

传媒

2024 年 11 月 15 日

腾讯控股 (00700)

——24Q3：游戏如期提速，AI 赋能广告和云体现

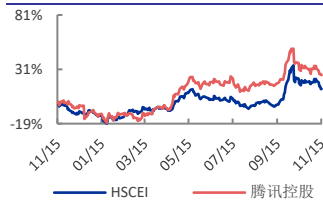
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2024 年 11 月 15 日

收盘价 (港币)	401.00
恒生中国企业指数	6980.06
52 周最高/最低 (港币)	482.40/260.20
H 股市值 (亿港元)	37,162.11
流通 H 股 (百万股)	9,267.36
汇率 (人民币/港币)	1.0811

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
袁伟嘉 A0230519080013
yuanwj@swsresearch.com
夏嘉励 A0230522090001
xiajl@swsresearch.com

联系人

夏嘉励
(8621)23297818x
xiajl@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- 腾讯 24Q3 实现营业收入 1672 亿元，同比增长 8%，基本符合一致预期。调整后经营利润 613 亿元，同比增长 19%。调整后归母净利润 598 亿元，同比增长 33%，超一致预期 10%。分业务看，本土游戏、广告略超预期，FBS 略低于预期。税是调整后净利润超预期的主因。

投资要点：

- **本土游戏略好于预期，24 年递延将成为 25 年坚实保障。**根据公司财报，Q3 海外游戏收入同比增长 9%、本土游戏收入同比增长 14%，如期提速。Q3 国内核心旗舰《王者荣耀》《和平精英》持续增长，《DNFM》《无畏契约》贡献较大增量。我们建议关注递延变化，1) Q3 非流动负债口径递延收入 yoy+93%/qoq+34%，海外《荒野乱斗》《Valorant》等较长递延周期产品贡献相对平滑，但递延储备强劲；2) 根据流动负债口径递延收入 (yoy+20%)，粗略还原 Q3 流水增速 15%，好于游戏行业 (yoy+9%)。展望后续，《DNFM》《荒野乱斗》等厚实的递延储备将成为 25 年游戏增长的基础支撑；9 月上线的《三角洲行动》活跃/留存亮眼，有望成为新晋长青；《航海王壮志雄心》定档 12 月；管线关注《王者荣耀：世界》《星之破晓》《无畏契约手游》《NIKKE：胜利女神》以及全球化 IP 改编的《刺客信条》《彩虹六号》手游等产品。
- **广告略超预期，AI 赋能持续体现。**根据公司财报，Q3 广告收入同比增长 17%，增速环比下移由于基数+宏观影响。视频号仍然是核心增长驱动，小程序、微信搜一搜亦有较好表现。AI 对于广告收入增长的拉动持续体现 (提升内容推荐和广告定向效率)，如大模型赋能搜一搜提高其对复杂检索的理解，加强了搜索精准度。
- **支付受宏观影响，企业服务稳健增长。**根据公司财报、业绩电话会等，Q3 金融科技及企业服务收入同比增长 2%。支付收入同比下滑，但接入淘天后份额提升有望在 Q4 后部分对冲影响；理财业务仍实现同比增长。企业服务中，云业务及商家技术费均在增长。AI 对云业务拉动亦开始体现，当前 AI 算力对腾讯 IaaS 收入贡献已超过 10%。微信电商基建持续完善，视频号小店 8 月底升级为微信小店，打通微信场景，降低商家门槛。
- **Q3 毛利率整体维持高位，实际税率较低，资本开支大幅增长。**根据公司财报，Q3 VAS 毛利率环比均提升，主要由游戏占比提升驱动；广告毛利率环比下降，主要受巴黎奥运会相关内容成本影响；FBS 毛利率高位稳定。Q3 税率 14% (vs 2Q24 17%/3Q23 23%)，或受去年海外子公司预提所得税冲回影响。Q3 资本开支环比增长 96%至 171 亿。AI 积极投入，9 月发布混元 Turbo 较混元 Pro 训练推理效率提升 1 倍，推理成本降低一半；表示将持续投资与 AI 技术、工具和解决方案。
- **腾讯基本面确定性仍相对较高，竞争格局好，游戏、视频号持续拉动增长；长期看 AI、游戏全球化是提估值动能；积极回购，根据 wind，年初至 10 月 9 日已累计回购 906 亿港元，总股本数持续减少，财报后回购将重启。**
- **维持买入评级。**我们上调 24-26 年调整后归母净利润预测为 2247/2451/2803 亿人民币 (原预测为 2158/2416/2732 亿人民币)。切换到 25 年估值，目标市值由 47190 亿人民币上调至 48013 亿人民币，对应目标价 560 港币，基于 40% 的上涨空间，维持买入评级。
- **风险提示：宏观经济复苏不及预期，游戏监管变化。**

