

互联网	收盘价 港元 502.00	目标价 港元 583.00	潜在涨幅 +16.1%
-----	------------------	------------------	----------------

2025年3月26日

## 腾讯控股 (700 HK)

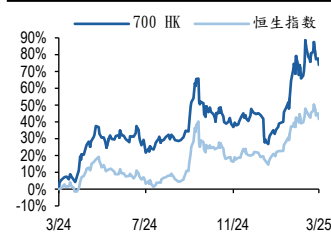
### 常青游戏贡献总收入 20%，MOBA/射击优势显著，海外增长领先行业

- ⊕ **腾讯常青游戏贡献 20% 总收入**：2024 年 4 季度，腾讯公布 2023/24 年分别有 12/14 款常青游戏，我们估算其摊销收入合计约 1300/1400 亿元（人民币，下同），对应游戏收入占比 70%+，对腾讯总收入占比 20%。
- ⊕ **常青游戏以 MOBA、射击类为主，数量/流水有望延续增长趋势**。2024 年，海外/本土常青游戏数量从 2023 年的 4/8 个增至 5/9 个，流水提升 42%/3%，显示公司优异的长线运营能力。2024 年新游中，《地下城与勇士：起源》表现亮眼，2025 年 2 月流水约 7 亿美元，《三角洲行动》2024 年 4 季度手游+端游流水超 10 亿元，均有机会成为潜在常青游戏。另外，公司新游储备丰富，且多为头部 IP 改编，拥有庞大用户基础，有望培育更多常青游戏。建议重点关注《王者荣耀：世界》、《胜利女神：新的希望》、《无畏契约：源能行动》手游等。
- ⊕ **不同厂商优势品类存差异化**。基于腾讯常青游戏对应流水规模（季均流水 > 10 亿元），我们在跟踪的头部手游中筛选出 9/4 款本土/海外手游。对比游戏品类，网易高流水游戏为 MMORPG 游戏和休闲派对手游，米哈游为二次元 RPG，阿里为三国策略，叠纸为女性向，途游和点点互动则聚焦休闲游戏中的细分品类。
- ⊕ **腾讯游戏维持行业绝对领先优势**。本土市场，腾讯市场份额相对稳定，维持在 55% 上下。海外市场，腾讯游戏收入稳健增长，2022-24 年复合增速 11%，快于中国自研游戏出海大盘（7%）。预计 2025 年海外游戏占腾讯游戏收入比提升至 25%（包括微信渠道分成）。考虑较长的摊销周期以及《荒野乱斗》等强劲流水表现，预计未来海外收入贡献将进一步提升。
- ⊕ **投资启示**：我们预计 2025 年腾讯游戏收入增 9%，贡献总收入 30%。基于行业领先的研发/长线运营能力以及丰富的游戏储备，以及 AI 加持下对研发效率和用户体验的持续优化，我们仍看好腾讯游戏业务稳健增长趋势，维持 583 港元目标价及买入评级。

### 个股评级

买入

### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

### 股份资料

52周高位 (港元)	544.00
52周低位 (港元)	299.40
市值 (百万港元)	4,554,229.34
日均成交量 (百万)	27.74
年初至今变化 (%)	20.38
200天平均价 (港元)	430.08

资料来源: FactSet

### 谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com  
(86) 10 8393 5330

### 孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com  
(86) 10 8393 5333

### 赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com  
(86) 10 8393 5332

### 蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com  
(86) 10 8393 5334

### 财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	609,015	660,257	713,818	767,880	818,920
同比增长 (%)	9.8	8.4	8.1	7.6	6.6
净利润 (百万人民币)	157,688	222,703	244,774	268,648	289,453
每股盈利 (人民币)	16.33	23.53	26.34	29.31	31.91
同比增长 (%)	37.6	44.1	12.0	11.3	8.9
市盈率 (倍)	28.7	19.9	17.8	16.0	14.7
每股账面净值 (人民币)	90.47	111.33	127.04	137.60	144.11
市账率 (倍)	5.18	4.21	3.69	3.41	3.25
股息率 (%)	0.7	0.7	1.0	1.1	1.2

