



腾讯 (700.HK): 收入基本符合预期; 毛利率改善彰显盈利能力

收入符合预期, 利润率显著改善: 公司 3Q23 收入人民币 1546 亿元, 同比增长 10%, 基本符合市场预期; 调整后净利润为 449 亿元, 同比增长 33%, 高于市场预期 12%; 调整后净利率为 30%, 去年同期为 24%, 主要得益于毛利率同比提升 5 个百分点, 至 49.4%。

国内游戏因新游发布有所回暖, 视频号变现仍有很大提升空间: 3Q23 增值服务收入为 757 亿元, 同比增长 4%; 本土游戏收入 327 亿元, 同比增长 5%, 增速较上季度有所回暖, 得益于新游发布, 包括《命运方舟》《无畏契约》; 国际游戏收入同比增长 14% 至 133 亿元, 增速有所放缓。由于缺少新爆款游戏, 我们预计四季度游戏收入或维持高单位数增长。社交网络收入 297 亿元, 基本持平, 音乐付费会员增加弥补了直播收入下滑, 我们预计或保持相对稳定。广告收入 257 亿元, 同比增 20%, 视频号广告仍是主要关注点。视频号广告收入环比增长显著, 公司看好增长前景, 基于: 1) 总播放量同比增长超 50%; 2) 加载率仅为 3%, 远低于同业 10%+, 仍有很大提升空间; 3) AI 提升点击率; 4) 微信闭环商业生态。微信泛内循环广告收入贡献占比超 50%。**金融科技及企业服务收入 520 亿元, 同比增长 16%, 其中金科收入实现双位数增长, 得益于线下消费带动支付增长。整体而言, 我们认为, 在缺少爆款游戏催化剂的情况下, 收入端短期将维持当前稳健增长态势, 业绩看点或更多体现在盈利能力释放。**

高质量增长稳步推进, 分部毛利率均有所改善: 3Q23 毛利率改善是业绩最大亮点, 尤其是各分部毛利率均有所提升。增值服务毛利率改善 4 个百分点至 56%, 广告业务毛利率改善 6 个百分点至 52%, 金融科技及企业服务毛利率改善 6 个百分点至 41%。我们认为当前高利润率有望持续, 其更多来自公司业务结构优化, 主动摒弃低利润率业务, 而像视频号和小游戏等高利润率业务仍将保持快速增长。

维持“买入”评级, 维持目标价 424 港元: 我们将公司 2024E/2025E 利润略微上调 4.4%/4.6%, 维持目标价 424 港元, 对应 2024E/2025E 年 20.6x/18.8x P/E。我们看好公司优秀盈利能力, 维持“买入”评级。

投资风险: 政策不确定性; 竞争激烈。

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	614,948	696,486	773,446
毛利润	245,944	238,746	293,837	336,327	372,265
调整后净利润	123,788	115,649	157,846	177,709	195,019
调整后目标 PE (x)			23.2	20.6	18.8

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, CFA

互联网助理分析师

charles_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

2023 年 11 月 16 日

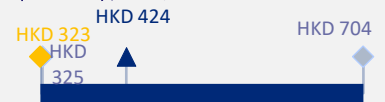
评级

买入

目标价 (港元)	424
潜在升幅/降幅	+31%
目前股价 (港元)	322.6
52 周内股价区间 (港元)	246.0-416.6
总市值 (百万港元)	3,095,778
近 3 月日均成交额 (百万港元)	5,149

注: 截至 2023 年 11 月 15 日收盘价

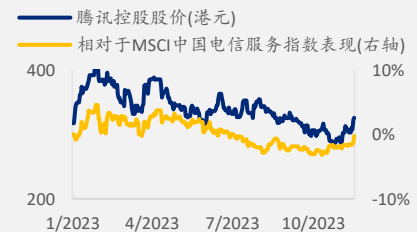
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

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	614,948	696,486	773,446
收入成本	(314,174)	(315,806)	(321,111)	(360,159)	(401,181)
毛利	245,944	238,746	293,837	336,327	372,265
销售费用	(40,594)	(29,229)	(31,301)	(36,217)	(38,672)
管理费用	(89,847)	(106,696)	(103,758)	(118,403)	(131,486)
其他费用	(89,847)	(106,696)	(103,758)	(118,403)	(131,486)
经营盈利	271,620	235,706	172,027	181,707	202,107
利息收入	(7,114)	(9,352)	(8,725)	-	-
其他收益	(16,444)	(16,129)	3,337	-	-
除税前盈利	248,062	210,225	166,639	181,707	202,107
所得税开支	(20,252)	(21,516)	(42,202)	(36,341)	(40,421)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	227,810	188,709	124,437	145,366	161,685
少数股东权益	2,988	466	2,607	2,868	3,154
本公司权益持有人	224,822	188,243	121,830	142,498	158,531
调整后净利润	123,788	115,649	157,846	177,709	195,019

现金流量表

人民币百万	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
净利润	224,822	188,243	121,830	142,498	158,531
折旧与摊销	57,670	61,216	58,352	59,728	61,136
营运资金变动	891	(18,472)	(11,481)	(5,353)	(3,727)
其他非现金调整	(108,197)	(84,896)	-	-	-
经营活动现金流	175,186	146,091	168,701	196,872	215,940
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)	39,094	97,710	111,882
期初的现金及现金等价物	152,798	167,966	156,739	195,833	293,542
期末的现金及现金等价物	167,966	156,739	195,833	293,542	405,424

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	134,088	151,868	168,648
投资	97,289	135,250	205,250	205,250	205,250
存货	1,063	2,333	2,372	2,661	2,964
现金及现金等价物	167,966	156,739	195,833	293,542	405,424
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	688,291	804,069	933,034
资产总额	1,612,364	1,578,131	1,706,268	1,828,019	1,963,098
母公司股东权益	806,299	721,391	812,801	921,837	1,043,560
少数股东权益	70,394	61,469	61,469	61,469	61,469
权益总额	876,693	782,860	874,270	983,306	1,105,029
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	104,554	117,269	130,625
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	470,931	483,646	497,002
负债总额	735,671	795,271	831,998	844,713	858,069
权益及负债总额	1,612,364	1,578,131	1,706,268	1,828,019	1,963,098

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%	10.9%	13.3%	11.0%
毛利润增速	11.0%	-2.9%	23.1%	14.5%	10.7%
经营利润增速	47.4%	-13.2%	-27.0%	5.6%	11.2%
净利润增速	42.3%	-17.2%	-34.1%	16.8%	11.2%
调整后净利润增速	0.9%	-6.6%	36.5%	12.6%	9.7%
盈利能力比率					
毛利率	43.9%	43.1%	47.8%	48.3%	48.1%
经营利润率	48.5%	42.5%	28.0%	26.1%	26.1%
净利率	40.1%	33.9%	19.8%	20.5%	20.5%
调整后净利率	22.1%	20.9%	25.7%	25.5%	25.2%
每股指标 (元)					
EPS	23.2	19.4	12.7	14.8	16.5
调整后EPS	12.8	11.9	16.4	18.5	20.3
估值 (倍)					
调整后目标P/E			23.2	20.6	18.8
目标P/S			5.9	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



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	83.20	买入	118.00	11/8/2023	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	87.07	买入	121.00	11/8/2023	电商
9618 HK Equity	京东	105.90	买入	171.00	18/8/2023	电商
JD US Equity	京东	28.59	买入	44.00	18/8/2023	电商
PDD US Equity	拼多多	114.42	买入	115.00	30/8/2023	电商
VIPS US Equity	唯品会	15.78	持有	16.00	15/11/2023	电商
9878 HK Equity	汇通达	33.00	买入	37.00	30/8/2023	电商
9991 HK Equity	宝尊	8.06	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	3.35	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	322.60	买入	424.00	16/11/2023	游戏、社交
NTES US Equity	网易	115.08	买入	129.00	11/9/2023	游戏
9999 HK Equity	网易	180.00	买入	201.00	11/9/2023	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	115.90	买入	146.00	18/8/2023	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	15.20	买入	19.00	18/8/2023	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	14.52	买入	20.00	11/9/2023	游戏
2400 HK Equity	心动	13.92	买入	20.00	11/9/2023	游戏
799 HK Equity	IGG	3.56	买入	4.00	11/9/2023	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.43	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.83	持有	2.60	11/9/2023	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	0.98	持有	1.00	11/9/2023	游戏直播
3690 HK Equity	美团	113.30	买入	180.00	25/8/2023	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	58.25	买入	80.00	19/10/2023	短视频
780 HK Equity	同程旅行	14.82	买入	22.00	29/8/2023	OTA
8083 HK Equity	中国有赞	0.13	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	3.72	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	31.50	买入	36.00	25/5/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	17.65	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	12.34	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	3.52	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	38.49	持有	41.00	15/11/2023	电商、游戏

注：股价截至 11 月 15 日收盘

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人士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

