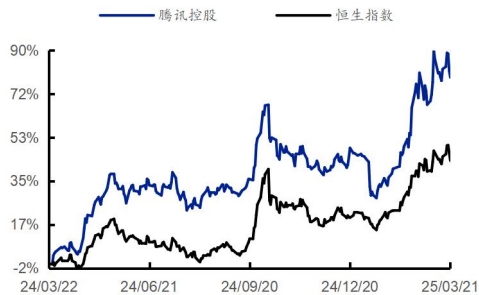


研究所：
 证券分析师： 陈梦竹 S0350521090003
 chenmz@ghzq.com.cn
 证券分析师： 尹芮 S0350522110001
 yinr@ghzq.com.cn

游戏及广告强健增长，AI战略加速赋能全生态

——腾讯控股 (0700.HK) 2024Q4 财报点评

最近一年走势



相对恒生指数表现		2025/03/21		
表现	1M	3M	12M	
腾讯控股	-1.1%	20.0%	77.2%	
恒生指数	0.9%	20.1%	40.5%	

市场数据		2025/03/21
当前价格 (港元)		511.50
52周价格区间 (港元)		285.00-547.00
总市值 (百万港元)		4,704,327.27
流通市值 (百万港元)		4,704,327.27
总股本 (万股)		919,712.08
流通股本 (万股)		919,712.08
日均成交额 (百万港元)		21,649.09
近一月换手 (%)		6.09

相关报告

《腾讯控股 (0700.HK) 2024Q4 财报前瞻：核心业务稳健有韧性，加码股东回报提振信心 (买入) *社交II*陈梦竹, 尹芮》——2025-01-17

《腾讯控股 (0700.HK) 2024Q3 财报点评：游戏收入恢复双位数同比增长，微信电商生态持续完善 (买入) *社交II*陈梦竹, 尹芮》——2024-11-17

《腾讯控股 (0700.HK) 2024Q3 财报前瞻：游戏加速，广告稳健，持续高质量增长 (买入) *社交II*陈梦竹, 尹芮》——2024-10-15

《腾讯控股 (0700.HK) 2024Q2 财报点评：核心业务高质量增长，利润持续强劲释放 (买入) *社

事件：

2025年3月19日公司公告2024Q4财报，2024Q4实现营收1724亿元 (yoy+11%, qoq+3%)，营业利润515亿元 (yoy+24%, qoq-3.5%)，归母净利润513亿元 (yoy+90%, qoq-4%)，Non-IFRS经营利润595亿元 (yoy+21%, qoq-3%)，Non-IFRS归母净利润553亿元 (yoy+30%, qoq-8%)。

我们的观点：

- **1、运营数据：**2024Q4 微信流量健康增长，合并 MAU 达 13.85 亿 (yoy+3%, qoq+0.2%)；QQ 智能终端月活跃账户数同比略有下滑；收费增值服务注册账户达 2.62 亿 (yoy+7.4%, qoq-1.1%)。
- **2、整体业绩：**核心业务增长态势向好，公司 2024Q4 整体毛利率同比延续提升趋势，环比基本持平 (yoy+2.59pct, qoq-0.56pct)；NON-IFRS 经营利润同比增长 21%，NON-IFRS 归母净利润同比增速快于经营利润增长，同比增长 30%至 553 亿元，经营杠杆持续释放。
- **3、增值业务：**2024Q4 游戏收入实现 20%同比加速增长，国内/海外市场分别增长 23%/15%，长青策略成效显著，头部游戏持续强健，前期新游递延逐步确认；腾讯视频保持国内长视频市场领先地位，高基数下付费会员数同比略下滑 3%达 1.13 亿；TME 增长强劲，音乐付费会员数同比增长 13%达 1.21 亿。
- **4、营销服务业务：**2024Q4 营销服务业务同比增长 17%，主要受到视频号、小程序及微信搜一搜广告驱动，宏观环境挑战下公司业务逆势增长，混元模型加速迭代赋能广告营销场景，增长潜力不断释放。
- **5、金融科技及企业服务：**2024Q4 收入同比增长 3%，支付业务同比持稳，理财业务及消费贷款服务收入保持健康增长；受益于 AI 需求快速提升，云业务增长态势向好，2025 年有望实现加速增长；视频号商家技术服务费贡献持续提升，2024 年微信小店 GMV 同比近翻倍。

交 II *陈梦竹, 尹芮》——2024-08-18

《腾讯控股 (0700.HK) 2024Q2 财报前瞻: 游戏企稳, 广告强劲, 经营杠杆持续释放 (买入) *社

交 II *陈梦竹, 尹芮》——2024-07-14

- **6、AI 战略开启加速模式, 资本开支同比大幅提升:** 公司 2024 年度资本开支突破 767 亿元, 同比增长 221%, 创历史新高, 我们测算 2025 年资本开支范围约 800-1100 亿元, 中位值为 905 亿元。近期公司 AI 战略全面加速, 在组织架构、底层模型、C 端/B 端产品线快速迭代应用, 重塑全域生态。
- **7、持续加强股东回报, 为股价提供支撑:** 公司 2024 年回购股份共计 1120 亿港元, 共派发股息 320 亿港元, 一共向股东返还了约 1440 亿港元的资本回报。公司 2025 年预计至少回购价值 800 亿港元, 预计现金红利增长 32% 至约 410 亿港元, 2025 年总股东回报最少达 1210 亿港元, 有望继续给股价提供较强支撑。
- **盈利预测和投资评级** 考虑公司核心业务强劲、利润率同比提升显著, AI 持续赋能全生态, 我们调整盈利预期, 预计公司 FY2025-FY2027 年营收分别为 7242/7869/8562 亿元, NON-IFRS 口径归母净利润为 2554/2869/3176 亿元, 对应 Non-IFRS 口径 EPS 为 28/31/35 元, 对应 Non-IFRS 口径 PE 分别为 17/15/14X, 根据 SOTP 估值方法, 我们给予 2025 年腾讯控股各项业务合计目标市值 5.1 万亿元人民币/5.5 万亿港元, 对应目标价 619 港元, 维持“买入”评级。
- **风险提示** 活跃用户增速放缓风险、新游审批进度风险、视频内容监管风险、内容成本快速增加风险、渠道成本快速增加风险、竞争风险、反垄断风险、金融政策变更风险、投资风险、估值调整风险、视频号广告及微信小游戏扩张不及预期、公司在 AI 领域投入较大但后续 AI 业务的拓展仍存在不确定性等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入 (百万元)	660257	724218	786895	856206
增长率 (%)	8	10	9	9
归母净利润 (百万元)	194073	217098	240716	265597
增长率 (%)	68	12	11	10
Non-IFRS 归母净利润 (百万元)	222757	255385	286876	317565
增长率 (%)	41	15	12	11
Non-IFRS 每股收益 (元)	24.22	27.77	31.19	34.53
Non-IFRS P/E	19.50	17.01	15.14	13.68
P/B	4.12	4.78	4.45	4.01
P/S	6.58	6.00	5.52	5.07

