

腾讯控股 (00700)

证券研究报告

2024 年 11 月 19 日

游戏确收进入收获期—腾讯控股 3Q2024 业绩点评

- **整体业绩：3Q24 收入+8%，Non-IFRS 经营利润同比+19%，继续保持盈利快于收入增长的乘数效应**

3Q2024 公司收入同比+8%，环比+4%；毛利同比+16%，环比+3%；Non-IFRS 经营利润同比+19%，环比+5%；3Q2024 公司毛利率同比提升 3.6pct，环比微降 0.2pct。3Q2024 公司经营开支，同比+12%，环比+5%，略高于我们和彭博预期，但费用率仍位于相对低位。公司业务层面的收入、毛利与经营利润与我们预期、彭博预期基本一致，继续保持了 Non-IFRS 经营利润同比增速>毛利同比增速>收入增速的趋势。

3Q2024 公司 Non-IFRS 归母净利润同比+33%，环比+4%，超过彭博预期约 10%。我们在 10 月 31 日发布的报告《预计盈利增长韧性相对明显—腾讯控股 3Q2024 业绩前瞻》中已提出预计 3Q2024 公司分占联合营公司损益同比增长、Non-IFRS 所得税率同比下降，将带动 Non-IFRS 归母净利润增长快于经营利润增长。实际情况与我们判断基本一致，我们预计这两个净利润带动因素仍有望在四季度继续发挥积极作用。

- **网络游戏：3Q24 收入增速如期提升，持续关注《地下城与勇士：起源》运营节奏**

3Q2024 公司网络游戏收入同比+13%，与我们预期、彭博预期基本一致。其中国内游戏收入同比+14%，略高于我们预期，得益于包括《无畏契约》、《王者荣耀》、《和平精英》及《地下城与勇士：起源》等的驱动。根据 Nexon 披露，3Q2024 中国区收入同比+138%。此外，公司业绩会披露三季度《王者荣耀》流水同比增长，《和平精英》流水同比双位数增长，长青游戏运营持续发力。

3Q2024 公司海外游戏收入同比+9%（按固定汇率计算+11%），略低于我们预期。海外游戏收入增速显著落后于流水增速，因为部分游戏留存率提高，公司相应延长了收入递延周期。

展望后续，我们预计四季度游戏收入增速有望继续加速。持续关注《地下城与勇士：起源》运营节奏，虽然 Nexon 对于 4Q2024 中国区收入指引环比视角相对谨慎，公司管理层在业绩会上亦指出预计四季度将是《地下城与勇士：起源》整合期，明年春节将发布重要内容更新，提高用户留存和变现。

- **营销服务：3Q2024 收入同比+17%，持续关注视频号广告加库存节奏**

3Q2024 公司营销服务收入同比+17%，环比持平，与我们预期、彭博预期基本一致。三季度游戏、电商行业的广告开支同比增长，超过了房地产及食品饮料行业缩减的开支。

1) 三季度视频号广告收入同比增长超过 60%，目前视频号广告加载率远低于同行，我们看好视频号中期内提库存的驱动作用。腾讯通过微信小店建立索引化、标准化电商平台系统，我们认为，长期而言，电商生态发展有望与视频号等广告产品相互循环促进。

2) 三季度搜索广告收入同比增速超过 100%，微信搜一搜商业化检索量与点击率均同比增长。微信搜一搜利用 LLM 能力提升了对复杂检索和内容的理解，搜索结果相关性增强。

- **FBS：3Q24 收入同比+2%，10 月支付 TPV 增速回升，GPU 相关云收入已达一定规模**

3Q2024 公司金融科技与企业服务收入同比+2%，与我们预期一致，略低于彭博预期。三季度金融科技服务收入同比基本稳定，其中支付服务收入同比下降。公司业绩会提及 10 月支付 TPV 增速有所上升，四季度支付收入增速或有望改善。值得注意的是，三季度公司 GPU 相关云收入占 IaaS 云收入比重已达双位数，AI 带来的增量算力需求的收入贡献渐有一定规模。

- **投资建议：**

考虑到公司游戏布局体系成熟，视频号广告中期加库存空间较大，微信搜索商业化提速，金融支付增速有望随宏观需求回暖，我们上调 2024-2026 年预测 Non-IFRS 归母净利润至 2281/2649/2940 亿元（原预测为 2178/2517/2786 亿元），同比增速分别为 45%/16%/11%。截止 2024/11/17，公司股价对应 2024/2025/2026 年预测 PE 分别为 15x/12x/11x，12 个月彭博滚动前瞻 PE 低于 5 年来中位数 1.1 个标准差，处于 11%的历史分位值。相对纳指 12 个月彭博前瞻 PE 低于 5 年来中位数 1.5 个标准差，处于 8%历史分位值，估值处于相对低位。我们预计四季度游戏增长加速，广告、金融业务有望受益于宏观回暖，叠加业绩后或恢复回购，有助于改善估值约束。维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济增长不确定性；公司新游戏上线存在不确定性；AI 商业化节奏慢于预期。

投资评级

行业	资讯科技业/软件服务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	404.2 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	9,267.38
港股总市值(百万港元)	3,745,875.07
每股净资产(港元)	109.06
资产负债率(%)	43.10
一年内最高/最低(港元)	482.40/260.20

作者

孔蓉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002	
kongrong@tfzq.com	
王梦恺	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521030002	
wangmengkai@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《腾讯控股-公司点评:预计盈利增长韧性相对明显—腾讯控股 3Q2024 业绩前瞻》 2024-10-31
- 《腾讯控股-公司点评:AI 业务加速落地，平台互通趋势或催生新增长点》 2024-09-24
- 《腾讯控股-公司点评:盈利靓眼，游戏加速—腾讯控股 2Q2024 业绩点评》 2024-08-19

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com