

## 游戏板块稳健增长，视频号空间广阔

——腾讯控股深度报告



## 买入(首次)

行业： 传媒  
日期： 2024年12月03日分析师： 应豪  
E-mail: yinghao@yongxingsec.com  
SAC编号: S1760524050002  
分析师： 黄伯乐  
E-mail: huangbole@yongxingsec.com  
SAC编号: S1760520110001

## 基本数据

收盘价(港元) 402.80  
12mthA 股价格区间(港 257.97-482.40 元)  
总股本(百万股) 9267.41  
无限售 A 股/总股本 9267.410  
流通市值(亿元) 37248

## 最近一年股票与恒生科技比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

## 相关报告：

## 核心观点

公司是中国最大的社交平台公司，巨大的用户数为各项业务开展打下坚实基础。截止到2024Q2，公司旗下的QQ的月活用户数为5.71亿。微信作为全国拥有最大用户群体的通信社交平台，截止到2024Q2，微信的月活用户数为13.71亿。

公司是中国游戏行业龙头，有望充分受益于行业发展。艾瑞咨询预计2024-2026年中国移动游戏行业增速分别为4.65%，3.91%和3.30%。根据前瞻研究院数据，2023年，按公司游戏业务收入占比来看，腾讯的市场份额为48.2%。小程序游戏发展迅速，公司有望充分受益。小游戏市场迅速增长，2024年2月微信小程序游戏活跃用户达7.5亿。公司2024年半年报披露，小游戏总流水同比增长超30%。截止到2024年11月份，腾讯游戏旗下拥有超过170款自研和代理游戏，多款游戏深受全球玩家欢迎。

视频号是重点业务，带动了公司广告业务增长。2022年一季度，腾讯将“视频号”列为公司战略成长领域之一。腾讯在2024年中期报告上表示，网络广告业务2024年第二季的收入同比增长19%至299亿元，主要是受视频号及长视频的收入增长驱动。

中国支付行业稳健增长，公司作为双寡头之一有望充分受益。2024-2026年第三方个人支付市场规模分别为391.5万亿、429.6万亿和467.6万亿，同比增速分别为10.8%、9.7%和8.9%。根据移动支付网的数据，2023年Q3，支付宝和微信支付的交易量分别为118.19万亿元和67.81万亿元，合计占市场总份额94%以上。微信支付则借助其强大的社交网络效拓展线下支付场景。有望充分受益于行业的增长。

## 投资建议

首次覆盖，给与“买入”评级。公司是互联网企业龙头，也是国内游戏行业的龙头企业，有望充分受益于游戏行业的持续发展。同时公司积极推进视频号业务，带动在线广告收入增长迅速。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为1703.64亿元、1911.76亿元、2162.84亿元，同比增速分别为47.86%、12.22%和13.13%，EPS分别为18.38元/股、20.63元/股和23.34元/股，对应11月27号收盘价402.80港币，当天港币兑人民币汇率为0.92，PE分别为20.16倍、17.96倍和15.88倍。对比网易，公司估值高于网易，考虑到公司收入和净利润增速预计均高于网易，我们给与“买入”评级。

## 风险提示

回购进展缓慢，视频号推进较慢，游戏流水不及预期。

## 盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	609015	661155	722246	795437
年增长率(%)	9.8%	8.56%	9.24%	10.13%
归属于母公司的净利润	115216	170364	191176	216284
年增长率(%)	-38.8%	47.86%	12.22%	13.13%
每股收益(元)	19.76	18.38	20.63	23.34
市盈率(X)	12.19	20.16	17.96	15.88

资料来源：Wind，甬兴证券研究所(2024年11月27日收盘价)

## 正文目录

1. 公司简介 .....	3
1.1. 公司概况 .....	3
1.2. 公司主要业务 .....	3
1.3. 主要财务数据 .....	5
2. 社交是公司的核心业务 .....	10
2.1. QQ 和微信是公司的核心社交工具 .....	10
2.2. 视频号是公司重点发展业务 .....	11
3. 中国游戏行业增长平稳，公司作为行业龙头，有望充分受益 .....	12
3.1. 中国游戏行业平稳增长，小程序游戏增长突出 .....	12
3.2. 腾讯是中国游戏行业的龙头 .....	13
3.3. 游戏行业有望继续保持平稳增长，公司有望持续受益 .....	13
4. 网络广告行业持续增长，视频号带动公司广告业务增速 .....	15
5. 金融科技及企业服务板块受益于第三方支付市场和云服务市场持续增长 .....	16
5.1. 第三方支付市场持续增长 .....	16
5.2. 中国云服务市场持续增长，腾讯云有望受益 .....	17
6. 盈利预测与估值 .....	18
7. 风险提示 .....	21

## 图目录

图 1: 腾讯股权结构图 .....	5
图 2: 腾讯营收及增速 .....	6
图 3: 腾讯净利润及增速及增速 .....	6
图 4: 腾讯年度营收构成 .....	7
图 5: 增值服务营业收入及增速 .....	7
图 6: 在线广告营业收入及增速 .....	7
图 7: 金融科技及企业服务营业收入及增速 .....	8
图 8: 其他产品营业收入及增速 .....	8
图 9: 公司毛利率情况 .....	8
图 10: 公司 ROE 情况 .....	9
图 11: 腾讯集团研发费用总额与占营业收入比重 .....	9
图 12: QQ 月活用户数 .....	10
图 13: 微信月活用户数 .....	10
图 14: 中国游戏行业实际销售收入预测趋势图 .....	12
图 15: 2023 年中国游戏行业竞争格局 .....	13
图 16: 中国移动游戏行业规模及增速预测 .....	14
图 17: 2021H1-2024H1 中国互联网广告行业规模及增速 .....	15
图 18: 中国第三方支付市场规模及增速 .....	16
图 19: 中国第三方支付个人支付市场规模及增速 .....	16
图 20: 2017-2026 年中国云服务市场规模及增速 .....	17

## 表目录

表 1: 公司历史沿革 .....	3
表 2: 公司主要产品与服务 .....	4
表 3: 2024 年回购数据 .....	5
表 4: 公司分业务收入、成本、增速与毛利率预测（单位：百万元） .....	19

## 1. 公司简介

### 1.1. 公司概况

腾讯成立于1998年，总部位于中国深圳。腾讯发行多款电子游戏及其他优质数字内容，为全球用户带来丰富的互动娱乐体验。腾讯还提供云计算、广告、金融科技等一系列企业服务，支持合作伙伴实现数字化转型，促进业务发展。腾讯2004年于香港联合交易所上市。

