

业务高质量发展，利润增长强劲

投资要点

- 业绩总结:** 腾讯 2024 年第一季度实现营收 1595 亿元，同比增长 6%；实现 Non-IFRS 净利润 503 亿元，同比增长 54%。
- 公司 2024 年一季度营收保持增长，利润高速增长。** 1) 从收入端来看，2024 年一季度营业收入 1595 亿元，同比增长 6%。2) 从利润端来看，2024 年一季度 Non-IFRS 净利润 503 亿元，同比增长 54%。公司收入结构持续优化，高毛利率业务快速增长，助推公司盈利能力提升。
- 增值服务稳健提效，多款游戏表现出色。** Q1 增值服务收入 786 亿元，同比下降 1%。本土市场游戏收入 345 亿元，同比下降 2%，总流水同比增长 3%。《王者荣耀》、《和平精英》等旗舰游戏流水稳定增长，多款游戏优化商业化节奏和内容设计，流水创历史新高。国际市场游戏收入 136 亿元，同比增长 3%，总流水同比增长 34%。Supercell 开发的游戏表现强劲。Q1 游戏流水在高基数情况下同比实现增长，为未来几个季度游戏收入恢复增长奠定基础。
- 网络广告业务蓬勃发展，AI 赋能提升广告效率和精准度。** Q1 广告收入 265 亿元，同比增长 26%，微信视频号，小程序及公众号和搜一搜表现强劲，AI 驱动广告技术提升。
- 金融科技稳步增长，企业服务持续拓展。** Q1 FBS 收入 523 亿元，同比增长 7%，金融科技服务收入持续增长，理财服务收入增长强劲；企业服务业务收入实现双位数同比增长，云服务收入及视频号商家技术服务费增长。
- 微信生态活跃度持续提升。** Q1 微信及 WeChat MAU 13.59 亿，同比增长 3%。视频号总用户使用时长、小程序总用户使用时长、非游戏类小程序的日均使用次数均实现快速增长。其中，小程序总用户使用时长同比增长超 20%，小游戏的流水同比增长达 30%。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2024-2026 年 Non-IFRS 净利润分别为 2142.6 亿元、2382.7 亿元、2621.1 亿元，对应 EPS 分别为 22.75 元、25.30 元、27.83 元。腾讯持续聚焦核心业务，收入结构改善，经营效率稳步提升。随着多款重磅新游推出、广告平台吸引力提升、非支付业务拓展以及企业服务能力强化，公司各项业务订单量有望持续增长。预计公司订单量在 2024 年将持续增长，给予公司 2024 年 20 倍 PE，2024 年 5 月 17 日人民币兑港元汇率为 1.08，对应目标价 491.4 港元，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 新游表现不及预期、研发项目不及预期、AI 商业化不及预期等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元人民币)	609015.00	666368.08	727631.10	790426.09
增长率	9.82%	9.42%	9.19%	8.63%
Non-IFRS 净利润(百万元人民币)	157688.00	214258.98	238274.47	262113.56
增长率	36.35%	35.88%	11.21%	10.00%
调整后每股收益 EPS	16.74	22.75	25.30	27.83
调整后 PE	21	16	14	13

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn
联系人: 张雪晴
电话: 010-57758528
邮箱: zxqf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	262.2-397.0
3 个月平均成交量(百万)	23.39
流通股数(亿)	94.19
市值(亿)	37,206.99

相关研究

- 腾讯控股 (0700.HK): 元梦之星上线, 合家欢游戏热潮再起 (2023-12-22)
- 腾讯控股 (0700.HK): 混元大模型发布, AI 商业化提速 (2023-09-11)
- 腾讯控股 (0700.HK): 业务高质量发展, 微信生态繁荣 (2023-08-22)
- 腾讯控股 (0700.HK): 利润重归双位数增长, 积极拥抱 AI 机会 (2023-05-23)

盈利预测

关键假设：

假设 1：增值服务业务为公司最主要的收入来源，主要包括国际市场游戏、本土市场游戏和社交网络业务。公司音乐、视频等数字内容订阅量提升，视频号直播及小游戏高速发展，社交网络订单量有望保持稳定。公司多款游戏优化商业化节奏和内容设计，新游储备丰富，2024 年公司多款重磅新游上线，游戏业务订单量有望持续增长。我们预计公司 2024 年-2026 年增值服务业务订单量增速为 5.5%、6.0%、6.0%；

假设 2：公司金融科技及企业服务业务包括移动支付、财富管理、信贷服务、证券投资等创新金融服务以及腾讯云、智慧产业等企业服务业务。公司理财、信贷、保险业务加速拓展，金融科技业务发展向好；公司 AI 能力提升，并计划在云基础设施方面增强现有产品和服务，有望带来企业服务业务增量。我们预计公司 2024 年-2026 年金融科技和企业服务业务订单量增速为 10.0%、9.0%、8.0%；

假设 3：公司广告业务发展势头良好，微信视频号、小程序、公众号和搜一搜表现强劲，AI 驱动广告技术提升，预计广告业务将持续快速发展。我们预计公司 2024 年-2026 年广告业务的订单量增速为 20.0%、18.0%、16.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2024 年-2026 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及增速

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
增值服务	收入	298,375.0	314,785.6	333,672.8	353,693.1
	增速	3.8%	5.5%	6.0%	6.0%
	毛利率	54.3%	57.0%	57.0%	57.0%
金融科技及企业服务	收入	203,763.0	224,139.3	244,311.8	263,856.8
	增速	15.1%	10.0%	9.0%	8.0%
	毛利率	41.8%	46.0%	46.0%	46.0%
网络广告	收入	101,482.0	121,778.4	143,698.5	166,690.3
	增速	22.7%	20.0%	18.0%	16.0%
	毛利率	53.0%	54.0%	55.0%	55.0%
其他	收入	5,395.0	5,664.8	5,948.0	6,185.9
	增速	-25.0%	5.0%	5.0%	4.0%
	毛利率	-14.6%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	收入	609,015.0	666,368.1	727,631.1	790,426.1
	增速	9.8%	9.4%	9.2%	8.6%
	毛利率	49.3%	52.3%	52.5%	52.5%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

公司主要业务包括增值服务业务（游戏及社交）、金融科技及企业服务业务、网络广告业务，综合考虑公司业务范围，选取 Meta Platforms、网易-S 2 家互联网上市公司作为可比公司进行估值比较，预计 2024 年 2 家可比公司调整后净利润对应平均估值为 16 倍 PE。公司为国内互联网行业龙头，掌握移动互联网时代最大流量入口，核心社交平台实现中国网民的基本覆盖，在社交、游戏、广告、数字内容、金融科技、企业服务等领域具有深厚积累，产品实力领先，各项业务持续向好，AI 持续赋能自身业务发展，预计估值将高于行业平均水平。

预计公司 2024-2026 年 Non-IFRS 净利润分别为 2142.6 亿元、2382.7 亿元、2621.1 亿元，对应 EPS 分别为 22.75 元、25.30 元、27.83 元。腾讯持续聚焦核心业务，收入结构改善，经营效率稳步提升。随着多款重磅新游推出、广告平台吸引力提升、非支付业务拓展以及企业服务能力强化，公司各项业务订单量有望持续增长。预计公司订单量在 2024 年将持续增长，给予公司 2024 年 20 倍 PE，2024 年 5 月 17 日人民币兑港元汇率为 1.08，对应目标价 491.4 港元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价	调整后 EPS				调整后 PE (倍)			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
META.O	Meta Platforms	471.91 美元	14.87 美元	21.01 美元	24.75 美元	27.23 美元	32	22	19	17
9999.HK	网易-S	104.97 港元	10.10 人民币	10.40 人民币	10.80 人民币	12.20 人民币	10	9	9	8
平均值							21	16	14	13
0700.HK	腾讯控股	395.00 港元	16.74 人民币	22.75 人民币	25.30 人民币	27.83 人民币	22	16	14	13

