

买入

2024年8月16日

盈利能力持续改善，游戏业务企稳回升

► **盈利能力持续改善，经调整归母净利超出预期：**2024Q2 公司录得收入 1611 亿元人民币，同比增长 8%，归母净利润录得 484 亿元人民币，同比增长 79%。扣除股非现金股权激励费用、投资收益等项目后，体现核心业务的 Non GAAP 归母净利润录得 573 亿元人民币，同比增长 53%。2024Q2 增值服务业务收入录得人民币 788 亿元，同比上升 6%。

► **游戏业务企稳回升：**2024Q2 国际市场游戏业务录 139 亿元人民币，同比增长 9%，总流水的增速显著超过收入增速，增长主要来自于《PUBG MOBILE》的强劲表现以及 Supercell 游戏人气提升带来的用户和流水增长等驱动。2024Q2 本土市场游戏业务录 346 亿元人民币，同比上升 2%，上升主要得益于《无畏契约》带来的收入增长和《地下城与勇士：起源》的成功发布，国内游戏总流水增速也同样高于收入增速。关于国家对包括游戏等数字内容的支持性评论，公司认为这对整体内容行业肯定是增量积极的。所以公司已经在内容产业进行了非常长期的战略投资。

► **广告业务高质量增长：**2024Q2 网络广告业务录得收入 299 亿元，同比上升 19%，主要得益于视频号和长视频业务收入的增长推动，再加上春节假期后广告活动出现季节性增长。然而，由于一些互联网公司缩减了广告预算，移动广告联盟的收入与去年同期相比有所下降。公司认为最近对广告技术平台的升级是在回顾多年来的数据变化。主要的好处是形成一个更全面的用户兴趣图谱。另一方面，公司也在更频繁地关注最近的动态，主要好处是能够更准确和及时地了解用户当前的商业意图。

► **金科企服收入有所放缓：**2024Q2 金融科技和企业服务收入录得 504 亿元人民币，同比增长 4%，金融科技的收入增长有所放缓，达到较低的个位数百分比；商业支付收入的增长进一步减缓，反映出消费支出的缓慢增长。同时，由于加强了风险控制措施，消费贷款服务的收入出现下降。相比之下，理财服务收入实现了两位数百分比的增长。企业服务业务的收入增长显著，增长了十几个百分点，这主要得益于云服务业务收入的增长，包括企业微信的商业化进展，以及视频号商家技术服务费收入的增加。

► **目标价 480 港元，买入评级：**综合分析，我们考虑到公司各项业务利润率改善均超预期，游戏业务递延效益下的流水增速高于收入增速；广告业务在视频号重新定位下的亮眼表现，收入和经营利润预测采用 2024 年的预测数据，计算得出目标价为 480 港元，较上一收盘价有 30.3% 上升空间，维持买入评级。

李京霖

852-25321539

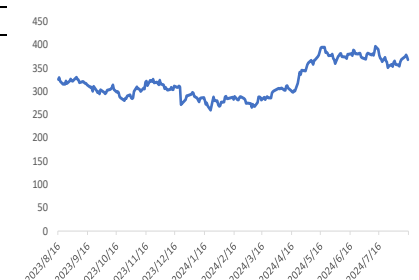
Jinglin.li@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	TMT
股价	368.4 港元
目标价	480 港元 (+30.3%)
股票代码	700
已发行股本	94.19 亿股
市值	3.44 万亿港元
52 周高/低	400/256.8 港元
每股净资产	108 元人民币
主要股东	Naspers Ltd (24.96%) 马化腾 (8.49%) Blackrock (2.25%) Vanguard (3.03%) 富达 (1.59%)

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	22年实际	23年实际	24年预测	25年预测	26年预测
总营业收入 (人民币百万元)	554,552	609,015	660,135	720,379	778,596
变动	-0.99%	9.82%	8.39%	9.13%	8.08%
经调整净利润	115,649	157,688	226,524	259,907	284,799
变动	-6.57%	36.35%	43.65%	14.74%	9.58%
经调整每股盈利 (人民币元)	11.93	16.41	24.00	27.83	30.66
变动	-6.05%	37.55%	46.23%	15.97%	10.17%
股息	2.40	3.40	4.30	5.00	5.60
市盈率368.4港元 (估)	28.39	20.64	14.11	12.17	11.05

