

买入

2026 年 3 月 26 日

AI 赋能驱动业务关键跃迁，战略布局聚焦智能体生态构建

► **2025Q4 及全年业绩收入超出市场预期，AI 新产品投入创历史新高：**得益于 AI 商业化全面兑现——游戏超行业 15ppt、广告超行业 5ppt、云首次规模化盈利，2025Q4 公司录得收入 1,944 亿元人民币，同比增长 13%，环比增长 0.8%；全年总收入为 7,518 亿元，同比增长 8%。2025Q4 归母净利润录得 583 亿元人民币，同比增长 14%；全年录得 2,248 亿元，同比增长 16%。扣除股权激励费用、投资收益等项目后，体现核心业务的 Non-IFRS 归母净利润 2025Q4 录得 647 亿元人民币，同比增长 17%；全年录得 2,596 亿元，同比增长 17%。2025 年资本支出为 792 亿元，同比增长 8%；新 AI 产品投入首次超 180 亿元，AI 投资创历史新高，主要用于 AI 算力采购、云服务、模型训练等 AI 投资与服务。

► **Q4 长青游戏推动增长，国际游戏表现亮眼：**2025Q4 本土市场游戏收入为 382 亿元人民币，同比增长 15%，主要得益于《三角洲行动》、《无畏契约》增量收入贡献。《无畏契约手游》成为 2025 年全球最成功新游，AI 辅助研发加速内容产出。国际市场游戏收入为 211 亿元人民币，同比增长 32%，主要受到《PUBG MOBILE》持续增长，《荒野乱斗》10 周年 DAU 及流水再创历史新高，《鸣潮》及《星际战甲》等游戏贡献增量。2025 年国际游戏年收入首破 100 亿美元。全年游戏总收入为 2,416 亿元，同比增长 22%。

► **AI 赋能营销服务增长，视频号与微信搜索需求旺盛：**2025Q4 营销服务录得收入 411 亿元，同比上升 17%，得益于用户互动度的提升以及持续对广告平台的 AI 技术升级。AI 基础模型升级，AIM+自动化投放方案落地，广告主 ROI 显著提升。视频号总用户使用时长 2025 年同比增超 20%。微信搜索 AI 升级，商业化查询量快速增长；2026Q1，营销服务预计增速高于 Q4。随着微信小店和 AI 持续应用，广告收入将随消费需求侧和流量供给侧的加大进一步增强。

► **Q4 金融科技与企业服务全面增长：**2025Q4 金融科技和企业服务收入录得 608 亿元人民币，同比增长 8%。金融科技服务以高个位数增长，财富管理、商业支付毛利提升驱动，不良贷款率持续优于行业。企业服务 Q4 同比+22%，腾讯云受益于内存/CPU 供给偏紧下议价力改善及 AI 需求旺盛，云媒体服务大幅增长；2025 年全年云调整后经营利润达 50 亿元，完成规模化盈利里程碑。

► **目标价 780 港元，买入评级：**综合分析，我们考虑到公司各项业务利润率改善均超预期，公司加大 AI 投资力度，并采用多模型战略赋能在多个消费端应用和存量业务，预计其核心业务将保持稳健增长态势。鉴于 AI 应用及商业化进度超预期，我们上调了各个业务的估值倍数。收入和经营利润预测采用 2026 年的预测数据，计算得出目标价为 780 港元，较上一收盘价有 54.33 %上升空间，维持买入评级。

李京霖

+852 25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

吕彦辛

+852 25321539

Alexandra.lyu@firstshanghai.com.hk

主要数据

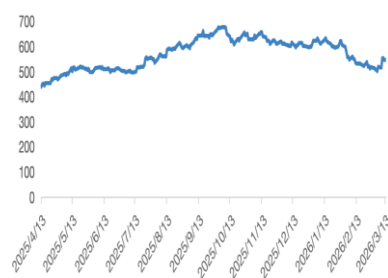
行业	TMT
股价	505.5 港元
目标价	780 港元 (+54.33%)
股票代码	700
已发行股本	91.24 亿股
市值	4.551 万亿港元
52 周高/低	683/414.5 港元
每股净资产	143.75 元人民币
主要股东	Naspers Ltd (23.37%) 马化腾 (7.88%) Vanguard (2.97%) Blackrock (2.73%) 挪威银行 (1.36%)

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	24年实际	25年实际	26年预测	27年预测	28年预测
总营业收入（人民币百万元）	660,257	751,766	834,360	910,860	984,898
变动	8.41%	13.86%	10.99%	9.17%	8.13%
经调整净利润	222,703	259,626	286,900	317,719	355,149
变动	41.23%	16.58%	10.51%	10.74%	11.78%
经调整每股盈利（人民币元）	23.67	28.09	31.15	34.69	38.98
变动	44.25%	18.65%	10.91%	11.35%	12.39%
股息	4.50	5.30	5.90	6.20	6.50
市盈率505.5港元（倍）	19.49	16.43	14.81	13.30	11.83

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：Bloomberg

业绩概览：2025Q4 业绩

2025Q4 公司录得收入 1,944 亿元人民币，同比增长 13%，环比增长 3%。扣除股非现金股权激励费用、投资收益等项目后，体现核心业务的 Non-IFRS 归母净利润录得 647 亿元人民币，同比增长 17%。

