

腾讯控股 (00700.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

游戏企稳回升，利润释放加速

业绩简评

2024 年 8 月 14 日，公司披露 2024 第二季度业绩公告，2024Q2 实现营收 1611 亿元，同比+8%，NON-IFRS 归母净利润 573 亿元，同比+53%。

经营分析

毛利率同比保持较高优化幅度及所得税率优化带动公司利润率持续提升。2024Q2 公司 NON-IFRS 归母净利润率持续提升，毛利率达到 52.58%，同比+5.83pct，环比+0.73pct，原因：1) 高毛利业务收入提升：如游戏、视频号广告、小游戏平台服务费、视频号商家技术服务费；2) 低毛利业务利润率改善：如长视频、云服务。2024Q2 公司所得税开支 1016 亿元，所得税率 17.37%，主要由于海外附属公司递延所得税调整导致去年基数较高。

游戏：《DNF》手游上线带动本土市场游戏收入恢复增长，国际市场 Supercell 表现超预期。2024Q2 公司游戏收入 485 亿元，同比增长+9%。本土市场游戏：2024Q2 流水同比增长 3%，收入 346 亿元，同比+9%。《王者荣耀》及《和平精英》流水恢复同比增长，《DNF》手游有望成为下一款长青游戏。国际市场游戏：2024Q2 收入 139 亿元，同比+9%。《荒野乱斗》DAU 创新高，流水同比增长超 10 倍。递延收入保持高位为后续收入释放提供较强支撑，2024Q1 公司流动负债中递延收入达到 1069 亿，环比增加 8.6 亿。

广告：广告技术平台升级，技术+产品赋能广告业务保持高速增长。2024Q2 公司广告收入 299 亿元，同比+19%。2024Q2 公司广告投放系统底层技术和系统能力升级到 3.0，助力行业大盘整体投放稳定性提升 26%，达成率提升 8.7%。视频号用户时长同比显著增长，小程序时长同比+20%，公司正发力视频号电商，提升系统性交易能力，有望推动后续视频号广告持续性增长。

金融科技及企业服务：商业支付增速放缓致收入承压，企业服务保持健康增长。2024Q2 公司金融科技及企业服务收入达到 504 亿元，同比+4%。1) 金融科技：商业支付收入增速进一步放缓，消费贷款业务收入下降，理财服务收入双位数增长；2) 企业服务：收入十几个点增长，主要由云及视频号商家技术服务费增长带动。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024/2025/2026 年 NON-IFRS 净利润分别为 2205/2521/2773 亿元，当前股价对应 PE 为 14.52 /12.7/11.55X，维持“买入”评级。

风险提示

互联网相关政策风险；游戏表现或上线节奏不及预期风险；金融科技业务拓展不及预期风险；视频号变现不及预期风险

传媒与互联网组

分析师：陈泽敏 (执业 S1130524020004)

chenzemin@gjzq.com.cn

分析师：许孟婕 (执业 S1130522080003)

xumengjie@gjzq.com.cn

市价 (港币)：373.800 元

相关报告：

- 1.《港股公司点评：业绩超预期，高质量增长进行时》，2024.5.15
- 2.《腾讯控股港股公司点评：加强股东回报，关注长青游戏发展》，2024.3.21
- 3.《腾讯控股利润超预期，转向更高质量增长》，2023.11.17



主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	554,552	609,015	667,475	737,488	806,212
营业收入增长率	-0.99%	9.82%	9.60%	10.49%	9.32%
Non-IFRS 归母净利润 (百万元)	115,649	157,688	220,501	252,126	277,304
Non-IFRS 归母净利润增长率	258.56%	36.35%	39.83%	14.34%	9.99%
Non-IFRS 摊薄每股收益(元)	12.407	16.918	23.656	27.049	29.751
每股经营性现金流净额	15.67	23.81	18.16	26.27	28.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.09%	14.25%	16.85%	17.21%	16.17%
P/E	27.69	20.31	14.52	12.70	11.55
P/B	4.83	4.31	3.58	2.97	2.49

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表（百万元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	560,118	554,552	609,015	667,475	737,488	806,212
增长率	16.2%	-1.0%	9.8%	9.6%	10.5%	9.3%
主营业务成本	314,174	315,806	315,906	314,470	342,668	371,386
%销售收入	56.1%	56.9%	51.9%	47.1%	46.5%	46.1%
毛利	245,944	238,746	293,109	353,005	394,820	434,825
%销售收入	43.9%	43.1%	48.1%	52.9%	53.5%	53.9%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	40,594	29,229	34,211	35,931	35,344	40,904
%销售收入	7.2%	5.3%	5.6%	5.4%	4.8%	5.1%
管理费用	89,847	106,696	103,525	109,004	106,432	111,756
%销售收入	16.0%	19.2%	17.0%	16.3%	14.4%	13.9%
研发费用	51,880	61,401	64,078	68,505	67,395	71,064
%销售收入	9.3%	11.1%	10.5%	10.3%	9.1%	8.8%
息税前利润 (EBIT)	116,732	100,017	152,784	208,071	253,044	282,166
%销售收入	20.8%	18.0%	25.1%	31.2%	34.3%	35.0%
财务费用	1,268	1,393	-1,923	2,143	788	-1,935
%销售收入	0.2%	0.3%	-0.3%	0.3%	0.1%	-0.2%
	0	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0	0
投资收益	-32,759	-43,667	-295	5,433	5,833	6,233
%税前利润	n.a	n.a	n.a	2.6%	2.2%	2.1%
营业利润	116,732	100,017	152,784	208,071	253,044	282,166
%营业收入	20.8%	18.0%	25.1%	31.2%	34.3%	35.0%
营业外收支	165,357	155,268	6,912	-1,389	2,917	2,800
税前利润	248,062	210,225	161,324	209,972	261,006	293,135
利润率	44.3%	37.9%	26.5%	31.5%	35.4%	36.4%
所得税	20,252	21,516	43,276	41,579	51,685	58,627
所得税率	8.2%	10.2%	26.8%	19.8%	19.8%	20.0%
净利润	227,810	188,709	118,048	168,392	209,321	234,508
少数股东损益	2,988	466	2,832	4,513	7,123	7,924
归属于母公司的净利润	224,822	188,243	115,216	163,880	202,198	226,584
净利率	40.1%	33.9%	18.9%	24.6%	27.4%	28.1%

