

## 目录

投资要点：聚焦业务高质量增长，利润率显著提升&股东回报增强.....	1
视频号中期展望用户、时长继续维持稳健增长 .....	3
商业化趋势回升，游戏储备丰富，2Q24 有望重回增长轨道.....	9
生成式 AI 的积极影响：AI+推荐系统进展乐观，有望提升广告商业化 .....	12
股东回报：外部减持压力趋缓，在手投资&现金有望释放强化股东回报.....	16
盈利预测 .....	18
估值 .....	19
投资评价和建议 .....	19
风险分析 .....	20
报表预测 .....	21

## 图目录

图 1:2017-23 年腾讯各业务收入及复合增速情况（百万元人民币，%） .....	1
图 2:2017-23 年腾讯各业务收入结构（%） .....	1
图 3:2017-23 年腾讯控股各业务毛利率趋势（%） .....	2
图 4:2017-23 年腾讯控股 Non-IFRS 归母净利润 .....	2
图 5:2022/5-2024/5 腾讯 Forward 市盈率水平 .....	2
图 6:腾讯/Meta/Google 2024 年股东回报情况（回购+股息） .....	2
图 7:2015M11-2024M4 中概互联与景气度差异走势 .....	3
图 8:2015M11-2024M4 中美景气度差异走势 .....	3
图 9:视频号已开通的微信各产品入口 .....	3
图 10:视频号从内容运营到社交传播，强化用户粘性 .....	4
图 11:美拍、秒拍早期 .....	4
图 12:2016-18 年抖音发展历程回顾 .....	5
图 13:强运营、高举高打解决的是从 0 到 1 的问题 .....	6
图 14:视频号内容运营计划落地数量大概落后快手/抖音 2 年 .....	6
图 15:视频号演唱会活动大幅高于抖音快手 .....	6
图 16:推荐系统的召回算法大致分类 .....	7
图 17:社交推荐在事件/话题推广初期起到加速传播的作用，但在后期反而会起到抑制传播的效果.....	7
图 18:推荐系统的流量分布最终会影响内容生态的可持续性 .....	8
图 19:Top 100 创作者新榜指数分布 .....	8
图 20:1Q20-1Q24 王者荣耀净收入及增速趋势（万美元，%） .....	9
图 21:1Q20-1Q24 和平精英净收入及增速趋势（万美元，%） .....	9
图 22:3Q20-1Q24 LOLm 净收入及增速趋势（万美元，%） .....	9
图 23:3Q20-1Q24 金铲铲之战 MAU 及增速趋势（万人，%） .....	9
图 24:4Q15-1Q24 穿越火线净收入及增速趋势（万美元，%） .....	10
图 25:1Q16-1Q24 火影忍者净收入及增速趋势（万美元，%） .....	10

图 26:Supercell 旗下游戏收入增速 24 年以来大幅提升 .....	10
图 27:荒野乱斗 MAU 及下载量大幅提升 .....	10
图 28:2022-24 年 2 月《荒野乱斗》流水趋势 .....	11
图 29:2022-24 年 2 月《荒野乱斗》MAU 趋势 .....	11
图 30:腾讯整体游戏净流水 YTD 增速回升 .....	11
图 31:腾讯、网易与国内游戏 iOS 流水增速趋势 .....	12
图 32:腾讯、网易、Supercell 与出海游戏流水增速趋势 .....	12
图 33:腾讯 2024 年待上线游戏 .....	12
图 34:GR-24 的训练计算量达到 GPT-3/LLaMa-2 水平 .....	13
图 35:GR-24 对召回/排序阶段效果合计提升 18.6%/9.4% .....	13
图 36:GR-24 与 DLRM 的对比 .....	13
图 37:GR-24 模型架构层面的优化 .....	14
图 38:腾讯会议的实时会议总结 .....	15
图 39:腾讯会议事后会议总结 .....	15
图 40:腾讯自研游戏 AI 引擎 GiiNEX .....	16
图 41:腾讯控股 2018-24 年回购金额及回购占成交量比例（%，亿港元） .....	17
图 42:Prosus 日成交量（百万欧元） .....	17
图 43:2019-24 年 Prosus 平均日成交量（百万欧元） .....	17
图 44:腾讯在手现金及股权投资充沛，具备充足股东回报空间 .....	18