资料来源: 公司资料, 交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

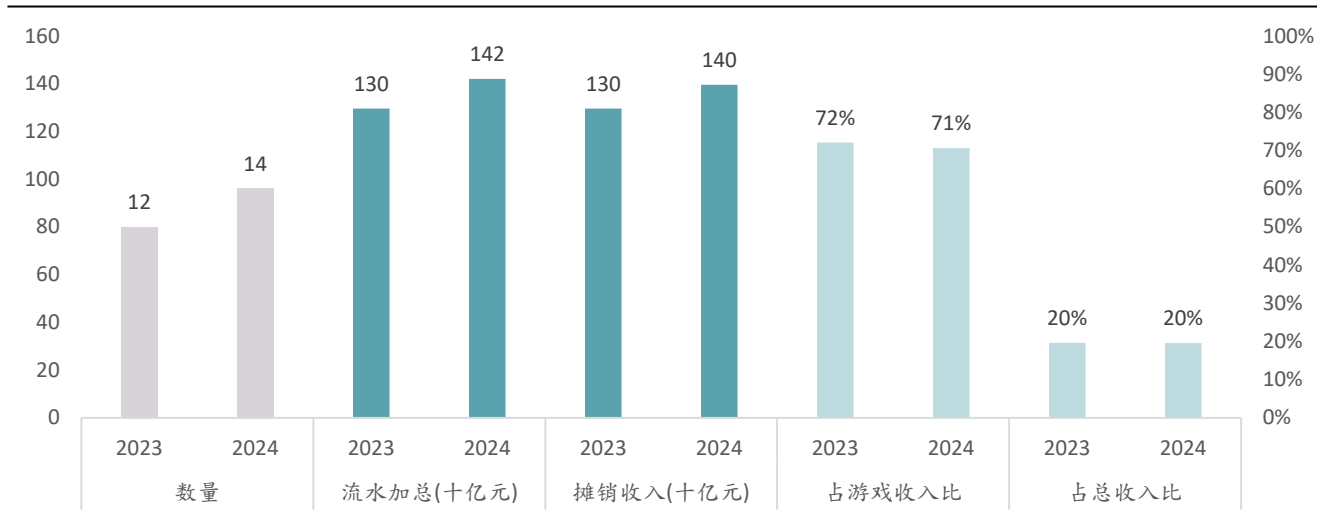
此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

## 腾讯常青游戏概览：贡献腾讯 2024 年游戏收入 71%

2024 年 4 季度，腾讯公布 2023/24 年分别有 12/14 款常青游戏，我们估算其流水加总约为 1300/1420 亿元，对应摊销收入约 1300/1400 亿元，对应游戏收入占比 72%/71%，对腾讯总收入占比 20%/20%。

图表 1: 腾讯常青游戏对公司收入贡献分拆



资料来源：公司资料，Sensor Tower，交银国际预测

## 腾讯常青游戏表现

我们根据流水追踪，对腾讯 2024 年常青游戏有以下总结：

- 海外常青游戏贡献提升，从 2023 年的 4 个增至 2024 年的 5 个，流水提升 42%，《荒野乱斗》、《无畏契约》带动显著；
- 本土常青游戏数量从 2023 年的 8 个升至 9 个，流水提升 3%，端游《无畏契约》上线后表现突出，手游持续运营能力仍然领先行业，流水及 DAU 均持续创新高，考虑潜在常青游戏（《地下城与勇士：起源》），2024 年本土常青游戏流水增量或超 20%；
- 优质 IP 仍有运营潜力，端游/手游均有机会表现优异。目前常青游戏的类型以 MOBA、射击类为主，仍是腾讯优势品类。

**2024 年两款新上线游戏具备常青潜质。**2024 年新上线游戏中，《地下城与勇士：起源》、《三角洲行动》流水表现较好，其中《地下城与勇士：起源》2025 年 2 月流水约 7 亿美元，《三角洲行动》2024 年 4 季度手游+端游流水超 10 亿元，均有机会成为常青游戏。

