

商业化趋势回升·游戏储备丰富·2Q24有望重回增长轨道。王者荣耀、和平精英、英雄联盟手游等头部游戏1Q24增速回升。Supercell《荒野乱斗》商业化机制/玩法调整后流水回归增长趋势。新游《Squad Busters》预约反响良好，5月底开始运营后有望带动 Supercell 开启新一轮增长。《极品飞车：集结》预期今年暑假上线。目前，版号审核周期重新回归常态，储备项目有望逐步释放商业化价值。腾讯自 2Q23 以来对王者/和平等游戏商业化节奏的调整回归正常，财务计收规则下 2Q24 有望走出负面影响，且 1 月王者荣耀抖音直播将全面开放，有望吸引抖音生态内的用户回归王者荣耀，延续游戏的生命周期。

AI+推荐系统进展乐观·有望提升广告商业化。Meta 研究团队证实借鉴大模型改造推荐系统的可行性。当前 1.5 万亿参数下模型性能提升显著，在线 A/B 测试下，E-task 为参与性指标（点赞转发等）召回阶段模型性能提升 6.2%，排序阶段 12.4%，整体效果预计提升 18.6%。C-Task 为完成度指标（时长、完播率等）召回节点提升 5.0%，排序阶段 4.4%，合计提升~9.4%。模型训练效果受数据量限制，因此利好头部平台。除广告外，腾讯在会议、文档、邮件、浏览器、翻译、设计等领域布局 AI 工具，提升生产力。

投资建议：游戏方面，1Q24 腾讯游戏业务显示出复苏迹象，海外 Supercell 游戏人气回升及《PUBG MOBILE》增长良好，国内《无畏契约》、《命运方舟》营收稳健及《金铲铲之战》增长强劲。此外，通过优化运营和聚焦“常青游戏”策略，成功提升《荒野乱斗》等游戏的表现。战略上，管理层强调高质量新游戏的推出和对常青游戏运营效率优化的重要性。广告方面，1Q24 AI 对广告业务的营收改善和毛利优化效果明显，AI 对广告精准投放效果的优化预计可以延续，同时改善板块长期潜力。此外，视频号目前 Ad Load 并不高，具备一定上行空间。未来公司将借助 AI、新游戏、微信电商和 SaaS 产品等提高点击率和用户参与度。社交网络业务、金融科技和企业服务业务收入结构优化，高毛利收入占比上升明显，毛利率大幅改善，发展态势良好。总体来看，腾讯中长期业务仍具备较好的增长前景和盈利回报。维持对腾讯的“买入”评级。

