

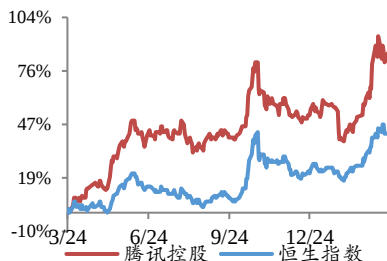
# 腾讯与 DeepSeek 深度融合，多场景下价值体现

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-05

收盘价（港元） 491.00  
近 12 个月最高/最低（港元） 522.0/265.8  
总股本（百万股） 9,179  
流通股本（百万股） 9,179  
流通股比例（%） 100.00  
总市值（亿港元） 45,068  
流通市值（亿港元） 45,068

## 公司价格与恒生指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

## 相关报告

1. 腾讯 24Q3 业绩点评：游戏业务增长强劲，AI 多场景赋能生态 2024-11-18
2. 腾讯 2Q24：视频号总用户使用时长同比大幅增加 2024-08-28
3. 腾讯 1Q24 点评：利润大幅超预期，视频号等持续增利 2024-05-14

## 主要观点：

### ● 腾讯旗下诸多产品接入 DeepSeek，腾讯生态价值显现

DeepSeek 横空出世后，众多互联网产品纷纷接入，其本质都是借助 AI 技术提升产品的智能化水平，进而争夺市场份额，因为应用市场要找到新的增长路径并不容易，对于腾讯来说，自身旗下产品与 DeepSeek 的深度结合，体现了腾讯“内生外化”的技术整合能力，通过将 AI 能力渗透到社交、内容、金融等核心场景，腾讯正在打造一个用户需求即时响应、数据价值闭环流转的智能服务网络，当技术红利通过微信、QQ、腾讯云等超级入口实现指数级释放时，其产生的网络效应可能形成其他企业难以复制的“数据-场景-技术”飞轮。

### ● To C：国运级 AI+国民级应用，有望打开 C 端 AI 应用新纪元

截至目前，微信、元宝、QQ 浏览器、QQ 音乐等数种 C 端产品接入 DeepSeek。1) 微信：在 10 亿+的 MAU 基础之上，微信还具备内容生态优势（大量公众号、视频号、小程序的优质内容），叠加 DeepSeek 的推理能力及联网信息整合能力，微信搜索有望加速 AI 功能在 C 端场景的渗透。2) 腾讯元宝：2 月 13 日，腾讯元宝接入 DeepSeek-R1 满血版，同时支持混元和 DeepSeek 两大模型，同时还支持实时搜索公众号文章内容。2 月 22 日，元宝单日下载量超越豆包，升至中国区苹果免费 App 下载排行榜第二。3 月 3 日，腾讯元宝 App 在苹果中国区应用商店免费 App 下载排行榜超越 DeepSeek 升至第一。3) 其他：QQ 音乐 AI 助手通过 DeepSeek 能够在歌曲推荐、问答及明星资讯搜索等任务中提供更精确的反馈。

### ● To B：B 端 AI Agent 前景广阔，AI+SaaS 有望提升用户黏性及付费意愿

1) 企业微信：2 月 21 日，企业微信发布智能机器人，灰度接入满血 DeepSeek R1 模型，企业可一键创建基于内部知识库的专属“智能助手”，覆盖 IT 支持、行政答疑、资料检索、报销规则查询等场景，还可一键自动总结客户跟进情况。对外可作为智能客服回复客户针对于产品的相关问题。我们看好企业微信+AI 的发展前景，智能助手未来有望实现 AI assistant 向 AI Agent 的转变，商业化场景可期。2) 腾讯文档：腾讯文档于 2 月 17 日正式接入 DeepSeek-R1 模型，可实现文档总结、文档问答、生成 PPT、思维导图等 AI 功能，有望带动用户付费渗透率提升，释放 B 端市场增长动能。

### ● 广告：看好 AI 赋能下广告转化率提升

AI 对广告行业的赋能已从技术辅助工具升级为驱动行业变革的核心引擎，其影响覆盖广告生产、投放、优化及用户体验的全链，如广告生成（AI 生成广告素材，创意生成自动化）、广告投放（提升匹配精准度，提升广告转化率）及广告竞价（AI 智能竞价，降低广告主成本）等，横向参考谷歌和 Meta，其广告业务均受 AI 赋能明显。腾讯同样

