

# 腾讯广告：AI 和微信生态驱动商业化升级

华泰研究

2025 年 9 月 15 日 | 中国香港

深度研究

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

752.17

夏路路

SAC No. S0570523100002  
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com  
+(852) 3658 6000

丁骞皖

SAC No. S0570523040003  
SFC No. BJJ942

研究员

dingjiaowan@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

牟睿捷\*

SAC No. S0570125070064

联系人

mourujie@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

我们持续看好腾讯广告未来三年的商业化空间。从全球社交广告看，国内商业变现途径更为丰富，社交通讯流量入口更为集中。对比 Meta 和抖音等友商，①微信广告变现场景远超社交媒体，生态延伸至直播电商、小程序和支付，国内流量基础稳固，优于海外对公对私分层、相对分散的格局；②腾讯搜索广告前景广阔，AI 搜索内容壁垒更强(公众号与视频号)，同时混元大模型和 SaaS 布局提供协同效应；③Meta 已借助 AI 显著提升广告效能，腾讯有望参考其路径改善。我们认为，腾讯广告在视频号与 AI 搜索两大核心入口的驱动下，理应给予更高估值。上调目标价至 752.17 港元，维持买入评级。

## AI 发展赋能社交广告，视频号远期收入或达 1200 亿

从发展路径看，未来多模态化、情绪模型、multi-agent 将会成为重要趋势。AI 赋能下，在线广告产品矩阵快速迭代，广告主预算有望更倾斜至网络平台(视频>图文)。我们预期腾讯市占率持续提升，视频号广告加载率仍显著低于抖音快手，远期收入有望达 1200 亿。对比海外友商，我们认为视频号作为优质流量入口，具备更高估值空间：①视频号较 Reels 用户规模与时长领先，渗透率与使用频次更高，②内容质量和创作者生态更优，③中国用户对直播电商的消费心智亦更成熟，同时银发群体贡献第二曲线。

## AI 搜索时长快速攀升，多模态化和优质内容构筑核心壁垒

从全球市场看，AI 搜索市场份额正快速攀升，我们预期当前的流量格局将会面临重新分配，①据 eMarketer 预测，AI 搜索在整体搜索广告中的份额将从 2025 年的 0.7% 提升至 2029 年的 14%；②优质内容仍是难以跨越的鸿沟：从传统引擎视角看，高质量内容壁垒需要进一步加强，AI 搜索的关键瓶颈为资料/结论的可信赖度；③多模态是未来核心竞争力，在 AI 搜索中可增强意图解析能力，突破传统关键词匹配的局限，能够支持复杂问题解答并整合实时数据(国内字节暂居领先地位)。

## 腾讯 AI 搜索护城河：微信生态流量和公众号优质内容

依托搜一搜生态和公众号内容沉淀，腾讯在 AI 搜索端构筑了稳固的护城河；在 AI 搜索和互联网应用加速云端迁移的背景下，我们预期 AI 商业变现会来自搜一搜广告、元宝 C 端订阅、混元 API 调用，27 年有望分别贡献收入 140-303 亿、51-92 亿、210-387 亿，共计 401-782 亿。当前国内 AI 搜索已呈现梯队分化格局，元宝应用位居国内第二方阵，然而腾讯可通过微信壁垒与多模态的后期发力来提升行业排位。视频号和腾讯音视频等用户分享内容，也为多模态发展奠定基础；从 AI 情绪模型看，用户热议和实时评价可改善广告信息流推荐，形成“曝光-兴趣-点击-购买”的良性循环。

## 盈利预测与估值

展望 25-27 年，我们分别上调腾讯收入预测 0.0/0.1/0.3%，主系视频号和 AI 催化，上调 non-gaap 净利润 0.3/0.3/0.3% 至 2565/2898/3314 亿元，主系毛利率改善。我们根据 SOTP 估值，给予腾讯目标价 752.17 港元(前值 742.19)，对应 25 年经调整 PE 24.6 倍(前值 24.3 倍)。我们认为腾讯广告的估值水平应更加接近 Meta，本次上调广告估值主系 AI 提升广告效率，以及视频号与 AI 搜索广告的商业潜力。维持“买入”评级。

风险提示：支付增速低于一致预期，经营费用超预期，游戏递延周期较预期更长，宏观恢复和广告增长不及市场预期。

夏路路

SAC No. S0570523100002  
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com  
+(852) 3658 6000

丁骞皖

SAC No. S0570523040003  
SFC No. BJJ942

研究员

dingjiaowan@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

牟睿捷\*

SAC No. S0570125070064

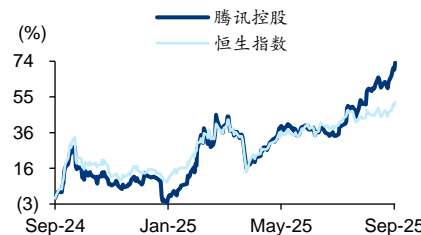
联系人

mourujie@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 基本数据

目标价(港币)	752.17
收盘价(港币 截至 9 月 12 日)	643.50
市值(港币百万)	5,903,772
6 个月平均日均成交额(港币百万)	11,540
52 周价格范围(港币)	364.80-649.00
BVPS(人民币)	121.61

## 股价走势图



资料来源：S&amp;P

## 经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	660,257	755,622	850,466	936,325
+/-%	8.41	14.44	12.55	10.10
归母净利润(百万)	194,073	217,607	251,356	288,528
+/-%	68.44	12.13	15.51	14.79
归母净利润(调整后,百万)	222,703	256,473	289,826	331,441
+/-%	41.23	15.16	13.00	14.36
EPS(调整后,最新摊薄)	24.27	27.96	31.59	36.13
PE(调整后,倍)	24.24	21.05	18.63	16.29
PB(倍)	5.55	4.68	3.96	3.37
ROE(调整后,%)	24.99	24.12	23.05	22.38
EV EBITDA(倍)	19.94	18.44	15.61	13.44
股息率(%)	0.71	0.79	0.92	1.05

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	609,015	660,257	755,622	850,466	936,325
销售成本	(315,906)	(311,011)	(326,317)	(361,649)	(393,836)
<b>毛利润</b>	<b>293,109</b>	<b>349,246</b>	<b>429,305</b>	<b>488,817</b>	<b>542,489</b>
销售及分销成本	(34,211)	(36,388)	(40,048)	(50,178)	(50,562)
管理费用	(103,525)	(112,761)	(137,523)	(160,738)	(172,284)
其他收入/支出	(6,090)	4,187	4,045	0.00	0.00
财务成本净额	1,540	4,023	4,095	4,403	5,119
应占联营公司利润及亏损	5,800	25,176	16,961	25,883	30,288
<b>税前利润</b>	<b>161,324</b>	<b>241,485</b>	<b>268,615</b>	<b>308,188</b>	<b>355,051</b>
税费开支	(43,276)	(45,018)	(47,814)	(53,638)	(63,329)
少数股东损益	2,832	2,394	3,194	3,194	3,194
<b>净利润</b>	<b>115,216</b>	<b>194,073</b>	<b>217,607</b>	<b>251,356</b>	<b>288,528</b>
非通用准则调整项	42,472	28,630	38,866	38,470	42,913
调整后归母净利润	157,688	222,703	256,473	289,826	331,441
折旧和摊销	(59,008)	(56,213)	(55,088)	(60,934)	(63,821)
EBITDA	218,792	293,675	319,608	364,719	413,753
EPS (人民币, 基本)	12.56	21.15	23.72	27.40	31.45

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	456.00	440.00	647.72	356.86	737.13
应收账款和票据	135,017	149,247	165,595	160,417	182,902
现金及现金等价物	172,320	132,519	96,985	299,189	434,878
其他流动资产	210,653	213,974	235,371	235,371	235,371
<b>总流动资产</b>	<b>518,446</b>	<b>496,180</b>	<b>498,600</b>	<b>695,334</b>	<b>853,889</b>
固定资产	53,232	80,185	108,879	135,301	160,508
无形资产	177,727	196,127	216,312	232,923	247,861
其他长期资产	827,841	1,008,503	1,127,751	1,150,850	1,178,353
<b>总长期资产</b>	<b>1,058,800</b>	<b>1,284,815</b>	<b>1,452,943</b>	<b>1,519,074</b>	<b>1,586,722</b>
<b>总资产</b>	<b>1,577,246</b>	<b>1,780,995</b>	<b>1,951,542</b>	<b>2,214,408</b>	<b>2,440,611</b>
应付账款	177,543	202,744	190,649	245,340	229,452
短期借款	23,818	22,186	21,632	21,078	20,524
其他负债	150,796	171,979	171,979	171,979	171,979
<b>总流动负债</b>	<b>352,157</b>	<b>396,909</b>	<b>384,260</b>	<b>438,397</b>	<b>421,955</b>
长期债务	309,388	291,004	288,433	285,862	283,291
其他长期债务	42,020	39,186	42,255	41,727	44,570
<b>总长期负债</b>	<b>351,408</b>	<b>330,190</b>	<b>330,688</b>	<b>327,589</b>	<b>327,861</b>
股本	37,989	43,079	43,079	43,079	43,079
储备/其他项目	770,602	930,469	1,109,974	1,318,607	1,557,786
股东权益	808,591	973,548	1,153,053	1,361,686	1,600,865
少数股东权益	65,090	80,348	83,542	86,736	89,930
<b>总权益</b>	<b>873,681</b>	<b>1,053,896</b>	<b>1,236,595</b>	<b>1,448,422</b>	<b>1,690,795</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	46.86	27.82	24.81	21.48	18.71
PB	6.68	5.55	4.68	3.96	3.37
调整后 PE (倍)	34.24	24.24	21.05	18.63	16.29
调整后 ROE	20.61	24.99	24.12	23.05	22.38
EV EBITDA	26.52	19.94	18.44	15.61	13.44
股息率 (%)	0.59	0.71	0.79	0.92	1.05
自由现金流收益率 (%)	2.14	3.12	2.61	4.96	3.87

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	218,792	293,675	319,608	364,719	413,753
融资成本	(1,540)	(4,023)	(4,095)	(4,403)	(5,119)
营运资本变动	11,620	10,987	(28,651)	60,160	(38,754)
税费	(43,276)	(45,018)	(47,814)	(53,638)	(63,329)
其他	36,366	2,900	(34,264)	(21,480)	(25,169)
<b>经营活动现金流</b>	<b>221,962</b>	<b>258,521</b>	<b>204,784</b>	<b>345,358</b>	<b>281,382</b>
CAPEX	(72,127)	(92,590)	(101,182)	(101,182)	(101,182)
其他投资活动	(53,034)	(29,597)	(102,003)	(527.52)	2,843
<b>投资活动现金流</b>	<b>(125,161)</b>	<b>(122,187)</b>	<b>(203,185)</b>	<b>(101,709)</b>	<b>(98,339)</b>
债务增加量	(17,397)	(20,016)	(3,125)	(3,125)	(3,125)
权益增加量	(24,429)	5,090	0.00	0.00	0.00
派发股息	(12,952)	(31,743)	(38,102)	(42,723)	(49,349)
其他融资活动现金流	(2,456)	5,423	4,095	4,403	5,119
<b>融资活动现金流</b>	<b>(82,573)</b>	<b>(176,494)</b>	<b>(37,133)</b>	<b>(41,445)</b>	<b>(47,355)</b>
现金变动	14,228	(40,160)	(35,534)	202,204	135,688
年初现金	156,739	172,320	132,519	96,985	299,189
汇率波动影响	1,353	359.00	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>172,320</b>	<b>132,519</b>	<b>96,985</b>	<b>299,189</b>	<b>434,878</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	9.78	8.41	14.44	12.55	10.10
毛利润	22.77	19.15	22.92	13.86	10.98
营业利润	44.44	30.00	17.02	14.12	15.02
净利润	(38.79)	68.44	12.13	15.51	14.79
调整后净利润	36.35	41.23	15.16	13.00	14.36
EPS (基本)	(38.79)	68.44	12.13	15.51	14.79
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	48.13	52.90	56.81	57.48	57.94
EBITDA	35.93	44.48	42.30	42.88	44.19
净利润率	18.92	29.39	28.80	29.56	30.81
调整后净利润率	25.89	33.73	33.94	34.08	35.40
ROE	15.06	21.78	20.47	19.99	19.48
调整后 ROE	20.61	24.99	24.12	23.05	22.38
ROA	7.30	11.56	11.66	12.07	12.40
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	19.90	18.56	18.48	0.57	(8.19)
流动比率	1.47	1.25	1.30	1.59	2.02
速动比率	1.47	1.25	1.30	1.59	2.02
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.39	0.39	0.40	0.41	0.40
应收账款周转天数	76.01	77.50	75.00	69.00	66.00
应付账款周转天数	189.44	220.09	217.00	217.00	217.00
存货周转天数	1.59	0.52	0.60	0.50	0.50
现金转换周期	(111.84)	(142.08)	(141.40)	(147.50)	(150.50)
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS (基本)	12.56	21.15	23.72	27.40	31.45
EPS (调整后, 基本)	17.19	24.27	27.96	31.59	36.13
每股净资产	88.13	106.11	125.68	148.42	174.49

## 正文目录

投资要点 .....	4
区别于市场的观点 .....	4
全球社交媒体：竞争格局稳定，公私通讯分层清晰 .....	5
AI 广告开启新商业化：视频应用市占额稳步增长 .....	6
国内广告市场稳健增长，短视频平台份额持续扩张 .....	6
AI 搜索市场：海外格局变革，国内仍在起量 .....	7
AI 搜索时长快速攀升，广告主预算未来或转移；传统引擎仍具备内容壁垒 .....	7
国内 AI 搜索速览：DS 和豆包用户规模领先，元宝 8 月买量后下载量快速增长 .....	8
#1 AI 搜索变现空间广阔，搜一搜和元宝融入微信生态体系 .....	11
#2 腾讯 AI 技术改善空间广阔，助力广告市占率提升 .....	15
#3 社交媒体：微信较 Meta 用户和功能覆盖更广，商业化场景更深 .....	18
海外产品功能单一，微信以“超级应用”模式构建更强商业闭环 .....	18
为什么微信的长期变现潜力更为深厚？ .....	19
#4 短视频商业化：腾讯较 Meta 仍有更多商业化空间 .....	21
财务预测调整 .....	24
公司估值 .....	26
风险提示 .....	27

## 投资要点

### AI 搜索时长快速攀升，广告主预算未来或转移；传统引擎仍具备内容壁垒

从全球市场看，AI 搜索市场份额正快速攀升，我们预期当前的流量格局将会加速重新分配。据 Gartner 预测，2026 年传统搜索引擎的搜索量或将下降 25%，用户时长份额也将受到挤压。①从长期发展空间看，广告主也可能考虑重新分配预算额度，加大 AI 搜索相关的布局，据 eMarketer 预测，AI 搜索在整体搜索广告中的份额将从 2025 年的 0.7% 提升至 2029 年的 13.6%。②优质内容壁垒仍是难以跨越的鸿沟：从传统引擎视角看，其高质量内容壁垒需要进一步加强；AI 搜索的核心问题，在于资料来源和相应结论的可信赖度。

从技术端看，AI 搜索的核心优势为：1) 多模态理解增强意图解析能力，突破传统关键词匹配的局限，可支持复杂问题解答并整合实时数据，2) 可直接生成结构化答案，并通过多轮对话实现个性化响应；3) 用户行为数据可持续优化模型，实现自我迭代。从访问量看，据 Similarweb 25 年 8 月数据，AI 搜索引擎的访问量增速相较传统引擎更快，未来或对后两者份额形成影响。我们认为相较于 AI 搜索效率提升，传统引擎中单个问题的搜索时长，也大概率呈现下滑趋势。

