

## 游戏业务进入复苏通道，视频号力争增量空间

2024年09月24日

**互联网行业绝对龙头，股东回报方式多样化：**腾讯向全球用户提供全方位的互动娱乐产品和服务，在即时通信、社交、游戏、数字内容等领域具备行业龙头优势，并拥有多元的增值服务变现模式。为应对大股东长期减持计划，2024年公司计划回购规模有望翻倍至1000亿港元以上，截至2024年9月23日，公司累计回购金额达864亿港元。近年来，公司提供股票分红、现金分红等多样化的股东回报以提振市场信心。

**内生高质量增长动能恢复，高毛利业务占比提升：**收入端，24Q2，公司实现总收入1611亿元，同比+8%。其中，本土游戏/海外游戏/社交网络/网络广告/金科及企服业务收入分别为346/139/303/299/504亿元，分别同比+9%/+9%/+2%/+19%/+4%。利润端，24Q2毛利润859亿元，同比+21.3%，毛利率53.3%，同比+5.8pct。毛利率的改善主要来源于收入结构高质量转型，视频号广告、小游戏平台服务费、财富管理、视频号带货技术服务收入等高毛利业务占比均有所扩大。24Q2，Non-IFRS净利润573亿元，同比+52.6%；Non-IFRS净利率35.6%，同比+10.4pct。

**公司看点：游戏业务向好，视频号商业化空间广阔。**
**1) 本土游戏：**两款旗舰游戏流水恢复增长；新游《MDnF》表现出高用户留存率，有望成为下一款常青游戏；后续重点关注 pipeline 中《三角洲行动》等游戏上线情况。在常青游戏和热门新游带动下，24Q3/Q4 本土游戏市场收入预计企稳回升。
**2) 海外游戏：**海外流水增速显著高于收入。《PUBG M》人气回升，《NIKKE》表现亮眼，Supercell 旗下《荒野乱斗》《爆裂小队》后续有望持续贡献海外收入。
**3) 网络广告：**互联网广告行业景气度有所回升，短视频平台广告收入份额仍有增长。公司持续升级机器学习平台，有效提高广告点击率和收入。24Q2，视频号广告收入同比增长超80%，腾讯视频广告收入同比增长超30%。长期来看，视频号广告加载率和人均使用时长的提升将进一步打开微信广告的商业化空间。
**4) 金科及企服：**24Q2，公司金融科技收入增速降至低个位数。支付业务方面，商业支付交易笔数稳定增长，单笔交易金额同比下降。非支付业务方面，居民储蓄意愿加强，理财收入同比双位数增长。企业服务收入同比快速增长，主要得益于云服务收入增长，以及视频号带动的商家技术服务费增量。展望未来，支付业务大盘相对稳定，后续线上线下消费复苏有望进一步释放金融科技增长潜能。

**投资建议：**我们预计2024/2025/2026年公司收入为6607/7214/7819亿元，Non-IFRS归母净利润为2159/2421/2588亿元，基于2024年9月23日收盘价，对应经调整PE分别为15X/14X/13X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**1) 游戏行业政策收紧；2) 新游流水未达预期，老游用户流失；3) 直播带货大盘增速下滑；4) 广告主投放意愿放缓。

### 盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	609,015	660,715	721,425	781,948
(+/-)(%)	9.8	8.5	9.2	8.4
归母净利润	115,216	176,036	198,171	213,982
(+/-)(%)	-38.8	52.8	12.6	8.0
EPS	12.33	18.84	21.21	22.90
P/E	29	19	17	15
P/B	4.1	3.4	3.0	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年9月23日收盘价，汇率1HKD=0.91RMB)

**推荐**

首次评级

当前价格：

387.60 港元


**分析师 易永坚**

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

**分析师 徐熠雯**

执业证书：S0100523100002

邮箱：xuyiwen@mszq.com

# 目录

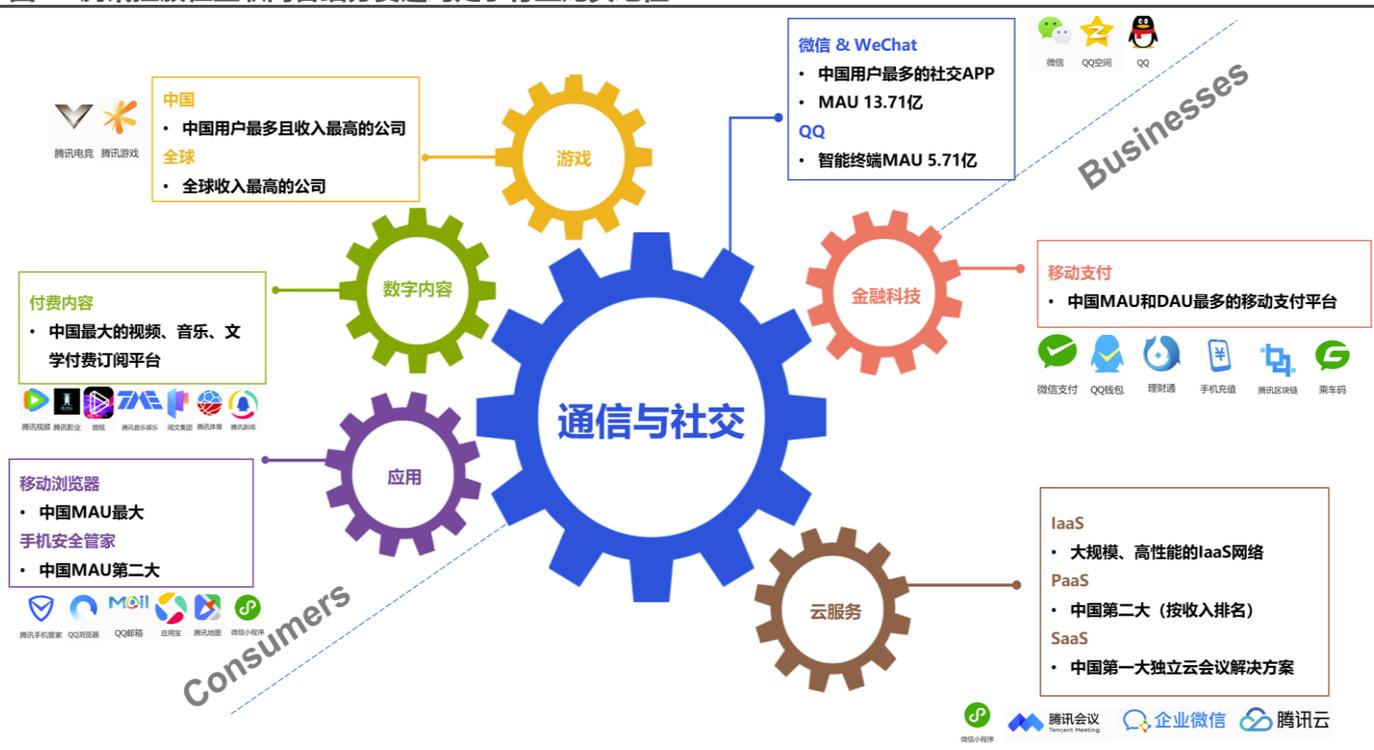
<b>1 腾讯：港股互联网龙头</b>	<b>3</b>
1.1 公司简介：横跨多个细分赛道，变现模式多元化	3
1.2 股权结构：大股东无期限减持，股东回报近年跃升	4
1.3 历史股价复盘：近期连续回购对股价产生显著支撑	7
<b>2 财务分析：内生高质量增长动能恢复</b>	<b>9</b>
2.1 收入端：游戏恢复增速，金融科技受消费放缓拖累	9
2.2 利润端：持续发力高质量盈利模式，高毛利业务占比提升	10
<b>3 公司看点：游戏业务向好，视频号商业化空间广阔</b>	<b>13</b>
3.1 游戏：本土常青游戏恢复增长，海外流水增速稳固	13
3.2 社交网络：平台与内容优势显现，小游戏表现亮眼	19
3.3 广告：视频号进一步打开微信商业化空间	21
3.4 金融科技：以支付业务为核心，寻找增值服务机会	23
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>30</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分	30
4.2 估值分析与投资建议	32
<b>5 风险提示</b>	<b>34</b>
插图目录	36
表格目录	37

# 1 腾讯：港股互联网龙头

## 1.1 公司简介：横跨多个细分赛道，变现模式多元化

腾讯作为当前中国市值最高、用户数最多的互联网科技公司，始终秉持着科技向善的宗旨，向全球用户提供全方位的互动娱乐产品和服务。截至 2024 年 6 月，微信与 WeChat 合并后 MAU 达到 13.71 亿，在互联网社交领域具有绝对优势；游戏方面，腾讯是全球收入最高的游戏公司，在中国游戏市场拥有最多的用户和流水收入；数字内容方面，腾讯旗下的腾讯视频、腾讯音乐、阅文集团均占据着细分赛道的领先地位。腾讯也向企业提供云计算、广告、金融科技等一系列服务，助力各行各业实现数字化转型。

图1：腾讯控股在互联网各细分赛道均处于行业龙头地位



资料来源：公司官网，民生证券研究院

依靠用户端流量红利，腾讯不断扩大其社交娱乐产品范围，提供多元化、多维度的增值服务。公司早期通过免费的即时通信和社交平台服务，积累了数量庞大的C端用户，线上与线下应用场景的全面打通促使其在社交领域的壁垒更为坚固。公司增值服务的变现方式主要包括应用内购买（IAP）、月度订阅收费、会员服务收费等。随着互联网人口红利的消退，腾讯大力布局广告、金融科技、云服务等领域。公司金融科技业务以微信支付和QQ钱包为基础，目前构建了包括移动支付、财富管理、信贷服务、证券投资等在内的金融服务生态。金融科技和企业服务的变现方式主要包括收取手续费、佣金以及利息收入等。总的来看，公司已形成对C/G/B端用户的闭环式覆盖，目前正积极寻找AI赋能下的产业互联网转型和海外业务带来的第二增长曲线。

**表1：腾讯提供商品和服务的多元化变现模式**

业务板块	产品与服务	变现模式
通信与社交	微信与 WeChat	免费
	智能终端 QQ	免费
增值服务 (VAS)	数字内容	长短视频：免费/VIP 月费 25-50 元/其他内购
		音乐（腾讯音乐）：免费/VIP 月费 8-40 元/其他内购
	在线文学（阅文集团）：免费/VIP 月费 18 元/其他内购	
	动漫：免费/VIP 月费 25 元/其他内购	
特权订阅	体育：免费/VIP 月费 25-88 元/其他内购	
	直播：免费/其他内购	
	SVIP：每月 20-25 元	
游戏	QQ VIP：每月 10-12 元	
	QQ 空间：免费/VIP 月费 10-18 元	
在线广告	全平台广告	CPM/CPC 等模式收取广告费
金融科技	微信支付	免费/交易手续费 0%-1%；取款手续费 0.1%；信用卡还款手续费 0.1%
	理财通	佣金
	微粒贷（WeBank）	利息
	微保（WeSure）	佣金
应用基础设施	分期付款服务	佣金/利息
	腾讯云	基于交易付费
	手机安全	免费
	手机浏览器	免费
	视频号	技术服务费用

资料来源：公司官网，民生证券研究院

## 1.2 股权结构：大股东无期限减持，股东回报近年跃升

公司大股东为南非跨国传媒集团 Naspers，股权结构总体稳定，公司控制权相对集中。截至 2024 年 6 月 30 日，公司公告显示大股东 MIH TC Holdings Limited (Naspers 控股的上市公司 Prosus 的全资附属公司) 持股占比 24.43%，马化腾通过 Advance Data Services Limited 和马化腾环球基金会间接持股 8.61%。根据公司最新披露，目前董事会中仅有两位非执行董事来自 Naspers 集团，马化腾担任公司唯一执行董事、董事会主席兼首席执行官，控制权相对集中。

**图2：腾讯重要股东和持股占比（截至 2024 年 6 月 30 日）**


资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

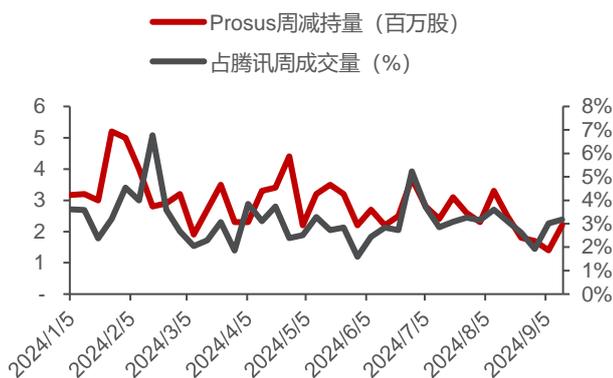
**表2：腾讯董事会构成**

董事会职务	姓名	具体经历
执行董事	马化腾 (主席)	现任公司执行董事、董事会主席兼首席执行官。
非执行董事	Jacobus Petrus (Koos) Bekker	现任 Prosus N.V. 非执行主席。
	Charles St Leger Searle	现任 Naspers Internet Listed Assets 行政总裁。
独立非执行董事	李东生	TCL 科技集团股份有限公司董事长兼首席执行官。
	Ian Charles Stone	2011 年从香港电讯盈科退休，现任科技、媒体及电信方面的独立顾问。
	杨绍信	曾任罗兵咸永道会计师事务所香港主席及首席合伙人、普华永道中国内地及香港执行主席及首席合伙人。
	柯杨	现任北京大学肿瘤医院遗传学研究室主任及美国国家医学科学院外籍院士。
	张秀兰	曾任北京师范大学社会发展与公共政策学院院长、中国人民政治协商会议第十一届和第十二届北京市委员会委员。

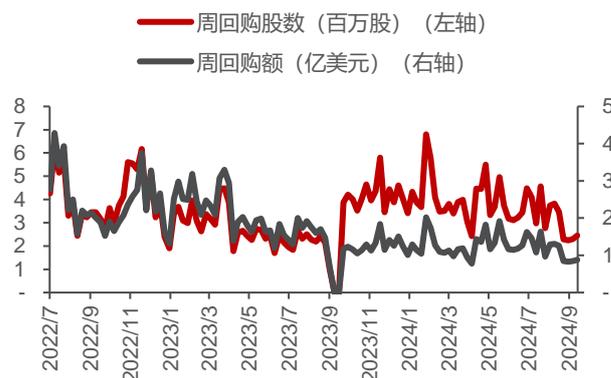
资料来源：公司官网，民生证券研究院

2019 年，在 Naspers 集团市值与所持资产价值长期倒挂的背景下，Naspers 将其持有的腾讯、携程、Flipkart、Mail.ru、Delivery Hero 等国际互联网资产剥离至其控股公司 Prosus。Prosus 于当年 9 月在阿姆斯特丹泛欧交易所上市。

为进一步降低集团市值相对于 NAV 的折价，2022 年 6 月 Naspers 启动一项长期、开放式的股票回购计划以提升集团股价，并宣布无期限减持腾讯股票用作回购资金。从持股比例看，2022 年 Prosus 累计降低腾讯持股比例 1.89%，2023 年累计降低腾讯持股比例 1.97%，马化腾在 2022-2023 年间持股比例累计上升 0.11%。2024 年至今，Prosus 每周减持量约占腾讯周度成交量的 3%-4%。长期来看，Prosus 每周用于自身回购的金额已明显降低，侧面反映出大股东对腾讯的减持力度同样有所放缓。

