

【广发传媒&海外】腾讯控股 (00700.HK)

关注云业务出海前景，AI 成为新业务基因

公司评级	买入
当前价格	605.00 港元
合理价值	754.73 港元
前次评级	买入
报告日期	2025-12-19

核心观点：

- 腾讯云依托在国内的优势，业务出海渐入佳境。**腾讯云出海已经取得初步的成果，对全球 22 个物理地区和 64 个可用区开放，有超过 3200 个全球加速节点。区域市场来看，3-5 年内东南亚会是重点发力区域，主要考虑该区域的能源和电力供应稳定，能支撑数据中心长期可持续的运营，目前重点基建区域为泰国和印尼。未来，中东等区域也有较高的潜力。腾讯云具备多项差异化优势，得益于在国内积累的媒体、游戏等垂直行业的云服务体系优势，以及在金融科技、商业服务等行业的丰富经验，帮助腾讯云在新兴市场获取相应的客户群体。东南亚核心客户获取策略包括（1）深挖本地龙头企业需求，进而带动中小企业向腾讯云迁移的意愿；（2）服务中国出海企业，形成出海生态协同。
- 完善的 AI 策略，强化头部人才引入，AI 融入商业基因。**腾讯基于自身的社交、内容和企业服务生态，布局了围绕 AI infra、Agent 和应用层的矩阵架构，近期也强化了头部人才的引入，有望迎来 AI 加速期。
- 盈利预测与投资建议。**腾讯通过 AI 技术和品类拓展在广告、游戏业务上取得了坚实的成果，展望来看，广告业务受益于 AI 技术的持续迭代，AIM+ 等系统的普及，有望保持强韧的增长势头。腾讯在射击品类的产品研发、投资体系丰富，进入新的产品扩张周期，有望维持海外和本土市场的持续稳健增长。26 年，AI 的突破和云业务出海有望为新的增长亮点。我们维持公司盈利预测不变，认为公司 25~26 年收入达 7524/8278 亿元，同增 14.0%/10.0%，经调整归母净利润预计为 2586、2953 亿元，同增 16.1%、14.2%。以 26 年收入和业绩基于 SOTP 按最新股本测算合理价值为 754.73 港元/股。维持“买入”评级。
- 风险提示：**监管趋严、游戏版号审核趋严、受新兴技术冲击的风险。

盈利预测：注：归母净利润和 EPS 均为 NonGAAP 口径；

单位:人民币亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	6,090	6,603	7,524	8,278	8,915
增长率（%）	9.8%	8.4%	14.0%	10.0%	7.7%
EBITDA（亿元）	2,119	2,941	3,022	3,528	3,991
归母净利润（亿元）	1,577	2,227	2,586	2,953	3,295
增长率（%）	36.4%	41.2%	16.1%	14.2%	11.6%
EPS（元/股）	16.32	23.51	28.32	32.34	36.09
市盈率（P/E）	16.3	16.1	19.4	17.0	15.2
ROE（%）	19.5%	22.9%	22.4%	21.7%	20.8%
EV/EBITDA	12.9	12.7	17.3	14.4	12.3

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师：旷实



SAC 执证号: S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师：周喆



SAC 执证号: S0260523050003



SFC CE No. BJD408



010-59136890



zhouzhe@gf.com.cn

相关研究：

【广发传媒&海外】腾讯控股 2025-11-14

(00700.HK) :Q3 收入提速，AI 切实赋能应用和效率

【广发传媒&海外】腾讯控股 2025-10-10

(00700.HK) :Q3 前瞻：预计游戏和广告支撑业绩提速

【广发海外】腾讯控股 2025-08-22

(00700.HK) :从“搜打撤”到《三角洲行动》，再次认知腾讯大 DAU 竞技游戏能力

注：本报告货币使用人民币，港币对人民币汇率采用0.90736。

一、腾讯云出海

腾讯云目前在全球构建了22个物理地区，64个可用区和3200多个加速节点的基础设施，东南亚、中东等地都是云业务出海的重点区域。腾讯云出海已经取得初步的成果，根据腾讯云官网，腾讯云目前对全球22个物理地区和64个可用区开放，有超过3200个全球加速节点。区域市场来看，3-5年内东南亚会是重点发力区域，主要考虑该区域的能源和电力供应稳定，能支撑数据中心长期可持续的运营，目前重点基建区域为泰国和印尼。未来，中东等区域也有较高的潜力。

