

腾讯控股 (00700.HK)

2024Q4 业绩点评：AI 赋能，营收利润皆超预期

买入（维持）

盈利预测与估值	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业总收入（百万元）	609015	660257	716550	782730	854621
同比(%)	(10.66)	8.41	8.53	9.24	9.18
归母净利润（百万元）	115216	194073	210262	234571	266681
同比(%)	(38.79)	68.44	8.34	11.56	13.69
Non-IFRS 净利润	157,688.05	222,703.00	244,100.00	269,300.00	298,384.40
同比(%)	36.35	41.23	9.61	10.32	10.80
EPS-最新摊薄（元/股）	12.53	21.10	22.86	25.50	29.00
P/E（现价最新摊薄）	37.97	22.54	20.81	18.65	16.41
PE（Non-IFRS）	27.74	19.65	17.92	16.25	14.66

关键词：#业绩超预期

投资要点

- **营收保持增长，利润大超预期：**2024Q4 公司实现营业收入 1724 亿元（yoy+9.71%），高于彭博一致预期为 1687 亿元；非公认会计准则下的归母净利润 553.12 亿元（yoy+29.6%），高于彭博一致预期的 533 亿元。
- **网络游戏业务收入超预期，未来增长空间良好：**网络游戏收入 493 亿元，同比增长 20.1%。高于彭博一致预期 472 亿元。国内游戏收入为 333 亿元（yoy+23.3%，qoq-10.7%），高于彭博一致预期为 325 亿元。国际游戏收入 160 亿元（yoy+15.1%，qoq+10.3%），高于彭博一致预期为 155 亿元。2025 年春节期间，国内游戏表现良好。我们认为腾讯的游戏业务在 2025 年下半年将迎来长线运营的机遇。
- **广告收入毛利双升，广告业务增长空间广阔：**广告营收 350 亿元（yoy+18%），高于彭博一致预期为 339 亿元。毛利率 57.70%，同比上升 0.90pct，环比上升 4.71pct。我们认为腾讯广告业务长期增长空间广阔，有望逐步向 Meta 的广告变现水平靠拢，甚至超越。腾讯拥有支付数据和小程序生态行为数据的独特组合，这为其广告业务的精准投放和深度挖掘提供了强大支撑。从一季度的表现来看，广告业务年同比增速强劲，主要得益于基数偏低。未来随着基数的逐渐升高，广告业务仍有望保持长期增长态势，为公司整体业绩贡献重要力量。
- **金融科技业务持续增长，支付业务逐步改善：**金融科技及企业服务营收 561 亿元（yoy+3.2%），高于一致预期 559 亿元。毛利率 47.14%，同比上升 3.27pct。2024Q4 商业支付收入同比持平，交易笔数呈现加速增长态势，这一积极变化表明支付业务正在朝着良好的方向发展。随着消费市场的逐步回暖和公司对于支付业务的持续优化，未来支付业务有望实现更好的表现，为公司的金融科技业务注入新的活力。
- **盈利预测与投资评级：**公司毛利率提升超预期，我们将此前 2025-2026 年经调整净利润由 2406/2653 亿元提高为 2441/2693 亿元，我们预计 2027 年的经调整净利润为 2984 亿元，对应 2025-2027 年 PE（Non-IFRS）为 18/16/15 倍（港币/人民币=0.93，2025 年 03 月 24 日）。公司仍具有坚实的业务壁垒，生态强大，视频号、小程序和金融科技等业务收入整体维持增长，所以我们维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**政策监管风险；运营数据低于预期；变现节奏低于预期。

2025 年 03 月 25 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书：S0600521070001
zhangjiaqi@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	511.50
一年最低/最高价	285.00/547.00
市净率(倍)	4.85
港股流通市值(百万港元)	4,704,327.27

