

腾讯控股 (00700.HK)

AI 布局行稳致远，生态赋能打造增长乘数

买入 (维持)

2024 年 12 月 24 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书: S0600521070001

zhangjiaqi@dwzq.com.cn

证券分析师 陈欣

执业证书: S0600524070002

chenxin@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	554552	609015	658160	716550	782730
同比(%)	(1.21)	9.82	8.07	8.87	9.24
归母净利润 (百万元)	188243	115216	163001	185874	210225
同比(%)	(16.27)	(38.79)	41.47	14.03	13.10
Non-IFRS 净利润	115649	157688	217396	240603	265288
同比(%)	(7)	36	38	11	10
EPS-最新摊薄 (元/股)	20.31	12.43	17.59	20.06	22.68
P/E (现价最新摊薄)	19.42	31.73	22.43	19.67	17.39
PE (Non-IFRS)	31.62	23.19	16.82	15.20	13.78

投资要点

■ **发展历程：“产业实用”核心战略，大模型+应用并重。**公司于 2012 年起布局 AI，各事业部内建 AI 团队，以垂直领域应用落地为导向。2018 年明确 AI 战略发展方向，从专注应用落地升级为通用人工智能研究，2022 年首次对外披露“混元”大模型研发进展，2023 年 3 月于年度业绩说明会上提出“认为 AI 技术将有望成为企业中长期重要增长乘数之一”，2023 年 9 月，通用大语言模型——混元大模型正式亮相，并通过腾讯云对外开放。2024 年 5 月一站式 AI 智能体创作与分发平台「腾讯元器」、基于混元大模型的智能助手 APP「腾讯元宝」上线。公司以应用落地、产业实用为导向，加大了对基础模型的投入，形成了大模型+工具+应用的布局。

■ **产品布局：多元应用生态承接，期待增长乘数效应。**公司 AI 布局涵盖 B+C 两端，其中 C 端包括：1) 已有应用接入 AI 功能，2) AI 原生应用；B 端以大模型+云服务+PaaS 模式接入生产场景。

- ✓ **模型侧：**根据 SuperCLUE《中文大模型基准测评 2024 年 8 月报告》，在 11 个能力项的测评中，腾讯混元在其中 8 项核心任务上排名国内第一。
- ✓ **应用侧——已有应用/场景：**1) 根据腾讯公众号，截至 2024/11，腾讯内部已有近 700 个业务及场景已接入混元大模型，部分应用的 AI 功能已开启商业化。2) 广告：2024 年升级广告投放 3.0 系统，AI 更懂广告、懂业务、懂受众，同时上线一站式 AI 广告创意平台“妙思”，优化广告投放流程，商业化潜力有望逐步释放。3) 游戏：聚焦决策 AI 和生成式 AI，覆盖游戏研发、发行、运营全生命周期，期待 AI 创新玩法落地。
- ✓ **应用侧——原生 AI：**1) 腾讯元宝：2024 年 5 月上线，提供 AI 搜索、AI 长文本阅读、AI 写作、创意头像等功能，2024 年 11 月升级 2.0，联动腾讯文档等生态产品。2) ima.copilot: 差异化 AI 智能工作台，联动公司生态产品，提供 AI 搜索、AI 知识库、AI 笔记功能。3) 腾讯元器：AI Agent 平台，支持全域分发，提升 AI 智能体落地效率和实用性。4) AI 工具：涵盖文本、音乐、图像、视频等。

■ **盈利预测与投资评级：**我们认为腾讯 AI 的一大优势是其应用生态丰富，一方面为公司 AI 产品提供了高效触达用户的流量入口，另一方面使得公司 AI 产品实用性增强，加速 AI 产品落地和商业化。我们预计 2024-2026 年公司经调整净利润为 2174/2406/2653 亿元，对应 2024-2026 年 PE (Non-IFRS) 为 17/15/14 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**AI 进展不及预期风险，行业竞争加剧风险，宏观经济恢复不及预期，行业监管趋严风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	420.20
一年最低/最高价	260.20/482.40
市净率(倍)	4.30
港股流通市值(百万港元)	3,894,281.80

基础数据

每股净资产(元)	97.68
资产负债率(%)	43.10
总股本(百万股)	9,267.69
流通股本(百万股)	9,267.69

相关研究

《腾讯控股(00700.HK): 2024Q3 业绩点评: 利润大超预期，金融支付毛利率提升 6.85pct》

2024-11-19

《腾讯控股(00700.HK): 2024Q2 业绩点评: 利润大超预期，业务毛利率均大幅提升》

2024-08-20

内容目录

1. 发展历程：兼具应用落地与基础研究	4
2. 布局梳理：多元应用生态承接，期待增长乘数效应	5
2.1. 模型侧：基础能力持续升级，构筑多模态能力	5
2.2. 应用侧：生态承接 AI 落地，B、C 端有望齐头并进	7
2.2.1. 已有应用：接入 AI 功能，提效并尝试商业化	7
2.2.2. 已有场景——广告：AI 提质增效，商业化潜力释放	8
2.2.3. 已有场景——游戏：AI 赋能全生命周期	11
2.2.4. AI 原生应用——元宝：持续打磨产品，推广较为克制	14
2.2.5. AI 原生应用——ima.copilot：差异化 AI 智能工作台	15
2.2.6. AI 原生应用——腾讯元器：AI Agent 平台，支持全域分发	16
2.2.7. AI 原生工具：涵盖文本、音乐、图像、视频	16
3. 盈利预测与投资评级	17
4. 风险提示	18

图表目录

图 1: 腾讯 2017 年 “AI in All” 战略	4
图 2: 腾讯 AI 布局一览	5
图 3: SuperCLUE 模型象限 (2024/9/2)	6
图 4: SuperCLUE 基准表现: Hunyuan-Turbo-Preview	6
图 5: 公司 B+C 端 AI 布局情况	7
图 6: 腾讯会议 AI 功能定价情况 (截至 2024/12/23)	8
图 7: 2022 年腾讯广告系统全面升级	8
图 8: 腾讯广告系统全面升级的赋能作用	9
图 9: 腾讯广告投放系统 3.0 升级后, 从标签选择升级到商品理解	9
图 10: 腾讯广告妙思优化广告投放流程	10
图 11: 腾讯广告妙思 AI 创作广告素材	10
图 12: 腾讯自研游戏全生命周期 AI 引擎 “GiiNEX”	11
图 13: 《王者荣耀》“绝悟试炼” 玩法	12
图 14: 腾讯 AI 辅助生成游戏角色动作	13
图 15: 腾讯 AI 生成 3D 数字城市场景: 40 分钟生成 25 平方千米城市	13
图 16: 腾讯元宝 APP 界面	14
图 17: 元宝 X 腾讯文档生态打通	15
图 18: 元宝 APP 国内双端下载量 (单位: 次)	15
图 19: 元宝 APP 国内双端 DAU (单位: 人)	15
图 20: ima 用户交互界面	16
图 21: 腾讯元器创建智能体并分发至腾讯应用生态	16
图 22: 腾讯部分 AI 工具平台情况	17
图 23: 微信及 WeChat、QQ 移动版 MAU 情况 (百万人)	18
图 24: 社交、短视频、电商 APP DAU/MAU 情况	18
图 25: 社交、短视频、电商 APP 月人均使用时长 (min)	18