### 微信广告变增长坡厚雪

我们认为，腾讯广告的长期增长潜力优于 Meta 等友商，预计视频号 25 年广告收入有望达 427 亿元收入。我们认为未来主要驱动源自：

#### #1: AI 搜索变现：腾讯坐拥更多内容壁垒和商业潜力

从腾讯 2C 端看，我们预期 AI 商业变现来自搜一搜广告、元宝订阅 (LLM)、混元 API 调用，27 年有望分别贡献收入 140-303 亿、51-92 亿、210-387 亿，共计 401-782 亿。AI 搜索市场份额正快速攀升，优质内容壁垒仍是难以跨越的鸿沟。相较于 Meta 社交生态，腾讯在 AI 搜索端具备更多内容壁垒 (公众号和视频号 KOL 内容)。

#### #2: AI 广告技术改善空间广阔

腾讯广告 AI 层面仍有改善空间 (广告主 ROI 提升的重要驱动)。腾讯和 Meta 广告的 AI 技术路径相似，但相较于 Meta 不断迭代的广告投放系统 (全链路改善)，腾讯在广告优化、AIGC 工具、系统完善度等方面仍有改善空间。

#### #3: 视频号贡献中长期增量

①广告加载率仍显著低于其他短视频平台；②内容质量有望持续改善，受益于头部达人引入，以及内容生态计划的推进；③银发用户群体过往直播渗透率低，单用户价值高，且视频号的差异化生活内容，更易触达中老年用户，潜力空间尚存。

对比海外 Instagram Reels，我们认为视频号商业化潜力更胜一筹，估值空间更广，预计 25 年视频号广告收入将达 427 亿元：①CPM 与广告加载率远低于 Reels，提升空间大；②国内直播电商步入成熟期，海外心智尚未培养；③视频号 MAU 人口渗透率与人均使用时长更长；④视频号内容质量优于 Reels。

### 区别于市场的观点

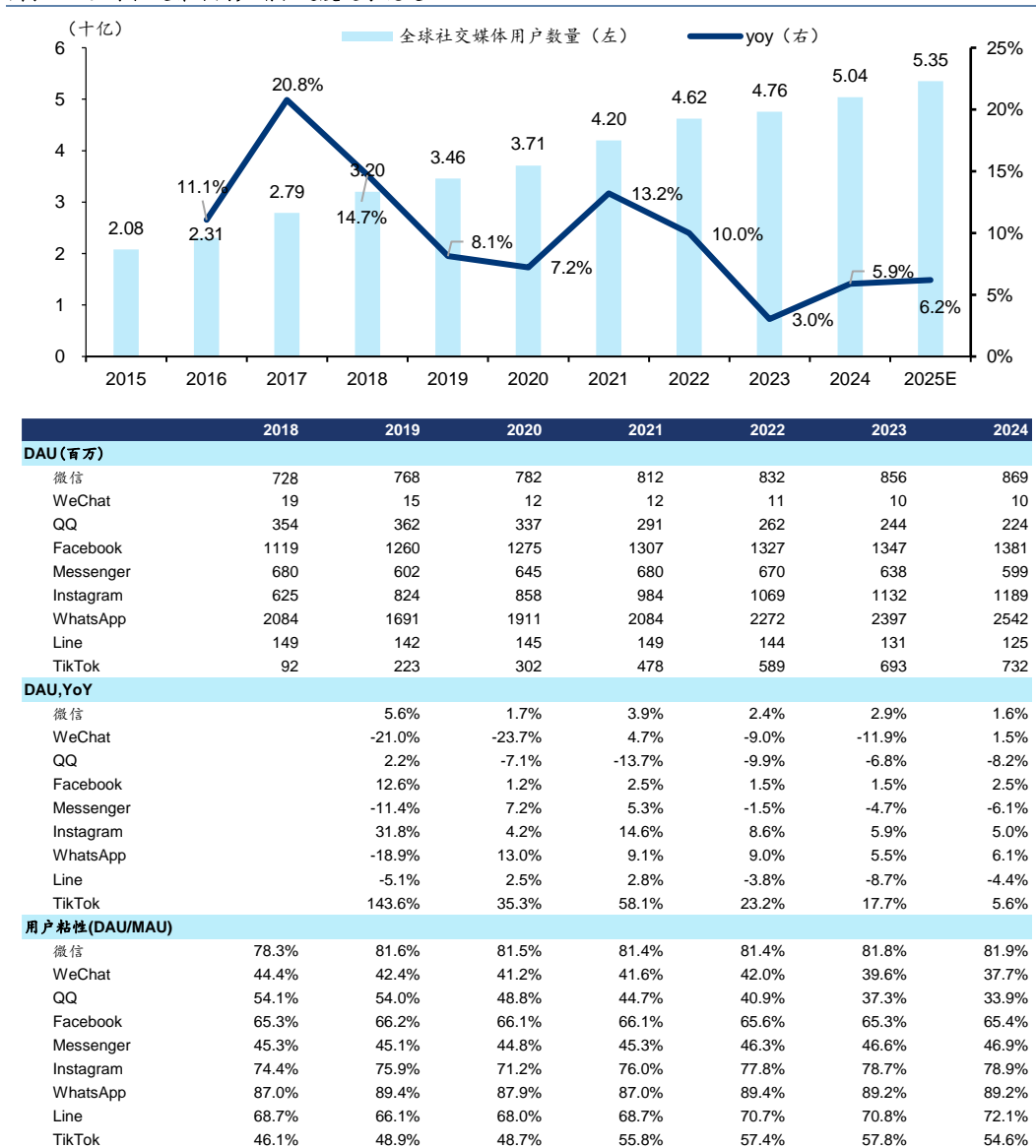
我们认为应给予腾讯广告更高的估值，当前市场普遍低估了视频号与搜一搜的变现潜力，担忧集中在内容质量不足，同时忽略银发群体的商业价值，①视频号和 Meta 短视频 Reels 相比，商业化价值更加长坡厚雪，微信在使用时长与频次上更具优势，内容生态和用户心智同样更为成熟，同时中国直播电商的土壤远优于海外；②在 AI 搜索方面，元宝亦凭借多元化入口与高质量内容壁垒 (公众号和视频号 KOL 内容)，领先于 Meta AI，且视频号与 AI 搜索广告加载率仍处低位，未来变现潜力更为可观。

## 全球社交媒体：竞争格局稳定，公私通讯分层清晰

全球社交媒体行业已步入成熟期。我们预期25年全球社交媒体用户同比增长6%至53.5亿，对应23-25E CAGR为4.9%。据ST 4月数据，活跃用户规模前五的社交平台依次为Facebook、YouTube、WhatsApp、Instagram与TikTok；微信仅凭中国区份额位列第六，格局高度集中。Meta1Q25财报显示，Facebook、Instagram、WhatsApp等系内日活人数已达34.3亿，覆盖全球约65.5%的社交媒体用户。

与国内多场景一体化的模式不同，海外通讯市场更强调对公与对私之间的明确分层。早期海外市场呈现功能分散、应用多元的状态；在多年收购和整合后，依然保留社交与办公明确分割的格局。①以社交媒体为例，自Meta 2012年和2014年先后收购Instagram与WhatsApp后，欧美社交生态逐步收拢至Meta体系，且当前仍按场景分层：WhatsApp面向私人社交，Messenger服务Facebook平台内社交，Workplace则聚焦职场沟通。②以邮件通讯为例，谷歌Gmail和微软Outlook仍然占据主要流量，2024年年底月活跃用户分别超过25亿与4亿。

图表1：全球社交媒体用户增长速度趋于稳定



注：相关数据为对应年份12月数据，海外应用为ST iOS+Google Play数据，微信为QuestMobile iOS+安卓数据  
资料来源：Sensor Tower, QuestMobile, Backlinco, 华泰研究

## AI 广告开启新商业化：视频应用市占额稳步增长

### 国内广告市场稳健增长，短视频平台份额持续扩张

从国内视角看，我们预期 25 年互联网广告行业总营收同比增长 13.2%，同时头部效应化持续，以腾讯、字节、快手、哔哩哔哩为代表平台的市场份额持续提升。我们认为 25-27 年竞争格局的核心关键在于：①智能算法和 AIGC 工具迭代带来的广告主 ROI 提升（直播电商），②商业化较低的平台，具备新增广告位释放的潜力，以及新商业化模式的探索（腾讯、Bili、小红书），③AI 搜索带来用户时长的转移，从而驱动市场份额提升（字节等）。从行业投放看，今年广告主要增量来自 AI 产品、短剧、游戏、本地生活和内容电商广告。

随着 AI 技术的深入应用，以及全站营销和一键投放的推广，广告主预算有望更加倾斜投放至线上，进而提升线上广告溢价幅度。与此同时，得益于内容制作和推荐效率的提升，我们认为战略投入短剧、短视频、AI 搜索的平台，有望获得更多广告主预算（视频号、抖音、快手等）。尽管 25-27 年直播电商发展期处于红海阶段，但我们认为随着 AI 算法改善和 AIGC 套件的推出，广告平台仍然会为商家带来明显的 ROI 提升，以及广告素材制作的效率提升。

图表2：国内广告市场格局：腾讯市占率自 23 年起逐渐回暖

百万人民币	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
互联网广告行业总营收	630,254	828,585	944,462	1,105,965	1,303,446	1,475,071	1,625,771	1,816,267
YoY	28.9%	31.5%	14.0%	17.1%	17.9%	13.2%	10.2%	11.7%
百万人民币								
腾讯广告收入	82,271	88,666	82,729	101,482	121,374	143,681	167,396	191,709
YoY	20.3%	7.8%	-6.7%	22.7%	19.6%	18.4%	16.5%	14.5%
互联网市占率	13.1%	10.7%	8.8%	9.2%	9.3%	9.7%	10.3%	10.6%
快手广告收入	21,855	42,665	49,042	60,304	72,419	81,109	89,545	96,887
YoY	194.6%	95.2%	14.9%	23.0%	20.1%	12.0%	10.4%	8.2%
互联网市占率	3.5%	5.1%	5.2%	5.5%	5.6%	5.5%	5.5%	5.3%
Bilibili 广告收入	1,843	4,523	5,066	6,412	8,189	9,800	1,110	12,370
YoY	125.5%	145.5%	12.0%	26.6%	27.7%	19.7%	-88.7%	1014.4%
互联网市占率	0.3%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.1%	0.7%
微博广告收入	10,254	12,780	10,745	10,853	10,774	10,541	10,837	11,101
YoY	-2.8%	24.6%	-15.9%	1.0%	-0.7%	-2.2%	2.8%	2.4%
互联网市占率	1.6%	1.5%	1.1%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%
字节国内广告收入	183,570	251,560	323,327	400,150	483,840	570,931	662,280	761,622
YoY	46.3%	37.0%	28.5%	23.8%	20.9%	18%	16%	15%
互联网市占率	29.1%	30.4%	34.2%	36.2%	37.1%	38.7%	40.7%	41.9%
阿里广告收入	175,396	227,589	228,570	214,767	241,322	263,985	281,146	295,867
YoY	20.4%	29.8%	0.4%	-6.0%	12.4%	9.4%	6.5%	5.2%
互联网市占率	27.8%	27.5%	24.2%	19.4%	18.5%	17.9%	17.3%	16.3%
京东广告收入	34,271	47,252	56,645	62,492	67,258	76,762	83,406	88,967
YoY	34.5%	37.9%	19.9%	10.3%	7.6%	14.1%	8.7%	6.7%
互联网市占率	5.4%	5.7%	6.0%	5.7%	5.2%	5.2%	5.1%	4.9%
拼多多广告收入	47,954	72,563	102,722	153,541	197,934	221,713	226,172	245,168
YoY	78.8%	51.3%	41.6%	49.5%	28.9%	12.0%	2.0%	8.4%
互联网市占率	7.6%	8.8%	10.9%	13.9%	15.2%	15.0%	13.9%	13.5%
百度广告收入	66,018	73,919	69,522	75,112	72,972	62,026	63,267	66,430
YoY	-5.7%	12.0%	-5.9%	8.0%	-2.8%	-15.0%	2.0%	5.0%
爱奇艺广告收入	6,822	7,067	5,332	6,224	5,714	5,294	5,540	5,811
YoY	-17.5%	3.6%	-24.6%	16.7%	-8.2%	-7.4%	4.6%	4.9%
小红书与其他广告收入			10,762	14,628	21,650	29,228	35,073	40,334
YoY				35.9%	48.0%	35.0%	20.0%	15.0%

注：腾讯、快手、哔哩哔哩、微博、字节、拼多多、百度 25-27 年均均为华泰预测，其余公司基于 VA 一致预期。

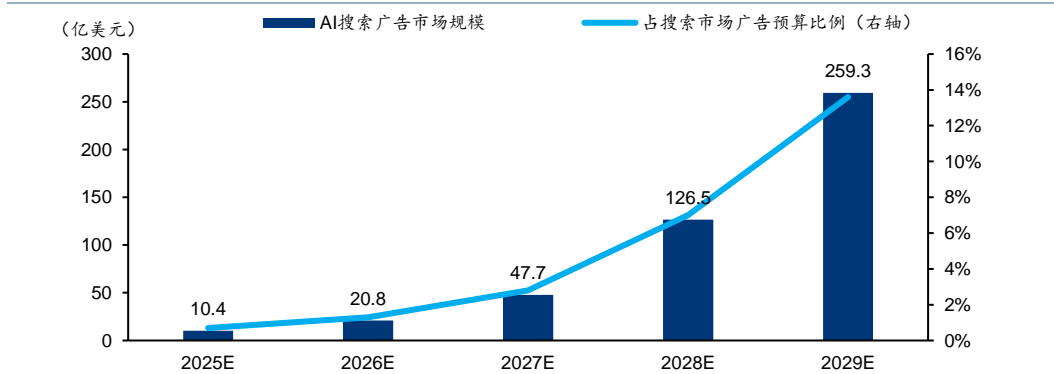
资料来源：公司公告，Visible Alpha，Sacra，华泰研究预测

## AI 搜索市场：海外格局变革，国内仍在起量

### AI 搜索时长快速攀升，广告主预算未来或转移；传统引擎仍具备内容壁垒

从全球市场看，AI 搜索市场份额正快速攀升，我们预期当前的流量格局将会加速重新分配。据 Gartner 预测，2026 年传统搜索引擎的搜索量或将下降 25%，用户时长份额也将受到挤压。①从长期发展空间看，广告主也可能考虑重新分配预算额度，加大 AI 搜索相关的布局，据 eMarketer 预测，AI 搜索在整体搜索广告中的份额将从 2025 年的 0.7% 提升至 2029 年的 13.6%。②优质内容壁垒仍是难以跨越的鸿沟：从传统引擎视角看，其高质量内容壁垒需要进一步加强；AI 搜索未来扩张所面临的核心问题，在于资料来源和相应结论可信赖度。

