

腾讯控股 (00700.HK)

优于大市

24Q2 前瞻：游戏业务企稳回升，广告预计持续拉动增长

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 互联网 · 互联网 II

◆ 投资评级：优于大市(维持)

证券分析师：张伦可	0755-81982651	zhanglunke@guosen.com.cn	执证编码：S0980521120004
证券分析师：陈淑媛	021-60375431	chenshuyuan@guosen.com.cn	执证编码：S0980524030003

事项：

腾讯控股即将于8月14日发布24年二季度业绩公告。

国信互联网观点：

2024Q2，我们预计腾讯实现营收1601亿元，同比增长7%。预计二季度网络广告稳健增长，游戏业务企稳回升，金融科技业务受到宏观环境影响。具体来看：

①游戏方面，我们预计网络游戏增长7%。国内《DNF》手游5月21日上线以来表现优秀，国际游戏市场延续较好增长。但考虑到游戏流水递延影响，二季度的优秀表现将在未来2-3个季度里持续显现。

②广告方面，预计视频号将带动广告收入同比增长20%。一方面，随着视频号流量增长陆续开放更多广告；另一方面，随着广告产品升级以及流量打通，带动视频号变现效率提升。5月23日，视频号小店广告链路全新上线。

③金融科技及企业服务收入预计同比增长3%，增速环比放缓主要受到宏观环境影响。

2024Q2，预计实现 Non-IFRS 下归母净利润501亿元，同比增长33%；Non-IFRS 下归母净利润率31%。利润增速跑赢收入增速，主要得益于业务组合高质量增长带动毛利率持续提升。由于新游戏上线，我们预计24Q2销售费率略有提升，预计销售费率为7%，同比提升1.4pct。

投资建议：二季度，重磅游戏《DNF》手游上线表现优秀证明了腾讯游戏的运营能力，运营侧的调整效果将在国内外游戏市场持续体现。腾讯视频号前期通过社交分发快速用户起量，当前进入商业化初期阶段，视频号发展潜力大，并且广告、直播电商为高毛利业务，关注商业化进展对腾讯控股业绩的影响。维持盈利预期，预计2024-2026年公司调整后净利润分别为2024/2299/2579亿元，继续维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 预计二季度收入增长7%，经调整归母净利润增长33%

2024Q2，我们预计腾讯实现营收1601亿元，同比增长7%。预计二季度网络广告稳健增长，游戏业务企稳回升，金融科技业务受到宏观环境影响。具体来看：①游戏方面，2024Q2国内《DNF》手游5月21日上线以来表现优秀，国际游戏市场延续较好增长，但在流水递延影响下，我们预计网络游戏增长7%；②广告方面，预计视频号将带动广告收入同比增长20%；③金融科技及企业服务收入预计同比增长3%，增速环比放缓主要受到宏观环境影响。

2024Q2，预计实现 Non-IFRS 下归母净利润501亿元，同比增长33%；Non-IFRS 下归母净利润率31%。利润增速跑赢收入增速，主要得益于业务组合高质量增长带动毛利率持续提升。由于新游戏上线，我们预计24Q2销售费率略有提升，预计销售费率为7%，同比提升1.4pct。

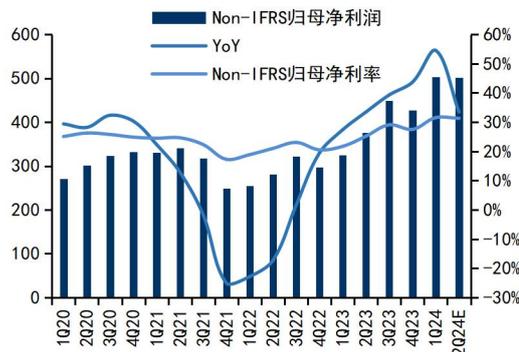
表1: 24Q1 腾讯主要财务指标前瞻 (亿元)

	国信预测				
	2023Q2	2024Q1	2024Q2E	YoY	QoQ
增值服务	742	786	779	5%	-1%
-网络游戏	445	481	476	7%	-1%
本土游戏	318	345	334	5%	-3%
海外游戏	127	136	142	12%	5%
-社交网络	297	305	303	2%	-1%
广告	250	265	300	20%	13%
金融科技及企业服务	486	523	501	3%	-4%
其他业务	14	21	21	52%	0%
总收入	1492	1595	1601	7%	0%
毛利	708	839	841	19%	0%
Non-IFRS 下权益持有人应占净利润	375	503	501	33%	0%
毛利率	47%	53%	53%	5%	0%
Non-IFRS 净利率	25.2%	31.5%	31.3%	6%	0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

图1: 腾讯营业收入及增速 (亿元、%)


资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图2: 腾讯 Non-IFRS 归母净利润及净利润率 (亿元、%)