技术和行业层面，腾讯云具备多项差异化优势。得益于在国内积累的媒体、游戏等垂直行业的云服务体系优势，以及在金融科技、商业服务等行业的丰富经验，帮助腾讯云在新兴市场获取相应的客户群体。

东南亚核心客户获取策略：（1）深挖本地龙头企业需求，进而带动中小企业向腾讯云迁移的意愿；（2）服务中国出海企业，形成出海生态协同。根据腾讯云官网，2025年6月，腾讯云和印尼GoTo集团（GoTo 生态系统涵盖广泛的服务领域，包括出行、外卖配送、支付、金融服务以及面向商户的技术解决方案）宣布，已经成功将GoTo的即时服务系统迁移至腾讯云位于印尼雅加达的本地数据中心，是GoTo大规模数据迁移计划的重要部分。为支撑此次迁移，腾讯云扩充了其在印尼的基础设施，将雅加达区域的可用区数量从2个增至3个。新增的第3个数据中心已全面投入运营，进一步增强了印尼的云服务能力。

图 1：腾讯云全球基础设施



数据来源：腾讯云官网，广发证券发展研究中心

二、AI 成为新的业务基因

在腾讯发布的AI产品应用全景图谱中，包含了基础设施、AI平台工具、Agent矩阵和应用多个层级，腾讯近期也不断增强头部AI人才的引入。（1）模型层，持续推进自研混元大模型持续升级迭代，同时接入Deepseek等优秀的开源模型。（2）AI平台工具层，包括腾讯元器、智能体开发平台、具身智能平台。（3）Agent应用矩阵层，包括了数个企业服务Agent、生活场景Agent和办公场景Agent。举例来看，企点营销云Agent，可以帮助企业客户完成人群提取等营销活动。腾讯地图旅游Agent可一键生成个性化旅游攻略。CodeBuddyAgent辅助开发者实现代码自动补全和诊断。（4）应用层，包括了APP+AI，和AI原生应用。原有应用结合元宝的AI功能不断提升用户体验，AI原生应用则包括了元宝、IMA等产品。

图 2：腾讯AI产品应用全景图谱



数据来源：腾讯微信公众号，广发证券发展研究中心

图 3：腾讯AI矩阵



数据来源：腾讯微信公众号，广发证券发展研究中心

商业化方面，AI对广告的赋能最为直接，在游戏体验、2B服务生态上，AI的潜力仍未充分挖掘。从今年以来腾讯营销服务业务的增速来看，AI对广告系统的提效持续显现，一方面，AI对用户兴趣的识别更加精准，可以提高广告的匹配和转化效率，另一方面，AI对智能广告投放、广告素材生成都有持续的优化作用。

腾讯推出AIM+，以AI驱动的自动化广告投放解决方案，包括小店艾米、线索艾米、内容艾米。随着微信小店GMV的持续提升，腾讯针对小店广告也进行较多的优化，包括智能生成广告素材和自动化投放。

表 1：腾讯广告AIM+更新日志

日期	变动
2025.11	新增小店艾米-推直播间/推商品场景
2025.11	新增 AI 应用艾米（上线中）
2025.11	新增游戏应用艾米&阅读应用艾米
2025.9	新增艾米智能创意结构
2025.9.18	新增小说艾米
2025.7.17	新增全店托管
2025.6.3	新增小店单链路智投
2025.4.22	新增全域通-直播、全域通-直购场景
2025.4.14	小游戏跑量新增混变 roi 投放目标
2025.3.24	新增单品全域销售场景枚举值

数据来源：腾讯广告AIM+ API使用文档，广发证券发展研究中心

图4：腾讯广告（小店版）功能示例

按「实际转化」扣费，无转化不扣费

商家可设置的转化目标有：商品成交、直播间成交、直播间观众、直播间商品点击。以转化目标「商品成交」为例：

- 01 用户浏览广告
用户观看到广告
- 02 用户完成购买
用户下单并完成支付，达成商家设置的转化目标
- 03 系统扣除广告费
系统根据商家设置的出价扣除广告费