**新游储备丰富。**截至最新，腾讯待上线新游仍超 25 款，其中多为头部 IP 改编，拥有庞大用户基础，未来有望培育更多常青游戏。建议关注《王者荣耀》IP 开放世界手游《王者荣耀：世界》、国际服表现亮眼的《胜利女神：新的希

望》、端游收入持续增长的《无畏契约：源能行动》手游，以及基于热门IP改编的《怪物猎人：旅人》、《最终幻想 14：水晶世界》。

图表 2: 腾讯常青游戏：是拉动游戏收入增长主要动力

序号	游戏	上线时间	游戏类型	研发	2023年流水 (十亿人民币)	2024年流水 (十亿人民币)	DAU
<b>本土手游</b>					0 10 20 30 40	0 10 20 30 40	
1	王者荣耀	4Q15	MOBA	天美	~38	~38	超1亿(2025春节)
2	和平精英	2Q19	射击	光子	~18	~18	超8000万(2025春节)
3	金铲铲之战	3Q21	策略塔防	光子-天玑智趣	~5	~5	2000万(1Q24)
4	英雄联盟	4Q21	MOBA	Riot Game	~5	~5	
5	穿越火线：枪战王者	4Q15	射击	天美/Smile Gate授权	~5	~5	
<b>本土端游</b>							
6	穿越火线	3Q08	射击	Smile Gate	~5	~5	600万(1Q16)
7	地下城与勇士	2Q08	2D横版格斗	Nexon	~10	~10	300万(3Q12)
8	英雄联盟	3Q11	MOBA	Riot Game	~5	~5	989万(2025年1月)*
9	无畏契约	3Q23	射击	Riot Game	~5	~5	701万(2025年2月)*
<b>海外手游</b>							
10	PUBG mobile	2Q18	射击	光子/Bluehole	~5	~5	
11	荒野乱斗	4Q18	MOBA	Supercell	~5	~5	5000万(2024年4月)
12	部落冲突	3Q12	策略	Supercell	~5	~5	650万(2025年2月)
<b>海外端游</b>							
13	英雄联盟	4Q09	MOBA	Riot Game	~5	~5	989万(2025年1月)*
14	无畏契约	2Q20	射击	Riot Game	~5	~5	701万(2025年2月)*
<b>其他潜在常青游戏</b>							
	火影忍者(本土手游)	4Q18	RPG	魔方/万代南梦宫授权	~5	~5	1000万(3Q24)
	地下城与勇士：起源(本土手游)	2Q24	格斗	Neople	~5	~5	
	使命召唤(海外手游)	4Q19	射击	天美/动视暴雪授权	~5	~5	
	胜利女神：NIKKE(海外手游)	4Q22	RPG	Shift Up	~5	~5	

资料来源：公司资料，QuestMobile，艾瑞，activeplayer.io，udonis，交银国际，深绿色为常青游戏，浅绿色为潜在常青游戏 \*《英雄联盟》为全球最高同时在线人数，《无畏契约》为全球 DAU

### 对标腾讯常青游戏流水规模，其他游戏厂商现运营 13 款

基于腾讯常青游戏流水规模，我们在跟踪的头部手游中筛选了其他厂商 2024 年季均流水>10 亿元的手游，其中本土有 9 款，出海手游有 4 款。

**对比游戏品类，不同公司优势品类存差异化：**腾讯常青游戏相对更集中在 MOBA、射击品类，而网易高流水游戏为 MMORPG 游戏和休闲派对手游，米哈游为二次元 RPG，阿里为三国策略，叠纸为女性向，途游和点点互动则聚焦休闲游戏中的不同细分品类。

**对比用户数据：**网易的武侠 MMORPG、米哈游的二次元、叠纸的女性向游戏定位更偏垂直，核心用户付费意愿强，ARPPU 值更高，用户量级低于腾讯的头部 MOBA、射击游戏。另外，休闲向游戏通常更大众化，用户规模相对较高，如网易的《蛋仔派对》、点点互动的《无尽冬日》。

