

2025 年 03 月 21 日

业绩超预期，全力投入 AI

腾讯控股 (0700. HK)

评级:	买入	股票代码:	0700
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价(港元):	533.5/288.8
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	47,779.04
最新收盘价(港元):	519.5	自由流通市值(亿港元)	47,779.04
		自由流通股数(百万)	9,197.12

事件概述

公司发布 2024 年四季度业绩报告。报告期内，公司营收同比增长 11%至 1724 亿元，经调整利润同比增长 30%至 553 亿元。

► 游戏收入强劲增长，长青产品矩阵更加丰满

报告期内，增值服务收入同比增长 14%至人民币 790 亿元。1) 海外游戏收入同比增长 15%至 160 亿元，主要系《荒野乱斗》及《PUBG MOBILE》的强劲表现以及《流亡黯道 2》抢先体验版发布；国内游戏收入同比增长 23%至 332 亿元，得益于去年同期的低基数影响；《王者荣耀》、《和平精英》及《无畏契约》等主要游戏收入增加；以及近期发布的游戏《地下城与勇士：起源》及《三角洲行动》的收入贡献。2) 社交网络收入同比增长 6%至人民币 298 亿元，主要由于手游虚拟道具销售、音乐付费会员收入及小游戏平台服务费的增长。2024 年，公司年流水超过人民币 40 亿元的游戏产品由 12 款增长至 14 款，展望后续，我们看好游戏储备中重磅新品表现，现有长青游戏有望持续贡献流水。

► 广告业务超预期，微信生态助力毛利率改善

1) 广告业务报告期内营收同比增长 17%至 350 亿元，主要系广告主对视频号、小程序及微信搜一搜广告库存的强劲需求，此外大多数重点行业的广告投放均有所增长。报告期内，广告业务毛利率提升至 58%，主要系视频号及微信搜一搜收入增长。我们看好小程序进一步扩展到货架式电商，视频号广告加速微信生态的商业化进程。2) 金科企服业务方面，报告期内收入同比增长 3%至人民币 561 亿元。金融科技服务收入的增长得益于理财服务及消费贷款服务收入有所增长，而商业支付服务收入同比大致稳定。企业服务收入的增长得益于商家技术服务费及企业微信收入的增长。

► 全力投入 AI，赋能消费端大规模普及

报告期内，公司管理费用同比增长 16%，主要系研发开支（包括 AI 项目相关的开支）增加以及雇员成本增加；报告期内，资本开支同比增长 113%至 390 亿元，2024 全年资本支出达到 770 亿元，去年同期为 240 亿元。据公司公告，公司数月前重组了 AI 团队以聚焦于快速的产品创新及深度的模型研发、增加了 AI 相关的资本开支、并加大了对原生 AI 产品的研发和营销力度。公司快速迭代混元基础模型，把 AI 应用到内部使用场景，并依托元宝和微信应用，为 AI 在消费端的大规模普及做好充分准备。我们看好公司持续加码 AI 生态，带来社交、广告等业务的高景气前景。

投资建议

我们看好公司 AI 应用、游戏出海及广告业务等的表现，调整此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现营收 7156/7736/8440 亿元（上期预测 2025-2026 年为 6659/6958 亿元），实现归母净利润 2035/2393/2628 亿元（上期预测 2025-2026 年为 1748/1877 亿元），对应 EPS22.17/26.07/28.63 元（上期预测 2025-2026 年为 18.87/20.25 元），参考 2025 年 3 月 20 日 519.5 港元/股收盘价，人民币港元汇率为 1.07，PE 分别为 27/23/21 倍，维持“买入”评级。

风险提示

新游上线节奏不及预期风险；新游流水不及预期风险；直播行业监管风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
------	-------	-------	-------	-------	-------

营业收入 (百万元)	609015.00	660257.00	715602.70	773586.43	844017.00
YoY (%)	9.82%	8.41%	8.38%	8.10%	9.10%
经调整净利润 (百万元)	115216.00	194073.00	203513.30	239287.19	262804.83
YoY (%)	-38.79%	68.44%	4.86%	17.58%	9.83%
毛利率 (%)	48.13%	52.90%	53.00%	53.13%	53.54%
每股收益 (元)	12.15	21.04	22.17	26.07	28.63
ROE	14.25%	19.93%	18.69%	18.10%	16.44%
市盈率	27.55	22.60	26.71	22.72	20.68

