

腾讯控股 (0700. HK)

投资评级 买入

上次评级 买入

冯翠婷 传媒互联网行业 首席分析师
执业编号: S1500522010001
联系电话: 17317141123
邮箱: fengcuiting@cindasc.com

凤超 传媒互联网行业 研究助理
执业编号: S1500122040001
联系电话: 17818277028
邮箱: fengchao1@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

腾讯控股 (0700. HK) 24Q1 业绩点评: 高毛利业务支撑盈利能力, 股东回报持续增强

2024 年 6 月 21 日

事件:

腾讯控股(0700.HK)发布 2024Q1 财报。2024Q1 公司实现营收 1595 亿元 (yoy +6%), 毛利 839 亿元 (yoy +23%, 毛利率 52.6%), 营业利润 526 亿元 (yoy +38%), 归母净利润 419 亿元 (yoy +62%), Non-IFRS 净利润 503 亿元 (yoy +54%, Non-IFRS 归母净利润率 32%)。

分业务来看:

- 增值服务实现收入 786 亿元 (yoy -1%), 其中:
 - 社交网络收入同比下降 2%至 305 亿元, 主要因音乐和长视频订阅、视频号直播、小游戏平台服务费收入增加, 而音乐直播和游戏直播收入下降。
 - 国内游戏收入同比下降 2%至 345 亿元, 主要因《王者荣耀》和《和平精英》的收入有所下降, 但大部分被近期上线的游戏《无畏契约》、《金铲铲之战》和《命运方舟》的强劲增长所抵消。然而, 第一季度国内游戏的流水同比增长 3%, 受益于国内业务的总体恢复趋势。
 - 国际游戏收入同比增长 3%至 136 亿元, 而流水同比增长 34%, 受《PUBG Mobile》和 Supercell 游戏的贡献推动。由于游戏收入的延期确认周期, 收入增长率落后于流水。
- 在线广告实现收入 265 亿元 (yoy +26%), 主要由于用户参与度增加, 以及人工智能驱动的广告基础设施持续增强。除汽车外, 所有主要类别的广告支出均有所增长, 游戏、互联网服务和消费品类别的增长尤为显著。腾讯升级了其广告技术平台, 帮助广告主建立更有效的广告活动, 向所有广告主提供了生成式 AI 驱动的广告创作工具。对于微信, 视频号广告收入同比增长超过 100%, 得益于更高的视频观看量和点击率, 小程序广告收入同比增长超过 40%, 受益于小游戏的闭环效应。长视频广告收入同比增长两位数, 由于受欢迎的自制剧集驱动。
- 金融科技及企业服务实现收入 523 亿元 (yoy +7%), 其中金融科技服务收入以个位数增长, 主要原因是线下消费支出的增长放缓和提现费收入的减少。财富管理服务收入实现了强劲增长, 而企业服务实现了两位数的同比收入增长, 主要得益于云服务收入的增加和视频号内电子商务技术服务费的增加。
- 关键运营数据:
 - 微信和 WeChat 合并月活跃用户数: 13.59 亿, 同比增长 3.0%

- 付费增值服务注册订阅用户数：2.60 亿，同比增长 12.0%
- 视频号总用户时长同比增长超过 80%
- 小程序的总用户时长同比增长了 20%。非游戏小程序的日活跃度以两位数的速度增长，而小游戏的总收入同比增长了 30%。
- 长视频订阅量同比增长 8%，达到 1.16 亿。音乐订阅量同比增长 20%，达到 1.14 亿。

