

腾讯控股 (00700.HK)

2024Q3 业绩点评：利润大超预期，金融支付
毛利率提升 6.85pct

买入（维持）

2024 年 11 月 19 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书：S0600521070001

zhangjiaqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业总收入（百万元）	554552	609015	658160	716550	782730
同比(%)	(1.21)	9.82	8.07	8.87	9.24
归母净利润（百万元）	188243	115216	163001	185874	210225
同比(%)	(16.27)	(38.79)	41.47	14.03	13.10
Non-IFRS 净利润（百万 元）	115,649.04	157,688.05	217,396.06	240,603.07	265,288.08
同比(%)	(38.39)	36.35	37.86	10.67	10.26
EPS-最新摊薄（元/股）	20.31	12.43	17.59	20.06	22.69
P/E（现价最新摊薄）	18.36	30.00	21.20	18.59	16.44
PE（Non-IFRS）	29.88	21.92	15.90	14.36	13.03

关键词：#业绩超预期

投资要点

- **营收保持增长，利润大超预期：**3Q24 公司实现营业收入 1672 亿元（yoy+12.1%），低于彭博一致预期为 1679 亿元；非公认会计准则下的归母净利润 598.13 亿元（yoy+33.2%），高于彭博一致预期的 544 亿元。
- **国内游戏增速高于预期，国际游戏继续复苏：**网络游戏收入 518 亿元，同比增长 12.6%，高于彭博一致预期 514 亿元。国内游戏收入为 373 亿元（yoy+14.1%，qoq+7.8%），高于彭博一致预期为 370 亿元。国际游戏收入 145 亿元（yoy+9%，qoq+4%），低于彭博一致预期为 150 亿元。国际游戏增长主要受《PUBG MOBILE》及《荒野乱斗》在内的游戏表现强劲所驱动，《VALORANT》流水同比增长 30%。
- **广告收入毛利同比提升，AI 能力加速商业化进程：**广告营收 300 亿元（yoy+17%），高于彭博一致预期为 298 亿元。毛利率 52.99%，同比上升 0.71pct，环比下降 2.65pct。收入增长主要来自于广告主对视频号、小程序及微信搜一搜广告库存的强劲需求，以及巴黎奥运会相关品牌广告的较大幅度贡献。本季度公司发布了使用异构混合架构(MoE)的升级版基础模型腾讯混元 Turbo，相较于上一代模型腾讯混元 Pro，其训练和推理效率提升了一倍，且推理成本减半。微信搜一搜利用大语言模型的能力，加强了对复杂检索及内容的理解，提升了搜索结果的相关性，其商业化检索量与点击率均实现了同比增长。
- **金融科技业务持续增长，理财及云服务稳步提升：**金融科技及企业服务营收 531 亿元（yoy+2%），低于一致预期 541 亿元。毛利率 47.79%，同比上升 6.85pct。其中理财服务收入因用户规模扩大及客户资产保有量增长而同比增长，而支付服务收入因消费支出疲软而有所下降。企业服务业务收入同比上升，来自于云服务收入及商家技术服务费增长。
- **盈利预测与投资评级：**公司毛利率提升超预期，我们将此前 2024-2026 年经调整净利润由 2050/2381/2692 亿元提高为 2174/2406/2653 亿元，对应 2024-2026 年 PE（Non-IFRS）为 16/14/13 倍（港币/人民币=0.93，2024 年 11 月 15 日）。公司仍具有坚实的业务壁垒，生态强大，视频号、小程序和金融科技等业务收入整体维持增长，所以我们维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**政策监管风险；运营数据低于预期；变现节奏低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	401.00
一年最低/最高价	260.20/482.40
市净率(倍)	4.11
港股流通市值(百万港元)	3,716,211.24