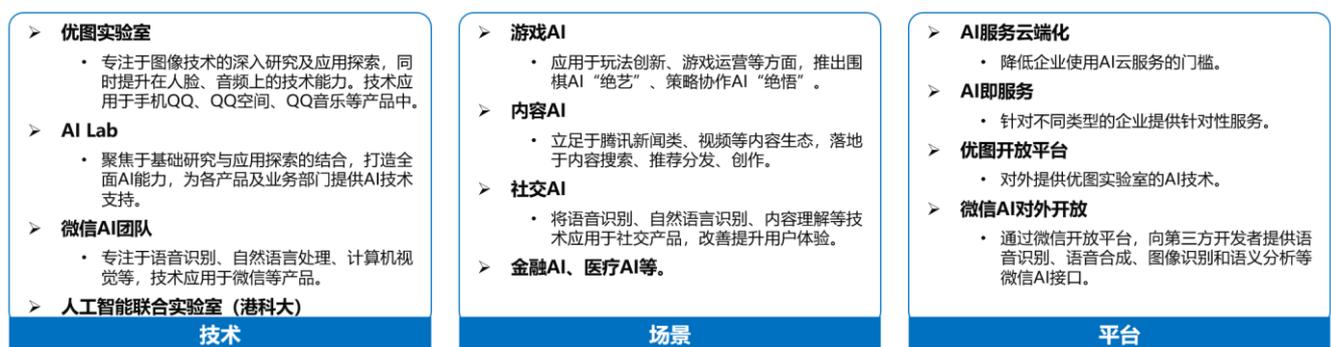
1. 发展历程：兼具应用落地与基础研究

2012-2017年：“实验室”制，各事业群内建AI团队，以垂直领域应用落地为导向，对内深度联动游戏、社交、内容等一线业务，对外赋能行业。

- ✓ 2012年：此前的社交网络事业群（SNG）成立优图实验室，专注于计算机视觉领域，包括人脸识别、图像识别、OCR 等技术的研发和应用。
- ✓ 2015年：微信事业群（WXG）成立微信 AI 实验室，专注于自然语言处理，图像和视频，数据挖掘和文档理解。
- ✓ 2016年：技术工程事业群（TEG）成立 AI Lab，专注于计算机视觉、语音识别、自然语言处理和机器学习。
- ✓ 2017年：公布“AI in All”战略，提出“Make AI Everywhere”愿景，并公布“基础研究——场景共建——AI 开放”三层结构，落地社交、内容、游戏、医疗、零售、金融、安防、翻译八大场景。

我们认为，这一阶段，在BAT（百度、阿里巴巴、腾讯）中，公司的AI能力尚处于早期追赶阶段，相比于阿里巴巴成立达摩院、百度的AIG事业群，公司的AI布局立足于已有业务布局，与内部业务场景联系更为紧密，且更强调实用性，比如优图实验室的人脸检测技术应用于QQ空间的“面孔墙”（可自动归类照片）、人体跟踪算法应用于微视，微信AI实验室的自然语言处理技术应用于语音输入和转文字功能等。

图1：腾讯2017年“AI in All”战略



数据来源：钛媒体，智东西，腾讯研究院，东吴证券研究所

2018年至今：战略升级，从专注应用落地升级为通用人工智能研究。

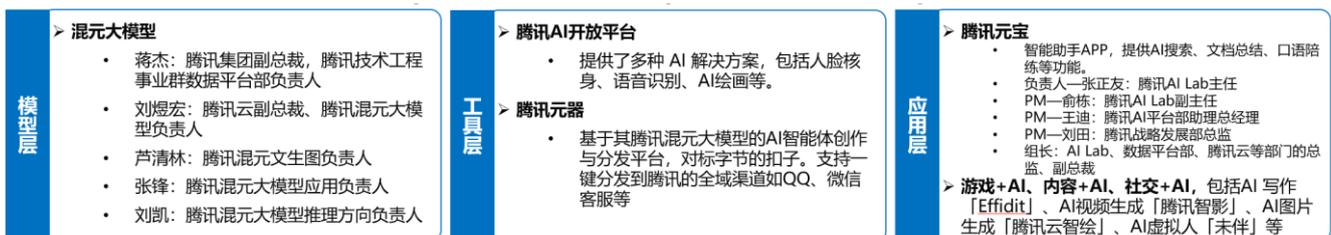
- ✓ 2018年：公司发布更明确的AI战略发展方向。1) 致力于发展通用人工智能研究。2) 成立机器人实验室“腾讯Robotics X”，与同样隶属于技术工程事业群（TEG）的AILab构建AI+机器人双基础部门，打造虚拟世界到真实世界的

载体与连接器。

- ✓ 2019-2021年：2019年腾讯副总裁姚星于“腾讯数字生态大会”上分享，公司已建立两大实验室矩阵，包括致力于基础研究和应用的AI Lab深圳及西雅图、优图、微信AI四大实验室，以及涵盖机器人、量子计算、5G、边缘计算、IoT和音视频技术等前沿科技实验室矩阵，并提出了技术落地应用，公司还投入并重视基础研究，持续聚焦攻克两大问题：多模态研究、通用人工智能。此后公司AI技术积累、应用落地、商业化及平台开放等持续推进。
- ✓ 2022年：首次对外披露“混元”大模型研发进展，完整覆盖了NLP（自然语言处理）、CV（计算机视觉）、多模态等基础模型和众多行业模型。
- ✓ 2023年：1）3月，公司于年度业绩说明会上提出“认为AI技术将有望成为企业中长期重要增长乘数之一”；2）9月，公司的通用大语言模型——混元大模型正式亮相，并通过腾讯云对外开放。
- ✓ 2024年：AI持续推进，截至5月，混元大模型已经在600多个腾讯内部业务和场景中落地测试，5月，一站式AI智能体创作与分发平台「腾讯元器」、基于混元大模型的人工智能助手APP「腾讯元宝」上线。

我们认为，这一阶段公司在延续了此前的应用落地导向的基础上，加大了对基础模型的投入，形成了大模型+工具+应用的布局。AI组织结构上也较为复杂，混元大模型、腾讯元宝的开发抽调了各业务线的团队。

图2：腾讯AI布局一览



数据来源：量子位，腾讯技术工程公众号，市界，腾讯公众号，Z Finance，东吴证券研究所

2. 布局梳理：多元应用生态承接，期待增长乘数效应

2.1. 模型侧：基础能力持续升级，构筑多模态能力

腾讯混元大模型（Tencent Hunyuan）由公司全链路自研，采用混合专家模型(MoE)

