

腾讯控股 (00700.HK)

收入侧增长提速，积极进行 AI+应用布局

优于大市

核心观点

广告、游戏业务表现良好，收入同比增长 11%，经调整利润同比增长 30%。 24Q4，腾讯实现营收 1724 亿元，同比增长 11.1%。主要增长由广告和游戏业务贡献，金融科技业务受到宏观影响较为疲软。经调整经营利润 24Q4 为 595 亿元，同比增长 20%。Non-IFRS 归母净利润 553 亿元，同比增长 30%；Non-IFRS 归母净利率 32.1%，同比提升 5pct。

AI 时代研发费用积极投入。 24Q4 公司管理研发费用 24Q4 同比增长 16% 至 314 亿元，主要系研发开支（包括与 AI 项目相关的雇员成本及折旧费用）增加。我们预计研发费用增加趋势在 25 年延续。Capex 方面，24Q4 增长迅猛，为 366 亿元，同比+386%；25 年全年来看，预计占比收入低双位数，若以占比 12-15% 测算为 868-1086 元左右。公司 Capex 主要用于：①支持广告技术的 GPU 以及部分游戏业务；②大模型训练；③云业务转租；④未来还会在推理方面，随着时间的推移，腾讯平台上的推理活动将通过广告收入和增值服务等实现货币化。

看好未来腾讯 AI 应用方面的潜力。 腾讯 AI Agent 优势在于用户数量、使用频次和时长的，以及许多程序的生态系统。此次业绩会公司也分析了 AI 规划：元宝不是唯一入口，非常看重不同产品之间也可以协同工作，将有助于公司构建一整套面向消费者的 AI 解决方案和应用。元宝可以成为一个强大的 AI 原生助手，ima copilot 可以成为个人和团队的协作库，微信也将引入更多功能。

网络游戏收入同比+20%，本土游戏收入同比+23%。 24Q4，公司网络游戏业务收入为 492 亿元，同比上升 20%。本季度末，公司递延收入（流动负债）为 1001 亿元，同比增长 16%，环比-6%。业绩会表示，24 年较好的递延收入增长将作用于 25H1，也贯穿下半年。公司游戏运营能力持续提升，将常青游戏组合从 2023 年的 12 个扩展到 2024 年的 14 个；未来潜在常青游戏包含《三角洲行动》和《流放之路 2》等。

营销服务：公司将在释放更多广告库存中受益。 24Q4，网络广告收入为 350 亿元，同比增长 17%。增长得益于视频号、小程序、搜一搜等广告库存的强劲需求。公司广告负载与全球同行仍有差距，将逐步增加较新产品（如短视频）的广告负载。AI 技术也持续赋能用户兴趣等理解。

金融科技和企业服务：支付业务环比回暖，24 年 AI 云收入近翻倍。 24Q4，金融科技及企业服务业务收入同比增长 3% 至 561 亿元。业绩会表示支付业务 24Q4 环比 24Q3 已经有所回暖，当前消费意愿正在回归，但 ASP 仍有压力。24Q4 理财财服务及消费贷款服务收入有所增长；企业服务收入增长得益于技术服务费和企业微信收入增长。2024 年，公司的 AI 云收入同比增长约一倍。①随着内部用例对 GPU 的分配增加，最初用于广告技术和基础模型训练，最近则用于元宝的 AI 推理，限制了对外部客户的 GPU 供应，从而限制了云服务收入增长。②对于外部工作负载，公司将可用的 GPU 优先分配给高价值用例和客户。2024Q4 公司加大了 GPU 的采购力度。随着这些 GPU 的部署，公司预计整体云服务收入增长将加速。

