

腾讯控股 (00700.HK)

优于大市

24Q4 前瞻：游戏加速增长，微信小店等带动广告潜力释放

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 互联网 · 互联网 II

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张伦可 0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

执证编码：S0980521120004

证券分析师：陈淑媛 021-60375431

chenshuyuan@guosen.com.cn

执证编码：S0980524030003

事项：

腾讯控股即将发布 2024 年四季度业绩公告。

国信互联网观点：

2024Q4，我们预计腾讯实现营收 1692 亿元，同比增长 9%。预计三季度网络广告稳健增长，游戏业务在递延影响下增速继续提升，金融科技业务受到宏观环境影响。具体来看：

①游戏方面，预计流水递延下网络游戏业务收入为 470 亿元，同比增长 15%。预计国内游戏收入同比增长 17%。新游戏来看，1) 国内公司重点游戏《DNF》11/12 月流水有所回升，主要系大型版本更新。截至 1 月 19 日，《DNF》在七麦 iOS 畅销游戏排行榜排名第 4。2) 9 月底上线的《三角洲行动》在上线后表现逐步变好，《三角洲行动》流水主要在 PC 端，但在移动端我们看到畅销榜排名低于免费榜，并且免费榜排名靠前，说明游戏商业化方面仍有空间。老游戏来看，基本盘稳固，预计《和平精英》《王者荣耀》流水同比小幅增长。海外延续较好增长，预计同比增长 11%。

②广告方面，预计腾讯网络广告收入为 343 亿元，同比增长 15%。视频号流量稳健增长，陆续开放更多广告位，我们预计当前广告加载率在 3%+。广告技术提升（AI、CPU 转 GPU 等）也继续驱动腾讯广告增长。微信电商当前尚未成为腾讯广告增长主要驱动，但未来空间大。我们预计当前微信电商体量（小程序电商+微信小店）体量接近 16000 亿，若以 3% 广告货币化率（与当前快手类似、抖音 8%）计算，微信电商中期有望带来约 500 亿左右广告收入。

③金融科技及企业服务收入预计同比增长 3%，支付业务主要受到宏观环境影响。

2024Q4，预计实现 Non-IFRS 下归母净利润 545 亿元，同比增长 28%；Non-IFRS 下归母净利润率 32%。从公司对 AI 投入来看，预计 Capex24 年占收比 7%+，我们预计 25 年继续维持在高个位数占比。从研发费用来看，由于投入有摊销，预计对研发费用影响有限。

投资建议：短期情绪受到美国清单影响，但整体业绩稳健，蕴含较大发展潜力。①电商：腾讯当前整体变现比较克制，发展空间仍大。目前腾讯还未充分涉足电商、本地生活等领域，但腾讯已经展现出在这些业务的禀赋。比如 24 年微信小店大一统，生态潜力逐步释放，“送礼物”功能出圈。②AI 方面：资本开支有所增加，“元宝”“ima”上线，微信融合 AI 小功能。AI 对腾讯广告业务的赋能，可能持续拉动广告业务毛利率提升和快速增长。考虑到游戏业务《DNF》四季度表现好于预期等，预计 2024-2026 年公司调整后净利润分别为 2219/2492/2733 亿元，上调幅度 1%/0%/0%。继续维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 预计四季度收入增长 9%，经调整归母净利润增长 28%

2024Q4，我们预计腾讯实现营收 1692 亿元，同比增长 9%。预计四季度网络广告稳健增长，游戏业务在递延影响下增速继续提升，金融科技业务继续受到宏观环境影响。具体来看：①游戏方面，在流水递延影响下，我们预计网络游戏增长 15%；②广告方面，预计视频号流量增长叠加广告技术提升将带动广告收入同

比增长 15%；③金融科技及企业服务收入预计同比增长 3%，支付业务主要受到宏观环境影响。

2024Q4，预计实现 Non-IFRS 下归母净利润 545 亿元，同比增长 28%；Non-IFRS 下归母净利润率 32%。从公司对 AI 投入来看，预计 Capex24 年占收比 7%+，我们预计 25 年继续维持在高个位数占比。从研发费用来看，由于投入有摊销，预计对研发费用影响有限。

