

腾讯控股 (00700.HK)

微信小程序开启社交裂变新模式，游戏广告等主业基本盘稳健

事件：1月6日，美国国防部发布最新版“中国涉军企业”（CMC/1260H）清单，将腾讯控股、宁德时代等中企新增列入，完整清单包括134家中企，被列入企业和美国国防部的采购和合同受限。对此腾讯发布声明表示：“公司并非中国军工企业，将其纳入清单是一个错误。此清单仅与美国国防采购事宜相关，不影响公司业务。公司会启动复议程序，必要时采取诉讼，将公司从名单中剔除”。

- 清单对基本面影响有限，短期波动下坚定看好公司基本盘。我们认为公司被列入的 CMC/1260H 名单不同于 NS-CMIC（非 SDN 军事综合体企业清单，禁止美国实体和个人参与清单内实体证券交易），短期内对公司证券交易层面影响有限。公司海外业务主要为游戏，核心壁垒在于以微信和 QQ 为基础的社交流量，基本面受制裁影响概率较小，公司业务与军工基本无相关性，参照小米，预计后续有望通过相关程序进行复议。同时，公司于 1 月 7 日公告斥资 15.01 亿港元回购股份 393 万股，24 年回购总金额达 1120 亿港元，短期股价或受市场情绪影响有所波动，但公司基本盘稳健，且回购动力有望进一步被激发，长期来看基本面稳中向好。
- 基本面稳健，游戏及广告业务表现亮眼。24Q3 公司本土市场游戏收入增长 14% 至 373 亿元，主要来自《王者荣耀》《和平精英》及《地下城与勇士：起源》的亮眼表现，《无畏契约》《火影忍者》手游季均日活跃用户创新高；广告方面，24Q3 实现收入 300 亿元，同比+17%，增长主要来自视频号、小程序及微信搜一搜广告产品，AI 持续赋能公司广告产品投放效率提升。
- 微信小程序灰测“送礼物”功能，蓝包有望开启社交电商裂变新模式。12 月 19 日，微信小程序开启“送礼物”功能灰测，支持除珠宝首饰、教育培训外全类目原价 1 万元以下的商品。此前微信小程序面临用户迁徙成本较高、用户数据及商品数据较少等问题，我们认为“送礼物”功能，有望以社交裂变的方式解决部分问题。2024 年年中，公司将视频号小店升级为微信小程序，其升级和流量打通是微信电商生态建设完善的重要一环。1 月 1 日，微信小程序升级私域激励，针对商家特定私域场景引流至微信小程序内的流量减免技术服务费率并发放电商成长卡。微信蓝包凸显了微信电商特有的强社交属性，叠加激励有望吸引更多优质商家入驻。结合 1 月 9 日微信公开课上或有相关话题探讨，以及春节期间送礼需求有望集中爆发，建议持续关注公测进度及产业链相关公司变化。
- 维持“强烈推荐”投资评级。我们认为公司主营业务稳健，本土游戏业务企稳，AI 赋能下广告等各业务条线效益显著提升，微信小程序升级下电商生态也逐步完善，“送礼物功能”有望实现社交裂变，同时高毛利业务占比上升有望持续支撑公司利润率改善。我们持续看好公司各细分业务发展带来的稳定盈利能力和优秀的股东回报可期。我们预期 2024-2026 年公司营收有望达到 6613、7152、7649 亿元，经调整净利润 2184、2446、2685 亿元，对应 PE 分别为 15.0、13.4、12.2x，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：互联网行业监管风险、游戏行业市场竞争加剧的风险、云计算行业竞争激烈等。

强烈推荐（维持）

TMT 及中小盘/传媒
目标估值：NA
当前股价：379.6 港元

基础数据

总股本（百万股）	9225
香港股（百万股）	9225
总市值（十亿港元）	3501.8
香港股市值（十亿港元）	3501.8
每股净资产（港元）	117.7
ROE（TTM）	18.6
资产负债率	43.1%
主要股东	MIH Internet Holdings B.V.
主要股东持股比例	24.43%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-1	28
相对表现	-4	-10	11



相关报告

- 1、《腾讯控股（00700）—国内游戏业务表现亮眼，AI 持续赋能广告等业务提效》2024-11-15
- 2、《腾讯控股（00700）—复盘腾讯二十年，每一次科技浪潮的坚定拥抱者》2024-10-21
- 3、《腾讯控股（00700）—游戏收入增速改善明显，利润端持续超预期》2024-08-19

顾佳 S1090513030002

✉ gujia@cmschina.com.cn

刘晓珊 研究助理

✉ liuxiaoshan@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	554552	609357	661321	715192	764850
同比增长	-1%	10%	9%	8%	7%
经调整净利润(百万元)	115649	157688	218432	244589	268465
同比增长	-7%	36%	39%	12%	10%
每股收益(元)	12.09	16.63	23.03	25.79	28.31
PE	28.7	20.8	15.0	13.4	12.2
PB	4.6	4.1	3.5	3.0	2.6

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	565989	518446	680334	851897	1043626
现金及现金等价物	156739	172320	322378	481642	662037
交易性金融资产	29241	14903	14903	14903	14903
其他短期投资	106009	191932	191932	191932	191932
应收账款及票据	45467	46606	50580	54700	58497
其它应收款	75452	88411	95950	103765	110968
存货	2333	456	448	475	497
其他流动资产	150748	3818	4144	4481	4792
非流动资产	1012142	1058800	1027674	1031299	1037730
长期投资	684725	719159	673410	665175	665175
固定资产	63207	66815	71929	82304	87058
无形资产	202372	215370	213388	211426	209484
其他	61838	57456	68947	72395	76014
资产总计	1578131	1577246	1708008	1883196	2081356
流动负债	434204	352157	346019	360995	382860
应付账款	102827	115109	113192	119807	125338
应交税金	18186	22036	22036	22036	22036
短期借款	11580	41537	40206	38598	46596
其他	301611	173475	170586	180554	188890
长期负债	361067	351408	351408	351408	351408
长期借款	312337	292920	292920	292920	292920
其他	48730	58488	58488	58488	58488
负债合计	795271	703565	697427	712403	734268
股本	0	0	0	0	0
储备	806299	721391	813331	946273	1101935
少数股东权益	61469	65090	64308	68859	73831
归属于母公司所有者权益	721391	808591	946273	1101935	1273257
负债及权益合计	1578131	1577246	1708008	1883196	2081356

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	146091	221962	209857	258717	283818
净利润	188243	115216	162529	186728	203942
折旧与摊销	61216	59008	60645	65287	74704
营运资本变动	(18472)	19233	(16638)	4285	2534
其他非现金调	(84896)	28505	3320	2417	2638
投资活动现金流	(104871)	(125161)	(10061)	(49204)	(61226)
资本性支出	(50850)	(47407)	(66017)	(75919)	(79715)
出售资产获得的现金	376	257	257	257	257
投资增减	334427	313825	(47731)	(10197)	(1942)
其它	(1536)	(125161)	7968	16262	16289
筹资活动现金流	(59953)	(82573)	(49739)	(50250)	(42196)
债务增减	438	2652	(1331)	(1608)	7998
股本增减	(28312)	(42697)	0	0	0
股利支付	12952	20983	29587	31066	32620
其它筹资	(19127)	(21545)	(18821)	(17575)	(17575)
其它调整	(25904)	(41966)	(59174)	(62133)	(65239)
现金净增加额	(11227)	15581	150058	159264	180395

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	554552	609357	661321	715192	764850
主营收入	554552	609015	660945	714778	764395
营业成本	315806	315906	310644	328798	343978
毛利	238746	293109	350301	385980	420417
营业支出	138729	140325	142103	153677	164345
营业利润	100017	153126	208574	232717	256528
利息支出	9985	12268	18821	17575	17575
利息收入	8592	13808	13808	13808	13808
权益性投资损益	(43667)	(295)	5200	5450	5650
其他非经营性损益	(15684)	451	451	451	451
非经常项目损益	170952	6502	16255	24383	24383
除税前利润	210225	161324	225467	259233	283244
所得税	21516	43276	58980	67954	74330
少数股东损益	466	2832	3958	4551	4972
经调整归母净利润	115649	157688	218432	244589	268465
EPS (元)	12.09	16.63	23.03	25.79	28.31

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业收入	-1%	10%	9%	8%	7%
营业利润	-14%	53%	36%	12%	10%
净利润	-7%	36%	39%	12%	10%
获利能力					
毛利率	43.1%	48.1%	53.0%	54.0%	55.0%
净利率	33.9%	18.9%	24.6%	26.1%	26.7%
ROE	26.1%	14.2%	17.2%	16.9%	16.0%
ROIC	4.1%	10.1%	12.4%	12.3%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	50.4%	44.6%	40.8%	37.8%	35.3%
净负债比率	20.5%	21.2%	19.5%	17.6%	16.3%
流动比率	1.3	1.5	2.0	2.4	2.7
速动比率	1.3	1.5	2.0	2.4	2.7
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	186.0	226.5	687.0	712.4	708.4
应收帐款周转率	4.7	4.8	4.7	4.7	4.7
应付帐款周转率	3.0	2.9	2.7	2.8	2.8
每股资料(元)					
每股收益	12.09	16.63	23.03	25.79	28.31
每股经营现金	15.27	23.41	22.13	27.28	29.93
每股净资产	75.39	84.50	98.89	115.16	133.06
每股股利	2.20	3.12	3.28	3.44	3.61
估值比率					
PE	28.7	20.8	15.0	13.4	12.2
PB	4.6	4.1	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	5.4	2.6	2.1	1.9	1.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。