

产品高峰下游戏超预期，宏观弱恢复广告显韧性

——腾讯控股（0700.HK）2024年三季度业绩点评

要点

事件：11月14日腾讯控股公布3Q24业绩。3Q24公司实现 Non-IFRS 净利润 598 亿元 (yoy+33%)，vs 预期 544 亿元；营收 1,672 亿元 (yoy+8%)。

点评：24Q3 经营利润略弱于预期，所得税开支明显好于预期，分占联营合营公司盈利超预期。 1) 所得税开支 89 亿元 (yoy-19%) vs 预期 124 亿元，主要系去年同期预提所得税拨备的高基数影响。税率波动对经营层面影响较小，实际所得税税率 14.2% 接近 19-22 年对应季度水平，后续所得税率预计维持在合理范围。2) 分占联营公司及合营企业净盈利 60 亿元 vs 预期 48 亿元，前期投资的拼多多、快手等公司逐渐成熟，预计该项将持续好转。3) **毛利率 53.1%，略低于预期 53.4%**。广告毛利率环比下降主要系巴黎奥运会等内容成本增长。增值服务毛利率在新品《地下城与勇士》手游带来一定 IP 方分成成本压力下保持增长。云服务成本效益提升、高毛利理财收入增长驱动金科企服毛利率提升。4) **经营利润 533 亿元，略低于彭博一致预期的 540 亿元**。销售费用 94 亿元 vs 预期 91 亿元，新游戏推广力度大于预期；一般及行政费用 291 亿元 vs 预期 282 亿元，或系 Capex 大幅提升下研发开支增加。

分业务：24Q3 微信生态用户参与度健康增长。 微信+WeChat 月活跃账户数 13.8 亿 (yoy+3%)。小程序 GMV 超 2 万亿元 (yoy+超 10%)。微信小店快速建立并链接到微信各组件中，有望被完整地纳入为电商生态一环，提供标准化交易环境，带来交易量增量。**本土市场游戏收入 373 亿元 (yoy+14%) vs 预期 370 亿元**。旗舰游戏《王者荣耀》及《和平精英》流水保持健康增长，《无畏契约》贡献增量。伴随《地下城与勇士：起源》等新品增量流水逐步确认至收入，且后续产品线接力密集，**24Q4 本土市场游戏仍有望保持较快增长**。**海外市场游戏收入 145 亿元 (yoy+9%) vs 预期 150 亿元**。总流水同比增长高于收入增速，部分游戏留存率提高，相应延长收入递延周期，该流水增量有望于后续季度逐步释放。**社交网络收入 309 亿元 (yoy-4%) 符合预期**。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增长。**营销服务收入 300 亿元 (yoy+17%) vs 预期 298 亿元**。增速好于行业，伴随小程序 GMV 提升&微信小店推进，商家倾向微信体系投放；AI 在素材优化和用户商业化决策理解带来增量。**金融科技及企业服务营收 531 亿元 (yoy+2%) vs 预期 541 亿元**。支付服务因消费疲软而下降，理财、云服务、视频号带货服务费同增。

盈利预测、估值与评级：3Q24 公司 Non-IFRS 净利润增长显著，经营情况基本符合预期，分占联营合营公司盈利改善，维持看好随着 DNF 手游等产品逐步确认到收入，视频号广告+直播电商推进，增效降本下经营杠杆优化，维持公司 24-26 年 Non-IFRS 归母净利润预测分别 2,255.8/2,543.9/ 2,761.6 亿元。现价分别对应 24-26 年 Non-IFRS PE 16/14/13 倍，公司仍为宏观弱恢复期相对强劲的平台。游戏组织架构调整后研发提效可期；期待《无畏契约》手游、《王者荣耀世界》等新品增量。微信广告需求彰显韧性，4Q 电商投放有望提升。视频号电商双十一贡献增量。维持“买入”评级，维持目标价 430 港元。

风险提示：监管不确定性风险，宏观经济风险，游戏表现不达预期，竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿人民币元)	5,545.5	6,089.4	6,536.7	7,142.1	7,599.2
营业收入增长率	-1.0%	9.8%	7.3%	9.3%	6.4%
Non-IFRS 净利润 (亿人民币元)	1,156.5	1,576.9	2,255.8	2,543.9	2,761.6
净利润增长率	-33.5%	36.4%	43.1%	12.8%	8.6%
Non-IFRS EPS (元)	11.93	16.41	23.67	27.00	29.31
Non-IFRS P/E	32	23	16	14	13

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2024-11-18，汇率 1 港元=0.9315 人民币

买入（维持）

当前价/目标价：404.2/430.0 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：赵越

执业证书编号：S0930524020001

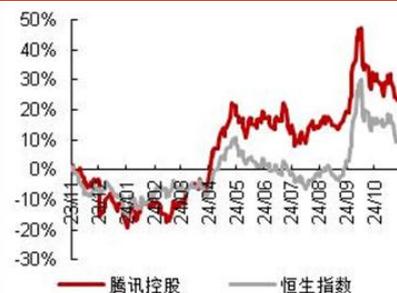
021-52523690

zhaoyue1@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	92.67
总市值(亿港元):	37,458.75
一年最低/最高(港元):	260.2-482.4
近 3 月换手率 (%) :	25.0

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.3	-3.8	17.2
绝对	-6.2	8.5	29.3

资料来源：Wind

相关研报

智能化、国际化、融合创新三大增长引擎，打造离产业最近的 AI——腾讯控股 (0700.HK) 2024 全球数字生态大会点评 (2024-09-09)

被低估的版图，多口径量化测算腾讯投资板块价值几何？——腾讯控股 (0700.HK) 投资版图价值分析及动态跟踪点评 (2024-07-31)

24 年：回购潜在影响分析，核心业务亮点梳理——腾讯控股 (0700.HK) 公司回购动态及业绩跟踪点评 (2024-4-19)

《元梦之星》“落败”了吗？腾讯游戏还期待什么？——腾讯控股 (0700.HK) 游戏业务动态跟踪 (2024-03-19)

目 录

1. 财务：净利润超预期系所得税&分占联营合营公司盈利，经营层面基本符合预期	4
2. 微信生态：微信小店提供标准化交易环境改善销售转化，AI 赋能有望加速商业化	7
3. 增值服务：产品周期高峰下游戏业绩亮眼，深耕运营长青游戏助力流水持续增长.....	9
3.1 游戏：《无畏契约》等驱动本土市场好于预期，海外低于预期系留存提升导致递延周期延长	9
3.2 社交网络：基本符合预期，TME 利润率持续优化	11
4. 营销服务：视频号广告仍有低基数效应，预计持续带来超行业的增量贡献	12
5. 金融科技及企业服务：宏观压力仍存，关注视频号直播带货服务费&理财增量.....	14
6. 估值与投资建议	14
7. 风险分析.....	15