2025Q4 增值服务业务收入录得人民币 899 亿元，同比增长 14%。

(1) 2025Q4 社交网络收入同比增长 3% 到 306 亿，主要受益于视频号直播服务收入增长及音乐付费会员收入提升。音乐订阅收入同比增长 13%，ARPU 与付费会员数双升，腾讯音乐巩固中国音乐流媒体市场领先地位；腾讯视频会员数同比上升，自制剧《许我耀眼》、综艺《大自然高 3》、动漫《仙逆》均位列各自品类全平台第一。视频号总用户使用时长 2025 年同比增超 20%，按 DAU 计算，已成中国第二大短视频平台。2025 年全年社交网络收入录得 1,277 亿元，同比增长 5%。

(2) 游戏业务 Q4 本土市场游戏收入为 382 亿元人民币，同比增长 15%，主要得益于《三角洲行动》、《无畏契约》系列（PC 端及手游）以及《鸣潮》增量贡献。《无畏契约手游》成为 2025 年全球最成功新游。国际市场游戏收入为 211 亿元人民币，同比增长 33%，主要受到《PUBG MOBILE》及 Supercell 旗下游戏持续增长，《皇室战争》DAU 创历史新高，《鸣潮》赢得 TGA 玩家之声大奖，《星际战甲》12 月 DAU 及流水双创历史新高。2025 全年游戏总收入为 2,416 亿元，同比增长约 22%。

2025Q4 营销服务业务收入录得 411 亿元，同比上升 17%，受益于 AI 广告精准定向能力持续升级及 Q4 旺季效应。互联网服务、本地服务广告快速增长；电商类增速略放缓；金融广告受政策影响有所承压。广告平台 AI 基础模型升级，“腾讯广告 AIM+”自动化投放 ROI 显著提升。AI 视频号广告库存持续扩充，小游戏、短剧吸引更多广告主。微信搜索通过 AI 升级搜索结果，商业化查询量快速增长，搜索广告出价同步上涨。进入 2026Q1，营销服务收入增速预计较 2025Q4 进一步加速，主要受益于深化与电商平台合作及视频号奖励广告库存扩增。2025 全年营销服务收入为 1,450 亿元，同比增长 19%。

2025Q4 金融科技和企业服务收入录得 608 亿元人民币，同比增长 8%。金融科技服务收入以高个位数百分比增长，财富管理及商业支付毛利提升驱动，不良贷款率持续优于行业。企业服务 Q4 同比增长 22%，腾讯云受益于内存/CPU 供给议价力改善及 AI 需求旺盛，云媒体服务大幅增长；2025 年全年云服务调整后经营利润达 50 亿元，完成规模化盈利。腾讯会议位列中国视频会议（按使用时长及收入）双第一，企业微信位列中国 CRM 软件收入第一。2025 全年金融科技和企业服务收入为 2,294 亿元，同比增长 8%。

2025Q4 毛利率为 56%，同比增长 3%。其中增值服务毛利率同比上升 4% 至 60%，主要受益于自研高毛利游戏贡献提升。营销服务毛利率同比上升 2% 至 60%，受视频号等高毛利收入流强劲增长支撑。金融科技与企业服务的毛利率同比上升 4% 至 51%，受益于云业务规模扩大、收入结构改善及成本效率提升。2025 全年毛利率为 56%，同比上升 3%。

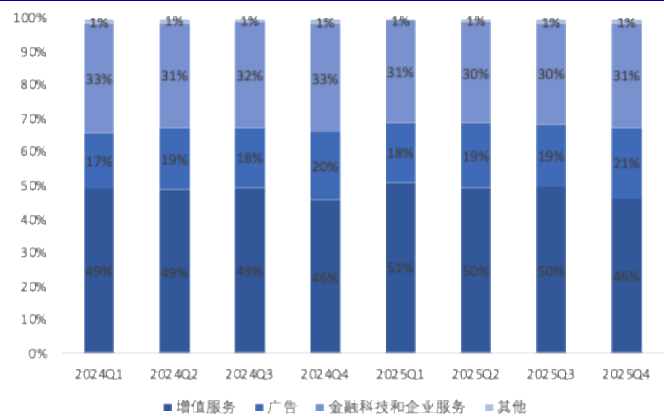
2025Q4 销售及市场推广开支同比增长 26% 至人民币 130 亿元，主要由于为支持 AI 原生应用及游戏业务发展加大推广力度；全年销售费用 417 亿元，同比+15%。2025Q4 一般行政开支为 363 亿元人民币，同比增长 16%，由于 AI 业务员工增加及折旧增加。全年研发费用 857 亿元，同比+21%；一般及管理费用（不含研发）504 亿元，同比+20%。截至 2025Q4，公司共拥有约 11.58 万名员工，同比增长 5%。2025Q4 研发费用同比上升 22% 至人民币 238 亿元，由于员工数量增加和 AI 相关折旧。

2025 年 Q4 资本开支为 196 亿，全年资本开支为 792 亿，全年同比增长 8%；新 AI 产品投入（混元训练+元宝推理+AI 营销）首次单独披露全年投入达 180 亿元（4Q25 单季 70 亿），AI 投资创历史新高。展望 2026 年 AI 投入预计超翻倍，管理层以类 CAPEX 前置性投入定性，拟以核心业务利润增量覆盖；GPU 算力 2026 年下半年显著提速（H20 重新可获取+国内 GPU+租赁三路并进）。