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：Bloomberg

业绩概览：2024Q2 业绩

2024Q2 公司录得收入 1611 亿元人民币，同比增长 8%。归母净利润录得 484 亿元人民币，同比增长 79%。扣除股非现金股权激励费用、投资收益等项目后，体现核心业务的 Non GAAP 归母净利润录得 573 亿元人民币，同比增长 53%。

2024Q2 增值服务业务收入录得人民币 788 亿元，同比上升 6%。

(1) 2024Q2 社交网络收入同比增长 2% 到 303 亿，主要得益于音乐和长视频会员付费收入的提升，以及小游戏平台服务费和手游虚拟道具销售的增长，但部分增长被音乐直播和游戏直播服务收入的下降所部分抵消。截至 Q2 结束，付费增值账户总数为 2.63 亿，同比上升 12%，环比上升 1%，账户总数调整为季度账户数的日均值。腾讯视频付费会员数同比增长 13% 至 1.17 亿，音乐付费会员数同比增长 18% 至 1.17 亿。

(2) 游戏业务 Q2 本土市场游戏总流水开始修复。2024Q2 国际市场游戏业务录 139 亿元人民币，同比增长 9%，总流水的增速显著超过收入增速，增长主要来自于《PUBG MOBILE》的强劲表现以及 Supercell 游戏人气提升带来的用户和流水增长等驱动。2024Q2 本土市场游戏业务录 346 亿元人民币，同比上升 2%，上升主要得益于《无畏契约》带来的收入增长和《地下城与勇士：起源》的成功发布，国内游戏总流水增速也同样高于收入增速。

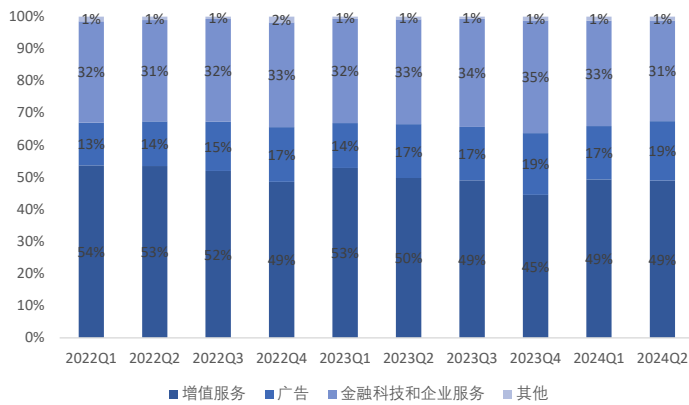
2024Q2 金融科技和企业服务收入录得 504 亿元人民币，同比增长 4%，金融科技的收入增长有所放缓，达到较低的个位数百分比；商业支付收入的增长进一步减缓，反映出消费支出的缓慢增长。同时，由于加强了风险控制措施，消费贷款服务的收入出现下降。相比之下，理财服务收入实现了两位数百分比的增长。企业服务业务的收入增长显著，增长了十几个百分点，这主要得益于云服务业务收入的增长，包括企业微信的商业化进展，以及视频号商家技术服务费收入的增加。

2024Q2 网络广告业务录得收入 299 亿元，同比上升 19%，主要得益于视频号和长视频业务收入的增长推动，再加上春节假期后广告活动出现季节性增长。然而，由于一些互联网公司缩减了广告预算，移动广告联盟的收入与去年同期相比有所下降。

2024Q2 毛利率为 53%，同比上升 6%，环比保持稳定。其中增值服务毛利率同比上升 3 个百分点至 57%，主要由于国内游戏收入和高毛利率的小游戏平台服务费增加所致。广告毛利率同比大幅上升 7% 至 56%，主要由于微信视频号及长视频收入增长所致。金融科技与企业服务毛利率同比上升 10 个百分点至 48%，主要得益于理财服务及视频号商家技术服务费收入贡献增长，企业微信与其他企业服务业务的商业化提升，以及云服务业务的成本效益提高。

