

腾讯控股 (00700.HK)

复盘腾讯二十年，每一次科技浪潮的坚定拥抱者

本篇报告对过去二十年腾讯面对多轮科技浪潮时期的产品及业务结构变化进行了复盘，旨在分析公司在多轮产业变革下业绩增长背后的产品周期变化，探究巨头成长之路背后的挑战及机遇，以对新一轮 AI 浪潮中公司后续的投资价值判断形成借鉴。

- **第一阶段：1998-2009 年，PC 时代的互联网盈利模式探索。**1998 年 11 月，马化腾、张志东等 5 位创始人成立了深圳市腾讯计算机系统有限公司，1999 年 2 月推出 OICQ，同年 11 月注册用户数突破百万。在商业模式的探索过程中，腾讯尝试了电信增值服务、虚拟商品销售以及“Freemium”三种模式，开启了“流量变现”的道路。2005 年，腾讯互联网增值服务收入占比首次超过无线增值服务，虚拟商品销售和“Freemium”两种模式将腾讯的发展带入良性循环中，同时将业务拓展至门户、博客和游戏等领域。
- **第二阶段：2010-2017 年，移动互联网浪潮下的高速成长期。**随着智能手机的诞生和普及，PC 互联网开始向移动互联网转移，移动互联网进入高速成长期。在这一阶段，腾讯开始逐步推进各类产品的移动端开发，2011 年，划时代的即时通讯软件“微信”正式发布，同时随着移动时代来临，腾讯开始进军手游领域。2011 年腾讯推出手机游戏平台布局手游，2015 年上线自研 MOBA 手游《王者荣耀》，为今日的常青游戏成功奠定了坚实的基础。这一阶段，公司也整合各方资源推出了腾讯视频、腾讯音乐，充分扩充业务版图。
- **第三阶段：2018-2021 年初，从消费互联网过渡到产业互联网时代。**2018 年 9 月，腾讯为应对移动互联网人口红利消退，启动战略升级，提出“扎根消费互联网，拥抱产业互联网”的方针，进军产业互联网，为各行业的数字化转型提供解决方案，产品包括腾讯云、腾讯会议、企业微信、腾讯文档等企业级应用，面向政务、金融、医疗、教育等行业，联合一万多家企业，打造了 400 多个行业解决方案。同时，金融科技成为腾讯战略级新业务。
- **第四阶段：21 年初至今，从数字化到智能化，开启 AI 商业化征程。**后红利时代，短视频流量迅速增长，面对存量竞争挑战，腾讯在 20 年 1 月正式上线视频号。2020 年，视频号打通了微信生态内的各个入口，与小程序实现互联，随着基础设施的完善，视频号逐渐融入微信生态，为后续功能扩展奠定了基础；此后进入 AI+时代，大模型的 B 端+C 端应用迅速扩展。2023 年 9 月，腾讯推出混元大模型，并基于混元在 2024 年 5 月推出了两款产品：腾讯元宝和腾讯元器，并积极推进 AI 技术在游戏、广告等核心业务板块的应用。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**公司主营业务稳健，社交流量基本盘稳固，过去多轮产业变革中公司的产品周期变化充分体现了其强大的产品孵化能力及战略能力，我们认为 AI 时代下应充分重视公司在应用研发及商业化方面的潜力，持续看好公司盈利能力。我们预期公司 2024-2026 年营收有望达到 6613、7152、7649 亿元，经调整净利润 2184、2446、2685 亿元，对应 PE 分别为 17.3、15.4、14.1x，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**互联网行业监管风险、游戏行业市场竞争加剧的风险、宏观经济不振对于广告业务潜在风险、云计算行业竞争激烈、拖累盈利能力的风险等。

强烈推荐（维持）

TMT 及中小盘/传媒

目标估值：NA

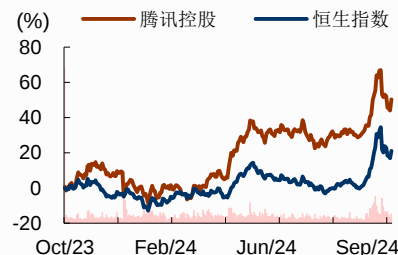
当前股价：430.8 港元

基础数据

总股本（百万股）	9280
香港股（百万股）	9280
总市值（十亿港元）	3997.7
香港股市值（十亿港元）	3997.7
每股净资产（港元）	107.4
ROE（TTM）	17.7
资产负债率	44.0%
主要股东	MIH Internet Holdings B.V.
主要股东持股比例	24.43%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	44	44



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《腾讯控股 (00700) — 游戏收入增速改善明显，利润端持续超预期》2024-08-19
- 2、《腾讯控股 (00700) — DnF 手游表现亮眼，利润端增速有望超预期》2024-07-23
- 3、《腾讯控股 (00700) — 利润端增速持续超预期，高质量收入增长凸显盈利能力》2024-05-19

顾佳 S1090513030002

✉ gujia@cmschina.com.cn

刘晓珊 研究助理

✉ liuxiaoshan@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	554552	609357	661321	715192	764850
同比增长	-1%	10%	9%	8%	7%
营业利润(百万元)	100017	153126	208574	232717	256528
同比增长	-14%	53%	36%	12%	10%
经调整净利润(百万元)	115649	157688	218432	244589	268465
同比增长	-7%	36%	39%	12%	10%
每股收益(元)	12.09	16.63	23.03	25.79	28.31
PE	32.9	23.9	17.3	15.4	14.1
PB	5.3	4.7	4.0	3.5	3.0

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

引言	5
一、第一阶段：1998-2009 年，PC 时代的互联网盈利模式探索	5
1、把握 PC 时代浪潮，QQ 为起点开启社交网络龙头之路	5
2、顺应用户需求，打造多样化产品矩阵	7
二、第二阶段：2010-2017 年，移动互联网浪潮下的高速成长期	10
1、移动互联网时代开幕，推动产品移动化把握发展机遇	10
2、微信生态构建正式开启，从通讯工具到综合生态型平台	12
3、手游时代百花齐放，强社交属性奠定常青游戏成功基石	12
4、移动互联网流量高速增长，外延投资扩充业务版图	14
三、第三阶段：2018-2021 年初，从消费互联网过渡到产业互联网时代	15
1、“数实融合”新战略，赋能 B 端数字化转型	15
2、与金融企业联手，发展新业态	17
四、第四阶段：21 年初至今，从数字化到智能化，开启 AI 商业化征程	18
1、后红利时代机遇不断，视频号上线巩固流量护城河	18
2、人工智能时代开启，大模型为基推动多端应用落地	19
五、投资建议	22
六、风险提示	23

图表目录

图 1：互联网公司上市以来市值对比（亿元）	5
图 2：SP 模式业务系统	6
图 3：2005-2010 年 QQ 注册用户数量	7
图 4：2003-2010 年腾讯互联网和电信增值服务收入	7
图 5：1998-2009 年腾讯公司市值（亿元）及重要事件	8
图 6：QQ 飞车游戏画面	9
图 7：地下城与勇士 DNF 手游宣传海报	9
图 8：2004-2009 年腾讯营业收入及增长率	9
图 9：2004-2009 年腾讯净利润及增长率	9
图 10：2011-2022 全球智能手机出货量及增速	10

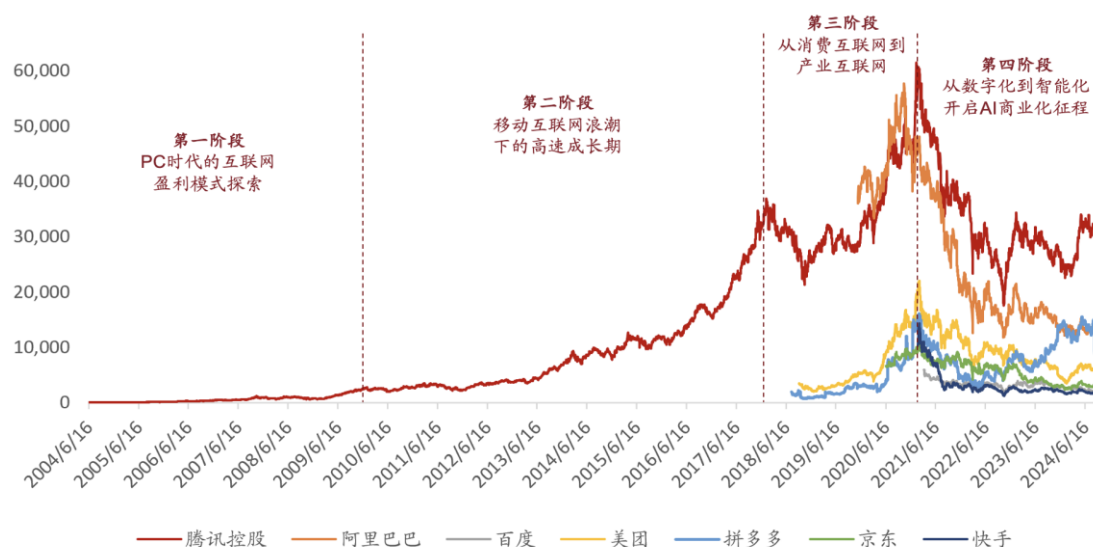
图 11: 2011-2021 移动互联网接入流量	10
图 12: 2011-2022 中国网民及手机上网网民规模	11
图 13: 2011-2022 网民人均周上网时长 (小时)	11
图 14: 2010-2017 年腾讯公司市值 (亿元) 及重要事件	11
图 15: 2013-2017 年 QQ 和微信月活用户数量	12
图 16: 2012 年 4 月微信上线朋友圈	12
图 17: 《王者荣耀》前身《霸三国 OL》	13
图 18: 《王者荣耀》早期海报	13
图 19: SuperData 2017 年手游收入排行榜	13
图 20: KPL 王者荣耀职业联赛海报	13
图 21: 2013-2017 年腾讯网络游戏收入	14
图 22: 2015-2017 年腾讯手游、端游收入	14
图 23: 2010-2017 年腾讯营业收入及增长率	15
图 24: 2010-2017 年腾讯净利润及增长率	15
图 25: 云与智慧产业事业群(CSIG)主要构成	15
图 26: 腾讯云服务营收及同比	16
图 27: 2016-2020 年中国公有云 IaaS/PaaS/SaaS 市场规模及份额变化 (亿元)	16
图 28: 腾讯金融生态圈	17
图 29: 腾讯金融科技及企业服务营收、同比、总营收占比	17
图 30: 2018-2021 年初腾讯公司市值 (亿元) 及重要事件	18
图 31: 腾讯混元大模型产品功能	19
图 32: 社交网络、在线音乐收入及同比	20
图 33: 网络广告收入及同比	20
图 34: 金融科技及企业服务收入与同比	21
图 35: GINEX 核心技术及功能	22
图 36: 网络游戏收入与同环比增长	22
图 37: 2021 年初至今腾讯公司市值 (亿元) 及重要事件	22
表 1: 不同类型业务内容及收入确认方式	7
表 2: 腾讯主要收入来源	9
附: 财务预测表	24