股东回报方面，公司 2025 年全年回购 800 亿港元。2026 年鉴于 AI 高回报投入机会，

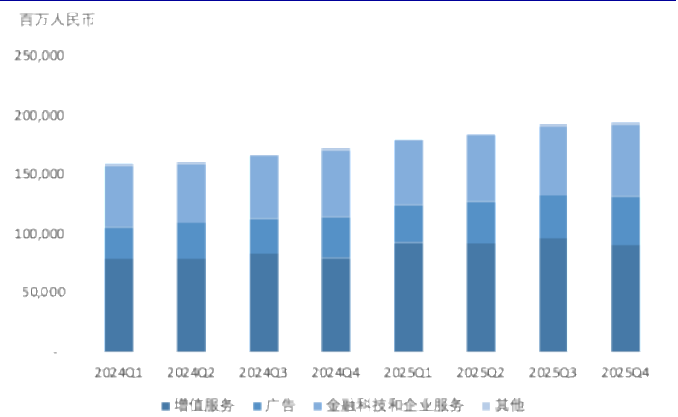
回购规模预计低于 2025 年，视 AI 投入节奏而定；股息将随利润增长持续提升，拟派息 480 亿港元（每股 HK\$5.30，同比+18%）。

图表 1：公司收入结构



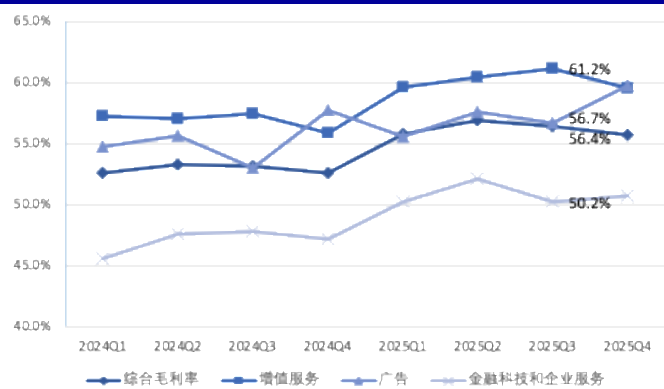
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 2：公司季度收入增长（百万元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 3：公司毛利率水平



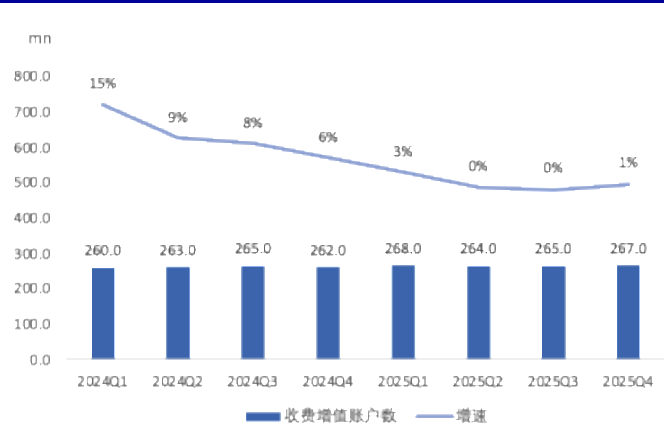
资料来源：公司资料、第一上海整理

图 4：经调整归母净利润（百万元）



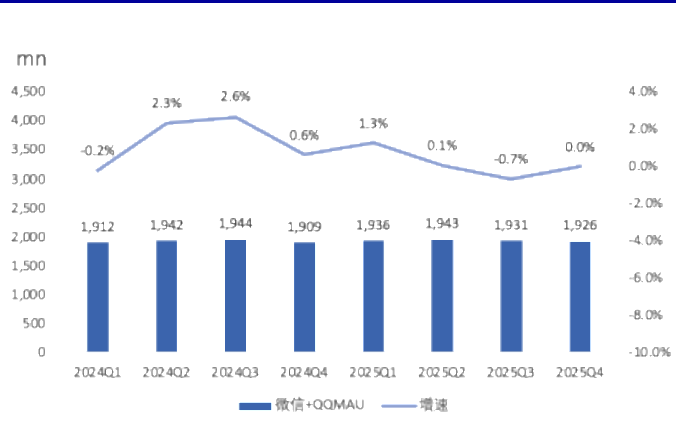
资料来源：公司资料、第一上海整理

图表 5：增值服务账户数（百万）



资料来源：公司资料、第一上海整理

图表 6：微信和 QQ MAU（百万）



资料来源：公司资料、第一上海整理

腾讯 AI 战略专题分析：护城河与智能体生态

腾讯 AI 壁垒：管理层六维护城河框架与业务验证

多模型战略抢占市场，
组织架构调整形成 AI 入口矩阵

在 FY2025 全年业绩电话会上，管理层首次系统阐述了腾讯判断 AI 壁垒是否可持续的六大标准，并逐一对照自身三大业务板块进行了评估。这一框架既是对市场“AI 投入能否转化为长期竞争优势”质疑的正式回应，也是腾讯 2026 年持续加码 AI 投资的底层逻辑依据。

