

## 传媒

2025年01月11日

# 腾讯控股 (00700)

## ——微信电商全面加速

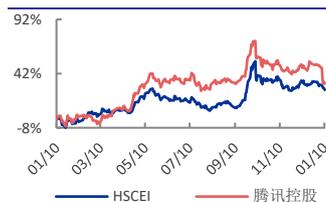
报告原因：强调原有的投资评级

### 买入 (维持)

市场数据：2025年01月10日

收盘价 (港币)	369.60
恒生中国企业指数	6898.15
52周最高/最低 (港币)	482.40/260.20
H股市值 (亿港元)	34,095.57
流通H股 (百万股)	9,224.99
汇率 (人民币/港币)	1.0824

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

### 证券分析师

林起贤 A0230519060002  
linqx@swsresearch.com  
袁伟嘉 A0230519080013  
yuanwj@swsresearch.com  
夏嘉励 A0230522090001  
xiajl@swsresearch.com

### 联系人

夏嘉励  
(8621)23297818x  
xiajl@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

### 投资要点：

- **2024年微信电商组织架构调整、基建完善、运营加强，标志微信电商全面加速：**
- **组织架构调整：提升电商业务层级，明确由WXG统一主导。**视频号直播电商团队调整至微信开放平台，与视频号、小程序、公众号形成平级关系。
- **基建完善：私域与公域全面结合。**微信小店连接全域流量。视频号小店升级为微信小店，可在微信全场景流转。私域小程序与公域微信小店打通。微信公开课2025上明确微信小店、小程序、服务号定位，突出小程序与微信小店的连接。小程序定位品牌的官网，进行会员运营，与用户互动营销，小程序在转发、店面设置等较微信小店更便捷丰富；服务号进行CRM管理等。针对商家侧和用户侧亦有工具更新和功能迭代。
- **运营：充分利用社交核心优势差异化竞争。**从“送礼物”功能，可以看出腾讯并没有多快好省地同质化内卷竞争，而是通过社交裂变运营的差异化打法，在不影响用户体验的情况下巧妙导流。联盟带货、卡券营销、节日营销等通用电商运营亦在推进。
- **淘宝抖音亦有类似送礼物功能，微信仍是更好的“送礼物”场域。**熟人关系链仍是送礼物最核心的环节。因此即使淘宝“送礼物”在操作形式上与微信已颇为接近，但在流转路径上仍依赖能找到收礼人的社交平台（如微信）来完成闭环。对于淘、抖而言，“送礼物”是一个增强体验的工具，并未改变其原有的货架/直播电商逻辑，思路偏防守；而对于微信而言，“送礼物”是一个冷启动且能裂变的社交玩法，强化用户和商家对于微信电商的心智和参与，边际上具备更重要的意义。
- **腾讯电商业务增长确定性较高。**此前小程序私域电商、视频号公域电商的探索已有成效，当前发展到微信全域电商水到渠成；将进一步提升微信体系的变现，体现在支付手续费、内循环广告、微信小店技术服务费、企业微信收费等。
- **腾讯基本面确定性仍相对较高，社交护城河，游戏、视频号持续拉动增长；AI（拉动广告和云）、微信电商仍有望带来弹性。**积极回购，根据wind，2024年累计回购1120亿港元，完成年初的“超1000亿港元”回购计划，总股本数持续减少。截至1.10，2025年已累计回购81亿港元，近四个交易日（1.7-1.10），每日回购金额超15亿港元。
- **维持盈利预测，维持买入评级。**我们维持24-26年调整后归母净利润预测为2247/2451/2803亿人民币；维持目标市值48013亿人民币，对应目标价563港币，基于52%的上涨空间，维持买入评级。
- **风险提示：**国内电商竞争激烈，宏观影响。

### 财务数据及盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	5,546	6,090	6,579	7,234	7,803
同比增长率 (%)	-1.0	9.8	8.0	10.0	7.9
归母净利润 (亿元)	1,156	1,577	2,247	2,451	2,803
同比增长率 (%)	-6.6	36.4	42.5	9.1	14.4
每股收益 (元/股)	12.14	16.68	24.36	26.57	30.38
净资产收益率 (%)	16.03	19.50	22.77	20.94	20.23
市盈率	27	20	14	13	11
市净率	4.0	3.6	3.0	2.5	2.2

