



腾讯 (700.HK): 利润优于预期, 游戏业务回暖

收入符合预期, 毛利持续改善: 公司 2Q24 收入人民币 1,611 亿元, 同比增长 8.0%, 符合市场预期; 毛利率同比改善 5.8pp 至 53.3%, 各业务分部毛利均有所改善; 调整后净利润为 573 亿元, 同比增长 52.6%, 高于市场预期 17.8%, 主要得益于毛利率改善以及联营合营公司盈利贡献; 调整后净利率为 35.6%, 去年同期为 25.2%。

本土游戏恢复同比增长, 国际游戏流水保持强劲: 2Q24 本土游戏收入同比增长 9% 至 346 亿元, 流水增速快于收入增速, 主要受益于《无畏契约》及《地下城与勇士: 起源》推动,《王者荣耀》及《和平精英》流水恢复同比增长。小游戏总流水同比增长超 30%。国际游戏收入同比增长 9% 至 139 亿元, 流水增速显著超过收入增速, 主要是《PUBG MOBILE》以及 Supercell 游戏表现强劲,《荒野乱斗》流水同比增长超 10 倍。在游戏储备中,《三角洲行动》(定档 9 月)《流放之路 2》《航海王》等产品有望成为新的常青游戏。进入到暑期旺季, 随着 DNF 手游强劲及常青游戏回暖, 我们预计公司下半年游戏收入增长 12%。

广告延续增长势头, 金科企服收入放缓: 2Q24 广告收入 299 亿元, 同比增长 19%, 主要受益于视频号及长视频收入增长驱动, 视频号广告收入同比增长超过 80%。尽管宏观环境存在不确定性, 但视频号、小程序等产品将带来增量, 仍具备较强韧性。随着用户使用时长增长、电商生态完善以及广告库存释放, 预计视频号仍是未来重要驱动。2Q24 金融科技及企业服务收入 504 亿元, 同比增速放缓至 4%。其中, 金融科技服务收入同比低个位数增长, 主要是由于消费支出增长缓慢, 以及公司主动收紧信贷政策使得消费贷款服务收入下降; 企业服务收入同比增长十几个点, 主要受益于云服务及视频号商家技术服务费增长。考虑到消费不确定性, 我们预计下半年金科企服收入延续中低个位数增长。

维持“买入”评级及目标价 460 港元: 我们略微上调公司 2024E/2025E 调整后净利润预测至 2,093 亿/2,328 亿元, 维持目标价 460 港元, 对应 2024E/2025E 年 18.9x/17.0x P/E。我们看好公司盈利能力改善, 公司持续回购有望成为有力支撑。维持“买入”评级。

投资风险: 宏观消费不确定性; 行业竞争激烈。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	554,552	608,940	656,068	714,928	768,984
毛利润	238,746	293,034	347,821	381,656	412,309
调整后净利润	115,649	157,613	209,256	232,826	252,105
调整后目标 PE (x)			18.9	17.0	15.7

E=浦银国际预测, 资料来源: Bloomberg、浦银国际

赵丹

首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2024 年 8 月 15 日

评级

买入

目标价 (港元)	460
潜在升幅/降幅	+23%
目前股价 (港元)	373.8
52 周内股价区间 (港元)	260.2-401
总市值 (百万港元)	3,456,217
近 3 月日均成交额 (百万港元)	7,085

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注: 截至 2024 年 8 月 14 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
收入	554,552	608,940	656,068	714,928	768,984
收入成本	(315,806)	(315,906)	(308,247)	(333,271)	(356,676)
毛利	238,746	293,034	347,821	381,656	412,309
销售费用	(29,229)	(34,211)	(36,013)	(38,606)	(40,756)
管理费用	(106,696)	(103,525)	(109,412)	(116,533)	(123,038)
其他费用	132,885	10,436	6,388	-	-
经营盈利	235,706	165,734	208,785	226,517	248,515
利息收入	(9,352)	(12,268)	(88)	1,000	1,000
其他收益	(16,129)	7,783	18,281	20,000	20,000
除税前盈利	210,225	161,249	226,978	247,517	269,515
所得税开支	(21,516)	(43,276)	(46,672)	(49,503)	(53,903)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	188,709	117,973	180,306	198,014	215,612
少数股东权益	466	2,832	2,898	3,188	3,507
本公司权益持有人	188,243	115,141	177,408	194,826	212,105
调整后净利润	115,649	157,613	209,256	232,826	252,105