最少2步，轻松创建推广



智能生成，动态适配



触达全域流量

数据来源：腾讯广告平台，广发证券发展研究中心

游戏方面，不断优化和探索AI Bot和AI原生玩法，以丰富用户的游戏体验，提升留存。在游戏运营中，AI不仅只是填充对局，已经逐步成为腾讯游戏提升用户体验的核心驱动力，AI Bot的能力逐步成熟，例如陪玩、对战和训练场景，都可以通过AI Bot实现更优的玩家体验，缩短新手学习期，提升留存。另一方面，腾讯持续孵化和探索AI原生游戏，在游戏平台内部作为独立休闲的玩法给玩家提供更多元的选择。

AI+编程已经在腾讯研发体系逐步普及。根据腾讯云发布的《腾讯2025研发大数据报告》，(1) AI 编程成为常态：90% 工程师使用CodeBuddy辅助编程提效，50% 的新增代码由AI辅助生成，代码评审环节AI的参与度达到94%，其中有28%的代码问题

由AI直接发现并被采纳；AI辅助平均编码时间缩短20%，研发效能提升。（2）研发流程的自动化，月均节省530万次手工操作。腾讯研发自动化水平提升67%，代码质量明显改善。（3）从微信到游戏业务线全面受益，例如，微信支付需求交付周期缩短31%，发布质量提升14%；腾讯广告迭代效率提升2倍，90%版本发布实现全流程自动化；腾讯游戏美术制作自动化率达95%；微信后台编译耗时降低50%等。

图5：AI+研发



数据来源：腾讯云公众号《腾讯 2025 研发大数据报告》，广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

我们维持前次报告的盈利预测不变，预计2025-26年，公司总收入分别达到7524亿元、8278亿元，同比增长14%、10%。其中，游戏业务收入预计2025-26年在射击等新品类产品周期的带动下分别达2397亿元、2645亿元，同比增长21%、10%；社交网络收入预计在音乐、小游戏等业务持续增长带动下在2025-26年分别达1293亿元、1380亿元，同比增长6%、7%；营销服务业务因视频号、搜一搜等库存的曝光量增长，结合AI对广告技术的提振，预计2025-26年收入分别达到1460亿元、1706亿元，同比增速分别为20%、17%；金融和企业服务，考虑宏观环境没有明确的变化，预计2025-26年收入分别达到2288亿元和2461亿元，同比增速对应为8%、8%。考虑公司主业的经营杠杆仍有稳定的释放空间，结合对AI投入加大带来的成本上浮，我们预计2025-26年公司经调整归母净利润为2586亿元和2953亿元，同比增速对应为16%、14%。按照SOTP估值法，我们维持各个业务估值系数不变，参考最新股本，认为公司的合理价值为754.73港元/股，维持“买入”评级。

四、风险提示

监管趋严的风险。如果监管信息安全，用户隐私，长视频、短视频、直播等内容平台的内容审核进一步趋于严格，则会影响平台内容供应和用户活跃，进而对收入增长产生负面影响。

游戏版号审核趋严的风险。如果游戏版号审核趋严，则会影响新游戏上线时间，导致游戏上线推迟，对游戏收入增速带来负面影响。

受新兴技术冲击的风险。AI或带动新的产品涌现，如果出现新的AI界面，或影响公司产品矩阵在移动端的市场占有率。

资产负债表

单位:人民币亿元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	5,184	4,962	6,100	7,809	9,785
现金及现金等价物	1,723	1,325	2,148	3,530	5,164
应收账款及票据	466	482	549	604	651
存货	5	4	5	5	5
其他	2,991	3,150	3,399	3,669	3,965
非流动资产合计	10,588	12,848	13,702	14,496	15,232
固定资产净值	668	925	1,225	1,425	1,525
长期投资	7,228	8,876	9,410	9,982	10,598
商誉及无形资产	1,982	2,138	2,138	2,138	2,138
其他	710	909	929	950	972
资产总额	15,772	17,810	19,802	22,305	25,017
流动负债合计	3,522	3,969	4,016	4,319	4,651
短期借款	415	529	539	550	561
应付账款及票据	1,151	1,273	1,093	1,146	1,206
其他	1,955	2,167	2,384	2,622	2,884
非流动负债合计	3,514	3,302	3,383	3,469	3,562
长期借款	2,929	2,771	2,799	2,827	2,855
其他非流动负债	585	531	584	642	707
总负债	7,036	7,271	7,399	7,788	8,213
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	8,133	9,740	11,553	13,606	15,869
其他	-47	-5	-2	2	-36
归母权益总额	8,086	9,735	11,551	13,608	15,833
少数股东权益	651	803	853	909	972
股东权益合计	8,737	10,539	12,404	14,517	16,804
负债及股东权益合计	15,772	17,810	19,802	22,305	25,017