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

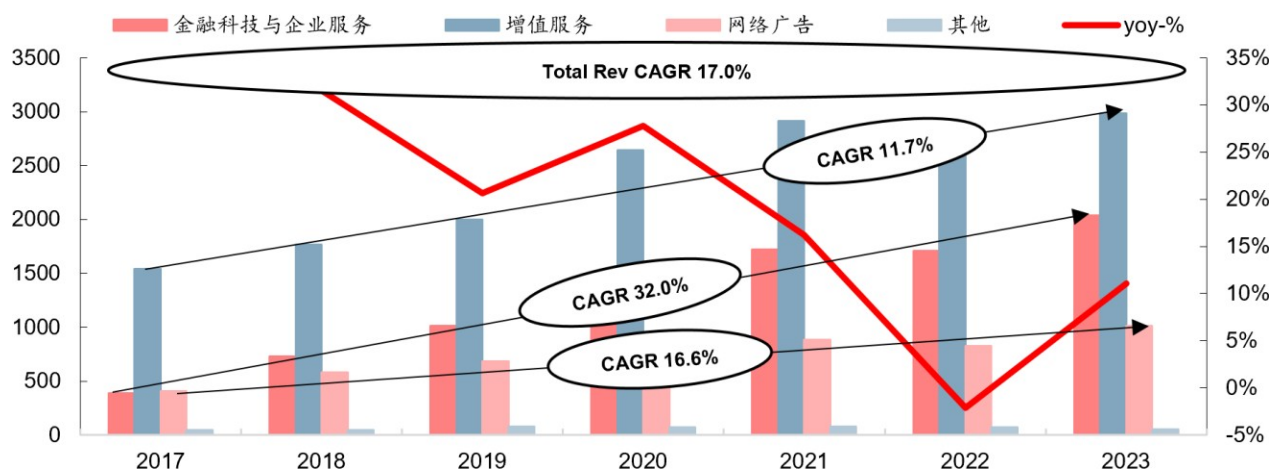
表 3: 可比公司估值（截止 2024/5/21） 19

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

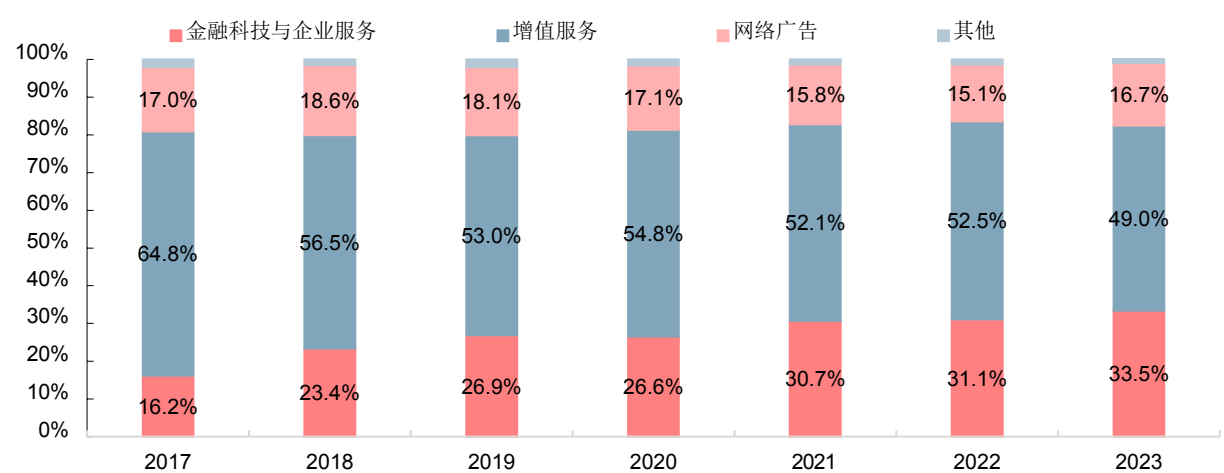
中期收入展望双位数增速。腾讯 2017-23 年总收入复合增速达 17%，其中增值业务复合增速达 11.7%，金融科技及企业服务复合增速达 32.0%，网络广告复合增速达 16.6%。2024 年向后展望，游戏由于缺乏类似王者荣耀、和平精英等体量产品的带动，叠加国内游戏市场逐渐成熟，预计增速回归中高个位数；广告仍有视频号驱动，仍可维持双位数增长；FBS 业务走出云业务调整周期后，通过支付场景渗透&消费回暖维持双位数增长，因此中期展望收入增速维持 10%左右。

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，

图 2:2017-23 年腾讯各业务收入结构 (%)



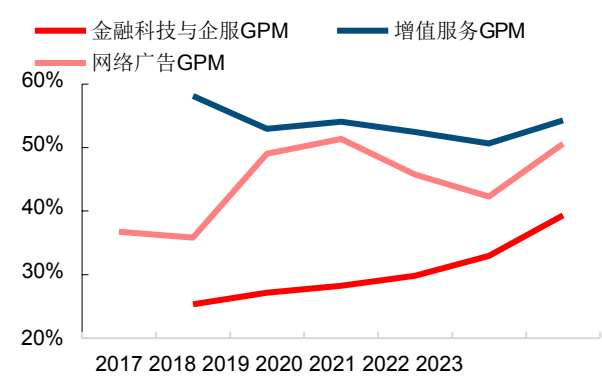
数据来源：公司公告，

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¹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

