

2025年3月21日

騰訊控股(700.HK)

SDICSI

多业务增长强劲，AI 赋能未来可期

事件：2024年Q4财报显示出极为强劲的增长态势。该季度营收达到1724.5亿元，同比大幅增长11%，远超市场预期的1687.4亿元。增值服务、营销和金融科技企业服务业务均实现快速增长，期间归属股东净利润513.2亿元，同比飙升90%，Non-GAAP归母净利润553.12亿元，同比增长30%亮眼的业绩表现得益于公司多元业务板块的协同发力以及AI技术在各业务中的深度应用。

报告摘要

本土与海外游戏双发力 2024Q4公司录得国际市场游戏收入为160亿元，同比增长15%（按固定汇率计算增长16%）。《荒野乱斗》及《PUBGMOBILE》持续保持强劲表现，新推出的《流亡黯道2》抢先体验版也贡献了可观收入；本土市场游戏收入同比大增23%至332亿元。一方面，去年同期的低基数效应提供了增长空间；另一方面，《王者荣耀》《和平精英》及《无畏契约》等核心游戏产品收入稳定增长，新上线的《地下城与勇士：起源》及《三角洲行动》也迅速打开市场，为收入增长注入新动力。

AI升级广告营销服务 营销服务业务收入在2024Q4同比增长17%至350亿元。广告主对视频号、小程序及微信搜一搜广告库存展现出强劲需求。腾讯通过持续升级AI驱动的广告技术平台，优化广告排序系统，应用大语言模型能力，有效提升了广告点击率及广告主投放效果，吸引更多广告主增加投放预算，推动业务增长。

金融科技企业服务表现稳健 该业务板块收入同比增长3%至561.3亿元。金融科技服务方面，理财服务及消费贷款服务收入增长，商业支付服务收入保持稳定。企业服务领域，商家技术服务费及企业微信收入增长。

展望与股东回报 腾讯宣布2025年将继续大规模回购股份，预计规模至少800亿港元，同时现金红利增长32%至约410亿港元，2025年总股东回报最少达1210亿港元，彰显了公司对未来发展的信心。随着AI技术在各业务板块的持续深入应用，2025年在游戏业务方面，有望推出更多优质游戏产品，扩大国际市场份额；广告业务将借助AI实现更精准的广告投放，提升市场竞争力。

投资建议 基于腾讯2024年的良好业绩表现、各业务板块的发展趋势以及AI等新技术的应用前景，我们上调对腾讯控股的盈利预测。基于2025年预估增值服务23xPE、广告业务20xPE和金融企业及云服务10xPS，以及0.9倍的估值系数，给予公司618.9港元，对应2025年/2026年预计PE分别为21.8x与19.8x，较最近收市价格19.1%的涨幅，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济状况的变化，新老游戏产品表现不达预期风险，国际业务风险，监管不确定性风险。

财务及估值摘要

(年结31/12; RMB百万)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	608,940	660,189	715,307	785,721	863,848
同比变动	9.8%	8.4%	8.3%	9.8%	9.9%
调整后归母净利润(百万元人民币)	157,688	222,703	244,038	268,310	293,265
每股Non-GAAP盈利(元人民币)	17.2	24.3	26.6	29.2	32.0
同比变动	36.4%	41.2%	9.6%	9.9%	9.3%
基于519.5港元的市盈率(估)	28.3	20.0	18.3	16.6	15.2
基于519.5港元的市净率(估)	5.5	4.6	3.6	3.6	3.6
净利率	19.4%	29.8%	31.8%	31.9%	31.7%

数据来源：公司公告，国证国际预测

公司动态分析

证券研究报告

TMT 硬件

投资评级：

买入

维持评级

6个月目标价

618.9 港元

股价 2025-3-20

519.5 港元

总市值(百万港元)	47,779.0
流通市值(百万港元)	47,779.0
总股本(百万股)	9,197.1
流通股本(百万股)	9,197.1
12个月低/高(港元)	286.1/544
平均成交(百万港元)	10,508.8

股东结构

MIH	24.3%
马化腾	8.6%
其他股东	67.0%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-2.2	-1.0	33.5
绝对收益	3.2	21.8	79.9

数据来源：彭博、港交所、公司

汪阳 资讯科技行业分析师

+852-22131400

alexwang@sdicsi.com.hk

附表：财务报表预测

财务报表摘要

损益表

<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	608,940	660,189	715,307	785,721	863,848
毛利	293,109	349,246	384,179	420,537	461,555
其他业务净额	4,701	8,002	7,153	9,429	10,366
销售及管理费用	-137,736	-149,149	-141,631	-154,001	-169,314
营运收入	160,074	208,099	249,702	275,964	302,607
财务开支	-12,268	-11,981	-11,981	-11,981	-11,981
联营公司等	168,891	245,464	289,601	315,742	343,837
税前盈利	161,324	241,485	284,773	313,190	342,222
所得税	-43,276	-45,018	-56,955	-62,638	-68,444
净利润	118,048	196,467	227,819	250,552	273,777
少数股东应占利润	2,832	2,394	2,776	3,053	3,336
本公司股东应占利润	115,216	194,073	225,043	247,499	270,441
折旧及摊销	-52,544	-50,821	-49,841	-49,346	-49,163
利息收入	13,808	16,004	17,340	19,047	20,941
EBITDA	193,010	217,740	257,027	281,088	305,653
增长					
总收入 (%)	9.8%	8.4%	8.3%	9.8%	9.9%
归母净利润 (%)	-38.8%	68.4%	16.0%	10.0%	9.3%

资产负债表

<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	362,121	328,830	1,145,022	1,373,034	1,623,149
应收账款	135,017	149,247	154,067	159,370	165,202
存货	456	440	484	532	586
其他流动资产	20,852	17,663	17,663	17,663	17,663
总流动资产	518,446	496,180	1,317,236	1,550,599	1,806,600
固定资产	70,411	103,302	145,989	156,930	167,029
无形资产	177,727	196,127	68,021	64,697	62,397
长期投资	253,696	290,343	290,343	290,343	290,343
银行存款及其他	514,380	657,189	657,189	657,189	657,189
总资产	1,577,246	1,780,995	2,526,492	2,770,509	3,037,346
应付账款	177,543	202,744	214,615	227,674	242,038
短期银行借款	41,537	52,885	52,885	52,885	52,885
其他短期负债	133,077	141,280	141,280	141,280	141,280
总短期负债	352,157	396,909	408,780	421,839	436,203
长期银行借款	155,819	146,521	146,521	146,521	146,521
其他负债	351,408	330,190	330,190	330,190	330,190
总负债	703,565	727,099	738,970	752,029	766,393
少数股东权益	65,090	80,348	84,004	84,004	84,004
股东权益	873,681	1,053,896	1,787,522	2,018,480	2,270,954
每股账面值(摊薄)	95.18	114.82	194.74	219.91	247.41
营运资产	166,289	99,271	908,456	1,128,761	1,370,397

财务分析

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2025年 预测	2026年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	48.1%	52.9%	53.7%	53.5%	53.4%
EBITDA 利率 (%)	31.7%	33.0%	35.9%	35.8%	35.4%
净利率 (%)	19.4%	29.8%	31.8%	31.9%	31.7%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	22.6%	22.6%	19.8%	19.6%	19.6%
实际税率 (%)	26.8%	18.6%	20.0%	20.0%	20.0%
股息支付率 (%)	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
ROA	7.3%	11.6%	10.4%	9.3%	9.3%
ROE	13.9%	20.1%	15.8%	13.0%	12.6%
应收账款天数	77.1	78.6	77.4	72.8	68.6
应付账款天数	222.0	222.0	222.0	223.0	224.0
财务状况					
总负债/总资产	0.45	0.41	0.29	0.27	0.25
收入/净资产	0.70	0.63	0.40	0.39	0.38
经营性现金流/收入	0.29	0.39	0.39	0.38	0.37
税前盈利对利息倍数	15.73	18.17	21.45	23.46	25.51
有息负债/总负债	28.1%	27.4%	27.0%	26.5%	26.0%

现金流量表

<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2025年 预测	2026年 预测
EBITDA	193,010	217,740	257,027	281,088	305,653
净融资成本	-1,540	-4,023	-5,359	-7,066	-8,960
营运资金变化	9,305	16,183	7,007	7,708	8,478
所得税	-43,276	-45,018	-56,955	-62,638	-68,444
其他	20,858	74,566	77,588	81,448	85,732
营运现金流	178,357	259,448	279,307	300,540	322,459
资本开支	-60,000	-60,000	-60,000	-60,000	-60,000
其他投资活动	18,268	17,455	17,340	19,047	20,941
投资活动现金流	-41,732	-42,545	-42,660	-40,953	-39,059
负债变化	7,695	80,348	0	0	0
股本变化	-28,425	6,490	0	0	0
股息	-8,591	-14,471	-16,781	-18,455	-20,166
其他融资活动	-10,199	-17,697	-13,119	-13,119	-13,119
融资活动现金流	-39,520	54,670	-29,900	-31,574	-33,285
现金变化	97,105	271,572	206,748	228,013	250,115
期初持有现金	373,286	470,391	741,963	948,711	1,176,723
汇兑变化	0	0	0	0	0
期末持有现金	470,391	741,963	948,711	1,176,723	1,426,838

数据来源: 国证国际研究预测

客户服务热线

香港: 22131888

国内: 4008695517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解析),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼电话: +852-22131000 传真: +852-22131010