

3Q24 点评，业绩好于预期，游戏&广告业务成长性强劲，利润改善空间仍存

腾讯控股 (0700.HK)

核心观点

4Q24 DnFm 参考 Nexon 指引流水环比增长幅度不大，结合腾讯业绩会表述，预计 1Q25 春节大量内容&活动上线催化流水大幅增长。此外，支付侧受消费疲软预计支付收入增速仍然低于交易单量的增长(~10%)。整体而言，4Q24 收入增长有一定逆风，但利润率改善仍然存在较大空间，而 2025 年游戏&广告业务的稳健增长，及 FBS 业务的利润改善，预计腾讯可持续维持 EPS 的高双位数增长，收入高单位数增长。r/r 具备较好吸引力。

事件

腾讯发布 3Q24 业绩，收入基本符合预期，利润端好于预期

腾讯 3Q24 收入同比+8%达 1672 亿，基本符合一致预期（Visible Alpha 1670 亿元）。利润方面，腾讯 3Q24 实现经调整经营利润 613 亿元，同比+19%，而经调整净利润 598 亿元，同比+33%（Visible Alpha 537 亿元）。分业务看，游戏收入增长 13%，符合预期，且递延周期延长，隐含游戏流水增速超预期；广告业务同比+17%，符合预期，主要由于视频号、搜一搜、小程序贡献增量；FBS 增长 2%，略低于预期，其中支付受消费疲软同比下降，而云业务、理财服务维持增长。利润端，本季度重点提及云服务减亏对毛利率的贡献，毛利率维持同比+16%的增长，考虑游戏&广告产品结构、渠道优化进度已经较成熟，后续毛利率大幅提升预计主要来自于云服务的减亏&理财收入占比提升。

简评

重申游戏业务策略，侧重维持高质量的增长而非激进投资

本季度游戏业务延续健康增长，且在海外游戏延长递延周期后仍实现稳健增长，隐含实际表现好于预期。随着游戏市场逐步成熟，新游戏用户增长放缓，游戏市场的流动性有所降低，这意味着“常青游戏的稀缺性提升”，对于腾讯而言，维护在手优质游戏产品的 ROI 提升，另一方面从 0 到 1 创建一个常青游戏的难度也在提升（更优质的产品竞争更稀缺的机会）。腾讯管理层在业绩电话会中继续强调，腾讯充分信任内部游戏工作室在其擅长品类的能力，也通过外部投资强化与其余品类优质游戏开发团队的合作关系，从而占据不同类目的生态占位。

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

许悦

xuyue@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523030001

发布日期：2024 年 11 月 20 日

当前股价：406.20 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-5.71/-0.23	9.02/-3.80	28.87/16.21
12 月最高/最低价 (港元)			478.40/262.20
总股本 (万股)			926,738.30
流通 H 股 (万股)			926,738.30
总市值 (亿港元)			35,104.85
流通市值 (亿港元)			37,644.11
近 3 月日均成交量 (万)			2309.45
主要股东			
MIH TC Holdings Limited			24.43%

股价表现



相关研究报告

从长期来看，电商 GMV 是影响广告规模的重要因素，但当前微信聚焦基础设施建设，距离变现天花板仍有相当大的距离，短期无需担忧行业环境。8 月腾讯发布公告将视频号小店升级为微信小店，继续完善微信生态内的电商基础设施。管理层在电话会中表示，基础设施标准化后可以降低消费者与电商商家的交易成本，例如小程序构建后 GMV 更倾向于自然增长，单季度 2 万亿 GMV 中相当比例为服务消费，用户即使线下交易也通过微信支付结算，反映标准化基础设施能够赢得用户信任，从而为交易规模增长奠定基础。管理层提到，视频号 Ad load 达到 10% 左右时（同行的 2/3），内循环电商才会成为广告增长的决定性因素，而目前视频号 Ad load 远未达到类似水平，因此目前的广告增长趋势与电商变现的进展关联度不大，也就是后续数年仍然可以维持健康、可持续的超额增长。

与淘宝/天猫合作进展良好，后续仍有巨大的合作空间，不排除后续与其他平台开放合作，关注微信的生态引力。淘宝/天猫与微信互通仍处于初步阶段，10 月以来的数据显示微信支付在淘宝的良好采用率，这次合作对双方均是有利的，对微信而言丰富了整体电商 GMV 和收入，且可以给淘宝带去一些新增用户。但需要强调的是，开放合作的进程不是一蹴而就的，背后的工程、合规努力可能会影响开放的进度。管理层强调微信在过程中需要规范很多设计和协议，以确保用户体验得到良好的保护，例如，不会有很多垃圾邮件针对微信用户。例如，在合规性方面，微信需要确保所有商家都经过适当审核流程以符合规定。这些需要腾讯与阿里共同努力解决。这些因素导致微信生态的合作是一个非标准化的过程，很难批量快速复制到其他平台，但微信的生态引力无需担忧，后续的合作空间仍然广阔，只是节奏上预计有所放缓。