表1：24Q4 腾讯主要财务指标前瞻（亿元）

	2023Q4	2024Q3	2024Q4E	YoY	QoQ	2025E	YoY	2026E	YoY
增值服务	691	827	763	10%	-8%	3387	7%	3484	3%
-网络游戏	409	518	470	15%	-9%	2128	9%	2253	6%
本土游戏	270	373	316	17%	-15%	1495	8%	1570	5%
海外游戏	139	145	154	11%	6%	633	10%	684	8%
-社交网络	282	309	293	4%	-5%	1259	4%	1230	-2%
广告	298	300	343	15%	14%	1384	15%	1552	12%
金融科技及企业服务	544	531	560	3%	6%	2203	4%	2313	5%
其他业务	19	14	26	35%	85%	109	35%	147	35%
总收入	1552	1672	1692	9%	1%	7083	8%	7496	6%
毛利	776	888	899	16%	1%	3871	11%	4150	7%
non-IFRS 下经营利润（新口径）	496	613	601	21%	-2%	2745	15%	3011	10%
Non-IFRS 下权益持有人应占净利润	427	598	545	28%	-9%	2492	12%	2733	10%
毛利率	50%	53%	53%	3%	0%	55%	2%	55%	1%
non-IFRS 下经营利润率	32%	37%	36%	4%	-1%	39%	2%	40%	1%
Non-IFRS 净利率	28%	36%	32%	5%	-4%	35%	1%	36%	1%

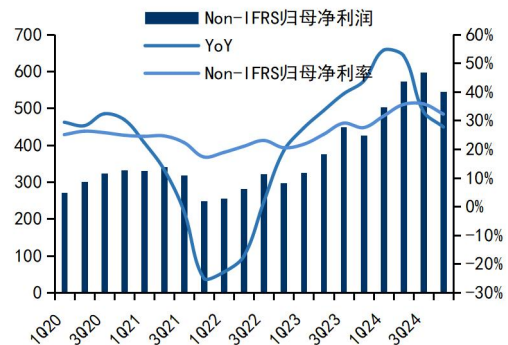
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

图1：腾讯营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

图2：腾讯 Non-IFRS 归母净利润及净利率（亿元、%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

◆ 网络游戏：四季度稳健增长

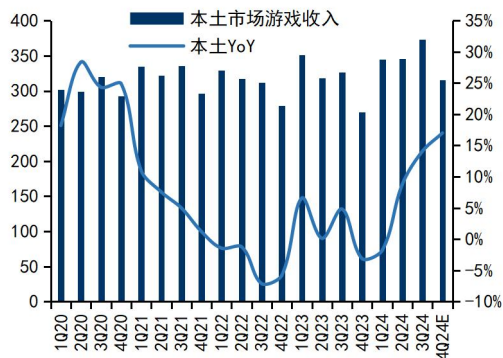
2024Q4，我们预计公司网络游戏业务收入为 470 亿元，同比增长 15%。增速环比提升主要系递延收入贡献。

- 预计国内游戏收入同比增长 17%。新游戏来看，1）国内公司重点游戏《DNF》11/12 月流水有所回升，主要系大型版本更新。截至 1 月 19 日，《DNF》在七麦 IOS 畅销游戏排行榜排名第 4。2）9 月底上线的《三角洲行动》在上线后表现逐步变好，《三角洲行动》流水主要在 PC 端，但在移动端我们看到

畅销榜排名低于免费榜，并且免费榜排名靠前，说明游戏商业化方面仍有空间。老游戏来看，基本盘稳固，预计《和平精英》《王者荣耀》流水同比小幅增长。

- 海外延续较好增长，预计同比增长 11%。从七麦数据来看，Supercell 的《荒野乱斗》四季度维持较好势头，但用户数环比较 24Q3 略有下降。

图3：腾讯本土市场游戏收入及增速（亿元、%）



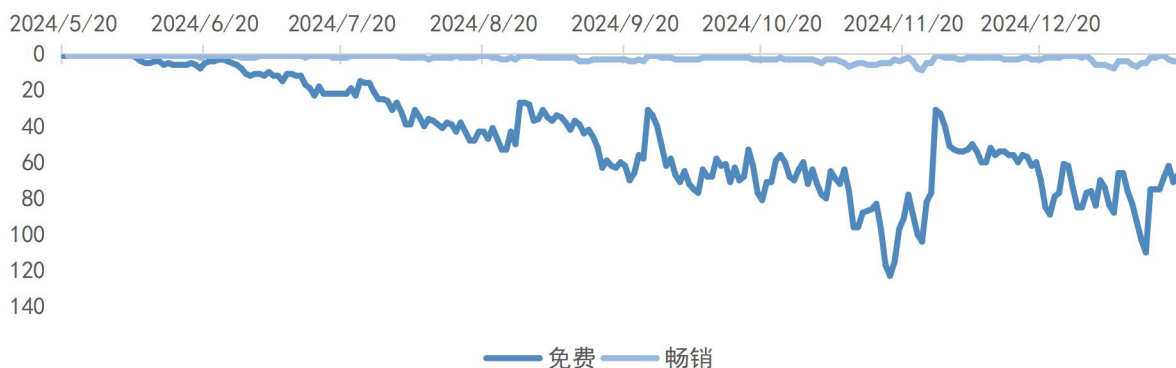
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

图4：腾讯海外市场游戏收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

图5：《DNF》手游 iOS 畅销榜/免费榜排名（截至 2025/01/19）



资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

图6：《三角洲行动》手游 iOS 畅销榜/免费榜排名（截至 2025/01/19）



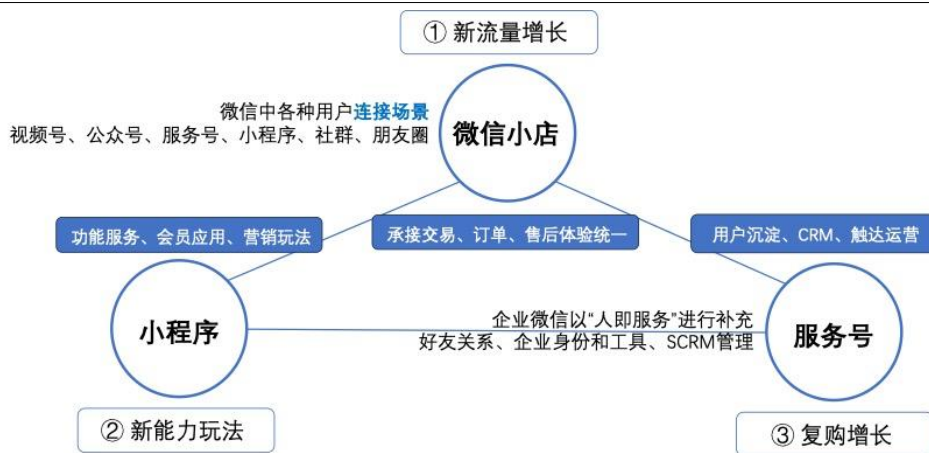
资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

◆ 网络广告：预计收入增长 15%，微信小店发力

2024Q4，我们预计腾讯网络广告收入为 343 亿元，同比增长 15%。视频号流量稳健增长，陆续开放更多广告位，我们预计当前广告加载率在 3%+。广告技术提升（AI、CPU 转 GPU 等）也继续驱动腾讯广告增长。微信电商当前尚未成为腾讯广告增长主要驱动，但未来空间大。

- ✓ 微信小店灰测“送礼物”功能，丰富消费用户画像，培养用户微信电商购买心智，有望提升微信电商广告 ROI。此前微信电商公私域飞轮转起来比较困难主要是广告用户画像不够精准。若送礼物功能破圈，加入消费数据后可以期待微信电商广告 ROI 提升。我们测算，视频号电商广告货币化率约 2.5%；小程序电商广告货币化率不到 1%。当前公司首要关注微信电商的用户体验和商家服务，未来有望基于社交优势进行场景创新。我们预计当前微信电商体量（小程序电商+微信小店）体量接近 16000 亿，若以 3% 广告货币化率（与快手类似、抖音 8%）计算，微信电商中期有望带来约 500 亿左右广告收入。

图7：小程序连接小店：为商家带来新的经营增量

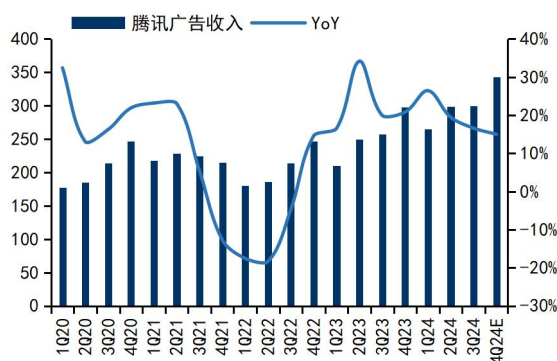


资料来源：微信公开课，国信证券经济研究所整理

◆ 金融科技及企业服务：收入侧随着宏观环境波动

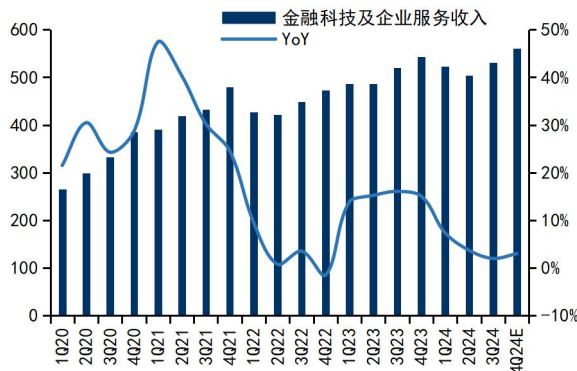
2024Q4，我们预计金融科技及企业服务收入为 560 亿元，同比增长 3%。拆解腾讯金融科技大盘，主要收入来自于支付业务，支付业务和线下消费大盘相关。根据央行发布的货币当局资产负债表，非金融机构存款（支付机构交存央行的客户备付金存款）在 24Q4 同比下降 2%，下降幅度与 24Q3 类似。

图8：腾讯网络广告收入及增速（亿元、%）



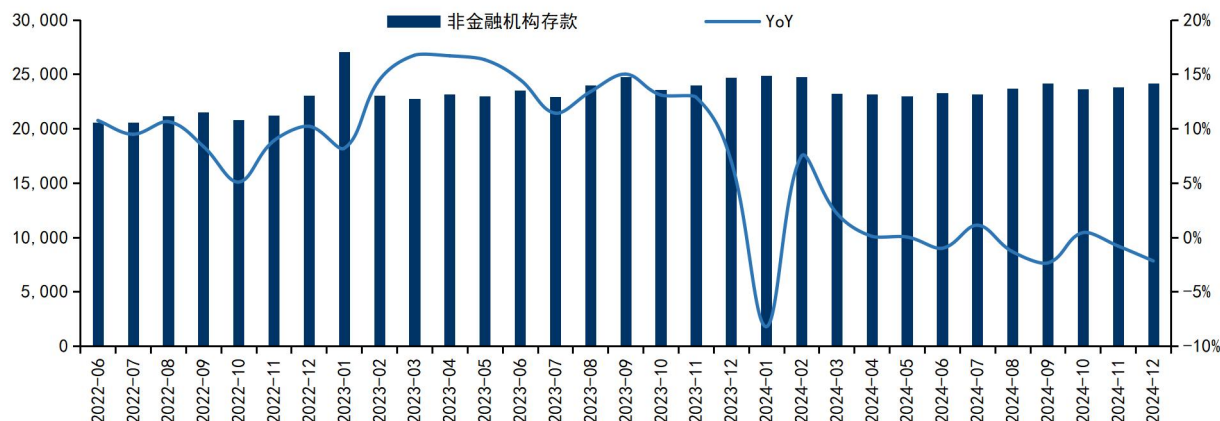
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

图9：腾讯金融科技及企业服务收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

图10: 央行非金融机构存款金额及增速（亿元、%）



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：维持“优于大市”评级

短期情绪受到美国清单影响，但整体业绩稳健，蕴含较大发展潜力。①电商：腾讯当前整体变现比较克制，发展空间仍大。目前腾讯还未充分涉足电商、本地生活等领域，但腾讯已经展现出在这些业务的禀赋。比如 24 年微信小店大一统，生态潜力逐步释放，“送礼物”功能出圈。②AI 方面：资本开支有所增加，“元宝”“ima”上线，微信融合 AI 小功能。AI 对腾讯广告业务的赋能，可能持续拉动广告业务毛利率提升和快速增长。考虑到游戏业务《DNF》四季度表现好于预期等，预计 2024-2026 年公司调整后净利润分别为 2219/2492/2733 亿元，上调幅度 1%/0%/0%。继续维持“优于大市”评级。

风险提示

政策风险；广告行业竞争激烈的风险；新游戏不能如期上线的风险等。

相关研究报告：

- 《腾讯控股（00700.HK）-内容+平台底蕴丰富，看好 AI 时代领先地位》——2025-01-11
- 《腾讯控股（00700.HK）-腾讯被美国国防部列入中国军工企业名单，核心业务不受影响》——2025-01-09
- 《腾讯控股（00700.HK）-广告业务增加份额，经营杠杆持续提效》——2024-11-15
- 《腾讯控股（00700.HK）-深度二：运营焕新游戏，成熟期海外游戏大厂估值稳定》——2024-10-17
- 《腾讯控股（00700.HK）-24Q3 前瞻：游戏稳健增长，广告业务继续释放潜能》——2024-10-13

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	172320	300962	459518	628173	营业收入	609015	657034	708285	752909
应收款项	131904	142304	153404	163069	营业成本	315906	308504	321169	337639
存货净额	456	476	491	511					
其他流动资产	3818	4119	4440	4720	销售费用	34211	37102	38216	41410
流动资产合计	518446	657810	838299	1027942	管理费用	136220	149764	153148	159026
固定资产	66815	108302	139340	172827	利息收入	13808	16097	15988	16043
无形资产及其他	198191	187580	180543	176437	其他损益净额	5569	10249	(122)	5232
投资性房地产	70968	70968	70968	70968	营业利润	160074	227648	249135	272218
长期股权投资	722826	722826	722826	722826	财务成本净额	(12268)	(12722)	(13011)	(12866)
资产总计	1577246	1747486	1951976	2170999	分占联营合营公司损益	5800	22923	30000	19574
短期借款及交易性金融负债	41537	24040	25719	30432	利润总额	161324	237849	266124	278926
应付款项	137145	143204	147624	153778	所得税费用	43276	46382	53225	58574
其他流动负债	173475	182530	189010	198548	少数股东损益	2832	3020	3025	3022
流动负债合计	352157	349774	362352	382757	归属于母公司净利润	115216	188447	209875	217329
长期借款及应付债券	292920	292920	292920	292920	经调整归母净利润	157688	221906	249157	273320
其他长期负债	58488	58488	58488	58488					
长期负债合计	351408	351408	351408	351408	现金流量表(百万元)				
负债合计	703565	701182	713760	734165	净利润	115216	188447	209875	217329
少数股东权益	65090	68110	71135	74157	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	808591	978194	1167081	1362677	折旧摊销	61139	47979	49258	51422
负债和股东权益总计	1577246	1747486	1951976	2170999	公允价值变动损失	8801	(50)	9485	6079
关键财务与估值指标					财务费用	(1540)	(3375)	(2978)	(3176)
经调整 EPS	16.63	23.95	25.82	27.54	营运资本变动	44492	4392	(537)	5727
每股红利	2.40	2.04	2.28	2.36	其它	(7686)	3020	3025	3022
每股净资产	85.27	106.04	126.51	147.71	经营活动现金流	221962	243789	271106	283579
ROIC	41%	59%	60%	58%	资本开支	(50896)	(78805)	(82745)	(86882)
ROE	14%	19%	18%	16%	其它投资现金流	(74698)	0	(10497)	(11022)
毛利率	48%	53%	55%	55%	投资活动现金流	(125161)	(78805)	(93242)	(97904)
EBIT Margin	29%	35%	35%	36%	权益性融资	0	0	0	0
EBITDA Margin	39%	42%	42%	43%	负债净变化	(19417)	0	0	0
收入增长	10%	8%	8%	6%	支付股利、利息	(21421)	(18845)	(20987)	(21733)
净利润增长率	-39%	64%	11%	4%	其它融资现金流	(897)	(17497)	1679	4713
资产负债率	49%	44%	40%	37%	融资活动现金流	(82573)	(36342)	(19308)	(17020)
息率	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	现金净变动	15581	128642	158556	168655
P/E	20.5	14.6	13.0	11.8	货币资金的期初余额	156739	172320	300962	459518
P/B	4.2	3.4	2.8	2.4	货币资金的期末余额	172320	300962	459518	628173
EV/EBITDA	17.4	14.5	13.4	12.5	企业自由现金流	276363	245607	264939	299650
					权益自由现金流	258002	232143	270191	308207

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032