

传媒

2025 年 03 月 22 日

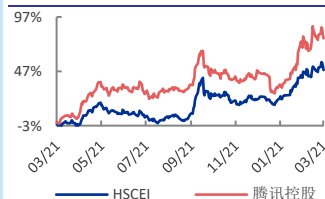
报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2025 年 03 月 21 日

收盘价（港币）	511.50
恒生中国企业指数	8742.44
52 周最高/最低（港币）	547.00/282.40
H 股市值（亿港元）	47,043.27
流通 H 股（百万股）	9,197.12
汇率（人民币/港币）	1.0831

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
袁伟嘉 A0230519080013
yuanwj@swsresearch.com
夏嘉励 A0230522090001
xiajl@swsresearch.com

联系人

夏嘉励
(8621)23297818x
xiajl@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

腾讯控股 (00700)

——24Q4 业绩与资本开支均超预期，AI 生态加速建设

事件：

- 腾讯 24Q4 实现营业收入 1742 亿元，同比增长 11%，超彭博一致预期 2%；调整后归母净利润 553 亿元，同比增长 30%，超一致预期 4%。游戏、广告、FBS 收入均超预期。
- 腾讯 24 年全年实现营业收入 6603 亿元，同比增长 8%；调整后归母净利润 2227 亿元，同比增长 41%。

投资要点：

- 游戏 24Q4 国内海外均超预期，25 年增长坚实。**根据公司财报，游戏收入 24Q4 国内/海外分别同比增长 23%/15%，国内游戏收入历史新高。除传统长青游戏外，《DNFM》《三角洲行动》贡献较为明显；海外《PUBG》《荒野乱斗》表现强劲，《流放之路 2》亦有贡献。递延方面，1) Q4 非流动负债口径递延收入同比增长 82%，高位维持；2) 流动口径递延收入同比增长 20%，粗略还原 Q4 流水增速 12%。我们认为，24 年国内海外厚实的递延储备将成为 25 年游戏增长的基础支撑；25 年重点管线关注《无畏契约手游》《胜利女神：新希望》《异人之下》《荒野起源》等（上述均有版号）。
- 广告 24Q4 超预期，AI 赋能持续体现。**根据公司财报，广告收入 24Q4 同比增长 17%；其中，视频号广告收入同比增长超过 60%，受益于时长增长+AI 赋能+交易增加；小程序广告收入快速增长；微信搜一搜广告收入同比翻倍。
- 金融科技边际改善，SaaS 持续变现。**根据公司财报，金融科技与企业服务收入 24Q4 同比增长 3%。1) 金融科技服务收入同比低个位数增长；理财收入继续增长；支付业务同比持平，环比扭转跌势，交易单量增长加速；消费贷款服务回暖。2) 企业服务增长由企业微信等 SaaS 变现及商家技术服务费拉动，其中企业微信收入同比增长翻倍，腾讯会议收入同比增长超 40%。24 年 AI 云收入增长翻倍。
- 平衡资本开支和股东回报。**根据公司财报，腾讯 24Q4 资本开支超预期，24 年全年为 768 亿元，占收入比例 12%；指引 25 年资本开支占收入比例低双位数。24 年回购为 1120 亿港元，25 年计划回购不低于 800 亿港元，派发 24 年末期股息约 410 亿港元（23 年末期股息为 317 亿港元，同比增长 28%）。
- AI 加速布局全面赋能。**自研混元模型与外接 DeepSeek 双线推进。1) 加大 AI 原生产品投入，元宝用户高速增长；微信已将 AI 应用于搜索、输入以及内容生成，未来将增加更多 AI 功能。2) 云收入将加速，此前由于内部使用 GPU 较多影响对外云业务提供，已加大 GPU 采购；3) AI 持续提升广告业务效率，也将延长游戏生命周期。
- 维持买入评级。**上调腾讯 25-26 年调整后归母净利润为 2513/2822 亿元（原预测为 2451/2803 亿人民币），新增 27 年预测为 3113 亿元。SOTP 估值法下目标价 684 港元，上升空间 34%，维持买入评级。
- 风险提示：**宏观影响，腾讯 AI 进展不及预期，腾讯游戏进展不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	6,090	6,603	7,199	7,794	8,333
同比增长率（%）	9.8	8.4	9.0	8.3	6.9
调整后归母净利润（亿元）	1,577	2,227	2,513	2,822	3,113
同比增长率（%）	36.4	41.2	12.8	12.3	10.3
每股收益（元/股）	16.68	24.03	27.32	30.69	33.85
净资产收益率（%）	19.50	22.40	20.90	19.73	18.49
市盈率	28	20	17	15	14
市净率					