**表1:公司历史沿革**

时间	事件
1998	腾讯在深圳成立。
1999	推出QQ和移动电邮。
2000	推出手机QQ和移动增值服务。
2001	推出互联网增值服务。
2003	推出QQ邮箱、QQ游戏、首款企业实时通信产品腾讯通、综合门户网站腾讯网。
2004	腾讯控股在香港联合交易所主板上市。
2005	收购电邮客户端软件开发商Foxmail；推出QQ空间、QQ音乐。
2008	腾讯控股成为香港恒生指数成分股之一。
2009	推出国际版QQ。
2011	推出微信、腾讯视频；战略投资Riot Games。
2013	推出微信支付、腾讯云服务；发布“互联网+”战略。
2014	战略投资京东集团；成立联营公司微众银行。
2015	成立阅文集团、腾讯影业和企鹅影业。
2016	战略投资Supercell；成立联营公司微民保险。
2017	微信小程序上线；旗下阅文集团在香港交易所上市。
2018	旗下腾讯音乐娱乐集团在美国纽约证券交易所上市。
2019	合资公司获香港金融管理局颁发虚拟银行牌照。
2020	根据全球中期票据计划发行本金总额60亿美元的票据，包括首次发行的40年期票据。
2021	宣布启动碳中和计划；“可持续社会价值创新”称为核心战略，首期投入500亿元人民币助力发展。
2022	承诺不晚于2030年实现自身运营及供应链的全面碳中和，并实现100%绿色电力。
2023	签约加入联合国全球契约组织；推出自研混元大模型。

资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

### 1.2. 公司主要业务

腾讯控股有限公司是一家主要提供增值(VAS)服务、网络广告服务以及金融科技及企业服务的投资控股公司。公司主要通过四个分部开展业务。增值服务分部主要从事提供网络游戏、视频号直播服务和视频付费会员服务社交网络服务。网络广告分部主要从事媒体广告、社交及其他广告业务。金融科技及企业服务主要提供商业支付、金融科技及云服务。其他分部主要

从事投资、为第三方制作与发行电影及电视节目、内容授权，商品销售及其他活动。

在公司官网上，公司把业务分为面向用户、面向企业和创新科技三个部分。

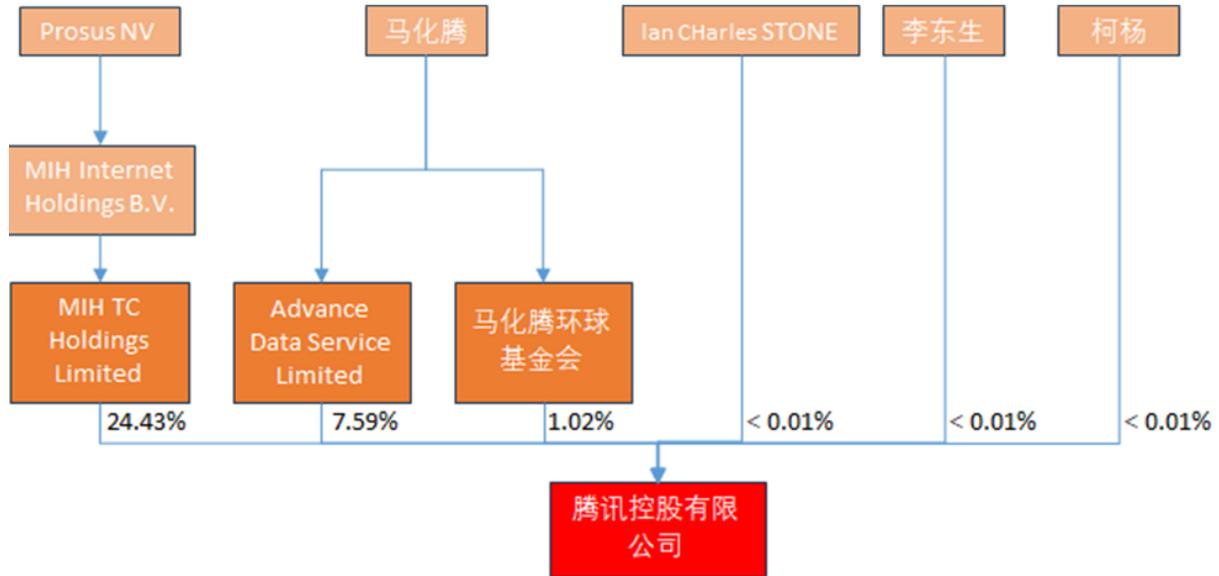
**表2:公司主要产品与服务**

对象	类别	服务
面向用户	通信与社交	微信、QQ、QQ 空间
	数字内容	腾讯游戏、腾讯视频、腾讯影业、微视、腾讯新闻、腾讯体育、腾讯动漫、腾讯音乐娱乐、阅文集团、腾讯电竞
	金融科技服务	微信支付、QQ 钱包、理财通、信用卡还款、手机充值、乘车码、腾讯区块链、腾讯自选股、退税通、财付通商企付
	工具性软件	腾讯手机管家、腾讯电脑管家、QQ 浏览器、腾讯地图、应用宝、QQ 邮箱、微信小程序
面向企业	智慧产业工具	企业微信、腾讯会议、小程序
	大数据营销平台	腾讯广告
	云服务	腾讯云
创新科技	人工智能	人工智能应用
	前沿科技	多媒体实验室、物联网、机器人、量子计算
	未来探索	积极发掘及发展新企业

资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

**马化腾持有公司 8.60% 的股份，公司积极回购稳定市场信心。**根据 2024 年半年报，公司董事长马化腾合计持有公司 8.60% 的股份。据 36 氪报道，腾讯年初承诺的至少千亿回购计划，依然有条不紊进行中。港交所公开信息显示，2024 年三季度腾讯控股回购金额达 359 亿港元。2024 年年前三个季度腾讯已累计回购 2.5 亿股，回购总额达到 882.6 亿港元，创历史同期新高。截至 10 月 7 日收盘，腾讯今年已经回购超 890 亿港元。

图1:腾讯股权结构图



资料来源：公司2024H1财报，甬兴证券研究所

表3:2024年回购数据

时间	回购金额 (亿港币)
2024.10 (截止到10月9日)	22.96
2024.9	158.8
2024.8	110.17
2024.7	90.14
2024.6	190.59
2024.5	104.46
2024.4	80.09
2024.3	50.1
2024.2	0
2024.1	98.24
合计	905.55

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

### 1.3. 主要财务数据

公司营收持续增长，近年增速有所放缓。2021-2023年公司主营业务收入分别为5601.18亿元、5545.52亿元和6090.15亿元，同比增速分别为16.19%、-0.99%和9.82%，2024H1公司实现营收3206.18亿元，同比增速为7.16%。