图目录

图 1: 1Q17-3Q24 Non-IFRS 净利润变化	4
图 2: 1Q17-3Q24 所得税开支及所得税率变动	5
图 3: 1Q17-3Q24 分占联营公司及合营企业盈利/亏损净额 (百万元)	5
图 4: 1Q17-3Q24 公司总收入及同比增速	6
图 5: 1Q17-3Q24 公司收入结构	6
图 6: 1Q17-3Q24 毛利率、Non-IFRS 净利率变化	7
图 7: 1Q17-3Q24 各业务分部毛利率变化	7
图 8: 3Q13-3Q24 微信 MAU 变化	8
图 9: 2024 年 1 月 1 日-2024 年 11 月 19 日《王者荣耀》《和平精英》iPhone 游戏畅销榜排名趋势	9
图 10: 2024 年 1 月 1 日-2024 年 11 月 19 日《王者荣耀》《和平精英》iPhone 游戏收入预估 (单位: 美元)	9
图 11: 2024 年 5 月 20 日-2024 年 11 月 19 日《三角洲行动》《地下城与勇士: 起源》iPhone 游戏畅销榜排名趋势	10
图 12: 2024 年 1 月 1 日-2024 年 11 月 19 日《火影忍者》《金铲铲之战》iPhone 游戏畅销榜排名趋势	10
图 13: 1Q17-3Q24 游戏收入和同比增速	10
图 14: 3Q20-3Q24 腾讯本土市场&海外市场游戏收入与同比增长率	11
图 15: 1Q17-3Q24 递延收入和同比增速	11
图 16: 1Q17-3Q24 腾讯社交网络收入	11
图 17: 2Q18-3Q24 腾讯视频付费会员数	11
图 18: 4Q18-3Q24 TME 营业收入及同比增速	12
图 19: 1Q17-3Q24 TME 付费会员数及同比增速	12
图 20: 4Q18-3Q24 TME 收入结构	12
图 21: 1Q17-3Q24 腾讯营销服务业务收入及同比增速	13
图 22: 1Q21-3Q24E 国内互联网广告市场规模及同比增速	13
图 23: 品牌线上经营依靠头部媒介	13
图 24: 1Q18-3Q24 金融科技及企业服务收入	14
图 25: 1Q17-3Q24 公司资本开支变动	14

表目录

表 1: 微信小店快速建立及推广链接到微信生态中	8
表 2: 公司盈利预测与估值简表	15

1. 财务：净利润超预期系所得税&分占联营合营公司盈利，经营层面基本符合预期

24Q3 公司实现 Non-IFRS 净利润 598.13 亿元，同比增长 33%，显著超彭博一致预期的 543.69 亿元。Non-IFRS 净利率 35.8%，同比提升 6.7pcts，环比上升 0.2pcts。净利润的高速增长获益于本土市场游戏、视频号及微信搜一搜等高毛利业务收入增长带来的毛利率提升、利息收入、所得税改善以及分占联营公司及合营企业强劲表现带来的净盈利。由于本季度确定汇兑亏损，24Q3 财务成本净额达 35 亿元人民币，同比增长 27%。

图 1: 1Q17-3Q24 Non-IFRS 净利润变化



资料来源：公司公告，光大证券研究所

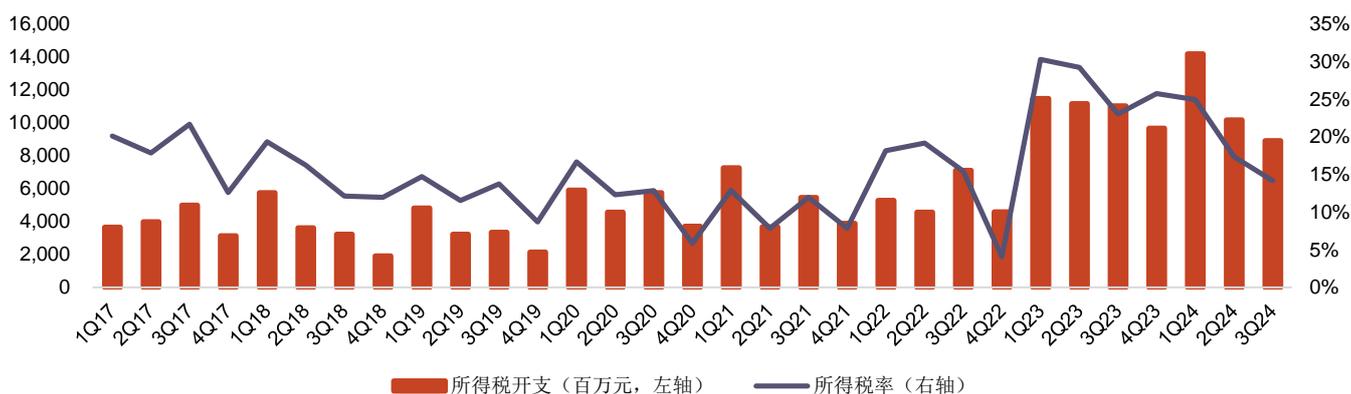
拆分来看：公司 24Q3 经营利润略弱于预期，所得税开支明显好于预期，分占联营合营公司盈利超预期。

24Q3 公司所得税开支 89 亿元，显著低于彭博一致预期的 124.2 亿元。24Q3 所得税开支同比下降 19%，主要系去年同期预提所得税拨备的高基数影响，国内企业所得税开支 24Q3 同比增加。24Q3 公司所得税率 14.2%，好于预期。我们认为，1) 腾讯旗下业务版图众多，涉及多个行业、市场，所得税季度之间对比或因税务政策调节或其他因素而波动，税率波动对公司经营层面影响较小。

2) 公司 23Q3 业绩中已解释该季度所得税同比大幅增长 55%有预提所得税拨备增加带来的高基数原因，市场此前预期较高的所得税开支 124.2 亿元，市场预期偏保守。

3) 考虑 24Q3 公司实际所得税税率 14.2%接近 19-22 年水平 (vs 22Q3-19Q3 分别 15.5%/ 12%/ 12.9%/ 13.7%)，我们预计后续公司所得税率将维持在合理水平。

