

# 腾讯控股 (00700.HK)

优于大市

## 24Q3 前瞻：游戏稳健增长，广告业务继续释放潜能

### ◆ 公司研究 · 海外公司快评

### ◆ 互联网 · 互联网 II

### ◆ 投资评级：优于大市(维持)

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

### 事项：

腾讯控股即将发布三季度业绩公告。

### 国信互联网观点：

2024Q3，我们预计腾讯实现营收 1684 亿元，同比增长 9%。预计三季度网络广告稳健增长，游戏业务在递延影响下增速继续提升，金融科技业务受到宏观环境影响。具体来看：

①游戏方面，在流水递延影响下，我们预计网络游戏增长 13%。《DNF》手游流水环比有所下降，主要系用户数环比下降。截至 10 月 13 日，《DNF》在七麦 IOS 免费游戏排行榜排名第 67，畅销游戏排行榜排名第 2。我们预计随着非核心用户流失，《DNF》手游环比下滑速度将有所收窄。老游戏基本盘稳固，预计《和平精英》暑期上线新版本后增长势头较好，《火影忍者》手游日活破千万创新高。

②广告方面，预计广告收入同比增长 16%。一方面，视频号流量稳健增长，陆续开放更多广告位。另一方面宏观环境以及腾讯视频排期影响下，品牌广告、联盟广告收入环比下降。三季度，我们观察到：1) 微信小店激活全域流量，有望拉动视频号加速；2) 淘宝与微信开启互联互通，淘宝商家在微信生态内广告 CTR 提升，有望带来广告投放增加。3) AI 赋能广告：7 月以来腾讯广告 3.0 系统上线，我们预计在 CTR 方面有望提升约 5-10%。

③金融科技及企业服务收入预计同比增长 3%，支付业务主要受到宏观环境影响。

2024Q3，预计实现 Non-IFRS 下归母净利润 555 亿元，同比增长 24%；Non-IFRS 下归母净利润率 33%。

**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。

考虑到宏观影响，略下调盈利预期，预计 2024-2026 年公司调整后净利润分别为 2198/2482/2729 亿元，下调幅度 1%/1%/1%。考虑到公司视频号电商进展良好，老游戏基本盘略有回升，上调目标价，给予 25 年 16-18xPE，目标价 471-528 港币。继续维持“优于大市”评级。

### 评论：

#### ◆ 预计三季度收入增长 9%，经调整归母净利润增长 24%

2024Q3，我们预计腾讯实现营收 1684 亿元，同比增长 9%。预计三季度网络广告稳健增长，游戏业务在递延影响下增速继续提升，金融科技业务受到宏观环境影响。具体来看：①游戏方面，在流水递延影响下，我们预计网络游戏增长 13%；②广告方面，预计视频号增长叠加广告系统 3.0 上线将带动广告收入同比增长 16%；③金融科技及企业服务收入预计同比增长 3%，支付业务主要受到宏观环境影响。

2024Q3，预计实现 Non-IFRS 下归母净利润 555 亿元，同比增长 24%；Non-IFRS 下归母净利润率 33%。

表1: 24Q3 腾讯主要财务指标前瞻 (亿元)

	国信预测				
	2023Q3	2024Q2	2024Q3E	YoY	QoQ
增值服务	757	788	830	10%	5%
-网络游戏	460	485	521	13%	7%
本土游戏	327	346	376	15%	9%
海外游戏	133	139	145	9%	4%
-社交网络	297	303	309	4%	2%
广告	257	299	297	16%	-1%
金融科技及企业服务	520	504	536	3%	6%
其他业务	11	20	20	81%	1%
<b>总收入</b>	<b>1546</b>	<b>1611</b>	<b>1684</b>	<b>9%</b>	<b>5%</b>
毛利	765	859	898	17%	5%
<b>Non-IFRS 下权益持有人应占净利润</b>	<b>449</b>	<b>573</b>	<b>555</b>	<b>24%</b>	<b>-3%</b>
毛利率	49%	53%	53%	4%	0%
Non-IFRS 净利率	29.1%	35.6%	33.0%	4%	-3%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

图1: 腾讯营业收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图2: 腾讯 Non-IFRS 归母净利润及净利率 (亿元、%)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