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

单位人民币, 换算汇率为 3 月 21 日实时汇率 1 港元=0.92 人民币

事件：

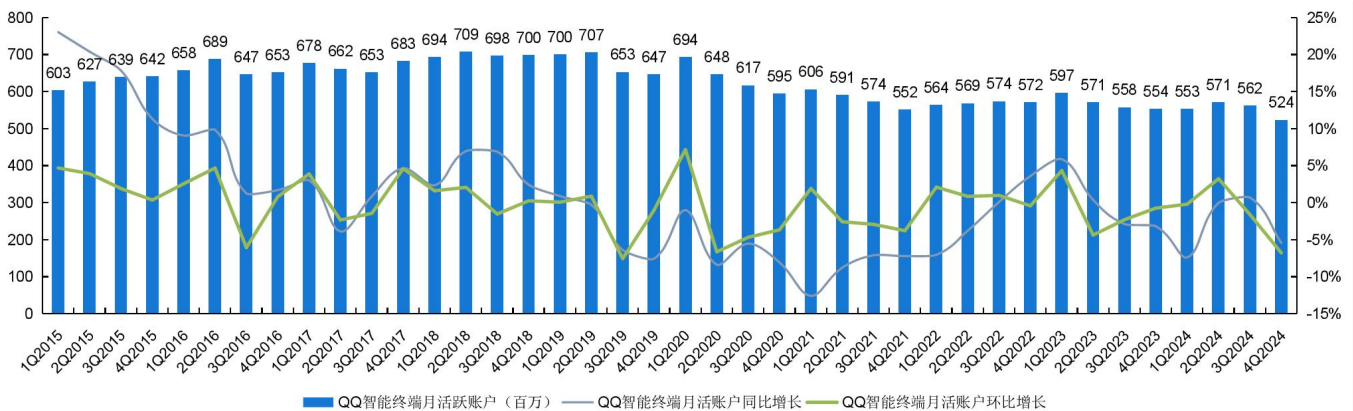
2025年3月19日公司公告2024Q4财报,2024Q4实现营收1724亿元(yoy+11%, qoq+3%)，营业利润515亿元(yoy+24%, qoq-3.5%)，归母净利润513亿元(yoy+90%, qoq-4%)，Non-IFRS经营利润595亿元(yoy+21%, qoq-3%)，Non-IFRS归母净利润553亿元(yoy+30%, qoq-8%)。

我们的观点：

1、运营数据：2024Q4 微信流量健康增长，合并 MAU 达 13.85 亿 (yoy+3%，qoq+0.2%)；QQ 智能终端月活跃账户数同比略有下滑；收费增值服务注册账户达 2.62 亿 (yoy+7.4%，qoq-1.1%)。

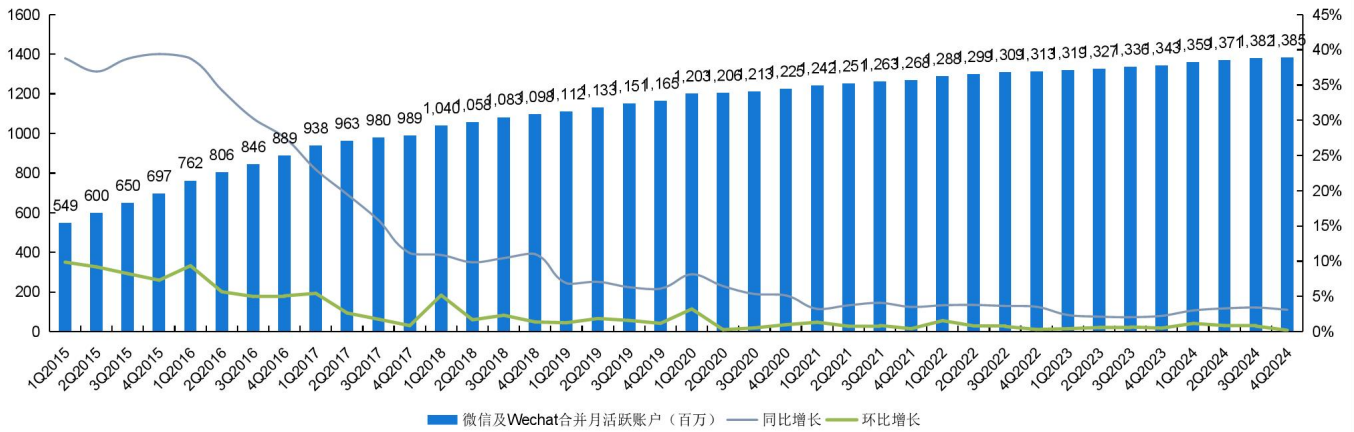
2024Q4 微信和 WeChat 合并 MAU 为 13.85 亿 (yoy+3%，qoq+0.2%)；QQ 智能终端 MAU 达 5.24 亿 (yoy-5%，qoq-7%)；高基数下增长放缓，QQ 移动终端月活跃用户同比略有回落；收费增值服务注册账户达 2.62 亿 (yoy+7.4%，qoq-1.1%)；腾讯视频付费会员数达 1.13 亿 (yoy-3%)；腾讯音乐付费会员数达 1.21 亿 (yoy+13%)。