股东回报：增加派息金额。 24 年，通过派发现金股息每股 3.40 港元（约

公司研究 · 海外公司财报点评

互联网 · 互联网 II

证券分析师：张伦可 证券分析师：陈淑媛
0755-81982651 021-60375431
zhanglunke@guosen.com.cn chenshuyuan@guosen.com.cn
S0980521120004 S0980524030003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	610.00 - 661.00 港元
收盘价	519.50 港元
总市值/流通市值	4768398/4768398 百万港元
52 周最高价/最低价	547.00/279.98 港元
近 3 个月日均成交额	17631.85 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《腾讯控股 (00700.HK) - 微信 AI 搜索灰度测试接入 deepseek, 腾讯生态价值凸显》——2025-02-18
《腾讯控股 (00700.HK) - 24Q4 前瞻：游戏加速增长，微信小店等带动广告潜力释放》——2025-01-19
《腾讯控股 (00700.HK) - 内容+平台底蕴丰富，看好 AI 时代领先地位》——2025-01-11
《腾讯控股 (00700.HK) - 腾讯被美国国防部列入中国军工企业名单，核心业务不受影响》——2025-01-09
《腾讯控股 (00700.HK) - 广告业务增加份额，经营杠杆持续提升》——2024-11-15

等于 320 亿港元)，及回购总值约 1120 亿港元的股份，总计约 1440 亿港元。预计 25 年增加年度股息 32%至每股 4.50 港元（约等于 410 亿港元），并计划至少回购价值 800 亿港元的股份，总计约 1210 港币。

投资建议：公司业绩稳健，并蕴含较大发展潜力，看好腾讯在电商、AI 等领域向上期权的兑现。利润端来看，公司的高质量业务持续发展为利润的持续提升提供潜力。考虑到广告、游戏 25Q1 表现优秀，我们上调盈利预测，预计 25-27 年公司调整后净利润为 2570/2896/3250 亿元（上调 3%/6%/0%），同比+15%/13%/12%。估值切换到 25 年，并考虑到公司 AI 领域积极布局并赋能广告、云、游戏等业务，给予 25 年 20-22xPE，上调目标价至 610-661 港币（幅度 25-28%）。继续维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	660257	723727	780737	841655	892155
(+/-%)	8.4%	9.6%	7.9%	7.8%	6.0%
净利润(百万元)-Non IFRS	222763	257003	289642	324997	352136
(+/-%)	41.3%	41.2%	15.4%	12.7%	8.4%
每股收益(元)-Non IFRS	24.15	26.70	31.16	33.41	38.36
EBIT Margin	33.9%	33.4%	36.6%	37.5%	41.0%
净资产收益率 (ROE)	19.9%	19.1%	18.7%	16.7%	16.5%
市盈率 (PE)	19.8	17.1	15.2	13.6	12.6
EV/EBITDA	18.2	17.7	15.6	14.5	12.7
市净率 (PB)	4.59	3.78	3.14	2.67	2.28

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

总览：广告、游戏业务表现良好，24Q4 资本开支同比+386%

2024Q4，腾讯实现营收 1724 亿元，同比增长 11.1%。主要增长由广告和游戏业务贡献，金融科技业务受到宏观影响较为疲软。

收入组合变动和经营杠杆带动利润加速增长。经调整经营利润 24Q4 为 595 亿元，同比增长 20%。Non-IFRS 归母净利润 553 亿元，同比增长 30%；Non-IFRS 归母净利率 32.1%，同比提升 5pct。利润率提升主要来自于：

- 1) 收入组合中，包括微信视频号及搜一搜广告收入、小游戏平台服务费、理财服务收入及视频号商家技术服务费等高利润率业务占比提升。
- 2) 非国际财务报告准则分估联营公司及合营公司盈利 24Q4 为 77 亿元（去年同期 23Q4 为 45 亿元，24Q3 为 85 亿元）。
- 3) 税率方面，测算税率为 18.6%，去年同期为 26%。

看好未来腾讯 AI 应用方面的潜力。腾讯 AI Agent 优势在于用户数量、使用频次和时长的，以及许多程序的生态系统。此次业绩会公司也分析了 AI 规划：

- ✓ 腾讯应用思路：元宝不是唯一入口，非常看重不同产品之间也可以协同工作，将有助于公司构建一整套面向消费者的 AI 解决方案和应用。腾讯每款产品都将持续演进，成为对用户更加有用和强大的工具。例如，元宝可以成为一个强大的 AI 原生助手，ima copilot 可以成为个人和团队的协作库，微信也将引入更多功能。
- ✓ 元宝等变现：未来的变现模式可能在中国的市场，会先看到广告变现，再是订阅模式（海外是订阅模式在前）。

图1：腾讯总收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：腾讯调整后归母净利润及净利率（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

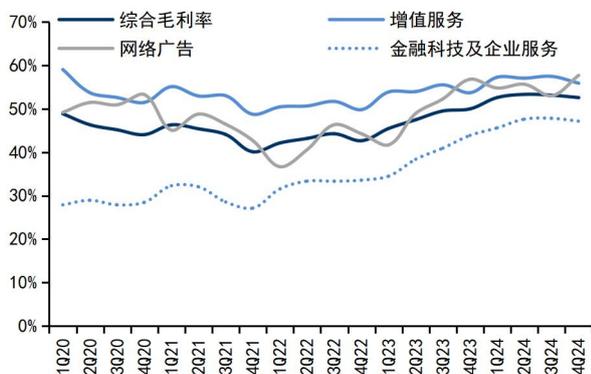
2024Q4，公司综合毛利率 53%，同比提升 3pct。其中，增值服务/网络广告/金融科技与企业服务毛利率同比提升 2pct/1pct/3pct。广告业务毛利率表现较好，主要系高毛利视频号、搜一搜广告的收入增长。除此以外，公司提到云服务成本效益提升。

24Q4，销售费率 6.0%，同比下降 1pct。管理研发费率 18.2%，同比上升 1pct。管理研发费用 24Q4 同比增长 16%至 314 亿元，主要系研发开支（包括与 AI 项目相关的雇员成本及折旧费用）增加。我们预计研发费用增加趋势在 25 年延续。

Capex 方面，24Q4 增长迅猛，为 366 亿元，同比+386%；25 年全年来看，预计占比收入低双位数，若以 25 年 7237 亿收入，占比 12-15%测算为 868-1086 元左右。Capex 主要用于：

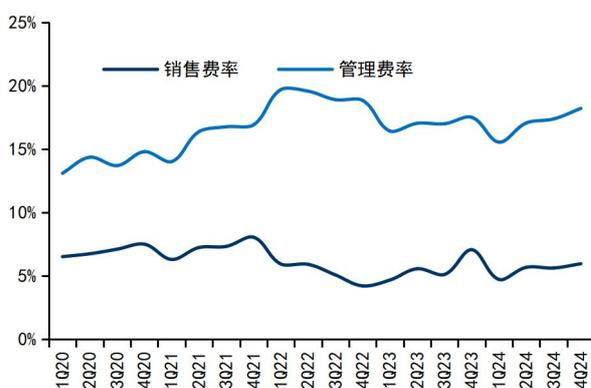
- ✓ 支持广告技术的 GPU 以及部分游戏业务，Capex 回报率高；
- ✓ 大模型训练；
- ✓ 云业务转租（不是 Capex 投资组合中回报最高的但是正回报）；
- ✓ 未来还会在推理方面，随着时间的推移，腾讯平台上的推理活动将通过广告收入和增值服务等实现货币化。

图3: 腾讯季度毛利率变化情况（亿元，%）



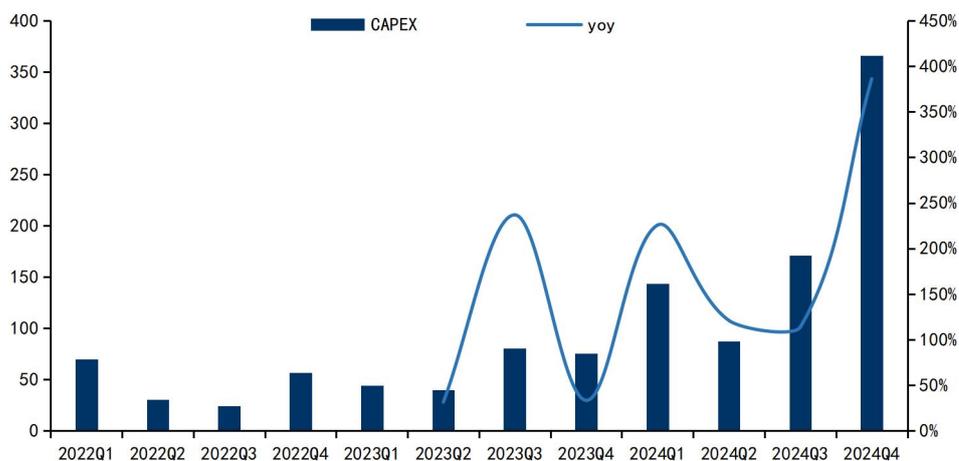
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 腾讯季度经营费率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5: 腾讯 Capex 及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

