

腾讯控股（00700.HK）

腾讯元宝加速迭代，腾讯 AI 生态价值逐步释放

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	609,015	660,257	724,251	788,778	852,067
增长率 yoy（%）	9.82	8.41	9.69	8.91	8.02
归母净利润（百万元）	115,216	194,073	225,560	243,819	262,823
增长率 yoy（%）	-38.79	68.44	16.22	8.09	7.79
ROE（%）	14.25	19.93	19.33	17.73	16.42
EPS 最新摊薄（元）	12.55	21.14	24.57	26.56	28.63
P/E（倍）	37.65	22.35	19.23	17.79	16.50
P/B（倍）	5.36	4.46	3.72	3.15	2.71

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

持续投入资源进行算力储备，将基于混元做更多 AI 探索。腾讯董事会主席兼首席执行官马化腾表示，TEG 进行架构调整，将更聚焦做技术底座，产品化则希望其他事业群一起推进，希望各个 BG 都能拥抱大模型的产品化落地场景，目前包括微信、QQ、输入法、浏览器等产品都将推出 AI 智能体，游戏、微信读书、腾讯视频等产品也将基于混元做更多 AI 探索。

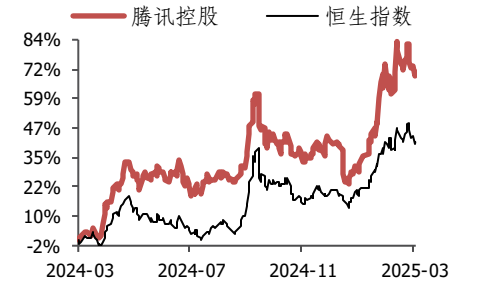
部分 AI 产品团队融入 CSIG，强化商业化落地推进。2025 年初，腾讯多项 AI 产品融入 CSIG 团队，其中（1）2025 年 1 月腾讯元宝团队由 TEG 转移至 CSIG；（2）2 月 QQ 浏览器、搜狗输入法、ima 等产品团队由 PCG 移至 CSIG。我们认为腾讯多项 AItOC 产品由技术能力更强的 TEG 转移至产品商业化落地能力更强的 CSIG 团队，有助于腾讯推动 AI 时代的产品布局和升级，完善公司技术研发以及商业化落地的闭环。产品方面可以主要分为两类，第一类为以入口级应用微信为基础的 AI 功能，如微信搜索接入 DeepSeek、ima 智能工作平台等有望凭借微信独有的内容以及社交生态展现其独特价值，且微信聊天场景以及多种功能的小程序亦适合 Agent 落地；第二类为垂类应用场景，包括腾讯文档、腾讯地图、QQ 浏览器等，均加入 AI 功能，持续赋能原有应用的升级改造。

腾讯元宝开启“日更级”迭代，DAU 快速提升。腾讯元宝 2025 年 2 月 13 日接入 DeepSeekR1 满血大模型，此后开启“日更级”迭代。目前，腾讯元宝已推出 APP、电脑版、网页、微信小程序 4 个版本，拥有文本、图像、视频、语音等多模态能力。向后展望，我们认为腾讯元宝有望凭借公司丰富的内容生态以及腾讯云基建打造较深的护城河。受益于高速迭代、产品能力提升以及相对激进的用增策略（2 月投放花费 2.81 亿元），腾讯元宝于 3 月 3 日登顶 iOS 免费榜。我们认为腾讯团队具备丰富的 C 端应用运营经验，后续腾讯元宝有望持续完善产品并实现用户数量快速增长。变现方面，参考 OpenAI，我们认为 2C 的 AI 应用最直接的变现方式即为会员订阅，此外公司可以通过用户搜索情况以及腾讯元宝小程序中的“发现”功能进一步细化用户标签，从而赋能公司广告业务。

投资建议：公司游戏业务步入复苏阶段，同时重视 AI 投入，微信作为国民入口级应用有望进化为“AI 操作系统”，AI 亦有望赋能公司广告以及云业务。

买入（维持评级）	
股票信息	
行业	传媒
2025 年 3 月 26 日收盘价（港元）	506.50
总市值（百万港元）	4,660,237.22
流通市值（百万港元）	4,660,237.22
总股本（百万股）	9,200.86
流通股本（百万股）	9,200.86
近 3 月日均成交额（百万港元）	17,768.26

股价走势



作者

分析师 侯宾

执业证书编号：S1070522080001

邮箱：houbin@cqws.com

相关研究

- 《游戏业务加速增长，AI 投入打开成长新空间》
2025-03-20
- 《游戏业务收入维持高增，调整后净利润超市场预期》
2024-11-19

我们预计 2025-2027 年公司实现营收 7243/7888/8521 亿元；经调整归母净利润 2558/2794/2984 亿元；对应 PE 分别为 17.0/15.5/14.5 倍，维持“买入”评级。

风险提示：游戏政策风险；AI 变现进展不及预期；宏观经济复苏不及预期；测算与实际情况不一致风险。

内容目录

1. 腾讯开启 AI 产品组织架构调整，腾讯元宝快速迭代	4
1.1 腾讯开启 AI 产品组织架构调整，多款 AI 应用由 TEG 转移至 CSIG	4
1.2 腾讯元宝产品能力加速迭代，有望打通微信生态内多个场景	5
1.3 开拓多个垂类场景，持续升级用户体验	9
2. 提升 CAPEX 投入，AI 变现空间有望逐步打开	14
2.1 腾讯 2024 年 CAPEX 大幅提升，对利润率影响相对可控	14
2.2 腾讯元宝中期或将打开 C 端收费空间，亦可赋能公司广告等业务	15
3. 投资建议	18
4. 风险提示	18

图表目录

图表 1: 腾讯组织架构梳理	4
图表 2: 腾讯 AIZC 产品以及类型梳理	4
图表 3: 腾讯元宝迭代过程梳理（截至 2025 年 3 月 20 日）	5
图表 4: 腾讯研究院腾研 bot 腾小研	6
图表 5: 微信上线 AI 搜索功能	6
图表 6: 腾讯元宝投放力度大幅上涨	7
图表 7: 腾讯元宝 iOS 免费榜排名大幅提升	7
图表 8: 腾讯混元 Turbo-S 多项测试表现出色	8
图表 9: 腾讯混元 Turbo-S 多项测试表现出色	8
图表 10: 腾讯云 AI 新基建架构	9
图表 11: 腾讯云 AI 新基建架构	9
图表 12: 《和平精英》接入 DeepSeek	10
图表 13: 腾讯地图 AI 叮当使用界面	10
图表 14: 腾讯地图 AI 叮当使用界面	11
图表 15: QQ 音乐成为国内首家集成 DeepSeek 的音乐平台	11
图表 16: 腾讯文档 AI 助手使用界面	12
图表 17: 腾讯文档 AI 助手使用界面	12
图表 18: ima 智能工作台	13
图表 19: 企业微信 AI 智能机器人	13
图表 20: 腾讯控股 CAPEX 绝对值领先其他互联网厂商（单位：亿人民币）	14
图表 21: 海外云厂商 20Q1-24Q4 CAPEX 投入情况（单位：亿美元）	14
图表 22: 腾讯控股历年 CAPEX/收入情况以及 2025-2026 年预测	15
图表 23: 腾讯控股 2015-2024 年自由现金流（单位：亿人民币）	15
图表 24: OpenAI Roadmap	16
图表 25: 2024 年 6 月 OpenAI 年度经常性收入拆分	16
图表 26: 腾讯元宝收入敏感性测算（单位：亿元）	17
图表 27: 腾讯元宝小程序版本中的“发现”功能	17

