

2025年3月20日

何利超

H70529@capital.com.tw

目标价(港币)

HK\$ 650

公司基本资讯

产业别	传媒
H 股价(2025/03/19)	540.00
恒生指数(2025/03/19)	24,771.1
股价 12 个月高/低	544/267.69
总发行股数(百万)	9,178.82
H 股数(百万)	9,178.82
H 市值(亿元)	37,875.77
主要股东	MIH Internet Holdings B.V. (24.43%)
每股净值(元)	105.53
股价/账面净值	5.12
股价涨跌(%)	一个月 8.48% 三个月 31.77% 一年 101.73%

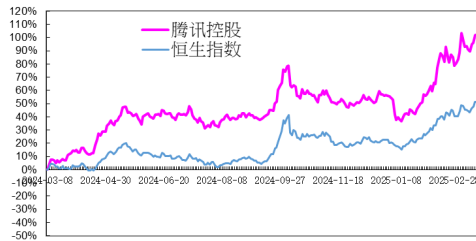
近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025-02-17	474.80	买进
2024-08-15	371.80	买进
2024-05-15	378.50	买进
2023-08-16	328.80	买进
2023-05-18	337.40	买进

产品组合

金融科技和企业服务	31.3%
网络游戏	30.1%
社交网络	18.8%
网络广告	18.5%

股价相对大盘走势



腾讯控股(00700.HK)

维持 Buy 买进

Q4 业绩符合预期，后续关注 AI 赋能游戏/广告等业务

结论与建议：

公司公布 2024 年业绩，全年营业收入 6603 亿元，YOY+8%；Non-IFRS 净利润 2227 亿元，YOY+41%；本公司权益持有人应占盈利 1941 亿元，YOY+68%。Q4 单季度实现收入 1724 亿元，同比+11%，环比+3%；实现经营盈利 515 亿元，同比+24%；Non-IFRS 归母净利润 553 亿元，同比+30%。业绩符合预期，维持“买进”评级。

- **国内外游戏业务均超预期**：长青游戏数量从 23 年的 12 款增加至 24 年的 14 款，《王者荣耀》《和平精英》等长青游戏收入增长以及新游增量共同带动 Q4 国内游戏收入增长 23%至 332 亿，增速显著提升；海外《荒野乱斗》《PUBG》强劲表现带动 Q4 海外游戏收入增长 15%至 160 亿。其他方面，腾讯视频付费会员数量达到 1.13 亿，腾讯音乐付费会员数量达到 1.21 亿，腾讯整体收费增值服务付费会员数同比增长 7%至 262 亿；小游戏平台服务费继续增长；Q4 社交网络收入同比增长 6%至 298 亿。
- **AI 赋能带动广告业务继续强于行业平均水平**：受益于 AI 赋能后的广告平台为广告主带来了更高的投资回报率，视频号、小程序、微信搜一搜表现强劲，带动 Q4 营销服务收入同比增长 7%至 350 亿，环比亦有明显增长，增速强于行业平均水平。理财服务及消费贷款服务收入增长叠加商家技术服务费及企业微信收入增长，带动 Q4 金科及企服收入同比+3%至 561 亿。
- **25 年资本开支提升力度略低于预期，主要源于公司对大模型训练等效率提升的信心**：Q4 资本开支同比+386.15%至 365.78 亿元，环比+113.98%，带动全年资本开支突破 767 亿元，同比增长 221%，创历史新高，其中 AI 相关研发投入为 707 亿元。公司计划在 2025 年进一步增加资本支出，“预计资本支出将占收入的低两位数百分比”，相关表述略低于此前市场的预期，公司电话会议解释为 DeepSeek 带动大模型训练效率提升，无需按原预期大规模增购 GPU。回购股票方面，2024 全年回购 1120 亿港元，2025 年预计回购至少 800 亿港元。
- **接入 DeepSeek 有望加深公司互联网流量领域护城河**：短期来看，当前微信每日搜索量接近 6 亿次，作为对比百度日搜索量约 15 亿次左右，而相关广告收入当前微信搜索广告仅 10 亿元左右，百度相关广告收入则高达 650 亿元。我们认为依托微信作为国民级产品的影响力、微信公众号极度闭环且丰富的内容资源以及微信电商+企业微信端智能辅助需求，未来微信 AI 搜索领域直接广告收入或将迎来较高增长空间。  
长期来看，搜索市场加速向 AI 搜索倾斜并转型至 AI AGENT 领域，互联网整体的格局将迎来深刻变革，本次微信接入 Deepseek 将快速卡位 AI AGENT 领域，进一步加深公司在互联网流量领域护城河，在未来的泛 AI 时代有望继续领跑国内互联网产业。
- **AI 有望短期内提升游戏/广告两大核心业务**：米哈游创始人蔡浩宇所带领的 AI 游戏团队研发的全 AI 交互新游《Whispers from the Star》推出预告片，游戏全程由玩家和主角语音交流引导，每个决策都将带来不同的剧情走向和场景生成，实现“千人千面”的游戏效果。本作或预示着以 AI 强交互为核心的新游戏形式即将到来。腾讯作为国内游戏核心厂商兼具强大 AI 研发能力，未来游戏业务将具备进一步增长潜力；AI 同时也将赋能用户提升平台点击量、匹配用户潜在需求，为广告主提供的更高的投资回报率。

