



2024年8月15日

腾讯控股 (700.HK)

Q2 游戏与广告业务超预期，盈利快速增长

事件摘要: 2024年Q2腾讯控股收入同比增长8%至1611.2亿元，毛利同比增长21%至859.0亿元，经营盈利同比增长40%至507.32亿元，期内盈利同比增长79%至483.66亿元，公司权益持有人应占盈利同比增长82%至476.3亿元，Non-GAAP经调整的利润同比增长53%至573.1亿元。公司的收入表现整体符合预期，不同业务分布有结构性的超预期表现，费用率保持稳定，受益于联营公司收益以及有效税率下降，公司的净利润表现大超市场预期。

报告摘要

业务矩阵经营数据稳健增长 Q2微信与Wechat合并月活跃账户数量同比增长3.3%至13.7亿，QQ移动终端月活跃账户数量5.1亿同比保持稳定。视频号总用户使用时长同比显著增长，小程序总用户使用时长同比增长超20%，小游戏总流水同比增长超30%。

收入增长符合预期 2024年Q2收入同比增长8%，达到1611.2亿元，显示出公司业务的稳健发展态势。按业务板块来看，增值服务收入同比增长6%至788.2亿元，网络广告收入同比增长19%至298.7亿元，主要受视频号及长视频的收入增长驱动；金融科技及企业服务收入同比增长4%至504.4亿元，收入增速放缓至低个位数百分比。

新游与旧游双驱动 Q2本土市场游戏收入恢复同比增长9%，主要由于《无畏契约》的收入增长及《地下城与勇士：起源》的成功发布，《王者荣耀》及《和平精英》的流水均恢复同比增长，《火影忍者》手游于2024年五月达到月均日活跃账户数一千万的新里程碑。国际市场游戏收入增长9%，因《PUBG MOBILE》表现强劲以及Supercell的游戏人气提升，总流水的增速显著超过收入增速。

视频号高速增长，微信生态商业化加速 2024Q2视频号和微信生态在商业化方面取得进一步发展，得益于推荐算法的增强和更多本地化内容，视频号总用户使用时长显著增长，通过用户使用时长的增长、交易能力的加强、小程序和小游戏的发展以及腾讯频道的升级等举措，不断提升其商业价值和服务能力。

投资建议 受益于游戏业务表现超预期，以及微信商业化的顺利推进和AI广告模型的持续升级，公司的利润率水平预计将会持续保持高位。我们采用SOTP估值法，基于2024年预估增值服务16xPE、广告业务20xPE和金融企业及云服务10xPS，以及0.9倍的估值系数，给予公司488.5港元，对应2024年/2025年预计PE分别为20.1x与18.4x，较最近收市价格30.7%的涨幅，维持“买入”评级。

风险提示: 游戏业务不达预期；投资新业务发展影响业绩；互联网监管政策负面风险等。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	554,558	608,940	662,647	731,081	806,515
同比变动	-1.0%	9.8%	8.8%	10.3%	10.3%
调整后归母净利润(百万元人民币)	115,649	157,688	209,621	228,650	253,396
每股Non-GAAP盈利(元人民币)	12.4	16.9	22.5	24.5	27.2
同比变动	-11.3%	36.4%	32.9%	9.1%	10.8%
基于373.8港元的市盈率(估)	27.9	20.4	15.4	14.1	12.7
基于373.8港元的市净率(估)	4.5	4.0	3.1	2.5	2.5
净利率	34.0%	19.4%	26.4%	27.9%	28.1%

数据来源: 公司资料, 安信国际证券研究预测

公司动态分析

证券研究报告

互联网

投资评级: 买入

目标价格: 488.5

现价(2024-8-15): 373.8 港元

总市值(百万美元)	34,841.8
流通市值(百万美元)	34,841.8
总股本(百万股)	9,321.0
流通股本(百万股)	9,321.0
12个月低/高(美元)	260/397
平均成交(百万美元)	6,609.4

股东结构

MIH	25.0%
马化腾	8.5%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.8	5.8	20.3
绝对收益	-4.2	-5.8	12.4