1. 腾讯开启 AI 产品组织架构调整，腾讯元宝快速迭代

1.1 腾讯开启 AI 产品组织架构调整，多款 AI 应用由 TEG 转移至 CSIG

持续投入资源进行算力储备，将基于混元做更多 AI 探索。腾讯董事会主席兼首席执行官马化腾表示，TEG 进行架构调整，将更聚焦做技术底座，产品化则希望其他事业群一起推进，希望各个 BG 都能拥抱大模型的产品化落地场景，目前包括微信、QQ、输入法、浏览器等产品都将推出 AI 智能体，游戏、微信读书、腾讯视频等产品也将基于混元做更多 AI 探索，进而构建 AI 应用矩阵。

受此带动，多项 AI 产品团队融入 CSIG，强化商业化落地推进。2025 年初，腾讯多项 AI 产品融入 CSIG 团队，其中（1）2025 年 1 月腾讯元宝团队由 TEG 转移至 CSIG；（2）2 月 QQ 浏览器、搜狗输入法、ima 等产品团队由 PCG 移至 CSIG。我们认为此举意味着腾讯的 AI 战略从“分散探索”转向“集中攻坚”，以高效组织变革应对 AI 技术浪潮。向后展望，我们认为腾讯有望实现技术到场景的高效协同。腾讯将 C 端产品划归以 B 端为核心的 CSIG，正是为了打通技术研发与应用落地的闭环。

图表 1: 腾讯组织架构梳理

事业群名称	产品名称	原事业群
TEG	包含腾讯混元大模型、AILab、RoboticsX 等	-
CSIG	腾讯元宝	TEG
	QQ 浏览器、搜狗输入法、ima 等	PCG
	原有布局：腾讯云等	-
WXG	微信 AI 搜索、AI 输入法等	-

资料来源：财联社，牛透社，36 氪，长城证券产业金融研究院

图表 2: 腾讯 AI2C 产品以及类型梳理

应用类型	具体产品名称
AI+办公	ima 智能工作台
	腾讯文档
AI+出行规划	腾讯地图
AI+搜索	微信 AI 搜索
	QQ 浏览器
AI 助手	腾讯元宝
音乐智能化体验	QQ 音乐
2B 场景 Agent	企业微信
AI+游戏	和平精英内置 chatbot

资料来源：36 氪，长城证券产业金融研究院

1.2 腾讯元宝产品能力加速迭代，有望打通微信生态内多个场景

腾讯元宝近期开启快速迭代，建议持续关注产品能力进展。腾讯元宝 APP 于 2024 年 5 月 30 日正式上线，后续维持规律性迭代速度：（1）2024 年 6 月，腾讯元宝宣布最新版本提升 AI 搜索与解析能力，支持超长文档处理及批量解析；（2）2024 年 7 月，上线 AI 深度搜索，支持查询扩展、生成大纲与思维导图；（3）2024 年 8 月，新增长文精度解析功能，以深度阅读模式助力高效信息理解；（4）2024 年 11 月，上线 2.0 版本，基于“混元 Turbo”全面升级，整合搜索、阅读、文生图能力，并打通腾讯文档、搜狗输入法等生态产品，实现跨平台协同。步入 2025 年，随 DeepSeek-R1 正式发布，腾讯元宝于 2025 年 2 月 13 日宣布接入 DeepSeek-R1 满血大模型，同时支持联网搜索。此后，腾讯元宝以及模型层进入高速迭代周期，如（1）2 月 17 日灰度测试自研深度思考模型“混元 T1”，后续宣布对所有用户免费无限量开放；（2）2 月 18 日内部紧急协调部署调用“元宝”支持微信搜索；（3）2 月 21 日腾讯元宝上线图像理解能力；（4）2 月 27 日腾讯元宝入驻微信的生活服务板块，在“九宫格”内为腾讯元宝开辟了特别通道，限时开放下载入口；（5）3 月 1 日腾讯上线快思考模型混元 TurboS，同时正式发布腾讯元宝电脑版等多次迭代，产品能力持续提升。

图表 3：腾讯元宝迭代过程梳理（截至 2025 年 3 月 20 日）

阶段	时间	具体进展
月度迭代	2024.5	腾讯元宝 APP 正式上线
	2024.6	腾讯元宝宣布最新版本提升 AI 搜索与解析能力，支持超长文档处理及批量解析
	2024.7	上线 AI 深度搜索，支持查询扩展、生成大纲与思维导图
	2024.8	新增长文精度解析功能，以深度阅读模式助力高效信息理解
	2024.11	上线 2.0 版本，基于“混元 Turbo”全面升级，整合搜索、阅读、文生图能力，并打通腾讯文档、搜狗输入法等生态产品，实现跨平台协同
日更级迭代	2025.2.13	腾讯元宝接入 Deepseek-R1 满血版，同时支持混元和 DeepSeek 两大模型
	2025.2.17	灰度上线深度思考模型“混元 T1”
	2025.2.18	紧急支持微信搜索，支持更多用户使用 DeepSeek
	2025.2.19	全量上线深度思考模型“混元 T1”
	2025.2.21	腾讯元宝上线图像理解能力
	2025.2.25	支持一键把对话导出为长图
	2025.2.27	腾讯元宝入驻微信的生活服务板块，在“九宫格”内为腾讯元宝开辟了特别通道，限时开放下载入口
	2025.3.1	腾讯上线快思考模型混元 TurboS，同时正式发布腾讯元宝电脑版
	2025.3.7	支持通过对话链接接力提问
	2025.3.11	腾讯元宝电脑版发布更新，推出大字体模式，并支持拖拽上传文件图片
	2025.3.13	腾讯元宝支持上传、导出腾讯文档
	2025.3.18	腾讯元宝电脑版发布升级，新增了截图提问功能，还增加了调节字体大小、上线深色模式等特性以减少视觉疲劳

资料来源：36 氪，新浪财经，长城证券产业金融研究院整理

腾讯元宝有望融合微信生态，串联公众号、小程序、微信小店等场景，成为微信内部 **AI Agent**。腾讯元宝目前已深度融入微信生态，例如腾讯研究院官方微信公众号上线腾讯研 bot 腾小研，可以依托于公众号历史文章知识库，用户可以通过问答形式快速了解公众号内容，从而实现公众号客服的效果。此外，在 AI 搜索功能中，微信 AI 搜索可以通

过历史公众号信息以及即时网页信息回答用户问题，同时支持多轮对话，对话内容也可以进行分享，有效打通了微信内容以及社交生态。向后展望，我们认为随 AI 能力全量开放，微信有望打造 AI Agent，进行聊天、小程序、公众号、微信小店等场景的全面打通，持续提升用户体验。