基础数据

每股净资产(元)	97.68
资产负债率(%)	43.10
总股本(百万股)	9,267.36
流通股本(百万股)	9,267.36

相关研究

《腾讯控股(00700.HK): 2024Q2 业绩点评：利润大超预期，业务毛利率均大幅提升》

2024-08-20

《腾讯控股(00700.HK): 2024Q1 业绩点评：业绩大超预期，毛利率持续提升》

2024-05-18

内容目录

- 1. 营收保持增长，利润大超预期4
 - 1.1. 国内游戏增速高于预期，国际游戏继续复苏4
 - 1.2. 社交网络收入环比提升，视频号总用户市场显著增长5
 - 1.3. 广告收入毛利双升，AI 能力加速商业化进程6
 - 1.4. 金融科技业务持续增长，理财及云服务等稳步提升7
- 2. 2024Q3 运营数据有所增长7
- 3. 金融服科技务及增值服务业务主要拉动整体毛利率提升8
- 4. 费用率同比略有上升8
- 5. 盈利预测与评级9
- 6. 风险提示9

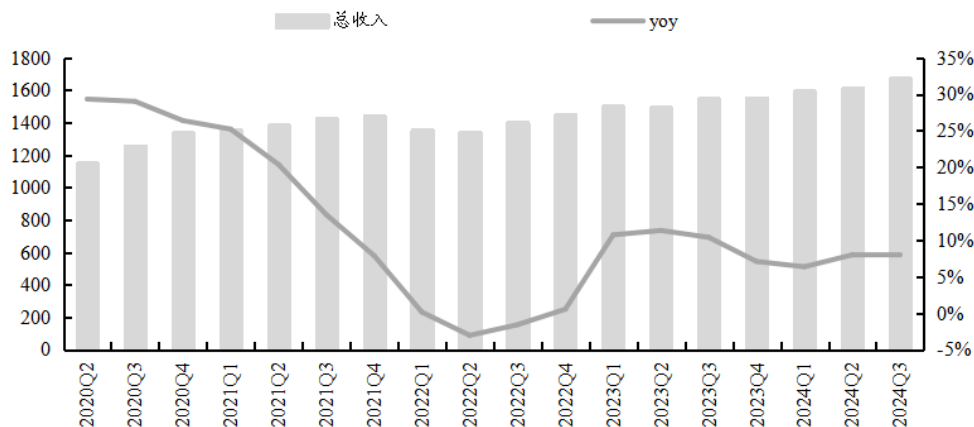
图表目录

图 1: 公司营业总收入变化 (亿元, 下同)	4
图 2: 公司 Non-IFRS 归母净利润变化 (亿元)	4
图 3: 公司本土游戏及国际游戏收入变化 (亿元)	5
图 4: 公司社交网络收入变化 (亿元)	6
图 5: 公司广告收入变化 (亿元)	6
图 6: 金融科技及企业服务收入变化情况 (亿元)	7
图 7: 用户数据 (单位: 百万)	7
图 8: 公司整体及分业务毛利率 (%)	8
图 9: 公司销售费用率及管理费用率 (%)	9

1. 营收保持增长，利润大超预期

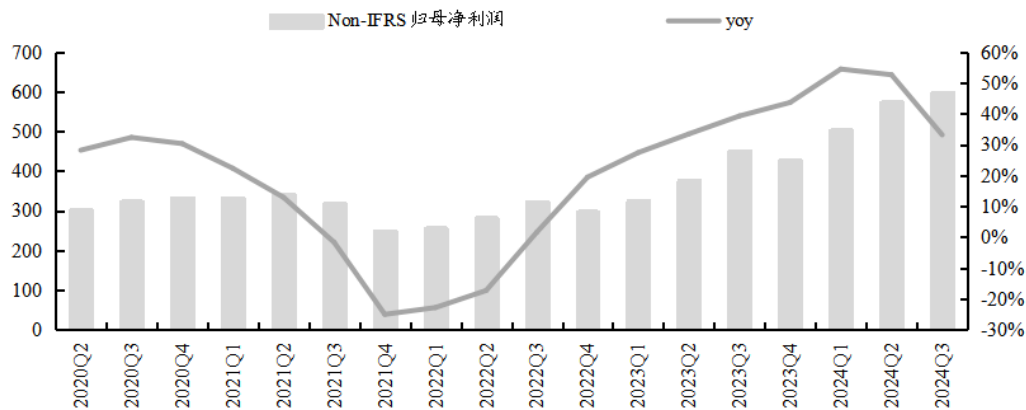
3Q24 公司实现营业收入 1672 亿元 (yoy+12.1%)，低于彭博一致预期为 1679 亿元；非公认会计准则下的归母净利润 598.13 亿元 (yoy+33.2%)，高于彭博一致预期的 544 亿元。

图1：公司营业总收入变化（亿元，下同）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：公司 Non-IFRS 归母净利润变化（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1. 国内游戏增速高于预期，国际游戏继续复苏

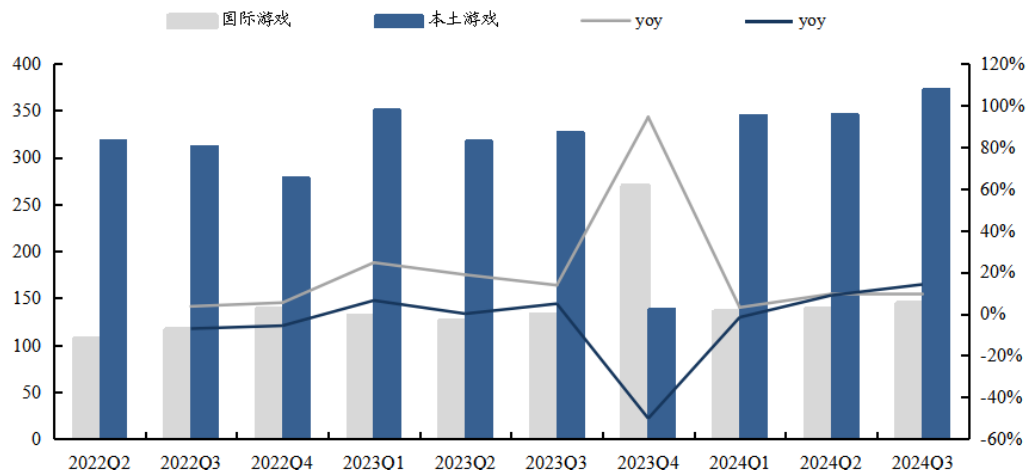
网络游戏收入 518 亿元，同比增长 12.6%，高于彭博一致预期 514 亿元。

本土市场游戏：游戏收入为 373 亿元 (yoy+14.1%，qoq+7.8%)，高于彭博一致预期为 370 亿元。主要由于《无畏契约》、《王者荣耀》、《和平精英》及《地下城与勇

士：起源》在内的游戏驱动，其中《王者荣耀》及《和平精英》流水实现了同比增长，《火影忍者》手游及《无畏契约》的季均日活跃账户数创下新高。此外新游《三角洲行动》，该游戏实现了较高的用户日均使用时长和留存率。

国际市场游戏：游戏收入 145 亿元（yoy+9%，qoq+4%），低于彭博一致预期为 150 亿元。国际游戏增长主要受《PUBG MOBILE》及《荒野乱斗》在内的游戏表现强劲所驱动，《VALORANT》流水同比增长 30%。

图3：公司本土游戏及国际游戏收入变化（亿元）



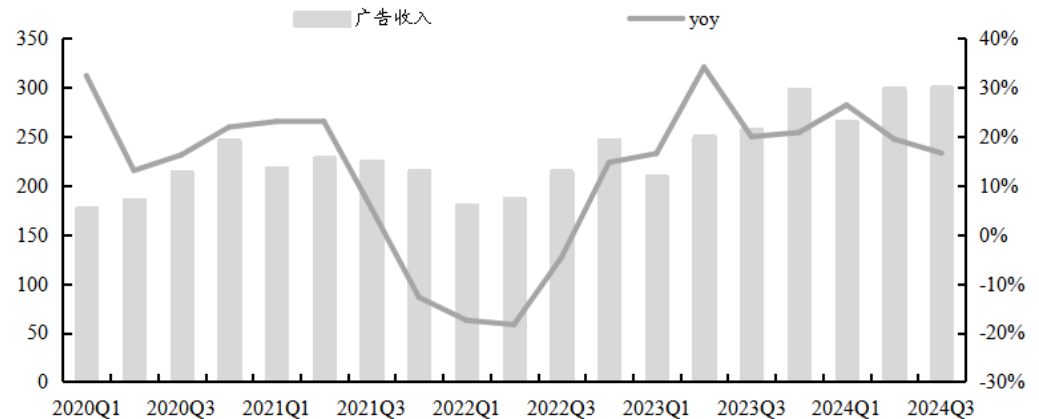
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 社交网络收入环比提升，视频号总用户市场显著增长

