

# 腾讯控股 (00700)

证券研究报告

2024年08月08日

## 游戏有望迎来持续环比加速—腾讯控股 2Q2024 业绩前瞻

- 整体业绩:收入增长修复,盈利继续向好。我们预计 2Q24 收入同比+8%,毛利同比+20%, Non-IFRS 归母净利润同比+36%

我们预计 2Q2024 腾讯收入约 1619 亿元,同比+8%,增速较 1Q2024 有所恢复。游戏增长开始修复,广告继续维持较高同比增长,FBS 收入增速环比有所下滑。

我们预计 2Q2024 公司整体毛利约 850 亿元,同比+20%;整体毛利率为 52.5%,同比提升 5.1pct,环比基本持平。高毛利率的增量业务(包括小游戏分成、视频号广告、金融科技高毛利率产品、带货技术服务费等)的占比有望持续提升。

我们预计 2Q2024 公司 Non-IFRS 经营利润约 573 亿元,同比增长 25%; Non-IFRS 经营利润率约 35.4%,同比提升 4.6pct,环比下降 1.3pct。考虑到二季度上线了重量级新游《地下城与勇士:起源》,我们预计 2Q2024 销售费用投放环比有所增长,整体或仍低于 4Q2023 水平(彼时《元梦之星》上线)。

我们预计 2Q2024 公司 Non-IFRS 归母净利润约 511 亿元,同比增长 36%; Non-IFRS 归母净利润率约 31.6%,同比提升 6.4pct,环比微增 0.1pct。我们预计 2Q2024 Non-IFRS 归母净利润增长快于经营利润增长,主要系:1) 预计部分重点投资企业盈利提升下,2Q2024 分占联合营公司损益继续同比提升。2) 预计 2Q2024 公司 Non-IFRS 所得税率高基数下同比下滑,或逐步回归常态区间。

- 网络游戏:我们预计国内/海外游戏收入均有望迎来数个季度环比加速

我们预计 1Q2024 公司网络游戏收入同比+10.5%,其中国内市场收入同比+9.6%,海外市场收入同比+13%。展望后续,我们预计腾讯游戏业务收入将进入连续多个季度的环比加速,有望带动市场盈利增长预期和风险偏好持续增强。

- 国内游戏,《地下城与勇士:起源》5月21日上线后73天内共有63天IOS游戏畅销榜排名第一。参考《王者荣耀》流量量级,我们预计其增量贡献显著,腾讯国内游戏收入将处于3-4个季度的环比加速。
- 海外游戏,《荒野乱斗》优异表现推动1Q2024海外游戏流水同比+34%,4月至今其在主要市场的IOS畅销榜排名较一季度进一步提升,叠加 Supercell 新游《Squad busters》5月末全球上线,考虑到海外游戏流水递延周期,我们预计腾讯海外游戏收入同样将迎来数个季度的环比加速。

- 网络广告:我们预计收入同比+19%,势头延续;预计毛利率提升至 57%

我们预计 2Q2024 广告收入同比+19%,环比+12%,主要由于视频号流量继续健康增长、广告扩容有序进行、AI 技术平台提升投放效果。我们预计 2Q2024 广告业务毛利率提升至 57.3%,主要由于二季度电商旺季,高毛利率的视频号广告占比有望进一步提升。

- 金融科技及企业服务:我们预计收入同比+6%,宏观消费或小幅影响金融科技增速

我们预计 2Q2024 金融科技及企业服务收入同比+6%,增速较 1Q2024 略有回落,主要由于宏观消费放缓下,我们预计 2Q2024 金融科技服务收入数下增速回落至低个位数水平。公司金融科技及企业服务毛利率由 4Q2021 的 27.1%持续提升至 1Q2024 的 45.6%,其中包括宏观需求回暖带动的经营杠杆恢复、云业务重组带动毛利率提升、以及视频号带货技术服务费的快速发展。我们预计业务毛利率提升趋势有望在中期内延续。

- 投资建议:

公司高毛利率的增量业务奠定了毛利率持续提升基础,国内/海外游戏的超预期流水表现隐含未来数个季度游戏收入环比加速。我们上调 2024-2026 年预测 Non-IFRS 归母净利润至 2091/2396/2691 亿元(原预测为 2047/2356/2648 亿元),同比增速分别为 33%/15%/12%。截止 2024/8/4,公司股价对应 2024/2025/2026 年预测 PE 分别为 15x/13x/12x,12 个月彭博滚动前瞻 PE 低于 5 年来中位数 1.4 个标准差,处于 8%的历史分位值。相对纳指 12 个月彭博前瞻 PE 低于 5 年来中位数 1.5 个标准差,处于 9%历史分位值,估值处于相对低位。我们预计 2Q2024 游戏增长开始修复,叠加业绩后有望恢复回购,有助于改善估值约束。维持目标价 476 港元,维持“买入”评级。

风险提示:宏观经济增长不确定性;公司新游戏上线存在不确定性;AI 技术商业化节奏慢于预期。

### 投资评级

行业	资讯科技业/软件服务
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	363.4 港元
目标价格	港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	9,320.97
港股总市值(百万港元)	3,387,241.59
每股净资产(港元)	98.93
资产负债率(%)	44.33
一年内最高/最低(港元)	401.00/260.20

### 作者

孔蓉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020002	
kongrong@tfzq.com	
王梦恺	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521030002	
wangmengkai@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源:聚源数据

### 相关报告

- 《腾讯控股-公司点评:DNF 手游表现靓丽,盈利预期进入上修通道》2024-05-27
- 《腾讯控股-公司点评:游戏增长回升在望—腾讯控股 1Q2024 业绩前瞻》2024-05-12
- 《腾讯控股-公司点评:盈利增长路径清晰,估值处于历史相对底部区间——腾讯 2023 年三季度业绩点评》2023-11-21

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com