图 2: 1Q17-3Q24 所得税开支及所得税率变动

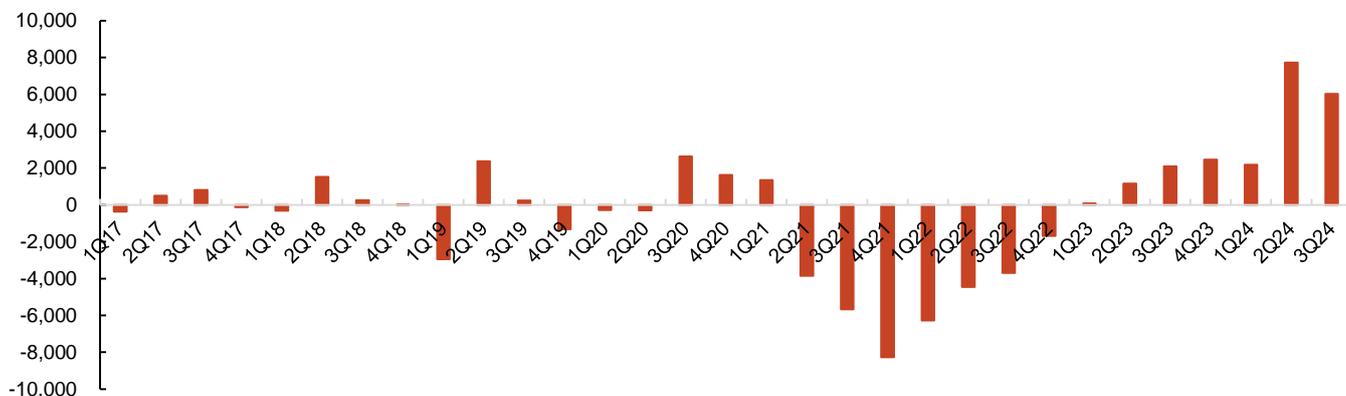


资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

24Q3 公司分占联营公司及合营企业净盈利 60 亿元, 好于彭博一致预期的 48.1 亿元; 较 23Q3 分占盈利人民币 21 亿元实现大幅增长。Non-IFRS 下 24Q3 分占联营公司及合营企业净盈利 85 亿元, 较 23Q3 盈利人民币 48 亿元大幅增长, 主因为若干联营公司新内容发布和运营效率提升进而实现盈利提升。

我们认为, 伴随着腾讯前期投资的拼多多、快手等上市公司及其他非上市公司逐渐成熟并在盈利端取得明显好转, 公司分占联营公司及合营企业有望持续实现净盈利, 并得到逐步提升。

图 3: 1Q17-3Q24 分占联营公司及合营企业盈利/亏损净额 (百万元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

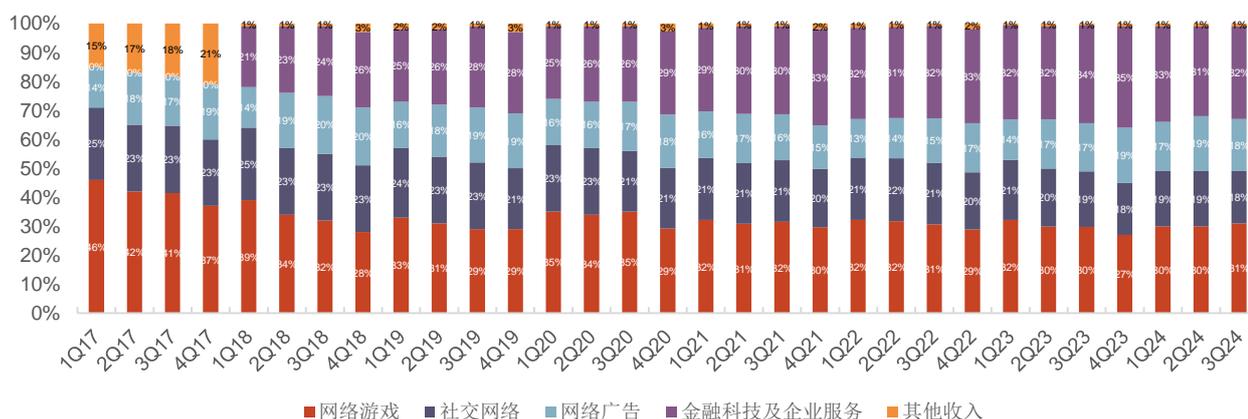
24Q3 公司实现营收 1672 亿元, 同比提升 8%, 小幅低于预期。1) 增值服务收入 827 亿元, 同比提升 9.17%。其中本土游戏收入 373 亿元, 同比提升 14%; 海外游戏收入 145 亿元, 同比提升 9%; 社交网络收入 309 亿元, 同比提升 4%。2) 金融科技与企业服务收入 531 亿元, 同比提升 2%。3) 网络广告 (营销服务) 业务收入 300 亿元, 同比提升 17%。

图 4: 1Q17-3Q24 公司总收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 5: 1Q17-3Q24 公司收入结构



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

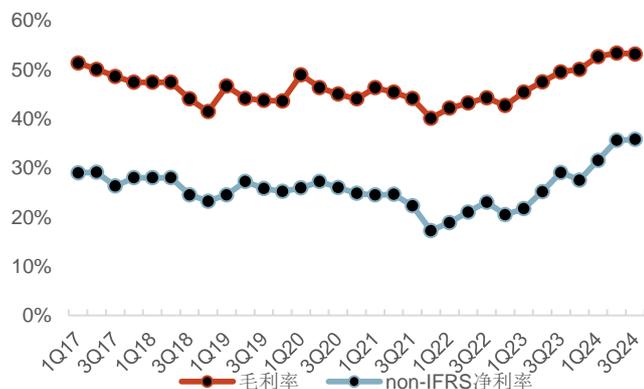
24Q3 公司整体毛利率 53.1%，略低于预期 53.4%，同比提升 3.6pcts，环比下降 0.2pcts，其中同比提升主要由于高毛利率的收入来源的贡献增加，包括本土市场游戏&视频号、微信搜一搜等业务。

1) 网络广告 (营销服务)：24Q3 毛利率同比上升 0.7pcts 至 53%，环比下降 2.6pcts。网络广告成本同比提升 15%，环比提升 6%。毛利率环比下降主要由于内容成本的增长，包括与巴黎奥运会相关的内容成本。我们认为，奥运会相关内容成本投入影响偏短期，整体上仍看好公司营销业务的经营杠杆，得益于小程序 GMV 提升，商家倾向微信体系投放广告，小程序、微信搜一搜收入增长，考虑微信生态圈继续扩张，视频号推进广告变现，AI 应用有望持续赋能微信相关产品的应用场景，未来边际成本仍有下降空间。

2) 金融科技及企业服务：24Q3 毛利率同比上升 6.9pcts 至 47.8%，环比上升 0.2pcts。成本同比下降 10%，环比上升 5%。毛利率的同比增长主要得益于金融科技服务收入增长，尤其是云服务业务的收入增长及成本效益提升，以及理财服务与商家技术服务费收入的增长。