数据来源: 公司资料, 彭博, 万得

汪阳

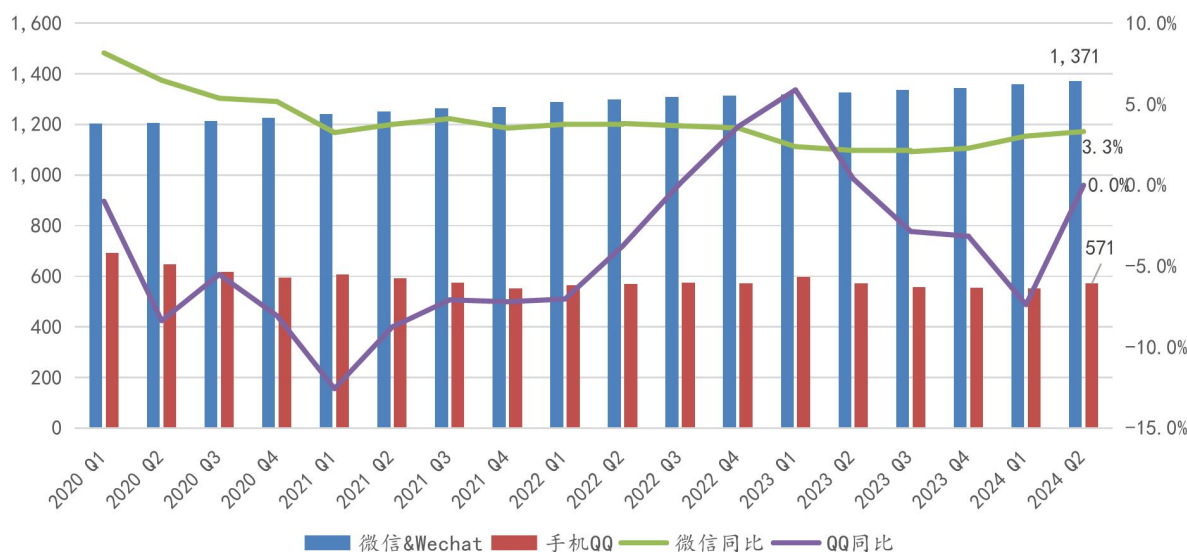
(+852)22131400
alexwang@eif.com.hk

2024 年 Q2 业绩点评

业务矩阵经营数据稳健增长

Q2 微信与 Wechat 合并月活跃账户数量同比增长 3.3%至 13.7 亿，QQ 移动终端月活跃账户数量 5.1 亿同比保持稳定。收费增值服务注册账户自 2024 年 Q1 调整为季度账户数的日均值，Q2 为 2.6 亿，同比增长 12%，腾讯视频上线多部热门电视剧，上线的《庆余年第二季》及《与凤行》位列 2024 年上半年中国网络视频平台上播放量排名第一和第二，带动长视频付费会员数同比增长 13%至 1.17 亿。视频号总用户使用时长同比显著增长，小程序总用户使用时长同比增长超 20%，小游戏总流水同比增长超 30%。

图表 1:微信&WeChat、手机 QQ 月活用户季度数据



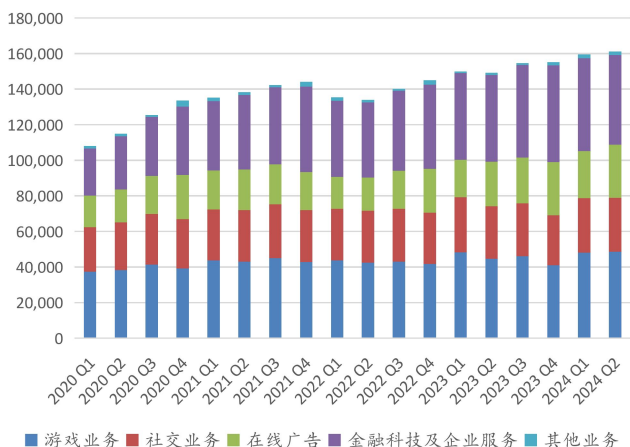
资料来源:公司资料, 安信国际整理

收入增长符合预期

2024 年 Q2 收入同比增长 8%，达到 1611.2 亿元，显示出公司业务的稳健发展态势。按业务板块来看，增值服务收入同比增长 6%至 788.2 亿元，其中国际市场游戏收入增长 9%，本土市场游戏收入恢复同比增长 9%，国际市场游戏总流水的增速显著超过收入增速，社交网络收入也增长 2%，体现了游戏和社交业务的活力；网络广告收入同比增长 19%至 298.7 亿元，主要受视频号及长视频的收入增长驱动；金融科技及企业服务收入同比增长 4%至 504.4 亿元，收入增速放缓至低个位数百分比，需要关注市场变化和竞争态势，以保持持续的增长动力。