点评：

- **高毛利业务占比提升，推动整体毛利率大幅提升。** 由于毛利率较高的视频号、小程序/小游戏相关收入增长较快，而毛利率相对较低的娱乐直播收入下滑，使得公司整体毛利率大幅提升，毛利增速高于收入增速。此外，在线视频、音乐订阅、云业务等也实现了毛利率的持续优化。展望未来，我们认为视频号广告、视频号电商、小游戏等业务仍将实现较快增长，带动公司毛利率继续走高，实现高质量增长。
- **来自联营公司和合营公司的利润进一步为整体净利润增长作出了贡献。** 24Q1 来自联营公司和合营公司的利润为人民币 22 亿元，相较去年同期的人民币 1 亿元有显著增加。在非 IFRS 基础上，利润为人民币 55 亿元，而去年同期为亏损人民币 1 亿元，主要由于某些国内联营公司盈利能力改善和部分海外联营公司亏损减少。在毛利较高增长的基础上，来自联营公司和合营公司的利润进一步为净利润的增长作出了贡献。
- **游戏业务流水增长稳健，收入增速有望见底回升。** 24Q1 国内和国际游戏收入同比表现平淡，但同期流水增速高于收入增速。由于游戏收入的延期确认，我们认为较高的流水增速有望转化为后续季度较高的收入增速。

展望 Q2 及以后的腾讯新游戏 pipeline，我们对 2024 年腾讯的游戏业务展望乐观，认为后续收入增速有望逐步回升：

- **国内游戏：**根据 Sensor Tower 的数据显示，自 5 月 21 日游戏正式发布以来，仅在中国区的苹果应用商店，《DNF 手游》手游就实现了高达 6300 万美元的收入。此外，腾讯今年计划发布的高制作价值游戏还包括《塔瑞斯世界》、《极品飞车手游》、《航海王手游》和《三角洲特种部队：鹰行动》等重磅作品，我们预计也将对国内游戏业务作出贡献。
- **海外游戏：**Q1 海外游戏在 Supercell 的《荒野乱斗》等作品带动下实现了 34% 的流水增长，而 4 月以来该游戏流水又创新高，我们认为有望对 Q2 之后的海外游戏收入带来较强拉动。而 5 月 29 日上线的 Supercell 新游《爆裂小队》仍在攀升期，首周吸引了

3170 万次下载，营收大约为 910 万美元（如果算上测试发布期间的数据，那么这款游戏的累计下载量、收入分别达到了 4200 万次和 1450 万美元），有望再为海外游戏带来助力。

- **视频号广告带动整体广告收入高增长，视频号电商中长期成长空间广阔。**受益于视频号总用户时长的增加，以及更高的视频观看量和点击率，视频号广告收入同比增长超过 100%，带动整体广告业务 Q1 实现了 26% 的收入增长。展望未来，我们认为视频号的总用户时长和广告观看量仍有较大的增长空间，有望持续带动广告业务实现稳健增长。

视频号电商业务的发展也是视频号货币化进程的另一亮点。24Q1 企业服务收入同比增长十几个百分点，其中视频号电商交易带来的技术服务费作出了贡献。根据电商报 pro，2022 年视频号直播电商 GMV 约为 400 亿-500 亿元，2023 年微信视频号直播电商 2023 年的 GMV 在 1000 亿元左右，实现了快速增长。同时，微信还在逐步扩大视频号电商业务的队伍，除了负责前端产品的视频号直播团队外，视频号电商团队还从微信其他部门抽调人手加入视频号电商的建设。5 月 28 日下午，微信发布内部公告，微信视频号直播电商团队将并入到微信开放平台（小程序、公众号等）团队，原微信视频号直播电商团队转由微信开放平台负责人负责。此次调整将有助于微信视频号直播电商业务更好地融入到微信生态内，让视频号直播电商获得更有利的发展。展望未来，我们认为随着视频号电商基础设施的逐步完善和用户习惯的养成，该业务未来的 GMV 和货币化收入（内循环广告+技术服务费）均有较大的成长空间，视频号有望成为短视频电商行业中的重要玩家。

- **金融科技业务增速受限于宏观经济，企业服务业务毛利率大幅提升。**金融科技业务中的支付业务增长放缓，主要因线下消费支出增长缓慢。财富管理收入同比强劲增长，主要受低风险货币市场基金的用户数和人均基金投资金额快速增加的推动。