图表 3: 2024 年季均流水超 10 亿元游戏

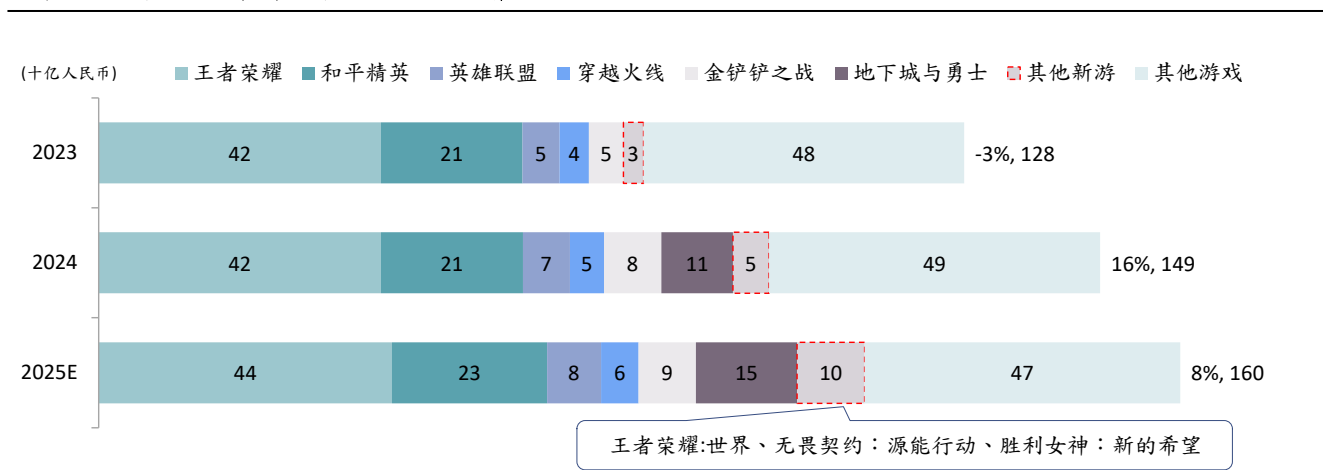
市场	公司	游戏	上线时间	游戏类型	2024年平均季度流水 (十亿人民币)	用户数据
					0.0 1.0 2.0 3.0	
本土	网易	梦幻西游	2015/3/30	MMORPG	~1.8	MAU 219万 (2025年2月/艾瑞)
		逆水寒	2023/6/30	MMORPG	~1.5	MAU 454万 (2024年11月/QM)
		蛋仔派对	2022/5/27	休闲派对、竞技	~1.2	MAU 3415万 (2024年9月/QM)
	米哈游	崩坏:星穹铁道	2023/4/26	回合制RPG	~1.2	MAU 1274万 (2024年6月/QM)
		原神	2020/9/28	开放世界ARPG	~1.2	MAU 1455万 (2025年2月/艾瑞)
	阿里	三国志:战略版	2019/9/20	SLG	~1.0	注册玩家超1亿 (2024年6月/官方)
	叠纸	恋与深空	2024/1/18	女性向恋爱互动	~1.0	MAU 582万 (2024年9月/QM)
	途游	捕鱼大作战	2020/8/23	休闲、街机	~1.0	NA
点点互动	无尽冬日	2024/6/1	休闲、策略	~1.0	微信小程序MAU 2497万 (2024年12月/QM)	
海外	点点互动	无尽冬日	2023/2/14	休闲、策略	~1.8	NA
	元趣娱乐	Last War: Survival	2023/8/3	休闲、策略	~1.2	NA
	米哈游	崩坏:星穹铁道	2023/4/26	回合制RPG	~1.0	NA
		原神	2020/9/28	开放世界ARPG	~1.0	NA

资料来源: 公司资料, QuestMobile, 艾瑞, 交银国际

### 腾讯游戏仍领先, 预计 2025 年收入增 9%

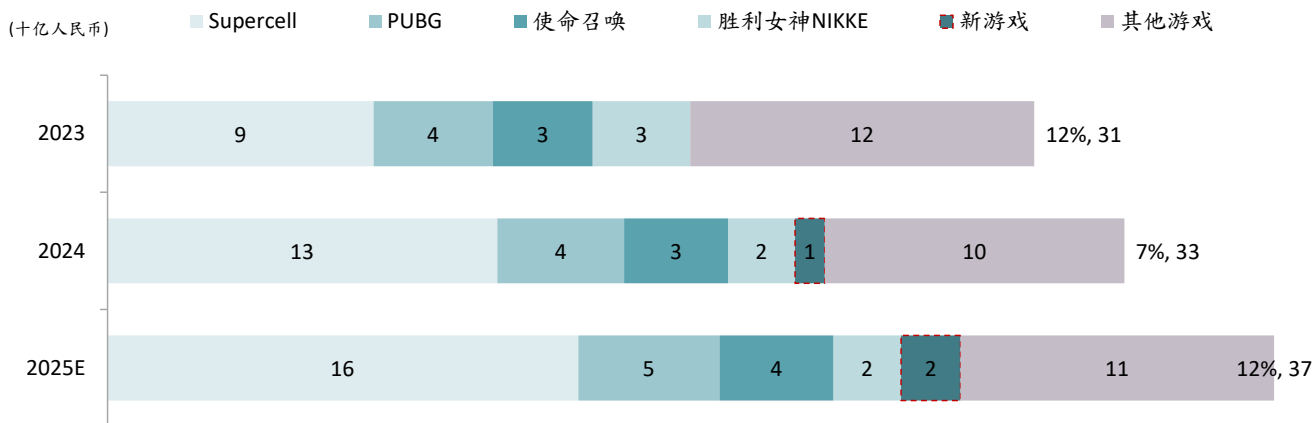
预计 2025 年腾讯游戏收入增 9%，贡献总收入 30%，与 2024 年持平，预计其中本土/海外游戏分别同比增 8%/12%，受老游戏的长线运营及新游增量贡献，持续保持稳定增长态势。预计 2025 年本土手游收入同比增 8%，受益于《地下城与勇士》的摊销收入贡献以及新游增量，关注《胜利女神：新的希望》、《无畏契约：源能行动》上线。预计 2025 年海外手游收入同比增 12%，持续受益于《荒野乱斗》等老游戏运营优化带动流水增长。