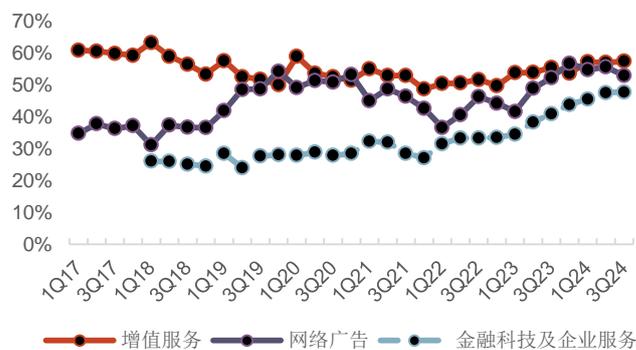
3) **增值服务**: 24Q1 毛利率同比上升 1.9pcts 至 57.5%，环比上升 0.5pcts，我们认为，虽然新品《地下城与勇士》手游需给 IP 方分成带来一定分成成本，但公司旗舰游戏和长青游戏都显示出良好的用户参与度和积极的发展势头，在品牌效应的加持下公司或引导玩家前往官网等分成较低的渠道下载游玩，公司增值服务毛利率仍保持上升势头。增值服务成本同比上升 4%，环比上升 4%。毛利增长主要由本土市场游戏和国际市场游戏收入增长驱动。

图 6: 1Q17-3Q24 毛利率、Non-IFRS 净利率变化



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 7: 1Q17-3Q24 各业务分部毛利率变化



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

24Q3 公司经营利润 533 亿元，略低于彭博一致预期的 540 亿元。

1) **销售费用及市场推广开支**: 24Q3 同比增长 19%至 94 亿元 (vs 彭博一致预期 90.6 亿元), 主因在支持本土市场及国际市场新游戏的推广及广告力度加大。销售及市场推广费用率为 6%，同比略微增长。

2) **一般及行政开支**: 24Q3 同比增长 11%至 291 亿元 (vs 彭博一致预期 282 亿元), 系研发开支及雇员成本提高所致。

2. 微信生态: 微信小店提供标准化交易环境 改善销售转化, AI 赋能有望加速商业化

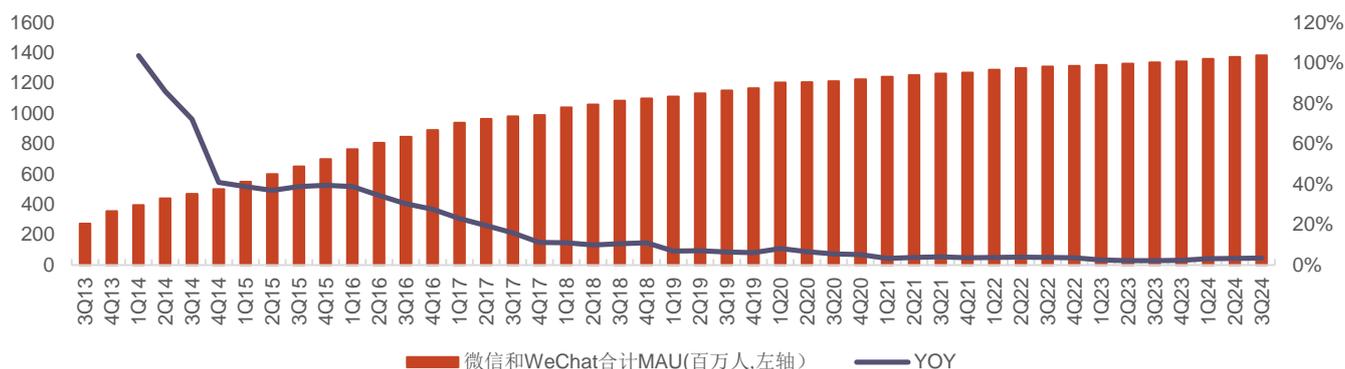
微信平台月活跃账户数稳定增长。24Q3 微信+WeChat 合计月活跃账户数为 13.8 亿, 同比增长 3%。

微信生态用户参与度健康增长, 小程序&视频号&小游戏等继续贡献高毛利增量, 未来有望通过拓展 AI 应用释放利润增长空间。

1) 微信搜一搜利用大语言模型能力加强其对复杂检索及内容的理解, 提升搜索结果的相关性, 微信搜一搜在商业化检索量与点击率均实现同比增长。

2) 24Q3 小程序交易额超人民币 2 万亿元, 同比增长超 10%, 核心因素在于对点餐、电动车充电及医疗服务等场景的高度覆盖。

图 8: 3Q13-3Q24 微信 MAU 变化



资料来源：公司公告，光大证券研究所

10月21日起，微信正式支持商家将微信小商店升级成微信小店。

1) 微信小店作为微信电商生态的关键一环，有望被完整地纳入到微信生态中，将聊天、群聊、朋友圈、公众号、搜一搜、小程序等领域的流量与其进行互通，为用户提供更统一和便捷的购物体验。商家有了微信小店，就可以向更多客户展示产品，有机会吸纳流量，拓展更多新客户。

2) 微信小店基于微信生态圈的社交互动、内容平台和支付能力，助力商家有效触达客户，实现微信电商的闭合，销售转化有进一步增长空间。根据公司公告，通过微信小店，商家可以经营索引化和标准化商品店面的平台，为商家提供更多的流量和交易支持。微信小店有望帮助商家追踪客服订单，实现精准营销和管理。微信小店提供标准化交易环境，为微信的 C 端用户提供统一的交易体验、履约保障，有望带来更进一步的交易量增量。

表 1: 微信小店快速建立及推广链接到微信生态中

时间	事件
8月25日	微信小店正式上线，视频号小店支持升级为微信小店，同时升级了微信小店客服功能。
9月5日	官方发布了“新商成长激励计划”，鼓励商家升级/开设微信小店。
9月25日	微信小店 PC 客户端正式上线。
9月25日	视频号小店商品无法新增上架。
9月27日	微信小店的优选联盟支持微信公众号带货。
10月初	微信小店内测微信小店助手 APP。
10月21日	正式支持商家将微信小商店升级成微信小店。
10月25日	未升级为微信小店的视频号小店，将不再支持直播间添加商品功能。

