

【广发传媒&海外】腾讯控股 (00700.HK)

24Q3 前瞻：游戏趋势向好，广告韧性较强

核心观点：

- 24Q3 业绩前瞻：**预计 24Q3 收入达 1658 亿元，YoY/QoQ+7%/+3%。24Q3 NonGAAP 归母净利润预计达 542 亿元，YoY/QoQ+21%/-5%。NonGAAP 摊薄每股盈利为 5.68 元，YoY+22%，QoQ-5%。
- 预计 24Q3 游戏业绩趋势持续向好，广告彰显韧性，金融业务受消费疲弱拖累。**(1)24Q3 游戏收入预计达到 515 亿元，YoY/QoQ+12%/+6%，其中，预计国内游戏同比增长 11%，海外游戏收入预计同比增长 14%。国内新产品《地下城与勇士：起源》贡献增量，但去年下半年国内老游戏的流水压力会对今年的游戏递延收入带来拖累，而海外游戏受益于 24Q1 流水增长加速，预计短期的增长提速效应更明显。(2)24Q3 社交网络收入预计为 299 亿元，YoY+1%，QoQ-1%。得益于音乐和小游戏等业务的增长，但长视频、直播环比有所回落。(3)24Q3 广告收入预计为 296 亿元，YoY+15%，QoQ-1%，受视频号逐步释放库存带动，但品牌广告和联盟广告受宏观影响拖累整体表现。(4)24Q3 金融和企业服务收入预计为 537 亿元，YoY+3%，QoQ+6%。金融业务受消费疲弱放缓预计同比增长持平。企业服务收入增长较为稳健。
- 盈利预测与投资建议：**公司游戏产品周期趋势向好，海外和国内游戏均有所提速，广告在宏观影响下受视频号驱动仍显韧性，金融业务受短期消费疲弱拖累，后续随着消费复苏或带来向上修复弹性。我们预计公司 24~25 年收入达 6570、7151 亿元，同增 7.9%/8.9%，经调整归母净利润预计为 2163、2425 亿元，同增 39.5%、12.1%。以 24 年收入和业绩基于 SOTP 测算合理价值为 486.56 港元/股。维持“买入”评级。
- 风险提示：**监管趋严、游戏版号审核趋严、受短视频挤压的风险。

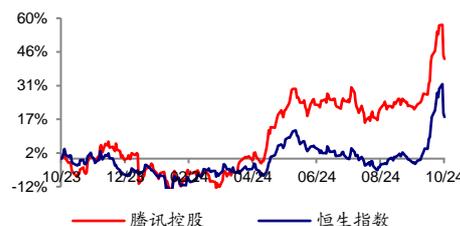
盈利预测：注：归母净利润和 EPS 均为 NonGAAP 口径；

单位:人民币亿元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,546	6,090	6,570	7,151	7,705
增长率(%)	-1.0%	9.8%	7.9%	8.9%	7.7%
EBITDA(百万元)	1,612	2,118	2,538	2,859	3,135
净利润(百万元)	1,149	1,550	2,163	2,425	2,732
增长率(%)	-7.2%	34.9%	39.5%	12.1%	12.7%
EPS(元/股)	12.00	16.35	23.21	26.02	29.32
市盈率(P/E)	25.5	16.5	17.2	15.3	13.6
ROE(%)	15.9%	19.2%	22.0%	20.6%	19.5%
EV/EBITDA	19.1	12.7	14.8	12.7	11.1

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	434.20 港元
合理价值	486.56 港元
前次评级	买入
报告日期	2024-10-09

相对市场表现



分析师：

周喆



SAC 执证号：S0260523050003



SFC CE No. BJD408



010-59136890



zhouzhe@gf.com.cn

相关研究：

- 【广发传媒&海外】腾讯控股** 2024-08-16
(00700.HK)：平台+内容战略显著；游戏进入大产品周期
- 【广发传媒&海外】腾讯控股** 2024-06-27
(00700.HK)：基石稳健，新芽繁茂
- 【广发传媒&海外】腾讯控股** 2024-05-16
(00700.HK)：游戏展现韧性，“新芽”业务萌发生机

