

# 腾讯控股 (00700.HK)

优于大市

## 微信 AI 搜索灰度测试接入 deepseek, 腾讯生态价值凸显

### ◆ 公司研究 · 海外公司快评

### ◆ 互联网 · 互联网 II

### ◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师:	张伦可	0755-81982651	zhanglunke@guosen.com.cn	执证编码: S0980521120004
证券分析师:	陈淑媛	021-60375431	chenshuyuan@guosen.com.cn	执证编码: S0980524030003

### 事项:

**事项:** 2月15日, 微信搜一搜在调用混元大模型丰富 AI 搜索的同时, 灰度测试接入 Deepseek。腾讯其他产品也在接入 Deepseek。包含腾讯元宝 (AI 助手)、腾讯云、QQ 浏览器、小程序与工具等。

### 国信互联网观点:

**带有 AI 功能的搜索引擎正逐步被接受, 微信搜索叠加 AI 有望进一步破圈。**当前国内搜索市场百度仍在主导地位, 微软必应市占规模有所提升, 主要系 AI 相关功能加入。随着 AI 搜索产品成为新流量入口, 新兴势力增长迅速, 助手类搜索日活跃用户数为 1975 万, 比如豆包、kimi 等。2022 年微信搜一搜月活跃用户已达 8 亿, 23 年日活超 1 亿。微信+wechat 当前月活用户数达 13.82 亿。微信搜索接入 Deepseek 和混元将让更多人体验到 AI 搜索功能的强大。

**用户+场景+Deepseek 优秀推理逻辑能力, 腾讯生态价值逐渐凸显。**腾讯一直以来采取的 AI 策略为技术上不落人后, 商业化积极尝试。在 24 年海外已出现 OpenAI 份额下降, 模型差距逐渐缩小, 追赶者优势可能更明显的背景下, 我们分析一旦出现爆款应用模式, 腾讯生态里用户+场景的天然优势仍然使得腾讯为 AI 时代最佳卡位的企业之一。此次, Deepseek 爆火出圈, 使模型部署成本再次呈现指数级下降, 而具备强黏性社交生态的腾讯将再次快速完成产品部署——微信内部接入 Deepseek 无疑是场景+优秀推理逻辑能力的王炸组合。**AI agent 等应用也初现形态。**比如根据量子位, 当用户询问“如何预约故宫门票”时, 微信 AI 搜索不仅能全网搜索, 最特别的是, 它能在微信公众号、视频号、小程序中抓取相关资料, 能抓到调用故宫官方小程序的服务接口——腾讯独家生态资源。

**AI 加入有望带动微信单用户收入提升。**1) 微信是一个非常克制变现的平台, 微信单用户收入不高, 当前用户价值逐渐释放。比如我们预计 24 年百度广告收入 700+亿, 而微信搜索广告收入我们预计在 10-20 亿。整体看 arpu 值, 微信当前为 185 元, 与偏交易型的阿里、抖音等有较大差距, 与 meta 也存在差异。未来微信电商的发展、AI 带动交互提升等有望带来 arpu 值提升。2) AI 接入是对微信整体生态的提振, 有望聚拢更多流量。有望盘活原有的腾讯应用小程序/企业微信/微信小店等, 流量以及频次有提升。甚至出现新的爆款功能比如云文件、搜索等。3) AI agent 带来更多想象空间。微信有中立性原则, 我们认为短期或不会出现很多竞价性广告来破坏生态, 但是微信可以做开发者服务, api 收费、技术服务费收费等。

**投资建议: 维持“优于大市”评级。**腾讯整体业绩稳健, 蕴含蕴含电商、AI、云等的向上期权。此次微信接入 Deepseek 表明了腾讯用户+场景的优势, 逐步打开了 AI agent 等的想象空间。我们继续看好腾讯在 AI、电商等领域的禀赋。维持盈利预测, 预计 2024-2026 年公司调整后净利润分别为 2219/2492/2733 亿元, 对应 PE 19/17/15x。继续维持“优于大市”评级。

### 评论:

#### ◆ 微信上线 AI 搜索功能并接入 Deepseek, 腾讯其他产品也在接入 Deepseek

2月15日, 微信搜索上线“AI 搜索”功能, 并接入 Deepseek-R1 提供的“深度思考”服务。该功能正灰度测试中, 仅部分用户可体验。

图1: 微信“搜一搜”功能接入 Deepseek



资料来源: 微信, 国信证券经济研究所整理

图2: 腾讯元宝 App 上线 Deepseek R1 版本



资料来源: appstore, 国信证券经济研究所整理

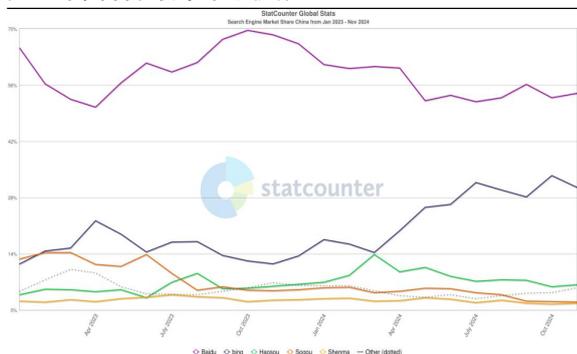
除此以外, 腾讯其他产品也在接入 Deepseek。包含腾讯元宝 (AI 助手)、腾讯云、QQ 浏览器、小程序与工具等。