图2:腾讯营收及增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

公司净利润从2015年的288.06亿元增长到2021年最高2248.22亿元，2022年和2023年开始下滑，2024年上半年业绩止跌企稳，2024H1公司实现净利润约895.19亿元，同比增长约72.12%。

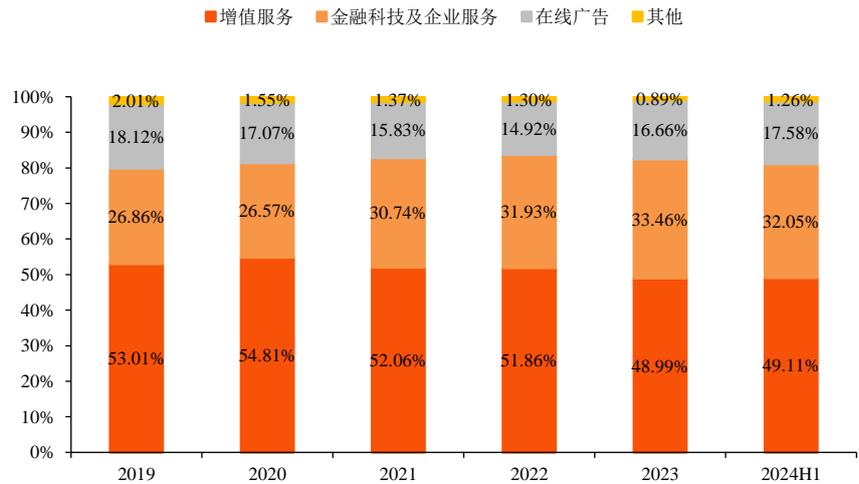
图3:腾讯净利润及增速及增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

从营收构成来看，增值服务和金融科技是公司的主要营收来源。增值服务分部主要从事提供网络游戏、视频号直播服务和视频付费会员服务社交网络服务。金融科技及企业服务主要提供商业支付、金融科技及云服务。网络广告分部主要从事媒体广告、社交及其他广告业务。其他分部主要从事投资、为第三方制作与发行电影及电视节目、内容授权，商品销售及其他活动。

图4:腾讯年度营收构成



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

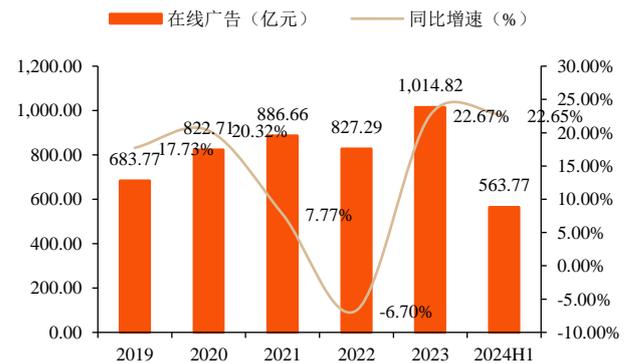
分业务来看, 增值服务收入规模最大, 增速相对平稳。2021-2024H1, 增值服务板块收入分别为 2,915.72 亿元、2,875.65 亿元、2,983.75 亿元和 1,574.51 亿元, 同比增速分别为 16.19%、-0.99%、9.82%和 2.54%。金融科技板块增速开始放缓, 2021-2024H1, 金融科技板块收入分别为 1,721.95 亿元、1,770.64 亿元、2,037.63 亿元和 1,027.42 亿元, 同比增速分别为 34.44%、2.83%、15.08%和 5.55%, 在线广告收入板块规模相对较小, 但是增速较快。2021-2024H1, 在线广告板块收入分别为 886.66 亿元、827.29 亿元、1,014.82 亿元和 563.77 亿元, 同比增速分别为 7.77%、-6.70%、22.67%和 22.65%。

图5:增值服务营业收入及增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:在线广告营业收入及增速



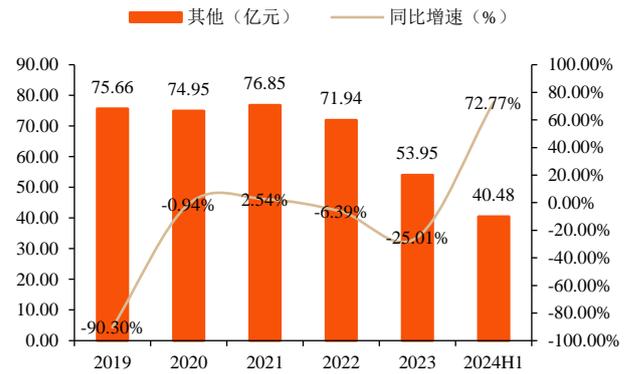
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7:金融科技及企业服务营业收入及增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:其他产品营业收入及增速

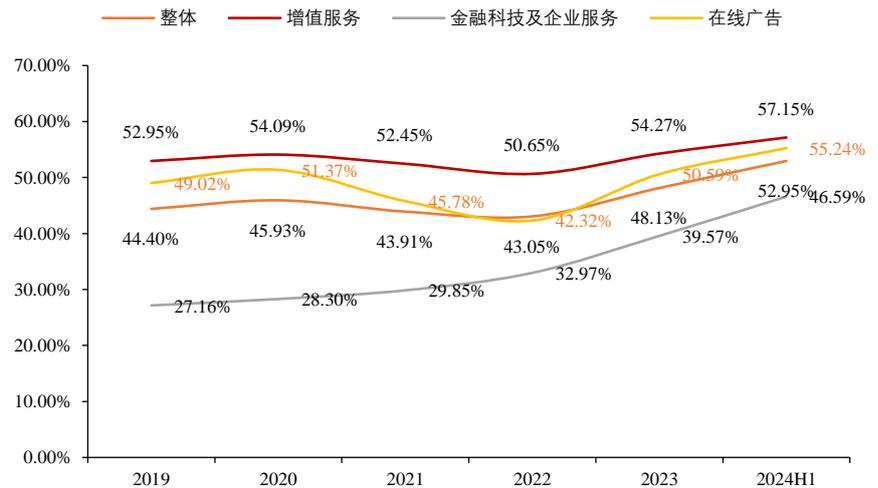


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

公司整体毛利率一直在40%以上,自从2022年毛利率触底之后开始反弹,2021-2024H1,公司整体毛利率分别为43.91%、43.05%、48.13%和52.95%。

分业务来看,金融科技板块的毛利率持续提升,有效带动了公司整体毛利率的提升。2021-2024H1,金融科技板块的毛利率分别为29.85%、32.97%、39.57%和46.59%。

