



國證國際
S D I C S I

重点关注当下点位的腾讯控股700.HK

--国证国际TMT

国证国际研究部

2025年01月14日

分析师:

汪阳Alex (中央編號: BIT765)

alexwang@eif.com.hk

请参阅本报告尾部免责声明



列入CMC事件影响

- 事件：1月6日，美国国防部将腾讯控股列入“中国军事公司”清单（Chinese Military Companies List，简称CMC清单）；
- 腾讯控股700.HK之后，截至当下下跌约9%，最大回撤12%，周跌幅创下2023年12月以来的新低；同期恒生指数跌1.73%，最大回撤4.5%；恒生科技指数跌涨0.16%，最大回撤4.12%，显著跑输恒生指数和恒生科技指数。

日期	事件	腾讯控股的回应
2025年1月6日	美国国防部将腾讯控股列入CMC清单	腾讯表示这是错误，并强调其并非军工企业
2025年1月8日	微信被移出“恶名市场名单”	无特别回应，但名单的移除可能表明美国在清单制定上的灵活性

➤ 空方观点：

- 地缘政治风险被低估：在 AI、网络安全、云计算和 AR/VR 方面的大量投资（涉及）；
- 以及与苹果合作的潜在延迟；
- 增长担忧缺乏新品？

➤ 多方观点：

- 腾讯有这个技术，但供需双方均无必要；
- 小米、中微公司、禾赛科技、旷视科技、中国电信等公司都曾被列入，并且在更新的名单中移除或者公司上诉后移除。
- 对腾讯业务的影响可能几乎不存在，但投资者和市场情绪可以期待缓和；
- 当下的腾讯股价并没有price in 到与苹果合作的利好



PE band已经跌入1倍标准差底步

- 腾讯目前价格约为370港元/股，动态PE约14倍，已经接近当下标准差的底步水平，回到924行情前估值（924之前腾讯股价约300港币），相较于2024年初的260港元地位对应的13倍PE水平已不遥远；
- 与恒生科技指数相比，腾讯的PE估值水平仍然相对便宜





回顾腾讯的PE Band

- 纵向来看，过去五年，包括最黑暗时刻的2022年底，腾讯当时的股价最低跌到182港元，对应的PE13x;
- 从传统移动互联网巨头格局发生变化开始，尽管腾讯的估值中枢有所下移动，但是从过去5年的时间线来看，13xPE 水平均为恐慌时刻的低点。
- 2021-2022年对未成年监管加强（游戏）、短视频平台崛起分流了微信生态的流量、增长放缓降本增效开始削弱市场估值中枢，南非大股东从2022年开始了长期减持;
- 2024年初球经济面临诸多不确定性，美国加息预期持续存在，导致全球资金流动性收紧，地缘政治避险等因素使得资金进一步离开。
- 从2024年初开始，监管对互联网行业的作用更多是正面促进效果。



资料来源: Bloomberg



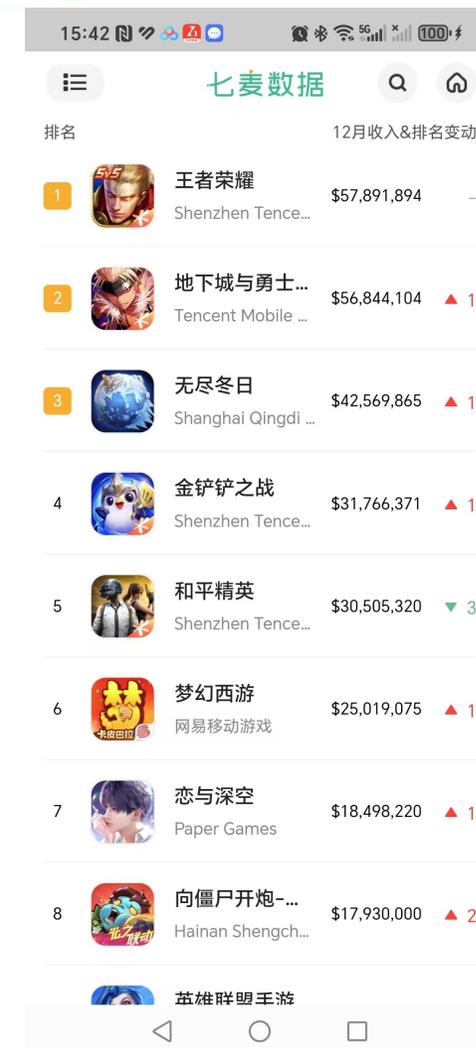
回顾腾讯2024年的成就：从员工大会角度分析

- 充分肯定微信事业群，期待更多“蓝包”：
 - 2024年8月，视频号小店升级为微信小店，和微信内的生态系统进一步衔接；
 - 2024年12月，微信小店开启“送礼物”，微信小店的商品可以“送”给好友；
 - 2025 微信公开课 Pro 披露的数据，2024 年微信小店的 GMV 规模达 2023 年同期的 1.92 倍，市场传言视频号电商 2023 年 GMV 约为 1000 亿元来估算，微信小店 2024 年的 GMV 约为 2000 亿元左右（对比市场预估抖音2023年GMV2.7万亿，快手是1.2万亿）
 - 坚定支持张小龙：“张小龙觉得商品就是信息，不应该只是局限在视频号，而是应该纳入整个微信生态，从原子层角度去思考电商。这样走出来的路跟别人不一样，会走得更远。我们坚决支持WXG做这样的创新发展，发挥我们的社交能力做电商的生态连接器。未来也期待更多的‘蓝包’和新的创意。”
- 点赞IEG（互动与娱乐事业群）游戏团队，尤其是海外游戏业务：
 - “整个组织架构、精气神都得到了很大改观。”，腾讯的海外游戏业务份额已经接近国内游戏业务的一半，期待未来还会有更快的发展。
 - 包括腾讯公司总裁刘炽平等高管，对腾讯游戏2024年的部分具体业务做出了讨论。他们提到，此前已宣布要重新调整的《星之破晓》，属于旧有决策模式下的产物，回炉重造是艰难而正确的决定；而对于今年刚上线的《三角洲行动》，则给予了肯定的评价。
 - 2024年第三季度增值服务收入826.95亿元，同比增长9%。增值服务中，游戏收入518亿元，包括国际游戏收入145亿元和本土游戏收入373亿元，国际和本土游戏收入分别同比增长9%和14%；
 - 今年长青游戏流水增长亮眼，市场预估Q2流水同比增长27%，增速高于Q1的11%，未来将继续发展长青游戏



回顾腾讯2024年的成就：从员工大会角度分析

- (续) 腾讯这两年也持续在新品方面发力，并且发力点兼顾多端，试图造出更多长青爆款。譬如此前财报曾多次提及的《无畏契约》《地下城与勇士：起源》《三角洲行动》，都为腾讯贡献了不少增量与利润。
- 天美1月的组织架构调整，分为四大研发工作室，晋升一线员工（解决此前诸多遗留的问题，赏罚分明，提升团队效率。
- 2023年的员工大会，马化腾曾评价腾讯游戏业务像是“躺在功劳簿上”，今年的游戏态度是：“我们在一艘大船上，面对各种挑战应该齐心协力、同舟共济。我相信办法总比问题多，最终不管什么困难都是能解决的，因为我们有人才、有技术、有市场需求，前景一定是光明的。”
- 去年承压的PCG（平台与内容事业群）得到肯定：
 - PCG包括TME（腾讯音乐集团）、阅文、虎牙、乃至腾讯新闻在内，马化腾提到：“**所有业务都浮出了水面。**”尽管短剧对长内容造成较大的冲击，但公司依然对自身定位很坚定：“**有所为有所不为，做精品内容才是我们的强项。**”
- 给CSIG（云与智慧产业事业群）打气：
 - 对于主力负责腾讯产业互联网布局的CSIG（云与智慧产业事业群）素来有投入大、基建大、回报周期长特点。马化腾同样用“浮出水面”的比喻，给他们打气，云与智慧产业事业群支撑了整个腾讯集团的发展，尤其云业务对腾讯生态里的诸多业务都提供了重要支持，是水底下很稳健的一块基石。





