

证券研究报告

公司研究

公司点评

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

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦

B座

邮编: 100031

# 腾讯控股 (0700. HK) 24Q2 业绩前瞻: 利润端有望超预期, 盈利潜力持续释放

2024年7月18日

我们预计腾讯 24Q2 实现营业收入 1618 亿元 (yoy+8.5%), 其中游戏业务营收 488 亿元 (yoy+9.7%), 社交网络业务营收 305 亿元 (yoy+2.5%), 广告收入 305 亿元 (yoy+22%), 金融科技与企业服务营收 520 亿元 (yoy+7%)。预计销售费用率 5%, 一般及行政费用率 15.8%; Non-IFRS 归母净利润 502 亿元, 同比增长 33.6%, Non-IFRS 归母净利率为 31%。

**预计游戏业务势头良好, 实现收入 488 亿元, 同比增长 9.7%。**其中: 国内游戏预计实现营收 343 亿元, 同比增长 8%。存量游戏稳健, 新游《DNF 手游》上线后表现超预期, 自 5 月 21 日正式公测后, 随即占据了国内 iPhone 总榜和手游畅销榜的双榜首, 我们预计首月流水约为 50 亿人民币。同时, 在 6 月全球手游畅销榜中排名第一, 《王者荣耀》、《和平精英》、《金铲铲之战》位居二三四名。海外游戏预计实现营收 145 亿元, 同比增长 14%。Supercell 的《荒野乱斗》通过创新等方式焕发新生, DAU 和流水实现高速增长, 5 月 29 日上线的《爆裂小队》先后在 95 个国家和地区的免费榜实现登顶, 位列 60 多个国家和地区的畅销榜 TOP10 中, 首周收入预计约 910 万美元, 有望在 24H2 贡献业绩增量。后续产品中, 开放世界赛车手游《极品飞车: 集结》已于 7/11 上线, SLG 游戏《世界启元》已于 7/16 上线, 暑假预计继续上线王者荣耀 IP 新游《星之破晓》和合成装扮类手游《庄园合合》, 下半年游戏收入有望加速增长。

**预计广告业务实现收入 305 亿元, 同比增长 22%。**微信广告近期重磅更新将视频号直播间获客渠道拓展至腾讯全域流量, 有助于提升视频号电商广告主获客效率, 小程序广告受益于小游戏和短剧广告投放, 亦保持强劲增长。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。此外, 随着微信视频号直播电商团队并入到微信开放平台, 我们认为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。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。

**预计金融科技与企业服务实现收入 520 亿元, 同比增长 7%。**受线下消费疲软影响支付收入增速有所放缓, 但企业服务业务增长仍保持较快增速。混元大模型全新升级, 元宝 APP 正式上线, AI 有望为公司长期发展带来持续的竞争力。

**投资建议:** 考虑公司游戏业务增长强劲, 广告增速持续超预期, 利润率显著提升, 我们上调盈利预期, 预计公司 FY2024-2026 年营收分别为 6710/7333/7957 亿元, 同比增长 10.2%/9.3%/8.5%, Non-IFRS 归母净利润分别为 2180/2488/2729 亿元, 同比增长 38.3%/14.1%/9.7%, 对应 Non-IFRS 口径下 PE 分别为 15/13/12x, 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	671,048	733,342	795,676
同比(%)	-1.0%	9.8%	10.2%	9.3%	8.5%
归母净利润 (Non-IFRS)(百万元)	115,649	157,688	218,044	248,807	272,944
同比(%)	-6.6%	36.4%	38.3%	14.1%	9.7%
毛利率(%)	43.0%	48.1%	52.0%	54.2%	52.7%
ROE%	24.6%	15.1%	19.2%	20.5%	19.1%
EPS(摊薄)(元)	20.12	12.32	17.46	21.14	22.87
P/E(倍)	27.97	20.51	14.84	13.00	11.85
P/B(倍)	4.48	4.00	3.62	3.11	2.69