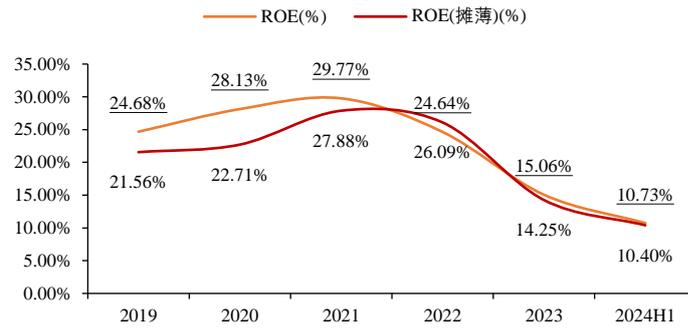
图9:公司毛利率情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

近年公司ROE持续下降。2021-2024H1,公司ROE分别为29.77%、24.64%、15.06%和10.73%。如果下半年继续保持净利润增速,预计2024年ROE会有所回升。

图10:公司 ROE 情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

公司研发费用逐年增长, 2023 年公司研发费用为 640.78 亿元, 占营收比重为 10.52%。

图11:腾讯集团研发费用总额与占营业收入比重



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

## 2. 社交是公司的核心业务

### 2.1. QQ 和微信是公司的核心社交工具

腾讯公司于 1999 年推出 QQ。作为一款横跨 PC 和移动的即时通信和社交平台，QQ 支持在线聊天、视频语音通话、点对点断点续传文件、QQ 邮箱等多种功能，并不断推出符合年轻用户需求的创新功能，例如支持用户根据个人需求和兴趣快速扩关系的“扩列”以及精准匹配用户兴趣的内容社交平台“看点”等。此外，腾讯亦提供提升企业工作效率的 TIM（办公版 QQ）。截止到 2024Q2，QQ 的月活用户数为 5.71 亿。

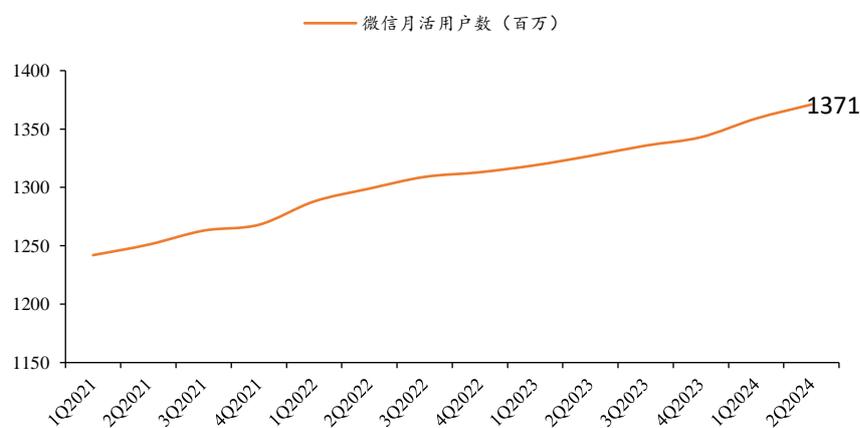
图12:QQ 月活用户数



资料来源：腾讯官网，甬兴证券研究所

腾讯 2011 年推出微信，微信作为全国拥有最大用户群体的通信社交平台，它不仅支持发送语音、视频、图片和文字，同时将实时通信与社交资讯、生活服务相结合。“朋友圈”、“微信公众号”、“微信小程序”、“微信支付”，为满足用户不断新增的需求，微信不断加入种种创新功能。截止到 2024Q2，微信的月活用户数为 13.71 亿。其中微信小程序可实现功能直达，无需下载 app 即可使用，拉近商户和用户的距离。微信支付可以让用户通过手机完成快速的支付流程，安全、快捷、高效。

图13:微信月活用户数



资料来源：腾讯官网，甬兴证券研究所

## 2.2. 视频号是公司重点发展业务

据中研网消息，近年来，短视频用户规模和使用率保持增长态势，用户规模从2018年12月的6.48亿增长至2023年6月的10.26亿，再创历史新高；用户使用率从78.2%增长至95.2%，短视频成为全民应用。但同时，短视频用户增速持续放缓，用户增长红利日渐消退，行业逐步进入存量竞争时代。

平台格局渐成三足鼎立之势。近年来，随着视频号的异军突起，短视频平台格局逐步从“两强领跑”发展为“三足鼎立”之势。作为国内头部短视频平台，抖音日活数稳定在6亿以上；快手日活用户3.76亿；微信视频号成为短视频发展格局中重要一极。其他短视频平台，如央视频、西瓜视频、好看视频等，也都基于各自定位和特色，在差异化细分垂直赛道持续深耕。

根据Quest Mobile数据，2024年8月份，抖音月活为8.06亿，快手月活4.57亿。腾讯视频号月活数没有披露，但是微信的月活数达到了13.71亿，拥有庞大的用户基础。

腾讯重点发展视频号业务。

据21世纪经济报道消息，2022年一季度，腾讯将“视频号”列为公司战略成长领域之一。整个2023年，视频号迅速增长。2023年二季度，视频号的广告收入超过30亿元，全年，视频号GMV超过1000亿元。

### 3. 中国游戏行业增长平稳，公司作为行业龙头，有望充分受益

#### 3.1. 中国游戏行业平稳增长，小程序游戏增长突出

据中商情报网资料，2023 年以来，游戏产业规模企稳回升，内容质量显著提高，科技创新不断提速，海外市场持续开拓，为优化文化供给、促进科技创新应用、赋能经济社会发展和中华文化海外传播作出了积极贡献。数据显示，2023 年国内游戏市场实际销售收入 3029.64 亿元，同比增长 13.95%，首次突破 3000 亿元关口。中商产业研究院分析师预测，2024 年中国游戏市场实际销售收入将达到 3246.44 亿元。增速达到 7.16%。

图14:中国游戏行业实际销售收入预测趋势图



资料来源：中国音像与数字出版协会，中商产业研究院，甬兴证券研究所

根据上观新闻报道，7月26日至29日，第二十一届中国国际数码互动娱乐展览会（ChinaJoy）将在上海新国际博览中心举行。作为ChinaJoy的重要版块，中国国际数字娱乐产业大会（CDEC）25日在沪举行，现场发布《2024年1-6月中国游戏产业报告》。

报告显示，2024年1-6月，国内游戏市场实际销售收入为1472.67亿元，同比增长2.08%，市场增长趋势较为平稳。游戏用户规模6.74亿人，同比增长0.88%，再创新高。