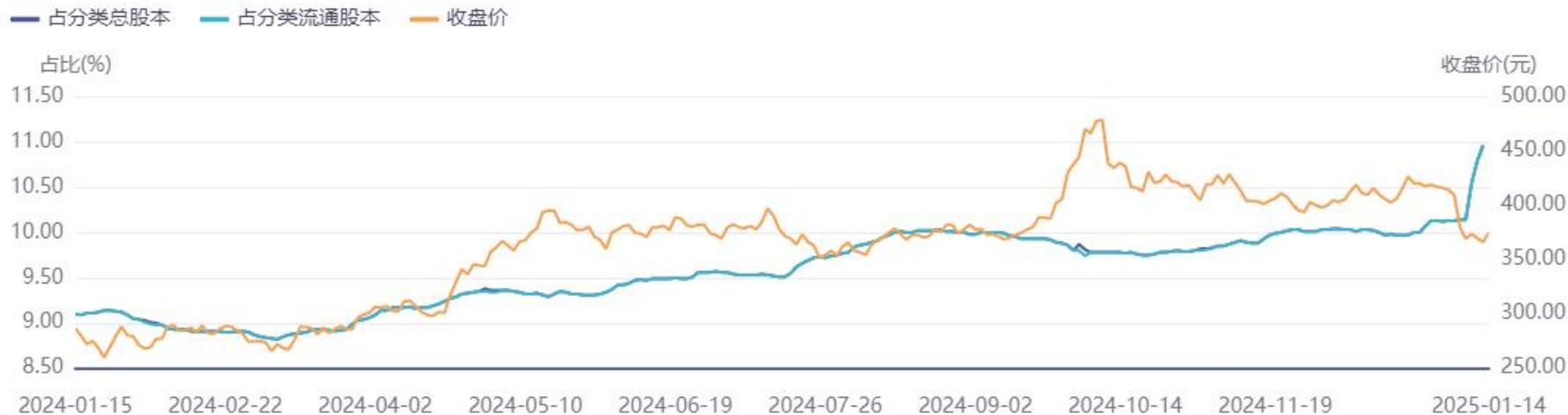
2025年腾讯新游戏期待

中文游戏名	发布时间	平台	地区	游戏类型	工作室 / 制作方
近期发布					
极品飞车: 集结	2024 年 7 月 11 日	移动端	中国	赛车游戏	天美工作室
创造吧! 我们的星球	2024 年 6 月 26 日	移动端	中国	沙盒游戏	英雄游戏
塔瑞斯世界	2024 年 6 月 12 日	PC / 移动端	中国	MMORPG	龙图游戏
魔法门之英雄无敌: 领主争霸	2024 年 5 月 31 日	移动端	中国	SLG	腾讯、育碧
爆裂小队	2024 年 5 月 29 日	移动端	全球	休闲游戏	Supercell
地下城与勇士手游	2024 年 5 月 23 日	移动端	中国	ARPG	Nexon
三角洲行动	2024 年 9 月 26 日	移动端 / PC	中国	战术 FPS	天美工作室
宝可梦大集结	2024 年 11 月 7 日	2025 Q1 主机平台 移动端 / 主机	中国	MOBA	任天堂
王者荣耀: 星之破晓	2024 年第四季度 / 2025 年	移动端	中国	大逃杀	天美工作室
暗区突围: 无限	2024 年第四季度	PC	全球	战术 FPS	沐瞳科技
流放之路 2	2024 年 12 月 6 日	PC / 主机	全球	MMO ARPG	GGG
航海王: 雄心壮志	2024 年 12 月	移动端	中国	动作游戏	腾讯
游戏管线					
无畏契约: 源能行动	2025 年	移动端	全球	5v5 英雄 FPS	Riot Games
王者荣耀世界	2025 年	移动端	全球	开放世界 RPG	天美工作室
逆战: 未来	2025 年	移动端	中国	PVE FPS	天美工作室
胜利女神: 妮姬 (国服)	2025 年	移动端 / PC	中国	第三人称射击、ACG	Shift Up
爆裂小队 (国服)	2025 年	移动端	中国	休闲动作	Supercell
龙石战争	-	移动端	中国	SLG	Combo Games
彩虹六号	-	移动端 / PC	中国	FPS	育碧
怪物猎人: 荒野	-	移动端 / PC	全球	开放世界 RPG	天美、卡普空
热血美职篮	延期	移动端	中国	体育游戏	光速工作室
狩猎	-	移动端	中国	ARPG	-
饥困荒野	-	移动端	中国	生存游戏	盛趣游戏
王者荣耀: 自走棋	-	移动端	中国	SLG	天美
刺客信条: 侠隐	-	移动端	中国	开放世界 RPG	育碧
大航海时代: 海上霸主	-	移动端	中国	SLG	光荣特库摩
洛克人 11	-	PC	中国	动作游戏	卡普空
洛克王国: 世界	-	移动端 / PC	中国	模拟游戏	腾讯
最终幻想 14: 水晶世界	-	移动端	中国	MMORPG	腾讯
全境封锁 2	-	PC	中国	-	育碧
精灵宝可梦 Let's Go! 伊布	-	主机	中国	RPG	Game Freak
森喜刚热带冻结	-	主机	中国	动作游戏	Retro Studio
新宝可梦随乐拍	-	主机	中国	动作游戏	万代南梦宫
星之卡比: 新星同盟	-	主机	中国	动作游戏	HAL
太鼓达人	-	主机	中国	音乐游戏	万代南梦宫
纸片马力欧: 折纸国王	-	主机	中国	RPG	Intelligent System
马力欧高尔夫: 超级冲冲冲	-	主机	中国	体育游戏	Camelot Studio
超级马里奥 3D 世界	-	主机	中国	动作游戏	任天堂
战鹰机甲	-	主机	中国	FPS	Marvelous AQL



