



腾讯 (700.HK): 稳健一如既往, 本土游戏增长强劲, 微信生态持续升级

利润超预期: 公司 3Q24 收入人民币 1672 亿元, 同比增长 8.0%, 基本符合市场预期; 毛利率同比改善 3.6pp 至 53.1%, 但环比略下滑 0.2pp, 短期改善空间或相对有限; 调整后净利润为 598 亿元, 同比增长 33%, 高于市场预期 10%, 主要由于联营合营公司盈利; 调整后净利率 35.8%, 同比和环比分别改善 6.7pp 和 0.2pp。

本土游戏重回双位数增长, 国际游戏延长收入递延周期: 3Q24 本土游戏收入同比增长 14% 至 373 亿元, 重回双位数增长, 旗舰游戏《王者荣耀》及《和平精英》实现健康同比增长。国际游戏收入同比增长 9% 至 145 亿元, 主要因《PUBG MOBILE》以及《荒野乱斗》增长强劲,《VALORANT》推出主机版本, 流水同比增长超 30%。国际游戏流水增速明显超过收入增速, 考虑到部分游戏长留存, 公司延长收入递延周期。本季度, 公司递延收入同比增长 22%, 预示后期游戏仍将保持强劲增长势头。社交网络收入同比增长 4%, 相对稳健。其中, 音乐和长视频付费会员数分别同比增长 16% 和 6%。

微信生态持续升级, 金融企服增长承压: 3Q24 广告收入 300 亿元, 同比增长 17%, 主要受益于视频号、小程序以及搜一搜收入增长驱动。游戏及电商行业广告表现亮眼, 抵消了地产和食品饮料行业的疲软, 奥运会也带动了品牌广告的需求增长。微信生态持续完善: 视频号广告收入同比增长 60%, 广告加载率只有 3%~4%, 仍有很大提升空间; 小程序交易额超两万亿元, 同比增长十几个百分点; 微信小店升级电商策略, 改善交易体验; 微信搜一搜在商业化检索量和点击率均实现同比增长。3Q24 金融科技及企业服务收入 531 亿元, 同比增长 2%, 不及预期, 理财业务收入上升抵消了支付收入的下滑, 但支付交易笔数仍保持健康增长, 我们预计四季度或将持平。分部毛利率同比大幅改善 7pp 至 48%, 主要得益于云业务优化, 环比基本持平。

维持“买入”评级, 上调目标价至 500 港元: 我们略微上调公司 2024E/2025E 调整后净利润 1.5% 和 0.8%, 上调目标价至 500 港元, 对应 2024E/2025E 年 20x/18x P/E。我们看好公司盈利能力改善, 公司持续回购有望成为有力支撑, 维持“买入”评级。

投资风险: 宏观消费不确定性; 竞争激烈。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	554,552	608,940	655,499	708,570	758,304
经营利润	235,706	165,734	211,330	228,832	246,399
调整后净利润	115,649	157,613	212,467	234,620	250,348
调整后目标 PE (x)			20.1	18.2	17.0

E=浦银国际预测, 资料来源: Bloomberg、浦银国际

赵丹

首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2024 年 11 月 14 日

评级

买入

目标价 (港元)	500
潜在升幅/降幅	+24%
目前股价 (港元)	403.8
52 周内股价区间 (港元)	260.2-482.4
总市值 (百万港元)	3,734,746
近 3 月日均成交额 (百万港元)	9,567

市场预期区间



▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注: 截至 2024 年 11 月 13 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
收入	554,552	608,940	655,499	708,570	758,304
收入成本	(315,806)	(315,906)	(306,547)	(325,978)	(350,386)
毛利	238,746	293,034	348,952	382,592	407,917
销售费用	(29,229)	(34,211)	(36,194)	(38,263)	(40,190)
管理费用	(106,696)	(103,525)	(110,790)	(115,497)	(121,329)
其他费用	132,885	10,436	9,362	-	-
经营盈利	235,706	165,734	211,330	228,832	246,399
利息收入	(9,352)	(12,268)	(623)	1,000	1,000
其他收益	(16,129)	7,783	23,366	20,000	20,000
除税前盈利	210,225	161,249	234,073	249,832	267,399
所得税开支	(21,516)	(43,276)	(44,413)	(49,966)	(53,480)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	188,709	117,973	189,659	199,866	213,919
少数股东权益	466	2,832	2,951	3,246	3,571
本公司权益持有人	188,243	115,141	186,708	196,620	210,348
调整后净利润	115,649	157,613	212,467	234,620	250,348