图表4: 腾讯研究院腾研 bot 腾小研



腾讯元宝小程序版本

腾小研根据用户问题形成答案

基于腾讯元宝的腾研bot 腾小研

资料来源: 微信 APP, 长城证券产业金融研究院

图表5: 微信上线 AI 搜索功能



腾讯AI搜索

腾讯AI搜索支持对话形式

腾讯AI搜索支持对话形式

腾讯AI搜索对话内容可以进行分享

资料来源: 微信 APP, 长城证券产业金融研究院

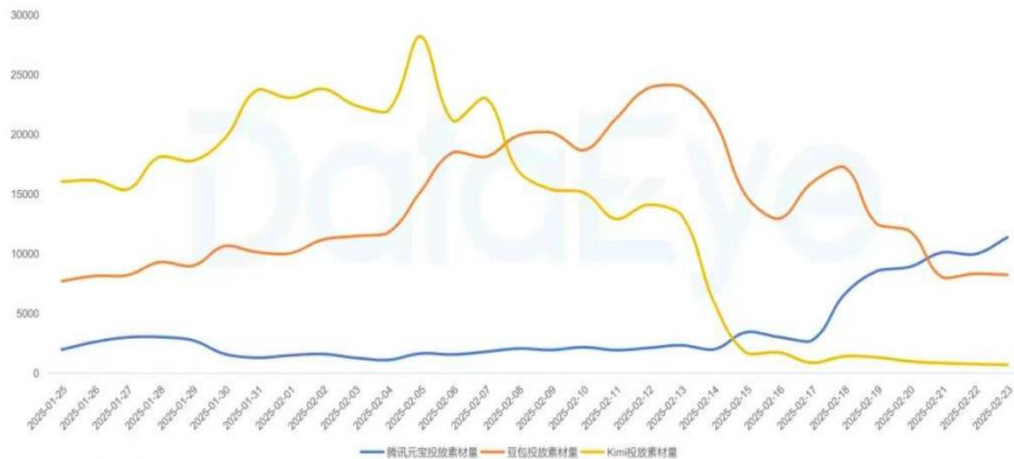
向后展望，我们认为腾讯凭借其自身生态赋能，有望为腾讯元宝构筑较深护城河：

➤ 优势之一：流量优势

腾讯拥有丰富的 C 端产品运营经验，此外旗下丰富的 APP 矩阵亦可以为腾讯元宝引流。根据 AppGrowing，截至 2 月 27 日，腾讯元宝在 2 月投放共花了 2.81 亿元。其中多数投放发生在 2 月 13 日后；根据 DataEye，2 月 18 日以来腾讯元宝的投放力度大幅上涨，截至 2 月 23 日投放素材量共 5.5 万组，环比上涨 345.1%，单日投放素材量逐渐超过

Kimi、豆包。此外，腾讯通过公司旗下多款应用为腾讯元宝导流，包括微信、腾讯会议、腾讯地图等产品的广告位。受此带动，腾讯元宝并于3月3日晚间在中国区苹果应用商店免费 App 下载排行榜上升至第一，超越 DeepSeek。根据腾讯业绩会，从2月到3月，元宝的日活跃用户(DAU)增长了20倍，成为了中国 DAU 排名第三的 AI 原生移动应用。

图表6: 腾讯元宝投放力度大幅上涨



资料来源: DataEye, 长城证券产业金融研究院

图表7: 腾讯元宝 iOS 免费榜排名大幅提升



资料来源: 七麦数据, 长城证券产业金融研究院

优势之二：生态赋能

腾讯内容生态丰富，例如微信公众号内高质量的文字内容、腾讯视频中的中短视频以及长视频剧集内容等，以上内容可以看作是腾讯“独有”内容，尤其是微信公众号，拥有国内质量最高的文字内容，同时类似于小红书等平台，其内容难以被腾讯生态外的 ChatBot/AI Agent 以及其他搜索引擎所检测。与腾讯元宝相比，DeepSeek、Kimi 等大模型缺乏相关生态内容支持，字节旗下的豆包尽管拥有优质的视频资源，但是缺少优质文字内容支持。因此腾讯元宝有望持续凭借其内容的特有优势，提供与其他 ChatBot 应用差异化的回答，进而持续吸引 C 端用户。

优势之三：底层模型能力持续升级

根据腾讯云微信公众号，公司于2月27日正式发布自研快思考模型 TurboS，区别于 DeepseekR1、混元 T1 等需要“想一下再回复”的慢思考模型，可以“秒回”的混元 TurboS 主打更快的任务处理能力。该模型吐字速度提升 1 倍，首字时延降低 44%；同时采用 Hybrid-Mamba-Transformer 架构，在保证推理能力的同时，大幅提升计算效率、降低部署成本，帮助更多企业与开发者以更底门槛使用高效 AI 大模型。此外，混元 TurboS 在数学、代码、逻辑推理等短链推理任务中表现更优，结合混元 T1 慢思考模型的长思维

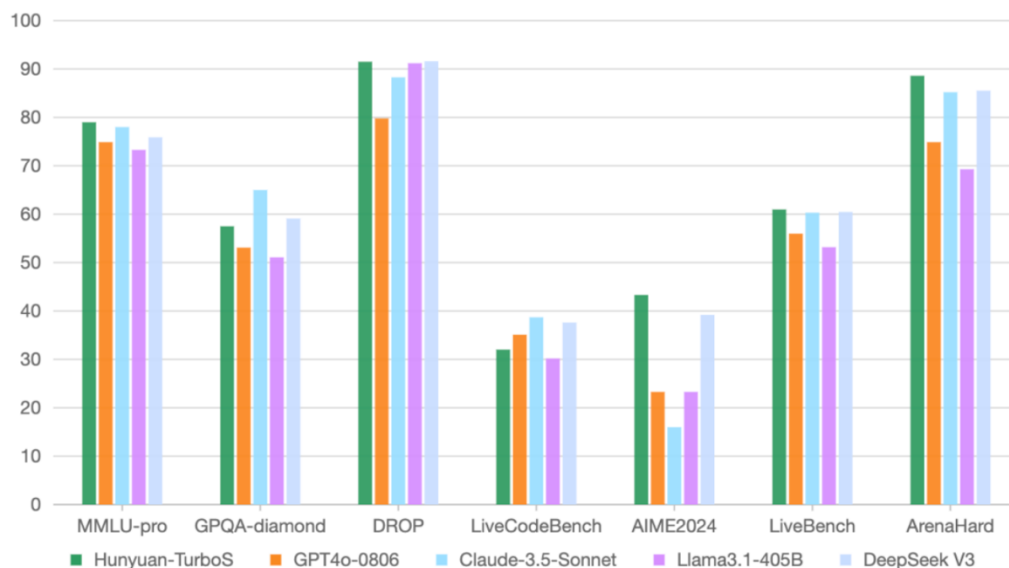
链能力，在高效对话、代码辅助、复杂推理等场景下也具备出色的稳定性和准确性。多项 Benchmark 测试显示，TurboS 可与 DeepSeekV3、GPT-4o、Claude3 等主流大模型相媲美。