- **盈利预测：**预计 2025-2026 年实现本公司权益持有人应占净利润 2216/2522 亿元，YOY+14.18%/+13.82%，按最新股本计算，每股 EPS 为 24.1 元/27.5 元，对应 P/E 为 21/18 倍。

- **风险提示：**游戏流水、广告收入等具有较高的不确定性。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024	2025F	2026F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	188243	115216	194073	221583	252209
同比增减	%	-16.27%	-38.79%	68.44%	14.18%	13.82%
每股盈余(EPS)	RMB 元	19.7	12.1	21.1	24.1	27.5
同比增减	%	-6.09%	37.57%	45.91%	-0.50%	13.82%
市盈率(P/E)	X	41.61	30.24	20.73	20.83	18.30
股利(DPS)	RMB 元	2.09	2.96	3.92	4.18	4.35
股息率(Yield)	%	0.42%	0.59%	0.78%	0.83%	0.86%

以本公司权益持有人应占盈利计算

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq$ 35%
买进 (Buy)	15% $\leq$ 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% $\leq$ 潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F
经营收入	554552	609015	660257	722799	793694
经营成本	315806	315906	311011	336314	366510
毛利	238746	293109	349246	386485	427184
销售及市场推广开支	29229	34211	36388	39031	42066
一般及行政开支	106696	103525	112761	127213	139690
经营盈利	110827	160074	208099	235241	260428
财务成本	-9352	-12268	-11981	-12288	-13493
除税前利润	210225	161324	241485	272953	306935
所得税	21516	43276	45018	49132	52179
少数股东权益	466	2832	2394	2238	2548
归属于股东的净利润	188243	115216	194073	221583	252209

附二：合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F
非流动资产	1012142	1058800	1284815	1387600	1484732
流动资产	565989	518446	496180	570607	656198
资产合计	1578131	1577246	1780995	1958207	2140930
流动负债	361067	351408	330190	363209	399530
非流动负债	434204	352157	396909	436600	471528
负债合计	795271	703565	727099	799809	871058
少数股东权益	61469	65090	80348	76331	70224
股东权益	721391	808591	973548	1082068	1199648
权益及负债总额	1578131	1577246	1780995	1958207	2140930

附三：合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F
经营活动产生的现金流量净额	146091	221962	258521	276617	290448
投资活动产生的现金流量净额	-104871	-125161	-122187	-134406	-147846
筹资活动产生的现金流量净额	-59953	-82573	-176494	-194143	-203851
现金及现金等价物净增加额	-18733	14228	-40160	-51932	-61248

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不在此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证;@持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证;@。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。