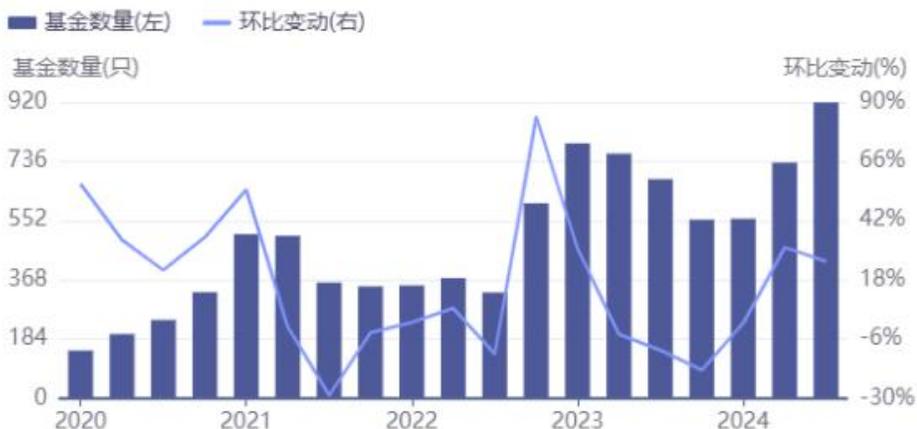
资金面变化

港股通持股记录

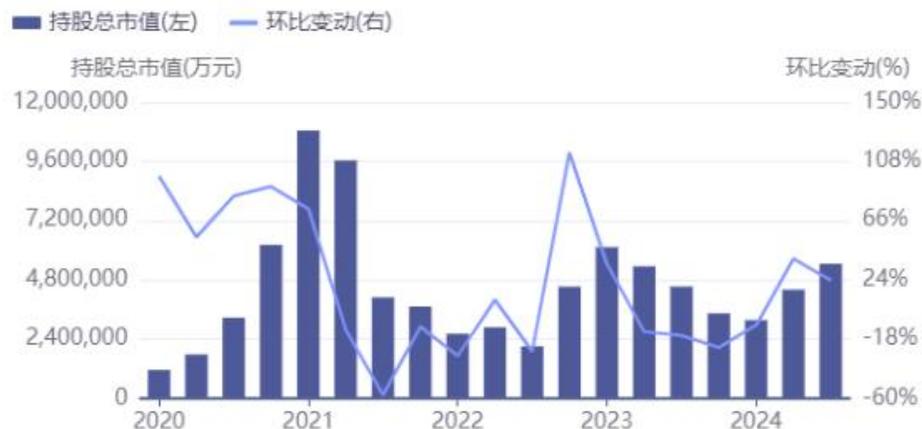


注：自2024年8月19日起，沪深股通的交易信息披露机制调整，每季度第五个沪深股通交易日公布上季度末单只证券的沪深股通投资者合计持有数量。

持股基金数



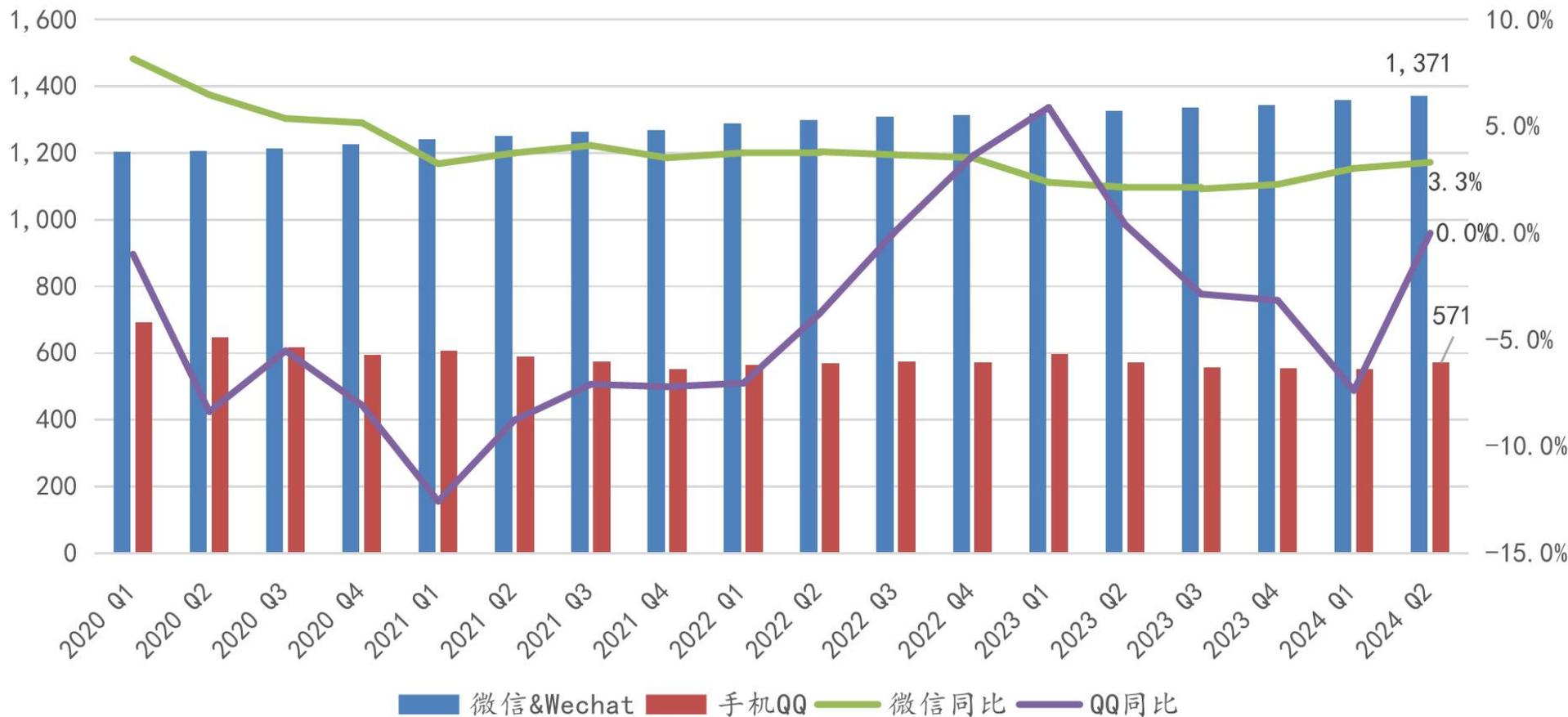
持股总市值