基础数据

每股净资产(元)	105.53
资产负债率(%)	40.83
总股本(百万股)	9,197.12
流通股本(百万股)	9,197.12

相关研究

《腾讯控股(00700.HK): AI 布局行稳致远，生态赋能打造增长乘数》

2024-12-24

《腾讯控股(00700.HK): 2024Q3 业绩点评：利润大超预期，金融支付毛利率提升 6.85pct》

2024-11-19

内容目录

- 1. 营收保持增长，利润大超预期4
 - 1.1. 网络游戏业务收入超预期，未来增长空间良好 5
 - 1.2. 社交网络收入同比提升，在线音乐业务显著增长 5
 - 1.3. 广告收入毛利双升，广告业务增长空间广阔 6
 - 1.4. 金融科技业务持续增长，支付业务逐步改善 7
- 2. 2024Q4 运营数据有所增长 8
- 3. 增值服务业务及广告业务主要拉动整体毛利率提升 8
- 4. 销售费用率同比下降，管理费用率同比上升 9
- 5. 盈利预测与评级 10
- 6. 风险提示 10

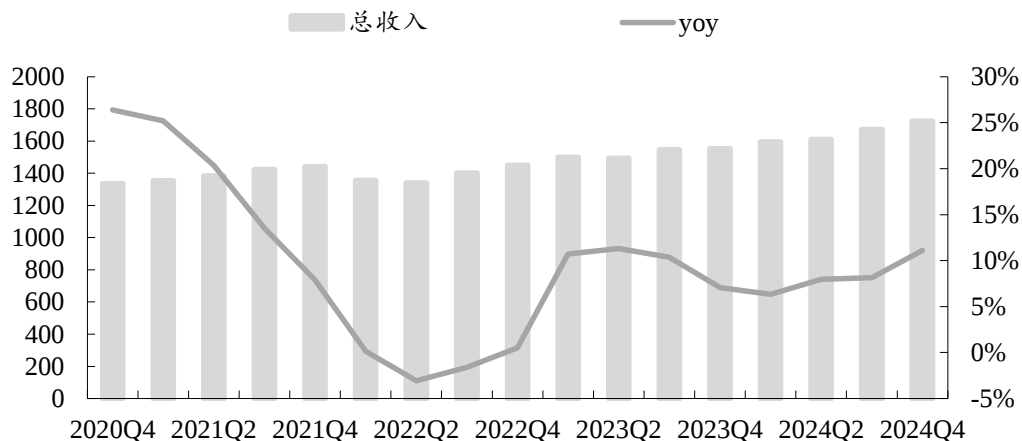
图表目录

图 1: 公司营业总收入变化 (亿元, 下同)	4
图 2: 公司 Non-IFRS 归母净利润变化 (亿元)	4
图 3: 公司本土游戏及国际游戏收入变化 (亿元)	5
图 4: 公司社交网络收入变化 (亿元)	6
图 5: 公司广告收入变化 (亿元)	7
图 6: 金融科技及企业服务收入变化情况 (亿元)	7
图 7: 用户数据 (单位: 百万)	8
图 8: 公司整体及分业务毛利率 (%)	9
图 9: 公司销售费用率及管理费用率 (%)	9