图表 4: 预计 2025 年腾讯本土手游收入增 8%



资料来源: Sensor Tower, 交银国际预测 \*摊销收入口径

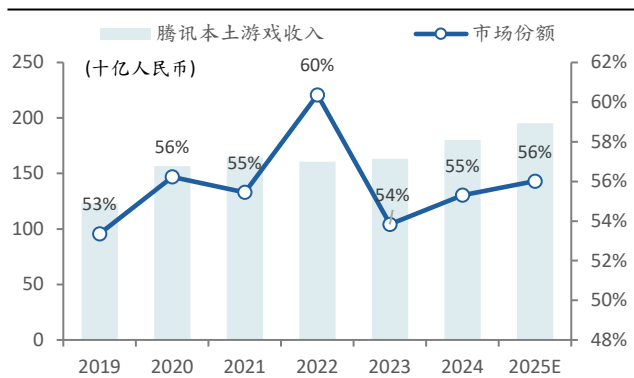
图表 5: 预计 2025 年腾讯海外手游收入增 12%



资料来源: Sensor Tower, 交银国际预测

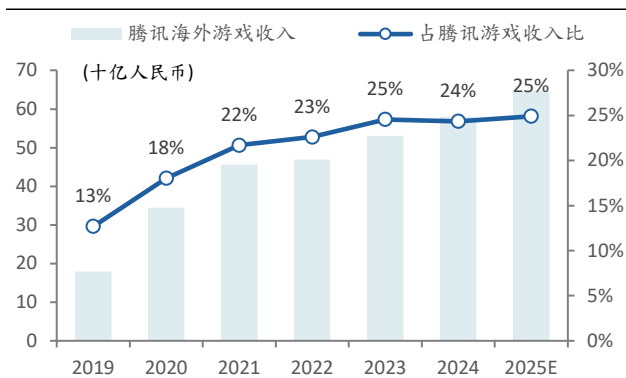
腾讯游戏维持行业绝对领先优势。本土市场，腾讯市场份额相对稳定，维持在 55% 左右。海外市场，腾讯游戏收入稳健增长，2022-24 年复合增速 11%，高于中国自研游戏出海大盘 7%。我们预计 2025 年海外游戏收入同比增 12%，占腾讯游戏收入比提升至 25%（包括微信渠道分成）。考虑腾讯海外游戏收入摊销周期较长，从 2024 年《荒野乱斗》等头部游戏流水表现看，未来海外收入贡献仍有望进一步提升。

