

腾讯控股(00700)

报告日期: 2024 年 11 月 14 日

业绩展现高韧性，关注微信商业化价值释放

——腾讯控股 24Q3 业绩点评报告

投资要点

□ 公司 24Q3 实现营收 1671.9 亿元，同比增长 8.1%，环比增长 3.8%，低于彭博一致预期 0.4%。实现毛利润 888.3 亿元，同比上升 16.1%，环比上升 3.4%，低于彭博一致预期 0.8%。Non-IFRS 归母净利润 598.1 亿元，同比上升 33.2%，环比增加 4.4%，高于彭博一致预期 10.0%，主要源于有效税率远低于预期。我们测算，公司 24/25/26 年 Non-IFRS 归母净利润为 2220/2518/2799 亿，同比增速 44.7%/13.4%/11.2%，对应当前股价 PE 为 15.7/13.8/12.4 倍，维持“买入”评级。

□ 小程序和视频号拉动微信 MAU 同增 3%

微信的 MAU 达 13.82 亿，同比增长 3.3%，环比增长 0.8%，主要源于小程序和视频号的拉动；QQ 的 MAU 达 5.62 亿，同比增长 0.7%，环比减少 1.6%。

□ 本土游戏新品表现不俗，海外存量有所突破

增值服务业务收入 827.0 亿元，同比提高 9.2%，环比提高 5.0%，与彭博一致预期基本持平。其中：

游戏收入（不含社交）约 518 亿元，同比提高 5%，高于彭博一致预期 0.8%。

24Q3 递延收入为 12.8 亿元，23Q3 减少 44.7 亿元，24Q2 增加 13.0 亿元。

按照运行区域划分：

国内：本土市场游戏收入 373 亿元，同比增长 14%，低于彭博一致预期 3.2%。存量方面，本季度《王者荣耀》及《和平精英》表现稳健，《火影忍者》手游及《无畏契约》季均日活跃账户数创下新高。新品方面，根据 Sensor Tower 数据，《DNF》7/8/9 月在 IOS 和 Google Play 实现流水分别为 1.73/1.22/0.77 亿美金。研发商 Nexon 财报披露，2024Q3 年 Nexon 中国区收入约为 27 亿元，根据业绩会披露，《DNF》下一次重大更新或在春节期间。《三角洲行动》9 月 26 日上线，口碑表现突出，盈利有待释放，根据 Sensor Tower 数据，当月在 IOS 和 Google Play 实现约 400 万下载和 500 万美金流水。

海外：国际市场游戏收入 145 亿元，同比增长 9%，与彭博一致预期基本持平，按固定汇率计算同比增长为 11%，部分游戏产品留存优化致收入增速低于流水增速。《VALORANT》从 PC 端拓展到 PlayStation 和 Xbox，在五个关键国际市场推出了主机版本，推动流水同比增长超 30%。

社交网络收入 309 亿元，同比上升 4%，与彭博一致预期基本持平。Q3 增值服务付费用户数延续增长态势，同比增长 9.1%。除小游戏持续繁荣外，本季度视频付费会员数同比增长 6%至 1.16 亿，音乐付费会员数同比增长 16%至 1.19 亿，在线音乐服务 ARPPU 持续提升，社交娱乐服务 ARPPU 降幅环比缩窄，在线音乐服务收入占比持续提升有效弥补直播收入持续下降。

□ 营销服务收入超预期，微信生态综合价值彰显

网络广告业务收入 299.9 亿元，同比上升 16.6%，环比基本保持稳定，高于彭博一致预期 0.8%。Q3 游戏及电商行业需求旺盛，广告开支同比有所增长，弥补了房地产及餐饮行业的缩减。

我们认为，宏观波动下广告投放更加注重性价比，微信生态具有包含私域在内的多重流量禀赋和视频号增量空间，同时利用 AI 等工具不断提升体验与效率，在行业内处于优势地位，有利于其持续释放商业化能量。24Q3 小程序的交易额超 2 万亿元，微信搜索收入增长了一倍以上，视频号营销服务收入同比增长超