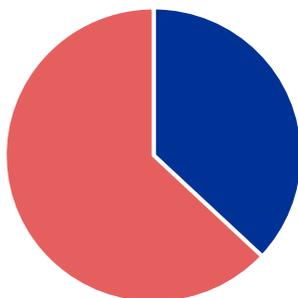
注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

**腾讯电商业务发展回溯：**

- **2005-2012, 早期探索：**2005 年推出 C2C 拍拍网, 2009 年推出 B2C QQ 商城, 2010 年与 Groupon 推出团购网站高朋网。
- **2012-2014, 整合发展：**2012 年成立电商控股公司, 整合拍拍网、QQ 商城等业务, 并收购易迅网。
- **2014-2020, 投资代替自有经营：**2014 年将电商业务出售给京东, 除京东外, 同时投资了拼多多、唯品会、蘑菇街等公司。
- **2020-2023, 小程序电商、视频号带货先后崛起：**小程序 2017 年即已上线, 2020 年在线下消费因外部因素受限+私域电商崛起的背景下加速发展; 视频号 2020 年上线, 视频号原生广告、直播带货功能、视频号小店于 2022 年上线, 2023 年开始收取视频号技术服务费。
- **2024-至今, 微信电商全面加速：**腾讯调整电商业务组织架构, 推出微信小店作为统一公域交易载体, 进行送礼物、年货节等强运营; 微信电商私域与公域融合, 覆盖微信全域。

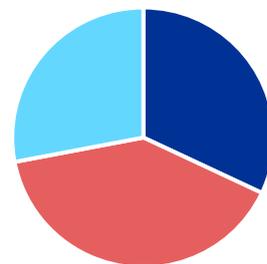
**回顾腾讯电商业务 2020 年后推进过程, 稳扎稳打：**微信的优势在于强社交关系链, 流量机制为去中心化 (平台不掌控流量分配); 2020 年推进适合去中心化私域经营的小程序电商, 以及培育视频号; 视频号流量快速增长, 22Q3 日活用户超过快手 (根据晚点 LatePost) 成为国内 DAU 第二大短视频产品, 进行广告和电商变现; 视频号可以弥补私域电商流量不足。再将视频号电商推广到微信全域。

**根据微信公开课, 微信小店 2024 年高速增长, GMV 规模是 2023 年的 1.92 倍, 订单数量是 2.25 倍, 动销商品数是 3.83 倍, 月动销商家数是 1.7 倍。**25 岁以上用户占比 97.7%, 女性用户占比 63%, 高线城市用户占比高。