图表 6: 腾讯本土游戏市场份额维持约 55%



资料来源: 公司资料, 伽马数据, 交银国际预测

图表 7: 腾讯海外游戏收入稳健增长, 预计 2025 年占腾讯游戏收入比 25%



资料来源: 公司资料, 伽马数据, 交银国际预测 \*腾讯游戏收入包括微信渠道分成

图表 8: 腾讯游戏储备

游戏名称	品类	游戏平台	上线地区	获得版号时间	测试阶段/(预计)上线时间
王者万象棋	策略/自走棋	手游	中国大陆	2023年2月	NA
星之破晓	横版格斗/动作	手游	中国大陆	2023年6月	2024/12/3 先遣测试停服
三国志异闻录	回合制 RPG	手游	中国大陆	2023年10月	2024年8月开启预约
全境封锁:曙光	开放世界/射击	手游	中国大陆	2023年11月	NA
饥困荒野	沙盒/生存	手游	中国大陆	2022年12月	2023年10月计费删档测试
刺客信条:侠隐	开放世界/动作	手游	中国大陆	2023年12月	2023年7月海外服测试
逆战:未来	FPS	手游	中国大陆	2023年12月	2025年3月非付费删档测试
美职篮全明星	模拟运动	手游	中国大陆	2023年12月	2025/3/25 公测
剑灵 2	MMORPG	手游	中国大陆	2023年12月	2025/4/9 公测*
热血美职篮	竞技	手游	中国大陆	2024年1月	2024/12/5 删档测试
荒野起源	RPG/生存	手+端	全球	2024年2月	2024年12月结束首测
<b>无畏契约:源能行动</b>	<b>FPS</b>	<b>手游</b>	<b>中国大陆</b>	<b>2024年6月</b>	<b>2024年10月限量测试</b>
洛克王国:世界	开放世界/收集	手+端	中国大陆	2024年6月	2025年3月二测
暗区突围:无限	射击	端游	中国大陆	2024年7月	2025年4月公测
最终幻想 14:水晶世界	MMORPG	手游	中国大陆	2024年8月	2025年1月结束首测
<b>胜利女神:新的希望</b>	<b>二次元射击</b>	<b>手游</b>	<b>中国大陆</b>	<b>2024年10月</b>	<b>2025/5/15 公测*</b>
爆裂小队	SLG	手游	中国大陆	2024年10月	2025年2月三测
龙石战争	SLG	手游	中国大陆	2024年10月	2025年1月“龙城测试”
怪物猎人:旅人	动作	手+端	中国大陆	2024年12月	NA
王者荣耀:世界	开放世界	手+端	中国大陆	2025年1月	2024年7月二测, 10月线下试玩
Delta Force	射击	手游	港澳台+海外	NA	2025/4/24 公测*
Exoborne	射击	PC/主机	港澳台+海外	NA	2025年发售
Last Sentinel	开放世界/动作	PC/主机	港澳台+海外	NA	NA
Dune: Awakening	开放世界/生存	PC/主机	港澳台+海外	NA	2025年5月上线
Den of Wolves	多人射击	PC/主机	港澳台+海外	NA	NA

资料来源 公司资料, Sensor Tower、TapTap、微博、微信、游戏陀螺等公开资料, 交银国际 \*蓝色为近期待上线手游, 带\*标志上线时间为苹果应用商店显示, 如无特殊备注, 则为本土发行

图表 9: 腾讯 (700 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

2025 年 3 月 26 日

腾讯控股 (700 HK)

图表 10: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	95.38	111.00	16.4%	2025 年 02 月 19 日	广告
1024 HK	快手	买入	56.80	64.00	12.7%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	42.03	60.00	42.8%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	14.25	17.00	19.3%	2025 年 03 月 19 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	147.70	184.00	24.6%	2025 年 02 月 25 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	19.31	26.00	34.6%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.21	2.70	22.2%	2025 年 02 月 19 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.37	7.20	13.0%	2025 年 03 月 14 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	25.70	28.00	8.9%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	125.25	165.00	31.7%	2025 年 03 月 21 日	电商
JD US	京东	买入	41.47	62.00	49.5%	2025 年 03 月 07 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	132.75	165.00	24.3%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	12.34	15.60	26.4%	2025 年 01 月 22 日	电商
DAO US	有道	买入	7.63	12.00	57.3%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	13.03	13.30	2.1%	2025 年 01 月 24 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	36.40	60.00	64.8%	2025 年 01 月 22 日	教育
GOTU US	高途	买入	3.15	4.60	46.0%	2024 年 11 月 20 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	38.15	50.00	31.1%	2025 年 03 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	502.00	583.00	16.1%	2025 年 03 月 20 日	游戏
NTES US	网易	买入	99.74	124.00	24.3%	2025 年 01 月 20 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	11.76	14.00	19.0%	2024 年 08 月 30 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	18.32	21.00	14.6%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	158.50	226.00	42.6%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	12.74	18.50	45.2%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.00	13.50	50.0%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.90	1.40	-26.3%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	14.96	21.00	40.4%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	7.93	13.00	63.9%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	19.16	24.00	25.3%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	492.40	605.00	22.9%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	45.00	64.00	42.2%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源: FactSet, 交银国际预测 \*截至 2025 年 3 月 25 日