**图3：2024 年 Prosus 每周减持量约占腾讯成交量 3%-4%**


资料来源：Prosus 官网，民生证券研究院

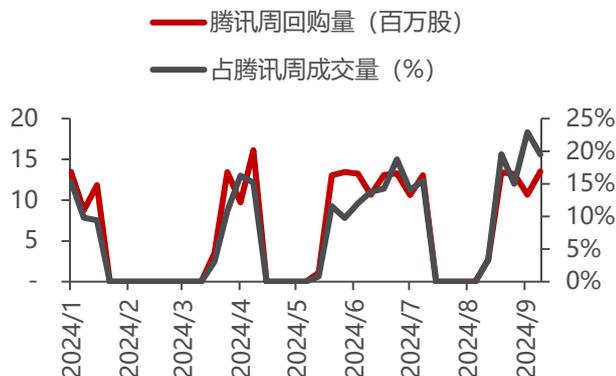
**图4：Prosus 自身回购所用资金呈现下降趋势**


资料来源：Prosus 官网，民生证券研究院

为应对大股东的无限期减持，2022 年起腾讯加大自身回购力度，2024 年宣布回购计划规模至少翻倍至 1000 亿港元以上。从股本数据看，公司总股本由 2021 年年末的 960,838 万股降至当下 934,253 万股；从回购金额看，2022/2023 年公司累计回购 337.94/494.33 亿港元，其中 2023 年同比+46%。腾讯在 2023 年年报中宣布，2024 年回购计划规模至少翻倍——从 2023 年的 494 亿港元增

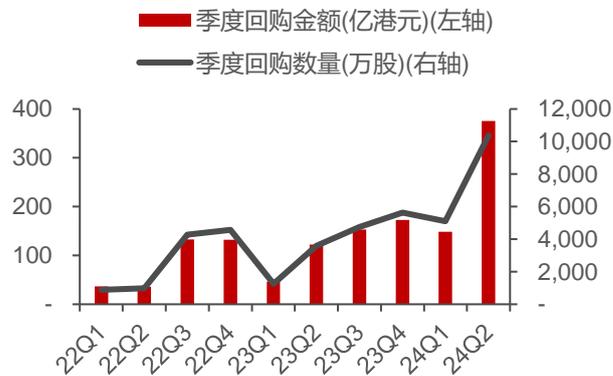
加至 2024 年的超 1000 亿港元。目前回购计划如期推进：截至 2024 年 9 月 13 日，大股东今年累计减持 1.0777 亿股；公司累计回购 2.3193 亿股，回购金额达 814 亿港元（5 月 20 日起，除静默期外，每个交易日回购额稳定在 10 亿港元）

图5：2024 年至今腾讯每周回购量占成交量 10%-15%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

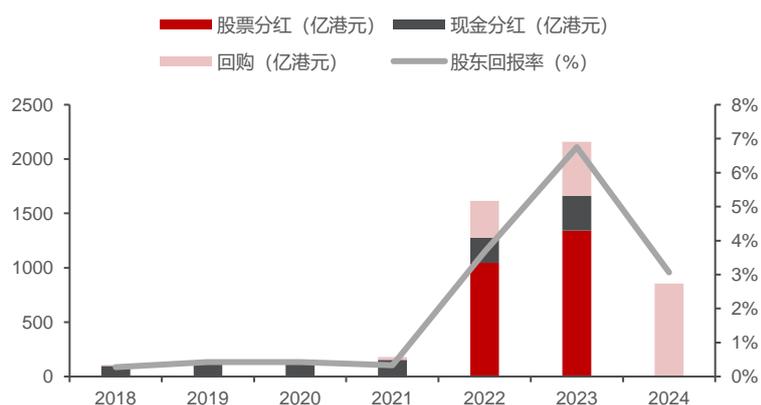
图6：腾讯季度回购数据



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司提供多样的股东回报方式以提振市场信心。1) 现金分红方面，公司在 2023 年年报中表示，建议派发截至 2023 年 12 月 31 日年度的股息每股 3.4 港元（约总计 320 亿港元），同比+42%。2) 股票分红方面，2022-2023 年公司分别以实物分派京东 A 类普通股 4.57 亿股和美团 B 类普通股 9.58 亿股，以派发日股价计算，对应金额分别为 1046/1343 亿港元。总的来看，近年来公司股东回报率大幅提升，由 2018 年的 0.27% 增至 2023 年的 6.75%。

图7：近年来腾讯分红和回购力度大幅提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：股东回报率由（股票分红+现金分红+回购）/年初市值测算得到，截至 2024 年 9 月 23 日。

### 1.3 历史股价复盘：近期连续回购对股价产生显著支撑

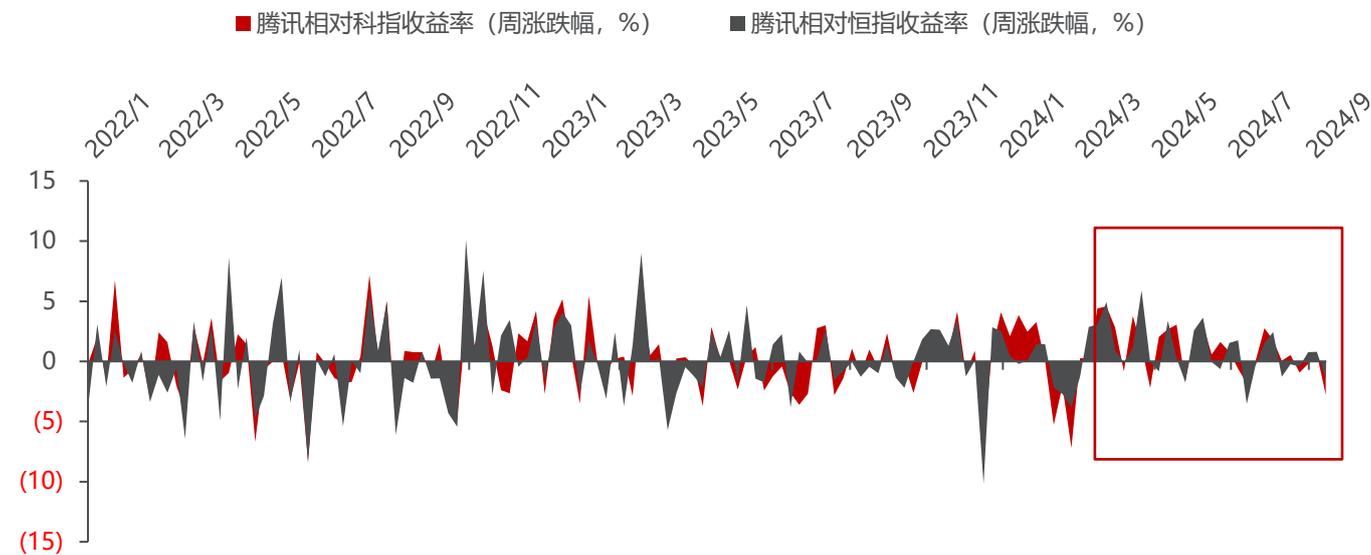
回顾腾讯的历史股价走势，公司股价和互联网增值业务收入尤其是游戏业务收入的相关性较高。今年以来，随着国内资本市场政策端持续发力，日元贬值下国际资金开始回流，港股一度迎来“技术性牛市”。受业绩表现超一致预期、《MDnF》上线、Supercell 收入回升以及公司持续回购提升股东回报等因素影响，截至 2024 年 9 月 23 日，腾讯今年股价累计涨幅达 32.02%，跑赢恒生指数 (YTD+7.04%)、恒生科技指数 (YTD-1.75%) 以及恒指资讯科技业指数 (YTD+17.90%)。

图8：腾讯历史股价复盘



资料来源：同花顺 iFinD，中国人民银行，国家新闻出版署，国务院，36 氪，民生证券研究院

图9：2024年3月以来的连续回购对公司股价形成显著支撑



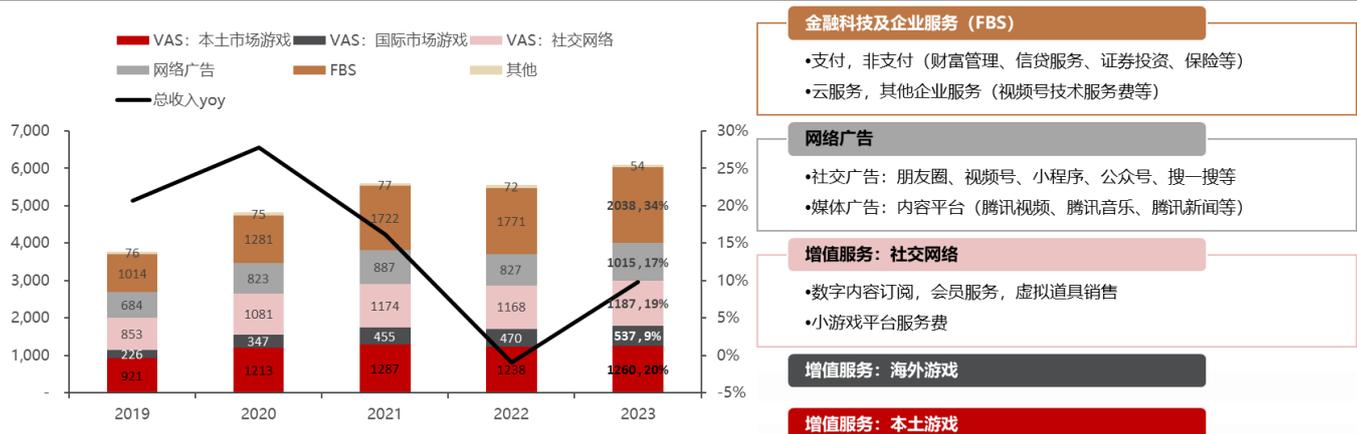
资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

## 2 财务分析：内生高质量增长动能恢复

### 2.1 收入端：游戏恢复增速，金融科技受消费放缓拖累

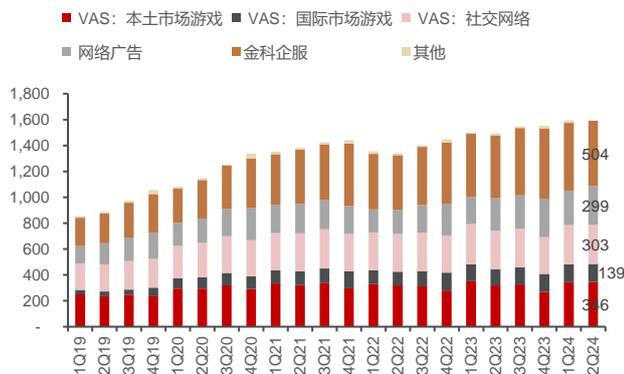
从年度看，2023 年公司营收 6090 亿元，同比+9.8%，其中金融科技及企业服务、游戏业务占比最高，社交网络、广告业务占比次之。公司业务主要分为 4 大板块：1) 金融科技及企业服务，主要包括支付业务、理财等非支付业务、云服务以及其他企业服务等；2) 游戏业务，涵盖本土游戏和海外游戏；3) 广告业务，包括在社交平台（朋友圈、视频号等）以及媒体内容平台（腾讯视频、腾讯音乐等）进行的广告变现；4) 社交网络业务，包括数字内容订阅、会员付费、道具销售，以及小游戏平台服务费。2023 年，金融科技及企业服务/网络游戏/社交网络/网络广告/其他收入分别为 2038/1797/1187/1015/1 亿元，占总收入的 34%/29%/19%/17%/1%。

图10：2019-2023 年腾讯分业务收入（亿元）

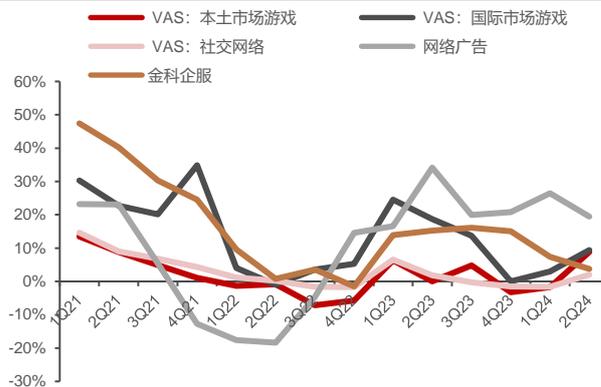


资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

拆分业务线看，近几个季度本土游戏市场增速恢复，海外游戏表现亮眼，平台内容优势显现，视频号带动网络广告业务高速增长，受宏观经济影响金科及企服增速放缓。2024Q2，公司实现总收入 1611 亿元，同比+8%。其中，本土游戏/海外游戏/社交网络/网络广告/金科及企服业务收入分别为 346/139/303/299/504 亿元，分别同比+9%/+9%/+2%/+19%/+4%。

**图11: 19Q1-24Q2 腾讯各季度分业务收入 (亿元)**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图12: 21Q1-24Q2 腾讯各季度分业务同比增速 (%)**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

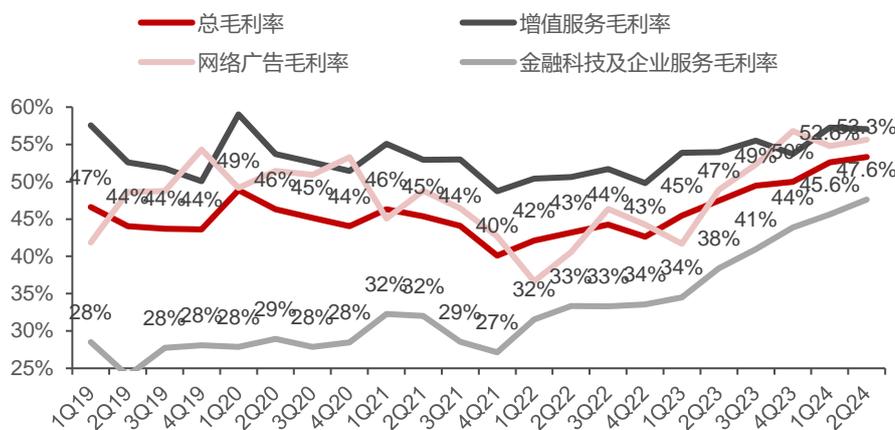
## 2.2 利润端: 持续发力高质量盈利模式, 高毛利业务占比提升

**互联网结构化转型的背景下, 公司将发展目标从追求收入转向实现高质量和可持续增长。**在 2023Q3 的业绩会上公司管理层解释了高质量增长目标的实现路径: (1) 业务结构性调整, 减少低效益业务, 发展高效益业务。(2) 退出部分非核心业务, 困难时期削减运营补贴和营销活动的过度支出。(3) 加强成本控制, 提高 ROI, 保持聚焦和精益的成本结构。

