

腾讯控股 (700 HK, 买入, 目标价: HK\$520.00)

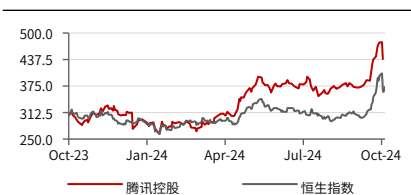
买入	持有	卖出
----	----	----

目标价: HK\$520.00	当前股价: HK\$434.20
股价上行/下行空间	+20%
52 周最高/最低价 (HK\$)	482.40/260.20
市值 (US\$mn)	527,520
当前发行数量(百万股)	9,445
三个月平均日交易额 (US\$mn)	1,106
流通盘占比 (%)	60
主要股东 (%)	
Naspers 集团	25
马化腾	9
刘炽平	1
按 2024 年 10 月 9 日收市数据	
资料来源: FactSet	

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	520.00	485.00	7%
2024E EPS (RMB)	22.57	23.14	-2%
2025E EPS (RMB)	24.70	23.66	4%
2026E EPS (RMB)	27.48	26.38	4%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴证券(香港)对比市场预测 (差幅%)

	2024E	2025E
营收 (RMBmn)	658,948 (+0%)	720,012 (+1%)
EPS (RMB)	22.49 (+0%)	25.12 (-2%)

注: 所示市场预测来源于 Visible Alpha。正差幅 = 华兴证券(香港)预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴证券(香港)预测低于市场预测。

研究团队

季迪英, CFA
香港证监会中央编号: BNC702

张译文, CFA
香港证监会中央编号: BLM908

游戏增长可预见性提升；其余两大业务外部环境平稳

- 受《地下城与勇士手游》、长青游戏和递延收入余额驱动，游戏增长可预见性改善。
- 由于 3Q24 期间整体经营环境保持平稳，我们维持对网络广告以及金融科技和企业服务的收入预测。
- 重申买入评级，上调 SOTP 目标价至 520.00 港元（基于 19 倍 2025 年 P/E）。

此港股通报告之英文版本于 2024 年 10 月 10 日下午 5 时 35 分由华兴证券(香港)发布。中文版由华兴证券的赵冰（证券分析师登记编号: S1680519040001）审核。如果您想进一步讨论本报告所述观点，请与您在华兴证券的销售代表联系。

游戏：我们维持对腾讯网络游戏 2024 年三/四季度收入分别同比增长 13%/9%的预测不变。**本土游戏：**我们预计在长青游戏表现坚挺以及《地下城与勇士手游》玩家付费持续强劲推动下，收入增速将加快至同比增长 12%（对比 2024 年一/二季度增速分别为 -2%/+9%）。我们认为近期发行的《三角洲行动》是对现有射击类游戏组合的强力补充，该款游戏主打逃脱射击、多人战场和即将开启的剧情模式战役。我们预计，在《地下城与勇士手游》、长青游戏表现平稳以及创新高的 2Q24 递延收入推动下，本土网络游戏收入将在未来四个季度保持双位数增长。**国际游戏：**Supercell 的老游戏《荒野乱斗》表现持续坚挺，七月/九月在美国 iOS 流水排行榜上占据第 10/第 8 位（对比五月/六月排名第 8/第 7）。同时考虑《绝地求生手游》的恢复，我们预计这些游戏将驱动国际游戏收入从 2024 年一/二季度的同比 3%/9%增速提升至 2024 年三/四季度同比增长 13%/23%。

网络广告：我们维持 3Q24 网络广告收入同比增长 15%的预测，社交广告收入预计同比增长 16%（保持不变），媒体广告收入同比增 6%（低于之前的 8%）。尽管 3Q24 中国的网络广告支出情绪疲软，但我们继续预测腾讯的广告增速将超过市场水平，因为根据我们的调研，诸如视频号广告这类产品将占据更大市场份额。我们对媒体广告预测下调主要是因为 3Q24 腾讯视频缺少热播剧且宏观环境疲软。2024 年广告总收入同比增长维持 18%不变。

金融科技和企业服务：我们也维持对 3Q24 该板块收入同比增长 3%的预测。其中，我们预计金融科技/企业服务的收入增速分别为同比 1.5%/11%。金融科技业务的收入因为线下整体消费不温不火和通缩环境而承压。我们预期企业服务将维持健康的收入增长和利润率表现。

盈利能力：我们大体维持对 3Q24/2024 年经调整经营利润率预测为 36.9%/ 36.1%，同比分别增长约 350 个/460 个百分点，并维持同期经调整净利率预测为 35.9%/ 34.0%，同比分别增长约 680 个/810 个百分点。我们预测收入结构向着高利润业务的优化以及专注于 ROI 的运营支出方式将有利于腾讯提高净利润。股东回报方面，今年截至 10 月 9 日，腾讯已回购价值约 910 亿港元的股份（4Q23 设定的目标为 2024 年回购超 1,000 亿港元）。

