

## 买入

2025 年 1 月 8 日

### 美国制裁影响评估与内容生态战略展望

► **事件内容:** 美国近期将腾讯控股有限公司列入中国军工企业名单，指控其涉嫌支持中国的“军民融合”战略。这一举措引发市场关注，腾讯在美股的股价因此下跌近 8%。列入名单未附带具体制裁措施，但可能对腾讯与美国企业的合作及涉美投资者的交易产生潜在影响。腾讯于 1 月 7 日盘后公告回应，否认与中国军方有任何关联，并称将启动复议程序纠正错误。同时，中国军工企业名单不会禁止除国防部以外的企业及投资人与腾讯进行业务往来和证券交易。

► **对于本次制裁事件的评论:** 此事件对业务无根本性影响，且腾讯积极回应启动复议。小米曾在 21 年 1 月被列入涉军黑名单，但通过诉讼和质疑已于同年 5 月被解除限制。该案例表明，通过法律途径，中国企业有可能成功挑战并撤销美国政府的不合理制裁。即便制裁生效，与此前中国移动等企业被美国列入投资黑名单的情况相比，腾讯的自由流通股比例更高，约占总股本的 61%。据彭博数据统计，腾讯目前美资机构持股占比约 11%，包括资产管理公司先锋领航、贝莱德、资本集团，主要通过指数基金持有腾讯股份。如果美资选择抛售这些股份，也为国内投资者提供了机会。腾讯作为中国的核心资产，外资的抛售可能加速其股权结构的优化。因此，尽管美国的制裁旨在打压中国的龙头企业，但从长远来看，这可能有助于中资企业收回定价权，增强市场主导地位。

► **多元化业务布局，涉美国业务占比较低:** 腾讯 2024 年 Q3 整体收入 1672 亿元。各业务板块收入占比为：增值服务 49%，广告 18%，金融科技与企业服务 32%。其中涉及国际业务的收入主要为腾讯投资的美资游戏公司，涉美占比约合 5%。腾讯可通过转换投资主体等方式，不对业务本身有长远影响。腾讯控股通过多元化的业务布局，尤其是在游戏、广告和金融科技等领域的强劲表现，展现了其在不同市场环境下的适应能力和增长潜力。

► **泛娱乐业务稳健增长，IP 整合和文化输出颇有成效:** 腾讯的泛娱乐业务近年来保持稳健增长，继游戏板块的领先优势，引领动漫、网络文学、影视、电竞和音乐等板块在 IP 整合和文化输出方面取得了显著成效。通过腾讯视频和阅文集团的深度整合，腾讯实现了从内容创作、长青 IP 孵化到多元化开发的全链条布局。在出海方面，阅文通过 AI 赋能将海量网文传播至 180 余个国家地区，视频内容也通过和奈飞、迪士尼的合作在日本、欧洲等地区热播。

► **目标价 540 港元，买入评级:** 综合分析，我们考虑到公司各项业务利润率改善不会因制裁风险有根本性影响，多元化业务布局和泛娱乐内容发力强化市场竞争力，预计其核心业务将保持稳健增长态势；收入和经营利润预测采用 2025 年的预测数据，计算得出目标价为 540 港元，较上一收盘价有 42% 上升空间，维持买入评级。

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

吕彦辛

852-25321539

Alexandra.lyu@firstshanghai.com.hk

### 主要数据

行业	TMT
股价	379.6 港元
目标价	540 港元 (+42%)
股票代码	700
已发行股本	92.25 亿股
市值	3.5 万亿港元
52 周高/低	482/260.2 港元
每股净资产	107.06 元人民币
主要股东	Naspers Ltd (24.32%) 马化腾 (7.76%) Vanguard (2.72%) Blackrock (2.38%) 资本集团 (1.32%)