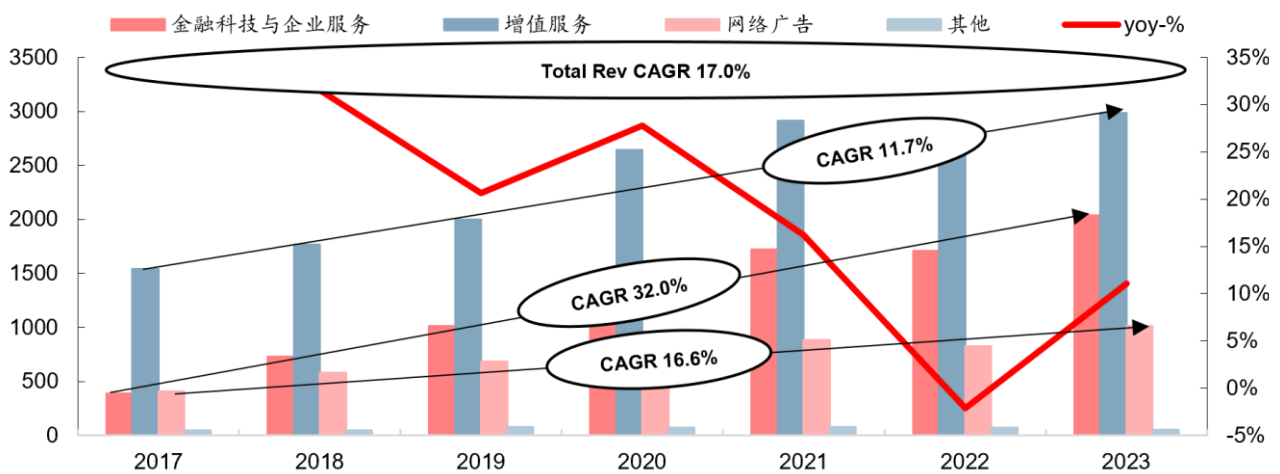
## 表目录

表 1:腾讯 AI 产品布局 .....	14
表 2:腾讯 2022-26 年营收及盈利预测 .....	18
表 3: 可比公司估值（截止 2024/5/21） .....	19
表 4:游戏/广告收入增速对于利润敏感性分析 .....	20

## 投资要点：聚焦业务高质量增长，利润率显著提升&股东回报增强

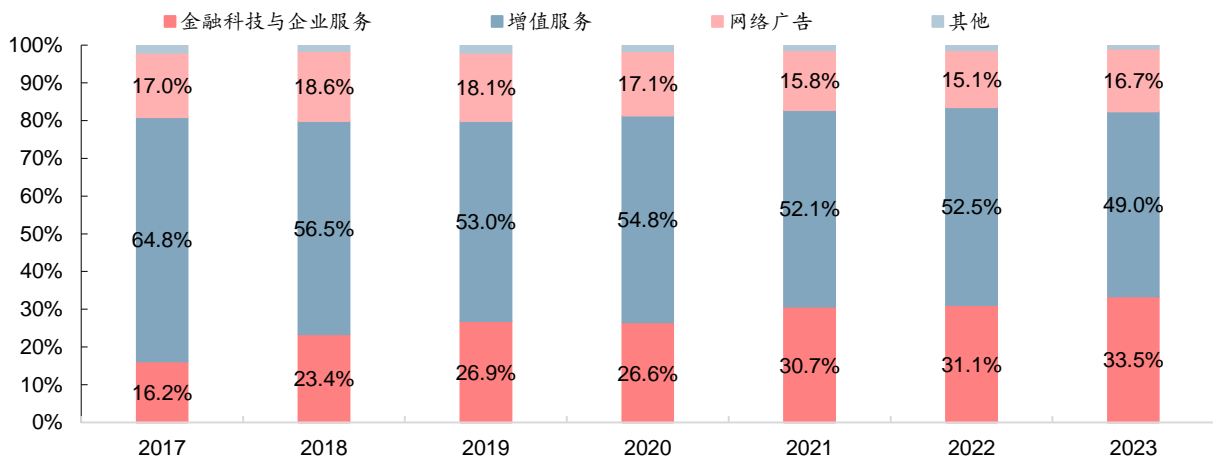
中期收入展望双位数增速。腾讯 2017-23 年总收入复合增速达 17%，其中增值业务复合增速达 11.7%，金融科技及企业服务复合增速达 32.0%，网络广告复合增速达 16.6%。2024 年向后展望，游戏由于缺乏类似王者荣耀、和平精英等体量产品的带动，叠加国内游戏市场逐渐成熟，预计增速回归中高个位数；广告仍有视频号驱动，仍可维持双位数增长；FBS 业务走出云业务调整周期后，通过支付场景渗透&消费回暖维持双位数增长，因此中期展望收入增速维持 10% 左右。

图 1:2017-23 年腾讯各业务收入及复合增速情况（百万元人民币，%）



数据来源：公司公告，中信建投

图 2:2017-23 年腾讯各业务收入结构（%）



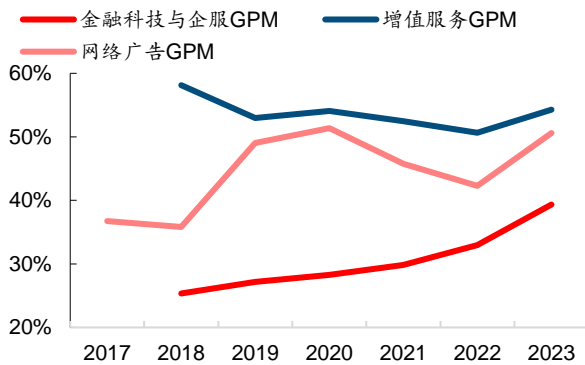
数据来源：公司公告，中信建投

新阶段下毛利增长较收入更好地反映公司的业务发展。例如腾讯云 2022 年<sup>1</sup>开启的对低毛利业务的梳理和清退，并转向发展 PaaS/SaaS 等高毛利产品线，降低对价格敏感型客户的高敞口。另一方面，视频号、小程序的

<sup>1</sup> [https://www.theregister.com/2022/05/19/tencent\\_q1\\_2022/](https://www.theregister.com/2022/05/19/tencent_q1_2022/)