拥有极高的用户规模及丰富的产品矩阵，我们看好腾讯广告业务在 AI 赋能下，在收入和利润两端都将迎来显著改善。

● **游戏：DeepSeek 等 AI 功能为老款游戏提供新活力**

目前国内游戏行业市场稳定，政策上未见大变动，从游戏榜单上来看，热销游戏大多为老游戏，因此在新游抢占市场难度大，老款热门游戏竞争激烈下，老游戏内游戏内容的更新升级成为竞争关键。腾讯游戏逐步接入 deepseek 等 ai 内容，2 月 25 日，《和平精英》接入 Deepseek，赋能数字代言人“吉莉”，单日可承载亿级交互请求，响应速度达毫秒级，未来有望提供实现全场景连贯交互，同时为玩家提供情感陪伴，这两点从本质上降低了新玩家上手难度和新赛季更新版本改动所带来的流失。我们认为 AI+游戏有效改善游戏生态，游戏体验的提升和情感上的满足有助于用户留存和 ARPU 值的提升。

近期变动：1 月 10 日，天美工作室群旗下工作室从 10 余个整合为 J1 / L1 / J3 / T1 4 大研发子工作室，架构精简化。2 月 26 日，腾讯成立五个新部门，并进行团队精简并转，重组国内发行线。

● **投资建议**

我们预计公司 24/25/26 净利润(Non-IFRS)为 2208.04/ 2389.12/ 2602.74 亿元，yoy 分别为 40.03%/ 8.20%/ 8.94%。公司全面接入 DeepSeek，产品具备长期竞争优势，维持“买入”评级。

● **风险提示**

AIGC 技术变革颠覆现有竞争格局；政策监管不确定性；游戏研发延期等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标      | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入        | 609,015 | 657,813 | 717,446 | 782,954 |
| 收入同比 (%)    | 9.82%   | 8.01%   | 9.07%   | 9.13%   |
| 归母净利润       | 157,688 | 220,804 | 238,912 | 260,274 |
| 归母净利润同比 (%) | 36.35%  | 40.03%  | 8.20%   | 8.94%   |
| ROE (%)     | 18.05%  | 21.42%  | 19.82%  | 18.58%  |
| 每股收益 (元)    | 16.4    | 23.5    | 25.6    | 28.1    |
| 市盈率 (P/E)   | 16.0    | 19.6    | 18.2    | 16.7    |

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

| 资产负债表   |           |           |           |           | 百万元 |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----|
|         | 2023A     | 2024E     | 2025E     | 2026E     |     |
| 现金及等价物  | 172,320   | 259,833   | 353,978   | 462,624   |     |
| 应收账款    | 46,606    | 50,340    | 54,904    | 59,917    |     |
| 存货      | 456       | 445       | 479       | 517       |     |
| 其他流动资产  | 299,064   | 302,055   | 305,075   | 308,126   |     |
| 流动资产总计  | 518,446   | 612,673   | 714,435   | 831,184   |     |
| 固定资产    | 53,232    | 49,431    | 47,171    | 41,711    |     |
| 其他资产    | 1,005,568 | 1,086,452 | 1,176,805 | 1,276,459 |     |
| 资产总计    | 1,577,246 | 1,748,556 | 1,938,412 | 2,149,354 |     |
| 应付账款    | 177,543   | 191,769   | 209,153   | 228,250   |     |
| 其他      | 174,614   | 176,360   | 178,124   | 179,905   |     |
| 流动负债    | 352,157   | 368,129   | 387,277   | 408,155   |     |
| 长期债务    | 155,819   | 153,994   | 150,192   | 144,802   |     |
| 应付票据    | 137,101   | 137,101   | 137,101   | 137,101   |     |
| 其他负债    | 58,488    | 58,488    | 58,488    | 58,488    |     |
| 负债总计    | 703,565   | 717,711   | 733,058   | 748,547   |     |
| 权益总计    | 873,681   | 1,030,845 | 1,205,354 | 1,400,807 |     |
| 负债及权益总计 | 1,577,246 | 1,748,556 | 1,938,412 | 2,149,354 |     |