### ◆ 网络游戏: 三季度稳健增长

2024Q3, 我们预计公司网络游戏业务收入为 521 亿元, 同比增长 13%。增速环比提升主要系递延收入贡献。

- 预计国内游戏收入同比增长 15%。新游戏来看, 1) 国内公司重点游戏《DNF》手游流水环比有所下降, 主要系用户数环比下降。截至 10 月 13 日, 《DNF》在七麦 iOS 免费游戏排行榜排名第 67, 畅销游戏排行榜排名第 2。我们预计随着非核心用户流失, 《DNF》手游环比下滑速度将有所收窄。2) 9 月底上线的《三角洲行动》, 首周新进 2500 万用户。老游戏来看, 基本盘稳固, 预计《和平精英》暑期上线新版本后增长势头较好, 《火影忍者》手游日活破千万创新高, 《暗区突围》持续稳健增长, 《无畏契约》国服在线人数稳破百万。
- 海外延续较好增长, 预计同比增长 9%。从七麦数据来看, Supercell 的《荒野乱斗》三季度维持较好势头, 但用户数环比较 24Q2 略有下降。

图3: 腾讯本土市场游戏收入及增速 (亿元、%)



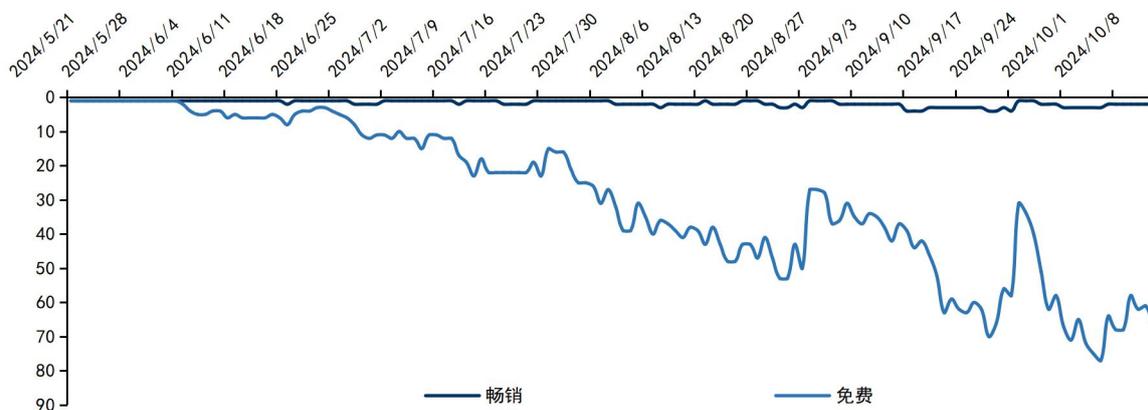
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图4: 腾讯海外市场游戏收入及增速 (亿元、%)



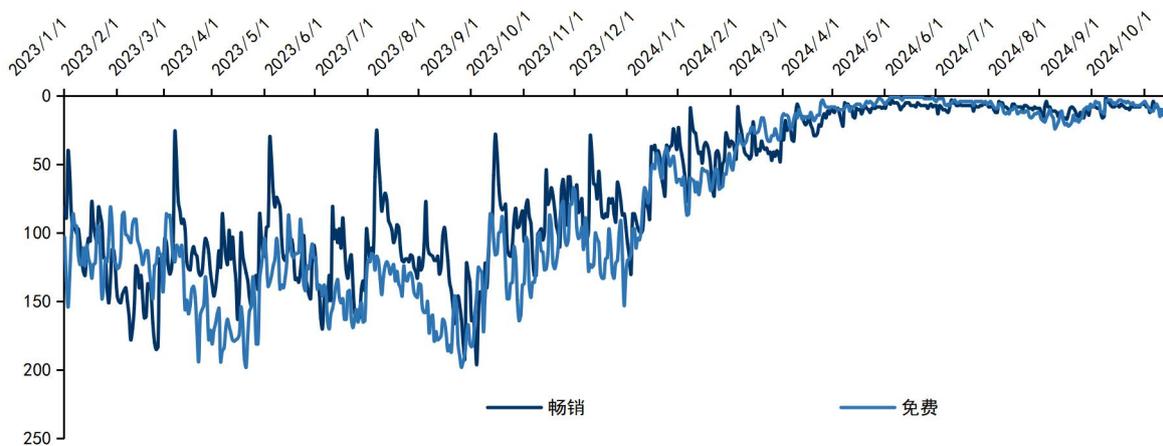
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图5: 《DNF》手游 iOS 畅销榜/免费榜排名 (截至 2024/10/13)



资料来源: 七麦数据, 国信证券经济研究所整理

图6: 《荒野乱斗》美国手游 iOS 畅销榜/免费榜排名 (截至 2024/10/13)