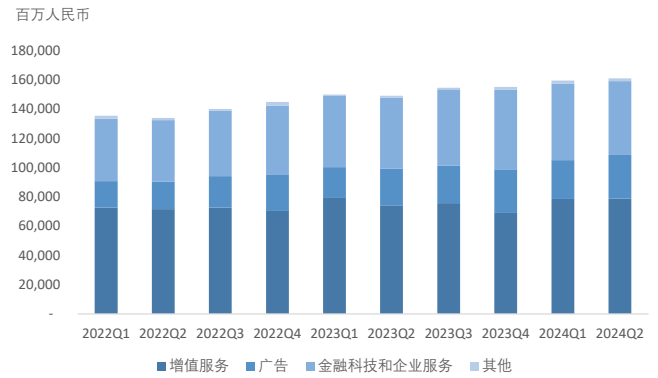
2024Q2 销售及市场推广开支同比增长 10% 至 92 亿元，主要来自于支持新内容发布的推广及广告力度加大。销售开支占同期收入百分比为 6%，同比大致保持稳定。2024Q2 行政开支同比上升 8% 至 275 亿元，占同期收入百分比为 17%。截至 2024Q2 结束，公司共拥有 10.55 万名员工，同比上升 1%。2024Q2 研发费用为 172.77 亿元，同比上升 7.9%。

图表 1：公司收入结构



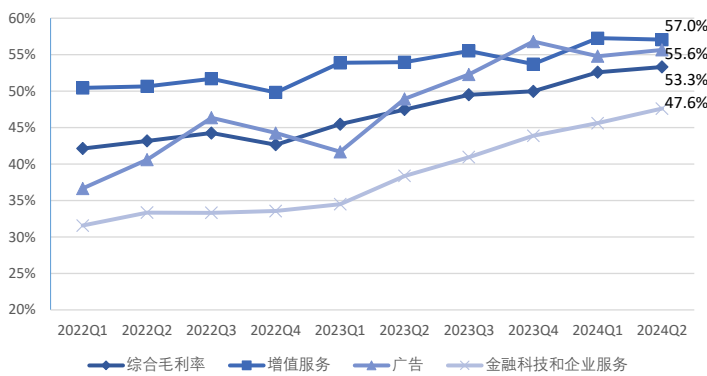
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 2：公司季度收入增长（百万元）



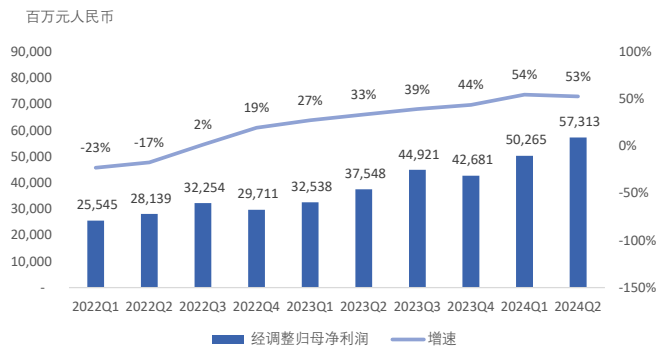
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 3：公司毛利率水平