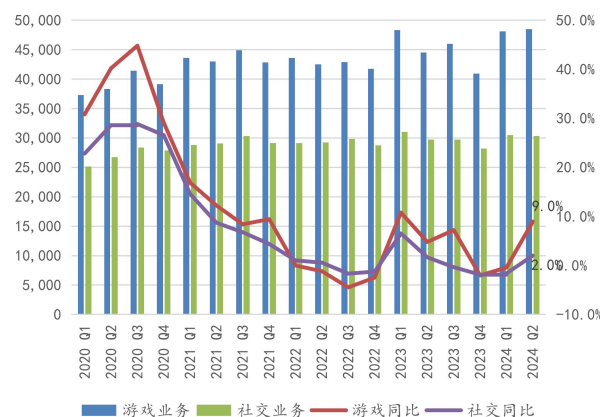
新游与旧游双驱动：Q2 本土市场游戏收入恢复同比增长 9%，主要由于《无畏契约》的收入增长及《地下城与勇士：起源》的成功发布，《王者荣耀》及《和平精英》的流水均恢复同比增长，《火影忍者》手游于 2024 年五月达到月均日活跃账户数一千万的新里程碑。国际市场游戏收入增长 9%，因《PUBG MOBILE》表现强劲以及 Supercell 的游戏人气提升，总流水的增速显著超过收入增速。

图表 2：按业务分部季度收入趋势



资料来源：公司资料，安信国际研究整理

图表 3：游戏与社交业务季度趋势



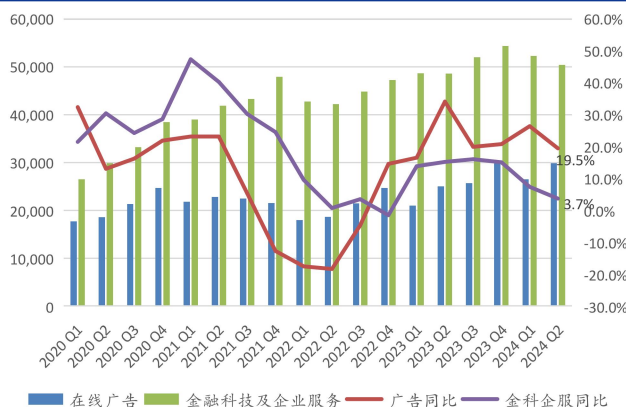
资料来源：公司资料，安信国际研究整理

广告业务超预期，毛利率进一步改善

广告业务超预期 2024 年 Q2 网络广告业务收入同比增长 19%至人民币 299 亿元，主要受视频号及长视频的收入增长驱动，虽然部分互联网服务公司的广告预算缩减，但整体广告业务仍实现了较好的增长。金融科技及企业服务收入同比增长 4%至人民币 504 亿元，收入增速放缓至低个位数百分比，商业支付收入增速进一步放缓反映消费支出缓慢增长，同时由于风险管控措施的提升使得消费贷款服务收入下降，而理财服务收入录得双位数百分比增长；企业服务业务收入实现十几个点的增长率，受益于云服务业务收入增长（包括企业微信商业化提升），以及视频号商家技术服务费的增长。

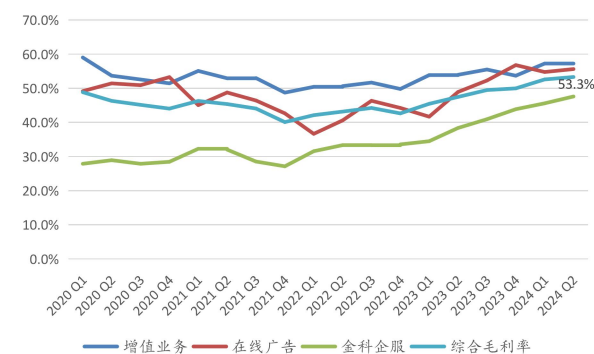
2024 年 Q2 的毛利为 859.0 亿元，较去年同期的 47%提升至 53%。各业务分部来看，增值服务：毛利为 449.7 亿元，同比增长 12%，毛利率较去年同期的 54%提升至 57%；网络广告：毛利为 166.2 亿元，同比增长 36%，毛利率较去年同期的 49%提升至 56%。金融科技及企业服务：毛利为 240.1 亿元，同比增长 29%，毛利率较去年同期的 38%提升至 48%。

