

小游戏、视频号变现拓展，微信小店有望成为新一代“原子化”组件

——腾讯控股（0700.HK）2025 微信公开课点评

要点

事件：1月9日腾讯举办2025微信公开课PRO活动，包含微信小店专场、小游戏专场、企业微信工业专场等。展示微信生态多领域发展趋势：小游戏用户增长迅速且多元化，变现能力提升，多场景接触用户；视频号再次强调真人优质内容的价值；微信小店业务增长迅猛，用户画像明确，功能不断创新融合；企业微信多款智能化工具支持制造业数字化转型，助力企业出海。

点评：公开课展示出微信生态具备进一步拓展变现的潜力，小程序、小店、服务号的联动搭配送礼物功能有望促进电商发展。小游戏增长仍迅速，有望撬动微信流量与IP价值实现多方共赢。本次公开课内容聚焦于：1) 微信小店全面拓展，助力商家从单一走向全域，提升微信电商经营可操作性、拓宽用户触达渠道，进而抬高GMV增长前景。24年微信小店GMV实现快速增长至23年的1.92倍，订单数量增长2.25倍，GPM（平均每千个用户下单金额）增长1.5倍。微信小店通过与小程序、公众号等微信产品体系深度协同，提升多场景营销空间与效率：微信小店作为巨大商业平台负责交易进行载体，小程序承接会员运营、拓展私域以及提升用户粘性，而公众号则用来沉淀粉丝、通知用户。送礼物功能上线触发社交营销商机，预计将与线上线下门店以及带货场景结合，有望撬动微信的社交属性与相关生态带来新的电商增量。2) 微信小游戏大盘数据持续亮眼，IAA、IAP付费模式愈加成熟，PC端、视频号等多场景具备增长潜力。24年小游戏月活用户达5亿，日活用户达到1亿，同比增长10%；商业规模同比增长超20%。超900款小游戏通过IAA玩法变现，贡献超百万流水且仍保持较快增长，整体规模有望在3年内翻倍。IAP小游戏基于微信对基建的完善获得更高算力加持，MMO、SLG、塔防等多款玩法表现突出。部分小游戏受益于多端联动，PC端游戏时长、付费率以及ARPU均获显著增长。视频号短视频播放量提升170%，有望成为优秀小游戏的新展示空间。3) 变现潜力持续挖掘，视频号带货达人全面升级为微信小店带货者。新作者流量持续倾斜，24年视频号优质内容主播数量增加110%，优质内容直播开播场次数增加100%，内容主播收入增幅达110%。4) 微信AI领域布局吸引行业关注，云AI代码助手上线。微信云AI代码助手已应用于腾讯数百款应用的同时还可用于小程序高效开发，进一步降低微信小程序的制作门槛。企业微信全面支持国际化与智能化。24年全新上线的智能表格已赋能大量制造业工厂，内置智能文档等多款效率工具助力企业全球化数字化转型。

投资建议：考虑：1) 微信小店盘活全域流量价值。结合后续春节等节假日带来的购物与社交需求，期待GMV水平进一步提升。2) 微信被移除美国《2024年假冒和隐私恶名市场名单》，叠加自25年1月8日以来腾讯每交易日均回购15亿港元，有望对股价形成长期支撑。维持公司24-26年Non-IFRS归母净利润预测分别2,255.8/2,543.9/2,761.6亿元。现价分别对应24-26年Non-IFRS PE 15/13/12倍。维持“买入”评级，维持目标价430港元。

风险提示：监管不确定性风险，宏观经济风险，新老游戏产品表现不达预期风险，竞争加剧风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿人民币元）	5,545.5	6,089.4	6,536.7	7,142.1	7,599.2
营业收入增长率	-1.0%	9.8%	7.3%	9.3%	6.4%
Non-IFRS 净利润（亿人民币元）	1,156.5	1,576.9	2,255.8	2,543.9	2,761.6
Non-IFRS 净利润增长率	-33.5%	36.4%	43.1%	12.8%	8.6%
Non-IFRS EPS（元）	11.93	16.41	23.69	27.03	29.35
Non-IFRS P/E	29	21	15	13	12

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2025-01-10，汇率1港元=0.9412人民币

买入（维持）

当前价/目标价：369.9/430.0 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：赵越

执业证书编号：S0930524020001

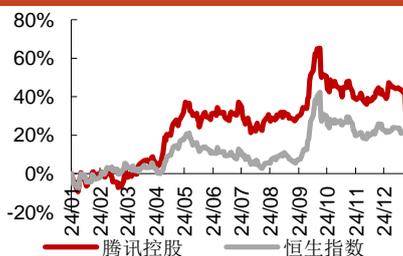
021-52523690

zhaoyue1@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	92.25
总市值(亿港元):	34,095.57
一年最低/最高(港元):	260.2-482.4
近3月换手率(%) :	25.4

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.3	-5.5	11.9
绝对	-9.8	-15.8	29.3