| 现金流量表   |          |          |          |          | 百万元 |
|---------|----------|----------|----------|----------|-----|
|         | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |     |
| 净利润     | 118,048  | 190,050  | 206,130  | 228,274  |     |
| 折旧      | 26,305   | 26,910   | 27,448   | 32,663   |     |
| 摊销      | 32,703   | 33,684   | 34,526   | 35,217   |     |
| 营运资本变化及 | 79,635   | 9,257    | 11,531   | 12,776   |     |
| 经营活动现金流 | 256,691  | 259,902  | 279,635  | 308,930  |     |
| CAPEX   | -21,008  | -23,109  | -25,189  | -27,204  |     |
| 其他      | -104,153 | -114,568 | -124,879 | -134,870 |     |
| 投资活动现金流 | -125,161 | -137,677 | -150,068 | -162,073 |     |
| 长期借款    | 33,641   | 32,632   | 31,000   | 29,760   |     |
| 长期借款偿还  | -34,116  | -34,457  | -34,802  | -35,150  |     |
| 股息      | -20,983  | -21,822  | -22,695  | -23,603  |     |
| 其他      | -61,115  | -11,064  | -8,926   | -9,218   |     |
| 融资活动现金流 | -82,573  | -34,712  | -35,422  | -38,211  |     |

| 利润表              |          |          |          |          | 百万元 |
|------------------|----------|----------|----------|----------|-----|
|                  | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |     |
| 营业收入             | 609,015  | 657,813  | 717,446  | 782,954  |     |
| 营业成本             | 315,906  | 308,609  | 331,615  | 358,351  |     |
| 毛利润              | 293,109  | 349,204  | 385,831  | 424,602  |     |
| 营业费用 & 其他        | -133,035 | -140,732 | -144,190 | -156,409 |     |
| 营业利润(IFRS)       | 160,074  | 208,471  | 241,641  | 268,193  |     |
| 税/利息等            | -42,026  | -18,421  | -35,511  | -39,919  |     |
| 税后净利润            | 118,048  | 190,050  | 206,130  | 228,274  |     |
| 少数股东权益           | -2,832   | -2,888   | -3,018   | -2,200   |     |
| 归母净利润(IFRS)      | 115,216  | 187,162  | 203,112  | 226,074  |     |
| 调整项(SBC...)      | 42,472   | 33,642   | 35,800   | 34,200   |     |
| 经调整净利润(Non-IFRS) | 157,688  | 220,804  | 238,912  | 260,274  |     |
| 股本               | 9,610    | 9,414    | 9,320    | 9,272    |     |
| EPS (摊薄)         | 12.0     | 19.9     | 21.8     | 24.4     |     |
| 经调整 EPS (摊薄)     | 16.4     | 23.5     | 25.6     | 28.1     |     |

| 财务指标      |           |           |           |           |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|           | 2023A     | 2024E     | 2025E     | 2026E     |
| 收入增长      | 9.8%      | 8.0%      | 9.1%      | 9.1%      |
| EBITDA增长  | 27.3%     | 22.8%     | 12.8%     | 10.7%     |
| 净利润增长     | 36.4%     | 40.0%     | 8.2%      | 8.9%      |
| EPS增长     | 37.6%     | 42.9%     | 9.3%      | 9.5%      |
| 毛利率       | 48.1%     | 53.1%     | 53.8%     | 54.2%     |
| 营业利润率     | 26.3%     | 31.7%     | 33.7%     | 34.3%     |
| 净利率       | 25.9%     | 33.6%     | 33.3%     | 33.2%     |
| ROE       | 18.0%     | 21.4%     | 19.8%     | 18.6%     |
| P/E       | 16.0      | 19.6      | 18.2      | 16.7      |
| P/B       | 2.9       | 4.2       | 3.6       | 3.1       |
| EV/EBITDA | 11.5      | 15.7      | 13.6      | 12.0      |
| EV/营收     | 4.1       | 6.4       | 5.8       | 5.1       |
| 库存天数      | 0.5       | 0.5       | 0.5       | 0.5       |
| 应收账款天数    | 27.5      | 27.5      | 27.5      | 27.5      |
| 应付账款天数    | 104.9     | 104.9     | 104.9     | 104.9     |
| 资产/负债比率   | 2.24      | 2.44      | 2.64      | 2.87      |
| 流动比率      | 1.47      | 1.66      | 1.84      | 2.04      |
| 速动比率      | 0.62      | 0.84      | 1.06      | 1.28      |
| 净现金       | 16,501    | 105,839   | 203,786   | 317,821   |
| 市值        | 2,528,786 | 4,336,451 | 4,336,451 | 4,336,451 |
| 企业价值(EV)  | 2,512,285 | 4,230,612 | 4,132,665 | 4,018,630 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。