投资评级：买入(维持)

分析师：姚逸云

执业证书号：S1230524080007

yaoyiyun@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$403.40
总市值(百万港元)	3,738,452.91
总股本(百万股)	9,267.36

股票走势图



相关报告

- 《本土游戏收入同比转正，管理重心向内利润加速析出》
2024.08.16
- 《利润大超预期，估值彰显性价比》
2024.05.16
- 《高质量增长抬升净利，《DnF》定档 24Q2》
2024.03.24

60%，目前视频号广告加载率仍保持 3~4%，远低于部分主要竞对同期水平，具备较大的提升空间。

□ 消费不振支付受挫，理财克制中实现增长

金融科技及企业服务业务收入 530.9 亿元，同比增长 2.0%，环比增长 5.3%，低于彭博一致预期 1.8%。低于预期主因是支付业务因消费支出疲软致收入下降超预期，进一步源于单笔消费水平下降超预期，Q3 交易数量仍保持 10%左右的同比增幅。国家统计局披露，7/8/9 月社零同比分别为+2.7%/+2.1%/+3.2%，环比分别为-7.3%/+2.6%/+6.2%。理财业务因用户规模扩大及客户资产保有量增长而增长，但运营总体保持克制。

□ 人力支出价量双升，有效税率远低于预期

公司 Q3 实现毛利润 888.3 亿元，同比上升 16.1%，环比上升 3.4%，低于彭博一致预期 0.8%。毛利率 53.1%，同比上升 3.6pct，环比下降 0.2pct，低于彭博一致预期 0.3pct。

经营费用层面：

1) **营销费用**：占收入比 5.6%，同比增加 0.5pct，环比保持不变，高于彭博一致预期 0.2pct；

2) **一般及行政费用**：占收入比 17.4%，同比增加 0.4pct，环比增加 0.3pct，高于彭博一致预期 0.6pct。截至 Q3 期末，全公司员工人数为 10.9 万人，同比增加 3.3%，环比增加 3.1%，Q3 人均月薪 9.1 万，同比增加 3.0%，环比增加 1.4%。

Q3 所得税开支同比下降 19%，主要由于去年同期预提所得税拨备的高基数影响，有效税率低于一致预期 7.5%。公司 Q3 实现 Non-IFRS 归母净利润 598.1 亿元，同比上升 33.2%，环比增加 4.4%，高于彭博一致预期 10.0%。Non-IFRS 归母净利率 35.8%，同比增长 6.7pct，环比保持不变，高于一致预期 4.7pct。

□ 投资建议

我们认为，公司主业表现稳健，常青树游戏及新品迭代支撑下，4Q24 至 1Q25 有望看到游戏业务收入增长提速，支付和广告在波动中寻求改善。我们看好微信生态长期的、可观的想象空间，和公司把握运营和利润析出节奏的能力。

我们测算，公司 24/25/26 年 Non-IFRS 营收为 6580/7198/7776 亿，同比增速 8.0%/9.4%/8.0%，公司 24/25/26 年 Non-IFRS 归母净利润为 2220/2518/2799 亿，同比增速 44.7%/13.4%/11.2%，对应当前股价 PE 为 15.7/13.8/12.4 倍，维持“买入”评级。公司 2024 年计划回购超过 1000 亿港元，截止 10 月 9 日已回购超过 904 亿港元。

□ 风险提示

宏观经济波动风险，或造成广告和金融业务波动；新游表现不及预期风险；监管政策风险，主要在金融服务领域；AI 技术发展不及预期风险。

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	609,015	657,964	719,776	777,558
(+/-)(%)	9.8%	8.0%	9.4%	8.0%
Non-IFRS 归母净利润	153,370	221,987	251,786	279,851
(+/-)(%)	40.4%	44.7%	13.4%	11.1%
EPS	16.17	23.95	27.17	30.20
P/E	16.88	15.66	13.81	12.42