图 1：QQ 智能终端月活跃账户数及增速（左轴月活跃账户数，右轴同环比增速）



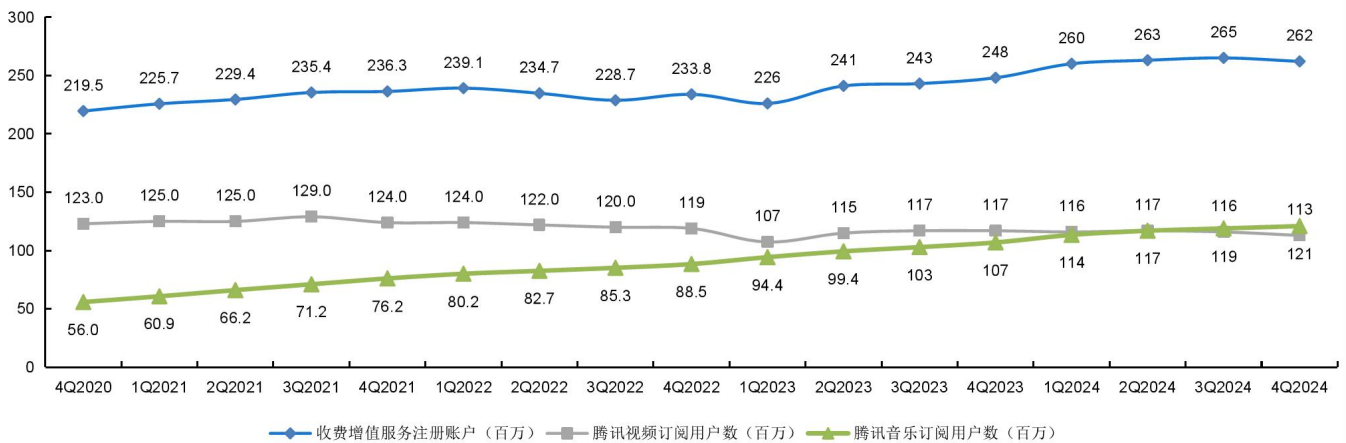
资料来源：公司财报，国海证券研究所

图 2：微信及 Wechat 合并月活跃账户数及增速（左轴月活跃账户数，右轴同环比增速）



资料来源：公司财报，国海证券研究所

图 3：收费增值服务注册账户、腾讯视频订阅用户数及腾讯音乐订阅用户数



资料来源：公司财报，国海证券研究所

2、整体业绩：核心业务增长态势向好，公司 2024Q4 整体毛利率同比延续提升趋势，环比基本持平 (yoy+2.59pct, qoq-0.56pct)；NON-IFRS 经营利润同比增长 21%，NON-IFRS 归母净利润同比增速快于经营利润增长，同比增长 30%至 553 亿元，经营杠杆持续释放。

(1) **业绩总览：** 2024Q4 实现营收 1724 亿元 (yoy+11%, qoq+3%)；实现营业利润 515 亿元 (yoy+24%, qoq-4%)，归母净利润 513 亿元 (yoy+90%, qoq-4%)。Non-IFRS 经营利润 595 亿元 (yoy+21%, qoq-3%)，Non-IFRS 归母净利润 553 亿元 (yoy+30%, qoq-8%)。

图 4：腾讯控股分业务收入

(亿元)	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
总收入	1,449.54	1,499.86	1,492.08	1,546.25	1,551.96	1,595.01	1,611.17	1,671.93	1724.46
yoy	1%	11%	11%	10%	7%	6%	8%	8%	11%
qoq	3%	3%	-1%	4%	0%	3%	1%	4%	3%
增值服务收入	704.17	793.37	742.11	757.48	690.79	786.29	788.22	826.95	790.22
yoy	-2%	9%	4%	4%	-2%	-1%	6%	9%	14%
qoq	-3%	13%	-6%	2%	-9%	14%	0%	5%	-4%
占总收入比重	49%	53%	50%	49%	45%	49%	49%	49%	46%
金融科技及企业服务	472.44	487.01	486.35	520.48	543.79	523.02	504.40	530.89	561.25
yoy	-1%	14%	15%	16%	15%	7%	4%	2%	3%
qoq	5%	3%	-0.1%	7.0%	4.5%	-3.8%	-3.6%	5.3%	5.7%
占总收入比重	33%	32%	33%	34%	35%	33%	31%	32%	33%
营销服务收入	246.6	209.64	250.03	257.21	297.94	265.06	298.71	299.93	350.04
yoy	15%	17%	34%	20%	21%	26%	19%	17%	17%
qoq	15%	-15%	19%	3%	16%	-11%	13%	0%	17%
占总收入比重	17%	14%	17%	17%	19%	17%	19%	18%	20%
其他业务收入	26.33	9.84	13.59	11.08	19.44	20.64	19.84	14.16	22.95
yoy	-6%	-50%	-10%	3%	-26%	110%	46%	28%	18%
qoq	144%	-63%	38%	-18%	75%	6%	-4%	-29%	62%
占总收入比重	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

资料来源：公司财报，国海证券研究所

(2) 毛利率较 2023 年同期进一步提升，本土市场游戏、视频号及微信搜一搜高毛利率收入来源支撑毛利率增长。①公司整体毛利率达到 52.6% (yoy+2.59pct)，具体来看各项业务毛利率均有一定提升：增值服务毛利率 55.9% (yoy+2.19pct)，该项业务毛利率同比增长主要由于本土市场游戏及小游戏平台服务费收入增长，以及长视频付费会员收入增加和内容成本优化；营销服务毛利率 57.7% (yoy+0.9pct)，该项业务毛利率同比增长主要由于视频号、微信搜一搜的收入增长；金融科技及企业服务毛利率 47.1% (yoy+3.27pct)，该项业务毛利率同比增长主要由于理财服务及企业微信收入增长，以及商家技术服务费增长和云服务成本效益提升。

②2024Q4 公司营业费用率 18% (yoy、qoq 均持平)，销售、研发及管理费用率同环比基本保持稳定，主要由于内容成本增长、研发开支及雇员成本（包括绩效奖励）增加。其中销售费用率 6% (yoy-1.1pct, qoq+0.3pct)，研发费用率 12% (yoy+0.9pct, qoq+0.8pct)，管理费用率（一般及行政费用剔除研发费用）7% (yoy-0.2pct, qoq 持平)。

③来自联营及合营投资公司的收益同比增速有所放缓，但仍保持明显增长态势。根据财报披露，2024Q4NON-IFRS 准则下分占联营公司及合营公司盈利 77 亿元（上年同期盈利 45 亿元），同比增长主要由于若干联营公司业绩增长、新内容发布及运营效率提高所致。

图 5：腾讯控股分业务毛利率趋势

分业务毛利率	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
整体	44.2%	42.6%	45.5%	47.5%	49.5%	50.0%	52.6%	52.1%	53.1%	52.6%
增值服务	51.7%	49.8%	53.9%	54.0%	55.5%	53.7%	57.3%	57.0%	57.5%	55.9%
营销服务	46.3%	44.2%	41.7%	48.9%	52.3%	56.8%	54.8%	55.6%	53.0%	57.7%
金融科技及企业服务	33.3%	33.6%	34.5%	38.4%	40.9%	43.9%	45.6%	47.6%	47.8%	47.1%
其他	-44.9%	-0.8%	-9.9%	-7.8%	-25.2%	-15.8%	23.6%	14.9%	3.1%	-7.0%