图表8: 腾讯混元 Turbo-S 多项测试表现出色

		Hunyuan-TurboS	GPT4o-0806	Claude-3.5 Sonnet-1022	Llama3.1-405B	DeepSeek V3
Knowledge	MMLU	89.5	88.7	88.3	88.6	88.5
	MMLU-pro	79.0	74.9	78.0	73.3	75.9
	GPQA-diamond	57.5	53.1	65.0	51.1	59.1
	SimpleQA	22.8	38.2	28.4	17.1	24.9
	Chinese-SimpleQA	70.8	59.3	51.3	50.4	68.0
Reasoning	BBH	92.2	91.7	92.6	89.2	92.3
	DROP	91.5	79.8	88.3	91.2	91.6
	ZebraLogic	46.0	31.7	35.1	30.1	38.5
Math	MATH	89.7	75.9	78.3	73.8	87.8
	AIME2024	43.3	23.3	16.0	23.3	39.2
Code	HumanEval	91.0	90.0	95.0	89.0	89.0
	LiveCodeBench	32.0	35.1	38.7	30.2	37.6
Chinese	C-Eval	90.9	76.0	80.0	72.7	86.5
	CMMLU	90.8	77.3	81.2	75.4	83.5
Alignment	LiveBench	61.0	56.0	60.3	53.2	60.5
	ArenaHard	88.6	74.9	85.2	69.3	85.5
	IF-Eval	88.6	85.7	89.3	86.0	86.1

资料来源: 腾讯云微信公众号, 长城证券产业金融研究院

图表9: 腾讯混元 Turbo-S 多项测试表现出色



资料来源: 腾讯云微信公众号, 长城证券产业金融研究院

➤ 优势之四: 腾讯云提供完备基建

腾讯云具备完善的 AI 基建，整体布局是“一云三平台”架构，即基于腾讯云强大的弹性计算、无限存储、加速网络以及全域安全能力为腾讯云 AI 提供强大的底层算力资源。“三平台”包括算法平台、服务平台以及开放平台。其中，算法平台通过不断完善算法核心框架、深度学习工具、AI 中台能力，打造数据到算法模型的全流程闭环，真正的将 AI 能力应用到实际的业务场景中；AI 服务平台通过将腾讯内部多年积累的语音、图像、视频、NLP 等 AI 技术能力以云服务的形式提供给行业用户，降低 AI 的应用门槛；同时，

全面升级腾讯 AI 开放平台，连接腾讯 AI 能力与产业，推动 AI 技术和应用的不断进步。此外，腾讯云还将联合超过 1 万家生态合作伙伴，打造一个从技术研发到产业落地相互协同、优势互补的新型 AI 生态体，推动各行各业的整体化智能化升级。

图表 10: 腾讯云 AI 新基建架构



资料来源: 腾讯云, 长城证券产业金融研究院

整体来看，我们认为腾讯生态内包含社交、游戏、短视频、公众号、搜索、电商等，将 DeepSeek 以及腾讯元宝嵌入微信搜索这一核心入口，本质上是将 AI 作为连接整个微信生态的超级枢纽。通过搜索框，AI 可以触达社交关系、公众号、小程序、电商等 13 亿级用户数据，实现从信息检索到服务闭环的全链路覆盖。这种模式有望颠覆传统 APP 的孤岛形态，让微信进化为一个“AI 操作系统”。

1.3 开拓多个垂类场景，持续升级用户体验

(1) AI+搜索场景：QQ 浏览器

2 月 16 日，腾讯旗下 QQ 浏览器接入 DeepSeek-R1 模型满血版，支持深度思考、联网搜索、多轮对话以及历史记录回溯。用户在 QQ 浏览器 App 或电脑端搜“DeepSeek”，点击 DeepSeek 模型 QQ 浏览器专线版，登陆即可免费使用。在 App 内还支持对回答内容进行搜索、翻译、记笔记、导出 PDF、Word 等功能，在同一界面就能实现提问、信息处理及存储。

图表 11: 腾讯云 AI 新基建架构



资料来源: QQ 浏览器, 长城证券产业金融研究院

（2）AI+游戏内置 ChatBot: 和平精英

2月21日，腾讯旗下的战术竞技手游《和平精英》官宣将接入 DeepSeek，为其数字代言人“吉莉”注入人工智能，这是腾讯首款将大语言模型技术深度融入的游戏产品。“吉莉”可通过实时互动，为玩家提供多种智能服务，例如为玩家提供实时战术指导、获取包括游戏福利资讯、最新玩法介绍、武器搭配推荐、战术策略教学等深度游戏支持。根据官方消息，2月25日游戏已针对此项功能开启灰度测试，现已面向全量用户开放。

图表12: 《和平精英》接入 DeepSeek



资料来源:《和平精英》，长城证券产业金融研究院

（3）AI+出行规划: 腾讯地图

腾讯地图 AI 叮当于 2 月 17 日正式接入满血版 DeepSeek-R1 模型，可以理解用户个人需求，帮助用户规划旅行路线、找景点、吃喝玩乐。常规模式适合周边搜索、路线规划等大多数任务；DeepSeek 模式适合旅行攻略规划等更复杂任务。例如，在 AI 叮当中输入需求，如“北京一日游”，系统即可实现：（1）智能地点提取：准确识别关键信息，精准匹配核心景点；（2）个性化攻略生成：整合景点信息、路线规划、一键生成专属方案；（3）一站式服务体验：攻略查询、路线导航、吃住玩乐全搞定，无需频繁切换 App。

图表13: 腾讯地图 AI 叮当使用界面



资料来源: 腾讯地图，长城证券产业金融研究院

图表14: 腾讯地图 AI 叮当使用界面



资料来源：腾讯地图，长城证券产业金融研究院

（4）AI+音乐：QQ 音乐

QQ 音乐宣布旗下自研 AI 助手已完成对 DeepSeek-R1 完整版大模型的部署，此前，QQ 音乐就已推出 AI 助手功能，用户能通过 AI 虚拟人简单对话，解锁找歌、音乐知识问答、播放控制操作、功能跳转和聊天陪伴等服务。此次集成 DeepSeek-R1 后，AI 助手斯达罗和艾音女士在歌曲内容推荐、音乐知识问答、明星资讯搜索等方面将基于深度思考，给出更全面精准的答复，从而全方位提升用户的音乐体验。