管理层六大护城河判断标准

管理层认为，只有同时具备以下特征的业务，AI 赋能才能形成真正的护城河而非短期效率提升：

- ① 网络效应——用户规模越大，AI 模型训练数据越丰富，推荐效果越强，形成正向飞轮；关键在于先发规模优势难以被追平，后来者必须复制用户基数与数据质量
- ② 私有专属数据——社交关系链、支付行为、游戏内行为等不可复制的第一方数据；这三类第一方数据具有高度个人化、场景化属性。
- ③ 牌照与监管壁垒——支付、金融、游戏版号等受监管业务天然排除“AI 平替”可能；均属强监管领域，新进入者必须经过多年审批积累，形成天然的竞争隔离带，AI 技术的进步无法绕过监管门槛。
- ④ 稀缺 IP 内容——自研游戏 IP（《英雄联盟》《王者荣耀》）、腾讯视频独家版权；IP 价值随时间累积而非递减，天然抵御 AI 冲击。
- ⑤ 低佣金/高转换成本——微信生态的小程序、企业微信 CRM 黏性使客户难以迁移；迁移成本极高。一旦企业将 CRM、OA、会议全面迁入，替换成本等同于重建数字化基础设施。
- ⑥ 供应链整合能力——腾讯云 IaaS/PaaS 深度嵌入客户研发运营流程，提供定制化 AI 解决方案后形成强黏性。

AI 同时赋能消费端、企业端、业务端多场景

三大业务可防御性验证

（一）通讯与社交——六维全覆盖，防御强度最高

微信社交关系链具有极高不可复制性，这是整个腾讯 AI 战略的底层基础。用户在微信上积累的社交关系、支付习惯、内容消费记录，共同构成了竞争对手无法购买也无法复制的第一方数据基础。在 AI 时代，这一数据优势被进一步放大：WeChat AI 搜索通过理解用户的社交关系网络来优化搜索结果排序，精准度远超普通语义搜索；ClawBot 通过微信原生调度微信支付、地图、通讯录等全生态能力，使得每个 Agent 的服务深度远超独立 App。

核心数据支撑：视频号总用户使用时长 2025 年同比增超 20%，按 DAU 计算已成中国

微信不可复制的社交数据飞轮、游戏 IP 与 AI 降本的双轮驱动、以及监管牌照在 AI 时代的反向强化，共同印证了腾讯三大核心业务的 AI 护城河已从理论逻辑走向可量化的业绩验证。

第二大短视频平台，仅次于抖音；MAU 已达 13.88 亿，同比保持稳健增长；微信搜索 AI 升级带动商业化查询量快速增长，搜索广告出价同步上涨，CPM 持续提升。2026 年进入全量的 ClawBot 将是下一个重要验证节点。

(二) 游戏业务——IP+AI 降本双轮驱动，超越行业 15 个百分点

游戏业务 2025 全年收入 2,416 亿元，同比增长约 22%，超行业平均增速约 15 个百分点（Newzoo 数据）。超额增长来自两个层面：一是 IP 护城河的持续兑现——《无畏契约手游》成为 2025 年全球最成功新游，《三角洲行动》贡献显著增量，《皇室战争》DAU 创历史新高；二是 AI 辅助研发的降本增效——VISVISE 视觉生成系统使美术资产生产成本大幅下降，NPC 行为 AI 使游戏内容深度和可玩时长显著提升。

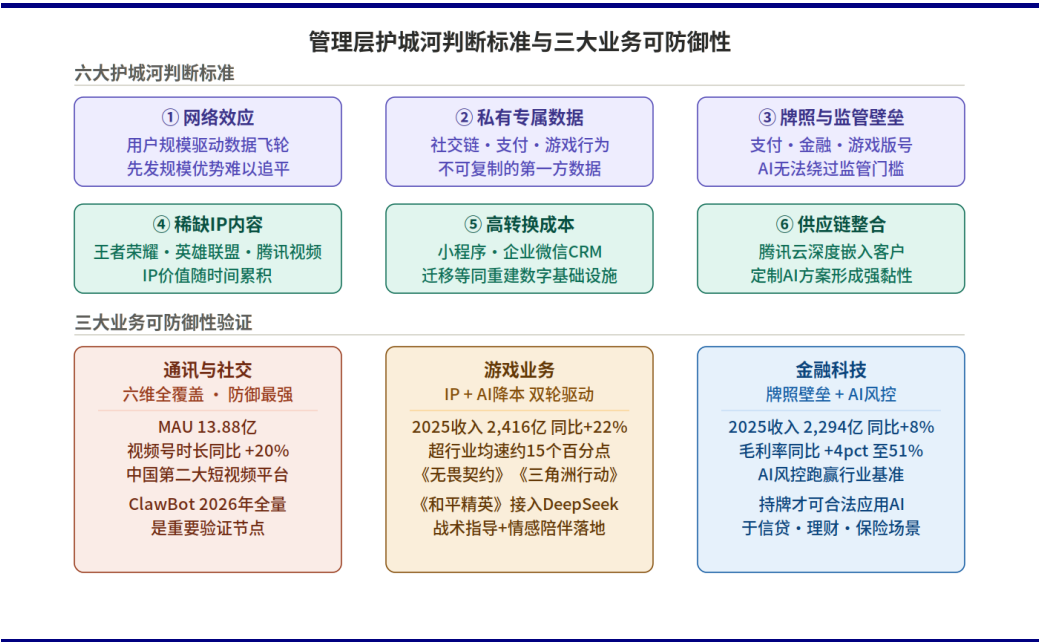
AI 赋能游戏的路径正在从研发降本向用户黏性提升延伸。《和平精英》接入 DeepSeek 后，战术指导与情感陪伴场景率先上线——AI 队友可以根据用户的实时操作给出个性化战术建议，情感陪伴功能则显著提升了中低活跃用户的留存率。这一功能的规模化复制将是 2026 年游戏 AI 落地的重要催化剂。