图表3：广告市场份额：AI 搜索 vs 传统搜索



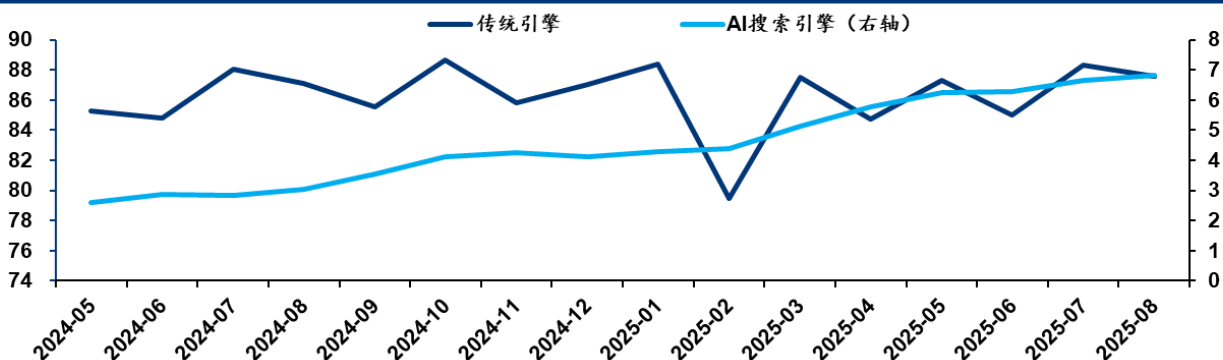
资料来源：eMarketer, 华泰研究

从技术端看，AI 搜索的核心优势为：1) 多模态理解增强意图解析能力，突破传统关键词匹配的局限，可支持复杂问题解答并整合实时数据，2) 可直接生成结构化答案，并通过多轮对话实现个性化响应；3) 用户行为数据可持续优化模型，实现自我迭代。从访问量看，据 Similarweb 25 年 8 月数据，AI 搜索引擎的访问量增速相较传统引擎更快，未来或对后两者份额形成影响。我们认为相较于 AI 搜索效率提升，传统引擎中单个问题的搜索时长，也大概率呈现下滑趋势。

图表4：全球 AI vs 传统搜索引擎

月度访问量	2024-5	2024-6	2024-7	2024-8	2024-9	2024-10	2024-11	2024-12	2025-1	2025-2	2025-3	2025-4	2025-5	2025-6	2025-7	2025-8
Google (亿)	853	814	843	835	820	849	822	833	845	763	840	813	838	815	845	839
Bing (亿)	-	34	37	36	36	37	36	38	39	32	35	34	35	35	38	37
ChatGPT (亿)	22	24	24	26	31	37	38	37	38	39	45	51	55	54	57	58
Perplexity (百万)	-	47.0	51.3	57.8	72.3	90.8	103.3	93.5	99.5	110.4	123.9	113.0	126.7	129	140.6	148.2
Claude (百万)	44.0	44.2	72.9	69.5	70.4	84.1	87.6	73.8	76.8	73.0	101.1	95.6	99.7	113.3	125.1	148.4
Gemini (百万)	376.9	316.6	271.3	267.8	274.7	291.6	274.9	261.4	267.6	284.1	343.0	409.4	527.7	648.5	699.6	723.3

网站月访问量：传统引擎 vs AI 搜索 (十亿次)



注：传统搜索引擎 (Google 与 Bing 网站访问量加总)，AI 搜索引擎 (ChatGPT、Perplexity、Claude 与 Gemini 网站访问量加总)

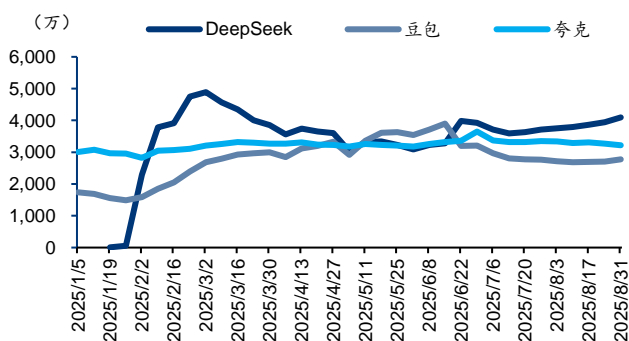
资料来源：Similarweb, 华泰研究

国内 AI 搜索速览：DS 和豆包用户规模领先，元宝 8 月买量后下载量快速增长

国内 AI 搜索 app 已呈现梯队分化格局：在 2Q25 H2O 显卡供应受限背景下，国内 AI 产品迭代速度有所放缓，买量也呈现环比显著下滑趋势，26-27 年国产芯片替代方案推进后或有所改善。①从用户数量看，豆包、夸克与 DeepSeek 占据第一梯队，8 月 DAU 均在 2600 万以上；元宝与 Kimi 位居第二梯队，元宝 8 月 DAU 超 500 万。②从使用时长看，豆包、DeepSeek 及文小言则维持在 8-10 分钟区间，元宝率先突破人均单日 10 分钟瓶颈且持续走高。③在 AIGC 视频/广告素材生成端，字节和快手可灵相关模型已开始实现初步商业化。

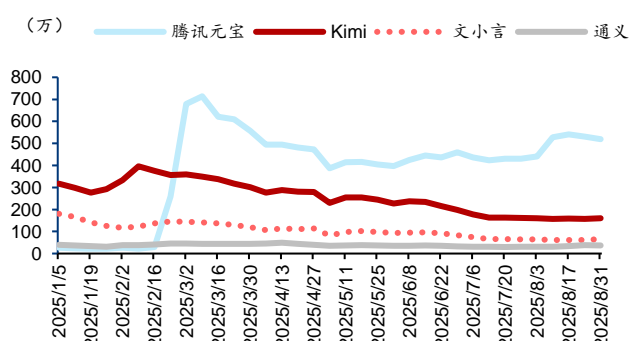
整体看，国内竞争格局尚未成定局，未来仍有多模态等重要变化因素。目前 DeepSeek 和豆包位处第一方阵；豆包定位全面型 AI 助手，流量入口宽广，获客能力突出；DeepSeek 借助先发优势与长文和低成本优势，但由于多模态层面的短板，用户在 1Q25 达到顶峰后，出现了一定程度的回调，后续留存仍需观察模型迭代节奏；元宝则依托微信生态的内容优势，稳固其第二梯队席位，但产品能力、多模态布局、迭代速度亟待改善。

图表5：国内通用 AI app DAU 对比



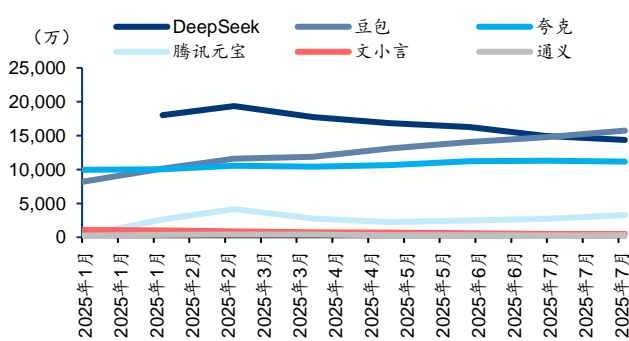
资料来源：QuestMobile, 华泰研究

图表6：国内通用 AI app DAU 对比（腾讯）



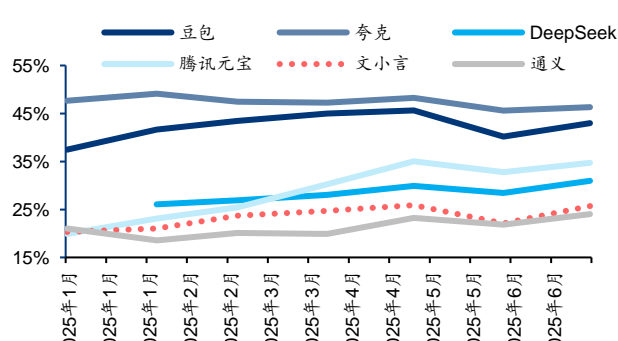
资料来源：QuestMobile, 华泰研究

图表7：国内通用 AI app MAU 对比



资料来源：QuestMobile, 华泰研究

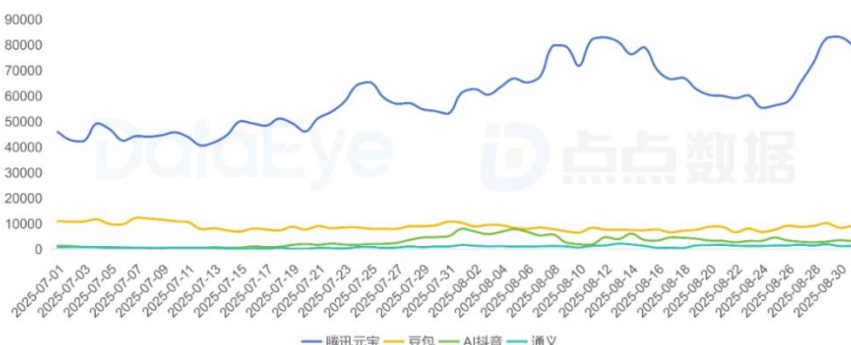
图表8：国内通用 AI app 30 日留存率数据对比



资料来源：QuestMobile, 华泰研究

图表9：AI 应用买量趋势（右图）：腾讯元宝 8 月加大投放以来，下载量环比快速增长

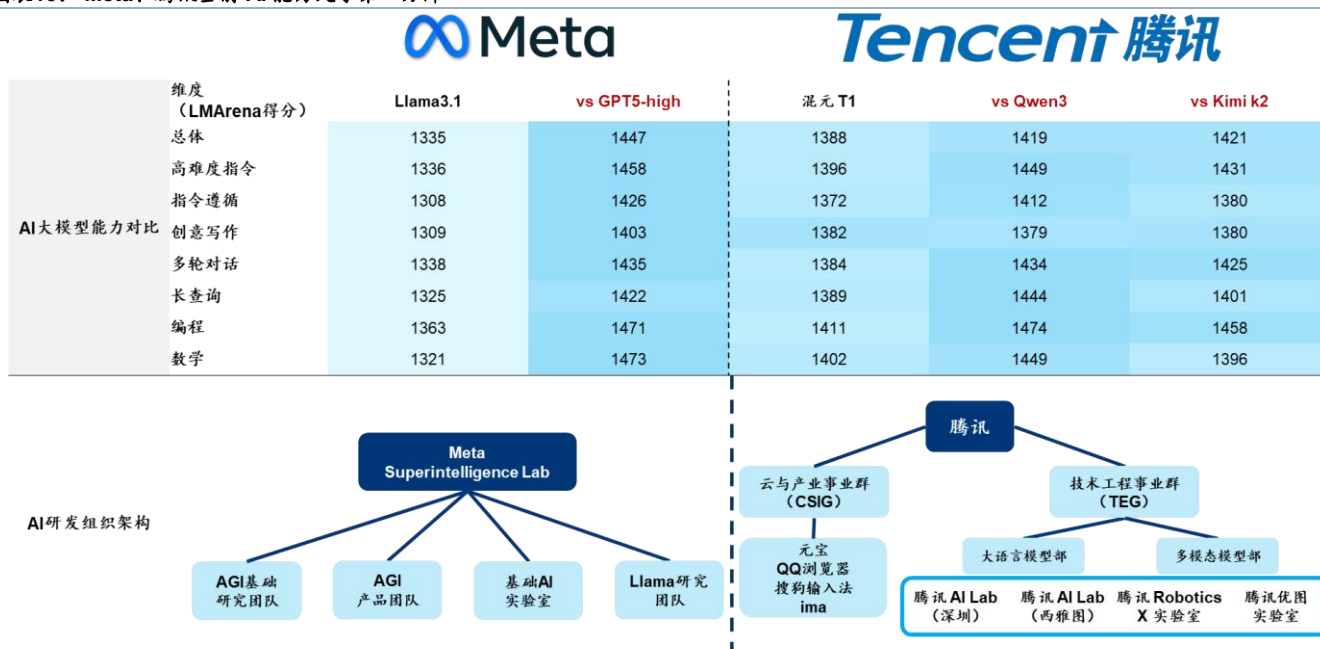
日均下载用户数	2025-06		2025-07		2025-08	
	万人	QoQ	万人	QoQ	万人	QoQ
腾讯元宝	23.5	41%	23.2	-1%	33.9	46%
阿里通义	3.3	-6%	3.6	9%	4.3	21%
字节豆包	102.9	1%	99.5	-3%	114.8	15%
百度文小言	4.3	-4%	4.2	-3%	4.8	14%
阿里夸克	63.2	28%	52.9	-16%	49.1	-7%



资料来源：DataEye, 点点数据, 华泰研究

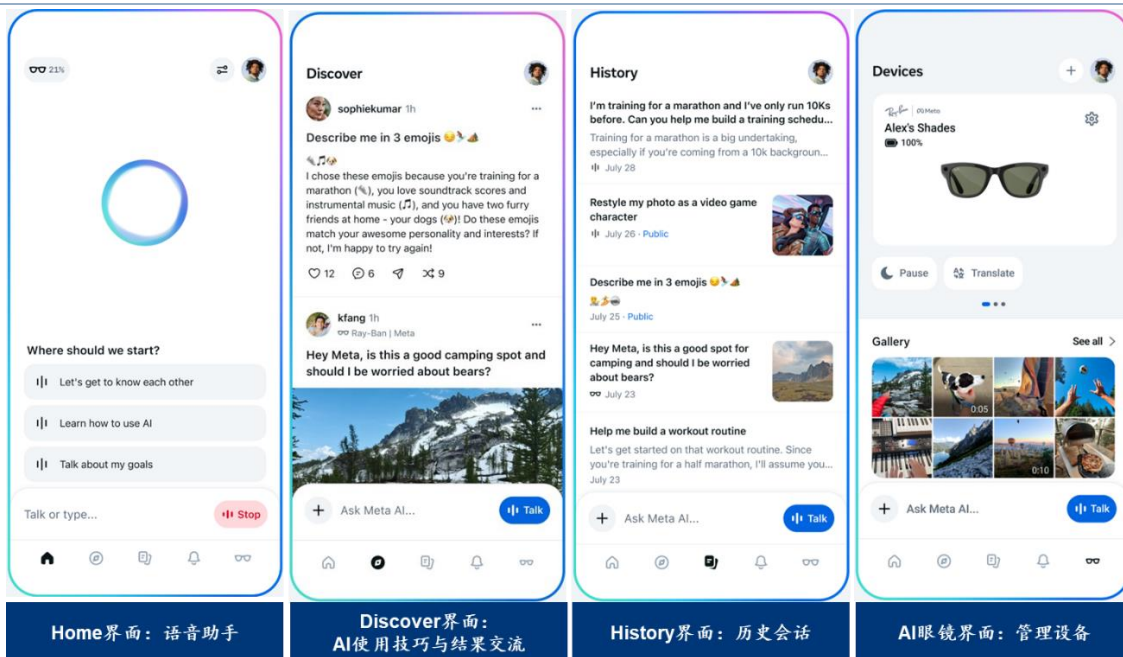
横向对比海内外其他模型，Meta 与腾讯虽在 AI 领域起步较晚，基础模型能力整体仍处于第二梯队，但凭借稳固的用户壁垒与丰富的社交内容生态，具备通过内容与产品迭代缩短差距的条件，我们认为至 26-27 年，两家公司仍有望逐步弥补与领先者间的差距。**Meta AI 的搜索能力相对逊色于国内主流 AI 助手**，应用界面仍在早期，例如简单整合语音助手与社交发现界面。根据我们的测试，Meta AI 答案通常相对简单且略有偏误；豆包与元宝则正确率较高，并以清晰条理陈列关键信息。**从团队架构看**，Meta 已组建 Superintelligence Lab，由 Scale AI 创始人 Alexandr Wang 担任负责人，GPT-4 联合创作者赵生嘉出任首席科学家，核心研发方向为普惠性的随身智能体。我们认为国内助手凭借更优的搜索体验与准确率，商业化潜在空间更大。

