

【广发传媒&海外】腾讯控股 (00700.HK)

基石稳健，新芽繁茂

核心观点:

- **高质量增长策略促进公司业绩平稳增长。**复盘过去三年战略，21年确立3个投入方向，海外游戏、短视频和企业服务。22年降本增效的同时开发新的收入来源。23年以视频号、小游戏为代表的新芽业务崭露头角。基石业务份额稳健，多元新芽业务驱动中期业绩稳定增长。长期，投入生成式AI，在用户场景和新技术领域不断探索，颇具想象力。
- **保持常青游戏的生命力与新游研发结合，通过长线运营策略，长坡厚雪。**公司23年财报披露本土重点热门游戏数量从22年6款增加到23年8款，24年受益于新产品《地下城与勇士：起源》上线后的强劲表现，或将迎来新的大产品周期。受策略调整和《荒野乱斗》等产品爆发驱动，根据1季报，海外游戏24Q1流水同增34%，增长加速。
- **新芽业务茁壮发展，边际利润贡献较高。**基于视频号、小程序等仍在增长的使用场景，商业化逐步增强；广告、小游戏、直播电商技术服务费等高利润的收入流，仍有持续增长动因，加速经营杠杆的释放。
- **盈利预测与投资建议。**考虑本土游戏《地下城与勇士：起源》，以及海外流水增长加速在下半年和明年对游戏的增量贡献，我们上调24-25年游戏收入预测至1898/2046亿元，同比增速分别为5.6%/7.8%。我们预计公司24-25年收入为6589/7261亿元，同增8.2%/10.2%。预计24-25年调整后归母净利润为2030/2312亿元，同增29%和14%。根据SOTP估值，我们给予公司合理价值为507.55港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**监管趋严的风险、游戏版号审核趋严、受新技术带来的竞争挤压的风险、海外业务受地缘因素带来的不确定性风险。

盈利预测：注：本报告港币兑人民币汇率为1港元=0.91元人民币

单位:人民币亿元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	5,546	6,090	6,589	7,261	7,871
增长率 (%)	-1.0%	9.8%	8.2%	10.2%	8.4%
EBITDA	1,612	2,118	2,606	2,936	3,257
NonGAAP 归母净利润	1,149	1,577	2,030	2,312	2,628
增长率 (%)	-7.2%	37.3%	28.7%	13.9%	13.7%
NonGAAP EPS(元/股)	12.00	16.63	21.68	24.69	28.08
NonGAAP PE	25.4	16.1	16.1	14.1	12.4
NonGAAP ROE (%)	15.9%	19.5%	21.0%	20.1%	19.3%
EV/EBITDA	19.1	12.8	12.9	11.0	9.5

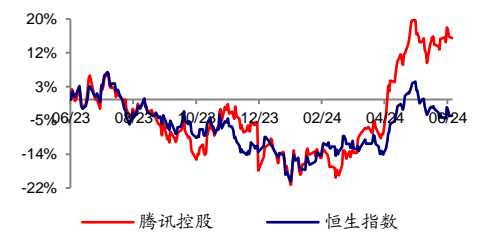
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	382.00 港元
合理价值	507.55 港元
前次评级	买入
报告日期	2024-06-27

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	9362/9362
总市值/流通市值 (十亿港元)	3576/3576
一年内最高/最低 (港元)	397.00/262.20
30 日日均成交量/成交额 (百万)	21/7805
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	28.69/35.19

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师:

周喆



SAC 执证号: S0260523050003

SFC CE No. BJD408



010-59136890



zhouzhe@gf.com.cn

相关研究:

【广发传媒&海外】腾讯控股 2024-05-16
(00700.HK):游戏展现韧性,“新芽”业务萌发生机

【广发传媒&海外】腾讯控股 2024-04-14
(00700.HK):24Q1 前瞻:广告和金融企业服务驱动利润稳健增长

目录索引

一、战略：聚焦主业，追求高质量增长.....	5
（一）战略复盘：在逆风环境下通过聚焦和高质量增长释放经营杠杆.....	5
（二）未来展望：底盘稳定，新枝繁茂.....	6
（三）审慎投资，加大股东回馈.....	8
二、基石业务：壁垒厚实，持续稳增.....	9
（一）VAS 业务：基本盘稳固，产品驱动增长.....	9
（二）金融科技：支付为基石，丰富非支付业务生态.....	20
三、新芽业务：带动利润增长加速.....	24
（一）微信的商业化：视频号+小程序为主要变现场景.....	24
（二）SAAS：重视自研产品，社交反哺+AI 赋能.....	28
四、生成式 AI：加大投入和探索.....	29
五、盈利预测和投资建议.....	31
六、风险提示.....	34

图表索引

图 1: 腾讯总收入 (左轴-亿元) 及同比增速(右轴)推移 (21Q1-24Q1)	5
图 2: 腾讯经调整归母净利润 (左轴-亿元) 及同比增速及利润率 (右轴) 推移 (21Q1-24Q1)	5
图 3: 2021-2024 年公司业务发展战略.....	6
图 4: 基石业务稳健, 新芽业务和生成式 AI 带来长期驱动	6
图 5: 腾讯在线广告收入 (左轴-亿元) 及同比增速(右轴)推移 (2018-2024E) ..	7
图 6: 腾讯 Capex (百万元-左轴) 和同比增速 (右轴) 推移 (20Q1-24Q1)	7
图 7: 腾讯历年投资数量 (个) 推移	8
图 8: 腾讯投资按行业的数量 (个) 分布	8
图 9: 腾讯回购金额 (亿元 港币) (2021-2024YTD)	9
图 10: 腾讯回购金额 (港币) (2021 年 1 月 1 日-2024 年 6 月 19 日)	9
图 11: 本土游戏和海外游戏收入 (亿元) 推移 (2019-2023 年)	10
图 12: 本土游戏和海外游戏占比推移 (2019-2023 年)	10
图 13: 本土游戏: 重点热门游戏数量持续增加	11
图 14: 《地下城与勇士: 起源》免费榜 (左轴) 和畅销榜 (右轴) 排名推移 (2024 年 5 月 20 日-6 月 21 日)	11
图 15: 《地下城与勇士: 起源》5 月流水 (11 天) 和按全月测算的流水表现 (百万美元)	11
图 16: 海外游戏投资布局.....	15
图 17: 海外游戏投资时间线 (2006 年-2016 年)	15
图 18: 海外游戏投资时间线 (2017 年-2024 年)	16
图 19: Supercell 年收入 (百万美元) 和 EBITDA (百万美元) 推移 (2012-2023 年)	17
图 20: Supercell 主要游戏 APP 内累计充值金额 (USD mn) (截止 24 年 5 月)	17
图 21: Supercell 主要产品及上线时间	17
图 22: League of Legends MAU (mn) (2012-2023 年)	18
图 23: League of Legends 收入 (十亿 美元) (2015-2022 年)	18
图 24: Riot Games 主要产品及上线时间	18
图 25: PCG 平台与内容事业部架构.....	19
图 26: 主要内容业务收入 (亿元 人民币) 对比 (2023 年)	19
图 27: 内容平台付费账户数 (百万个) 对比 (24Q1)	19
图 28: 腾讯金融科技业务收入 (亿元) 测算 (2018-2024E)	20
图 29: 金融科技业务涉及服务	20
图 30: 全国移动支付笔数 (左轴-亿) 和同比增速 (右轴) 推移 (2017-2023 年)	21
图 31: 全国移动支付金额 (左轴-万亿元) 和同比增速 (右轴) 推移 (2017-2023 年)	21
图 32: 微众银行产品和渠道	22

图 33: 微众银行营业收入 (百万元) 和净利润 (百万元) 推移 (2016-2023 年)	23
图 34: 微众银行营业收入同比增速和净利润率推移 (2017-2023 年)	23
图 35: 微众银行资产收益率和净资产收益率推移 (2017-2023 年)	23
图 36: 微众银行个人有效客户数 (亿人) 推移 (2019-2023 年)	23
图 37: 微信商业化带来新的收入来源	24
图 38: 微信总时长 (万分钟) 和主要短视频平台产品对比 (2018-01-2024-04)	25
图 39: 微信总时长 (万分钟) 和抖音、快手矩阵产品时长对比 (2018-01-2024-04)	25
图 40: 视频号总时长和小程序游戏流水同比增速推移 (2023 年-24Q1)	25
图 41: 腾讯广告收入 (亿元) 按产品分布测算 (2017-2024E)	25
图 42: 朋友圈广告和视频号广告产品示例	26
图 43: 公众号、小程序、搜一搜和看一看等入口广告产品示例	27
图 44: 视频号直播带货业态带来新的收入来源	27
图 45: 社交流量和 AI 赋能企业服务业务不断迭代	28
图 46: 腾讯企业服务收入 (左轴-亿元) 和同比增速 (右轴) 测算 (2018-2024E)	28
图 47: 腾讯各业务毛利率推移 (21Q1-24Q1)	28
图 48: 主要国内厂商 AI 大模型迭代进展	29
图 49: 主要应用每日 ios 预估下载量 (次) (2023 年 6 月 11-2024 年 6 月 10 日)	31
图 50: 主要应用每日在投广告数量 (个) (2023 年 6 月 11-2024 年 6 月 11 日)	31
表 1: 腾讯回购、分红统计 (2021-2024E)	9
表 2: 腾讯国内游戏四大工作室及产品	12
表 3: 微众银行股东列表 (2023 年)	21
表 4: 微众银行个人金融产品运营数据 (2021-2023 年)	22
表 5: 主要 AI 应用的功能	30
表 6: 主要 AI 应用的月度广告投放数量 (个) 情况	30
表 7: 腾讯盈利预测 (2024-26E)	32
表 8: 可比公司估值 (2024E-2025E)	33
表 9: SOTP 估值	34

一、战略：聚焦主业，追求高质量增长

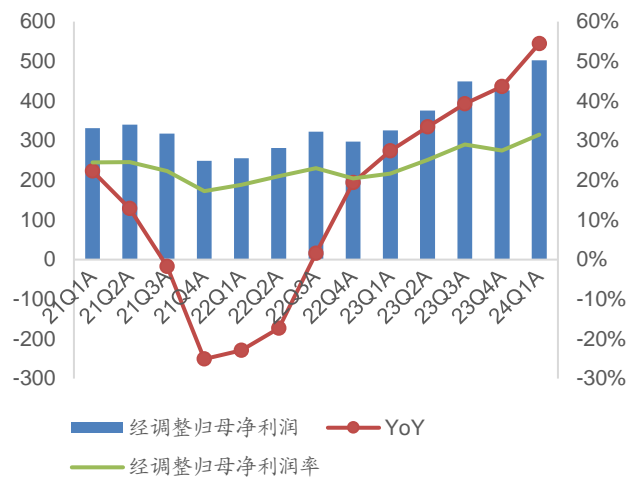
（一）战略复盘：在逆风环境下通过聚焦和高质量增长释放经营杠杆

高质量发展的战略推动经营状况扭转。过去三年，面临监管环境的变化和宏观逆风，腾讯通过践行高质量发展的增长战略，利润重回增长；通过寻找新的收入来源，资源向高利润业务组合倾斜，在23年推动了经营杠杆的逐季提升。

图 1：腾讯总收入（左轴-亿元）及同比增速（右轴）推移（21Q1-24Q1）



图 2：腾讯经调整归母净利润（左轴-亿元）及同比增速及利润率（右轴）推移（21Q1-24Q1）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

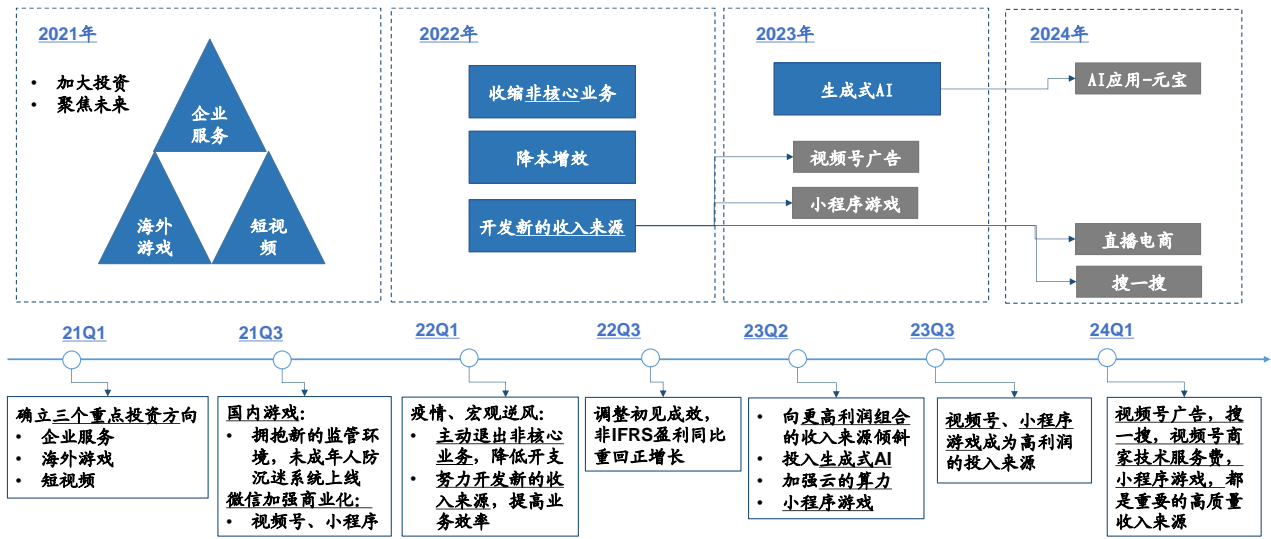
21年公司确立了未来3个重点投资方向，即企业服务、海外游戏和短视频。21年公司看好在这三个方向的长期发展潜力，对这部分业务的人员和资源投入都有所加大。21年下半年行业监管环境的变化，从游戏针对未成年人防沉迷体系的建设，到互联网数据安全等，都对短期各项业务收入增长带来挑战。