**在内生增长恢复和成本控制下, 公司盈利能力大幅改善, 且盈利结构不断优化。**2023 年公司共实现毛利润 2931.09 亿元, 同比+22.8% (高于收入的+9.8%), 毛利率由 2022 年的 43.1% 提升至 48.1%, 同比+5.1pct。2024Q2, 公司共实现毛利润 859 亿元, 同比+21.3%, 毛利率 53.3%, 同比+5.8pct。毛利率的改善主要来源于收入结构高质量转型, 高毛利业务占比提升——即视频号广告收入、小游戏平台服务费、财富管理收入、带货技术服务收入占比均有所扩大。

**分业务看, 金融科技及企业服务的毛利率仍在快速提升。**24Q2, FBS 业务毛利率 47.6%, 同比+9.2pct, 主要得益于云业务重组和高质量收入的强劲增长。腾讯在 2021Q4 对云服务业务开展战略调整, 主攻方面转向盈利质量更高的 PAAS、SAAS 云业务, 目前云服务毛利改善效果明显。混元大模型的加入, 有望进一步提高企业级 SaaS 产品的客户采用率, 推动公司毛利率长期可持续上升。

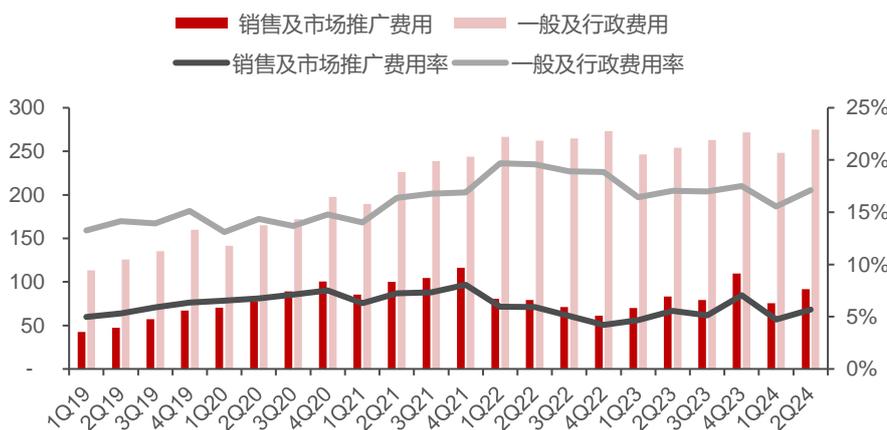
图13: 19Q1-24Q2 各业务毛利率情况 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**费用方面, 公司总体费用控制较为严格。**2023 年销售及市场推广/一般及行政管理费用分别为 342/1035 亿元, 同比+17%/-3%, 其中前者的增加主要由于配合新内容的发布加大推广力度所致; 后者主要由股份酬金等雇员成本下降所致。2024Q2 受研发开支增加及新游戏营销活动影响, 费率稳中有升。24Q2, 销售及市场推广费用/一般及行政费用分别为 92/275 亿元, 同比+10.2%/+8.2%, 销售及市场推广费率/一般及行政费用率分别为 5.7%/17.1%, 同比+0.11pct/+0.06pct。

图14: 19Q1-24Q2S&M、G&A 费用 (亿元) 及费用率 (%)



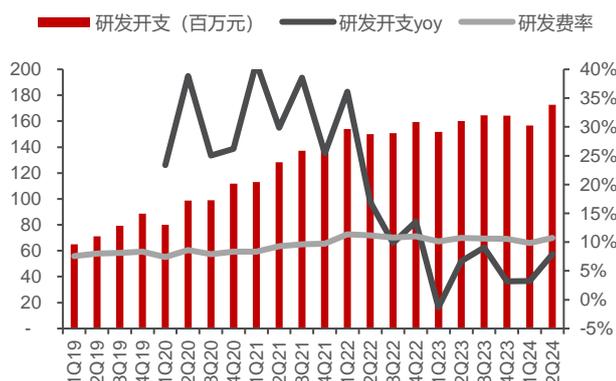
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**研发支出方面, 2022 年起公司研发投入有所放缓, 目前保持中等个位数的同比增长, 研发费率基本稳定在 10%左右。**2021 年起, 腾讯先后推出千亿和万亿参数的 NLP 稀疏大模型, 在中文理解能力上实现突破。2023 年腾讯发布的混元大模型的首要特点即全链路自研, 近年来 AIGC 技术的全面落地对公司研发能力和人才吸引与培养提出更高要求。《2022 年腾讯研发大数据报告》显示, 2022 年腾讯内部研发人员占比达到 74%, 2022 年新增研发项目超过 7000 个, 同比增长

19.8%；新增代码行数 29.4 亿行，新增代码库 21 万个。

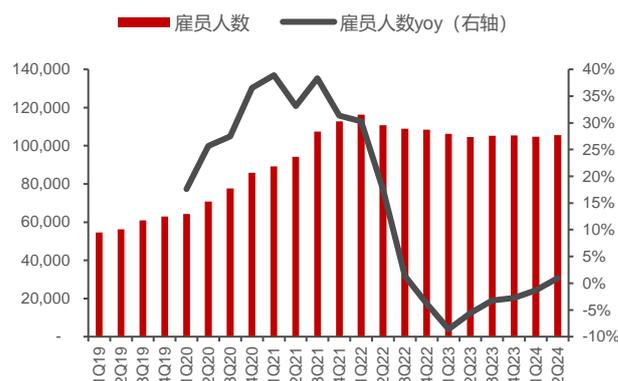
**雇员方面**，2020-2021 年大规模扩招约 5 万人，总员工数量最高达到 11.62 万人。随着主营收入增速放缓、疫后线上消费红利褪去，2022Q4-2024Q1 雇员总人数连续多季度同比下降。24Q2，雇员人数增至 10.5 万人，同比+1%，环比基本持平。

图15: 19Q1-24Q2 研发开支 (亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

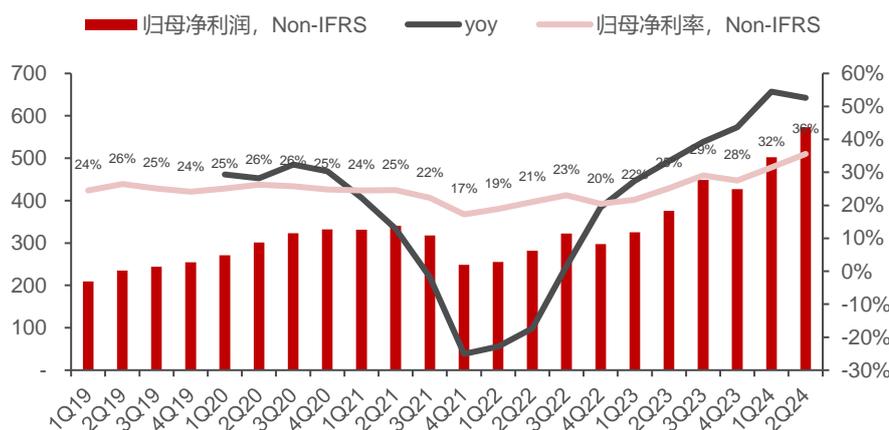
图16: 2024Q2 雇员人数出现同比回升 (人)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**业绩支撑下公司归母净利润大幅回升**。2023 年经调整归母净利润 1576.9 亿元，从 2022 年的同比-6.6%转正至同比+36.4%。单季度看，24Q2 实现经调整归母净利润 573.1 亿元，同比+52.6%，环比+14%；经调整归母净利率 35.6%，同比+10.4pct。

图17: 19Q1-24Q2 腾讯 Non-IFRS 归母净利润 (亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

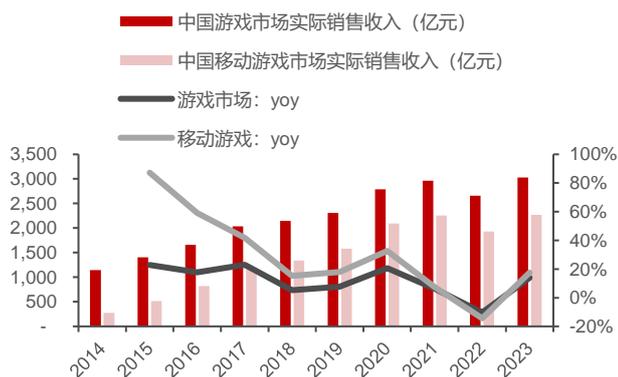
### 3 公司看点：游戏业务向好，视频号商业化空间广阔

#### 3.1 游戏：本土常青游戏恢复增长，海外流水增速稳固

##### 3.1.1 本土：常青游戏流水恢复，DnF 手游成近期增长引擎

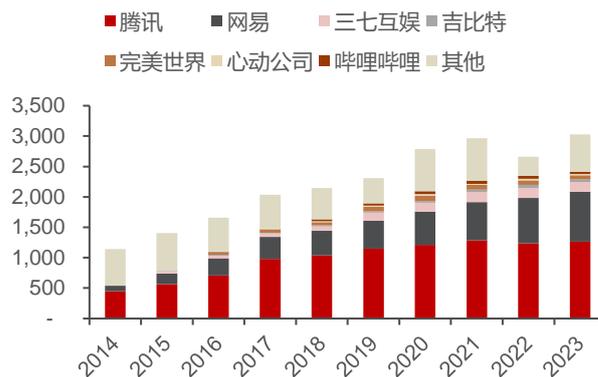
随着政策端趋向稳定，国内游戏行业温和复苏。根据游戏工委数据，受宏观经济和行业政策影响，游戏用户付费能力和意愿削弱，2022 年中国游戏市场实际销售收入 2659 亿元，为 2014 年来首次同比下降。2023 年开始，随着版号发放进度重启，游戏市场供给回暖，2023 年我国游戏市场实际销售收入达到 3030 亿元，同比+13.9%；其中手游市场实际销售收入 2269 亿元，占比 74.9%，同比+17.5%。从行业竞争格局看，我国游戏行业头部效应加剧。腾讯与网易在国内游戏市场的市占率相对稳定，头部效应带动资源持续向大厂集中，CR2 由 2014 年的 47%显著提升至 2023 年的 69%。

图18：2014-2023 年中国游戏市场实际销售收入



资料来源：游戏工委，伽马数据，民生证券研究院

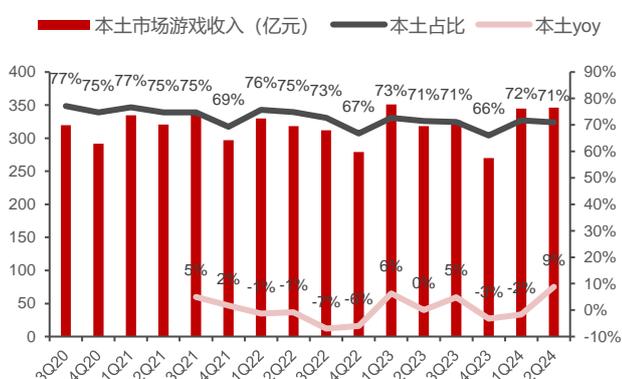
图19：2014-2023 年游戏行业竞争格局（亿元）



资料来源：游戏工委，伽马数据，公司公告，民生证券研究院

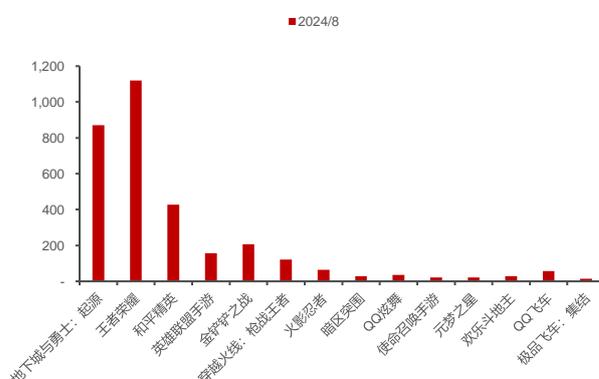
在常青游戏和热门新游带动下，腾讯游戏本土市场收入预计企稳回升。24Q2 腾讯本土游戏收入 346 亿元，同比+9%，二季度流水增速高于收入增速。今年以来，《金铲铲之战》、《穿越火线手游》、《暗区突围》等游戏的流水于创下历史新高，国内市场总体呈现复苏趋势；旗舰游戏《王者荣耀》《和平精英》加快玩法更新，24Q2 流水均同比正增长；《火影忍者》手游表现出较强韧性，24M5 月均 DAU 突破千万。据 Sensor Tower 数据，今年 7 月腾讯移动游戏收入环比增长 6%，其中《王者荣耀》收入环比增长 26%；8 月腾讯移动游戏收入环比增长 5.4%，其中《王者荣耀》环比增长 41%，并重回全球手游畅销榜首位。

