

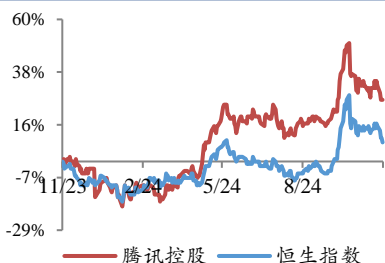
游戏业务增长强劲，AI 多场景赋能生态

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-11-17

收盘价（港元）	405.20
近 12 个月最高/最低（港元）	482.4/256.8
总股本（百万股）	9,267
流通股本（百万股）	9,267
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	37,385
流通市值（亿港元）	37,385

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1. 腾讯 2Q24：视频号总用户使用时长同比大幅增加 2024-08-28
2. 腾讯 1Q24 点评：利润大幅超预期，视频号等持续增利 2024-05-14
3. 23Q3 点评：社交商业化提速，期待《元梦之星》 2023-11-20

主要观点：

● Q3 业绩：

Q3 营收 1671.9 亿元 (yoy+8.1%，qoq+3.8%)，略低于一致预期 1679.3 亿 (miss 0.4%)；实现毛利 888.3 亿元 (yoy+16.1%，qoq+3.4%)，略低于一致预期 895.8 亿 (miss 0.8%)；实现净利润 532.3 亿元 (yoy+47.1%，qoq+11.8%)，超一致预期的 453.3 亿 (beat 17.4%)。

毛利方面，VAS 业务毛利率 57.5%，超彭博一致预期的 56.7%，主要由于游戏流水增长；营销业务毛利率 53%，低于彭博一致预期的 56%；金融科技业务毛利率 48%，低于彭博一致预期的 47%。

● 增值服务：国内长线游戏稳定增长，海外游戏提供增量

国内游戏部分收入 373 亿元 (yoy+14%)，主要受益于《无畏契约》、《王者荣耀》、《和平精英》及《DNFM》流水增长驱动；国际游戏收入 145 亿元 (yoy+9%)，低于一致预期 150 亿元，主要由于部分游戏的留存率提高，相应延长了收入递延周期，流水方面《VALORANT》从客户端扩展至主机推动流水同比增长 30%。整体看游戏业务稳健增长。

● 营销业务：多场景+强需求+AI 赋能，三方拉动业务增长

营销业务收入 300 亿 (yoy+16.6%)，超一致预期的 297.6 亿。视频号、小程序及搜一搜的广告需求依然强劲，同时 AI 拉动广告业务效能，一定程度增加投放精准度及缩短上线周期。小程序 Q3 交易额超 2 万亿元，同比增长超 10%。

● 金融科技：宏观环境影响下业务维稳

金融科技业务收入 531 亿元 (yoy+2%)，略低于一致预期 540.6 亿元。理财用户规模扩大及客户资产保有量增长推动理财服务收入增长；云服务收入及商家技术服务费增长移动企业服务业务收入同比上升。

● AI 部署提升后续想象空间

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，相较于上一代混元 Pro，训练和推理效率提升了一倍，且推理成本减半。

● 投资建议

我们预计公司 24/25/26 净利润(Non-IFRS)为 2208.04/ 2389.12/ 2602.74 亿元。前次预测值为 2115.77/ 2373.04/ 2614.35 亿元。公司游戏与广告具备长期竞争优势，维持“买入”评级

● 风险提示

AIGC 技术变革颠覆现有竞争格局；政策监管不确定性；游戏研发延期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	609,015	657,813	717,446	782,954
收入同比 (%)	9.82%	8.01%	9.07%	9.13%
净利润(Non-IFRS)	157,688	220,804	238,912	260,274
净利润同比 (%)	36.35%	40.03%	8.20%	8.94%
ROE (%)	18.05%	21.42%	19.82%	18.58%
每股收益 (元)	16.4	23.5	25.6	28.1
市盈率 (P/E)	16.0	15.7	14.5	13.3