资料来源：36 氪，光大证券研究所

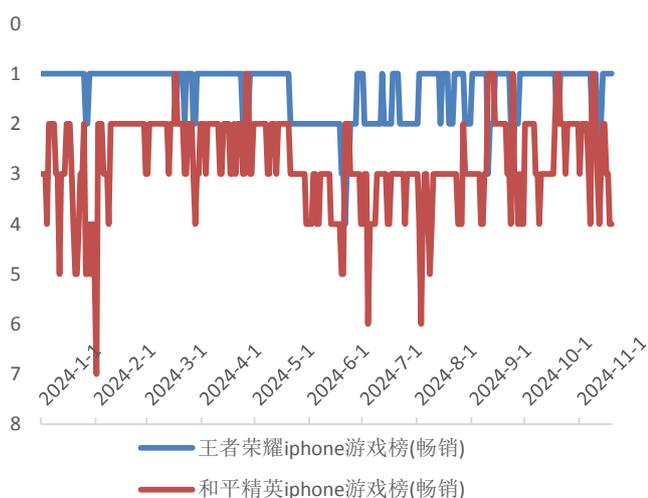
3. 增值服务:产品周期高峰下游戏业绩亮眼,深耕运营长青游戏助力流水持续增长

3.1 游戏:《无畏契约》等驱动本土市场好于预期,海外低于预期系留存提升导致递延周期延长

本土市场游戏 24Q3 收入 373 亿元,同比增长 14%,环比增长 8%,好于彭博一致预期的 370 亿元。收入同比强劲增长得益于长青游戏在国内市场的亮眼表现。旗舰游戏《王者荣耀》及《和平精英》流水保持健康增长;《三角洲行动》为首次推出的多端第一人称射击游戏,在 24M10 以超过 643 万次的下载量拿下国内 App Store 游戏下载榜首,收入超过 660 万美元(约合人民币 4700 万元)。其他游戏(包括《无畏契约》、《火影忍者》、《地下城与勇士:起源》)等持续贡献可观收入。我们认为,伴随着《地下城与勇士:起源》等新品持续贡献增量流水逐步确认至收入,且后续产品线接力密集,24Q4 腾讯本土市场游戏仍有望保持较快增长。

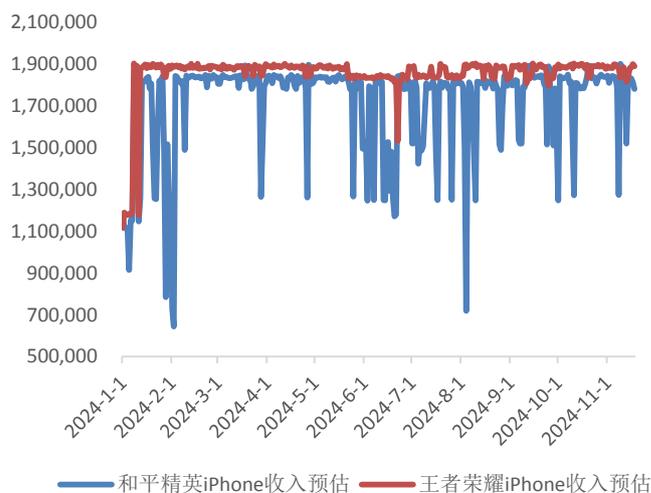
1) 旗舰游戏《王者荣耀》《和平精英》作为长线运营的国民级游戏,收入稳定增长,用户体量、使用时长仍能维持较高水平,通过内容、活动端的持续更新,有望持续释放用户价值,对腾讯游戏业务收入增长形成稳定支撑。

图 9: 2024 年 1 月 1 日-2024 年 11 月 19 日《王者荣耀》《和平精英》iPhone 游戏畅销榜排名趋势



资料来源:七麦数据,光大证券研究所

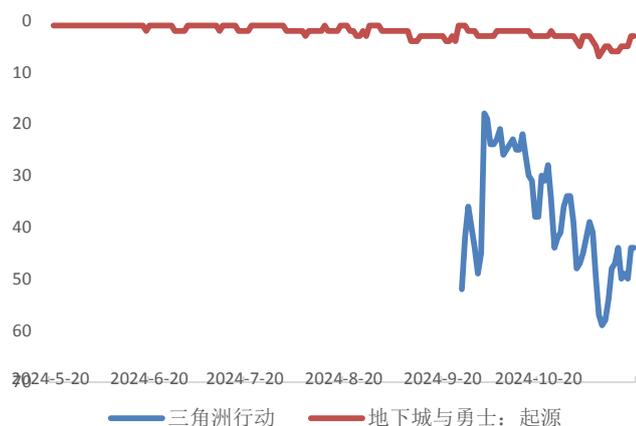
图 10: 2024 年 1 月 1 日-2024 年 11 月 19 日《王者荣耀》《和平精英》iPhone 游戏收入预估(单位:美元)



资料来源:七麦数据估计,光大证券研究所

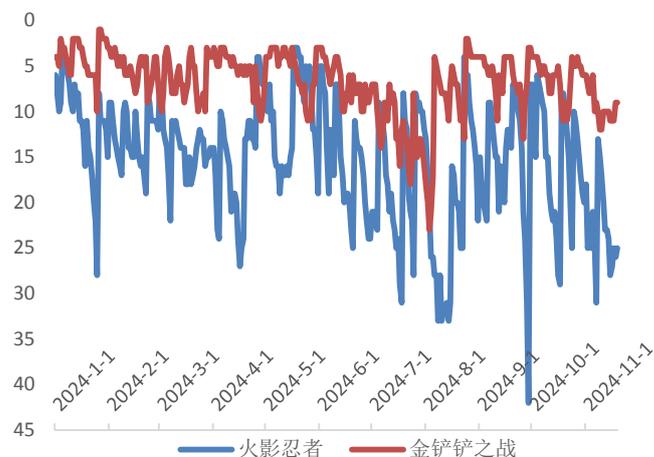
2) 《火影忍者》、《金铲铲之战》等老牌游戏排名稳健,有望成为长青游戏持续贡献流水增量,《地下城与勇士》手游、《三角洲行动》等新产品正在通过运营逐步向长青游戏发展。腾讯游戏已形成稳定的内容产出能力,品类多元、画质特效质量高、玩法成熟、具备高认知度 ip 的第二梯队游戏已经形成了固定、活跃的玩家群体,是腾讯游戏的竞争优势之一,有望长期保持收入贡献。

图 11: 2024 年 5 月 20 日-2024 年 11 月 19 日《三角洲行动》《地下城与勇士: 起源》iPhone 游戏畅销榜排名趋势



资料来源: 七麦数据, 光大证券研究所

图 12: 2024 年 1 月 1 日-2024 年 11 月 19 日《火影忍者》《金铲铲之战》iPhone 游戏畅销榜排名趋势



资料来源: 七麦数据, 光大证券研究所

后续产品线关注:魔方工作室群与万代南梦宫联合研发的航海王 3D 格斗手游《航海王壮志雄心》将于 24M12 上线,截至 11 月 19 日 TAPTAP 平台预约 61 万人,期待值 8.5。二次元风格第三人称射击放置类游戏《胜利女神: 新的希望》于 24M10 获得版号,该产品由韩国 SHIFT UP 研发,国服版本将由咪咕与腾讯联合运营发行。