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2024年7月17日收盘价

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>565,989</b>	<b>518,446</b>	<b>564,745</b>	<b>702,969</b>	<b>864,627</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>1,012,142</b>	<b>1,058,800</b>	<b>1,110,315</b>	<b>1,133,908</b>	<b>1,148,234</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>1,578,131</b>	<b>1,577,246</b>	<b>1,675,060</b>	<b>1,836,877</b>	<b>2,012,861</b>
<b>流动负债</b>	<b>434,204</b>	<b>352,157</b>	<b>366,063</b>	<b>380,523</b>	<b>393,542</b>
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
<b>非流动负债</b>	<b>361,067</b>	<b>351,408</b>	<b>351,408</b>	<b>351,408</b>	<b>351,408</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>795,271</b>	<b>703,565</b>	<b>717,471</b>	<b>731,931</b>	<b>744,950</b>
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
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,578,131</b>	<b>1,577,246</b>	<b>1,675,060</b>	<b>1,836,877</b>	<b>2,012,861</b>

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	554,609	609,027	671,048	733,342	795,676
同比(%)	-1.0%	9.8%	10.2%	9.3%	8.5%
归母净利润(Non IFRS)	115,649	157,688	218,044	248,807	272,944
同比(%)	-6.6%	36.4%	38.3%	14.1%	9.7%
毛利率(%)	43.0%	48.1%	52.0%	54.2%	52.7%
ROE%	24.6%	15.1%	19.2%	20.5%	19.1%
EPS(摊薄)(元)	20.12	12.32	17.46	21.14	22.87
P/E	27.97	20.51	14.84	13.00	11.85
P/B	4.48	4.00	3.62	3.11	2.69
P/S	5.83	5.31	4.82	4.41	4.07

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>554,609</b>	<b>609,027</b>	<b>671,048</b>	<b>733,342</b>	<b>795,676</b>
营业成本	315,863	315,918	321,876	336,157	376,272
毛利	238,746	293,109	349,172	397,185	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	36,237	38,867	41,375
一般及行政费用	106,696	103,525	108,710	115,868	122,534
<b>营业利润</b>	<b>235,706</b>	<b>167,792</b>	<b>223,226</b>	<b>263,450</b>	<b>278,495</b>
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
<b>税前利润</b>	<b>210,225</b>	<b>161,324</b>	<b>221,178</b>	<b>262,795</b>	<b>279,218</b>
所得税开支	-21,516	-43,276	-55,294	-63,071	-64,220
<b>净利润</b>	<b>188,243</b>	<b>115,216</b>	<b>163,383</b>	<b>197,724</b>	<b>213,998</b>
少数股东损益	466	2,832	2,500	2,000	1,000
<b>归属母公司净利润</b>	<b>188,243</b>	<b>115,216</b>	<b>163,383</b>	<b>197,724</b>	<b>213,998</b>
Non IFRS 营业利润	153,538	207,083	262,517	302,741	317,786
<b>Non IFRS 归母净利</b>	<b>115,649</b>	<b>157,688</b>	<b>218,044</b>	<b>248,807</b>	<b>272,944</b>

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>146,091</b>	<b>221,962</b>	<b>241,661</b>	<b>272,761</b>	<b>305,295</b>
净利润	188,243	115,216	163,383	197,724	213,998
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	21,262	7,936	15,954
<b>投资活动现金流</b>	<b>-104,871</b>	<b>-125,161</b>	<b>-89,784</b>	<b>-68,210</b>	<b>-73,174</b>
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
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-59,953</b>	<b>-82,573</b>	<b>-118,236</b>	<b>-79,778</b>	<b>-84,038</b>
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
<b>现金流净增加额</b>	<b>-18,733</b>	<b>14,228</b>	<b>33,641</b>	<b>124,773</b>	<b>148,083</b>

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。