现金流量表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
净利润	188,243	115,216	177,408	194,826	212,105
折旧与摊销	61,216	59,008	63,173	64,679	66,221
营运资金变动	(18,472)	19,233	(12,988)	(3,668)	(3,215)
其他非现金调整	(84,896)	28,505	-	-	-
经营活动现金流	146,091	221,962	227,593	255,838	275,111
资本性支出	(50,474)	(47,150)	(69,491)	(71,147)	(72,843)
投资	(52,861)	(82,752)	-	-	-
其他投资活动	(1,536)	4,741	-	-	-
投资活动现金流	(104,871)	(125,161)	(69,491)	(71,147)	(72,843)
借款	438	2,652	-	-	-
股本	(41,264)	(63,680)	(70,048)	(77,053)	(84,758)
其他融资活动	(19,127)	(21,545)	-	-	-
融资活动现金流	(59,953)	(82,573)	(70,048)	(77,053)	(84,758)
汇兑收益及其他	7,506	1,353	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	(11,227)	15,581	88,054	107,638	117,510
期初的现金及现金等价物	167,966	156,739	172,320	260,374	368,012
期末的现金及现金等价物	156,739	172,320	260,374	368,012	485,522

资产负债表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
固定资产	63,207	66,815	68,408	70,038	71,708
无形资产	184,326	198,191	202,916	207,753	212,705
投资	684,725	722,826	722,826	722,826	722,826
其他非流动资产	79,884	70,968	70,968	70,968	70,968
非流动资产合计	1,012,142	1,058,800	1,065,117	1,071,585	1,078,207
应收账款	120,919	131,904	142,112	154,862	166,572
投资	135,250	209,948	209,948	209,948	209,948
存货	2,333	456	445	481	515
现金及现金等价物	156,739	172,320	260,374	368,012	485,522
其他流动资产	150,748	3,818	3,818	3,818	3,818
流动资产合计	565,989	518,446	616,698	737,121	866,374
资产总额	1,578,131	1,577,246	1,681,815	1,808,706	1,944,582
母公司股东权益	721,391	808,591	915,951	1,033,724	1,161,071
少数股东权益	61,469	65,090	65,090	65,090	65,090
权益总额	782,860	873,681	981,041	1,098,814	1,226,161
长期借款	312,337	292,920	292,920	292,920	292,920
其他非流动负债	48,730	58,488	58,488	58,488	58,488
非流动负债合计	361,067	351,408	351,408	351,408	351,408
应付账款及票据	102,827	115,109	112,318	121,437	129,965
借款	11,580	41,537	41,537	41,537	41,537
其他流动负债	319,797	195,511	195,511	195,511	195,511
流动负债合计	434,204	352,157	349,366	358,485	367,013
负债总额	795,271	703,565	700,774	709,893	718,421
权益及负债总额	1,578,131	1,577,246	1,681,815	1,808,706	1,944,582

主要财务比率

	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
盈利增速					
营业收入增速	-1.0%	9.8%	7.7%	9.0%	7.6%
毛利润增速	-2.9%	22.7%	18.7%	9.7%	8.0%
经营利润增速	-13.2%	-29.7%	26.0%	8.5%	9.7%
净利润增速	-17.2%	-37.5%	52.8%	9.8%	8.9%
调整后净利润增速	-6.6%	36.3%	32.8%	11.3%	8.3%
盈利能力比率					
毛利率	43.1%	48.1%	53.0%	53.4%	53.6%
经营利润率	42.5%	27.2%	31.8%	31.7%	32.3%
净利率	33.9%	18.9%	27.0%	27.3%	27.6%
调整后净利率	20.9%	25.9%	31.9%	32.6%	32.8%
每股指标 (元)					
EPS	19.4	12.0	18.8	20.6	22.5
调整后EPS	11.9	16.4	22.2	24.7	26.7

估值 (倍)

	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
调整后目标P/E			18.9	17.0	15.7
目标P/S			5.9	5.5	5.1