现金流量表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
净利润	188,243	115,216	186,708	196,620	210,348
折旧与摊销	61,216	59,008	63,173	64,679	66,221
营运资金变动	(18,472)	19,233	(13,482)	(4,444)	(1,914)
其他非现金调整	(84,896)	28,505	-	-	-
经营活动现金流	146,091	221,962	236,400	256,855	274,655
资本性支出	(50,474)	(47,150)	(69,491)	(71,147)	(72,843)
投资	(52,861)	(82,752)	-	-	-
其他投资活动	(1,536)	4,741	-	-	-
投资活动现金流	(104,871)	(125,161)	(69,491)	(71,147)	(72,843)
借款	438	2,652	-	-	-
股本	(41,264)	(63,680)	(70,048)	(77,053)	(84,758)
其他融资活动	(19,127)	(21,545)	-	-	-
融资活动现金流	(59,953)	(82,573)	(70,048)	(77,053)	(84,758)
汇兑收益及其他	7,506	1,353	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	(11,227)	15,581	96,861	108,655	117,054
期初的现金及现金等价物	167,966	156,739	172,320	269,181	377,836
期末的现金及现金等价物	156,739	172,320	269,181	377,836	494,890

资产负债表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
固定资产	63,207	66,815	68,408	70,038	71,708
无形资产	184,326	198,191	202,916	207,753	212,705
投资	684,725	722,826	722,826	722,826	722,826
其他非流动资产	79,884	70,968	70,968	70,968	70,968
非流动资产合计	1,012,142	1,058,800	1,065,117	1,071,585	1,078,207
应收账款	120,919	131,904	141,989	153,485	164,258
投资	135,250	209,948	209,948	209,948	209,948
存货	2,333	456	442	471	506
现金及现金等价物	156,739	172,320	269,181	377,836	494,890
其他流动资产	150,748	3,818	3,818	3,818	3,818
流动资产合计	565,989	518,446	625,379	745,558	873,420
资产总额	1,578,131	1,577,246	1,690,496	1,817,143	1,951,627
母公司股东权益	721,391	808,591	925,251	1,044,818	1,170,409
少数股东权益	61,469	65,090	65,090	65,090	65,090
权益总额	782,860	873,681	990,341	1,109,908	1,235,499
长期借款	312,337	292,920	292,920	292,920	292,920
其他非流动负债	48,730	58,488	58,488	58,488	58,488
非流动负债合计	361,067	351,408	351,408	351,408	351,408
应付账款及票据	102,827	115,109	111,699	118,779	127,673
借款	11,580	41,537	41,537	41,537	41,537
其他流动负债	319,797	195,511	195,511	195,511	195,511
流动负债合计	434,204	352,157	348,747	355,827	364,721
负债总额	795,271	703,565	700,155	707,235	716,129
权益及负债总额	1,578,131	1,577,246	1,690,496	1,817,143	1,951,627

主要财务比率

	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
盈利增速					
营业收入增速	-1.0%	9.8%	7.6%	8.1%	7.0%
毛利润增速	-2.9%	22.7%	19.1%	9.6%	6.6%
经营利润增速	-13.2%	-29.7%	27.5%	8.3%	7.7%
净利润增速	-17.2%	-37.5%	60.8%	5.4%	7.0%
调整后净利润增速	-6.6%	36.3%	34.8%	10.4%	6.7%
盈利能力比率					
毛利率	43.1%	48.1%	53.2%	54.0%	53.8%
经营利润率	42.5%	27.2%	32.2%	32.3%	32.5%
净利率	33.9%	18.9%	28.5%	27.7%	27.7%
调整后净利率	20.9%	25.9%	32.4%	33.1%	33.0%
每股指标 (元)					
EPS	19.4	12.0	19.9	21.0	22.5
调整后EPS	11.9	16.4	22.7	25.1	26.7
估值 (倍)					
调整后目标P/E			20.1	18.2	17.0
目标P/S			6.4	5.9	5.5

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

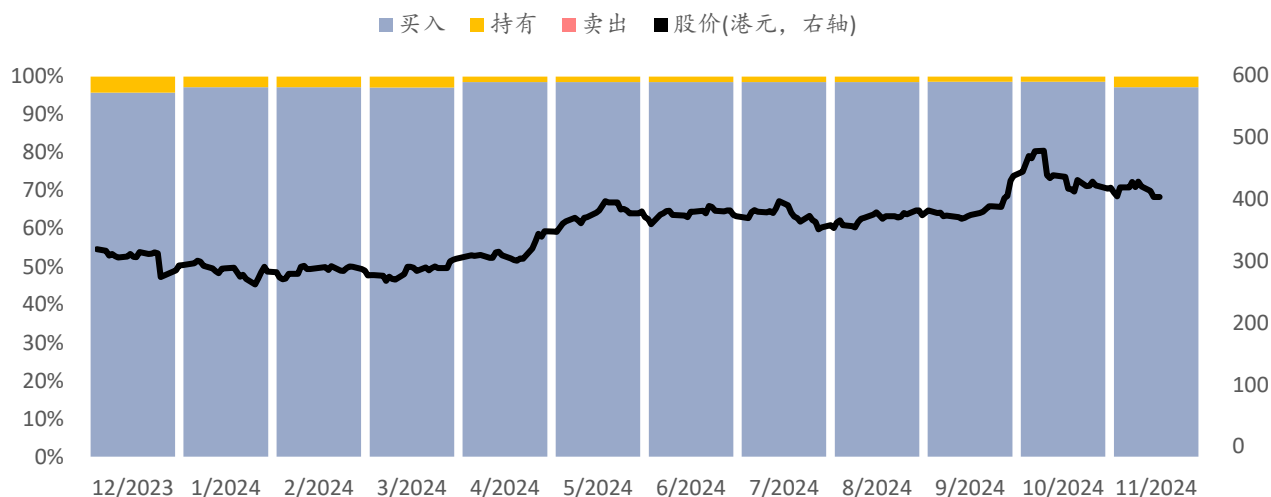
图表 2：浦银国际目标价：腾讯（700.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