24Q1 企业服务在实现收入两位数增长的同时，毛利同比增长超过一倍，得益于更高利润率的收入来源和业务效率的提高。在企业 SaaS 产品中，企业微信收入同比增长三倍，因商家越来越多地为客户沟通功能付费。腾讯会议收入同比翻倍，得益于企业客户的采用和追加销售。展望未来，我们认为随着宏观经济的复苏，以及公司对金融科技和企业服务各业务板块的持续开拓，该业务板块中长期仍有较大的增长潜力。

- **年内持续加强股东回报，有望为股价提供支撑。**在第一季度，腾讯在香港证券交易所回购了约 5100 万股股票，耗资约 148 亿港元。公司计划 2024 年回购将超过 1000 亿港元，持续加强股东回报。我们认为公司的持续回购和现金分红彰显了公司向提升股东价值的承诺，有望为股价提供有力支撑。

- **投资建议：**我们认为该季度游戏业务虽然收入增速放缓，但流水表现好于收入；随着新游戏的陆续上线，预计后续游戏收入增速有望见底回升，同时小游戏业务的发展也值得期待。广告和 FBS 业务 24Q1 表现亮眼，视频号广告带动广告业务整体收入和毛利高增，后续视频号有望继续带动广告业务稳健增长。金融和云业务同比保持健康增长，同时整体毛利率创新高。在成本费用方面，公司降本增效效果显著，费用率控制良好，调整后净利润增速显著高于收入增速。未来腾讯的盈利能力仍存在进一步释放的可能。

考虑公司游戏业务有望见底企稳、广告增速持续超预期、毛利率和调整后净利润率同比提升显著，我们预计公司 FY2024-2026 年营收分别为 6666/7247/7790 亿元，同比增长 9.5%/8.7%/7.5%，NON-IFRS 口径归母净利润为 2080/2443/2697 亿元，同比增长 31.9%/17.5%/10.4%，维持“买入”评级。

- **风险因素：**短视频平台挤压；游戏产品上线效果未及预期；平台经济监管趋严等。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	554,609	609,027	666,614	724,673	779,024
同比（%）	-1.0%	9.8%	9.5%	8.7%	7.5%
归母净利润 （Non-IFRS）（百万元）	115,649	157,688	207,970	244,319	269,685
同比（%）	-6.6%	36.4%	31.9%	17.5%	10.4%
毛利率（%）	43.0%	48.1%	52.0%	54.1%	53.8%
ROE%	24.6%	15.1%	19.1%	20.2%	19.3%
EPS(摊薄)(元)	20.01	12.25	17.24	20.75	23.03
P/E（倍）	27.59	20.24	15.34	13.06	11.83
P/B(倍)	4.42	3.95	3.58	3.07	2.65

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 6 月 20 日收盘价

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	565,989	518,446	564,745	702,969	864,627
现金及等价物	156,739	172,320	205,961	330,734	478,817
限制性现金	2,783	3,818	3,818	3,818	3,818
短期存款	104,776	185,983	185,983	185,983	185,983
应收账款	45,467	46,606	51,975	57,459	63,080
存货	2,333	456	593	771	1,002
其他	253,891	109,263	116,415	124,204	131,928
非流动资产	1,012,142	1,058,800	1,110,315	1,133,908	1,148,234
固定资产净额	63,207	66,815	88,961	81,447	72,285
权益性投资	252,715	261,665	277,507	294,742	307,356
其他长期投资	427,214	457,494	468,192	479,424	491,218
商誉及无形资产	184,326	198,191	199,599	200,745	198,257
土地使用权	18,046	17,179	17,179	17,179	17,179
其他	66,634	57,456	58,878	60,371	61,939
资产总计	1,578,131	1,577,246	1,675,060	1,836,877	2,012,861
流动负债	434,204	352,157	366,063	380,523	393,542
短期借款	11,580	41,537	41,537	41,537	41,537
应交税金	18,186	22,036	24,471	24,939	25,225
其他	404,438	288,584	300,055	314,047	326,781
非流动负债	361,067	351,408	351,408	351,408	351,408
长期借款	312,337	292,920	292,920	292,920	292,920
其他	48,730	58,488	58,488	58,488	58,488
负债合计	795,271	703,565	717,471	731,931	744,950
少数股东权益	61,469	65,090	65,090	65,090	65,090
归属母公司股东权益	721,391	808,591	892,499	1,039,856	1,202,821
负债和股东权益	1,578,131	1,577,246	1,675,060	1,836,877	2,012,861