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

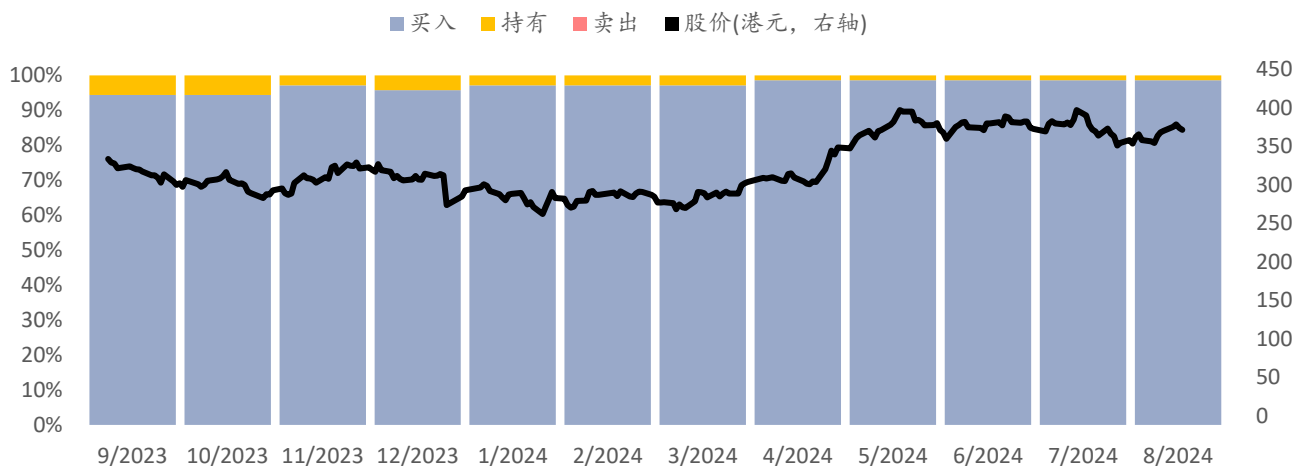
图表 2：浦银国际目标价：腾讯（700.HK）



注：截至 2024 年 8 月 14 日收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际

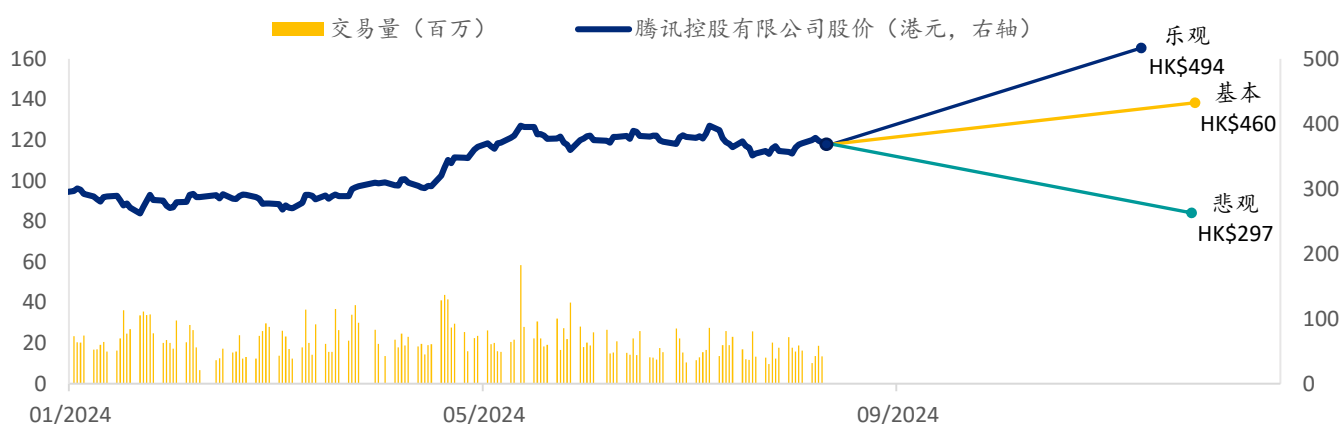
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3: 腾讯市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 腾讯 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入好于预期

目标价：494 港元

概率：20%

- 游戏表现优于预期；
- 广告增长优于预期。

悲观情景：公司收入不及预期

目标价：297 港元

概率：20%

- 游戏表现弱于预期；
- 视频号变现弱于预期。

资料来源: 浦银国际预测

图表 5: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	78.30	持有	85.00	16/5/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	79.47	持有	87.00	16/5/2024	电商
9618 HK Equity	京东	100.80	持有	122.00	15/7/2024	电商
JD US Equity	京东	25.90	持有	31.00	15/7/2024	电商
PDD US Equity	拼多多	141.98	买入	185.00	23/5/2024	电商
VIPS US Equity	唯品会	13.30	持有	15.00	15/7/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	21.55	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	5.88	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.23	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	373.80	买入	460.00	15/8/2024	游戏、社交
NTES US Equity	网易	87.70	买入	111.00	24/5/2024	游戏
9999 HK Equity	网易	133.70	买入	173.00	24/5/2024	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	107.10	买入	131.00	24/5/2024	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	13.11	买入	16.80	24/5/2024	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	10.76	买入	15.00	2/4/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	20.30	买入	20.00	11/9/2023	游戏
799 HK Equity	IGG	2.57	买入	4.00	11/9/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	4.76	买入	6.00	14/8/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	18.49	持有	6.30	2/4/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	102.10	持有	121.00	7/6/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	44.45	买入	71.00	23/5/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	12.84	买入	18.00	23/7/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	1.19	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	20.75	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	8.67	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	5.63	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	1.62	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.06	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	76.80	买入	87.00	14/8/2024	电商、游戏
U US Equity	Unity	15.82	买入	20.00	12/8/2024	软件
MSFT US Equity	Microsoft	416.86	买入	518.00	31/7/2024	软件

注: 股价截至 2024 年 8 月 14 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