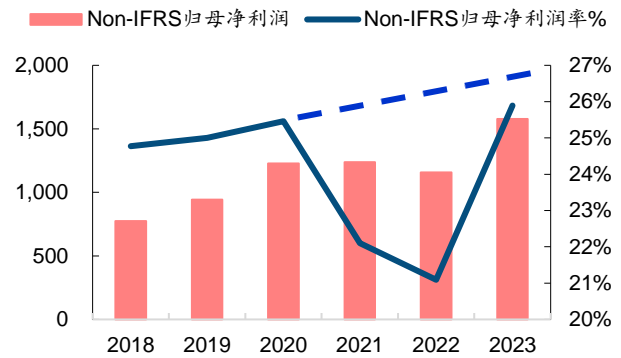
广告业务体量较整体比例较低，但其利润率非常高，主要影响利润端增速，反映业务整体利润率提升。游戏业务侧，新品发行放缓，游戏精品化导致平均生命周期延长，更多依靠内容迭代/活动运营而非宣发买量驱动增长，这也带动利润率的增长。因此新阶段下我们认为腾讯的内生增长主要体现在利润端。

图 3:2017-23 年腾讯控股各业务毛利率趋势 (%)



数据来源: 公司公告, 中信建投

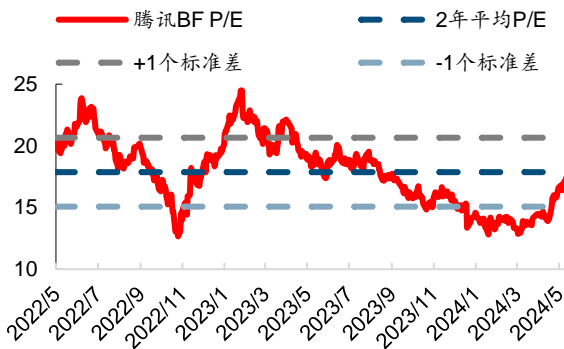
图 4:2017-23 年腾讯控股 Non-IFRS 归母净利润



数据来源: 公司公告, 中信建投

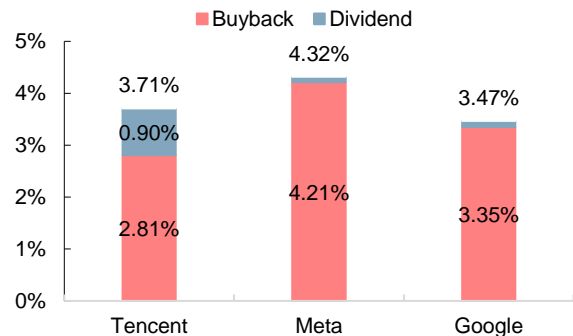
当前腾讯交易于 Forward P/E 16.5x 左右，略低于 2 年估值中枢 (17.9x)，但考虑到腾讯的股东回报相比于 Meta/Google 并不明显逊色，且 EPS/利润增速仍然维持较高水平，当前的 P/E 更多地反映流动性折价/对宏观/地缘政治层面的一些风险计价。从长周期来看，当前中美景气度差异处于历史极值的水平，存在潜在的修复空间。

图 5:2022/5-2024/5 腾讯 Forward 市盈率水平



数据来源: 彭博, 中信建投

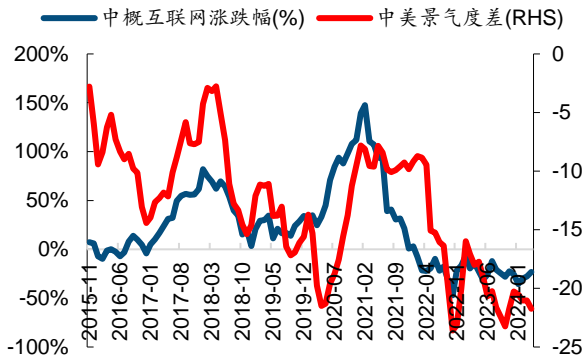
图 6:腾讯/Meta/Google 2024 年股东回报情况 (回购+股息)



数据来源: 公司公告, 中信建投

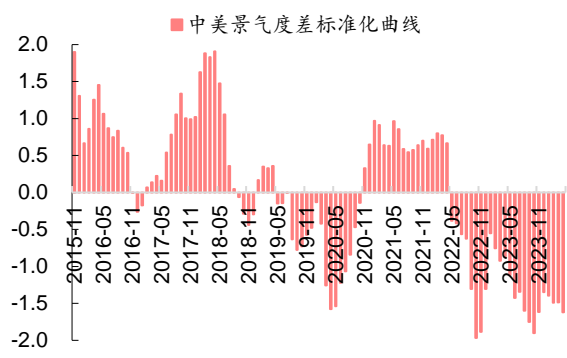
注: 回报率按照 2024 年 5 月 13 日收盘价计算。

图 7:2015M11-2024M4 中概互联与景气度差异走势



数据来源: Wind, 中信建投

图 8:2015M11-2024M4 中美景气度差异走势



数据来源: Wind, 中信建投

## 视频号中期展望用户、时长继续维持稳健增长

理论上可以全量渗透微信现有用户，短视频增长=强运营+高效的评价体系（算法），当前瓶颈在于运营力度。短视频是一个强运营的赛道，内容行业是可以实现供给创造需求的，即通过人为引导供给，进一步推动需求，从而实现数据飞轮效应。视频号在 22-23 年尝试通过引入娱乐演艺活动、体育赛事等唤醒公众认知，但 23H2 以来有所放缓，我们认为强运营主要解决两个问题，初期冷启动，以及后续破圈（泛化用户）。冷启动后，关注视频号细分赛道持续运营情况。