引言

坚定拥抱每一次变革，多轮产品周期构筑业绩市值壁垒。腾讯作为中国互联网行业龙头企业，从小型软件开发公司起步，以无线增值业务敲开了互联网行业的大门，经过二十多年的发展，历经多轮互联网浪潮洗礼，从 PC 时代到移动时代，从消费互联网到产业互联网，通过自身产品创新及各领域内大量投资、并购及战略合作，逐步成长为全球科技巨头之一。

腾讯以用户为中心的创新战略、精准的市场嗅觉以及强大的执行力是其持续保持市场竞争力的重要支柱。从最初的即时通讯软件到如今的综合社交生态，腾讯旗下“QQ”、“微信”不仅改变了人们的沟通方式，更通过其强大的用户基础与流量优势，为公司建立了多元化的商业模式。公司积极拥抱每一轮科技浪潮，在社交网络、游戏、金融科技、企业服务等领域均取得了亮眼突破，上市二十年公司市值增长近 500 倍，在国内互联网龙头中稳居前列，营收突破 6000 亿元人民币，构建了属于自身稳固的竞争优势。成为中国经济数字化转型的重要推动力量。

图 1：互联网公司上市以来市值对比（亿元）



资料来源：同花顺 iFind、招商证券

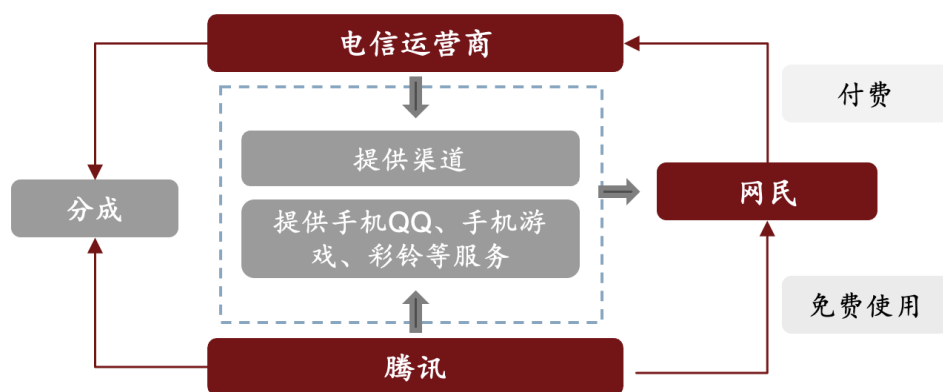
一、第一阶段：1998-2009 年，PC 时代的互联网盈利模式探索

1、把握 PC 时代浪潮，QQ 为起点开启社交网络龙头之路

把握第一次互联网大浪潮，成立 QQ 探索 SP 服务模式。1994 年，中国正式接入国际互联网，带来了 20 世纪末第一次互联网大浪潮。1998 年 11 月，马化腾、张志东等 5 位创始人成立了深圳市腾讯计算机系统有限公司，1999 年 2 月推出了中文版即时通讯软件 OICQ，首次上线后两个月内，注册用户数就达到了 20 万，同年 11 月，注册用户数已突破百万。2000 年，OICQ 更名为 QQ。在商业模式的探索过程中，腾讯尝试了电信增值服务、虚拟商品销售以及“Freemium”

三种模式，开启了“流量变现”的道路。2000 年，中国移动推出“梦网”计划，迎来了互联网企业的第一个盈利时代：移动增值服务。在 SP（电信增值服务提供商）模式下，腾讯依托庞大的用户基数，通过移动 QQ 提供手机短信、手机游戏、手机铃声和图片等服务，中国移动从信息服务费中抽取 15%，腾讯分得 85%。2002 年，腾讯移动增值业务收入超 2 亿元，占比 76%；2004 年，腾讯在香港主板上市，当年移动增值业务收入超 6 亿元，毛利率超 60%。

图 2：SP 模式业务系统



资料来源：公司公告、招商证券

摆脱电信依赖，重点探索互联网增值服务。在创立之初，SP 模式虽然为腾讯带来了高额分成和毛利，但高度依赖运营商的体系存在极大的风险隐患。中国移动 2004 年 10 月提出 55 分成新协议；2006 年初中国移动又推出飞信 APP 与移动 QQ 竞争，要求业务合并；2006 年年底，二者合并为飞信 QQ，腾讯也终止了与中国移动的一系列合作。此后，腾讯的业务开始转向以 QQ 为核心，以 QQ 秀、QQ 会员、QQ 空间为代表的互联网增值服务。2005 年之前，腾讯的 Q 币、QQ 秀及网游业务都处于初期发展阶段，收入占比很小；2005 年，腾讯互联网增值服务收入占比首次超过无线增值服务，虚拟商品销售和“Freemium”两种模式将腾讯的发展带入良性循环中。

- 1) **虚拟商品销售。**QQ 作为一款交流工具，具备社交属性，因此用户自然存在“提升形象”和“彰显个性”的需求。通过精准把握用户心理，腾讯创设出了“网络虚拟形象”，并为满足这种用户价值提供产品和服务：QQ 秀和衍生产品。2003 年 1 月 QQ 秀正式上线，两个月后，腾讯宣布“QQ 秀”——QQ 虚拟形象系统正式收费，QQ 用户可以用 Q 币购买衣物、饰品和环境场景等设计自己的个性化虚拟形象。数据显示，QQ 秀上线仅半年的时间，就有 500 万人付费，平均花费 5 元左右。凭借着庞大而活跃的客户群和极具社交属性的产品，腾讯成为了中国第一家通过销售虚拟商品模式大获成功的互联网企业。
- 2) **“Freemium”模式。**Freemium 模式是指提供免费应用但具有限制功能的模式。用户可以免费使用基本功能，但需要付费才能使用高级功能、高级工具或无广告体验。在当时免费服务打败付费服务的市场环境中，腾讯推出的 QQ 会员机制却表现不俗。首先，腾讯进一步扩充免费服务内容，增强产品功能体验优势和用户粘性，包括 QQ 群服务、网络硬盘、QQ 靓号、皮肤、铃声等。免费服务的成功为 Freemium 模式奠定了基础，在不伤害大多数用

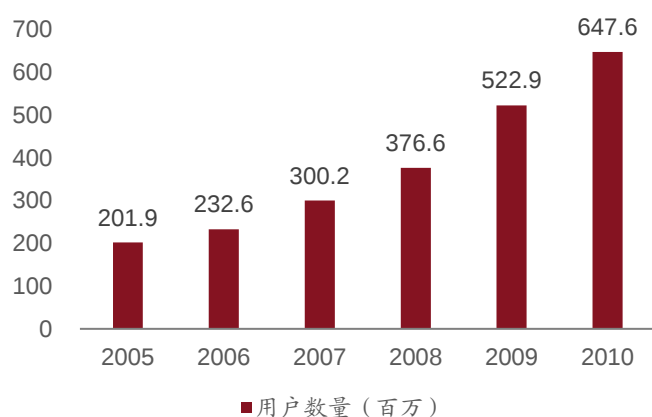
户体验的情况下，对 1% 客户有吸引力的付费会员业务得以快速发展，2008 年，QQ 秀“红钻贵族”推出后，包月收入迅速突破了千万，在此之前，腾讯每月的虚拟道具收入仅为 400 万左右。其次，腾讯开启多元化尝试，围绕用户在线生活需求，依靠 QQ 品牌和低成本高效率的推广渠道，探索新产品：2003 年推出 QQ 游戏，2004 年推出腾讯 TM，2005 年推出 QQ 空间、QQ 音乐和 QQ 宠物，2009 年推出 QQ 农场等。基于服务种类数量的提升，Freemium 模式得以持续运转，比如绿钻服务使腾讯音乐成为全国唯一运营正版而能独立盈利的音乐播放器；黄钻服务让 QQ 空间成为第一大实现独立盈利的博客。

表 1: 不同类型业务内容及收入确认方式

业务	内容	收入确认方式
电信增值服务	提供短信套餐、手机游戏、手机音乐、手机彩铃等。	业务通过电信运营商平台，将收费总额确认为收入，将运营商收费确认为成本。
互联网增值服务	社区增值服务和网络游戏，包括会员服务、游戏虚拟道具销售、非运营商渠道出售充值卡和代币等。	先确认为递延收入，之后根据实际使用情况确认为收入。
网络广告	即时通信客户端、门户网站及其他平台的展示广告，自主搜索引擎的搜索广告。	收入按显示广告占时段的比例入账，支付给广告代理的佣金确认为成本。

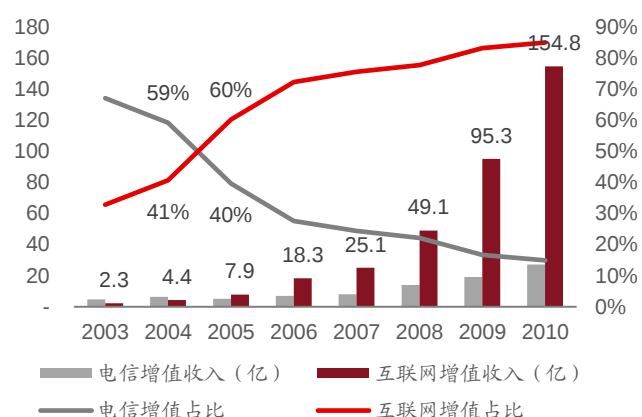
资料来源：公司公告、见智研究、招商证券

图 3: 2005-2010 年 QQ 注册用户数量



资料来源：公司公告、招商证券

图 4: 2003-2010 年腾讯互联网和电信增值服务收入

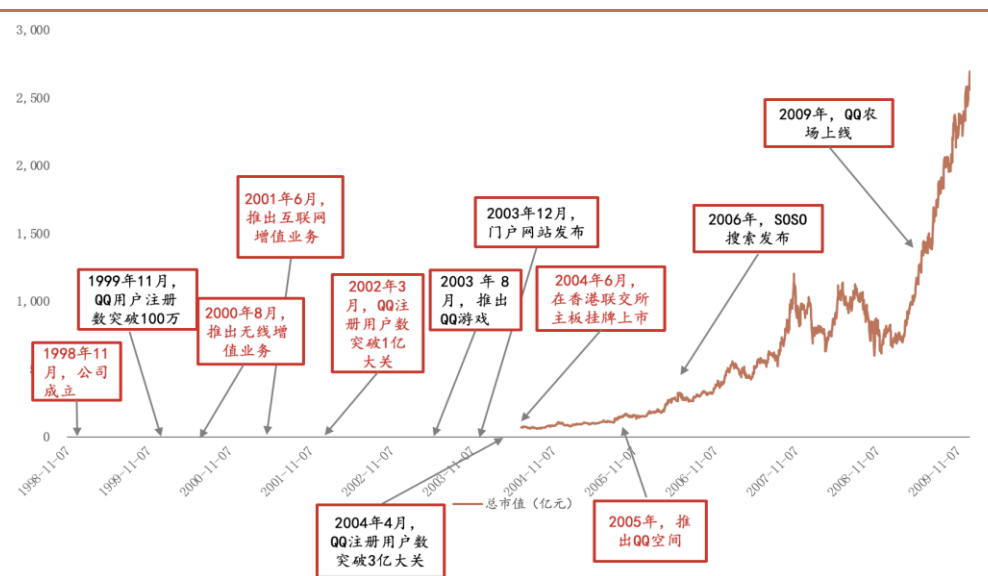


资料来源：公司公告、招商证券

2、顺应用户需求，打造多样化产品矩阵

布局门户、博客和游戏，全方位拓展业务版图。SP、虚拟商品销售、“Freemium”三类商业模式是腾讯初创时期的主线，2004 年腾讯税后净利润达到 4.5 亿元，成功在香港联交所上市。但直接向用户收费的业务市场空间相对有限，增长容易触及天花板，而娱乐、广告、电子商务则和网民的基本需求更为贴近。因此，在 2004 年前后，腾讯将业务版图拓展至门户、博客和游戏等领域。经过十年的发展，核心商业模式基本成型。