AI 商业化落地的明确场景是广告定位以及内容推荐，GPU 租赁及 API 服务进度仍然落后于美国 CSP。与 Meta 提出的 AI RoadMap 类似，内容推荐能带来额外的用户留存时间，并提高用户参与度（点赞、评论、转发等），这对应广告收入和运营数据的直接改善。管理层提到 Gen AI 驱动的广告定位、内容推荐在视频号已经开始规模化部署。云业务方面，AI 占腾讯云 IaaS 收入比例达到 Teens（12%+），但绝对收入上少于美国云厂商，主要由于 1）国内企业市场相对较小，2）国内 SaaS 生态系统不够成熟；3）AI 初创企业比较小。腾讯内部也在测试将 AI 融入到生产流程，管理层正在看到越来越多的采用，跨越不同的产品和服务，可能还需要几个季度的时间才能看到真正规模化的使用案例。

FBS 中支付业务受结构调整&消费疲软拖累，但宏观政策刺激有望在一段时间后扭转支付业务趋势。3Q24 微信支付表现弱于大盘，差距主要是由于 1）年内剔除低毛利率业务，对交易量有一些影响；2）微信支付的覆盖范围并不完整不代表大盘，另一方面，3Q24 订单量实际上同比增长 10%+，支付收入下降主要由于单均价值的变化。关于经济环境，3Q24 看到单均交易价格逐月年同比下降，但国内宏观经济政策出台后 10 月数据有所改善，管理层认为中国经济预计会重新加速，但现有政策的落地需要一些时间，对应单均支付价格重回增长可能需要一定时间（4Q24 未必能见到）。

投资建议：整体而言，游戏业务递延周期+25 年产品释放，仍处于回升趋势；广告业务管理层强调视频号稳健释放商业化的节奏，可持续贡献广告超额增长，尽管经济环境的改善可能需要时间；FBS 中理财受 MMF AUM 提升带动，云业务走出基数效应+利润率改善，支付受消费疲软压制。因此，腾讯预计可实现收入稳健增长，利润端继续维持 Mid/High-Teens 的增速展望，r/r 具备较好吸引力。维持“买入”评级。

风险分析

监管风险：由于公司各项业务不同程度受监管影响，例如游戏业务产品周期受版号发行节奏影响，金融科技与企业服务受行业特定监管的制约，因此监管的变化可能对公司业务造成不同程度的影响。

宏观或行业环境变化：由于公司部分业务处于探索期或成长期，业务模式尚未成熟，同时宏观、行业环境可能发展变化，因此当前时点对未来的预判多数依赖上述环境变化不大或基本稳定的假设。若宏观、行业环境发生较大变化，公司业务受到的影响可能超出我们的预期范围。

竞争加剧风险：公司部分业务如视频号、云服务、金融科技等面临主要互联网平台企业的直接竞争，同时还存在潜在的竞争对手入局的风险。

报表预测

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	565,989.00	518,446.00	623,368.10	693,249.57	778,105.16
现金	159,522.00	176,138.00	211,533.59	241,809.17	283,077.63
应收票据及应收账款合计	45,467.00	46,606.00	55,565.06	61,121.56	67,233.72
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	65,966.00	77,782.00	77,319.30	85,051.23	93,556.36
存货	2,333.00	456.00	1,317.87	1,362.41	1,432.04
其他流动资产	292,701.00	217,464.00	277,632.27	303,905.20	332,805.42
非流动资产	1,012,142.0	1,058,800.0	1,219,859.5	1,377,235.8	1,563,095.4
长期投资	252,715.00	261,665.00	261,665.00	261,665.00	261,665.00
固定资产	53,978.00	53,232.00	129,225.65	286,535.97	452,329.63
无形资产	85,641.00	89,150.00	74,291.67	59,433.33	44,575.00
其他非流动资产	619,808.00	654,753.00	754,677.27	769,601.54	804,525.81
资产总计	1,578,131.0	1,577,246.0	1,843,227.6	2,070,485.4	2,341,200.6
流动负债	434,204.00	352,157.00	450,624.32	476,968.41	509,508.93
短期借款	11,580.00	41,537.00	41,537.00	41,537.00	41,537.00
应付票据及应付账款合计	102,827.00	115,109.00	112,040.14	115,826.13	121,746.14
其他流动负债	319,797.00	195,511.00	297,047.18	319,605.28	346,225.79
非流动负债	361,067.00	351,408.00	364,332.40	372,403.02	380,627.17
长期借款	312,337.00	292,920.00	302,920.00	307,920.00	312,920.00
其他非流动负债	48,730.00	58,488.00	61,412.40	64,483.02	67,707.17
负债合计	795,271.00	703,565.00	814,956.72	849,371.43	890,136.10
少数股东权益	61,469.00	65,090.00	67,387.16	70,252.75	73,669.75
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	721,391.00	808,591.00	808,591.00	808,591.00	808,591.00
留存收益	0.00	0.00	152,292.80	342,270.24	568,803.76
归属母公司股东权益	721,391.00	808,591.00	960,883.80	1,150,861.2	1,377,394.7
负债和股东权益	1,578,131.0	1,577,246.0	1,843,227.6	2,070,485.4	2,341,200.6

