

游戏业务稳健，微信平台加速整合释放增长潜力

2024 年 11 月 14 日

事件: 2024 年 11 月 13 日，腾讯控股发布 2024 年三季度报。2024Q3，公司总收入 1672 亿元，同比+8%；高毛利业务占比持续提升，共实现毛利润 888 亿元，同比+16%，毛利率 53%，同比+4pct；Non-IFRS 经营盈利 613 亿元，同比+19%；Non-IFRS 净利润 598 亿元，同比+33%，经调整净利率 35.8%，同比+7pct。

增值服务: 本土长青游戏调整效果显现，海外游戏收入预计加速增长。 2024Q3，公司增值服务收入 827 亿元，同比+9%。1) 本土游戏收入 373 亿元，同比+14%。旗舰游戏:《王者荣耀》《和平精英》流水同比稳健增长。其他长青游戏:《火影忍者手游》《无畏契约》Q3 季均 DAU 均创新高，据顺网科技数据，10 月《无畏契约》在热力榜中已上升至第二名。Q3 新游: 9 月底多端上线的《三角洲行动》继续强化腾讯在 FPS 赛道的领先优势，首周注册用户数突破 2500 万，表现出较高的用户日均使用时长和留存率，具备长青潜力。2) 国际市场游戏收入 145 亿元，同比+9%。《PUBG M》《荒野乱斗》表现亮眼，《VALORANT》于海外主要市场推出主机版本，流水同比增长超 30%。随着海外收入递延周期拉长，我们预计当前强劲的流水增长有望在 2025 年得以确认。3) 公司社交网络收入 309 亿元，同比+4%。其中，音乐订阅收入同比+20%，付费会员增至 1.19 亿，同比+16%；长视频订阅收入同比+4%，付费会员数 1.16 亿，同比+6%。

营销服务: 微信生态日益完善，长期看好视频号变现潜力。 2024Q3，公司营销服务收入 300 亿元，yoy+17%。视频号、小程序、微信搜一搜广告库存需求强劲，游戏、电商行业广告主开支同比增长，冬奥相关品牌广告亦有贡献。微信团队推动平台内电商及交易生态持续改善，8 月底视频号小店全面升级为微信小店，降低商家入驻门槛及保证金，产品信息流在多个微信场景内实现闭环。Q3 小程序交易额超 2 万亿元，同比增长十几个百分点。24Q3 视频号营销服务收入同比增长超 60%，长期来看，视频号有望在广告加载率提升+AI 赋能广告创作及投放效率+微信广告内循环等因素推动下释放变现潜能。

金科及企服: 支付大盘相对稳定，微信支付入淘后续有望形成有利催化。 2024Q3，公司金融科技与企业服务收入 531 亿元，同比+2%。1) 金融科技收入同比持平。支付收入同比下降: 每笔平均交易金额下降，但更为关注的交易笔数健康增长，同比+10%。财富管理收入同比上升: 用户数量和 AUM 同比均有所增加。2) 企业服务收入及毛利润同比增长，得益于云服务收入增加以及电商交易量上升带来的技术服务费增加，腾讯云国际收入实现同比大幅增长。24Q3 公司发布了使用异构混合专家架构 (MoE) 的升级版基础模型腾讯混元 Turbo，其训练和推理效率较上一代模型提升了一倍，推理成本减半。

投资建议: 我们预计 2024/2025/2026 年公司收入为 6586/7123/7702 亿元，Non-IFRS 归母净利润分别为 2230/2403/2583 亿元，基于 2024 年 11 月 14 日收盘价，对应经调整 PE 分别为 16X/14X/13X，维持“推荐”评级。

风险提示: 1) 游戏行业政策收紧; 2) 新游流水未达预期，老游用户流失; 3) 直播带货大盘增速下滑; 4) 广告主投放意愿放缓。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	609,015	658,582	712,322	770,231
增长率(%)	9.8	8.1	8.2	8.1
经调整净利润	157,688	222,971	240,262	258,316
增长率(%)	36	41	8	8
EPS(基于经调整净利润)	17.02	24.06	25.93	27.87
P/E(基于经调整净利润)	22	16	14	13
P/B	4.3	3.6	3.1	2.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 11 月 14 日收盘价, 汇率 1HKD=0.93RMB)

