

# 腾讯控股 (00700. HK)

优于大市

## 混元大模型 C 端 APP “元宝” 上线，腾讯生态价值凸显

### ◆ 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：

2024 年 5 月 30 日，腾讯旗下基于混元大模型的 C 端 APP 腾讯元宝正式上线，在各大应用商店均开放下载，具备看、听、说等多模态能力。

#### 国信互联网观点：

**1) 功能角度：**腾讯元宝瞄准了用户在工作效率场景中的核心需求：信息获取、处理和生产。主打 AI 搜索、AI 总结和 AI 写作三大功能。生活场景，更多集中在“发现” tab，腾讯元宝还可以进行创意绘画和头像、创建智能体、获取资讯和 AI 识图等。

**2) 功能比较：**我们比较了元宝和 Kimi 的功能。体验来看：①搜索功能：元宝和 Kimi 都可以做出按点归纳的分析并给出资料来源。但元宝比较起来逻辑更清晰，会按几个角度回答问题，并对问题做出主动预测。除此以外，在资料来源角度，腾讯元宝还会给出公众号的文章参考。②总结功能：元宝和 Kimi 都可以做出按点归纳。Kimi 会按关键点分类归纳，显得更加清晰。从结果质量来看，元宝总结的内容更贴合问题。

**3) 腾讯元宝融合了丰富的腾讯业态。**当前，在元宝搜索结果的底部，用卡片的形式，呈现了微信公众号的文章内容，点击进去，可以看到相关的微信公众号文章。此设计展示了混元大模型对于腾讯整个内容生态的考虑。根据腾讯科技，腾讯内部产品对混元大模型的日调用量已经达到了 2 亿，有超过 600 个腾讯的业务和场景都在使用大模型去重构及升级自己的产品。从内部的使用中，元宝慢慢也探索出来一些高频场景，然后再把产品能力和用户体验推到 C 端。

**投资建议：**元宝回答的深度较高，本质是公众号背后的高质量内容积累，未来腾讯元宝有望融合更多丰富的腾讯业态。我们认为未来 AI 时代，也是强化个人 IP 的时代，能够全方位掌握 UGC 数据—不局限于单一模态，而是包含用户行为画像、搜索、内容创作、商业化等将降维打击过去只拥有独立功能的平台。我们看好腾讯在 AI 时代的应用。维持腾讯盈利预测，预计 24-26 年公司调整后净利润为 2002/2256/2509 亿元，继续维持“优于大市”评级。

### 评论：

#### ◆ 腾讯元宝功能总结：包含 AI 搜索、AI 总结和 AI 写作等，并可创建智能体

“元宝”的使用场景聚焦于效率和娱乐。效率场景，除了 AI 搜索，还具备 AI 总结、AI 写作等功能。而生活场景，更多集中在“发现” tab，更能展现看、听、说的多模态能力，可以生成百变 AI 头像、生成萌宠贴纸，也能在看外文电影的时候，让它边听边译。

#### 1、AI 搜索

在理解用户查询意图的基础上，简洁地回答用户的问题，且附上资料来源。腾讯元宝接入了微信搜一搜、搜狗搜索，并通过 AI 搜索增强，确保内容的高时效性、高准确性和全面性。除此以外，腾讯元宝的内容涵盖微信公众号等。

#### 2、AI 总结

具备上下文窗口，支持图片、文件、语音等多种输入格式。它能一次性解析最多 10 个 PDF/word/txt 文件或不限数量的链接。

图1: 腾讯元宝搜索界面示例



The screenshot shows the Yuanbao search interface. A user has asked: "为什么今年金价那么贵？" (Why is the gold price so high this year?). The results page displays a summary of factors influencing gold prices, including economic conditions like inflation and interest rates, and global events like地缘政治 (geopolitical) situations. It also includes a section for related images and links.

资料来源：腾讯元宝，国信证券经济研究所整理

### 3、AI 写作

腾讯元宝能秒输出文案、报告或策划等，做到结构清晰、重点突出。针对特定场景和需求，还支持结构化输出，比如把对话内容整理成报告等。

### 4、创意绘画和头像

元宝可以根据输入的文字生成绘画。此外，用户可以上传宠物等的照片，定制专属贴纸；或者上传一张照片，利用 AI 体验不同风格。

图3: AI 写作



The screenshot shows the Yuanbao writing interface. A user has asked: "帮我写一份六一亲子运动会的活动策划方案" (Help me write a plan for a Children's Day parent-child sports meet). The generated report includes sections for the purpose of the activity, participants, venue, preparation, and safety guidelines.

