

# 腾讯控股 (00700. HK)

## 海外云与游戏双轮驱动，AI 赋能构筑新增长引擎

优于大市

### ◆ 公司研究 · 海外公司快评

### ◆ 互联网 · 互联网 II

### ◆ 投资评级：优于大市（维持）

|        |     |               |                           |                     |
|--------|-----|---------------|---------------------------|---------------------|
| 证券分析师： | 张伦可 | 0755-81982651 | zhanglunke@guosen.com.cn  | 执证编码：S0980521120004 |
| 证券分析师： | 陈淑媛 | 021-60375431  | chenshuyuan@guosen.com.cn | 执证编码：S0980524030003 |

### 事项：

近期，腾讯举办投资者会议，管理层分享海外云、海外游戏、AI 赋能最新动态。

### 国信互联网观点：

**海外云业务：基础设施先行，全球基础设施加速扩容，形成深耕亚洲、发力中东、辐射欧美格局。**腾讯云采取“基础设施先行”策略，在亚洲、中东、欧美加速数据中心布局，目前已覆盖全球 22 个地区。其核心优势在于技术领先（如媒体云、音视频传输、Fintech 场景）与深度本地化服务。通过成功迁移印尼 GoTo、泰国正大集团等标杆客户，证明了其以“高性价比”和优化架构（如提升响应速度、本地 IDC 部署）切入市场的能力。**海外竞争相对温和，腾讯主攻聚焦在 SaaS 和 PaaS 业务，海外客户主要包含中企出海、本地互联网企业等。**面对芯片供应等问题，腾讯优先保障内部模型训练芯片储备，同时利用 CPU 资源支撑推理场景需求。除此以外，很多海外客户自身拥有 GPU 资源，腾讯帮助客户更好地利用这些资源。

**海外游戏业务：工业化能力兑现，GaaS 能力赋能。**2025 年腾讯海外游戏增长强劲（Q3 同比+43%），我们预计全年收入达 757 亿元，占比腾讯游戏 32%，提升 3pct。加速主要系①腾讯工业化能力近年来逐渐成熟；②收购海外游戏需要有 4-5 年积累才能看到效果。腾讯合作态度开放，当前观察到越来越多团队愿意合作，比如腾讯投资了 steam 平台排名靠前的游戏，帮其做手游开发；帮助收购工作室 GGG 优化《流放之路》长线内容规划。腾讯通过国内团队的工业化效率（如《三角洲行动》的快速迭代）与海外团队的创意优势协同，正成功将国内验证的 GaaS 模式复制到全球，在东南亚等部分地区市场份额领先。

**AI 赋能游戏：全链路渗透，从提效走向体验创新。**以光子工作室为例，95%的员工使用 AI 工具，重塑游戏制作（比如 2D 美术制作，50%效率提升；3D 建模，单任务成本下降 8%等）。在体验端，AI 队友、AI 教练等应用提升了用户留存。AI 赋能游戏技术方面，过去一年已跳出纯大语言模型的框架，开始具备基础的“场景连贯性”和“实时生成能力”，比如实现“玩家奔跑后转身，身后场景实时动态生成”的 demo。但基于 LLM 的相关游戏仍然存在角色行为机械、连贯性不足等问题。腾讯凭借游戏原生基因与大模型布局，在 AI 原生游戏领域具备先发优势。

**投资建议：**海外已成为腾讯游戏与云业务明确的第二增长曲线，前期战略投入进入成果兑现期。维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司调整后净利润分别为 2626/3013/3454 亿元。维持“优于大市”评级。

### 评论：

#### ◆ 基础设施筑基+AI 赋能，腾讯海外云后发先至抢占增长高地

**海外云业务布局：基础设施先行，全球基础设施加速扩容，形成深耕亚洲、发力中东、辐射欧美格局。**今年以来，腾讯加大海外云基础设施建设，计划在中东投入 1.5 亿美元，在沙特落地首个数据中心；计划在印尼投入 5 亿美元，在印尼建设第三个数据中心；在日本大阪新建日本的第三个可用区等。目前腾讯云基础设施覆盖五大洲 22 个地区，运营 64 个可用区，全球加速节点超过 3200 个。