资料来源：公司财报，国海证券研究所

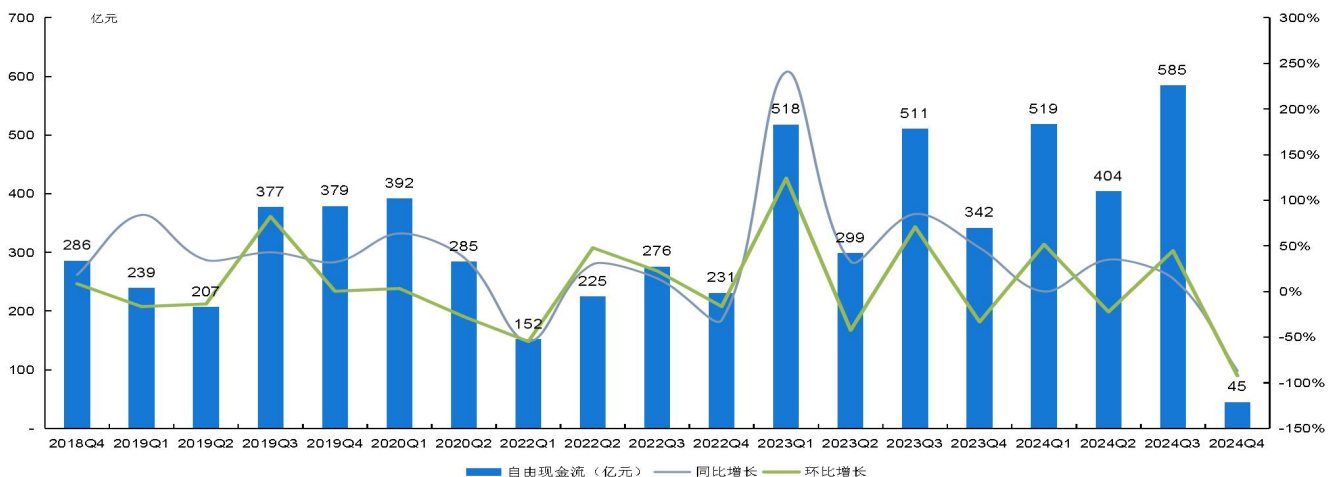
图 6：腾讯控股 Non-IFRS 口径利润情况

Non-IFRS 口径	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
归母净利润 (亿元)	281	323	297	325	375	449	427	503	573	598	553
yoy	-17%	2%	19%	27%	33%	39%	44%	54%	53%	33%	30%
归母净利率	21%	23%	20%	22%	25%	29%	28%	32%	36%	36%	32%
分占联营及合营公司盈利 (亿元)	-10	24	31	-1	39	48	45	55	99	85	77
归母净利润 (剔除联营及合营公司盈利)	291	299	266	326	336	401	382	448	474	513	476
yoy				18%	15%	34%	43%	37%	41%	28%	25%
归母净利率 (剔除联营及合营公司盈利)	22%	21%	18%	22%	23%	26%	25%	28%	29%	31%	28%

资料来源：公司财报，国海证券研究所

(3) 自由现金流：2024Q4 自由现金流 45 亿元，现金净额为人民币 768 亿元。2024Q4 自由现金流同比、环比下降明显，主要是由于产生的 540 亿元经营活动产生现金流量净额大多反哺业务，投入 AI 项目发展的资本开支付款以及媒体内容付款。

图 7：腾讯控股自由现金流情况



资料来源：公司财报，国海证券研究所

3、分业务情况

3.1、增值业务：2024Q4 游戏收入实现 20%同比加速增长，国内/海外市场分别增长 23%/15%，长青策略成效显著，头部游戏持续强健，前期新游递延逐步确认；腾讯视频保持国内长视频市场领先地位，高基数下付费会员数同比略下滑 3%达 1.13 亿；TME 增长强劲，音乐付费会员数同比增长 13%达 1.21 亿。

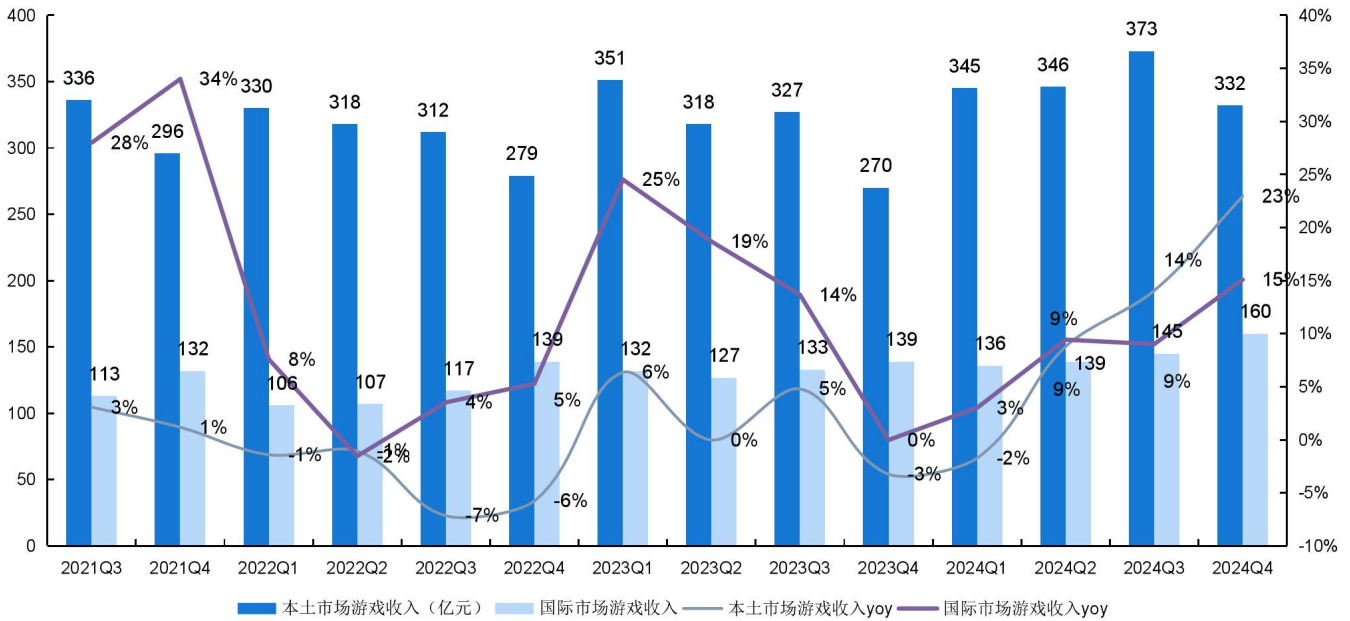
(1) **游戏业务：**2024Q4 游戏收入 492 亿元 (yoy+20%，qoq-5%)，营收占比 29%。2024Q4 递延收益余额 1063 亿元 (yoy+19%，qoq-6%)，保持稳健增长态势，为后续收入增长提供坚实基础。2024 年长青游戏（年流水超过 40 亿元且季度平均日活跃用户超过 500 万的手游或超过 200 万的 PC 游戏）增长至 14 款，新游培育持续。