### 盈利摘要

截至12月31日止财政年度	22年实际	23年实际	24年预测	25年预测	26年预测	
总营业收入 (人民币百万元)	554,552	609,015	659,236	718,582	776,624	
	变动	-0.99%	9.82%	8.25%	9.00%	8.08%
经调整净利润	115,649	157,688	230,359	274,790	301,434	
	变动	-6.57%	36.35%	46.09%	19.29%	9.70%
经调整每股盈利 (人民币元)	11.93	16.41	24.62	29.68	32.74	
	变动	-6.05%	37.55%	50.02%	20.58%	10.29%
股息	2.40	3.40	4.30	5.00	5.60	
市盈率403.4港元 (估)	31.47	22.88	15.25	12.65	11.47	

来源: 公司资料, 第一上海预测

### 股价表现



来源: Bloomberg

## 技术赋能与全球化布局：腾讯集团战略和内容生态的未来蓝图

2025年1月4日，腾讯在澳门成功举办投资者会议，聚焦公司在内容生态、生成式AI、电商、国际化扩展及资本管理等方面的最新布局。腾讯集团首席战略官 James Mitchell、腾讯视频首席执行官孙忠怀、阅文集团首席执行官侯晓楠参与了会议，并全面解读腾讯在核心业务领域的战略与未来方向。

资本效率提升与全球化  
深化，AI 驱动腾讯未来  
增长核心引擎

### James Mitchell：资本管理与全球化布局驱动长期增长

腾讯集团首席战略官 James Mitchell 在投资者会议中分享了公司在资本管理、生成式 AI 以及全球化战略方面的最新进展与未来规划。作为腾讯业务增长的核心支柱，这些领域为公司提供了多元化的收入来源，也奠定了长期稳定增长的基础。

### 稳健资本管理，持续优化股东回报

腾讯在 2024 年实现了超预期的资本回报表现，累计回购股票 1120 亿港元，远超设定的 1000 亿目标，使总股本降至十年来最低水平。这一政策既优化了每股收益，也体现了公司对未来增长的高度信心。

未来，腾讯将继续在资本效率与股东回报之间寻求更高的平衡。一方面，通过回购股票和分红等方式，向股东提供稳定回报；另一方面，将资源优先投入到高潜力的创新业务中，以支持技术与业务的长期增长。

### 生成式 AI：技术驱动的创新与商业化

生成式 AI (AIGC) 已成为腾讯未来发展的核心驱动力之一。腾讯通过自有的超算集群 (HPC) 与复杂数据处理能力，逐步缩小与国内外同行的差距。目前，AI 技术已广泛应用于内容创作、推荐算法及商业服务优化。例如，腾讯正利用生成式 AI 驱动视频号、电商和客服场景的创新，为用户带来更智能化的体验。

在国际市场中，生成式 AI 不仅提升了腾讯的技术优势，还加速了本地化与商业化进程。通过 AI 翻译、内容生成及智能推荐，腾讯更高效地进入海外市场，并扩展了国际用户基础。

### 全球化投资与生态构建稳健，增强国际竞争力

腾讯通过投资全球顶尖内容和游戏公司 (如 Riot Games、Supercell)，建立了强大的国际生态。2024Q3，腾讯游戏海外收入占总游戏收入的 29%，同比提升 9 个百分点。这些全球化资产不仅带来稳定收益，还增强了腾讯的国际竞争力。

James 提到，腾讯未来的增长将在更大程度上依赖国际市场。通过 WeTV、海外游戏发行以及内容合作，腾讯正将其生态体系扩展至全球范围。与此同时，公司积极探索 AI 与内容的结合，推动更多本地化、定制化的产品进入全球市场。

腾讯正在多个新兴领域挖掘业务增长点，包括视频号、电商 (如微信送礼功能)、企业服务 (如微信搜索与财富管理) 等。这些业务不仅增强了腾讯的生态黏性，还为公司在宏观经济波动周期中提供了稳定的盈利来源。