3Q24 社交网络收入 309 亿元（yoy+4%，qoq+2%），符合彭博一致预期 309 亿元，反映了手游虚拟道具销售、音乐付费会员收入及小游戏平台服务费的增长，部分被音乐直播及游戏直播服务收入下降所抵销。

此外，长视频服务会员数为 1.16 亿，同比增长 6%；音乐付费会员数为 1.19 亿，同比增长 16%。视频号总用户使用时长同比显著增长。小程序交易额超人民币 2 万亿元，同比增长十几个百分点。QQ 的移动终端月活账户同比增长回正。

图4: 公司社交网络收入变化 (亿元)

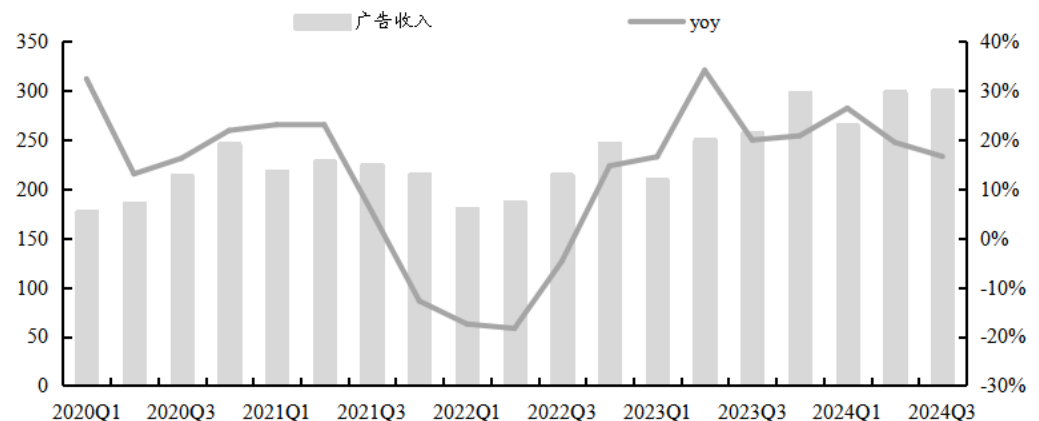


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 广告收入毛利双升, AI 能力加速商业化进程

3Q24 广告营收 300 亿元 (yoy+17%, qoq+0.4%), 高于彭博一致预期为 298 亿元。收入增长主要来自于广告主对视频号、小程序及微信搜一搜广告库存的强劲需求, 以及巴黎奥运会相关品牌广告的较大幅度贡献。AI 技术影响积极。微信搜一搜利用大语言模型的能力, 加强了其对复杂检索及内容的理解, 提升了搜索结果的相关性, 其商业化检索量与点击率均实现了同比增长。

图5: 公司广告收入变化 (亿元)