重申“买入”评级并上调 SOTP 目标价至 520.00 港元。我们切换至 2025 年预测值，SOTP 估值见图表 5。**风险提示：**宏观疲软，变现放缓，投资回报低。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (RMBmn)	554,552	609,015	659,868	725,915	779,769
归母净利润 (RMBmn)	115,649	157,688	216,207	236,635	263,226
每股收益 (RMB)	11.84	16.32	22.57	24.70	27.48
市盈率 (x)	25.0	18.7	17.5	16.0	14.4
市销率 (x)	6.7	6.1	5.6	5.1	4.8

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。净利润和 EPS 按非 IFRS 准则。资料来源: Visible Alpha，华兴证券(香港)

焦点图表

图表 1：中国 iOS 流水排名（2023 年 7-9 月对比 2024 年 7-9 月）

	2023 年 7 月	2023 年 8 月	2023 年 9 月
1	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀
2	逆水寒手游	逆水寒手游	逆水寒手游
3	和平精英	和平精英	和平精英
4	崩坏：星穹铁道	崩坏：星穹铁道	原神
5	梦幻西游	晶核	崩坏：星穹铁道
6	英雄联盟手游	英雄联盟手游	冒险岛手游
7	三国志	原神	三国志
8	晶核	金铲铲之战	英雄联盟手游
9	巅峰极速	冒险岛手游	全明星街球派对
10	原神	蛋仔派对	梦幻西游
	2024 年 7 月	2024 年 8 月	2024 年 9 月
1	地下城与勇士手游	王者荣耀	王者荣耀
2	王者荣耀	地下城与勇士手游	地下城与勇士手游
3	和平精英	和平精英	和平精英
4	逆水寒手游	金铲铲之战	无尽冬日
5	绝区零	三国：谋定天下	恋与深空
6	梦幻西游	英雄联盟手游	金铲铲之战
7	英雄联盟手游	永劫无间	向僵尸开炮
8	三国：谋定天下	剑与远征:启程	逆水寒手游
9	无尽冬日	无尽冬日	梦幻西游
10	恋与深空	穿越火线手游	三国：谋定天下

注：红色字体高亮部分为近 12 个月发行的新游戏。粉色阴影部分为腾讯发行的游戏。

资料来源：Sensor Tower，data.ai，华兴证券（香港）汇编

图表 2：腾讯—储备游戏选辑

序号	游戏名称 (中文)	游戏名称 (英文)	游戏类型	开发方式	状态	发行时间
1	地下城与勇士	DnF Mobile	动作角色扮演类游戏	代理	已发行	2Q24
2	塔瑞斯世界	Tariland	大型多人在线角色扮演游戏	自研	已发行	2Q24
3	极品飞车：集结	Need for Speed	赛车游戏	代理	已发行	3Q24
4	三角洲行动	Delta Force: Hawk Ops	第一人称射击类游戏	自研	已获批	3Q24
5	航海王：壮志雄心	One Piece: Ambition	角色扮演类游戏	自研	已获批	2024E
6	星之破晓	Honor of Fight	动作角色扮演类游戏	自研	已获批	2025E
7	世界启元	Shi Jie Qi Yuan	策略类游戏	代理	已获批	2025E
8	美职篮全明星	NBA2K All Star	体育游戏	代理	已获批	2025E
9	三国志异闻录	Sanguozhi Yi Wen Lu	策略类游戏	代理	已获批	2025E
10	全境封锁：曙光	The Division	第一人称射击类游戏	代理	已获批	2025E
11	宝可梦大集结	Pokemon Unite	多人在线战术竞技游戏	自研	已获批	2025E
12	逆战：未来	Ni Zhan: Wei Lai	第一人称射击类游戏	自研	已获批	2025E
13	王者万象棋	HoK Chess	自走棋类游戏	自研	已获批	2025E
14	硅基宇宙	Silicon Universe	冒险游戏	自研	待定	待定
15	爆裂小队	Squad Busters	动作游戏	自研	待定	待定
16	王者荣耀世界	HoK World	角色扮演类游戏	自研	待定	待定
17	大航海时代：海上霸主	The Age of Navigation: Sea Overlord	策略类游戏	代理	待定	待定