图表10: Meta、腾讯当前 AI 能力处于第二方阵



资料来源: LMarena, 公司官网, 华泰研究; LMarena 评分数据截至 25 年 9 月 5 日

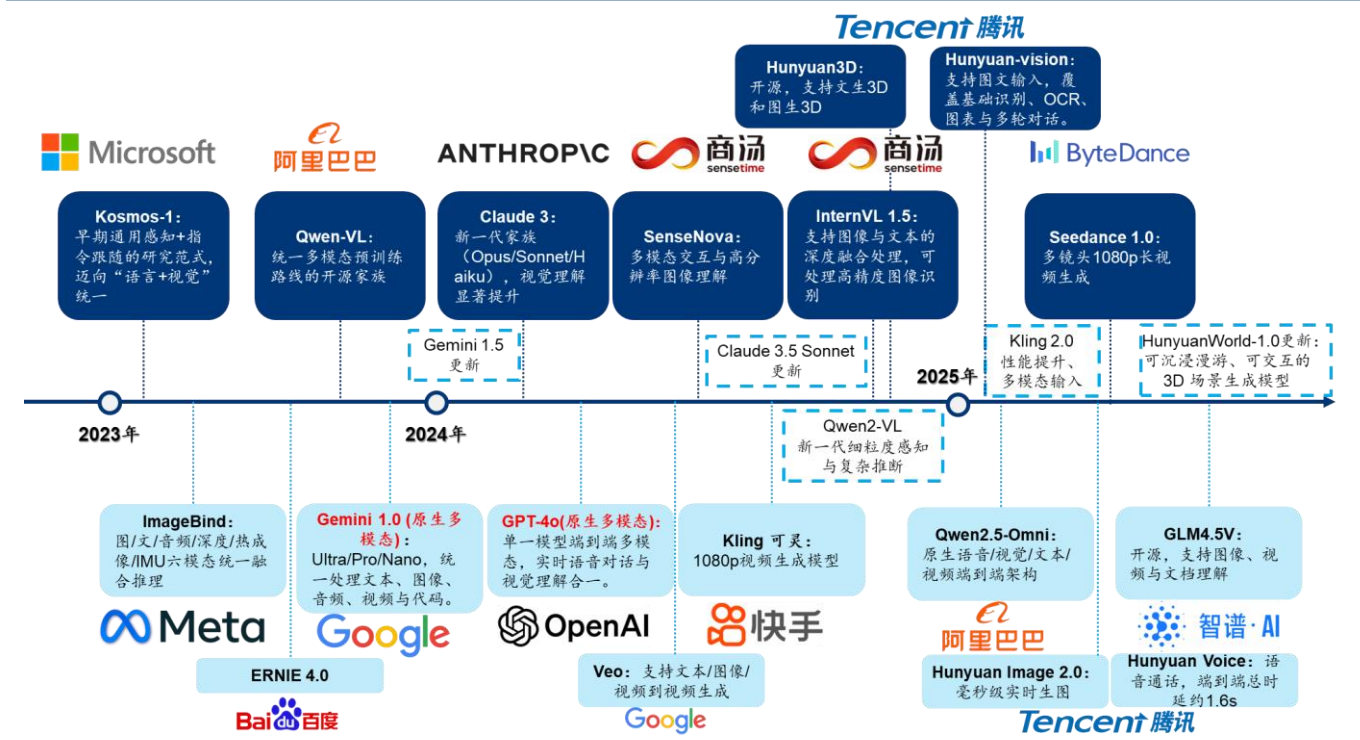
图表11: Meta AI 应用界面仍在早期: 简单整合语音助手与社交发现界面



资料来源: Meta 官网, Meta AI app, 华泰研究

我们认为，未来 AI 搜索的核心方向在于原生多模态；其对图像和视频的统一理解，有望显著拓展内容广度，并提升多元化结果的深度。当前原生多模态大模型（无需接入专项模块）的训练成本与技术壁垒依然较高，全球领先者主要为 Gemini 与 ChatGPT，国内尚未实现突破，但已有加速迹象。字节依托视频领域的 Seedance（视频图像），与统一架构视频生成模型 Waver；阿里 Qwen2.5-Omni 采用端到端架构，支持文本、图像、音频与视频的跨模态理解；腾讯虽在视觉与图像模型上暂列第二梯队，但凭借视频号与音视频生态积累的大量原生内容，具备相对的数据优势。随着多模态能力持续突破，腾讯有望持续优化 AI 搜索模型，进一步提升搜索份额。

图表12：重点多模态大模型推出时间线



资料来源：各公司官网，华泰研究

图表13：多模态模型：原生 vs 模块化

类型	定义	优势	劣势
原生多模态模型	不依赖预训练视觉编码器，直接在全部模态数据上从头开始同步训练	避免了后期不一致，更容易使用现有LLM推理库进行部署；更高的效率	需要较高的训练成本和训练技术
模块化多模态模型	视觉编码和语言解码分开处理，例如将视觉编码器与LLM结合	训练简单，众多现成模块可以直接使用，例如开源LLM	模块拼接会存在误差叠加、对齐不准确等问题

资料来源：华泰研究

图表14：全球基准测评排行：多模态视觉语言模型（7月3日）

公司	模型名称	总分	基础认知	视觉推理	视觉应用
Google	Gemini-2.5-Pro	74.95	74.29	76.99	73.57
OpenAI	o3-2025-04-16	69.92	68.57	70.47	70.71
ByteDance	Doubao-Seed-1.6-thinking	65.67	60.00	73.43	63.57
Tencent 腾讯	hunyuan-t1-vision-20250619	63.78	60.71	68.48	62.14
Tencent 腾讯	hunyuan-turbos-vision-20250619	60.70	61.43	62.80	57.86
商汤	SenseNova V6 Reasoner	58.78	57.14	63.50	55.71
阿里巴巴	QVQ-Max	55.45	54.29	53.50	58.57

资料来源：SuperCLUE，华泰研究

## #1 AI 搜索变现空间广阔，搜一搜和元宝融入微信生态体系

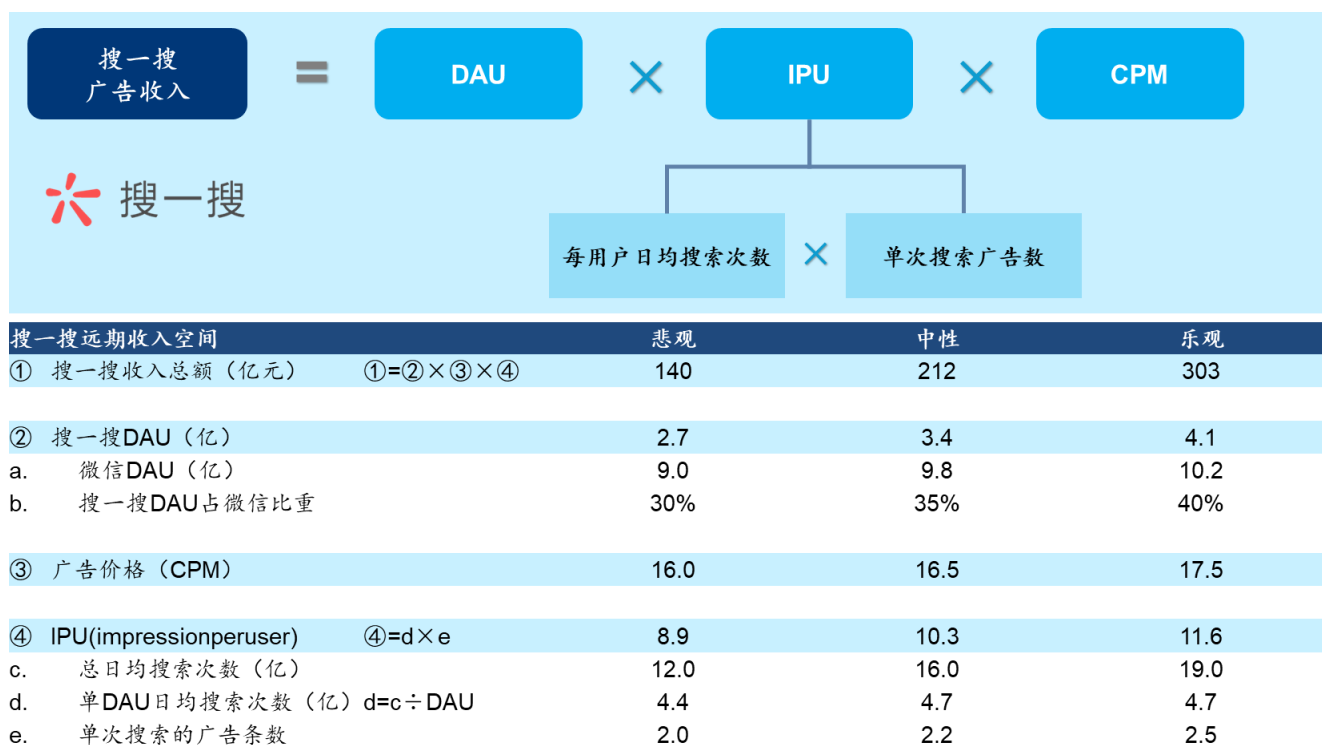
相较于海外社交应用，腾讯在 AI 搜索端具备更多内容壁垒（公众号、视频号、KOL 内容）。凭借微信朋友圈、社交高频触点、视频号等多重流量护城河，叠加支付与社交闭环的高转化优势，腾讯广告市占率仍在边际抬升。在 AI 搜索兴起的背景下，我们认为搜一搜和腾讯元宝有望为广告和订阅贡献显著收入增量。

从腾讯 AI 收入看，我们预期 27 年搜一搜广告、元宝 C 端订阅、混元 API 调用，有望分别贡献收入 140-303 亿、51-92 亿、210-387 亿，共计 401-782 亿（注：该口径未计入其他 B 端 SaaS 收入）。腾讯在微信内引入“元宝”联系人，可直接以对话形式进行搜索。当前元宝 app 位居国内大模型第二方阵，今年 5 月 MAU 已经达到 2256 万（QM 数据）。微信在搜一搜中引入 AI 搜索，同时连接视频号、微信小店、小程序等微信生态，未来在电商和本地生活端具备更多的变现空间。腾讯同时推出 IMA 智能工作台，汇集搜索、阅读、创作、知识管理于一体。

### 1、搜一搜依托微信内容壁垒，有望成为 AI 搜索的重要支点

搜一搜作为微信生态内最直接的搜索流量入口，具备公众号等优质内容壁垒。我们预计，在 AI 远期加持下，搜一搜的广告收入或达 140-303 亿元。

图表15：AI 搜索（搜一搜）广告的长期收入空间测算



注：根据 QuestMobile，2025 年 5 月微信 DAU 约 9 亿；每日 IPU (impression per user)= 每日总搜索次数 × 单次搜索广告数  
资料来源：华泰研究预测

我们认为搜一搜核心竞争力主要体现在为：

- ① 内容生态层面，依托微信公众号体系，搜一搜具备丰富且高度即时化的信息流；
- ② 流量基础层面，搜一搜内嵌于微信 app 中，具备庞大的用户基础。根据微信公开课 PRO，在 AI 搜索兴起前的 2022 年搜一搜 MAU 已达 8 亿；
- ③ 使用体验层面，搜一搜无需单独下载，微信界面内即可直接进入，整体搜索体验更为便捷流畅；
- ④ 搜一搜连接微信生态，例如视频号、微信小店、小程序，同时接入电商和本地生活场景，未来具备更多的变现空间。

搜一搜的生态完善度领先业内，结果直连公众号图文，例如涉及短视频内容、微信小店（电商）等，如需更深层次的 AI 交互，用户也可在小程序或联系人页调用元宝。我们认为搜一搜在多场景内容维度兼备，有望持续提升使用时长份额。从短板看，我们认为 AI 搜索当前渗透率偏低，搜索展现位置相对隐晦，AI 精准性文字解答相较于元宝体验感偏弱，未来仍有较大的改善空间。

图表 16：搜一搜连接微信全生态：接入公众号、AI 搜索、微信小店、视频号等功能



资料来源：微信，华泰研究

## 2、混元元宝深度融入腾讯生态，有望持续巩固微信内容护城河

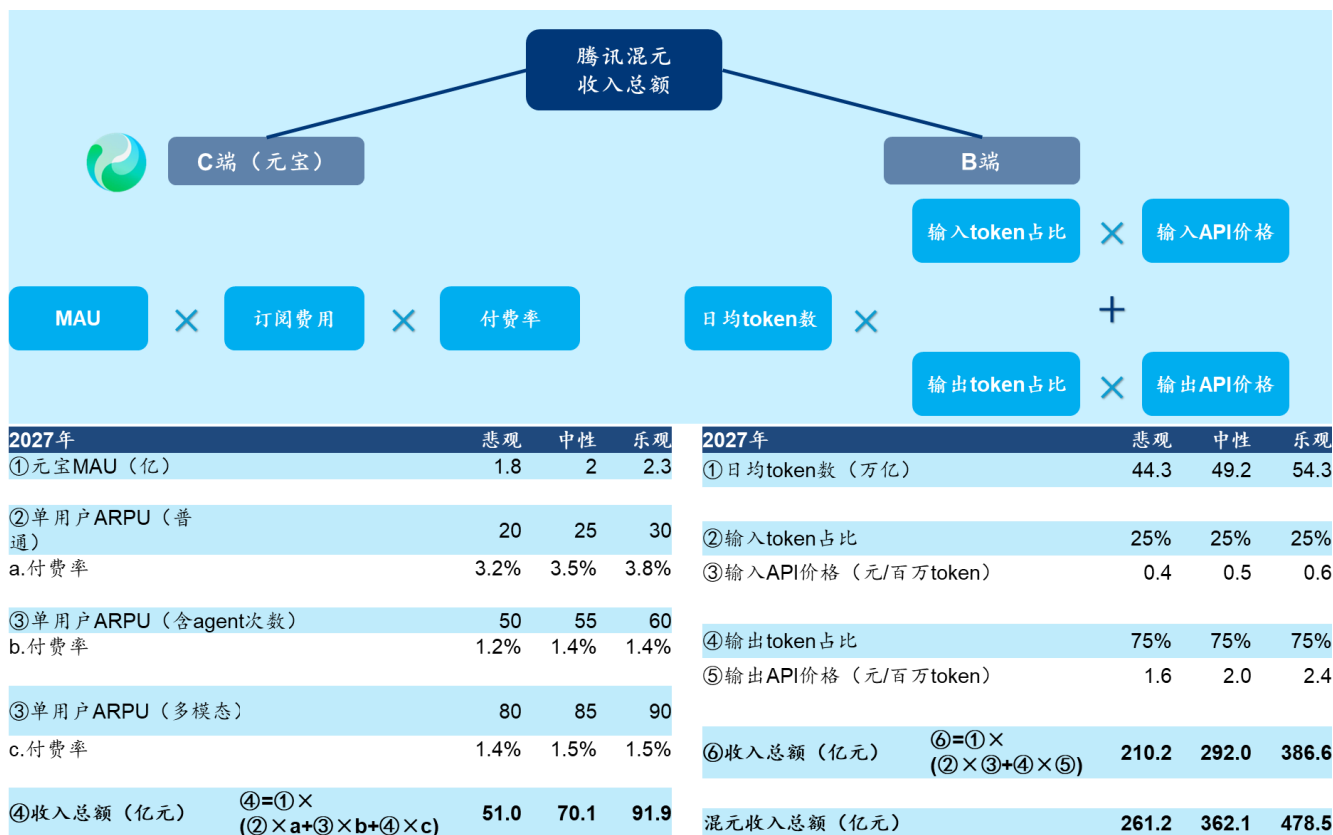
我们认为，元宝的差异化优势主要可归结于：1) 与微信直连，可结合公众号、视频号等内容生态，且支持用户通过微信直接上传文件，简化内容解析流程；2) 多模态技术持续迭代，混元的图文生文功能可弥补 DeepSeek 的图像识别短板，用户可根据不同模型特长选择对合适模型，增强使用体验。

当前元宝应用位居国内大模型第二方阵。据 QM 数据，元宝 5 月 MAU 达到 2256 万。目前，腾讯元宝已确立“混元+DeepSeek”的双模型战略，依托差异化模型架构，实现深度思考与即时响应的多层面突破。

元宝更新历史复盘：3 月 21 日，腾讯发布自研深度思考模型“混元 T1 正式版”。随后元宝同步接入 T1 并引入 DeepSeek 模型，在深度思考与即时响应层面双向升级。元宝持续采用免费策略，加速拓展多元应用场景，并保持高频迭代，仅 25 年 3 月即更新数十个版本。

我们预计，混元模型未来有望实现双向变现，来自 C 端元宝订阅和 B 端 API 调用，27 年有望分别贡献收入 51-92 亿和 210-387 亿。（注：B 端收入仅包括 API 收入，未计入其他 B 端 SaaS 收入）。

图表 17：27 年 AI 相关收入：元宝和混元模型有望分别贡献达 51-92 亿和 210-387 亿



注：B 端收入仅包括 API 收入，未计入其他 B 端 SaaS 收入  
资料来源：华泰研究预测

测算路径和核心假设：

**C 端元宝收入 = MAU × 订阅费用 × 付费率**

- MAU：我们认为元宝 MAU 分别在悲观/中性/乐观情境下对应 1.8/2.0/2.3 亿人，对比豆包 25 年 5 月移动端 MAU 约 1.3 亿 (QuestMobile)。
- 订阅费用和付费率：我们区分普通与 Pro 层级进行定价估计，对比百度文小言此前订阅费用为 59.9 元/月。

**B 端 API = 日均 Token 使用量 × API 定价**

- 我们估算混元 B 端 27 年 API 收入有望达到 210-387 亿元。
- 日均 token 使用量：豆包在于 25 年 5 月披露日均 token 使用量达 16.4 万亿，彼时 MAU 约 1.3 亿人 (QuestMobile 数据)。我们假设远期日均 token 用量在悲观/中性/乐观情境下分别为 44.3/49.2/54.3 万亿。
- 输入/输出 token 价格：我们依据当前混元 T1 与 Turbo S 两款模型的 API 定价，进行一定折价估算。

图表18: 元宝已形成双模型互补体系



**腾讯元宝**

	核心定位	入口	主要优势
元宝 (微信联系人)	日常问答	直接加为微信好友, 可像好友一样对话	零门槛植入微信社交链, 一键解析公众号、文件, 语言风格轻快
元宝 (小程序)	日常问答	微信搜“元宝”→小程序	免安装便捷入口
元宝 (桌面端)	桌面写作、论文精读、图片分析	桌面窗口	功能最为齐全, 会话内容可一键导出腾讯文档
元宝 (移动端)	综合学习、创作、娱乐	iOS/Android独立App	支持个人智能体, 与腾讯文档互通
ima	专业资料沉淀、长文写作、团队协作	微信小程序/PC/Web, 多端互通	搜、读、写一体, 核心为知识库整理与结构化输出



**腾讯混元**

混元T1正式版

混元TurboS



**deepseek**

DeepSeekR1

DeepSeekV3-0324

深度思考

及时响应

**能力体系**

Category	Metric	HunyuanT1	DeepSeekR1	GPT4.5	o1
Knowledge	MMLUPRO	87.2	84.0	86.1	89.3
	GPQADiamond	69.3	71.5	66.9	75.7
	C-SimpleQA	67.9	73.4	72.5	68.8
Reasoning	DROPF1	93.1	92.2	84.7	90.2
	ZebraLogic	79.6	77.2	53.7	87.9
Math	MATH-500	96.2	97.3	90.7	96.4
	AIME2024	78.2	79.8	50.0	79.2
Code	LiveCodeBench	64.9	65.9	46.4	63.4
Chinese	Ceval	91.8	91.8	82.2	87.8
	CMMLU	90.0	90.0	82.7	85.8
Alignment	ArenaHard	91.9	92.3	92.5	90.7
Inst.Follow	CFBench	81.0	81.9	81.2	81.0
	CELLO	76.4	77.1	81.4	75.1
ToolUtil.	T-Eval	68.8	55.7	81.9	75.7

资料来源: 腾讯云官网, 华泰研究

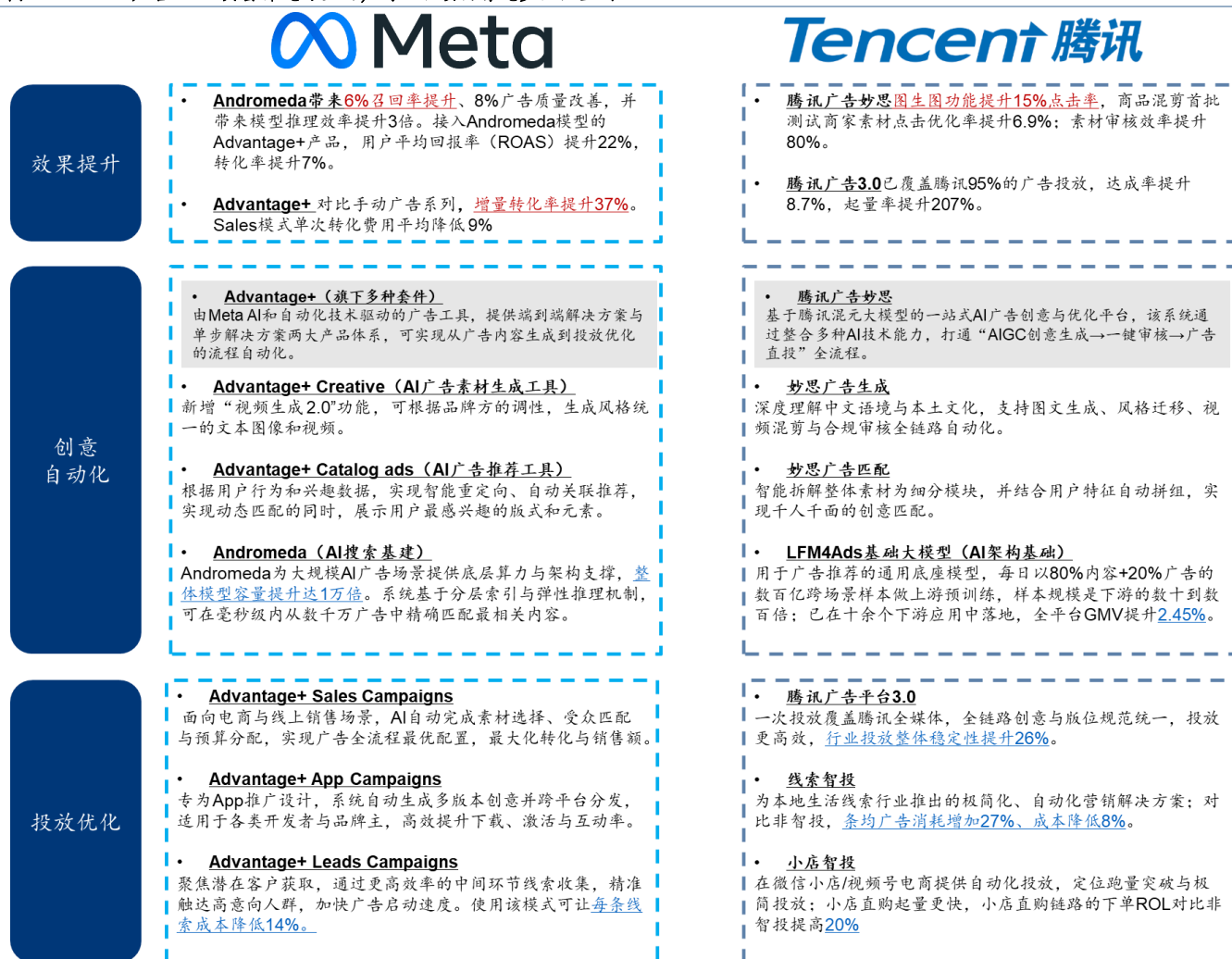
## #2 腾讯 AI 技术改善空间广阔，助力广告市占率提升

腾讯广告 AI 工具仍有改善空间，未来有望带来更多 ROI 改善。从全球视角看，相较于海外 Meta 完善的工具体系，我们认为腾讯在 AI 内容生产端的布局，仍有更多改善空间，未来伴随更多广告生产工具的出台，广告主预算有望更多向腾讯等优质平台倾斜。

以 Meta 为例，腾讯和 Meta 广告的 AI 技术路径相似。腾讯的广告平台 3.0 和广告妙思，在技术路线上和 Meta 的 Advantage+ 体系高度接近，但后者的广告工具套件体系更为完善：

- ① **基础模型端**，腾讯与 Meta 均依托基础模型承载广告推荐与匹配。Meta 以 Andromeda 提供算力支持并服务于 Advantage+ 套件；腾讯以 LFM4Ads（广告大模型）在内容+广告跨场景预训练，并向下游任务迁移，提升匹配效率。
- ② **内容生成端**，腾讯与 Meta 均已构建多款提效工具，包括多模态素材自动生成、商品背景合成等，同时支持创意元素的智能排列优化，AI 可根据受众特征自动组合并投放最佳素材，以提升转化效率。
- ③ **广告投放端**，腾讯与 Meta 均依托机器学习或 AI 技术优化投放策略，提升广告受众定位精准度和投放效率，如 Meta 的 Advantage+ Leads Campaign 可基于现有广告线索挖掘潜在客户。腾讯广告投放平台下提供小店智投、线索智投等目标化方案，支持动态出价与策略自适应，提高定位于转化效率。

图表19：Meta 广告 AI 工具套件更为全面，腾讯后续仍有更多优化空间



资料来源：各公司官网，华泰研究

对比 Meta 广告优化成效,我们认为腾讯仍具提升空间。根据 Meta 官网数据,其 Advantage+ Sales 平均提升 ROAS 达 32%。在 Advantage+ Creative 广告套件中,商家每美元广告投入促进购买量增长 14%。相比之下,腾讯略逊于 Meta,腾讯广告平台 3.0 在部分消费类广告主案例中 ROI 提升达 39%,整体进一步优化的空间尚存。

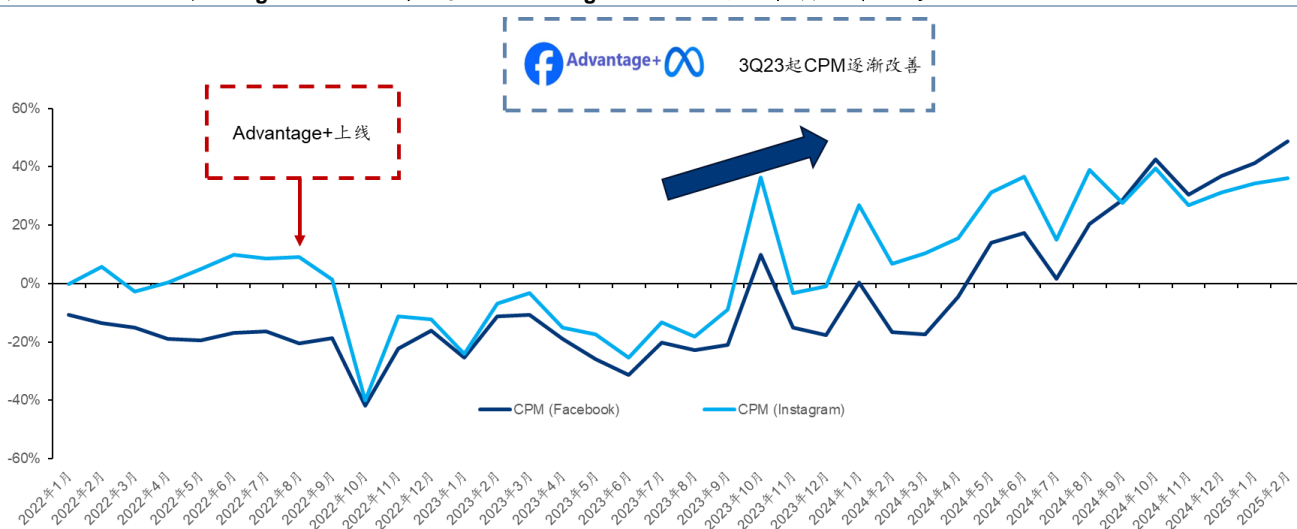
图表20: 腾讯广告平台 3.0 加持各行业,广告主实现广告效果提升

营销案例	营销赋能模式	结果
618 大促唯品会×腾讯广告 (欧莱雅)	<ul style="list-style-type: none"> <li>多展位、多商品自动协同投放</li> <li>用户点击即跳小程序</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>eCPM +62%</li> <li>可小号广告数+176%</li> <li>微信展位下单率+30%</li> <li>新客获取成本-45%</li> </ul>
618 大促跑品会×腾讯广告 (斯凯奇)	<ul style="list-style-type: none"> <li>自动多展位投放,非微信展位一键唤起 APP</li> <li>落地页广告 + 商品组合策略</li> <li>AIGC 扩充素材</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CTR +26%</li> <li>CPC -22%</li> </ul>
《大奉打更人》×TCL×腾讯广告	<ul style="list-style-type: none"> <li>锚定年轻群体</li> <li>视频号/朋友圈/直播多渠道投放</li> <li>影视 IP 联动营销</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>话题曝光量累计超 6,000 万</li> <li>TCL 的 18-25 岁消费者占比提升超 10 倍</li> <li>品牌搜索量行业第一</li> </ul>
越秀地产×腾讯广告	<ul style="list-style-type: none"> <li>企业微信、视频号、朋友圈、小程序多触点整合</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>客资有效率超 65%</li> <li>CTR 约为行业均值 3 倍</li> <li>曝光量超 1600 万</li> </ul>
美丽田园×腾讯广告	<ul style="list-style-type: none"> <li>基于全域数据优选高性价比动销组合</li> <li>结合门店通 + LBS 定向算法</li> <li>微信生态私域运营</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>eCPM +6.85%</li> <li>下单率+4.12%</li> <li>拼团转化 ROI 超 1.5</li> </ul>

资料来源: 腾讯广告公众号, 华泰研究

海外 AI 带来提价改善,国内 ROI 提升有望推动广告主预算增长。以 Meta 为参考,2022 年 8 月推出 Advantage+, 3Q23 起 Facebook 与 Instagram 的广告价位 (CPM) 逐步得到改善。考虑到广告主行业景气度因素,国内广告行业涨价机会相对较少,但可以吸引更多广告主预算转移至腾讯平台。腾讯广告平台 3.0 已于 2024 年 6 月上线,随着大模型技术的代际跃迁,腾讯广告的 ROI 亦有所攀升,我们认为有望持续吸引广告主的预算增长。

图表21: Facebook 与 Instagram 的 CPM 同比变化: Advantage+对 CPM 的驱动作用在 1 年后逐步显现



资料来源: Birch, 华泰研究

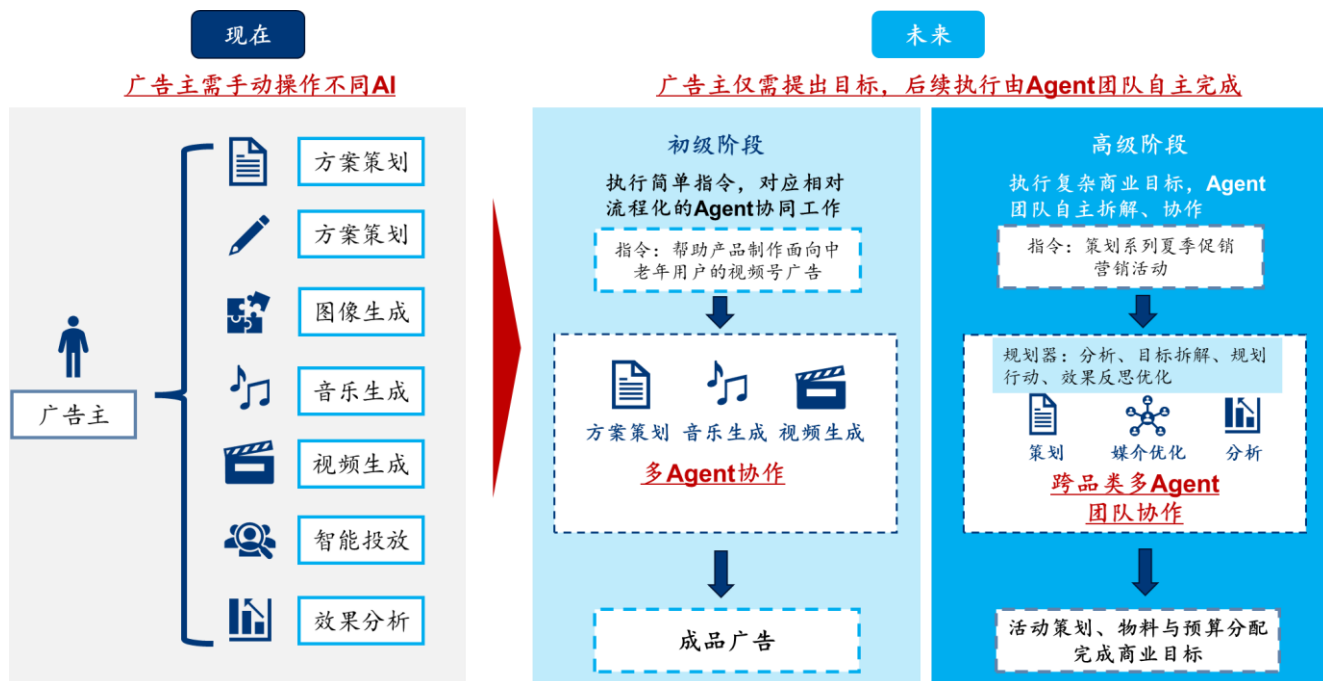
展望未来，我们认为腾讯广告有望在 Agent 时代受益，走出创意与投放一体化的全新多 Agent 协作路径：

广告主与广告的交互正在从单点工具走向多 Agent 协作。当前 AI 的应用仍以单点工具为主，广告主需在各环节分别手动调用，如文案生成、海报制作或数据分析。但随着 AI Agent 能力提升，孤岛效应有望被打破。我们预期，在初级阶段，广告主仅需下达简单指令，多个 Agent 即可直接协作完成，例如“设计一个面向中老年人的视频号广告”，音乐、视频等 Agent 即可共同生成完整作品。进一步，在高级阶段，广告主可直接提出复杂商业目标，如策划系列促销活动，由“数据分析师”“活动策划师”“媒介优化师”等虚拟专家组成的 AI 团队，即可依托行业最佳实践与成功案例，自主拆解任务并执行全链路营销。

此外，广告形态亦有望向人格化演进。入口正由静态落地页演进为具备专业知识的 AI 销售顾问，在服务场景中实现自然化的产品推荐与转化。

技术层面，广告模型亦有望突破单纯的内容理解，转向基于情感计算的多目标规划。未来模型或将采用链式推理，对“曝光—兴趣—点击—购买—复购”进行全流程规划，并引入情感计算，在高速信息流中实时捕捉评论情绪与用户表情。情感维度将作为二次过滤机制：在情绪高涨时优化出价与素材组合，在情绪低落时及时止损。共情式计算有望显著提升 ROI，推动广告主预算进一步向腾讯等线上平台倾斜。

图表22：广告正迈向多 Agent 协作，广告主仅需以自然语言指令，即可由 Agent 团队完成商业化目标



资料来源：腾讯《人工智能引领广告行业智能化转型》（25年8月发布），华泰研究

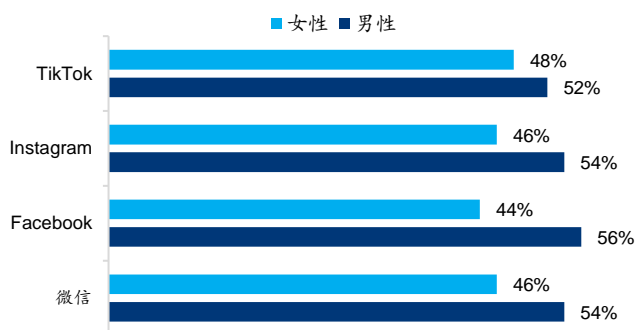
### #3 社交媒体：微信较 Meta 用户和功能覆盖更广，商业化场景更深

海外产品功能单一，微信以“超级应用”模式构建更强商业闭环

腾讯社交业务构筑流量护城河，微信在即时通信领域稳居龙头地位。据 QM 数据，微信中国 MAU 在 24 年底达到 10.6 亿，对应国内总人口 14.1 亿（国家统计局），以及即时通讯用户规模 10.81 亿（CNNIC）。微信用户覆盖全年龄层，使用时长亦显著领先 WhatsApp、Messenger 等海外同类 app。庞大的活跃用户为微信生态提供了稳定的流量入口，小程序、视频号等产品进一步延伸社交网络，以多元内容场景协同强化黏性。

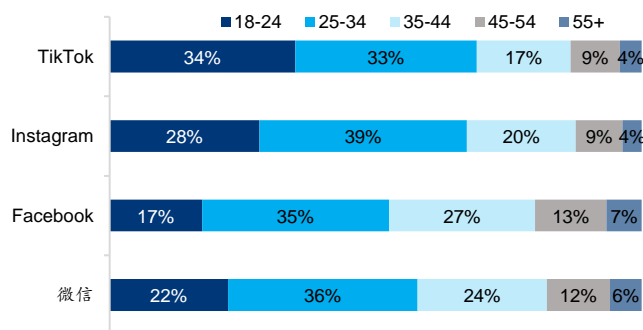
相较海外单一功能模式，微信已迭代为通讯、支付、内容、本地服务一体的全功能平台，生态延展与变现优势凸显。据 QuestMobile 数据，截至 2024 年 10 月，小程序用户 9.49 亿，月人均使用 70 次，覆盖本地生活、电商、政务等；据《2024 年视频号生态洞察报告》，视频号电商 2024 年 GMV 同比增长 92%，订单量增长超两倍。随着视频号橱窗、微信小店等功能迭代，平台内生变现能力有望持续增强。

图表 23：微信与同类 app 用户年龄层对比



注：数据统计截至 2025 年 5 月  
资料来源：Sensor Tower, 华泰研究

图表 24：微信与同类 app 用户性别分布对比



注：数据统计截至 2025 年 5 月  
资料来源：Sensor Tower, 华泰研究

横向对比而言，Facebook、Instagram 虽在社交仍具优势，但在多功能集成上存在缺口。微信筑起内容与服务壁垒，兼顾高频社交入口与低频生活场景。社交端覆盖熟人聊天、KOL 互动与公开图文内容；电商、小游戏、音乐等娱乐形态亦有嵌入；小程序承载第三方应用生态；支付钱包贯穿线上线下，并延伸外卖、打车、公交及生活缴费等本地服务。

图表 25：微信具备最全面的生态与内容壁垒

领域	功能	微信	Facebook	Instagram	X	Youtube	小红书	微博
社交	熟人社交聊天	✓	✓	✓	x	x	x	x
	KOL	✓	✓	✓	✓	x	✓	✓
	公开图文发表	✓	✓	✓	✓	x	✓	✓
电商	电商	✓	✓	✓	x	✓	✓	
娱乐	游戏	✓	✓	x	x	✓	x	x
	音乐	✓	非完整流媒体 但与部分唱片公司合作	非完整流媒体 但与部分唱片公司合作	x	✓	x	x
第三方应用生态	小程序	✓	x	x	x	x	x	x
金融	支付/钱包	线上线下均可支付	仅支持线上站内支付	仅支持线上站内支付	x	x	x	x
本地生活	本地生活	外卖点餐、打车、公交/地铁码、生活缴费	仅有部分零散工具，如餐饮点单、二手交易等	仅有部分零散工具，如餐饮点单外链等	x	x	x	x
视频	直播	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	短视频	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

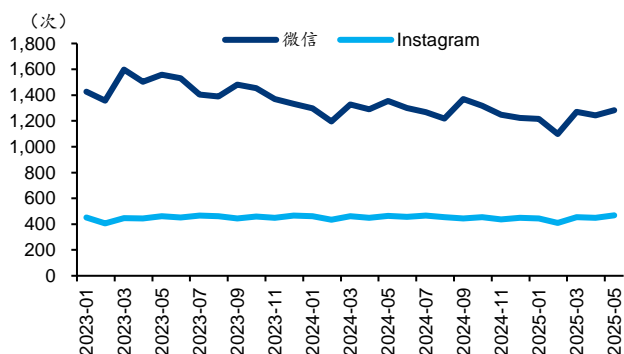
资料来源：微信，微博，Facebook，Instagram，X，YouTube，华泰研究

为什么微信的长期变现潜力更为深厚？

我们认为微信相较于 Instagram 是更具广告价值的流量载体。从短视频角度看，视频号电商变现空间较 Reels 也会更为广阔，具体原因如下：

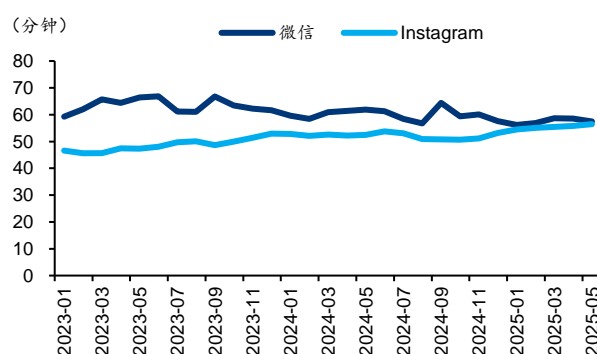
- ①微信在 MAU 渗透率方面具备显著优势。作为国民级应用，微信在中国人口的渗透率方面显著高于 Instagram，可覆盖各个年龄层面的多维度画像用户，用户触达广度具备突出优势。
- ②使用频次方面，微信有更多高频次需求。微信覆盖即时通讯、支付与各类服务等多元高频场景，驱动用户持续高频互动，其平均每日使用时长与使用次数均显著领先 Instagram，在用户的触达深度与用户黏性方面具备突出优势。

图表26： 微信单用户月平均会话次数大于 Instagram



资料来源：Sensor Tower, 华泰研究

图表27： 微信人均单日使用时长大于 Instagram



资料来源：Sensor Tower, 华泰研究

③广告 ARPU 视角下，微信变现潜力有待释放。据 eMarketer 数据，2024 年微信广告 ARPU 约 14.3 美元，较 Facebook (49.0 美元)、Instagram (38.0 美元) 与 TikTok (19.7 美元) 有较大增长空间，主要受限于视频号广告加载率偏低、电商基础设施尚未完善等，整体变现效率有待提升。

图表28： 微信广告收入和 ARPU 仍有更多改善空间

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>广告收入 (亿美元)</b>						
微信	89	107	112	104	127	152
Facebook	497	589	782	768	877	1034
Instagram	200	253	368	368	442	573
TikTok	3	14	39	99	178	264
<b>MAU (百万)</b>						
微信	942	959	997	1022	1046	1061
Facebook	1903	1928	1977	2022	2062	2111
Instagram	1086	1206	1293	1374	1438	1506
TikTok	457	621	856	1026	1201	1342
<b>广告ARPU (美元)</b>						
微信	9.4	11.2	11.3	10.2	12.1	14.3
Facebook	26.1	30.6	39.5	38.0	42.5	49.0
Instagram	18.4	21.0	28.4	26.8	30.7	38.0
TikTok	0.7	2.3	4.5	9.6	14.8	19.7
<b>广告收入, YoY</b>						
微信		20.6%	4.7%	-7.3%	22.0%	19.8%
Facebook		18.6%	32.7%	-1.8%	14.3%	17.8%
Instagram		26.4%	45.5%	0.2%	20.0%	29.5%
TikTok		315.0%	175.0%	155.0%	80.2%	48.2%
<b>广告ARPU, YoY</b>						
微信		18.4%	0.7%	-9.6%	19.2%	18.1%
Facebook		17.1%	29.4%	-4.0%	12.0%	15.1%
Instagram		13.7%	35.7%	-5.7%	14.7%	23.7%
TikTok		205.3%	99.3%	112.8%	54.0%	32.6%

资料来源：Sensor Tower, QuestMobile, eMarketer, 华泰研究

作为国民级应用，微信在中国人口的渗透率方面显著高于 Facebook 与 Instagram，可覆盖各个年龄层面的多维度画像用户，对比 Meta 系产品在欧美市场依旧面临 TikTok、Telegram 等产品的分流，单一产品渗透相对广而不深。

**图表29：全球社交媒体平台：移动端主要市场渗透率**

	2020	2021	2022	2023	2024
<b>主要市场渗透率</b>					
微信	68.0%	70.6%	72.4%	74.1%	75.3%
QQ	48.9%	46.0%	45.3%	46.3%	46.9%
Facebook	49.6%	49.8%	48.9%	47.0%	46.4%
Messenger	40.6%	40.4%	37.7%	35.0%	33.2%
Instagram	38.0%	36.7%	34.9%	33.5%	32.7%
WhatsApp	55.5%	58.4%	59.3%	60.0%	61.6%
TikTok	16.6%	21.6%	25.1%	27.3%	28.3%
<b>主要市场MAU（百万）</b>					
微信	959	997	1022	1046	1061
QQ	691	650	640	653	660
Facebook	582	586	575	554	550
Messenger	476	475	443	413	394
Instagram	446	431	411	395	388
WhatsApp	652	686	698	708	731
TikTok	195	253	295	323	336

注：主要市场渗透率=主要市场 MAU/区域人口；其中微信主要市场为中国，其余软件主要市场为欧美国家  
资料来源：Sensor Tower, QuestMobile, 华泰研究

**图表30：微信人均单日使用次数领先**

	2021	2022	2023	2024
<b>人均单日使用时长(分钟)</b>				
微信	58	66	61	57
WeChat	24	25	23	21
QQ	13	12	11	10
Facebook	49	49	62	46
Messenger	16	17	17	17
Instagram	53	53	62	65
WhatsApp	48	45	43	42
Line	29	28	26	26
TikTok	84	87	90	86
<b>人均单日使用时长, YoY</b>				
微信		12.8%	-7.6%	-5.4%
WeChat		1.9%	-7.4%	-6.8%
QQ		-8.4%	-6.1%	-7.4%
Facebook		-1.0%	27.2%	-25.7%
Messenger		7.4%	-1.5%	1.1%
Instagram		-0.1%	16.5%	5.9%
WhatsApp		-6.9%	-4.9%	-2.3%
Line		-4.5%	-6.7%	0.3%
TikTok		4.5%	3.1%	-4.7%
<b>人均单日使用次数</b>				
微信	59	61	56	49
WeChat	22	22	19	17
QQ	14	12	11	10
Facebook	17	17	16	15
Messenger	16	18	18	17
Instagram	23	23	24	23
WhatsApp	43	42	41	39
Line	23	22	22	22
TikTok	16	17	17	16

注：年度数据均为当年年底12月  
资料来源：Sensor Tower, QuestMobile, 华泰研究

#### #4 短视频商业化：腾讯较 Meta 仍有更多商业化空间

对比海外 Instagram Reels，我们认为视频号依托更优质的流量入口与稳固的用户使用习惯，商业化潜力更胜一筹，估值空间更广。我们预计 2025 年视频号和 Reels 的广告收入将分别达 427 亿元和 154 亿美元，远期至 2030 年视频号收入有望达 1187 亿元，视频号在商业化挖掘方面仍具较大提升空间，随着用户参与度提升、用户规模扩大及广告加载率增长，视频号广告有望持续释放变现潜力。