用戶數量變化

微信&WeChat、手機QQ月活用戶季度數據

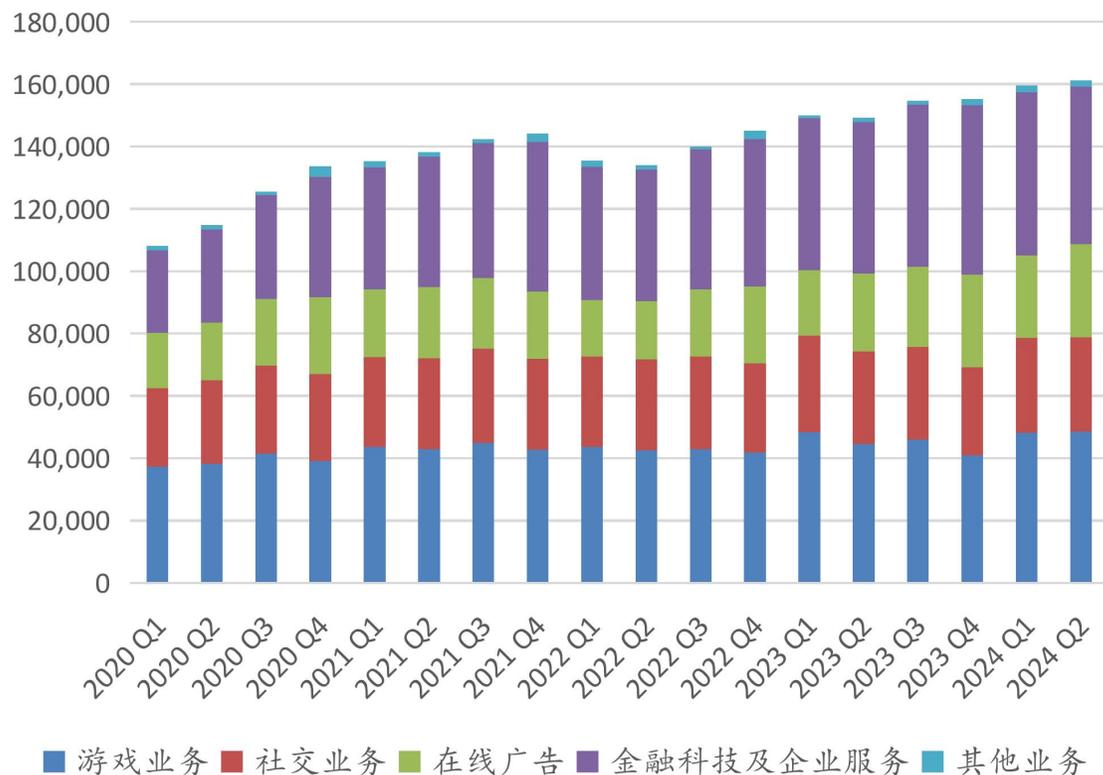


資料來源：公司資料

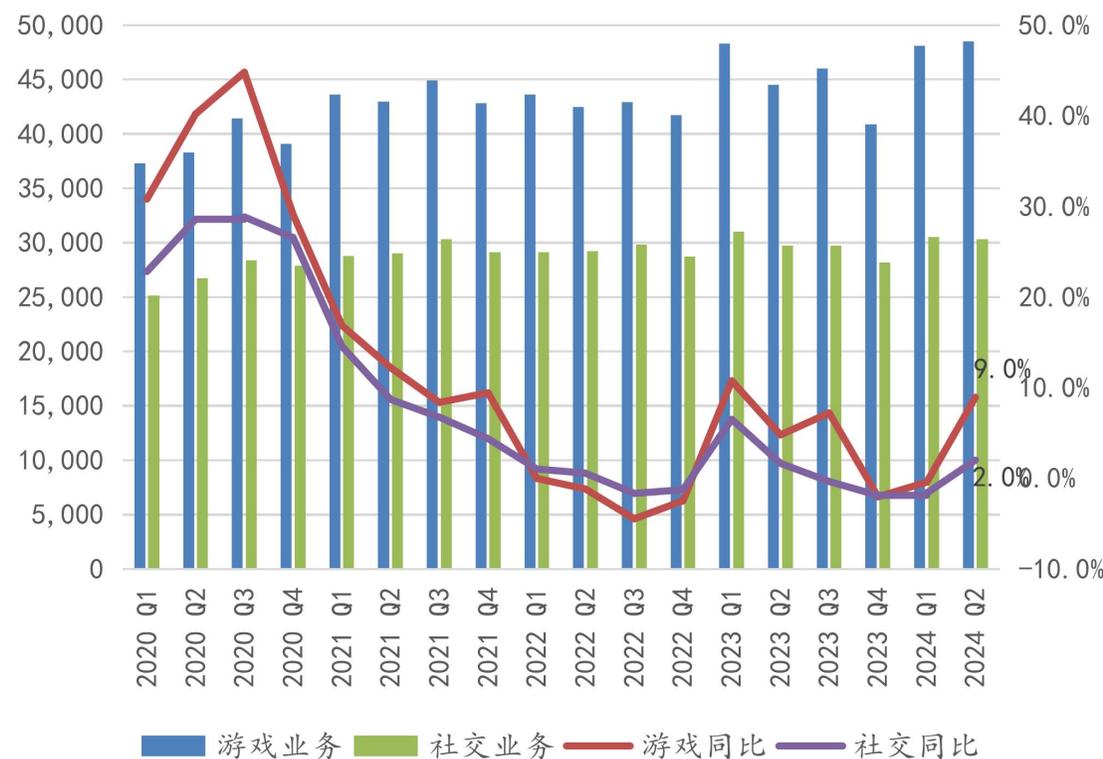


分部业务表现

按业务分部季度收入趋势



游戏与社交业务季度趋势



资料来源：公司资料

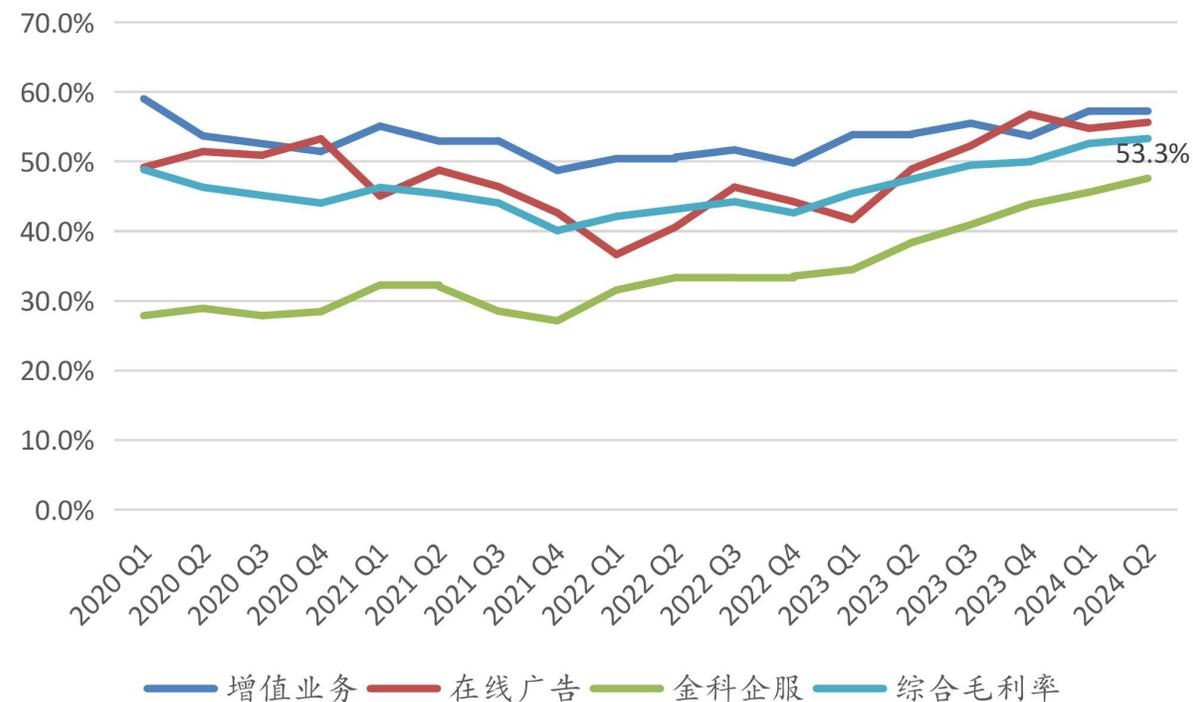


各个业务分部表现与毛利率