- ✓ **腾讯元宝 (AI 助手):** 支持混元与 Deepseek-R1 双模型切换, 满血版 Deepseek 支持联网搜索, 覆盖公众号、视频号等微信生态内容, 提升回答的实时性和准确性。
- ✓ **腾讯云:** 上线 Deepseek-R1 及 V3 原版模型 API 接口, 知识引擎平台率先支持联网搜索, 开发者可通过“HAI”平台快速部署模型。
- ✓ **QQ 浏览器:** 手机/电脑端接入 Deepseek-R1 满血版, 支持深度思考、联网搜索、多轮对话及历史记录回溯。
- ✓ **小程序与工具:** 包括“IMA 知识库”等腾讯系小程序接入 Deepseek, 提供智能问答服务。小程序开发者最少 3 行代码将 Deepseek 大模型接入小程序。

◆ 国内搜索市场的概览: 带有 AI 功能的搜索引擎正逐步被接受

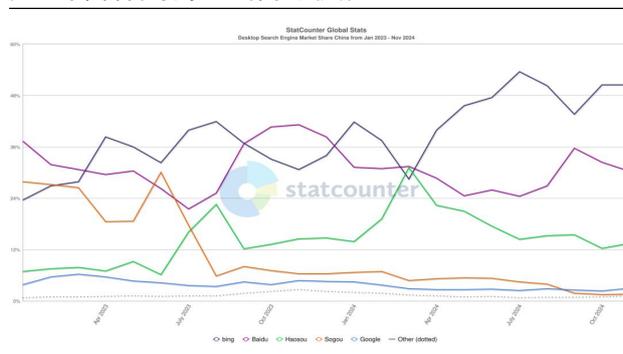
百度仍在主导地位, 微软必应市占规模有所提升。百度在国内百度在谷歌退出后, 占据中国内地搜索市场主导地位。截至 2024 年 11 月, 百度在中国搜索市场 (电脑+手机+平板) 的份额为 54%, 居市场第一, 份额从 2024 年 1 月的 61% 下降到 54%。第二位的微软必应市场份额从 2024 年 1 月的 17% 增长到 2024 年 11 月的 30%。2023 年, 微软发布 ChatGPT 版搜索引擎。

图3: 中国搜索引擎市场份额 (2023. 11-2024. 11)



资料来源: statcounter, 国信证券经济研究所整理

图4: 中国搜索引擎 PC 端市场份额 (2023. 11-2024. 11)



资料来源: statcounter, 国信证券经济研究所整理

随着 AI 搜索产品成为新流量入口, 新兴势力增长迅速, 助手类搜索日活跃用户数为 1975 万。如字节的豆包月活数据截至 2024 年底达到 7116 万, 月之暗面的 Kimi 智能助手月活增至 1669 万。社交平台小红

书承接美国 tiktok 用户流量，搜索品牌专区广告打通从内容种草到搜后承接的完整闭环，2024 年第四季度日均搜索量达 6 亿次左。2022 年微信搜一搜月活跃用户已达 8 亿，23 年日活超 1 亿。微信+wechat 当前月活用户数达 13.82 亿。微信搜索接入 Deepseek 和混元将让更多人体验到 AI 搜索功能的强大。