资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

◆ 网络游戏: 二季度增长态势良好

2024Q2, 我们预计公司网络游戏业务收入为 476 亿元, 同比增长 7%。考虑到游戏流水递延影响, 本季度的优秀表现将在未来 2-3 个季度里持续显现。

1) 预计国内游戏收入同比增长 5%。国内公司重点游戏《DNF》手游预计 5 月 21 日上线, 表现优异。七麦数据畅销榜单, 截至 7 月 12 日上线 53 天, DNF 手游连续 48 天稳居国内 iOS 游戏畅销榜榜首。根据 Sensor Tower 的数据, 在 5 月上架后的 11 天里, 该游戏在国内 iOS 市场的收入已经超过《王者荣耀》和《和平精英》的收入总和, 使得 5 月腾讯游戏在移动端的收入实现了 12% 的增长。我们预估 DNF 手游首月流水可达 50 亿元。但是考虑到《DNF》手游流水递延周期约为半年以及二季度上线时间较短, 对业绩贡献将在 Q3 体现明显。

2) 海外: 运营侧调整后延续较好增长, 预计同比增长 12%。24Q1 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。二季度来看, 5 月 29 日上线的新手游《爆裂小队》(《Squad Busters》) 是 Supercell 自《荒野乱斗》以来, 时

隔将近 6 年之后，再次于全球正式上线的游戏。Appmagic 数据显示，Supercell 在首周收入超过 750 万美元，测算这款游戏首周总流水超过 1000 万美元。根据游戏陀螺，Supercell 首席执行官 Ilkka Paananen 表示，《爆裂小队》“不仅达到了要求，还远超预期”。

图3: 腾讯本土市场游戏收入及增速 (亿元、%)



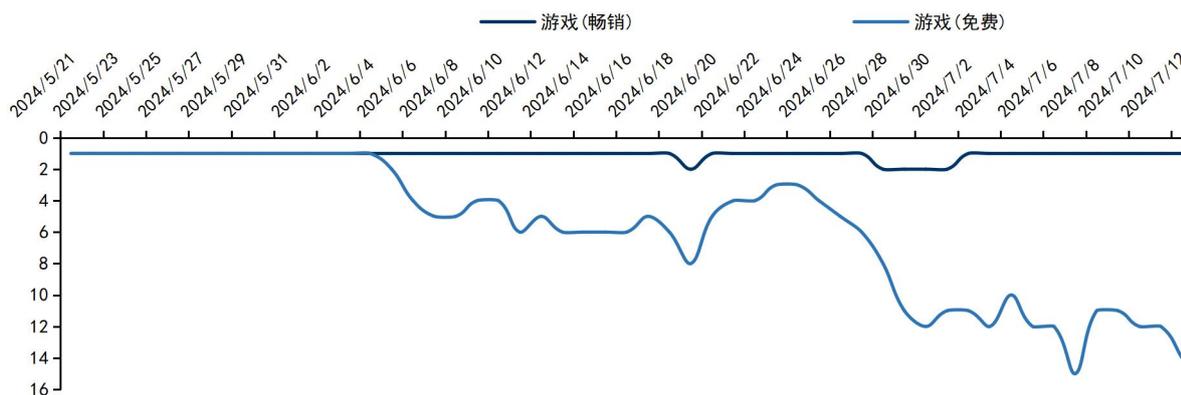
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图4: 腾讯海外市场游戏收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图5: 《DNF》手游 iOS 畅销榜/免费榜排名



资料来源: 七麦数据, 国信证券经济研究所整理

◆ 网络广告: 预计收入增长 20%，视频号为主要增量

2024Q2，我们预计腾讯网络广告收入为 300 亿元，同比增长 20%。广告增长主要系视频号流量稳健增长，陆续开放更多广告位。除此以外，随着广告产品升级以及流量打通，将继续带动视频号变现效率提升。5 月 23 日，视频号小店广告链路全新上线。腾讯更多流量场景支持视频号直播推广，除微信视频号、朋友圈、公众号与小程序的投放版位之外，新增平台与内容媒体以及优量汇，帮助商家进一步提升视频号直播获客效率。

◆ 金融科技及企业服务: 收入侧随着宏观环境波动，毛利率逐渐提升

2024Q2，我们预计金融科技及企业服务收入为 501 亿元，同比增长 3%。拆解腾讯金融科技大盘，主要收入来自于支付业务，支付业务和线下消费大盘相关。根据央行发布的货币当局资产负债表，非金融机构存款（支付机构交存央行的客户备付金存款）在 4/5 月同比分别为 0%/0%。非金融机构存款（期初期末平均值）23Q4/24Q1 同比增长 11%/5%。

图6: 腾讯网络广告收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图7: 腾讯金融科技及企业服务收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图8: 央行非金融机构存款金额及增速 (亿元、%)