资料来源：公司公告，华兴证券（香港）汇编

图表 3：腾讯—手游收入拆分（本土）

腾讯手游净流水（本土）					
百万元人民币	2020	2021	2022	2023	2024E
本土手游收入	114,470	121,438	117,644	120,391	131,850
同比变化%	39.0%	6.1%	(3.1%)	2.3%	9.5%
递延收入变化	15,000	2,000	-8,000	-1,000	8,000
本土手游净流水	129,470	123,438	109,644	119,391	139,850
同比净增	35,103	-6,032	-13,795	9,747	20,459
同比变化%	37.2%	(4.7%)	(11.2%)	8.9%	17.1%
2020年之前发行的老游戏	119,000	103,500	89,000	92,800	89,600
同比净增		-15,500	-14,500	3,800	-3,200
同比变化%		(13.0%)	(14.0%)	4.3%	(3.4%)
王者荣耀	48,000	52,000	50,000	54,000	55,000
同比净增	19,000	4,000	-2,000	4,000	1,000
同比变化%	65.5%	8.3%	(3.8%)	8.0%	1.9%
和平精英	22,000	25,000	22,000	19,000	17,000
同比净增	16,000	3,000	-3,000	-3,000	-2,000
月均流水	266.7%	13.6%	(12.0%)	(13.6%)	(10.5%)
穿越火线手游	5,300	5,500	6,000	5,800	6,000
同比净增	300	200	500	-200	200
同比变化%	6.0%	3.8%	9.1%	(3.3%)	3.4%
火影忍者	3,000	3,000	2,800	3,000	3,200
同比净增	200	0	-200	200	200
同比变化%	7.1%	-	(6.7%)	7.1%	6.7%
其他（包括大型多人在线角色扮演、策略、卡牌等游戏）	40,700	18,000	8,200	11,000	8,400
同比净增		-22,700	-9,800	2,800	-2,600
同比变化%		(55.8%)	(54.4%)	34.1%	(23.6%)
2020年发行的手游	10,500	11,700	8,000	6,900	6,100
新游戏收入占总收入比例%	8%	9%	7%	6%	4%
使命召唤手游中国	700	2,000	2,500	2,600	2,800
发行时间	2020年12月	2020年10月	2020年10月	2020年10月	2020年10月
月均流水	700	167	208	217	233
天涯明月刀	1,800	5,500	3,000	2,300	1,800
发行时间	2020年10月	2020年10月	2020年10月	2020年10月	2020年10月
月均流水	600	458	250	192	150
其他	8,000	4,200	2,500	2,000	1,500
同比净增		-3,800	-1,700	-500	-500
同比变化%		(47.5%)	(40.5%)	(20.0%)	(25.0%)
2021年发行的手游		8,700	10,000	12,000	15,500
新游戏收入占总收入比例%		7%	9%	10%	11%
金铲铲之战		1,200	3,500	5,000	8,500
发行时间		2021年8月	2021年8月	2021年8月	2021年8月
月均流水		300	292	417	708
英雄联盟手游		3,500	4,000	5,000	5,500
发行时间		2021年10月	2021年10月	2021年10月	2021年10月
月均流水		1,167	333	417	458
其他		4,000	2,500	2,000	1,500
同比净增			-1,500	-500	-500
同比变化%			(37.5%)	(20.0%)	(25.0%)
2022年发行的手游			2,500	2,000	1,500
新游戏收入占总收入比例%			2%	2%	1%
其他（包括暗区突围、重返帝国、英雄联盟电竞经理）			2,500	2,000	1,500
同比净增				-500	-500
同比变化%				(20.0%)	(25.0%)
2023年发行的手游				6,000	4,500
新游戏收入占总收入比例%				5%	3%
冒险岛：枫之传说				2,500	2,000
发行时间				2023年8月	2023年8月
月均流水				500	400
其他（黎明觉醒、合金弹头、新天龙八部）				3,500	2,500
同比净增					-1,000
同比变化%					(28.6%)
2024年发行的手游					22,500
新游戏收入占总收入比例%					16%
地下城与勇士手游					20,000
发行时间					2024年5月
月均流水					2,857
其他（星之破晓、极品飞车、海贼王、三角洲行动）					2,500

资料来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

预测修正

我们仅对我们的模型做小幅调整，只对 non-GAAP 应占联营公司盈利（即营业利润以下的科目）预测进行更新。我们大致维持对 3Q24/2024 年净收入总额同比增长 9%/8%、按非国际财务报告准则的营业利润率为 36.9%/ 36.1% 的预测。我们对同期按非国际财务报告准则的摊薄每股收益下调至人民币 5.89 元/22.57 元，同比增长 26%/ 38%。