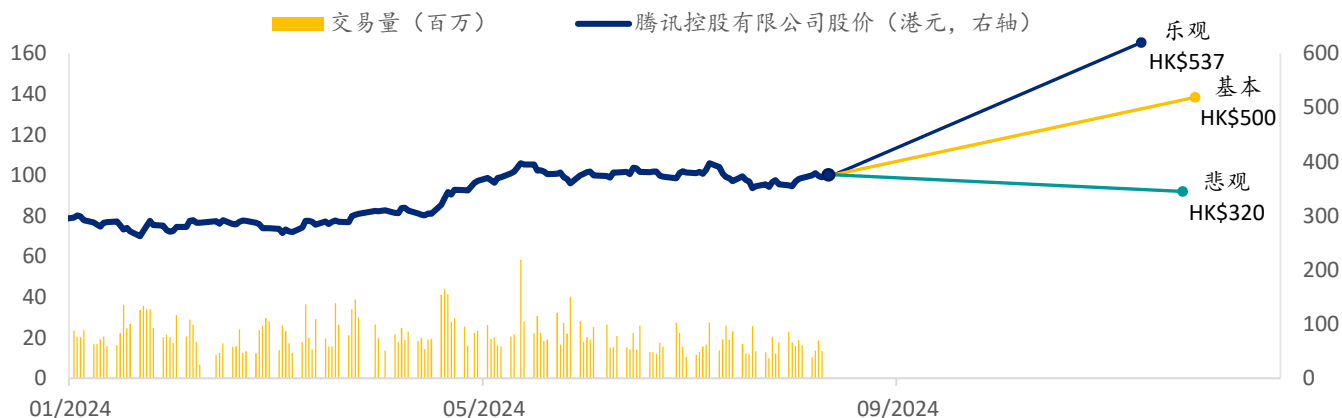
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3: 腾讯市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 腾讯 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入好于预期

目标价: 537 港元

概率: 20%

- 游戏表现优于预期;
- 广告增长优于预期。

悲观情景: 公司收入不及预期

目标价: 320 港元

概率: 20%

- 游戏表现弱于预期;
- 视频号变现弱于预期。

资料来源: 浦银国际预测

图表 5: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	90.55	持有	85.00	16/8/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	92.00	持有	87.00	16/8/2024	电商
9618 HK Equity	京东	141.80	持有	155.00	16/10/2024	电商
JD US Equity	京东	35.69	持有	40.00	16/10/2024	电商
PDD US Equity	拼多多	113.41	买入	145.00	27/8/2024	电商
VIPS US Equity	唯品会	13.94	持有	16.00	16/10/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	19.84	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	6.82	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.46	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	403.80	买入	500.00	14/11/2024	游戏、社交
NTES US Equity	网易	76.28	买入	105.00	23/8/2024	游戏
9999 HK Equity	网易	120.60	买入	163.00	23/8/2024	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	168.80	买入	123.00	23/8/2024	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	21.27	买入	15.80	23/8/2024	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	10.38	买入	15.00	3/9/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	21.45	买入	22.00	3/9/2024	游戏
799 HK Equity	IGG	3.99	买入	4.00	3/9/2024	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.45	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.05	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	10.59	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	175.40	买入	130.00	29/8/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	52.00	买入	53.00	16/9/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	17.52	买入	18.00	21/8/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	1.64	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	29.50	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	13.10	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	8.57	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	2.89	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.11	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	104.96	买入	125.00	13/11/2024	电商、游戏
U US Equity	Unity	19.13	买入	25.00	8/11/2024	软件
MSFT US Equity	Microsoft	425.20	买入	500.00	31/10/2024	软件
APP US Equity	AppLovin	283.96	买入	213.00	7/11/2024	广告

注: 股价截至 2024 年 11 月 13 日收盘, 资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(创梦天地 1119.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