现金流量表（百万元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	224,822	188,243	115,216	163,880	202,198	226,584
少数股东损益	2,988	466	2,832	4,513	7,123	7,924
非现金支出	-108,197	-84,896	28,505	8,295	6,937	8,408
非经营收益						
营运资金变动	891	-18,472	19,233	-16,590	21,925	17,520
经营活动现金净流	175,186	146,091	221,962	169,285	244,851	266,388
资本开支	-62,165	-50,850	-47,407	-18,000	-13,000	-18,000
投资	-102,878	-52,861	-82,752	-71,200	-71,200	-71,200
其他	-13,506	-1,160	4,998	-4,421	8,603	4,344
投资活动现金净流	-178,549	-104,871	-125,161	-93,621	-75,597	-84,856
股权募资	-1,127	-28,312	-42,697	0	0	0
债权募资	55,367	438	2,652	0	0	0
其他	-32,620	-32,079	-42,528	-24,534	-25,424	-13,896
筹资活动现金净流	21,620	-59,953	-82,573	-24,534	-25,424	-13,896
现金净流量	15,168	-11,227	15,581	51,130	143,830	167,636

资产负债表（百万元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	167,966	156,739	172,320	223,450	367,280	534,916
应收款项	113,567	120,919	131,904	150,496	165,747	180,054
存货	1,063	2,333	456	1,691	2,636	2,063
其他流动资产	202,216	285,998	213,766	347,768	364,696	388,066
流动资产	484,812	565,989	518,446	723,405	900,359	1,105,099
%总资产	30.1%	35.9%	32.9%	39.2%	43.2%	47.0%
长期投资	323,188	252,715	261,665	271,665	291,665	311,665
固定资产	67,837	63,207	66,815	66,399	66,004	65,629
%总资产	4.2%	4.0%	4.2%	3.6%	3.2%	2.8%
无形资产	191,844	184,326	198,191	202,906	202,511	207,011
非流动资产	1,127,552	1,012,142	1,058,800	1,123,300	1,182,709	1,247,034
%总资产	69.9%	64.1%	67.1%	60.8%	56.8%	53.0%
资产总计	1,612,364	1,578,131	1,577,246	1,846,704	2,083,069	2,352,133
短期借款	19,003	11,580	41,537	24,829	7,970	3,592
应付款项	109,470	102,827	115,109	116,470	126,914	137,550
其他流动负债	274,625	319,797	195,511	320,388	353,994	386,982
流动负债	403,098	434,204	352,157	461,688	488,878	528,124
长期贷款	282,526	312,337	292,920	292,920	292,920	292,920
其他长期负债	50,047	48,730	58,488	50,023	49,876	45,187
负债	735,671	795,271	703,565	804,631	831,674	866,231
普通股股东权益	806,299	721,391	808,591	972,471	1,174,668	1,401,253
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	830,202	729,668	808,260	972,140	1,174,337	1,400,922
少数股东权益	70,394	61,469	65,090	69,603	76,726	84,649
负债股东权益合计	1,612,364	1,578,131	1,577,246	1,846,704	2,083,069	2,352,133

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	24.120	20.196	12.361	17.582	21.693	24.309
每股净资产	86.504	77.394	86.750	104.331	126.024	150.333
每股经营现金净流	18.795	15.673	23.813	18.162	26.269	28.579
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	27.88%	26.09%	14.25%	16.85%	17.21%	16.17%
总资产收益率	13.94%	11.93%	7.30%	8.87%	9.71%	9.63%
投入资本收益率	8.73%	7.77%	8.83%	11.84%	12.67%	12.35%
增长率						
主营业务收入增长率	16.19%	-0.99%	9.82%	9.60%	10.49%	9.32%
EBIT 增长率	47.12%	-14.32%	52.76%	36.19%	21.61%	11.51%
净利润增长率	40.65%	-16.27%	-38.79%	42.24%	23.38%	12.06%
总资产增长率	20.92%	-2.12%	-0.06%	17.08%	12.80%	12.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.1	29.9	27.9	31.2	30.9	30.4
存货周转天数	1.2	2.7	0.5	2.0	2.8	2.0
应付账款周转天数	127.2	118.8	133.0	135.2	135.2	135.2
固定资产周转天数	44.1	41.6	40.0	36.3	32.7	29.7
偿债能力						
净负债/股东权益	19.54%	23.84%	22.87%	11.75%	-3.15%	-14.61%
EBIT 利息保障倍数	92.1	71.8	-79.5	97.1	321.1	-145.8
资产负债率	45.63%	50.39%	44.61%	43.57%	39.93%	36.83%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806