(三) 金融科技——牌照壁垒+AI 风控，毛利率持续上行

金融科技板块 2025Q4 收入 608 亿元，全年 2,294 亿元，同比+8%，毛利率同比提升 4 个百分点至 51%。毛利率的持续上行源于两股力量：其一，财富管理产品的高毛利收入占比提升（理财产品、基金销售佣金），AI 推荐算法使理财产品的用户匹配精度显著提升，转化率和客单价双升；其二，AI 风控模型使不良贷款率持续跑赢行业基准，信用损失拨备减少直接改善净利润率。

支付牌照的监管壁垒在 AI 时代不仅没有削弱，反而因为 AI 嵌入金融服务的趋势而进一步强化：只有持牌机构才能合法地将 AI 决策应用于信贷、理财、保险等金融场景，这意味着腾讯在金融 AI 的商业化上具备竞争对手难以逾越的合规门槛。

图表 7：腾讯护城河与业务防御性



资料来源：公司资料、第一上海

腾讯 AI 矩阵：三层架构全景与混元生态战略

腾讯 AI 以混元为技术底座、以 13.88 亿月活微信生态为近零边际成本分发渠道，构建起三层架构护城河。

腾讯 AI 战略并非单一产品战略，而是一套以生态规模为护城河、以产品矩阵为商业化载体、以基础模型为技术底座的三层架构系统工程。管理层在 FY2025 业绩会首次完整披露了该架构的商业化进展，并上调 2026 年 AI 新产品投入至超 2 倍（对应超 360 亿元）。

三层架构的设计逻辑是：最底层的基础模型层决定 AI 能力的技术天花板，中间的产品矩阵层是 AI 能力商业化的主战场，最顶层的生态分发层则是腾讯相较于字节、百度最难被复制的核心差异化——13.88 亿月活的微信用户覆盖，使任何 AI 产品一旦完成集成即可实现近零边际成本的规模化分发。

图表 8：腾讯 AI 矩阵架构图



资料来源：公司资料、第一上海

三层架构的战略框架

腾讯 AI 战略并非单一产品战略，而是一套以生态规模为护城河、以产品矩阵为商业化载体、以基础模型为技术底座的三层架构系统工程。管理层在 FY2025 业绩会首次完整披露了该架构的商业化进展，并上调 2026 年 AI 新产品投入至超 2 倍（对应超 360 亿元）。

三层架构的设计逻辑是：最底层的基础模型层决定 AI 能力的技术天花板，中间的产品矩阵层是 AI 能力商业化的主战场，最顶层的生态分发层则是腾讯相较于字节、百度最难被复制的核心差异化——13.88 亿月活的微信用户覆盖，使任何 AI 产

品一旦完成集成即可实现近零边际成本的规模化分发。

生态分发层是腾讯相较于所有国内外 AI 竞争对手最难被颠覆的护城河。其核心价值在于：AI 能力一旦集成入微信/小程序/视频号生态，即可在不新增获客成本的前提下触达近 14 亿月活用户。这一分发效率是任何独立 AI 应用难以复制的。

- 微信/WeChat：全球最大的单一通讯应用，MAU 13.88 亿，日均使用时长超 40 分钟，AI 嵌入点包括搜一搜、AI 摘要、ClawBot 等；
- 小程序生态：400 万+小程序覆盖生活、娱乐、电商、金融等全品类场景，AI Agent（ClawBot）可直接在小程序内调度全生态能力；
- 视频号：按 DAU 计中国第二大短视频平台，2025 年用户时长同比+20%，AI 推荐算法驱动内容分发效率持续提升，广告库存随时长增长同步扩张；
- 搜一搜：AI 升级后商业化查询量快速增长，搜索广告 CPM 提升，成为营销服务增量的重要来源；
- 微信支付：10 亿用户的支付网络使 ClawBot 天然具备交易闭环能力，Agent 发现服务→支付→完成交易的完整路径无需跳出微信。

混元 HY3.0 与三步芯片策略

混元 HY3.0 以万亿参数 MoE 架构达 GPT-4o 同级并将于 4 月发布，配合 H20 训练、国产 GPU 推理、租赁算力降本三步芯片策略，在技术能力与供应链安全之间取得平衡，为腾讯 AI 产品矩阵的规模化落地提供算力保障。

混元大模型是腾讯 AI 战略的自研核心，其采用 MoE（混合专家，Mixture of Experts）架构，参数规模达万亿级。MoE 架构相较于 Dense（稠密）架构的核心优势在于：在保持高参数量（决定模型能力上限）的同时，每次推理仅激活部分专家网络（通常为 8 个专家中激活 2 个），大幅降低推理算力消耗和单次调用成本。

内部测试数据显示，混元 HY3.0 在主流评估基准上已达 GPT-4o 同级别，将于 2026 年 4 月起对外发布。从战略节奏看，4 月发布对应的是国内大模型竞争格局最为激烈的窗口期——DeepSeek V3/R1 已于 2025 年初奠定国内开源模型领导地位，腾讯选择在此时发布 HY3.0，意味着要在封闭商业模式赛道与开源生态之间取得差异化定位：以更强的场景集成能力（微信生态）、更完善的企业服务体系（腾讯云）作为区别于 DeepSeek 纯技术路线的核心卖点。