2024Q4 本土游戏业务收入 332 亿元，同比增长 23%，增速远超前三季度。得益于去年同期的低基数，旗舰长青游戏《王者荣耀》、《和平精英》、《无畏契约》的流水同比增长显著；新游《地下城与勇士：起源》、《三角洲行动》贡献明显增量，其中《三角洲行动》2024Q4 双端合计收入超过 10 亿元。根据 Sensor Tower 数据，《金铲铲之战》Q4 流水同比增长 30%，连续八个季度实现双位数增长。

2024Q4 国际市场游戏收入同比增长 15%至 332 亿元，在游戏收入中占比达 33%。《帝国时代》手游 2024 年 10 月上线，首日登顶 GooglePlay 免费榜，根据 Sensor Tower 数据，该作为 10 月出海手游收入增长榜第 2 名。Supercell 2024 年收入同比高增 77%至 28 亿欧元，创历史新高，《荒野乱斗》/《部落冲突》全年分别吸金 6.62/3.56 亿美元收入，其中《荒野乱斗》Q4 收入同比增长翻倍。《流放之路 2》12 月份发布抢先体验版，连续六周位居 Steam 高级游戏收入榜首。《星际战甲》2024Q4 重大更新，显著提升 DAU，刷新 11 年历史的 Q4 收入记录，全年收入创下新高。

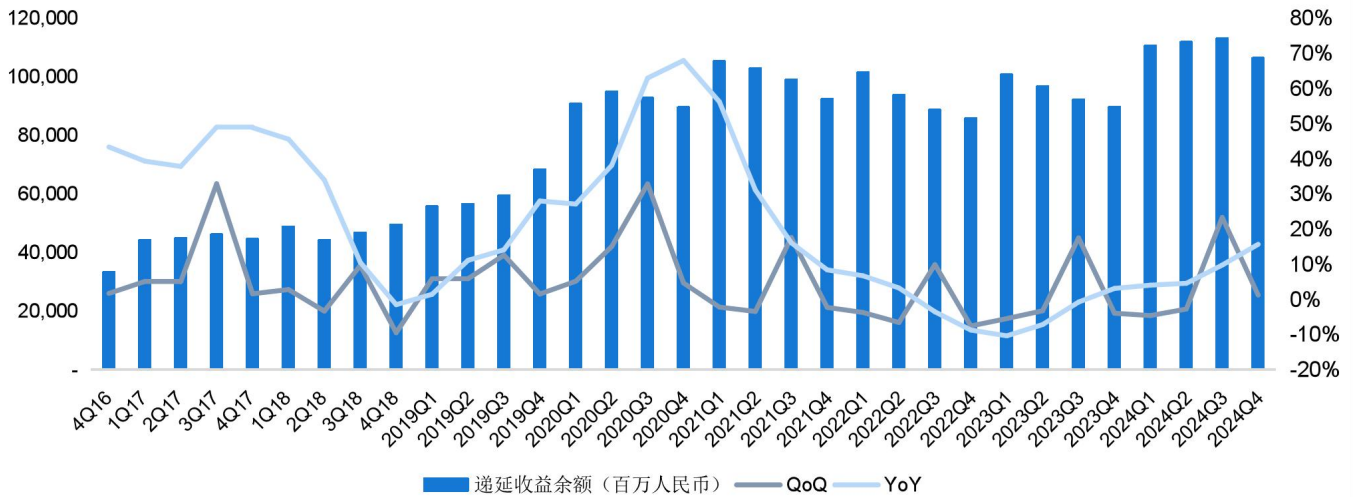
展望 2025Q1，考虑春节期间腾讯游戏表现优异，以及前期游戏递延的逐步确认，我们预计游戏季度收入同比仍然强劲，有望实现 18%增长，我们预计 2025 年腾讯游戏有望继续保持 10%双位数增长。国内游戏《王者荣耀》《和平精英》等头部游戏春节以来表现亮眼，新游《地下城与勇士：起源》《三角洲行动》贡献绝对增量，根据 Sensor Tower 数据，2025 年 1 月腾讯游戏流水同比增长 62%，《王者荣耀》《和平精英》《穿越火线：枪战王者》的全球收入分别激增 94%/267%/421%。新游方面，《龙息：神寂》、《美职篮全明星》、《剑灵 2》《暗区突围：无限》（端游）等定档于 2025 年 3 至 4 月，后续亦储备有《无畏契约手游》《王者荣耀：世界》《异人之下》《胜利女神：新的希望》《沙丘：觉醒》《洛克王国：世界》《逆战：未来》等多款重点产品。

图 8：腾讯控股本土游戏市场收入及国际市场游戏收入情况（亿元人民币） - （左轴收入，右轴同比增速）



资料来源：公司财报，国海证券研究所

图 9：腾讯控股递延收入及同环比变动（左轴收入，右轴增速）



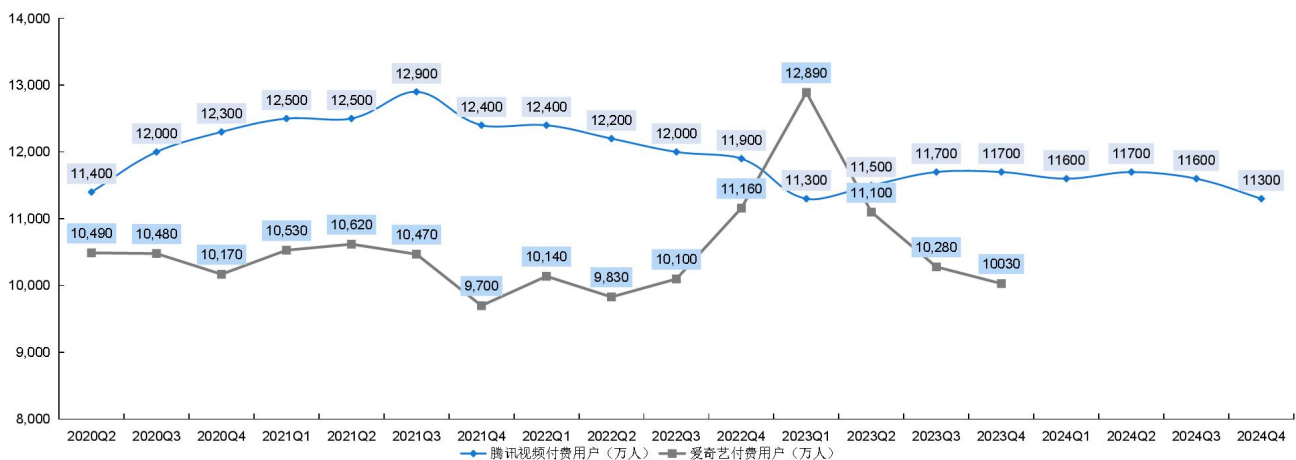
资料来源：公司财报，国海证券研究所

(2) **社交网络**：2024Q4 社交网络收入 298 亿元，同比上涨 6%。社交网络收入同比增幅加大主要由于手游虚拟道具销售、音乐付费会员收入以及小游戏平台服务费的的增长。高利润业务的增长有望提升社交网络业务利润率。