图表15: QQ 音乐成为国内首家集成 DeepSeek 的音乐平台



资料来源：QQ 音乐，长城证券产业金融研究院

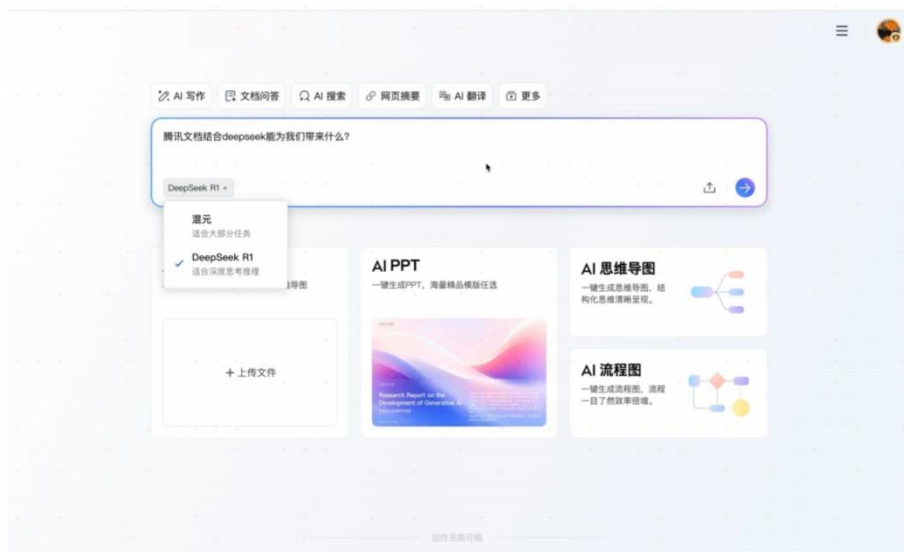
（5）AI+办公：

➤ 腾讯文档

2 月 17 日，腾讯文档宣布 AI 文档助手正式接入 DeepSeek 模型满血版。接入后，用户在 AI 文档助手选择 DeepSeek-R1 模型即可直接使用，腾讯文档小程序、网页版 AI 全屏页、移动端、桌面端均可体验。选择 DeepSeek-R1 模型，用户可获得经过长思考提供的更全面的答案，而选用混元大模型用户则可以得到最常用、快速高效的回答。AI 文档助手专业创作能力与 DeepSeek 结合，能够为用户提供更实用的文档总结、文档问答和摘要大纲等能力，模型生成的结果可直接生成文档、表格、幻灯片、思维导图、智能文

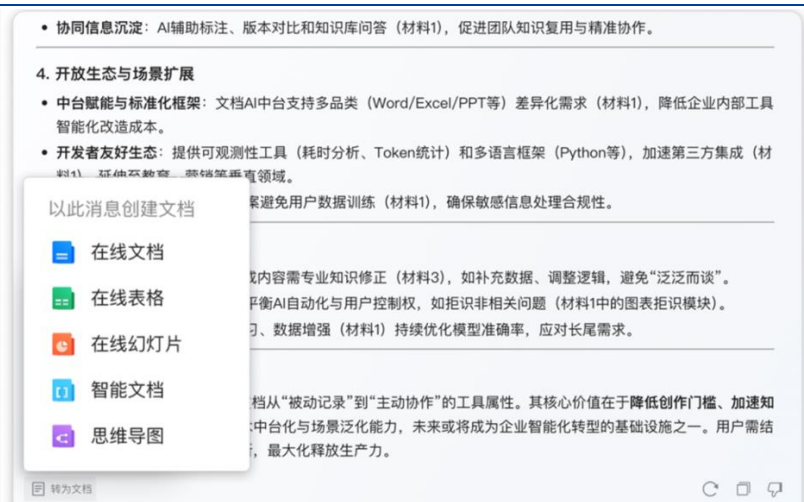
档。此外，腾讯文档接入满血版 DeepSeek-R1 模型后，还支持实时联网搜索，含微信公众号、腾讯文库在内的全网权威信息源。

图表16: 腾讯文档 AI助手使用界面



资料来源: 腾讯文档, 长城证券产业金融研究院

图表17: 腾讯文档 AI助手使用界面

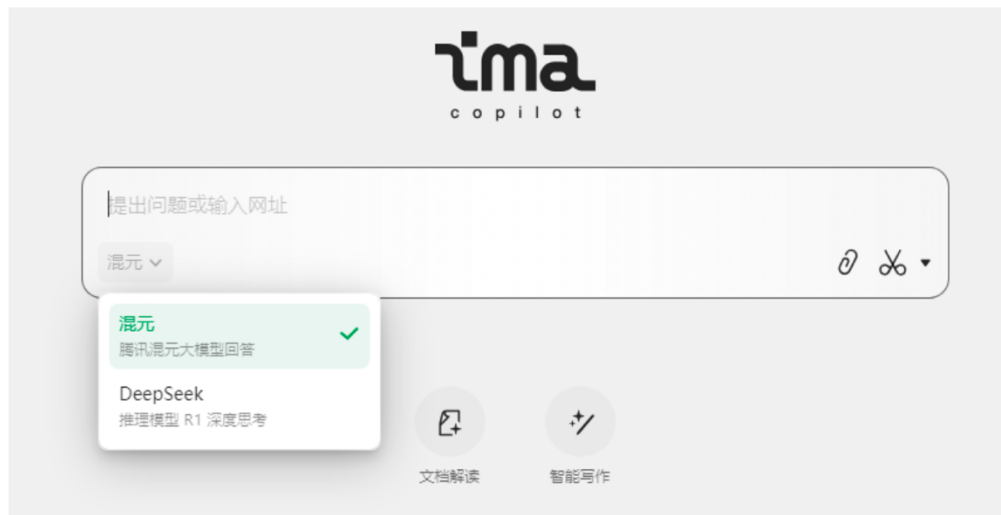


资料来源: 腾讯文档, 长城证券产业金融研究院

➤ Ima 智能工作台

ima 是腾讯在 24 年 10 月推出的以知识库为核心的 AI 智能工作台，是搜、读、写一体的效率工具。可以辅助用户完成日常学习和工作任务，并长期沉淀为个人智能化的知识库，也支持将知识库进行分享。2 月 11 日，腾讯旗下智能工作台 ima.copilot（简称 ima）接入 DeepSeek-R1 模型，用户将 ima 更新至最新版本，在使用搜、读、写和知识库的时候，可以选择腾讯混元大模型或 DeepSeek-R1 模型。

图表18: ima 智能工作台



资料来源: ima, 长城证券产业金融研究院

➤ 企业微信

2月21日,企业微信正式上线智能机器人、智能表格等AI应用,并宣布接入满血版DeepSeek-R1,让企业微信正式融入AI生态圈。企业可免于开发,仅需配置机器人名称、角色,基于DeepSeek、混元等大模型,即可一键创建企业专属的“智能机器人”。企业还可上传内部的知识集,如产品资料、规章制度等,当员工提问的时候,智能机器人会进行资料匹配,并由模型结合问题与资料进行推理后,给出更精准、更有针对性的回答。