22年应对环境的变化，公司开始收缩开支，体现为收缩非核心业务，降低人员成本。22年公司主动退出或收缩了（1）非核心业务，（2）亏损/低利润的业务，通过这一举措降低成本。同时着手于发展新的收入来源，逐步开始释放微信、SaaS等业务的商业化机会。

23年新的高质量收入来源推动经营杠杆。新的收入来源如小程序游戏、视频号广告等带来了较高的边际利润增长；技术方面，逐步加大对生成式AI的投入。

24年整体延续23年的高质量发展策略。更多的新收入来源，包括加大视频号电商带货，以及搜一搜等场景的变现。同时基于对算力的持续投资，探索AI+应用界面的下一代产品。

图 3: 2021-2024年公司业务发展战略



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

(二) 未来展望: 底盘稳定, 新枝繁茂

1. “基石业务” 市场份额和基本盘稳健

金融业务主要靠零售额大盘增长驱动稳定的增长, 同时, 也加大非支付业务, 例如保险、理财、消费贷的发展。边际收入增量带来的利润贡献较高。

游戏业务, 海外来看仍有较大的成长空间, 本土游戏通过新产品驱动增长; 基本盘稳定, 利润率保持稳定。

PCG业务基于音乐、视频等业务稳定的竞争格局, 近几年都在利润率上实现了持续优化。

图 4: 基石业务稳健, 新芽业务和生成式AI带来长期驱动

		核心优势	增长驱动因素	增长模型	利润贡献
中期驱动	基石业务	金融	• 社交入口 • 支付牌照	• 零售额增长 • 扩展非支付业务	• 稳定增长 • 边际利润贡献高
		游戏	• 研发+投资	• 海外游戏 • 产品周期	• 供给驱动 • 随收入稳增
		PCG	• 份额稳定	• 精品化	• 基本盘稳定 • 格局稳定, 利润率优化
远期驱动	新芽业务	视频号	• 社交流量	• 商业化率提升	• 较快增速 • 边际利润贡献高
		小程序游戏	• 社交流量	• 供给丰富	• 较快增速 • 边际利润贡献高
		直播电商	• 社交流量	• 商家渗透率提升	• 较快增速 • 边际利润贡献高
		SAAS	• 社交流量	• 付费培养	• 稳定增长 • 边际利润贡献高
	生成式AI	大模型	• 资金和人才	• 技术投入	• n/a
AI应用		• 多元业务场景	• n/a	• n/a	

数据来源: 广发证券发展研究中心

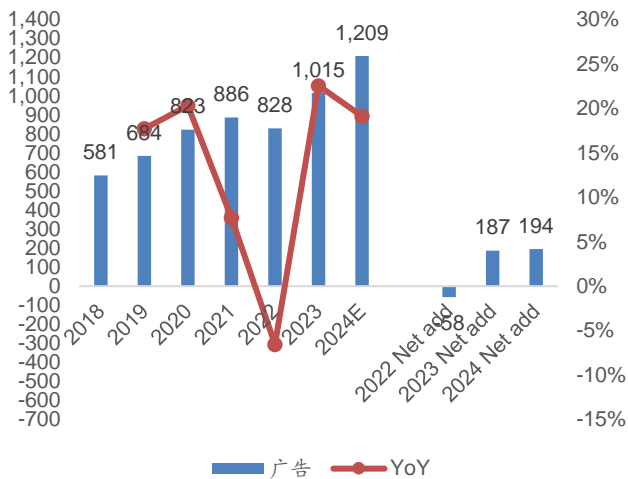
2. “新芽业务”带来新的增长动力

微信视频号、小程序游戏、直播电商、搜一搜、SaaS等业务都开始逐步强化变现能力，新芽业务贡献了较高的增量利润。微信整体的商业化加速，已经带动在线广告业务收入的持续复苏，领跑整体广告行业。

3. 生成式AI，目前是公司新的投资方向，也对长期发展带来想象空间

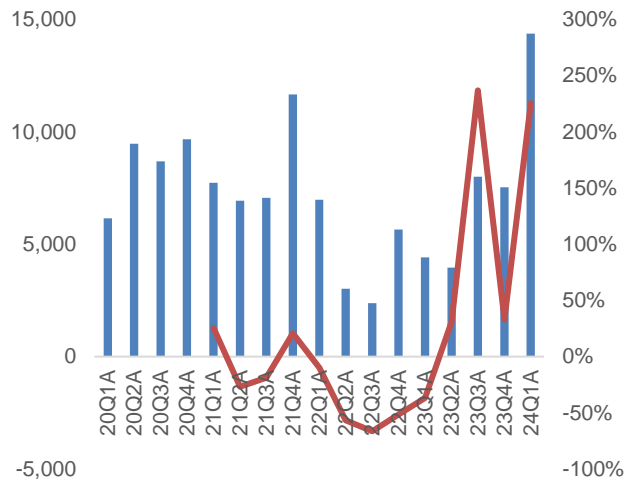
公司的资本开支在23年下半年开始有所提升，主要用于投资大模型基础设施，以提升生成式AI的模型能力。AI对业务的驱动体现在两方面，短期来看，大模型可以助力广告等业务的升级，提高广告转化效率，节省广告制作成本；都对广告主带来附加价值的同时，加大对广告主预算的获取。中长期来看，AI+应用的界面，目前还没有诞生超级应用，但不代表未来不会产生新的大型应用入口。公司持续投入AIGC，同时基于多元的应用场景和业务模式，建立中长期的竞争壁垒。

图 5: 腾讯在线广告收入 (左轴-亿元) 及同比增速(右轴)推移 (2018-2024E)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心；注：24年数据为广发预测值

图 6: 腾讯Capex (百万元-左轴) 和同比增速 (右轴) 推移 (20Q1-24Q1)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（三）审慎投资，加大股东回馈

对外投资方面，21年投资达到顶峰，近三年投资步调明显放缓。根据IT桔子数据统计，腾讯在2015年投资公司126家，2018年增长至182家，年均复合增长率13%。2019年投资数量下降幅度较大，但之后的两年间保持高速增长，2021年达到历史最高点，全年投资公司301家。21年之后腾讯投资节奏断崖式放缓。根据IT桔子腾讯投资版图数据，腾讯历年投资领域涵盖了包括文娱传媒、游戏、企业服务、人工智能、电商零售等23个行业，投资布局多元化。其中，文娱传媒、游戏、企业服务是腾讯的重点投资领域，分别占比18%、17%、11%。

从最近一年的投资布局来看，腾讯投资最多的领域分别是人工智能、医疗健康，其次是游戏、文娱传媒和企业服务。

图 7：腾讯历年投资数量（个）推移

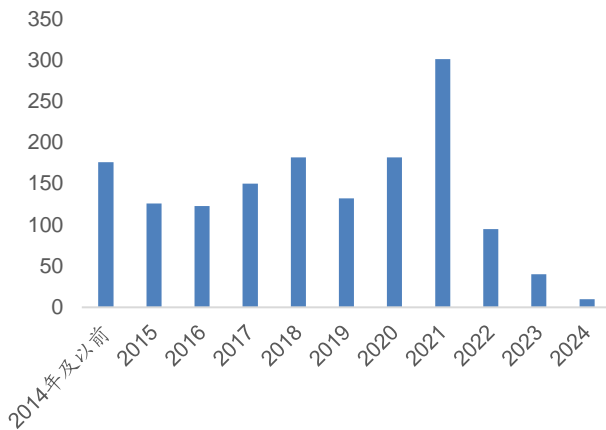
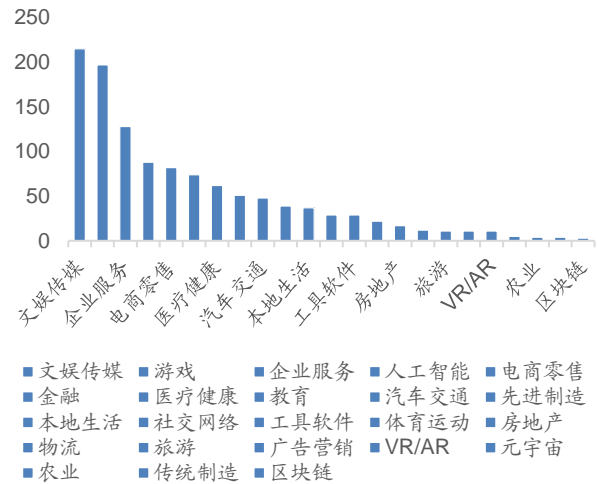


图 8：腾讯投资按行业的数量（个）分布



数据来源：IT 桔子，广发证券发展研究中心；注：24 年统计期间截止至 6 月 24 日

数据来源：IT 桔子，广发证券发展研究中心；注：24 年统计期间截止至 6 月 24 日

资金回笼，结合利润稳健增长，公司加大了回购和分红金额，以提升股东回馈。21-22年，公司主要通过投资公司股票分配的方式进行股东回报。23年开始，以加大现金分红和回购金额的方式实现股东回馈；2024年3月20日，公司在23年4季报业绩报宣布24年回购金额不低于1000亿港元，较2023年增长近一倍，考虑到年末还有现金分红，整体数额较23年有明显提升。

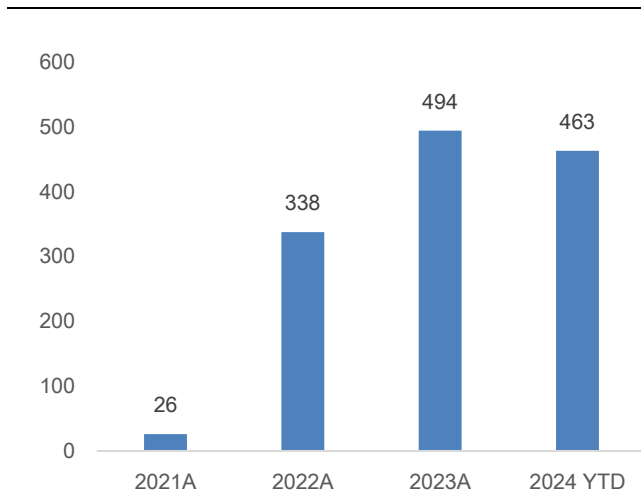
根据wind的数据统计，24年截止6月19日，公司已经回购了463亿港元的股票，基本快要接近23年全年的水平。从单日回购金额来看，24年的回购金额保持在10亿港元/天的水平，占总体成交量的比例有所提升。

表 1: 腾讯回购、分红统计 (2021-2024E)

单位: 百万港元	2021	2022	2023	2024E
回购	2,599	33,794	49,433	100,000
现金分红	15,522	23,234	32,955	
股票分红	118,500	165,600		
总回报	136,621	222,628	82,388	100,000

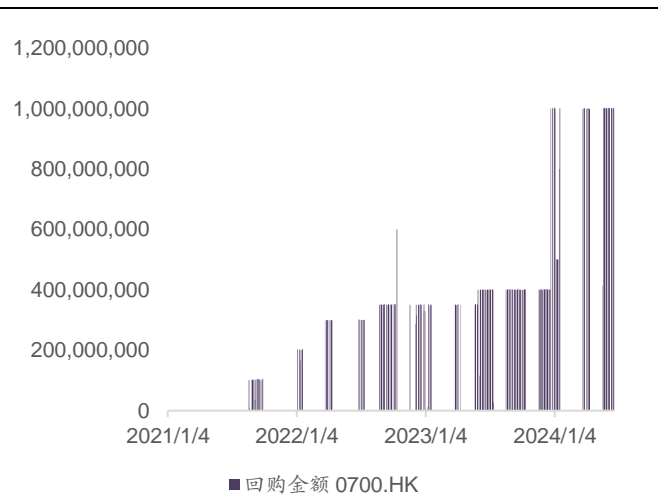
数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 腾讯回购金额 (亿元 港币) (2021-2024YTD)



数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心; 注: 24 年回购金额的统计期间截止至 6 月 19 日

图 10: 腾讯回购金额 (港币) (2021年1月1日-2024年6月19日)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、基石业务: 壁垒厚实, 持续稳增