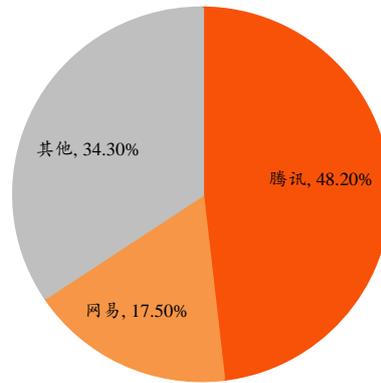
在具体细分市场中，2024年上半年，中国移动游戏市场实销收入1075.17亿元，同比增长0.76%，移动游戏占国内游戏市场实销收入的73.01%，略有下滑，但仍居主导地位。客户端游戏市场实际销售收入为337.63亿元，同比增长2.49%，市场占比持续升高，为22.93%；网页游戏市场则继续萎缩，实销收入同比下降1.88%，整体规模为23.40亿元，占比为1.59%。

小程序移动游戏收入为166.03亿元，同比增长60.5%，其中内购产生的实销收入90.98亿元，同比增长81.56%；广告变现收入为75.05亿元，同比增长40.74%。小游戏市场收入已连续三年保持高速增长，其中内购收入占比也在逐年提升。

### 3.2. 腾讯是中国游戏行业的龙头

据前瞻研究院消息，中国移动游戏行业两大龙头企业分别是腾讯和网易。2023年，按公司游戏业务收入占比来看，腾讯的市场份额为48.2%，网易的市场份额达17.5%。

图15:2023年中国游戏行业竞争格局



资料来源：前瞻研究院，甬兴证券研究所

**小程序游戏发展迅速，公司有望充分受益。**QuestMobile 数据显示，2024年2月，小游戏市场迅速增长，微信小程序游戏活跃用户达7.5亿，在全景流量中占比达80.3%。公司2024年半年报披露，小游戏总流水同比增长超30%。

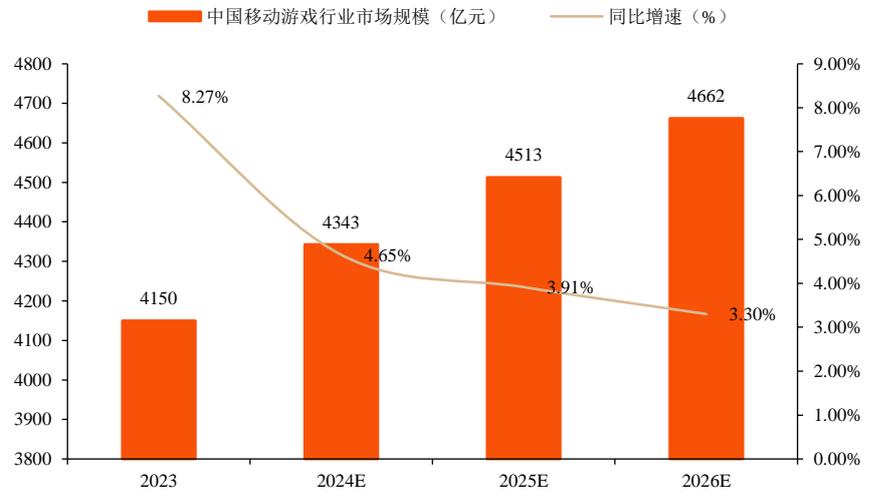
**公司游戏产品丰富。**根据腾讯游戏官网消息，腾讯游戏成立于2003年，是全球领先的游戏开发、运营和发行平台，也是中国最大的网络游戏社区，致力为玩家提供快乐优质的互动娱乐体验。在开放发展的模式下，腾讯游戏采取自主研发和多元化的外部合作相结合的方式，在全球范围内布局工作室，为玩家提供动作、冒险、模拟、角色扮演、休闲等游戏，打造覆盖全品类的产品阵营。截止到2024年11月份，腾讯游戏旗下拥有超过170款自研和代理游戏，其中《王者荣耀》《和平精英》《英雄联盟》《金铲铲之战》《暗区突围》《天涯明月刀》《无畏契约》《PUBG MOBILE》《胜利女神：妮姬》《Triple Match 3D》等游戏深受全球玩家欢迎，为全球200多个国家和地区数以亿计的用户提供优质的前沿产品体验。

### 3.3. 游戏行业有望继续保持平稳增长，公司有望持续受益

艾瑞咨询数据显示，在经济环境稳步复苏和游戏版号常态化发放这双重积极因素的共同推动下，2023年中国网络游戏市场规模达到4150亿元，同比增长8.3%，整体规模首次突破4000亿元，创下历史新高。整体来看，中国网络游戏行业依然蕴藏着巨大的发展潜力，5G、AIGC、云游戏、VR/AR等技术的快速突破，将继续推动行业向着更为繁荣和稳健的方向发展。2024

到2026年，游戏行业移动游戏行业规模预计增速可以达到4.65%、3.91%和3.30%。

图16:中国移动游戏行业规模及增速预测

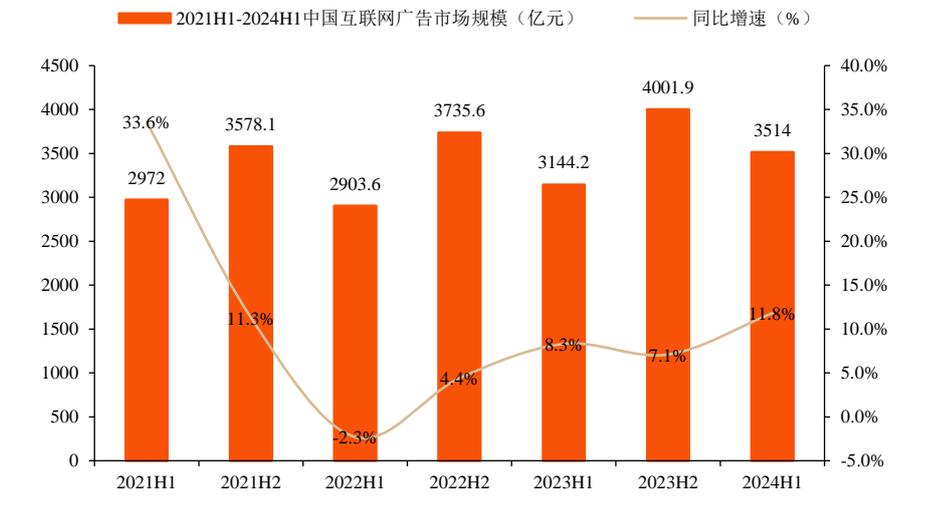


资料来源：艾瑞咨询，甬兴证券研究所

#### 4. 网络广告行业持续增长，视频号带动公司广告业务增速

根据 Quest Mobile 数据，中国互联网广告行业持续增长，截止到 2024 年上半年，中国互联网广告市场规模约为 3514 亿元，同比增速约为 11.8%。