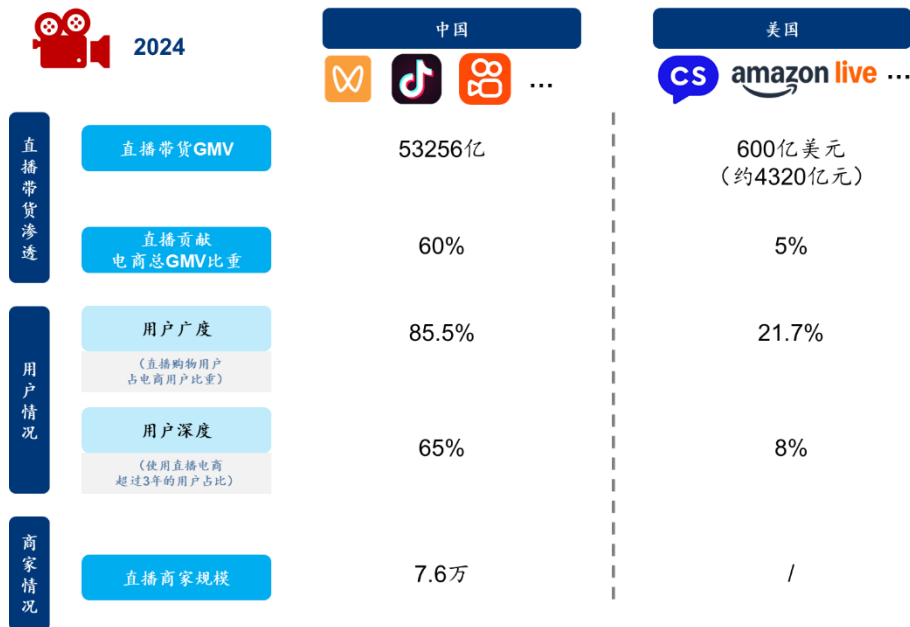
图表31：视频号与 Reels 商业化测算，前者具备更多潜力空间

Reels 收入测算	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2030E
<b>Reels DAU (亿)</b>	<b>6.4</b>	<b>7.1</b>	<b>7.5</b>	<b>7.8</b>	<b>8.2</b>	<b>9.0</b>
Instagram DAU (亿)	11.1	11.8	12.2	12.6	13.0	13.6
yoy		6%	4%	3%	3%	
Reels DAU 占比	58%	60%	61%	62%	63%	66%
<b>Reels 人均单日使用时长 (分钟)</b>	<b>28</b>	<b>33</b>	<b>34</b>	<b>36</b>	<b>37</b>	<b>41</b>
Instagram 人均单日使用时长 (分钟)	62	65	68	70	72	75
yoy		6%	4%	3%	2%	
Reels 占时长比重	45%	50%	50%	52%	52%	55%
<b>人均单日观看视频量 (个)</b>	<b>62</b>	<b>68</b>	<b>66</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>75</b>
平均视频观看时长 (秒)	27	29	31	32	33	33
<b>Ad Load</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>
<b>平均 CPM (美元)</b>	<b>3.9</b>	<b>4.1</b>	<b>4.3</b>	<b>4.6</b>	<b>4.9</b>	<b>5.2</b>
<b>收入 (亿美元)</b>			<b>154</b>	<b>186</b>	<b>216</b>	<b>295</b>
<b>收入 (亿元)</b>			<b>1,103</b>	<b>1,333</b>	<b>1,547</b>	<b>2,109</b>
视频号收入测算	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2030E
<b>视频号年底 DAU (亿)</b>	<b>4.6</b>	<b>5.5</b>	<b>6.0</b>	<b>6.5</b>	<b>7.0</b>	<b>7.5</b>
微信 DAU (亿)	8.6	8.7	8.9	8.8	9.0	10.0
yoy		2%	2%	2%	1%	
视频号 DAU 占比	50%	54%	57%	59%	60%	62%
<b>视频号人均单日使用时长 (分钟)</b>	<b>56</b>	<b>61</b>	<b>65</b>	<b>70</b>	<b>75</b>	<b>85</b>
微信人均单日使用时长 (分钟)	91	97	100	103	105	105
yoy		6%	3%	3%	2%	
视频号占时长比重	61%	63%	65%	68%	72%	81%
<b>人均单日观看视频量 (个)</b>	<b>224</b>	<b>215</b>	<b>217</b>	<b>221</b>	<b>225</b>	<b>255</b>
平均视频观看时长 (秒)	15	17	18	19	20	20
<b>年底 Ad Load</b>	<b>2.7%</b>	<b>3.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>6.5%</b>	<b>7.5%</b>	<b>8.5%</b>
<b>平均 eCPM (元)</b>	<b>15.0</b>	<b>17.0</b>	<b>18.0</b>	<b>19.0</b>	<b>19.5</b>	<b>20.0</b>
<b>收入 (亿元)</b>	<b>152</b>	<b>220</b>	<b>427</b>	<b>648</b>	<b>841</b>	<b>1,187</b>

资料来源：SensorTower, QuestMobile, 华泰研究

1) 国内直播电商步入成熟期，海外心智尚未培养。据电子商务研究中心 25 年 6 月发布的《2024 年度中国直播电商市场数据报告》，2024 年中国直播电商 GMV 达 5.3 万亿元，对比全国网上零售额 15.52 万亿元（国家统计局），远高于美国直播电商 595 亿美元。用户方面，直播购物用户已占线上购物用户的 85.5%，对比美国仅为 21.7%；商家数量方面，中国直播商家规模已突破 7.6 万。我们认为，在成熟的用户心智与商家生态支撑下，视频号直播电商的变现潜力优于 Reels。

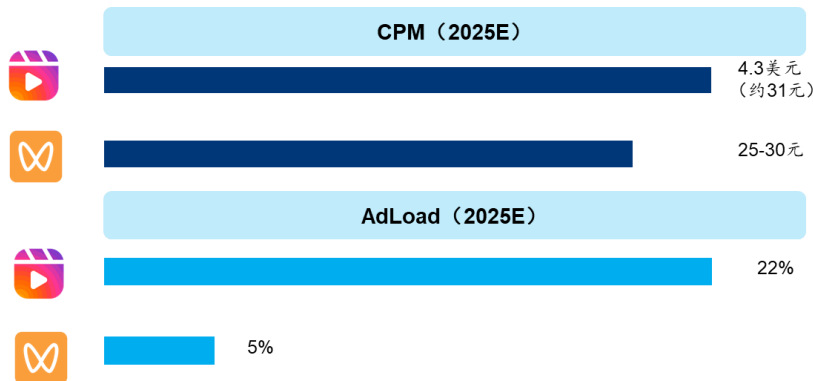
图表32：全球直播电商市场行业速览



注：24 年美国直播带货 GMV 测算方法：1.19 万亿电子零售 GMV (SellersCommerce 数据)\*5%直播带货渗透率 (Statista 数据)  
资料来源：Statista, SellersCommerce, eMarketer, 《2024 年度中国直播电商市场数据报告》，《中国互联网络发展状况统计报告》，McKinsey, 华泰研究

2) 广告变现维度，视频号在商业化上仍显著落后于 Instagram Reels，具体而言：1) 25 年 Reels CPM 为 4.3 美元（约 31 元），略高于我们估算的视频号 25-30 元；2) 根据我们的测算，Reels 广告加载率约 22%，对比视频号 5%（25 年底）。目前视频号用户规模起量已初具成效，用户心智渗透亦优于 Reels，随着场景拓展与广告供给释放，我们认为其广告收入将在未来 3-5 年迎来加速，CPM 与广告加载率有望逐步靠近 Instagram 水平。

图表33：视频号与 Reels 广告商业化变现数据





注：1) 25E Reels CPM 数据来自 Gupta Media Social CPM Tracker，视频号 CPM 来自见实，结合我们的预测；2) Ad Load 数据来自我们的实际测算。

资料来源：见实, Gupta Media Social CPM Tracker, 华泰研究

3) 从核心用户数据看，尽管视频号在微信上位于二级入口，但直播电商用户心智的教育更为成熟：①人均使用时长层面，视频号领先，占微信总时长比重亦领先于 Reels 占 Instagram 比重；②MAU 层面，微信视频号的人口渗透率更高；③用户画像层面，微信视频号用户年龄更成熟，女性比例更高，视频号生活和鸡汤类内容更多，适配中老年女性。

图表34：视频号与 Reels 核心数据对比

			差异原因
MAU (25E)	7.5亿	20亿	1.Reels系全球发行 2.Reels在Instagram中有一级入口，而视频号则在微信中为二级入口
MAU/人口数量 (25E)	53%	25%	
人均单日使用时长 (25E)	60-70min	34min	
短视频时长贡献 (25E)	视频号贡献约60-80% 微信总时长	Reels短视频贡献 Instagram50%总时长	视频号内容质量更优
留存 (DAU/MAU, 25E)	67%	61%	
用户年龄	30岁以下占54% (2024)	34岁以下占61% (2025年4月)	Instagram本身更专注于视觉文化的分享，带动Reels更年轻化；视频号生活、鸡汤类内容更多，适配中老年人群
性别比例 (男：女)	40:60 (2024)	55:45 (2025年4月)	

注：1.视频号 MAU 系我们根据 QuestMobile 的微信用户粘性数据，再参考前文前瞻产业研究院 DAU 数据后的估测；2.Reels 用户使用时长占比来源为 1Q24 Meta 业绩会；3. 视频号用户使用时长占比估计基础为 23 年微信公开课数据。  
资料来源：iiMedia Research, 微信公开课, DemandSage, Statista, SensorTower, Meta 业绩会, QuestMobile, 前瞻产业研究院, 华泰研究预测

4) 内容质量方面，视频号相对 Reels 更具优势。一方面，从观看数据看，视频号整体完播率表现更优，优质作品完播率超过 20%。另一方面，视频号社交属性突出，用户互动意愿更强，根据凯度《2024 微信视频号超级玩家营销价值研究报告》，77%的用户在面对优质内容时会选择点赞，且好友可见，而 Reels 仅有 0.5%的视频观看引发点赞、评论或转发等互动行为。

图表35：视频号、Reels、Youtube Shorts 视频播放与用户互动情况对比

			
视频观看率/平均完播率	视频号：优秀作品完播率 通常超20%	平均观看率： 10.5 % (2025)	平均观看率： 2.52% (2025)  完播率：42% (< 20 s 的视频) 平均 5.8 s 即被滑走
互动情况	77%用户选择爱心分享优质内容 (好友可见) (2024)	互动率 (赞+评+转)： 0.5 % (2025)	互动率 (赞+评+转)： 5.9 % (1Q24)  平均点赞率： 0.9% (2025)

资料来源：凯度《2024 微信视频号超级玩家营销价值研究报告》，Statsup, Zebracat, Statista, Socialinsider, 华泰研究

## 财务预测调整

展望 25-27 年，我们分别上调腾讯收入预测 0.0/0.1/0.3% 至 7556、8505 与 9363 亿元，分业务来看：

1) 网络游戏业务：我们预计网络游戏 25-27 年收入同比增长 22%、13%、8% 至 2415 亿、2735 亿与 2947 亿元。腾讯依托《王者荣耀》《和平精英》等高 DAU 长青游戏，构筑稳固流水基本盘，同时近年加码端游市场，《无畏契约》《三角洲行动》快速放量并贡献显著增量。我们认为腾讯高毛利的自研产品优势明显，叠加微信、QQ 等高效社交入口及应用宝等发行渠道支持，游戏业务潜力深厚，目前《三角洲行动》已逐步跻身长青游戏行列，展望未来，《无畏契约》手游、《王者荣耀：世界》等重点储备上线，有望持续推动整体流水增长。

2) 社交网络业务：我们预计社交网络 25-27 年收入同比增长 6%、9%、7% 至 1291 亿、1412 亿与 1516 亿元。腾讯音乐作为国内在线音乐龙头，凭借更为完整的曲库储备及与头部音乐人的独家版权合作，内容壁垒稳固。在版权供给侧优势基础上，公司持续优化产品体验，推动用户付费渗透率稳步提升，并在长音频、虚拟演出、AI 音乐生成等新兴场景拓展商业化边界，强化变现能力。腾讯视频方面，公司坚持精品化内容战略，形成版权采购、自制内容及衍生开发的三维内容体系，题材覆盖范围广泛且多元，依托微信等腾讯系大型平台的流量入口，腾讯视频观看市占率保持领先，付费会员规模稳中有增，我们认为未来有望持续受益于内容护城河带来的付费率提升。

3) 广告业务：我们预计广告业务 25-27 年收入同比增长 19%、17%、15% 至 1440 亿、1687 亿与 1941 亿元。腾讯广告依托覆盖近 14 亿用户（含海外）的微信生态，构建起朋友圈、公众号、小程序等多元流量场景，形成稳固的流量载体与广告分发网络。同时，AI 技术的深度应用有望持续优化投放精准度，推动 ROI 与 eCPM 稳步上行。我们预期视频号成为广告核心增量引擎，25 年有望贡献公司整体广告收入约 30%。随着内容质量不断优化，垂类创作者供给多元化，银发群体渗透率进一步加深，且广告加载率逐步向同业公司靠拢，我们预期视频号的商业化潜力有望加速兑现。

4) 金融科技及企业服务业务：我们预计金融科技及企业服务 25-27 年收入同比增长 10%、11%、11% 至 2325 亿、2581 亿与 2865 亿元。我们认为金融科技中期核心动能来源于云业务 GPU 部署持续推进、算力瓶颈逐步缓解，中长期驱动力包括：①在 C 端市场，腾讯 AI 产品数量以娱乐和应用方向居多，腾讯有较高的用户规模和信息资源壁垒；②在 B 端市场，腾讯享有较高的客户资源和团队规模优势。③鉴于大模型更新迭代存在追赶效应，我们预期 26-27 年模型层面的性能差异或将逐步缩小，同时伴随 LLM 使用成本显著降低，故而后期的竞争优势仍在获客能力和用户体验，随着更多 AI 产品落地，腾讯的营收增长有望提速，核心业务在 AI 赋能下或将迎来更高效、更具竞争力的升级。

从成本和利润端看，展望 25-27 年，我们预计公司毛利率分别为 56.8%、57.5% 与 57.9%。毛利率略有上升，主要原因包括：①自研游戏毛利率较高，我们预期将持续贡献增量流水；②广告逐步起量并释放规模效应，叠加 AI 提升广告 ROI，推动 eCPM 进一步上行，同时自动化投放流程有望降低隐私保护、安全维护及内容审查成本。

我们预计 25-27 年腾讯经营利润率达 37.9%、37.9%、39.3%。营业费用中，研发和管理费用预期将占收入比重 18%、19%、18% 至 1375 亿、1607 亿、1723 亿元，AI 相关基建与 GPU 资本开支的持续扩张将推升折旧费用，但公司将通过优化人员结构与营销组合，加强管理及销售费用控制，同时 AI 提效有望节省人力成本，带动销售费用率在 25-27 年下降至 5%、6%、5%。综上，我们上调经调整归母净利润 0.3/0.3/0.3% 至 2565 亿、2898 亿与 3314 亿元。

