

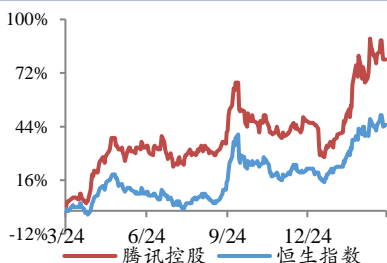
AI 全面布局，资本开支创新高

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-26

收盘价（港元）	506.50
近 12 个月最高/最低（港元）	547.0/294.4
总股本（百万股）	9,201
流通股本（百万股）	9,201
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	46,605
流通市值（亿港元）	46,605

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1. 腾讯与 DeepSeek 深度融合，多场景下价值体现 2025-03-05
2. 腾讯 24Q3 业绩点评：游戏业务增长强劲，AI 多场景赋能生态 2024-11-18
3. 腾讯 2Q24：视频号总用户使用时长同比大幅增加 2024-08-28

主要观点：

● Q4 业绩：

腾讯 Q4 营收 1724.5 亿元 (yoy+11.1%, qoq+3.1%)，高于一致预期 1687.4 亿 (beat 2.2%)；实现毛利 906.5 亿元 (yoy+16.9%, qoq+2.1%)，高于一致预期 899.3 亿 (beat 0.8%)；实现经调整净利润 553.1 亿元 (yoy+29.6%, qoq-7.5%)，超一致预期的 532.8 亿 (beat 3.8%)。毛利方面，VAS 业务毛利率 56%，主要由于游戏流水增长；营销业务毛利率 58%；金融科技业务毛利率 47%。毛利提升主要由于国内游戏、视频号和微信搜一搜等高毛利业务收入增长所致，同时云服务成本效益提升。

● 增值服务：长线运营游戏稳定增长，精品新游提供增量

24Q4，国内游戏部分收入 332 亿元 (yoy+23%)，高于预期的 325 亿元，高增长一部分是因为去年同期低基数影响，另外也是由于代表游戏持续运营带动流水增长，包括《王者荣耀》、《和平精英》及《无畏契约》等，新游上精品游戏不断推出，代表游戏有《地下城与勇士：起源》及《三角洲行动》，其中《三角洲行动》上线 3 个月流水破 10 亿，有望长期为公司提供稳定流水贡献；国际游戏收入 160 亿元 (yoy+15.1%)，高于一致预期 155 亿元，主要由于《荒野乱斗》及《PUBG MOBILE》的强劲表现拉动，同时新游《流亡黯道 2》抢先体验版发布带动增长。

游戏内部 AI 技术的应用为游戏带来体验上的优化，具体场景包括人机对抗体验，人机交互体验等，拉低玩家学习成本提升用户留存。后续有望继续整合大模型能力提升 3D 内容生产效率和游戏内聊天机器人功能。

● 营销业务：AI 带来广告增效，营销投入拉动流量增长

24Q4，营销业务收入 350 亿 (yoy+17.5%)，超一致预期的 339 亿。这得益于广告主对视频号、小程序及微信搜一搜广告库存的强劲需求，通过对广告排序系统和大语言模型的结合，升级平台，提升点击率和有效投放率。视频号广告收入增长超 60%，小程序和微信搜索广告收入翻倍。未来腾讯持续投资于营销方面，提高腾讯元宝等 AI 应用的用户接受度，通过对元宝等 AI 应用的功能进行迭代，实现智能 AI 助手和其他内容结合留存用户，从而在流量生态上实现进一步增长。截至 24 年末，微信及 WeChat 的合并 MAU 达 13.85 亿，yoy+3%；QQ 移动端 MAU 5.24 亿，yoy-5%；增值服务付费会员数 2.62 亿，yoy+7%。

● 金融科技：业绩增长与云服务成本降低带动毛利增长

金融科技业务收入 561 亿元 (yoy+3.2%)，高于一致预期 559 亿元。其中企业服务收入增长主要由企业微信收入以及商家技术服务费增长驱动。理财服务与企业微信的收入增长、商家技术服务费的增

长，以及腾讯的云服务成本效益提高，使得业务毛利率同比提升 7pct，至 47%。

在企业服务领域，公司加速 AI 与云业务的整合。在基础设施层上，客户可实现大规模高性能 AI 训练和推理；平台层面，支持模型微调与按需部署；软件层面，腾讯文档、会议等产品集成 AI 工具，智能会议功能 MAU 同比翻倍至 1500 万。腾讯云 AI 收入同比接近翻倍。

● **应用生态下多平台 AI Agent 布局**

在多类 AI Agent 推出背景下，公司通过高质量模型进行独立构建 Agent。公司在模型端拥有足够竞争力，AI Agent 本质是利用模型功能，然后连接到不同的软件工具。同时，公司还拥有微信这类应用的生态系统，可以在微信生态的社交、内容、交易等场景多样性为 AI Agent 提供丰富场景基础，同时连接小程序完成复杂任务。

● **资本开支凸显公司 AI 布局决心**

24Q4，腾讯资本开支为 365.8 亿元，yoy+386%；全年资本开支为 767.6 亿元，占营收 11.6%。腾讯目前已经在多产品线上接入 DeepSeek，同时对元宝和 ima 等归入云与产业事业群，进一步布局 AI。目前 AI 对于各条业务线的催化赋能效果已经初见效果，预计 25 年腾讯将进一步增加资本开支满足内部模型训练和用户的需求增长，预计占收入低两位数百分比。