**图 1：微信小店用户画像 (按性别, %)**

■ 男性 ■ 女性

资料来源：微信公开课 2025, 申万宏源研究

**图 2：微信小店用户画像 (按城市, %)**

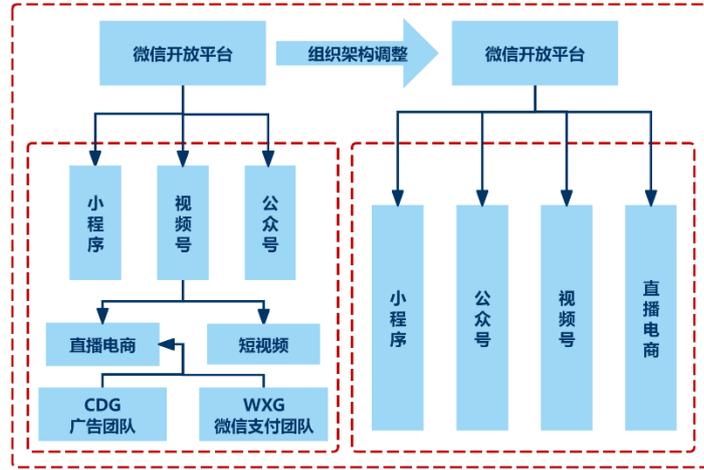
■ 一线、新一线城市 ■ 二、三线城市  
■ 四、五、六线城市及海外

资料来源：微信公开课 2025, 申万宏源研究

**组织架构调整：提升电商业务层级, 明确由 WXG 统一主导。**2023 年, 除视频号团队外, WXG 微信支付团队 CDG 与腾讯广告团队亦加入视频号电商业务推进。年 月,

腾讯广告团队不再参与直播带货相关业务；并且视频号直播电商团队从此前视频号的下属，调整至微信开放平台，与视频号、小程序、公众号形成平级关系。

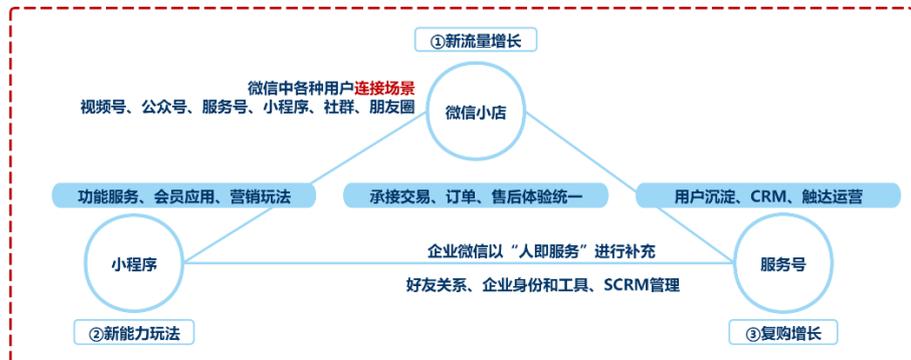
图 3：微信电商业务组织架构调整



资料来源：晚点 LatePost，申万宏源研究

**基建完善：私域与公域全面结合。**微信小店连接全域流量。2024 年 8 月，微信宣布将视频号小店升级为微信小店，此前视频号小店仅可通过视频号直播、短视频进入店铺，但微信小店可在微信全场景流转，包括视频号、公众号、小程序、搜一搜等。**私域小程序与公域微信小店打通。**在微信公开课 2025 上，明确微信小店、小程序、服务号定位，突出小程序与微信小店的连接。小程序定位品牌的官网，进行会员运营，与用户互动营销；服务号进行 CRM 管理等。**推出更多针对商家的工具**，2024 年推出微信小店客服工具、微信小店助手 APP 等。**用户侧升级订单入口**，“卡包”升级成“订单与卡包”，在微信二级分类页面。