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的调整后净利润除以总股本

图 1：腾讯盈利预测（亿元）

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
增值服务	2,876	2,984	3,192	3,426	3,690	3,910
网络游戏	1,709	1,799	1,975	2,155	2,317	2,461
社交网络	1,167	1,181	1,211	1,286	1,373	1,449
网络广告	827	1,015	1,214	1,400	1,575	1,734
金融科技及企业服务	1,771	2,038	2,120	2,292	2,447	2,607
其他	72	54	78	81	81	81
营业收入	5,546	6,090	6,603	7,199	7,794	8,333

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
增值服务	-1%	4%	7%	7%	8%	6%
网络游戏	-2%	5%	10%	9%	7%	6%
社交网络	0%	1%	3%	6%	7%	6%
网络广告	-7%	23%	20%	15%	12%	10%
金融科技及企业服务	3%	15%	4%	8%	7%	7%
其他	-6%	-25%	44%	5%	0%	0%
营业收入	-1%	10%	8%	9%	8%	7%

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利润-IFRS (亿元)	2,387	2,931	3,492	3,860	4,320	4,670
YoY	-3%	23%	19%	11%	12%	8%
毛利率-IFRS	43%	48%	53%	54%	55%	56%
营业利润-IFRS (亿元)	1,108	1,601	2,081	2,286	2,616	2,908
YoY		44%	30%	10%	14%	11%
营业利润率-IFRS	20%	26%	32%	32%	34%	35%
归母净利润-IFRS (亿元)	1,882	1,152	1,941	2,256	2,487	2,773
YoY	-16%	-39%	68%	16%	10%	12%
归母净利率-IFRS	34%	19%	29%	31%	32%	33%
归母净利润-Non-IFRS (亿元)	1,156	1,577	2,227	2,513	2,822	3,113
YoY	-7%	36%	41%	13%	12%	10%
归母净利率-Non-IFRS	21%	26%	34%	35%	36%	37%

资料来源：腾讯控股财报，申万宏源研究

图 2：腾讯 SOTP 估值

	收入-2025E 亿人民币	利润-2025E 亿人民币	倍数	市值 亿人民币	股价 (港元)
增值业务+广告	4,826	1,552	25x PE	38,803	457
金融科技	1,704		6x PS	10,227	120
云	502		8x PS	4,018	47
投资				5,021	59
合计				58,069	684

资料来源：腾讯控股财报，申万宏源研究

合并利润表

亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,090	6,603	7,199	7,794	8,333
营业成本	-3,159	-3,110	-3,340	-3,474	-3,663
毛利润	2,931	3,492	3,860	4,320	4,670
销售及市场推广开支	-342	-364	-396	-405	-408
一般及行政开支	-1,035	-1,128	-1,258	-1,380	-1,433
其他收益	47	80	80	80	80
经营利润	1,601	2,081	2,286	2,616	2,908
利息收入	138	160	163	177	189
财务成本	-123	-120	-115	-86	-77
投资收益、分占联营公司及合营公司盈利等	-3	294	424	391	427
税前利润	1,613	2,415	2,758	3,098	3,447
所得税	-433	-450	-497	-604	-666
调整项	425	286	257	336	340
期内盈利 (Non-IFRS)	1,605	2,251	2,519	2,829	3,121
少数股东权益	28	24	6	7	8
归母盈利 (Non-IFRS)	1,577	2,227	2,513	2,822	3,113

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。