图表19: 企业微信 AI 智能机器人



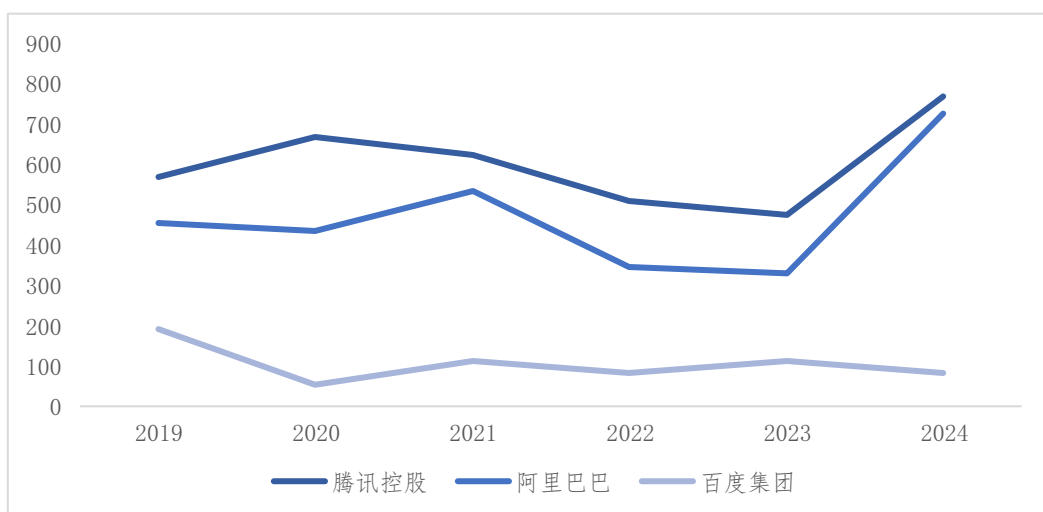
资料来源: 企业微信, 长城证券产业金融研究院

2.提升 CAPEX 投入，AI 变现空间有望逐步打开

2.1 腾讯 2024 年 CAPEX 大幅提升，对利润率影响相对可控

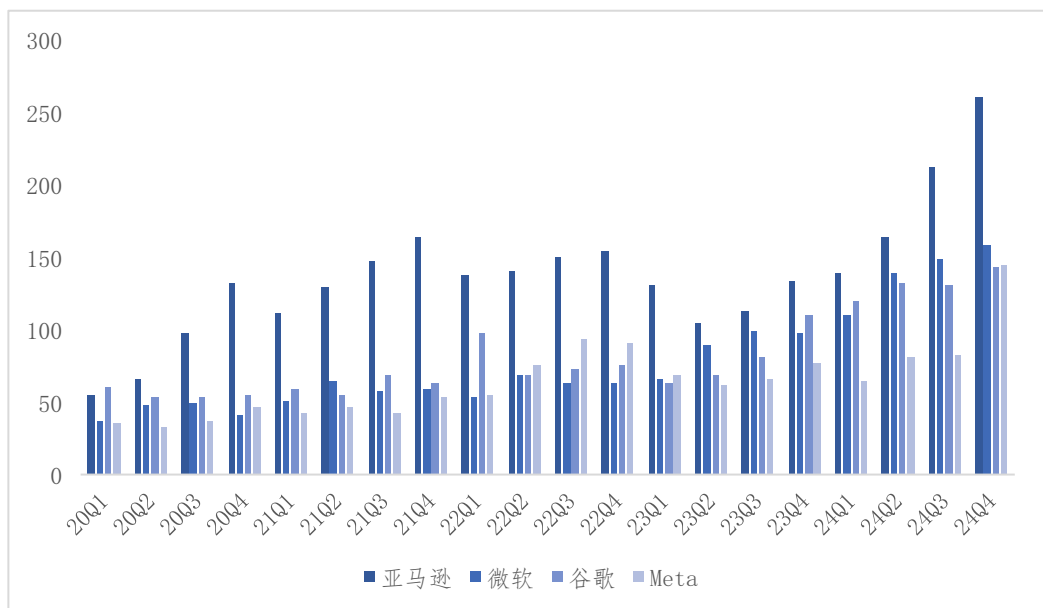
腾讯维持高强度研发以及资本开支投入，**2024 年资本开支大幅度提升**。24Q4 腾讯资本开支同比增长 386%至 365.8 亿元，全年资本开支 767.6 亿元创历史新高，占总营收的 11.6%。研发投入方面，2024 年全年达 706.9 亿元，2018 年至今累计投入 3403 亿元。其中 24Q4 资本开支大幅提升部分由于腾讯于 24Q4 购买较多 GPU，以支持公司广告及游戏业务，同时用以支持客户 GPU 租赁的需求。整体来看，2024 年腾讯年度资本支出占同期收入比例约为 12%，公司计划在 2025 年进一步增加资本支出，预期资本支出占收入低两位数百分比。

图表20：腾讯控股 CAPEX 绝对值领先其他互联网厂商（单位：亿人民币）



资料来源：腾讯控股、百度集团、阿里巴巴历年年报，长城证券产业金融研究院

图表21：海外云厂商 20Q1-24Q4 CAPEX 投入情况（单位：亿美元）



资料来源：亚马逊、谷歌、微软、Meta 20Q1-24Q4 季报，长城证券产业金融研究院

AI 布局兼顾模型以及产品端，有望基于用户渠道优势抢占 AIToC 领域先机。腾讯 AI 布局战略包括（1）大模型端：腾讯将坚持自研混元大模型和外部开源模型进行最佳协同；

(2) **ToC 产品端**: 坚持多模型策略打造 ToC 产品, 为新的 AI 应用 (如元宝和微信 AI) 提供积极推理支持; (3) **企业服务端**: 通过 AI 赋能向外部客户提供云服务 (如 IaaS、PaaS、SaaS 业务); (4) **赋能现有业务**: 腾讯基于 AI 优化了广告技术、游戏及视频和音乐中的内容生成、推荐等用户体验。目前, 使用元宝、微信 AI 的用户正快速提升中, 我们认为腾讯依托强大的社交生态资源, 或有可能在 AI 发展初期, 基于其用户渠道优势抢先在 AIToC 应用创新赛道上取得成果。

关注投入产出比, 研发及资本开支投入或对公司利润率影响相对有限。尽管腾讯于 24Q4 显著提升资本支出, 并计划在 2025 年进一步增加投资, 但我们认为预期资本支出仅占收入低双位数百分比, 相对较为克制, 主要因腾讯重视研发以及资本开支的投入产出比, 例如使用 GPU 投入广告业务将有效提高广告主 ROI, 带来广告业务收入以及利润率的提升, 进而抵消研发费用增长以及资本开支带来的折旧影响。因此, 我们认为研发及资本开支投入或对公司利润率影响相对有限。根据公司指引, 假设 CAPEX/收入按照 low-teens 中值计算 (12.5%), 我们预计公司 25-26 年 CAPEX 为 905/986 亿元。

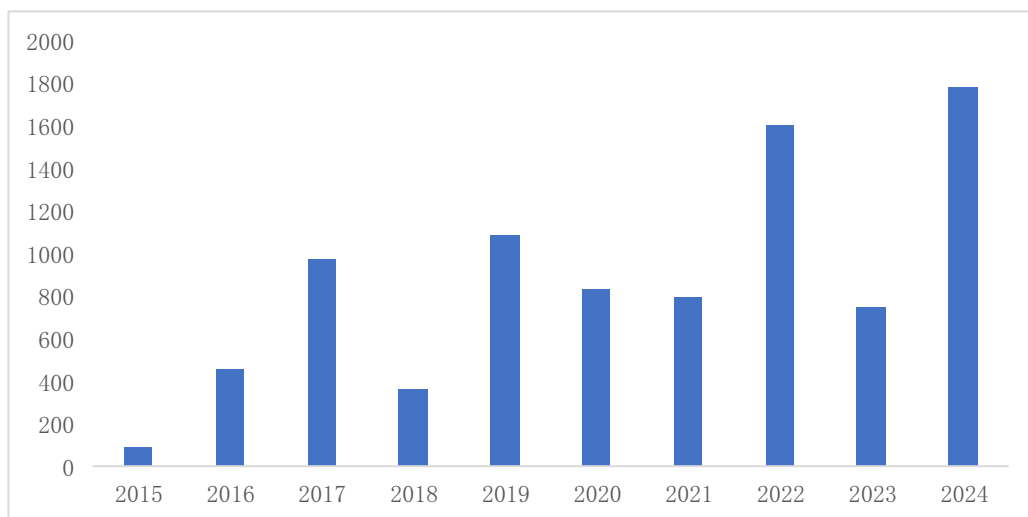
图表 22: 腾讯控股历年 CAPEX/收入情况以及 2025-2026 年预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
营收 (亿元)	1029	1523	2380	3127	3773	4821	5614	6817	6090	6603	7243	7888
CAPEX (亿元)	131	188	320	541	570	666	622	509	474	768	905	986
CAPEX/营业收入 (%)	13%	12%	13%	17%	15%	14%	11%	7%	8%	12%	13%	13%