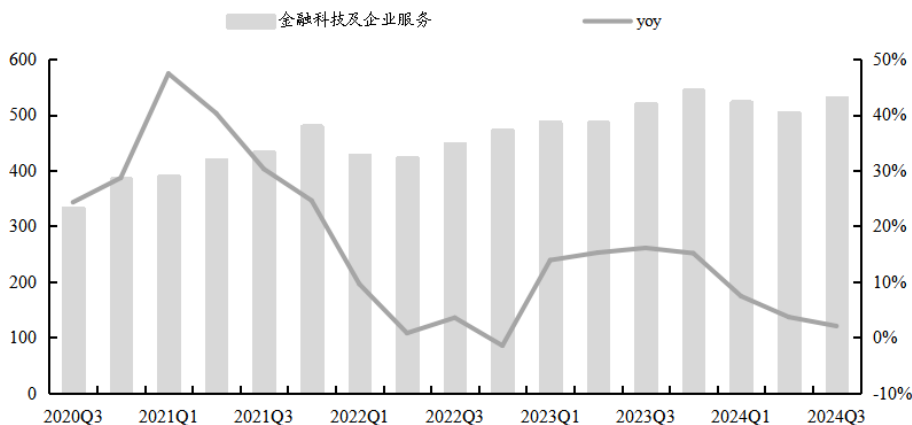


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.4. 金融科技业务持续增长，理财及云服务稳步提升

3Q24 金融科技及企业服务收入 531 亿元（yoy+2%，qoq+5.3%），低于彭博一致预期为 541 亿元。其中理财服务收入因用户规模扩大及客户资产保有量增长而同比增长，而支付服务收入因消费支出疲软而有所下降。企业服务业务收入同比上升，来自于云服务收入及商家技术服务费增长。

图6：金融科技及企业服务收入变化情况（亿元）

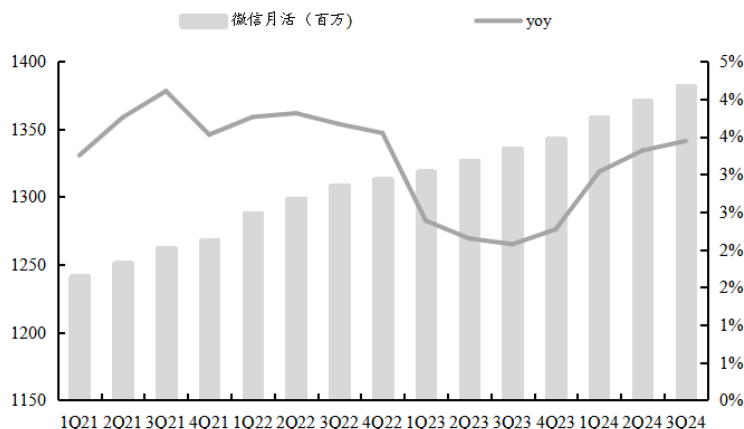


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

2. 2024Q3 运营数据有所增长

微信（包括海外版 WeChat）合并 MAU 进一步增长，达 13.82 亿（yoy+3%），高于彭博一致预期为 13.73 亿；QQ 移动终端 MAU 5.71 亿（yoy+1%），低于彭博一致预期为 5.74 亿。收费增值服务注册账户数为 2.65 亿（yoy+9%），高于彭博一致预期为 2.64 亿。

图7：用户数据（单位：百万）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 金融科技业务及增值服务业务主要拉动整体毛利率提升

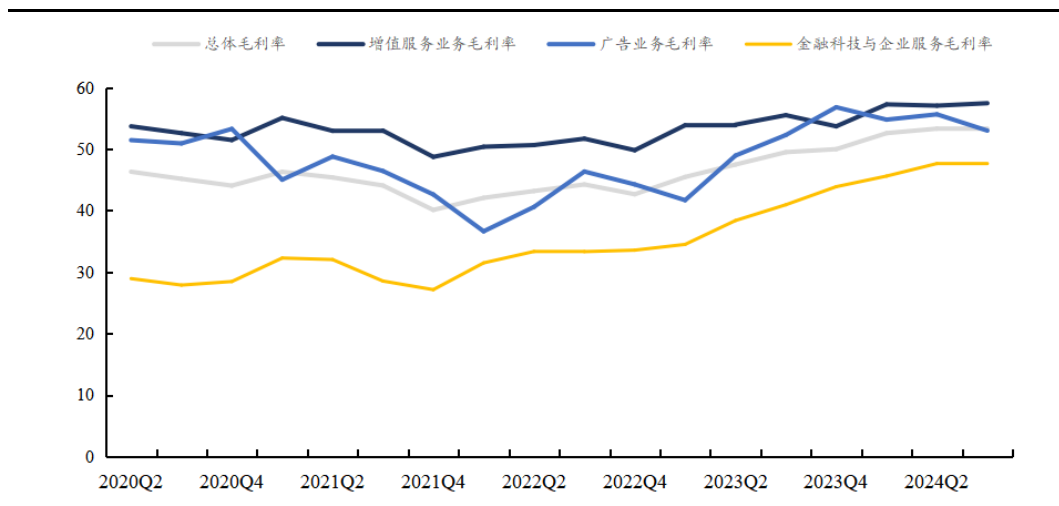
3Q24 总体毛利率为 53.36% (YoY+3.87pct, qoq+0.05pct)，毛利率正增长主要由于本土市场游戏、视频号及微信搜一搜高毛利率收入来源的增长，云服务盈利能力提升亦对整体毛利增长有所贡献，毛利率由去年同期的 49% 提升至 53%。

3Q24 增值服务毛利率为 57.45% (YoY+1.94pct, qoq+0.4pct)，同比提升由于本土市场游戏及国际市场游戏收入增长。

3Q24 广告业务毛利率为 52.99% (YoY+0.71pct, qoq-2.65pct)。同比提升主要得益于视频号、小程序及微信搜一搜的收入增长，部分被巴黎奥运会相关的内容成本抵消。

3Q24 金融科技及企业服务毛利率 47.79% (YoY+6.85pct, qoq+0.15pct)。金融科技业务的毛利增长乃由于云服务业务的收入增长及成本效益提升，以及理财服务及商家技术服务费收入增长。

图8：公司整体及分业务毛利率（%）

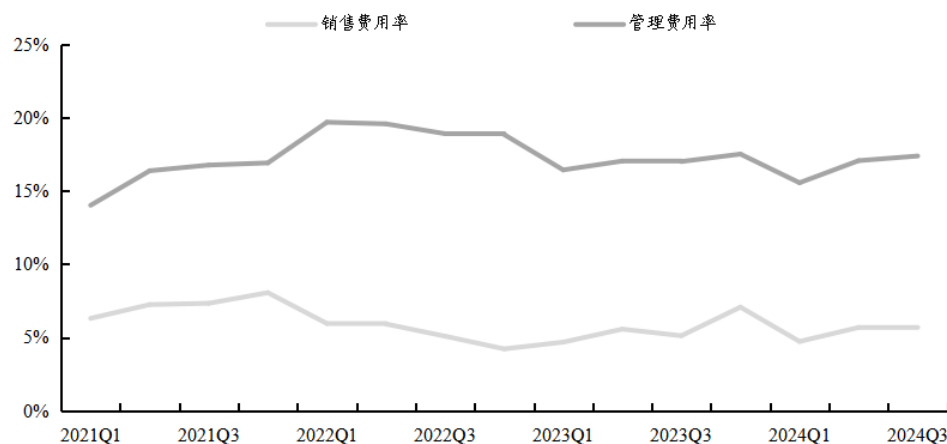


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 费用率同比略有上升

3Q24，销售费用为 94.11 亿，同比上升 18.9%，主要由于支持本土市场及国际市场新游戏而加大推广力度。销售费用率同比上升 0.5pct，环比下降 0.1pct。管理费用为 290.58 亿，同比上升 10.5%，环比增长 6%，主要由于研发开支及雇员成本（包括若干海外附属公司的绩效奖励相关的成本）增加；管理费用率同比上升 0.4pct，环比上升 0.3pct。

图9：公司销售费用率及管理费用率（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与评级

公司毛利率提升超预期，我们将此前 2024-2026 年经调整净利润由 2050/2381/2692 亿元提高为 2174/2406/2653 亿元，对应 2024-2026 年 PE (Non-IFRS) 为 16/14/13 倍（港币/人民币=0.93，2024 年 11 月 15 日）。公司仍具有坚实的业务壁垒，生态强大，视频号、小程序和金融科技等业务收入整体维持增长，所以我们维持公司“买入”评级。

