

腾讯控股 (00700.HK)

广告业务持续提升份额，利润释放强劲

核心观点

广告与游戏业务表现良好，利润提升明显。2024Q2，腾讯实现营收 1611 亿元，同比增长 8%。主要增长由广告和游戏业务贡献，金融科技业务受到宏观影响较为疲软。利润侧：经调整经营利润 24Q2 为 584 亿元，同比增长 27%。Non-IFRS 归母净利润 573 亿元，同比增长 53%；Non-IFRS 归母净利率 35.6%，同比提升 10pct。利率的大幅提升，主要来自于：1) 高毛利业务发展；2) 分估联营公司及合营公司盈利释放（拼多多、快手、Epic 等）；3) 税率一次性递延转回。

网络游戏：收入同比+9%，预计下半年加速。24Q2，公司网络游戏业务收入为 485 亿元，同比上升 9%。1) 本土市场游戏收入同比上升 9%至人民币 346 亿元，主要系《无畏契约》的收入增长及《DNF》手游的成功发布。《王者荣耀》及《和平精英》，两者于 24Q2 流水均恢复同比增长。2) 国际市场游戏收入同比增长 9%至人民币 139 亿元，主要由于 Supercell 的游戏（《荒野乱斗》等）人气回升以及《PUBG MOBILE》表现强劲。

网络广告：公司将在释放更多广告库存中受益。24Q2，公司网络广告收入为 299 亿元，同比增长 19%。1) 广告系统方面，公司升级了广告技术平台，使其能够分析更长周期的用户兴趣，以及更高频地处理用户信号。2) 公司表示可能从释放更多的广告库存中受益（特别是视频号）。随着内循环电商发展，公司将受益于微信内广告的混合转变。

金融科技与企业服务：受到宏观扰动。24Q2，金融科技及企业服务业务收入同比增长 4%至 504 亿元。1) 商业支付交易数量继续以健康的速度同比增长，但由于消费者支出缓慢，每笔支付交易的平均价值同比下降。2) 理财服务同比双位数增长；3) 消费贷款服务收入同比下降，主要系采取了更谨慎的信贷政策；4) 企业服务收入同比十几个点增长。

投资建议：收入端来看，公司广告业务、金融科技业务受到宏观影响。但公司广告业务库存释放、技术升级有望带来广告增长韧性。金融科技业务中占收入大头的支付业务收到宏观影响，但理财等高毛利业务健康增长。除此以外，视频号电商的持续发展也带来电商广告、技术服务费收入增长。

利润端来看，公司的高质量业务持续发展为利润的持续提升提供潜力。考虑到公司毛利率进展良好，分估联营公司及合营公司盈利释放较好，我们上调盈利预测，预计 24-26 年公司调整后净利润为 2218/2499/2750 亿元，上调幅度为 10%/10%/10%，继续维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	609015	660966	710764	753652	791335
(+/-%)	9.8%	8.5%	7.5%	6.0%	5.0%
净利润(百万元)-Non IFRS	157688	221790	249881	275011	288538
(+/-%)	36.4%	40.7%	12.7%	10.1%	4.9%
每股收益(元)-Non IFRS	16.63	24.15	26.30	28.04	30.96
EBIT Margin	28.7%	35.3%	35.5%	36.5%	38.2%
净资产收益率 (ROE)	14.2%	19.5%	17.7%	16.2%	15.5%
市盈率 (PE)	20.3	14.2	12.6	11.4	10.9
EV/EBITDA	16.5	13.7	12.8	11.9	10.9
市净率 (PB)	3.96	3.21	2.69	2.30	1.98

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

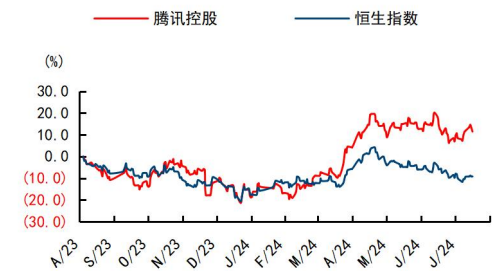
互联网 · 互联网 II

证券分析师：张伦可 **证券分析师：陈淑媛**
 0755-81982651 021-60375431
 zhanglunke@guosen.com.cn chenshuyuan@guosen.com.cn
 S0980521120004 S0980524030003