现金流量表

单位:人民币亿元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	2,220	2,585	2,809	3,532	3,986
合并净利润	1,180	1,965	2,270	2,573	2,835
折旧与摊销	590	562	500	650	800
营运资本变动	192	219	-83	181	217
其他非经营性调整	285.05	-136.46	122.64	128.26	134.04
投资活动现金流净额	-1,252	-1,222	-1,462	-1,567	-1,677
处置固定资产收益	3	2	-45	-46	-47
资本性支出	-474	-960	-800	-850	-900
投资资产支出	-828	-369	-737	-796	-860
其他	47	106	119	124	130
融资活动现金流净额	-826	-1,765	-527	-586	-678
长期债权融资	26.52	-206.89	27.71	27.99	28.27
股权融资	-427	-1,004	0	0	0
支付股利	210	289	411	466	513
其他	-635	-843	-965	-1,079	-1,220
现金净增加额	156	-398	823	1,383	1,633
期初现金余额	1,567	1,723	1,325	2,148	3,530
期末现金余额	1,723	1,325	2,148	3,530	5,164

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
主营收入增长率	9.8%	8.4%	14.0%	10.0%	7.7%
营业利润增长率	53.2%	31.0%	24.3%	14.4%	11.1%
NonGAAP 业绩增速	36.4%	41.2%	16.1%	14.2%	11.6%
获利能力					
毛利率	48.1%	52.9%	56.4%	58.5%	59.4%
NonGAAP 净利率	26.4%	34.1%	35.0%	36.4%	37.7%
NonGAAP ROE	19.5%	22.9%	22.4%	21.7%	20.8%
偿债能力					
资产负债率	44.6%	40.8%	37.4%	34.9%	32.8%
有息负债率	21.2%	18.5%	16.9%	15.1%	13.7%
流动比率	1.5	1.3	1.5	1.8	2.1
利息保障倍数	12.9	19.1	16.0	17.8	19.1
营运能力					
应收账款周转天数	27.5	26.3	26.3	26.3	26.3
存货周转天数	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应付账款周转天数	131.2	147.4	120.0	120.0	120.0
每股指标					
NonGAAP EPS	16.32	23.51	28.32	32.34	36.09
每股净资产	92.13	114.24	135.85	159.00	184.05
每股经营现金流	23.41	28.02	30.76	38.69	43.65
估值比率					
NonGAAP PE	16.3	16.1	19.4	17.0	15.2
PB	3.2	3.6	4.4	3.7	3.2
EV/EBITDA	12.9	12.7	17.3	14.4	12.3

利润表

单位:人民币亿元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	6,090	6,603	7,524	8,278	8,915
营业成本	3,159	3,110	3,279	3,439	3,617
毛利	2,931	3,492	4,245	4,839	5,298
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	342	364	395	439	464
行政管理费用	1,035	1,128	1,363	1,556	1,676
营业利润	1,528	2,001	2,487	2,844	3,159
利息收入	138	160	162	167	172
利息支出	118.85	124.47	157.37	162.09	166.95
权益性投资损益	-3	252	80	80	80
其他非经营性损益	4	127	-45	-46	-47
除税前利润	1,613	2,415	2,741	3,100	3,416
所得税	433	450	472	527	581
合并净利润	1,180	1,965	2,270	2,573	2,835
少数股东损益	28	24	49	57	62
归母净利润	1,152	1,941	2,220	2,516	2,773
NonGAAP 归母净利	1,577	2,227	2,586	2,953	3,295

广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。

廖志国：联席首席分析师，硕士，毕业于莫纳什大学，2025年6月加入广发证券，曾任职于华创证券研究所，4年证券行业研究经验。

周 喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

章 驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。

罗 悅 纯：资深分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。

黄 静 仪：高级研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：(1) 本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；(2) 研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。