1. 营收保持增长，利润大超预期

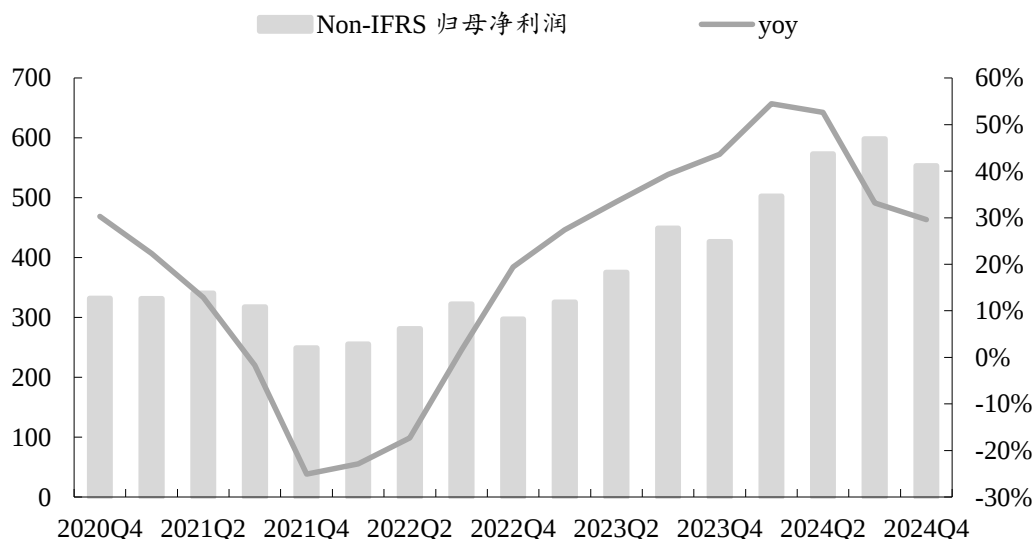
2024Q4 公司实现营业收入 1724 亿元 (yoy+9.71%)，高于彭博一致预期为 1687 亿元；非公认会计准则下的归母净利润 553.12 亿元 (yoy+29.6%)，高于彭博一致预期的 533 亿元。

图1: 公司营业总收入变化 (亿元, 下同)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2: 公司 Non-IFRS 归母净利润变化 (亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1. 网络游戏业务收入超预期，未来增长空间良好

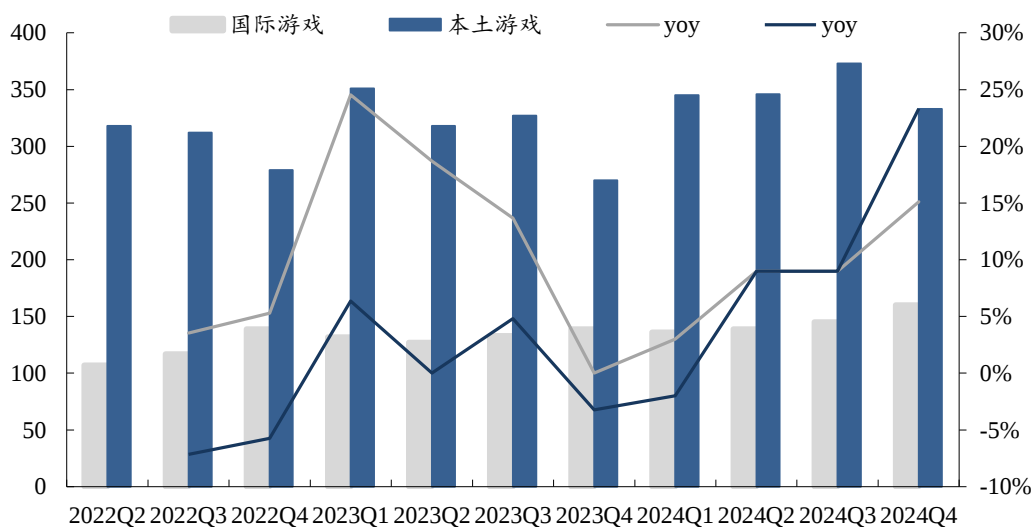
2024Q4 网络游戏收入 493 亿元，同比增长 20.1%，高于彭博一致预期 472 亿元。

2024Q4 本土市场游戏：游戏收入为 333 亿元（yoy+23.3%，qoq-10.7%），高于彭博一致预期为 325 亿元。2024Q4 国际市场游戏：游戏收入 160 亿元（yoy+15.1%，qoq+10.3%），高于彭博一致预期为 155 亿元。

我们认为腾讯的游戏业务在 2025 年下半年将迎来长线运营的机遇。Q1 作为游戏传统旺季，通常会带来较好的业绩表现，然而，2024 年 Q1 受到组织调整的影响，《王者荣耀》和《和平精英》等重要游戏的整体表现较为一般。但从 3 月起，这两款游戏已有改善迹象，显示出较强的复苏潜力。2023 年 Q4 及 2024 年 Q1 的业绩基数较低，为后续增长提供了一定空间。