图 5：1998-2009 年腾讯公司市值（亿元）及重要事件



资料来源：公司公告、招商证券

- 1) 互联网门户网站。**我国互联网第二次大浪潮发生在 2001-2008 年，其间，2002 年，个人门户兴起，互联网门户进入 2.0 时代。腾讯在 2001 年左右开始拥有自己的门户网站，域名 www.tencent.com，2003 年，腾讯买下域名，并更名为 www.qq.com。依托于海量用户基础、超长在线时长以及频繁交互等特征，腾讯短时间内便切入门户网站行业，访问量快速提升，内容质量和访问体验比肩当时三大门户——新浪、搜狐和网易。门户业务的成功，奠定了腾讯媒体模式的基础，腾讯不仅又掌握了一种流量变现的方式，更获得了门户网站这个重要的互联网入口。
- 2) 博客。**博客流行于 2005 年前后，彼时主流门户网站纷纷跟进，符合中国人阶层感阅读习惯的“名人博客”战略取得了阶段性胜利。而腾讯基于已有的 QQ 软件，在用户面板上开通了博客入口——QQ 空间。海量高交互用户资源发挥了巨大的价值。2006 年，中国非游戏虚拟商品销售额为 2.52 亿美元，到 2007 年增长为 3.99 亿美元，2008 年为 6.23 亿美元，短短两年实现了翻倍增长，其主要贡献者便是 QQ 会员和 QQ 空间。2007 年，中国空间社区访问用户数涨幅达 62.5%，按照流量、访问用户量以及交互性这三个指标排名，QQ 空间均位列第一梯队，成为全球第一大博客。到 2008 年 3 月，QQ 空间的单月活跃用户也已轻松过亿，成为名副其实的空间社区类网站霸主。
- 3) 游戏。**2003 年，网络游戏被正式列入国家高技术研究发展计划，同年网络游戏用户人数接近 1500 万，相比 2001 年增长了近 3 倍，收入也达到了 13 亿元，同时付费用户持续增长，推动了网游产业的长足发展。2003 年，腾讯推出 QQ 游戏客户端试水休闲游戏市场，2004 年 8 月，QQ 游戏同时在线人数就已经达到了 62 万人，短短一年之内，腾讯就已超越联众，成为国内第一大休闲游戏门户。此外，在网络端游领域，无论是自主开发还是代理运营，腾讯都进行了多方尝试。2004-2008 年间，腾讯自主开发了《QQ 堂》、《QQ 幻想》、《QQ 飞车》，同时代理了《穿越火线》、《地下城与勇士》等游戏，全面铺开游戏战线，QQ 积累的庞大用户数和用户活跃度为腾讯在游戏领域的成功贡献了极大的力量。

图 6: QQ 飞车游戏画面



资料来源: 游戏官网、招商证券

图 7: 地下城与勇士 DNF 手游宣传海报

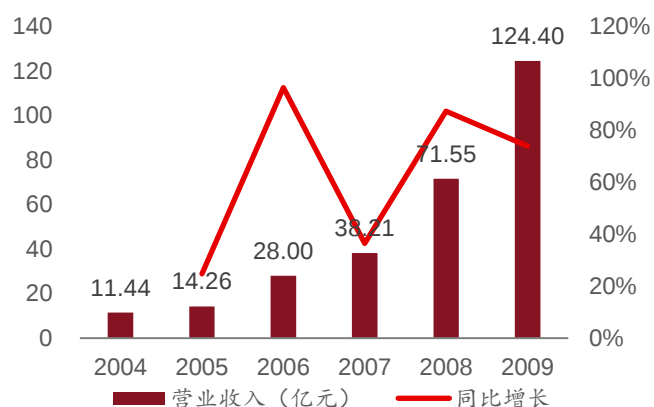


资料来源: 游戏官网、招商证券

4) 搜索及电商。除了上述三个主要领域, 腾讯还在互联网的另两大领域搜索和电商方向进行过探索。2005 年, 腾讯曾对标淘宝、易趣推出了拍拍网, 上线初期也曾发展迅速。此后, 腾讯又推出 QQ 网购试水 B2C 模式, 并收购了 3C 电子商务网站易迅网, 但从结果来看, 电商业务收效甚微。腾讯搜索业务始于 2006 年 3 月开始运营的搜搜 (SOSO), 但搜搜在搜索引擎市场的占有率最多只有 5% 左右。2013 年 9 月 16 日腾讯宣布以 4.48 亿美元战略入股搜狗, 并将旗下的搜索和 QQ 输入法并入搜狗的业务。从此, 搜搜彻底消失, QQ 输入法运营实体从腾讯变为搜狗。

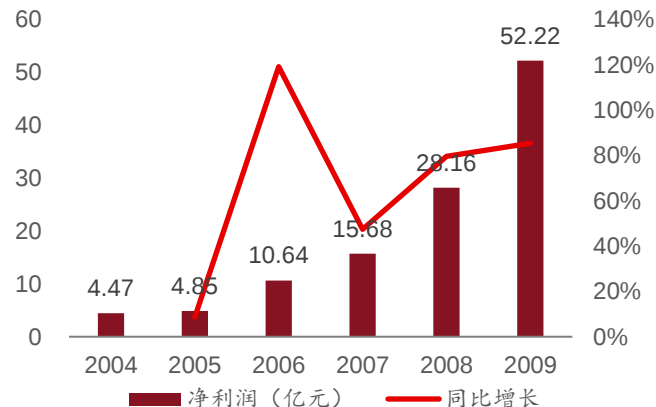
业绩高速增长, 十年成为互联网巨头。2009 年, 腾讯营业收入首次超过 100 亿元, 达到 124.4 亿元, 同比增长 73.9%, 毛利率 68.7%; 净利润达 52.22 亿元, 同比增长 85.4%。自上市以来, 腾讯营收和净利润均实现超十倍增长, 营业收入 YOY 保持 20% 以上, 在互联网的浪潮中, 腾讯已迅速成长为中国的互联网巨头。

图 8: 2004-2009 年腾讯营业收入及增长率



资料来源: 公司公告、招商证券

图 9: 2004-2009 年腾讯净利润及增长率



资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 腾讯主要收入来源

收费方式	产品和服务
直接收费	SP 服务、QQ 秀虚拟商品、QQ 会员、绿钻、黄钻等“Freemium”增值服务
通过媒体资源向广告主收费	QQ 门户、QQ 客户端、QQ 空间、腾讯搜搜等
向其他收费业务引导流量	QQ 客户端、QQ 门户、微博等作为互联网入口, 把流量导向游戏等变现能力更强的产品和服务

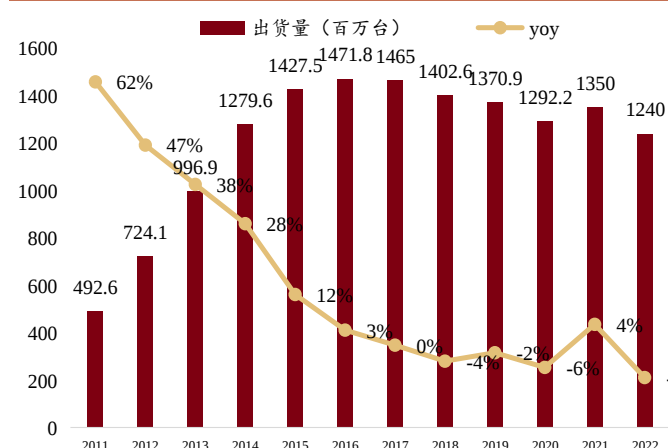
资料来源: 公司公告、招商证券

二、第二阶段：2010-2017 年，移动互联网浪潮下的高速成长期

1、移动互联网时代开幕，推动产品移动化把握发展机遇

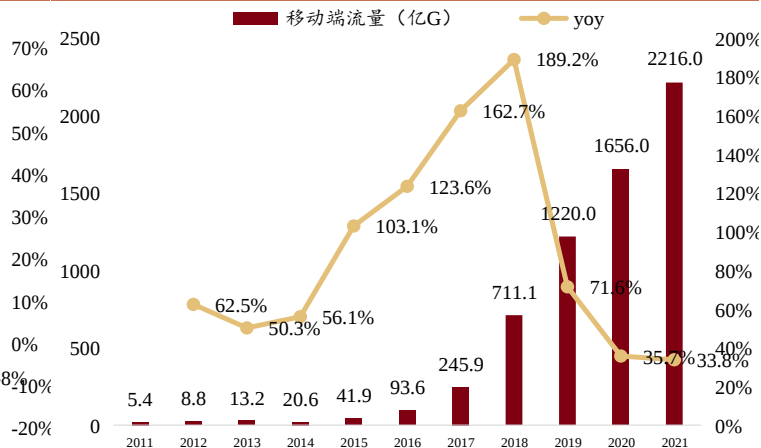
PC 转向手机，移动互联网时代开启。2010-2017 年是互联网的第三次大浪潮时期，随着智能手机的诞生和普及，PC 互联网开始向移动互联网转移，移动互联网进入高速成长期。2010 年后，随着中低端安卓机进入市场，中国智能手机销售均价显著下降，从 2012 年的均价 1985 元降至 2014 年的 1748 元，智能机在我国迅速普及。据 IDC 统计，2013 年全球智能手机出货量占手机总出货量的 50.1%，智能机取代功能机的拐点来临。自 2015 年起，移动互联网接入流量维持了长达 6 年的年增速超 100% 的趋势，2018 年增速高点时各应用商店记录上架的 APP 数量为 452 个/天，移动互联网红利时代的大幕徐徐拉开。