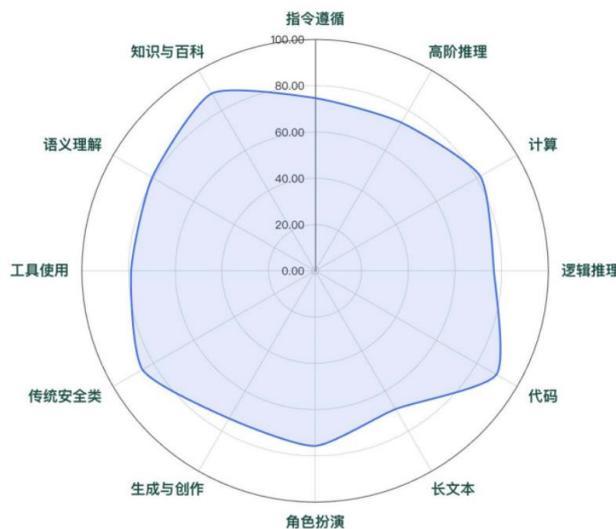
结构，拥有万亿参数规模，除了通用能力和文生文，在文生图、图生文以及视频生成等多模态能力上也有比较突出的表现。根据 SuperCLUE 《中文大模型基准测评 2024 年 8 月报告》，在 11 个能力项的测评中，腾讯混元在其中 8 项核心任务上排名国内第一。此外，混元 API 支持 AI 搜索联网插件，通过整合腾讯优质的内容生态，提供强大的时新、深度内容获取和 AI 问答能力。

图3: SuperCLUE 模型象限 (2024/9/2)



数据来源：腾讯混元公众号，东吴证券研究所

图4: SuperCLUE 基准表现: Hunyuan-Turbo-Preview



数据来源：腾讯混元公众号，东吴证券研究所

2.2. 应用侧：生态承接 AI 落地，B、C 端有望齐头并进

截止 2024 年 12 月，公司 AI 布局涵盖 B+C 双端，其中 C 端包括：1) 已有应用接入 AI 功能，2) AI 原生应用；B 端以大模型+云服务+PaaS 模式接入生产场景。

图5：公司 B+C 端 AI 布局情况



数据来源：腾讯官网，东吴证券研究所绘制

2.2.1. 已有应用：接入 AI 功能，提效并尝试商业化

根据腾讯公众号，截至 2024/11，腾讯内部已有近 700 个业务及场景已接入混元大模型，包含腾讯会议、企业微信、腾讯文档、微信、QQ、腾讯客服等：

- ✓ **腾讯会议**：2024 年 2 月上线 AI 小助手，基于混元大模型帮助用户进行会前准备，会中提醒与实时问答响应，会后整理会议纪要、待办事项，目前 AI 小助手限时开放给个人会员订阅，不限次数开放给团队会员订阅、商业版。
- ✓ **腾讯文档**：上线 AI 文档助手，深度融合“读、写、搜”三大核心办公功能于一体，具备长文本阅读、AI 创作、AI 搜索（依托腾讯生态，涵盖微信公众号、腾讯文库资源）功能，目前超级会员、超级会员 Plus 每月可使用 100 次、500 次。
- ✓ **腾讯客服**：基于混元大模型支持客服多轮对话，在腾讯游戏、金融科技、腾讯视频、医疗健康、支付等多场景率先落地，业务喊人功率显著降低；同时作为客服助手，为人工客服提供推荐话术、历史工单摘要等支持，根据腾讯云官网，腾讯客服的 AI 话术采纳率达 90%。

图6: 腾讯会议 AI 功能定价情况 (截至 2024/12/23)

个人/教育公益特惠			团队会员版			商业版
免费版 高清音视频会议, 高级能力应用内请 ¥0 立即下载	100人·个人 通用日常办公, 享不定时会议 ¥49/月 半年9折 立即下载	100人·教育/公益特惠 仅面向学生、教师、公益组织成员 ¥30/月 半年9折 立即下载	100人·团队 更大录制空间, 支持AI小助手 ¥98/月 立即下载	300人 不定时会议, 更高效的协作效率及更优质的会议体验 ¥499/月 立即下载	500人 更大规模的不定时会议, 更高效的协作效率及更优质的会议体验 ¥999/月 立即下载	商业版 不定时会议, 为中小企业提供多端登录, 高效的会议协作方案 ¥199/月起 签约服务费9折 立即购买
包含功能: ✓ 召开100人会议 ✓ 单场会议45分钟时长限制 ✓ 100M云录制空间 ✓ 智能录制每月2次 ✓ 不定时会议字幕 & 实时转写 ✓ 最多30人同时开启视频	免费版全部功能, 以及: ✓ 召开100人会议 ✓ 不定时会议 ✓ 400M云录制空间 ✓ 智能录制不限次 ✓ 不定时会议字幕 & 实时转写 ✓ 多端入会 ✓ 共享桌面最高支持屏数>30块 ✓ 限时体验: AI小助手 ✓ 最多40人同时开启视频	免费版全部功能, 以及: ✓ 召开100人会议 ✓ 不定时会议 ✓ 400M云录制空间 ✓ 智能录制不限次 ✓ 不定时会议字幕 & 实时转写 ✓ 多端入会 ✓ 共享桌面最高支持屏数>30块 ✓ 限时体验: AI小助手 ✓ 最多100人同时开启视频	免费版全部功能, 以及: ✓ 召开300人会议 ✓ 不定时会议 ✓ 1000M云录制空间 ✓ 智能录制不限次 ✓ 不定时会议字幕 & 实时转写 ✓ 多端入会 ✓ 共享桌面最高支持屏数>30块 ✓ AI小助手不限次数 ✓ 最多300人同时开启视频	免费版全部功能, 以及: ✓ 召开500人会议 ✓ 不定时会议 ✓ 1000M云录制空间 ✓ 智能录制不限次 ✓ 不定时会议字幕 & 实时转写 ✓ 多端入会 ✓ 共享桌面最高支持屏数>30块 ✓ AI小助手不限次数 ✓ 最多500人同时开启视频	包含功能: ✓ 定制100-200人会议 ✓ 4000M云录制空间 ✓ 最多1000人同时开启视频 ✓ 10位联席主持人 ✓ 自定义名称 ✓ API能力对接 ✓ 支持特约汇报 ✓ 邀请并席 ✓ 智能录制不限次 ✓ 多端入会 ✓ 共享桌面最高支持屏数>30块 ✓ AI小助手不限次数	

数据来源: 腾讯会议官网, 东吴证券研究所

2.2.2. 已有场景——广告: AI 提质增效, 商业化潜力释放

软硬结合, 技术提效。2022年腾讯广告系统完成全面升级, 在自研的太极机器学习平台上, 通过混元 AI 大模型、广告大模型, 强化了系统的理解和运算能力, 从而高效达成广告主“起量、成本和稳定性”的三大效果指标, 更好满足广告主诉求。2023年全年业绩会上, 董事会主席兼首席执行官马化腾表示“2023年, 广告 AI 模型的改进显著提升了精准投放的效果”。