2025 年春节期间，国内游戏表现良好。《DNF 手游》方面，Nexon 的指引较为谨慎，需要密切关注其后续发展。成熟长线产品如《无畏契约》等表现稳健，为游戏业务的稳定发展提供了有力支撑。

图3：公司本土游戏及国际游戏收入变化（亿元）



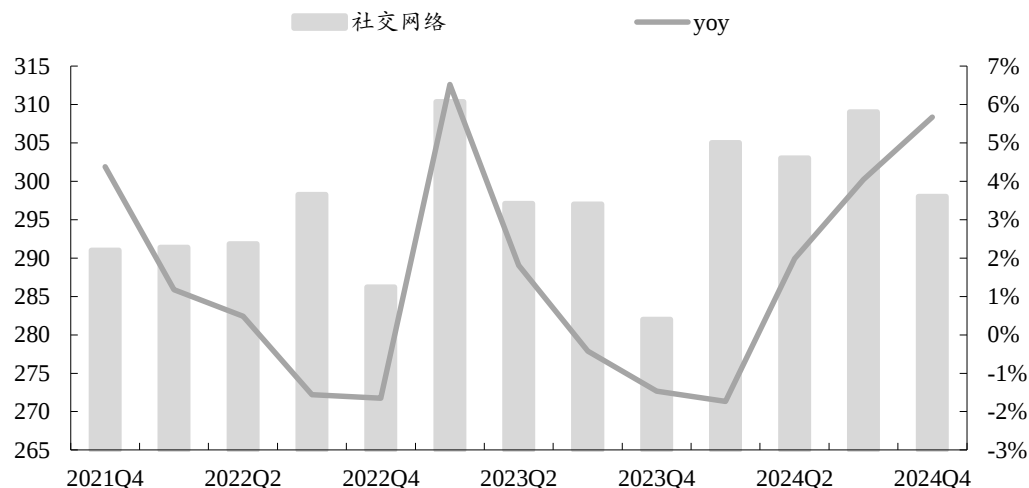
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 社交网络收入同比提升，在线音乐业务显著增长

2024Q4 社交网络收入 298 亿元（yoy+5.7%，qoq-3.6%），高于彭博一致预期 296 亿元，反映了手游虚拟道具销售、音乐付费会员收入及小游戏平台服务费的增长，部分被音乐直播及游戏直播服务收入下降所抵销。

此外，长视频服务会员数为 1.13 亿，同比下降 3.4%；音乐付费会员数为 1.21 亿，同比增长 13.4%，腾讯音乐在线音乐业务持续增长，全年订阅收入达 152.3 亿元，同比增长 25.9%。视频号总用户使用时长同比显著增长。QQ 的移动终端月活账户同比下降 5.4%。

图4：公司社交网络收入变化（亿元）



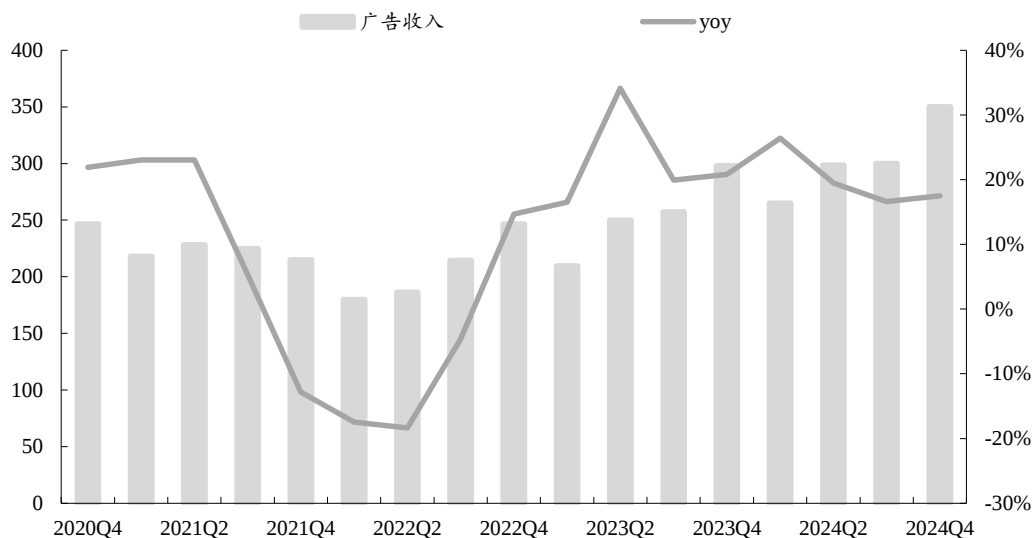
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 广告收入毛利双升，广告业务增长空间广阔