图 10：2011-2022 全球智能手机出货量及增速



资料来源：IDC、招商证券

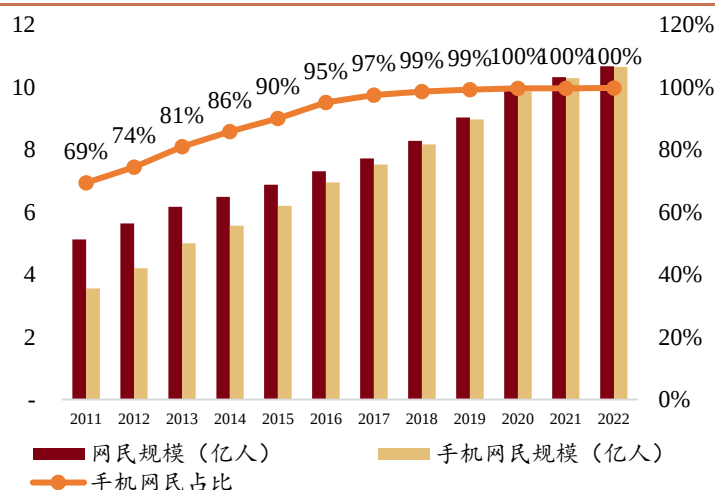
图 11：2011-2021 移动互联网接入流量



资料来源：CNNIC、招商证券

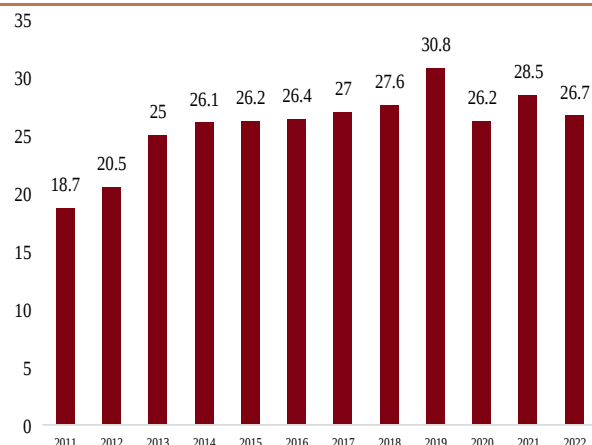
手机上网超越 PC，居民互联网使用习惯自此改变。据 CNNIC 统计，2013 年中国共有网民 6.17 亿人，其中手机网民 5 亿人。2013 年的新增网民中使用手机上网的比例高达 73.3%，手机成网民增长第一来源，网民人均周上网时长从 12 年的 20.5h 迅速提升至 25h。在网民使用的上网设备方面，使用手机上网的比例达到 78.5%，年增长率 19.1%，远高于其他设备。2014 年 6 月，我国手机网民规模达到 5.27 亿，在规模上首次超越传统 PC 网民，使用率由 2013 年的 81.0% 提升至 83.4%，意味着我国居民的互联网使用习惯发生了本质性的迁移。

图 12: 2011-2022 中国网民及手机上网网民规模



资料来源: IDC、招商证券

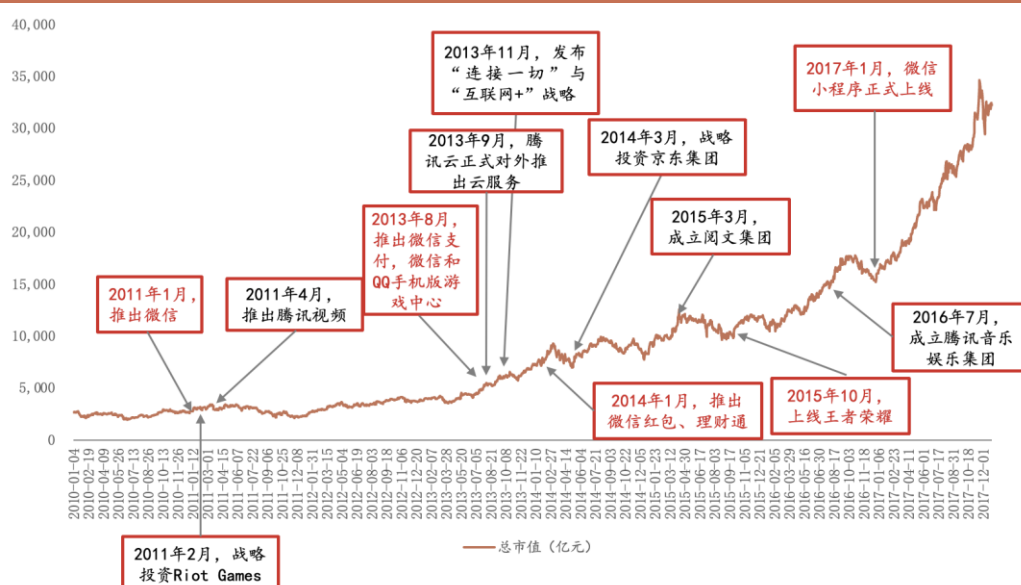
图 13: 2011-2022 网民人均周上网时长 (小时)



资料来源: CNNIC、招商证券

做业务减法，走开放之路。在 21 世纪的前十年间，腾讯凭借着 QQ 的绝对战略地位，发展出了一系列 PC 端产品，市场份额在 2009 年前后达到顶峰，基本上在除电商、搜索之外的每个领域，腾讯都占据着领先地位。彼时腾讯无孔不入的扩张举动一定程度上也影响了互联网行业的创新环境。“3Q 大战”结束后，管理层意识到，试图布局每一个领域也许并非良策，部分次要业务开始被剥离，比如搜搜、拍拍、O2O 和其他边缘业务。自此腾讯进一步走向了合作开放的道路。2011 年 6 月，腾讯公布了腾讯朋友、QQ 空间、腾讯微博、财付通、电子商务、腾讯搜搜、彩贝以及 QQ 八大开放平台，而后逐渐增加至近 30 个，覆盖了互联网应用的各个环节，为用户接入第三方平台服务，极大提升用户使用的便利性，对于提升腾讯整体生态体系的竞争力也有着积极的作用。在这一阶段，腾讯开始计划将各类产品无线化，腾讯微博、微信、手游等诸多产品在这一阶段相继推出。

图 14: 2010-2017 年腾讯公司市值 (亿元) 及重要事件



资料来源: 公司公告、招商证券

2、微信生态构建正式开启，从通讯工具到综合生态型平台

微信生态开启，内部竞争完成自我革命。2010 年，出于市场竞争的压力，腾讯内部同时启动了微信和 Q 信两个产品的研发。最终，在 2011 年，划时代的即时通讯软件“微信”正式发布，2011-2012 年为微信的原生阶段，主要作为即时通讯工具连接人与人的交流，并逐步增加了语音对讲、摇一摇、漂流瓶和查看附近的人功能；2012-2013 年微信进入模式探索阶段，2012 年 4 月上线朋友圈，增加社交互动属性，2012 年 8 月推出公众号服务，重构媒体生态，2013 年 8 月上线游戏中心和微信支付，开启商业化运作；2014 年 1 月推出红包功能，引爆了微信支付用户；2015 年后，微信进入连接与赋能阶段，2015 年 1 月开启朋友圈广告，2017 年 1 月推出小程序，连接生活和商业，年底推出小游戏在用户中赢得广泛关注并快速普及。2017 年，微信合并月活用户 9.9 亿，微信成为以即时通讯和社交为核心，辐射线上和线下场景，覆盖生活、商业、娱乐、互联网金融等各个领域的综合生态型产品和服务。

图 15：2013-2017 年 QQ 和微信月活用户数量

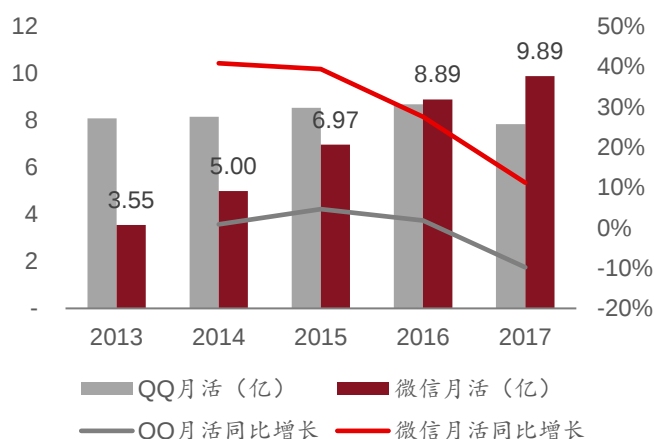


图 16：2012 年 4 月微信上线朋友圈



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：微信、招商证券

3、手游时代百花齐放，强社交属性奠定常青游戏成功基石

布局移动游戏业务。而随着移动时代来临，腾讯开始进军手游领域。2011 年，棋牌、捕鱼类游戏频出，同年腾讯推出手机游戏平台布局手游；休闲游戏方面，2012-2014 年，腾讯接连推出《夜店之王》、《天天爱消除》、《欢乐麻将》；中重度游戏方面，2011 年腾讯推出《逆战》，2013 年上线《剑灵》。从 2015 年开始，腾讯多方合作加码重度手游，手游业务飞速发展，其中最具代表性的产品是 2015 年上线的自研经典 MOBA 型手游《王者荣耀》，之后许多自研产品陆续推出。2016 年，角色扮演游戏《梦幻西游》、《仙剑情缘》等也取得了成功。此外，2017 年，上线《龙之谷》《经典版天龙八部》等代理游戏，创收显著。

腾讯在游戏业务方面的成功离不开独到果断的决策和成熟的技术团队积累。以《王者荣耀》为例，2014 年，腾讯将“琳琅天上”、“卧龙”、“天美艺游”三个工作室重组成为“天美工作室”，经过 1 年左右的研发，共同创作出了腾讯迄今为止自研最成功的手机游戏《王者荣耀》。彼时国内手游市场处于全面爆发期，各类手游层出不穷，其中不乏一些制作精良的优质游戏，而腾讯面临市场环

境，果断将起初计划的《霸三国 OL》MOBA 端游研发计划转变为手游，才有了后来的长盛不衰的《王者荣耀》。《霸三国 OL》是腾讯卧龙工作室自研的 RTS 策略新游，游戏主打新颖的群体对战、高自由度的自定义战场、引爆大规模团战的阵型玩法等。王者荣耀的现任多位英雄也还保持了当时的三国名将。在《王者荣耀》的研发方面，其背后成熟的技术积累也功不可没，曾在端游时代主导搭建 RTS 游戏《霸三国》框架的技术团队，在转型做 MOBA 手游《王者荣耀》时也提供了巨大的技术支持。

图 17: 《王者荣耀》前身《霸三国 OL》



资料来源：百度百科、招商证券

图 18: 《王者荣耀》早期海报



资料来源：游戏官网、招商证券

强社交属性结合社交领域积累，奠定常青游戏成功基石。《王者荣耀》于 2015 年 10 月 26 日推出，上线仅 2 个月日活用户就突破了 750 万，上线一年日活用户突破 4000 万，注册用户超 2 亿；2017 年春节，《王者荣耀》日流水收入破亿元。根据 SuperData 发布的数据榜单，《王者荣耀》2017 年 6 月的单月营收达到 1.5 亿美元，首次登顶“全球手游界最赚钱游戏”。作为一款 pvp 对战游戏，《王者荣耀》所具备的强大社交属性，结合腾讯本身在社交网络领域的长久积累，为其成功奠定了坚实的基础。2016 年秋天，王者荣耀职业联赛（KPL 赛事）正式创办，腾讯首次将电子竞技带入了手游时代，移动电竞正式入局电竞市场。腾讯计划继续坚持高品质研发水准，加强《王者荣耀》IP 建设，致力于构建更庞大的全民电竞生态。