资料来源：腾讯元宝，国信证券经济研究所整理

### 5、资讯获取

每日提供上午快线、新闻夜话等多个板块，帮助用户一键获取所需资讯。每日一问板块支持用户进行提问获取新知识。

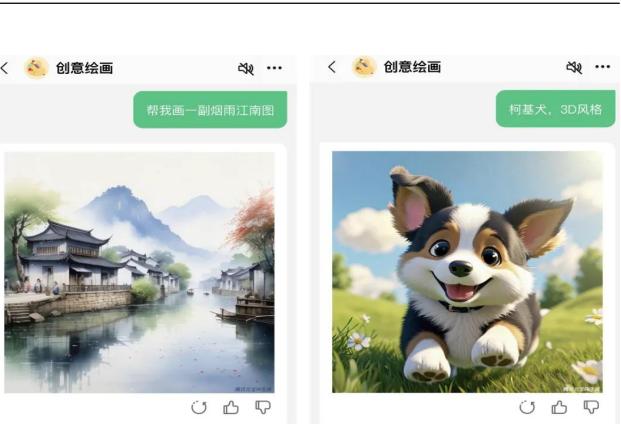
图2: AI 总结



The screenshot shows the Yuanbao AI summary interface. A user has asked: "帮我总结文件主要内容" (Help me summarize the main content of the file). The summary covers various aspects of AI development, from its impact on different industries to specific tools like ChatGPT and MidJourney.

资料来源：腾讯元宝，国信证券经济研究所整理

图4: 创意绘画



The screenshot shows the Yuanbao creative painting interface. A user has asked: "帮我画一副烟雨江南图" (Help me draw a landscape of Jiangnan in rain and mist). The generated image is a traditional Chinese ink wash painting of a water town. Another panel shows a 3D-style drawing of a corgi puppy.

资料来源：腾讯元宝，国信证券经济研究所整理

## 6、AI 识图

支持用户上传图片，由 AI 理解图片内容并据此进行推理分析。

图5: 资讯获取板块



资料来源：腾讯元宝，国信证券经济研究所整理

图6: AI 识图



资料来源：腾讯元宝，国信证券经济研究所整理

## 7、创建智能体

腾讯元宝支持 AI 自动生成智能体相关信息，且可以克隆用户的声音。近期，还会推出多个主题的特色智能体。

### ◆ 腾讯元宝功能比较：

**1、搜索功能：**从体验来看，元宝和 Kimi 都可以做出按点归纳的分析并给出资料来源。但元宝比较起来逻辑更清晰，会按几个角度回答问题，并对问题做出主动预测。除此以外，在资料来源角度，腾讯元宝还会给出公众号的文章参考。

图7: 腾讯元宝搜索结果展示



资料来源：腾讯元宝，国信证券经济研究所整理

图8: Kimi 搜索结果展示



资料来源：Kimi，国信证券经济研究所整理

**2、总结功能：**从体验来看，元宝和Kimi都可以做出按点归纳。比较来看，Kimi会按关键点分类归纳，显得更加清晰。从结果质量来看，元宝总结的内容更贴合问题。

图9：腾讯元宝总结结果展示



资料来源：腾讯元宝，国信证券经济研究所整理

### ◆ 腾讯元宝融合了丰富的腾讯业态

“腾讯元宝”融合了丰富的腾讯业务。当前，在搜索结果的底部，用卡片的形式，呈现了微信公众号的文章内容，点击进去，可以看到相关的微信公众号文章。此设计展示了混元大模型对于腾讯整个内容生态的考虑。

**未来，通过元宝的搜索，腾讯内容生态的内容，将按照用户的需求，更闭环地呈现在用户面前。**根据腾讯科技，腾讯内部产品对混元的日调用量已经达到了2亿，有超过600个腾讯的业务和场景都在使用大模型去重构及升级自己的产品。从内部的使用中，元宝慢慢也探索出来一些高频场景，然后再把产品能力和用户体验推到C端。

图11：腾讯元宝搜索内容底部呈现微信公众号文章



资料来源：腾讯元宝，国信证券经济研究所整理

### ◆ 投资建议：

图10：Kimi 总结结果展示



资料来源：Kimi，国信证券经济研究所整理

图12：腾讯内部已有 600+ 业务接入混元大模型



资料来源：腾讯元宝，国信证券经济研究所整理

元宝回答的深度较高，本质是公众号背后的高质量内容积累，未来腾讯元宝有望融合更多丰富的腾讯业态。我们认为未来 AI 时代，也是强化个人 IP 的时代，能够全方位掌握 UGC 数据—不局限于单一模态，而是包含用户行为画像、搜索、内容创作、商业化等将降维打击过去只拥有独立功能的平台。我们看好腾讯在 AI 时代的应用。维持腾讯盈利预测，预计 24-26 年公司调整后净利润为 2002/2256/2509 亿元，继续维持“优于大市”评级。

#### ◆ 风险提示

政策风险；宏观经济疲软的风险；广告行业竞争激烈的风险；新游戏不能如期上线的风险；AI 伦理风险等。

#### 相关研究报告：

《腾讯控股（00700.HK）-高质量业务成为新增长引擎，游戏流水逐步恢复》 ——2024-05-16

《腾讯控股（00700.HK）-24Q1 前瞻：预计游戏业务受基数效应影响，高毛利广告促进利润释放》 ——  
2024-04-23

《腾讯控股（00700.HK）-视频号进入商业化关键期，拉动高质量增长》 ——2024-04-02

《腾讯控股（00700.HK）-视频号维持高速增长，游戏业务 24Q2 逐步恢复》 ——2024-03-24

《腾讯控股（00700.HK）-23Q4 业绩前瞻：24 年游戏储备丰富，直播电商值得期待》 ——2024-01-15

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	172320	279201	415253	573603	营业收入	609015	658639	707937	750306
应收款项	131904	142652	153329	162506	营业成本	315906	309644	321173	336644
存货净额	456	478	491	510	销售费用	34211	38860	42476	41267
其他流动资产	3818	4129	4438	4704	管理费用	136220	148314	150786	156157
<b>流动资产合计</b>	<b>518446</b>	<b>636408</b>	<b>793957</b>	<b>972790</b>	利息收入	13808	15189	16708	15948
固定资产	66815	108302	139340	172827	其他损益净额	5569	10249	(122)	5232
无形资产及其他	198191	187580	180543	176437	营业利润	160074	226898	247603	273527
投资性房地产	70968	70968	70968	70968	财务成本净额	(12268)	(13495)	(14844)	(14170)
长期股权投资	722826	722826	722826	722826	分占联营合营公司损益	5800	8700	11310	8603
<b>资产总计</b>	<b>1577246</b>	<b>1726083</b>	<b>1907634</b>	<b>2115848</b>	利润总额	161324	222103	244069	267961
短期借款及交易性金融负债	41537	24040	25719	30432	<b>所得税费用</b>	<b>43276</b>	<b>55526</b>	<b>56136</b>	<b>56272</b>
应付款项	137145	143748	147626	153303	少数股东损益	2832	1666	1879	1773
其他流动负债	173475	183120	189786	196913	归属于母公司净利润	115216	164911	186054	209917
<b>流动负债合计</b>	<b>352157</b>	<b>350908</b>	<b>363131</b>	<b>380648</b>	<b>经调整归母净利润</b>	<b>157688</b>	<b>200192</b>	<b>225639</b>	<b>251197</b>
长期借款及应付债券	292920	292920	292920	292920	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他长期负债	58488	58488	58488	58488	<b>净利润</b>	<b>115216</b>	<b>164911</b>	<b>186054</b>	<b>209917</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>351408</b>	<b>351408</b>	<b>351408</b>	<b>351408</b>	资产减值准备	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>703565</b>	<b>702316</b>	<b>714539</b>	<b>732056</b>	折旧摊销	61139	47979	49258	51422
少数股东权益	65090	66756	68635	70408	公允价值变动损失	8801	(50)	9485	6079
股东权益	808591	957011	1124460	1313385	财务费用	(1540)	(1694)	(1863)	(1779)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1577246</b>	<b>1726083</b>	<b>1907634</b>	<b>2115848</b>	营运资本变动	44492	5168	(455)	3343
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	其它	(7686)	1666	1879	1773
经调整 EPS	16.63	21.25	23.95	26.67	<b>经营活动现金流</b>	<b>221962</b>	<b>219674</b>	<b>246221</b>	<b>272533</b>
每股红利	2.40	1.75	1.98	2.23	资本开支	(50896)	(78805)	(82745)	(86882)
每股净资产	85.27	101.60	119.38	139.43	其它投资现金流	(74698)	0	(10497)	(11022)
ROIC	41%	55%	57%	58%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(125161)</b>	<b>(78805)</b>	<b>(93242)</b>	<b>(97904)</b>
ROE	14%	17%	17%	16%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	48%	53%	55%	55%	负债净变化	(19417)	0	0	0
EBIT Margin	29%	34%	35%	36%	支付股利、利息	(21073)	(16491)	(18605)	(20992)
EBITDA Margin	39%	42%	42%	43%	其它融资现金流	(1594)	(17497)	1679	4713
收入增长	10%	8%	7%	6%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(82573)</b>	<b>(33988)</b>	<b>(16926)</b>	<b>(16279)</b>
净利润增长率	-39%	43%	13%	13%	现金净变动	<b>15581</b>	<b>106881</b>	<b>136053</b>	<b>158350</b>
资产负债率	49%	45%	41%	38%	货币资金的期初余额	156739	172320	279201	415253
息率	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	货币资金的期末余额	172320	279201	415253	573603
P/E	21.3	16.3	14.5	13.0	企业自由现金流	276363	257964	270610	298851
P/B	4.1	3.5	3.0	2.5	权益自由现金流	257305	242584	274581	305716
EV/EBITDA	17.2	14.7	13.6	12.5					

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±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±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中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