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	518,446	534,388	592,408	654,472
现金	172,320	177,362	221,585	265,743
应收账款及票据	46,606	50,352	55,082	59,504
存货	456	447	470	498
其他	299,064	306,227	315,271	328,727
非流动资产	1,058,800	1,090,196	1,119,111	1,149,234
固定资产	66,815	62,984	59,685	56,717
无形资产	198,191	187,872	179,085	171,176
其他	793,794	839,341	880,341	921,341
资产总计	1,577,246	1,624,585	1,711,519	1,803,706
流动负债	352,157	393,417	448,868	504,291
短期借款	41,537	71,537	101,537	131,537
应付账款及票据	115,109	112,885	118,702	125,772
其他	195,511	208,995	228,629	246,983
非流动负债	351,408	340,106	330,106	320,106
长期债务	292,920	282,920	272,920	262,920
其他	58,488	57,186	57,186	57,186
负债合计	703,565	733,523	778,974	824,397
普通股股本	0	0	0	0
留存收益和资本公积	808,260	822,808	861,216	904,903
归属母公司股东权益	808,591	823,139	861,547	905,234
少数股东权益	65,090	67,922	70,998	74,074
股东权益合计	873,681	891,061	932,545	979,308
负债和股东权益	1,577,246	1,624,585	1,711,519	1,803,706

现金流量表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	221,962	199,808	240,333	276,055
净利润	115,216	146,760	188,427	223,343
少数股东权益	2,832	2,832	3,076	3,076
折旧摊销	59,008	27,151	25,086	23,877
营运资金变动及其他	44,906	23,065	23,745	25,758
投资活动现金流	(125,161)	(69,491)	(51,803)	(56,803)
资本支出	(47,407)	(13,000)	(13,000)	(13,000)
其他投资	(77,754)	(56,491)	(38,803)	(43,803)
筹资活动现金流	(82,573)	(125,063)	(144,308)	(175,093)
借款增加	2,652	20,000	20,000	20,000
普通股增加	(42,697)	(100,000)	(120,000)	(144,000)
已付股利	(20,983)	(45,063)	(44,308)	(51,093)
其他	(21,545)	0	0	0
现金净增加额	15,581	5,042	44,222	44,159

利润表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	609,015	657,964	719,776	777,558
营业成本	315,906	309,803	325,766	345,169
销售费用	34,211	37,074	37,947	37,810
管理费用	103,525	110,964	118,354	122,131
财务费用	(1,923)	(2,006)	(2,195)	(2,371)
除税前溢利	161,324	192,487	242,100	277,016
所得税	43,276	42,895	50,597	50,597
净利润	118,048	149,592	191,503	226,419
少数股东损益	2,832	2,832	3,076	3,076
归母净利润	115,216	146,760	188,427	223,343
EBIT	159,401	190,481	239,905	274,645
EBITDA	218,409	217,631	264,990	298,522
EPS (元)	16.17	23.95	27.17	30.20

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	9.82%	8.04%	9.39%	8.03%
Non-IFRS 归母净利润	40.39%	44.74%	13.42%	11.15%
获利能力				
毛利率	48.13%	52.91%	54.74%	55.61%
销售净利率	18.92%	22.31%	26.18%	28.72%
ROE	14.25%	17.83%	21.87%	24.67%
ROIC	9.65%	11.89%	14.52%	16.34%
偿债能力				
资产负债率	44.61%	45.15%	45.51%	45.71%
净负债比率	18.56%	19.87%	16.39%	13.14%
流动比率	1.47	1.36	1.32	1.30
速动比率	1.46	1.35	1.31	1.29
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.41	0.43	0.44
应收账款周转率	13.23	13.57	13.65	13.57
应付账款周转率	2.90	2.72	2.81	2.82
每股指标 (元)				
每股收益	16.17	23.95	27.17	30.20
每股经营现金流	21.56	25.93	29.79	0.00
每股净资产	100.63	105.67	101.50	0.00
估值比率				
P/E	16.88	15.66	13.81	12.42
P/B	3.73	3.55	3.70	0.00
EV/EBITDA	16.79	13.70	12.08	0.00

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>