图 4：微信小店、小程序、服务号功能定位

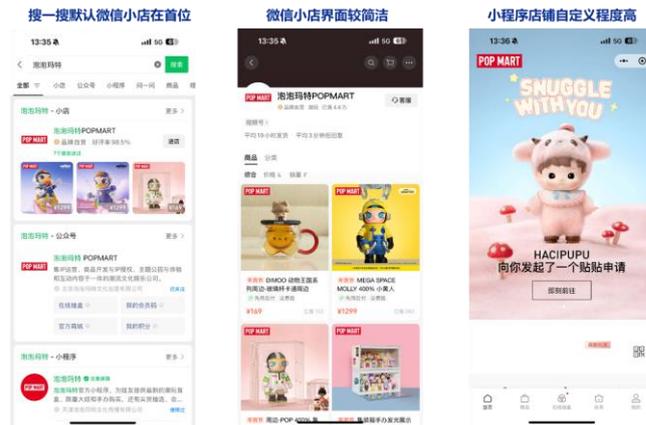


资料来源：微信公开课 2025，申万宏源研究

**如何理解微信小店与小程序的差异定位？**微信小店为统一输出的标准化店铺，优势在于微信全场景流量，小程序本质是品牌的官网旗舰店，将承接微信小店的会员功能，适合

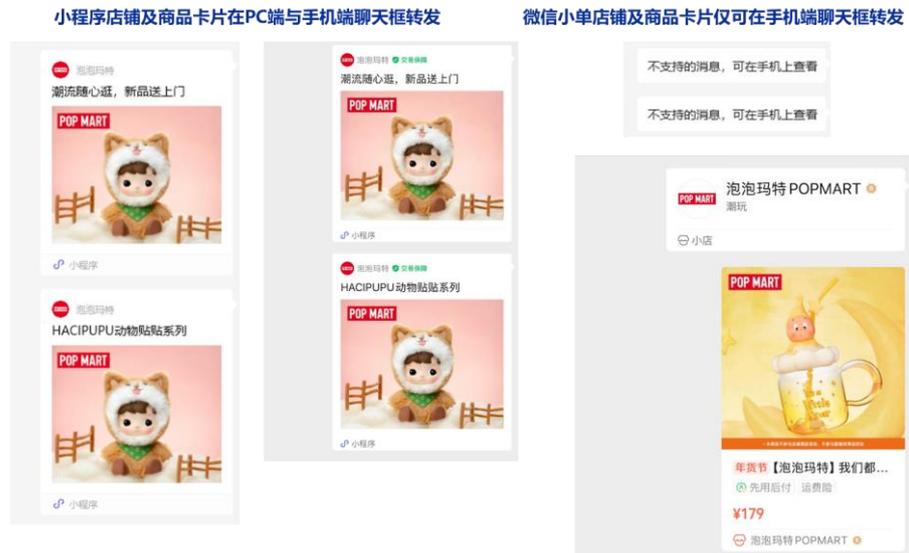
私域运营（有助于节省商家的销售费用），店铺店面自定义程度高，在聊天框转发更为便捷。微信小店和小程序数据也将打通。腾讯仍然重视私域经营，近期推出 2025 年私域激励计划，符合要求的商家达成的符合本计划规定的特定场景来源直接成交的订单，平台将以减免部分技术服务费或者电商成长卡的形式激励商家。场景包括分享商品到群聊、公众号跳转、小程序跳转等。

图 5：微信小店与小程序比较



资料来源：微信，泡泡玛特小程序，泡泡玛特微信小店，申万宏源研究

图 6：微信小店与小程序转发比较



资料来源：微信，泡泡玛特小程序，泡泡玛特微信小店，申万宏源研究

**运营：充分利用社交核心优势差异化竞争。**腾讯并没有选择通常电商的打法，投入大量人力和资源强运营，多快好省地同质化内卷竞争，而是通过社交裂变运营的差异化打法，推出“送礼物”功能（24 年 12 月 19 日开始灰测），在不影响用户体验的情况下巧妙导流。根据见实公众号，瑞幸即享咖啡小店于 2024 年 12 月 30 日开展新年送微信礼物的推广活