图7: 2022年腾讯广告系统全面升级



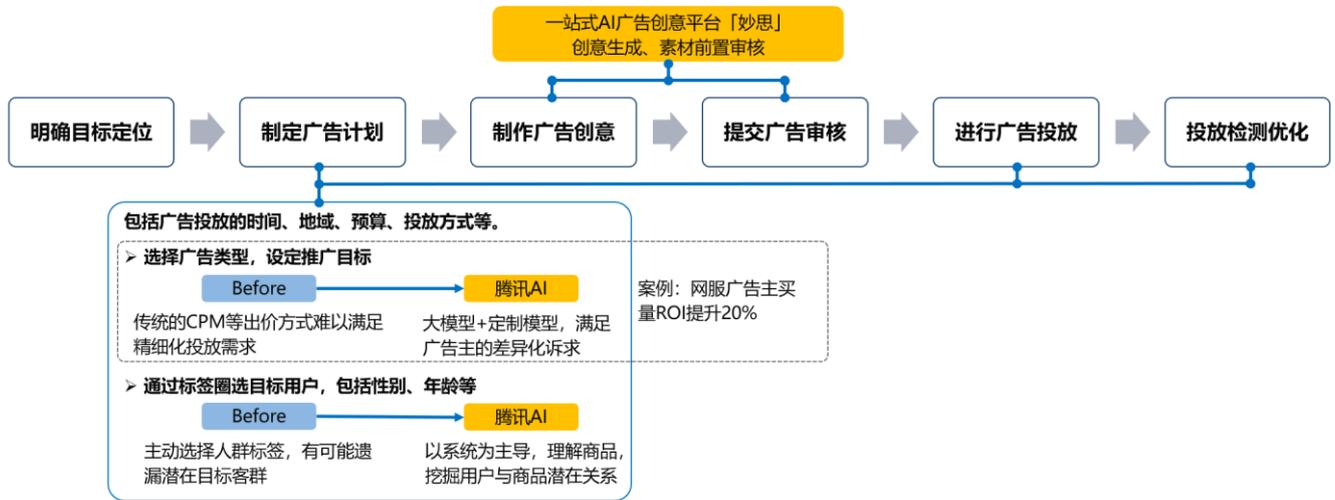
数据来源: 腾讯广告公众号, 东吴证券研究所

2024年腾讯升级广告投放3.0系统, AI赋能下, 更懂广告、懂业务、懂受众, 清理重复基建, 精准匹配人货。根据腾讯广告公众号2024年6月文章, 新广告投放(3.0)已覆盖腾讯95%的广告投放, 助力行业大盘整体投放稳定性提升26%, 达成率提升8.7%, 起量率提升207%。

拆解广告投放流程来看, AI 提效主要体现在: 1) 广告投放计划制定、投放过程中,

AI 更了解商品、用户的关系，更高效匹配目标用户，降低了对优化师的经验依赖，从而降低了广告投放门槛，同时更高效的匹配带来了更优的 ROI。2) 广告创意制作过程中提供文生图、图生图等 AI 创意工具，并前置广告内容审核，简化广告制作和投放流程。

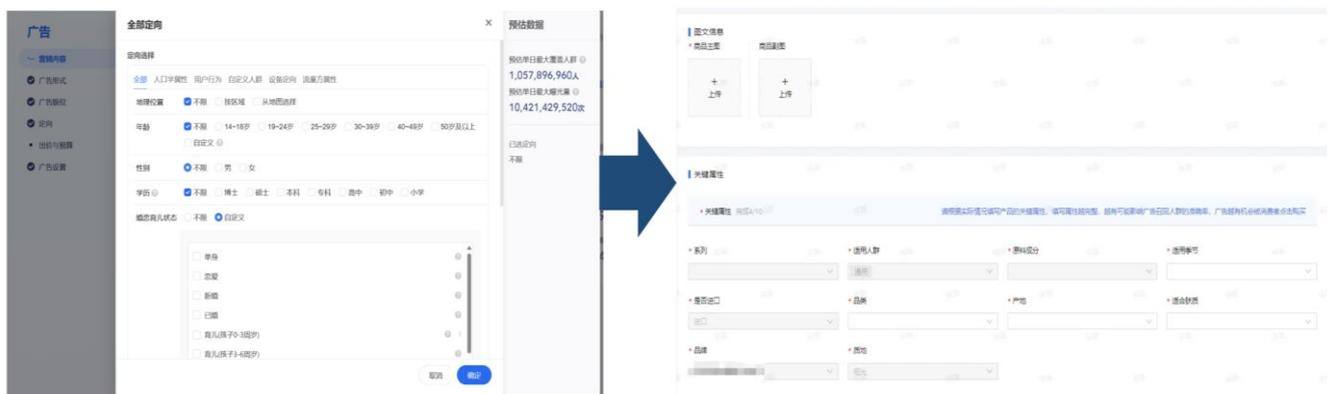
图8: 腾讯广告系统全面升级的赋能作用



数据来源: 腾讯广告公众号, 东吴证券研究所绘制

广告计划制定、投放: 更懂广告、业务、受众。 系统取代广告优化师的个人经验, 更懂营销诉求。混元大模型的多模态理解能够快速“理解”广告素材中的商品名称、规格等信息, 叠加在与广告主合作中引入的行业专业知识, 让其能够理解广告主的营销诉求, 并据此推理出对此广告感兴趣的人群。我们认为, 相比于依赖于广告优化师人工经验的标签选投模式, AI 加持下的系统化投放: 1) 效率高 有望带来 ROI 提升&广告预算增加; 2) 门槛更低 有望带来更多广告投放需求。

图9: 腾讯广告投放系统 3.0 升级后, 从标签选择升级到商品理解



数据来源: 腾讯广告公众号, 东吴证券研究所

广告创意制作：优化流程，提升广告素材制作、投放速度，降低素材成本。一站式 AI 广告创意平台「腾讯广告妙思」以腾讯混元大模型为基底，为广告主提供文生图、图生图、商品背景合成、妙思衍生、特定风格 LORA 等不同场景的创意工具。

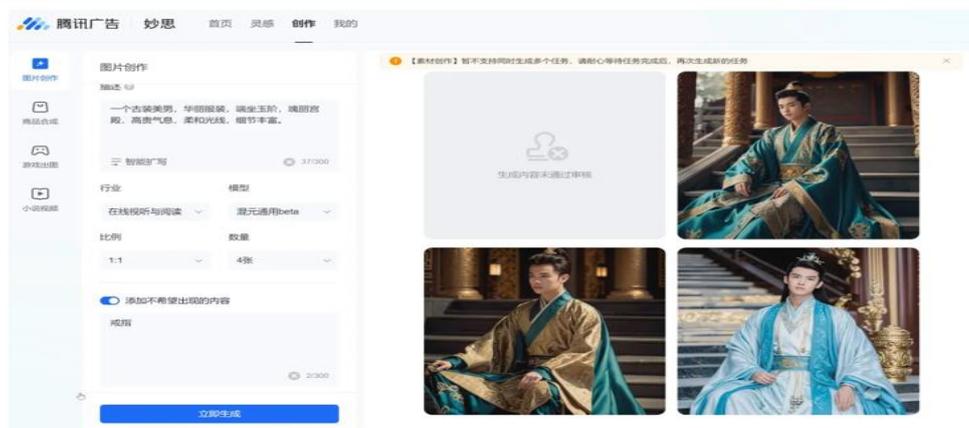
- ✓ **加速素材制作：**以涉及人像的广告创意制作为例，传统的广告创意需要设计师根据需求，设计制作创意、真人拍摄、后期制作等，一个广告创意制作可能耗费设计师 2-3 天，而在熟练掌握 Prompt 及 AI 工具后，设计师使用 AI 可以做到小时内、甚至几分钟就完成一份成熟可用的素材。
- ✓ **审核前置，节省审核、修改时间：**由于广告行业对投放内容有着严格标准，广告素材制作完成后仍需平台审核，单个创意可能耗费数个小时时间。基于行业经验和广告审核法规，「腾讯广告妙思」将广告文字、图等的审核前置，比如拒绝响应不符合投放标准的提示词、拦截不合法规的生成图等，避免广告主浪费时间和精力在不符合标准的素材上，加速广告投放过程，根据腾讯广告官方数据，使用妙思生成的素材平均审核等待时长缩短 81%。