腾讯视频及腾讯音乐表现稳健，稳居细分市场龙头地位，AI 赋能加速内容创作、释放平台潜力。腾讯视频《山花烂漫时》、《繁花》等 6 部佳作斩获中国视频榜大奖，自制的电视剧《东方幻想爱情游戏》占 2024 年 11 月国内全网播放量榜首，

坚持以内容质量为核心穿越周期，聚焦精品内容开发，借助 AI 工具提高生产力、动画、真人视频等内容的创作，同时开拓布局短剧赛道形成互补，保持国内长视频市场领先地位，2024Q4 长视频订阅收入同比增长 3%，付费会员数达 1.13 亿。腾讯音乐在 Q4 继续完善内容生态，与 SM 娱乐、Kakao 娱乐续约，拓展至音效、艺人演出及衍生品领域，巩固头部内容供给，并积极入局自制内容创作，拓展音乐产业链；与高德地图、百度地图扩大合作，和比亚迪、小鹏汽车等深化协作，拓展音乐服务应用场景；通过优化算法与交互界面，2024Q4 用户歌曲收藏量同比增长 10%，推荐播放份额显著提升，Q4 超级会员数量环比增长显著，在线音乐服务 ARPPU 增长至 11.1 元（2023 年同期为 10.7 元），音乐付费会员数同比增长 13% 至 1.21 亿，带动音乐订阅收入同比增长 18%。

图 10：腾讯视频和爱奇艺付费用户数对比



资料来源：公司财报，国海证券研究所

3.2、营销服务：2024Q4 营销服务业务同比增长 17%，主要受到视频号、小程序及微信搜一搜广告驱动，宏观环境挑战下公司广告业务逆势增长，混元模型加速迭代赋能广告营销场景，增长潜力不断释放。

2024Q4 腾讯营销服务收入同比增长 17% 至人民币 350 亿元。广告主对视频号、小程序及微信搜一搜广告库存的需求驱动营销服务业务强劲增长，Q4 多数重点行业的广告投放均有所增长。

视频号广告通过多元途径推动创作生态繁荣，并依托 AI 技术优化内容推荐与广告投放，增长潜力不断释放。受益于推荐算法提升及更多的本地化内容，2024 年视频号总用户时长快速增长，Q4 营销服务收入同比增长 60%；小程序营销服务收入同比增长迅速；搜一搜广告同比翻倍。

AI 应用加速赋能营销服务。借助 AI 提升对用户兴趣和广告互动的洞察能力，优化了广告排序，推动点击率与广告主投放双提升。得益于商业查询增长及 AI 优化广告位置与格式，点击率提升，微信搜索收入同比增长一倍以上，搜索结果相关性和质量提升明显。

3.3、金融科技与企业服务：2024Q4 收入同比增长 3%，支付业务同比持稳，理财业务及消费贷款服务收入保持健康增长；受益于 AI 需求快速提升，云业务增长态势向好，2025 年有望实现加速增长；视频号商家技术服务费贡献持续提升，2024 年微信小店 GMV 同比近翻倍。

2024Q4 金融科技及企业服务业务收入同比增加 3%至人民币 561 亿元。

受益于商业支付量增加及财富管理和消费贷款服务收入增加，金融科技服务收入恢复同比增长，公司升级风险控制并优化支付融资成本，增强整体金融科技特许经营权和盈利能力。商业支付收入同比改善至基本稳定，资金成本进一步改善，Q4 交易笔数同比增长快于 Q3。展望 2025Q1，我们预计支付业务同比仍保持稳定，利润率仍有提升空间。近日国家金融监督管理总局印发《关于发展消费金融助力提振消费的通知》，主要内容涉及增加消费金融供给、优化消费金融管理、开展个人消费贷款纾困，建议关注腾讯自营小贷业务分期分付年内进展。

企业服务业务收入同比稳健增长，主要由于电商交易量增加带来的商家技术服务费及企业微信收入增长，经营效率提升拉高毛利率同比上升。

①云业务：我们预计 2024Q4 收入同比增长个位数，全年营收约 370-380 亿元。2024 年，AI 云收入同比约翻倍，但为满足公司自身训练需求而分配更多 GPU 资源，在一定程度上限制了向外部客户提供的 GPU 数量，云服务收入增长短期受限；Q4 企业微信收入同比增长翻番，主要由于企业客户对于高级通讯功能的付费意愿显著提升；腾讯会议收入同比增长超 40%，得益于企业采用渗透率加强。伴随着“混元+DeepSeek”双引擎战略下，AI 增量需求逐步落地，我们预计 2025 年腾讯云业务有望实现双位数以上加速增长，全年呈现前低后高增长趋势，同时伴随 PaaS+SaaS 业务占比提升，利润率同比有望进一步改善。

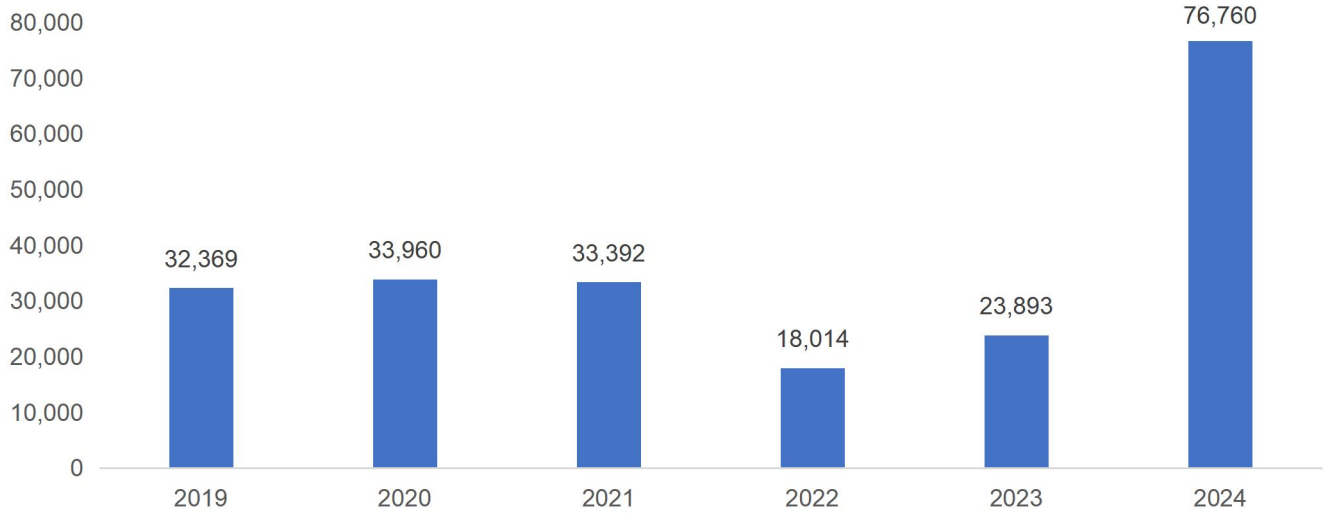
②微信小店：2024 年微信小店带货规模高增，商品 GMV 达 2023 年的 1.92 倍，订单数量增长 125%，Q4 上线“送礼物”功能成为商家创新增长点。我们预计 2024 全年微信小店技术服务费收入在 40-50 亿元，该部分增量业务利润率较高，亦带动整体金融科技与企业服务业务利润率改善，2025 年有望继续保持较高增速。