视频号目前已全面接入微信、企业微信生态。一级入口方面：1) 聊天页，视频号可直接分享至群聊、个人聊天；2) 目录页，右上方搜索框导航栏接入视频号，个人页接入视频号；3) 发现，开启“直播”、“视频号”、“附近”入口；4) 朋友圈，视频号可分享至朋友圈，直播置顶。4) PC 端侧边栏视频号入口。二级入口方面：1) 订阅号信息流接入视频号；2) 看一看接入视频号；3) 公众号开启视频号 tab。

图 9:视频号已开通的微信各产品入口

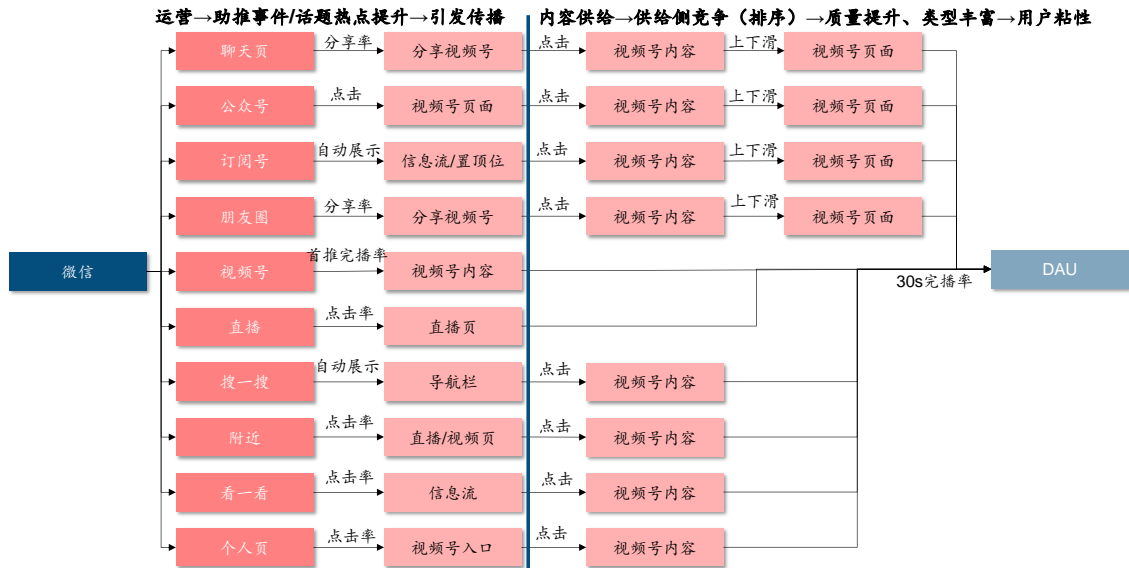


数据来源: 微信截图, 中信建投



相应地，1) 提升视频号用户数量（而不是 DAU）的方式主要有社交传播；2) 提升打开频率的方式主要是提升内容多样性，提升内容质量。

图 10:视频号从内容运营到社交传播，强化用户粘性



数据来源: 微信 App, 中信建投

短视频的冷启动是需要强运营的，无论视频生产成本多低，创作者都需要一个理由持续地生产内容。回顾短视频行业发展历史：1) 美拍差异定位+工具策略取得市场突破。2014年5月美拍上线，定位年轻女性用户，通过 MV 模板（与抖音的音轨复用功能类似）和美颜滤镜迅速开辟市场，美拍上线后连续 24 天成为 App Store 免费榜第一名，上线 9 月后用户数突破 1 亿。2) 秒拍模仿美拍开发工具，并加入挑战赛吸引用户参与。秒拍最初采取“像素级模仿”策略，后韩坤受“冰桶挑战”启发将这一挑战移植到国内，据《沸腾新十年》统计，国内参与“冰桶挑战”的互联网人士包括但不限于刘作虎、周鸿祎、罗永浩、刘江峰、雷军等，影视圈有近 2000 位明星参与活动。冰桶挑战的成功带动秒拍下载量达到单日 100 万次。

图 11:美拍、秒拍早期

<p><b>美拍通过MV滤镜打开市场</b></p>	<p><b>秒拍模仿美拍工具，额外引入运营活动“冰桶挑战”引爆社交传播</b></p>	<p><b>启示</b></p> <p>滤镜和道具让用户在镜头前更好看，而挑战赛等运营互动则告诉用户要在镜头前表演什么动作。但挑战赛也存在问题，就是挑战赛实际上将创意生产由用户外包给平台的运营团队，但平台的运营团队也面临创意枯竭的问题，因此秒拍也无法依靠挑战赛维系永续的增长。</p> <p><b>运营策略进一步演进</b></p> <p>德国创业者推出的Dubsmash（对口型，类似国内的小咖秀）进一步实现创意的外包，将创意生产由运营团队解放出去，交由专业的外部团队实现。对口型玩法即截取一段音频，用户根据音频表演肢体动作。对口型玩法下，赵本山的小品、《甄嬛传》的对话、郭德纲的相声都可以成为表演的素材，同时这些经典内容也能够激发大量用户进行二次创作。</p>
----------------------------	---	--