财务数据及盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	5,546	6,090	6,579	7,234	7,803
同比增长率 (%)	-1.0	9.8	8.0	10.0	7.9
归母净利润 (亿元)	1,156	1,577	2,247	2,451	2,803
同比增长率 (%)	-6.6	36.4	42.5	9.1	14.4
每股收益 (元/股)	12.14	16.68	24.25	26.44	30.25
净资产收益率 (%)					
市盈率	30	22	15	14	12
市净率	4.4	3.9	3.3	2.8	2.4

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的调整后净利润除以总股本

图 1: 腾讯盈利预测 (亿元)

	2022A	2023A	24Q2A	24Q3A	2024E	2025E	2026E
增值服务	2,876	2,984	788	827	3,195	3,478	3,703
网络游戏	1,709	1,799	485	518	1,965	2,167	2,324
社交网络	1,167	1,182	303	309	1,219	1,311	1,378
网络广告	827	1,015	299	300	1,199	1,382	1,528
金融科技及企业服务	1,771	2,038	504	531	2,109	2,299	2,497
其他	72	54	20	14	75	75	75
营业收入	5,546	6,090	1,611	1,672	6,579	7,234	7,803

	2022A	2023A	24Q2A	24Q3A	2024E	2025E	2026E
增值服务	-1%	4%	6%	9%	7%	9%	6%
网络游戏	-2%	5%	9%	13%	10%	10%	7%
社交网络	0%	1%	2%	4%	3%	8%	5%
网络广告	-7%	23%	19%	17%	18%	15%	11%
金融科技及企业服务	3%	15%	4%	2%	4%	9%	9%
其他	-6%	-25%	46%	28%	39%	0%	0%
营业收入	-1%	10%	8%	8%	8%	10%	8%

	2022A	2023A	24Q2A	24Q3A	2024E	2025E	2026E
毛利润-IFRS (亿元)	2,387	2,931	859	888	3,478	3,905	4,329
YoY	-3%	23%	21%	16%	19%	12%	11%
毛利率-IFRS	43%	48%	53%	53%	53%	54%	55%
营业利润-IFRS (亿元)	1,108	1,601	507	533	2,079	2,408	2,740
YoY		44%	138%	238%	30%	16%	14%
营业利润率-IFRS	20%	26%	31%	32%	32%	33%	35%
归母净利润-IFRS (亿元)	1,882	1,152	476	532	1,870	2,001	2,331
YoY	-16%	-39%	82%	47%	62%	7%	16%
归母净利润率-IFRS	34%	19%	30%	32%	28%	28%	30%
归母净利润-Non-IFRS (亿元)	1,156	1,577	573	598	2,247	2,451	2,803
YoY	-7%	36%	53%	33%	43%	9%	14%
归母净利润率-Non-IFRS	21%	26%	36%	36%	34%	34%	36%

资料来源: 腾讯控股财报, 申万宏源研究

表 1: 腾讯 SOTP 估值 (目标市值对应 25 年 PE20x)

	收入 25E (亿人民币)	利润 25E (亿人民币)	估值方式	对应市值 (亿人民币)	对应股价(港元)
端游	502	230	15x PE	3,452	40
手游	2,332	744	30x PE	22,308	260
非游戏增值业务	361	80	15x PE	1,197	14
广告业务+微信电商	1,293	509	18x PE	9,162	107
云业务	446		4x PS	1,785	21
金融业务	1,758		3x PS	5,275	62
投资				4,835	56
合计				48,013	560

资料来源: 腾讯控股财报, 申万宏源研究

注: 使用汇率 Rmb= HK\$.

合并利润表

亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	5,546	6,090	6,579	7,234	7,803
营业成本	-3,158	-3,159	-3,101	-3,329	-3,474
毛利润	2,387	2,931	3,478	3,905	4,329
销售及市场推广开支	-292	-342	-356	-376	-390
一般及行政开支	-1,067	-1,035	-1,116	-1,194	-1,272
其他收益	80	47	73	73	73
经营利润	1,108	1,601	2,079	2,408	2,740
利息收入	86	138	162	178	192
财务成本	-94	-123	-128	-95	-86
投资收益、分占联营公司及合营公司盈利等	1,002	-3	235	239	312
税前利润	2,102	1,613	2,348	2,730	3,158
所得税	-215	-433	-449	-698	-791
调整项	-726	425	377	449	472
期内盈利 (Non-IFRS)	1,161	1,605	2,276	2,481	2,839
少数股东权益	5	28	29	31	36
归母盈利 (Non-IFRS)	1,156	1,577	2,247	2,451	2,803

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。