图表36: 腾讯财务预测

腾讯财务预测		Tencent							
人民币 (亿)	RMB 100 mn	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
<b>1. 收入</b>	<b>Revenue</b>	<b>1800</b>	<b>1845</b>	<b>1922</b>	<b>1989</b>	<b>6603</b>	<b>7556</b>	<b>8505</b>	<b>9363</b>
yoy %	yoy %	12.9%	14.5%	14.9%	15.4%	8%	14.4%	12.6%	10.1%
<b>a. 增值服务</b>	<b>a. VAS</b>	<b>921</b>	<b>914</b>	<b>959</b>	<b>911</b>	<b>3192</b>	<b>3706</b>	<b>4147</b>	<b>4463</b>
yoy %	yoy %	17%	16%	16%	15%	7%	16%	12%	8%
- 网络游戏	<b>a1. Online games</b>	<b>595</b>	<b>592</b>	<b>631</b>	<b>597</b>	<b>1977</b>	<b>2415</b>	<b>2735</b>	<b>2947</b>
yoy %	yoy %	24%	22%	22%	21%	22%	22%	13%	8%
国内游戏	Domestic games	429	404	450	405	1397	1687	1928	2059
yoy %	yoy %	24%	17%	21%	22%	10%	21%	14%	7%
海外游戏	International games	166	188	181	192	580	727	807	888
yoy %	yoy %	22%	35%	25%	20%	9%	25%	11%	10%
- 社交网络	<b>a2. SNS</b>	<b>326</b>	<b>322</b>	<b>328</b>	<b>315</b>	<b>1215</b>	<b>1291</b>	<b>1412</b>	<b>1516</b>
yoy %	yoy %	7%	6%	6%	6%	2%	6%	9%	7%
<b>b. 网络广告</b>	<b>b. Online advertising</b>	<b>319</b>	<b>358</b>	<b>355</b>	<b>409</b>	<b>1214</b>	<b>1440</b>	<b>1687</b>	<b>1941</b>
yoy %	yoy %	20.2%	20%	18%	17%	20%	19%	17%	15%
<b>c. 金融科技及企业服务</b>	<b>c. FinTech and Business</b>	<b>549</b>	<b>555</b>	<b>593</b>	<b>628</b>	<b>2120</b>	<b>2325</b>	<b>2581</b>	<b>2865</b>
yoy %	yoy %	5.0%	10.1%	11.6%	11.9%	4%	10%	11%	11%
<b>2. 毛利润</b>	<b>Gross profit</b>	<b>1005</b>	<b>1050</b>	<b>1113</b>	<b>1125</b>	<b>3492</b>	<b>4293</b>	<b>4888</b>	<b>5425</b>
yoy %	yoy %	20%	22%	25%	24%	19.2%	22.9%	13.9%	11.0%
毛利率	GPM	55.8%	56.9%	57.9%	56.5%	52.9%	56.8%	57.5%	57.9%
a. 增值服务	a. VAS	549	552	590	547	1817	2238	2538	2749
毛利率	GPM	59.6%	60.4%	61.5%	60.0%	56.9%	60.4%	61.2%	61.6%
b. 网络广告	b. Online advertising	177	206	207	240	672	830	982	1138
毛利率	GPM	55.5%	57.6%	58.3%	58.7%	55.4%	57.6%	58.2%	58.6%
c. 金融科技及企业服务	c. FinTech and business	276	290	314	333	997	1212	1355	1524
毛利率	GPM	50.3%	52.1%	53.0%	53.0%	47.0%	52.1%	52.5%	53.2%
销售费用	<b>S&amp;M expenses</b>	<b>79</b>	<b>94</b>	<b>115</b>	<b>112</b>	<b>364</b>	<b>400</b>	<b>502</b>	<b>506</b>
收入占比	As % of revs	4%	5%	6%	6%	6%	5%	6%	5%
研发和管理费用	<b>G&amp;A and R&amp;D expenses</b>	<b>337</b>	<b>319</b>	<b>354</b>	<b>366</b>	<b>1128</b>	<b>1375</b>	<b>1607</b>	<b>1723</b>
收入占比	As % of revs	19%	17%	18%	18%	17%	18%	19%	18%
<b>3. 经调整经营利润</b>	<b>Non-IFRS Operating profit</b>	<b>732</b>	<b>692</b>	<b>723</b>	<b>717</b>	<b>2378</b>	<b>2865</b>	<b>3222</b>	<b>3678</b>
yoy %	yoy %	25%	18%	18%	21%	24%	20%	12%	14%
经营利润率	OPM	40.7%	37.5%	37.6%	36.1%	36.0%	37.9%	37.9%	39.3%
联营投资收益	<b>Investment from asso</b>	<b>46</b>	<b>45</b>	<b>36</b>	<b>43</b>	<b>252</b>	<b>170</b>	<b>259</b>	<b>303</b>
<b>4. 税前利润</b>	<b>Profit before tax</b>	<b>536</b>	<b>560</b>	<b>573</b>	<b>538</b>	<b>2415</b>	<b>2686</b>	<b>3082</b>	<b>3551</b>
有效税率	Effective tax rate	21.9%	18.0%	12.0%	23.7%	20.8%	19.0%	19.0%	19.5%
<b>5. 经调整归母净利润</b>	<b>Non-IFRS net profit</b>	<b>652</b>	<b>631</b>	<b>659</b>	<b>623</b>	<b>2227</b>	<b>2565</b>	<b>2898</b>	<b>3314</b>
yoy %	yoy %	30%	10%	10%	13%	41%	15%	13%	14%
经调整净利率	Adjusted net margin	36.2%	34.2%	34.3%	31.3%	33.7%	33.9%	34.1%	35.4%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表37: 腾讯: 华泰预测变动

(人民币 亿元)	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)
营业收入	7,553	7,556	0.0	8,492	8,505	0.1	9,339	9,363	0.3
毛利润	4,280	4,293	0.3	4,869	4,888	0.4	5,399	5,425	0.5
归母净利润	2,169	2,176	0.3	2,506	2,514	0.3	2,876	2,885	0.3
经调整归母净利润	2,557	2,565	0.3	2,890	2,898	0.3	3,304	3,314	0.3
(%)									
毛利率	56.7%	56.8%	0.1	57.3%	57.5%	0.1	57.8%	57.9%	0.1
归母净利率	28.7%	28.8%	0.1	29.5%	29.6%	0.0	30.8%	30.8%	0.0
经调整归母净利率	33.9%	33.9%	0.1	34.0%	34.1%	0.0	35.4%	35.4%	0.0

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

## 公司估值

我们基于 SOTP 估值，给予腾讯 752.17 港币估值（前值 742.19 港币）：

1. 游戏业务每股估值 295.11 港币（占总市值 39.2%），基于 2025 年净利润 19.2xPE（前值 20.0x），较其全球可比公司 32.1x 有所折价，主因腾讯游戏增速相对更慢。
2. 社交网络业务每股估值 35.45 港币，基于虎牙、阅文、腾讯音乐的总市值，以及腾讯视频 25 年收入 3.5x PS（前值 3.0x PS）。腾讯视频 PS 估值高于在线视频行业均值 3.2x，主因头部剧集数量高于同行。
3. 在线广告业务每股估值 207.13 港币，基于 25 年净利润的 27.0xPE（占总估值 27.5%，对比前次 PE 24.8x），较全球可比公司均值 25x 有所溢价，主因 AI 持续提升广告投放效率，且腾讯视频号与 AI 搜索广告潜力尚未完全反映至利润中，我们认为估值水平可逐步接近 Meta。
4. 金融科技每股估值 61.77 港币，基于 25 年收入的 3.0x PS（维持不变），较行业均值 14.5x PS 有所折价，主系金融牌照尚未获得，支付业务增速恢复相对缓慢。
5. 企业服务和云每股估值 50.84 港币，基于 25 年收入的 7.3x PS，低于行业均值 8.5x PS，主系芯片供应受限风险尚存。
6. 投资业务每股估值 101.88 港币（前值 99.78 港币）。综上所述，我们给予腾讯目标价 752.17 港币。目标价对应腾讯 25 年 PE 24.6x（华泰经调整归母净利润口径预测）。

图表38：腾讯 SOTP 估值

SOTP 估值										
(人民币百万元)	25年预测收入	25年预测净利率	25年预测净利润	PS (x)	PE (x)	市值	腾讯持股比例	归属于腾讯的价值	占总估值比例	每股估值(港币)
一、网络游戏	272,276	47%	129,052		19.2			2,476,001	39.2%	295.11
二、社交网络（非游戏）	98,288							297,445	4.7%	35.45
腾讯音乐（TME）						282,440	49.0%	138,396	2.2%	16.50
阅文						34,826	56.9%	19,816	0.3%	2.36
虎牙						5,525	46.7%	2,580	0.0%	0.31
在线视频-订阅服务	18,421			3.5				64,474	1.0%	7.68
其它	48,119			1.5				72,179	1.1%	8.60
三、在线广告	144,007	45%	64,258		27.0			1,737,833	27.5%	207.13
四、金融科技	173,932			3.0				518,215	8.2%	61.77
五、企业服务和云	58,584			7.3				426,525	6.8%	50.84
核心业务估值小计								5,456,019		
核心业务估值（港币百万元）								5,966,122		
核心业务估值（港币）										650.30
投资企业每股估值（港币），30%持有折让									13.5%	101.88
<b>腾讯目标价</b>										<b>752.17</b>

资料来源：彭博，华泰研究预测

图表39：同业比较：云，金融科技和在线视频

公司	股票代码	股价 (交易货币)	营收同比增长 (%)			PS (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
<b>云计算</b>								
微软	MSFT US	510	14%	15%	15%	11.8	10.3	8.9
谷歌	GOOG US	241	14%	12%	12%	8.7	7.7	6.9
Salesforce	CRM US	243	9%	9%	9%	5.6	5.2	4.7
金山云	KC US	16	22%	17%	15%	3.3	2.8	2.5
亚马逊	AMZN US	228	11%	10%	11%	3.4	3.1	2.8
<b>市值加权平均 PS</b>						<b>8.5</b>	<b>7.5</b>	<b>6.6</b>
<b>金融科技</b>								
Paypal	PYPL US	67	4%	6%	7%	1.9	1.8	1.7
Block	XYZ US	73	4%	9%	9%	1.8	1.6	1.5
Visa	V US	339	11%	11%	10%	16.5	15.0	13.6
<b>市值加权平均 PS</b>						<b>14.5</b>	<b>13.1</b>	<b>11.9</b>
<b>在线视频</b>								
爱奇艺	IQ US	3	-7%	4%	4%	0.7	0.6	0.6
芒果超媒	300413 CH	29	-4%	7%	8%	4.1	3.8	3.5
<b>市值加权平均 PS</b>						<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>2.8</b>

注：港股数据截至9月12日收盘，美股数据截至美国东部时间9月12日收盘，所有数据均基于彭博一致预期

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

图表40: 同业比较: 网络游戏及在线广告

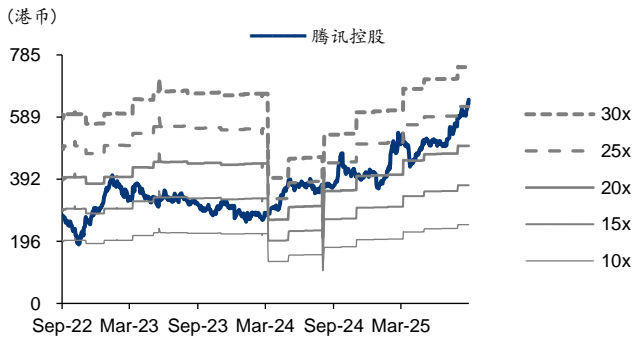
公司	股票代码	股价 (交易货币)	经调整净利润增长 (%)			非GAAP PE (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
<b>在线游戏</b>								
网易	NTES US	153	17%	6%	10%	17.1	16.0	13.0
艺电	EA US	172	88%	9%	7%	20.6	18.7	16.9
网龙	777 HK	11	46%	37%	20%	10.0	7.7	6.6
Nexon	3659 JP	3,396	-27%	13%	2%	28.4	25.0	24.5
任天堂	7974 JP	14,240	34%	35%	21%	49.6	36.9	30.4
万代南梦宫	7832 JP	5,018	-3%	10%	11%	26.1	23.7	21.3
完美世界	002624 CH	17	na	101%	18%	41.9	21.1	17.7
三七互娱	002555 CH	22	7%	10%	9%	17.1	15.5	14.2
游族	002174 CH	12	na	65%	15%	44.9	27.7	24.1
<b>市值加权平均PE</b>						<b>32.1</b>	<b>25.7</b>	<b>21.7</b>
<b>在线广告</b>								
微博	WB US	12	-2%	1%	4%	6.9	6.7	6.1
百度	BIDU US	115	-29%	6%	17%	13.9	12.5	10.7
Meta	META US	756	16%	6%	14%	26.7	25.2	22.0
谷歌	GOOG US	241	21%	6%	11%	24.1	22.5	19.8
<b>市值加权平均PE</b>						<b>25.0</b>	<b>23.4</b>	<b>20.6</b>

注: 港股数据截至9月12日收盘, 美股数据截至美国东部时间9月12日收盘, 所有数据均基于彭博一致预期  
资料来源: 彭博一致预期, 华泰研究

### 风险提示

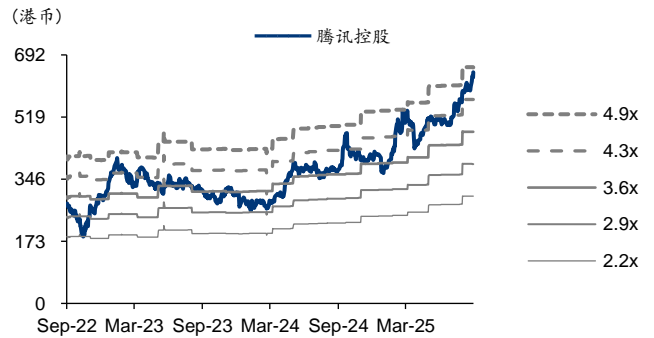
1. 支付收入增速低于一致预期;
2. 腾讯降本增效进展不及预期, 经营费用或高于预期, 净利润率扩张速度低于预期;
3. 头部游戏流水下滑, 游戏递延周期较预期更长, 导致收入增速低于预期;
4. 宏观恢复和广告增长不及预期。

图表41: 腾讯控股 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表42: 腾讯控股 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

## 免责声明

### 分析师声明

本人，夏路路、丁骄璇，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标\*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 游族网络（002174 CH）、完美世界（002624 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的1%或以上。
- 腾讯控股（700 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、丁骄琬本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 网易（NTES US）、微博（WB US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 网易（NTES US）、微博（WB US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 网易（NTES US）、微博（WB US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 游族网络（002174 CH）、完美世界（002624 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达1%或以上。
- 腾讯控股（700 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

## 评级说明

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(含此期间的股息回报)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, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数, 新加坡市场基准为海峡时报指数, 韩国市场基准为韩国有价证券指数, 英国市场基准为富时 100 指数, 德国市场基准为 DAX 指数), 具体如下:

## 行业评级

**增持:** 预计行业股票指数超越基准  
**中性:** 预计行业股票指数基本与基准持平  
**减持:** 预计行业股票指数明显弱于基准

## 公司评级

**买入:** 预计股价超越基准 15% 以上  
**增持:** 预计股价超越基准 5%~15%  
**持有:** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间  
**卖出:** 预计股价弱于基准 15% 以上  
**暂停评级:** 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策  
**无评级:** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

## 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J  
**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809  
**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231  
**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

## 华泰证券股份有限公司

**南京**  
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019  
电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521  
电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**  
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017  
电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062  
电子邮件: ht-rd@htsc.com

## 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼  
电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123  
电子邮件: research@htsc.com  
<http://www.htsc.com.hk>

## 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)  
电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702  
电子邮件: Huatai@htsc-us.com  
<http://www.htsc-us.com>

## 华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981  
电话: +65 68603600  
传真: +65 65091183  
<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司

## 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/  
邮政编码: 100032  
电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275  
电子邮件: ht-rd@htsc.com

## 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120  
电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068  
电子邮件: ht-rd@htsc.com