



广告显著超出市场预期，游戏业务有望企稳回升

事件：2024年Q1腾讯总营收同比增长6.3%至1595亿元，基本符合市场预期，毛利率同比增加7.1个百分点至52.6%，调整后净利润同比大幅增长54.5%至503亿元，超出市场预期。Q1经过团队调整本土和国际游戏总流水实现增长，视频号、搜一搜广告、小游戏平台服务费和视频号商家技术服务费等高质量收入驱动毛利和经营利润增长超预期。

报告摘要

游戏业绩递延，Q2增长可期 2024Q1腾讯增值服务业务收入同比下滑0.9%至786亿元，其中国际游戏收入同比增长3%至136亿元，本土游戏收入同比下滑2%至345亿元。从游戏流水的维度看，Q1腾讯国际市场游戏流水同比增长34%，本土游戏市场流水恢复正增长至3%，由于递延收入所致，Q2游戏业务恢复正增长可期。Q1社交网络收入下降2%至305亿元，主要系音乐直播及游戏直播服务收入下降部分被音乐与长视频付费会员、视频号直播服务以及小游戏平台服务费收入增长所抵消。

广告业务呈最亮眼板块 2024Q1网络广告业务同比增长26%至人民币265亿元，为发展最快业务板块，主要受微信视频号、小程序、公众号及搜一搜的增长拉动，用户参与度的提升以及AI驱动的广告技术平台所推动。除汽车行业外的所有主要行业的广告开支均有所增长，其中游戏、互联网服务及消费品行业的广告开支显著增长。

金融科技其业务服务增长稳健 2024Q1腾讯金融科技及企业服务收入同比增长7%至人民币523亿元，其中由于理财服务收入增长强劲部分被线下消费支出增长放缓和体现收入减少抵消，同时云服务收入和视频号商家技术服务费的增长驱动企业服务实现十几个点的同比增长。

视频号高速增长，微信生态商业化加速 2024Q1视频号总用户使用市场同比增长超过80%，微信通过拓展商品品类和激励更多内容创作者参与直播带货，加强了视频号直播带货生态；小程序总用户使用时长同比增长超20%。其中，非游戏类小程序的日均使用次数同比实现双位数百分比增长，小游戏流水同比增长30%。

投资建议 受益于高质量收入微信商业化的顺利推进和AI广告模型的持续升级，公司的利润率水平预计将会持续保持高位。我们采用SOTP估值法，基于2024年预估增值服务16xPE、广告业务20xPE和金融企业及云服务10xPS，以及0.9倍的估值系数，给予公司490.6港元，对应2024年/2025年预计PE分别为21.5x与19.5x，较最近收市价格24.2%的涨幅，维持“买入”评级。

风险提示：游戏业务不达预期；投资新业务发展影响业绩；互联网监管政策负面风险等。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	554,558	608,940	661,715	729,650	803,970
同比变动	-1.0%	9.8%	8.7%	10.3%	10.2%
调整后归母净利润(百万元人民币)	115,649	157,688	198,434	218,748	242,461
每股Non-GAAP盈利(元人民币)	12.3	16.7	21.1	23.2	25.7
同比变动	-11.3%	36.4%	25.8%	10.2%	10.8%
基于395港元的市盈率(估)	29.8	21.8	17.3	15.7	14.2
基于395港元的市净率(估)	4.8	4.3	3.4	2.7	2.7
净利率	34.0%	19.4%	25.4%	26.4%	26.7%

数据来源：公司资料，安信国际证券研究预测

投资评级： 买入

目标价格： 490.6

现价(2023-5-20)： 395.0 港元

总市值(亿港元)	37,208.7
流通市值(亿港元)	37,208.7
总股本(百万股)	9,419.9
流通股本(百万股)	9,419.9
12个月低/高(港元)	260/395
平均成交(百万港元)	6,477.0

股东结构

MIH	25.0%
马化腾	8.5%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.0	18.1	17.6
绝对收益	30.0	39.0	18.5