## 财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	609,015	660,257	713,818	767,880	818,920
主营业务成本	(315,906)	(311,011)	(329,718)	(350,544)	(374,961)
<b>毛利</b>	<b>293,109</b>	<b>349,246</b>	<b>384,100</b>	<b>417,336</b>	<b>443,958</b>
销售及管理费用	(201,814)	(219,835)	(247,401)	(261,244)	(276,400)
研发费用	(64,078)	(70,686)	(82,566)	(86,185)	(90,733)
其他经营净收入/费用	132,857	149,374	176,332	183,569	192,667
<b>经营利润</b>	<b>160,074</b>	<b>208,099</b>	<b>230,464</b>	<b>253,477</b>	<b>269,492</b>
Non-GAAP标准下的经营利润	191,886	237,811	263,980	287,343	307,810
财务成本净额	(12,268)	(11,981)	(10,415)	(10,838)	(11,278)
应占联营公司利润及亏损	13,518	45,367	60,155	61,061	73,554
<b>税前利润</b>	<b>161,324</b>	<b>241,485</b>	<b>280,204</b>	<b>303,700</b>	<b>331,768</b>
税费	(43,276)	(45,018)	(62,249)	(67,233)	(73,867)
非控股权益	(2,832)	(2,394)	(2,920)	(2,920)	(2,920)
<b>净利润</b>	<b>115,216</b>	<b>194,073</b>	<b>215,035</b>	<b>233,547</b>	<b>254,981</b>
作每股收益计算的净利润	115,216	194,073	215,035	233,547	254,981
Non-GAAP标准的净利润	157,688	222,703	244,774	268,648	289,453

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	172,320	132,519	175,522	220,156	247,253
有价证券	210,653	213,974	217,120	220,363	223,709
应收账款及票据	46,606	48,203	51,164	54,479	58,523
存货	456	440	462	485	509
其他流动资产	88,411	101,044	94,522	115,856	108,506
<b>总流动资产</b>	<b>518,446</b>	<b>496,180</b>	<b>538,790</b>	<b>611,340</b>	<b>638,500</b>
投资物业	428,193	509,236	514,470	519,786	525,193
物业、厂房及设备	53,232	80,185	136,698	151,510	151,636
其他有形资产	51,226	53,098	53,221	57,474	63,400
无形资产	177,727	196,127	201,246	210,152	217,732
合资企业/联营公司投资	261,665	297,415	332,398	371,564	408,132
其他长期资产	86,757	148,754	151,414	171,754	171,923
<b>总长期资产</b>	<b>1,058,800</b>	<b>1,284,815</b>	<b>1,389,446</b>	<b>1,482,240</b>	<b>1,538,015</b>
<b>总资产</b>	<b>1,577,246</b>	<b>1,780,995</b>	<b>1,928,236</b>	<b>2,093,580</b>	<b>2,176,516</b>
短期贷款	41,537	52,885	55,529	58,306	61,221
应付账款	177,543	202,744	185,691	227,278	214,457
其他短期负债	133,077	141,280	146,123	151,309	157,322
<b>总流动负债</b>	<b>352,157</b>	<b>396,909</b>	<b>387,344</b>	<b>436,893</b>	<b>433,000</b>
长期贷款	292,920	277,107	304,849	337,363	375,547
长期应付账款	12,169	10,201	10,711	11,247	11,809
其他长期负债	46,319	42,882	44,892	46,922	48,837
<b>总长期负债</b>	<b>351,408</b>	<b>330,190</b>	<b>360,452</b>	<b>395,531</b>	<b>436,194</b>
<b>总负债</b>	<b>703,565</b>	<b>727,099</b>	<b>747,796</b>	<b>832,425</b>	<b>869,193</b>
储备及其他资本项目	808,591	973,548	1,096,075	1,172,572	1,214,310
<b>股东权益</b>	<b>808,591</b>	<b>973,548</b>	<b>1,096,075</b>	<b>1,172,572</b>	<b>1,214,310</b>
非控股权益	65,090	80,348	84,365	88,584	93,013
<b>总权益</b>	<b>873,681</b>	<b>1,053,896</b>	<b>1,180,440</b>	<b>1,261,156</b>	<b>1,307,322</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	161,324	241,485	280,204	303,700	331,768
合资企业/联营公司收入调整	13,518	45,367	60,155	61,061	73,554
折旧及摊销	59,008	56,213	62,642	67,199	72,683
营运资本变动	19,233	38,845	(5,507)	25,244	(878)
利息调整	12,268	11,981	10,415	10,838	11,278
税费	(43,276)	(45,018)	(62,249)	(67,233)	(73,867)
其他经营活动现金流	(113)	(90,352)	(92,187)	(89,903)	(114,106)
<b>经营活动现金流</b>	<b>221,962</b>	<b>258,521</b>	<b>253,472</b>	<b>310,906</b>	<b>300,431</b>
资本开支	(23,911)	(76,760)	(85,658)	(76,788)	(65,514)
投资活动	(81,987)	(42,744)	(36,912)	(41,115)	(38,536)
其他投资活动现金流	(19,263)	(2,683)	11,374	(48,281)	(69,506)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(125,161)</b>	<b>(122,187)</b>	<b>(111,196)</b>	<b>(166,185)</b>	<b>(173,556)</b>
负债净变动	19,445	(10,003)	30,905	35,868	41,776
权益净变动	(80,230)	(21,344)	(8,616)	(10,339)	(12,407)
股息	(21,788)	(32,147)	(41,562)	(45,616)	(49,148)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(82,573)</b>	<b>(63,494)</b>	<b>(19,273)</b>	<b>(20,086)</b>	<b>(19,779)</b>
汇率收益/损失	1,353	359	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>156,739</b>	<b>172,320</b>	<b>132,519</b>	<b>175,522</b>	<b>220,156</b>
<b>年末现金</b>	<b>172,320</b>	<b>132,519</b>	<b>175,522</b>	<b>220,156</b>	<b>247,253</b>