图5: 助手类 AI 搜索用户活跃和渗透率情况



图6: 回答是当前 AI 问答的核心



资料来源: 月狐, 国信证券经济研究所整理

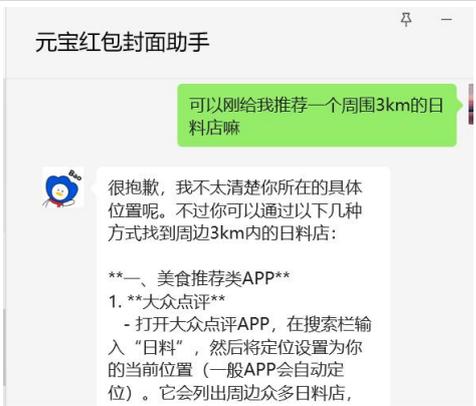
资料来源: 月狐, 国信证券经济研究所整理

◆ 用户+场景+Deepseek 优秀推理逻辑能力，腾讯生态价值逐渐凸显

**腾讯生态价值逐渐凸显。**腾讯一直以来采取的 AI 策略为技术上不落后，商业化积极尝试。在 24 年海外已出现 OpenAI 份额下降，模型差距逐渐缩小，追赶者优势可能更明显的背景下，我们分析一旦出现爆款应用模式，腾讯生态里用户+场景的天然优势仍然使得腾讯为 AI 时代最佳卡位的企业之一。此次，Deepseek 爆火出圈，使模型部署成本再次呈现指数级下降，而具备强黏性社交生态的腾讯将再次快速完成产品部署——微信内部接入 Deepseek 无疑是场景+优秀推理逻辑能力的王炸组合。根据量子位，微信 Deepseek AI 搜索里面 10 篇参考资料，前面 7 篇都来源于公众号。这也证明微信 AI 搜索背后有着微信庞大内容生态来支撑。

**AI agent 等应用也初级形态。**比如 ima 私人知识库大脑不仅可以将聊天里的文件、公众号里文章、网页信息等进行收集，并可以根据个人数据库进行对话问答。再比如根据量子位，当用户询问“如何预约故宫门票”时，微信 AI 搜索不仅能全网搜索，最特别的是，它能在微信公众号、视频号、小程序中抓取相关资料，能抓到调用故宫官方小程序的服务接口——腾讯独家生态资源。腾讯当前也通过微信红包助手悄然试水 AI agent (入口位和文件传输助手类似)，可以与助手直接进行问答。

图7: 腾讯元宝红包封面助手



资料来源: 微信, 国信证券经济研究所整理预测

图8: 微信 AI 搜索预约故宫门票

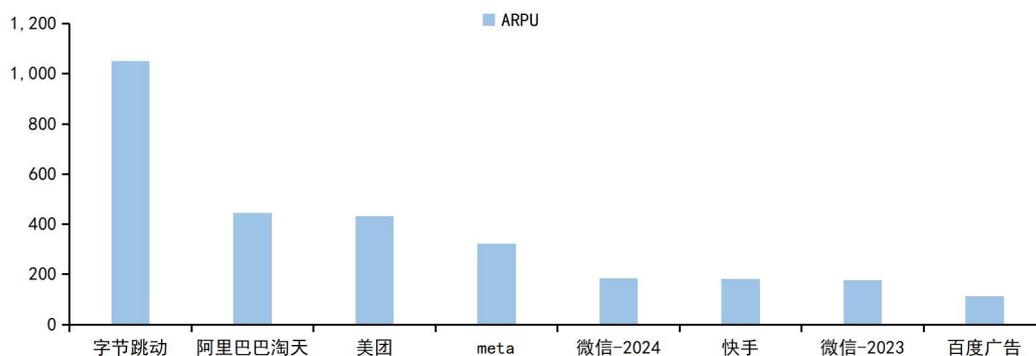


资料来源: 量子位, 国信证券经济研究所整理

◆ AI 加入有望带动微信单用户收入提升

微信是一个非常克制变现的平台，微信单用户收入不高。比如我们预计 24 年百度广告收入 700+e，而微信搜索广告收入我们预计在 10-20e。整体看 arpu 值，微信当前为 185 元，与偏交易型的阿里、抖音等有较大差距，与 meta 也存在差异。未来微信电商的发展、AI 带动交互提升等有望带来 arpu 值提升。

图9： AI 加入有望带动微信单用户价值提升



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理测算

**AI 接入是对微信整体生态的提振，有望聚拢更多流量。**有望盘活原有的腾讯应用小程序/企业微信/微信小店等，流量以及频次有提升。甚至出现新的爆款功能比如云文件、搜索等。

**AI agent 带来更多想象空间。**微信有中立性原则，我们认为短期或不会出现很多竞价性广告来破坏生态，但是微信可以做开发者服务，api 收费、技术服务费收费等。

◆ **投资建议：维持“优于大市”评级**

**腾讯整体业绩稳健，蕴含蕴含电商、AI、云等的向上期权。**此次微信接入 Deepseek 表明了腾讯用户+场景的优势，逐步打开了 AI agent 等的想象空间。我们继续看好腾讯在 AI、电商等领域的禀赋。维持盈利预测，预计 2024-2026 年公司调整后净利润分别为 2219/2492/2733 亿元。继续维持“优于大市”评级。