图表 4：腾讯—预测调整

十亿元人民币，每股收益除外	现值				原值				% 变化			
	3Q24E	2024E	2025E	2026E	3Q24E	2024E	2025E	2026E	3Q24E	2024E	2025E	2026E
收入（按业务板块划分）												
网络游戏	51.8	196.3	213.7	224.4	51.8	196.3	210.5	220.5	0%	0%	2%	2%
同比变化%	13%	9%	9%	5%	13%	9%	7%	5%	0 bps	0 bps	162 bps	26 bps
本土部分	36.7	136.6	145.0	151.5	36.3	136.0	141.1	148.7	1%	0%	3%	2%
同比变化%	12%	8%	6%	5%	11%	7%	4%	5%	122 bps	45 bps	239 bps	-85 bps
国际部分	15.1	59.7	68.7	72.9	15.5	60.3	69.4	71.8	-3%	-1%	-1%	1%
同比变化%	13%	12%	15%	6%	16%	13%	15%	4%	-301 bps	-108 bps	-3 bps	256 bps
社交网络	31.8	122.6	129.6	138.0	32.5	124.1	132.4	140.5	-2%	-1%	-2%	-2%
同比变化%	7%	3%	6%	6%	9%	5%	7%	6%	-236 bps	-129 bps	-99 bps	35 bps
网络广告	29.6	120.2	136.9	149.7	29.6	120.2	136.9	149.7	0%	0%	0%	0%
同比变化%	15%	18%	14%	9%	15%	18%	14%	9%	0 bps	0 bps	0 bps	0 bps
金融科技及企业服务	53.6	212.1	236.9	258.6	53.6	212.1	236.9	258.6	0%	0%	0%	0%
同比变化%	3%	4%	12%	9%	3%	4%	12%	9%	0 bps	0 bps	0 bps	0 bps
其他	1.7	8.6	8.9	9.2	1.7	8.6	8.9	9.2	0%	0%	0%	0%
净收入总额	168.4	659.9	725.9	779.8	169.1	661.4	725.6	778.4	0%	0%	0%	0%
同比变化%	9%	8%	10%	7%	9%	9%	10%	7%				
毛利	90.0	351.3	389.9	431.9	90.4	352.2	389.8	431.1	0%	0%	0%	0%
毛利率	53.5%	53.2%	53.7%	55.4%	53.5%	53.3%	53.7%	55.4%	-1 bps	-1 bps	0 bps	1 bps
同比变化%	18%	20%	11%	11%	18%	20%	11%	11%				
非IFRS营业收入	62.2	238.0	270.9	305.5	62.6	239.2	270.8	305.0	-1%	0%	0%	0%
营业利润率	36.9%	36.1%	37.3%	39.2%	37.0%	36.2%	37.3%	39.2%	-9 bps	-9 bps	0 bps	0 bps
同比变化%	20%	24%	14%	13%	20%	25%	13%	13%				
非IFRS股东净收入	55.6	216.2	236.6	263.2	57.0	221.7	228.9	255.2	-2%	-2%	3%	3%
净利润率	33.0%	32.8%	32.6%	33.8%	33.7%	33.5%	31.5%	32.8%	-70 bps	-75 bps	105 bps	97 bps
同比变化%	24%	37%	9%	11%	38%	41%	2%	11%				
非IFRS摊薄后每股收益（人民币元）	5.89	22.57	24.70	27.48	6.04	23.14	23.66	26.38	-2%	-2%	4%	4%
同比变化%	26%	38%	9%	11%	30%	42%	1%	11%				

资料来源：华兴证券（香港）及华兴证券（美国）预测

估值

我们重申“买入”评级，并将估值基准向前切换至 2025 年，于是我们的 SOTP 目标价从之前的 480.00 港元上调至 520.00 港元。以下为我们对 SOTP 估值的拆分以及小幅调整，见图表 5。

我们对腾讯的 SOTP 估值拆分如下：

- 网络游戏板块为 1.6 万亿港元（不变），对应 18 倍的 2025 年 P/E（不变）。
- 社交增值服务板块（剔除视频、音乐、游戏和阅读）估值为 2,530 亿港元（原值为 2,190 亿港元），对应 15 倍的 2025 年 P/E（不变）。
- 广告板块估值为 1.2 万亿港元（原值为 1.1 万亿港元），基于 18 倍的 2025 年 P/E（不变）。
- 金融科技板块估值为 9,910 亿港元（原值为 8,770 亿港元），基于 5 倍的 2025 年 P/S（不变）。
- 云和其他板块的估值为 2,260 亿港元（原值为 2,060 亿港元），基于 5 倍的 2025 年 P/S（不变）。
- 内容生态（包括腾讯视频、阅文集团（772-HK，买入，目标价：32.00 港元）和腾讯音乐的估值为 1,180 亿港元（原值为 1,060 亿港元），基于各子公司及其可比公司截至 2024 年 10 月 9 日的市值。
- 长期投资（按市场价值或最近一轮融资的隐含价值计算）估值为 9,810 亿港元（原值为 9,720 亿港元），另加 790 亿港元的净现金（原值为 780 亿港元）。
- 10%控股公司折价（不变）。