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
 合理估值 413.00 - 435.00 港元
 收盘价 368.40 港元
 总市值/流通市值 3433846/3433846 百万港元
 52 周最高价/最低价 400.20/257.97 港元
 近 3 个月日均成交额 7384.08 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《腾讯控股 (00700.HK) -24Q2 前瞻：游戏业务企稳回升，广告预计持续拉动增长》——2024-07-13
- 《腾讯控股 (00700.HK) -DNF 手游下架安卓应用商店后重回畅销榜首，优质内容议价能力或持续提升》——2024-06-23
- 《腾讯控股 (00700.HK) -混元大模型 C 端 APP “元宝” 上线，腾讯生态价值凸显》——2024-05-31
- 《腾讯控股 (00700.HK) -高质量业务成为新增长引擎，游戏流水逐步恢复》——2024-05-16
- 《腾讯控股 (00700.HK) -24Q1 前瞻：预计游戏业务受基数效应影响，高毛利广告促进利润释放》——2024-04-23

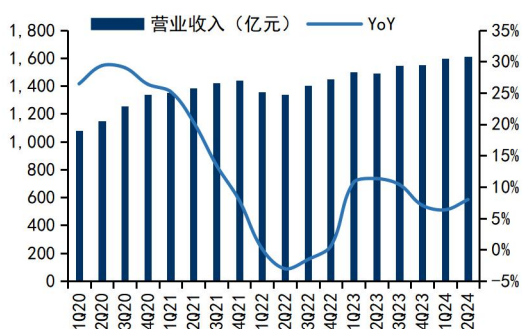
总览：广告与游戏业务表现良好，利润提升明显

2024Q2，腾讯实现营收 1611 亿元，同比增长 8%。主要增长由广告和游戏业务贡献，金融科技业务受到宏观影响较为疲软。

收入组合变动和经营杠杆带动利润加速增长。经调整经营利润 24Q2 为 584.43 亿元，同比增长 27%。Non-IFRS 归母净利润 573 亿元，同比增长 53%；Non-IFRS 归母净利率 35.6%，同比提升 10pct。利润率的大幅提升，主要来自于：

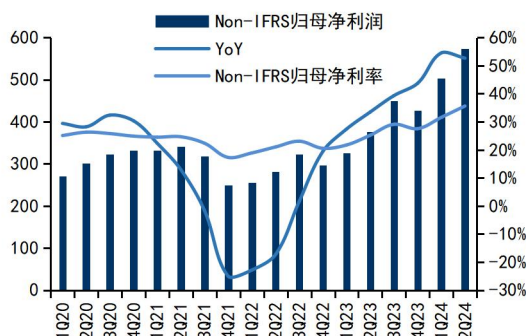
- 1) 收入组合中，包括微信视频号及搜一搜广告收入、小游戏平台服务费、理财服务收入及视频号商家技术服务费等高利润率业务占比提升。
- 2) 非国际财务报告准则分估联营公司及合营公司盈利由 24Q1 的 55 亿元增长至 24Q2 99 亿元（去年同期为 39 亿元），主要系若干国内联营公司及若干海外游戏工作室联营公司的业务表现提升。
- 3) 税率方面，所得税率的减少是由于去年第二季度海外子公司的递延所得税资产转回所致，但国内所得税也部分抵消了这一减少。公司业绩会表示去年全年的有效税率为 22%，预计 2024 年的 non-IFRS 有效税率将在 18% 至 20% 之间。

图1：腾讯总收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：腾讯调整后归母净利润及净利率（亿元，%）



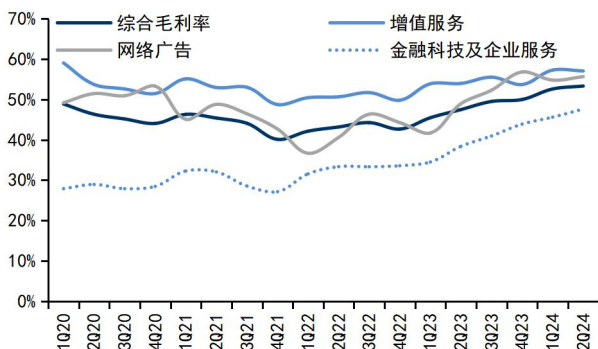
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2024Q2，公司综合毛利率 53%，同比提升 6pct。其中，增值服务/网络广告/金融科技与企业服务毛利率同比提升 3pct/7pct/9pct。公司业绩会表示，毛利润增长速度将继续快于收入增长速度，但展望未来有可能是 1 倍多，而不是 2 倍多。