推荐
维持评级
当前价格:
403.40 港元

分析师 易永坚

执业证书: S0100523070002

邮箱: yiyongjian@mszq.com

分析师 徐熠雯

执业证书: S0100523100002

邮箱: xuyiwen@mszq.com

研究助理 周芷西

执业证书: S0100124080014

邮箱: zhouzhixi@mszq.com

相关研究

1. 腾讯控股 (00700.HK) 深度系列 (二): 游戏行业景气度回升, 业绩增长稳定性凸显-2024/11/08

2. 腾讯控股 (00700.HK) 首次覆盖报告: 深度系列 (一): 游戏业务进入复苏通道, 视频号力争增量空间-2024/09/24

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	518,446	661,537	804,722	973,109
现金及现金等价物	172,320	259,882	346,574	457,531
应收账款及票据	46,606	50,399	54,512	58,943
存货	456	446	471	503
其他	299,064	350,809	403,165	456,131
非流动资产合计	1,058,800	1,095,251	1,125,657	1,155,431
固定资产	66,815	70,247	73,413	76,311
商誉及无形资产	198,191	200,218	201,885	203,188
其他	793,794	824,787	850,359	875,932
资产合计	1,577,246	1,756,788	1,930,379	2,128,540
流动负债合计	352,157	365,551	389,166	415,834
短期借贷	41,537	41,537	41,537	41,537
应付账款及票据	115,109	112,590	118,954	127,031
其他	195,511	211,423	228,676	247,266
非流动负债合计	351,408	354,305	347,195	346,239
长期借贷	292,920	298,117	291,007	290,051
其他	58,488	56,188	56,188	56,188
负债合计	703,565	719,856	736,361	762,072
普通股股本	0	0	0	0
储备	808,591	968,869	1,122,865	1,291,946
归属母公司股东权益	808,591	968,869	1,122,865	1,291,946
少数股东权益	65,090	68,064	71,153	74,522
股东权益合计	873,681	1,036,933	1,194,018	1,366,468
负债和股东权益合计	1,577,246	1,756,788	1,930,379	2,128,540

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	221,962	232,365	257,403	278,297
净利润	115,216	190,196	202,892	221,192
少数股东权益	2,832	2,974	3,090	3,368
折旧摊销	59,008	62,541	63,167	63,798
营运资金变动及其他	44,906	-23,346	-11,745	-10,061
投资活动现金流	-125,161	-108,206	-102,592	-101,554
资本支出	-47,407	-68,000	-68,000	-68,000
其他投资	-77,754	-40,206	-34,592	-33,554
筹资活动现金流	-82,573	-35,843	-67,366	-65,032
借款增加	2,652	5,197	-7,110	-957
普通股增加	-42,697	0	0	0
已付股利	-20,983	-29,164	-48,142	-51,356
其他	-21,545	-11,876	-12,114	-12,719
现金净增加额	15,581	87,562	86,691	110,957

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	609,015	658,582	712,322	770,231
其他收入	0	0	0	0
营业成本	315,906	308,994	326,458	348,625
销售费用	34,211	36,862	39,178	42,363
管理费用	103,525	110,821	117,533	126,318
研发费用	64,078	68,921	72,657	78,564
财务费用	-1,923	-3,572	-3,643	-3,826
权益性投资损益	-295	20,933	18,943	16,774
其他损益	4,323	13,581	13,358	16,230
除税前利润	161,324	239,992	265,099	289,755
所得税	43,276	46,823	59,117	65,195
净利润	118,048	193,169	205,982	224,560
少数股东损益	2,832	2,974	3,090	3,368
归属母公司净利润	115,216	190,196	202,892	221,192
EBIT	159,401	236,420	261,455	285,929
EBITDA	218,409	298,962	324,622	349,728
EPS (元)	12.43	20.52	21.89	23.87

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	9.82	8.14	8.16	8.13
归属母公司净利润	-38.79	65.08	6.68	9.02
盈利能力(%)				
毛利率	48.13	53.08	54.17	54.74
净利率	18.92	28.88	28.48	28.72
ROE	14.25	19.63	18.07	17.12
ROIC	9.65	13.82	13.31	13.05
偿债能力				
资产负债率(%)	44.61	40.98	38.15	35.80
净负债比率(%)	18.56	7.69	-1.17	-9.22
流动比率	1.47	1.81	2.07	2.34
速动比率	0.92	1.17	1.36	1.58
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.40	0.39	0.38
应收账款周转率	13.23	13.58	13.58	13.58
应付账款周转率	2.90	2.71	2.82	2.83
每股指标 (元)				
每股收益	12.43	20.52	21.89	23.87
每股经营现金流	23.95	25.07	27.78	30.03
每股净资产	87.25	104.55	121.16	139.41
估值比率				
P/E	30	18	17	16
P/B	4.3	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	16.73	12.22	11.26	10.45

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026