(一) VAS 业务: 基本盘稳固, 产品驱动增长

1. 游戏业务: 竞争壁垒厚实, 保持领先地位

国内游戏基本盘稳健, 未来仍有望通过新品突破天花板, 海外游戏保持较高增速, 空间广阔。根据公司财报, 23年本土游戏收入为1267亿元, 同比增长2%, 海外游戏收入达到532亿元, 同比增长14%。海外游戏是公司在21年确定的三个重点投资方向之一, 近年来对整体游戏收入贡献呈持续提升态势。

图 11: 本土游戏和海外游戏收入 (亿元) 推移 (2019-2023年)

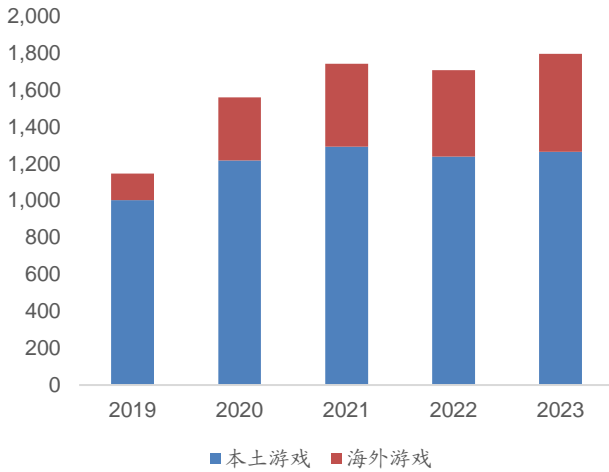
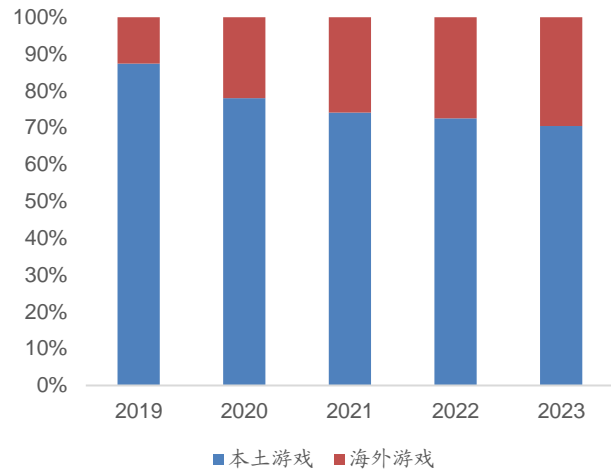


图 12: 本土游戏和海外游戏占比推移 (2019-2023年)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

本土游戏: 长线运营, 厚积薄发, 头部游戏数量持续增长, 24年《地下城与勇士: 起源》成为新的大作。

保持常青款游戏的生命力, 新游戏通过长线运营策略, 厚积薄发。公司在23年财报中披露本土重点热门游戏的数量从22年的6款增加到23年的8款, 公司对重点热门游戏的定义为, 年流水超过40亿元人民币, 在用户数方面, PC游戏季度平均DAU超过200万人, 手机游戏季度平均DAU超过500万人。

本土游戏市场日趋成熟, 新品增收与增强常青游戏的持续吸引力和变现能力相结合, 多个近年发布的游戏仍有上升潜力。腾讯游戏保持了在MOBA、射击、动作等品类的优势, 运营策略注重长线增长, 对用户运营的运营优先于商业化, 不少游戏都呈现厚积薄发的趋势, 例如《金铲铲之战》; 后续仍有持续提升机会的产品包括《无畏契约》、《命运方舟》、《暗区突围》和《火影忍者》等。头部产品《王者荣耀》和《和平精英》在23年短期面临了流水下滑的影响, 但通过调整运营策略, 24年有望逐步恢复增长。

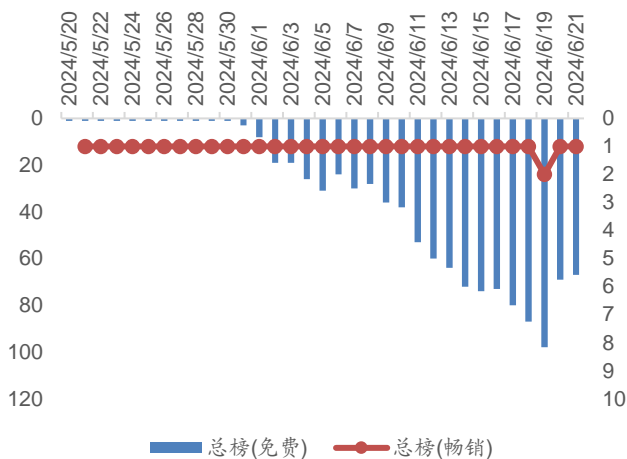
图 13: 本土游戏: 重点热门游戏数量持续增加



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

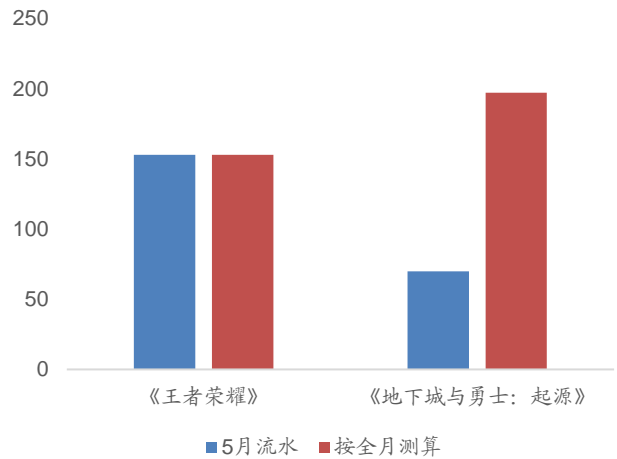
《地下城与勇士:起源》成为新的重磅产品, 5月上线以来维持在游戏畅销榜的第一名。从近一个月的流水表现来看, 《地下城与勇士:起源》稳在游戏畅销榜第一名(七麦数据), 我们认为这一产品将成为腾讯本土游戏的新增量, 带动未来业绩提速。

图 14: 《地下城与勇士:起源》免费榜(左轴)和畅销榜(右轴)排名推移(2024年5月20日-6月21日)



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

图 15: 《地下城与勇士:起源》5月流水(11天)和按全月测算的流水表现(百万美元)



数据来源: SensorTower, 广发证券发展研究中心; 注: 全月测算是根据5月流水/11个上线自然日的日均流水乘以31天测算得出。

国内自研游戏形成了4大工作室矩阵,天美和光子主要面向大品类开发精品游戏。2008年开始,腾讯确立了以工作室为基础的自研游戏架构, 早先成立了“琳琅天上”、“卧龙”等多个自研工作室, 2014年, 天美在多个自研游戏工作室合并的基础上产生。天美工作室, 代表作品包括《王者荣耀》、《QQ飞车》、《穿越火线: 枪战王者》、《使命召唤手游》、《Arena of Valor (王者荣耀国际版)》、《天天爱消除》、《元梦之星》等多款产品, 覆盖MOBA、RPG、射击、休闲等品类。后续上线的新作包括《王者荣耀星之破晓》、《三角洲行动》、《宝可梦大集结》, 或将迎来新一轮的产品爆发期。光子工作室是“量子工作室”、“光速工作室”等合并升级而成, 主打精品化和国际化的策略, 过往产品包括《和平精英》、《PUBG Mobile》等。魔方工作室的代表作为《火影忍者手游》和《暗区突围》。北极光工作室则有《光与夜之恋》和《天涯明月刀手游》等产品。

表 2: 腾讯国内游戏四大工作室及产品

工作室群	成立时间	负责人	项目名称	上线时间
天美工作室群	2014	姚晓光	新游	
			元梦之星	2023/12/15
			王者荣耀星之破晓	未上线
			极品飞车在线移动版	未上线
			三角洲行动	未上线
			宝可梦大集结	未上线
			王者荣耀世界	未上线
			手游	
			王者荣耀	2015/11/26
			穿越火线: 枪战王者	2015/9/21
			使命召唤手游	2020/12/25
			QQ飞车-手游	2017/12/27
			合金弹头: 觉醒	2023/4/18
			重返帝国	2022/3/29
			乱世王者	2017/11/21
			魂斗罗: 归来	2017/6/6
			天天爱消除	2013/8
			天天酷跑	2013/9/16
			Arena of Valor	2016/10/13
			御龙在天	2016/10/13
			斗破苍穹	2020/1/10
			圣斗士星矢	2018/9/27
			一起来捉妖	2019/4/11
			天天炫斗	2014/4/16
			端游	
			QQ飞车-端游	2008/1/23
逆战	2012/7/8			

			QQ 三国	2007/6/29
			御龙在天-端游	2012/6/16
			枪神纪	2012/4/15
			手机游戏	
			和平精英	2019/5/8
			高能英雄	2023/9/21
			黎明觉醒：生机	2023/2/23
			欢乐斗地主	2008/4
			欢乐麻将	2014/11/17
			末刀	2023/7/27
			自由幻想	2018/7/3
			QQ 华夏	2018/3/20
			最强 NBA	2017/9/27
			英雄杀	2015/8
			天天象棋	2015/7/16
			腾讯围棋	2015/12/8
			全民飞机大战	2014/1/10
			全民突击	2015
			腾讯桌球	2015/06/26
			全民小镇	2014
			雪中悍刀行手游	未上线
			代号：致金庸	未上线
			最强美职篮 2	未上线
			PUBG Moblie	2017/3/23
			Undawn	2023/6/15
			客户端游戏	
			斗战神	2014/6/26
			QQ 仙侠传	2011/1/11
			QQ 华夏	2007/8
			QQ 幻想世界	2010/10/18
			QQ 自由幻想	2008/4/3
			QQ 幻想	2005/10/25
			小游戏	
			腾讯桌球	
			欢乐麻将	
			欢乐斗地主	2017/12/28
			英雄杀	2011/9/29
			腾讯围棋	
			手游	
			一人之下	未上线
			暗区突围	2022/7/13
			妖精的尾巴：魔导少年	2019/5/28
光子工作室群	2008	陈宇		
魔方工作室群	2010	张晗劲		

			王牌战士	2019/8/13
			傲世西游	2013
			火影忍者手游	2016/5/19
			火影忍者：忍者新世代	2018/11/15
			仙剑奇侠传 OL	2017/4/26
			仙剑奇侠传	2014/11/18
			全民农场	2014/7/10
			页游	
			洛克王国	2010/7/15
北极光工作室群	2007	孙宏宇	手游	
			光与夜之恋	2021/6/24
			天涯明月刀手游	2020/10/16
			轩辕传奇手游	2017/9/15
			网游	
			天涯明月刀 OL	2016/7/1
			轩辕传奇	2012/11/3
			无限法则	2018/9/19

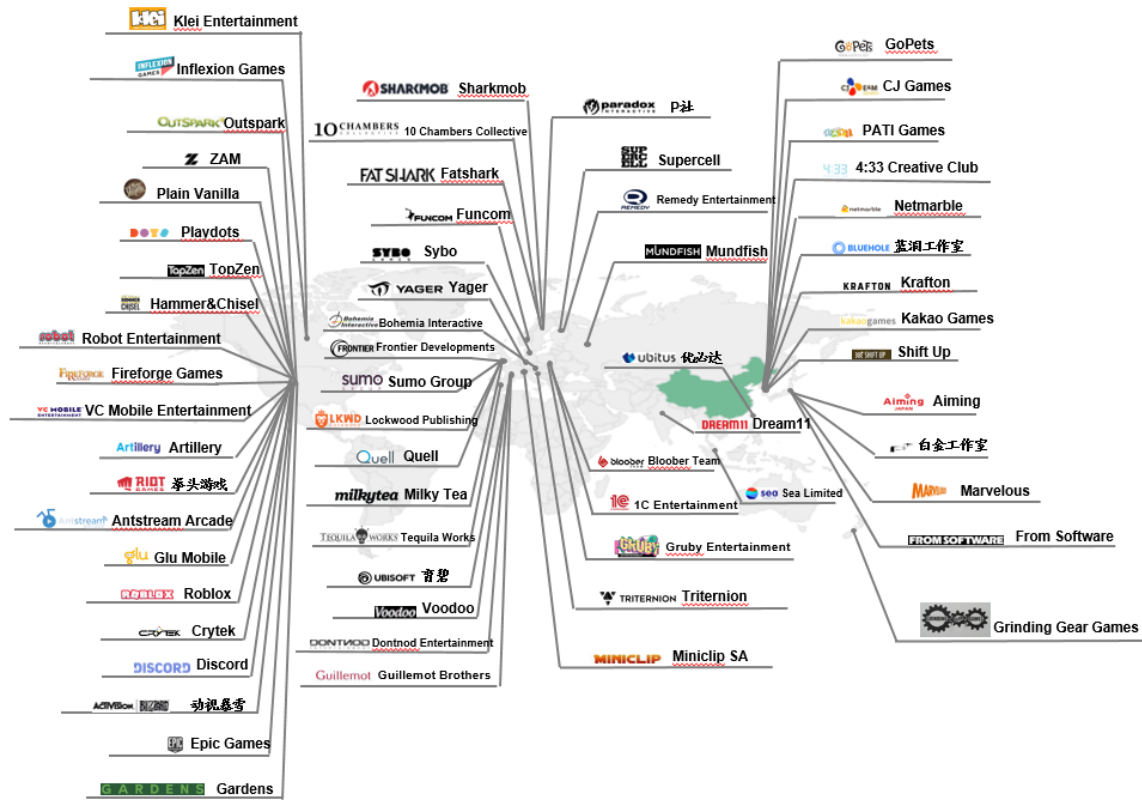
数据来源：腾讯游戏官网，广发证券发展研究中心

积极投资海外游戏公司构建全球化版图，海外游戏成为拉动总体游戏业务增长的新引擎。根据IT桔子，对于海外游戏投资，腾讯早在2005年便对韩国宠物游戏开发商GoPets进行了战略投资，自此开启了一系列至今已持续十六年的海外投资并购活动。

目前腾讯的海外游戏投资版图涵盖了来自日、韩、北美、欧洲等地**64家海外公司**。根据36kr，2011年腾讯成为Riot Games（英雄联盟开发商）最大股东，2015年腾讯对其完成全资收购。根据公司公告，芬兰手游公司Supercell也在2016年被腾讯以86亿美元收购，旗下有部落冲突等游戏。

2021年公司将海外游戏作为未来三个重点领域投入，从投资活动来看，2021-2022是腾讯海外游戏投资最多的两年。根据it桔子数据显示，近年来腾讯投资节奏放缓，偏向于垂直品类如MOBA、射击等，致力于将已经形成的游戏IP进一步手游化全球化，有望成为游戏业务新的增长点。例如，公司在22年投资的Shift Up，一家韩国游戏开发商，旗下作品有卡牌游戏《命运之子》、美少女射击游戏《胜利女神：NIKEE》，后者成为去年海外游戏业务的一个新增量。

图 16: 海外游戏投资布局



数据来源: IT 桔子, 广发证券发展研究中心

图 17: 海外游戏投资时间线 (2006年-2016年)



数据来源: IT 桔子, 广发证券发展研究中心

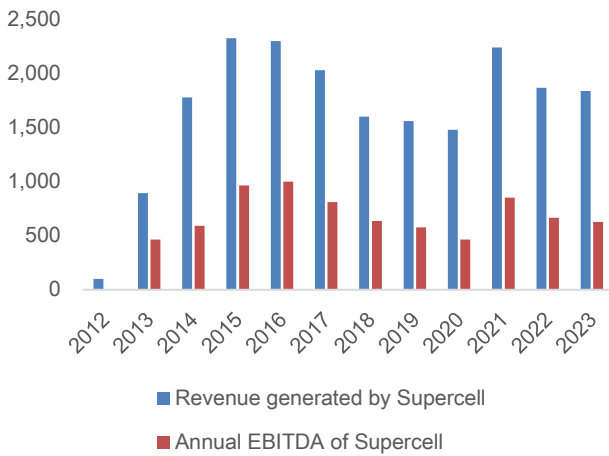
图 18: 海外游戏投资时间线 (2017年-2024年)



数据来源: IT 桔子, 广发证券发展研究中心

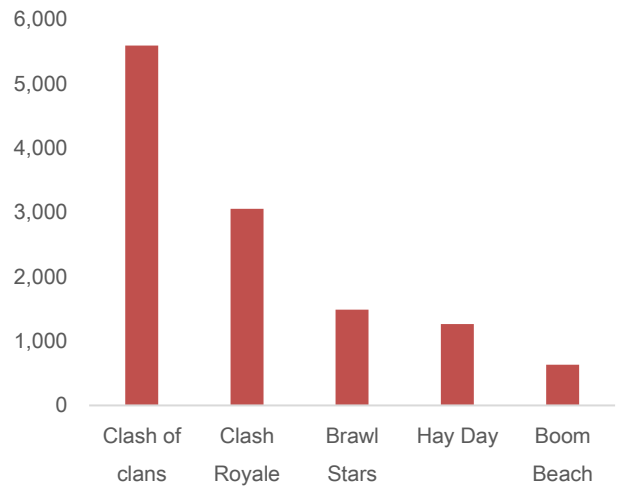
Supercell作为海外游戏重要的一环，近期《Brawl Stars》(荒野乱斗)流水爆发，上线新品《Squad Busters》(爆裂小队)。根据Statista数据显示，Supercell年收入规模达到18亿美元(2023年)，旗下重要的产品包括《Clash of Clans (部落冲突)》(2012年上线)、《Clash Royale》(部落冲突: 皇室战争)(2016年上线)，以及《Brawl Stars》(荒野乱斗)(2018年上线)等产品。今年，《Brawl Stars》流水上升趋势明显，近期上线的新品《Squad Busters》(爆裂小队)也在各区域的排行榜持续攀升，或成为新的重点产品之一。

图 19: Supercell年收入 (百万美元) 和EBITDA (百万美元) 推移 (2012-2023年)



数据来源: Statista, 广发证券发展研究中心

图 20: Supercell主要游戏APP内累计充值金额(USD mn) (截止24年5月)



数据来源: Statista, 广发证券发展研究中心

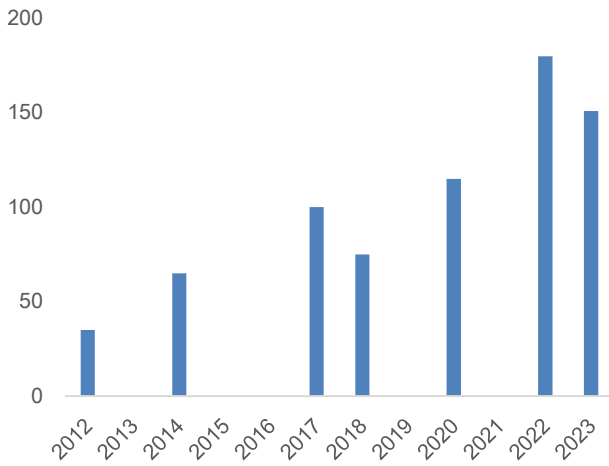
图 21: Supercell主要产品及上线时间



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

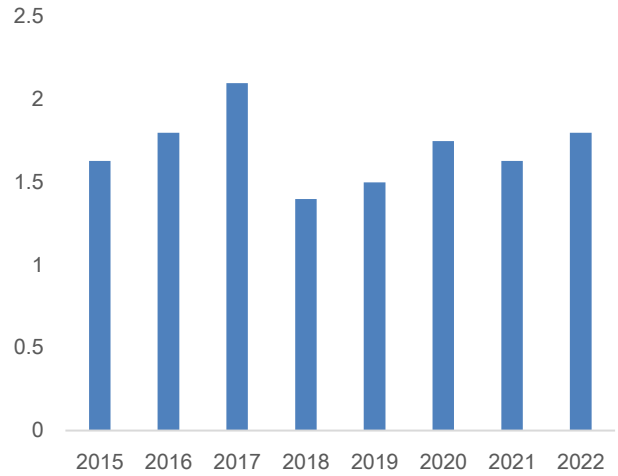
Riot Games (拳头游戏) 是腾讯全资收购的美国游戏厂商, 旗下重磅产品包括《League of Legends》(英雄联盟)(2011年)、《League of Legends: Wild Rift》(英雄联盟手游)(2020年)、《Teamfight Tactics》(云顶之弈)、《Legends of Runeterra》(符文大地传说)和《VALORANT》(无畏契约)。从Prioridata披露的《League of Legends》收入来看, 达到了18亿美元(2022年)。其中《VALORANT》(无畏契约)在23年也成功引入中国本土发行。

图 22: League of Legends MAU (mn) (2012-2023 年)



数据来源: mobilemarketingreads, 广发证券发展研究中心

图 23: League of Legends收入 (十亿 美元) (2015-2022年)



数据来源: Priori data, 广发证券发展研究中心;

图 24: Riot Games主要产品及上线时间



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

2.PCG (平台与内容事业群): 致力于优化协同效应

腾讯的平台与内容事业群经过了数次调整, 目前形成了流量+内容的生态矩阵。在流量方面, 掌管了QQ、QQ空间, 以及应用宝和QQ浏览器。内容方面, 聚合了腾讯视频、微视成为视频部门, 并将腾讯体育融入腾讯视频。腾讯音乐、阅文、虎牙都是独立的上市公司。去年底, 阅文也宣布将收购腾讯动漫。

图 25: PCG平台与内容事业部架构

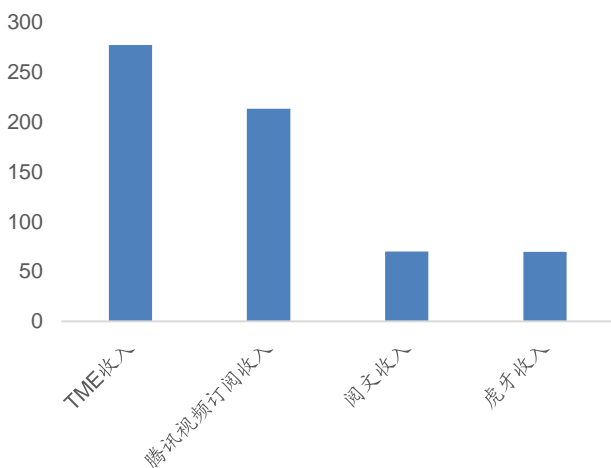


数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

从成长逻辑来看, 内容行业需要供给驱动, 长视频进入通过精品内容稳定提价阶段, 音乐流媒体在商业化率的提升上仍有更高的空间, IP业务则致力于内容的持续孵化。

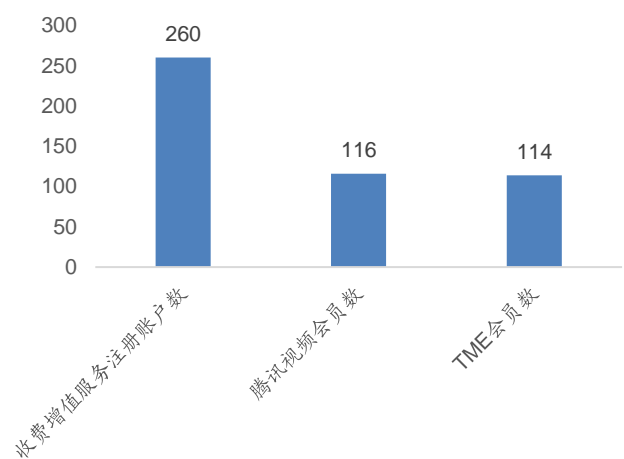
从盈利模型来看, 因整个内容行业的壁垒较厚, 目前的竞争格局较为稳定, 整体腾讯PCG部门都呈现受益于行业格局稳定带来的利润优化趋势, 对集团的利润贡献将会逐步增强。

图 26: 主要内容业务收入(亿元 人民币)对比(2023年)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 27: 内容平台付费账户数(百万个)对比(24Q1)

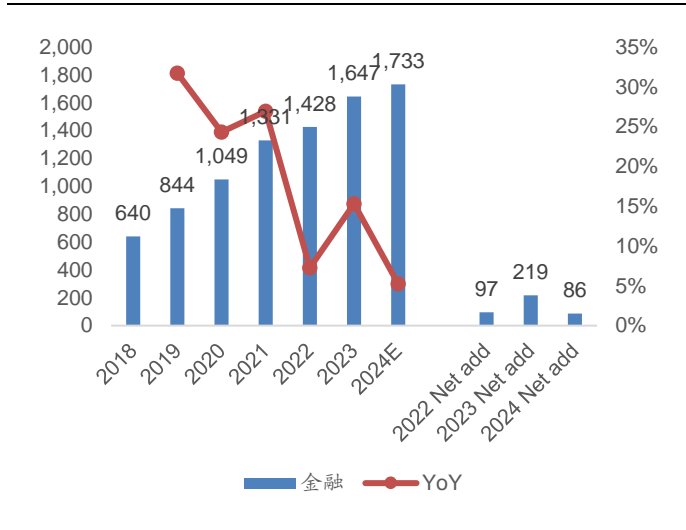


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心;

(二) 金融科技：支付为基石，丰富非支付业务生态

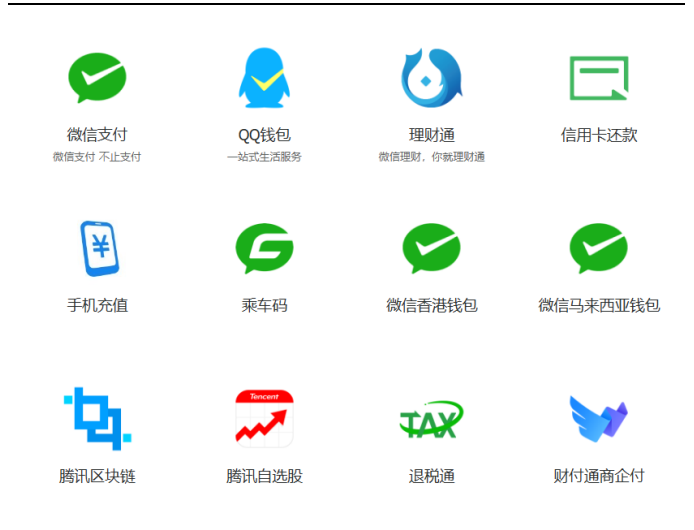
腾讯金融科技业务收入规模在23年据我们测算达到1647亿元，同比增长15%。业务方面以微信支付和QQ钱包两个平台为基础，提供了包括移动支付、财富管理、信贷服务、证券投资等创新的金融服务。微信和QQ两个社交产品，特别是微信在线上/线下点餐等生活服务场景的心智，结合线上小程序场景的支付，使得其支付场景较其他支付工具更为丰富。

图 28：腾讯金融科技业务收入（亿元）测算（2018-2024E）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心测算

图 29：金融科技业务涉及服务

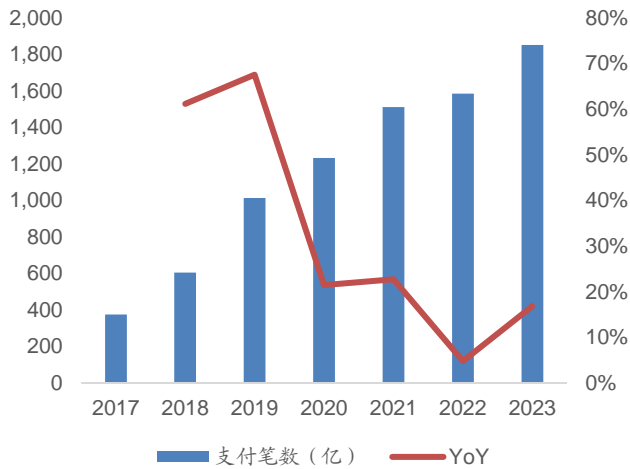


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

1. 支付业务：通过社交流量打造了多场景支付生态

微信支付业务的收入增长跟随移动支付大盘而增长。这块业务预计每年将保持较为稳定的增长态势。根据人民银行披露的全国移动支付笔数来看，23年达到1851亿笔，同比增长16.81%，23年移动支付金额为555万亿元人民币，同比增长11.15%。对于微信支付来说，最大的交易场景来自于线下，线上也会受益于零售平台、微信小程序等场景的交易带动佣金收入增长。

图 30: 全国移动支付笔数(左轴-亿)和同比增速(右轴)推移(2017-2023年)



数据来源: 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图 31: 全国移动支付金额(左轴-万亿元)和同比增速(右轴)推移(2017-2023年)



数据来源: 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

2.非支付业务未来可扩展的空间较大

腾讯主要通过投资企业“微众银行”在其支付平台上提供非支付业务,包括信贷业务、理财业务。对于微众银行而言,其通过腾讯渠道产生的服务(个人金融),需要向腾讯支付平台费用,这部分收入记入了金融科技业务中。而微众银行通过自有App/其他渠道产生的销售(个人金融+企业金融),则与腾讯无相关交易。腾讯作为微众银行第一大股东,对其持股比例为32.73%,会将微众的相关利润记入“联营企业损益份额”科目。

表 3: 微众银行股东列表(2023年)

股东名称	2023年12月31日		
	持股数额(股)	比例(%)	增减数额(股)
深圳市腾讯网域计算机网络有限公司	1,260,000,000	32.73	-
深圳市百业源投资有限公司	600,000,000	15.58	-
深圳市立业集团有限公司	600,000,000	15.58	-
深圳市淳永投资有限公司	297,000,000	7.71	-
深圳市横岗投资股份有限公司	150,000,000	3.9	-
深圳市大河信德企业管理有限公司	140,000,000	3.64	-
深圳光汇石油集团股份有限公司	120,000,000	3.12	-
深圳市文正科技有限公司	96,500,000	2.51	-
深圳市科锐达贸易有限公司	90,400,000	2.35	-
涌金投资控股有限公司	90,000,000	2.34	-
信太科技(集团)股份有限公司	90,000,000	2.34	-
深圳市金立通信设备有限公司	90,000,000	2.34	-

数据来源: 微众银行财报, 广发证券发展研究中心

微众银行售卖的主要个人金融产品包括，（1）“微粒贷”，在微众银行年报中，公司指出该产品为通过腾讯生态的微信、手机QQ 等App 提供一次授信、循环使用的纯线上小额信用贷款，最高可借款20万元。截至2023年末，“微粒贷”累计服务的借款客户超过6300万，23年内发放贷款超过95万笔/日，普惠大众需求。（2）“微户贷”，是为“微粒贷”客户中的小微经营类客户提供用于生产经营活动、最高50万元的上个人经营性贷款，23年累计服务33万小微自然人客户。（3）“微车贷”，通过发展新能源汽车贷款业务，累计与近20家新能源车企达成合作。2023年，“微车贷”年内服务客户超9万人。

图 32: 微众银行产品和渠道



数据来源：微众银行财报，广发证券发展研究中心

表 4: 微众银行个人金融产品运营数据（2021-2023年）

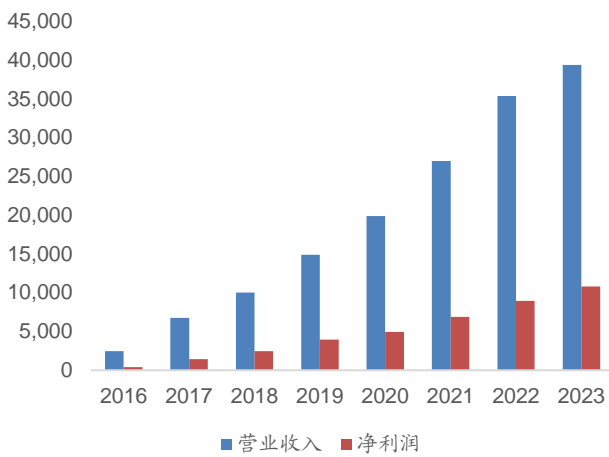
	2021	2022	2023
微粒贷			
累计服务借款客户（万人）		6000	6300
日均发放贷款（万笔）		90	95
微户贷			
累计服务小微自然人客户（万人）		30	33
日均发放贷款（万笔）		1.4	
微众银行财富+			
累计合作基金公司(家)	50	57	71
累计合作银行理财子(家)	10	19	23
累计合作信托公司(家)	6	8	7
累计合作保险公司(家)	10	9	11
代销产品(只)	670	1700	4900

数据来源：微众银行财报，广发证券发展研究中心

从微众银行披露的年报来看，23年营业收入达到394亿元人民币，同比增长11%；23年净利润达到108亿元，同比增长21%；净利润率为27%，利润率逐步提升。23年总资产收益率为1.96%，净资产收益率为27.87%。23年微众银行个人有效用户数已经达到3.99亿，贷款和垫款金额达到4145亿元，管理资产规模达到2.5778万亿元。

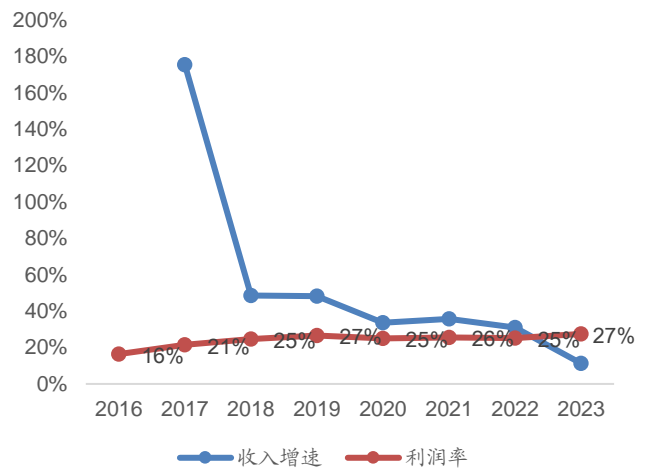
未来，腾讯或持续加大在非支付业务的合作布局，例如提高理财产品的合作，为更多用户提供理财服务，以及增加保险业务的供给，为平台用户提供更多选择。

图 33: 微众银行营业收入 (百万元) 和净利润 (百万元) 推移 (2016-2023年)



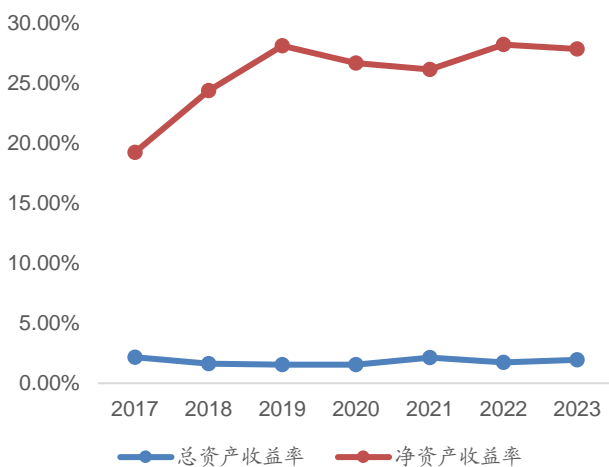
数据来源: 微众银行财报, 广发证券发展研究中心

图 34: 微众银行营业收入同比增速和净利润率推移 (2017-2023年)



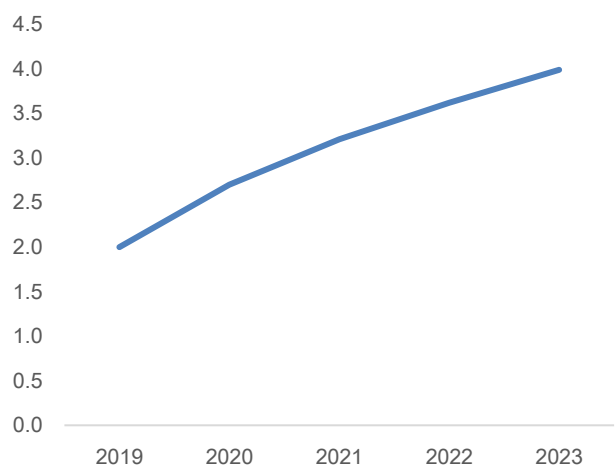
数据来源: 微众银行财报, 广发证券发展研究中心;

图 35: 微众银行资产收益率和净资产收益率推移 (2017-2023年)



数据来源: 微众银行财报, 广发证券发展研究中心

图 36: 微众银行个人有效客户数 (亿人) 推移 (2019-2023年)



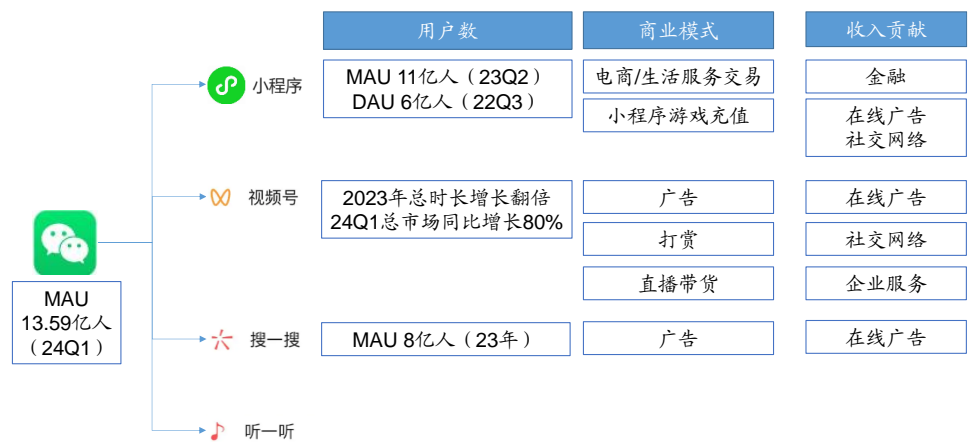
数据来源: 微众银行财报, 广发证券发展研究中心;

三、新芽业务：带动利润增长加速

（一）微信的商业化：视频号+小程序为主要变现场景

随着视频号等高变现潜力的流量持续增长，微信基于整个内容生态和工具逐步构建了更多元的高利润的业务组合。（1）小程序，本身构建了丰富的交易生态，23年微信小游戏、短剧生态明显起量。（2）视频号基于流量进行广告和直播电商的变现。（3）搜一搜，广告库存增加。（4）潜在的新入口培育，例如听一听。

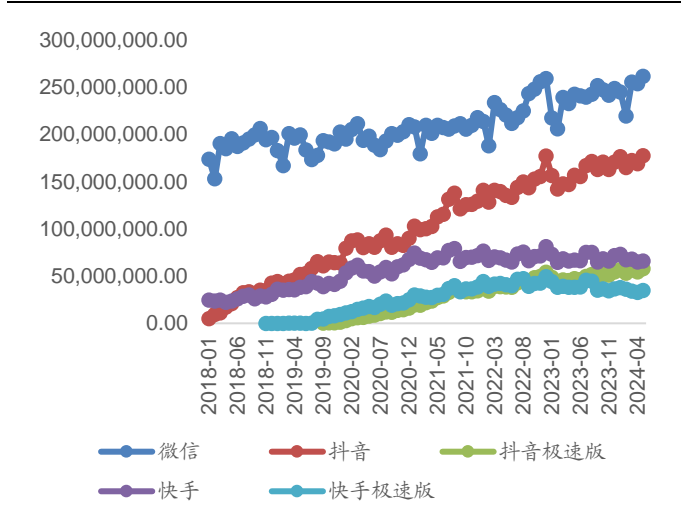
图 37：微信商业化带来新的收入来源



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

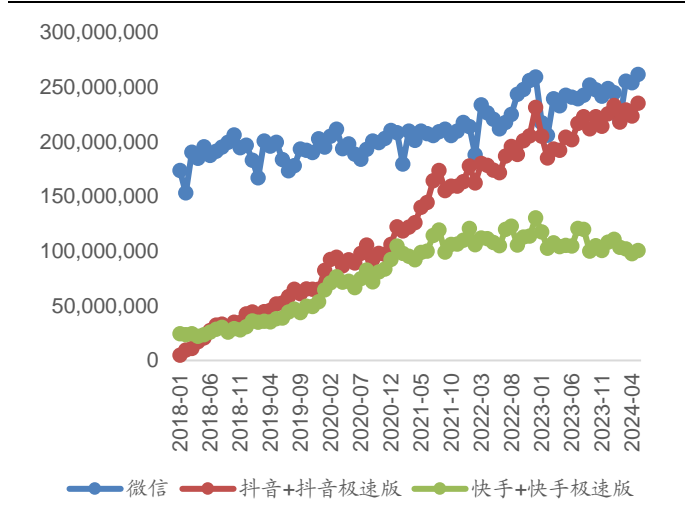
微信作为社交产品的龙头，通过视频号在视频内容领域形成了有利的防御。根据QM的数据显示，微信整体时长仍在增长，而用户更多的时间分配向视频号涌入，带来更强的变现场景。视频号流量爆发，一方面对于早些年崛起的短视频流量平台形成抵御，另一方面也为商业化场景带来新的机遇。

图 38: 微信总时长 (万分钟) 和主要短视频平台产品对比 (2018-01-2024-04)



数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

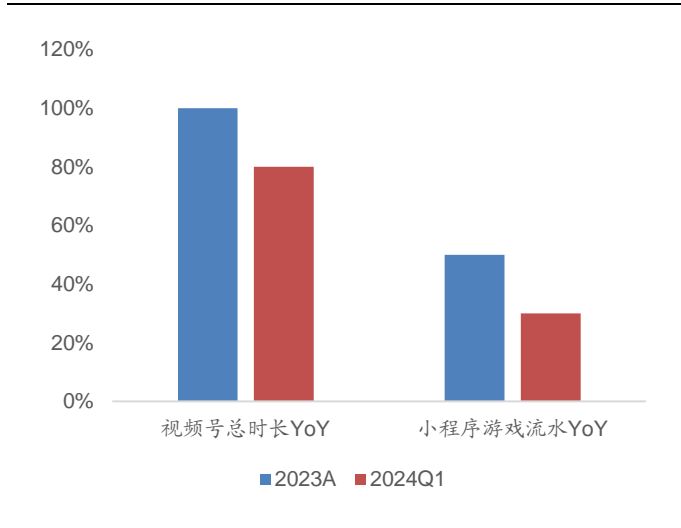
图 39: 微信总时长 (万分钟) 和抖音、快手矩阵产品时长对比 (2018-01-2024-04)



数据来源: QM, 广发证券发展研究中心测算

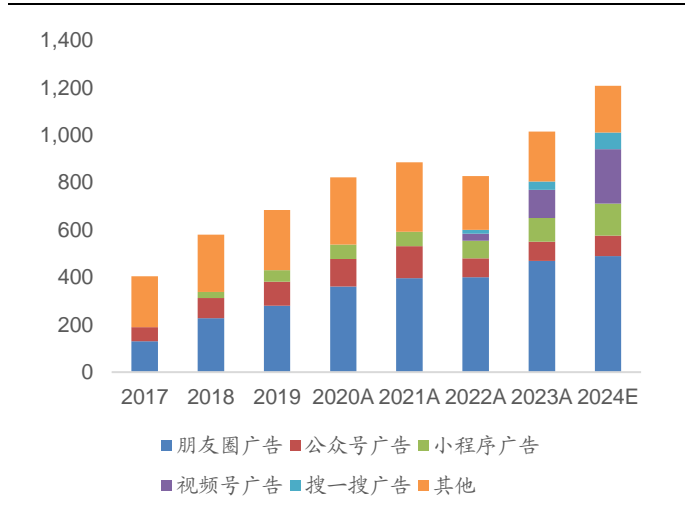
视频号总时长保持高速增长, 逐步加速商业化, 未来空间可期。根据公司财报, 23 年视频号总时长同比增长了 100%, 24Q1 同比保持 80% 的增速, 视频号的 DAU 和单日时长都有较强的增长前景。基于视频号流量的商业化变现, 最先起步的是广告业务, 目前视频号广告驱动了腾讯广告业务增长, 在未来仍可持续增厚。

图 40: 视频号总时长和小程序游戏流水同比增速推移 (2023年-24Q1)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 41: 腾讯广告收入 (亿元) 按产品分布测算 (2017-2024E)



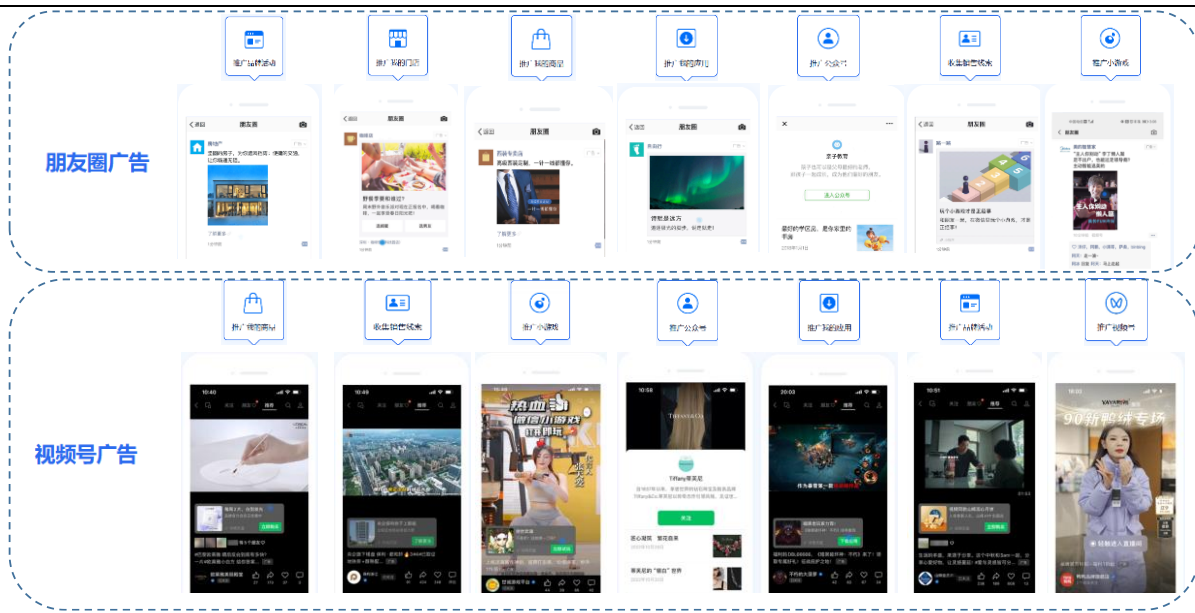
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心测算

微信广告增加了较多促进“交易闭环”的广告, 广告主愿意加大在微信的投放, 主要

还是认同微信这一“长效经营阵地”。例如导入小程序/电商平台购物，下载外部应用，唤起对公众号的关注等，都为商家/广告主提供了有落地场景的投放工具。而微信的公私域流量特色，以及不断完善的交易生态（涵盖电商、本地生活、线下支付、游戏等各类场景），都为闭环广告提供了场景。

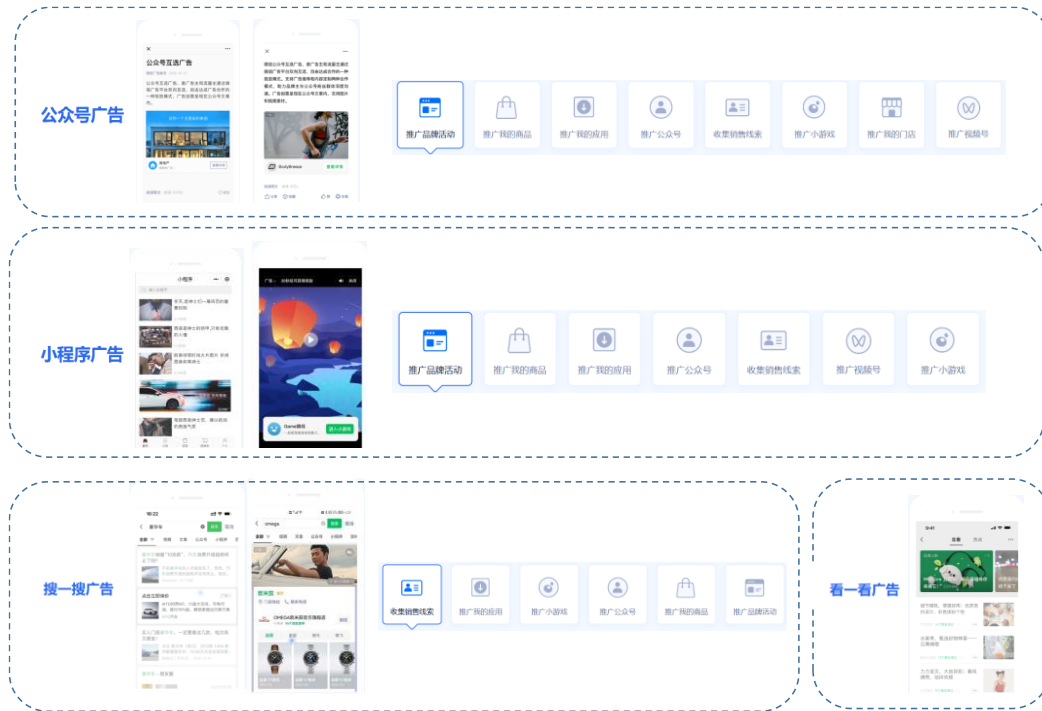
除了视频号的商业化机会，微信各个入口的商业化潜力也仍待发掘。例如公众号和小程序的展示位的开发，以及搜一搜、看一看，甚至未来听一听等入口，基于更多用户的使用，带来的商业化机会。

图 42: 朋友圈广告和视频号广告产品示例



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

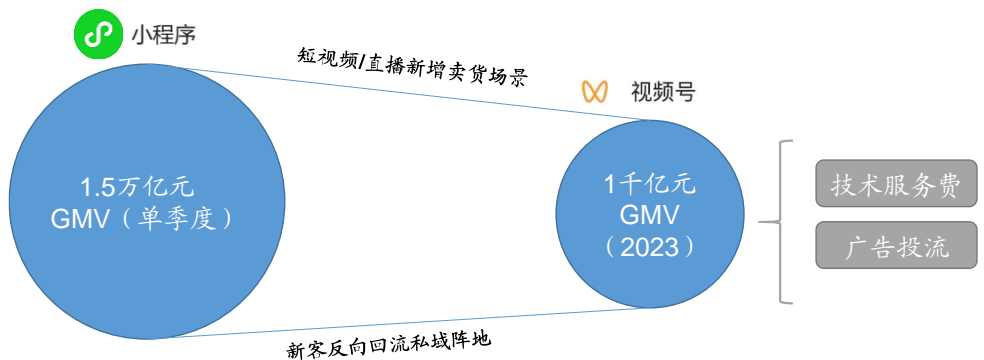
图 43: 公众号、小程序、搜一搜和看一看等入口广告产品示例



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

24年视频号加大了对直播电商的培育力度, 体现为人力的扩充, 以及更积极的商家案例打造。根据晚点latepost, 小程序单个季度的交易GMV达到1.5万亿元, 而视频号24年GMV超过1000亿元, 视频号将通过短视频和直播流量赋能商家卖货。这部分收入已经在23年带来了企业服务的增量创收, 预计随着未来视频号电商交易规模的扩大, 未来在企业服务费和广告投流方面都有将持续贡献收入。

图 44: 视频号直播带货业态带来新的收入来源



数据来源: 晚点 latepost, 广发证券发展研究中心

(二) SaaS: 重视自研产品, 社交反哺+AI 赋能

企业服务板块经过策略调整, 重回增长。云业务在22年开始以高质量经营为导向, 收缩了部分亏钱的基础云业务, 收入有所下滑。后续公司聚焦发展自研三杰产品, 包括企业微信、腾讯会议和腾讯文档等收入质量更高的SaaS型产品; 结合视频号和直播带货带来的技术服务费创收, 23年重回增长, 高毛利的SaaS产品也带动了整体金融科技与企服业务毛利率的持续攀升。