- ✓ 增值服务毛利率提升主要系订阅收入、高毛利率的小游戏平台服务费增长，以及分部内容成本与运营成本的下降；
- ✓ 广告业务毛利率优化得益于高毛利的视频号广告、搜一搜广告贡献；
- ✓ 金融科技业务毛利率提升主要系高毛利的理财以及视频号佣金业务带动。

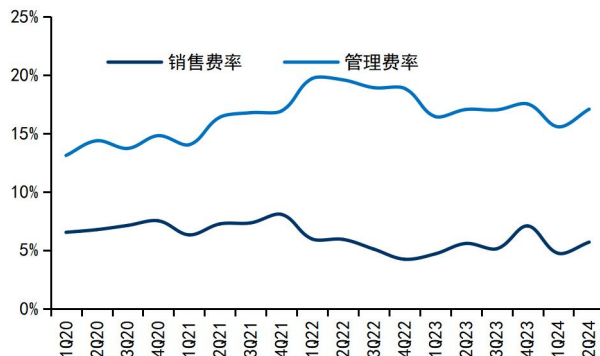
24Q2，销售费率 5.7%，同比持平。管理研发费率 17.1%，同比持平。

图3: 腾讯季度毛利率变化情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 腾讯季度经营费率变化情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

网络游戏: 收入同比+9%, 预计下半年加速

2024Q2, 公司网络游戏业务收入为 485 亿元, 同比上升 9%。本季度末, 公司递延收入 (流动负债) 为 1069 亿元, 同比增长 15%, 环比增长 1%。

图5: 腾讯网络游戏收入及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 腾讯递延收入及增速 (亿元, %)



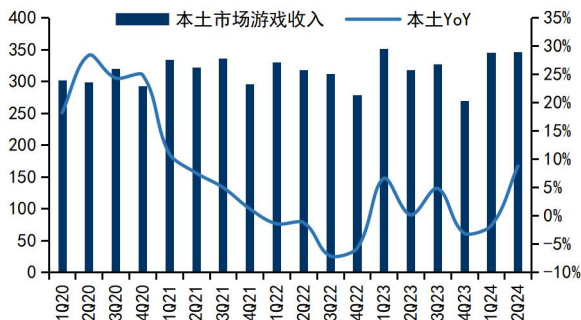
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

1) 本土市场游戏收入同比上升 9% 至人民币 346 亿元, 主要系《无畏契约》的收入增长及《DNF》手游的成功发布。《王者荣耀》及《和平精英》, 两者于 24Q2 流水均恢复同比增长。公司认为《DNF》手游有望成为下一款长青热门游戏。

2) 国际市场游戏收入同比增长 9% 至人民币 139 亿元, 主要由于 Supercell 的游戏 (尤其是《荒野乱斗》) 人气回升以及《PUBG MOBILE》表现强劲。根据 sensor tower 数据, Supercell 24H1 收入同比增长 70%。

展望 24H2, 在流水递延以及低基数下, 我们预计网络游戏收入下半年加速增长。

图7: 腾讯本土市场游戏收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 腾讯海外市场游戏收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

网络广告: 视频号有望增加广告库存释放

2024Q2, 公司网络广告收入为 299 亿元, 同比增长 19%。增长主要得益于对视频号广告的强劲需求以及广告技术平台的升级。

1) 广告系统方面, 公司升级了广告技术平台, 使其能够分析更长周期的用户兴趣, 以及更高频地处理用户信号。这使公司能够获得更深入的用户洞察, 并提供更精准的广告推荐。

2) 公司表示可能从释放更多的广告库存中受益 (特别是视频号)。随着内循环电商发展, 公司将受益于微信内广告的混合转变。

金融科技和企业服务: 受到宏观扰动

2024Q2, 金融科技及企业服务业务收入同比增长 4%至 504 亿元。个位数同比增长, 主要是宏观影响。1) 商业支付交易数量继续以健康的速度同比增长, 但由于消费者支出缓慢, 每笔支付交易的平均价值同比下降。2) 理财服务同比双位数增长; 3) 消费贷款服务收入同比下降, 主要系微众银行和腾讯根据消费趋势采取了更谨慎的信贷政策; 4) 企业服务收入同比十几个点增长, 主要系得益于云服务收入的增加以及视频号电商发展带来的技术服务费用的增加。

图9: 腾讯网络广告收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 腾讯金融科技及企业服务收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：宏观压力下韧性足，维持“买入”评级