¹ 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。

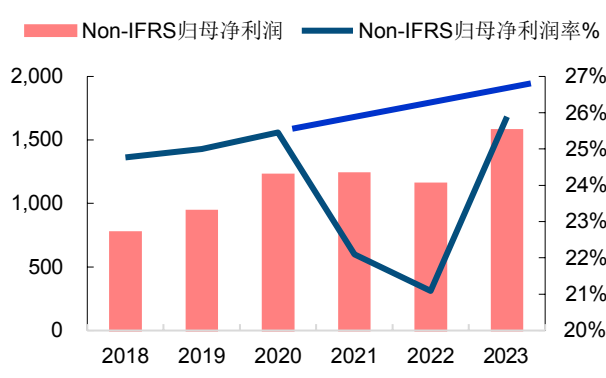
图 3:2017-23 年腾讯控股各业务毛利率趋势 (%)



数据来源：公司公告，

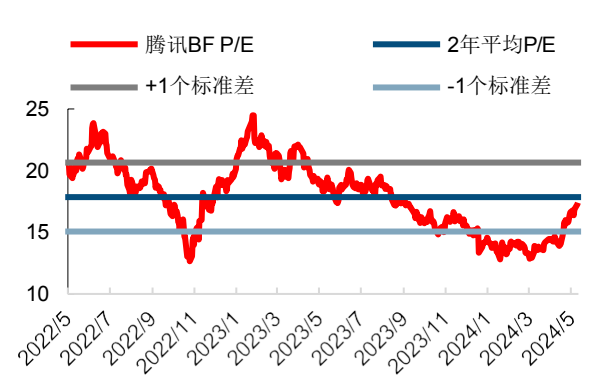
当前腾讯交易于 Forward P/E 16.5x 左右，略低于 2 年估值中枢（17.9x），但考虑到腾讯的股东回报相比于 Meta/Google 并不明显逊色，且 EPS/利润增速仍然维持较高水平，当前的 P/E 更多地反映流动性折价/对宏观/地缘政治层面的一些风险计价。从长周期来看，当前中美景气度差异处于历史极值的水平，存在潜在的修复空间。

图 4:2017-23 年腾讯控股 Non-IFRS 归母净利润



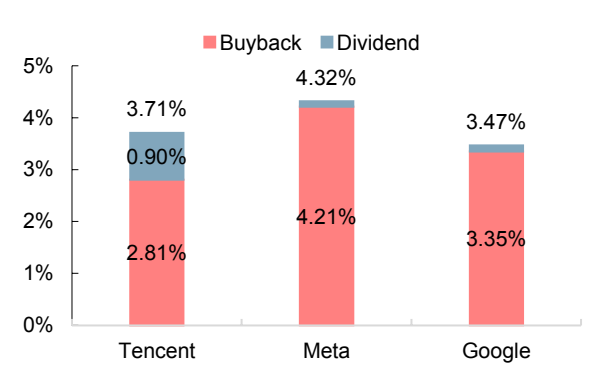
数据来源：公司公告，

图 5:2022/5-2024/5 腾讯 Forward 市盈率水平



数据来源：彭博，

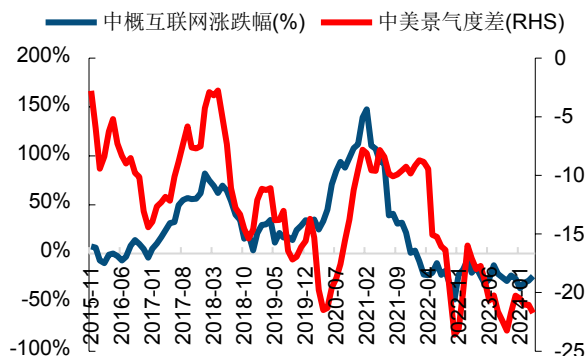
图 6:腾讯/Meta/Google 2024 年股东回报情况 (回购+股息)