注：本报告货币使用人民币，港币对人民币汇率采用1.1:1。

一、24Q3 业绩前瞻

表 1：腾讯盈利预测（2024-26E）

单位：亿元	23Q3A	24Q2A	24Q3E	QoQ	YoY	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,546	1,611	1,658	3%	7%	6,090	6,570	7,151	7,705
游戏收入	460	485	515	6%	12%	1,797	1,952	2,104	2,242
国内游戏	327	346	363	5%	11%	1,266	1,367	1,449	1,522
海外游戏	133	139	152	9%	14%	531	585	655	721
社交网络	297	303	299	-1%	1%	1,186	1,213	1,307	1,400
网络广告	257	299	296	-1%	15%	1,015	1,202	1,401	1,585
金融和企业服务	520	504	537	6%	3%	2,038	2,124	2,261	2,399
其他	11	20	11	-44%	0%	54	78	78	78
毛利润	765	859	889	3%	16%	2,931	3,497	3,925	4,299
毛利率	49%	53%	54%			48%	53%	55%	56%
销售费用	79	92	91	0%	15%	342	360	372	385
管理和行政费	263	275	285	4%	8%	1,035	1,098	1,194	1,279
归母净利润	362	476	455	-5%	26%	1,125	1,731	1,957	2,197
归母净利润率	23%	30%	27%			18%	26%	27%	29%
调整后归母净利润	449	573	542	-5%	21%	1,550	2,163	2,425	2,732
调整后归母净利润率	29%	36%	33%			25%	33%	34%	35%
调整后 EPS（元）	4.66	6.01	5.68	-5%	22%	16.32	23.21	26.02	29.32

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 2：可比公司估值（2024-25E）

公司名称	市值 (LC mn)	收入(LC mn)		净利润(LC mn)		PS		PE	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
移动游戏									
三七互娱	38,014	18,657	20,592	2,699	3,069	2.0	1.8	14.1	12.4
完美世界	17,634	6,338	7,296	263	680	2.8	2.4	67.0	25.9
金山软件	38,346	10,973	12,429	1,395	1,701	3.5	3.1	27.5	22.5
吉比特	17,290	3,990	4,484	1,024	1,185	4.3	3.9	16.9	14.6
网易	60,903	107,653	117,296	32,724	35,078	4.0	3.7	13.2	12.3
社交/广告平台									
Meta Platforms	1,500,083	161,576	184,253	55,658	63,834	9.3	8.1	27.0	23.5

Snapchat	17,707	5,346	6,103	376	650	3.3	2.9	47.1	27.2
谷歌	2,031,462	292,498	328,927	99,781	112,419	6.9	6.2	20.4	18.1
百度	37,173	135,342	143,350	27,297	28,155	1.9	1.8	9.6	9.3
微博	2,489	1,718	1,768	455	469	1.4	1.4	5.5	5.3
长视频									
爱奇艺	2,687	30,116	31,688	1,238	2,081	0.6	0.6	15.3	9.1
支付平台									
Paypal	82,973	31,938	34,431	4,621	4,922	2.6	2.4	18.0	16.9
云平台									
金山云	898	1,061	1,159	-143	-107	0.8	0.8	-	-
亚马逊	1,917,750	635,605	704,485	59,304	73,011	3.0	2.7	32.3	26.3

数据来源：彭博、广发证券发展研究中心；表中可比公司市值（按10月9日收盘价进行统计）、营收和盈利预测取自10月9日彭博数据。

可比公司的市盈率和市销率倍数，移动游戏公司2024年市盈率估值范围普遍在13-67x之间。广告公司2024年市盈率普遍在6-47x之间。支付业务，以Paypal为例，24年市盈率在18x。云业务可比公司的24年市销率在~0.8-3x之间，以亚马逊为例的24年市盈率为32x。长视频平台，以国内平台爱奇艺为例，24年PE为15x。