图17:2021H1-2024H1 中国互联网广告行业规模及增速



资料来源: Quest Mobile, 甬兴证券研究所

根据前瞻网的数据，从整个广告行业的发展趋势来看，未来五年仍然保持增长态势，前瞻据此预计，未来 5 年仍将保持较平稳的增速，2024-2029 年复合增长率保持在 11%左右。

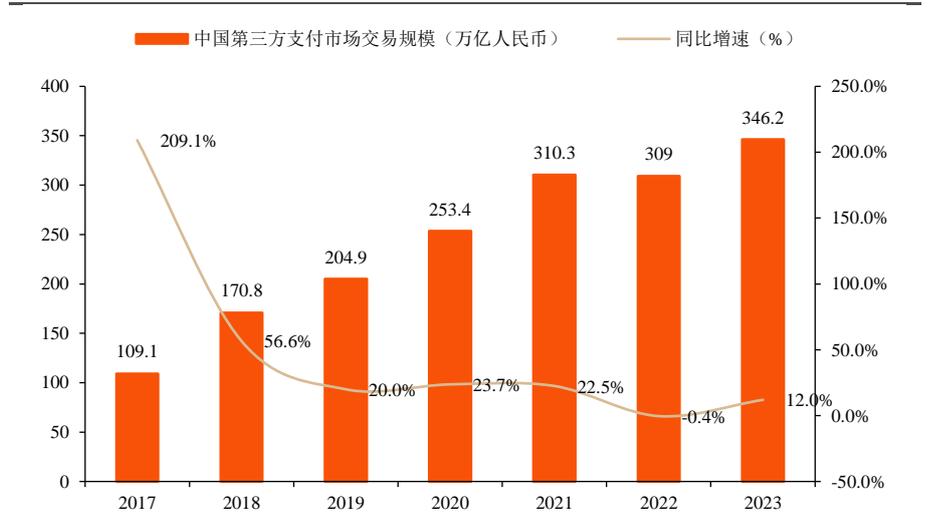
**视频号带动公司广告业务。**腾讯在 2024 年中期报告上表示，网络广告业务 2024 年第二季的收入同比增长 19%至 299 亿人民币，主要是受视频号及长视频的收入增长驱动。报告中提到，视频号总用户使用时长同比显著增长，得益于推荐算法的增强和更多本地化内容。

## 5. 金融科技及企业服务板块受益于第三方支付市场和云服务市场持续增长

### 5.1. 第三方支付市场持续增长

2023年，随着线上线下商业恢复明显，我国移动支付业务量增长取得稳健增长。作为我国移动支付业务重要补充力量的第三方移动支付市场全年交易规模为346.2万亿元人民币，同比增长12.0%。分季度来看，2023年第一、第二、第三、第四季度受益于国内出台的一系列稳增长政策落地见效，第三方移动支付业务始终保持稳中有升的发展态势，环比分别增长8.97%、2.17%、1.02%、6.59%。

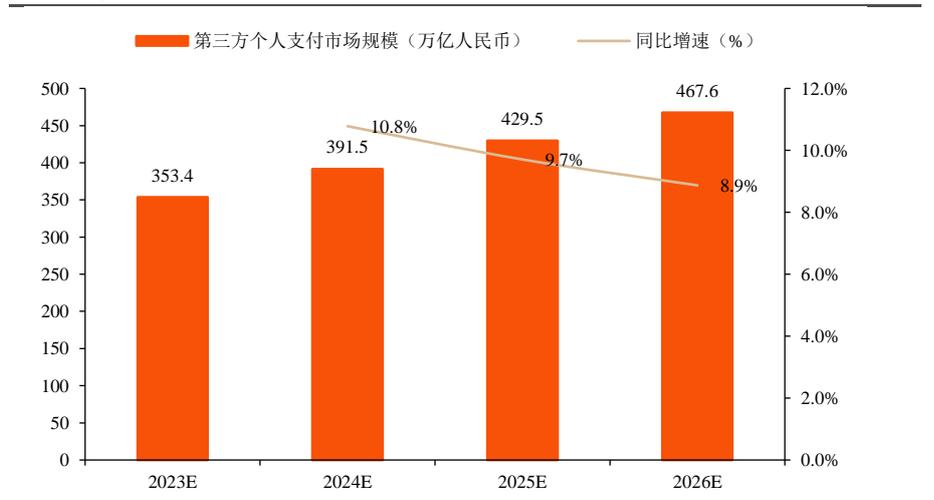
图18:中国第三方支付市场规模及增速



资料来源：易观咨询，甬兴证券研究所

据艾瑞咨询的资料，第三方个人支付市场的角逐基本稳定在头部两家支付机构之间，根据艾瑞咨询预计，2024-2026年第三方个人支付市场规模分别为391.5、429.6和467.6万亿，同比增速分别为10.8%、9.7%和8.9%。

图19:中国第三方个人支付市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，36kr，甬兴证券研究所

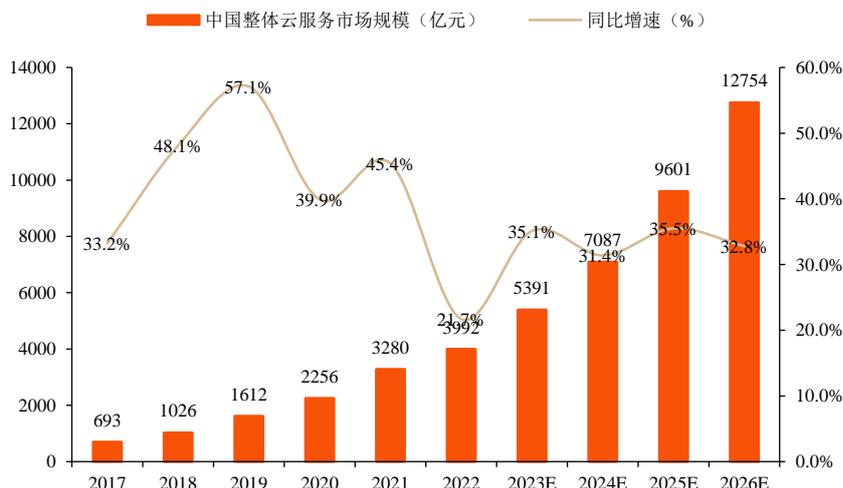
支付行业呈现出两强竞争的格局。根据前瞻网资料，支付宝与微信支付

是中国移动支付行业的两大巨头，二者的交易规模和用户数量远超其他竞争对手。根据移动支付网的数据，按交易规模统计，2023年Q3，支付宝和微信支付的交易量分别为118.19万亿元和67.81万亿元，合计占市场总份额94%以上。由于支付宝和微信支付与各自集团的其他业务(如电商、社交、生活服务)紧密集成，用户粘性和活跃度较高。具体来说，支付宝在金融产品和服务方面更为丰富，而微信支付则借助其强大的社交网络效应拓展线下支付场景。