网络游戏收入同比+20%，本土游戏收入同比+23%

2024Q4，公司网络游戏业务收入为 492 亿元，同比上升 20%。本季度末，公司递延收入（流动负债）为 1001 亿元，同比增长 16%，环比-6%。业绩会表示，24 年较好的递延收入增长将作用于 2025H1，也贯穿下半年，并且在 2026 年也会有部分体现。公司游戏运营能力持续提升，将常青游戏组合从 2023 年的 12 个扩展到 2024 年的 14 个；未来潜在常青游戏包含《三角洲行动》和《流放之路 2》等。

图6: 腾讯网络游戏收入及增速（亿元、%）



图7: 腾讯递延收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- 1) 本土市场游戏收入同比上升 23%至人民币 332 亿元。几款常青游戏通过 IP 合作，在日活跃用户（DAU）和货币化方面受益。24Q4《王者荣耀》总收入同比增长两位数；《无畏契约》的总收入增长了一倍多；《金铲铲之战》总收入同比增长两位数。四季度新发布的《三角洲行动》从中国 PC 端和移动端收入超 10 亿元。
- 2) 国际市场游戏收入同比增长 15%至人民币 160 亿。Supercell 的《荒野乱斗》在 2024 年是中国以外全球 DAU 排名第三的手机游戏。24Q4 该游戏的总收入同比增长数倍。Grinding Gear Games 的《流放之路 2》24 年 12 月发布，在 Steam 畅销榜连续 6 周登顶。

图8: 腾讯本土市场游戏收入及增速（亿元、%）



图9: 腾讯海外市场游戏收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

营销服务：公司将在释放更多广告库存中受益

2024Q4，公司网络广告收入为 350 亿元，同比增长 17%。增长得益于视频号、小程序、搜一搜等广告库存的强劲需求。公司广告负载与全球同行仍有差距，将逐步增加较新产品（如短视频）的广告负载。

- ✓ 公司增强了 AI 模型，以实现对用户兴趣和用户对广告的反应的更全面理解。
- ✓ 视频号营销服务收入同比增长超过 60%。
- ✓ 微信搜索收入同比增长超过一倍，主要得益于商业查询的增加以及广告形式中 AI 优化的广告投放，提升了点击率。

金融科技和企业服务：支付业务环比回暖，24 年 AI 云收入近翻倍

2024Q4，金融科技及企业服务业务收入同比增长 3%至 561 亿元。业绩会表示支付业务 24Q4 环比 24Q3 已经有所回暖，当前消费意愿正在回归，但 ASP 仍有压力。24Q4 理财财服务及消费贷款服务收入有所增长；企业服务收入增长得益于技术服务费和企业微信收入增长。2024 年，公司的 AI 云收入同比增长约一倍。

- ✓ 随着内部用例对 GPU 的分配增加，最初用于广告技术（ad tech）和基础模型训练，最近则用于元宝的 AI 推理，限制了对外部客户的 GPU 供应，从而限制了云服务收入增长。
- ✓ 对于外部工作负载，公司将可用的 GPU 优先分配给高价值用例和客户。2024Q4 公司加大了 GPU 的采购力度。随着这些 GPU 的部署，公司预计整体云服务收入增长将加速。

图10：腾讯网络广告收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图11：腾讯金融科技及企业服务收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级

公司业绩稳健，并蕴含较大发展潜力，看好腾讯在电商、AI 等领域向上期权的兑现。利润端来看，公司的高质量业务持续发展为利润的持续提升提供潜力。考虑到广告、游戏 25Q1 表现优秀，我们上调盈利预测，预计 25-27 年公司调整后净利润为 2570/2896/3250 亿元（上调 3%/6%/0%），同比+15%/13%/12%。估值切换到 25 年，并