按照SOTP估值法。（1）核心业务部分合理价值为4.1万亿港元。游戏业务：腾讯以手游为主要收入来源，参考国内游戏厂商24年13-67x PE估值，考虑腾讯游戏业务在国内市场地位稳固且保持领先，Q2国内游戏业绩恢复增长，今年新品《地下城与勇士：起源》有望持续带动游戏业绩提振，对标目前网易的估值，应予以一定溢价，我们给予腾讯游戏24年整体游戏业务18x市盈率，对应合理价值为1.76万亿港元（189.39港元/股）。广告业务：社交/广告公司24年市盈率在6-47x区间，微信作为国内社交龙头，参考海外社交媒体平台Meta Platforms的市盈率更为合理，腾讯广告业绩持续获取市场份额，我们给予广告业务对应2024年27x市盈率，对应合理价值为9777亿港元（105.36港元/股）。数字内容业务，腾讯视频在国内长视频行业和爱奇艺均为市场主要参与者，我们参考爱奇艺24年15x PE估值，认为腾讯视频的合理价值为316亿港元（3.41港元/股）。腾讯音乐、阅文集团等控股公司参考最新市值和腾讯持股比例对应的价值分别为886亿港元（9.55港元/股）、173亿港元（1.87港元/股）。金融和企业服务，参考金融和云业务公司24年PE在18-32x区间，考虑到腾讯金融业务在国内的牌照壁垒和市场地位，结合企业服务业务保持稳健增长的趋势，我们给予24年利润25x市盈率估值，对应合理价值为1.18万亿港元（127.34港元/股）；综上，核心业务的总价值为4.1万亿港元。

（2）投资公司价值：按当前时点估算，腾讯的二级市场投资公司的持股价值考虑一定折让对腾讯的合理价值贡献为4606亿港元（49.64港元/股）。

加总（1）核心业务4.1万亿港元价值+（2）投资业务4606亿港元，公司总合理价值为4.5万亿港元，折合每股合理价值486.56港元/股，维持“买入”评级。

表 3: SOTP估值

	收入 (亿元 人民币)	利润 (亿元 人民币)	PE	各业务估值 (亿元 人民币)	各业务估值 (亿港元)	子公司市值 (亿港元)	持股比例	对应每股价值 (港元)
	2024E	2024E	2024E					
游戏	1,952	887	18	15969	17574			189.39
广告	1,148	329	27	8884	9777			105.36
数字内容								
腾讯视频	288	19	15	288	316			3.41
腾讯音乐				805	886	1,688	52.50%	9.55
阅文				158	173	307	56.44%	1.87
金融和企业服务	2,124	429	25	10737	11816			127.34
核心业务估值				36840	40542			436.92
投资业务估值				4185	4606			49.64
总估值				41026	45148			486.56

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

二、风险提示

监管趋严的风险。如果监管信息安全，用户隐私，长视频、短视频、直播等内容平台的内容审核进一步趋于严格，则会影响平台内容供应和用户活跃，进而对收入增长产生负面影响。

游戏版号审核趋严的风险。如果游戏版号审核趋严，则会影响新游戏上线时间，导致游戏上线推迟，对游戏收入增速带来负面影响。

受短视频挤压的风险。如果短视频用户数、时长进一步显著提升，则会影响用户对腾讯系部分产品的消费时长，影响腾讯系产品占互联网用户的时长，可能挤压腾讯的广告市场占有率。

资产负债表

单位:人民币亿元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	5,660	5,184	6,357	7,939	9,767
现金及现金等价物	1,567	1,723	2,624	3,904	5,408
应收账款及票据	455	466	503	547	590
存货	23	5	4	5	5
其他	3,615	2,991	3,226	3,483	3,764
非流动资产合计	10,121	10,588	11,350	12,146	12,979
固定资产净值	632	668	968	1,268	1,568
长期投资	6,847	7,228	7,674	8,154	8,670
商誉及无形资产	1,843	1,982	1,982	1,982	1,982
其他	799	710	726	742	759
资产总额	15,781	15,772	17,707	20,085	22,745
流动负债合计	4,342	3,522	3,599	3,873	4,178
短期借款	116	415	424	432	441
应付账款及票据	1,028	1,151	1,024	1,075	1,135
其他	3,198	1,955	2,151	2,366	2,602
非流动负债合计	3,611	3,514	3,602	3,696	3,796
长期借款	3,123	2,929	2,958	2,988	3,018
其他非流动负债	487	585	643	708	778
总负债	7,953	7,036	7,200	7,569	7,975
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	7,297	8,083	9,813	11,771	13,968
其他	-83	3	8	14	20
归母权益总额	7,214	8,086	9,822	11,785	13,988
少数股东权益	615	651	685	731	783
股东权益合计	7,829	8,737	10,507	12,516	14,771
负债及股东权益合计	15,781	15,772	17,707	20,085	22,745