混元大模型采用 MoE 架构，参数规模达万亿级，内部测试已达 GPT-4o 同级别，将于 2026 年 4 月起对外发布。管理层披露了支撑大模型训练与推理的三步芯片策略：第一步优先采购 H20 等最优训练芯片，确保训练成本最小化；第二步引入国内 GPU 用于推理及产品嵌入，降低长期供应链对境外芯片的依赖；第三步通过租赁算力结合软件优化与蒸馏算法持续降低单次推理成本——这是消费端 AI 服务规模化后的核心命题。管理层强调 GPU 算力将在 2026 年下半年显著提速，三路并进的供给策略将确保算力储备节奏与 AI 产品落地需求高度匹配。

生态投资布局：四家战略标的协同逻辑

腾讯在外部大模型的投资布局兼顾技术多样性与商业协同。2023 年 6 月约 2.5 亿美元投资 MiniMax，布局多模态能力，弥补混元在媒体内容生成场景的短板，并在元宝内容生产场景率先落地。2023 年 10 月参投百川智能 A 轮，锁定医疗与金融垂直

领域大模型能力，与腾讯健康、企业微信场景形成嵌入协同。2024 年 8 月以逾 3 亿美元重仓月之暗面（Kimi），核心看重其超长上下文处理能力，作为元宝超长文档摘要功能的底层技术支撑。2024 年 9 月参投智谱 AI D 轮，GLM 系列开源模型生态进一步丰富了腾讯云 AI 的产品矩阵。四笔投资并非简单财务配置，而是在混元自研能力的核心以外，以战略杠杆方式锁定各细分场景的最优技术供给。

从投资逻辑的内在一致性看，四笔投资精准覆盖了混元 HY3.0 的四个相对短板：多模态内容生成（MiniMax）、垂直行业专业能力（百川）、超长上下文处理（月之暗面/Kimi）、开源模型生态影响力（智谱 AI）。这种组合不是简单的财务多元化，而是在自研模型无法快速补足短板的情况下，通过战略投资锁定细分场景的最优技术供给，同时为各标的提供了接入腾讯 13.88 亿用户生态的商业化通道——双向协同价值使这些投资的战略意义远超其账面价值。

值得注意的是，腾讯同时与 DeepSeek 建立了开源模型协同关系。DeepSeek 的开源模型为腾讯云提供了高性价比的推理底座，使腾讯云 AI 服务在定价上具备与阿里云、百度云竞争的成本优势；同时 DeepSeek 在国际市场的影响力也间接为腾讯的 AI 叙事提供了国产大模型生态的背书。

腾讯智能体战略全景：以 OpenClaw 为起点，构建 AI 时代的生态制高点

腾讯以 OpenClaw 为认知催化剂，以数百万小程序为天然工具库、以 14 亿微信用户为近零成本分发渠道，形成“工具—平台—生态—入口”四层闭环，将智能体战略锚定在其他平台短期内无法复制的微信生态护城河之上。

OpenClaw 的爆发式传播，是 AI Agent 从技术圈走向大众认知的一个标志性节点，而腾讯对这一浪潮的快速响应与系统性布局，恰恰折射出其在智能体时代的整体战略雄心。腾讯对 OpenClaw 的布局本身已相当完整：C 端推出 QClaw，采用“控制面—执行面”分离的 hybrid 架构，用户通过微信扫码绑定后即可以自然语言驱动本地设备执行文件操作、代码生成、知识库整理等任务，内置 Kimi、DeepSeek、GLM 等多个主流模型，真正实现零门槛部署；B 端 WorkBuddy 则以企业微信、钉钉、飞书等为接入通道，内置多款海内外模型与 MCP Server 技能包，配合沙盒隔离、危险操作拦截等多层安全机制，大幅压低企业侧的部署成本与安全顾虑；云端由腾讯云 Lighthouse 提供一键部署的 OpenClaw 镜像服务，30 秒内即可完成上线。马化腾在朋友圈亲自披露“自研龙虾、本地虾、云端虾、企业虾、云桌面虾”的产品矩阵，并明确点出核心战略动机——“避免被新的 AI 入口替代”，战略意图罕见地公开表达。

然而 OpenClaw 只是腾讯更大棋局的一个入口。腾讯真正的智能体战略，是一套覆盖开发平台、流量入口、应用生态与基础设施的全链路系统性卡位。平台层面，腾讯云智能体开发平台 ADP 已迭代至 3.0 版本，三个月内完成近 600 项功能更新，支持 LLM+RAG、Workflow、Multi-Agent 等多种开发框架，并率先推出全局视野 Agent 节点与零代码多 Agent 协同配置，插件生态扩展至超过 140 个 MCP 插件；值得强调的是，ADP 的模型广场支持接入智谱、月之暗面、MiniMax、DeepSeek 等多家第三方模型，腾讯在此定位的不是单一模型路线的胜出，而是“无论哪个模型跑赢，都在腾讯的平台上跑”——这与其在移动互联网时代的生态思维一脉相承。C 端元器面向个人用户提供低门槛的智能体搭建工具，可接入公众号与微信生态分发；机器人侧则由 Tairos 平台为具身智能厂商提供即插即用的智能中枢能力，三类平台底层共享同一能力栈，形成“1+3+N”的完整架构体系。