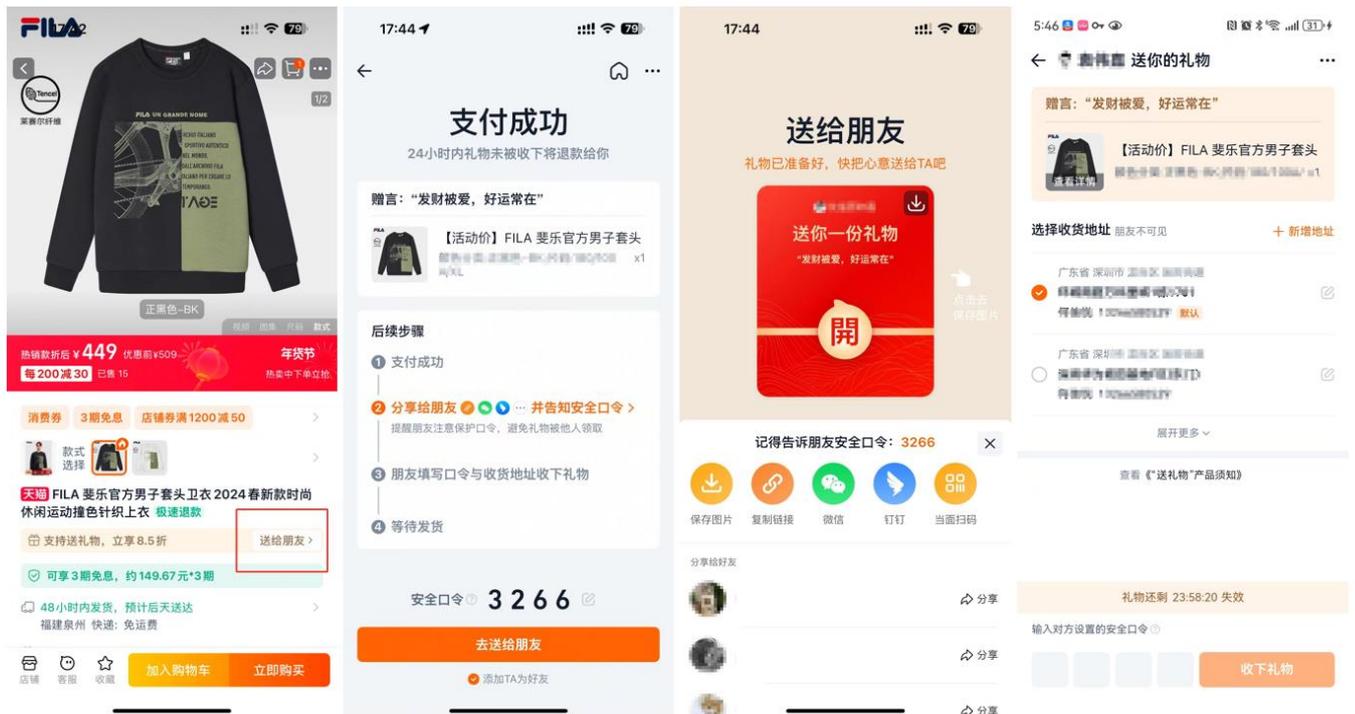
动，一天之中被用户“送”出 1 万多单；第二天的长尾数据表现，访问量也超过测试当天半数。

近期淘宝、抖音亦推出“送礼物”功能，我们对比如下：

淘宝于 25 年 1 月 7 日小范围上线“送礼物”功能、1 月 8 日全面开放。用户可在商品页面点击“去送礼”，无需填写收货地址即可完成支付（部分订单支持微信支付），通过淘口令或二维码将礼物分享给好友，24 小时内好友在淘宝 APP/H5 中打开并输入安全口令、填写地址即可收下礼物。

总结淘宝“送礼物”特点：1) 收下礼物时需要输入安全口令（由送礼人设置）；2) 关系链不局限于站内，送礼物的淘口令/链接/二维码可分享至微信、钉钉、抖音等平台，其中微信内打开淘口令可直接唤起 H5 并接收礼物，无需回到淘宝；3) 用年货品类 85 折促销推广“送礼物”、培养用户心智（参与年货节满减活动的商品送礼物 85 折）。