利润表

单位:人民币亿元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	5,546	6,090	6,570	7,151	7,705
营业成本	3,158	3,159	3,073	3,226	3,405
毛利	2,387	2,931	3,497	3,925	4,299
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	292	342	399	626	546
行政管理费用	1,067	1,035	1,098	1,194	1,279
营业利润	1,000	1,528	2,000	2,105	2,474
利息收入	86	138	161	177	195
利息支出	100	119	122	122	122
权益性投资损益	-437	-3	-41	-41	-41
其他非经营性损益	-157	4	25	0	0
除税前利润	2,102	1,613	2,218	2,504	2,811
所得税	215	433	454	501	562
合并净利润	1,887	1,180	1,765	2,004	2,249
少数股东损益	5	28	34	46	52
归母净利润	1,882	1,152	1,731	1,957	2,197
NonGAAP 归母净利	1,149	1,550	2,163	2,425	2,732

现金流量表

单位:人民币亿元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	1,461	2,220	2,388	2,838	3,113
合并净利润	1,887	1,180	1,765	2,004	2,249
折旧与摊销	612	590	500	500	500
营运资本变动	-185	192	-14	172	202
其他非经营性调整	-849	285	137	162	162
投资活动现金流净额	-1,049	-1,252	-1,408	-1,480	-1,532
处置固定资产收益	4	3	25	0	0
资本性支出	-509	-474	-800	-800	-800
投资资产支出	-529	-828	-640	-693	-750
其他	-15	47	7	13	19
融资活动现金流净额	-600	-826	-79	-78	-77
长期债权融资	4	27	29	30	30
股权融资	-283	-427	0	0	0
支付股利	130	210	0	0	0
其他	-450	-635	-108	-108	-107
现金净增加额	-112	156	901	1,280	1,505
期初现金余额	1,680	1,567	1,723	2,624	3,904
期末现金余额	1,567	1,723	2,624	3,904	5,408

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
主营收入增长率	-1.0%	9.8%	7.9%	8.9%	7.7%
营业利润增长率	-14.3%	52.8%	30.9%	5.3%	17.5%
NonGAAP 业绩增速	-7.2%	34.9%	39.5%	12.1%	12.7%
获利能力					
毛利率	43.1%	48.1%	53.2%	54.9%	55.8%
NonGAAP 净利率	20.8%	25.9%	33.4%	34.6%	36.1%
NonGAAP ROE	15.9%	19.2%	22.0%	20.6%	19.5%
偿债能力					
资产负债率	50.4%	44.6%	40.7%	37.7%	35.1%
有息负债率	20.5%	21.2%	19.1%	17.0%	15.2%
流动比率	1.3	1.5	1.8	2.0	2.3
利息保障倍数	10.0	12.9	16.8	19.4	21.7
营运能力					
应收账款周转天数	29.5	27.5	27.5	27.5	27.5
存货周转天数	2.7	0.5	0.5	0.5	0.5
应付账款周转天数	117.2	131.2	120.0	120.0	120.0
每股指标					
NonGAAP EPS	12.00	16.35	23.21	26.02	29.32
每股净资产	81.75	92.13	112.72	134.28	158.47
每股经营现金流	15.26	23.41	25.62	30.45	33.40
估值比率					
NonGAAP PE	25.5	16.5	17.2	15.3	13.6
PB	4.1	3.2	3.8	3.1	2.7
EV/EBITDA	19.1	12.7	14.8	12.7	11.1

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 章驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。
- 卢丝雨：资深分析师，硕士，毕业于上海交通大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 毛玥：高级分析师，上海交通大学管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究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。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。