资料来源: 七麦数据, 国信证券经济研究所整理

◆ 网络广告：预计收入增长 16%，广告 3.0 系统上线

2024Q3，我们预计腾讯网络广告收入为 297 亿元，同比增长 16%。一方面，视频号流量稳健增长，陆续开放更多广告位。另一方面宏观环境以及腾讯视频排期影响下，品牌广告、联盟广告收入环比下降。

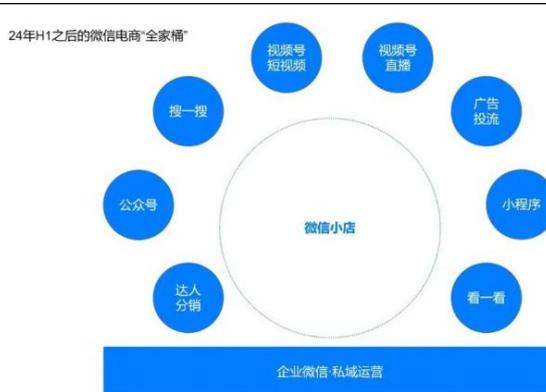
- ✓ 微信小店激活全域流量，有望拉动视频号加速。8 月 25 日起，腾讯正式支持商家将视频号小店升级为微信小店。微信小店支持店铺及商品信息在公众号（订阅号、服务号）、视频号（直播、短视频）、小程序、搜一搜等多个微信场景内流转，升级后微信小店将串联起视频号、公众号、小程序、搜一搜等微信场景的流量。
- ✓ 淘宝与微信开启互联互通，9 月初淘宝计划新增微信支付能力，10 月初微信已支持直接进行淘宝购物。互联互通后，淘宝商家在微信生态内广告 CTR 提升，有望带来广告投放增加。
- ✓ AI 赋能广告：7 月以来，腾讯广告 3.0 系统上线，我们预计在 CTR 方面有望提升约 5-10%。

图7：微信淘宝支付互联互通



资料来源：淘宝，国信证券经济研究所整理

图9：微信电商升级示意图



资料来源：零一数科，国信证券经济研究所整理

◆ 金融科技及企业服务：收入侧随着宏观环境波动

2024Q3，我们预计金融科技及企业服务收入为 536 亿元，同比增长 3%。拆解腾讯金融科技大盘，主要收入来自于支付业务，支付业务和线下消费大盘相关。根据央行发布的货币当局资产负债表，非金融机构存款（支付机构交存央行的客户备付金存款）在 7/8 月同比分别为 1%/-1%。非金融机构存款（期初期末平均值）24Q1/Q2 同比增长 5%/1%。

图10：腾讯网络广告收入及增速（亿元、%）



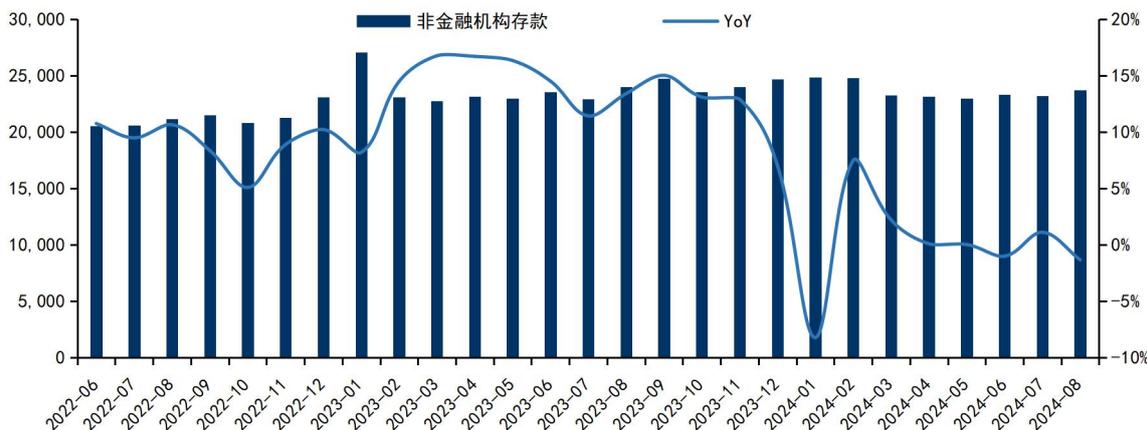
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图11：腾讯金融科技及企业服务收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图12: 央行非金融机构存款金额及增速 (亿元、%)