图 19: SuperData 2017 年手游收入排行榜

Rank	Title	Publisher	Revenue
1	Arena of Valor	Tencent	\$1.9B
2	Fantasy Westward Journey	NetEase	\$1.5B
3	Monster Strike	Mixi	\$1.3B
4	Clash Royale	Supercell	\$1.2B
5	Clash of Clans	Supercell	\$1.2B
6	Fate/Grand Order	Aniplex, Inc.	\$982M
7	Lineage 2: Revolution	Netmarble Games	\$980M
8	Candy Crush Saga	KING	\$910M
9	Pokémon GO	Niantic, Inc.	\$890M
10	Ghost Story	NetEase	\$860M

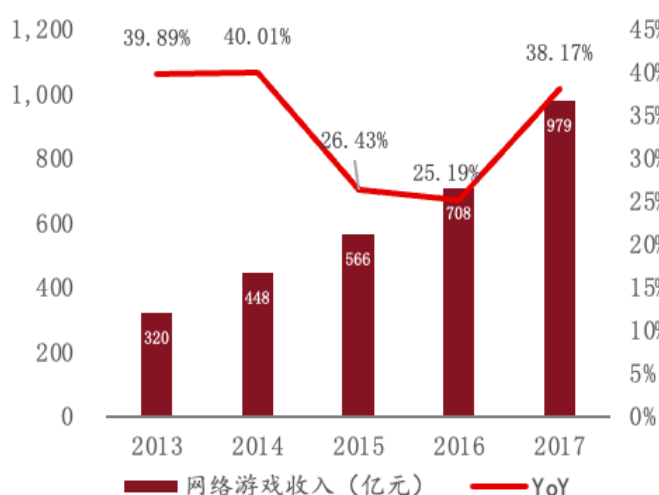
资料来源：SuperData、招商证券

图 20: KPL 王者荣耀职业联赛海报



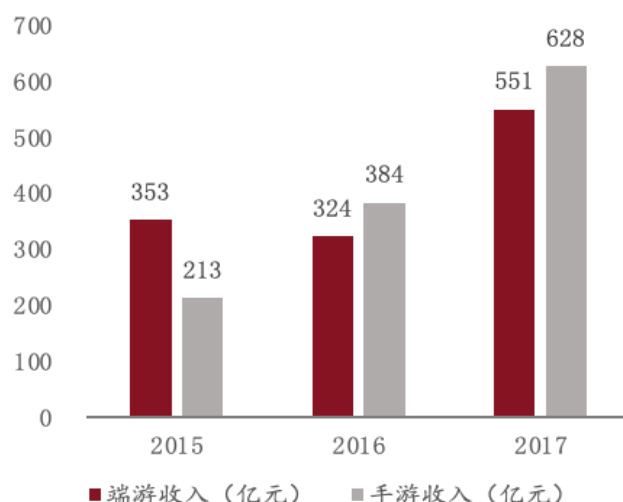
资料来源：游戏官网、招商证券

图 21: 2013-2017 年腾讯网络游戏收入



资料来源：公司公告、招商证券

图 22: 2015-2017 年腾讯手游、端游收入



资料来源：公司公告、招商证券

4、移动互联网流量高速增长，外延投资扩充业务版图

移动互联网流量高速增长，众多商业化产品诞生。除了微信、《王者荣耀》手游等里程碑式的业务开发，在此阶段腾讯还推出了大量重要的商品化产品，涵盖了视频、云服务等多个内容领域。2011 年 4 月，腾讯视频正式上线，上线之初借助腾讯系快速拿下大量独家版权，凭借内容的丰富度，半年内市场占有率达到全国第二，次年 8 月，日均播放量超 2 亿。在内容方面，腾讯视频推出大量自制综艺及自制网剧增加平台内容种类，同时整合腾讯资源，在短视频、小说、游戏等方面共同发力，形成了良好的生态环境。2024 年二季度，腾讯视频上线多部热门影视剧，带动付费会员同比增长 13%至 1.17 亿。

整合多家公司资源，成立新集团。2015 年 3 月，腾讯文学收购盛大文学，整合成立阅文集团，开拓在线阅读与 IP 运营业务，旗下拥有多个网络原创与阅读品牌，包括起点中文网、创世中文网、云起书院、QQ 阅读等。2016 年 7 月，腾讯和中国音乐集团合并，成立腾讯音乐娱乐集团，拥有 QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐等品牌，在流媒体音乐行业的市占率高达 76%，且与同类音乐品牌用户重合率低，用户粘性强。2024 年上半年，腾讯音乐付费用户数同比增长 17.7%至 1.17 亿，单付费用户人均收入提升至 10.7 元。此外，腾讯还更多地通过投资结盟的方式将自身流量延伸到互联网的各个领域，例如 2014 年 3 月，腾讯战略投资京东，将电商业务与京东进行合并，充分发挥京东的物流电商优势，以合作关系弥补腾讯业务版图的不足。

营业收入突破 2000 亿，年复合增长率超 40%。2017 年，腾讯营业收入再次实现新突破，首次超 2000 亿，达到 2377.6 亿元，同比增长 56.5%，7 年营收 CAGR 达 42.79%。2017 年，腾讯实现净利润 724.71 亿元，同比增长 74.9%，相比上一阶段，业绩增长速度进一步加快。

图 23: 2010-2017 年腾讯营业收入及增长率

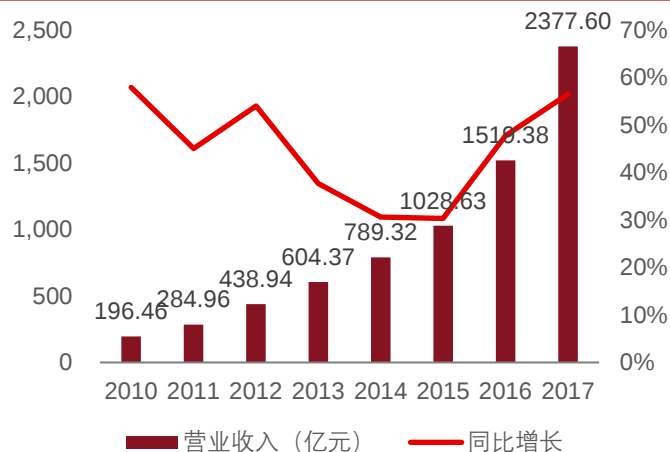
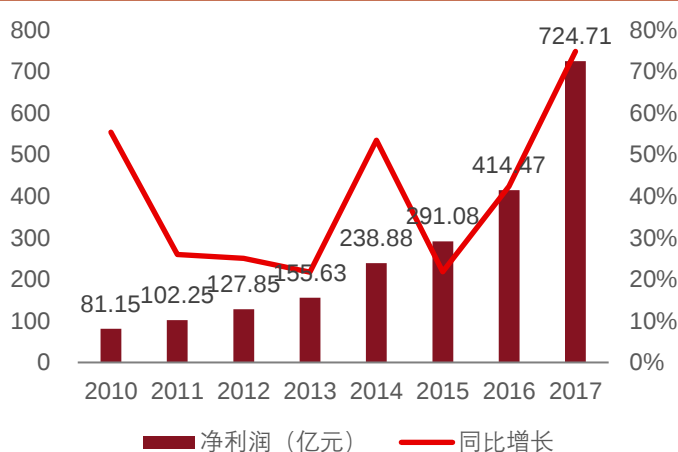


图 24: 2010-2017 年腾讯净利润及增长率



资料来源：公司公告、招商证券

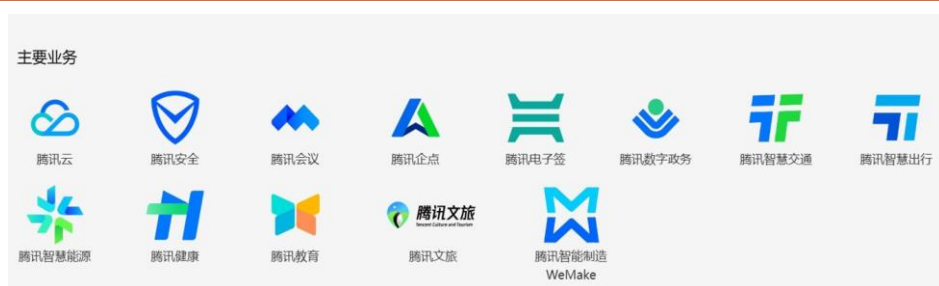
资料来源：公司公告、招商证券

三、第三阶段：2018-2021 年初，从消费互联网过渡到产业互联网时代

1、“数实融合”新战略，赋能 B 端数字化转型

腾讯重构业务，加速产业互联网布局。2018 年 9 月，腾讯为应对移动互联网人口红利消退，启动战略升级，提出“扎根消费互联网，拥抱产业互联网”的方针，做出重大组织架构调整。保留了企业发展事业群(CDG)、互动娱乐事业群(IEG)、技术工程事业群(TEG)、微信事业群(WXG)四大事业群，新增了云与智慧产业事业群(CSIG)和平台与内容事业群(PCG)。CSIG 负责推动云平台 and 智能产业相关业务发展，进军产业互联网，为各行业的数字化转型提供解决方案，产品包括腾讯云、腾讯会议、企业微信、腾讯文档等企业级应用，面向政务、金融、医疗、教育等行业，联合一万多家企业，打造了 400 多个行业解决方案。

图 25: 云与智慧产业事业群(CSIG)主要构成



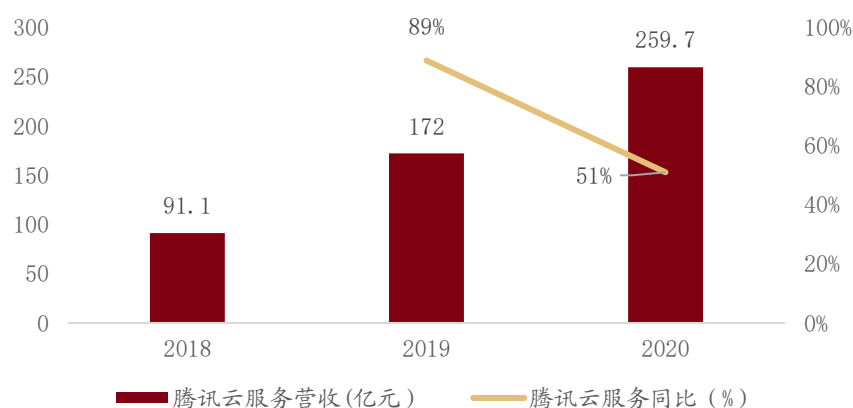
资料来源：公司官网、招商证券

腾讯云服务范围广泛，助力多行业实现数字化。CSIG 的核心为腾讯云，面向全球政企和个人开发者提供云计算、大数据、人工智能等技术产品与服务。2010 年腾讯成立了“云平台部”；2018 年成为腾讯 ToB 战略的重要对外窗口；2019 年，服务器超过 100 万台，带宽峰值突破 100T；2020 年支持了国内半数新发行游戏，游戏行业市占率第一，服务了国内数量最多的主流电商平台，覆盖了国内 90% 的音视频客户，视频云解决方案市场份额位列行业第一，联合了超过 8000