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：赵琳

邮箱：zhaolin@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040003

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	660257.00	716904.70	774797.43	845251.00	净利润	196467.00	207118.70	243251.29	267527.86
YoY (%)	8.41%	8.38%	8.10%	9.10%	折旧和摊销	0.00	50000.00	50000.00	50000.00
营业成本	311011.00	336333.27	362579.96	392130.30	营运资金变动	0.00	20000.00	20000.00	20000.00
销售费用	36388.00	42936.16	46415.19	50641.02	经营活动现金流	258521.00	229087.36	255588.28	273655.67
管理费用	112761.00	135964.51	129155.06	142070.57	资本开支	-47407.00	-55000.00	-55000.00	-55000.00
财务费用	-4023.00	2763.21	3663.21	4563.21	投资	0.00	-115000.00	-119554.00	-120464.00
投资收益	16756.00	-3205.44	-2673.78	-2564.60	投资活动现金流	-122187.00	-107859.30	-118147.92	-101028.60
营业利润	200097.00	201670.76	236647.22	260409.11	股权募资	0.00	-200.00	-200.00	-200.00
营业外收支	20609.00	60000.00	70000.00	77000.00	债务募资	-4465.00	22773.02	54497.38	54928.68
利润总额	241485.00	255702.10	300310.23	330281.31	筹资活动现金流	-176494.00	10000.00	10000.00	10000.00
所得税	45018.00	48583.40	57058.94	62753.45	现金净流量	-39801.00	128228.05	144440.36	179627.07
净利润	196467.00	207118.70	243251.29	267527.86	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
归属于母公司净利润	194073.00	203513.30	239287.19	262804.83	成长能力				
YoY (%)	68.44%	4.86%	17.58%	9.83%	营业收入增长率	8.41%	8.38%	8.10%	9.10%
每股收益 (元)	21.04	22.17	26.07	28.63	净利润增长率	68.44%	4.86%	17.58%	9.83%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
货币资金	132519.00	260747.05	405187.41	584814.48	毛利率	52.90%	53.00%	53.13%	53.54%
存货	440.00	1462.32	1625.92	1682.96	净利润率	29.39%	28.44%	30.93%	31.14%
其他流动资产	3334.00	715.60	773.59	844.02	总资产收益率 ROA	10.90%	9.96%	10.04%	9.57%
流动资产合计	496180.00	648841.54	831383.33	1053038.42	净资产收益率 ROE	19.93%	18.64%	18.07%	16.55%
长期股权投资	297415.00	337415.00	381969.00	427433.00	偿债能力				
固定资产	92487.00	99007.07	105494.53	111949.56	流动比率	1.25	1.25	1.47	1.74
无形资产	213806.00	234096.51	276143.52	316118.11	速动比率	1.24	1.25	1.47	1.74
非流动资产合计	1284815.00	1395037.58	1551104.04	1692997.67	现金比率	0.33	0.50	0.72	0.97
资产合计	1780995.00	2043879.12	2382487.37	2746036.08	资产负债率	40.83%	42.48%	40.73%	38.80%
短期借款	52885.00	53885.00	54885.00	55885.00	经营效率				
应付账款及票据	127335.00	120119.02	129492.84	140046.54	总资产周转率	0.37	0.35	0.33	0.31
其他流动负债	196065.00	329177.24	355849.76	388247.82	每股指标 (元)				
流动负债合计	396909.00	517493.32	564208.78	605279.78	每股收益	21.04	22.17	26.07	28.63
长期借款	277107.00	298880.02	352377.40	406306.08	每股净资产	114.82	128.08	153.83	183.09
其他长期负债	53083.00	51841.14	53899.00	53899.00	每股经营现金流	28.16	24.96	27.85	29.81
非流动负债合计	330190.00	350721.16	406276.40	460205.08	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	727099.00	868214.48	970485.18	1065484.86	估值分析				
少数股东权益	80348.00	83953.40	87917.49	92640.52	PE	22.60	26.71	22.72	20.68
股东权益合计	1053896.00	1175664.63	1412002.19	1680551.22	PB	4.16	4.62	3.85	3.23
负债和股东权益合计	1780995.00	2043879.12	2382487.37	2746036.08					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。