图表 4：在线广告与金融科技企业服务收入表现



资料来源：公司资料，安信国际研究整理

图表 5：各业务分布毛利率



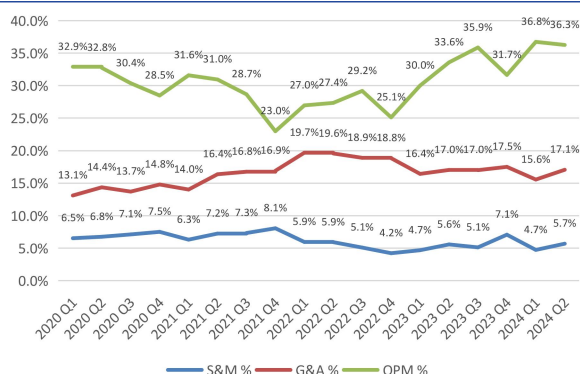
资料来源：公司资料，安信国际研究整理

有效税率下降和联营公司收益驱使净利润超预期

Q2 费用率整体表现平稳，销售及市场推广开支 2024 年 Q2 同比增长 10%，反映为了支持新内容发布而加大推广及广告力度；一般及行政开支同比增长 8%，乃由于研发开支增加及雇

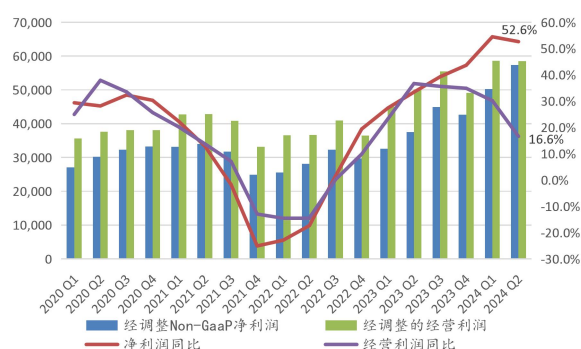
员成本(包括绩效奖励)增加。受联营公司收益大幅增长,以及有效税率的下降,Q2 Non-GAAP 归母净利润实现 573.1 亿元,同比增长 53%。

图表 6: 销售费率、管理费与经营利润率



资料来源: 公司资料, 安信国际研究整理

图表 7: 经调整净利润与经营利润

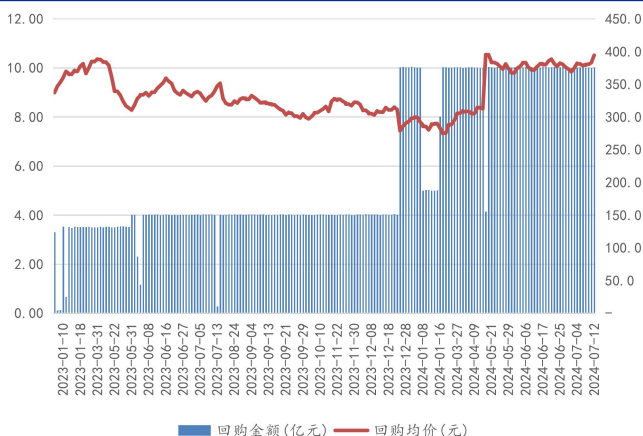


资料来源: 公司资料, 安信国际研究整理

持续回购提升股东价值

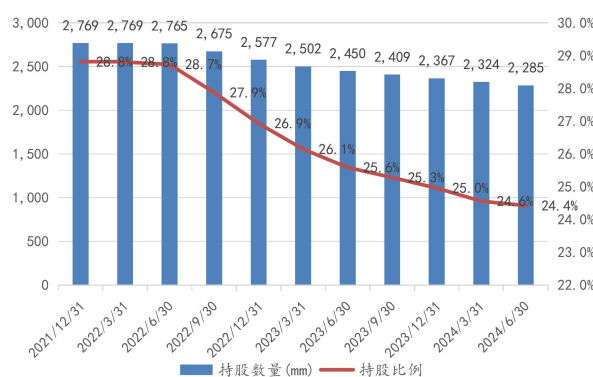
截至 2024 年 6 月 30 日止六个月内, 公司于联交所以总代价约 523 亿港元购回合共 154,730,000 股股份, 购回的股份其后已被注销, 以提高股东价值。值得一提的是公司的大股东南非报业持有公司股份连续下滑, 截至 2024 年 6 月 30 日的持股比例约为 24.4%。

图表 8: 持续稳定的回购记录



资料来源: 同花顺 ifind, 安信国际研究整理

图表 9: Prosus 持股数量



资料来源: Prosus 官网, 安信国际研究整理

附表：财务报表预测

<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测
收入	554,558	608,940	662,647	731,081	806,515
毛利	238,746	293,109	350,970	383,158	421,600
其他业务净额	8,006	4,701	4,225	7,311	9,678
销售及管理费用	-135,925	-137,736	-152,459	-144,754	-158,077
营运收入	110,827	160,074	202,736	245,714	273,202
财务开支	-9,352	-12,268	-12,545	-12,545	-12,545
联营公司等	211,571	168,891	225,521	266,951	293,765
税前盈利	210,225	161,324	217,201	261,717	290,898
所得税	-21,516	-43,276	-42,029	-57,578	-63,998
净利润	188,709	118,048	175,172	204,139	226,901
少数股东应占利润	466	2,832	2,970	3,461	3,847
本公司股东应占利润	188,243	115,216	172,202	200,678	223,054
折旧及摊销	-55,392	-52,544	-50,821	-49,841	-49,346
利息收入	8,592	13,808	16,272	17,953	19,805
EBITDA	173,756	193,010	225,160	265,478	290,618
增长					
总收入 (%)	-1.0%	9.8%	8.8%	10.3%	10.3%
归母净利润 (%)	-18.7%	-38.8%	49.5%	16.5%	11.2%

资产负债表

<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测
现金	264,298	362,121	817,595	1,001,400	1,206,397
应收账款	122,152	135,017	139,678	144,804	150,444
存货	2,333	456	502	552	607
其他流动资产	177,206	20,852	20,852	20,852	20,852
总流动资产	566,989	518,446	978,626	1,167,608	1,378,300
固定资产	72,024	70,411	134,064	145,989	156,930
无形资产	161,802	177,727	72,826	68,021	64,697
长期投资	246,043	253,696	253,696	253,696	253,696
银行存款及其他	493,289	514,380	514,380	514,380	514,380
总资产	1,578,131	1,577,246	2,001,718	2,200,859	2,422,204
应付账款	153,520	177,543	187,638	198,742	210,957
短期银行借款	11,580	41,537	41,537	41,537	41,537
其他短期负债	269,104	133,077	133,077	133,077	133,077
总短期负债	434,204	352,157	362,252	373,356	385,571
长期银行借款	163,668	155,819	155,819	155,819	155,819
其他负债	361,067	351,408	351,408	351,408	351,408
总负债	795,271	703,565	713,660	724,764	736,979
少数股东权益	61,469	65,090	69,322	73,989	73,989
股东权益	782,860	873,681	1,288,058	1,476,095	1,685,225
每股账面值(摊薄)	83.99	93.73	138.19	158.36	180.80
营运资产	131,785	166,289	616,374	794,252	992,729

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	43.1%	48.1%	53.0%	52.4%	52.3%
EBITDA 利率 (%)	31.3%	31.7%	34.0%	36.3%	36.0%
净利率 (%)	34.0%	19.4%	26.4%	27.9%	28.1%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	24.5%	22.6%	23.0%	19.8%	19.6%
实际税率 (%)	10.2%	26.8%	19.4%	22.0%	22.0%
股息支付率 (%)	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
ROA	11.8%	7.3%	9.6%	9.6%	9.6%
ROE	22.7%	13.9%	15.9%	14.5%	14.1%
应收账款天数	78.0	77.1	75.7	71.0	66.8
应付账款天数	222.0	222.0	222.0	222.0	223.0
财务状况					
总负债/总资产	0.50	0.45	0.36	0.33	0.30
收入/净资产	0.71	0.70	0.51	0.50	0.48
经营性现金流/收入	0.42	0.29	0.34	0.35	0.34
税前盈利对利息倍数	18.58	15.73	17.95	21.16	23.17
有息负债/总负债	22.0%	28.1%	27.7%	27.2%	26.8%

现金流量表

<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测
EBITDA	173,756	193,010	225,160	265,478	290,618
净融资成本	760	-1,540	-3,727	-5,407	-7,260
营运资金变化	-14,495	9,305	5,389	5,927	6,520
所得税	-21,516	-43,276	-42,029	-57,578	-63,998
其他	91,861	20,858	42,862	46,079	49,626
营运现金流	230,366	178,357	227,655	254,500	275,507
资本开支	-60,000	-60,000	-60,000	-60,000	-60,000
其他投资活动	2,866	18,268	16,272	17,953	19,805
投资活动现金流	-57,134	-41,732	-43,728	-42,047	-40,195
负债变化	-114,815	7,695	0	0	0
股本变化	-6,163	-28,425	0	0	0
股息	-14,037	-8,591	-12,841	-14,964	-16,632
其他融资活动	-10,828	-10,199	-13,683	-13,683	-13,683
融资活动现金流	-145,843	-39,520	-26,524	-28,647	-30,316
现金变化	27,389	97,105	157,403	183,806	204,997
期初持有现金	345,897	373,286	470,391	627,794	811,599
汇兑变化	0	0	0	0	0
期末持有现金	373,286	470,391	627,794	811,599	1,016,596

资料来源：公司公告、安信国际证券研究预测

客户服务热线

香港: 22131888

国内: 4008695517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。安信国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。安信国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼电话: +852-22131000 传真: +852-22131010