



腾讯 (700.HK): 利润大超预期, 广告依然亮眼, 游戏或迎拐点

收入基本符合预期, 毛利率改善推动利润大超预期: 1Q24 收入人民币 1595 亿元, 同比增长 6%, 基本符合市场预期; 调整后净利润为 503 亿元, 同比增长 54%, 高于市场预期 17%; 调整后净利率 32%, 去年同期为 22%, 主要得益于毛利率改善。一季度毛利率为 53%, 同比和环比分别提升 7.2 和 2.7 个百分点。

游戏业务或迎拐点: 本土游戏收入 345 亿元, 同比下降 2%, 《王者荣耀》《和平精英》一季度收入同比下降, 三月份流水同比正增长, 推动本土流水同比增长 3%。国际游戏收入同比增长 3% 至 136 亿元, 流水同比增长 34%, 尤其是《荒野乱斗》表现出色。递延收入同比增长 9%, 环比增长 23%, 这预示二季度游戏业务或有明显改善。新游方面, DNF 手游将于 5 月 21 日上线, 被寄予厚望, 我们预计二季度带来流水贡献或超 10 亿元。社交网络收入 305 亿元, 同比下降 2%, 继续受音乐及游戏相关直播收入下滑拖累。付费会员数保持健康增长, 长视频和音乐付费会员同比增 8% 和 20%。综上, 增值服务收入同比下降 0.9%, 我们预计二季度或录得高单位数增长。

视频号推动广告强劲增长: 广告收入 265 亿元, 同比增 26%, 受益于视频号、小程序、公众号以及搜一搜等增长拉动, 同时 AI 进一步提升点击率。视频号用户使用时长同比增长 80%; 小程序用户使用时长同比增长 20%。视频号加载率约为同业的 1/4 水平, 仍有很大提升空间。二季度为电商旺季, 广告需求有望保持强劲, 但考虑到一季度增速部分受去年基数影响, 二季度同比增速或较一季度略有放缓。金融科技及企业服务收入 523 亿元, 同比增长 7%, 其中企业服务收入同比保持双位数增长, 金融科技业务录得个位数增长, 增速放缓主要由于线下消费支出增长放缓。随着业务结构持续优化, 各分部毛利率均有所改善, 其中广告和金科企服毛利率同比改善十个点以上。

维持“买入”评级, 调整目标价至 460 港元: 我们将公司 2024E/2025E 调整后净利润预测上调 9.7%/12.6%, 调整目标价至 460 港元, 对应 2024E/2025E 年 19.5x/17.5x P/E。我们看好公司优秀的盈利能力, 维持“买入”评级。

投资风险: 行业政策不确定性; 竞争激烈。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	554,552	608,940	675,990	757,215	830,541
毛利润	238,746	293,034	359,251	403,265	450,117
调整后净利润	115,649	157,613	208,343	232,695	264,419
调整后目标 PE (x)			19.5	17.5	15.4

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, CFA

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

2024 年 5 月 16 日

评级

买入

目标价 (港元)	460
潜在升幅/降幅	+20%
目前股价 (港元)	381.8
52 周内股价区间 (港元)	260.2-401
总市值 (百万港元)	3,748,958
近 3 月日均成交额 (百万港元)	7,218

市场预期区间



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	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
收入	554,552	608,940	675,990	757,215	830,541
收入成本	(315,806)	(315,906)	(316,739)	(353,950)	(380,424)
毛利	238,746	293,034	359,251	403,265	450,117
销售费用	(29,229)	(34,211)	(38,515)	(41,647)	(41,527)
管理费用	(106,696)	(103,525)	(103,190)	(113,582)	(124,581)
其他费用	132,885	10,436	4,904	-	-
经营盈利	235,706	165,734	222,450	248,036	284,009
利息收入	(9,352)	(12,268)	(2,826)	-	-
其他收益	(16,129)	7,783	3,217	-	-
除税前盈利	210,225	161,249	222,841	248,036	284,009
所得税开支	(21,516)	(43,276)	(47,379)	(49,607)	(56,802)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	188,709	117,973	175,462	198,429	227,207
少数股东权益	466	2,832	3,536	3,890	4,279
本公司权益持有人	188,243	115,141	171,925	194,539	222,928
调整后净利润	115,649	157,613	208,343	232,695	264,419

现金流量表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
净利润	188,243	115,216	171,925	194,539	222,928
折旧与摊销	61,216	59,008	63,173	64,679	66,221
营运资金变动	(18,472)	19,233	(14,222)	(4,089)	(6,275)
其他非现金调整	(84,896)	28,505	-	-	-
经营活动现金流	146,091	221,962	220,877	255,129	282,874
资本性支出	(50,474)	(47,150)	(69,491)	(71,147)	(72,843)
投资	(52,861)	(82,752)	-	-	-
其他投资活动	(1,536)	4,741	-	-	-
投资活动现金流	(104,871)	(125,161)	(69,491)	(71,147)	(72,843)
借款	438	2,652	-	-	-
股本	(41,264)	(63,680)	(70,048)	(77,053)	(84,758)
其他融资活动	(19,127)	(21,545)	-	-	-
融资活动现金流	(59,953)	(82,573)	(70,048)	(77,053)	(84,758)
汇兑收益及其他	7,506	1,353	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	(11,227)	15,581	81,338	106,929	125,273
期初的现金及现金等价物	167,966	156,739	172,320	253,658	360,587
期末的现金及现金等价物	156,739	172,320	253,658	360,587	485,860

资产负债表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
固定资产	63,207	66,815	68,408	70,038	71,708
无形资产	184,326	198,191	202,916	207,753	212,705
投资	684,725	722,826	722,826	722,826	722,826
其他非流动资产	79,884	70,968	70,968	70,968	70,968
非流动资产合计	1,012,142	1,058,800	1,065,117	1,071,585	1,078,207
应收账款	120,919	131,904	146,428	164,022	179,905
投资	135,250	209,948	209,948	209,948	209,948
存货	2,333	456	457	511	549
现金及现金等价物	156,739	172,320	253,658	360,587	485,860
其他流动资产	150,748	3,818	3,818	3,818	3,818
流动资产合计	565,989	518,446	614,309	738,886	880,080
资产总额	1,578,131	1,577,246	1,679,427	1,810,471	1,958,288
母公司股东权益	721,391	808,591	910,468	1,027,954	1,166,124
少数股东权益	61,469	65,090	65,090	65,090	65,090
权益总额	782,860	873,681	975,558	1,093,044	1,231,214
长期借款	312,337	292,920	292,920	292,920	292,920
其他非流动负债	48,730	58,488	58,488	58,488	58,488
非流动负债合计	361,067	351,408	351,408	351,408	351,408
应付账款及票据	102,827	115,109	115,412	128,971	138,618
借款	11,580	41,537	41,537	41,537	41,537
其他流动负债	319,797	195,511	195,511	195,511	195,511
流动负债合计	434,204	352,157	352,460	366,019	375,666
负债总额	795,271	703,565	703,868	717,427	727,074
权益及负债总额	1,578,131	1,577,246	1,679,427	1,810,471	1,958,288

主要财务比率

	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
盈利增速					
营业收入增速	-1.0%	9.8%	11.0%	12.0%	9.7%
毛利润增速	-2.9%	22.7%	22.6%	12.3%	11.6%
经营利润增速	-13.2%	-29.7%	34.2%	11.5%	14.5%
净利润增速	-17.2%	-37.5%	48.7%	13.1%	14.5%
调整后净利润增速	-6.6%	36.3%	32.2%	11.7%	13.6%
盈利能力比率					
毛利率	43.1%	48.1%	53.1%	53.3%	54.2%
经营利润率	42.5%	27.2%	32.9%	32.8%	34.2%
净利率	33.9%	18.9%	25.4%	25.7%	26.8%
调整后净利率	20.9%	25.9%	30.8%	30.7%	31.8%
每股指标 (元)					
EPS	19.4	12.0	17.9	20.2	23.2
调整后EPS	11.9	16.4	21.7	24.2	27.5

估值 (倍)

	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
调整后目标P/E			19.5	17.5	15.4
目标P/S			5.9	5.3	4.8

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

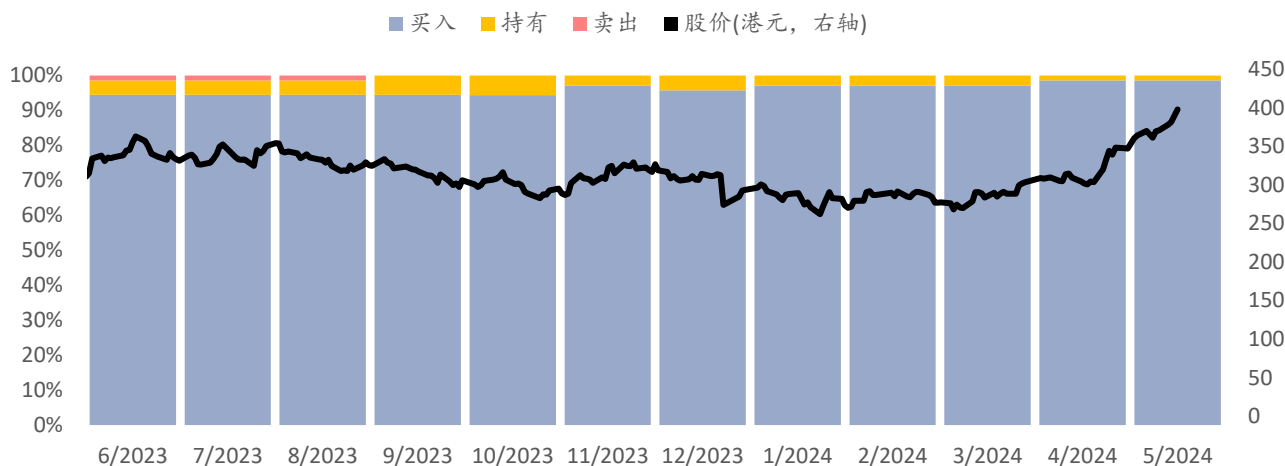
图表 2：浦银国际目标价：腾讯



资料来源：Bloomberg、浦银国际

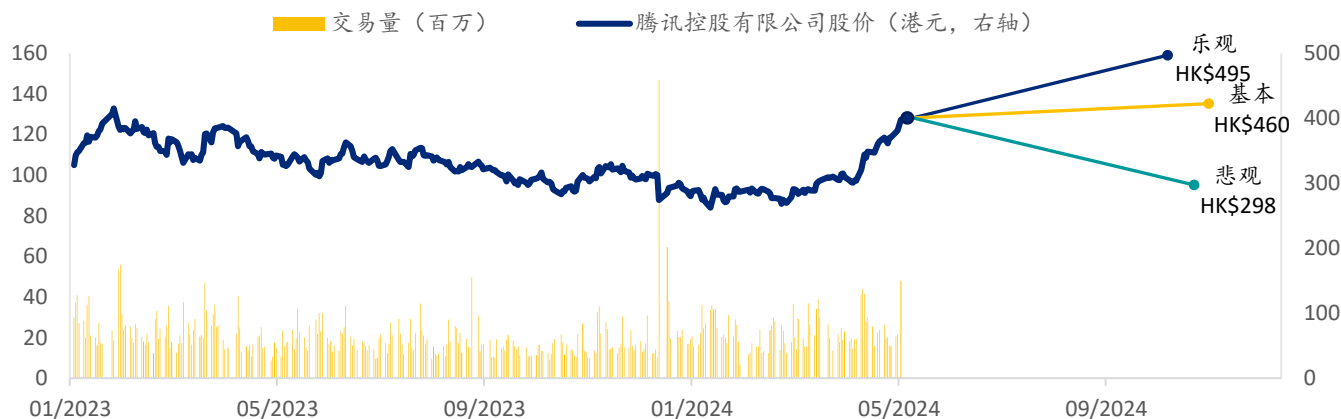
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3: 腾讯市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 腾讯 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入好于预期

目标价: 495 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: 公司收入不及预期

目标价: 298 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 5: 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	82.65	持有	85.00	16/5/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	80.99	持有	87.00	16/5/2024	电商
9618 HK Equity	京东	129.10	持有	103.00	7/3/2024	电商
JD US Equity	京东	33.62	持有	26.00	7/3/2024	电商
PDD US Equity	拼多多	141.30	买入	163.00	21/3/2024	电商
VIPS US Equity	唯品会	16.60	持有	19.00	2/4/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	26.95	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	7.82	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	3.10	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	381.80	买入	460.00	16/5/2024	游戏、社交
NTES US Equity	网易	98.76	买入	133.00	1/3/2024	游戏
9999 HK Equity	网易	157.00	买入	207.00	1/3/2024	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	120.20	买入	98.00	8/3/2024	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	15.84	买入	12.50	8/3/2024	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	12.54	买入	15.00	2/4/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	18.28	买入	20.00	11/9/2023	游戏
799 HK Equity	IGG	3.37	买入	4.00	11/9/2023	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.98	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	5.58	持有	4.40	2/4/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	9.91	持有	6.30	2/4/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	121.90	持有	94.00	25/3/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	57.50	买入	66.00	21/3/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	22.10	买入	24.00	9/4/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	1.78	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	26.75	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	11.44	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	9.16	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	2.86	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.10	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	68.64	持有	41.00	15/11/2023	电商、游戏
U US Equity	Unity	22.38	买入	31.00	10/5/2024	软件

注: 股价截至 2024 年 5 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