● **投资建议**

我们预计公司 25/26/27 净利润(Non-IFRS)为 2571.9/ 2920.0/ 3309.8 亿元。AI 全面融入公司各业务线，全面发展凸显竞争优势，维持“买入”评级

● **风险提示**

AIGC 技术变革颠覆现有竞争格局；政策监管不确定性；游戏研发延期等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	660,257	724,794	803,233	881,586
收入同比 (%)	8.41%	9.77%	10.82%	9.75%
净利润(Non-IFRS)	222,703	257,190	291,996	330,977
净利润同比 (%)	41.23%	15.49%	13.53%	13.35%
ROE (%)	21.13%	20.68%	19.82%	18.98%
每股收益 (元)	23.6	27.5	31.4	35.7
市盈率 (P/E)	18.7	17.1	15.0	13.3

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		百万元			
	2024A	2025E	2026E	2027E	
现金及等价物	132,519	245,061	405,635	600,911	
应收账款	48,203	55,466	61,469	67,465	
存货	440	472	508	540	
其他流动资产	315,018	318,168	321,350	324,563	
流动资产总计	496,180	619,168	788,962	993,479	
固定资产	80,185	138,353	198,370	259,851	
其他资产	1,204,630	1,222,152	1,242,996	1,267,465	
资产总计	1,780,995	1,979,673	2,230,328	2,520,794	
应付账款	202,744	211,295	234,162	257,004	
其他	194,165	196,107	198,068	200,048	
流动负债	396,909	407,402	432,230	457,052	
长期债务	146,521	144,637	141,088	135,924	
应付票据	130,586	130,586	130,586	130,586	
其他负债	53,083	53,083	53,083	53,083	
负债总计	727,099	735,708	756,987	776,645	
权益总计	1,053,896	1,243,965	1,473,340	1,744,148	
负债及权益总计	1,780,995	1,979,673	2,230,328	2,520,794	

现金流量表		百万元			
	2024A	2025E	2026E	2027E	
净利润	196,467	221,690	262,196	305,977	
折旧	25,000	25,500	30,345	36,111	
摊销	31,213	31,993	32,633	33,286	
营运资本变化及	5,841	48	15,608	15,580	
经营活动现金流	258,521	279,231	340,782	390,954	
CAPEX	-76,760	-83,668	-90,362	-97,591	
其他	-45,427	-49,515	-53,477	-57,755	
投资活动现金流	-122,187	-133,184	-143,839	-155,346	
长期借款	34,650	32,918	31,601	30,337	
长期借款偿还	-34,457	-34,802	-35,150	-35,501	
股息	-21,822	-22,695	-23,603	-24,547	
其他	-11,064	-8,926	-9,218	-10,622	
融资活动现金流	-176,494	-33,505	-36,370	-40,333	

利润表		百万元			
	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	660,257	724,794	803,233	881,586	
营业成本	311,011	327,083	351,656	374,078	
毛利润	349,246	397,710	451,577	507,508	
营业费用 & 其他	-141,147	-153,845	-165,757	-179,125	
营业利润(IFRS)	208,099	243,865	285,820	328,382	
税/利息等	-11,632	-22,175	-23,624	-22,405	
税后净利润	196,467	221,690	262,196	305,977	
少数股东权益	-2,394	-3,600	-5,200	-6,000	
归母净利润(IFRS)	194,073	218,090	256,996	299,977	
调整项(SBC...)	28,630	39,100	35,000	31,000	
经调整净利润(Non-IFRS)	222,703	257,190	291,996	330,977	
股本	9,424	9,361	9,313	9,273	
EPS (摊薄)	20.6	23.3	27.6	32.3	
经调整 EPS (摊薄)	23.6	27.5	31.4	35.7	

财务指标		2024A	2025E	2026E	2027E
收入增长		8.4%	9.8%	10.8%	9.8%
EBITDA增长		20.6%	14.0%	15.7%	14.0%
净利润增长		41.2%	15.5%	13.5%	13.3%
EPS增长		44.0%	16.3%	14.1%	13.8%
毛利率		52.9%	54.9%	56.2%	57.6%
营业利润率		31.5%	33.6%	35.6%	37.2%
净利率		33.7%	35.5%	36.4%	37.5%
ROE		21.1%	20.7%	19.8%	19.0%
P/E		18.7	17.1	15.0	13.3
P/B		4.0	3.5	3.0	2.5
EV/EBITDA		15.8	14.2	11.8	9.9
EV/营收		6.3	5.9	5.1	4.5
库存天数		0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款天数		27.5	27.5	27.5	27.5
应付账款天数		104.9	104.9	104.9	104.9
资产/负债比率		2.45	2.69	2.95	3.25
流动比率		1.25	1.52	1.83	2.17
速动比率		0.46	0.74	1.08	1.46
净现金		-14,002	100,424	264,547	464,987
市值		4,169,000	4,390,000	4,390,000	4,390,000
企业价值(EV)		4,183,002	4,289,576	4,125,453	3,925,013

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015年水晶球第三名及2017年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。