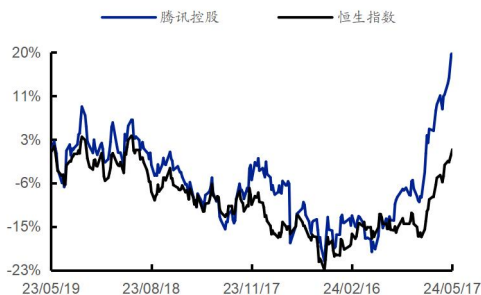


研究所:
 证券分析师: 陈梦竹 S0350521090003
 chenmz@ghzq.com.cn
 证券分析师: 尹芮 S0350522110001
 yinr@ghzq.com.cn

聚焦高质量业务增长, 微信商业化价值持续兑现

——腾讯控股 (0700.HK) 2024Q1 财报点评

最近一年走势



相对恒生指数表现

2024/05/17

表现	1M	3M	12M
腾讯控股	32.5%	36.5%	17.0%
恒生指数	20.3%	19.7%	-0.0%

市场数据

2024/05/17

当前价格 (港元)	395.00
52周价格区间 (港元)	260.20-401.00
总市值 (百万港元)	3,720,699.33
流通市值 (百万港元)	3,720,699.33
总股本 (万股)	941,949.20
流通股本 (万股)	941,949.20
日均成交额 (百万港元)	11,081.61
近一月换手 (%)	2.89

相关报告

《腾讯控股 (0700.HK) 2024Q1 财报前瞻: 游戏短期承压, 广告稳健, 利润率同比继续优化 (买入) *社交 II *陈梦竹, 尹芮》——2024-04-16

《腾讯控股 (0700.HK) 2023Q4 财报点评: 利润率提升显著, 2024 年将加大股东回报 (买入) *社交 II *陈梦竹, 尹芮》——2024-03-24

《腾讯控股(0700.HK)深度报告: 站在当前时点, 再看微信生态变现潜力 (买入) *社交 II *尹芮, 陈梦竹》——2024-02-08

《腾讯控股 (0700.HK) 2023Q4 财报前瞻: 核心业务稳健, 关注视频号电商业务进展 (买入) *社

事件:

2024年5月14日公司公告2024Q1财报, 2024Q1实现营收1595亿元 (yoy+6%, qoq+3%), 营业利润526亿元 (yoy+30%, qoq+27%), 归母净利润419亿元 (yoy+62%, qoq+55%), Non-IFRS归母净利润503亿元 (yoy+54%, qoq+18%)。

我们的观点:

- 1、运营数据:** 视频号流量端表现亮眼, 2024Q1总时长同比增长超80%, 在用户增长-内容供给-创作者生态上正逐步走向正循环, 腾讯音乐付费会员数连续四季度保持20%以上同比增速。
- 2、整体业绩:** 核心业务保持稳健增长, 利润表现大超市场预期, 公司2024Q1整体毛利率同环比均显著优化 (yoy+7.1pct, qoq+2.6pct), 叠加费用改善和投资公司收益提升, 带动经调整净利率提升至32% (yoy+9.8pct, qoq+4.0pct), NON-IFRS归母净利润同比强劲增长54%。展望未来利润提升空间, 我们认为存量业务的降本增效和增量高利润率业务的持续贡献, 将共同驱动腾讯利润持续增长, 长线核心关注视频号、小游戏、搜一搜、小贷业务等进展及利润释放节奏, 其中视频号2024年预计贡献经营利润258亿元, 2027年经营利润空间有望达600亿元+, 未来三年仍处于高速增长阶段。
- 3、增值业务:** 2024Q1游戏收入同比持平, 国内/海外流水分别增长3%/34%, 收入承压主要由于收入递延所致, 预计游戏业务Q2开始回归正增长, 季度呈现前低后高趋势, 全年我们预期6%增速; 腾讯视频发布多部热门自制电视剧和动画系列, 带动腾讯视频付费会员数同比增长8%, 达1.16亿; TME音乐付费会员数同比增长20%达1.14亿。根据我们测算, 由于收入结构优化, 社交网络毛利率有望从2023年的34%提升至2024年的39%, 带动VAS整体毛利率提升至57% (yoy+3pct)。
- 4、网络广告业务:** 2024Q1广告业务同比增长26%, 微信视频号、小程序、公众号及搜一搜的增长和AI驱动的广告技术平台升级等共同驱动广告业务增长强劲, 同时毛利率同比改善显著。我们预计2024年视频号广告贡献有望达260亿元 (yoy+80%), 长线广告空间有望

交 II *陈梦竹, 尹芮》——2024-01-17

《腾讯控股 (0700.HK) 2023Q3 财报点评: 利润大超预期, 微信生态变现能力持续释放 (买入)*

社交 II *陈梦竹, 尹芮》——2023-11-18

达 700 亿元+, 将于未来几年逐步释放。中性假设下, 2024 年/2025 年视频号广告起量有望带动腾讯广告毛利率提升至 56%/59%。

- **5、金融科技及企业服务:** 2024Q1 收入同比增长 7%, 支付业务增速较弱预计和宏观环境以及 2023 年疫情后复苏基数有关; 云业务增长稳健, 混元大模型全面开放, 生成式 AI 带来新增长点; 视频号商家技术服务费贡献提升, 伴随视频号电商 GMV 持续提升, 对应 1% take rate, 我们预及视频号商家技术服务费长线收入贡献有望达到 200 亿元以上, 且该部分收入利润率较高。
- **盈利预测和投资评级** 考虑公司游戏业务企稳、广告持续增长超预期、利润率同比提升显著, 我们上调盈利预期, 预计公司 FY2024-2026 年营收分别为 6632/7347/8001 亿元, NON-IFRS 口径归母净利润为 1989/2292/2604 亿元, 对应 Non-IFRS 口径 EPS 为 21.12/24.33/27.65 元, 对应 Non-IFRS 口径 PE 分别为 17/15/13X, 根据 SOTP 估值方法, 我们给予 2024 年腾讯控股各项业务合计目标市值 3.9 万亿元人民币/4.3 万亿港元, 对应目标价 480 港元, 维持“买入”评级。
- **风险提示** 活跃用户增速放缓风险、新游审批进度风险、视频内容监管风险、内容成本快速增加风险、渠道成本快速增加风险、竞争风险、反垄断风险、金融政策变更风险、投资风险、估值调整风险、视频号广告及微信小游戏扩张不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入 (百万元)	609015	663221	734694	800059
增长率 (%)	10	9	11	9
归母净利润 (百万元)	115216	160898	188278	217599
增长率 (%)	-39	40	17	16
Non-IFRS 归母净利润 (百万元)	157688	198900	229210	260435
增长率 (%)	36	26	15	14
Non-IFRS 每股收益 (元)	16.74	21.12	24.33	27.65
Non-IFRS P/E	21.47	17.02	14.77	13.00
P/B	5.02	4.57	4.09	3.62
P/S	5.56	5.11	4.61	4.23