图20：腾讯游戏本土市场收入（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

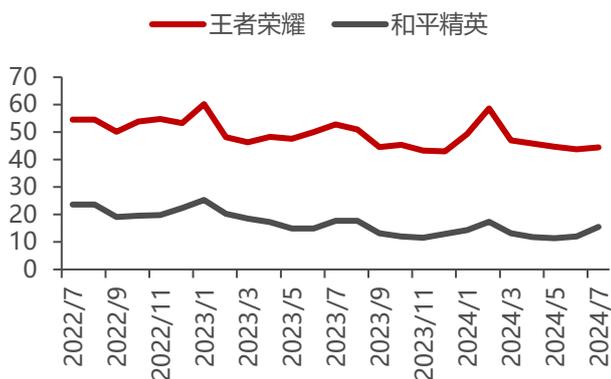
图21：2024年8月本土游戏 iOS 端流水格局（百万美元）



资料来源：Sensor Tower，民生证券研究院

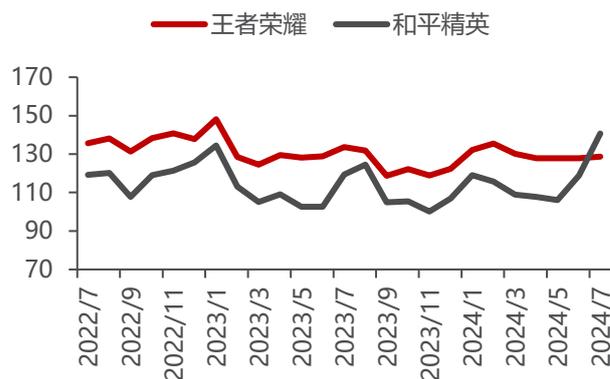
注：1 美元=7.1342 人民币元

图22：两款核心旗舰游戏 DAU 趋势（百万人）



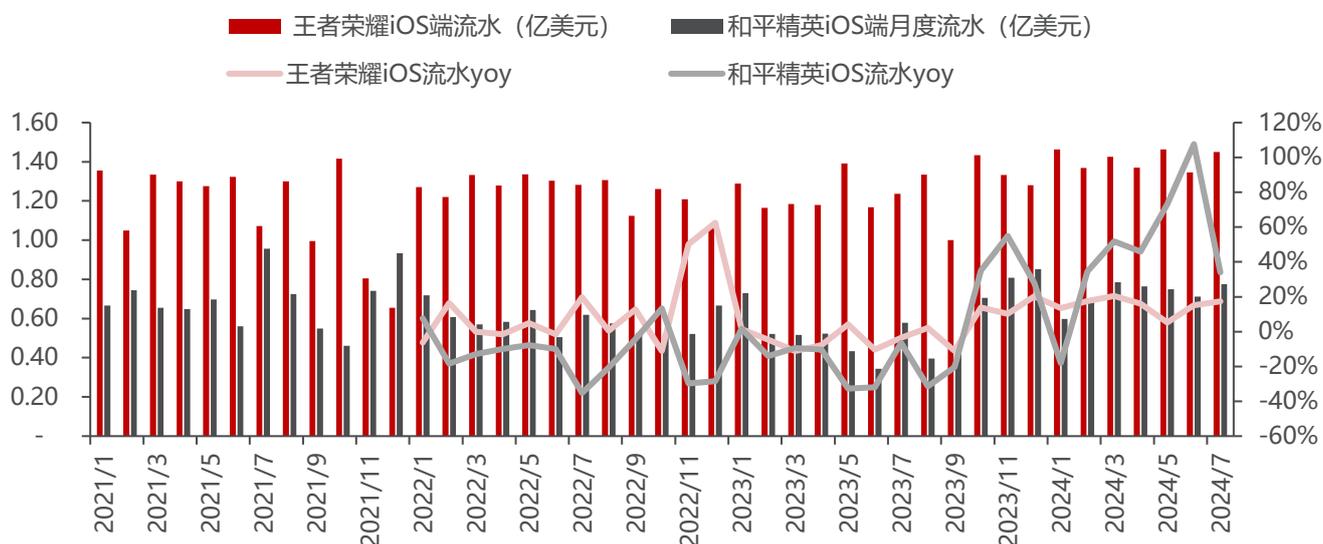
资料来源：QuestMobile，民生证券研究院

图23：两款核心旗舰游戏人均单日使用时长趋势（分钟）



资料来源：QuestMobile，民生证券研究院

图24: 2021M1-2024M7《王者荣耀》《和平精英》iOS端流水情况



资料来源: 点点数据, 民生证券研究院

新游方面, 5月21日上线的《地下城与勇士: 起源》表现出高用户留存率, 有望成为下一款常青游戏。根据 Sensor Tower 统计, 《MDnF》6月、7月均位居全球手游收入榜第一名。此外, 2024年7月发布的另一款新游《极品飞车: 集结》目前 DAU 已突破百万。

图25: 《地下城与勇士: 起源》iOS端收入榜排名



资料来源: 点点数据, 民生证券研究院

从后续储备游戏看, Pipeline 中大部分已取得版号, 后续重点关注: 1) 天美工作室在研的三款王者荣耀 IP 游戏。其中, 动作格斗手游《星之破晓》预计会在今年全平台上线, 目前游戏已完成集结终测和限号不删档测试。另外两款“王者”游戏储备——《王者万象棋》(自走棋) 和《王者荣耀世界》(开放世界) 目前均未开放公测。2) 两款创新射击游戏。FPS 跨端游戏《三角洲行动》预计将于今年9月26日 PC 端和移动端同步上线, 截至2024年9月23日, 该游戏在 TapTap 上共有 351 万玩家预约, 位列安卓和 iOS 预约榜首位; 另一款横跨二次元和射击品类的《卡拉彼丘》手游版在 TapTap 也有 110 万预约。

**表3：腾讯 2024 年国内上线新游及发行 pipeline**

游戏名称	平台	上线时间/目前进度	类型	自研/代理 (开发商)	取得版号时间
白荆回廊	手游、PC/主机	2024/1/12	RPG/二次元/卡牌	自研 (上海烛龙)	2022/11/16, 国产
二之国: 交错世界	手游	2024/2/28	MMO/模拟经营/RPG	代理 (吉卜力工作室)	2022/12/10, 进口
地下城与勇士: 起源	手游	2024/5/21	动作格斗/RPG	代理 (Neople)	2024/2/1, 进口
塔瑞斯世界	手游、PC/主机	2024/6/12	MMORPG	代理 (乐动卓越)	2023/12/25, 国产
创造吧! 我们的星球	手游	2024/6/12	沙盒/开放世界	代理 (天津五麦)	2023/3/22, 国产
极品飞车: 集结	手游	2024/7/11	开放世界/竞速	自研 (天美工作室)	2024/1/25, 进口
世界启元	手游	2024/7/16	SLG	自研 (北极光工作室)	2023/12/25, 国产
庄园合合	手游	2024/7/23	休闲	代理 (Supercell)	2023/3/16, 进口
手工星球	手游	2022/4 删档测试	沙盒/开放世界	代理 (卓意麦斯)	2020/11/30, 国产
大航海时代: 海上霸主	手游	2023/9 公测	策略	代理 (天戏互娱, 光荣特库摩授权 IP)	2022/12/10, 进口
宝可梦大集结	手游、Switch	2024/6/25 开启 Switch 版本公测, 预计 11 月上线	策略/MOBA	自研 (天美工作室)	2022/12/10, 进口
王者万象棋	手游	内测	策略/自走棋	自研 (天美工作室)	2023/2/10, 国产
卡拉彼丘	手游	2024/2 开启移动端公测	射击/二次元	代理 (Day1 工作室)	2023/3/22, 国产
星之破晓	手游	2024/7 不删档测试	动作格斗	自研 (天美工作室)	2023/6/20, 国产
三角洲行动	手游、PC/主机	定档 2024/9 正式上线	FPS/动作	自研 (天美琳琅团队)	2023/7/24, 国产
航海王壮志雄心	手游	2024/5/16 开启首测	RPG/格斗	自研 (魔方工作室)	2023/8/25, 进口
三国志异闻录	手游	预计 2024Q4 全平台上线	回合制 RPG	代理	2023/10/25, 国产
全境封锁: 曙光	手游	内测	FPS	代理 (育碧)	2023/11/30, 进口
剑灵 2	手游、PC/主机	海外上线, 国服已开启预约	MMORPG/动作	代理 (NCsoft)	2023/12/21, 进口
逆战: 未来	手游、PC/主机	首测定档 24/9/6	FPS	自研 (天美工作室)	2023/12/25, 国产
热血美职篮	手游	2024/6 开启公测招募	竞技	自研 (光子工作室)	2024/1/25, 国产
饥困荒野	手游	2023/12 删档计费测试	生存	代理 (Klei)	2024/1/25, 进口
星之卡比 新星同盟	任天堂 Switch	未定	动作	代理 (HAL 研究所)	2024/2/1, 进口
太鼓之达人	任天堂 Switch	未定	音游	代理 (南梦宫)	2024/2/1, 进口
洛克人 11	PC/主机	未定	动作	代理 (Capcom)	2024/4/7, 进口
王牌战士 2	手游	24/7/6 开启首轮公测	FPS	自研 (魔方工作室)	2024/5/19, 国产
战魔机甲	任天堂 Switch	未定	射击	代理 (Marvelous)	2024/6/5, 进口
黑色沙漠	PC/主机	未定	冒险/RPG	代理 (PearlAbyss)	2024/6/5, 进口
无畏契约: 源能行动	手游	2023/9 内测	射击	代理 (拳头游戏)	2024/6/5, 进口
洛克王国: 世界	手游、PC/主机	未定	养成/休闲	自研 (魔镜工作室)	2024/6/24, 国产
彩虹六号	手游、PC	未定	FPS	代理 (育碧)	2024/8/1, 进口
王者荣耀世界	手游	封测	开放世界/RPG	自研 (天美工作室)	未取得版号
彩虹六号: 围攻	PC/主机	未定	FPS	代理 (育碧)	未取得版号
爆裂小队	手游	2024/5/29 海外上线, 国服已开启预约	休闲/动作	代理 (Supercell)	未取得版号
硅基宇宙	手游、PC/主机	未定	沙盒/开放宇宙/RPG	代理 (北京像素软科)	未取得版号
龙石战争	手游	2024/5/31 开放先遣测试	SLG	自研 (腾讯凯博)	未取得版号
堡垒之夜	手游	国外上线, 国内未定	沙盒/生存	代理 (Supercell)	未取得版号

资料来源: 国家新闻出版署, TapTap, 腾讯游戏发布会, 民生证券研究院

### 3.1.2 海外:《PUBG M》《NIKKE》表现亮眼, Supercell 重现增长潜力

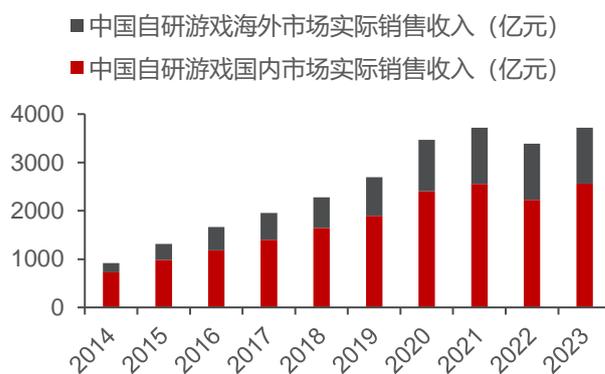
全球游戏市场增速恢复, 我国自研游戏海外市场收入占比提升。据 Sensor Tower 估算, 2023 年全球手游收入为 767 亿美元, 预计 2024 年全球手游收入稳定回升, 2028 年有望突破 1000 亿美元。提升海外市场竞争力, 抢占出海赛道成为当下众多国内游戏厂商的战略转型方向。根据游戏工委数据, 中国自研游戏海外收入占比已从 2014 年的 20.6% 显著提升至 2022 年的 34.4%。

图26: 全球手游市场收入进入上升通道



资料来源: Sensor Tower, 民生证券研究院  
注: 本图仅统计应用商店 IAP 预估值

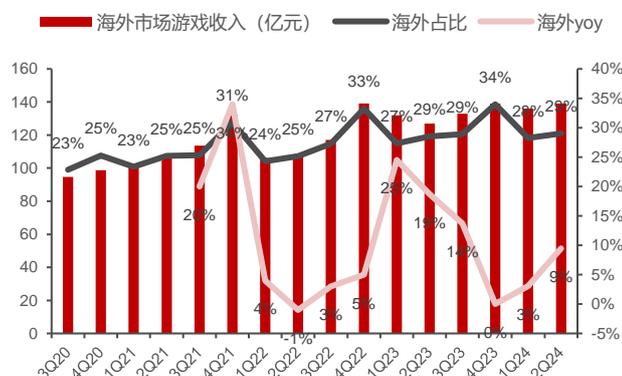
图27: 我国自研游戏海外市场收入占比突破 30%



资料来源: 游戏工委, 伽马数据, 民生证券研究院

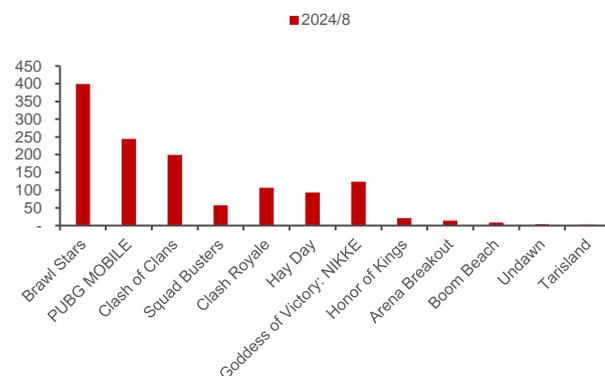
腾讯游戏国际市场流水增速较高, 收入结构逐渐向海外转移。24Q2, 腾讯海外游戏收入 139 亿元, 同比+9%, 二季度流水增速显著高于收入增速。其中《PUBG MOBILE》人气回升, DAU 和总流水均实现了同比双位数增长。根据 Sensor Tower 数据, 2024 年 7 月《PUBG MOBILE》月度流水环比增长 34%, 《胜利女神: 妮姬》月度流水环比增长 55%。此外, 端游《无畏契约》扩大 IP 全球影响力, MAU 实现同比正增长。

图28: 腾讯游戏海外市场收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图29: 2024 年 8 月海外游戏流水格局 (百万元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

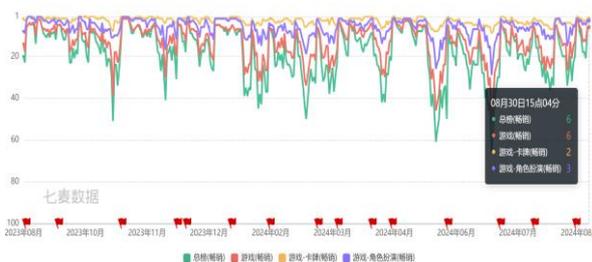
注: 1 美元=7.1342 人民币元

图30: 《PUBG MOBILE》仍是全球最热门的战术竞技手游



资料来源: 七麦数据“全球游戏畅销榜”排名, 截至 2024 年 8 月 30 日, 民生证券研究院

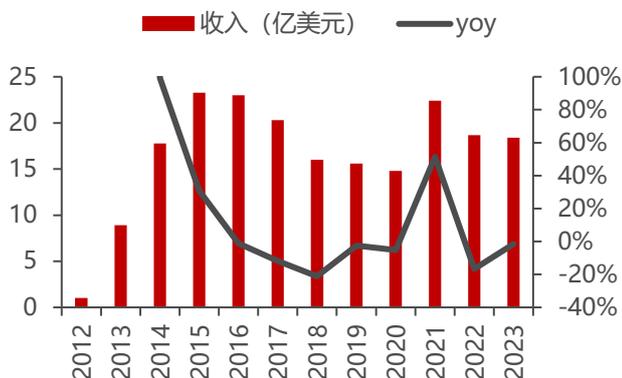
图31: 《胜利女神: 妮姬》今年频繁进入日本手游畅销榜前列



资料来源: 七麦数据, 民生证券研究院

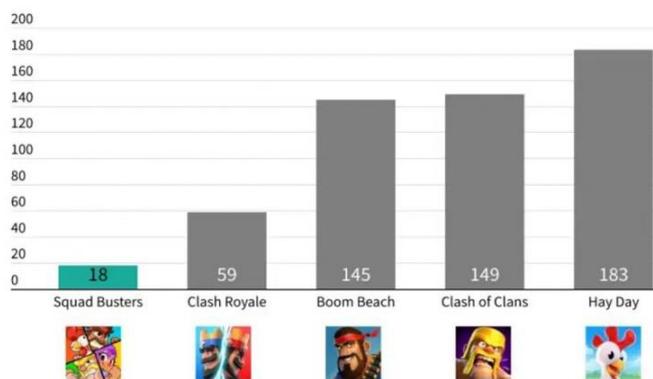
**Supercell 流水增长带动后续海外收入确认。**海外子公司 Supercell 旗下《荒野乱斗》近半年来持续翻红, 24Q2 总流水同比增长超十倍, 平均 DAU 创历史新高。此外, Supercell 今年 5 月成功推出第六款游戏《爆裂小队》。预计 2024 年 Supercell 的游戏收入将大幅回升, 母公司腾讯预计持续从中收益。

图32: 从公司收入看 Supercell 正在逐步走出衰退



资料来源: Statista, Supercell 官网, 民生证券研究院

图33: 《Squad Busters》成为 Supercell 旗下最快突破全平台 500 万下载量的手游



资料来源: Sensor Tower, 民生证券研究院

**海外新游集中上线, 其中《Honor of Kings》于 6 月 20 日正式同步上线全球应用市场。**据 Sensor Tower 数据, 《HoK》24M6 海外收入环比+575%, 其中东南亚和美国市场收入分别占比 33%、26%。此外, 在 Level Infinite 的发行 Pipeline 中育碧研发《刺客信条: 代号 Jade》同样受到全球玩家关注, 该游戏作为刺客信条在移动端的“破圈”之作, 具有成为热门游戏的潜质。

**表4: Level Infinite 24Q2 新游及发行 Pipeline**

游戏	类型	开发商	目前进度
<i>Men of War II</i>	RTS	Best Way	2024/5/16 已上线
<i>Squad Busters</i>	休闲/动作	Supercell	2024/5/29 已上线
<i>Wayfinder</i>	RPG	Airship Syndicate	2024/6/12 已上线
<i>Honor of Kings</i>	MOBA	Timi Studio	2024/6/20 已上线
塔瑞斯世界	MMORPG	Level Infinite	2024/6/21 已上线
<b>Assassin's Creed Jade</b>	<b>开放世界/RPG</b>	<b>Ubisoft</b>	<b>2023/8/3 开启 Beta 封测</b>
ALARA Prime	FPS	Fall Damage	预计 2024 上线
Dread Pilots	动作类 Rogue	Klei Entertainment	预计 2024 上线
Parcel Corps	竞速/开放世界	Billy Goat Entertainment	预计 2024 上线
Aloft	沙盒/建造	Astrolabe Interactive	预计 2024Q3 上线
The Division Resurgence	开放世界	Ubisoft	预计 2024/12/27 上线
Critter Café	休闲	Sumo Newcastle	未定
DEATHSPRINT 66	竞速/战斗	Sumo Newcastle	未定
<b>Path of Exile 2</b>	<b>动作/RPG</b>	<b>Grinding Gear Games</b>	<b>未定</b>
New Arc Line	RPG	Dreamate	未定
Stampede: Racing Royale	竞速/MMO	Sumo Leamington	未定
Last Sentinel	开放世界/3A	LightSpeed LA	未定
Exoborne	开放世界/射击	Sharkmob AB	未定
Den of Wolves	FPS	10 Chambers	未定
Dune: Awakening	开放世界/MMO	Funcom	未定
Delta Force: Hawk Ops	FPS	Team Jade	未定

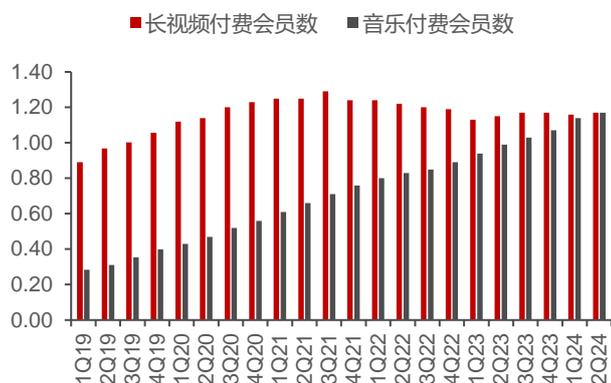
资料来源: Level Infinite 官网, Steam, 民生证券研究院

### 3.2 社交网络: 平台与内容优势显现, 小游戏表现亮眼

2024Q2, 腾讯社交网络收入 303 亿元, 同比+2%。其中, 音乐与长视频付费会员收入+小游戏平台服务费+手游虚拟道具销售收入增加, 音乐和游戏直播服务收入下滑。视频号方面, 得益于算法增强和本地内容占比增加, 24Q2 用户总使用时间同比显著增加。小程序方面, 24Q2 小程序使用时长同比增长超 20%, 小程序带动的 GMV 同比增长双位数。

**优质内容带动音乐与视频付费会员数量增长。** 腾讯视频方面, 《庆余年第二季》《与凤行》在 24H1 中国网络视频平台上播放量排名前二, 24Q2 长视频订阅收入同比+12%, 订阅用户增至 1.17 亿, 同比+13%。腾讯音乐加强与唱片公司及艺人的合作, 发布了腾讯视频热门剧集的原声带, 24Q2 音乐订阅收入同比+29%, 音乐付费会员数增至 1.17 亿, 同比+18%。

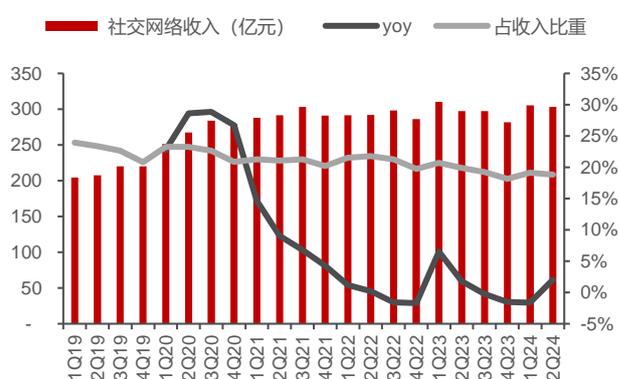
图34: 腾讯长视频和音乐付费会员数 (亿人)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: 24Q1 起, 长视频付费会员数由“本季度最后一日订阅量”改为“季度内平均每日订阅量”。音乐付费会员数指季度内每月最后一日平均订阅数。

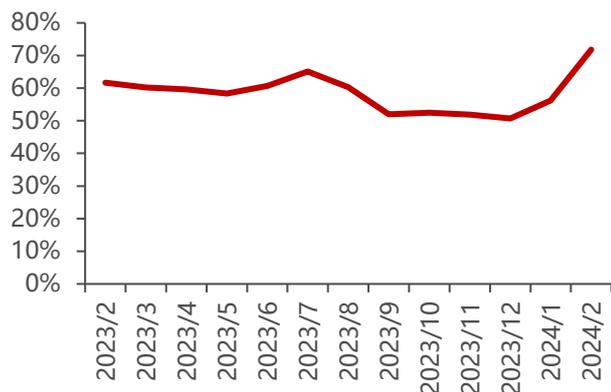
图35: 腾讯社交网络收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**小游戏平台服务费增长趋势较好。**2024H1, 连续两个季度微信小游戏总流水同比增长超 30%。在今年 7 月举办的微信小游戏开发者大会上, 官方团队透露, 目前小游戏 MAU 超 5 亿, 小游戏用户画像具体表现为: 1) 女性用户占比高; 2) 三线城市用户占比一半; 3) 用户年龄以 24-40 岁为主。此外, 微信小游戏用户平均每日在线时长大约为 1 小时; 大盘的 14 日留存率超过 50%, 其中超过一半是通过微信下拉、会话分享等私域场景启动小游戏。微信也在今年 3 月推出了 IAA (In-app Ads) 小游戏增长激励计划, 用户流水的 40%将以广告金的形式进行激励。总的来看, 微信小游戏的活跃用户分布广, 年龄更成熟, 且用户粘性高, 在微信平台方激励和玩家偏好下, 具备广阔的商业潜力。

图36: 手游 APP 行业和微信小游戏用户重合率 (%)



资料来源: QuestMobile, 民生证券研究院

图37: 2024H1 热门微信小游戏 MAU 趋势

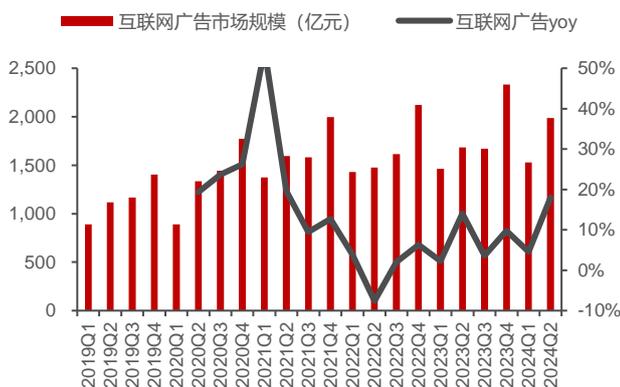


资料来源: QuestMobile, 民生证券研究院

### 3.3 广告：视频号进一步打开微信商业化空间

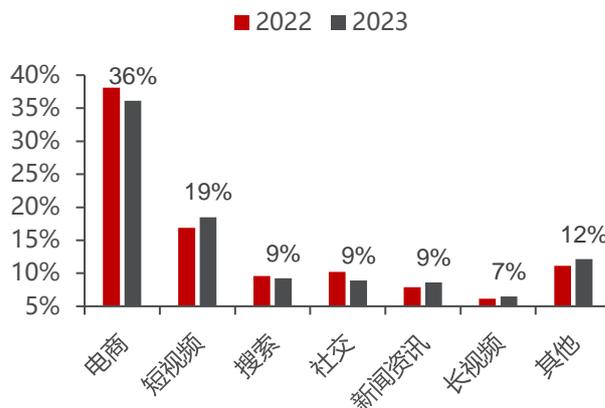
互联网广告市场整体活跃度增加，短视频平台广告收入份额仍有提升。根据 QuestMobile 数据，2024Q2 我国互联网广告市场规模为 1985 亿元，同比增长 18%。从媒体平台类型看，短视频成为仅次于电商的第二大投放平台。截至 2023 年底，短视频平台在互联网广告市场收入占比 18.5% (+1.6%)，而电商 (-2%)、搜索 (-0.4%)、社交平台 (-1.3%) 广告份额均有所下降。

图38：19Q1-24Q1 中国互联网广告市场规模



资料来源：QuestMobile，民生证券研究院

图39：2022-2023 各媒体平台互联网广告收入占比



资料来源：中关村互动营销实验室，民生证券研究院

受视频号及长视频收入增长驱动，24Q2 公司网络广告收入 299 亿元，同比 +19%。从广告主投放看，24Q2 游戏、电商、教育广告支出明显增加；受宏观经济和消费放缓影响，部分互联网服务公司降低整体广告预算，腾讯移动广告联盟收入同比下降。以视频号为主的微信广告业务长期增量空间广阔。2024Q1，视频号总用户使用时长同比增长超 80%，目前使用时长已增至朋友圈的两倍多。在迅速攀升的浏览量和点击率贡献下，24Q1 视频号广告收入同比增长超 100%；得益于短视频参与度的提升以及直播带货生态的繁荣，24Q2 视频号广告收入同比增长超 80%。

图40：腾讯网络广告收入 (亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

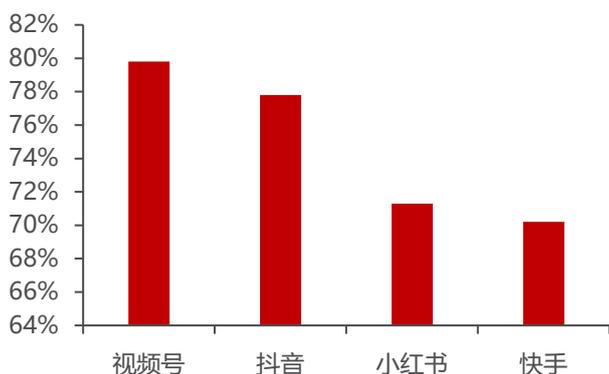
图41：2024 年 6 月各平台广告容量



资料来源：QuestMobile，民生证券研究院

长期来看，视频号广告加载率和人均使用时长的提升将进一步打开微信广告的商业化空间。拆解视频号信息流广告业务营收=微信 DAU\*视频号渗透率\*人均单日使用时长\*人均每分钟观看视频数量\*广告加载率\*eCPM。新视数据显示，视频号作品发布后七天获赞量占比 79.8%，高于抖快及小红书，可见视频号通过熟人社交引流的用户忠诚度更高，视频号在微信大平台中的渗透率仍有增长空间。此外，视频号长期激励头部创作者入驻并发布作品，直播电商生态愈发完善，用户使用时长将进一步增长。

图42：各短视频平台作品发布后七天获赞量比例 (%)



资料来源：新视数据，微盟&百准《2024 视频号商业化趋势洞察研究报告》，民生证券研究院

图43：视频号吸引更多头部创作者发布作品



资料来源：新视数据《2023 微信视频号年中发展报告》，民生证券研究院

目前腾讯已打通了视频号在微信大平台内的社交、内容、消费三大生态圈，并尝试将视频号直播推广至腾讯全域流量。2024 年 7 月 2 日，腾讯广告宣布腾讯更多流量场景将支持视频号直播推广，除目前微信内视频号、朋友圈、公众号与小程序的投放版位之外，新增平台与内容媒体（腾讯新闻、腾讯视频、QQ 浏览器、QQ、腾讯音乐及游戏）和优量汇（集合 10 万+优质 App 的广告联盟）以帮助商家提升视频号直播获客拿量效率，优化投放 ROI。此举将进一步丰富视频号广告链路，为腾讯的社交广告收入和电商带货技术费带来潜在增量。

图44：视频号流量投放将扩展至腾讯全域



资料来源：腾讯广告，民生证券研究院

图45：通过点击媒体广告外层自动跳转至微信及视频号直播间



资料来源：腾讯广告，民生证券研究院

**AI 赋能腾讯广告创意平台。**腾讯广告推出一站式 AI 广告创意平台“妙思”，该网站提供文生图、图生图、商品背景合成等创意工具，适合游戏开发者、电商运营等客户群体。腾讯混元大模型也支持通过语义理解自动生成高质量的图文内容，提高了广告创意的质量和效率。腾讯在广告平台广泛应用机器学习能力，大模型帮助广告主优化精准投放效果，提高广告点击率和转化率，为广告主实现降本增效。24Q2，腾讯升级了广告机器学习平台，以便从更长周期分析用户兴趣、更高频地处理用户信号。

图46：腾讯混元大模型运用于广告文生图



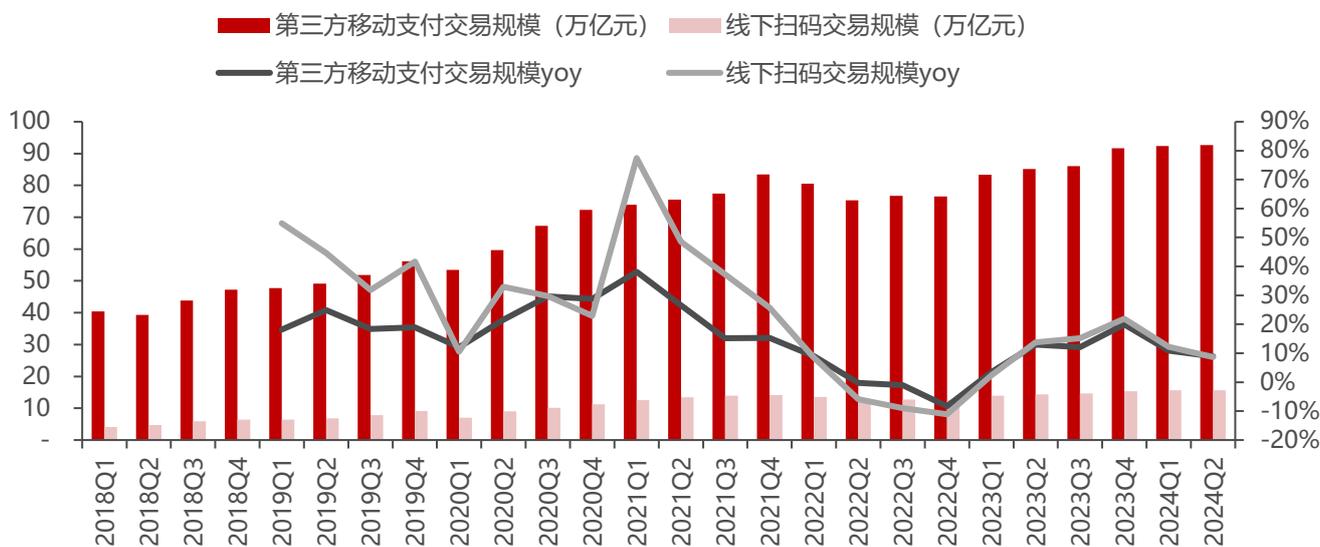
资料来源：腾讯混元大模型官网，民生证券研究院

### 3.4 金融科技：以支付业务为核心，寻找增值服务机会

#### 3.4.1 支付业务：移动支付交易规模增速放缓

我国第三方移动支付交易规模增速放缓，其中商业支付、移动金融交易占比仍在提升。易观分析数据显示，受消费复苏不及预期等因素影响，2024Q2 我国第三方移动支付市场增速放缓，总交易规模为 92.68 万亿元，环比增 0.32%；其中线下扫码市场交易规模为 15.62 万亿元，环比增 0.19%。根据交易类型，第三方移动支付市场可细分为个人应用（包括红包、转账、提现、信用卡还款等）、移动金融（包括线上购买理财及保险产品、贷款等）、移动消费/商业支付（包括线上和线下消费支付等）。其中，个人应用规模占比最高（截至 20Q4 占比 53%），但长期来看个人应用场景趋向饱和，该细分市场增速放缓。另一方面，内容电商崛起、居民财富管理需求提升以及互联网普惠金融的发展推动商业支付和移动金融交易规模占比均有所提升。

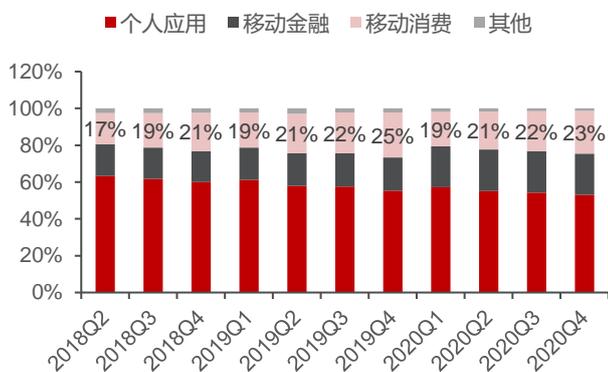
图47：我国第三方移动支付交易规模（万亿元）



资料来源：易观分析，同花顺 iFinD，民生证券研究院

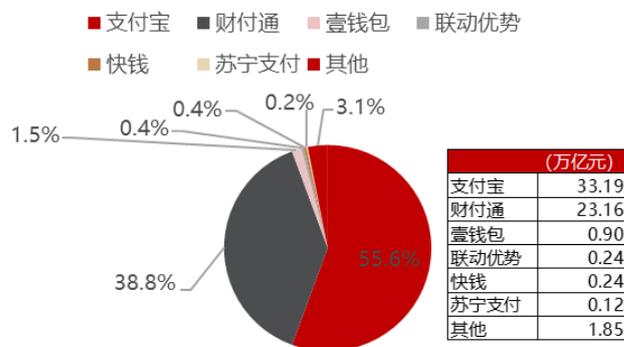
**第三方移动支付竞争格局相对稳定，腾讯财付通市场份额约占四成。**艾瑞咨询数据显示，截至 2020Q2，我国第三方移动支付交易规模中支付宝、财付通分别占据 55.6%、38.8%的市场份额，合计占比超过 90%。此外，壹钱包、联动优势、快钱、苏宁支付市场份额均不足 1.5%。

图48：我国第三方移动支付交易规模构成



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图49：2020Q2 第三方移动支付交易规模市场份额



资料来源：艾瑞咨询，易观分析，民生证券研究院

**微信支付的收入和盈利能力主要受商业支付 GMV 和支付费率驱动。2024Q2，商业支付交易笔数稳定增长，平均单笔交易金额同比下降，商业支付 GMV 增速进一步放缓。**拆分微信支付业务利润来源：

1) **红包、转账业务**，主要培养用户支付习惯，不收费因此为纯成本业务。2) **提现、信用卡还款业务**，此类业务必然涉及绑卡操作，微信支付收取 0.1% 的服务费，收支大致相抵；3) **商业支付**，根据商户类型，微信支付向商家收取 0%-1% 的服务费——除教育等非盈利公用事业（0%）、民生缴费（0.2%）、民办学历教育/加油/物流快递服务（0.3%）、游戏/在线音视频类虚拟业务（1%）等，其余主要消费场景（含电商）费率均设定为 0.6%。从成本端看，若用户使用微信零钱支付，

仅涉及较低的网联清算成本；若绑卡支付，涉及网联清算费用+发卡行结算费用。

**4) 备付金利息**，2019年8月起央行从第三方支付机构的备付金中计提10%作为非银行支付行业保障基金，其余以0.35%的年利率按季结息。

**表5：微信支付收费及盈利模式**

	具体收费模式	盈利模式
红包、转账	不收费	不涉及收入，但会产生成本
提现	单个身份证终身享有1000元免费零钱提现额度。超出额度后按提现金额的0.1%收取服务费，单笔最低0.1元/笔	银行向财付通收取手续费，收入与成本大致相抵
信用卡还款	收取还款金额的0.1%的服务费，单笔最低0.10元	银行向财付通收取手续费，收入与成本大致相抵
商业支付	根据商户类型，收取费率在0%-1%范围内，主要消费场景费率0.6%	若用户用微信零钱支付，仅涉及网联清算费用；若绑卡支付，涉及网联清算费用+发卡行结算费用
备付金利息	央行以0.35%的年利率按季结息，并从中计提10%作为非银行支付行业保障基金	利息收入

资料来源：微信支付，澎湃新闻，民生证券研究院

**表6：微信商业支付分行业费率统计**

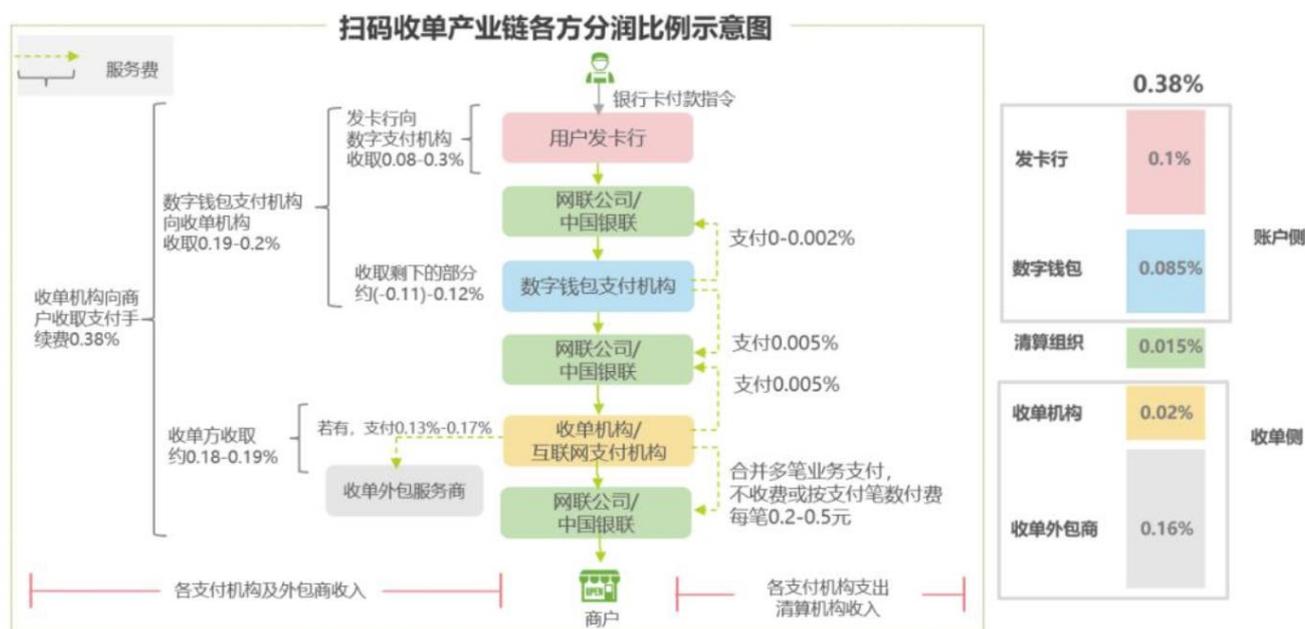
主体	使用行业范围	费率	
小微、个体户、企业	游戏、在线音视频等虚拟业务	1.0%	
	提供网上交易场所或信息服务的业务、通讯业务、财经类业务及其他平台服务、	0.6%	
	餐饮、零售、交通出行等实体业务		
	保险服务、典当	0.6%	
	民办学历教育、加油、物流快递服务	0.3%	
	民生缴费	0.2%	
	信贷还款	0.2%	
	民办大学、缴纳党费	0.0%	
	事业单位	提供网上交易场所或信息服务的业务、通讯业务、财经类业务及其他平台服务、	0.6%
		餐饮、零售、交通出行等实体业务	
民生缴费		0.2%	
教育、医疗、公益及政府单位缴税/费		0.0%	
社会组织	提供网上交易场所或信息服务的业务、通讯业务、财经类业务及其他平台服务、	0.6%	
	餐饮、零售、交通出行等实体业务		
	民办学历教育	0.3%	
	民生缴费	0.2%	
政府机关	民办大学、公益服务	0.0%	
	提供餐饮、交通出行等实体业务	0.6%	
	政府机关缴税/费	0.0%	

资料来源：腾讯客服微信支付商户，民生证券研究院

**据艾瑞咨询调研，移动支付产业链中商户的实际平均支付费率约为0.38%。**

移动支付机构的业务成本包括：**渠道成本费率=约0.1%的发卡行结算费率**（信用卡费率0.08%-0.3%，借记卡费率0.08-0.15%，或按月度、季度收取固定服务费）**+0.015%的网联清算费率**。此外，线下交易一般存在收单外包服务商，聚合支付服务商额外抽取约0.16%的服务费率，技术服务商抽取0.01%-0.05%的服务费率。

图50：移动支付产业链各方分成比例



来源：综合企业访谈、市场公开信息，艾瑞研究院自主研究绘制。

资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

**未来随着消费需求得以释放，微信支付积极提高移动支付渗透率及使用便利性，叠加降费让利活动到期的影响，预计公司金融科技支付业务收入将稳健增长。**

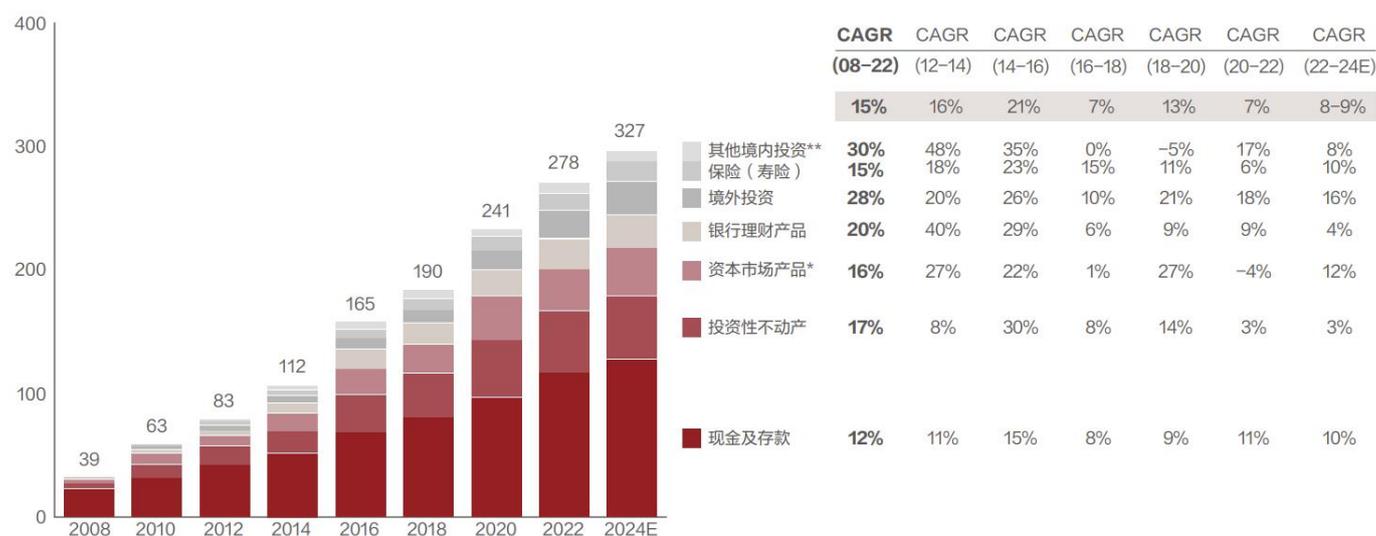
2024年以来，为改善外国人在华支付体验，微信支付通过“外卡内绑”大幅提升外卡交易量。此外，财付通推出“外包内用”服务，扩大微信香港钱包境内受理范围。另一方面，微信支付保持开放合作理念，目前已经与银联云闪付、京东支付、三大运营商旗下支付平台、数字人民币等实现支付互通，近期淘宝有望全平台引入微信支付。未来微信支付在技术创新（例如刷掌支付等）+移动支付渗透率提升+深入挖掘电商平台潜力等因素带动下，预计支付交易GMV将迎来可持续增长。费率方面，为助力实体经济发展，财付通自2021年9月1日起对符合工信部《中小企业划型标准规定》的小微企业和个体工商户，实行在微信支付平台上所有支付方式和场景的支付手续费在标准基础上打9折的优惠，该活动于今年9月30日到期。为持续贯彻让利实体经济的监管要求，后续财付通向商户收取的服务费率预计将保持相对稳定。

### 3.4.2 非支付业务：居民财富管理需求旺盛，短期内信贷发放偏谨慎

随着居民购房意愿阶段性回落，资本市场产品和保险产品推动我国个人可投资资产规模增长。招商银行《2023中国私人财富报告》中数据显示，2024年我国个人可投资资产规模预计增至327万亿，2023-2024CAGR有望达到8%-9%，高于2020-2022年7%的增速。从可投资资产分类看，2022-2024年境外投资（CAGR16%）、资本市场产品（CAGR12%）、寿险类保险产品（CAGR10%）增

速位居前三,其中资本市场产品和保险产品增速均大幅高于2020-2022年。另外,随着房地产市场结构性调整,居民购房信心削弱,投资性不动产可投规模增速放缓。总的来看,我国居民资产配置需求强烈,但受宏观环境影响,个人投资者风险偏好较低,整体有利于货币市场基金、保险类产品的渗透率的进一步提高。