数据来源: 美拍, 秒拍, 中信建投

短视频早期的核心痛点主要是短视频优质内容供给不足，对此，抖音提出的解法最具代表性，后来也演化为行业的主流方案。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

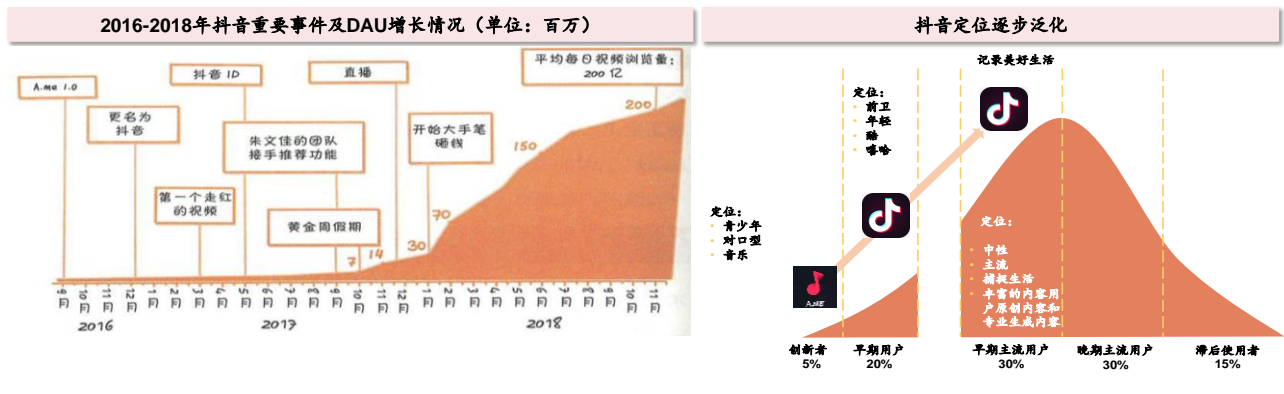
抖音初期的解法=挑战赛等运营活动+滤镜等工具+网络红人（后发展为MCN）。1）核心差异是补充 PUGC，这些 PUGC 是带着目标/任务批量生产内容。这类 PUGC 一般是垂类达人，例如艺术院校学生，其他平台美妆、时尚达人等。相比面向大众补贴刺激内容，这类内容质量比一般的 UGC 更高且相对稳定。随着用户增加，这类网红获取收益，吸引更多 UGC 转化为 PUGC，提供上升预期。换言之，要维持优质内容供给，平台需要寻求 PUGC（而非 PGC）支持，并给予物质回报/精神激励，物质回报涉及商业化体系，精神激励则是内容评价体系。

2）创意生产进一步分工。抖音推出音画分离功能，实现表演与创意生产过程的分工。2017年9月抖音还推出了音频模板复用的功能。由于滤镜、特效道具等工具更多侧重于表演，降低表演的门槛，吸引更多用户模仿，但缺乏创意的变化就会导致平台内容的同质化。音画分离真正将创意和表现一分为二，由专业团队聚焦创意生产（PGC），加上低门槛的用户表现（UGC），短视频生产的活力得以释放。

据创业邦，朱文佳提到，抖音上线音频模板复用的功能后引发模仿热潮，平台出现很多爆款段子、小品，让抖音顺利完成从潮人炫技感觉的产品，打开更大众的用户群体。另一方面，9月正好是大学生返回学校（主要在高线城市）的高峰期，而大学生用户也加入了模仿潮流的队伍中，这帮助平台实现了进一步地用户泛化。

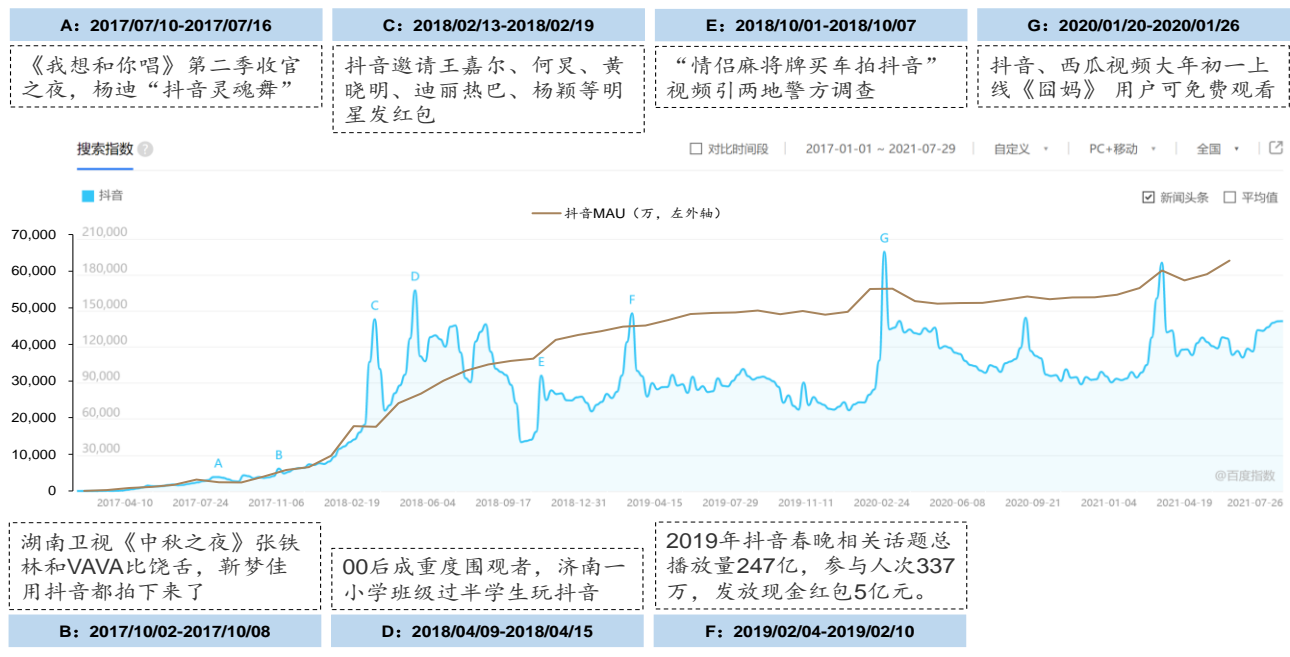
3）内容生态初具规模后，抖音开启站外引流。2017-18年大量冠名综艺节目，例如《中国有嘻哈》、《中餐厅》等；2018年春节通过红包补贴，并基于返乡潮扩大下沉市场影响力，实现大幅用户增长，并逐步泛化为国民级平台。