2024Q4 广告营收 350 亿元（yoy+17.5%，qoq+1.7%），高于彭博一致预期为 339 亿元。

我们认为腾讯广告业务长期增长空间广阔，有望逐步向 Meta 的广告变现水平靠拢。腾讯拥有支付数据和小程序生态行为数据的独特组合，这为其广告业务的精准投放和深度挖掘提供了强大支撑。初期广告业务增速可能因公司不急于商业化而相对较慢，但从一季度的表现来看，广告业务年同比增速强劲，主要得益于基数偏低。展望未来，随着基数的逐渐升高，广告业务仍有望保持长期增长态势，为公司整体业绩贡献重要力量。

图5: 公司广告收入变化 (亿元)



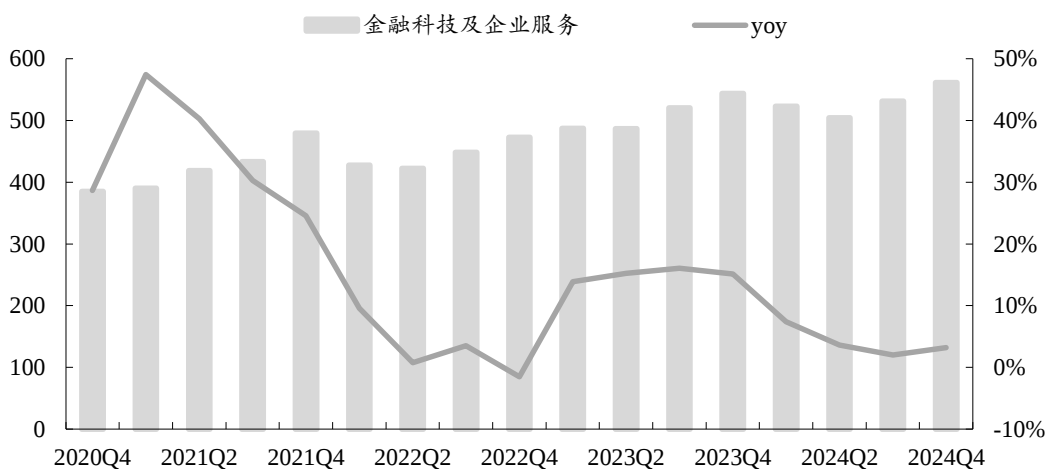
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.4. 金融科技业务持续增长，支付业务逐步改善

2024Q4 金融科技及企业服务收入 561 亿元 (yoy+3.2%, qoq+5.7%)，高于彭博一致预期为 559 亿元。

我们认为腾讯的支付业务正在逐步改善，2024Q4 商业支付收入同比持平，交易笔数呈现加速增长态势,这一积极变化表明支付业务正在朝着良好的方向发展。随着消费市场的逐步回暖和公司对于支付业务的持续优化，未来支付业务有望实现更好的表现，为公司的金融科技业务注入新的活力。

图6: 金融科技及企业服务收入变化情况 (亿元)