**核心优势：技术+本地化服务双轮驱动，构建海外差异化竞争力。**技术层面，腾讯云在音视频、游戏、数据库等多个赛道优秀。其中，腾讯媒体云服务全球领先，适配短视频、直播等主流趋势，支撑泰国足球赛事直播等核心场景，带宽、低延迟音视频传输等服务获得市场高度认可。场景层面，依托国内金融科技与商业服务经验，腾讯云能精准匹配东南亚地区等 FinTech 与零售行业的数字化需求。除此以外，腾讯在海外积极服务客户，本地 IDC 建设帮助提升响应速度。GoTo 客户案例，腾讯除价格优势外，整体解决方案设计更加高效，比如本地数据的交易速度等，存储在本地数据中心。目前，印尼 GoTo 集团将外卖、出行等核心业务从合作 10 年的海外云厂商迁移至腾讯云，迁移后 APP 响应速度提升。泰国正大集团完成旗下超市、百货及物流业务迁移，运营效率显著改善。

**海外竞争相对温和，腾讯主攻聚焦在 SaaS 和 PaaS 业务，海外客户主要包含中企出海、本地互联网企业等。**目前，东南亚云市场还在 IaaS 层迁移上云的阶段。海外云市场参与者包括国际头部云厂商与国内同行，腾讯云以“高性价比”和本地化服务为切入点，避开单纯价格战。面对芯片供应等问题，腾讯云聚焦 PaaS/SaaS 层服务，优先保障内部模型训练芯片储备，同时利用 CPU 资源支撑推理场景需求。除此以外，很多海外客户自身拥有 GPU 资源，腾讯帮助客户更好地利用这些资源。未来需求展望方面，腾讯将一方面承接中国企业出海带来的增量需求，另一方面深耕本地 SaaS 市场，把握“生成式 AI+SaaS”的转型趋势。随着标杆客户效应进一步凸显、AI 场景落地持续深化，腾讯云有望在东南亚等新兴增长市场实现规模与利润的双重提升。根据 2025 腾讯全球数字生态大会，腾讯云目前已成为 90%以上出海互联网企业、95%以上出海游戏公司的首选云服务商，也已帮助美的、广汽、泡泡玛特、杨国福等客户在海外快速部署基础设施、合规系统与核心能力。