图10：腾讯广告妙思优化广告投放流程



数据来源：腾讯广告公众号，东吴证券研究所

图11：腾讯广告妙思 AI 创作广告素材



数据来源：腾讯广告公众号，东吴证券研究所

2.2.3. 已有场景——游戏：AI 赋能全生命周期

聚焦 AI Bot 与 AIGC 两大方向。腾讯 AI Lab 于 2016 年成立，以游戏 AI 作为主要研究方向之一，专注于决策 AI（单智能体决策 AI “绝艺”、多智能体决策 AI “绝悟”）和生成式 AI 两大方向，已覆盖游戏研发、发行、运营、周边生态全链路，品类上已涵盖 MOBA、射击、足球等多个游戏类型。

GDC 2024 会上，腾讯 AI Lab 发布自研游戏全生命周期 AI 引擎 “GiiNEX”：借助腾讯自研生成式 AI 和决策 AI 模型，面向 AI 驱动的 NPC、场景制作、内容生成等领域，可提供包括 3D 图形、动画、城市及音乐等多种 AIGC 能力。在 GiiNEX 引擎助力下，原本需要 5 天才能完成的城市建模任务，现在只需要 25 分钟即可完成。

图12：腾讯自研游戏全生命周期 AI 引擎 “GiiNEX”



数据来源：腾讯 AI 实验室公众号，东吴证券研究所

决策 AI——多智能体决策 AI “绝悟”，帮助游戏运营，提升用户活跃与留存。绝悟”已在 MOBA、FPS、RTS、3D 开放世界等多类复杂策略游戏中取得了国际顶尖的研究成果，基于不断提升的复杂长期决策和团队协作能力，“绝悟”也已应用于多款游戏，赋能游戏制作与运营环节。

- ✓ AI 教学降低游戏门槛。在《王者荣耀》“绝悟试炼”玩法中，「王者绝悟」身兼队友及老师，与玩家在真实对战环境中交流协作，并在过程中向玩家传授职业级的策略与操作技术，帮助玩家迅速熟悉英雄操作与游戏玩法。数据显示，在引入「王者绝悟」AI 教学后，玩家单局游戏主动沟通的次数提高了 56%，提

高了 PVE 玩法的可玩性。

- ✓ **AI 扮演玩家对手或队友，提供创新玩法，期待更多 AI 原生玩法探索创新。**除 AINPC、AI 接管离线玩家保障对局进行、匹配“人机”减少等待时间等以外，AI 也在逐步创新玩法，比如腾讯 AILab 与《穿越火线》手机版合作打造了「明星玩法」——挑战职业选手。AI 通过模仿职业选手，掌握他们的典型个人风格，玩家则感觉像在与真实的职业选手对抗。该玩法上线后大受欢迎，对局数量较平时平均数提升了 3-4 倍。

图13: 《王者荣耀》“绝悟试炼”玩法

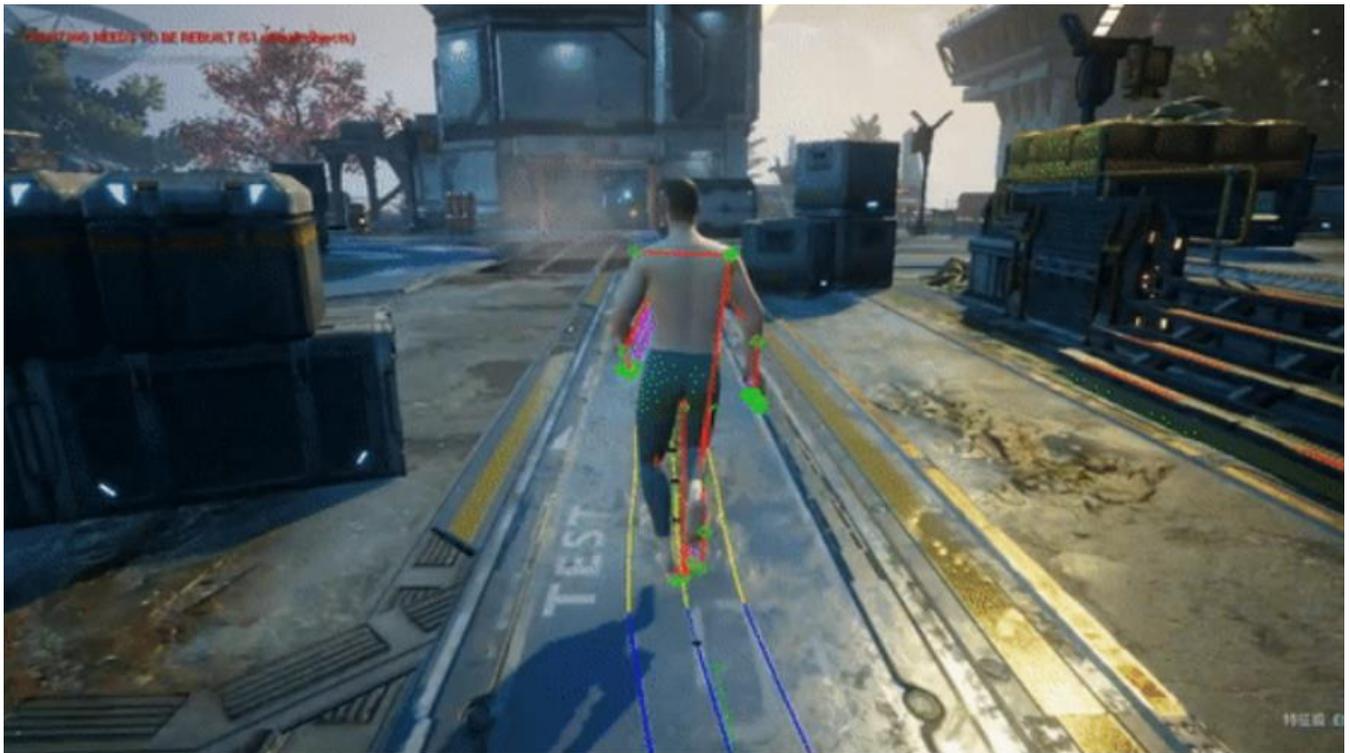


数据来源：腾讯 AI 实验室公众号，东吴证券研究所

生成式 AI：提升游戏制作效率，降低成本。腾讯 AILab 已研发角色动画生成、场景生成、剧情与关卡生成等 AI 解决方案，提升游戏内容和数字资产的生产效率。

- ✓ **AI 辅助生成角色动作。**AI 在大量的运动数据集上学习人体动作，将捕获的运动数据与场景地形数据相匹配，完成准确、流畅的动作反应，如行走、跑步、跳跃等，将原本数周工作量减少到几小时。
- ✓ **3D 虚拟场景自动生成解决方案。**通过将 AI 整合到 PCG 流程，只需要简单的输入和调试，几周时间即可生成一个 25 万平方公里的三维城市模型，包含逼真的城市布局及数千栋建筑。按照传统流程制作这样的场景，则需要以年为单位时间进行计算。