资料来源：Wind

相关研报

产品高峰下游戏超预期，宏观弱恢复广告显韧性——腾讯控股（0700.HK）2024年三季度业绩点评（2024-11-20）

智能化、国际化、融合创新三大增长引擎，打造离产业最近的AI——腾讯控股

（0700.HK）2024全球数字生态大会点评（2024-09-09）

被低估的版图，多口径量化测算腾讯投资板块价值几何？——腾讯控股（0700.HK）投资价值版图价值分析及动态跟踪点评（2024-07-31）
24年：回购潜在影响分析，核心业务亮点梳理——腾讯控股（0700.HK）公司回购动态及业绩跟踪点评（2024-04-19）

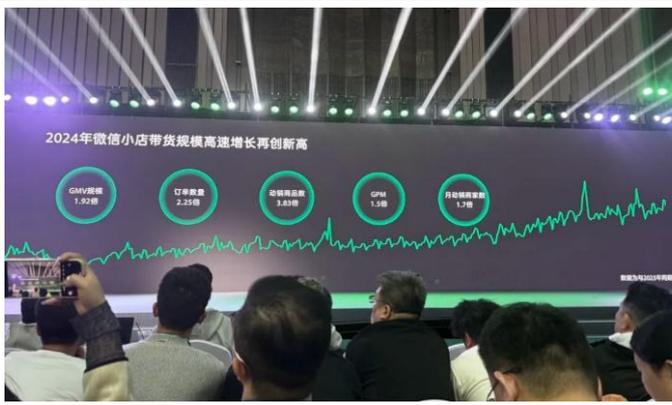
《元梦之星》“落败”了吗？腾讯游戏还期待什么？——腾讯控股（0700.HK）游戏业务动态跟踪（2024-03-19）

图 1: 25 年微信公开课议程



资料来源: 微信公开课, 新榜公众号

图 2: 微信小店 24 年带货规模高速增长再创新高



资料来源: 微信公开课, 零一数科公众号

图 3: 微信小店和小程序的连接模式



资料来源: 微信公开课, 零一数科公众号

图 4: 微信小游戏大盘 MAU 达 5 亿



资料来源: 微信公开课, DataEye 游戏观察公众号

图 5: 微信小游戏跨端有望成为增长机会



资料来源: 微信公开课, DataEye 游戏观察公众号

图 6: 24 年更多主播在微信视频号开播并变现



资料来源: 微信公开课, 新榜公众号

图 7: 25 年强化视频直播的“预约”“互动”“关注”三个产品能力



资料来源: 微信公开课, 新榜公众号

财务报表与盈利预测

利润表 (亿元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,546	6,089	6,537	7,142	7,599
营业成本	3,158	3,158	3,044	3,307	3,519
其他收益净额	80	47	45	45	45
销售及市场推广开支	-292	-342	-346	-364	-380
一般及行政开支	-1067	-1035	-1072	-1157	-1231
经营利润	1,108	1,601	2,119	2,359	2,514
利息收入	86	138	160	193	245
财务成本净额	-94	-123	-133	-141	-149
分占联营公司及合营公司盈利	-161	58	220	300	350
投资收益净额	1,163	-61	60	65	70
除税前盈利	2,102	1,613	2,427	2,775	3,030
所得税开支	-215	-433	-510	-583	-636
期内盈利	1,887	1,180	1,917	2,193	2,394
归母净利润(IFRS)	1,882	1,152	1,886	2,157	2,352
归母净利润(Non-IFRS)	1,156	1,577	2,256	2,544	2,762

现金流量表 (亿元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,461	2,220	2,364	2,814	3,044
投资活动产生现金流	-1,049	-1,252	-1,194	-1,571	-1,211
融资活动现金流	-600	-826	-795	-848	-987
净现金流	-187	142	375	395	846

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

资产负债表 (亿元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	15,781	15,772	17,284	19,434	21,722
现金类项目	2,643	3,621	4,396	5,192	6,438
应收账款	455	466	494	540	575
存货	23	5	13	15	16
其他短期资产	2,539	1,093	1,034	1,133	1,218
总计流动资产	5,660	5,184	5,938	6,879	8,246
固定资产	540	532	628	646	697
长期投资	2,460	2,537	2,737	3,237	3,737
其他长期资产	7,121	7,519	7,981	8,672	9,042
总负债	7,953	7,036	6,907	7,243	7,554
应付账款及票据	3,015	1,775	1,595	1,733	1,844
短期债务	116	415	495	575	655
其他短期负债	1,211	1,331	1,233	1,280	1,330
总计流动负债	4,342	3,522	3,323	3,589	3,830
长期债务	1,637	1,558	1,608	1,658	1,708
其他长期负债	1,974	1,956	1,976	1,996	2,016
总股东权益	7,829	8,737	10,377	12,191	14,168
股本与资本公积	624	380	430	480	530
留存收益	7,060	8,139	9,684	11,450	13,379
其他股东权益	-470	-433	-388	-390	-392
少数/非控制性权益	615	651	651	651	651

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：	A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业—中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP