

腾讯控股 (00700.HK)

优于大市

腾讯新一代混元 Turbo 大模型发布，元宝品牌智能体上线

◆ 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9月5日, 2024 腾讯全球数字生态大会举办, 以“智启新机 云驱增长”为主题, 提出了腾讯云战略发展的方向: 智能化、融合创新及国际化。1) **智能化**: 腾讯在大会上发布新一代大模型“混元 Turbo”, 推出 AI Infra 品牌“腾讯云智算”智能底座。2) **融合创新**: 5T 基础平台软件产品兼容国内主流芯片, 为下游客户实现数字化解决方案。3) **国际化**: 腾讯云目前已经累计服务超 10000 家海外客户, 覆盖超 80 多个国家和地区, 为企业出海提供数字化解决方案。

与此同时, 腾讯 AI 应用「元宝」品牌智能体专区正式上线, 首批邀请 11 家合作伙伴入驻, 涵盖工作提效和休闲娱乐等多个场景, 用户可在「腾讯元宝」APP 上直接进行体验。基于大模型多轮对话、智能问答、专属语料库等能力支持, 智能体应用相比传统客服和对话机器人更智能。

国信互联网观点:

腾讯发布大模型——“混元 Turbo”优秀, 展示在大模型竞赛中的竞争力。最新第三方测评在国内位居第一, 在中文场景可对标 GPT-4o; 推理效率提升 100%, 成本降低 50%, 解码速度增加 20%。腾讯混元大模型已经落地腾讯 700+ 个业务场景, 这次大模型的升级进一步提升各个产品的 AI 能力及 AI 含量, 实现更高的效率转化。同时, 腾讯推出 AI Infra 品牌“腾讯云智算”, 集群稳定性领先, 算力效能优秀; 打造了底座+模型+工具+应用的大模型产品矩阵, 为客户提供了一系列 AI 数字化解决方案。5T 基础平台软件产品兼容国内主流芯片。

腾讯大模型优秀有望带动腾讯云业务的发展。目前, 腾讯产业互联网的生态伙伴数量突破 11000 家, 共同服务的客户总数超过 200 万家。过去三年间, 年收入达到百万级的伙伴数量增长了 150%; 腾讯会议等 SaaS 伙伴的收入过去两年也翻了 4.5 倍。过去一年, 国际业务增速也保持在两位数以上。

投资建议: 云计算与平台软件技术是腾讯的强项, 从服务海量用户的后台技术, 到实现速度快、体验好的前端交互能力, 到无缝接入微信生态的生产工具, 腾讯都有丰富的技术和经验积累。腾讯云的成功不仅在于技术, 更在于其生态系统和合作伙伴的支持。我们看好腾讯在 AI 时代下依靠底层大模型提供多元化的基础服务, 推动 AI 应用端的发展与互联。

维持腾讯盈利预测, 预计 24-26 年公司调整后净利润为 2218/2499/2750 亿元, 维持“优于大市”评级。

评论:

◆ 腾讯混元大模型再升级, 推出“混元 Turbo”: 推理效率提高 100%, 成本降低 50%

混元 Turbo 模型最新第三方测评在国内位居第一, 在中文场景可对标 GPT-4o。9月5日, 腾讯在全球数字生态大会上, 发布新升级的混元 Turbo 大模型。混元 Turbo 采用万亿级层间异构 MoE (混合专家模型), 推理效率比上一代提升 100%, 推理成本下降 50%, 解码速度增加 20%, 在中文场景对标 GPT-4o。目前, 腾讯的混元大模型已经落地到腾讯 700 多个业务场景中, 同时该模型在最新的《中文大模型基准测评 2024

图3：腾讯大模型产品矩阵概念图



资料来源：腾讯，国信证券经济研究所整理

◆ 腾讯云打造全栈融合创新产品体系，提供全方位 IaaS+PaaS+SaaS 服务

全栈融合创新产品体系包括数据库 TDSQL、专有云 TCE、大数据 TBDS、操作系统 TencentOS、人工智能开发平台 TI（简称「5T」）等核心产品。这些软件兼容国内主流的芯片厂商，在多个大规模的集群上稳定运行，已经为国内大大小小的企业提供了数字化解决方案。

在基础软件之外，腾讯还有一系列服务用户多年的自研应用软件，比如腾讯会议、企业微信、腾讯文档、腾讯乐享等，共同构成了完整的融合创新产品体系，助力产业转型升级。

图4：腾讯云全栈融合创新产品体系



资料来源：腾讯元宝，国信证券经济研究所整理

◆ 腾讯 AI 助手应用“元宝”上线品牌智能体专区，首批 11 家合作伙伴入驻

腾讯元宝品牌智能体专区正式上线，首批邀请 11 家合作伙伴入驻，打造精品 AI 智能体应用生态，涵盖工作提效和休闲娱乐多个场景，用户可以直接在“腾讯元宝”APP 上体验丰富的品牌智能体应用。

首批入驻腾讯元宝品牌智能体专区的应用覆盖了文娱、旅游、购物、健康、快递、招聘多个领域，包括阅文集团、同程旅行、微盟、值得买科技、华润三九、快递 100、Canva 可画、高竞文化、马蜂窝等多家头部企业，VIPKID、智联招聘智能体也很快会上线。

基于大模型多轮对话、智能问答、专属语料库等能力支持，智能体应用相比传统客服和对话机器人更智能，例如，客服类的智能体中，智能体的一大优势就在于能够准确识别用户的意图，可以针对用户的不同问题来给予回答，有效避免此前人机对话中的机械感和冰冷感。在购物场景下，智能体可以提供全面的商品推荐、口碑总结、商品对比、全网比价等服务。

图5：腾讯元宝品牌智能体首批合作伙伴



资料来源：腾讯元宝，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：

云计算与平台软件技术是腾讯的强项，从服务海量用户的后台技术，到实现速度快、体验好的前端交互能力，到无缝接入微信生态的生产工具，腾讯都有丰富的技术和经验积累。腾讯云的成功不仅在于技术，更在于其生态系统和合作伙伴的支持。我们看好腾讯在 AI 时代下依靠底层大模型提供多元化的基础服务，推动 AI 应用端的发展与互联。维持腾讯盈利预测，预计 24-26 年公司调整后净利润为 2218/2499/2750 亿元，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）-广告业务持续提升份额，利润释放强劲》——2024-08-19
- 《腾讯控股（00700.HK）-广告业务持续提升份额，利润释放强劲》——2024-08-15
- 《腾讯控股（00700.HK）-24Q2 前瞻：游戏业务企稳回升，广告预计持续拉动增长》——2024-07-13
- 《腾讯控股（00700.HK）-DNF 手游下架安卓应用商店后重回畅销榜首，优质内容议价能力或持续提升》——2024-06-23
- 《腾讯控股（00700.HK）-混元大模型 C 端 APP “元宝” 上线，腾讯生态价值凸显》——2024-05-31

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	172320	300842	458212	628784	营业收入	609015	660966	710764	753652
应收款项	131904	143156	153941	163230	营业成本	315906	307184	322031	337695
存货净额	456	474	492	511	销售费用	34211	37014	39092	41451
其他流动资产	3818	4144	4456	4725	管理费用	136220	148698	151238	156693
流动资产合计	518446	658564	837547	1028718	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	233146	252504	275102
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	26100	33930	21943
资产总计	1577246	1748240	1951224	2171776	利润总额	161324	245751	271590	282876
短期借款及交易性金融负债	41537	24040	25719	30432	所得税费用	43276	51608	62466	59404
应付款项	137145	142575	148036	153805	少数股东损益	2832	2862	2138	2500
其他流动负债	173475	181520	188940	197635	归属于母公司净利润	115216	191282	206986	220972
流动负债合计	352157	348135	362695	381872	经调整归母净利润	157688	225147	245167	261356
长期借款及应付债券	292920	292920	292920	292920	现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
其他长期负债	58488	58488	58488	58488	净利润	115216	191282	206986	220972
长期负债合计	351408	351408	351408	351408	资产减值准备	0	0	0	0
负债合计	703565	699543	714103	733280	折旧摊销	61139	47979	49258	51422
少数股东权益	65090	67952	70090	72590	公允价值变动损失	8801	(50)	9485	6079
股东权益	808591	980744	1167031	1365906	财务费用	(1540)	(1694)	(1863)	(1779)
负债和股东权益总计	1577246	1748240	1951224	2171776	营运资本变动	44492	1880	1764	4887
关键财务与估值指标	2023	2024E	2025E	2026E	其它	(7686)	2862	2138	2500
经调整 EPS	16.63	24.15	26.30	28.04	经营活动现金流	221962	243952	269632	285860
每股红利	2.40	2.05	2.22	2.37	资本开支	(50896)	(78805)	(82745)	(86882)
每股净资产	85.27	105.22	125.20	146.54	其它投资现金流	(74698)	0	(10497)	(11022)
ROIC	41%	59%	58%	58%	投资活动现金流	(125161)	(78805)	(93242)	(97904)
ROE	14%	20%	18%	16%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	48%	54%	55%	55%	负债净变化	(19417)	0	0	0
EBIT Margin	29%	35%	36%	37%	支付股利、利息	(20845)	(19128)	(20699)	(22097)
EBITDA Margin	39%	43%	42%	43%	其它融资现金流	(2049)	(17497)	1679	4713
收入增长	10%	9%	8%	6%	融资活动现金流	(82573)	(36625)	(19020)	(17384)
净利润增长率	-39%	66%	8%	7%	现金净变动	15581	128522	157370	170572
资产负债率	49%	44%	40%	37%	货币资金的期初余额	156739	172320	300842	458212
息率	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	货币资金的期末余额	172320	300842	458212	628784
P/E	20.3	14.2	12.6	11.4	企业自由现金流	276363	253161	278857	302301
P/B	4.0	3.2	2.7	2.3	权益自由现金流	256850	237713	282828	309166
EV/EBITDA	16.5	13.7	12.8	11.9					

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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所提及的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