通过全球化与技术驱动的多元化布局，腾讯未来将专注于以下三大方向：

1) 强化 AI 技术应用：从生成内容到服务优化，AI 将在腾讯的业务生态中扮演更加

重要的角色。

2) 拓展国际市场：通过与国际合作伙伴的深度协作，腾讯将进一步将中国科技与文化推向全球。

3) 优化资本结构：在为股东提供稳定回报的同时，通过对核心业务的持续投入实现长期增长。

### 腾讯视频：降本增效有成效，未来以长青 S+IP 持续提升会员转化

长视频赛道的领先玩家，商业化爆款与品质好剧共同推进

腾讯视频 CEO 孙忠怀在投资者会议中分享了公司当前的发展成果与未来战略。随着长视频赛道的回暖，腾讯视频凭借领先的用户规模和会员体量，稳居行业前列。截至目前，平台日活跃用户数超过 6000 万，会员数达到 1.16 亿。会员结构的持续优化是收入与利润增长的主要驱动力，平台通过多项措施有效提升了付费会员比例和单用户收入（ARPU）。

在内容方面，腾讯视频通过聚焦头部爆款剧集和多元化品类布局，巩固了内容竞争力。《与凤行》《庆余年 2》等剧集不仅进入豆瓣 8 分俱乐部，还斩获国内外奖项，显著提升了品牌声誉。动漫和综艺领域同样表现亮眼，《斗罗大陆》等作品保持高热度，创新综艺如《脱口秀和 Ta 的朋友们》开创了以会员付费覆盖成本的全新模式。内容力的突破进一步强化了腾讯视频的行业地位。

在盈利能力上，腾讯视频通过降本增效策略优化了带宽、营销等非内容成本，同时提高了剧集投资回报率。公司更加注重优质内容的投入，减少低效项目，集中资源打造更具市场吸引力的作品，推动了收入与利润的双向提升。用户的平均付费周期显著延长，连续付费比例上升，SVIP 用户数量增加。高质量 S+ 剧集的稳定排播，提高了用户的留存率和忠诚度。

通过内容品质的提升与会员结构优化，腾讯视频实现了付费用户周期和收入的双向增长，为平台的长期发展提供了保障。

### 短剧成用户增长突破点，AI+IP 助力内容未来发展

横竖屏短剧双线发展，AI 助力下一增长点

腾讯视频在短剧领域的布局是其未来发展的重点。短剧不仅补充了平台的内容生态，还满足了用户对轻量化、碎片化娱乐的需求。在横屏短剧方面，腾讯视频加大投入，重点发展优质内容，通过与传统电视剧排播协同，实现流量和收益的双增长。竖屏短剧则聚焦自制与定制内容的多元化，采用免费内容结合激励广告的商业模式，吸引更广泛的用户群体。

通过横竖屏短剧的双线发展，腾讯视频不仅增强了内容分发的灵活性，还拓展了与不同消费群体的触达方式，为平台的商业化探索注入了新的活力。短剧的成功既优化了用户体验，也为腾讯视频提供了新的增长引擎。未来，腾讯视频计划通过技术赋能短剧制作，进一步提升效率和质量，推动短剧内容的持续创新与发展。

展望未来，腾讯视频致力于成为“艺术与科技驱动的视频娱乐引导者”。公司将通过技术赋能内容创作，利用生成式 AI（AIGC）和虚拟拍摄等前沿技术优化制作流程，提升内容生产效率与质量。同时，通过强化 IP 开发与多元变现能力，腾讯视频将进一步巩固其在长视频领域的竞争优势，为用户和平台创造更大的长期价值。

### 阅文集团：优质 IP 全链路运营，释放商业价值

阅文集团首席执行官侯晓楠在投资者会议上分享了公司 2024 年的亮眼表现和未来



战略。作为中国网络文学的领导者，阅文通过从“农场”到“工厂”，再到“乐园”的全链路 IP 开发模式，持续放大 IP 价值，实现了内容力和商业化的双丰收。

### 打造长青 IP, 从“IP 农场”到“IP 工厂”

从农场到工厂，从工厂到乐园

2024 年，阅文旗下多部作品实现全面爆发。《庆余年 2》热度突破 34k，创历史新高，成为平台的代表作之一。通过书剧联动，该 IP 成功反哺原著小说销量，并在全球发行中构筑了中国文化符号。此外，《与凤行》《玫瑰的故事》《大奉打更人》等剧集接连大热，进一步巩固了阅文在 IP 开发领域的领先地位。