图 7：淘宝“送礼物”功能展示



资料来源：淘宝 APP，申万宏源研究

抖音电商暂无对标微信、淘宝的“送礼物”，抖音本地生活 24 年 1 月推出的“随心送”主要基于团购商品。

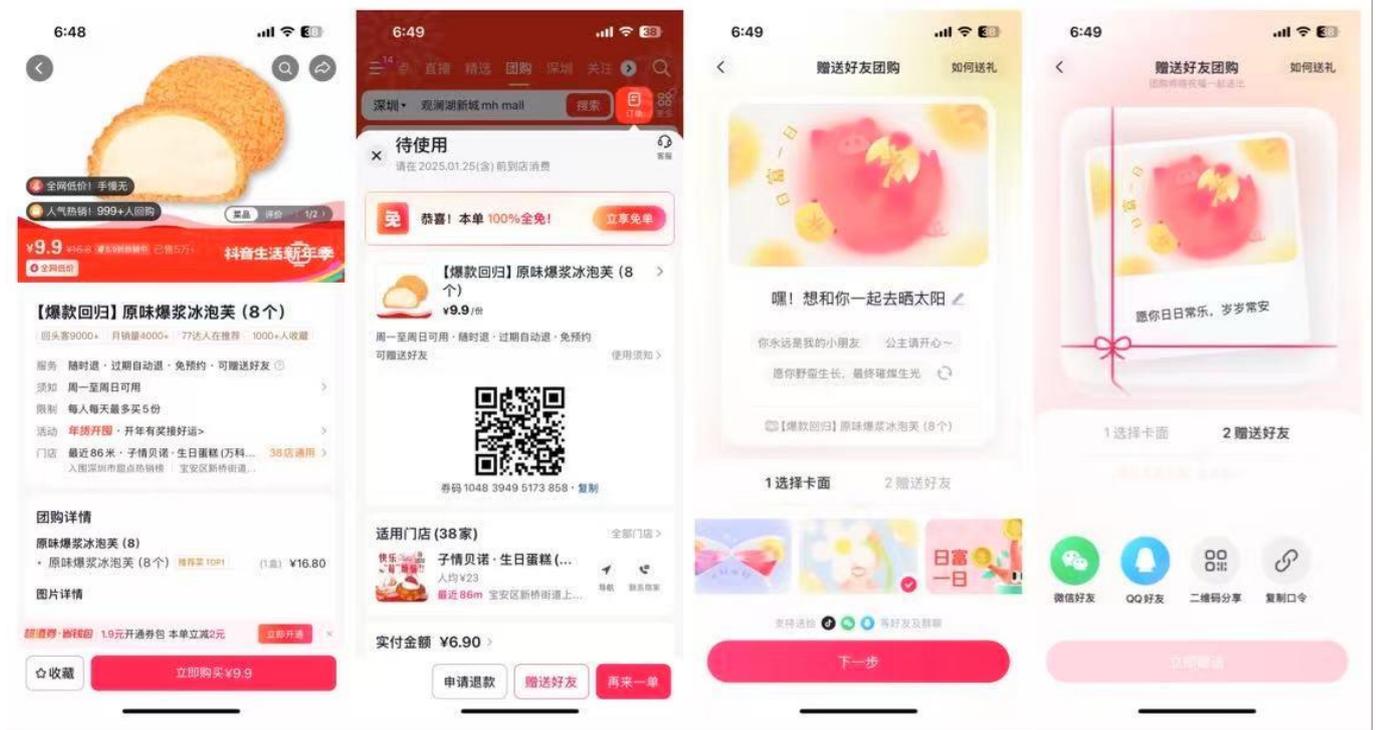
抖音 2023 年上线了替家人朋友购物的功能，但邮寄地址由送礼人填写，收礼人仅可查看物流信息，下单逻辑与当前微信、淘宝的“送礼物”有明显差异。

“随心送”与微信、淘宝“送礼物”更类似，但以团购商品为主。用户可通过团购界面选择商品并下单，完成支付后可在订单详情页面找到“赠送好友”选项，进入赠送界面后选择红包封面。若选择抖音内赠送，可直接将红包发送给抖音好友；若选择微信赠送，

则生成抖音码，好友通过抖音扫码后即可领取礼物。“随心送”2024年春节活动期间共有73万用户使用该功能，送出84万单礼品，总金额超4000万。截至24年底，抖音用户已通过随心送功能送出超10亿元团购券礼物。

**总结抖音“送礼物”特点：**1) 赠送功能适用于团购商品（主要结合本地生活服务），品类上与微信、淘宝有差异；2) 赠送可跨平台分享，支持抖音内好友直接接收，也可通过抖音码发送至微信等外部平台扫码领取。

图 8：抖音“送礼物”功能展示



资料来源：抖音 APP，申万宏源研究

**微信仍是更好的“送礼物”场域。**虽然淘宝、抖音也在构建自己的“送礼物”场景，但我们认为，熟人关系链仍是送礼物最核心的环节。因此即使淘宝“送礼物”在操作形式上与微信已颇为接近，但在流转路径上仍依赖能找到收礼人的社交平台（如微信）来完成闭环。对于淘、抖而言，“送礼物”是一个增强体验的工具，并未改变其原有的货架/直播电商逻辑，思路上偏防守；而对于微信而言，“送礼物”是一个冷启动且能裂变的社交玩法，强化用户和商家对于微信电商的心智和参与，边际上具备更重要的意义。

