



腾讯 (700.HK): 国内游戏季节性波动, 视频号助推广告业务强劲复苏

收入略弱于预期, 利润释放优于预期: 公司 2Q23 收入人民币 1492 亿元, 同比增长 11%, 略低于市场预期 1.8%; 毛利率同比提升 4.3 个百分点至 47.5%; 调整后净利润为 375 亿元, 同比增长 33%, 高于市场预期 3.6%; 调整后净利率 25.2%, 去年同期为 21.0%。

国内游戏收入不及预期, 预计三季度恢复增长: 2Q23 游戏收入同比增长 5% 至 445 亿元; 其中国际游戏收入同比增长 19% 至 127 亿元, 主要受益于《VALORANT》、《Triple Match 3D》及《胜利女神: 妮姬》的贡献, 排除汇率影响增长 12%, 海外收入占比 29%; 本土市场游戏收入同比增长 6% 至 351 亿元; 本土市场游戏收入为 318 亿元, 同比持平, 主要由于发布较少高度商业化内容。公司表示减少商业化内容是临时性战略调整, 预计三季度国内游戏收入将重回增长, 公司二季度推出的《无畏契约》、《命运方舟》等新游也有望推动三季度国内游戏收入回升。

广告业务复苏强劲, 预计整体利润率持续改善: 2Q23 网络广告收入为 250 亿元, 同比增长 34%, 高于市场预期 8.9%, 显著优于大盘, 主要得益于视频号广告的强劲需求以及低基数效应。广告主行业中, 除了汽车交通行业外, 所有重点广告主行业的广告支出都实现了双位数同比增长。视频号成为广告业务增长重要推力, 贡献广告收入超过 30 亿元。目前视频号广告加载率相对同业处于较低水平, 我们预计未来加载率将逐步提升。随着公司运营效率提升和严谨成本纪律, 公司利润率显著改善, 2Q23 毛利率提升 4.3pp, 经营利润率提升 4.6pp, 调整后净利率提升 4.2pp。随着收入端复苏, 预计下半年利润率将持续改善。

维持“买入”评级, 维持目标价 424 港元: 我们将公司 2023E/2024E 收入略微下调 1%/1%, 利润预测上调 2%/4%, 维持目标价 424 港元, 对应 2023E/2024E 年 24.7x/21.6x P/E。我们看好包括视频号在内的微信生态商业化潜力, 维持“买入”评级。

投资风险: 政策不确定性; 竞争加剧。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入	560,118	554,552	618,202	696,244	772,974
毛利润	245,944	238,746	285,897	322,087	358,144
调整后净利润	123,788	115,649	148,622	170,207	186,530
调整后目标 PE(x)			24.7	21.6	19.7

E=浦银国际预测,

资料来源: Bloomberg、浦银国际

赵丹

互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com

(852) 2808 6436

杨子超

互联网助理分析师

charles_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

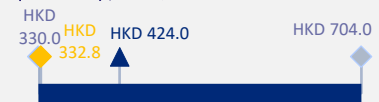
2023 年 8 月 18 日

评级

买入

目标价 (港元)	424
潜在升幅/降幅	+27%
目前股价 (港元)	332.8
52 周内股价区间 (港元)	188.6-416.6
总市值 (百万港元)	3,180,316
近 3 月日均成交额 (百万港元)	6,451

市场预期区间

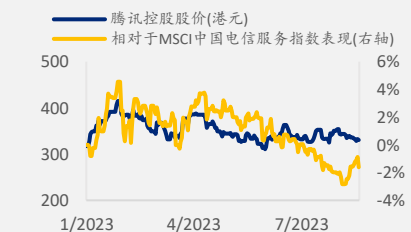


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注: 截至 2023 年 8 月 17 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
收入	560,118	554,552	618,202	696,244	772,974
收入成本	(314,174)	(315,806)	(332,305)	(374,157)	(414,830)
毛利	245,944	238,746	285,897	322,087	358,144
销售费用	(40,594)	(29,229)	(31,281)	(34,812)	(38,649)
管理费用	(89,847)	(106,696)	(104,300)	(118,361)	(131,406)
其他费用	(89,847)	(106,696)	(104,300)	(118,361)	(131,406)
经营盈利	271,620	235,706	157,411	168,913	188,090
利息收入	(7,114)	(9,352)	(5,941)	-	-
其他收益	(16,444)	(16,129)	1,239	-	-
除税前盈利	248,062	210,225	152,709	168,913	188,090
所得税开支	(20,252)	(21,516)	(37,956)	(33,783)	(37,618)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	227,810	188,709	114,753	135,131	150,472
少数股东权益	2,988	466	2,608	2,869	3,156
本公司权益持有人	224,822	188,243	112,145	132,262	147,316
调整后净利润	123,788	115,649	148,622	170,207	186,530

现金流量表

人民币百万	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
净利润	224,822	188,243	112,145	132,262	147,316
折旧与摊销	57,670	61,216	58,352	59,728	61,136
营运资金变动	891	(18,472)	(8,628)	(3,699)	(3,788)
其他非现金调整	(108,197)	(84,896)	-	-	-
经营活动现金流	175,186	146,091	161,869	188,291	204,664
资本性支出	(61,974)	(50,474)	(64,188)	(65,701)	(67,249)
投资	(102,878)	(52,861)	(70,000)	-	-
其他投资活动	(13,697)	(1,536)	-	-	-
投资活动现金流	(178,549)	(104,871)	(134,188)	(65,701)	(67,249)
借款	55,367	438	35,000	-	-
股本	(13,630)	(41,264)	(30,420)	(33,462)	(36,808)
其他融资活动	(20,117)	(19,127)	-	-	-
融资活动现金流	21,620	(59,953)	4,580	(33,462)	(36,808)
汇兑收益及其他	(3,089)	7,506	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	15,168	(11,227)	32,262	89,128	100,606
期初的现金及现金等价物	152,798	167,966	156,739	189,001	278,129
期末的现金及现金等价物	167,966	156,739	189,001	278,129	378,735

资产负债表

人民币百万	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
固定资产	67,837	63,207	64,697	66,222	67,783
无形资产	191,844	184,326	188,671	193,119	197,671
投资	790,956	684,725	684,725	684,725	684,725
其他非流动资产	76,915	79,884	79,884	79,884	79,884
非流动资产合计	1,127,552	1,012,142	1,017,977	1,023,950	1,030,064
应收账款	113,567	120,919	134,798	151,815	168,546
投资	97,289	135,250	205,250	205,250	205,250
存货	1,063	2,333	2,455	2,764	3,065
现金及现金等价物	167,966	156,739	189,001	278,129	378,735
其他流动资产	104,927	150,748	150,748	150,748	150,748
流动资产合计	484,812	565,989	682,251	788,705	906,343
资产总额	1,612,364	1,578,131	1,700,228	1,812,655	1,936,407
母公司股东权益	806,299	721,391	803,116	901,916	1,012,424
少数股东权益	70,394	61,469	61,469	61,469	61,469
权益总额	876,693	782,860	864,585	963,385	1,073,893
长期借款	282,526	312,337	312,337	312,337	312,337
其他非流动负债	50,047	48,730	48,730	48,730	48,730
非流动负债合计	332,573	361,067	361,067	361,067	361,067
应付账款及票据	109,470	102,827	108,199	121,826	135,069
借款	19,003	11,580	46,580	46,580	46,580
其他流动负债	274,625	319,797	319,797	319,797	319,797
流动负债合计	403,098	434,204	474,576	488,203	501,446
负债总额	735,671	795,271	835,643	849,270	862,513
权益及负债总额	1,612,364	1,578,131	1,700,228	1,812,655	1,936,407

主要财务比率

	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
盈利增速					
营业收入增速	16.2%	-1.0%	11.5%	12.6%	11.0%
毛利润增速	11.0%	-2.9%	19.7%	12.7%	11.2%
经营利润增速	47.4%	-13.2%	-33.2%	7.3%	11.4%
净利润增速	42.3%	-17.2%	-39.2%	17.8%	11.4%
调整后净利润增速	0.9%	-6.6%	28.5%	14.5%	9.6%
盈利能力比率					
毛利率	43.9%	43.1%	46.2%	46.3%	46.3%
经营利润率	48.5%	42.5%	25.5%	24.3%	24.3%
净利率	40.1%	33.9%	18.1%	19.0%	19.1%
调整后净利率	22.1%	20.9%	24.0%	24.4%	24.1%
每股指标 (元)					
EPS	23.2	19.4	11.7	13.7	15.3
调整后EPS	12.8	11.9	15.4	17.7	19.4
估值 (倍)					
调整后目标P/E			24.7	21.6	19.7
目标P/S			5.8	5.2	4.7

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：浦银国际目标价：腾讯（700.HK）



注：截至 2023 年 8 月 17 日收盘。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	90.10	买入	118.00	11/8/2023	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	90.65	买入	121.00	11/8/2023	电商
9618 HK Equity	京东	138.60	买入	171.00	18/8/2023	电商
JD US Equity	京东	34.76	买入	44.00	18/8/2023	电商
PDD US Equity	拼多多	79.66	买入	106.00	31/5/2023	电商
VIPS US Equity	唯品会	16.23	持有	16.00	28/2/2023	电商
9878 HK Equity	汇通达	30.00	买入	42.00	30/3/2023	电商
9991 HK Equity	宝尊	10.80	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	4.02	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	332.80	买入	424.00	18/8/2023	游戏、社交
3690 HK Equity	美团	133.60	买入	180.00	31/5/2023	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	64.40	买入	80.00	21/7/2023	短视频
9626 HK Equity	哔哩哔哩	124.00	买入	146.00	18/8/2023	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	15.35	买入	19.00	18/8/2023	游戏、中视频
780 HK Equity	同程旅行	17.54	买入	22.00	29/5/2023	OTA
8083 HK Equity	中国有赞	0.14	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	4.14	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	30.25	买入	36.00	25/5/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	18.18	买入	26.00	2/5/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	13.04	买入	19.00	16/3/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	3.94	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	39.49	买入	53.00	17/8/2023	电商、游戏

注: A股、港股截至8月17日, 美股截至8月17日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