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

单位人民币, 换算汇率为 5 月 17 日实时汇率 1 港元=0.91 人民币

事件:

2024年5月14日公司公告2024Q1财报,2024Q1实现营收1595亿元(yoy+6%, qoq+3%),营业利润526亿元(yoy+30%, qoq+27%),归母净利润419亿元(yoy+62%, qoq+55%),Non-IFRS归母净利润503亿元(yoy+54%, qoq+18%)。

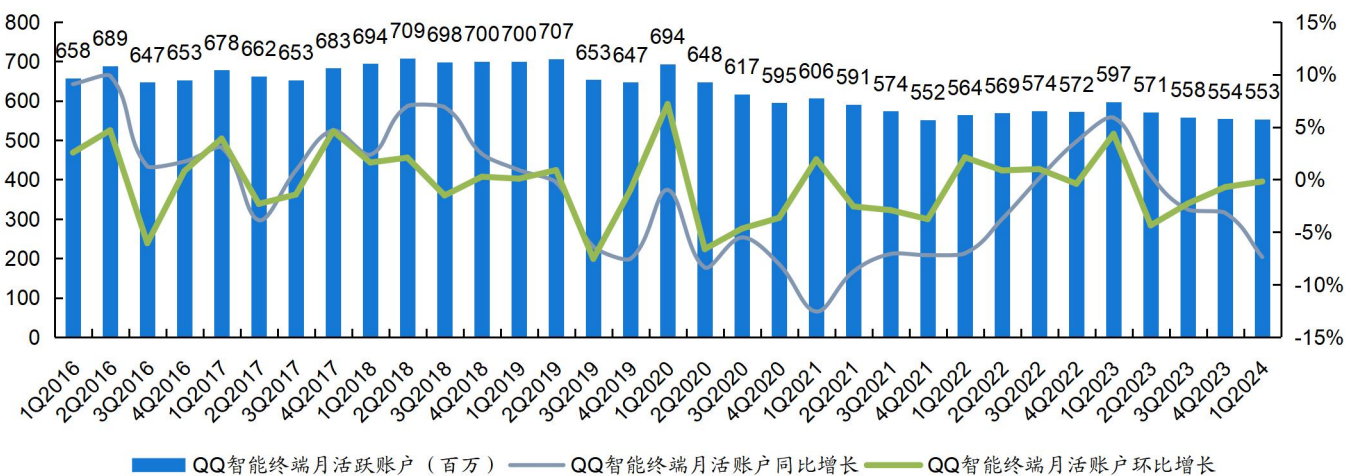
我们的观点:

1、运营数据:视频号流量端表现亮眼、2024Q1总时长同比增长超80%，在用户增长-内容供给-创作者生态上正逐步走向正循环，腾讯音乐付费会员数连续四季度保持20%以上同比增速。

2024Q1微信和WeChat合并MAU为13.59亿(yoy+3%, qoq+1%);QQ智能终端MAU达5.53亿(yoy-7%, qoq-0.2%);视频号总用户时长同比增长超80%;小程序总用户时长同比增长超20%;收费增值服务注册账户达2.60亿(yoy+15%, qoq+5%);腾讯视频付费会员数达1.16亿(yoy+8%);腾讯音乐付费会员数达1.14亿(yoy+20%)。

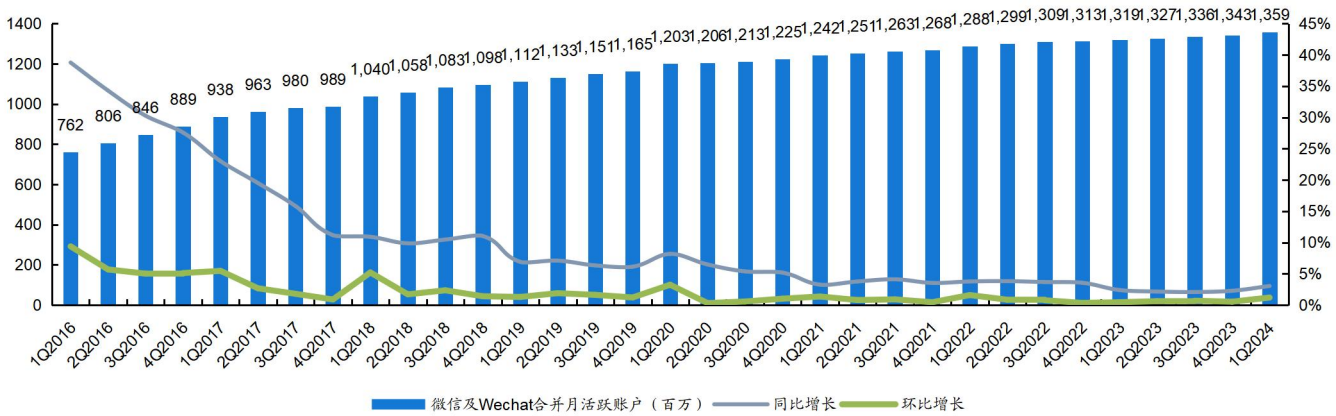
视频号流量侧表现亮眼，我们认为视频号在用户增长-内容供给-创作者生态上正逐步走向正循环。2021年以前，视频号主要的重心放在基础架构搭建和产品功能完善上；2022年开始，视频号针对创作者生态做了较大巩固，投入流量激励政策和扶持计划对优质创作者进行扶持，同时加强垂类运营，使得内容供给不断丰富和泛化；2022年下半年以来，视频号明显加强了商业化步伐，通过完善广告/直播/电商多种商业化基础设施，帮助平台创作者和商家提升了变现能力，从而更有动力产出优质内容，进一步促进了用户流量和粘性的快速提升。

图 1: QQ 智能终端月活跃账户数及增速 (左轴月活跃账户数, 右轴同环比增速)



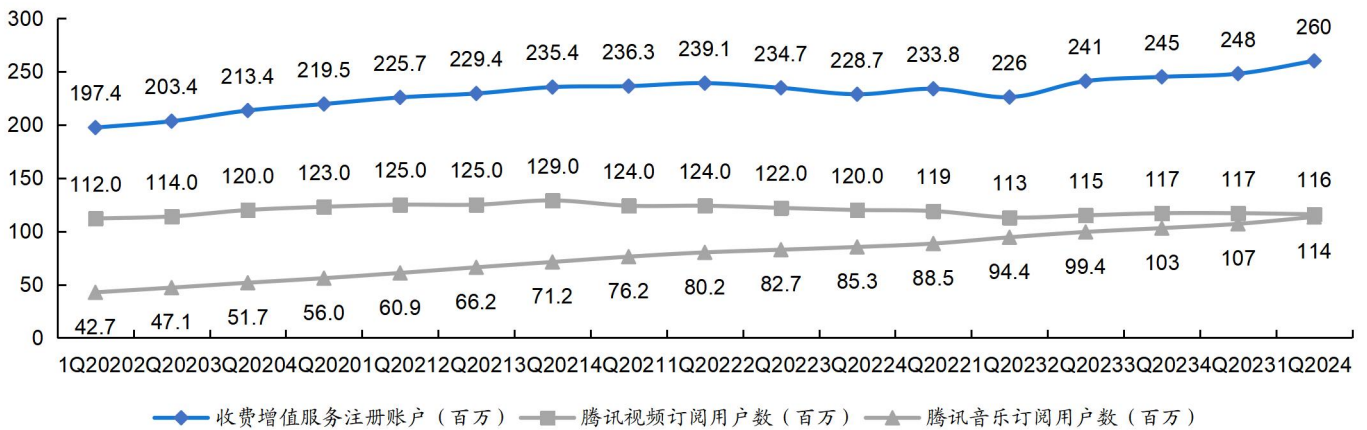
资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

图 2: 微信及 Wechat 合并月活跃账户数及增速 (左轴月活跃账户数, 右轴同环比增速)



资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

图 3: 收费增值服务注册账户、腾讯视频订阅用户数及腾讯音乐订阅用户数



资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

2、整体业绩: 核心业务保持稳健增长, 利润表现大超市场预期, 公司 2024Q1 整体毛利率同环比均显著优化 (yoy+7.1pct, qoq+2.6pct), 叠加费用改善和投资公司收益提升, 带动经调整净利率提升至 32% (yoy+9.8pct, qoq+4.0pct), NON-IFRS 归母净利润同比强劲增长 54%。

(1) 业绩总览: 2024Q1 实现营收 1595.01 亿元 (yoy+6%, qoq+3%), 略高于彭博一致预期的 1588 亿元; 实现营业利润 525.56 亿元 (yoy+30%, qoq+26.9%), 归母净利润 418.89 亿元 (yoy+62%, qoq+55%), Non-IFRS 归母净利润 502.65 亿元 (yoy+54%, qoq+18%), 高于彭博一致预期的 430 亿元。

图 4：腾讯控股分业务收入

(亿元)	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
总收入	1,340.34	1,400.93	1,449.54	1,499.86	1,492.08	1,546.25	1,551.96	1,595.01
yoy	-3%	-2%	1%	11%	11%	10%	7%	6%
qoq	-1%	5%	3%	3%	-1%	4%	0%	3%
增值服务收入	716.83	727.27	704.17	793.37	742.11	757.48	690.79	786.29
yoy	0%	-3%	-2%	9%	4%	4%	-2%	-1%
qoq	-1%	1%	-3%	13%	-6%	2%	-9%	14%
占总收入比重	53%	52%	49%	53%	50%	49%	45%	49%
金融科技及企 业服务	422.08	448.44	472.44	487.01	486.35	520.48	543.79	523.02
yoy	1%	4%	-1%	14%	15%	16%	15%	7%
qoq	-1%	6%	5%	3%	-0.1%	7.0%	4.5%	-3.8%
占总收入比重	31%	32%	33%	32%	33%	34%	35%	33%
网络广告收入	186.38	214.43	246.6	209.64	250.03	257.21	297.94	265.06
yoy	-18%	-5%	15%	17%	34%	20%	21%	26%
qoq	4%	15%	15%	-15%	19%	3%	16%	-11%
占总收入比重	14%	15%	17%	14%	17%	17%	19%	17%
其他业务收入	15.05	10.79	26.33	9.84	13.59	11.08	19.44	20.64
yoy	-1%	-20%	-6%	-50%	-10%	3%	-26%	110%
qoq	-24%	-28%	144%	-63%	38%	-18%	75%	6%
占总收入比重	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%

资料来源：公司财报，国海证券研究所

(2) 利润率提升主要源于毛利率改善显著，部分来自费用率优化及投资公司收益同比提升。①公司整体毛利率达到 52.6% (yoy+7.1pct)，具体来看各项业务毛利率均有改善：增值服务毛利率 57.3% (yoy+3.4pct)，该项利润率改善主要来自社交网络部分，高毛利的小游戏增量贡献以及低毛利的直播业务占比下降，音乐及视频等业务内容及运营成本下降等共同驱动；网络广告毛利率 54.8% (yoy+13.1pct)，该项毛利增长主要由于微信视频号及搜一搜广告收入的增长；金融科技及企业服务毛利率 45.6% (yoy+11.1pct)，主要由于高毛利的理财业务、视频号商家技术服务费贡献增长，以及云业务的持续降本增效。

②2024Q1 公司营业费用率 20% (yoy-0.8pct, qoq-4.3pct)，研发及管理费用同比有所优化。其中销售费用率 5% (yoy 持平, qoq-2.3pct)，研发费用率 10% (yoy-0.3pct, qoq-0.8pct)，管理费用率（一般及行政费用剔除研发费用）6% (yoy-0.6pct, qoq-1.2pct)。

③来自联营及合营投资公司的收益同比贡献提升。根据财报披露，本季度 NON-IFRS 准则下分占联营公司及合营公司盈利 55 亿元(去年同期亏损 1 亿元)，增长主要由于国内联营公司盈利能力提升以及部分海外联营公司的亏损减少。

图 5: 腾讯分业务毛利率趋势

分业务毛利率	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
整体	42.1%	43.2%	44.2%	42.6%	45.5%	47.5%	49.5%	50.0%	52.6%
增值服务	50.4%	50.6%	51.7%	49.8%	53.9%	54.0%	55.5%	53.7%	57.3%
网络广告	36.7%	40.6%	46.3%	44.2%	41.7%	48.9%	52.3%	56.8%	54.8%
金融科技及企业服务	31.6%	33.3%	33.3%	33.6%	34.5%	38.4%	40.9%	43.9%	45.6%
其他	15.1%	-5.1%	-44.9%	-0.8%	-9.9%	-7.8%	-25.2%	-15.8%	23.6%

资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

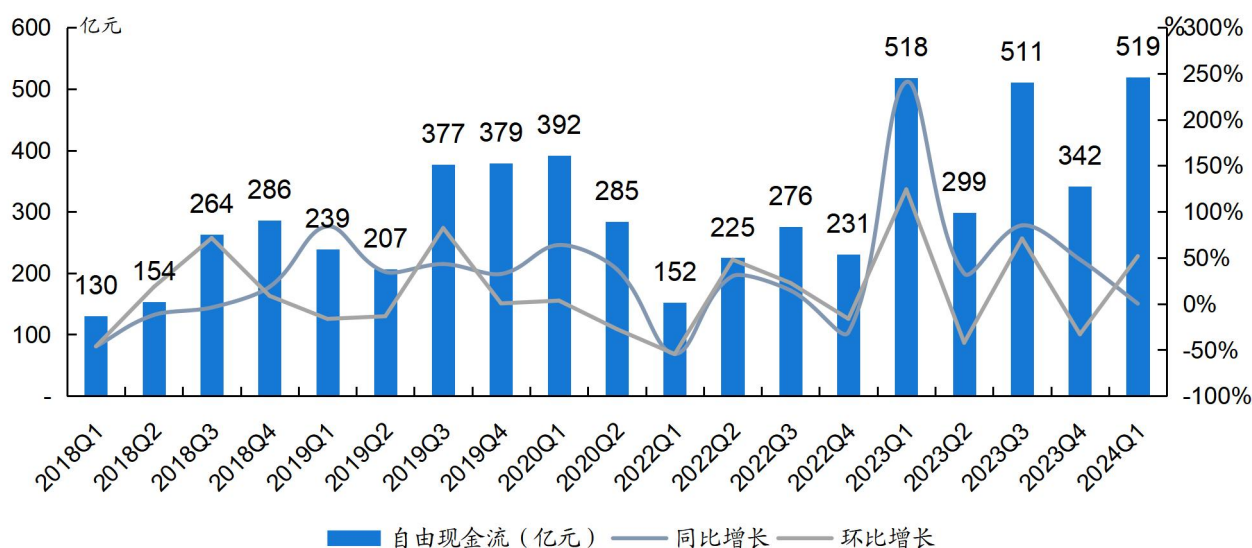
图 6: 腾讯控股 Non-IFRS 口径利润情况

Non-IFRS口径	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
归母净利润 (亿元)	255	281	323	297	325	375	449	427	503
yoy	-23%	-17%	2%	19%	27%	33%	39%	44%	54%
归母净利率	19%	21%	23%	20%	22%	25%	29%	28%	32%
分占联营及合营公司盈利 (亿元)	-22	-10	24	31	-1	39	48	45	55
归母净利润 (剔除联营及合营公司盈利)	277	291	299	266	326	336	401	382	448
yoy					18%	15%	34%	43%	37%
归母净利率 (剔除联营及合营公司盈利)	20%	22%	21%	18%	22%	23%	26%	25%	28%

资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

(3) 自由现金流: 本季度自由现金流 519 亿元, 创历史新高, 现金净额为人民币 925 亿元 (去年同期 547 亿元), 持续保持健康稳健趋势。

图 7: 腾讯控股自由现金流情况



资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

(4) 展望未来利润提升空间, 我们认为存量业务的降本增效和增量高利润率业务的持续贡献, 将共同驱动腾讯利润持续增长, 长线核心关注视频号、小游戏、搜一搜、小贷业务等进展及利润释放节奏, 其中视频号 2024 年预计贡献经营利润 258 亿元, 2027 年经营利润空间有望达 600 亿元+, 未来三年仍处于高速增长阶段。

图 8: 腾讯分业务经营利润空间测算

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E		2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
经营利润率	33%	38%	40%	42%	43%	经营利润 (亿元)	2,022	2,491	2,955	3,363	3,758
VAS	38%	41%	42%	43%	43%	VAS	1,124	1,264	1,386	1,487	1,581
游戏	50%	51%	51%	51%	50%	游戏	898	977	1,064	1,143	1,217
国内游戏	53%	57%	57%	57%	57%	国内游戏	671	755	808	856	899
海外游戏	41%	38%	38%	38%	38%	海外游戏	216	222	256	286	318
SNS	19%	24%	27%	28%	29%	SNS	226	287	323	344	364
小游戏内购	84%	84%	84%	84%	84%	小游戏内购	50	68	79	87	94
短视频直播	15%	17%	20%	20%	20%	短视频直播	12	17	24	27	30
其他SNS	16%	20%	22%	23%	24%	其他SNS	164	202	220	230	240
广告	41%	46%	49%	51%	52%	广告	412	554	695	826	938
视频号广告	70%	75%	76%	77%	78%	视频号广告	101	194	301	391	460
小游戏广告	70%	75%	76%	77%	78%	小游戏广告 (剔除视频号投放部分)	26	37	47	57	70
搜一搜广告	70%	75%	76%	77%	78%	搜一搜广告	10	16	19	22	23
其他广告	34%	35%	35%	35%	35%	其他广告	275	307	329	357	385
金融科技与企业服务	25%	30%	34%	37%	40%	金融科技与企业服务	499	681	881	1,058	1,247
金融科技	28%	34%	37%	40%	42%	金融科技	476	617	762	898	1,047
分期分付	70%	70%	70%	70%	70%	分期分付	22	42	67	115	162
微信支付	17%	23%	25%	27%	29%	微信支付	237	341	400	461	526
理财&微众银行贷款等	80%	80%	80%	80%	80%	理财&微众银行贷款等	218	233	295	323	360
企业服务	6%	15%	23%	27%	30%	企业服务	23	64	119	160	200
视频号带货服务费	67%	70%	73%	75%	75%	视频号带货服务费	21	46	88	117	144
其他企业服务	0%	5%	8%	10%	12%	其他企业服务	1	18	32	43	56
其他	-25%	-10%	-10%	-10%	-10%	其他	-13	-7	-7	-7	-8
						小游戏内购	50	68	79	87	94
						视频号	134	258	412	535	634
						分期分付	22	42	67	115	162

资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

3、分业务情况

3.1、增值业务: 2024Q1 游戏收入同比持平, 2024Q1 国内/海外流水分别增长 3%/34%, 收入承压主要由于收入递延所致, 预计游戏业务 Q2 开始回归正增长, 季度呈现前低后高趋势, 全年我们预期 6% 增速; 腾讯视频发布多部热门自制电视剧和动画系列, 带动腾讯视频付费会员数同比增长 8%, 达 1.16 亿; TME 音乐付费会员数同比增长 20% 达 1.14 亿。根据我们测算, 由于收入结构优化, 社交网络毛利率有望从 2023 年的 34% 提升至 2024 年的 39%, 带动 VAS 整体毛利率提升至 57% (yoy+3pct)。

(1) **游戏业务:** 2024Q1 游戏收入 481 亿人民币 (yoy+0%, qoq+18%), 营收占比 30%, 本季度递延收益余额 1105 亿元 (yoy+23%, qoq+10%), 创历史新高, 为后续增长提供坚实基础。

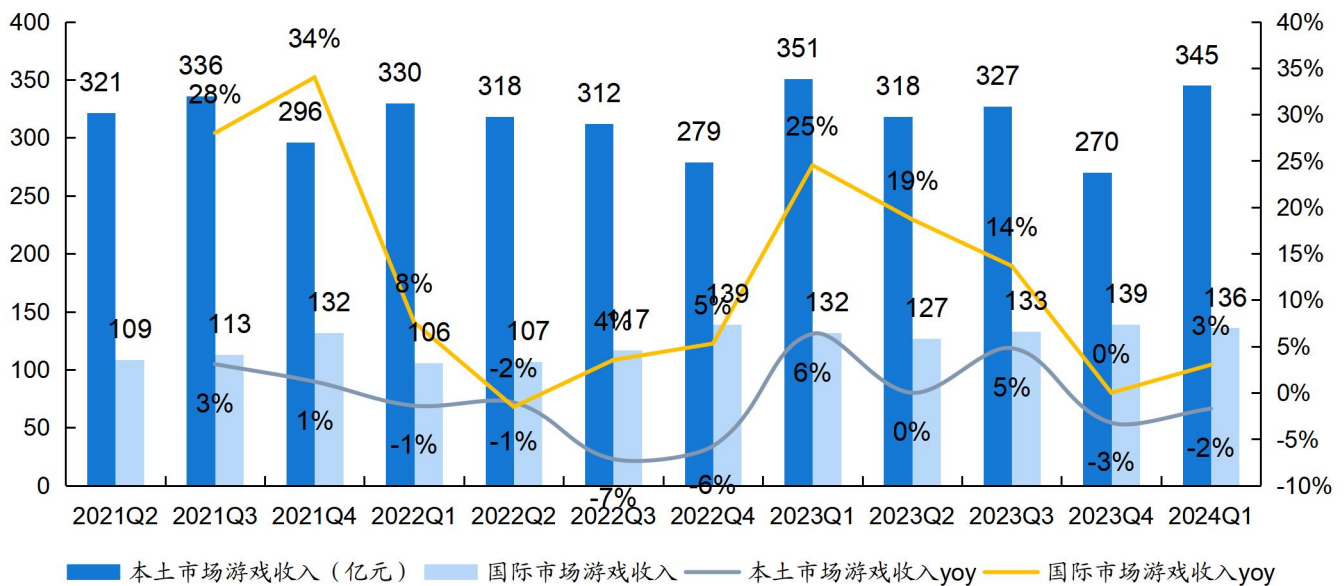
本土游戏业务收入 345 亿元, 同比下降 2%, 本土市场游戏总流水已恢复同比增长至 3%。单个游戏而言, 《王者荣耀》受去年春节期间高基数影响, 收入同比

有所下降,《和平精英》收入因 2023 年下半年的商业化内容较弱而同比下降。这些大部分被近期发布的游戏(包括《无畏契约》和《命运方舟》)的收入贡献以及《金铲铲之战》的强劲增长所抵消,《金铲铲之战》、《穿越火线手游》、《暗区突围》流水本季度创历史新高,展现公司对于精品游戏的长线运营能力。

国际市场游戏收入同比增长 3%至 136 亿元,在游戏收入中占比达 28%,国际市场游戏总流水同比增长 34%。主要由于 Supercell 的游戏(尤其是《荒野乱斗》)人气回升以及《PUBG MOBILE》的用户和流水增长。由于 Supercell 的游戏收入递延周期较长,预计 Q1 流水增量将于后续季度逐步确认,Supercell 于 4 月亦推出新游《爆裂小队》(《Squad Busters》),正处于流水爬坡期,我们预期 Q2-Q4 季度增速会显著高于 Q1。