图51: 2008-2023 年我国个人可投资资产规模 (万亿元)

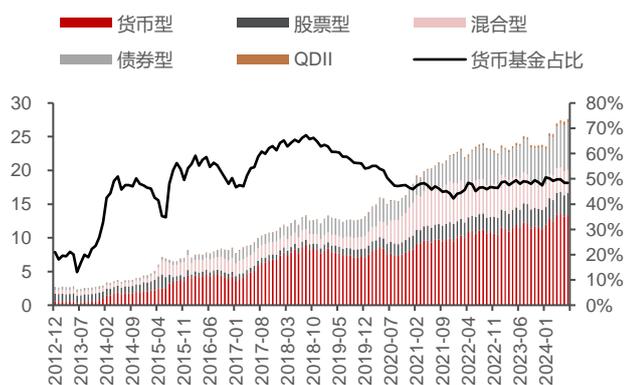


资料来源: 招商银行《2023 中国私人财富报告》, 贝恩咨询, 民生证券研究院;

注: “资本市场产品”包含个人持有的股票、公募基金、新三板和债券; “其他境内投资”包含个人持有的信托、基金专户、券商资管、私募证券投资基金产品、黄金、私募股权等。

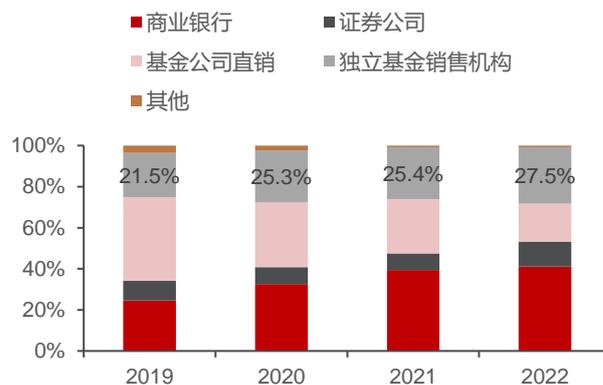
**货币型基金仍为我国开放式基金的主流产品, 独立销售机构持续抢占渠道份额。**货币基金以其投资门槛低、流动性高、收益稳健等特征, 在市场风险偏好下降的背景下, 成为资金避险的优选。据中国证券投资基金业协会数据, 截至 2024 年 6 月底, 我国开放式货币基金规模达 13.19 万亿, 占公募开放式基金市场的份额由 2021 年底的 42% 提升至 48%。销售渠道方面, 独立基金销售机构销售份额约占四成, 长期来看, 在互联网平台对普惠金融的推动作用下, 以余额宝、理财通为代表的第三方互联网基金销售平台仍有一定增长潜力。

图52: 我国开放式基金净值构成 (万亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中国证券投资基金业协会, 民生证券研究院

图53: 我国基金销售渠道占比 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分业务看，腾讯已推出多项非支付增值金融科技服务，主要收费方式包括：1) 通过旗下理财通收取理财服务佣金。当前居民储蓄意愿加强，“降息潮”下理财服务成为金科业务新增长点，24Q2 理财收入录得同比双位数增长。2) 对保险平台微保的佣金收入收取导流分成。3) 对联营公司微众银行消费贷款产品“微粒贷”的利息收入收取导流分成。4) 收取财付通小贷的“分付”“分期”产品佣金和利息收入。2024 年 1 月深圳市财付通网络金融小额贷款有限公司（“财付通小贷”）完成近三年来第五次增资，新增股东（深圳市腾讯计算机系统有限公司）持股比例为 5%，注册资本也增至 105.26 亿元。目前微信“分付”“分期”产品均处于测试阶段，只有受到邀请的用户才能使用此功能。短期来看，腾讯对消费信贷的审批和发放较为谨慎。长期来看，未来视频号电商业务与财付通的消费信贷产品将协同发展，共同助力腾讯金融科技及企业服务业务有力增长。

表7：金融科技非支付业务收费模式

产品	业务介绍	具体收费模式
理财通	理财通目前已上线货币基金、保险类理财、债券基金、指数基金、混合型基金、境外型基金等多元化理财产品，以及工资理财、指数定投等多种便捷功能，满足用户的多元化财富管理需求。截至 2019 年底，理财通 AUM 超 8,000 亿元。	佣金
微粒贷 (WeBank)	微粒贷通过微信、手机 QQ 等提供一次授信、循环使用的纯线上小额信用贷款。客户可全天候线上自助申请，无需提交任何纸质资料，无需提供任何担保与抵押，最高可借款 20 万元。“微粒贷”按日计息，借款次日起可随时还款，提前还款不收取违约金。截至 2023 年末，“微粒贷”已累计服务超 6,300 万客户，年内日均发放贷款超 95 万笔。	公司对利息收入收取导流分成
微保 (WeSure)	微保的医疗险、重疾险、车险、意外险、寿险、年金、财产险、惠民保、养老、慢性病、宠物险等是以普惠刚需、保障型为主的产品。微保 2023 年理赔年度报告显示，“微保安心赔”服务累计赔付金额超 43 亿元，平台在线报案率超 98%，服务客户数超 474 万人。	公司对佣金收入收取导流分成
分期、分付 (均处于内测阶段)	财付通小贷推出消费信贷产品“分付”。“分付”的日利率为 0.04% 或 0.045%，年化利率约为 14.6% 或 16.425%。已用额度将按日计收利息，可以随时还任意金额，提前还款不收手续费。默认情况下，每月还上月末已用额度的 10% 和利息。 财付通小贷推出消费信贷产品“分期”。“分期”支持线上线下场景，可分 3、6、12 期分期还款，消费 500 元以上可用，还款日将从零钱、零钱通、储蓄卡自动还款。 用户可以使用“分付”“分期”额度进行消费，包括吃饭、购物、看电影等场景，暂不支持用于发红包、转账等。	佣金/利息

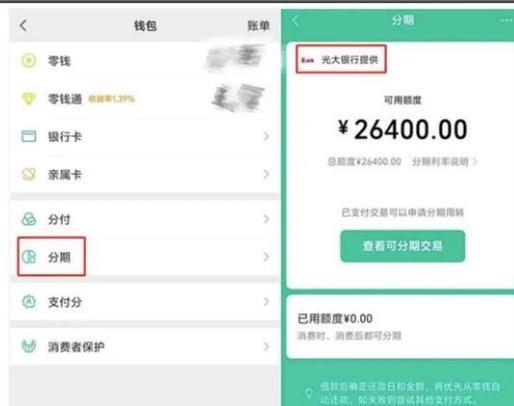
资料来源：理财通官网，微众银行年报，微保 2023 理赔年报，移动支付网，北京商报，民生证券研究院

图54: 微信“分付”



资料来源: 移动支付网, 民生证券研究院

图55: 微信“分期”



资料来源: 移动支付网, 民生证券研究院

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

收入端，根据财报披露口径拆分各项业务：

**增值服务：**1) **网络游戏国际市场**，受收入递延影响，预计在 Supercell 当前流水带动下 24Q3/Q4 收入 yoy+13%/16%，考虑海外新品推出速度及发行能力，预计 2024/2025/2026 收入 yoy+10/13%/11%。2) **网络游戏本土市场**，在《MDnF》和下半年上线新游的催化下，预计 24Q3/Q4 收入 yoy+8.5%/5.5%，长期看各品类 pipeline 储备充足，预计 2024/2025/2026 本土收入 yoy+9.3%/8.5%/5.5%。3) **社交网络**，平台与内容相结合的优势显现，考虑到去年同期低基数影响，预计 24Q3/Q4 社交网络收入将加快增长，预计 2024/2025/2026 收入 yoy+2.5%/5.5%/4.5%。**毛利方面**，考虑到长视频等业务毛利提升相对缓慢，预计 2024/2025/2026 公司增值业务总体毛利率为 57.2%/57.3%/57.8%。

**网络广告：**媒体广告比重下降，视频号及微信平台社交广告收入成最大增量，预计 2024/2025/2026 网络广告收入 yoy+18.5%/13.7%/13.8%。**毛利方面**，微信商业化进程加快以及 AI 驱动的广告效率提升有望继续带动视频号广告、搜一搜广告等业务毛利率的增长，预计 2024/2025/2026 公司网络广告业务毛利率增至 55.6%/57.5%/59.0%。

**金融科技及企业服务和其他：**1) **金科及企服**，支付业务增速放缓，云业务及商家技术服务费带动企业服务增长，预计 2024/2025/2026 金科及企服收入 yoy+5.3%/8.3%/8.5%。2) **其他业务**，维持相对平稳，预计 2024/2025/2026 收入 yoy+37.8%/5.0%/7.5%。**毛利方面**，随着财富管理、视频号带货技术服务费等高毛利业务占比提升，以及聚焦战略下的云业务加速减亏，预计 2024/2025/2026 金科企服业务毛利率为 47.2%/48.5%/48.9%。

**费用端**，相对谨慎的成本控制仍是主线。考虑新品发行速度，我们预计 2024/2025/2026 公司销售费用率 5.6%/5.3%/6.0%；一般及行政开支稳中有降，预计 2024/2025/2026 分别降至 16.6%/16.5%/16.2%。

**综上**，我们预计公司 2024/2025/2026 实现总收入 6607/7214/7819 亿元，同比+8.5%/+9.2%/+8.4%。预计公司归母净利润 1760/1982/2140 亿元，同比+52.8%/+12.6%/+8%，预计 Non-IFRS 归母净利润 2159/2421/2588 亿元，同比+36.9%/+12.2%/+6.9%。

表8：公司分业务盈利预测

人民币百万元	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>总收入</b>	<b>482,064</b>	<b>560,118</b>	<b>554,552</b>	<b>609,015</b>	<b>660,715</b>	<b>721,425</b>	<b>781,948</b>
yoy	27.8%	16.2%	-1.0%	9.8%	8.5%	9.2%	8.4%
毛利率	46.0%	43.9%	43.1%	48.1%	53.2%	54.0%	54.6%
<b>增值服务</b>	<b>264,212</b>	<b>291,572</b>	<b>287,565</b>	<b>298,375</b>	<b>318,543</b>	<b>344,607</b>	<b>365,915</b>
yoy	32.1%	10.4%	-1.4%	3.8%	6.8%	8.2%	6.2%
毛利率	54.1%	52.5%	50.6%	54.3%	57.2%	57.3%	57.8%
<b>1) 网络游戏</b>	<b>156,101</b>	<b>174,314</b>	<b>170,715</b>	<b>179,860</b>	<b>197,025</b>	<b>216,405</b>	<b>231,945</b>
yoy	36.1%	11.7%	-2.1%	5.4%	9.5%	9.8%	7.2%
<b>其中：</b>							
<b>国际市场</b>	<b>34,807</b>	<b>45,598</b>	<b>46,800</b>	<b>53,200</b>	<b>58,517</b>	<b>66,124</b>	<b>73,398</b>
yoy		31.0%	2.6%	13.7%	10.0%	13.0%	11.0%
占比总收入	7.2%	8.1%	8.4%	8.7%	8.9%	9.2%	9.4%
<b>本土市场</b>	<b>121,294</b>	<b>128,716</b>	<b>123,900</b>	<b>126,700</b>	<b>138,508</b>	<b>150,281</b>	<b>158,547</b>
yoy		6.0%	-3.7%	2.3%	9.3%	8.5%	5.5%
占比总收入	25.2%	23.0%	22.3%	20.8%	21.0%	20.8%	20.3%
<b>2) 社交网络</b>	<b>108,111</b>	<b>117,258</b>	<b>116,850</b>	<b>118,515</b>	<b>121,518</b>	<b>128,201</b>	<b>133,970</b>
yoy	26.8%	8.5%	-0.3%	1.4%	2.5%	5.5%	4.5%
占比总收入	22.4%	20.9%	21.1%	19.5%	18.4%	17.8%	17.1%
<b>网络广告</b>	<b>82,271</b>	<b>88,666</b>	<b>82,729</b>	<b>101,482</b>	<b>120,238</b>	<b>136,709</b>	<b>155,593</b>
yoy	20.3%	7.8%	-6.7%	22.7%	18.5%	13.7%	13.8%
毛利率	51.4%	45.8%	42.3%	50.6%	55.6%	57.5%	59.0%
占比总收入	17.1%	15.8%	14.9%	16.7%	18.2%	18.9%	19.9%
<b>金融科技及企业服务和其他</b>	<b>135,581</b>	<b>179,880</b>	<b>184,258</b>	<b>209,158</b>	<b>221,934</b>	<b>240,110</b>	<b>260,441</b>
yoy	24.5%	32.7%	2.4%	13.5%	6.1%	8.2%	8.5%
毛利率	26.8%	29.1%	31.5%	38.2%	46.2%	47.2%	47.6%
占比总收入	28.1%	32.1%	33.2%	34.3%	33.6%	33.3%	33.3%
<b>1) 金融科技及企业服务</b>	<b>128,086</b>	<b>172,195</b>	<b>177,064</b>	<b>203,763</b>	<b>214,502</b>	<b>232,306</b>	<b>252,052</b>
yoy	26.4%	34.4%	2.8%	15.1%	5.3%	8.3%	8.5%
毛利率	28.3%	29.8%	33.0%	39.6%	47.2%	48.5%	48.9%
占比总收入	26.6%	30.7%	31.9%	33.5%	32.5%	32.2%	32.2%
<b>2) 其他</b>	<b>7,495</b>	<b>7,685</b>	<b>7,194</b>	<b>5,395</b>	<b>7,432</b>	<b>7,804</b>	<b>8,389</b>
yoy	-0.9%	2.5%	-6.4%	-25.0%	37.8%	5.0%	7.5%
毛利率	1.3%	13.2%	-3.9%	-14.6%	15.0%	9.5%	10.0%
占比总收入	1.6%	1.4%	1.3%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

## 4.2 估值分析与投资建议

公司作为港股互联网龙头，在即时通信、社交、游戏、数字内容等领域具备行业领先优势，近年来积极参与产业互联网转型，盈利能力及盈利质量显著优化。当前互联网行业监管政策趋于稳定，公司游戏业务进入复苏通道，支付业务大盘平稳，公司重点发力的视频号电商及广告业务有望带来增量空间。此外，公司以长期价值为导向，持续提供种类丰富且稳定增长的股东回报。我们预计公司2024/2025/2026总收入分别为6607/7214/7819亿元，同比+8.5%/+9.2%/+8.4%；预计2024/2025/2026 Non-IFRS归母净利润分别为2159/2421/2588亿元，同比+36.9%/+12.2%/+6.9%。基于2024年9月23日收盘价（387.6港元），对应经调整PE分别为15X/14X/13X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**表9：公司盈利预测及财务指标**

单位/百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	609,015	660,715	721,425	781,948
增长率 (%)	9.8	8.5	9.2	8.4
经调整净利润	157,688	215,887	242,122	258,750
增长率 (%)	36.4	36.9	12.2	6.9
EPS(基于经调整净利润)	16.88	23.11	25.92	27.70
P/E(基于经调整净利润)	20	15	14	13

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年9月23日收盘价，汇率1HKD=0.91RMB）

表10: 可比公司估值参考

股票代码	公司简称	市值	收入 (亿元)			经调整净利润 (亿元)			PS (倍)			PE (倍)		
		(亿元)	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
0700.HK	腾讯控股	32,836.4	6,090.2	6,605.3	7,207.0	1,235.3	2,143.2	2,366.8	5.4	5.0	4.6	27	15	14
<b>网络游戏</b>														
9999.HK	网易	3,586.0	1,034.7	1,078.0	1,175.2	290.1	326.3	350.2	3.5	3.3	3.1	12	11	10
002624.SZ	完美世界	149.8	77.9	64.1	73.5	2.7	2.7	7.1	1.9	2.3	2.0	55	55	21
002555.SZ	三七互娱	302.1	165.5	187.0	206.5	26.3	27.1	30.9	1.8	1.6	1.5	11	11	10
603444.SH	吉比特	145.7	41.8	39.8	44.7	11.6	10.2	11.8	3.5	3.7	3.3	13	14	12
UBI.FP	育碧	15.7	23.0	24.2	25.0	1.6	2.2	2.7	0.7	0.6	0.6	10	7	6
EA	电子艺界	368.7	75.6	75.7	80.3	15.0	20.7	22.4	4.9	4.9	4.6	25	18	16
259960.KS	Krafton	163.3	19.1	26.6	29.6	6.6	10.1	10.3	8.5	6.1	5.5	25	16	16
均值									3.5	3.2	2.9	22	19	13
<b>广告</b>														
META	META	14,202.8	1,349.0	1,614.8	1,839.2	450.5	561.3	645.2	10.5	8.8	7.7	32	25	22
GOOGL	Alphabet	20,201.1	3,073.9	3,225.4	3,525.0	778.5	1,000.9	1,129.7	6.6	6.3	5.7	26	20	18
BIDU	百度	2,131.0	1,346.0	1,353.1	1,430.7	182.6	264.5	284.1	1.6	1.6	1.5	12	8	8
WB	微博	18.5	17.6	17.2	17.7	3.2	4.5	4.7	1.1	1.1	1.0	6	4	4
1024.HK	快手	1,625.1	1,134.7	1,271.4	1,408.7	60.4	177.1	227.6	1.4	1.3	1.2	27	9	7
均值									4.1	3.7	3.3	20	13	12
<b>金融科技</b>														
V	VISA	5,771.3	326.5	357.9	393.6	181.4	201.1	219.9	17.7	16.1	14.7	32	29	26
PYPL	PAYPAL	784.7	297.7	319.4	344.2	41.1	46.2	48.8	2.6	2.5	2.3	19	17	16
MA	万事达	4,552.3	251.0	279.6	313.3	119.3	132.4	150.9	18.1	16.3	14.5	38	34	30
均值									7.5	6.8	6.2	30	27	24
<b>媒体娱乐</b>														
IQ	爱奇艺	142.0	318.7	301.2	316.9	21.6	12.4	20.9	0.4	0.5	0.4	7	11	7
300413.SZ	芒果超媒	355.6	146.3	154.1	169.5	35.3	19.4	22.1	2.4	2.3	2.1	10	18	16
BILI	哔哩哔哩	472.0	225.3	265.2	301.3	-47.3	-1.9	16.8	2.1	1.8	1.6	/	/	28
9899.HK	云音乐	180.2	78.7	80.4	86.8	7.4	14.3	15.5	2.3	2.2	2.1	24	13	12
均值									1.8	1.7	1.5	14	14	16
<b>企业服务</b>														
MSFT	微软	32,353.8	2,451.2	2,809.5	3,242.4	882.3	988.2	1,142.7	13.2	11.5	10.0	37	33	28
AMZN	亚马逊	20,109.5	5,747.9	6,357.1	7,047.7	307.0	598.9	733.4	3.5	3.2	2.9	66	34	27
KC	金山云	39.5	70.5	74.5	81.6	-15.1	-10.5	-8.0	0.6	0.5	0.5	/	/	/
ZM	ZOOM	207.9	45.3	46.4	47.9	6.8	16.8	16.9	4.6	4.5	4.3	30	12	12
均值									5.5	4.9	4.4	44	26	23

资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院;

注: 可比公司数据采用 Bloomberg 一致预期, 数据截至 2024 年 9 月 20 日。其中, 电子艺界、META、Alphabet、微博、VISA、PAYPAL、万事达、微软、亚马逊、ZOOM 的市值、收入、经调整净利润统计口径为亿美元; 育碧的市值、收入、经调整净利润统计口径为亿欧元; Krafton、Kakao Games 的市值、收入、经调整净利润统计口径为千亿韩币。

## 5 风险提示

**1) 游戏行业政策收紧。**游戏行业产品供给数量主要受国家新闻出版署版号审批进度影响，从历史数据看，游戏行业版号政策收紧或监管趋严将对公司业绩带来一定压力。

**2) 新游流水未达预期，老游用户流失。**当下游戏行业竞争日益激烈，不同赛道品类精品游戏频出，若公司新游戏缺乏市场竞争力，老游戏生命周期缩短用户流失，将降低公司在游戏行业市占率，从而对收入及盈利增速造成不利影响。

**3) 直播带货大盘增速放缓。**直播带货行业价格竞争激烈，若大盘增速下滑，不利于行业内处于后发地位的视频号电商抢占 GMV 规模，进而影响公司广告收入和企业服务收入增速。

**4) 广告主投放意愿放缓。**广告主投放意愿和投放能力受宏观经济波动影响，若宏观经济复苏不及预期，以视频号广告为首的公司广告收入将受到冲击。

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产合计</b>	<b>518,446</b>	<b>651,391</b>	<b>798,434</b>	<b>962,701</b>
现金及现金等价物	172,320	249,260	338,249	444,502
应收账款及票据	46,606	50,562	55,208	59,840
存货	456	446	479	512
其他	299,064	351,122	404,497	457,846
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,058,800</b>	<b>1,091,558</b>	<b>1,121,964</b>	<b>1,151,738</b>
固定资产	66,815	70,247	73,413	76,311
商誉及无形资产	198,191	200,218	201,885	203,188
其他	793,794	821,094	846,666	872,239
<b>资产合计</b>	<b>1,577,246</b>	<b>1,742,949</b>	<b>1,920,398</b>	<b>2,114,439</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>352,157</b>	<b>366,328</b>	<b>394,089</b>	<b>421,824</b>
短期借贷	41,537	41,537	41,537	41,537
应付账款及票据	115,109	112,683	120,954	129,260
其他	195,511	212,108	231,598	251,027
<b>非流动负债合计</b>	<b>351,408</b>	<b>353,143</b>	<b>346,033</b>	<b>345,077</b>
长期借贷	292,920	298,117	291,007	290,051
其他	58,488	55,026	55,026	55,026
<b>负债合计</b>	<b>703,565</b>	<b>719,471</b>	<b>740,122</b>	<b>766,900</b>
普通股股本	0	0	0	0
储备	808,591	955,427	1,109,002	1,272,786
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>808,591</b>	<b>955,427</b>	<b>1,109,002</b>	<b>1,272,786</b>
少数股东权益	65,090	68,051	71,274	74,753
<b>股东权益合计</b>	<b>873,681</b>	<b>1,023,478</b>	<b>1,180,276</b>	<b>1,347,539</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1,577,246</b>	<b>1,742,949</b>	<b>1,920,398</b>	<b>2,114,439</b>

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>221,962</b>	<b>231,493</b>	<b>264,316</b>	<b>281,478</b>
净利润	115,216	176,036	198,171	213,982
少数股东权益	2,832	2,961	3,222	3,479
折旧摊销	59,008	62,541	63,167	63,798
营运资金变动及其他	44,906	-10,045	-244	219
<b>投资活动现金流</b>	<b>-125,161</b>	<b>-118,674</b>	<b>-111,509</b>	<b>-111,351</b>
资本支出	-47,407	-68,000	-68,000	-68,000
其他投资	-77,754	-50,674	-43,509	-43,351
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-82,573</b>	<b>-35,843</b>	<b>-63,782</b>	<b>-63,837</b>
借款增加	2,652	5,197	-7,110	-957
普通股增加	-42,697	0	0	0
已付股利	-20,983	-29,164	-44,558	-50,161
其他	-21,545	-11,876	-12,114	-12,719
<b>现金净增加额</b>	<b>15,581</b>	<b>76,940</b>	<b>88,989</b>	<b>106,254</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>609,015</b>	<b>660,715</b>	<b>721,425</b>	<b>781,948</b>
其他收入	0	0	0	0
营业成本	315,906	309,248	331,948	354,741
销售费用	34,211	37,103	38,236	46,917
管理费用	103,525	109,958	119,035	126,676
研发费用	64,078	68,802	73,585	79,759
财务费用	-1,923	-3,572	-3,643	-3,826
权益性投资损益	-295	4,928	7,135	10,319
其他损益	4,323	16,578	16,209	12,835
除税前利润	161,324	229,484	259,193	280,595
所得税	43,276	50,486	57,800	63,134
<b>净利润</b>	<b>118,048</b>	<b>178,997</b>	<b>201,393</b>	<b>217,461</b>
少数股东损益	2,832	2,961	3,222	3,479
<b>归属母公司净利润</b>	<b>115,216</b>	<b>176,036</b>	<b>198,171</b>	<b>213,982</b>
EBIT	159,401	225,912	255,550	276,769
EBITDA	218,409	288,453	318,717	340,568
EPS (元)	12.33	18.84	21.21	22.90

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力(%)</b>				
营业收入	9.82	8.49	9.19	8.39
归属母公司净利润	-38.79	52.79	12.57	7.98
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	48.13	53.20	53.99	54.63
净利率	18.92	26.64	27.47	27.37
ROE	14.25	18.42	17.87	16.81
ROIC	9.65	12.93	13.13	12.77
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	44.61	41.28	38.54	36.27
净负债比率(%)	18.56	8.83	-0.48	-8.38
流动比率	1.47	1.78	2.03	2.28
速动比率	0.92	1.14	1.33	1.54
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.39	0.40	0.39	0.39
应收账款周转率	13.23	13.60	13.64	13.59
应付账款周转率	2.90	2.72	2.84	2.84
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	12.33	18.84	21.21	22.90
每股经营现金流	23.76	24.78	28.29	30.13
每股净资产	86.55	102.27	118.70	136.24
<b>估值比率</b>				
P/E	29	19	17	15
P/B	4.1	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	15.93	12.06	10.91	10.21

## 插图目录

图 1: 腾讯控股在互联网各细分赛道均处于行业龙头地位	3
图 2: 腾讯重要股东和持股占比 (截至 2024 年 6 月 30 日)	4
图 3: 2024 年 Prosus 每周减持量约占腾讯成交量 3%-4%	5
图 4: Prosus 自身回购所用资金呈现下降趋势	5
图 5: 2024 年至今腾讯每周回购量占成交量 10%-15%	6
图 6: 腾讯季度回购数据	6
图 7: 近年来腾讯分红和回购力度大幅提升	6
图 8: 腾讯历史股价复盘	7
图 9: 2024 年 3 月以来的连续回购对公司股价形成显著支撑	8
图 10: 2019-2023 年腾讯分业务收入 (亿元)	9
图 11: 19Q1-24Q2 腾讯各季度分业务收入 (亿元)	10
图 12: 21Q1-24Q2 腾讯各季度分业务同比增速 (%)	10
图 13: 19Q1-24Q2 各业务毛利率情况 (%)	11
图 14: 19Q1-24Q2 S&M、G&A 费用 (亿元) 及费用率 (%)	11
图 15: 19Q1-24Q2 研发开支 (亿元)	12
图 16: 2024Q2 雇员人数出现同比回升 (人)	12
图 17: 19Q1-24Q2 腾讯 Non-IFRS 归母净利润 (亿元)	12
图 18: 2014-2023 年中国游戏市场实际销售收入	13
图 19: 2014-2023 年游戏行业竞争格局 (亿元)	13
图 20: 腾讯游戏本土市场收入 (亿元)	14
图 21: 2024 年 8 月本土游戏 iOS 端流水格局 (百万元)	14
图 22: 两款核心旗舰游戏 DAU 趋势 (百万人)	14
图 23: 两款核心旗舰游戏人均单日使用时长趋势 (分钟)	14
图 24: 2021M1-2024M7 《王者荣耀》《和平精英》iOS 端流水情况	15
图 25: 《地下城与勇士: 起源》iOS 端收入榜排名	15
图 26: 全球手游市场收入进入上升通道	17
图 27: 我国自研游戏海外市场收入占比突破 30%	17
图 28: 腾讯游戏海外市场收入 (亿元)	17
图 29: 2024 年 8 月海外游戏流水格局 (百万元)	17
图 30: 《PUBG MOBILE》仍是全球最热门的战术竞技手游	18
图 31: 《胜利女神: 妮姬》今年频繁进入日本手游畅销榜前列	18
图 32: 从公司收入看 Supercell 正在逐步走出衰退	18
图 33: 《Squad Busters》成为 Supercell 旗下最快突破全平台 500 万下载量的手游	18
图 34: 腾讯长视频和音乐付费会员数 (亿人)	20
图 35: 腾讯社交网络收入 (亿元)	20
图 36: 手游 APP 行业和微信小游戏用户重合率 (%)	20
图 37: 2024H1 热门微信小游戏 MAU 趋势	20
图 38: 19Q1-24Q1 中国互联网广告市场规模	21
图 39: 2022-2023 各媒体平台互联网广告收入占比	21
图 40: 腾讯网络广告收入 (亿元)	21
图 41: 2024 年 6 月各平台广告容量	21
图 42: 各短视频平台作品发布后七天获赞量比例 (%)	22
图 43: 视频号吸引更多头部创作者发布作品	22
图 44: 视频号流量投放将扩展至腾讯全域	22
图 45: 通过点击媒体广告外层自动跳转至微信及视频号直播间	22
图 46: 腾讯混元大模型运用于广告文生图	23
图 47: 我国第三方支付交易规模 (万亿元)	24
图 48: 我国第三方支付交易规模构成	24
图 49: 2020Q2 第三方支付交易规模市场份额	24
图 50: 移动支付产业链各方分成比例	26
图 51: 2008-2023 年我国个人可投资资产规模 (万亿元)	27
图 52: 我国开放式基金净值构成 (万亿元)	27
图 53: 我国基金销售渠道占比 (%)	27
图 54: 微信“分付”	29

图 55: 微信“分期” .....29

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 腾讯提供商品和服务的多元化变现模式 .....	4
表 2: 腾讯董事会构成 .....	5
表 3: 腾讯 2024 年国内上线新游及发行 pipeline .....	16
表 4: Level Infinite24Q2 新游及发行 Pipeline .....	19
表 5: 微信支付收费及盈利模式 .....	25
表 6: 微信商业支付分行业费率统计 .....	25
表 7: 金融科技非支付业务收费模式 .....	28
表 8: 公司分业务盈利预测 .....	31
表 9: 公司盈利预测及财务指标 .....	32
表 10: 可比公司估值参考 .....	33
公司财务报表数据预测汇总 .....	35

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026