图1：腾讯海外云布局

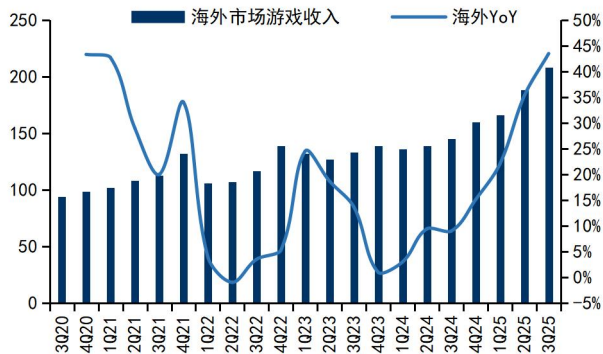


资料来源：2025 腾讯全球数字生态大会，国信证券经济研究所整理

## ◆ 工程师红利与 GaaS 能力助力腾讯海外游戏加速发展

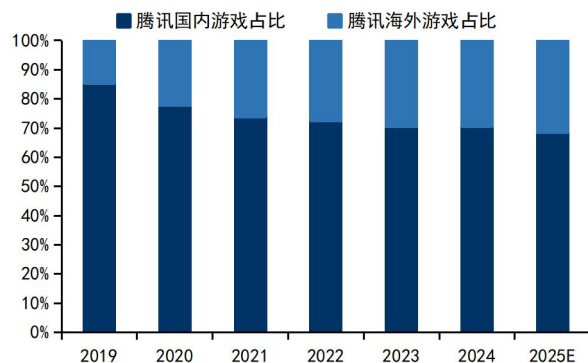
**2025 年腾讯游戏加速发展。**根据腾讯财报，25Q3 国际市场游戏收入同比增长 43%至人民币 208 亿。增长主要系 Supercell 旗下游戏的收入增长，近期收购的游戏工作室的收入贡献，以及新发布的个人电脑及主机游戏《消逝的光芒：困兽》的销量表现。我们预计 2025 年腾讯海外游戏收入 757 亿元，同比增长 31%，占比腾讯游戏 32%，提升 3pct。加速主要系①腾讯工业化能力近年来逐渐成熟；②收购海外游戏需要有 4-5 年积累才能看到效果。腾讯合作态度开放，当前观察到越来越多团队愿意合作，比如腾讯投资了 steam 平台排名靠前的游戏，帮其做手游开发；帮助收购工作室 GGG 优化《流放之路》长线内容规划。

图2：腾讯海外市场游戏收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图3：腾讯海内外游戏占比



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

**腾讯游戏国内团队输出工程师红利与 GaaS 能力，海外团队保障文化审美适配。**1) 腾讯国内出海团队经过国内激烈市场打磨对品类理解深。工程师红利显著，团队效率高；数据驱动与在线服务能力强。比如《三角洲行动》通过千人团队并行开发，实现每周迭代与每年 7-8 次大型版本更新，内容产出效率远超西方工作室的节奏。2) 腾讯海外收购团队：契合欧美主流文化审美，创意与设计独特，但缺乏工程师资源，持续生产内容能力。海外团队创意足，要求海外游戏长板足够长。与此同时，腾讯国内为海外游戏提供工程师支持、在线服务（GaaS）能力输出。

**未来腾讯海外聚焦 GaaS 与 IP 长青化，提升生命周期价值。**1) 深化 GaaS 运营模式：借鉴国内长线运营经验，为育碧、《PUBG MOBILE》等核心产品提供季度更新、社交玩法迭代等服务，延长产品生命周期。2) 强化 IP 价值挖掘：推动跨媒介开发，通过电竞生态搭建、影视化改编等方式，将《刺客信条》等 IP 打造为全球化长青品牌。3) AI 全链路持续赋能：将自研 AI 大模型应用于海外游戏研发，提升跨平台适配效率与内容生产能力，降低本地化开发成本。

#### ◆ AI 赋能游戏覆盖生产制造各环节

**AI 对于游戏的赋能主要体现在降本和游戏体验提升。**95%的腾讯光子游戏员工已在工作中使用 AI 相关工具，覆盖生产制造各环节。①重塑游戏制作（比如 2D 美术制作，50%效率提升；3D 建模，单任务成本下降 8%等）。②AI 提升游戏体验（AI 玩家、AI 教练，帮助提升初级玩家留存等；AI Bot 创造千人千面游戏体验）；③AI 赋能技术运营（异常图片检测、智能外挂检测等）。④AI 原生游戏仍处于探索阶段，未来行业拐点需要观察 AI 原生游戏用户留存的数据变化。

**腾讯在 AI 游戏原生场景技术突破中拥有优势。**AI 赋能游戏技术方面，过去一年已跳出纯大语言模型的框架，开始具备基础的“场景连贯性”和“实时生成能力”，比如实现“玩家奔跑后转身，身后场景实时动态生成”的 demo。但基于 LLM 的相关游戏仍然存在角色行为机械、连贯性不足等问题。AI 技术需同时具备“记忆设定”（保障游戏连贯性）、“高速预测控制器”（每分钟输出实时场景预测）、“实时动态生成”（基于玩家行为生成角色、物体交互）三大能力，而非单纯的场景模拟。需游戏原生公司（懂游戏场景、连贯性需求）结合自身游戏场景经验，针对性优化技术与资源配置，才有可能推动其给游戏带来实质性提升。展望未来，腾讯既是游戏原生公司，又在大模型领域深度布局，能针对性打造游戏专属世界模型。

- ◆ **投资建议：**海外已成为腾讯游戏与云业务明确的第二增长曲线，前期战略投入进入成果兑现期。维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司调整后净利润分别为 2626/3013/3454 亿元。维持“优于大市”评级。
- ◆ **投资风险：**政策风险；宏观经济疲软的风险；广告行业竞争激烈的风险；新游戏不能如期上线的风险；AI 伦理风险等。

#### 相关研究报告：

- 《腾讯控股（00700.HK）-广告增长强劲，《三角洲行动》流水快速爬升》——2025-11-16
- 《腾讯控股（00700.HK）-三项业务全面向上，重回成长视角看腾讯》——2025-10-23
- 《腾讯控股（00700.HK）-三项业务全面向上，重回成长视角看腾讯》——2025-10-17
- 《腾讯控股（00700.HK）-AI 带动广告持续高增长，海外游戏表现亮眼》——2025-08-15
- 《腾讯控股（00700.HK）-长青游戏表现良好，AI 驱动广告业务提升份额》——2025-07-16

## 财务预测与估值

| 资产负债表(百万元)       |                |                |                |                | 利润表(百万元)          |                 |                 |                 |                 |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|                  | 2024           | 2025E          | 2026E          | 2027E          |                   | 2024            | 2025E           | 2026E           | 2027E           |
| 现金及现金等价物         | 132519         | 287703         | 456438         | 650794         | 营业收入              | 660257          | 753259          | 849133          | 950329          |
| 应收款项             | 146072         | 166647         | 187858         | 210246         | 营业成本              | 311011          | 333364          | 359585          | 391228          |
| 存货净额             | 440            | 499            | 530            | 568            |                   |                 |                 |                 |                 |
| 其他流动资产           | 3334           | 3804           | 4288           | 4799           | 销售费用              | 34211           | 39852           | 42457           | 47516           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>496180</b>  | <b>672468</b>  | <b>873619</b>  | <b>1102138</b> | 管理费用              | 136220          | 178554          | 197104          | 213918          |
| 固定资产             | 92487          | 171242         | 256615         | 337580         | 利息收入              | 13808           | 16134           | 17747           | 16940           |
| 无形资产及其他          | 213806         | 200072         | 190536         | 184432         | 其他损益净额            | 10249           | (122)           | 8960            | 6362            |
| 投资性房地产           | 90896          | 90896          | 90896          | 90896          | 营业利润              | 160074          | 260262          | 316709          | 359077          |
| 长期股权投资           | 887626         | 887626         | 887626         | 887626         | 财务成本净额            | (12268)         | (15074)         | (16582)         | (15828)         |
| <b>资产总计</b>      | <b>1780995</b> | <b>2022304</b> | <b>2299292</b> | <b>2602671</b> | 分占联营合营公司损益        | 25176           | 27086           | 31149           | 27804           |
| 短期借款及交易性金融负债     | 52885          | 35334          | 43252          | 43824          | 利润总额              | 241485          | 272274          | 331276          | 371052          |
| 应付款项             | 147959         | 167955         | 178076         | 190856         | <b>所得税费用</b>      | <b>45018</b>    | <b>46888</b>    | <b>66255</b>    | <b>74210</b>    |
| 其他流动负债           | 196065         | 231563         | 251729         | 274208         | 少数股东损益            | 2394            | 5198            | 2629            | 3913            |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>396909</b>  | <b>434851</b>  | <b>473057</b>  | <b>508888</b>  | 归属于母公司净利润         | 194073          | 220188          | 262392          | 292929          |
| 长期借款及应付债券        | 277107         | 277107         | 277107         | 277107         | <b>经调整归母净利润</b>   | <b>222763</b>   | <b>262624</b>   | <b>301316</b>   | <b>345381</b>   |
| 其他长期负债           | 53083          | 53083          | 53083          | 53083          |                   |                 |                 |                 |                 |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>330190</b>  | <b>330190</b>  | <b>330190</b>  | <b>330190</b>  | <b>现金流量表(百万元)</b> |                 |                 |                 |                 |
| <b>负债合计</b>      | <b>727099</b>  | <b>765041</b>  | <b>803247</b>  | <b>839078</b>  | <b>净利润</b>        | <b>194073</b>   | <b>220188</b>   | <b>262392</b>   | <b>292929</b>   |
| 少数股东权益           | 80348          | 85546          | 88175          | 92088          | 资产减值准备            | 0               | 0               | 0               | 0               |
| 股东权益             | 973548         | 1171717        | 1407870        | 1671505        | 折旧摊销              | 61139           | 55372           | 59516           | 64845           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>1780995</b> | <b>2022304</b> | <b>2299292</b> | <b>2602671</b> | 公允价值变动损失          | (50)            | 9485            | 1018            | 3484            |
| <b>关键财务与估值指标</b> |                |                |                |                | 财务费用              | (1540)          | (1060)          | (1165)          | (1112)          |
| 经调整 EPS          | 24.15          | 28.52          | 33.18          | 37.11          | 营运资本变动            | (5597)          | 34389           | 8563            | 12322           |
| 每股红利             | 2.40           | 2.41           | 2.87           | 3.20           | 其它                | 8956            | 5198            | 2629            | 3913            |
| 每股净资产            | 105.53         | 128.13         | 153.95         | 182.78         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>258521</b>   | <b>324631</b>   | <b>334118</b>   | <b>377493</b>   |
| ROIC             | 60%            | 62%            | 61%            | 59%            | 资本开支              | (81811)         | (129878)        | (136372)        | (143190)        |
| ROE              | 20%            | 19%            | 19%            | 18%            | 其它投资现金流           | (3867)          | 0               | (10691)         | (11225)         |
| 毛利率              | 53%            | 56%            | 58%            | 59%            | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(122187)</b> | <b>(129878)</b> | <b>(147062)</b> | <b>(154415)</b> |
| EBIT Margin      | 36%            | 35%            | 37%            | 38%            | 权益性融资             | 0               | 0               | 0               | 0               |
| EBITDA Margin    | 45%            | 42%            | 44%            | 45%            | 负债净变化             | (15813)         | 0               | 0               | 0               |
| 收入增长             | 8%             | 14%            | 13%            | 12%            | 支付股利、利息           | (20634)         | (22019)         | (26239)         | (29293)         |
| 净利润增长率           | 68%            | 13%            | 19%            | 12%            | 其它融资现金流           | (103599)        | (17551)         | 7918            | 572             |
| 资产负债率            | 45%            | 42%            | 39%            | 36%            | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(176494)</b> | <b>(39570)</b>  | <b>(18321)</b>  | <b>(28721)</b>  |
| 息率               | 0.3%           | 0.4%           | 0.4%           | 0.5%           | <b>现金净变动</b>      | <b>(39801)</b>  | <b>155184</b>   | <b>168735</b>   | <b>194357</b>   |
| P/E              | 24.6           | 20.8           | 18.2           | 15.8           | 货币资金的期初余额         | 172320          | 132519          | 287703          | 456438          |
| P/B              | 5.7            | 4.7            | 3.9            | 3.3            | 货币资金的期末余额         | 132519          | 287703          | 456438          | 650794          |
| EV/EBITDA        | 21.0           | 19.7           | 16.7           | 14.9           | 企业自由现金流           | 253213          | 264963          | 311758          | 364869          |
|                  |                |                |                |                | 权益自由现金流           | 135628          | 248654          | 321074          | 366775          |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准   | 类别         | 级别   | 说明                            |
|--|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|  |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|  |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|  |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|  | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上         |
|  |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|  |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032