

2024年11月14日

騰訊控股(700.HK)

SDICS

公司动态分析

证券研究报告

互动媒体与服务

Q3 利润超预期，后续增长有望持续

事件：腾讯控股发布公司 2024 财年 Q3 财季，期间收入同比增长 8% 至 1671.9 亿元，三大业务板块尤其是游戏与广告均实现稳健增长。细分来看增值服务收入同比增长 9% 至 827.0 亿元，广告营销服务收入同比增长 17% 至 299.9 亿元，金融科技及企业服务收入同比增长 2% 至 530.9 亿元；综合毛利率企稳 53% 水平，受益于分占联营公司及合营公司盈利净额增长与有效税率的下降，Q3 公司的 Non-GAAP 归母净利润为 598.1 亿同比增长 33%，利润大超市场预期。

报告摘要

业务矩阵数据依旧稳健增长 2024Q3 微信及 WeChat 的合并月活跃账户数为 13.82 亿，同比增加 3%。QQ 的移动终端月活跃账户数为 5.62 亿，同比增加 0.7%。在腾讯的各项业务中，小程序交易生态活跃，2024Q3 的交易额超 2 万亿元，同比增长十几个百分点，得益于在点餐、电动车充电及医疗服务等应用场景中有更好的覆盖与更优的解决方案。

本土游戏表现带动游戏板块强势增长 2024Q3，腾讯的游戏业务收入实现强劲增长。网络游戏业务收入为 518 亿元，同比增长 12.6%。其中，本土市场游戏收入同比增长 14% 至 373 亿元，得益于包括《无畏契约》《王者荣耀》《和平精英》及《DNF》等游戏的驱动。国际市场游戏收入为 145 亿元，同比增长 9% 创季度新高，主要由 Supercell 的《Brawl Stars》以及《PUBG MOBILE》《VALORANT》的突出表现所推动。

B 端业务表现整体向好 Q3 营销服务业务收入同比增长 17% 至 299.9 亿元。这一增长主要得益于广告主对视频号、小程序及微信搜一搜广告的强劲需求，以及巴黎奥运会相关品牌广告的小幅贡献。金融科技与企业服务业务收入为 530.9 亿元，同比增长 2%，其中理财服务收入因用户规模扩张和客户资产增长而同比增加，而支付服务收入则因消费支出疲软而出现下降。企业服务业务收入同比上升，原因是云服务收入及商家技术服务费的增长。

投资建议 受益于游戏业务强势表现，以及微信商业化的顺利推进，公司的利润率水平预计将会持续保持高位。我们采用 SOTP 估值法，基于 2024 年预估增值服务 16xPE、广告业务 20xPE 和金融企业及云服务 10xPS，以及 0.9 倍的估值系数，给予公司 496.8 港元，对应 2024 年/2025 年预计 PE 分别为 19.4x 与 17.7x，较最近收市价格 23.0% 的涨幅，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济状况的变化，新老游戏产品表现不达预期风险，国际业务风险，监管不确定性风险。

财务及估值摘要

(年结 31/12; RMB 百万)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	554,558	608,940	660,391	727,786	802,105
同比变动	-1.0%	9.8%	8.4%	10.2%	10.2%
调整后归母净利润 (百万元人民币)	115,649	157,688	221,330	241,833	270,694
每股 Non-GAAP 盈利 (元人民币)	12.4	16.9	23.7	25.9	29.0
同比变动	-11.3%	36.4%	40.4%	9.3%	11.9%
基于 403.8 港元的市盈率 (估)	30.1	22.1	15.7	14.4	12.9
基于 403.8 港元的市净率 (估)	4.8	4.3	3.3	2.6	2.6
净利率	34.0%	19.4%	29.2%	30.6%	31.1%

数据来源：公司公告，国证国际预测

投资评级：

买入

维持评级

6 个月目标价

496.8 港元

股价 2024-11-13

403.8 港元

总市值(百万港元)	37,421.6
流通市值(百万港元)	37,421.6
总股本(百万股)	9,267.4
流通股本(百万股)	9,267.4
12 个月低/高(港元)	260/478.4
平均成交(百万港元)	7,704.8

股东结构

MIH	24.4%
马化腾	8.6%
其他股东	67.0%
总共	100.0%

股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-1.4	-6.3	17.2
绝对收益	-7.4	9.6	31.2