图表 5: 腾讯—SOTP 估值

分部加总估值	股权 (%)	2024年分部每股 收益 (港元)	估值倍数	目标倍速	分部估值 (十亿港元)	分部估值 (十亿美元)	占比%
核心业务							
网络游戏	100%	HK\$9.57	18x	P/E	HK\$1,628	US\$209	30%
社交增值服务（剔除游戏、音乐、视频及阅读业务）	100%	1.79	15x	P/E	253	33	5%
网络广告（剔除长视频广告）	100%	7.21	18x	P/E	1,226	158	22%
金融科技	100%	2.14	5x	P/S	991	127	18%
云及其他业务	100%	0.09	5x	P/S	226	29	4%
核心业务加总 (a)					4,324	556	79%
内容生态加总 (b)					118	15	2%
长期投资成本及市值加总 (c)					981	126	18%
净现金 (d)					79	10	1%
公司总估值 (a + b + c + d)			20.2x		5,502	708	100%
控股折让 (%)							
稀释流通股数量（百万股）					10%	9,445	
目标价							
现价					HKD	520.00	
隐含上行/下行空间 (%)					HKD	434.20	19.8%

注：腾讯收盘价截至 2024 年 10 月 9 日。美元兑港元汇率：7.81；人民币兑港币汇率：1.07。

资料来源：华兴证券（香港）及华兴证券（美国）预测

图表 6: 可比公司估值对比

除非另有说明，当地货币按百万计

股票代码	公司名称	现价 (当地货币)	市值 (美元)	P/S		销售收入增速		P/E		经调整净利率		PEG	
				2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
700-HK	腾讯控股	434.20	536,735	6.3x	5.7x	8%	10%	18.6x	18.2x	34%	32%	0.4x	8.5x
全球游戏同业													
EA	美国艺电	143.74	39,097	5.1x	4.9x	2%	6%	18.9x	17.5x	27%	28%	2.2x	2.1x
TTWO	Take Two	153.86	26,172	4.7x	3.2x	5%	45%	59.1x	18.4x	8%	18%	14.2x	0.1x
NTES	网易	89.08	57,938	3.8x	3.4x	4%	11%	12.6x	10.9x	30%	31%	-543.5x	0.7x
小组均值				4.5x	3.8x	4%	21%	30.2x	15.6x	22%	26%	-175.7x	1.0x
全球广告同业													
META	Meta Platforms	590.51	1,552,451	9.7x	8.7x	19%	11%	21.8x	20.1x	44%	43%	0.6x	2.4x
GOOGL	谷歌	161.86	2,059,183	5.9x	5.4x	13%	11%	20.7x	18.8x	29%	29%	5.3x	1.9x
小组均值				7.8x	7.0x	16%	11%	21.2x	19.4x	37%	36%	3.0x	2.1x
云服务商同业													
BABA	阿里巴巴	107.89	274,567	1.9x	1.8x	8%	8%	13.0x	12.5x	15%	13%	-2.4x	3.1x
BIDU	百度	104.06	36,902	1.9x	0.2x	0%	6%	8.9x	8.9x	22%	20%	3.6x	-14.6x
小组均值				1.9x	1.8x	4%	7%	10.9x	10.7x	18%	17%	-0.6x	-5.7x

注：收盘价截至 2024 年 10 月 9 日。腾讯、网易、Meta Platforms、谷歌、阿里巴巴、百度为华兴证券（香港）及华兴证券（美国）预测，其余均为 FactSet 一致预期。

资料来源：FactSet，华兴证券（香港）及华兴证券（美国）预测

风险提示

- 宏观环境疲软：**我们对近期宏观环境以及消费者情绪会何等程度改变的可见度较低。广告、金融科技及企业服务的需求可能会因经济放缓而受抑制，从而对腾讯的收入增长产生负面影响。
- 资产变现放缓：**若游戏、视频号及其他新业务的变现速度因为公司自身战略调整或竞争而慢于我们的预期，那么收入增长可能会受不利影响。
- 投资回报低：**若当前对机器学习基础设施及新内容产品的投资未助力腾讯改进产品，则其中长期营业利润率将受到负面影响。此外，股市波动和宏观风险（包括央行加息）可能导致腾讯联营公司的市值缩水，使得腾讯的净利润承压，并对我们给予腾讯的估值产生负面影响。
- 监管风险：**任何对互联网平台提供的游戏、人工智能基础模型和金融服务的进一步监管限制都可能损害公司的整体收入增长，进而对我们的目标价达成构成风险。
- 竞争：**来自现有及新兴社交平台的潜在竞争威胁可能会导致公司广告板块收入增速放缓。此外，面对激烈的视频竞争以及在其他优质内容平台变现速度相对减慢，腾讯视频和其他数字媒体业务的内容成本可能会持续快速增加，这可能会削弱整体利润率表现，并影响到我们的目标价。