入口层面是腾讯最难被复制的护城河，而其终极形态已在多次财报电话会上被管理层明确点出。元宝上线一年多已跻身国内 DAU 前三，与微信、腾讯会议、腾讯文档、QQ 音乐等十余款自有产品深度打通；微信通过 ClawBot 等插件将 Agent 能力嵌

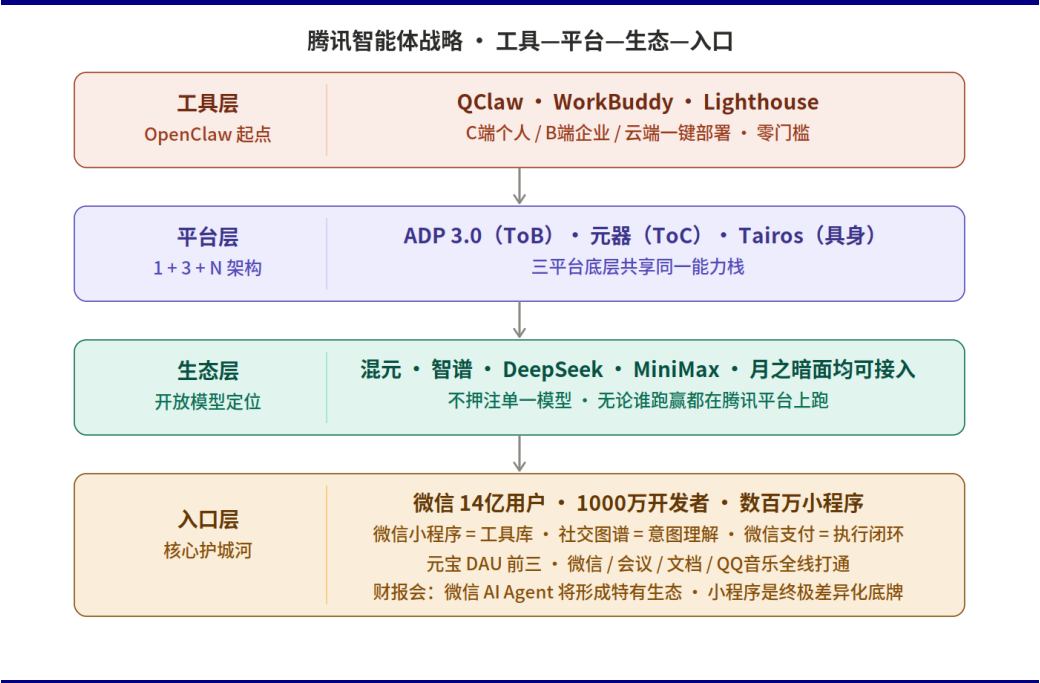
入日常通讯场景。

但更深层的战略意图，管理层在财报会上明确表示，微信生态内的 AI Agent 具备独特优势，能够深度整合社交图谱、通讯社群、公众号/视频号内容生态以及数百万小程序等差异化组件，形成跨垂直领域的综合服务能力，将打造出极具差异化的产品形态。随着去中心化体验（如小程序）在 AI Agent 能力加持下有机会得到加速发展，形成比以往更强大、更具功能的应用场景，这意味着腾讯自身的能力与智能体部署存在天然契合。

这背后的关键数字是微信坐拥 14 亿用户、突破 1000 万的开发者生态以及数百万小程序，每一个小程序本质上都是一个标准化的 Tools 接口，天然适配 Agent 的任务调度与能力调用需求。随着混元能力持续提升，腾讯在推动元宝普及以及在微信内发展 AI 智能体能力所做的努力将带来更积极的进展。换言之，微信 AI 智能体的终极形态并非一个单独的聊天机器人，而是以小程序生态为“工具库”、以社交图谱为“意图理解”基础、以微信支付为“执行闭环”的超级智能体入口，这是其他任何平台在短期内均无法复制的结构性壁垒。

综合来看，腾讯的智能体战略以“工具—平台—生态—入口”四层闭环为核心逻辑，OpenClaw 加速了市场对 Agent 价值的认知教育，但腾讯真正的竞争壁垒在于微信生态的不可复制性、开放模型生态的平台定位，以及企业服务多年积累的客户信任。在 AI Agent 商业化元年的关键窗口，腾讯的布局系统性与执行密度均值得重点关注。

图表 9：腾讯 Agent 生态五大产品全景图



资料来源：公司资料、第一上海

目标价 780 港元，买入评级

综合分析，我们长期看好公司各项业务在未来的发展。持股公司估值采用公司披露的截至 2025 年 12 月 31 日的市值数据，并作 0.8 的折扣系数。鉴于 AI 应用及商业化进度超预期，我们上调了各个业务的估值倍数。收入和经营利润预测采用 2026 年的预测数据，计算得出目标价为 780 港元，较上一收盘价有 54.33% 的上升空间，维持买入评级。

图表 10：分部估值结果

2026	增值服务	广告业务	金融科技和企业服务	其他业务
收入（百万）	401,588	172,819	251,068	8,885
预计经营利润率	36.9%	33.9%	26.9%	-25.4%
分部经营利润（百万）	141,955	55,904	63,642	-2,256
经营利润（百万）	259,246			
分部平均估值中枢	PE22X	PE25X	PE20X	
估值结果	3,264,970	1,397,604	1,272,837	
核心业务总估值（百万）	5,935,411			
SOTP调整系数	1.0			
调整后总估值（百万）	5,935,411			
主要持股上市公司合计市值（0.8折扣系数）				538,400
总估值（百万）	6,473,811			
摊薄后股份数（百万）	9,092			
每股目标价（人民币）	712			
HKD/RMB	0.91			
每股目标价（港元）	780			