数据来源：彭博、港交所、公司

汪阳 资讯科技行业分析师

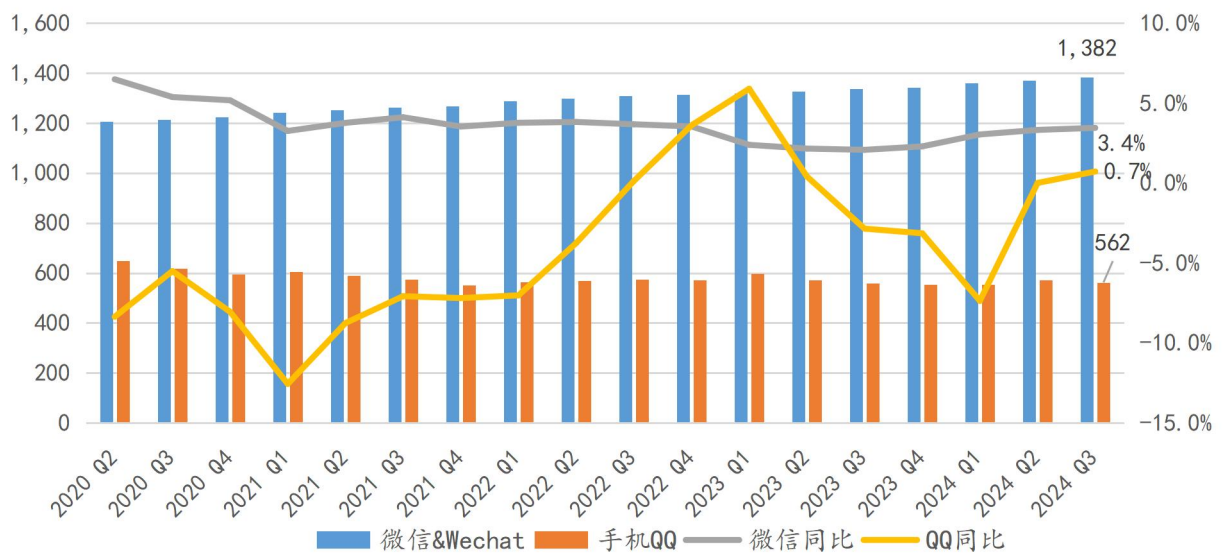
+852-22131400

alexwang@sdicsi.com.hk

1. 业务矩阵经营数据稳健增长

2024Q3 微信及 WeChat 的合并月活跃账户数为 13.82 亿，同比增加 3%。QQ 的移动终端月活跃账户数为 5.62 亿，同比增加 0.7%。在腾讯的各项业务中，小程序交易生态活跃，2024Q3 的交易额超 2 万亿元，同比增长十几个百分点，得益于在点餐、电动车充电及医疗服务等应用场景中有更好的覆盖与更优的解决方案。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，其在商业化检索量与点击率均实现了同比增长。此外，QQ 团队全面升级了平台后端基础设施，并增加和推广了腾讯频道等新功能，推动 QQ 的移动终端月活跃账户数于 2024Q3 同比增长回正。音乐付费会员数量同比增长 16% 至 1.19 亿，得益于推荐算法优化、内容扩充和音质提升，长视频付费会员数量达 1.16 亿，同比增长 6%，主要受益于热门的动画与剧集内容。

图表 1: 微信&WeChat、手机 QQ 月活用户季度数据



资料来源: 公司公告, 国证国际整理

2. 本土游戏表现强劲带动游戏业务收入超预期

2024Q3, 腾讯的游戏业务收入实现强劲增长。网络游戏业务收入为 518 亿元, 同比增长 12.6%。其中, 本土市场游戏收入同比增长 14% 至 373 亿元, 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》等游戏的驱动。国际市场游戏收入为 145 亿元, 同比增长 9% (或按固定汇率计算增长 11%), 创季度新高, 主要由 Supercell 的《Brawl Stars》以及《PUBG MOBILE》《VALORANT》的突出表现所推动。

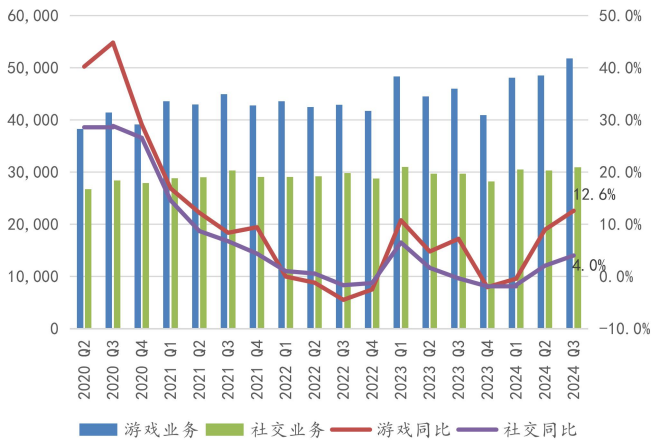
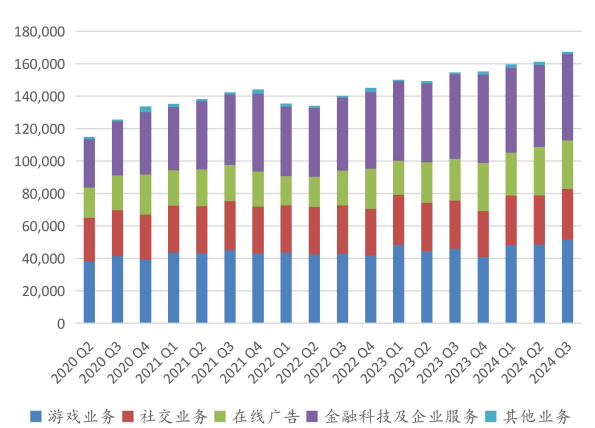
具体来看, 《王者荣耀》《和平精英》作为旗舰长青游戏, 二者在三季度的游戏流水延续二季度的复苏势头, 实现健康的同比增长。《王者荣耀》在九周年庆典上宣布其日活跃用户数再度超过 1 亿; SensorTower 数据显示, 因新赛季更新及高质量皮肤的推出, 《和平精英》9 月的流水同比大增 24%。

《火影忍者》手游今年 5 月日活跃用户数达到 1000 万后, Q3 季均日活跃用户数再创新高。据 SensorTower, 其 Q3 流水同比增长 16%。发布仅一年多时间的《无畏契约》亦跻身长青游戏行列, 财报披露 Q3 该游戏的季均日活跃用户创新高。

今年 9 月底上线的《三角洲行动》已展现了成为长青游戏的潜力, 该游戏首周注册用户数突破 2500 万, 并实现较高的用户日均使用时长和留存率。

在国际市场方面, Supercell 的《Brawl Stars》《PUBG MOBILE》和《VALORANT》表现突出。Sensor Tower 数据显示, Supercell 旗下的《Brawl Stars》与《爆裂小队》(Squad Busters) 等游戏的亮眼表现, 推动 Supercell 三季度的流水同比增长 95%, 其中《Brawl Stars》三季度流水同比增长达 7 倍。《PUBG MOBILE》在 9 月重夺中国出海手游下载榜

首位,《VALORANT》今年8月在5个关键国家发布主机版后,流水同比增长超30%。国际市场游戏收入增速落后于游戏流水增速,是因为部分游戏的留存率提高,公司相应地延长了收入的递延周期。

图表 2: 游戏与社交业务季度趋势

图表 3: 按业务分部季度收入趋势


资料来源: 公司公告, 国证国际研究整理

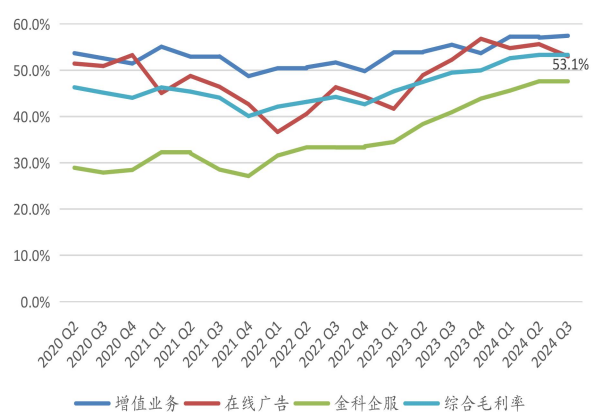
资料来源: 公司公告, 国证国际研究整理

3. 广告业务超预期, 毛利率高位企稳

Q3 营销服务业务收入同比增长 17%至 299.9 亿元。这一增长主要得益于广告主对视频号、小程序及微信搜一搜广告的强劲需求, 以及巴黎奥运会相关品牌广告的小幅贡献。尽管房地产和食品饮料行业广告支出减少, 但游戏和电商行业的广告投入有所增加。金融科技与企业服务业务收入为 530.89 亿元, 同比增长 2%。金融科技服务收入总体保持稳定, 其中理财服务收入因用户规模扩张和客户资产增长而同比增加, 而支付服务收入则因消费支出疲软而出现下降。企业服务业务收入同比上升, 原因是云服务收入及商家技术服务费的增长。

期间腾讯的毛利率表现良好, Q3 腾讯营收 1671.9 亿元, 毛利为 888.2 亿元, 同比增长 16%, 毛利率由去年同期的 49%提升至 53%, 主要原因包括本土市场游戏、视频号及微信搜一搜等高毛利率收入来源的增长, 以及云服务盈利能力的提升。

图表 4: 在线广告与金融科技企业服务收入表现

图表 5: 各业务分布毛利率


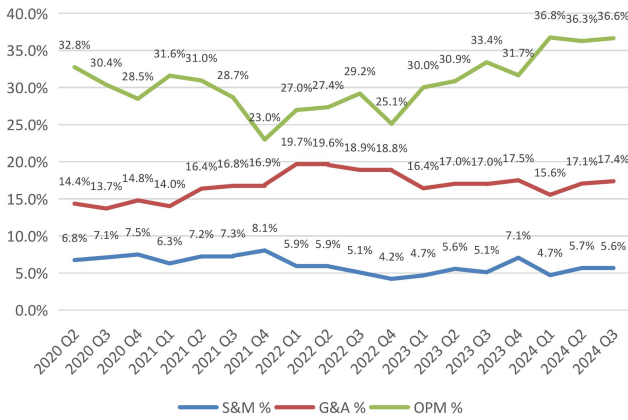
资料来源: 公司公告, 国证国际研究整理

资料来源: 公司公告, 国证国际研究整理

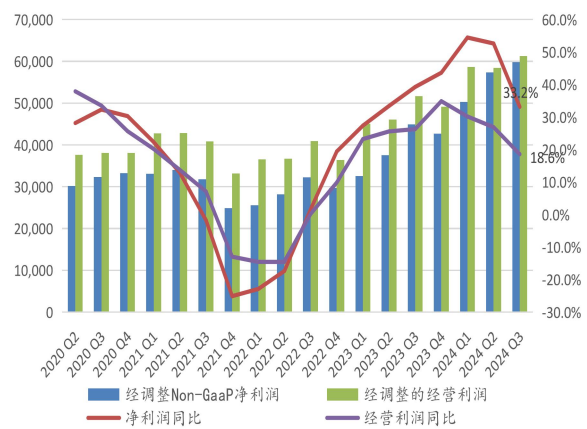
4. 费用率稳定, 有效税率下降和联营公司收益驱使净利润超预期

Q3 费用率整体表现平稳, 第三季度, 腾讯的销售及市场推广开支为 94 亿元, 同比增长 19%, 主要是由于为了支持本土市场及国际市场新游戏而加大推广力度。一般及行政开支为 291 亿元, 同比增长 11%, 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, 费用率水平环比保持稳定。

Q3 腾讯分占联营公司的收益超过 60 亿元，比去年同期的 21 亿元增加大约 39 亿元，联营公司收益的增长主要由于若干国内联营公司及若干海外游戏工作室联营公司的业务表现提升。期间公司所得税开支为 89 亿元，同比下降 19%，主要由于上年同期预提所得税拨备的高基数影响。受益于联营公司收益与所得税的超预期表现，Q3 腾讯实现经调整的净利润 598 亿元，同比增长 33% 大超预期。

图表 6：销售费率、管理费率与经营利润率


资料来源：公司公告，国证国际研究整理

图表 7：经调整净利润与经营利润


资料来源：公司公告，国证国际研究整理

5. 持续回购提升股东价值

腾讯于 2024 年 11 月 13 日表示，今年设立的股票回购目标为 1000 亿港元，目前已完成略高于 900 亿港元，预计全年将超过 1000 亿港元的目标。2024 年一季度腾讯累计回购 148 亿港元，二季度回购金额达 375 亿港元，三季度回购 359 亿港元。大规模回购可提振投资者信心，增强股东回报。

附表：财务报表预测

损益表						财务分析				
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>				
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测
收入	554,558	608,940	660,391	727,786	802,105	盈利能力				
毛利	238,746	293,109	348,981	386,705	428,945	毛利率 (%)	43.1%	48.1%	52.8%	53.1%
其他业务净额	8,006	4,701	6,352	7,278	9,625	EBITDA 利率 (%)	31.3%	31.7%	34.2%	36.4%
销售及管理费用	-135,925	-137,736	-147,180	-144,102	-157,213	净利率 (%)	34.0%	19.4%	29.2%	30.6%
营运收入	110,827	160,074	208,153	249,881	281,358	营运表现				
财务开支	-9,352	-12,268	-13,115	-13,115	-13,115	销售及管理费用/收入 (%)	24.5%	22.6%	22.3%	19.8%
联营公司等	211,571	168,891	241,041	284,135	315,791	实际税率 (%)	10.2%	26.8%	17.6%	20.0%
税前盈利	210,225	161,324	234,278	278,298	312,301	股息支付率 (%)	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
所得税	-21,516	-43,276	-41,169	-55,660	-62,460	ROA	11.8%	7.3%	10.6%	10.3%
净利润	188,709	118,048	193,109	222,638	249,841	ROE	22.7%	13.9%	17.5%	15.6%
少数股东应占利润	466	2,832	3,004	3,463	3,887	应收账款天数	78.0	77.1	75.9	71.3
本公司股东应占利润	188,243	115,216	190,105	219,175	245,955	应付账款天数	222.0	222.0	222.0	223.0
折旧及摊销	-55,392	-52,544	-50,821	-49,841	-49,346	财务状况				
利息收入	8,592	13,808	16,220	17,875	19,700	总负债/总资产	0.50	0.45	0.35	0.32
EBITDA	173,756	193,010	225,968	265,061	294,218	收入/净资产	0.71	0.70	0.51	0.48
增长						经营性现金流/收入	0.42	0.29	0.37	0.38
总收入 (%)	-1.0%	9.8%	8.4%	10.2%	10.2%	税前盈利对利息倍数	18.58	15.73	17.23	20.21
归母净利润 (%)	-18.7%	-38.8%	65.0%	15.3%	12.2%	有息负债/总负债	22.0%	28.1%	27.7%	26.8%
资产负债表						现金流量表				
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>				
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测
现金	264,298	362,121	834,197	1,035,122	1,261,352	EBITDA	173,756	193,010	225,968	265,061
应收账款	122,152	135,017	139,678	144,804	150,444	净融资成本	760	-1,540	-3,105	-4,760
存货	2,333	456	502	552	607	营运资金变化	-14,495	9,305	5,389	5,927
其他流动资产	177,206	20,852	20,852	20,852	20,852	所得税	-21,516	-43,276	-41,169	-55,660
总流动资产	565,989	518,446	995,228	1,201,330	1,433,255	其他	91,861	20,858	59,131	63,078
固定资产	72,024	70,411	134,064	145,989	156,930	营运现金流	230,366	178,357	246,214	273,646
无形资产	161,802	177,727	72,826	68,021	64,697	资本开支	-60,000	-60,000	-60,000	-60,000
长期投资	246,043	253,696	253,696	253,696	253,696	其他投资活动	2,866	18,268	16,220	17,875
银行存款及其他	493,289	514,380	514,380	514,380	514,380	投资活动现金流	-57,134	-41,732	-43,780	-42,125
总资产	1,578,131	1,577,246	2,018,320	2,234,581	2,477,159	负债变化	-114,815	7,695	0	0
应付账款	153,520	177,543	187,638	198,742	210,957	股本变化	-6,163	-28,425	0	0
短期银行借款	11,580	41,537	41,537	41,537	41,537	股息	-14,037	-8,591	-14,176	-16,343
其他短期负债	269,104	133,077	133,077	133,077	133,077	其他融资活动	-10,828	-10,199	-14,253	-14,253
总短期负债	434,204	352,157	362,252	373,356	385,571	融资活动现金流	-145,843	-39,520	-28,428	-30,596
长期银行借款	163,668	155,819	155,819	155,819	155,819	现金变化	27,389	97,105	174,005	200,925
其他负债	361,067	351,408	351,408	351,408	351,408	期初持有现金	345,897	373,286	470,391	644,396
总负债	795,271	703,565	713,660	724,764	736,979	汇兑变化	0	0	0	0
少数股东权益	61,469	65,090	69,361	74,067	74,067	期末持有现金	373,286	470,391	644,396	845,321
股东权益	782,860	873,681	1,304,660	1,509,817	1,740,180					
每股账面值(摊薄)	83.99	93.73	139.97	161.98	186.70					
营运资产	131,785	166,289	632,976	827,974	1,047,684					

数据来源：国证国际研究预测

客户服务热线

香港：22131888

国内：4008695517

免责声明

本报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼电话：+852-22131000 传真：+852-22131010