数据来源：公司公告，

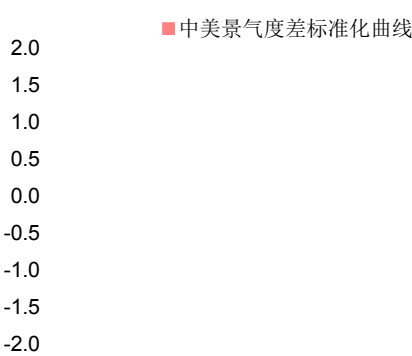
注：回报率按照 2024 年 5 月 13 日收盘价计算。

图 7:2015M11-2024M4 中概互联与景气度差异走势



数据来源： ，

图 8:2015M11-2024M4 中美景气度差异走势



数据来源： ，

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。

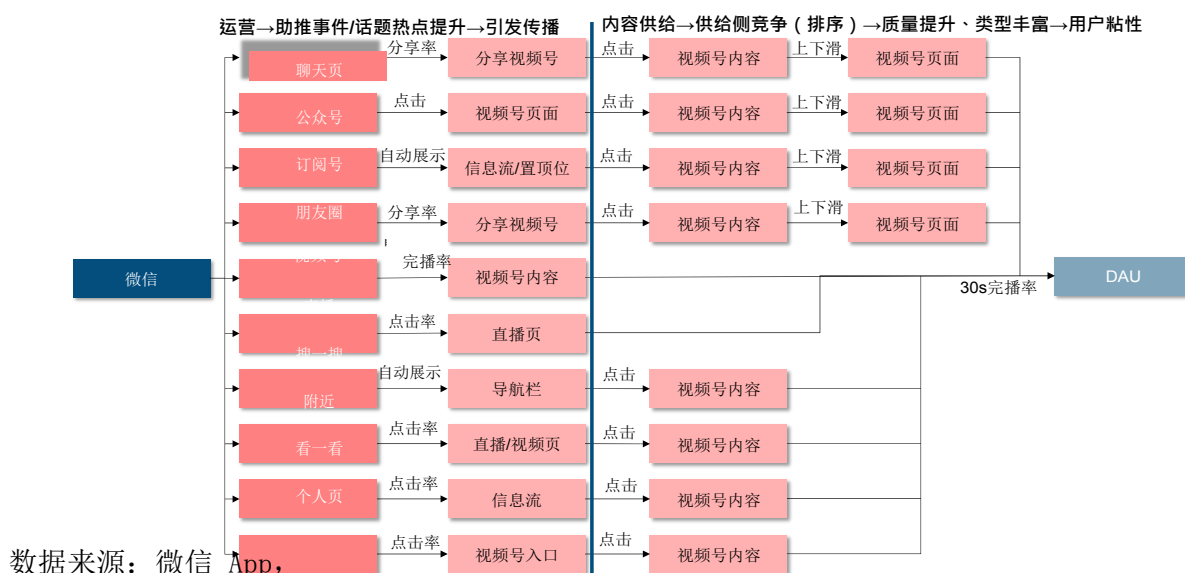
图 9:视频号已开通的微信各产品入口



数据来源：微信截图，

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



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



数据来源：美拍，秒拍，

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。

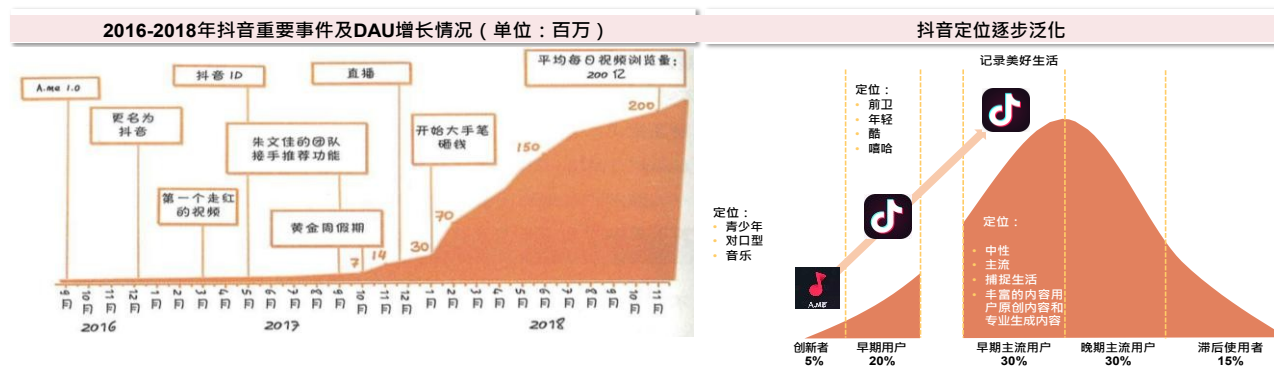
抖音初期的解法=挑战赛等运营活动+滤镜等工具+网络红人（后发展为 MCN）。1）核心差异是补充 PUGC，这些 PUGC 是带着目标/任务批量生产内容。这类 PUGC 一般是垂类达人，例如艺术院校学生，其他平台美妆、时尚达人等。相比面向大众补贴刺激内容，这类内容质量比一般的 UGC 更高且相对稳定。随着用户增加，这类网红获取收益，吸引更多 UGC 转化为 PUGC，提供上升预期。换言之，要维持优质内容供给，平台需要寻求 PUGC（而非 PGC）支持，并给予物质回报/精神激励，**物质回报涉及商业化体系，精神激励则是内容评价体系。**

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。

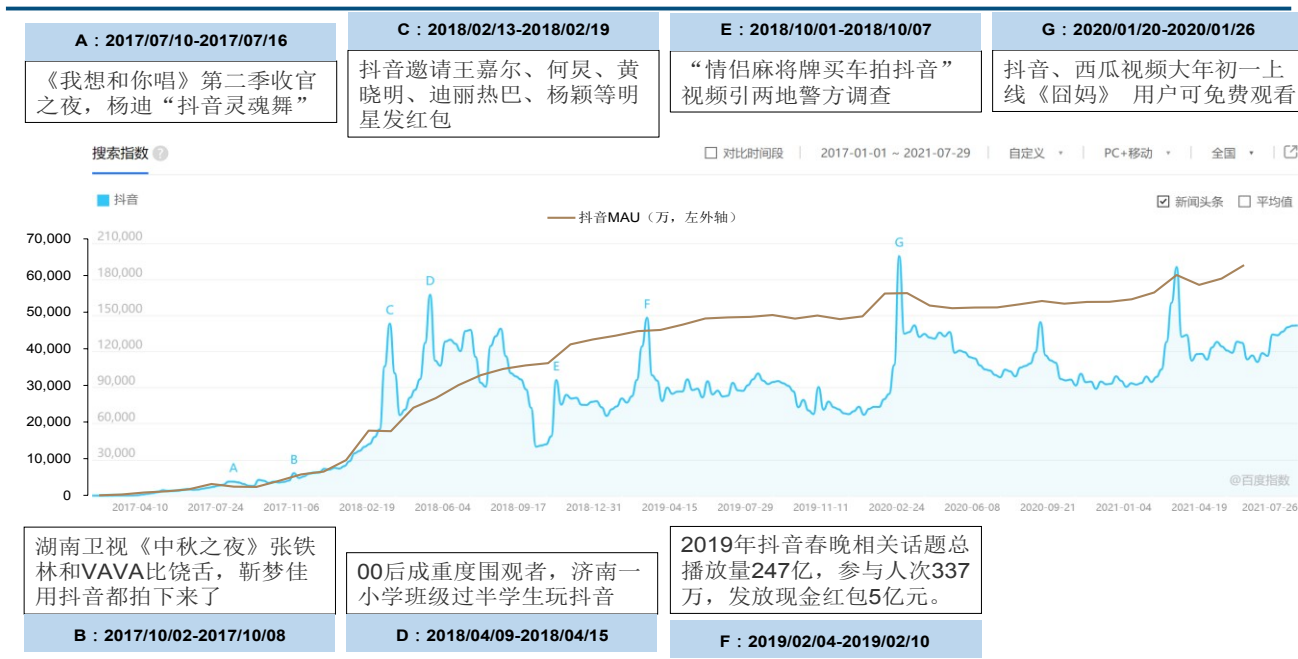
3）**内容生态初具规模后，抖音开启站外引流**。2017-18 年大量冠名综艺节目，例如《中国有嘻哈》、《中餐厅》等；2018 年春节通过红包补贴，并基于返乡潮扩大下沉市场影响力，实现大幅用户增长，并逐步泛化为国民级平台。

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》，

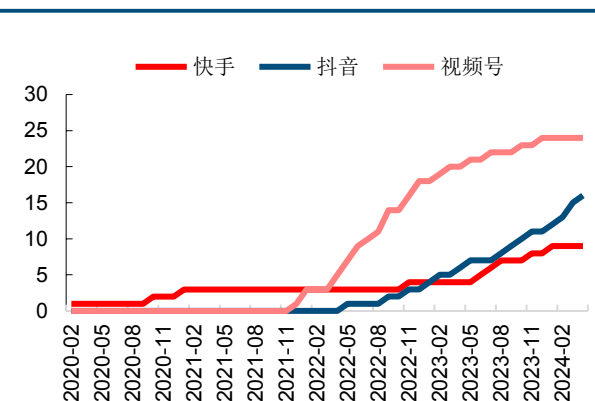
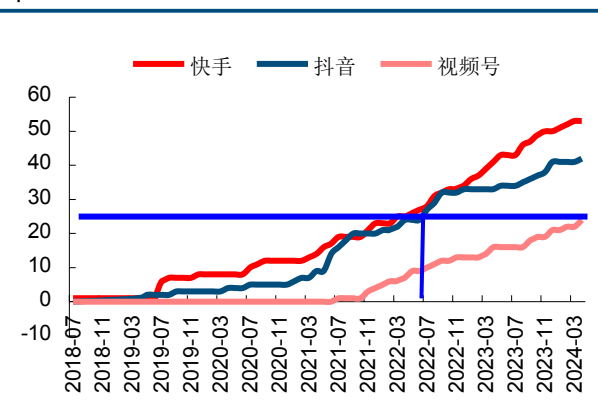
图 13:强运营、高举高打解决的是从 0 到 1 的问题