家伙伴，服务了超过 30 万家企业客户，为 20 多个行业提供了超过 300 个行业解决方案，共同创造的市场营收达到百亿规模；2021 年，腾讯在“全球数字生态大会”上提出“千帆计划 2.0”，包括“一云一端三大项目”（为 SaaS 企业提供云基础设施、技术和销售支持）和“千帆云市场”（为中小微企业提供服务），8 月已有 100 多家合作伙伴加入该计划，涵盖 30 多种行业与类型。2024 年腾讯全球数字生态大会产业合作伙伴峰会上，腾讯云公布了产业生态建设成绩单：三年间，收入过百万的合作伙伴数量增长了 150%；两年间，腾讯会议伙伴收入增长 355%。

营收大幅增长，总营收占比持续增加。2018 年，腾讯云的营收为 91.1 亿元，占总营收的 2.9%；2019 年，营收为 172 亿元，占总营收的 4.6%，同比增长 89%；2020 年，营收为 259.7 亿元，占总营收的 5.3%，同比增长 51%。

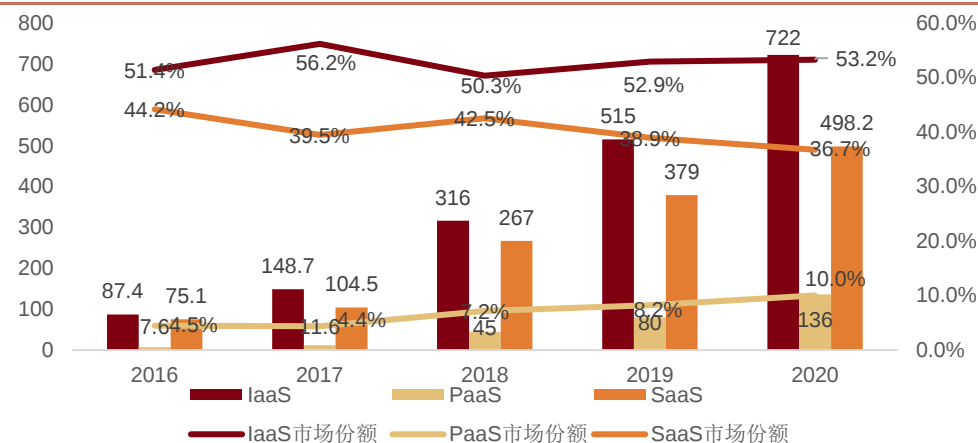
图 26：腾讯云服务营收及同比



资料来源：公司公告、招商证券

公有云市场持续扩张，腾讯云保持领先。2020 年，腾讯云在国内的市场份额 18% 左右，在游戏类公有云视频云、资讯社交、交通出行等垂直领域市占率第一。在公有云的三个细分市场中，IaaS 市场份额前五依次是阿里云（40.6%）、腾讯云（11.0%）、华为云（11.0%）、中国电信（8.7%）、亚马逊 AWS（6.0%），市场格局稳固；腾讯在 SaaS 的布局相对较强，2020 年第一季度以 2.6% 的市占率并列第四，依靠 ToC 端社交和音视频领域的优势，诞生了企业微信和腾讯会议两款用户体量较大的产品；PaaS 相比之下规模较小。

图 27：2016-2020 年中国公有云 IaaS/PaaS/SaaS 市场规模及份额变化(亿元)



资料来源：公司公告、招商证券

腾讯会议用户迅速增长，办公及通信领域优势尽显。腾讯云于 2019 年 12 月发布了云视频会议产品——腾讯会议，上线 245 天后用户数突破 1 亿，服务全球 100 多个国家和地区；2020 年 9 月，腾讯会议推出企业版和商业版，布局 B 端市场，解决了企业在疫情期间无法线下办公的燃眉之急。2021 年底，腾讯会议用户达 2 亿，参会次数超过 40 亿次，覆盖国家和地区超过 220 个，位居云会议行业第一；2022 年腾讯会议营收约 4.3 亿元。

企业微信伙伴生态崛起，产业互联网效率工具打通一体化。企业微信是腾讯微信团队为企业打造的通信与办公工具，提供丰富的第三方应用供企业选用，开放超过 200 个 API 支持企业接入自有应用，独有支持与微信消息互通、连接小程序和企业支付能力。2017 年企业微信 2.0 版本上线，连接企业内部办公系统；2020 年，企业微信已经服务超过 550 万企业客户，活跃用户数达到了 1.3 亿，并与超过 4 亿微信用户连接，拥有 80000 家合作伙伴，企业接入系统总数 1191 万。2022 年 1 月，腾讯会议、企业微信、腾讯文档三款产品正式打通，意味着企业微信上 1000 多万家真实的企业和组织可以无缝发起腾讯会议，从企业微信主页、工作台、群聊等多入口一键进入文档与会议，让协作更加简单、高效、安全。

2、与金融企业联手，发展新业态

金融科技成为腾讯战略级新业务。2013 年 8 月，腾讯财付通与微信联合研发推出微信支付；2015 年 9 月成立腾讯“FiT”，随后上线了微粒贷（微众银行）、微证券、微保等业务；2018 年 9 月 FiT 业务线品牌升级为“腾讯金融科技”。

图 28：腾讯金融生态圈

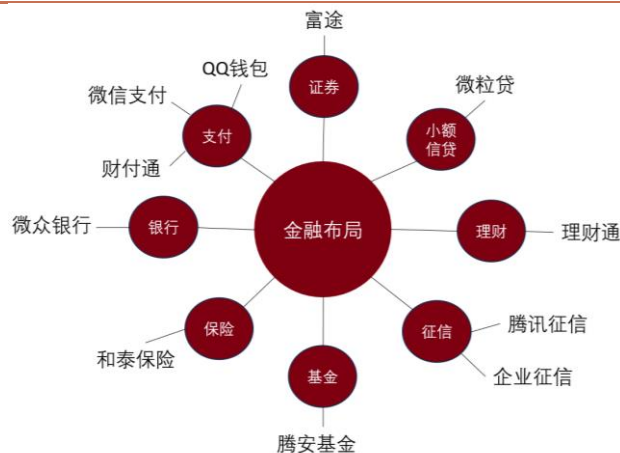
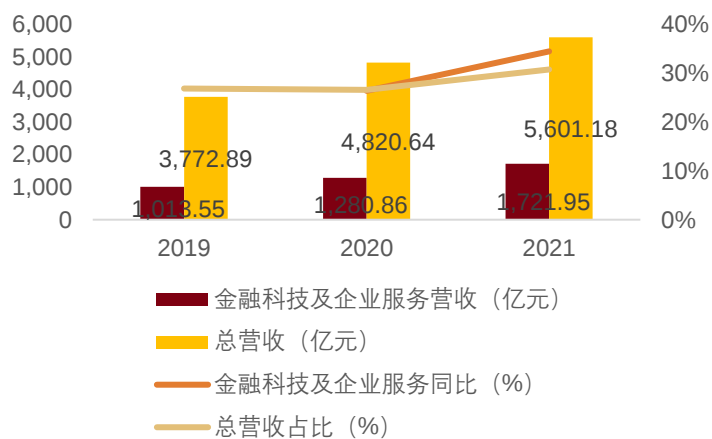


图 29：腾讯金融科技及企业服务营收、同比、总营收占比



资料来源：《中国游戏产业报告》、招商证券

资料来源：伽马数据、招商证券

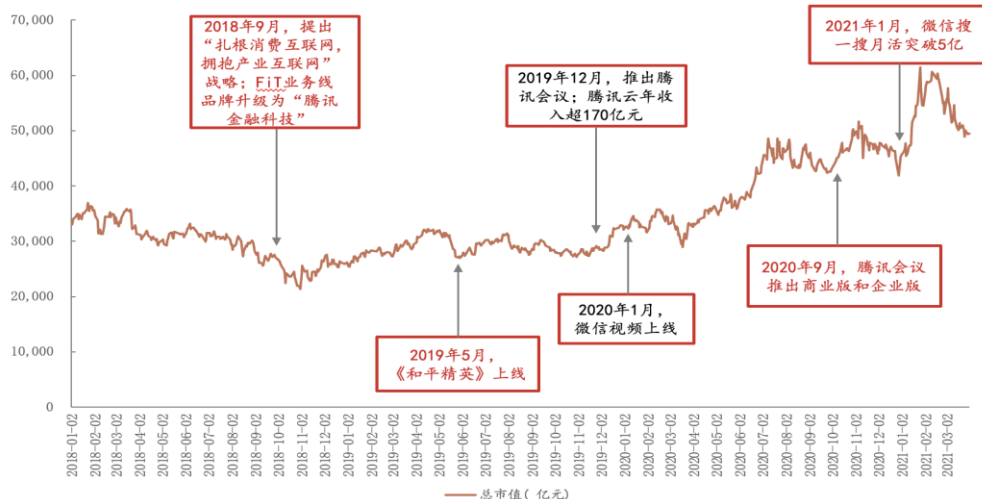
“社交+金融”独特商业模式，便利性显著提升。腾讯金融科技通过微信、QQ 构成的社交渠道，打造移动支付、互联网理财、互联网信贷等金融能力，摆脱地域限制，使普罗大众也能够享受安全便捷、随时随地的基础金融服务。

腾讯金融科技由理财通、备付金利息收入、微粒贷导流以及微信收入构成：1) 理财通销售基金产品获取手续费。腾讯触达广泛的活跃账户，通过代销基金收取通道费；2) 微粒贷导流。腾讯出资 30% 持股微众银行，微信为微粒贷导流所产生收入的一半为腾讯所有；3) 备付金利息收入。央行将第三方支付机构的备付金以 0.35% 的年利率按季结息，第三方支付机构可以按季度收到 90% 的利息分

成；4) 微信支付收入。C 端个人用户提现和信用卡还款收取不足 0.1% 的费率；B 端的商业支付向商户收取平均 0.38% 的行业费率。

产业互联网时代转型成功，金融科技及企业服务成为腾讯新阶段重要增长引擎。2019 年金融科技及企业服务营收突破 1000 亿元，占腾讯总营收的 26.86%；2020 年实现营收 1280.86 亿元，同比增长 26.37%；2021 年实现营收 1721.95 亿元，同比增长 34.44%，营收占比上升至 30.74%，此后总营收占比保持在 30% 以上。