资料来源: 中国人民银行, 国信证券经济研究所整理

#### ◆ 投资建议: 维持“优于大市”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。

考虑到宏观影响, 略下调盈利预期, 预计 2024-2026 年公司调整后净利润分别为 2198/2482/2729 亿元, 下调幅度 1%/1%/1%。考虑到公司视频号电商进展良好, 老游戏基本盘略有回升, 上调目标价, 给予 25 年 16-18xPE, 目标价 471-528 港币。继续维持“优于大市”评级。

#### ◆ 风险提示

政策风险; 广告行业竞争激烈的风险; 新游戏不能如期上线的风险等。

### 相关研究报告：

- 《腾讯控股（00700.HK）-腾讯新一代混元 Turbo 大模型发布，元宝品牌智能体上线》——2024-09-08
- 《腾讯控股（00700.HK）-广告业务持续提升份额，利润释放强劲》——2024-08-19
- 《腾讯控股（00700.HK）-广告业务持续提升份额，利润释放强劲》——2024-08-15
- 《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

## 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	299603	455404	625025	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
<b>流动资产合计</b>	<b>518446</b>	<b>657325</b>	<b>834739</b>	<b>1024960</b>	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	分占联营合营公司损益	5800	24360	31668	20609
<b>资产总计</b>	<b>1577246</b>	<b>1747000</b>	<b>1948416</b>	<b>2168017</b>	利润总额	161324	244011	269328	281542
短期借款及交易性金融负债	41537	24040	25719	30432	<b>所得税费用</b>	<b>43276</b>	<b>51242</b>	<b>61945</b>	<b>59124</b>
应付款项	137145	142575	148036	153805	少数股东损益	2832	2841	2121	2481
其他流动负债	173475	181520	188940	197635	归属于母公司净利润	115216	189928	205261	219937
<b>流动负债合计</b>	<b>352157</b>	<b>348135</b>	<b>362695</b>	<b>381872</b>	<b>经调整归母净利润</b>	<b>157688</b>	<b>223190</b>	<b>243443</b>	<b>260121</b>
长期借款及应付债券	292920	292920	292920	292920	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他长期负债	58488	58488	58488	58488	<b>净利润</b>	<b>115216</b>	<b>189928</b>	<b>205261</b>	<b>219937</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>351408</b>	<b>351408</b>	<b>351408</b>	<b>351408</b>	资产减值准备	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>703565</b>	<b>699543</b>	<b>714103</b>	<b>733280</b>	折旧摊销	61139	47979	49258	51422
少数股东权益	65090	67931	70052	72533	公允价值变动损失	8801	(50)	9485	6079
股东权益	808591	979526	1164261	1362204	财务费用	(1540)	(1694)	(1863)	(1779)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1577246</b>	<b>1747000</b>	<b>1948416</b>	<b>2168017</b>	营运资本变动	44492	1880	1764	4887
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	其它	(7686)	2841	2121	2481
经调整 EPS	16.63	24.05	26.23	28.03	<b>经营活动现金流</b>	<b>221962</b>	<b>242577</b>	<b>267890</b>	<b>284807</b>
每股红利	2.40	2.05	2.21	2.37	资本开支	(50896)	(78805)	(82745)	(86882)
每股净资产	85.27	105.56	125.46	146.80	其它投资现金流	(74698)	0	(10497)	(11022)
ROIC	41%	59%	58%	58%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(125161)</b>	<b>(78805)</b>	<b>(93242)</b>	<b>(97904)</b>
ROE	14%	19%	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	(20697)	(18993)	(20526)	(21994)
EBITDA Margin	39%	43%	42%	43%	其它融资现金流	(2345)	(17497)	1679	4713
收入增长	10%	9%	8%	6%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(82573)</b>	<b>(36490)</b>	<b>(18847)</b>	<b>(17281)</b>
净利润增长率	-39%	65%	8%	7%	<b>现金净变动</b>	<b>15581</b>	<b>127283</b>	<b>155801</b>	<b>169622</b>
资产负债率	49%	44%	40%	37%	货币资金的期初余额	156739	172320	299603	455404
息率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	货币资金的期末余额	172320	299603	455404	625025
P/E	23.5	16.9	14.9	13.6	企业自由现金流	276363	253161	278857	302301
P/B	4.7	3.8	3.2	2.7	权益自由现金流	256554	237713	282828	309166
EV/EBITDA	19.0	15.7	14.6	13.6					

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