图 13: 1Q17-3Q24 游戏收入和同比增速

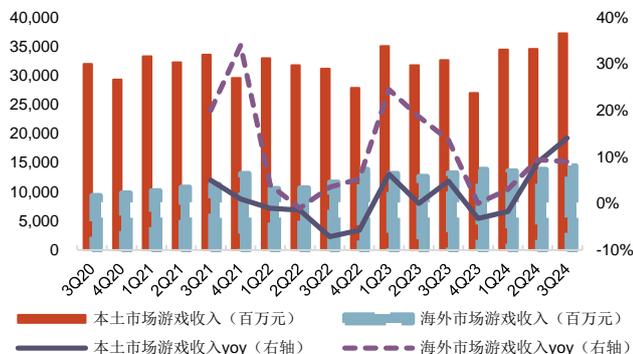


资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

海外市场游戏 24Q3 收入 145 亿元, 同比增长 9%, 环比增长 4%, 按固定汇率同比增长 11%, 略逊于彭博一致预期的 150 亿元。海外市场游戏总流水同比增长高于收入增速, 主要由于部分游戏的留存率提高, 公司相应延长了收入递延周期。我们认为, 永久性的道具和皮肤的摊销需要根据用户平均生命周期, 伴随着公司海外游戏运营深入持久, 用户整体的留存率优化, 项目组对游戏用户的生命周期拉长, 或导致递延周期提升, 虽然影响了短期收入的确认, 但该流水增量有望于后续季度逐步释放, 有望为公司贡献更高的总价值。

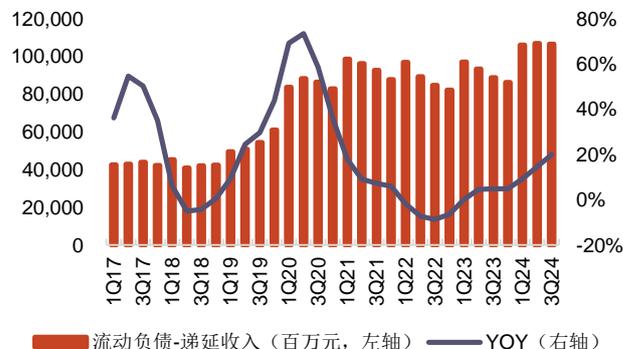
递延收入 24Q3 维持高位，有望成为后续腾讯游戏业务收入持续增长的指引。流动负债中的递延收入项 24Q3 为 1066 亿元，同比增长 20.0%，环比小幅下滑 0.3%，该项已连续 7 个季度实现同比增长，且 24Q3 为其中同比增速最快的季度。

图 14: 3Q20-3Q24 腾讯本土市场&海外市场游戏收入与同比增长率



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 15: 1Q17-3Q24 递延收入和同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

3.2 社交网络：基本符合预期，TME 利润率持续优化

24Q3 社交网络收入 309 亿元，同比下降 4%，基本符合彭博一致预期。同比增长主要因手游虚拟道具销售、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的收入下降所抵消。后续腾讯社交网络业务亮点在于小游戏板块，若微信小游戏流水总额保持较理想增速，则收入端整体有望恢复小幅增长。

爆款内容驱动长视频增长，24Q3 腾讯收费增值服务账户数同比上涨 9% 至 2.65 亿，腾讯视频发布多部热门动画与剧集内容，腾讯视频付费会员数同比增长 6% 至 1.16 亿。

图 16: 1Q17-3Q24 腾讯社交网络收入



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 17: 2Q18-3Q24 腾讯视频付费会员数



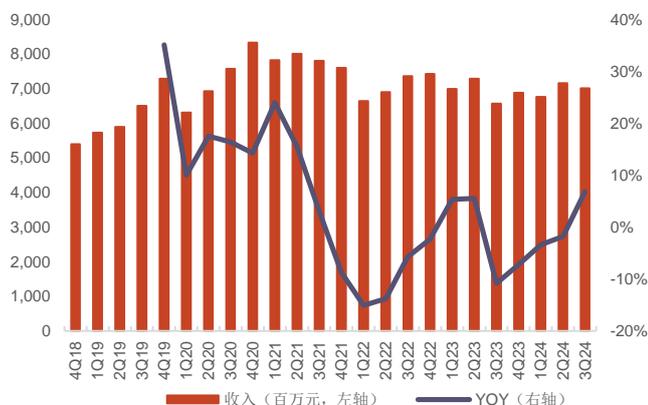
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

注：因公司季报中将该指标披露口径调整为付费会员数日均值，23Q3 和 24Q3 已按新口径调整

腾讯音乐娱乐 TME 总体 24Q3 营收整体有所回暖，订阅服务增长驱动净利润同比强劲增长。3Q24 TME 收入 70.2 亿元，同比增长 6.8%，主要由于在线音乐业务收入同比较快增长。公司的在线音乐业务已成核心支柱，而社交娱乐业务也在持续优化，公司将继续重构音乐与人的连接方式，通过技术和产品创新为用户创造更愉悦的音乐体验。3Q24 TME 调整后净利润 19.4 亿元，同比增长 29.1%；

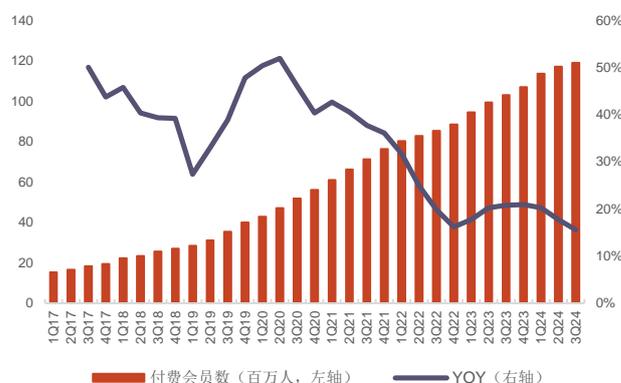
毛利率为 42.6%，同比增长 6.9pct，规模效应明显。截至 24 年 9 月 30 日，公司已回购 3.355 亿美元美国存托股份，24Q3 回购约 1 亿美元。

图 18: 4Q18-3Q24TME 营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 19: 1Q17-3Q24TME 付费会员数及同比增速

