对腾讯年报的一点视角分享

2025年03月20日 08:32

鼓捣猫腻，朋友们早上好💃

虽然说了几次最近三天没有啥有意义的内容，但是恰逢小企鹅发年报，早上还是有点憋不住，想和部分动手阅读和分析腾讯年报的朋友聊两句大致的关注点：

这份财报其实就收入和利润而言，并没有超过市场预期很多，当然超过去年初的预期是肯定的。但是到去年中，尤其是三季度以后，大部分市场分析人士是给出的预测基本都在非国际口径2200亿以上。所以收入和利润这块的分析呢，不需要太过着力，他就是个正常结果，优秀但【符合预期】🤣

然后就腾讯的增长而言，它可以这么说：增长是确定的，无论是收入还是利润，近几年的增长都是确定的。但是呢，增速也不会太高。

首先这个游戏市场增速是看得见的，腾讯现在的游戏部门整体状态很好，但是从收入角度来说呢，比较正常的就是个位数增长。而利润的角度，前两年在降低成本方面着力比较大，未来几年了，我个人认为降本这边空间已经比较小了，所以呢，利润的增长小两位数的可能性比较大，也就是同比增幅在10%到15%之间。

广告的可能情况会好一点，我昨天标识的那个数据里边提醒了，去年广告方面真正提供增长的，刚好就是过去几年被A4纸干掉那些领域复活了。那些领域重新复活本身会带来一个相对高速的这个广告投入增长。

资本嘛，还是有很大一群试试探探、记吃不记打的。就像股市这也才涨了两个月，包括我们在内的大家，还不是已经普遍忘掉了，那些才离开没多久的灰暗和悲观情绪一样。

而伴随着经济如果有好转——现在看起来确实是有一点好转的，其他行业也会有逐步的恢复和增长。所以广告这块呢，本身担忧是很小的。再加上那个视频号，微信搜索等，都还是从别人的存量市场里，去分一杯羹的高增长，所以广告这块能比较正常的，就是收入可能都会出现高两位数的增长，也就是15%以上20%范围内的收入增长。

至于企业和金融科技这块，本身预期就不高，他们缓慢增长都是送的。

那么本期腾讯关注的要点在哪里？核心要点我认为是这个：我们又看到了腾讯在投资方面的大动作了。

这个投资大动作和过去腾讯的大方向投别人，略略有不同。腾讯现在的投资大动作是投自己，包括对现有业务的加强和回购。

今年年报，我们可以看到腾讯对Ai方向的坚定投资，投入方向是设备人员和金钱，直观的效果方面是令人眼花缭乱的、引起市场高度关注的Ai产品和平台，直接用途方面是通过AI对广告业务、对电商业务以及包括对游戏业务的加持。另外还有在游戏方面通过一些协同收购增加竞争力和市占率等。都是对自己的投资。

另外的自我投资就是回购。在当下的估值水平下，依然提出了至少800亿回购的自我投资——回购我们理解为公司自己投资自家的股票。

这个增加投资，它其实代表了两个问题：

第一是腾讯的管理团队，有了一定的信心。这个很容易理解，去年以前，很多投资者和企业家对市场前景的那种灰暗感，大部分朋友应该都还记得。现在腾讯扩投资，说明他们心中亮了一些，灰暗感淡了一些。

第二呢，是说腾讯又找到了新的、值得砸重金下去的长远方向：AI。用AI优化一切，去修改一切，去节省一切成本，去寻找新的收入。这是市场从这份财务当中所看到的要点。

那么，由此也就产生了一种对未来分歧。什么分歧呢？毫无疑问，投入必然带来两种很明显的潜在负面可能，那就是高投入必然造成对当下现金流的耗用和未来产生大量的报表折旧。

所谓投入，就是花钱。原来通过游戏、广告和其他业务赚回来的现金，现在要大把地花出去。

花出去的本身是一个风险，投下去没有冒水花怎么办？投下去的方向最终证明是错误的，或者虽然是成功的，但可能很轻易被别人另辟蹊径突破，导致作废归零了怎么办？需求虽然很强劲，但是全民白嫖、不产生收入怎么办？大家都很狂热的烧钱，结果形成踮脚尖效应，大家都烧了大量的钞票之后，市场未来格局和现在没区别，只对消费者有利，对股东没好处怎么办？...... 这是对投资的长远担忧。

同时呢，钱花出去以后，就立刻会产生大量的折旧，不管你形成的是固定资产还是无形资产，或者存货（甚至 包括收购形成的商誉）什么的。这些东西都有可能在还没有带来回报的时候，先在报表产生大量的折旧，而折旧是利润表里面的费用，他会直接降低企业利润。

所以现在的市场，对这个腾讯企业未来发展的核心分歧，不在于他现有业务的增长，这个增长是确定的，但是也不会非常高，因为毕竟基数已经那么大了，市场份额已经那么大了，核心需求也已经做得那么透了，这是共识。

分歧在于对新增投资的乐观或者悲观。

正如刚才说的，一是对【信心】的乐观或悲观（坦率说，对这个，我是短乐长悲的，不过这个话题不合适聊，平台昨天还提醒我谈时政以积极乐观正能量为主，你懂的，留言区也请注意）；二是对投资方向的乐观或悲观（这部分我是乐观派），分歧主要就在这两点上。

而目前腾讯的估值水平，就我个人而言是持【合理偏低】看法的。合理偏低，但已经不是低估或者严重低估了。

不像两年前，我可以在两万亿市值的时候，敢随便拍着胸口白纸黑字写下来【怎么算都像送的】。合理或合理偏低估状态，产生任何分歧和方向都是正常的，也是很难判断对错的。

就像格雷厄姆说的估值30～110之间时，只有在低于30或者高于110时，这个估值区间才有用。落在这中间时，这个估值和废话差不多。

这就是我想和朋友们说的，这期财报要思考的核心要点。

另外，还有一点要和大家分享，出于某些原因，我未来分析具体企业的时候，不大可能再明确地给出估值和买卖点了。不过，对于老朋友来说，这可能不是难点，小学四年级数学尔。

这篇文章，是我第一次没有摸键盘，直接坐在Mac面前，按录音键，边想边说，Mac语音识别生成，然后我就删掉了一些口语化嗯啊这个那个，略作次序调整而成的。是个试验，但似乎也没有比我直接打字码文快多少🤣#企业