图 30：2018-2021 年初腾讯公司市值（亿元）及重要事件



资料来源：公司公告、公司官网、招商证券

四、第四阶段：21 年初至今，从数字化到智能化，开启 AI 商业化征程

1、后红利时代机遇不断，视频号上线巩固流量护城河

存量竞争拉开序幕，细分领域新业务撬动流量增长。互联网时代，产品用户量及用户时长决定了其商业化空间和潜力。2018 年，抖音、快手的崛起为大厂带来了新的思路，互联网大厂间对于存量用户时长的争夺战再次拉开序幕。根据 QuestMobile，2017 年 6 月腾讯系 APP 使用时长占用户 APP 总使用时长的比例为 54.3%，2019 年 9 月再次下降至 42%，而字节跳动系占比则从 2017 年 6 月的 3.9% 上升到 2019 年 9 月的 12.5%。面对存量竞争时代的挑战，腾讯积极应对，搭建相关团队，并在 2020 年 1 月正式上线短视频产品“视频号”。

微信生态互联互通，视频号商业化进展加速。2020 年，视频号打通了微信生态内的各个入口，与小程序实现互联，逐渐融入微信生态，为后续功能扩展奠定了基础；2021 年，视频号进一步优化直播功能，直播间与订阅号实现了双向联通，增强了用户互动，同时上线广告互选平台，实现创作者与广告主的双向选择，并与企业微信互联，助力品牌私域运营；2022 年，视频号进一步推出多项变现功能。年初上线首个付费直播间，试点短视频打赏模式，7 月推出信息流广告并进行内测，开启了广告变现的新渠道，同时推出了“视频号小店”服务，进一步推

动直播电商的发展。2022 年底，视频号完成了广告、直播打赏和直播电商的三大商业化模式搭建；2023 年，视频号自 1 月 1 日起开始向商家收取技术服务费，费率根据商品或服务类目在 1%-5%之间，进一步完善了商业化布局

社交关系+算法推荐机制，无差别渗透推动时长增长。视频号充分利用微信强大的用户社交网络基础，将用户发布或点赞的视频推荐给用户的微信好友，实现从一线城市到四五线城市几乎是同步的无差别渗透。2023 年视频号 MAU（月活用户）为 9 亿，DAU（日活用户）为 4.5 亿，人均单日使用时长为 54 分钟，主要竞争对手抖音 MAU 为 11 亿，DAU 为 7.6 亿。而快手 MAU 为 7 亿，DAU 为 3.74 亿。视频号的迅速发展也成为后续广告收入增长的重要驱动力。

构建私域流量生态，打造视频号独特电商模式。通过建立起微信群+小程序+视频号的私域流量生态，再结合微信支付坚实的支付生态，视频号成为微信独特的电商模式提供了强有力的流量增长工具。2020 年 1 月视频号上线，同年 3 月微信小程序日活用户突破 4 亿。板块之间相互联动产生协同效应，帮助商家提升客户粘性，实现多次复购，降低获客成本，成功打造了微信生态内独特的电商模式。

2、人工智能时代开启，大模型为基推动多端应用落地

1) 自研通用大模型：混元大模型

数字技术向人工智能技术迈进，AI 浪潮来临。数字技术为信息的存储、处理和传输提供了强大支持，而人工智能通过机器学习、自然语言处理、图像识别等进一步深化了这些能力，能够自动处理海量数据、精准理解复杂场景，并提供个性化的解决方案。进入 AI+时代，大模型的 B 端+C 端应用迅速扩展。2023 年，OpenAI 的 ChatGPT 用户数量爆发，其他科技巨头如微软、百度、腾讯、阿里等纷纷推出 AI 产品，推动 AI 在各行业的广泛应用。

推出自研 AI 混元大模型，积极拥抱 AI 浪潮。2023 年 9 月，腾讯推出混元大模型，此模型为腾讯全链路自研的实用级大语言模型，具备中文创作、逻辑推理和任务执行能力，其规模达到千亿参数，预训练语料超过 2 万亿 tokens，专注于提高内容生成的质量与可靠性。混元大模型的核心优势包括：1) 减少错误输出，相比主流开源大模型，幻觉率降低 30%-50%；2) 提升安全性，对诱导性问题的拒答率提高 20%；3) 在超长文本生成上取得突破，一次性生成千字长文；具备更强的场景推理能力，能够结合实际需求进行复杂决策。

图 31：腾讯混元大模型产品功能

混元生文-standard	混元生文-pro	混元生图
混合专家模型训练	万亿级参数规模MOE模型	可结合输入的文本描述智能绘...
- 在平衡效果、价格的同时，可实现对长文本输入的处理 - 最大输入30K、最大输出2K 32K多专家模型	- 适用于对模型效果有高要求的场景 - 当前混元模型中效果最优版本，支持32K上下文 - 最大输入28K、最大输出4K	- 高质量的图像创作 - 丰富的绘画风格 - 强大的语义理解能力 - 便捷的操作体验

资料来源：公司公告、招商证券

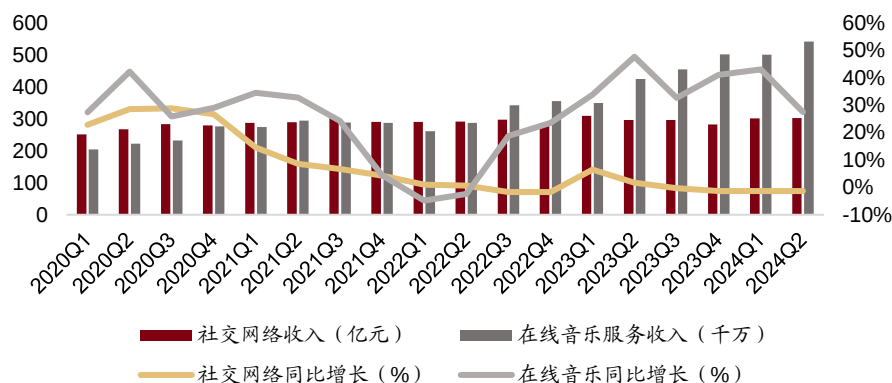
基于腾讯混元大模型,2024年5月腾讯推出了两款产品:腾讯元宝和腾讯元器。

1) 腾讯元宝主要服务于C端,集成了混元大模型的自然语言处理能力,支持用户在多场景下进行智能交互,包括日常问答、信息查询、任务管理、文本创作和数据分析;2) 腾讯元器则面向企业与开发者,是基于混元大模型的智能体创作与分发平台,拥有模型训练、数据处理和算法优化多种能力,企业可以通过元器构建定制化的智能服务,如客服自动化、智能推荐和决策支持等。

混元大模型推动多业务智能化升级,助力业绩增长。腾讯混元大模型已经支持内部超过400个业务和场景接入,助力业务业绩增长:

社交网络业务:1) 腾讯文档:提升内容生成和数据处理效率。支持数十种文本创作场景、自然语言生成函数,精通数百种Excel公式,可一键生成标准格式文本、基于表格内容生成图表;2) 微信搜一搜、QQ浏览器:提升搜索结果的准确性和相关性,优化推荐功能;3) 腾讯音乐:优化推荐及搜索,拓展车载使用场景,为影视IP作曲。

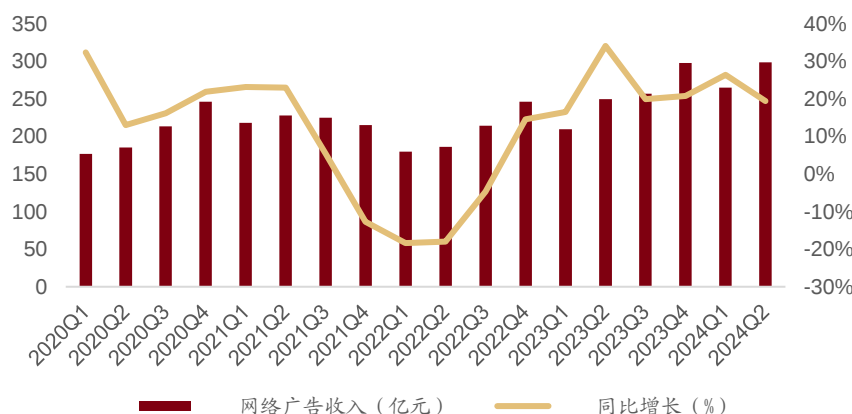
图 32: 社交网络、在线音乐收入及同比



资料来源:公司公告、招商证券

广告业务:腾讯广告基于混元大模型推出了AI广告创意平台“妙思”,显著提高广告创作效率,精准满足个性化投放需求,完善广告理解、用户理解、需求匹配的全流程,提升了广告主的推荐精准度和转化率,推动广告业务效率提升。2023年腾讯广告业务收入达1014.82亿元,同比增长22.7%。

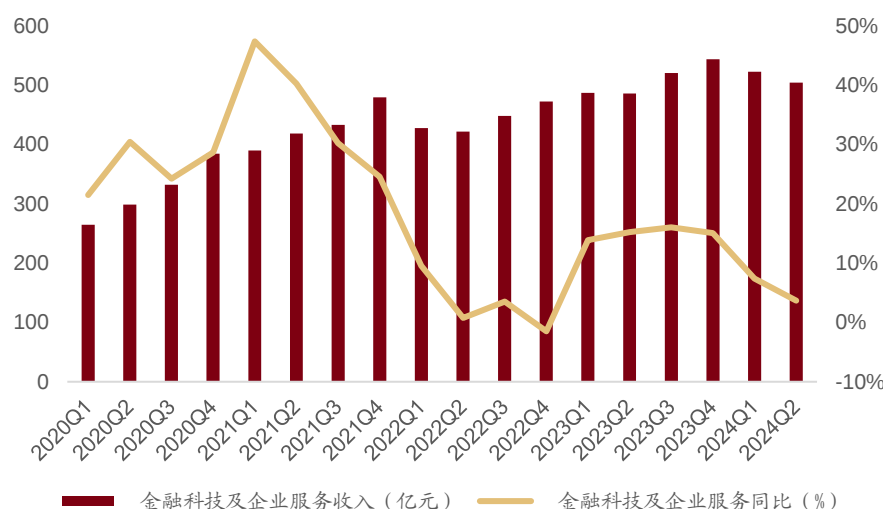
图 33: 网络广告收入及同比



资料来源:公司公告、招商证券

金融科技及企业服务业务：基于混元大模型，腾讯于 2023 年 6 月发布行业大模型——基于 TI 平台的云 MAAS（模型即服务），打造 ToB 行业精选模型商店；2024 年 4 月腾讯会议等腾讯协作 SaaS 产品已全部接入混元大模型；24Q2 发布了大模型原生工具链，推出大模型知识引擎、图像和视频创作三大引擎工具，通过 PaaS 服务输出大模型能力，缩短从模型到应用的距离。2023 年，金融科技及企业服务业务收入达到 2038 亿元，同比增长 15.1%；近一年来 AIGC 相关产品伙伴收入增长 550%，SaaS 伙伴收入同比增长 100%；今年以来，伙伴公有云收入增速高于市场平均增速 1.5 倍。