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	554,609	609,027	666,614	724,673	779,024
同比(%)	-1.0%	9.8%	9.5%	8.7%	7.5%
归母净利润(Non IFRS)	115,649	157,688	207,970	244,319	269,685
同比(%)	-6.6%	36.4%	31.9%	17.5%	10.4%
毛利率(%)	43.0%	48.1%	52.0%	54.1%	53.8%
ROE%	24.6%	15.1%	19.1%	20.2%	19.3%
EPS(摊薄)(元)	20.01	12.25	17.24	20.75	23.03
P/E	27.59	20.24	15.34	13.06	11.83
P/B	4.42	3.95	3.58	3.07	2.65
P/S	5.75	5.24	4.79	4.40	4.10

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	554,609	609,027	666,614	724,673	779,024
营业成本	315,863	315,918	319,965	332,583	359,620
毛利	238,746	293,109	346,649	392,091	419,404
利息收入	8,592	13,808	16,000	18,000	20,000
其他收益净额	124,293	-1,389	3,000	3,000	3,000
销售及营销费用	29,229	34,211	35,997	38,408	40,509
一般及行政费用	106,696	103,525	107,991	114,498	119,970
营业利润	235,706	167,792	221,660	260,185	281,925
财务成本净额	-9,352	-12,268	-10,194	-10,194	-10,194
投资净收益	-16,129	5,800	8,146	9,539	10,917
税前利润	210,225	161,324	219,612	259,529	282,648
所得税开支	-21,516	-43,276	-54,903	-62,287	-65,009
净利润	188,243	115,216	162,209	195,242	216,639
少数股东损益	466	2,832	2,500	2,000	1,000
归属母公司净利润	188,243	115,216	162,209	195,242	216,639
Non IFRS 营业利润	153,538	207,083	260,951	299,476	321,216
Non IFRS 归母净利	115,649	157,688	207,970	244,319	269,685

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	146,091	221,962	241,661	272,761	305,295
净利润	188,243	115,216	162,209	195,242	216,639
折旧摊销	61,216	59,008	59,752	67,782	77,466
营运资本变动	-18,472	19,233	-2,737	-681	-2,123
其它非现金调整	-84,896	28,505	22,436	10,418	13,312
投资活动现金流	-104,871	-125,161	-89,784	-68,210	-73,174
资本支出和购买无形资产	-50,324	-47,050	-80,806	-58,914	-63,317
定期存款净额	-26,992	-34,847	-80,706	0	0
其他	-19,700	2,595	-8,978	-9,295	-9,857
筹资活动现金流	-59,953	-82,573	-118,236	-79,778	-84,038
股权融资	-1,879	-3,112	0	0	0
借款	6,407	9,304	0	0	0
股息	-12,952	-20,983	-27,236	-34,778	-39,038
现金流净增加额	-18,733	14,228	33,641	124,773	148,083

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年东方财富 Choice 金牌分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

凤超，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有 5 年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业 3 年，创业 5 年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022 年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围 2021 年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021 年 21 世纪金牌分析师第四名，2021 年金麒麟奖第五名，2021 年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。美国康涅狄格大学金融硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业 2 年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业 3 年，覆盖传媒互联网赛道。2023 年加入信达证券研发中心，目前主要专注于美股研究以及结合海外映射对 A 股、港股的覆盖。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。