**风险提示**

政策风险；广告行业竞争激烈的风险；新游戏不能如期上线的风险等。

**相关研究报告：**

- 《腾讯控股（00700.HK）-24Q4 前瞻：游戏加速增长，微信小店等带动广告潜力释放》——2025-01-19
- 《腾讯控股（00700.HK）-内容+平台底蕴丰富，看好 AI 时代领先地位》——2025-01-11
- 《腾讯控股（00700.HK）-腾讯被美国国防部列入中国军工企业名单，核心业务不受影响》——2025-01-09
- 《腾讯控股（00700.HK）-广告业务增加份额，经营杠杆持续提效》——2024-11-15
- 《腾讯控股（00700.HK）-深度二：运营焕新游戏，成熟期海外游戏大厂估值稳定》——2024-10-17

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	172320	300962	459518	628173	营业收入	609015	657034	708285	752909
应收款项	131904	142304	153404	163069	营业成本	315906	308504	321169	337639
存货净额	456	476	491	511	销售费用	34211	37102	38216	41410
其他流动资产	3818	4119	4440	4720	管理费用	136220	149764	153148	159026
<b>流动资产合计</b>	<b>518446</b>	<b>657810</b>	<b>838299</b>	<b>1027942</b>	利息收入	13808	16097	15988	16043
固定资产	66815	108302	139340	172827	其他损益净额	5569	10249	(122)	5232
无形资产及其他	198191	187580	180543	176437	营业利润	160074	227648	249135	272218
投资性房地产	70968	70968	70968	70968	财务成本净额	(12268)	(12722)	(13011)	(12866)
长期股权投资	722826	722826	722826	722826	分占联营合营公司损益	5800	22923	30000	19574
<b>资产总计</b>	<b>1577246</b>	<b>1747486</b>	<b>1951976</b>	<b>2170999</b>	利润总额	161324	237849	266124	278926
短期借款及交易性金融负债	41537	24040	25719	30432	所得税费用	43276	46382	53225	58574
应付款项	137145	143204	147624	153778	少数股东损益	2832	3020	3025	3022
其他流动负债	173475	182530	189010	198548	归属于母公司净利润	115216	188447	209875	217329
<b>流动负债合计</b>	<b>352157</b>	<b>349774</b>	<b>362352</b>	<b>382757</b>	<b>经调整归母净利润</b>	<b>157688</b>	<b>221906</b>	<b>249157</b>	<b>273320</b>
长期借款及应付债券	292920	292920	292920	292920					
其他长期负债	58488	58488	58488	58488					
<b>长期负债合计</b>	<b>351408</b>	<b>351408</b>	<b>351408</b>	<b>351408</b>					
<b>负债合计</b>	<b>703565</b>	<b>701182</b>	<b>713760</b>	<b>734165</b>					
少数股东权益	65090	68110	71135	74157					
股东权益	808591	978194	1167081	1362677					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1577246</b>	<b>1747486</b>	<b>1951976</b>	<b>2170999</b>					
关键财务与估值指标					现金流量表(百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
经调整 EPS	16.63	24.07	25.95	27.68	净利润	115216	188447	209875	217329
每股红利	2.40	2.05	2.29	2.37	资产减值准备	0	0	0	0
每股净资产	85.27	106.57	127.15	148.46	折旧摊销	61139	47979	49258	51422
ROIC	41%	59%	60%	58%	公允价值变动损失	8801	(50)	9485	6079
ROE	14%	19%	18%	16%	财务费用	(1540)	(3375)	(2978)	(3176)
毛利率	48%	53%	55%	55%	营运资本变动	44492	4392	(537)	5727
EBIT Margin	29%	35%	35%	36%	其它	(7686)	3020	3025	3022
EBITDA Margin	39%	42%	42%	43%	<b>经营活动现金流</b>	<b>221962</b>	<b>243789</b>	<b>271106</b>	<b>283579</b>
收入增长	10%	8%	8%	6%	资本开支	(50896)	(78805)	(82745)	(86882)
净利润增长率	-39%	64%	11%	4%	其它投资现金流	(74698)	0	(10497)	(11022)
资产负债率	49%	44%	40%	37%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(125161)</b>	<b>(78805)</b>	<b>(93242)</b>	<b>(97904)</b>
息率	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	权益性融资	0	0	0	0
P/E	26.5	18.8	16.7	15.3	负债净变化	(19417)	0	0	0
P/B	5.4	4.3	3.6	3.1	支付股利、利息	(21212)	(18845)	(20987)	(21733)
EV/EBITDA	21.5	17.9	16.5	15.3	其它融资现金流	(1316)	(17497)	1679	4713
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(82573)</b>	<b>(36342)</b>	<b>(19308)</b>	<b>(17020)</b>
					<b>现金净变动</b>	15581	128642	158556	168655
					货币资金的期初余额	156739	172320	300962	459518
					货币资金的期末余额	172320	300962	459518	628173
					企业自由现金流	276363	245607	264939	299650
					权益自由现金流	257583	232143	270191	308207

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032