数据来源：Bloomberg, Wind, 西南证券整理

附：财务报表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	176138.00	334627.94	519201.32	718061.35	营业额	609015.00	666368.08	727631.10	790426.09
应收账款	46606.00	54772.81	59808.38	64969.88	销售成本	315906.00	317792.62	345722.60	375457.94
预付款项、按金及其他应收款项	77782.00	76216.88	83223.93	90406.20	销售费用	34211.00	37432.77	40874.18	44401.64
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	103525.00	113274.31	123688.27	134362.64
存货	456.00	1293.88	1407.60	1528.66	其他收益	4701.00	5835.67	6750.72	7454.38
其他流动资产	217464.00	273886.25	297696.06	322101.27	营业利润	160074.00	203704.04	224096.78	243658.25
流动资产总计	518446.00	740797.75	961337.29	1197067.36	其他非经营损益	1250.00	5497.56	13827.11	22729.35
长期股权投资	261665.00	264807.00	271459.40	282370.88	税前利润	161324.00	209199.43	237920.28	266388.54
固定资产	53232.00	44892.32	36552.64	28212.96	所得税	43276.00	44003.34	48477.98	52733.65
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	税后利润	118048.00	165196.09	189442.30	213654.89
无形资产	89150.00	74291.67	59433.33	44575.00	归属于非控股股东利润	2832.00	2321.60	2609.27	2899.80
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司股东利润	115216.00	162874.49	186833.04	210755.09
其他非流动资产	654753.00	654677.27	654601.54	654525.81	Non-IFRS 净利润	157688.00	214258.98	238274.47	262113.56
非流动资产合计	1058800.00	1038668.26	1022046.92	1009684.65	EBITDA	232600.00	257479.66	282256.66	307864.78
资产总计	1577246.00	1779466.01	1983384.20	2206752.02	NOPLAT	123585.11	182607.00	202501.48	223438.15
应付账款	115109.00	110000.38	119668.04	129960.59	EPS(元)	12.23	18.44	20.72	23.03
其他流动负债	195511.00	294874.60	321653.66	349386.70	Non-IFRS EPS(元)	16.74	22.75	25.30	27.83
流动负债合计	352157.00	404874.98	441321.70	479347.29					
长期借款	292920.00	292920.00	292920.00	292920.00					
其他非流动负债	58488.00	58488.00	58488.00	58488.00	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
非流动负债合计	351408.00	351408.00	351408.00	351408.00	成长能力				
负债合计	703565.00	756282.98	792729.70	830755.29	营收额增长率	9.82%	9.42%	9.19%	8.63%
储备	808591.00	807591.00	806592.00	805594.00	EBIT 增长率	-20.94%	34.92%	10.58%	9.89%
归属于母公司股东权益	808591.00	963079.42	1136711.23	1329677.17	EBITDA 增长率	-17.16%	10.70%	9.62%	9.07%
归属于非控股股东权益	65090.00	67411.60	70020.87	72920.67	税后利润增长率	-37.44%	49.08%	12.39%	11.13%
权益合计	873681.00	1030491.03	1206732.10	1402597.85	盈利能力				
负债和权益合计	1577246.00	1779466.01	1983384.20	2206752.02	毛利率	48.13%	52.31%	52.49%	52.50%
					净利率	19.38%	26.41%	27.18%	27.81%
					ROE	14.25%	18.03%	17.17%	16.31%
					ROA	7.30%	9.76%	9.84%	9.83%
					ROIC	12.68%	16.94%	19.46%	21.52%
					估值倍数				
现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	调整后 P/E	21.48	15.81	14.22	12.92
税后经营利润	117133.32	160926.19	177036.46	192490.02	P/S	5.56	5.08	4.66	4.29
折旧与摊销	59008.00	23273.74	23273.74	23273.74	P/B	4.19	3.52	2.98	2.55
财务费用	12268.00	14216.21	12712.42	12041.41	股息率	0.01	0.01	0.01	0.01
其他经营资金	33552.68	30393.17	480.56	1155.54	EV/EBIT	1.55	1.87	2.40	2.78
经营性现金净流量	221962.00	228809.32	213503.18	228960.71	EV/EBITDA	1.16	1.70	2.20	2.57
投资性现金净流量	-125161.00	4610.18	5335.07	5892.96	EV/NOPLAT	2.18	2.39	3.07	3.54
筹资性现金净流量	-82573.00	-74929.55	-34264.87	-35993.64					
现金流量净额	14228.00	158489.94	184573.38	198860.03					

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