图14: 腾讯 AI 辅助生成游戏角色动作



数据来源: 腾讯 AI 实验室公众号, 东吴证券研究所

图15: 腾讯 AI 生成 3D 数字城市场景: 40 分钟生成 25 平方千米城市

腾讯 AI Lab 生成式 AI 案例: 3D 数字城市场景生成

更低成本创造风格多样、贴近现实的虚拟城市, 大幅提升 3D 虚拟场景的生产效率

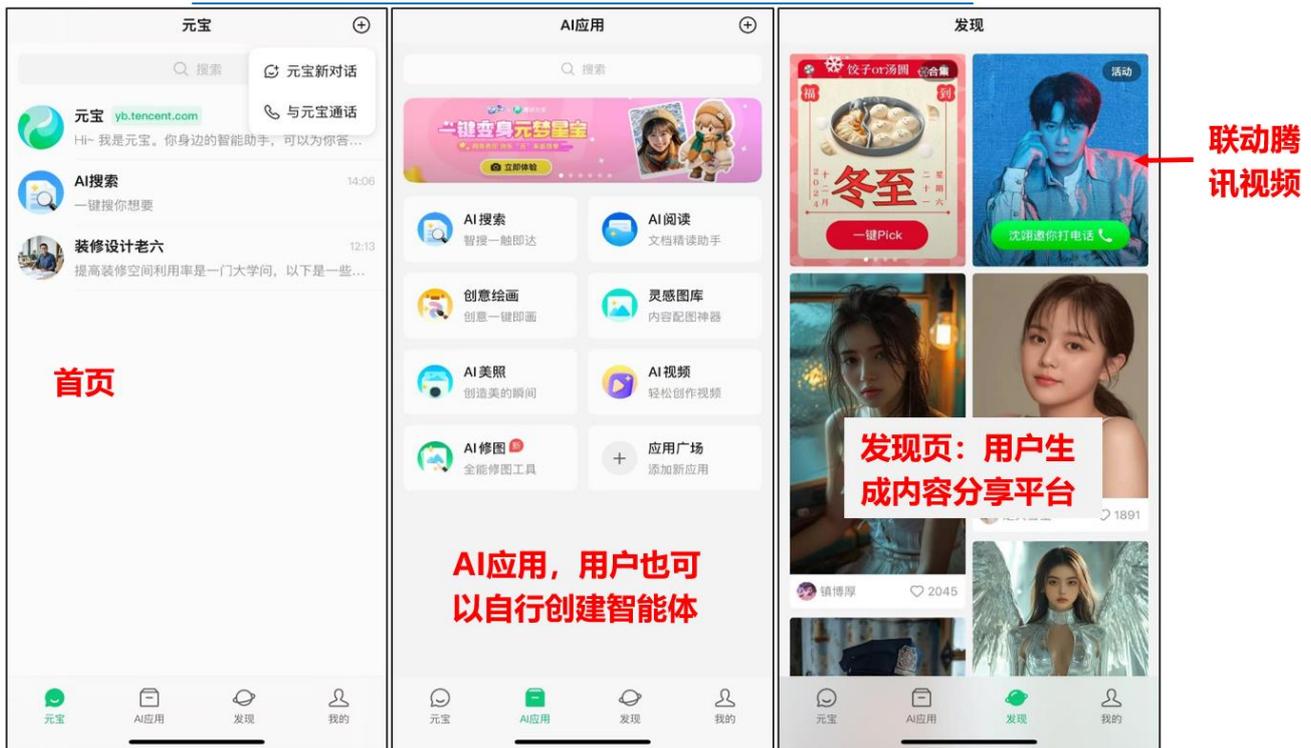
城市概览		
城市面积 25 平方千米 (5 x 5 千米)	城市布局生成时间 40 分钟	道路总长度 130 千米
高速路总长度 16 千米	建筑总数量 4416 栋	变体外观建筑数量 925 栋
独特外观建筑数量与生成时间 157 栋, 17.5 分钟 / 栋	室内映射 384,000 个	

数据来源: 腾讯 AI 实验室公众号, 东吴证券研究所

2.2.4. AI原生应用——元宝：持续打磨产品，推广较为克制

腾讯元宝是公司基于混元大模型推出的面向C端用户的AI产品，于2024年5月30日上线，具备看、听、说、视频等多模态能力，提供AI搜索、AI长文本阅读、AI写作、创意头像等功能，为用户在职场办公、知识学习、趣味创作、生活百科等多个领域提高效率和生活辅助。2024年11月，元宝2.0更新，升级交互界面，整合微信视频号、QQ音乐等特色信息源，联动腾讯文档等生态产品。

图16：腾讯元宝APP界面



数据来源：元宝APP，东吴证券研究所绘制

持续打磨产品，放大强应用生态优势。

- 1) 内容联动：**与腾讯视频联动，推出《长相思》角色AI、《猎罪图鉴2》角色AI功能，让用户体验与热门角色对话、剧情互动等。
- 2) 生态联动：**2024年11月更新的元宝2.0中，AI搜索信息源除了微信公众号外，升级整合了微信视频号、QQ音乐等特色信息源，同时也融入腾讯文档、电脑管家、搜狗输入法等生态产品。我们以腾讯文档为例，用户在腾讯元宝中使用“AI写作”生成文章后，可点击“去腾讯文档编辑”，无缝衔接到腾讯文档编辑环节，使用AI文档助手优化调整。

图17: 元宝 X 腾讯文档生态打通

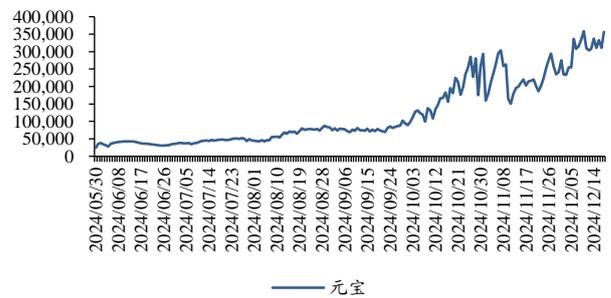
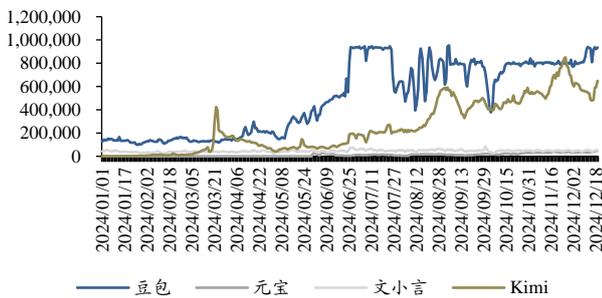