资料来源: 中国人民银行, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: 维持“优于大市”评级

二季度, 重磅游戏《DNF》手游上线表现优秀证明了腾讯游戏的运营能力, 运营侧的调整效果将在国内外游戏市场持续体现。腾讯视频号前期通过社交分发快速用户起量, 当前进入商业化初期阶段, 视频号发展潜力大, 并且广告、直播电商为高毛利业务, 关注商业化进展对腾讯控股业绩的影响。维持盈利预期, 预计 2024-2026 年公司调整后净利润分别为 2024/2299/2579 亿元, 继续维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

政策风险; 疫情反复导致宏观经济疲软的风险; 广告行业竞争激烈的风险; 新游戏不能如期上线的风险等。

相关研究报告：

《腾讯控股（00700.HK）-DNF 手游下架安卓应用商店后重回畅销榜首，优质内容议价能力或持续提升》——2024-06-23

《腾讯控股（00700.HK）-混元大模型 C 端 APP “元宝” 上线，腾讯生态价值凸显》——2024-05-31

《腾讯控股（00700.HK）-高质量业务成为新增长引擎，游戏流水逐步恢复》——2024-05-16

《腾讯控股（00700.HK）-24Q1 前瞻：预计游戏业务受基数效应影响，高毛利广告促进利润释放》——2024-04-23

《腾讯控股（00700.HK）-视频号进入商业化关键期，拉动高质量增长》——2024-04-02

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	172320	283281	424284	589798	营业收入	609015	667108	722419	771480
应收款项	131904	144486	156466	167092	营业成本	315906	313264	327111	345468
存货净额	456	484	500	524	销售费用	34211	39359	43345	42431
其他流动资产	3818	4182	4529	4837	管理费用	136220	149711	153103	159545
流动资产合计	518446	642380	806225	993717	利息收入	13808	15189	16708	15948
固定资产	66815	108302	139340	172827	其他损益净额	5569	10249	(122)	5232
无形资产及其他	198191	187580	180543	176437	营业利润	160074	229850	252962	281324
投资性房地产	70968	70968	70968	70968	财务成本净额	(12268)	(13495)	(14844)	(14170)
长期股权投资	722826	722826	722826	722826	分占联营合营公司损益	5800	8700	11310	8603
资产总计	1577246	1732056	1919902	2136775	利润总额	161324	225055	249427	275758
短期借款及交易性金融负债	41537	24040	25719	30432	所得税费用	43276	56264	57368	57909
应付款项	137145	145475	150459	157513	少数股东损益	2832	1688	1921	1804
其他流动负债	173475	185371	193508	202371	归属于母公司净利润	115216	167103	190138	216044
流动负债合计	352157	354886	369686	390316	经调整归母净利润	157688	202384	229919	257937
长期借款及应付债券	292920	292920	292920	292920	现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
其他长期负债	58488	58488	58488	58488	净利润	115216	167103	190138	216044
长期负债合计	351408	351408	351408	351408	资产减值准备	0	0	0	0
负债合计	703565	706294	721094	741724	折旧摊销	61139	47979	49258	51422
少数股东权益	65090	66778	68699	70503	公允价值变动损失	8801	(50)	9485	6079
股东权益	808591	958984	1130109	1324549	财务费用	(1540)	(1694)	(1863)	(1779)
负债和股东权益总计	1577246	1732056	1919902	2136775	营运资本变动	44492	7252	778	4959
关键财务与估值指标	2023	2024E	2025E	2026E	其它	(7686)	1688	1921	1804
经调整 EPS	16.63	21.51	24.44	27.42	经营活动现金流	221962	223972	251581	280309
每股红利	2.40	1.78	2.02	2.30	资本开支	(50896)	(78805)	(82745)	(86882)
每股净资产	85.27	101.94	120.13	140.80	其它投资现金流	(74698)	0	(10497)	(11022)
ROIC	41%	56%	59%	61%	投资活动现金流	(125161)	(78805)	(93242)	(97904)
ROE	14%	17%	17%	16%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	48%	53%	55%	55%	负债净变化	(19417)	0	0	0
EBIT Margin	29%	34%	35%	36%	支付股利、利息	(21173)	(16710)	(19014)	(21604)
EBITDA Margin	39%	42%	42%	43%	其它融资现金流	(1393)	(17497)	1679	4713
收入增长	10%	10%	8%	7%	融资活动现金流	(82573)	(34207)	(17335)	(16891)
净利润增长率	-39%	45%	14%	14%	现金净变动	15581	110961	141004	165513
资产负债率	49%	45%	41%	38%	货币资金的期初余额	156739	172320	283281	424284
息率	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	货币资金的期末余额	172320	283281	424284	589798
P/E	21.3	16.2	14.2	12.8	企业自由现金流	276363	263739	278434	309902
P/B	4.2	3.5	3.0	2.5	权益自由现金流	257506	248359	282405	316767
EV/EBITDA	17.2	14.6	13.4	12.3					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032