4、AI 战略开启加速模式，资本开支同比大幅提升

公司 2024 年度资本开支突破 767 亿元，同比增长 221%，创历史新高。其中四季度资本开支达 365.78 亿元，同比增长 386%，环比增长 114%。

公司 2025 年资本开支指引为营收的 low-teens (11-14%)，以我们当前预测 2025 年收入 7242 亿元为计算基础，对应资本开支范围约 800-1100 亿元，中位值为 905 亿元。

图 10：腾讯年度资本开支（百万元）



资料来源：公司财报，国海证券研究所

①组织架构侧：据界面新闻报道，继腾讯元宝从 TEG（技术工程事业群）转入 CSIG（腾讯云与产业事业群）之后，QQ 浏览器、搜狗输入法、ima 等更多产品和应用也汇入 CSIG，形成全新的 AI 产品线，有助于提高产品组织效能。

②模型侧：3 月 21 日，腾讯混元正式推出自研深度思考模型混元 T1 正式版。在体现推理模型基础能力的常见 benchmark 上，如大语言模型评估增强数据集 MMLU-PRO 中，混元 T1 取得 87.2 分，仅次于 o1。混元 T1 正式版沿用了混元 Turbo S 的创新架构，采用 Hybrid-Mamba-Transformer 融合模式。此外，HunYuan 的图像生成模型在去年 12 月的 FlagEval 中拔得头筹，视频生成模型在 Hugging Face 上荣登榜首，AI 技术实力得到验证。

③C 端应用侧：截至 3 月 19 日，元宝已在 35 天内进行了 30 次版本更新，其中电脑版更新 15 次、手机版更新 15 次。公司年报显示，今年 2 月-3 月，元宝 DAU 增长超 20 倍。同时微信已为搜索功能接入 DeepSeek-R1 模型，用户可在微信搜索框中点击“AI 搜索”，并选择“深度思考”模式，便可获得由 R1 模型经过长思考提供的更全面的回答。随着 AI 部署的深入，未来微信生态有望新增更多 AI 体验模块，进一步推动业务智能化升级。

④B 端应用侧：为响应企业客户 AI 智能化升级的普遍需求，腾讯云业内率先接入了 DeepSeek，并基于腾讯混元大模型底座，推出了“腾讯混元+开源模型”多模型行业方案，升级腾讯云大模型知识引擎、CloudStudio、腾讯云 AI 代码助手等全套智能工具箱，以及腾讯元宝、ima、QQ 浏览器等 AI 产品矩阵。目前，腾讯云多模型行业方案已落地在金融、医疗、教育、政务、出行、文旅、传媒等 30 多个行业。

5、延续大规模股东回报，为股价提供支撑

公司 2024 年回购股份共计 1120 亿港元，共派发股息 320 亿港元，一共向股东返还了约 1440 亿港元的资本回报。

公司 2025 年预计至少回购价值 800 亿港元，预计现金红利增长 32% 至约 410 亿港元，2025 年总股东回报最少达 1210 亿港元，有望继续给股价提供较强支撑。

6、盈利预测与投资评级

考虑公司核心业务强劲、利润率同比提升显著，AI 持续赋能全生态，我们调整盈利预期，预计公司 FY2025-FY2027 年营收分别为 7242/7869/8562 亿元，NON-IFRS 口径归母净利润为 2554/2869/3176 亿元，对应 Non-IFRS 口径 EPS 为 28/31/35 元，对应 Non-IFRS 口径 PE 分别为 17/15/14X，根据 SOTP 估值方法，我们给予 2025 年腾讯控股各项业务合计目标市值 5.1 万亿元人民币/5.5 万亿港元，对应目标价 619 港元，维持“买入”评级。