数据来源: 元宝 APP, 东吴证券研究所绘制

推广较为克制, 后续用户规模增长值得期待。根据点点数据, 截止 2024/12/18, 元宝 APP 国内 iOS+安卓双端 DAU 达到 35.6 万人, 低于豆包、Kimi 等同类竞品, 我们认为主要系元宝的买量宣发较为克制, 我们以国内 iOS+安卓双端下载量作为买量宣发的重要观测指标, 可以看出豆包、Kimi 的日下载量远高于元宝。

图18: 元宝 APP 国内双端下载量 (单位: 次)

图19: 元宝 APP 国内双端 DAU (单位: 人)



数据来源: 点点数据, 东吴证券研究所

数据来源: 点点数据, 东吴证券研究所

2.2.5. AI 原生应用——ima.copilot: 差异化 AI 智能工作台

ima.copilot: 公司于 2024 年 11 月推出的 AI 智能工作台, 功能包括: 1) AI 搜索: 类似于其他 AI 搜索、AI 智能助手产品, 涵盖全网信源, 并打通微信公众号文章生态。2) AI 知识库: 用户的个人专属知识体系, 通过上传 PDF、DOCX 等格式内容, 或添加网页、AI 回答, 用户可以随时增添、管理和检索自己的知识资源, 并基于收藏的内容提问 ima, 输出更个性化的回答。3) AI 笔记: 在 AI 问答、浏览网页、阅读文档时, 随时随地记录下自己的感触和想法, 轻松地捕捉灵感, 并将其转化为有价值的文字记录。

图20: ima 用户交互界面



数据来源: ima, 东吴证券研究所绘制

2.2.6. AI 原生应用——腾讯元器: AI Agent 平台, 支持全域分发

腾讯元器是基于腾讯混元大模型开发的一站式智能体创作与分发平台, 旨在帮助用户轻松创建和部署智能体, 无需编写代码, 即可实现聊天对话、内容创作、图像生成等功能。

依托强生态, 支持全域分发。用户创建智能体后, 可将智能体发布至腾讯元宝、QQ、微信客服、微信公众号-订阅号、微信公众号-服务号等, 或者通过 API 进行调用, 放大了智能体的应用范围和实用性。

图21: 腾讯元器创建智能体并分发至腾讯应用生态



数据来源: 腾讯元器, 东吴证券研究所绘制

2.2.7. AI 原生工具: 涵盖文本、音乐、图像、视频

此外, 公司还推出了多款 AI 工具平台, 涵盖 AI 直播、AI 虚拟人、AI 图像处理、

AI 写作等多个领域。

图22: 腾讯部分 AI 工具平台情况

产品名称	产品功能
腾讯智影 	云端智能视频创作工具，集成了视频剪辑、文本配音、数字人播报、自动字幕识别等丰富功能，结合强大的AI技术，让用户无需拍摄、剪辑、配音等繁琐步骤，即可快速生成高质量的视频内容。
腾讯云智绘 	面向创作者和企业的素材智能化设计生产平台，提供了一系列在线工具，帮助用户创作各种形态的素材。
腾讯Effidit 	智能创作助手，旨在利用人工智能技术提升写作者的写作效率和创作体验，提供智能纠错、文本补全、文本改写、文本扩写、词语推荐、句子推荐与生成等功能，帮助用户轻松完成中英文写作，提高写作效率。
TME Studio 	智能音乐创作助手，旨在为音乐爱好者和专业人士提供全面的音乐制作解决方案，包括音乐分离、辅助写词、智能曲谱等功能。

数据来源：腾讯官网，东吴证券研究所绘制

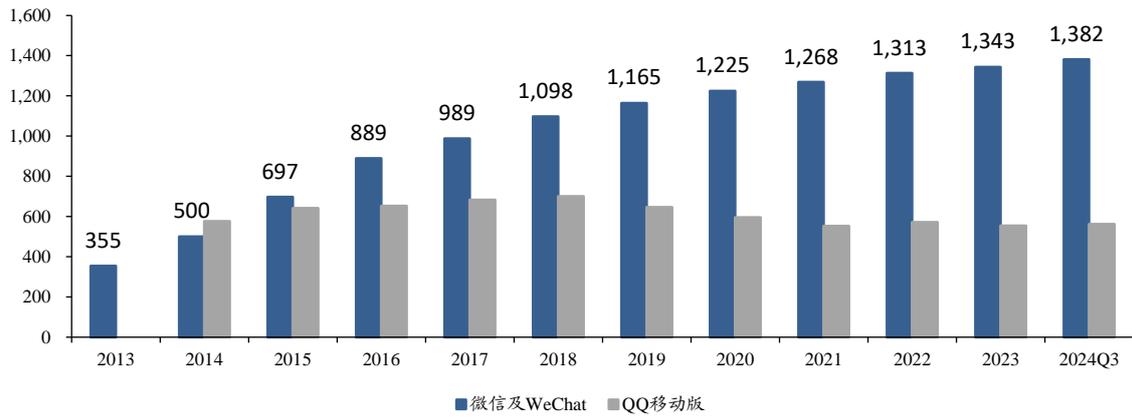
3. 盈利预测与投资评级

相比其他厂商，我们认为腾讯 AI 的一大优势是其应用生态丰富，一方面为公司 AI 产品提供了高效触达用户的流量入口，另一方面使得公司 AI 产品实用性增强，加速 AI 产品落地和商业化。

- ✓ **流量入口：**1) 微信作为用户熟人社交的刚需应用，用户规模大，截至 2024Q3，微信及 WeChat 合并 MAU 达 13.82 亿人，用户渗透率已达较高位置，且用户粘性强，根据 QuestMobile，微信的人均使用时长、DAU/MAU 均领先于短视频的抖音、快手，以及电商的淘宝、拼多多。2) 此外，公司还布局办公、娱乐等多场景，将有效承接 AI 功能/应用落地。
- ✓ **生态提升 AI 实用性，加速 AI 落地。**公司当前 AI 布局中：1) 智能体平台“腾讯元器”支持用户将创建的智能体分发至微信客服、QQ 等平台，将智能体落地至客服等应用场景；2) 元宝联动腾讯文档，提升产品实用性；3) 腾讯会议、腾讯文档等增加 AI 功能，并实现商业化。

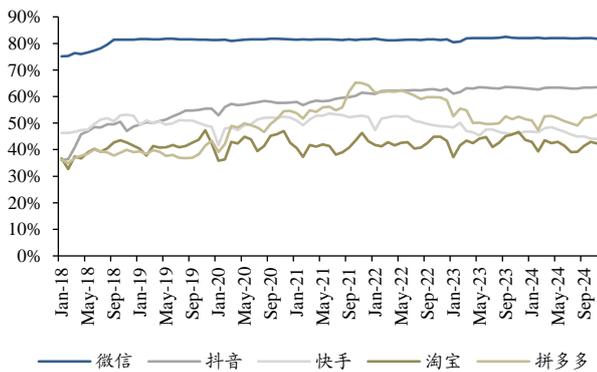
公司在 AI 应用落地方向的尝试上较为广泛，展望商业化贡献节奏，我们认为：1) 短中期，广告、云及其他企业服务两大业务将率先展现 AI 商业潜力；2) 中长期，看好游戏、社交、内容领域的 AI 创新和落地，带来更大弹性。