图 12:2016-18 年抖音发展历程回顾



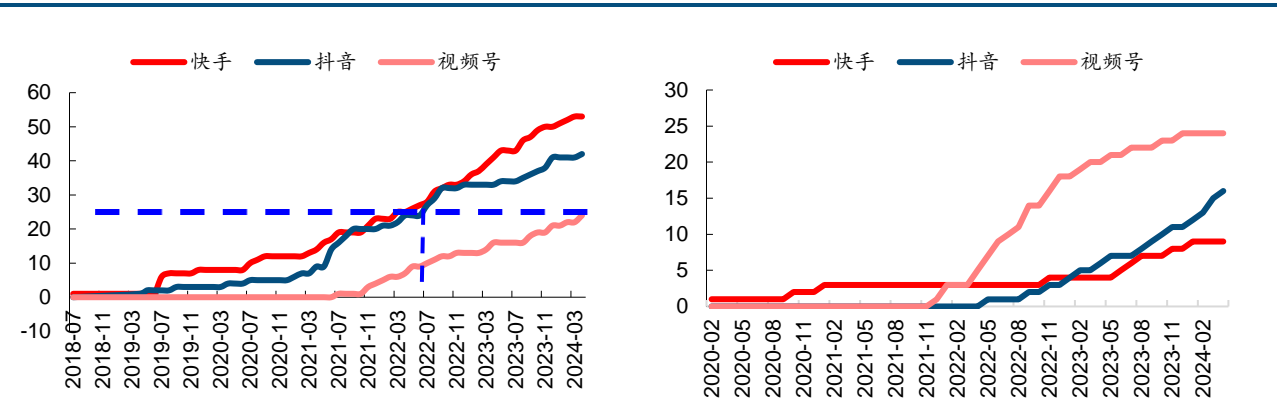
数据来源:《字节跳动:从0到1的秘密》, 中信建投

图 13:强运营、高举高打解决的是从 0 到 1 的问题



数据来源：百度指数，中信建投

图 14:视频号内容运营计划落地数量大概落后快手/抖音 2 图 15:视频号演唱会活动大幅高于抖音快手年



数据来源：微信公众号，澎湃新闻，中信建投

数据来源：微信公众号，澎湃新闻，中信建投

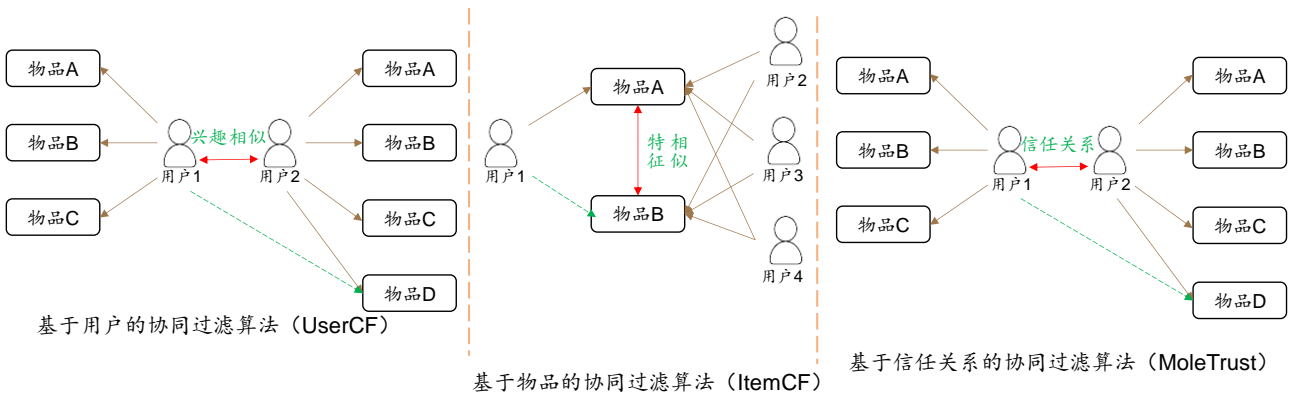
视频号从垂直内容运营角度看落后抖音、快手约 2 年，但在大众娱乐、演艺活动方面则大幅领先抖音、快手，这类活动邀请明星艺人的粉丝群体受众广泛，有利于塑造平台认知，更多是培养用户心智。而通过垂直内容流量扶持政策类似“滴灌”，通过塑造如“何同学”、“李子柒”等形象带动用户画像的精细化，进而实现腰部创作者流量的正循环。2023 年微信公开课 PRO 提到，2023 年将针对音乐、搞笑、游戏、剧情等重点垂类启动专项激励计划。我们认为，大众内容决定 DAU、MAU 的增长上限，而垂直内容则影响用户时长的份额提升。微信视频号基于社交传播、大众内容的模式有助于在中长期实现稳健增长，继续扩大在微信生态内的用户渗透，中期 DAU/MAU 及时长均有望实现稳健增长。