资料来源：第一上海预测

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>											
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测		2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
收入	660,257	751,766	834,360	910,860	984,898	盈利能力					
毛利	349,246	422,593	473,272	523,112	573,442	毛利率 (%)	52.9%	56.2%	56.7%	57.4%	58.22%
其他业务净额	8,002	(3,177)	5,645	6,162	6,663	EBITDA 利率 (%)	38.0%	40.6%	39.8%	41.3%	43.49%
销售及管理费用	(149,149)	(177,854)	(219,671)	(238,222)	(251,750)	净利率 (%)	29.8%	30.6%	29.0%	29.8%	30.89%
营运收入	208,099	241,562	259,246	291,053	328,354						
财务开支	8,210	11,947	5,198	5,675	6,136	营运表现					
联营公司等	25,176	23,740	29,327	32,016	34,618	销售及管理费用/收入 (%)	22.6%	23.7%	26.3%	26.2%	25.56%
税前盈利	241,485	277,249	293,771	328,744	369,109	实际税率 (%)	18.6%	17.1%	17.6%	17.6%	17.57%
所得税	(45,018)	(47,448)	(51,616)	(57,761)	(64,853)	股息支付率 (%)	21.5%	21.4%	22.4%	20.9%	19.40%
净利润	196,467	229,801	242,155	270,983	304,256	应收账款天数	85.2	85.8	78.9	72.2	67.2
少数股东应占利润	2,394	4,959	3,397	3,802	4,269	应付账款天数	219.7	246.7	244.7	229.3	219.7
本公司股东应占利润	194,073	224,842	238,758	267,181	299,987						
折旧及摊销	50,546	60,200	78,872	90,892	106,631	财务状况					
EBITDA	250,643	304,939	332,473	375,783	428,323	总负债/总资产	0.41	0.39	0.37	0.35	0.33
						收入/净资产	0.63	0.61	0.60	0.58	0.56
增长						经营性现金流/收入	0.39	0.40	0.40	0.41	0.43
总收入 (%)	8.4%	13.9%	11.0%	9.2%	8.1%	税前盈利对利息倍数	20.16	18.32	19.15	19.63	20.39
EBITDA (%)	16.9%	21.7%	9.0%	13.0%	14.0%						
资产负债表						现金流量表					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测		2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
现金	132,519	141,041	198,159	284,015	416,601	EBITDA	250,643	304,939	332,473	375,783	428,323
应收账款	48,203	49,930	52,427	55,048	57,800	净融资成本	0	0	0	0	0
存货	440	530	583	641	705	营运资金变化	21,881	5,613	19,753	22,408	25,443
其他流动资产	315,018	403,959	413,959	418,959	425,959	所得税	(46,184)	(39,535)	(51,616)	(57,761)	(64,853)
总流动资产	496,180	595,460	665,128	758,663	901,066	其他	32,181	32,035	30,959	31,350	31,705
固定资产	80,185	149,905	169,005	184,254	191,156	营运现金流	258,521	303,052	331,569	371,780	420,618
无形资产	196,127	205,999	203,171	199,017	191,558						
长期投资	297,415	348,712	393,039	437,055	481,674	资本开支	(76,760)	(79,198)	(92,000)	(100,000)	(106,000)
银行存款及其他	711,088	738,910	778,797	814,434	848,619	其他投资活动	(45,427)	(126,534)	(36,000)	(19,500)	(13,000)
总资产	1,780,995	2,038,986	2,209,141	2,393,423	2,614,073	投资活动现金流	(122,187)	(205,732)	(128,000)	(119,500)	(119,000)
应付账款	48,203	49,930	52,427	55,048	57,800						
短期银行借款	52,885	42,618	42,618	42,618	42,618	负债变化	25,729	52,281	3,000	(12,000)	(12,000)
其他短期负债	295,821	320,203	340,309	363,075	388,883	股本变化	1,932	1,767	2,000	2,000	2,000
总短期负债	396,909	412,751	435,354	460,741	489,301	股息	41,711	48,151	53,425	55,831	58,208
长期银行借款	4,203	4,203	4,203	4,203	4,203	其他融资活动	(245,866)	(189,354)	(204,875)	(212,256)	(217,239)
其他负债	722,896	793,718	818,324	830,711	846,271	融资活动现金流	(176,494)	(87,155)	(146,451)	(166,425)	(169,031)
总负债	727,099	797,921	822,527	834,914	850,474						
少数股东权益	80,348	86,913	87,310	87,812	88,581	现金变化	(40,160)	10,165	57,118	85,855	132,587
股本权益	1,053,896	1,241,065	1,386,614	1,558,509	1,763,599	期初持有现金	172,320	132,519	141,041	198,159	284,015
每股账面值(摊薄)	112	134	151	170	193.59	汇兑变化	359	(1,643)	0	0	0
营运资产	99,271	182,709	229,774	297,921	411,765	期末持有现金	132,519	141,041	198,159	284,015	416,601

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」），「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。