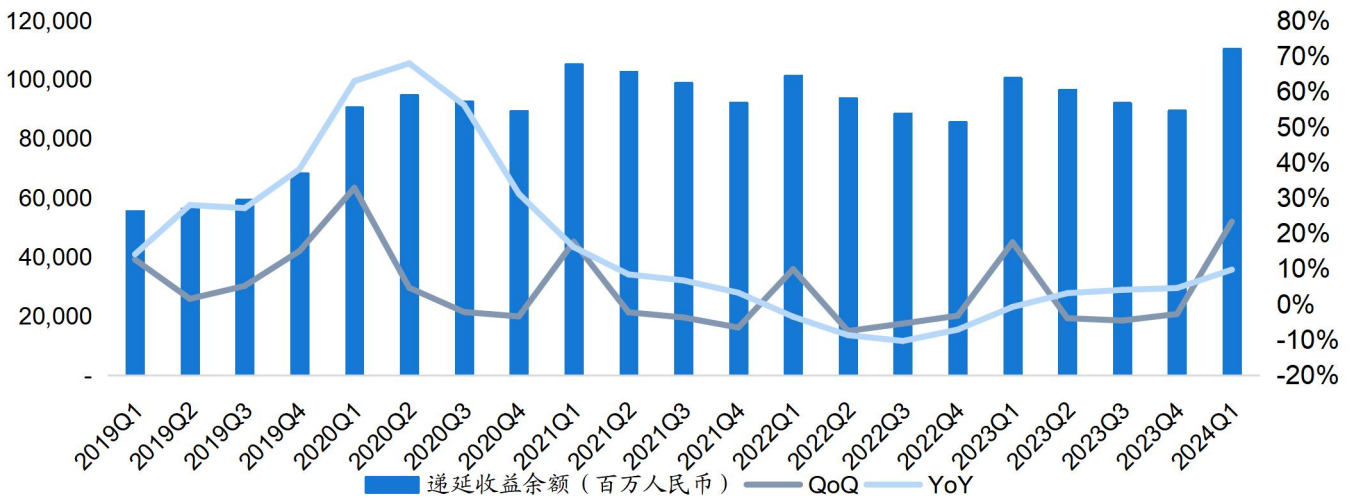
展望 Q2 及以后,我们认为可以保持相对乐观。考虑头部游戏 3 月以后企稳恢复增长,叠加近期《DNF 手游》上线(定档 5 月 21 日),今年亦储备《王者荣耀·星之破晓》、《塔瑞斯世界》、《极品飞车》、《三角洲行动》等多款新游,有望带来较多增量,预计游戏业务 Q2 开始回归正增长,季度呈现前低后高趋势,全年我们预期 6%增速。

图 9: 腾讯控股本土游戏市场收入及国际市场游戏收入情况(亿元人民币) - (左轴收入,右轴同比增速)



资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

图 10: 腾讯控股递延收入及同环比变动 (左轴收入, 右轴增速)

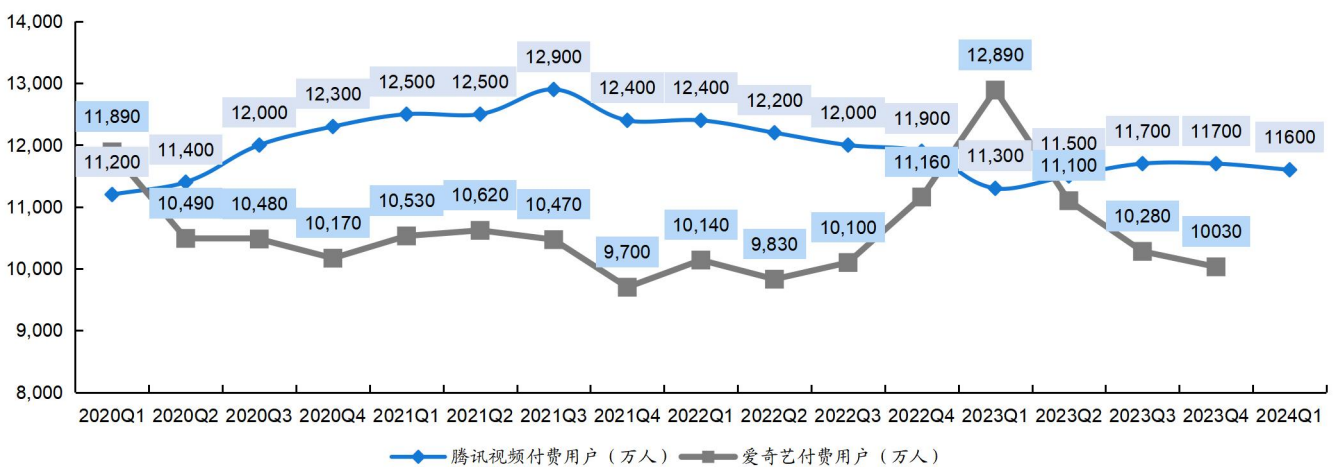


资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

(2) **社交网络:** 2024Q1 社交网络收入 305 亿元, 同比下降 2%。虽然我们认为社交网络收入承压主要由于音乐直播及游戏直播服务收入下降(直播利润率相对较低), 同时高利润率的音乐与长视频付费会员以及小游戏平台服务费收入保持增长, 因此对社交网络业务利润率有明显改善作用。根据我们测算, 由于收入结构优化, 社交网络毛利率有望从 2023 年的 34% 提升至 2024 年的 39%, 带动 VAS 整体毛利率提升至 57% (yoy+3pct)。

腾讯视频及腾讯音乐保持健康增长, 稳居细分市场龙头地位。 腾讯视频会员数于 2023Q1 触底后回升, 并开始与友商拉开差距。2024Q1 腾讯音乐总收入为人民币 67.7 亿元, 调整后净利润 18.1 亿元, 同比增长 23.9%, 其中在线音乐订阅收入同比增长 39.2% 达 36.2 亿元, 在线音乐付费用户数同比增长 20.2% 达 1.135 亿。

