

证券研究报告

公司研究

公司点评

腾讯控股 (0700.HK)

投资评级 买入

上次评级 买入

冯翠婷 传媒互联网行业 首席分析师

执业编号: S1500522010001

联系电话: 17317141123

邮箱: fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦

B座

邮编: 100031

腾讯控股 24Q3 业绩点评：游戏业务增长强劲，视频号商业化仍有较大提升潜力

2024 年 11 月 22 日

事件：腾讯 2024Q3 实现营收 1672 亿元，同比增长 8%，Non-IFRS 经营利润 613 亿元，同比增长 19%，Non-IFRS 归母净利润 598 亿元，同比增长 33%。

点评：

增值业务：游戏业务增长强劲，得益于长青游戏表现稳健及新游贡献。 24Q3 公司游戏业务实现收入 518 亿元，同比增长 13%，本季度递延收入余额 1131 亿元，同比增长 yoy+23%，环比增长 1%，创历史新高，有望为后续收入的增长提供坚实支撑。其中，国内游戏收入 373 亿元，同比增长 14%，增速显著提升。旗舰长青游戏《王者荣耀》及《和平精英》流水实现了健康的同比增长；其他长青游戏《火影忍者》手游及《无畏契约》季均日活创新高；首款多端第一人称射击游戏《三角洲行动》上线后实现了较高的用户日均使用时长和留存率，展示了长青潜力。国际游戏收入 145 亿元，同比增长 9%，《PUBG MOBILE》及《荒野乱斗》在内的游戏表现强劲。《VALORANT》从个人电脑端拓展到 PlayStation 和 Xbox，在五个关键国际市场推出了主机版本，Q3 流水实现同比超 30% 的增长。国际市场游戏收入增速较流水增速低，主要系部分游戏留存率提高，公司相应延长了收入递延周期。社交网络收入同比增长 4% 至 309 亿元，音乐付费会员数同比增长 16% 至 1.19 亿；腾讯视频付费会员数同比增长 6% 至 1.16 亿。

营销服务：视频号表现亮眼，广告商业化仍有较大提升潜力。 24Q3 公司营销服务实现收入 300 亿元，同比增长 17%，主要得益于视频号、小程序及微信搜一搜广告的拉动，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。宏观环境承压下公司广告业务呈现出较强韧性，但视频号广告商业化内容整体仍较克制，Ad load 仅为低个位数，有较大的提升潜力。24Q3 QQ MAU 同比增长回正，微信及 WeChat 的合并月活跃账户数进一步增至 13.82 亿，环比净增 1100 万。

金融科技与企业服务：持续加码 ToB 业务。 24Q3 公司 FBS 业务实现收入 531 亿元，同比增长 2%，金融科技服务收入同比基本保持稳定，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，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，主要系云服务收入及商家技术服务费增长。24Q3 小程序实现超 2 万亿元 GMV，同比增长十几个百分点，在点餐、电动车充电及医疗服务等应用场景中均实现更好的覆盖与更优的解决方案。视频号商家技术服务费贡献持续提升，视频号小店升级为微信小店，电商交易生态不断完善。公司发布了使用异构混合专家架构(MoE)的升级版基础模型腾讯混元 Turbo，训练和推理效率提升一倍，推理成本减半。

投资建议：考虑公司游戏业务增长强劲，广告商业化潜力仍有较大的提升空

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

间，FBS 业务持续坚定投入，我们预计公司 FY2024-2026 年营收分别为 6571/7178/7766 亿元，同比增长 7.9%/9.2%/8.2%，Non-IFRS 归母净利润分别为 2226/2517/2753 亿元，同比增长 41.1%/13.1%/9.4%，对应 Non-IFRS 口径下 PE 分别为 16/14/13x，维持“买入”评级。

风险因素：短视频平台挤压；游戏产品上线效果未及预期；平台经济监管趋严等。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	554,609	609,027	657,143	717,754	776,610
同比（%）	-1.0%	9.8%	7.9%	9.2%	8.2%
归母净利润 （Non-IFRS）（百万 元）	115,649	157,688	222,565	251,679	275,278
同比（%）	-6.6%	36.4%	41.1%	13.1%	9.4%
毛利率（%）	43.0%	48.1%	52.8%	53.8%	54.0%
ROE%	24.6%	15.1%	19.7%	20.1%	19.6%
EPS(摊薄)(元)	20.31	12.43	18.12	20.98	23.67
P/E（倍）	30.19	22.14	15.69	13.87	12.68
P/B(倍)	4.84	4.32	3.91	3.36	2.90

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 11 月 21 日收盘价

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	565,989	518,446	564,745	702,969	864,627
现金及等价物	156,739	172,320	205,961	330,734	478,817
限制性现金	2,783	3,818	3,818	3,818	3,818
短期存款	104,776	185,983	185,983	185,983	185,983
应收账款	45,467	46,606	51,975	57,459	63,080
存货	2,333	456	593	771	1,002
其他	253,891	109,263	116,415	124,204	131,928
非流动资产	1,012,142	1,058,800	1,110,315	1,133,908	1,148,234
固定资产净额	63,207	66,815	88,961	81,447	72,285
权益性投资	252,715	261,665	277,507	294,742	307,356
其他长期投资	427,214	457,494	468,192	479,424	491,218
商誉及无形资产	184,326	198,191	199,599	200,745	198,257
土地使用权	18,046	17,179	17,179	17,179	17,179
其他	66,634	57,456	58,878	60,371	61,939
资产总计	1,578,131	1,577,246	1,675,060	1,836,877	2,012,861
流动负债	434,204	352,157	366,063	380,523	393,542
短期借款	11,580	41,537	41,537	41,537	41,537
应交税金	18,186	22,036	24,471	24,939	25,225
其他	404,438	288,584	300,055	314,047	326,781
非流动负债	361,067	351,408	351,408	351,408	351,408
长期借款	312,337	292,920	292,920	292,920	292,920
其他	48,730	58,488	58,488	58,488	58,488
负债合计	795,271	703,565	717,471	731,931	744,950
少数股东权益	61,469	65,090	65,090	65,090	65,090
归属母公司股东权益	721,391	808,591	892,499	1,039,856	1,202,821
负债和股东权益	1,578,131	1,577,246	1,675,060	1,836,877	2,012,861

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	554,609	609,027	657,143	717,754	776,610
同比(%)	-1.0%	9.8%	7.9%	9.2%	8.2%
归母净利润(Non IFRS)	115,649	157,688	222,565	251,679	275,278
同比(%)	-6.6%	36.4%	41.1%	13.1%	9.4%
毛利率(%)	43.0%	48.1%	52.8%	53.8%	54.0%
ROE%	24.6%	15.1%	19.7%	20.1%	19.6%
EPS(摊薄)(元)	20.31	12.43	18.12	20.98	23.67
P/E	30.19	22.14	15.69	13.87	12.68
P/B	4.84	4.32	3.91	3.36	2.90
P/S	6.29	5.73	5.31	4.86	4.50

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	554,609	609,027	657,143	717,754	776,610
营业成本	315,863	315,918	310,262	331,636	357,205
毛利	238,746	293,109	346,881	386,117	419,404
利息收入	8,592	13,808	16,000	18,000	20,000
其他收益净额	124,293	-1,389	3,000	3,000	3,000
销售及营销费用	29,229	34,211	34,171	38,041	40,384
一般及行政费用	106,696	103,525	106,457	113,405	119,598
营业利润	235,706	167,792	225,253	255,671	282,423
财务成本净额	-9,352	-12,268	-8,194	-7,194	-9,194
投资净收益	-16,129	5,800	10,146	9,939	12,917
税前利润	210,225	161,324	227,205	258,416	286,146
所得税开支	-21,516	-43,276	-56,801	-62,020	-65,813
净利润	188,243	115,216	167,904	194,396	219,332
少数股东损益	466	2,832	2,500	2,000	1,000
归属母公司净利润	188,243	115,216	167,904	194,396	219,332
Non IFRS 营业利润	153,538	207,083	264,544	294,962	321,714
Non IFRS 归母净利	115,649	157,688	222,565	251,679	275,278

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	146,091	221,962	241,661	272,761	305,295
净利润	188,243	115,216	167,904	194,396	219,332
折旧摊销	61,216	59,008	59,752	67,782	77,466
营运资本变动	-18,472	19,233	-2,737	-681	-2,123
其它非现金调整	-84,896	28,505	16,742	11,264	10,619
投资活动现金流	-104,871	-125,161	-89,784	-68,210	-73,174
资本支出和购买无形资产	-50,324	-47,050	-80,806	-58,914	-63,317
定期存款净额	-26,992	-34,847	-80,706	0	0
其他	-19,700	2,595	-8,978	-9,295	-9,857
筹资活动现金流	-59,953	-82,573	-118,236	-79,778	-84,038
股权融资	-1,879	-3,112	0	0	0
借款	6,407	9,304	0	0	0
股息	-12,952	-20,983	-27,236	-34,778	-39,038
现金流净增加额	-18,733	14,228	33,641	124,773	148,083

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年东方财富 Choice 金牌分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业 3 年，创业 5 年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022 年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围 2021 年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021 年 21 世纪金牌分析师第四名，2021 年金麒麟奖第五名，2021 年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。美国康涅狄格大学金融硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业 2 年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业 3 年，覆盖传媒互联网赛道。2023 年加入信达证券研发中心，目前主要专注于美股研究以及结合海外映射对 A 股、港股的覆盖。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。