图 34：金融科技及企业服务收入与同比



资料来源：公司公告、招商证券

2) 算力基础设施：腾讯云智算

2024 年 9 月推出了基于 AI 原生应用的新一代云基础设施——“腾讯云智算”。这是业内首个由 90% 的大模型用户选择且“公私一体化”的 AI 原生云计算平台。在 AI 高性能计算、存储、网络、加速，云原生智能调度编排，多模态 RAG 数据检索等方面进行了系统优化；腾讯云智算集合了腾讯云高性能计算集群构建模块、智能高性能网络 IHN、高并发文件存储系统 TurboFS、算力加速框架 Taco 以及 GPU 算力共享技术等多项能力，支持公有云、私有云和分布式云的部署需求；在模型训练方面，腾讯云智算的千卡日均故障率降至 0.16，是业界水平的三分之一，同时通过星脉网络，千卡集群训练的并行加速比可达 96%，通信时间缩短到 6%，故障自愈时间缩短至 5 分钟，整体训练流程最快只需 1 天。

3) 全周期 AI 游戏引擎：GiiNEX

2024 年 3 月腾讯发布 AI 游戏引擎 GiiNEX。目前已应用于《王者荣耀》《元梦之星》等热门网络游戏。通过生成式 AI 和决策 AI 技术，帮助开发者高效构建场景和生成内容，提升开发效率，为游戏生命全周期提供 AI 解决方案。GiiNEX 的特别之处在于其涵盖了前沿算法模型、高性能训练平台和在线推理引擎三大核心功能。

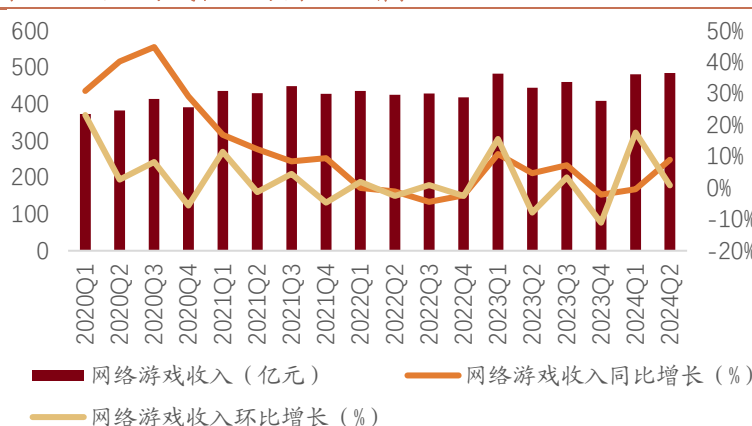
GiiNEX 对游戏的赋能效果显著。1) 玩家端: GiiNEX 为玩家提供了一系列游戏内可用的 UGC 关卡设计工具, 目前已在游戏《元梦之星》中上线, 如帮助零基础玩家轻松创建 3D 模型, 秒级搭建塔、亭、廊、桥等中国古风建筑; 2) 开发者端: 游戏开发团队利用 GiiNEX 增强 3D 城市构建, 比传统手工搭建提效 50 倍; NPC 的动作能通过上传真人视频来一键“复制”; GiiNEX 还具备利用决策 AI 在 MOBA 游戏智能教学场景中的应用。

图 35: GiiNEX 核心技术及功能



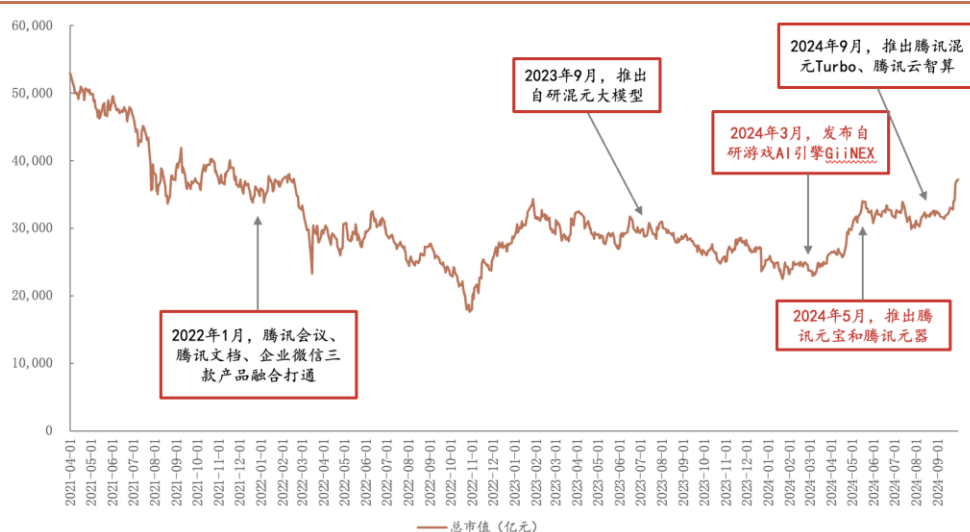
资料来源:《中国游戏产业报告》、招商证券

图 36: 网络游戏收入与同环比增长



资料来源:公司公告、招商证券

图 37: 2021 年初至今腾讯公司市值（亿元）及重要事件



资料来源:公司公告、招商证券

五、投资建议

公司主营业务稳健, 社交流量基本盘稳固, 过去多轮产业变革中公司的产品周期变化充分体现了其强大的产品孵化能力及战略能力, 而 AI 时代下应充分重视公司在应用研发及商业化方面的潜力, 持续看好公司盈利能力。我们预期公司 2024-2026 年营收有望达到 6613、7152、7649 亿元, 经调整净利润 2184、2446、2685 亿元, 对应 PE 分别为 17.3、15.4、14.1x, 维持“强烈推荐”评级。

六、风险提示

- 1、互联网行业监管风险。**互联网面临较为严格的监管，存在政策变动的风险。
- 2、游戏行业市场竞争加剧的风险。**存在游戏上线时间以及表现不及预期，并且游戏行业内厂商众多，存在行业竞争加剧风险。
- 3、宏观经济不振对于广告业务潜在风险。**如果宏观经济形式持续下滑，广告主投放意愿和能力会有所减弱，会影响广告业务增长。
- 4、云计算行业竞争激烈、拖累盈利能力的风险。**目前云计算业务投入仍然较大，而且行业参与者较多，竞争激烈，研发人力和资金投入可能会影响整体盈利水平。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	565989	518446	680334	851897	1043626
现金及现金等价物	156739	172320	322378	481642	662037
交易性金融资产	29241	14903	14903	14903	14903
其他短期投资	106009	191932	191932	191932	191932
应收账款及票据	45467	46606	50580	54700	58497
其它应收款	75452	88411	95950	103765	110968
存货	2333	456	448	475	497
其他流动资产	150748	3818	4144	4481	4792
非流动资产	1012142	1058800	1027674	1031299	1037730
长期投资	684725	719159	673410	665175	665175
固定资产	63207	66815	71929	82304	87058
无形资产	202372	215370	213388	211426	209484
其他	61838	57456	68947	72395	76014
资产总计	1578131	1577246	1708008	1883196	2081356
流动负债	434204	352157	346019	360995	382860
应付账款	102827	115109	113192	119807	125338
应交税金	18186	22036	22036	22036	22036
短期借款	11580	41537	40206	38598	46596
其他	301611	173475	170586	180554	188890
长期负债	361067	351408	351408	351408	351408
长期借款	312337	292920	292920	292920	292920
其他	48730	58488	58488	58488	58488
负债合计	795271	703565	697427	712403	734268
股本	0	0	0	0	0
储备	806299	721391	813331	946273	1101935
少数股东权益	61469	65090	64308	68859	73831
归属于母公司所有者权益	721391	808591	946273	1101935	1273257
负债及权益合计	1578131	1577246	1708008	1883196	2081356

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	146091	221962	209857	258717	283818
净利润	188243	115216	162529	186728	203942
折旧与摊销	61216	59008	60645	65287	74704
营运资本变动	(18472)	19233	(16638)	4285	2534
其他非现金调整	(84896)	28505	3320	2417	2638
投资活动现金流	(104871)	(125161)	(10061)	(49204)	(61226)
资本性支出	(50850)	(47407)	(66017)	(75919)	(79715)
出售资产及处置现金	376	257	257	257	257
投资增减	334427	313825	(47731)	(10197)	(1942)
其它	(1536)	(125161)	7968	16262	16289
筹资活动现金流	(59953)	(82573)	(49739)	(50250)	(42196)
债务增减	438	2652	(1331)	(1608)	7998
股本增减	(28312)	(42697)	0	0	0
股利支付	12952	20983	29587	31066	32620
其它筹资	(19127)	(21545)	(18821)	(17575)	(17575)
其它调整	(25904)	(41966)	(59174)	(62133)	(65239)
现金净增加额	(11227)	15581	150058	159264	180395

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	554552	609357	661321	715192	764850
主营收入	554552	609015	660945	714778	764395
营业成本	315806	315906	310644	328798	343978
毛利	238746	293109	350301	385980	420417
营业支出	138729	140325	142103	153677	164345
营业利润	100017	153126	208574	232717	256528
利息支出	9985	12268	18821	17575	17575
利息收入	8592	13808	13808	13808	13808
权益性投资损益	(43667)	(295)	5200	5450	5650
其他非经营性损益	(15684)	451	451	451	451
非经常项目损益	170952	6502	16255	24383	24383
除税前利润	210225	161324	225467	259233	283244
所得税	21516	43276	58980	67954	74330
少数股东损益	466	2832	3958	4551	4972
净利润	188243	115216	162529	186728	203942
经调整归母净利润	115649	157688	218432	244589	268465
EPS (元)	12.09	16.63	23.03	25.79	28.31

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业收入	-1%	10%	9%	8%	7%
营业利润	-14%	53%	36%	12%	10%
经调整净利润	-7%	36%	39%	12%	10%
获利能力					
毛利率	43.1%	48.1%	53.0%	54.0%	55.0%
净利率	33.9%	18.9%	24.6%	26.1%	26.7%
ROE	26.1%	14.2%	17.2%	16.9%	16.0%
ROIC	4.1%	10.1%	12.4%	12.3%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	50.4%	44.6%	40.8%	37.8%	35.3%
净负债比率	20.5%	21.2%	19.5%	17.6%	16.3%
流动比率	1.3	1.5	2.0	2.4	2.7
速动比率	1.3	1.5	2.0	2.4	2.7
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	186.0	226.5	687.0	712.4	708.4
应收帐款周转率	4.7	4.8	4.7	4.7	4.7
应付帐款周转率	3.0	2.9	2.7	2.8	2.8
每股资料(元)					
每股收益	12.09	16.63	23.03	25.79	28.31
每股经营现金	15.27	23.41	22.13	27.28	29.93
每股净资产	75.39	84.50	98.89	115.16	133.06
每股股利	2.20	3.12	3.28	3.44	3.61
估值比率					
PE	32.9	23.9	17.3	15.4	14.1
PB	5.3	4.7	4.0	3.5	3.0
EV/EBITDA	5.4	2.6	2.1	1.9	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。