阅文通过起点读书、潇湘书院和 QQ 阅读等网络文学平台矩阵，持续孵化和培育高潜力 IP。截至 2024 年上半年，阅文平台作家数达 1100 万，作品数超 1700 万，累计新增字数超过 210 亿。

阅文集团通过短剧、动漫和影视作品的开发，将 IP 转化为视觉化精品内容。短剧因其灵活性和低门槛，与网络文学形成天然契合，开辟了玄幻、现实题材和女频 IP 的新赛道。系列剧开发模式进一步放大了 IP 影响力，实现了粉丝群体的代际传承，推动 IP 价值持续增长。

### IP 全方位商业化拓展，全球化显成效

从中国到全球

阅文集团以授权与自研结合的方式拓展 IP 的衍生品和线下商业布局。2024 年阅文已推出超过 2 万个衍生品 SKU，并建立了 8 家线下门店和 10 个自营衍生品直播间，覆盖餐饮、零售、日杂等领域。这些衍生品通过情感链接加强了粉丝的互动与粘性，进一步推动了 IP 的商业化发展。

此外，阅文 IP 的全球化也取得了显著成效。Webnovel 累计访问用户突破 3 亿，网文出海量同比增长 30%，AI 翻译技术新增 2000 部作品，显著提升了内容的国际传播效率。合作伙伴包括 WeTV、Disney+ 和 Netflix 等国际平台，使中国原创 IP 覆盖 180 多个国家和地区。

阅文计划继续强化从“农场”到“工厂”再到“乐园”的全链路模式，通过 AI 技术提升内容创作效率，降低生产成本。AI 在文生图、文生动画、翻译等方面的应用，不仅提高了内容质量，还增强了网络文学的商业化能力。同时，阅文将通过 IP 系列化开发和代际传承模式，深挖长青 IP 价值，挖掘更多潜力 IP，构建更加成熟的 IP 成长体系。

### 目标价 540 港元，买入评级

腾讯通过稳健的资本管理、生成式 AI 的深度应用以及全球化投资布局，构建了覆盖多个领域的长期增长引擎。在未来，公司将继续依托技术创新和全球化视野，为股东、用户及合作伙伴创造更大的长期价值。

综合分析，我们长期看好公司各项业务在未来的发展。持股公司估值采用公司披露的截至 2024 年 9 月 30 日的市值数据，并作 0.8 的折扣系数。收入和经营利润预测采用 2025 年的预测数据，计算得出目标价为 540 港元，较上一收盘价有 33.9% 的上升空间，维持买入评级。

图表 1：分部估值结果

2025	增值服务	广告业务	金融科技和企业服务	其他业务
收入 (百万)	340,668	138,665	230,886	8,363
预计经营利润率	37.2%	37.2%	27.9%	-10.6%
分部经营利润 (百万)	126,584	51,575	64,426	-888
经营利润 (百万)	241,698			
分部平均估值中枢	PE:10X	PE:10X	PS:10X	
估值结果	1,227,866	515,750	2,419,226	
核心业务总估值 (百万)	4,162,843			
SOTP调整系数		1.0		
调整后总估值 (百万)	4,162,843			
主要持股公司合计市值 (0.8折扣系数)				489,600
总估值 (百万)	4,652,443			
摊薄后股份数 (百万)	9,258			
每股目标价 (人民币)	503			
HKD/RMB	0.93			
每股目标价 (港元)	540.0			

资料来源：第一上海预测

## 附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>											
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	554,552	609,015	659,236	718,582	776,624	盈利能力					
毛利	238,746	293,109	348,998	385,841	419,877	毛利率 (%)	43.1%	48.1%	52.9%	53.7%	54.1%
其他业务净额	8,006	4,701	8,538	12,782	12,981	EBITDA 利率 (%)	29.6%	35.2%	38.9%	39.3%	39.6%
销售及管理费用	(135,925)	(137,736)	(146,904)	(156,925)	(166,198)	净利率 (%)	34.0%	19.4%	29.9%	32.2%	32.9%
营运收入	110,827	160,074	210,633	241,698	266,660	营运表现					
财务开支	115,527	(4,550)	6,170	1,999	2,160	销售及管理费用/收入 (%)	24.5%	22.6%	22.3%	21.8%	21.4%
联营公司等	(16,129)	5,800	22,094	25,869	27,959	实际税率 (%)	10.2%	26.8%	17.5%	14.2%	14.2%
税前盈利	210,225	161,324	238,897	269,565	297,613	股息支付率 (%)	12.1%	27.9%	20.5%	20.0%	20.2%
所得税	(21,516)	(43,276)	(41,822)	(38,152)	(42,122)	应收账款天数	78.0	84.6	81.6	76.7	71.7
净利润	188,709	118,048	197,074	231,413	255,491	应付账款天数	187.0	191.3	208.1	217.9	209.2
少数股东应占利润	466	2,832	2,977	3,228	3,564	财务状况					
本公司股东应占利润	188,243	115,216	194,097	228,185	251,927	总负债/总资产	0.50	0.45	0.41	0.38	0.35
折旧及摊销	61,216	59,008	54,019	53,845	53,703	收入/净资产	0.71	0.70	0.64	0.59	0.55
EBITDA	164,037	214,381	256,113	282,760	307,383	经营性现金流/收入	0.26	0.36	0.40	0.42	0.42
增长						税前盈利对利息倍数	22.48	13.15	18.25	17.76	18.15
总收入 (%)	-1.0%	9.8%	8.2%	9.0%	8.1%	现金流量表					
EBITDA (%)	-2.9%	30.7%	19.5%	10.4%	8.7%	<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>					
资产负债表											
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>											
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	156,739	172,320	339,276	536,498	754,819	EBITDA	164,037	214,381	256,113	282,760	307,383
应收账款	45,467	46,606	48,936	51,383	53,952	净融资成本	0	0	0	0	0
存货	2,333	456	502	552	607	营运资金变化	(18,472)	19,233	15,597	17,667	20,034
其他流动资产	361,450	299,064	299,064	299,064	299,064	所得税	(27,669)	(34,729)	(41,822)	(38,152)	(42,122)
总流动资产	565,989	518,446	687,778	887,497	1,108,442	其他	28,195	23,077	36,802	40,650	43,933
固定资产	53,978	53,232	53,040	52,900	52,798	营运现金流	146,091	221,962	266,690	302,925	329,228
无形资产	161,802	177,727	177,053	176,487	176,011	资本开支	(42,606)	(58,462)	(60,000)	(60,000)	(60,000)
长期投资	252,715	261,665	261,665	261,665	261,665	其他投资活动	(62,265)	(66,699)	0	0	0
银行存款及其他	543,647	566,176	573,024	579,885	586,760	投资活动现金流	(104,871)	(125,161)	(60,000)	(60,000)	(60,000)
总资产	1,578,131	1,577,246	1,752,559	1,958,433	2,185,676	负债变化	21,785	19,193	0	0	0
应付账款	45,467	46,606	48,936	51,383	53,952	股本变化	995	1,070	0	0	0
短期银行借款	11,580	41,537	41,537	41,537	41,537	股息	22,867	32,147	39,734	45,703	50,907
其他短期负债	377,157	264,014	279,656	297,373	317,462	其他融资活动	(105,600)	(134,983)	(79,468)	(91,405)	(101,814)
总短期负债	434,204	352,157	370,130	390,293	412,952	融资活动现金流	(59,953)	(82,573)	(39,734)	(45,703)	(50,907)
长期银行借款	5,574	8,781	8,781	8,781	8,781	现金变化	(18,733)	14,228	166,956	197,222	218,321
其他负债	789,697	694,784	712,757	732,920	755,579	期初持有现金	167,966	156,739	172,320	339,276	536,498
总负债	795,271	703,565	721,538	741,701	764,360	汇兑变化	7,506	1,353	0	0	0
少数股东权益	61,469	65,090	68,067	71,295	74,859	期末持有现金	156,739	172,320	339,276	536,498	754,819
股东权益	782,860	873,681	1,031,021	1,216,732	1,421,316						
每股账面值(摊薄)	81	91	110	131	154						
营运资产	131,785	166,289	317,648	497,203	695,491						

数据来源：公司资料、第一上海预测

**第一上海证券有限公司**

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。