在线广告与金融科技企业服务收入表现



各业务分布毛利率

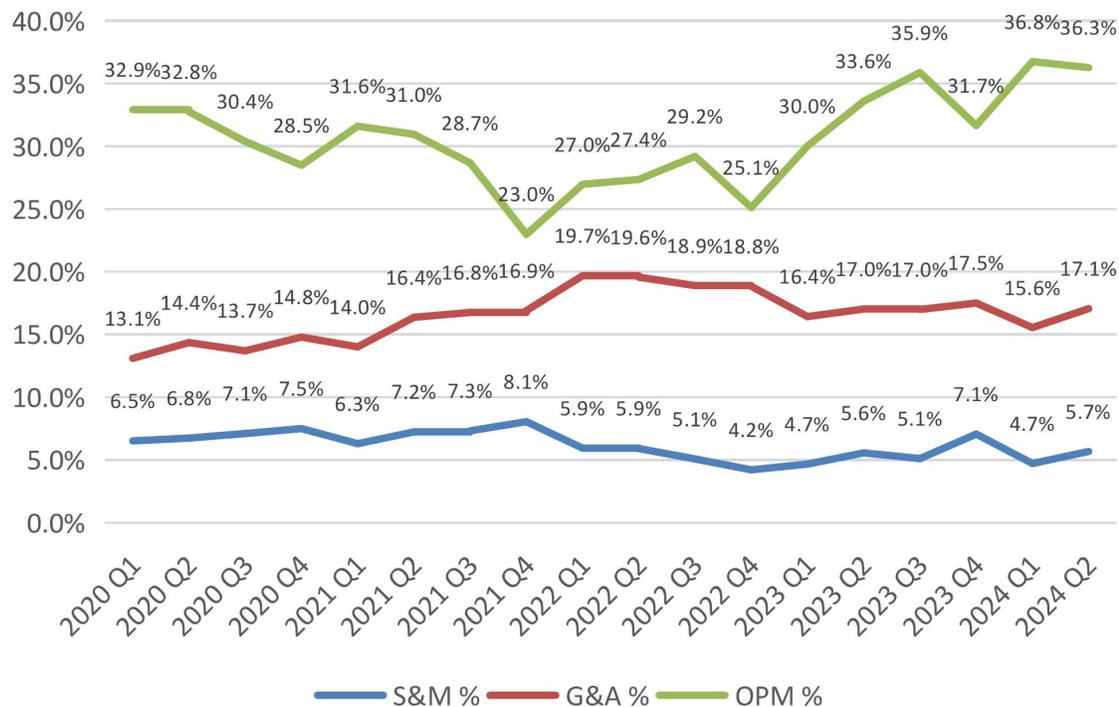


资料来源：公司资料

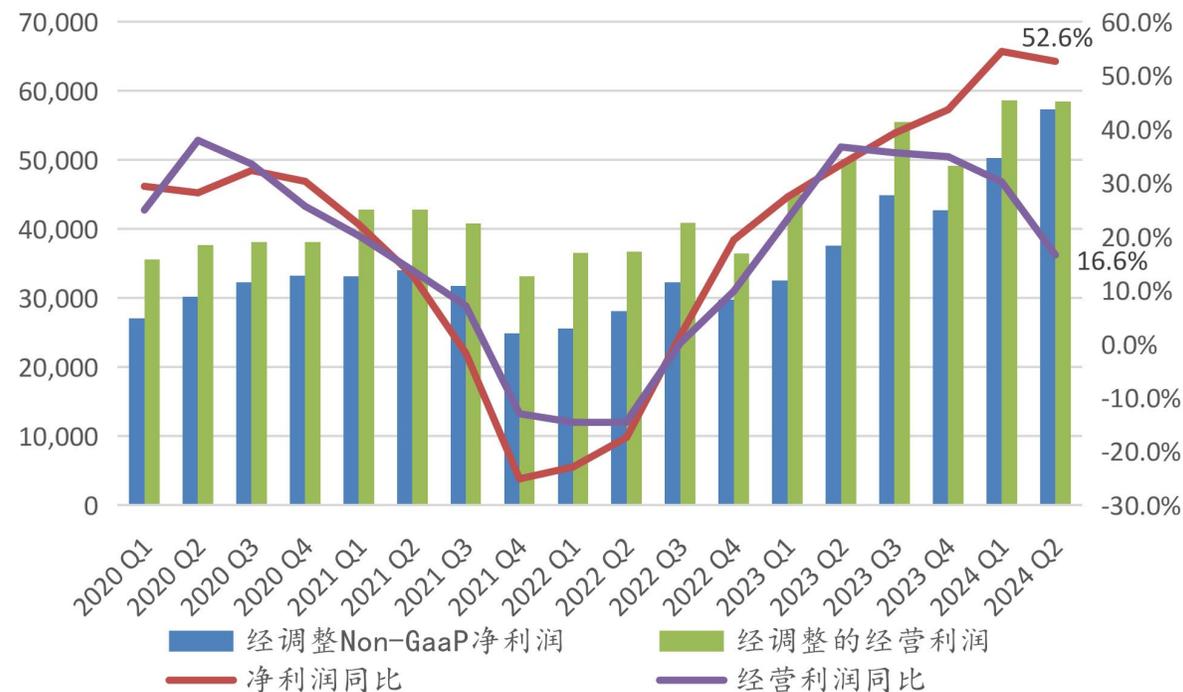


费用率与利润

销售费率、管理费率与经营利润率



经调整净利润与经营利润

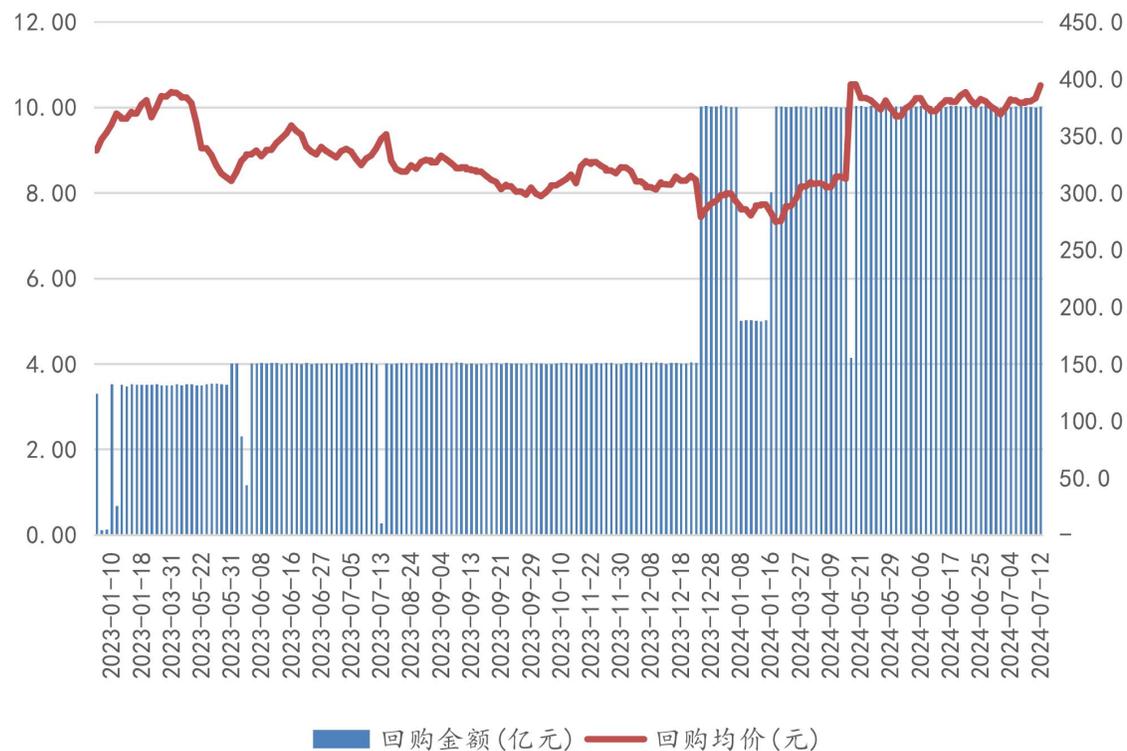


资料来源：公司资料