收入端来看，公司广告业务、金融科技业务受到宏观影响。但公司广告业务库存释放、技术升级有望带来广告增长韧性。金融科技业务中占收入大头的支付业务收到宏观影响，但理财等高毛利业务健康增长。除此以外，视频号电商的持续发展也带来电商广告、技术服务费收入增长。

利润端来看，公司的高质量业务持续发展为利润的持续提升提供潜力。考虑到公司毛利率进展良好，分估联营公司及合营公司盈利释放较好，我们上调盈利预测，预计 24-26 年公司调整后净利润为 2218/2499/2750 亿元，上调幅度为 10%/10%/10%，继续维持“买入”评级。

风险提示

政策风险；宏观经济疲软的风险；广告行业竞争激烈的风险；新游戏不能如期上线的风险等。

陈淑媛财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	172320	300842	458212	628784	营业收入	609015	660966	710764	753652
应收款项	131904	143156	153941	163230	营业成本	315906	307184	322031	337695
存货净额	456	474	492	511	销售费用	34211	37014	39092	41451
其他流动资产	3818	4144	4456	4725	管理费用	136220	148698	151238	156693
流动资产合计	518446	658564	837547	1028718	利息收入	13808	15189	16708	15948
固定资产	66815	108302	139340	172827	其他损益净额	5569	10249	(122)	5232
无形资产及其他	198191	187580	180543	176437	营业利润	160074	233146	252504	275102
投资性房地产	70968	70968	70968	70968	财务成本净额	(12268)	(13495)	(14844)	(14170)
长期股权投资	722826	722826	722826	722826	分占联合营公司损益	5800	26100	33930	21943
资产总计	1577246	1748240	1951224	2171776	利润总额	161324	245751	271590	282876
短期借款及交易性金融负债	41537	24040	25719	30432	所得税费用	43276	51608	62466	59404
应付款项	137145	142575	148036	153805	少数股东损益	2832	2862	2138	2500
其他流动负债	173475	181520	188940	197635	归属于母公司净利润	115216	191282	206986	220972
流动负债合计	352157	348135	362695	381872	经调整归母净利润	157688	225147	245167	261356
长期借款及应付债券	292920	292920	292920	292920	现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
其他长期负债	58488	58488	58488	58488	净利润	115216	191282	206986	220972
长期负债合计	351408	351408	351408	351408	资产减值准备	0	0	0	0
负债合计	703565	699543	714103	733280	折旧摊销	61139	47979	49258	51422
少数股东权益	65090	67952	70090	72590	公允价值变动损失	8801	(50)	9485	6079
股东权益	808591	980744	1167031	1365906	财务费用	(1540)	(1694)	(1863)	(1779)
负债和股东权益总计	1577246	1748240	1951224	2171776	营运资本变动	44492	1880	1764	4887
关键财务与估值指标	2023	2024E	2025E	2026E	其它	(7686)	2862	2138	2500
经调整 EPS	16.63	24.15	26.30	28.04	经营活动现金流	221962	243952	269632	285860
每股红利	2.40	2.05	2.22	2.37	资本开支	(50896)	(78805)	(82745)	(86882)
每股净资产	85.27	105.22	125.20	146.54	其它投资现金流	(74698)	0	(10497)	(11022)
ROIC	41%	59%	58%	58%	投资活动现金流	(125161)	(78805)	(93242)	(97904)
ROE	14%	20%	18%	16%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	48%	54%	55%	55%	负债净变化	(19417)	0	0	0
EBIT Margin	29%	35%	36%	37%	支付股利、利息	(20845)	(19128)	(20699)	(22097)
EBITDA Margin	39%	43%	42%	43%	其它融资现金流	(2049)	(17497)	1679	4713
收入增长	10%	9%	8%	6%	融资活动现金流	(82573)	(36625)	(19020)	(17384)
净利润增长率	-39%	66%	8%	7%	现金净变动	15581	128522	157370	170572
资产负债率	49%	44%	40%	37%	货币资金的期初余额	156739	172320	300842	458212
息率	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	货币资金的期末余额	172320	300842	458212	628784
P/E	20.3	14.2	12.6	11.4	企业自由现金流	276363	253161	278857	302301
P/B	4.0	3.2	2.7	2.3	权益自由现金流	256850	237713	282828	309166
EV/EBITDA	16.5	13.7	12.8	11.9					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032