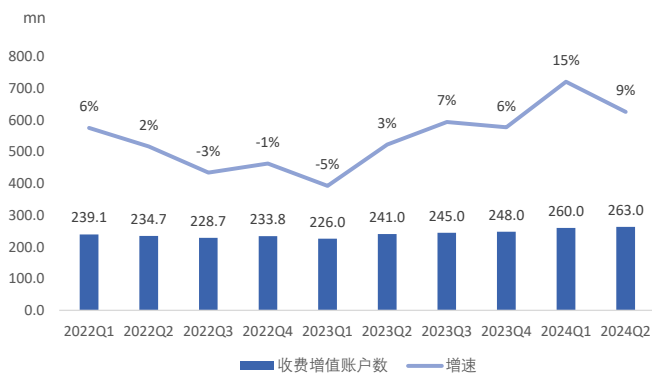
资料来源：公司资料、第一上海整理

图 4：经调整归母净利润（百万元）



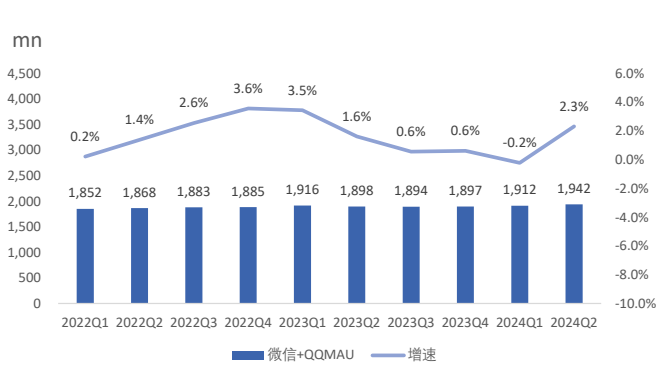
资料来源：公司资料、第一上海整理

图表 5：增值服务账户数（百万）



资料来源：公司资料、第一上海整理

图表 6：微信和 QQ MAU（百万）



资料来源：公司资料、第一上海整理

游戏业务展现强劲韧性

2024Q2 本土游戏收入为 346 亿元人民币，同比上升 2%，国际游戏收入为 139 亿元人民币，同比增长 9%，海外游戏本季度占公司游戏收入 28.7%。公司对全球游戏行业保持乐观，同时也持续积极寻求投资机会。

另一方面，关于国家对包括游戏等数字内容的支持性评论，公司认为这对整体内容行业肯定是增量积极的。所以公司已经在内容产业进行了非常长期的战略投资。内容产业的性质，无论是游戏还是源自小说的电视剧，实际上都是非常长期的。因此最近游戏业务的复苏以及剧集的成功，都得益于公司多年前的投资。未来公司将持续进行战略性投资，以获取优质数字内容。

截至 Q1 的递延收入总额为 1117 亿元人民币，同比上升 15.6%，主要源于递延收入季节性因素所致。

DNF 手游表现突出

2024 年第二季度，腾讯成功推出了《地下城与勇士：起源》（DNF 手游），这款游戏一经上线便吸引了大量 IP 粉丝并保持了良好的玩家留存率。该作品的推出不仅增加了腾讯的游戏业务收入，也证明了腾讯在将经典游戏 IP 转化为新作品方面的出色实力。公司表示《地下城与勇士：起源》（DNF 手游）有潜力成为腾讯的下一个长期热门游戏。

数据方面来看，根据第三方数据，DNF 手游于 2024 年 5 月 21 日开启公测，迅速在 6 小时内登顶 iOS 游戏排行榜，并连续 29 天保持领先。到 2024 年 7 月 10 日，该游戏在中国区 iOS 市场的收益已超过 3.8 亿美元。DNF 手游成功的在移动平台上实现了显著的收入增长，这一成就反映了腾讯在移动游戏领域的战略布局取得成效。另一方面，由于游戏是 5 月 21 日上线，根据递延收入这部分的增长将在未来几个季度体现，意味着国内游戏业务在未来连续几个季度将持续增长。

业绩会上，公司表示对 DNF 手游可持续性非常乐观。第一个原因是公司对这款运营了 16 年的游戏拥有丰富的经验。第二个原因在于，公司观察到扩展到手机平台后，从发布以来的 60 多天来看，手游 DNF 有非常好的留存率。而在游戏行业，游戏生命周期的前 30 天留存率在历史上是非常重要的的观察指标，即能够预测哪些游戏会享有更长的寿命。另外，由于 DNF 开发时间异常长，在接下来的两到三年中，Nexon 和公司将致力于一个非常庞大 Pipeline 内容，将会在未来逐步发布。

DNF 手游作为一款以叙事为主打的游戏，在日活跃用户数（DAU）上虽然不及《王者荣耀》和《和平精英》这类以系统为基础的游戏，但其每用户平均收入（ARPU）较高。得益于 16 年的品牌积累，主要面向更成熟的玩家群体。许多玩家自 16 年前就开始在 PC 上玩 DNF，如今随着年纪增长这些玩家用户步入社会，其购买力的提升和时间的自由支配，都更倾向于在移动设备上玩游戏，这也有助于提高游戏的 ARPU。

与中国市场其他叙事类游戏相比，DNF 手游拥有更大的用户基础和 DAU，显示出其在这一细分市场中的强大吸引力。考虑到游戏的特性、玩家的特征和较高的玩家留存率，我们认为 DNF 手游的货币化表现是合理且可持续的。

视频号成为新的增长引擎

2024年第二季度，腾讯在视频号和广告业务方面取得了显著成就，推动了公司整体业绩的提升。本季度中，网络广告业务实现了显著的增长，同比增长19%，达到299亿元人民币，这一增长主要得益于视频号和长视频平台收入的增加。推动广告业务增长的本质原因还是由高用户参与度和强大的商业变现潜力所致。特别是视频号的广告收入，同比激增超过80%，这一飞跃主要得益于短视频用户参与度的持续上升。视频号在短视频市场上的强劲表现，通过提高用户参与和优化广告投放策略，腾讯有效地增加了其广告收益。

细分来看，在线广告业务实现了19%的同比增长，这一增长主要得益于游戏、电子商务和教育领域的广告投入增加。尽管中国消费支出的疲软对广告的eCPM定价造成了不利影响，影响了品牌广告和广告网络的趋势，但公司仍在努力提升市场份额。

视频号方面，用户在平台上花费的时间实现了同比大幅增长，这一增长主要得益于算法的改进和本地化内容的丰富。视频号平台上获得闭环收入的创作者数量同比增加了两倍多。腾讯通过优化推荐算法和增加更符合本地用户口味的内容，有效地提高了用户的活跃度和留存率。

对于电商业务的发展，视频号同样有不可或缺的助力。公司通过系统化的方式加强了交易功能，为用户提供了无缝的购物体验，同时推动了商家销售的增长。在业绩会中，公司强调目前已经重新定位了直播电商，使其更像一个微信电商生态系统。即通过微信来连接视频号以及直播频道的同时，也将微信生态系统的所有元素相连接，包括官方账号、小程序、企业微信，以及在微信内发生的所有社交和群组活动。对用户而言，视频号已成为连接线下商家和线上内容提供者的桥梁，为用户带来了更加丰富和便捷的服务。

定位的转变直接带来的变化之一便是小程序交易额增长。本季度通过小程序促成的交易额实现同比双位数百分比增长，这反映了小程序作为新兴服务平台的巨大增长潜力。公司另外还提到，这一季度电商的增长依然稳健，增长幅度显著。且相较于其他短视频平台，目前并没有看到增长的放缓，主要原因是电商GMV规模实际上还算是小。因此，电商还有很大的增长空间。

目标价 480 港元，买入评级

综合分析，我们长期看好公司各项业务在未来的发展。持股公司估值采用公司披露的截至2024年6月30日的市值数据，并作1.0的折扣系数。收入和经营利润预测采用2024年的预测数据，计算得出目标价为480港元，较上一收盘价有30.3%的上升空间，维持买入评级。

图表 7：分部估值结果

2024	增值服务	广告业务	金融科技和企业服务	其他业务
收入 (百万)	318,076	120,380	214,314	7,405
预计经营利润率	35.4%	35.3%	25.5%	-9.4%
分部经营利润 (百万)	112,661	42,538	54,665	-698
经营利润 (百万)	209,166			
分部平均估值中枢	PE:9X	PE:9X	PS:10X	
估值结果	1,061,268	403,686	2,248,155	
核心业务总估值 (百万)	3,713,109			
SOTP调整系数		1.0		
调整后总估值 (百万)	3,713,109			
主要持股公司合计市值 (0.8折扣系数)				452,000
总估值 (百万)	4,165,109			
摊薄后股份数 (百万)	9,440			
每股目标价 (人民币)	441			
HKD/RMB	0.92			
每股目标价 (港元)	480			

资料来源：公司资料、第一上海预测整理

附录 1：主要财务报表

损益表					
<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	2026年 预测
收入	554,552	609,015	660,135	720,379	778,596
毛利	238,746	293,109	349,749	386,272	420,349
其他业务净额	8,006	4,701	5,642	6,635	6,738
销售及管理费用	-135,925	-137,736	-146,217	-156,753	-166,620
营运收入	110,827	160,074	209,174	236,155	260,467
财务开支	115,527	-4,550	3,717	3,300	3,566
联营公司等	-16,129	5,800	20,090	21,611	23,358
税前盈利	210,225	161,324	232,981	261,066	287,825
所得税	-21,516	-43,276	-44,770	-45,350	-49,998
净利润	188,709	118,048	188,211	215,716	237,827
少数股东应占利润	466	2,832	2,977	3,283	3,619
本公司股东应占利润	188,243	115,216	185,234	212,433	234,208
折旧及摊销	61,216	59,008	54,019	53,845	53,703
EBITDA	164,037	214,381	257,551	283,364	307,432
增长					
总收入 (%)	-1.0%	9.8%	8.4%	9.1%	8.1%
EBITDA (%)	-2.9%	30.7%	20.1%	10.0%	8.5%

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	2026年 预测
现金	156,739	172,320	330,057	511,170	711,365
应收账款	45,467	46,606	48,936	51,383	53,952
存货	2,333	456	502	552	607
其他流动资产	361,450	299,064	299,064	299,064	299,064
总流动资产	565,989	518,446	678,559	862,169	1,064,988
固定资产	53,978	53,232	53,040	52,900	52,798
无形资产	161,802	177,727	177,053	176,487	176,011
长期投资	252,715	261,665	261,665	261,665	261,665
银行存款及其他	543,647	566,176	573,024	579,885	586,760
总资产	1,578,131	1,577,246	1,743,341	1,933,105	2,142,222
应付账款	45,467	46,606	48,936	51,383	53,952
短期银行借款	11,580	41,537	41,537	41,537	41,537
其他短期负债	377,157	264,014	279,656	297,373	317,462
总短期负债	434,204	352,157	370,130	390,293	412,952
长期银行借款	5,574	8,781	8,781	8,781	8,781
其他负债	789,697	694,784	712,757	732,920	755,579
总负债	795,271	703,565	721,538	741,701	764,360
少数股东权益	61,469	65,090	68,067	71,350	74,969
股东权益	782,860	873,681	1,021,803	1,191,404	1,377,862
每股账面值(摊薄)	81	91	108	128	148
营运资产	131,785	166,289	308,430	471,875	652,036

数据来源：公司资料、第一上海预测

财务分析					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	43.1%	48.1%	53.0%	53.6%	54.0%
EBITDA 利率 (%)	29.6%	35.2%	39.0%	39.3%	39.5%
净利率 (%)	34.0%	19.4%	28.5%	29.9%	30.5%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	24.5%	22.6%	22.1%	21.8%	21.4%
实际税率 (%)	10.2%	26.8%	19.2%	17.4%	17.4%
股息支付率 (%)	12.1%	27.9%	21.6%	21.7%	21.9%
应收账款天数	78.0	84.6	81.6	76.6	71.5
应付账款天数	187.0	191.3	208.1	217.8	208.3
财务状况					
总负债/总资产	0.50	0.45	0.41	0.38	0.36
收入/净资产	0.71	0.70	0.65	0.60	0.57
经营性现金流/收入	0.26	0.36	0.39	0.40	0.40
税前盈利对利息倍数	22.48	13.15	18.64	18.76	19.14

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 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
EBITDA	164,037	214,381	257,551	283,364	307,432
净融资成本	0	0	0	0	0
营运资金变化	-18,472	19,233	15,597	17,667	20,034
所得税	-27,669	-34,729	-44,770	-45,350	-49,998
其他	28,195	23,077	29,449	31,546	34,096
营运现金流	146,091	221,962	257,826	287,227	311,564
资本开支	-42,606	-58,462	-60,000	-60,000	-60,000
其他投资活动	-62,265	-66,699	0	0	0
投资活动现金流	-104,871	-125,161	-60,000	-60,000	-60,000
负债变化	21,785	19,193	0	0	0
股本变化	995	1,070	0	0	0
股息	22,867	32,147	40,089	46,115	51,369
其他融资活动	-105,600	-134,983	-80,178	-92,230	-102,738
融资活动现金流	-59,953	-82,573	-40,089	-46,115	-51,369
现金变化	-18,733	14,228	157,737	181,112	200,195
期初持有现金	167,966	156,739	172,320	330,057	511,170
汇兑变化	7,506	1,353	0	0	0
期末持有现金	156,739	172,320	330,057	511,170	711,365

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号

永安集团大厦19楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。