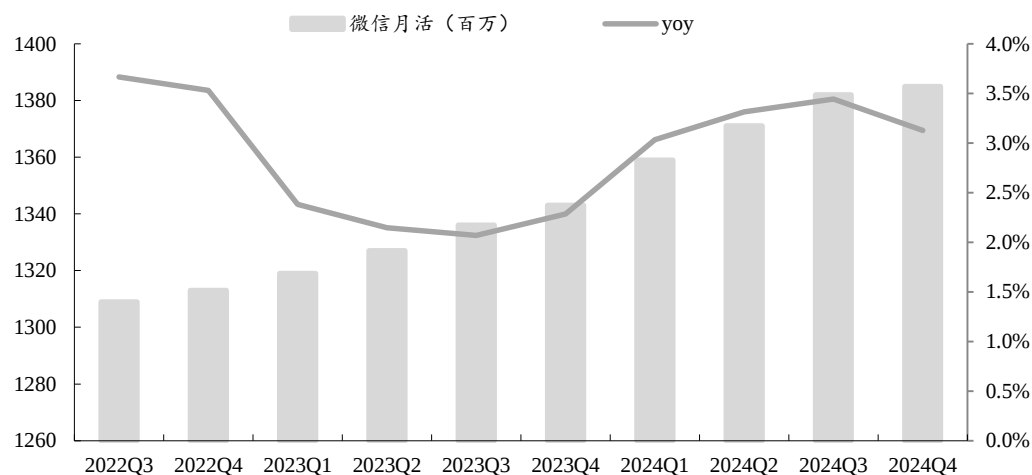


数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

2. 2024Q4 运营数据有所增长

微信（包括海外版 WeChat）合并 MAU 进一步增长，达 13.85 亿（yoy+3%），高于彭博一致预期为 13.72 亿；QQ 移动终端 MAU 5.24 亿（yoy-5.4%），低于彭博一致预期为 5.62 亿。收费增值服务注册账户数为 2.62 亿（yoy+8%），低于彭博一致预期为 2.65 亿。

图7：用户数据（单位：百万）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 增值服务业务及广告业务主要拉动整体毛利率提升

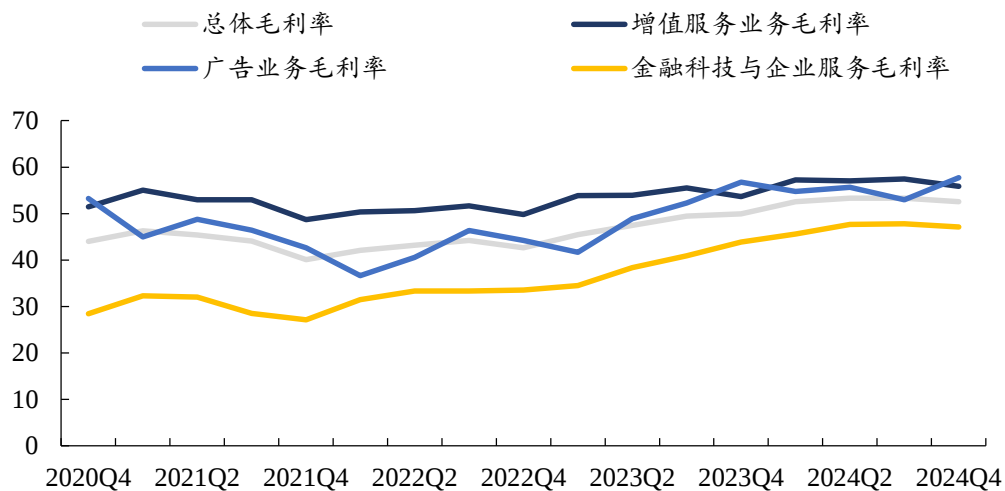
2024Q4 总体毛利率为 52.57%（YoY+2.59pct, qoq-0.56pct），毛利率正增长主要由于本土市场游戏、国际市场游戏、视频号及微信搜一搜高毛利率收入来源的增长，毛利率由去年同期的 50% 提升至 53%。

2024Q4 增值服务毛利率为 55.88%（YoY+2.19pct, qoq-1.57pct），同比提升由于本土市场游戏及国际市场游戏收入增长。

2024Q4 广告业务毛利率为 57.70%（YoY+0.90pct, qoq+4.71pct）。同比提升主要得益于视频号、小程序及微信搜一搜的收入增长。

2024Q4 金融科技及企业服务毛利率 47.14%（YoY+3.27pct, qoq-0.65pct）。金融科技业务的毛利增长由于理财服务和消费贷款服务收入的增长，以及云服务成本效益的提升。

图8: 公司整体及分业务毛利率 (%)

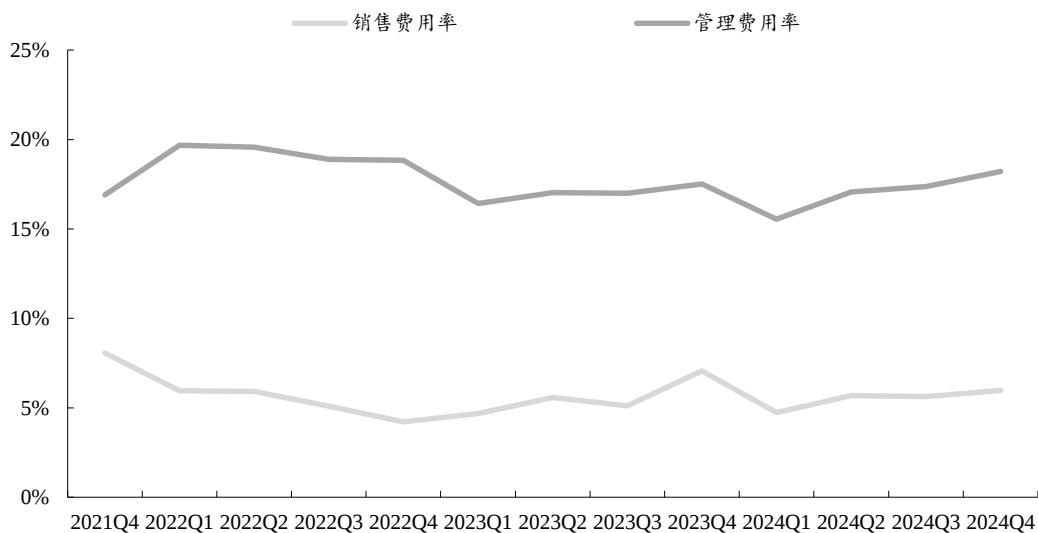


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 销售费用率同比下降, 管理费用率同比上升

2024Q4, 销售费用为 102.85 亿, 同比下降 6.3%, 主要得益于腾讯在业务推广和营销策略上的优化。销售费用率同比下降 1.1pct, 环比上升 0.4pct。管理费用为 314.03 亿, 同比上升 15.6%, 环比增长 8.1%, 主要由于研发开支及雇员成本(包括若干海外附属公司的绩效奖励相关的成本)增加; 管理费用率同比上升 0.7pct, 环比上升 0.8pct。

图9: 公司销售费用率及管理费用率 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与评级

公司毛利率提升超预期，我们将此前 2025-2026 年经调整净利润由 2406/2653 亿元提高为 2441/2693 亿元，我们预计 2027 年的经调整净利润为 2984 亿元，对应 2025-2027 年 PE (Non-IFRS) 为 18/16/15 倍（港币/人民币=0.93，2025 年 03 月 24 日）。公司仍具有坚实的业务壁垒，生态强大，视频号、小程序和金融科技等业务收入整体维持增长，所以我们维持公司“买入”评级。