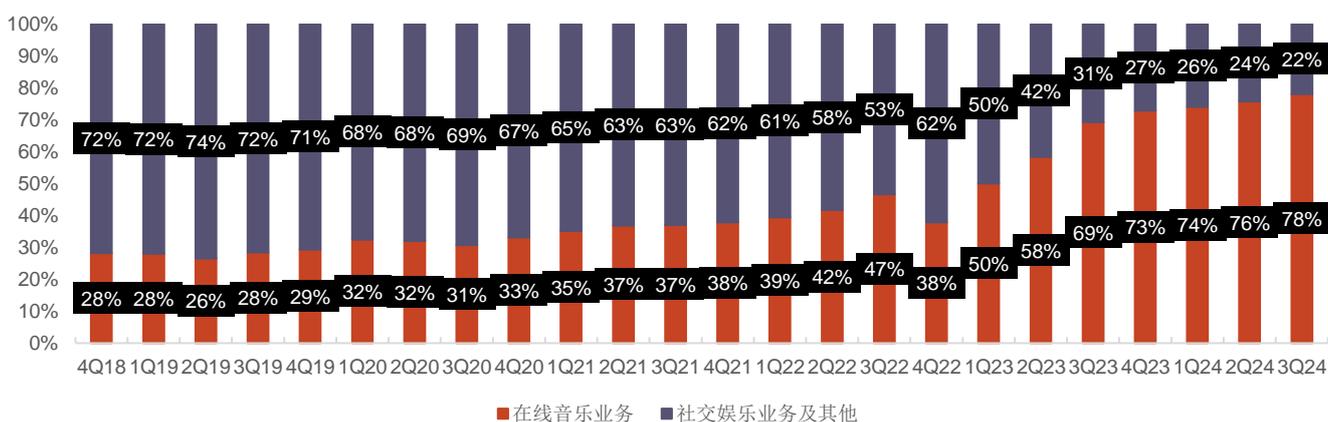


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

1) 3Q24 在线音乐服务收入 54.8 亿元，同比增长 20.4%。在线音乐订阅收入受益于高品质的内容、具有吸引力的会员权益、优化的用户运营、有效的推广措施以及超级会员的增长，3Q24 在线音乐付费用户数 1.19 亿人，同比增长 15.5%；订阅 ARPPU 达 10.8 元。广告收入同比增长，归因于 TME 提供更加多元化的产品组合和创新的广告形式如激励广告模式。

2) 3Q24 社交娱乐服务及其他收入 15.4 亿元，同比下降 23.9%。这归因于公司调整部分直播互动功能并实施更严格的合规程序，同时继续聚焦社交娱乐的广告和 VIP 会员的健康增长。

图 20: 4Q18-3Q24 TME 收入结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

4. 营销服务：视频号广告仍有低基数效应，预计持续带来超行业的增量贡献

24Q3 公司网络广告（营销服务业务）收入 300 亿人民币，同比增长 17%，小幅超彭博一致预期的 297.6 亿元，在宏观整体复苏较弱的情况下超预期体现微信

生态体系的广告变现能力和韧性。主要得益于：1) 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小幅度贡献。2) 游戏及电商行业的广告开支同比有所增长,超过房地产及食品饮料行业缩减的开支。

图 21: 1Q17-3Q24 腾讯营销服务业务收入及同比增速

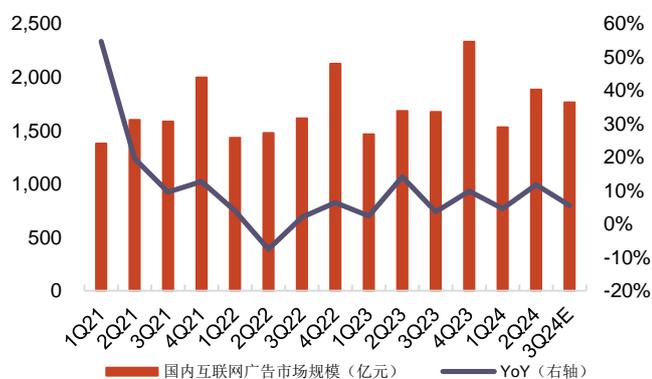


资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

腾讯广告收入增速好于行业, 或受益于视频号等微信体系流量增量、AI 工具提高广告推荐能力等方面的贡献。根据 Questmobile 预测, 24Q3 中国互联网广告市场规模同比增长 5.5%, 增速环比回落, 腾讯网络广告收入同比增速 17%, 远超市场。1) 伴随小程序 GMV 提升, 商家倾向微信体系投放广告, 通过微信体系小程序、企业微信、微信小店等工具, 商家能多元运营从而留存客户, 广告主投放意愿较强。2) 腾讯 AI 广告技术有望逐步提升, 从而增强广告模型能力, 把握用户商业兴趣, 能够更精准地捕捉用户信号, 提升跨平台广告效果, 在广告素材优化和用户商业化决策理解方面带来增量贡献。

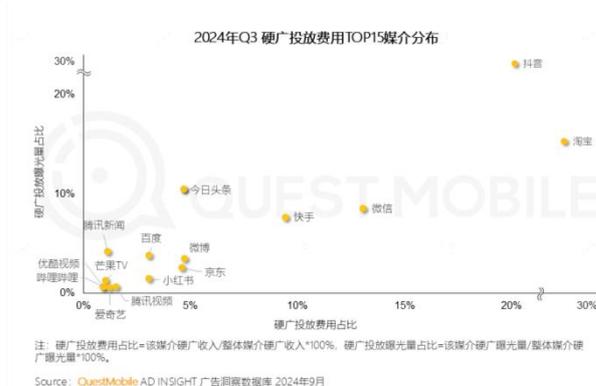
我们认为, **后续腾讯广告增速有望保持较快增长。**1) 腾讯营销业务顺周期属性较强, 若后续宏观政策效果逐步落地催化消费大盘回暖, 则广告主投放意愿有望进一步复苏。2) 微信生态商业化步伐继续加快, 并与广告主需求加强契合。随着视频号电商直播后续逐步发力, 以及整体生态变现路径的清晰, 有望吸引更多创作者加入, 从而实现视频号电商广告的增量。

图 22: 1Q21-3Q24E 国内互联网广告市场规模及同比增速



资料来源: Questmobile 预测, 光大证券研究所整理

图 23: 品牌线上经营依靠头部媒介



资料来源: Questmobile

5. 金融科技及企业服务：宏观压力仍存，关注视频号直播带货服务费&理财增量

24Q3 公司金融科技及企业服务业务实现营收 531 亿元，同比增长 2%，弱于彭博一致预期的 540.5 亿元。

1) 金融科技服务收入 24Q3 总体同比基本保持稳定，增速下滑主要由于：

支付服务收入因消费支出疲软而有所下降，微信支付在商业支付中的份额占比已较高，预计后续和支付宝、云闪付等第三方支付平台的竞争格局较为稳定，腾讯商业支付增速或受到宏观较明显影响，若宏观经济恢复较慢，用户倾向于增加储蓄，支付业务预计将在 24Q4 持续受限。

理财服务业务保持同比增长，受益于用户规模扩大及客户资产保有量增长，有望随着微信内理财产品推广，成为后续季度腾讯金融科技主要增量来源，且其毛利率较高，有望改善利润水平。

