

生态场景+技术突破，AI Agent 与应用双向拓展增长边界

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): | 533.5/299.4 |
| 目标价格(港元): | | 总市值(亿港元) | 46,605.11 |
| 最新收盘价(港元): | 506.5 | 自由流通市值(亿港元) | 46,605.11 |
| | | 自由流通股数(百万) | 9,201.40 |

► 微信的庞大生态，具有最佳的 AI Agent 的落地场景。

1) 微信生态形成流量与使用场景基础：截至 24 年末，微信有 13.85 亿月活用户，拥有庞大的用户基础和高频的使用频次，且通过小程序和视频号实现跨越社交、生活服务、内容消费等多个场景覆盖，微信的 AI Agent 可能成为多场景任务执行平台，在用户下达指令后理解用户意图并完成任务。

2) 通过朋友圈、本地文件的访问，调用小程序功能，实现出行规划、智能办公、工作总结、个性化推荐等多种服务：未来聊天框可以作为“任务指挥中心”，在朋友圈和本地文件、聊天记录的权限开放后，可以整合 500 万个小程序接口，实现服务一键调度。比如调用携程、景区门票小程序、滴滴接送机等服务小程序，完成用户的出行规划，扫描群聊内容、本地文件生产可视化分析报告，读取朋友圈推荐个性化服务等方向均有可能成为微信内置 Agent 的方向。

3) 佣金增长、B 端企业服务订阅、数据增值、广告推荐等服务，带来变现空间：①微信小程序 24Q3 的 GMV 为 2 万亿元，通过 AI Agent 的调用将有望提升该入口的 GMV，进而带来从第三方服务商的交易佣金提升。②对于 B 端企业微信、政务等场景，可通过智能办公对企业按订阅模式收取年费。③开放朋友圈/本地文件读取权限后，可开发高价值数据产品收费。④在 AI 生成的解决方案中插入精准广告，采用 CPC 模式收费。

4) 快速进化：3 月 17 日，Ima 推出了混元 T1 模型、Markdown 格式导入解读、新的问答交互等三大核心功能。目前可以将手机本地资料、聊天文件、公众号文章、本地相册等导入小程序，建立个人知识库以及和其他人共创共享知识库，并形成问答交互、生成脑图。未来 ima 有望成为 Agent 入口，实现多个小程序的调用。

► 在模型研发上持续投入，以自研+开源多模型策略，加速产业渗透。

大模型是 AI 应用的核心，腾讯持续研发投入，推进混元大模型的全链路自研。3 月 21 日，公司推出自研深度思考模型混元 T1 正式版，T1 吐字快、能秒回，吐字速度达到每秒 60—80tokens，擅长超长文处理，已经上线腾讯云，即将在腾讯元宝灰度上线。混元大模型自发布以来已在公司接入超过 700 个产品和业务场景。除了自研模型的开发，腾讯元宝、微信搜一搜、ima、地图等应用，以及面向开发者的大模型知识引擎、腾讯云 AI 代码助手等平台工具，支持腾讯混元和 DeepSeek 的“双模调用”。AI 原生应用腾讯元宝自 2025 年 2 月至 3 月的 DAU 增长超 20 倍，成为中国 DAU 排名第三的 AI 原生移动应用。面向企业客户，多模方案在深圳宝安政务、深圳医保、上海徐汇城运中心等企业和组织进行实践，在政务、零售、金融、工业、医疗、教育、文旅、传媒等 30 多个行业落地。

投资建议

我们认为公司的游戏业务得益于国内市场的增长和国际市场的稳步扩张，作为公司的基本盘持续贡献业绩与现金流。同时多模型策略实现技术互补与效率提升，AI 应用快速发展。此外，基于包含社交链、出行链、生活服务等多场景的微信生态，未来 AI Agent 的落地也带来巨大的想象空间。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现营收 7156/7736/8440 亿元，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 2035/2393/2628 亿元，因股本变动，对应 EPS 调整为 22.12/26.01/28.56 元，参考 2025 年 3 月 26 日收盘价 506.5 港元/股，汇率 1 港元 = 0.93 元人民币，对应 PE 分别为 26/22/20 倍，维持“买入”评级。

风险提示

AI 项目进展不及预期，游戏、广告行业政策风险，电商、社交媒体行业竞争激烈

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% |
| 归母净利润(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 | 22.12 | 26.01 | 28.56 |
| ROE | 14.25% | 19.93% | 18.64% | 18.07% | 16.55% |
| 市盈率 | 27.55 | 22.60 | 26.11 | 22.20 | 20.22 |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：刘文正

邮箱：liuwz1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120007

分析师：赵琳

邮箱：zhaolin@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040003

分析师：刘彦菁

邮箱：liuyj3@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525020003

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 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 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 | 56213.00 | 50000.00 | 50000.00 | 50000.00 |
| 营业成本 | 311011.00 | 336333.27 | 362579.96 | 392130.30 | 营运资金变动 | - | 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 | 76760.00 | -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 | 21.04 | 22.12 | 26.01 | 28.56 | 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 | 26.11 | 22.20 | 20.22 |
| 股东权益合计 | 1053896.00 | 1175664.63 | 1412002.19 | 1680551.22 | PB | 4.16 | 4.52 | 3.76 | 3.16 |
| 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跨部门、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。