考虑到公司 AI 领域积极布局并赋能广告、云、游戏等业务，给予 25 年 20-22xPE，上调目标价至 610-661 港币（幅度 25-28%）。维持“优于大市”评级。

风险提示

政策风险；宏观经济疲软的风险；广告行业竞争激烈的风险；新游戏不能如期上线的风险等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	132519	382199	645684	913890	营业收入	660257	723727	780737	841655
应收款项	149247	163594	176481	190251	营业成本	311011	329829	345805	364149
存货净额	440	499	524	553	销售费用	36388	38283	39037	42083
其他流动资产	3334	3654	3942	4250	管理费用	145456	172684	176643	181189
流动资产合计	496180	760587	1047803	1341174	利息收入	13808	15855	17440	16648
固定资产	92487	73753	63486	50753	其他损益净额	10249	(122)	8960	6362
无形资产及其他	213806	200072	190536	184432	营业利润	160074	241425	285667	315352
投资性房地产	94270	94270	94270	94270	财务成本净额	(12268)	(11943)	(13137)	(12540)
长期股权投资	884252	884252	884252	884252	分占联营合营公司损益	25176	53134	61104	46472
资产总计	1780995	2012934	2280348	2554881	利润总额	241485	282617	333634	349284
短期借款及交易性金融负债	52885	35334	43252	43824	所得税费用	45018	56523	66727	69857
应付款项	147959	167864	176229	185834	少数股东损益	2394	1828	2705	2267
其他流动负债	196065	221984	232627	245272	归属于母公司净利润	194073	224265	264202	277161
流动负债合计	396909	425181	452108	474930	经调整归母净利润	222763	257003	289642	324997
长期借款及应付债券	277107	277107	277107	277107	现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
其他长期负债	53083	53083	53083	53083	净利润	194073	224265	264202	277161
长期负债合计	330190	330190	330190	330190	资产减值准备	0	0	0	0
负债合计	727099	755371	782298	805120	折旧摊销	61139	52010	49263	47356
少数股东权益	80348	82176	84881	87148	公允价值变动损失	(50)	9485	1018	3484
股东权益	973548	1175387	1413169	1662613	财务费用	(1540)	(3912)	(4303)	(4108)
负债和股东权益总计	1780995	2012934	2280348	2554881	营运资本变动	(12146)	31097	5809	8144
关键财务与估值指标	2024	2025E	2026E	2027E	其它	15505	1828	2705	2267
经调整 EPS	24.15	26.70	31.16	33.41	经营活动现金流	258521	318685	322998	338411
每股红利	2.40	2.44	2.88	3.02	资本开支	(81811)	(29027)	(30479)	(32003)
每股净资产	105.53	128.05	153.96	181.14	其它投资现金流	(692)	0	(10532)	(11059)
ROIC	56%	63%	83%	101%	投资活动现金流	(122187)	(29027)	(41011)	(43061)
ROE	20%	19%	19%	17%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	53%	54%	56%	57%	负债净变化	(15813)	0	0	0
EBIT Margin	34%	33%	37%	37%	支付股利、利息	(20634)	(22427)	(26420)	(27716)
EBITDA Margin	43%	41%	43%	43%	其它融资现金流	(103599)	(17551)	7918	572
收入增长	8%	10%	8%	8%	融资活动现金流	(176494)	(39978)	(18502)	(27144)
净利润增长率	68%	16%	18%	5%	现金净变动	(39801)	249680	263485	268206
资产负债率	45%	42%	38%	35%	货币资金的期初余额	172320	132519	382199	645684
息率	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	货币资金的期末余额	132519	382199	645684	913890
P/E	19.8	17.1	15.2	13.6	企业自由现金流	233123	343789	367394	401920
P/B	4.6	3.8	3.1	2.7	权益自由现金流	115538	330933	380476	407421
EV/EBITDA	18.2	17.7	15.6	14.5					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032