数据来源：百度指数，

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

图 15:视频号演唱会活动大幅高于抖音快手



数据来源：微信公众号，澎湃新闻，

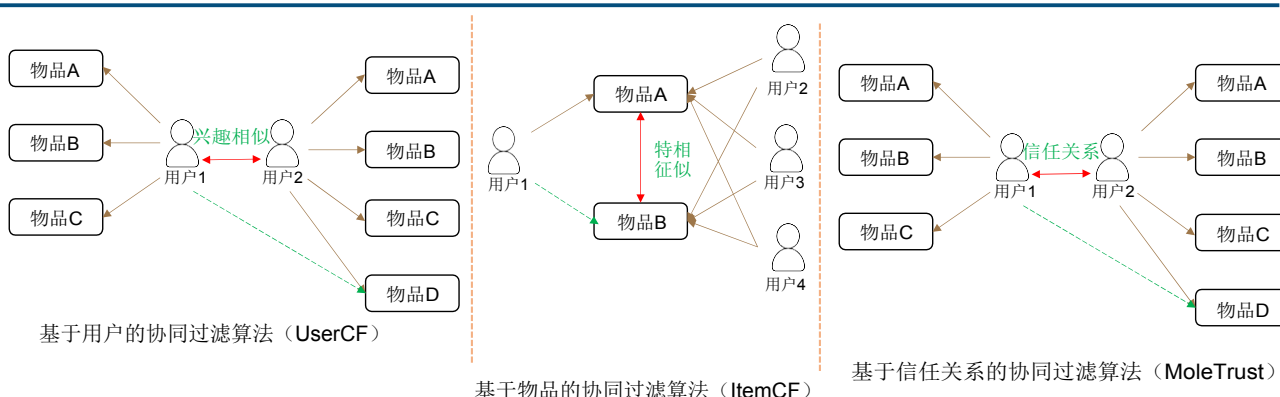
数据来源：微信公众号，澎湃新闻，

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。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²。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》，

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

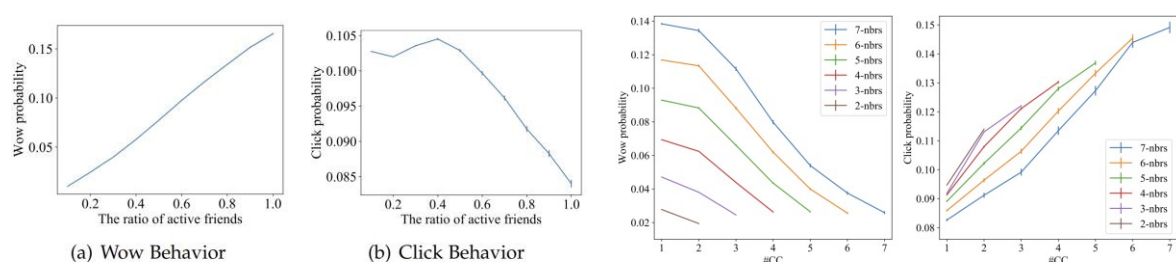


Fig. 8. User wow and click probability v.s. The ratio of active friends

(a) Users' Active Rate v.s. #CC in the Ego network formed by active friends

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

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。

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

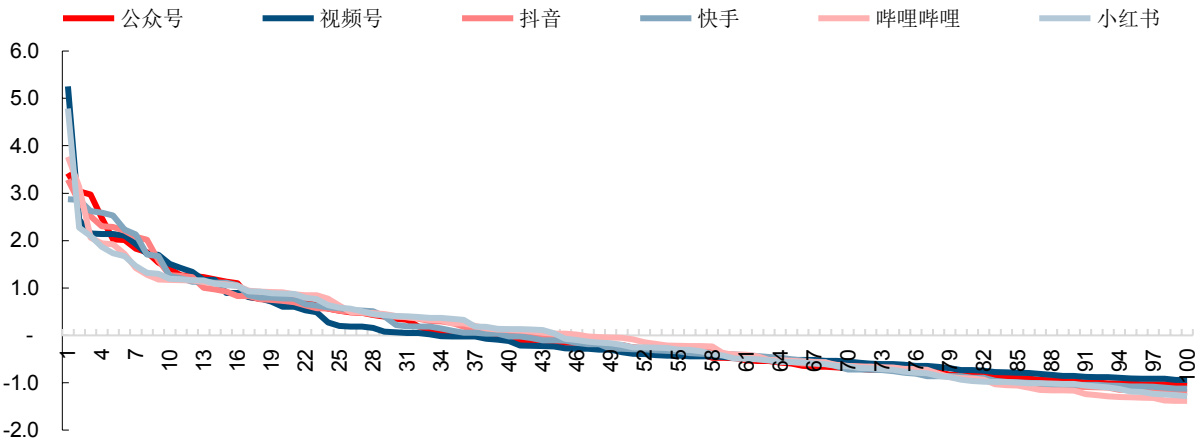
图 18:推荐系统的流量分布最终会影响内容生态的可持续性



数据来源：微信公众号，新榜，

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，这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，

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/037150060035006115>