6. 风险提示

政策监管风险；运营数据低于预期；变现节奏低于预期。

腾讯控股三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	496,180.00	935,636.39	1,253,891.88	1,585,965.06	营业总收入	660,257.00	716,550.00	782,730.00	854,621.00
现金及现金等价物	132,519.00	401,535.58	667,252.18	944,442.89	营业成本	311,011.00	329,300.67	355,867.06	379,990.65
应收账款及票据	48,203.00	59,712.50	65,227.50	71,218.42	销售费用	36,388.00	35,827.50	39,136.50	42,731.05
存货	440.00	2,286.81	2,471.30	2,638.82	管理费用	112,761.00	107,482.50	117,409.50	128,193.15
其他流动资产	315,018.00	472,101.50	518,940.90	567,664.93	研发费用	0.00	75,392.38	82,355.56	86,316.72
非流动资产	1,284,815.00	1,238,588.98	1,207,840.16	1,195,472.38	其他费用	0.00	3,224.48	3,522.29	3,845.79
固定资产	92,487.00	91,594.71	98,012.87	115,278.67	经营利润	200,097.00	240,714.86	266,794.66	299,860.36
商誉及无形资产	213,806.00	177,972.27	150,305.29	130,171.70	利息收入	16,004.00	9,276.33	20,076.78	26,690.09
长期投资	297,415.00	277,415.00	257,415.00	237,415.00	利息支出	11,981.00	10,471.38	11,221.73	11,326.73
其他长期投资	586,837.00	596,837.00	606,837.00	616,837.00	其他收益	37,365.00	13,448.00	13,448.00	13,448.00
其他非流动资产	94,270.00	94,770.00	95,270.00	95,770.00	利润总额	241,485.00	252,967.81	289,097.71	328,671.71
资产总计	1,780,995.00	2,174,225.37	2,461,732.04	2,781,437.44	所得税	45,018.00	40,474.85	52,037.59	59,160.91
流动负债	396,909.00	577,287.41	627,374.96	677,210.56	净利润	196,467.00	212,492.96	237,060.12	269,510.80
短期借款	52,885.00	55,885.00	58,885.00	58,885.00	少数股东损益	2,394.00	2,231.18	2,489.13	2,829.86
应付账款及票据	127,335.00	91,472.41	98,851.96	105,552.96	归属母公司净利润	194,073.00	210,261.78	234,570.99	266,680.94
其他	216,689.00	429,930.00	469,638.00	512,772.60	EBIT	237,462.00	254,162.86	280,242.66	313,308.36
非流动负债	330,190.00	330,190.00	330,190.00	330,190.00	EBITDA	315,301.16	330,888.88	341,491.48	356,176.13
长期借款	277,107.00	277,107.00	277,107.00	277,107.00	Non-IFRS	222,703.00	244,100.00	269,300.00	298,384.40
其他	53,083.00	53,083.00	53,083.00	53,083.00					
负债合计	727,099.00	907,477.41	957,564.96	1,007,400.56	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	21.10	22.86	25.50	29.00
少数股东权益	80,348.00	82,579.18	85,068.31	87,898.17	每股净资产(元)	105.53	128.75	154.30	183.33
归属母公司股东权益	973,548.00	1,184,168.78	1,419,098.77	1,686,138.71	发行在外股份(百万股)	9,197.12	9,197.12	9,197.12	9,197.12
负债和股东权益	1,780,995.00	2,174,225.37	2,461,732.04	2,781,437.44	ROIC(%)	14.91	14.31	13.36	13.01
					ROE(%)	19.93	17.76	16.53	15.82
					毛利率(%)	52.90	54.04	54.54	55.54
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	销售净利率(%)	29.39	29.34	29.97	31.20
经营活动现金流	258,521.00	318,180.96	315,631.34	330,210.44	资产负债率(%)	40.83	41.74	38.90	36.22
投资活动现金流	(122,187.00)	(42,052.00)	(42,052.00)	(42,052.00)	收入增长率(%)	8.41	8.53	9.24	9.18
筹资活动现金流	(176,494.00)	(7,471.38)	(8,221.73)	(11,326.73)	净利润增长率(%)	68.44	8.34	11.56	13.69
现金净增加额	(39,801.00)	269,016.58	265,716.60	277,190.71	P/E	22.54	20.81	18.65	16.41
折旧和摊销	77,839.16	76,726.02	61,248.82	42,867.78	P/B	4.51	3.69	3.08	2.59
资本开支	(41,287.00)	(40,000.00)	(40,000.00)	(40,000.00)	EV/EBITDA	11.97	13.01	11.84	10.58
营运资本变动	16,561.00	31,938.60	19,548.66	19,953.13					

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年03月24日的0.93,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>