关于算法分发与推荐分发，张小龙认为冷启动时社交推荐更优，终局还是机器推荐为主。根据 2021 年微



信一夜<sup>2</sup>，张小龙提到“关于推荐的问题。最初信息流的内容推荐质量非常一般，内部调研了一下：自己更愿意看哪些内容？是朋友赞过的内容，还是机器推荐出来的？最后朋友点赞的更爱看一点。这是视频号最早通过社交推荐做的一个理由。”视频号试图打造基于信任关系与基于用户/内容协同过滤的推荐融合的模式。引入社交关系后相当于在数据缺失的环境下增加数据量，过滤无效信息，提升推荐效果。

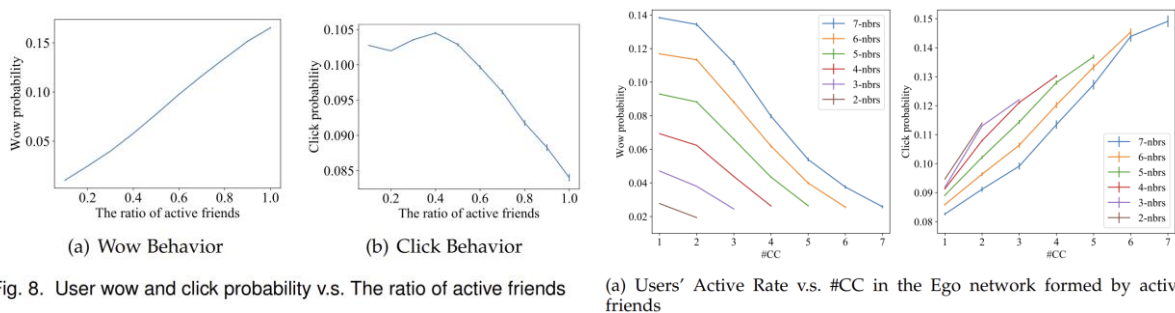
图 16:推荐系统的召回算法大致分类



数据来源：项亮《推荐系统实践》，中信建投

根据腾讯研究，社交推荐在事件/话题推广初期起到加速传播的作用，但在后期反而会起到抑制传播的效果。而机器推荐则会助推事件传播，依据点赞率/评论/转发率/完播率/关注比例等数据，从提升时长的角度看，机器推荐会比社交推荐更有利于提升时长。但借助社交传播，视频号的机制类似微博，可以快速将热点话题/事件传播开来，相比类似思路的快手（但缺乏社交积累），视频号更容易出圈。

图 17:社交推荐在事件/话题推广初期起到加速传播的作用，但在后期反而会起到抑制传播的效果



数据来源：《Understanding WeChat User Preferences and “Wow” Diffusion》，中信建投

中长期来看，张小龙认为未来视频号用户“关注”、“朋友点赞”、“机器推荐”的VV占比会大致达到1: 2: 10，其中“朋友点赞”意味着学习型/启发类内容，内容不易消费但社交关系下用户会消费一定比例；“机器推荐”对应娱乐型内容，无压力消费，占据用户较大比例时间。