6. 风险提示

政策监管风险；运营数据低于预期；变现节奏低于预期。

腾讯控股三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	518,446.00	788,621.86	1,070,064.63	1,364,986.07	营业总收入	609,015.00	658,160.00	716,550.00	782,730.00
现金及现金等价物	172,320.00	266,325.18	511,655.82	754,038.38	营业成本	315,906.00	309,026.91	329,300.67	355,867.06
应收账款及票据	46,606.00	54,846.67	59,712.50	65,227.50	销售费用	34,211.00	39,489.60	42,993.00	46,963.80
存货	456.00	2,146.02	2,286.81	2,471.30	管理费用	103,525.00	105,305.60	114,648.00	125,236.80
其他流动资产	299,064.00	465,304.00	496,409.50	543,248.90	研发费用	64,078.00	69,248.83	75,392.38	82,355.56
非流动资产	1,058,800.00	1,124,180.22	1,077,954.20	1,047,205.38	其他费用	2,589.00	2,961.72	3,224.48	3,522.29
固定资产	66,815.00	69,440.38	68,548.09	74,966.25	经营利润	152,784.00	201,376.17	226,383.86	251,140.06
商誉及无形资产	198,191.00	265,898.84	230,065.11	202,398.13	利息收入	13,808.00	14,647.20	18,642.76	25,582.79
长期投资	261,665.00	241,665.00	221,665.00	201,665.00	利息支出	11,885.00	10,416.83	10,381.64	11,048.51
其他长期投资	461,161.00	471,161.00	481,161.00	491,161.00	其他收益	6,617.00	2,197.00	2,197.00	2,197.00
其他非流动资产	70,968.00	76,015.00	76,515.00	77,015.00	利润总额	161,324.00	207,803.54	236,841.98	267,871.34
资产总计	1,577,246.00	1,912,802.08	2,148,018.83	2,412,191.45	所得税	43,276.00	41,560.71	47,368.40	53,574.27
流动负债	352,157.00	522,984.25	568,939.41	619,026.96	净利润	118,048.00	166,242.83	189,473.59	214,297.07
短期借款	41,537.00	44,537.00	47,537.00	50,537.00	少数股东损益	2,832.00	3,241.74	3,600.00	4,071.64
应付账款及票据	115,109.00	90,132.85	91,472.41	98,851.96	归属母公司净利润	115,216.00	163,001.10	185,873.59	210,225.43
其他	195,511.00	388,314.40	429,930.00	469,638.00	EBIT	159,401.00	203,573.17	228,580.86	253,337.06
非流动负债	351,408.00	350,106.00	350,106.00	350,106.00	EBITDA	227,557.76	276,239.95	305,306.88	314,585.88
长期借款	292,920.00	292,920.00	292,920.00	292,920.00	Non-GAAP	157,688.05	217,396.06	240,603.07	265,288.08
其他	58,488.00	57,186.00	57,186.00	57,186.00					
负债合计	703,565.00	873,090.25	919,045.41	969,132.96					
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	65,090.00	68,331.74	71,931.73	76,003.38	每股收益(元)	12.43	17.59	20.06	22.69
归属母公司股东权益	808,591.00	971,380.10	1,157,041.69	1,367,055.11	每股净资产(元)	92.13	112.20	132.62	155.72
负债和股东权益	1,577,246.00	1,912,802.08	2,148,018.83	2,412,191.45	发行在外股份(百万股)	9,267.00	9,267.00	9,267.00	9,267.00
					ROIC(%)	10.08	12.60	12.41	12.08
					ROE(%)	14.25	16.78	16.06	15.38
					毛利率(%)	48.13	53.05	54.04	54.54
					销售净利率(%)	18.92	24.77	25.94	26.86
					资产负债率(%)	44.61	45.64	42.79	40.18
					收入增长率(%)	9.82	8.07	8.87	9.24
					净利润增长率(%)	(38.79)	41.47	14.03	13.10
					P/E	30.00	21.20	18.59	16.44
					P/B	4.05	3.32	2.81	2.39
					EV/EBITDA	12.09	12.77	10.76	9.68

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年11月15日的0.93,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>