图 11: 腾讯视频和爱奇艺付费用户数对比



资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

3.2、网络广告：2024Q1 广告业务同比增长 26%，微信视频号、小程序、公众号及搜一搜的增长和 AI 驱动的广告技术平台升级等共同驱动广告业务增长强劲，同时毛利率同比改善显著。我们预计 2024 年视频号广告贡献有望达 260 亿元(yoy+80%)，长线广告空间有望达 700 亿元+，将于未来几年逐步释放。中性假设下，2024 年/2025 年视频号广告起量有望带动腾讯广告毛利率提升至 56%/59%。

2024Q1 腾讯网络广告收入同比增长 26%，至人民币 265 亿元，微信视频号、小程序、公众号及搜一搜的增长和 AI 驱动的广告技术平台升级等共同驱动广告业务强劲增长。视频号广告短期增长主要受到流量驱动，而在商业化内容上相对克制，目前广告加载率不到 3%（抖音 13%/快手 9%），后续仍有较大提升空间，我们预计 2024 年视频号广告贡献有望达 260 亿元(yoy+80%)，长线广告空间有望达 700 亿元+，将于未来几年逐步释放。AI 对于广告赋能也值得注意，公司升级了 AI 驱动的广告技术平台，显著提升了精准投放的效果，并于近期推出了 Honewan 平台以协助广告商创建广告内容。

广告业务毛利同比增长 66%，至人民币 145 亿元，毛利率显著改善至 55%（yoy+13pct），主要得益于高毛利率的视频号和搜一搜广告收入的强劲增长。我们针对视频号对广告毛利率的弹性影响做测算，中性假设下，2024 年/2025 年视频号广告起量有望带动腾讯广告毛利率提升至 56%/59%。

图 12：视频号对于腾讯广告毛利率弹性影响测算

		视频号广告收入 (亿元)							视频号广告收入 (亿元)				
2024年		240	250	260	280	290	2025年		370	380	390	400	410
视频号毛利率	80%	54%	54%	55%	56%	57%	视频号毛利率	80%	57%	57%	58%	58%	59%
	82%	54%	55%	55%	57%	57%		82%	57%	58%	58%	59%	60%
	85%	55%	55%	56%	57%	58%		85%	58%	59%	59%	60%	60%
	88%	55%	56%	57%	58%	59%		88%	59%	59%	60%	61%	61%
	90%	56%	56%	57%	59%	59%		90%	59%	60%	61%	61%	62%

资料来源：公司财报，国海证券研究所

3.3、金融科技与企业服务：2024Q1 收入同比增长 7%，支付业务增速较弱预计和宏观环境以及 2023 年疫情后复苏基数有关；云业务增长稳健，混元大模型全面开放，生成式 AI 带来新增长点；视频号商家技术服务费贡献提升，伴随视频号电商 GMV 持续提升，对应 1% take rate，我们预及视频号商家技术服务费长线收入贡献有望达到 200 亿元以上，且该部分收入利润率较高。

2024Q1 金融科技及企业服务业务收入同比增加 7%，至人民币 523 亿元。

金融科技服务收入同比增长个位数百分比，支付业务同比增速放缓，主要由于线下消费支出增长放缓及提现收入减少，而理财服务收入增长强劲。展望未来，我们预计支付业务保持相对稳定，但利润率仍有提升空间，同时建议关注增量小贷业务分期分付进展。

企业服务业务收入同比增长超过 10%，主要由于云服务收入及视频号商家技术服务费增长。①云业务：关注生成式 AI 带来新的增长点。2024 年 5 月 17 日，腾讯云生成式 AI 产业应用峰会宣布腾讯混元大模型 pro、standard 和 lite 版本将通过腾讯云向企业和个人开发者全面开放，其中腾讯混元 256k 模型版本具备处理超过 38 万字符的超长文本能力。此外还推出知识引擎、图像创作引擎、视频创作引擎的三款大模型原生工具链。②视频号电商：我们测算 2023 年/2024 年视频号商家技术服务费分别达 32/66 亿元，伴随视频号电商 GMV 持续提升，对应 1% take rate，长线收入贡献有望达到 200 亿元以上，且该部分收入利润率较高。

图 13：视频号长线商业化空间测算

视频号	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
视频号广告测算								
DAU	4.5	5.0	5.5	5.8	6.0	6.0	6.0	6.0
人均单日使用时长 (分钟)	54	62	65	68	70	70	70	70
每分钟播放次数 (次)	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
日均VV (亿次)	640	806	930	1025	1092	1092	1092	1092
公域占比	50%	55%	60%	65%	70%	70%	70%	70%
广告加载率	2.5%	3.5%	4.5%	5.0%	5.2%	5.5%	5.8%	6.0%
eCPM (千次/元)	45	42	40	39	38	39	40	41
日收入 (亿元)	0.36	0.65	1.00	1.30	1.51	1.64	1.77	1.88
信息流年收入 (亿元)	130	238	366	474	551	598	647	686
互选广告/信息流广告	11%	9%	8%	7%	7%	7%	7%	7%
互选广告年收入	14	21	29	33	39	42	45	48
视频号收入空间								
视频号广告收入 (亿元)	144	259	396	508	590	640	693	734
YOY		80%	53%	28%	16%	9%	8%	6%
视频号直播收入 (亿元)	80	100	120	135	150	151	152	153
YOY		25%	20%	13%	11%	1%	1%	1%
视频号电商收入 (亿元)	32	66	120	156	192	216	238	261
YOY		106%	82%	30%	23%	13%	10%	10%
视频号电商take rate	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
视频号电商GMV (亿元)	3200	6000	10000	13000	16000	18000	19800	21780
YOY		88%	67%	30%	23%	13%	10%	10%
视频号合计收入空间(亿元)	256	425	636	799	932	1007	1082	1149
YOY		66%	49%	26%	17%	8%	7%	6%
视频号利润空间								
视频号广告经营利润率假设	70%	75%	76%	77%	78%	78%	78%	78%
视频号直播经营利润率假设	15%	17%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
视频号电商经营利润率假设	67%	70%	73%	75%	75%	75%	75%	75%
视频号合计经营利润空间 (亿元)	134	258	412	535	634	692	749	799
YOY		92%	60%	30%	19%	9%	8%	7%
视频号经营利润在整体经营利润占比	7%	10%	14%	16%	17%	17%	17%	17%