2) 企业服务收入 24Q3 实现同比增长，主要得益于视频号带货技术服务费增加以及云服务收入的增长。腾讯发布全新发布性能更强、性价比更高的腾讯混元 Turbo 大模型，推动 AI 大模型切实融入产业。混元已在腾讯内部 700 多个产品落地，腾讯云 AI 代码助手覆盖内部超 50% 程序员，编码时间平均缩短 40%。混元 Turbo 已正式上线，推理效率提升 1 倍，推理成本降低 50%；打造底座+模型+工具+应用产品矩阵，依托新推出集算存网一体的高性能智算底座“腾讯云智算”，助力企业突破算力瓶颈，加速 AI 应用落地。

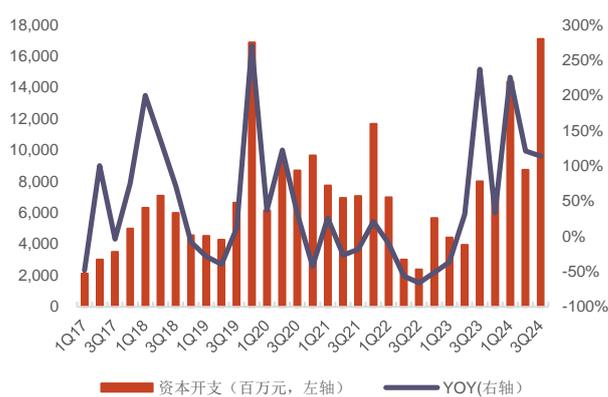
3) 公司 24Q3 资本开支 171 亿元，同比增长 114%，连续多个季度高增。腾讯资本开支包括添置（不包括业务合并）物业、设备及器材、在建工程、投资物业、土地使用权以及无形资产（不包括长视频及音频内容、游戏特许权及其他内容）。资本支出的季节性波动源自服务器和硬件采购的交付时间，我们认为，随着腾讯在 AI 上投入逐步确认，研发费用短期或有波动可能，但公司会保持有纪律的资本管理，预计长期费用提升可控。

图 24：1Q18-3Q24 金融科技及企业服务收入



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 25：1Q17-3Q24 公司资本开支变动



资料来源：公司公告，光大证券研究所

6. 估值与投资建议

考虑 3Q24 公司 Non-IFRS 净利润增长显著，受小程序游戏、视频号广告及直播电商等高毛利业务增长持续推进，经营情况基本符合预期，分占联合营公司盈利改善，维持看好随着 DNF 手游等产品在后续季度确认到收入，视频号广告+

直播电商推进，业绩顺产品周期回暖，增效降本下经营杠杆持续优化，维持公司 24-26 年 Non-IFRS 归母净利润预测分别 2,255.8/2,543.9/ 2,761.6 亿元。现价分别对应 24-26 年 Non-IFRS PE 16/14/13 倍。

考虑公司基本面仍为宏观弱恢复背景下相对强劲的互联网平台。游戏组织架构调整后中期研发提效可期；后续《无畏契约》手游、《王者荣耀世界》等新品预期带来增长。微信广告库存需求彰显韧性，4Q 电商旺季投放有望提升。视频号电商双十一有望贡献增量。维持“买入”评级，维持目标价 430 港元。

表 2：公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿人民币元)	5,545.5	6,089.4	6,536.7	7,142.1	7,599.2
营业收入增长率	-1.0%	9.8%	7.3%	9.3%	6.4%
Non-IFRS 净利润 (亿人民币元)	1,156.5	1,576.9	2,255.8	2,543.9	2,761.6
净利润增长率	-33.5%	36.4%	43.1%	12.8%	8.6%
Non-IFRS EPS (元)	11.93	16.41	23.67	27.00	29.31
Non-IFRS P/E	32	23	16	14	13

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2024-11-18，汇率 1 港元=0.9315 人民币

7. 风险分析

监管风险：互联网行业监管框架、政策和法律法规体系仍在完善中；随着实践推进，各方面监管政策存在不确定性。

宏观经济风险：宏观经济复苏若不及此前预期，对于公司金融科技和广告业务增长均有一定影响。

游戏表现不达预期风险：游戏研发调优进度有一定不确定性，对游戏上线时间有影响；上线后游戏流水表现跟市场环境、竞品节奏、用户口味变化都有关系，存在不达预期可能。

竞争加剧风险：国内的短视频和全球游戏研发与发行竞争或将加剧；金融科技及企业服务业务面临来自海外云服务巨头如 AWS、微软，以及国内具有先发优势的阿里云的竞争。

财务报表与盈利预测

利润表 (亿元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,546	6,089	6,537	7,142	7,599
营业成本	3,158	3,158	3,044	3,307	3,519
其他收益净额	80	47	45	45	45
销售及市场推广开支	-292	-342	-346	-364	-380
一般及行政开支	-1067	-1035	-1072	-1157	-1231
经营利润	1,108	1,601	2,119	2,359	2,514
利息收入	86	138	160	193	245
财务成本净额	-94	-123	-133	-141	-149
分占联营公司及合营公司盈利	-161	58	220	300	350
投资收益净额	1,163	-61	60	65	70
除税前盈利	2,102	1,613	2,427	2,775	3,030
所得税开支	-215	-433	-510	-583	-636
期内盈利	1,887	1,180	1,917	2,193	2,394
归母净利润(IFRS)	1,882	1,152	1,886	2,157	2,352
归母净利润(Non-IFRS)	1,156	1,577	2,256	2,544	2,762

现金流量表 (亿元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,461	2,220	2,364	2,814	3,044
投资活动产生现金流	-1,049	-1,252	-1,194	-1,571	-1,211
融资活动现金流	-600	-826	-795	-848	-987
净现金流	-187	142	375	395	846

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

资产负债表 (亿元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	15,781	15,772	17,284	19,434	21,722
现金类项目	2,643	3,621	4,396	5,192	6,438
应收账款	455	466	494	540	575
存货	23	5	13	15	16
其他短期资产	2,539	1,093	1,034	1,133	1,218
总计流动资产	5,660	5,184	5,938	6,879	8,246
固定资产	540	532	628	646	697
长期投资	2,460	2,537	2,737	3,237	3,737
其他长期资产	7,121	7,519	7,981	8,672	9,042
总负债	7,953	7,036	6,907	7,243	7,554
应付账款及票据	3,015	1,775	1,595	1,733	1,844
短期债务	116	415	495	575	655
其他短期负债	1,211	1,331	1,233	1,280	1,330
总计流动负债	4,342	3,522	3,323	3,589	3,830
长期债务	1,637	1,558	1,608	1,658	1,708
其他长期负债	1,974	1,956	1,976	1,996	2,016
总股东权益	7,829	8,737	10,377	12,191	14,168
股本与资本公积	624	380	430	480	530
留存收益	7,060	8,139	9,684	11,450	13,379
其他股东权益	-470	-433	-388	-390	-392
少数/非控制性权益	615	651	651	651	651

行业及公司评级体系

评级	说明
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 15%；
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。
基准指数说明： A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP