

腾讯控股 (700 HK)

2023 微信公开课：微信生态持续高质量发展

我们在3月28日参加了腾讯2023年微信公开课 Pro，大会围绕视频号、微信支付、小程序、企业微信和搜一搜五大产品分享微信生态最新进展及23年展望：

1) 视频号23年将持续提升各类内容与服务搭载能力，并推出创作分成计划和付费订阅功能帮助创作者变现；2) 微信支付打造支付后小程序优惠券和个人经营收款码等能力，助力商家经营；3) 小程序22年GTV同比增长超40%，未来将从性能、信任机制、消息能力、开发效率方面持续优化体验；4) 企业微信平台上真实企业与组织数达1,200万，每日连接5亿微信用户；5) 搜一搜MAU达8亿，搜索量同比增长54%，23年计划推出“问一问”问答场景连接搜索用户与优质创作者。结合微信发展趋势，我们持续看好腾讯巩固在社交领域的领先地位，以及将ToC端优势衍生至ToB端的能力。维持“买入”及目标价455港元。

■ **视频号：拓展内容服务生态与分发渠道，丰富变现方式。**4Q22视频号消费时长已增长至去年同期3倍，主要得益于视频号内容与创作者生态的持续健康增长，以及视频号作为微信内基础组件与微信其他生态的互相赋能（如公众号、小程序、搜一搜等）。2023年视频号发展将专注两大方向：1) 视频号将支持搭载更多内容与服务（视频、直播、图文、音频、商品等），同时将拓宽内容分发场景，促进除视频和直播外的其他类型内容的发展；2) 视频号将推出更多创作者变现方式，包括创作分成计划（原创内容创作者可以在视频评论区便捷的插入程序化广告位）以及付费订阅功能。

■ **小程序+微信支付：助力商家经营。**微信小程序2022年整体交易规模同比增长超40%至万亿元级别，单用户年交易金额同比增长34%。2023年小程序未来将从性能、信任机制、消息能力、开发效率方面持续优化体验。微信支付海外探索持续取得进展，目前已覆盖全球69个国家与地区，境外合作机构超1,000家，连接超过400万境外商户；国内业务方面，微信支付持续优化运营工具助力商家运营：1) 支付后小程序优惠券已接入2.5万商家，近三年拉动消费超1,800亿元；2) 个人经营收款码将商家系统搬至线上，提供营销工具和CRM系统等基础营销功能。

■ **搜一搜：赋能微信生态，计划推出问答场景。**2022年搜一搜MAU达8亿，搜索量同比增长54%。其中政务、医疗、旅游等多领域内容服务搜索需求增长超100%。搜一搜作为微信生态连接器与加速器，赋能多个微信应用快速增长，搜一搜已为小程序贡献了20%的DAU，以及为公众号贡献了27%的粉丝。今年搜一搜将打造“问一问”场景，更好连接微信用户和创作者，针对微信内常见问题，“问一问”将定向邀请优质内容创作者参与问题回答。

财务资料

(截至12月31日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	560,118	554,552	615,381	669,040	721,216
同比增长(%)	16.2	(1.0)	11.0	8.7	7.8
毛利率(%)	43.9	43.1	43.7	44.5	45.5
调整后净利润(百万人民币)	123,788.0	115,649.0	138,540.5	162,484.6	184,623.5
同比增长(%)	0.9	(6.6)	19.8	17.3	13.6
调整后每股收益(人民币)	12.99	12.13	14.31	16.78	19.06
市销率(倍)	5.6	5.7	5.1	4.7	4.4
市盈率(倍)	18.1	14.1	21.4	19.2	16.4

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入（维持）

目标价 港元 455.00
(此前目标价 港元 455.00)
潜在升幅 20.3%
当前股价 港元 378.20

中国互联网

贺赛一

(852) 3916 1739

hesaiyi@cmbi.com.hk

陆文韬

luwentao@cmbi.com.hk

陶冶

franktao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	3,618,743
3月平均流通量(百万港元)	364.3
52周内股价高/低(百万港元)	415.00/190.72
总股本(百万)	9537.3

资料来源：FactSet

股东结构

MIH TC	28.7%
Advance Data Services Limited	8.4%

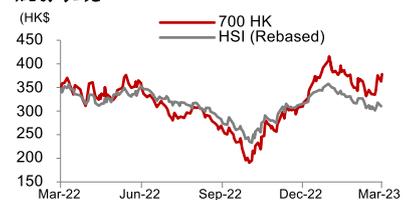
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	10.1%	10.1%
3-月	18.8%	18.5%
6-月	47.2%	27.7%

资料来源：FactSet

股价表现

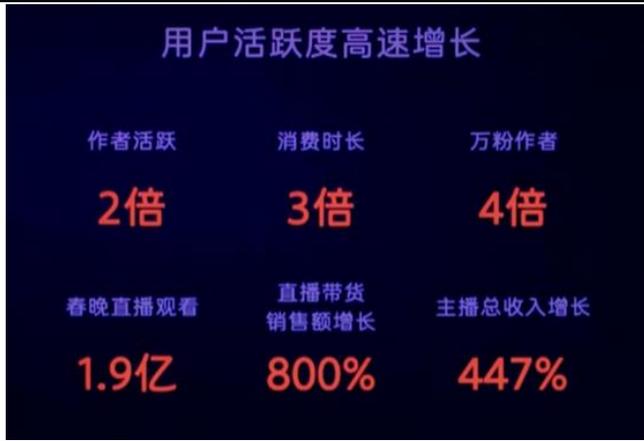


资料来源：FactSet

2023 微信公开课：微信生态持续高质量发展

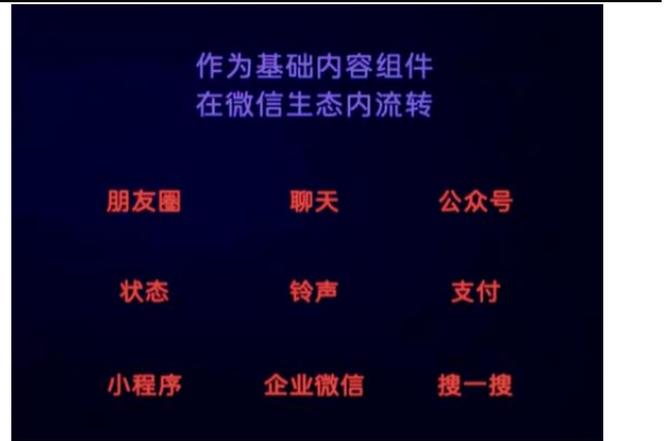
视频号：4Q22 视频号消费时长增长至去年同期 3 倍，万粉作者数量增长至去年同期 4 倍。视频号过去一年作为原子化的基础内容组件在微信生态内流转，与公众号、小程序、微信支付、企业微信和搜一搜互相赋能。今年视频号将专注两大方向进一步强化视频号作为微信生态内原子化基础组件的能力：1) 视频号作为用户在微信内的个人公开名片，将搭载更多内容与服务，包括视频、直播、图文、音频、商品等。同时，除了现有的推荐流和直播广场以外，视频号将拓宽更多的内容分发场景（例如适合于图文的分发场景）；2) 视频号会推出更多创作者变现方式，包括创作分成计划（原创内容创作者可以在视频评论区便捷地插入程序化广告）以及付费订阅功能。

图 1：微信视频号：生态持续健康增长



资料来源：2023 微信公开课, 招银国际环球市场

图 2：微信视频号：基础内容组件赋能微信生态

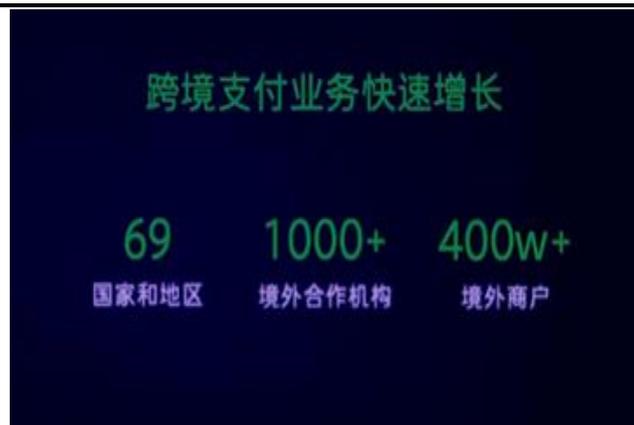


资料来源：2023 微信公开课, 招银国际环球市场

微信支付：海外拓展方面，微信支付已覆盖全球 69 个国家和地区，与超过 1,000 个机构合作覆盖了超过 400 万家商户；国内方面，为助力商户运营，持续打造经营工具：1) 支付后小程序优惠券，目前累计已有 2.5 万商家接入了支付后小程序优惠券，近三年拉动消费 1,800 亿元；2) 企业微信转账；3) 数字化消费券：2020 年至今已有 3 亿人参与消费券活动，共发放 210 亿元资金，拉动 2,000 亿元消费；4) 个人经营收款码，将商户系统搬到微信上，除基础支付以外支持 CRM、营销工具等功能。