<sup>2</sup> <https://new.qq.com/rain/a/TEC2021011901334100>

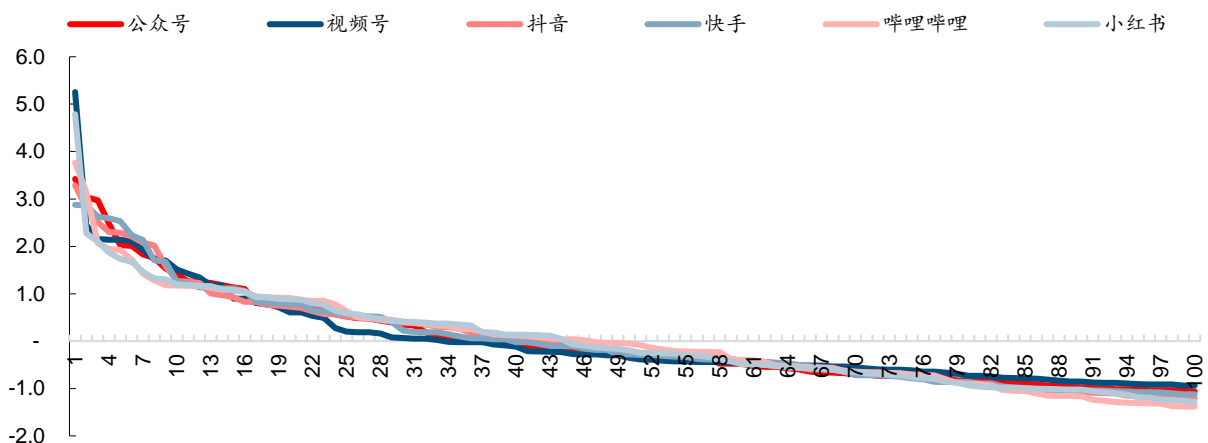
图 18:推荐系统的流量分布最终会影响内容生态的可持续性



数据来源：微信公众号，新榜，中信建投

从新榜 2024 年 3 月的统计，哔哩哔哩、小红书明显存在个别头部创作者热度偏离的情况，如果按照 Top 20 作为对比，视频号头部创作者的集中度仍然低于抖音、快手等，而且尾部占比仍然较高，一定程度上反映社交推荐的占比高于竞对，但随着用户互动量提升，机器推荐占比将持续提升，社交推荐占比下降，这会进而影响创作者流量分布结构，进而提升商业化效率。

图 19:Top 100 创作者新榜指数分布

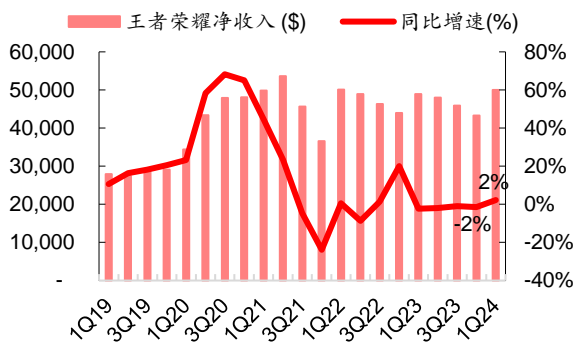


数据来源：新榜，中信建投

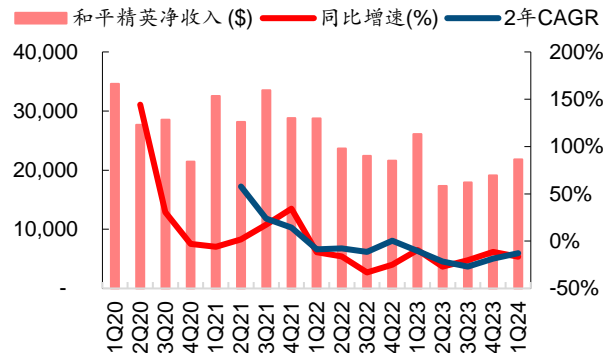
## 商业化趋势回升，游戏储备丰富，2Q24 有望重回增长轨道

头部游戏 1Q24 增速回升。王者荣耀 1Q24 国内 iOS 端流水同比增速有所回升，从 4Q23 的-2%提升至 1Q24 的+2%，结束连续四个季度的下滑；和平精英流水的 2 年复合增速方面也自 3Q23 的-27%收窄至-13%，即使仅从基数效应的角度，和平精英 2Q24 以后有望延续增速回升趋势；英雄联盟手游、金铲铲之战、穿越火线、火影忍者等游戏流水 1Q24 同比也出现大幅增长。

图 20:1Q20-1Q24 王者荣耀净收入及增速趋势(万美元, %) 图 21:1Q20-1Q24 和平精英净收入及增速趋势(万美元, %)

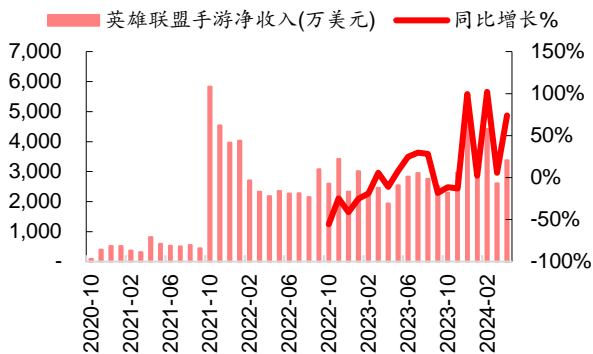


数据来源: Sensor Tower, 中信建投

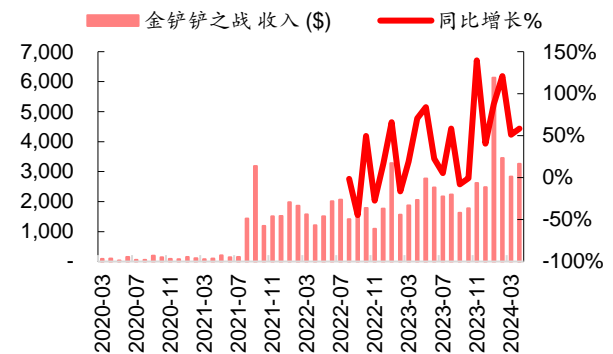


数据来源: Sensor Tower, 中信建投

图 22:3Q20-1Q24 LOLm 净收入及增速趋势(万美元, %) 图 23:3Q20-1Q24 金铲铲之战 MAU 及增速趋势(万人, %)



数据来源: Sensor Tower, 中信建投



数据来源: Sensor Tower, 中信建投

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/718042031027006076>