附：财务报表

年结: 12月
利润表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
互联网增值服务销售收入	298,375	318,917	343,246	362,355
网络广告销售收入	101,482	120,193	136,865	149,653
其他销售收入	209,158	220,758	245,804	267,761
营业收入	609,015	659,868	725,915	779,769
营业成本	(315,906)	(308,521)	(335,967)	(347,843)
毛利润	293,109	351,347	389,948	431,926
管理及销售费用	(137,736)	(148,070)	(158,249)	(167,650)
其中：研发支出	(64,078)	(69,257)	(74,043)	(77,977)
其中：市场营销支出	(34,211)	(37,240)	(39,925)	(42,887)
其中：管理支出	(39,447)	(41,572)	(44,281)	(46,786)
息税前利润	160,074	208,792	241,699	276,275
息税折旧及摊销前利润	179,700	196,314	213,678	224,381
利息收入	13,808	15,798	15,798	15,798
利息支出	(12,268)	(12,162)	(12,162)	(12,162)
税前利润	167,408	236,332	260,335	294,911
所得税	(43,276)	(54,582)	(60,125)	(68,111)
净利润	121,300	178,780	199,210	225,801
调整后息税前利润	191,886	237,988	270,895	305,471
调整后息税折旧及摊销前利润	235,454	276,645	311,068	348,539
调整后净利润	157,688	216,207	236,635	263,226
基本每股收益 (RMB)	12.19	18.95	21.12	23.93
稀释每股调整收益 (RMB)	16.32	22.57	24.70	27.48

资产负债表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	518,446	791,298	1,114,926	1,473,149
货币资金	172,320	447,949	757,790	1,107,646
应收账款	46,606	62,681	68,955	74,071
存货	456	456	456	456
其他流动资产	299,064	280,212	287,725	290,976
非流动资产	1,058,800	875,288	818,618	748,602
固定资产	53,232	87,235	86,037	80,677
无形资产	177,727	(39,788)	(95,260)	(159,915)
商誉	0	0	0	0
其他	536,589	536,589	536,589	536,589
资产	1,577,246	1,666,586	1,933,545	2,221,752
流动负债	352,157	372,107	391,355	403,075
短期借款	41,537	41,537	41,537	41,537
预收账款	0	0	0	0
应付账款	100,948	129,454	140,122	146,154
长期借款	292,920	292,920	292,920	292,920
非流动负债	40,853	(41,133)	42,663	132,675
负债	703,565	641,530	744,572	846,305
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	813,911	960,546	1,124,462	1,310,937
归属于母公司所有者权益	808,591	959,966	1,123,882	1,310,357
少数股东权益	65,090	65,090	65,090	65,090
负债及所有者权益	1,577,246	1,666,586	1,933,545	2,221,752

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券(香港)和华兴证券(美国)预测

现金流量表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	121,300	178,780	199,210	225,801
折旧摊销	58,968	59,969	65,972	70,866
利息（收入）/支出	(1,540)	(3,636)	(3,636)	(3,636)
其他非现金科目	67,280	27,943	32,666	35,090
其他	(43,279)	78,709	91,865	107,552
营运资本变动	19,233	8,191	5,460	3,354
经营活动产生的现金流量	221,962	349,956	391,536	439,026
资本支出	(21,008)	(42,180)	(46,402)	(49,844)
收购及投资	(32,049)	0	0	0
处置固定资产及投资	4,195	0	0	0
其他	(76,299)	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(125,161)	(42,180)	(46,402)	(49,844)
股利支出	(20,983)	(32,147)	(35,294)	(39,326)
债务筹集（偿还）	9,304	0	0	0
发行（回购）股份	1,070	0	0	0
其他	(71,964)	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	(82,573)	(32,147)	(35,294)	(39,326)
现金及现金等价物净增加额	14,228	275,629	309,841	349,856
自由现金流	242,970	392,136	437,938	488,870

关键假设

	2023A	2024E	2025E	2026E
手游收入（百万人民币）	167,616	184,268	202,695	212,830
PC端游戏收入（百万人民币）	49,013	51,578	54,157	57,948
社交广告收入（百万人民币）	89,995	107,853	124,031	136,434