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	12.170	20.881	23.452	25.834	28.279
全面摊薄每股收益	11.930	20.502	23.141	25.482	28.107
Non-GAAP标准下的每股收益	16.328	23.526	26.342	29.312	31.907
每股股息	3.400	3.396	4.500	4.977	5.418
每股账面值	90.466	111.332	127.035	137.602	144.108
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	48.1	52.9	53.8	54.3	54.2
EBIT利润率	26.3	31.5	32.3	33.0	32.9
净利率	18.9	29.4	30.1	30.4	31.1
<b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b>					
毛利率	48.1	52.9	53.8	54.3	54.2
经营利润率	31.5	36.0	37.0	37.4	37.6
净利率	25.9	33.7	34.3	35.0	35.3
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	7.3	11.6	11.6	11.6	11.9
ROE	13.9	20.1	19.2	19.1	19.9
ROIC	12.3	15.5	14.5	14.7	14.9
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	18.6	18.7	15.7	13.9	14.5
流动比率	1.5	1.3	1.4	1.4	1.5
应收账款周转天数	53.2	55.6	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	205.2	236.1	211.6	243.9	215.8

## 交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2025年3月26日

**騰訊控股 (700 HK)**

## 分析員披露

本報告之作者，茲作以下聲明：i) 發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；ii) 他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii) 對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本報告之作者進一步確認：i) 他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則之相關定義】並沒有於發表本報告之30個日曆日前交易或買賣本報告內涉及其所評論的任何公司的證券；ii) 他們及他們之相關有聯繫者並沒有擔任本報告內涉及其評論的任何公司的高級人員（包括就房地產基金而言，擔任該房地產基金的管理公司的高級人員；及就任何其他實體而言，在該實體中擔任負責管理該等公司的高級人員或其同級人員）；iii) 他們及他們之相關有聯繫者並沒有擁有於本報告內涉及其評論的任何公司的證券之任何財務利益。根據證監會持牌人或註冊人操守準則第16.2段，“有聯繫者”指：i) 分析員的配偶、親生或領養的未成年子女，或未成年繼子女；ii) 某信託的受託人，而分析員、其配偶、其親生或領養的未成年子女或其未成年繼子女是該信託的受益人或酌情對象；或iii) 慣于或有義務按照分析員的指示或指令行事的另一人。

## 有關商務關係及財務權益之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、國聯證券股份有限公司、交銀國際控股有限公司、四川能投發展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集團有限公司、湖州燃氣股份有限公司、漢有機控股有限公司、上海小南國控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中國控股有限公司、天津建設發展集團股份有限公司、樂思集團有限公司、出門問問有限公司、趣致集團、宜搜科技控股有限公司、老鋪黃金股份有限公司、中贛通信(集團)控股有限公司、地平線、多點數智有限公司、草姬集團控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京賽目科技股份有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際證券有限公司及/或其集團公司現持有東方證券股份有限公司、光大證券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已發行股本逾1%。

## 免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有权獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i) 复制或、复印或儲存，或者(ii) 直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或僱員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有信息，並可能受送達延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失（包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失）而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而非非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。本報告的發送對象不包括身處中國內地的投資人。如知悉收取或發送本報告有可能構成當地法律、法則或其他規定之違反，本報告的收取者承諾儘快通知交銀國際證券。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

**交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的附屬公司。**