## 5.2. 中国云服务市场持续增长，腾讯云有望受益

根据艾瑞网，2023年中国云服务市场继续保持较快增长。云服务作为数字经济的基础设施、作为互联网赋能实体产业的重要抓手，日益彰显其不可替代的经济价值与社会价值。与此同时，随着行业整体已从“概念阶段”过渡至“落地阶段”，需求侧趋于成熟稳定，市场正在加速向更细颗粒度的场景“缝隙”渗透。

图20:2017-2026年中国云服务市场规模及增速



资料来源：艾瑞网，甬兴证券研究所

根据IT之家援引Canalys消息，2024年第二季度，中国大陆云基础设施服务支出达到94亿美元(当前约660.73亿元人民币)，同比增长8%。阿里云、华为云和腾讯云继续主导市场，共占71%的市场份额。

腾讯云位居第三，市场份额达16%。2024年6月，腾讯云宣布向新迁移的企业用户免费提供混元大模型1亿个Tokens，以此吸引更多客户加入。腾讯云还推出了包括Pro、Standard和Lite的多种版本的混元大模型，并提供免费的专属迁移工具和服务，满足用户的多样化需求。在2024年9月的腾讯全球数字生态大会上，公司宣布其年收入超过100万元的人民币(约合14.2万美元)的合作伙伴数量增加了150%。认识到合作伙伴服务能力对提升渠道生态的重要性，腾讯云在2024年9月推出了新的伙伴计划，发展具有产品销售和服务经验渠道伙伴，同时试运行MSP服务商认证体系。

## 6. 盈利预测与估值

### 核心假设与盈利预测：

#### 1、核心假设：

公司是中国互联网行业的龙头公司。公司主要通过四个分部开展业务。增值服务分部主要从事提供网络游戏、视频号直播服务和视频付费会员服务社交网络服务。网络广告分部主要从事媒体广告、社交及其他广告业务。金融科技及企业服务主要提供商业支付、金融科技及云服务。其他分部主要从事投资、为第三方制作与发行电影及电视节目、内容授权，商品销售及其他活动。公司拥有庞大的社交网络用户基数，为各项业务的持续增长打下坚实的基础。

#### 2、增值服务

2024H1 公司增值服务营收增速为 2.54%，Q2 增速达到 6.21%。艾瑞咨询预计 2024-2026 年中国移动游戏行业增速分别为 4.65%、3.91%和 3.30%，据前瞻研究院消息，中国移动游戏行业两大龙头企业分别是腾讯和网易。2023 年，按公司游戏业务收入占比来看，腾讯的市场份额为 48.2%。小程序游戏发展迅速，公司有望充分受益。QuestMobile 数据显示，2024 年 2 月，小游戏市场迅速增长，微信小程序游戏活跃用户达 7.5 亿，在全景流量中占比达 80.3%。公司 2024 年半年报披露，小游戏总流水同比增长超 30%。参考行业平均增速和 2024 年上半年的增速，我们预计 2024-2026 年增值服务业务收入分别为 3225.43 亿元、3489.92 亿元和 3786.56 亿元，增速分别为 8.1%、8.2%和 8.5%。

#### 3、金融科技与企业服务

2024H1 公司金融科技及企业服务业务增速达到 5.55%，Q2 单季度增速为 3.71%。根据艾瑞咨询预计，2024-2026 年第三方个人支付市场规模分别为 391.5、429.6 和 467.6 万亿，同比增速分别为 10.8%、9.7%和 8.9%。根据移动支付网的数据，按交易规模统计，2023 年 Q3，支付宝和微信支付的交易量分别为 118.19 万亿元和 67.81 万亿元，合计占市场总份额 94%以上。根据 IT 之家援引 Canalys 消息，2024 年第二季度，中国大陆云基础设施服务支出达到 94 亿美元（当前约 660.73 亿元人民币），同比增长 8%，腾讯云份额第三。参考行业平均增速和 2024 年上半年的增速，预计公司 2024-2026 年，金融科技与企业服务收入分别为 2119.14 亿元、2206.04 亿元和 2298.67 亿元，增速分别为 4.0%，4.1%和 4.2%。

#### 4、在线广告

2024H1 公司在线广告业务同比增长 22.65%，Q2 单季度增速 19.47%。根据 Quest Mobile 数据，中国互联网广告行业持续增长，截止到 2024 年上半年，中国互联网广告市场规模约为 3514 亿元，同比增速约为 11.8%。前瞻产业研究院预计，未来 5 年仍将保持较平稳的增速，2024-2029 年复合增长率保持在 11%左右。腾讯在 2024 年中期报告上表示，网络广告业务 2024

年第二季的收入同比增长 19%至 299 亿人民币，主要是受视频号及长视频的收入增长驱动。参考行业平均增速和 2024 年上半年的增速，我们预计 2024-2026 年，公司在线广告业务收入分别为 1207.64 亿元、1461.24 亿元和 1797.32 亿元，同比增速约为 19%，21%和 23%。

### 5、其他产品

2024H1 该板块收入增速为 72.77%，参考历史数据，波动较大，因为占比较小，为了平抑波动，我们假定这块业务 2024-2026 年增速分别为 10%，10%和 10%。

### 6、毛利率假设

2021-2024H1 年，公司综合毛利率分别为 43.91%、43.05%、48.13%和 52.95%，2024H1 年，公司增值服务、金融科技与企业服务、网络广告和其他产品的毛利率分别为 57.15%、46.59%、55.24%和 19.10%。我们认为主要业务毛利率基本保持稳定增长，预计 2024-2026 年增值服务毛利率分别为 57.50%、58.00%、58.50%。预计 2024-2026 年金融科技与企业服务业务毛利率分别为 47.00%、48.00%、49.00%。在线广告业务受视频号快速发展带动，预计毛利率稳中有升。预计 2024-2026 年在线广告业务的毛利率分别为 56.00%、57.00%、57.50%。其他产品毛利率假定保持不变，预计 2024-2026 年其他产品毛利率分别为 20.00%、20.00%、20.00%。综合预计 2024-2026 年，公司综合毛利率为 53.52%、54.40%、55.18%。