图23: 微信及 WeChat、QQ 移动版 MAU 情况 (百万人)



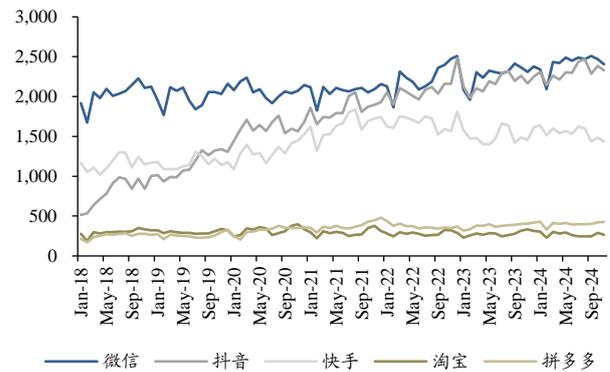
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所绘制

图24: 社交、短视频、电商 APP DAU/MAU 情况



数据来源: QuestMobile, 东吴证券研究所

图25: 社交、短视频、电商 APP 月人均使用时长 (min)



数据来源: QuestMobile, 东吴证券研究所

我们预计 2024-2026 年公司经调整净利润为 2174/2406/2653 亿元, 对应 2024-2026 年 PE (Non-IFRS) 为 17/15/14 倍, 维持“买入”评级。

4. 风险提示

AI 进展不及预期风险: 若 AI 技术难以取得持续突破性的成果, 或导致 AI 产品的迭代不及预期, 产业发展节奏滞后。

行业竞争加剧风险: 互联网及科技行业时刻面临激烈竞争, 产品的更新换代迅速, 人工智能相关技术的发展日新月异。科技创新也推动了商业模式创新, 令市场加入更多新竞争者, 现有的市场竞争格局可能面临较大的变化。若公司不能及时应对市场变化, 推出具备竞争力的产品、服务, 竞争力和业务发展潜力或将受到影响。

宏观经济恢复不及预期: 公司业务收入与宏观经济形势和整体消费经济密切相关。宏观经济恢复不及预期可能会降低个人用户的购买能力和消费意愿,影响企业客户的运营情况和利润,导致其减少投入发展业务及开拓市场的资源,从而对公司的部分收入来源造成不利影响。

行业监管趋严风险: 公司必须符合及遵守不同国家和司法权区相关法律及法规要求,行业监管政策变化可能会对各地区不同行业的发展造成影响。

腾讯控股三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	518,446.00	788,621.86	1,070,064.63	1,364,986.07	营业总收入	609,015.00	658,160.00	716,550.00	782,730.00
现金及现金等价物	172,320.00	266,325.18	511,655.82	754,038.38	营业成本	315,906.00	309,026.91	329,300.67	355,867.06
应收账款及票据	46,606.00	54,846.67	59,712.50	65,227.50	销售费用	34,211.00	39,489.60	42,993.00	46,963.80
存货	456.00	2,146.02	2,286.81	2,471.30	管理费用	103,525.00	105,305.60	114,648.00	125,236.80
其他流动资产	299,064.00	465,304.00	496,409.50	543,248.90	研发费用	64,078.00	69,248.83	75,392.38	82,355.56
非流动资产	1,058,800.00	1,124,180.22	1,077,954.20	1,047,205.38	其他费用	2,589.00	2,961.72	3,224.48	3,522.29
固定资产	66,815.00	69,440.38	68,548.09	74,966.25	经营利润	152,784.00	201,376.17	226,383.86	251,140.06
商誉及无形资产	198,191.00	265,898.84	230,065.11	202,398.13	利息收入	13,808.00	14,647.20	18,642.76	25,582.79
长期投资	261,665.00	241,665.00	221,665.00	201,665.00	利息支出	11,885.00	10,416.83	10,381.64	11,048.51
其他长期投资	461,161.00	471,161.00	481,161.00	491,161.00	其他收益	6,617.00	2,197.00	2,197.00	2,197.00
其他非流动资产	70,968.00	76,015.00	76,515.00	77,015.00	利润总额	161,324.00	207,803.54	236,841.98	267,871.34
资产总计	1,577,246.00	1,912,802.08	2,148,018.83	2,412,191.45	所得税	43,276.00	41,560.71	47,368.40	53,574.27
流动负债	352,157.00	522,984.25	568,939.41	619,026.96	净利润	118,048.00	166,242.83	189,473.59	214,297.07
短期借款	41,537.00	44,537.00	47,537.00	50,537.00	少数股东损益	2,832.00	3,241.74	3,600.00	4,071.64
应付账款及票据	115,109.00	90,132.85	91,472.41	98,851.96	归属母公司净利润	115,216.00	163,001.10	185,873.59	210,225.43
其他	195,511.00	388,314.40	429,930.00	469,638.00	EBIT	159,401.00	203,573.17	228,580.86	253,337.06
非流动负债	351,408.00	350,106.00	350,106.00	350,106.00	EBITDA	227,557.76	276,239.95	305,306.88	314,585.88
长期借款	292,920.00	292,920.00	292,920.00	292,920.00	Non-IFRS 净利润	157688	217396	240603	265288
其他	58,488.00	57,186.00	57,186.00	57,186.00					
负债合计	703,565.00	873,090.25	919,045.41	969,132.96					
少数股东权益	65,090.00	68,331.74	71,931.73	76,003.38	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
归属母公司股东权益	808,591.00	971,380.10	1,157,041.69	1,367,055.11	每股收益(元)	12.43	17.59	20.06	22.68
负债和股东权益	1,577,246.00	1,912,802.08	2,148,018.83	2,412,191.45	每股净资产(元)	85.27	104.81	124.85	147.51
					发行在外股份(百万股)	9,267.69	9,267.69	9,267.69	9,267.69
					ROIC(%)	10.08	12.60	12.41	12.08
					ROE(%)	14.25	16.78	16.06	15.38
					毛利率(%)	48.13	53.05	54.04	54.54
					销售净利率(%)	18.92	24.77	25.94	26.86
					资产负债率(%)	44.61	45.64	42.79	40.18
					收入增长率(%)	9.82	8.07	8.87	9.24
					净利润增长率(%)	(38.79)	41.47	14.03	13.10
					P/E	31.73	22.43	19.67	17.39
					P/B	4.63	3.76	3.16	2.67
					EV/EBITDA	12.20	13.49	11.42	10.32

现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	221,962.00	263,786.00	306,227.28	303,946.07
投资活动现金流	(125,161.00)	(162,152.00)	(53,303.00)	(53,303.00)
筹资活动现金流	(82,573.00)	(7,416.83)	(7,381.64)	(8,048.51)
现金净增加额	15,581.00	94,005.18	245,330.64	242,382.56
折旧和摊销	68,156.76	72,666.78	76,726.02	61,248.82
资本开支	(17,473.00)	(143,000.00)	(40,000.00)	(40,000.00)
营运资本变动	25,818.00	16,656.56	31,843.03	19,548.66

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年12月23日的0.9389,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>