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	146,091.00	221,962.00	249,694.87	284,651.71	369,559.20
净利润	188,709.00	118,048.00	174,133.66	217,222.78	259,021.51
折旧摊销	61,216.00	59,008.00	38,940.41	72,623.74	114,140.41
财务费用	760.00	-1,540.00	7,679.98	8,067.00	7,443.91
其他经营现金流	-104,594.00	46,446.00	28,940.82	-13,261.81	-11,046.62
投资活动现金流	-104,871.00	-125,161.00	-197,075.60	-226,929.38	-296,775.85
资本支出	52,167.00	37,649.00	197,075.60	226,929.38	296,775.85
其他投资现金流	-157,038.00	-162,810.00	-394,151.20	-453,858.76	-593,551.70
筹资活动现金流	-59,953.00	-82,573.00	-17,223.68	-27,446.75	-31,514.90
短期借款	-7,423.00	29,957.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	29,811.00	-19,417.00	10,000.00	5,000.00	5,000.00
其他筹资现金流	-82,341.00	-93,113.00	-27,223.68	-32,446.75	-36,514.90
现金净增加额	-18,733.00	14,228.00	35,395.59	30,275.58	41,268.46

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	554,552.00	609,015.00	676,006.65	743,607.32	817,968.05
营业成本	315,806.00	315,906.00	323,685.50	334,623.29	351,726.26
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	29,229.00	34,211.00	33,800.33	34,949.54	36,808.56
管理费用	106,696.00	103,525.00	106,883.41	111,541.10	118,605.37
研发费用	760.00	-1,540.00	7,679.98	8,067.00	7,443.91
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-16,129.00	5,800.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-16,129.00	5,800.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	85,932.00	162,713.00	203,957.42	254,426.39	303,383.95
其他非经营损益	124,293.00	-1,389.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	210,225.00	161,324.00	203,957.42	254,426.39	303,383.95
所得税	21,516.00	43,276.00	29,823.76	37,203.60	44,362.44
净利润	188,709.00	118,048.00	174,133.66	217,222.78	259,021.51
归属母公司净利润	188,243.00	115,216.00	171,836.50	214,357.19	255,604.51
EBITDA	272,201.00	218,792.00	250,577.81	335,117.12	424,968.27
EPS (元)	20.31	12.43	18.54	23.13	27.58

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-0.99	9.82	11.00	10.00	10.00
归属于母公司净利润(%)	-17.16	-37.44	47.51	24.74	19.24
获利能力					
毛利率(%)	43.05	48.13	52.12	55.00	57.00
净利率(%)	34.03	19.38	25.76	29.21	31.67
ROE(%)	26.09	14.25	17.88	18.63	18.56
ROIC(%)	7.39	12.14	16.76	18.46	19.12
偿债能力					
资产负债率(%)	50.39	44.61	44.21	41.02	38.02
净负债比率(%)	21.00	18.12	12.93	8.82	4.92
流动比率	1.30	1.47	1.38	1.45	1.53
速动比率	0.69	0.90	0.80	0.84	0.90
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.39	0.37	0.36	0.35
应收账款周转率	12.20	13.07	12.17	12.17	12.17
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	20.31	12.43	18.54	23.13	27.58
每股经营现金流(最新摊薄)	15.76	23.95	26.94	30.72	39.88
每股净资产(最新摊薄)	77.84	87.25	103.68	124.18	148.63
估值比率					
P/E	19.88	32.48	21.78	17.46	14.64
P/B	5.19	4.63	3.89	3.25	2.72
EV/EBITDA	0.93	1.23	1.01	0.71	0.50

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，7 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及海外 TMT 龙头公司研究，2021 年加入中信建投，2022-2023 年新财富海外研究最佳研究入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名团队成员。

许悦

海外研究员，南洋理工大学硕士，专注于港美股互联网与美股软件研究，2022 年加入中信建投海外前瞻组，2023 年新浪金麒麟港股及海外市场菁英分析师第二名，2023 第十七届水晶球最佳分析师海外行业入围。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk