



腾讯 (700.HK): 游戏业务疲软, 毛利率持续改善, 加大股东回报

收入不及预期, 加大股东回报: 腾讯 4Q23 收入人民币 1552 亿元, 同比增长 7%, 低于市场预期 1.4%; 调整后净利润为 427 亿元, 同比增长 44%, 高于市场预期 1.7%; 调整后净利率为 27.5%, 去年同期为 20.5%, 主要得益于毛利率改善。公司宣布计划将 2024 年股份回购规模至少翻倍, 超 1000 亿港元, 约为当前市值 3.7%; 宣派末期股息每股 3.4 港元, 同比增长 42%, 股息率约为 1.2%。

游戏业务或到二季度回暖, 视频号广告保持强劲增长: 游戏业务弱于预期: 本土游戏收入 270 亿元, 同比下降 3%; 国际游戏收入增速继续放缓, 微增 1% 至 139 亿元, 海外游戏收入占比 30%。公司预计随着新游戏的上线, 游戏业务有望在二季度得到改善, 尤其是 DNF 手游, 被寄予厚望。此外, 对于游戏监管, 公司相对乐观, 腾讯游戏以低 ARPPU 类型为主, 或受影响较小。社交网络收入 282 亿元, 同比下降 2%, 受直播收入下滑拖累, 我们预计或保持相对稳定。广告收入 298 亿元, 同比增长 21%, 视频号仍是主要增长驱动。视频号广告同比翻倍, 视频号观看时长同比增长 80%, 同时 AI 进一步提升点击率。目前加载率相对于同业处于低位, 仍有很大提升空间。此外, 公司也在围绕视频号拓展直播电商业务, 进一步完善微信闭环商业生态, 我们看好其增长前景。此外, 金科企服收入 544 亿元, 同比增长 15%, 其中企业服务收入同比增长 20%, 基本符合我们预期。展望一季度, 游戏业务或难有起色, 我们预计整体收入仍将维持高单位数增长。

毛利率持续改善为业绩最大亮点: 公司表示更加关注毛利增长, 4Q23 同比增长 25%, 远高于收入增速。毛利率为 50%, 同比和环比分别提升 7.4 和 0.5 个百分点。随着业务结构持续优化, 各分部毛利率均有所改善。像视频号和小游戏 (流水同比增长 50%) 等高毛利业务仍在保持快速增长, 有望推动毛利率持续改善, 但环比改善幅度或相对有限。

维持“买入”评级, 调整目标价至 350 港元: 我们将公司 2024E/2025E 利润略微上调 4.4%/4.6%, 调整目标价至 350 港元, 对应 2024E/2025E 年 16.2x/14.9x 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; 行业竞争加剧。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	554,552	608,940	667,246	733,181	793,592
毛利润	238,746	293,034	347,777	378,185	409,197
调整后净利润	115,649	157,613	189,966	206,648	223,685
调整后目标 PE (x)			16.2	14.9	13.8

E=浦银国际预测, 资料来源: Bloomberg、浦银国际

赵丹

首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超

互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2024 年 3 月 21 日

评级

买入

目标价 (港元)	350
潜在升幅/降幅	+21%
目前股价 (港元)	288.8
52 周内股价区间 (港元)	260.2-397.6
总市值 (百万港元)	2,744,649
近 3 月日均成交额 (百万港元)	6,968

市场预期区间



*数据截至 2024 年 3 月 20 日收盘
资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 2: 损益表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
损益表					
收入	554,552	608,940	667,246	733,181	793,592
收入成本	(315,806)	(315,906)	(319,469)	(354,996)	(384,395)
毛利	238,746	293,034	347,777	378,185	409,197
销售费用	(29,229)	(34,211)	(34,697)	(36,659)	(39,680)
管理费用	(106,696)	(103,525)	(113,432)	(124,641)	(134,911)
其他费用	132,885	10,436	-	-	-
经营盈利	235,706	165,734	199,648	216,885	234,607
利息收入	(9,352)	(12,268)	-	-	-
其他收益	(16,129)	7,783	-	-	-
除税前盈利	210,225	161,249	199,648	216,885	234,607
所得税开支	(21,516)	(43,276)	(39,930)	(43,377)	(46,921)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	188,709	117,973	159,719	173,508	187,686
少数股东权益	466	2,832	4,212	4,633	5,096
本公司权益持有人	188,243	115,141	155,507	168,875	182,589
调整后净利润	115,649	157,613	189,966	206,648	223,685

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

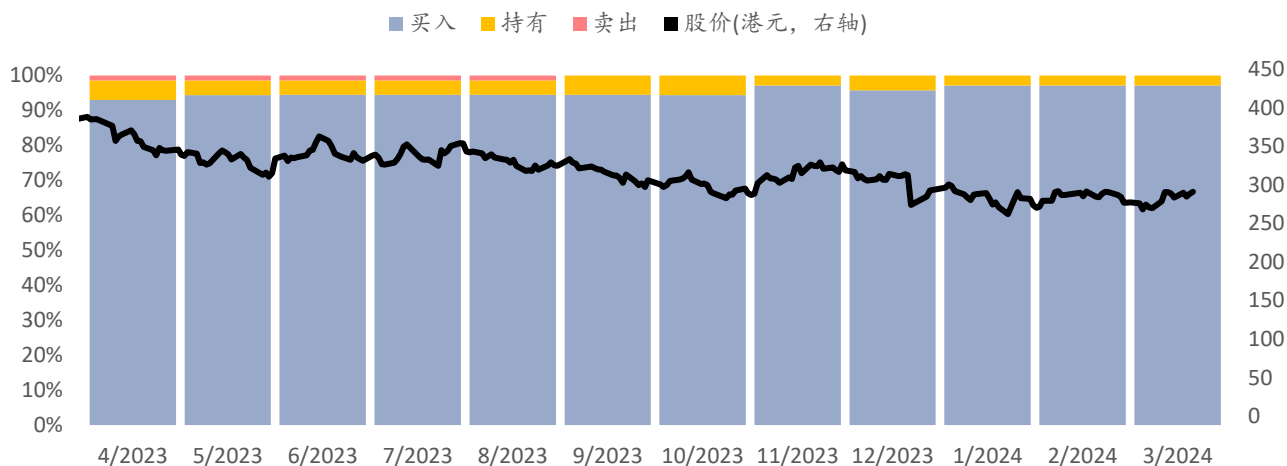
图表 3：浦银国际目标价：腾讯



资料来源：Bloomberg、浦银国际

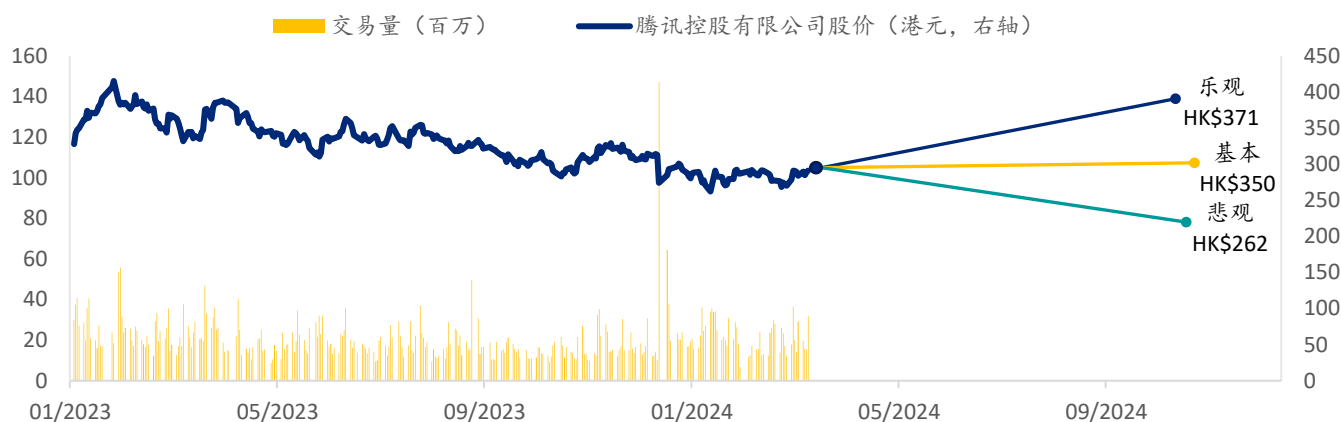
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 腾讯市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 腾讯 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入好于预期

目标价: 371 港元

概率: 20%

- 游戏表现优于预期;
- 广告增长优于预期。

悲观情景: 公司收入水平不及预期

目标价: 262 港元

概率: 20%

- 游戏表现弱于预期;
- 视频号变现弱于预期。

资料来源: 浦银国际预测

图表 6: 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	71.25	持有	85.00	8/2/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	74.18	持有	87.00	8/2/2024	电商
9618 HK Equity	京东	106.90	持有	103.00	7/3/2024	电商
JD US Equity	京东	28.14	持有	26.00	7/3/2024	电商
PDD US Equity	拼多多	132.17	买入	163.00	21/3/2024	电商
VIPS US Equity	唯品会	17.77	持有	20.00	29/2/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	30.00	买入	37.00	30/8/2023	电商
9991 HK Equity	宝尊	7.15	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.88	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	288.80	买入	350.00	21/3/2024	游戏、社交
NTES US Equity	网易	107.41	买入	133.00	1/3/2024	游戏
9999 HK Equity	网易	164.90	买入	207.00	1/3/2024	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	94.45	买入	98.00	8/3/2024	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	12.28	买入	12.50	8/3/2024	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	12.08	买入	20.00	11/9/2023	游戏
2400 HK Equity	心动	16.20	买入	20.00	11/9/2023	游戏
799 HK Equity	IGG	3.64	买入	4.00	11/9/2023	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.19	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	4.80	持有	2.60	11/9/2023	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	0.76	持有	1.00	11/9/2023	游戏直播
3690 HK Equity	美团	88.80	持有	72.00	1/2/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	52.25	买入	66.00	21/3/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	19.48	买入	22.00	20/3/2024	OTA
8083 HK Equity	中国有赞	0.09	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	2.18	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	23.55	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	13.22	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	9.60	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	2.59	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	55.99	持有	41.00	15/11/2023	电商、游戏

注：股价截至 2024 年 3 月 20 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经授权的行为。

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个人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。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

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