资料来源: 腾讯控股 2015-2024 年报, 长城证券产业金融研究院

自由现金流充沛, 具备资本开支增长空间。尽管公司 24Q4 加大 CAPEX 投入力度, 2024 年自由现金流仍达 1787 亿元, 我们认为腾讯相对充沛的现金流可以支撑公司 CAPEX 增长。

图表 23: 腾讯控股 2015-2024 年自由现金流 (单位: 亿人民币)



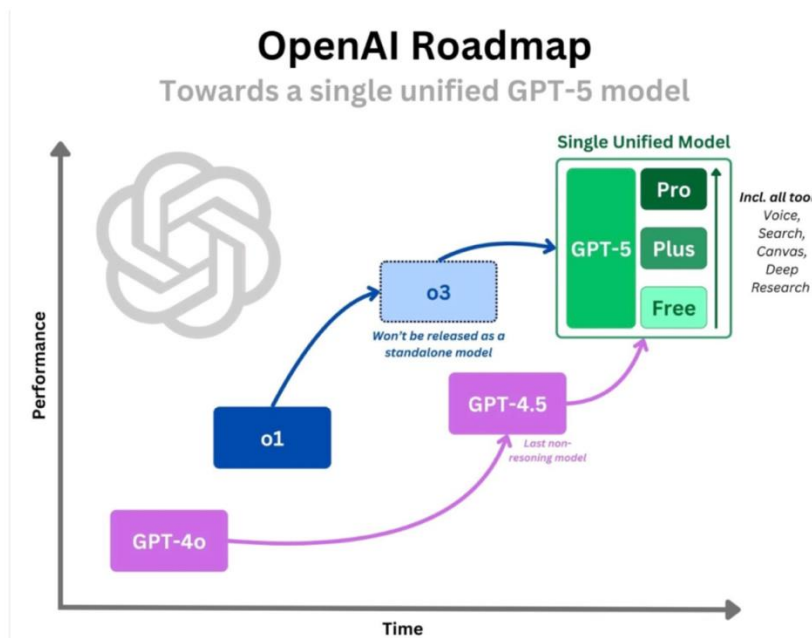
资料来源: 腾讯控股 2015-2024 年年报, 长城证券产业金融研究院

2.2 腾讯元宝中期或将打开 C 端收费空间, 亦可赋能公司广告等业务

我们认为腾讯元宝中期有望实现会员订阅收入, 打开 C 端收费空间。我们认为会员订阅是腾讯元宝最直接的收费方式。以 OpenAI 为参考, 根据 2024 年 6 月 FutureSearch 的估算, OpenAI 的年度经常性收入为 34 亿美元, 其中 55% 来自于 ChatGPT Plus 版本的

订阅收费，订阅者数量达 770 万人，付费为 20 美元/月。根据 The Information，截至 2024 年 9 月，ChatGPT 的付费订阅者达到 1000 万名，对应每月贡献收入超过 2.25 亿美元。此外，2025 年 2 月，Sam Altman 在 Twitter 平台宣布了 OpenAI 接下来的 Roadmap，尽管未来免费用户将获得 GPT-5 的无限使用权限，但 Plus、Pro 版的付费用户将获得更高水平的智能体验，会员分层的收费策略仍旧存在。此外，根据 CNBC，Meta 计划在 25Q2 推出 MetaAI 独立应用并测试付费订阅服务。

图表 24: OpenAI Roadmap



资料来源：新浪财经，长城证券产业金融研究院

图表 25: 2024 年 6 月 OpenAI 年度经常性收入拆分



资料来源：华尔街见闻，长城证券产业金融研究院

参照 OpenAI 付费模式，我们测算中期腾讯元宝有望打开百亿级别变现空间。根据中国互联网络信息中心，截至 2024 年底我国网民规模达 11.08 亿人。我们认为腾讯元宝有望凭借腾讯内容生态以及云基础设施优势吸引用户，因此假设 10% 互联网用户成为腾讯元宝付费用户，收取 15 人民币的月度订阅费用，对应全年收入规模约为 199 亿元。目前因 AI 原生应用尚处于落地初期，因此大部分仍为免费试用。但是我们可以复盘过往互联网发展历程，其均采用了早期免费的策略快速推广，实现用户基数的提升，而后再进行用户收费。DeepSeek 出现前，因较高的算力成本，导致上述策略无法开展，会出现用户越多，亏损越大的问题，很难把握 Freemium 的漏斗。而 DeepSeek 则带来了成本指数级的下降，因此上述策略在 AI 原生应用中的可行性逐步提升。向后展望，我们认为短期内腾讯元宝的会员订阅收费机制上线概率较小，但中长期仍将打开 C 端变现空间。

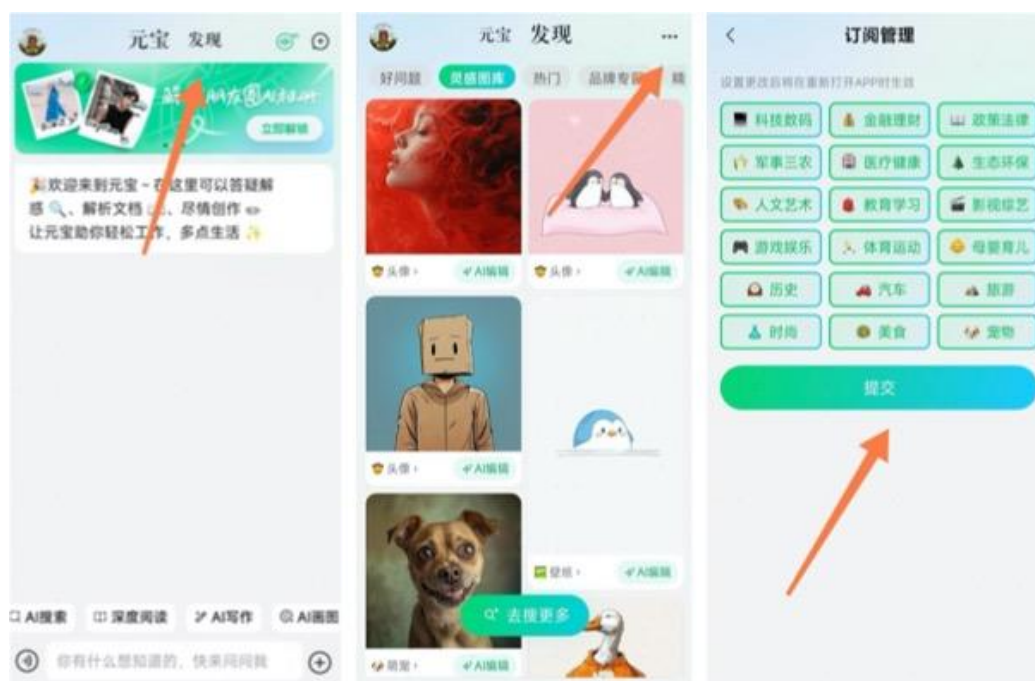
图表26: 腾讯元宝收入敏感性测算 (单位: 亿元)