联盟带货、卡券营销、节日营销等通用电商运营亦在推进。在2024年12月26日晚间20:00-2025年1月12日23:59期间，开启2025年货节活动激励计划，商家与达人在活动期间报名成功后并开播，满足门槛即可获得激励。

表 1：微信小店功能与体验持续完善

时间	措施
2024年12月	<ul style="list-style-type: none"> <li>推客带货能力上线</li> <li>分享商品卡、商品链接归因</li> </ul>

时间	措施
	<ul style="list-style-type: none"> <li>送礼物玩法</li> <li>联盟商品开放</li> </ul>
2025年1月	<ul style="list-style-type: none"> <li>分享达人直播间、短视频归因</li> <li>开放店铺券, 以及券能力带货</li> <li>结合春节场景进行分享和送礼玩法</li> </ul>
2025年2月	<ul style="list-style-type: none"> <li>分享店铺直播间、短视频等带货能力</li> <li>支持达人券、机构券等营销玩法</li> <li>丰富商品和内容供给, 助力推客撮合</li> </ul>

资料来源: 微信公开课 2025, 申万宏源研究

公域流量的放开, 更“平等”的流量分配, 有望吸引更多商家进入微信电商生态。腾讯小程序生态 2020 年后已积累一批私域品牌商家, 通常为有一定品牌力的大商家。而对于中小商家, 纯私域起量较难, 当前全部公域资源打通对中小商家更有利。此外, 腾讯在推出微信小店时, 进一步简化商家入驻流程, 并降低入驻门槛及保证金。当前视频号仍进行相对“平等”的流量分配, 视频号直播商户的账号至今不显示粉丝数, 直播间不设任何带货排行榜。

综合腾讯电商业务当前组织架构、基建、运营策略的变化, 腾讯全面发力电商信号明确; 此前小程序私域电商、视频号公域电商的探索已有成效, 当前发展到微信全域水到渠成; 腾讯电商业务增长确定性较高, 将进一步提升微信体系的变现, 体现在支付手续费、内循环广告、微信小店技术服务费、企业微信收费等。

服务商在微信生态的角色: 腾讯已充分利用自身社交优势推进电商业务, 但电商仍是需要较多人力投入的商业模式, 腾讯提供较标准化的基建服务, 仍需要外部服务商的参与。服务商可提供的服务包括 1) 小程序店铺搭建服务、微信小店插件服务, 如客服、会员等; 通常按照订阅制 SaaS 模式收费, 亦可满足用户的定制化需求。2) 代运营服务, 如选品等。3) 广告投放代理商。

图 9: 服务商可提供的服务



资料来源: 微盟公众号, 申万宏源研究

## 合并利润表

亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	5,546	6,090	6,579	7,234	7,803
营业成本	-3,158	-3,159	-3,101	-3,329	-3,474
毛利润	2,387	2,931	3,478	3,905	4,329
销售及市场推广开支	-292	-342	-356	-376	-390
一般及行政开支	-1,067	-1,035	-1,116	-1,194	-1,272
其他收益	80	47	73	73	73
经营利润	1,108	1,601	2,079	2,408	2,740
利息收入	86	138	162	178	192
财务成本	-94	-123	-128	-95	-86
投资收益、分占联营公司及合营公司盈利等	1,002	-3	235	239	312
税前利润	2,102	1,613	2,348	2,730	3,158
所得税	-215	-433	-449	-698	-791
调整项	-726	425	377	449	472
期内盈利 (Non-IFRS)	1,161	1,605	2,276	2,481	2,839
少数股东权益	5	28	29	31	36
归母盈利 (Non-IFRS)	1,156	1,577	2,247	2,451	2,803

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。