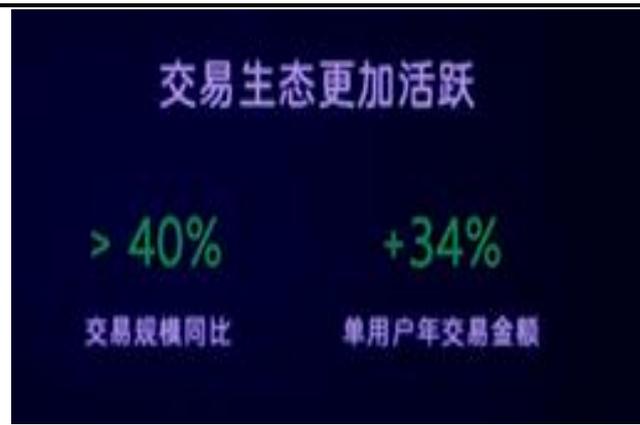
小程序：2022 年小程序 GTV 同比增长超 40%达到几万亿元的量级，单用户年交易金额同比增长 34%；开发者生态方面，小程序开发者规模同比增长 23%，整体云开发账户超过 300 万。2023 年小程序将围绕四大方向持续优化体验：1) 提升小程序性能体验；2) 健全信任机制；3) 优化消息能力；4) 提高开放效率。

图3：微信支付：跨境业务快速增长



资料来源：2023 微信公开课，招银国际环球市场

图4：微信小程序：交易生态



资料来源：2023 微信公开课，招银国际环球市场

企业微信：企业微信的真实企业与组织数达到 1,200 万，每日连接 5 亿微信用户，企业通过企业微信私域成交 GMV 超千亿元。企业微信推出全新对外收款功能，能够 1) 为企业带来统一的可被管理的收款账号；2) 支持多样的付款方式；3) 清晰计算成员业绩。

搜一搜：2022 年搜一搜 MAU 已达到 8 亿，搜索量同比增长 54%，政务、医疗、教育、旅游等多领域内容服务搜索需求高速增长。搜一搜作为微信生态的连接器和加速器，赋能多个微信应用快速增长，搜一搜为小程序贡献了 20% 的 DAU，以及为公众号贡献了 27% 的粉丝。今年搜一搜将打造“问一问”场景，更好连接微信用户和创作者，满足微信用户尚未被解决的搜索需求。针对微信内常见问题，“问一问”将定向邀请优质内容创作者参与问题回答。

图5：微信搜一搜：用户持续增长



资料来源：2023 微信公开课，招银国际环球市场

图6：微信：“问一问”新功能



资料来源：2023 微信公开课，招银国际环球市场

财务分析

损益表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	482,064	560,118	554,552	615,381	669,040	721,216
销售成本	(260,532)	(314,174)	(315,806)	(346,579)	(371,029)	(393,406)
毛利润	221,532	245,944	238,746	268,802	298,011	327,810
运营费用	(37,295)	25,676	(3,040)	(84,896)	(93,946)	(99,456)
销售费用	(33,758)	(40,594)	(29,229)	(32,615)	(35,459)	(36,782)
行政费用	(67,625)	(89,847)	(106,696)	(116,307)	(123,772)	(129,819)
其他	64,088	156,117	132,885	64,026	65,285	67,145
运营利润	184,237	271,620	235,706	183,905	204,065	228,354
应占联营公司的 (亏损) / 溢利	3,672	(16,444)	(16,129)	(3,384)	(3,384)	(3,384)
利息收入	6,957	6,650	8,592	11,494	11,177	11,414
利息支出	(7,887)	(7,114)	(9,352)	(9,525)	(9,617)	(2,326)
税前利润	180,022	248,062	210,225	170,996	191,064	222,644
所得税	(19,897)	(20,252)	(21,516)	(23,085)	(25,794)	(29,062)
税后利润	160,125	227,810	188,709	147,912	165,270	193,581
非控股权益	(278)	(2,988)	(466)	(365)	(408)	(460)
净利润	159,847	224,822	188,243	147,547	164,862	193,122
调整后净利润	122,742	123,788	115,649	138,540	162,485	184,623
总股息	12,653	12,704	20,256	18,258	20,401	22,987
资产负债表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	317,647	484,812	544,322	683,190	805,554	977,953
现金与现金等价物	152,798	167,966	344,346	419,218	543,965	645,068
应收账款	44,981	49,331	45,287	48,747	51,407	53,754
存货	814	1,063	1,782	1,879	1,941	2,050
预付款项	40,321	65,390	36,131	73,146	42,095	78,406
短期银行存款	68,487	83,813	102,194	124,157	150,307	181,331
以公允价值计入损益的资产	6,593	10,573	11,102	11,657	12,240	12,852
其他流动资产	3,653	106,676	3,481	4,386	3,600	4,492
非流动资产	1,015,778	1,127,552	1,166,667	1,232,379	1,277,581	1,340,372
物业及厂房及设备 (净额)	59,843	61,914	74,137	85,047	94,551	102,944
递延税项	21,348	26,068	19,437	31,059	23,840	35,341
合资及联营公司投资	305,258	323,188	338,245	353,790	369,811	386,298
无形资产	159,437	171,376	194,746	216,214	237,125	257,256
以公允价值计入损益的资产	165,944	192,184	192,184	192,184	192,184	192,184
其他非流动资产	303,948	352,822	347,918	354,086	360,071	366,349
总资产	1,333,425	1,612,364	1,710,989	1,915,569	2,083,135	2,318,325
流动负债	269,079	403,098	300,720	353,415	354,507	403,035
短期债务	14,242	19,003	16,918	18,567	19,877	21,075
应付账款	94,030	109,470	96,007	127,237	109,366	138,998
应付税款	12,134	12,506	14,126	15,192	15,939	16,562
其他流动负债	144,851	256,673	168,223	186,972	203,880	220,953
Lease liabilities	3,822	5,446	5,446	5,446	5,446	5,446
非流动负债	286,303	332,573	360,868	377,383	392,599	408,836
长期债务	112,145	136,936	139,423	140,182	140,411	140,480
应付公司债	122,057	145,590	156,509	162,378	165,423	166,974
递延收入	6,678	4,526	12,632	13,863	14,841	15,736
其他非流动负债	45,423	45,521	52,304	60,960	71,924	85,646
总负债	555,382	735,671	661,588	730,798	747,106	811,871
留存收益	538,464	669,911	842,153	977,158	1,128,007	1,297,973
其他储备	165,520	136,388	136,388	136,388	136,388	136,388
股东权益总额	703,984	806,299	978,541	1,113,546	1,264,395	1,434,361
少数股东权益	74,059	70,394	70,860	71,225	71,633	72,093
总负债和股东权益	1,333,425	1,612,364	1,710,989	1,915,569	2,083,135	2,318,325

现金流量表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	180,022	248,062	210,225	170,996	191,064	222,644
折旧摊销	50,774	56,818	60,230	69,766	78,414	86,446
税款	(19,897)	(20,252)	(21,516)	(23,085)	(25,794)	(29,062)
营运资金变化	27,423	(2,844)	33,122	9,408	27,365	7,938
其他	(44,203)	(106,598)	0	0	0	(7,367)
净经营现金流	194,119	175,186	282,061	227,085	271,050	280,599
投资现金流						
资本开支	(33,906)	(34,931)	(33,892)	(36,858)	(39,270)	(41,486)
收购与投资	(108,665)	(117,642)	(21,688)	(56,758)	(40,733)	(66,795)
处理短期投资所得现金	15,376	0	0	0	0	0
其他	(54,760)	(25,976)	(61,929)	(65,286)	(69,559)	(73,484)
净投资现金流	(181,955)	(178,549)	(117,510)	(158,902)	(149,563)	(181,765)
融资现金流						
净借贷	44,490	45,239	19,724	17,999	16,294	17,164
发行股票所得现金	1,716	0	0	0	0	0
其他	(32,559)	(23,619)	(7,894)	(11,311)	(13,035)	(14,894)
净融资现金流	13,647	21,620	11,829	6,689	3,259	2,270
净现金流变动						
年初现金	132,991	152,798	167,966	344,346	419,218	543,965
汇率变动	(6,004)	(3,089)	0	0	0	0
年末现金	152,798	167,966	344,346	419,218	543,965	645,068
增长率						
年结 12 月 31 日						
销售收入	27.8%	16.2%	(1.0%)	11.0%	8.7%	7.8%
毛利润	32.2%	11.0%	(2.9%)	12.6%	10.9%	10.0%
经营利润	55.2%	47.4%	(13.2%)	(22.0%)	11.0%	11.9%
净利润	71.3%	40.6%	(16.3%)	(21.6%)	11.7%	17.1%
调整后净利润	30.1%	0.9%	(6.6%)	19.8%	17.3%	13.6%
盈利能力比率						
年结 12 月 31 日						
毛利率	46.0%	43.9%	43.1%	43.7%	44.5%	45.5%
营业利润率	38.2%	48.5%	42.5%	29.9%	30.5%	31.7%
调整后净利润率	25.5%	22.1%	20.9%	22.5%	24.3%	25.6%
股本回报率	28.1%	29.8%	21.1%	14.1%	13.9%	14.3%
资产负债比率						
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	0.1	0.2	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
流动比率 (倍)	1.2	1.2	1.8	1.9	2.3	2.4
应收账款周转天数	34.1	32.1	29.8	28.9	28.0	27.2
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	na	na	na	na	na	na
估值指标						
年结 12 月 31 日						
市盈率	23.2	18.1	14.1	21.4	19.2	16.4
市盈率 (摊薄)	23.6	18.4	14.3	21.8	19.5	16.7
市帐率	5.3	5.0	2.7	2.8	2.5	2.2
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律或赔偿责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。