财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
YoY (%)				
营业收入	9.8	8.4	10.0	7.4
毛利润	22.8	19.9	11.0	10.8
息税折旧及摊销前利润	5.2	9.2	8.8	5.0
调整后息税折旧及摊销前利润	24.6	17.5	12.4	12.0
净利润	(35.6)	47.4	11.4	13.3
调整后净利润	36.4	37.1	9.4	11.2
稀释每股调整收益	(38.3)	55.5	11.4	13.3
调整后稀释每股调整收益	37.9	38.3	9.4	11.2
盈利率 (%)				
毛利率	48.1	53.2	53.7	55.4
息税折旧摊销前利润率	29.5	29.8	29.4	28.8
调整后息税折旧摊销前利润率	38.7	41.9	42.9	44.7
息税前利润率	26.3	31.6	33.3	35.4
调整后息税前利润率	31.5	36.1	37.3	39.2
净利率	19.9	27.1	27.4	29.0
调整后净利率	25.9	32.8	32.6	33.8
净资产收益率	15.0	18.6	17.7	17.2
总资产收益率	7.7	10.7	10.3	10.2
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.5	2.1	2.8	3.7
速动比率	1.5	2.1	2.8	3.7
估值比率 (x)				
市盈率	18.7	17.5	16.0	14.4
市净率	3.6	3.9	3.3	2.8
市销率	6.1	5.6	5.1	4.8
企业价值倍数	10.5	12.3	9.9	7.8
调整后企业价值倍数	10.5	12.3	9.9	7.8

附录

分析师声明

本人季迪英（CFA 持证人）、张译文（CFA 持证人）兹此证明，本报告所表述的任何观点均准确地反映了本人个人对本报告所提及证券或发行人的观点。此外，本人报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均未及不会与本报告中所表述的具体建议或观点直接或间接相关。

重要信息披露

香港分发的法律实体披露

华兴证券（香港）有限公司（“华兴证券（香港）”）获证券及期货事务监察委员会发牌从事证券交易、就证券提供意见及就机构融资提供意见的受规管活动。华兴证券（香港）的地址为香港九龙柯士甸道西 1 号环球贸易广场 81 楼 8107-08 室。本报告在香港由华兴证券（香港）负责分发。

在香港分发：本报告仅为业务涉及以主事人或代理人身份购买、出售或持有证券的专业投资者（定义见《香港证券及期货条例》（香港法例第 571 章））撰写。专业投资者以外的任何人士并非本报告的预期披露对象，亦不应依赖本报告。有关本报告的所有相关事宜及疑问，香港的专业投资者请直接联系华兴证券（香港）。

以下内容由华兴证券（香港）根据《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》（“证监会操守准则”）第 16 段的规定披露，下文以粗体字显示的术语与证监会操守准则第 16 段所定义者具有相同含义。您可登陆 www.sfc.hk 查阅证监会操守准则全文：<https://www.sfc.hk/en/>。

分析师利益冲突

就撰写本报告的分析师而言，其报酬受多种因素影响，包括分析的质量和准确性、内部/客户反馈及公司的整体收入（包括投资银行业务的收入）。本报告的分析师不会从特定投资银行交易的收入中获取报酬。

公司特定监管披露

在未来 3 个月，华兴资本预计因提供投资银行服务而从下列公司收取或有意向从该等公司收取报酬：腾讯控股（700 HK）

华兴资本将其股票评级分为“买入”、“持有”及“卖出”。详情请见下文“股票评级和释义”及“行业评级及释义”。

股票评级和释义：公司评级：“买入”、“持有”和“卖出”评级的时间跨度为刊发初次覆盖评级或后续评级/标的公司发布目标价变动报告起的 12-18 个月。以下为 2019 年 12 月 31 日更新的评级释义：

买入--标的公司股价的预期回报有望在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限内优于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

持有--标的公司的股价预期不会在上述指定期限较标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）出现较大增幅或降幅。

卖出--标公司股价的预期回报可能在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限逊于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

暂未评级--华兴资本由于缺乏足够的基本面支撑或由于法律、监管或政策原因已暂停标的公司股票的评级及目标价（如适用）。过往评级及目标价（如适用）不应再加以依赖。“未评级”不代表推荐意见或评级。

未覆盖--华兴资本尚未就其刊发研究报告的公司。

板块评级和释义：根据情况给予所覆盖板块“增持”、“中性”或“减持”评级，评级期间为报告刊发日期起 12-18 个月。截至 2019 年 1 月 19 日，各类评级的含义如下：

增持--预期板块表现将优于相关市场。**中性**--预期板块表现将持平相关市场。**减持**--预期板块表现将逊于相关市场。

一般披露

本报告仅供机构投资者及认可投资者使用。如您并非本报告的预期接收者，务请即刻通知并将本报告直接交还华兴资本。

除了与华兴资本有关的披露，本报告的内容基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们概不保证本报告所含信息的准确性、完整性或新近度，华兴资本亦没有责任更新本报告所含观点或其它信息。本报告中的信息、观点、估算或预测均截至本报告的发表日期，且可能在未经事先通知的情况下而予以调整。我们会适时地更新我们刊发的研究报告，但各种监管规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，大部分文件将视情况不定期刊发。

我们已与研究范围内相当多的公司建立起投资银行及其他业务关系。

我们的销售人员、交易员及其他专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本报告中的观点截然相反的口头或书面的市场评论或交易策略。我们的资产管理部门和投资业务部门可能会作出与本报告中的建议或表达的观点不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已与包括华兴资本销售人员及交易员在内的我们的客户不时地展开讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的股权证券的市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师已发布的股票目标价预期相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于本报告描述的覆盖范围内股票的回报潜力。

我们及我们的联属机构、高级职员、董事和雇员，不包括本报告中署名的分析师，可能不时地在本报告所提及的证券或衍生工具（如有）中持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的主事人，或买卖上述证券或衍生工具。

第三方演讲嘉宾（包括华兴资本的其它部门人员）在华兴资本组织的会议上所阐述的观点不一定反映研究团队的观点，也并非华兴资本的正式观点。

本报告提及的任何第三方（包括销售人员、交易员及其他专业人员或彼等的家庭成员）可能会在报告提及的产品中持有头寸，与本报告署名分析师的观点不一致。

本报告不构成任何证券或相关金融工具的出售要约或购买要约邀请。本报告中所讨论的证券及相关金融工具可能不具备在所有司法管辖区及/或面向所有类型的投资者分发或出售的资格。本报告仅供参考，不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会出现波动。过往业绩对未来表现不具指导意义，无法保证未来回报，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或这些投资带来的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者应当参阅从华兴资本销售代表处取得的或通过访问 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 获取的当前期权披露文件。

对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网站上并向所有客户同步提供。华兴资本不会将所有研究内容再次分发至客户或第三方整合者，也不会对第三方整合者再次分发我方研究报告的行为负责。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您在华兴资本的销售代表。

未经华兴资本书面同意，不得重印或以任何形式再次分发本报告的任何部分。华兴资本明确禁止通过互联网或以其他方式再次分发本报告，且不对第三方的再次分发行为承担责任。

© 2023.华兴资本.

华兴资本保留所有权利。未经华兴资本事先书面许可，不得出售、翻印或再次分发本报告或本报告的任何部分。

【转发声明】

本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）对应的英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）是由华兴证券（香港）有限公司（以下简称为“华兴证券（香港）”）分析师以英文撰写并在香港发布，本报告是由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”或“华兴证券”）依据《证券基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》的有关要求，将转发许可范围内的英文报告翻译成中文在内地发布。本公司已与华兴证券（香港）就授权转发此类报告之事达成协议，并根据《证券基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》相关要求报送中国证券监督管理委员会派出机构备案。本公司并无义务在转发许可范围内转发华兴证券（香港）发表的全部英文报告。

本公司已告知华兴证券（香港）分析师关于审慎使用陈述性事实信息的相关要求，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证，该等信息并未考虑到本报告接收人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供其参考之用，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅供本公司的特定授权客户使用，本公司对依法授权转发证券研究报告的内容和转发行为仅对本公司授权客户负责。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载本报告的全部或部分，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【审核声明】

本报告发布前已经过本公司证券分析师审核。负责审核的华兴证券分析师就本报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，确认以勤勉的职业态度，独立、客观地进行审核，并未因审核本报告得到直接或间接补偿。

【特别声明】

华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）为华兴证券有限公司的关联方，其持有华兴证券有限公司控股股东华兴金融服务（香港）有限公司 100% 的股权，为华兴证券有限公司的间接控股股东。

注意：本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）中，并未包含本公司转发机制未覆盖个股投资分析意见的相关内容（如适用），以及受华兴证券（香港）有关授权协议约束无法转发的 ESG Scorecard 内容。同时，本报告未包含华兴证券（香港）分析师撰写的原英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）附录中关于在香港以外地区合法发布英文报告所需披露的分析师声明、法律实体情况、特定国家及地区的情况、评级及投资银行服务的分布情况、目标公司过往的评级、股价、目标价等内容，并且本报告与英文报告中由系统自动生成的数据可能存在不一致。此外，由于本报告转发过程中可能存在一定延时，华兴证券（香港）可能已发布关于原英文报告更新版本的研究材料（根据相关法律法规，该等研究材料尚待翻译成中文并定稿）。

关于本次转发的中文报告，您可向华兴证券有限公司咨询以获取更多信息。

公司地址：上海市虹口区东大名路 1089 号北外滩来福士东塔 2301。

联系电话：400-156-8888