		腾讯元宝付费用户渗透率 (%)				
		6%	8%	10%	12%	14%
会员月收费金额 (元)	5	40	53	66	80	93
	10	80	106	133	160	186
	15	120	160	199	239	279
	20	160	213	266	319	372
	25	199	266	332	399	465

资料来源: 中国互联网络信息中心, 长城证券产业金融研究院测算

精准定位用户需求, 赋能现有业务。随用户使用 AI 搜索频率提升, 腾讯可以通过用户主动搜索的行为进一步细化用户标签, 理解用户需求。此外, 腾讯元宝中包括“发现”功能, 用户可进入发现页中的订阅管理功能, 选择自己感兴趣的话题, 从而直接反映用户的兴趣以及需求, 从而赋能腾讯生态内广告营销业务。

图表27: 腾讯元宝小程序版本中的“发现”功能



资料来源: 微信腾讯元宝截图, 长城证券产业金融研究院

3.投资建议

我们认为腾讯生态内包含社交、游戏、短视频、公众号、搜索、电商等，将 DeepSeek 以及腾讯元宝嵌入微信搜索这一核心入口，本质上是将 AI 作为连接整个微信生态的超级枢纽。通过搜索框，AI 可以触达社交关系、公众号、小程序、电商等 13 亿级用户数据，实现从信息检索到服务闭环的全链路覆盖。这种模式有望颠覆传统 APP 的孤岛形态，让微信进化为一个“AI 操作系统”。向后看，腾讯元宝中期有望打开百亿元变现空间。此外，AI 亦有望赋能公司游戏、广告以及云业务，提高其增长能力。我们预计 2025-2027 年公司实现营收 7243/7888/8521 亿元；经调整归母净利润 2558/2794/2984 亿元；对应 PE 分别为 17.0/15.5/14.5 倍，维持“买入”评级。

4.风险提示

游戏政策风险：若游戏版号等政策发生变化，或将影响公司储备产品上线进展，进而影响游戏收入；

AI 变现不及预期：若 AI 应用侧竞争加剧，导致公司腾讯元宝等产品变现不及预期，上文测算收入数额有偏高风险；

宏观经济复苏不及预期：若宏观经济复苏不及预期，公司广告以及金融科技业务收入或有所承压；

测算与实际情况不一致风险：报告中包含对于腾讯元宝未来中期收入测算，存在测算值与未来实际情况不一致的风险。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	518446	496180	649844	810066	999168
现金	176138	135853	217704	340279	492455
应收票据及应收账款	46606	48203	55893	60873	65757
预付账款	77782	101044	96497	105094	113526
存货	456	440	1116	1212	1309
其他流动资产	217464	210640	278635	302607	326120
非流动资产	1058800	1284815	1383299	1469370	1542714
长期股权投资	261665	297415	297415	297415	297415
固定资产	53232	80185	143523	194447	232645
无形资产	89150	236923	197436	157949	118462
其他非流动资产	654753	670292	744926	819559	894193
资产总计	1577246	1780995	2033143	2279436	2541882
流动负债	352157	396909	453647	488712	523466
短期借款	41537	52885	52885	52885	52885
应付票据及应付账款	115109	127335	119705	130102	140476
其他流动负债	195511	216689	281058	305725	330105
非流动负债	351408	330190	330190	330190	330190
长期借款	292920	277107	277107	277107	277107
其他非流动负债	58488	53083	53083	53083	53083
负债合计	703565	727099	783837	818902	853656
少数股东权益	65090	80348	82603	85041	87669
资本公积	808591	973548	972548	971548	970548
归属母公司股东权益	808591	973548	1166702	1375493	1600556
负债和股东权益	1577246	1780995	2033143	2279436	2541882

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	221962	258521	250503	294945	327833
净利润	118048	196467	227815	246257	265451
折旧摊销	59008	51652	66256	80669	95396
财务费用	-1540	-4023	-1856	-2929	-4372
其他经营现金流	46446	14425	-41712	-29052	-28642
投资活动现金流	-125161	-122187	-138103	-140270	-142270
资本支出	-37649	-76760	-90000	-92000	-94000
其他投资现金流	-87512	-45427	-48103	-48270	-48270
筹资活动现金流	-82573	-176494	-30549	-32099	-33387
现金净增加额	14228	-40160	81851	122575	152176

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	609015	660257	724251	788778	852067
营业成本	315906	311011	326644	355016	383326
销售费用	34211	36388	38147	40781	43722
管理费用	103525	112761	120413	131064	141415
财务费用	-1540	-4023	-1856	-2929	-4372
营业利润	162713	229296	240903	264847	287977
营业外收入	-1389	12189	31897	31897	31897
营业外支出					
利润总额	161324	241485	272800	296744	319874
所得税	43276	45018	44985	50487	54423
净利润	118048	196467	227815	246257	265451
少数股东损益	2832	2394	2255	2438	2628
归属母公司净利润	115216	194073	225560	243819	262823
经调整归母净利润	157688	222703	255773	279370	298374
EBITDA	218792	237462	337200	374484	410898
EPS (元/股)	12.55	21.14	24.57	26.56	28.63

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	9.82	8.41	9.69	8.91	8.02
营业利润 (%)					
归属母公司净利润 (%)	-37.44	66.43	15.96	8.09	7.79
获利能力					
毛利率 (%)	48.13	52.90	54.90	54.99	55.01
净利率 (%)	19.38	29.76	31.46	31.22	31.15
ROE (%)	14.25	19.93	19.33	17.73	16.42
ROIC (%)	12.14	17.00	15.30	15.26	15.49
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.61	40.83	38.55	35.93	33.58
净负债比率 (%)	18.12	18.42	8.99	-0.70	-9.62
流动比率	1.47	1.25	1.43	1.66	1.91
速动比率	0.90	0.74	0.84	1.06	1.30
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.37	0.36	0.35	0.34
应收账款周转率	13.07	13.70	12.99	12.96	12.98
应付账款周转率	2.74	2.44	2.71	2.75	2.73
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	12.55	21.14	24.57	26.56	28.63
每股经营现金流 (最新摊薄)	24.18	28.16	27.29	32.13	35.72
每股净资产 (最新摊薄)	88.09	106.06	127.11	149.86	174.37
估值比率					
P/E	37.65	22.35	19.23	17.79	16.50
P/B	5.36	4.46	3.72	3.15	2.71

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044

传真：86-10-88366686