数据来源：彭博、港交所、公司

汪阳 TMT 行业分析师

+852-2213 1400

alexwang@eif.com.hk

附表：财务报表预测

财务报表摘要

损益表						财务分析					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测
收入	554,558	608,940	661,715	729,650	803,970	盈利能力					
毛利	238,746	293,109	346,505	381,720	419,309	毛利率 (%)	43.1%	48.1%	52.4%	52.3%	52.2%
其他业务净额	8,006	4,701	3,542	7,297	9,648	EBITDA 利率 (%)	31.3%	31.7%	36.9%	37.4%	37.0%
销售及管理费用	-135,925	-137,736	-136,812	-144,471	-157,578	净利率 (%)	34.0%	19.4%	25.4%	26.4%	26.7%
营运收入	110,827	160,074	213,236	244,546	271,379	营运表现					
财务开支	-9,352	-12,268	-12,369	-12,369	-12,369	销售及管理费用/收入 (%)	24.5%	22.6%	20.7%	19.8%	19.6%
联营公司等	211,571	168,891	232,608	262,065	288,627	实际税率 (%)	10.2%	26.8%	24.9%	25.0%	25.0%
税前盈利	210,225	161,324	223,781	256,993	285,906	股息支付率 (%)	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
所得税	-21,516	-43,276	-55,804	-64,248	-71,476	ROA	11.8%	7.3%	9.2%	9.1%	9.2%
净利润	188,709	118,048	167,978	192,744	214,429	ROE	22.7%	13.9%	15.3%	13.8%	13.5%
少数股东应占利润	466	2,832	3,048	3,497	3,891	应收账款天数	78.0	77.1	75.8	71.2	67.0
本公司股东应占利润	188,243	115,216	164,930	189,247	210,538	应付账款天数	222.0	222.0	222.0	222.0	223.0
折旧及摊销	-55,392	-52,544	-50,821	-49,841	-49,346	财务状况					
利息收入	8,592	13,808	15,800	17,422	19,196	总负债/总资产	0.50	0.45	0.36	0.33	0.31
EBITDA	173,756	193,010	243,864	272,573	297,136	收入/净资产	0.71	0.70	0.52	0.50	0.49
增长						经营性现金流/收入	0.42	0.29	0.33	0.33	0.33
总收入 (%)	-1.0%	9.8%	8.7%	10.3%	10.2%	税前盈利对利息倍数	18.58	15.73	19.72	22.04	24.02
归母净利润 (%)	-18.7%	-38.8%	43.1%	14.7%	11.3%	有息负债/总负债	22.0%	28.1%	27.7%	27.2%	26.8%
资产负债表						现金流量表					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测		2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测
现金	264,298	362,121	810,943	984,206	1,177,665	EBITDA	173,756	193,010	243,864	272,573	297,136
应收账款	122,152	135,017	139,678	144,804	150,444	净融资成本	760	-1,540	-3,431	-5,053	-6,828
存货	2,333	456	502	552	607	营运资金变化	-14,495	9,305	5,389	5,927	6,520
其他流动资产	177,206	20,852	20,852	20,852	20,852	所得税	-21,516	-43,276	-55,804	-64,248	-71,476
总流动资产	565,989	518,446	971,974	1,150,414	1,349,567	其他	91,861	20,858	30,738	34,261	38,116
固定资产	72,024	70,411	134,064	145,989	156,930	营运现金流	230,366	178,357	220,756	243,460	263,468
无形资产	161,802	177,727	72,826	68,021	64,697	资本开支	-60,000	-60,000	-60,000	-60,000	-60,000
长期投资	246,043	253,696	253,696	253,696	253,696	其他投资活动	2,866	18,268	15,800	17,422	19,196
银行存款及其他	493,289	514,380	514,380	514,380	514,380	投资活动现金流	-57,134	-41,732	-44,200	-42,578	-40,804
总资产	1,578,131	1,577,246	1,995,066	2,183,665	2,393,472	负债变化	-114,815	7,695	0	0	0
应付账款	153,520	177,543	187,638	198,742	210,957	股本变化	-6,163	-28,425	0	0	0
短期银行借款	11,580	41,537	41,537	41,537	41,537	股息	-14,037	-8,591	-12,298	-14,112	-15,699
其他短期负债	269,104	133,077	133,077	133,077	133,077	其他融资活动	-10,828	-10,199	-13,507	-13,507	-13,507
总短期负债	434,204	352,157	362,252	373,356	385,571	融资活动现金流	-145,843	-39,520	-25,805	-27,618	-29,206
长期银行借款	163,668	155,819	155,819	155,819	155,819	现金变化	27,389	97,105	150,751	173,263	193,459
其他负债	361,067	351,408	351,408	351,408	351,408	期初持有现金	345,897	373,286	470,391	621,142	794,405
总负债	795,271	703,565	713,660	724,764	736,979	汇兑变化	0	0	0	0	0
少数股东权益	61,469	65,090	69,374	74,103	74,103	期末持有现金	373,286	470,391	621,142	794,405	987,864
股东权益	782,860	873,681	1,281,406	1,458,901	1,656,493						
每股账面值(摊薄)	83.11	92.75	136.04	154.88	175.86						
营运资产	131,785	166,289	609,722	777,058	963,996						

资料来源：公司公告、安信国际证券研究预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给您参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010