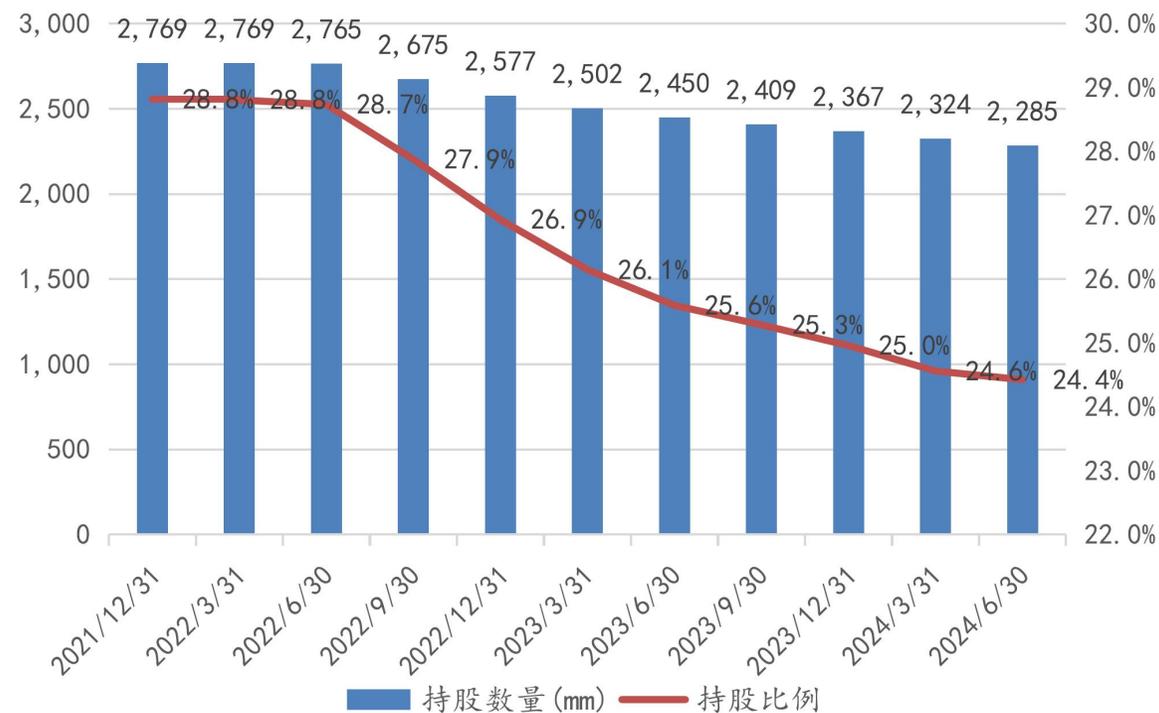
回购与大股东减持

持续稳定的回购记录



资料来源：公司资料

Prosus持股数量



资料来源：Prosus



公司回购与南非股东减持

- 截至 2024 年 12 月 31 日，腾讯控股全年共回购 3.07 亿股，总金额达 1120 亿港元，共出售 129 次，日均回购金额达 8.68 亿港元。腾讯一直采取回购即注销的方式，通过减少流通股本，提升了每股收益。2024 年初腾讯的总股本为 94.82 亿股，到 12 月 31 日，总股本已缩减至 92.2 亿股。
- 2024 年腾讯发放现金分红 320 亿元。
- 综合来看，2024 年腾讯股东回报合计 1457 亿港元左右，对应当下股息率约 42%。



资料来源：互联网



多谢!

国证国际香港研究部



免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼电话：+852-22131000传真：+852-22131010