

腾讯控股 (00700)

证券研究报告

2024年08月19日

盈利靓丽，游戏加速—腾讯控股 2Q2024 业绩点评

整体业绩：盈利表现靓丽，市场预期或存进一步上修空间

2Q2024 公司收入同比+8%，环比+1%，与彭博预期基本一致。2Q2024 公司 Non-IFRS 经营利润同比+27%，环比基本持平；Non-IFRS 净利润同比+53%，环比+14%，大幅超过彭博预期值 86 亿。连续 2 个季度 Non-IFRS 归母净利润同比增速超过 50%，2 年 CAGR 分别达 40%、43%。

2Q2024 公司毛利同比+21%，环比+2%；毛利率约 53.3%，同比+5.8pct，环比+0.7pct；毛利率水平略好于彭博预期。公司管理层在业绩会上表示，预计收入结构向高毛利率业务组合转变是一个持续多年的现象，毛利增长将继续快于收入增长，但随着效率措施边际效果减弱，毛利增长可能从 2 倍以上的收入增长乘数变为 1-2 倍的收入增长乘数。

2Q2024 Non-IFRS 净利润增速大幅超过经营利润增速，部分来自于：1) 2Q2024 公司 Non-IFRS 分占联合营损益同比净增 60 亿元，环比净增 44 亿元，主要由于若干国内联营公司及海外游戏工作室联营公司业务表现提升。公司管理层在业绩会上表示，预计下半年分占联合营公司损益的同比增长或有所回落。2) 2Q2024 公司所得税开支同比下降 9%，主要由于一家海外附属公司的递延所得税调整导致去年同期基数较高。公司管理层在业绩会上表示，预计 2024 年全年 Non-IFRS 所得税率降至 18%-20% 区间（2023 年为 22%）。

我们在前期报告《腾讯控股 (0700.HK)：DNF 手游表现靓丽，盈利预期进入上修通道》（2024.05.27）中明确指出，游戏增长预期修复叠加收入结构带来的毛利率有利影响，市场盈利预期存在进一步上修潜力。截止 2024/8/16，彭博一致预测 2024 年 Non-IFRS 净利润较 2Q24 业绩前上调 4%（约 88 亿），较我们前期报告发布后上调约 6%（约 115 亿）。展望下半年，我们认为腾讯基本面将继续呈现 2 大特征，增量业务发展带动毛利同比较高增长，游戏收入增速继续提升，当前彭博预期或仍存一定上修空间。

网络游戏：2Q2024 流水恢复较高增长，我们预计下半年收入增速继续提升

我们前期多篇报告明确提示游戏增长开始提速，2Q2024 公司网络游戏收入同比增速恢复至 9%，其中国内及海外游戏收入同比增速均恢复至 9%。2Q2024 《王者荣耀》《和平精英》流水均恢复同比增长，《地下城与勇士：起源》上线后 iOS 游戏畅销榜排名维持前 2（据七麦数据），国内游戏总流水增速超过收入增速。海外方面，2Q2024 《荒野乱斗》平均日活创历史新高，流水同比增长超过 10 倍。截止 2Q2024 公司流动负债-递延收入余额同比+15%，我们预计随流水逐步确认，公司游戏收入增速将在下半年持续提升。

网络广告：2Q2024 收入同比+19%，广告业务发展路径或可提供增长韧性

2Q2024 公司广告收入同比+19%，环比+13%，好于彭博预期；主要受视频号及长视频的收入增长驱动，部分被互联网服务行业广告预算缩减以及移动联盟广告收入下降所抵消。2Q2024 广告毛利同比+36%，毛利率继续提升至 56%。当前公司广告业务战略方向清晰：1) 推动技术升级带动转化率提升；2) 提升微信广告组合内闭环广告比例；3) 逐步释放更多广告库存。我们预计公司广告业务将在宏观环境波动下具备更强韧性。

FBF：宏观消费环境导致金融科技服务收入短期降速

2Q2024 公司金融科技及企业服务收入同比+4%，环比-4%，低于彭博预期。二季度金融科技服务收入同比增速放缓至低个位数，商业支付收入增速进一步放缓反映消费支出变化，同时公司加强风险管控措施导致消费贷款收入下降。二季度企业服务收入实现十几个点的同比增速，受益于云服务收入增长（包括企业微信商业化提升），以及视频号商家技术服务费增长。

投资建议：

公司高毛利率的增量业务奠定了毛利率持续提升基础，国内/海外游戏的流水表现隐含下半年游戏收入环比加速。我们上调 2024-2026 年预测 Non-IFRS 归母净利润至 2178/2517/2786 亿元（原预测为 2091/2396/2691 亿元），同比增速分别为 38%/16%/11%。截止 2024/8/16，公司股价对应 2024/2025/2026 年预测 PE 分别为 15x/13x/12x，12 个月彭博滚动前瞻 PE 低于 5 年来中位数 1.4 个标准差，处于 8% 的历史分位值。相对纳指 12 个月彭博前瞻 PE 低于 5 年来中位数 1.7 个标准差，处于 6% 历史分位值，估值处于相对低位。我们预计游戏增长开始修复，叠加业绩后恢复回购，有助于改善估值约束。维持目标价 476 港元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济增长不确定性；公司新游戏上线存在不确定性；AI 技术商业化节奏慢于预期。

投资评级

行业	资讯科技业/软件服务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	372.6 港元
目标价格	476 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	9,342.39
港股总市值(百万港元)	3,480,975.29
每股净资产(港元)	100.81
资产负债率(%)	43.95
一年内最高/最低(港元)	401.00/260.20

作者

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

王梦恺 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521030002
wangmengkai@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《腾讯控股-公司点评:游戏有望迎来持续环比加速—腾讯控股 2Q2024 业绩前瞻》2024-08-08
- 《腾讯控股-公司点评:DNF 手游表现靓丽，盈利预期进入上修通道》2024-05-27
- 《腾讯控股-公司点评:游戏增长回升在望—腾讯控股 1Q2024 业绩前瞻》2024-05-12

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com