资料来源：公司财报，国海证券研究所

4、年内持续加强股东回报，有望为股价提供支撑

公司预计 2024 年回购将超过 1000 亿港元，持续加强股东回报。根据 wind 数据，腾讯 2022/2023/2024 年至今（截至 5 月 17 日），分别回购 338 亿/484 亿/228

亿港元，公司预计年内回购规模预计增加至超 1000 亿港元，叠加现金分红，有望给股价提供支撑。

5、盈利预测与投资评级

考虑公司游戏业务企稳、广告持续增长超预期、利润率同比提升显著，我们上调盈利预期，预计公司 FY2024-2026 年营收分别为 6632/7347/8001 亿元，NON-IFRS 口径归母净利润为 1989/2292/2604 亿元，对应 Non-IFRS 口径 EPS 为 21.12/24.33/27.65 元，对应 Non-IFRS 口径 PE 分别为 17/15/13X，根据 SOTP 估值方法，我们给予 2024 年腾讯控股各项业务合计目标市值 3.9 万亿元人民币/4.3 万亿港元，对应目标价 480 港元，维持“买入”评级。

6、风险提示

活跃用户增速放缓风险、新游审批进度风险、视频内容监管风险、内容成本快速增加风险、渠道成本快速增加风险、竞争风险、反垄断风险、金融政策变更风险、投资风险、估值调整风险、视频号广告及微信小游戏扩张不及预期等。

附表：腾讯控股盈利预测表（股价单位港元，其余人民币，换算汇率为5月17日实时汇率1港元=0.91人民币）

证券代码:	00700				股价:	395.00	投资评级:	买入	日期:	2024/05/17
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力					每股指标					
ROE	17%	22%	23%	23%	EPS (经调整)	16.74	21.12	24.33	27.65	
毛利率	48%	52%	55%	56%	BVPS	71.58	78.58	87.96	99.23	
期间费率	25%	24%	22%	21%	估值					
销售净利率	19%	24%	26%	27%	P/E (经调整)	21.47	17.02	14.77	13.00	
成长能力					P/B	5.02	4.57	4.09	3.62	
收入增长率	10%	9%	11%	9%	P/S	5.56	5.11	4.61	4.23	
利润增长率	0%	0%	0%	0%						
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	0.44	0.44	0.43	0.42	营业收入	609015	663221	734694	800059	
应收账款周转率	10.74	10.74	10.74	10.74	营业成本	315906	316953	333571	349231	
存货周转率	305.37	281.34	267.29	256.98	销售费用	34211	36912	39673	41603	
偿债能力					管理费用	103525	106221	110204	112008	
资产负债率	52%	51%	51%	51%	财务费用	12268	12900	13224	14401	
流动比	0.97	0.99	1.02	1.10	营业利润	160866	207165	256245	301216	
速动比	1.30	0.97	0.99	1.01						
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润总额	168206	219138	269933	315361	
现金及现金等价物	150829	171821	201315	260663	所得税费用	43276	57505	67483	78840	
应收款项	56730	61780	68437	74526	净利润	124930	161633	202450	236521	
存货净额	1034	1127	1248	1359	少数股东损益	9714	735	14171	18922	
其他流动资产	146773	159836	177061	192814	归属于母公司净利润	115216	160898	188278	217599	
流动资产合计	355366	394564	448061	529362	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
固定资产	79172	86219	95510	104008	经营活动现金流	39631	69785	82575	116349	
无形资产及其他	182705	198966	220408	240018	归母净利润	115216	160898	188278	217599	
定期存款	36541	39793	44082	48004	少数股东损益	9714	735	14171	18922	
其他非流动资产	713725	711565	768803	858420	折旧摊销	41486	45179	50047	54500	
资产总计	1391910	1523366	1698510	1891061	其他非现金调整	-20000	-140000	-160000	-160000	
短期借款	30451	33161	36735	40003	营运资金变动	-97071	3709	4250	4250	
应付款项	125140	136278	150964	164396	投资活动现金流	-30451	-33161	-36735	-40003	
递延收入	91352	99483	110204	120009	资本支出	-85262	-92851	-102857	-112008	
其他流动负债	118149	128665	142531	155211	长期投资	-121803	-132644	-146939	-160012	
流动负债合计	365092	397587	440434	479619	其他	176614	192334	213061	232017	
长期借款及应付债券	292301	319907	356687	397123	筹资活动现金流	-6090	-6632	-7347	-8001	
其他长期负债	60292	65711	72869	79642	债务融资	77954	84892	94041	102407	
非流动负债合计	352593	385618	429556	476765	其它	-84044	-91525	-101388	-110408	
负债合计	717685	783205	869990	956384	现金净增加额	3090	29992	38494	68346	
股东权益	674225	740161	828520	934678						
负债和股东权益总计	1391910	1523366	1698510	1891061						

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【海外小组介绍】

陈梦竹，行业首席分析师，南开大学本科&硕士，6年证券从业经验，专注于全球内容&社交互联网、消费互联网、科技互联网板块研究。

尹芮，分析师，康奈尔大学硕士，中国人民大学本科，3年证券从业经验，主要覆盖内容&社交互联网方向。

张娟娟，分析师，上海财经大学硕士，三年产业工作经验，曾任职于阿里、美团，主要覆盖生活互联网方向。

林臻，研究助理，中国人民大学本科，港科大硕士，主要覆盖科技互联网方向。

罗婉琦，研究助理，伦敦政治经济学院硕士，主要覆盖消费互联网方向。

卢瑞琪，研究助理，复旦大学硕士，主要覆盖科技互联网方向。

【分析师承诺】

陈梦竹，尹芮，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。