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		百万元			
	2023A	2024E	2025E	2026E	
现金及等价物	172,320	259,833	353,978	462,624	
应收账款	46,606	50,340	54,904	59,917	
存货	456	445	479	517	
其他流动资产	299,064	302,055	305,075	308,126	
流动资产总计	518,446	612,673	714,435	831,184	
固定资产	53,232	49,431	47,171	41,711	
其他资产	1,005,568	1,086,452	1,176,805	1,276,459	
资产总计	1,577,246	1,748,556	1,938,412	2,149,354	
应付账款	177,543	191,769	209,153	228,250	
其他	174,614	176,360	178,124	179,905	
流动负债	352,157	368,129	387,277	408,155	
长期债务	155,819	153,994	150,192	144,802	
应付票据	137,101	137,101	137,101	137,101	
其他负债	58,488	58,488	58,488	58,488	
负债总计	703,565	717,711	733,058	748,547	
权益总计	873,681	1,030,845	1,205,354	1,400,807	
负债及权益总计	1,577,246	1,748,556	1,938,412	2,149,354	

现金流量表		百万元			
	2023A	2024E	2025E	2026E	
净利润	118,048	190,050	206,130	228,274	
折旧	26,305	26,910	27,448	32,663	
摊销	32,703	33,684	34,526	35,217	
营运资本变化及	79,635	9,257	11,531	12,776	
经营活动现金流	256,691	259,902	279,635	308,930	
CAPEX	-21,008	-23,109	-25,189	-27,204	
其他	-104,153	-114,568	-124,879	-134,870	
投资活动现金流	-125,161	-137,677	-150,068	-162,073	
长期借款	33,641	32,632	31,000	29,760	
长期借款偿还	-34,116	-34,457	-34,802	-35,150	
股息	-20,983	-21,822	-22,695	-23,603	
其他	-61,115	-11,064	-8,926	-9,218	
融资活动现金流	-82,573	-34,712	-35,422	-38,211	

利润表		百万元			
	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	609,015	657,813	717,446	782,954	
营业成本	315,906	308,609	331,615	358,351	
毛利润	293,109	349,204	385,831	424,602	
营业费用 & 其他	-133,035	-140,732	-144,190	-156,409	
营业利润(IFRS)	160,074	208,471	241,641	268,193	
税/利息等	-42,026	-18,421	-35,511	-39,919	
税后净利润	118,048	190,050	206,130	228,274	
少数股东权益	-2,832	-2,888	-3,018	-2,200	
归母净利润(IFRS)	115,216	187,162	203,112	226,074	
调整项(SBC...)	42,472	33,642	35,800	34,200	
经调整净利润(Non-IFRS)	157,688	220,804	238,912	260,274	
股本	9,610	9,414	9,320	9,272	
EPS (摊薄)	12.0	19.9	21.8	24.4	
经调整 EPS (摊薄)	16.4	23.5	25.6	28.1	

财务指标		百万元			
	2023A	2024E	2025E	2026E	
收入增长	9.8%	8.0%	9.1%	9.1%	
EBITDA增长	27.3%	22.8%	12.8%	10.7%	
净利润增长	36.4%	40.0%	8.2%	8.9%	
EPS增长	37.6%	42.9%	9.3%	9.5%	
毛利率	48.1%	53.1%	53.8%	54.2%	
营业利润率	26.3%	31.7%	33.7%	34.3%	
净利率	25.9%	33.6%	33.3%	33.2%	
ROE	18.0%	21.4%	19.8%	18.6%	
P/E	16.0	15.7	14.5	13.3	
P/B	2.9	3.4	2.9	2.5	
EV/EBITDA	11.5	12.5	10.8	9.4	
EV/营收	4.1	5.1	4.6	4.0	
库存天数	0.5	0.5	0.5	0.5	
应收账款天数	27.5	27.5	27.5	27.5	
应付账款天数	104.9	104.9	104.9	104.9	
资产/负债比率	2.24	2.44	2.64	2.87	
流动比率	1.47	1.66	1.84	2.04	
速动比率	0.62	0.84	1.06	1.28	
净现金	16,501	105,839	203,786	317,821	
市值	2,528,786	3,470,000	3,470,000	3,470,000	
企业价值(EV)	2,512,285	3,364,161	3,266,214	3,152,179	

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。