**表4:公司分业务收入、成本、增速与毛利率预测 (单位:百万元)**

分业务收入测算	2023	2024E	2025E	2026E
增值服务	298375.00	322543.38	348991.93	378656.25
金融科技及企业服务	203763.00	211913.52	220601.97	229867.26
在线广告	101482.00	120763.58	146123.93	179732.44
其他产品	5395.00	5934.50	6527.95	7180.75
合计	609015.00	661154.98	722245.79	795436.68
分业务成本测算	2023	2024E	2025E	2026E
增值服务	136456.00	137080.93	146576.61	157142.34
金融科技及企业服务	123127.00	112314.17	114713.03	117232.30
在线广告	50138.00	53135.98	62833.29	76386.29
其他产品	6185.00	4747.60	5222.36	5744.60
合计	315906.00	307278.68	329345.29	356505.52
分业务增速	2023	2024E	2025E	2026E
增值服务	3.76%	8.10%	8.20%	8.50%
金融科技及企业服务	15.08%	4.00%	4.10%	4.20%
在线广告	22.67%	19.00%	21.00%	23.00%
其他产品	-25.01%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	9.82%	8.56%	9.24%	10.13%
分业务毛利率	2023	2024E	2025E	2026E
增值服务	54.27%	57.50%	58.00%	58.50%
金融科技及企业服务	39.57%	47.00%	48.00%	49.00%
在线广告	50.59%	56.00%	57.00%	57.50%
其他产品	-14.64%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	48.13%	53.52%	54.40%	55.18%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

**投资建议：**

**首次覆盖，给与“买入”评级。**公司是互联网企业龙头，也是国内游戏行业的龙头企业，有望充分受益于游戏行业的持续发展。同时公司积极推进视频号业务，带动在线广告收入增长迅速。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1703.64 亿元、1911.76 亿元、2162.84 亿元，同比增速分别为 47.86%、12.22%和 13.13%，EPS 分别为 18.38 元/股、20.63 元/股和 23.34 元/股，对应 11 月 27 号收盘价 402.80 港币，当天港币兑人民币汇率为 0.92，PE 分别为 20.16 倍、17.96 倍和 15.88 倍。对比网易，公司估值高于网易，考虑到公司收入和净利润增速预计均高于网易，我们给与“买入”评级。

## 7. 风险提示

### 1、公司回购进展较慢的风险

公司积极开展回购,如果未来公司回购速度较慢,可能会对公司股价造成不利影响。

### 2、视频号推进较慢的风险

公司大力推进视频号业务,如果视频号推进较慢,可能会对公司盈利产生不利影响。

### 3、游戏流水不及预期的风险

公司众多游戏产品不断推出,如果游戏产品的流水不及预期,可能会对公司盈利产生不利影响。

**资产负债表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	518,446	673,430	871,586	1,101,225
现金	172,320	272,430	411,558	579,284
应收账款及票据	46,606	49,587	55,172	61,867
存货	456	444	476	515
其他	299,064	350,969	404,381	459,559
非流动资产	1,058,800	1,096,323	1,128,217	1,159,910
固定资产	66,815	69,737	72,629	75,493
无形资产	198,191	201,800	205,228	208,485
其他	793,794	824,787	850,359	875,932
资产总计	1,577,246	1,769,753	1,999,803	2,261,135
流动负债	352,157	374,835	411,584	454,074
短期借款	41,537	50,635	59,734	68,832
应付账款及票据	115,109	111,969	120,010	129,907
其他	195,511	212,231	231,841	255,335
非流动负债	351,408	368,681	388,253	407,826
长期债务	292,920	312,493	332,065	351,638
其他	58,488	56,188	56,188	56,188
负债合计	703,565	743,516	799,838	861,900
普通股股本	0	0	0	0
储备	808,260	977,870	1,168,292	1,383,822
归属母公司股东权益	808,591	958,201	1,128,623	1,324,153
少数股东权益	65,090	68,036	71,342	75,083
股东权益合计	873,681	1,026,237	1,199,965	1,399,235
负债和股东权益	1,577,246	1,769,753	1,999,803	2,261,135

**利润表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	609,015	661,155	722,246	795,437
其他收入	0	0	0	0
营业成本	315,906	307,279	329,345	356,506
销售费用	34,211	35,041	38,640	42,954
管理费用	103,525	107,768	118,448	131,247
研发费用	64,078	68,099	76,558	85,112
财务费用	-1,923	2,267	-72	-3,581
除税前溢利	161,324	222,478	249,977	283,172
所得税	43,276	49,168	55,495	63,147
净利润	118,048	173,310	194,482	220,024
少数股东损益	2,832	2,946	3,306	3,740
归属母公司净利润	115,216	170,364	191,176	216,284

**现金流量表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	221,962	179,226	210,518	238,707
净利润	115,216	170,364	191,176	216,284
少数股东权益	2,832	2,946	3,306	3,740
折旧摊销	59,008	10,942	11,152	11,352
营运资金变动及其他	44,906	-5,026	4,884	7,331
投资活动现金流	-125,161	-79,596	-71,206	-70,133
资本支出	-47,407	-17,473	-17,473	-17,473
其他投资	-77,754	-62,123	-53,733	-52,660
筹资活动现金流	-82,573	1,234	570	-95
借款增加	2,652	28,671	28,671	28,671
普通股增加	-42,697	0	0	0
已付股利	-20,983	-7,437	-8,101	-8,766
其他	-21,545	-20,000	-20,000	-20,000
现金净增加额	15,581	100,110	139,128	167,726

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	9.82%	8.56%	9.24%	10.13%
归属母公司净利润	-38.79%	47.86%	12.22%	13.13%
获利能力				
毛利率	48.13%	53.52%	54.40%	55.18%
销售净利率	18.92%	25.77%	26.47%	27.19%
ROE	14.25%	17.78%	16.94%	16.33%
ROIC	9.65%	12.60%	12.21%	11.94%
偿债能力				
资产负债率	44.61%	42.01%	40.00%	38.12%
净负债比率	18.56%	8.84%	-1.65%	-11.35%
流动比率	1.47	1.80	2.12	2.43
速动比率	1.46	1.78	2.11	2.41
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.40	0.38	0.37
应收账款周转率	13.23	13.75	13.79	13.59
应付账款周转率	2.90	2.71	2.84	2.85
每股指标 (元)				
每股收益	12.19	18.38	20.63	23.34
每股经营现金流	23.41	19.34	22.72	25.76
每股净资产	85.27	103.40	121.78	142.88
估值比率				
P/E	24.09	20.16	17.96	15.88
P/B	3.44	3.58	3.04	2.59
EV/EBITDA	13.49	14.96	13.08	11.26

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。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、转载、刊登和引用者承担。

### 重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司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本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。