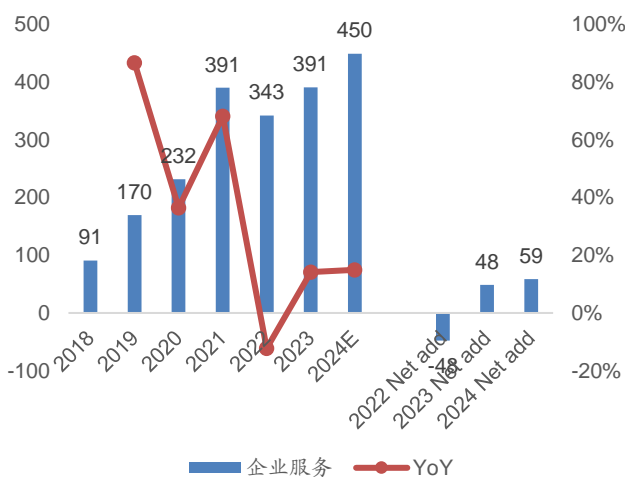
23年混元模型的上线, 公司在算力和大模型领域的投入有所增加, 后续生成式AI有望增加SaaS工具效率的同时, 中长期带来新的收入流。

图 45: 社交流量和AI赋能企业服务业务不断迭代



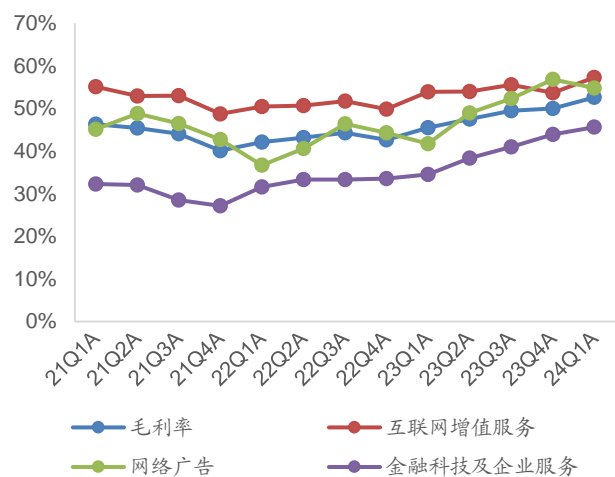
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 46: 腾讯企业服务收入 (左轴-亿元) 和同比增速 (右轴) 测算 (2018-2024E)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 47: 腾讯各业务毛利率推移 (21Q1-24Q1)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心测算

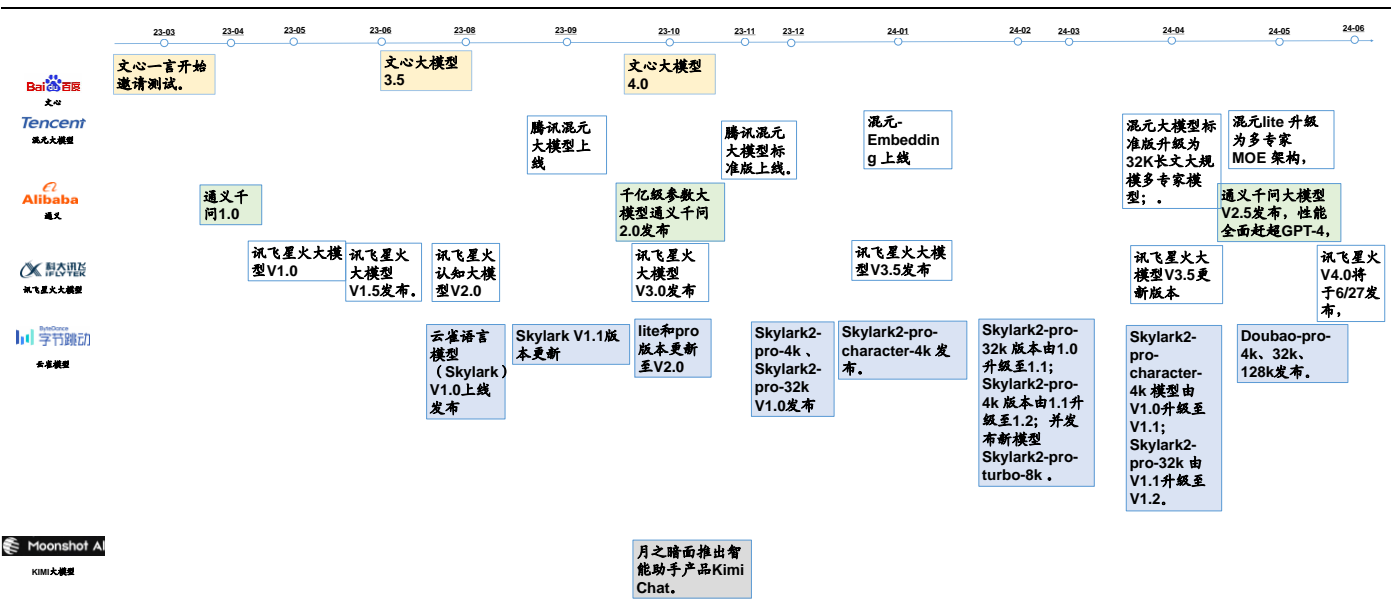
四、生成式 AI：加大投入和探索

国内以几个大厂为主，持续迭代大模型技术。我们盘点了各厂商的大模型迭代情况，百度和阿里巴巴起步较快，腾讯大模型上线时间晚于前两家，但后程持续蓄力。

腾讯后起发力，逐步加大生成式AI的投资。根据腾讯云官网，混元大模型最早于23年9月发布；23年11月推出标准版；24年1月推出混元-Embedding；24年4月标准版和高级版迎来升级，支持32k上下文长度；目前，混元大模型已升级为多专家 MoE 架构，模型效果持续提升，上下文输入输出扩展为256k，token的数量超过7万亿。基于混元大模型的腾讯元宝于2024年5月30日正式上线，主要功能有AI搜索、文档总结、网页总结、AI作图、翻译、口语陪练等。

百度：较早推出大模型，24年开始聚焦于搜索产品的AI重构。根据百度智能云官网和中国工信新闻网，2023年3月，文心一言开始邀请测试；2023年7月，文心大模型升级至3.5；2023年10月，发布基于万卡算力和飞桨框架软硬协同优化训练的文心大模型4.0，理解、生成、逻辑、记忆四大能力都有显著提升。目前文心大模型的参数规模已达万亿级别。应用方面，23年8月上线了文心一言APP，作为AI助手面向社会开放使用。24年，公司将更多精力用于搜索的AI化重构，以改善用户搜索体验。

图 48：主要国内厂商AI大模型迭代进展



数据来源：腾讯云官网，阿里云官网，Techweb，新京报，中国工信新闻网，讯飞星火官网，抖音百科官网，36kr，广发证券发展研究中心

阿里巴巴发布通义千问，是阿里自研的 AI 大语言模型。根据Techweb，阿里云官网和新京报，阿里的大模型主要经历了3次迭代：2023年4月通义千问1.0发布；2023年10月，通义千问2.0发布，相比1.0版本，在复杂指令理解、文学创作、通用数学、知识记忆、幻觉抵御等能力上均有显著提升；2024年5月，通义千问2.5大模型版本发布并更名为通义。基于通义大模型的通义千问于主要功能有文生图、智能编码、

文档解析、音视频理解、视觉生成等。

字节跳动开发了**豆包大模型（云雀大模型）和豆包应用**。根据抖音百科官网，2023年8月，云雀模型V1.0上线发布，云雀模型经过了多次更新，目前，豆包大模型可日均处理1200亿Tokens文本，生成3000万张图片。基于云雀模型（后更名豆包大模型）的豆包于2023年8月正式上线，主要功能有网页摘要、日常聊天、英语学习、AI写作、图像生成、智能搜索、阅读总结等。

表 5: 主要AI应用的功能

AI 应用	腾讯元宝	讯飞星火	文心一言	豆包	Kimi 智能助手	通义
主要功能	AI 搜索	语言理解	文学创作	网页摘要	长文总结和生成	文生图
	文档总结	知识问答	商业文案创作	日常聊天	联网搜索	智能编码
	网页总结	代码编写与理解	数理逻辑推算	英语学习	数据处理	文档解析
	AI 作图	逻辑推理	中文理解	AI 写作	编写代码	音视频理解
	翻译	数学题解答	多模态生成	图像生成	用户交互	视觉生成
	口语陪练			智能搜索	翻译	

数据来源：各产品官方网站，广发证券发展研究中心

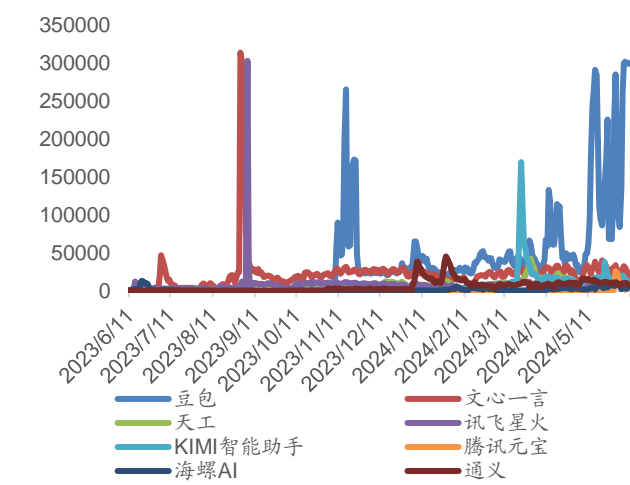
AI应用买量推广来看，字节跳动旗下的**豆包APP买量投入最多**，带动下载量增加，其次是**KIMI和天工**。我们认为对于互联网大厂来说，AI应用只是基础建设完备后在C端应用领域的试水，我们认为AI助手不是超级杀手级应用，大力买量推广，可能ROI并不高。对于大厂来说，生成式AI在不同产品和场景中的应用，仍需要不断试错，试的过程中，发现潜在的机会。

表 6: 主要AI应用的月度广告投放数量（个）情况

月度情况	豆包	KIMI 智能助手	天工	腾讯元宝	通义	文心一言	讯飞星火
2023/6	0	0	0	0	0	0	0
2023/7	0	0	0	0	0	0	2
2023/8	0	0	2	0	0	1	249
2023/9	61	0	28	0	0	44	3591
2023/10	236	0	309	0	0	11	1636
2023/11	694	0	333	0	0	780	119
2023/12	570	0	1591	0	0	4011	0
2024/1	298	0	4346	0	0	5010	2401
2024/2	440	0	5113	0	0	2259	4769
2024/3	206	4526	16448	0	0	305	2372
2024/4	825	9829	42792	0	11	477	297
2024/5	22929	10799	38452	1146	132	121	232
2024/6	76846	23231	14703	6272	113	102	50

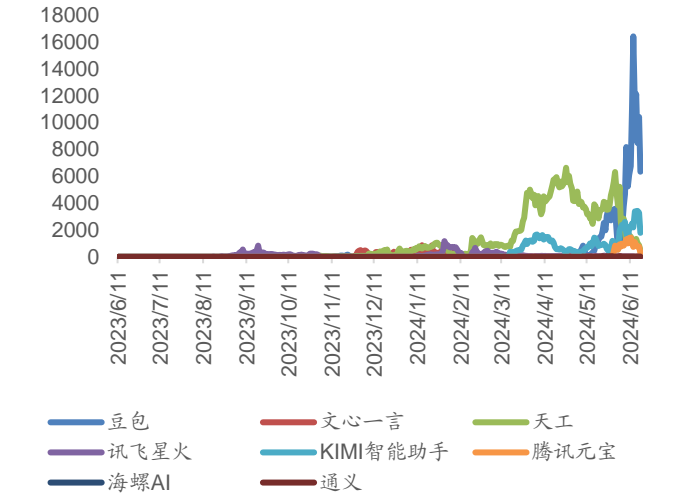
数据来源：AppGrowing，广发证券发展研究中心；注：6月数据统计区间为6月1-18日

图 49: 主要应用每日ios预估下载量(次)(2023年6月11-2024年6月10日)



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

图 50: 主要应用每日在投广告数量(个)(2023年6月11-2024年6月11日)



数据来源: AppGrowing, 广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

我们预计24-25年整体收入达到6589亿元和7261亿元, 同比增长8%、10%。

考虑到本土游戏《地下城与勇士: 起源》5月上线后表现强劲, 以及海外游戏流水增长加速在下半年来对游戏收入的增量贡献, 我们上调24-25年游戏业务收入增长预期, 预计同比增长分别为5.6%和7.8%, 分别达到1898亿元和2046亿元。社交网络业务收入预计在24-25年分别为1228亿元和1334亿元, 同比增长3%和9%, 主要受小程序游戏等新业务拉动, 预计24H2直播基本触底后, 整体业务增长将会有所提速。

网络广告收入预计24-25年同比增长19%和16%, 达到1209亿元和1408亿元, 主要受微信库存的拉动, 视频号广告、搜一搜广告, 包括小游戏等流水增长带来的广告投放, 都会是持续的增长动因。

金融和企业服务收入, 考虑到24Q1用户线下消费增长的放缓, 预计24-25年同比增长7%和10%, 达到2183亿元和2401亿元, 长期来看, 公司在理财等领域也有较好的发展机会。企业服务收入主要受视频号电商带来的技术服务费贡献增长。

预计毛利率和经营杠杆会持续受益于高质量业务流占比提升拉动, 我们对24-25年业务毛利率的预计为52.8%和53.2%, 调整后归母净利润分别为2030亿元和2312亿元, 同比增长29%和14%。

表 7: 腾讯盈利预测 (2024-26E)

单位: 亿元	23Q2	24Q1	24Q2E	QoQ	YoY		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,492	1,595	1,584	-0.7%	6.2%		6,090	6,589	7,261	7,871
游戏收入	445	481	458	-4.8%	2.9%		1,797	1,898	2,046	2,181
国内游戏	318	345	318	-7.8%	0.0%		1,266	1,330	1,410	1,481
海外游戏	127	136	140	2.7%	10.0%		531	568	636	700
社交网络	297	305	301	-1.2%	1.5%		1,186	1,228	1,334	1,395
网络广告	250	265	293	10.4%	17.0%		1,015	1,209	1,408	1,593
金融和企业服务	486	523	519	-0.8%	6.7%		2,038	2,183	2,401	2,631
其他	14	21	14	-34.2%	0.0%		54	72	72	72
毛利润	708	839	838	-0.1%	18.3%		2931	3477	3860	4229
毛利率	47.5%	52.6%	52.9%	0.3%	5.4%		48.1%	52.8%	53.2%	53.7%
销售费用	83	75	89	17.7%	6.8%		342	352	385	394
管理和行政费	254	248	253	2.2%	-0.3%		1035	1030	1038	1078
归母净利润	262	419	357	-14.9%	36.2%		1152	1580	1828	2078
归母净利润率	17.5%	26.3%	22.5%				18.9%	24.0%	25.2%	26.4%
调整后归母净利润	375	503	470	-6.4%	25.3%		1577	2030	2312	2628
调整后归母净利润率	25.2%	31.5%	29.7%				25.9%	30.8%	31.8%	33.4%
调整后 EPS (元)	3.88	5.26	4.93	-6.3%	27.3%		16.63	21.68	24.69	28.08

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 8: 可比公司估值 (2024E-2025E)

公司名称	市值 (LC mn)	收入(LC mn)		净利润(LC mn)		PS		PE	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
艺电 EA	36,953	7,551	7,479	1,934	1,941	5	5	19	19
育碧娱乐	2,715	2,458	2,638	295	267	1	1	9	10
Take-Two	27,117	5,301	5,653	391	441	5	5	69	62
三七互娱	29,231	19,259	21,307	3,241	3,688	2	1	9	8
完美世界	15,675	8,704	9,805	999	1,290	2	2	16	12
金山软件	32,007	10,660	12,285	1,228	1,638	3	3	26	20
吉比特	13,176	4,083	4,554	1,052	1,200	3	3	13	11
网易	57,872	112,277	123,218	33,839	37,591	4	3	12	11
IGG	3,335	5,538	5,798	511	651	1	1	7	5
友谊时光	1,657	1,545	1,866	172	237	1	1	10	7
Meta Platforms	1,255,177	158,946	179,364	54,408	62,049	8	7	23	20
Snapchat	25,453	5,368	6,174	372	564	5	4	68	45
微博	1,987	1,778	1,854	453	488	1	1	4	4
谷歌	2,223,679	291,177	327,493	98,039	110,719	8	7	23	20
百度	31,064	140,170	149,769	28,266	30,071	2	1	8	7
Paypal	63,401	32,017	34,669	4,496	4,699	2	2	14	13
金山云	657	1,016	1,105	-122	-100	1	1	-	-
亚马逊	1,967,685	639,001	711,282	56,071	70,707	3	3	35	28

数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心; 表中可比公司营收和盈利预测取自彭博一致预期, 市值取自6月21日

可比公司的市盈率和市销率倍数, PC游戏可比公司2024年市盈率范围在9倍-69倍之间。移动游戏公司市盈率估值范围普遍在7-26倍之间。广告公司2024年市盈率普遍在4-23之间。支付、云的市销率在1-3倍之间。

按照SOTP估值法, (1) 核心业务合理价值为4.26万亿港元 (454.71港元/股), 参考PC游戏可比公司2024年市盈率范围在9倍-69倍之间, 移动游戏公司市盈率估值范围普遍在7-26倍之间, 我们给予腾讯2024年整体游戏业务15倍市盈率, 对应合理价值为1.56万亿港元 (166.70港元/股); 广告业务可比公司市盈率4-23倍, 腾讯微信生态持续释放商业化潜力, 增长快于行业大盘, 我们给予广告业务对应2024年25倍市盈率, 对应合理价值为1.23万亿港元 (130.93港元/股); 数字内容业务, 腾讯视频, 基于24年的利润预测参考爱奇艺、芒果超媒等同业估值, 给与15x PE估值, 合理价值为346亿港元 (3.69港元/股), 腾讯音乐、阅文集团等控股公司参考最新市值和腾讯持股比例对应的价值分别为1066亿港元 (11.39港元/股)、136亿港元 (1.46港元/股)。企业和金融服务, 参考金融和云业务公司的PE范围在14-35x区间, 考虑到腾讯金融和企业服务保持稳健增长和牌照的壁垒, 我们给予25倍市盈率估值, 对应价值为1.32万亿港元 (140.54港元/股); 综上, 核心业务的总价值为4.26万亿港元。

(2) 按当前时点估算, 腾讯的二级市场投资公司的持股价值考虑一定折让对腾讯的合理价值贡献为4947亿港元(52.84港元/股)。

加总(1) 核心业务4.26万亿港元价值+(2) 投资业务4947亿港元, 公司总合理价值为4.75万亿港元, 折合每股合理价值507.55港元/股, 维持“买入”评级。

表 9: SOTP估值

	收入(亿元人民币)	利润(亿元人民币)	PE	PS	各业务估值(亿元人民币)	各业务估值(亿港元)	子公司市值(亿港元)	持股比例	对应每股价值(港元)
	2024E	2024E	2024E	2024E					
游戏	1898	949	15		14238	15606			166.70
广告	1209	447	25		11183	12258			130.93
数字内容									
腾讯视频	300	21	15		315	346			3.69
腾讯音乐					973	1066	1917	55.64%	11.39
阅文					124	136	260	52.50%	1.46
金融和企业服务	2183	480	25		12004	13157			140.54
核心业务估值汇总					38838	42570			454.89
投资业务估值					4513	4947			52.84
总估值					43351	47516			507.55

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心; 注, 此处我们采用分业务预测利润来进行单独估值, 利润加总之和不等于首页预计的全年nonGAAP归母净利润

六、风险提示

(一) 监管趋严的风险

如果监管信息安全, 用户隐私, 长视频、短视频、直播等内容平台的内容审核进一步趋于严格, 则会影响平台内容供应和用户活跃, 进而对收入增长产生负面影响。

(二) 游戏版号审核趋严的风险

如果游戏版号审核趋严, 则会影响新游戏上线时间, 导致游戏上线推迟, 对游戏收入增速带来负面影响。

(三) 受新技术带来的竞争挤压的风险

如果生成式AI或其他新兴技术的兴起, 或在应用领域引发新的竞争, 导致公司获客成本上升, 或带来存量用户的流失。

(四) 海外业务受地缘因素带来的不确定性风险

考虑到公司在海外有一定业务布局, 特别是游戏业务出海占比达到一定水平, 未来如果因为地缘因素导致的监管环境变化, 或对海外业务造成冲击。

资产负债表

单位:人民币亿元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	5,660	5,184	6,224	7,718	9,445
现金及现金等价物	1,567	1,723	2,489	3,674	5,073
应收账款及票据	455	466	504	556	602
存货	23	5	4	5	5
其他	3,615	2,991	3,226	3,483	3,764
非流动资产合计	10,121	10,588	11,350	12,146	12,979
固定资产净值	632	668	968	1,268	1,568
长期投资	6,847	7,228	7,674	8,154	8,670
商誉及无形资产	1,843	1,982	1,982	1,982	1,982
其他	799	710	726	742	759
资产总额	15,781	15,772	17,574	19,864	22,423
流动负债合计	4,342	3,522	3,612	3,932	4,257
短期借款	116	415	424	432	441
应付账款及票据	1,028	1,151	1,037	1,134	1,214
其他	3,198	1,955	2,151	2,366	2,602
非流动负债合计	3,611	3,514	3,602	3,696	3,796
长期借款	3,123	2,929	2,958	2,988	3,018
其他非流动负债	487	585	643	708	778
总负债	7,953	7,036	7,214	7,627	8,054
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	7,297	8,083	9,663	11,491	13,569
其他	-83	3	8	14	20
归母权益总额	7,214	8,086	9,671	11,505	13,589
少数股东权益	615	651	689	732	781
股东权益合计	7,829	8,737	10,360	12,237	14,370
负债及股东权益合计	15,781	15,772	17,574	19,864	22,423

利润表

单位:人民币亿元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	5,546	6,090	6,589	7,261	7,871
营业成本	3,158	3,159	3,112	3,401	3,643
毛利	2,387	2,931	3,477	3,860	4,229
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	292	342	352	385	394
行政管理费用	1,067	1,035	1,030	1,038	1,078
营业利润	1,000	1,528	2,095	2,436	2,757
利息收入	86	138	169	185	204
利息支出	100	119	118	118	118
权益性投资损益	-437	-3	25	27	30
其他非经营性损益	-157	4	-37	-37	-37
除税前利润	2,102	1,613	2,145	2,494	2,836
所得税	215	433	526	624	709
合并净利润	1,887	1,180	1,618	1,871	2,127
少数股东损益	5	28	38	43	49
归母净利润	1,882	1,152	1,580	1,828	2,078
NonGAAP 归母净利	1,149	1,577	2,030	2,312	2,628

现金流量表

单位:人民币亿元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	1,461	2,220	2,245	2,709	2,970
合并净利润	1,887	1,180	1,618	1,871	2,127
折旧与摊销	612	590	500	500	500
营运资本变动	-185	192	-3	211	218
其他非经营性调整	-849	285	130	127	125
投资活动现金流净额	-1,049	-1,252	-1,404	-1,449	-1,497
处置固定资产收益	4	3	-37	-37	-37
资本性支出	-509	-474	-800	-800	-800
投资资产支出	-529	-828	-640	-693	-750
其他	-15	47	73	81	90
融资活动现金流净额	-600	-826	-75	-75	-74
长期债权融资	4	27	29	30	30
股权融资	-283	-427	0	0	0
支付股利	130	210	0	0	0
其他	-450	-635	-105	-104	-103
现金净增加额	-112	156	766	1,185	1,399
期初现金余额	1,680	1,567	1,723	2,489	3,674
期末现金余额	1,567	1,723	2,489	3,674	5,073

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
主营收入增长率	-1.0%	9.8%	8.2%	10.2%	8.4%
营业利润增长率	-14.3%	52.8%	37.1%	16.3%	13.1%
NonGAAP 业绩增速	-7.2%	37.3%	28.7%	13.9%	13.7%
获利能力					
毛利率	43.1%	48.1%	52.8%	53.2%	53.7%
NonGAAP 净利率	20.8%	26.4%	31.4%	32.4%	34.0%
NonGAAP ROE	15.9%	19.5%	21.0%	20.1%	19.3%
偿债能力					
资产负债率	50.4%	44.6%	41.0%	38.4%	35.9%
有息负债率	20.5%	21.2%	19.2%	17.2%	15.4%
流动比率	1.3	1.5	1.7	2.0	2.2
利息保障倍数	10.0	12.9	17.8	20.6	23.3
营运能力					
应收账款周转天数	29.5	27.5	27.5	27.5	27.5
存货周转天数	2.7	0.5	0.5	0.5	0.5
应付账款周转天数	117.2	131.2	120.0	120.0	120.0
每股指标					
NonGAAP EPS	12.00	16.63	21.68	24.69	28.08
每股净资产	81.75	92.13	110.66	130.70	153.49
每股经营现金流	15.26	23.41	23.98	28.93	31.72
估值比率					
NonGAAP PE	25.4	16.1	16.1	14.1	12.4
PB	4.0	3.1	3.4	2.8	2.4
EV/EBITDA	19.1	12.8	12.9	11.0	9.5

广发传媒行业研究小组

旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
周喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
章驰：高级分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。
卢丝雨：高级分析师，硕士，毕业于上海交通大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
毛玥：高级研究员，上海交通大学管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究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。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。