图 11：腾讯控股核心财务数据预测表（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
总收入	609,015	660,257	724,218	786,895	856,206	159,501	161,117	167,193	172,446	177,406	177,874	181,454	187,484
YOY	10%	8%	10%	9%	9%	6%	8%	8%	11%	11%	10%	9%	9%
增值服务	298,375	319,168	341,172	361,909	382,187	78,629	78,822	82,695	79,022	88,507	85,455	86,152	81,058
YOY	4%	7%	7%	6%	6%	-1%	6%	9%	14%	13%	8%	4%	3%
i 网络游戏	179,700	197,600	216,434	231,844	246,992	48,100	48,500	51,800	49,200	56,702	54,561	54,351	50,821
YOY	5%	10%	10%	7%	7%	0%	9%	13%	20%	18%	12%	5%	3%
· 国内游戏	126,600	139,600	150,878	158,421	164,758	34,500	34,600	37,300	33,200	41,057	38,725	37,926	33,169
YOY	2%	10%	8%	5%	4%	-2%	9%	14%	23%	19%	12%	2%	0%
· 海外游戏	53,100	58,000	65,556	73,423	82,233	13,600	13,900	14,500	16,000	15,644	15,835	16,425	17,652
YOY	13%	9%	13%	12%	12%	3%	9%	9%	15%	14%	14%	13%	10%
ii 社交网络	118,675	121,568	124,739	130,065	135,195	30,529	30,322	30,895	29,822	31,805	30,895	31,801	30,237
YOY	2%	2%	3%	4%	4%	-2%	2%	4%	6%	4%	2%	3%	1%
网络广告	101,482	121,374	142,750	163,726	183,789	26,506	29,871	29,993	35,004	31,015	35,418	35,220	41,097
YOY	23%	20%	18%	15%	12%	26%	19%	17%	17%	17%	19%	17%	17%
金融科技与企业服务	203,763	211,956	231,373	251,891	280,393	52,302	50,440	53,089	56,125	55,511	54,719	58,453	62,690
YOY	15%	4%	9%	9%	11%	7%	4%	2%	3%	6%	8%	10%	12%
i 金融科技	165,606	169,796	177,352	185,805	201,235	42,686	40,827	41,101	45,182	44,026	42,432	43,425	47,469
YOY	14%	3%	4%	5%	8%	6%	2%	0%	2%	3%	4%	6%	5%
ii 企业服务	38,157	42,160	54,021	66,085	79,157	9,616	9,613	11,988	10,943	11,485	12,286	15,029	15,222
YOY	22%	10%	28%	22%	20%	13%	13%	9%	8%	19%	28%	25%	39%
其他	5,395	7,759	8,923	9,369	9,837	2,064	1,984	1,416	2,295	2,374	2,282	1,628	2,639
YOY	-25%	44%	15%	5%	5%	110%	46%	28%	18%	15%	15%	15%	15%
毛利润	293,109	349,247	400,970	450,242	500,115	83,870	85,896	88,828	90,653	97,400	98,564	101,119	103,887
YOY	23%	19%	15%	12%	11%	23%	21%	16%	17%	16%	15%	14%	15%
· 销售费用	34,211	36,388	41,641	44,853	47,091	7,536	9,156	9,411	10,285	10,644	9,961	10,161	10,874
% 销售费用率	5.6%	5.5%	5.7%	5.7%	5.5%	4.7%	5.7%	5.6%	6.0%	6.0%	5.6%	5.6%	5.8%
· 一般及行政费用	103,525	112,761	125,851	133,772	143,843	24,809	27,491	29,058	31,403	30,159	31,128	31,754	32,810
% 一般及行政费用率	17.0%	17.1%	17.4%	17.0%	16.8%	15.6%	17.1%	17.4%	18.2%	17.0%	17.5%	17.5%	17.5%
经调整经营利润	187,861	237,811	269,689	305,009	352,713	58,619	58,443	61,274	59,475	65,488	66,388	68,274	69,539
YOY	35%	27%	13%	13%	16%	29%	27%	19%	21%	12%	14%	11%	17%
经调整净利润	157,688	222,757	255,385	286,876	317,565	50,265	57,367	59,813	55,312	61,500	63,598	65,774	64,513
YOY	36%	41%	15%	12%	11%	54%	53%	33%	30%	22%	11%	10%	17%

资料来源：公司财报，国海证券研究所

图 12：腾讯控股分部估值总览

分业务 (FY2025)	收入 (亿元人民币)	经营利润率	净利润 (亿元人民币)	2024~2027E Rev GAGR	PE	PS业务估值 (亿元人民币)
核心业务						
游戏						
国内市场 (包括社交网络游戏收入)	1,942	55%	876	6%	16	14,012
国际市场	656	38%	204	12%	18	3,677
广告						
媒体广告	133	37%	40	4%	12	485
社交及其他广告	1,294	51%	545	16%	20	10,905
社交网络						
在线阅读	80	19%	12	-1%	25	310
直播	155	11%	14	3%	10	140
在线视频 (剔除广告)	234	10%	19	5%		2 469
在线音乐 (剔除广告)	269	28%	62	1%	25	1,546
金融科技与企业服务						
支付业务	1,349	25%	277	4%	15	4,148
理财&小贷业务	424	85%	296	11%	15	4,437
云业务	450	8%	30	23%		5 2,251
微信电商/小店	90	70%	52	55%	30	1,550
投资公司估值						
上市						7,095
非上市						
合计目标市值 (亿元人民币)						51,025
汇率						0.92
合计目标市值 (亿港元)						55,264
股本 (亿)						89.21
目标股价 (港元)						619

资料来源：公司财报，国海证券研究所

7、风险提示

活跃用户增速放缓风险、新游审批进度风险、视频内容监管风险、内容成本快速增加风险、渠道成本快速增加风险、竞争风险、反垄断风险、金融政策变更风险、投资风险、估值调整风险、视频号广告及微信小游戏扩张不及预期、公司在 AI 领域投入较大但后续 AI 业务的拓展仍存在不确定性等。

附表：腾讯控股盈利预测表（股价单位港元，其余人民币，换算汇率为3月21日实时汇率1港元=0.92人民币）

证券代码：	00700				股价：	511.50				投资评级：	买入				日期：	2025/03/21					
财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E		每股指标与估值	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E	
盈利能力						每股指标															
ROE	18%	24%	25%	25%		EPS（经调整）	24.22	27.77	31.19	34.53											
毛利率	53%	55%	57%	58%		BVPS	114.59	98.80	106.20	117.80											
期间费率	24%	25%	25%	24%		估值															
销售净利率	29%	30%	31%	31%		P/E（经调整）	19.50	17.01	15.14	13.68											
成长能力						P/B	4.12	4.78	4.45	4.01											
收入增长率	8%	10%	9%	9%		P/S	6.58	6.00	5.52	5.07											
利润增长率	68%	12%	11%	10%																	
营运能力						利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E											
总资产周转率	0.37	0.42	0.43	0.42		营业收入	660257	724218	786895	856206											
应收账款周转率	13.70	12.17	12.17	12.17		营业成本	311011	323248	336653	356091											
存货周转率	706.84	543.05	520.52	506.00		销售费用	36388	41641	44853	47091											
偿债能力						管理费用	112761	125851	133772	143843											
资产负债率	41%	47%	47%	47%		财务费用	11981	13036	14164	15412											
流动比	1.25	0.87	0.86	0.86		营业利润	208099	237478	274617	313181											
速动比	1.47	1.25	0.87	0.86																	
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E		利润总额	237298	271426	314764	353894											
现金及现金等价物	132519	118266	121656	135330		所得税费用	45018	53432	61379	74318											
应收款项	48203	59525	64676	70373		净利润	192280	217994	253385	279576											
存货净额	440	595	647	704		少数股东损益	-1793	896	12669	13979											
其他流动资产	315018	174537	189642	206346		归属于母公司净利润	194073	217098	240716	265597											
流动资产合计	496180	352923	376620	412752		现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E											
固定资产	92487	108048	110199	119260		经营活动现金流	258521	286634	311589	341974											
无形资产及其他	196127	217265	236068	256862		归母净利润	194073	217098	240716	265597											
定期存款	77601	52323	62398	76795		少数股东损益	-1793	896	12669	13979											
其他非流动资产	918600	979557	1059560	1167393		折旧摊销	55973	65286	66623	72127											
资产总计	1780995	1710116	1844846	2033061		其他非现金调整	0	0	0	0											
短期借款	52885	36211	39345	42810		营运资金变动	3709	4250	4250	4250											
应付款项	118712	119050	129353	140746		投资活动现金流	-122187	-159328	-157379	-171241											
递延收入	100097	108633	118034	128431		资本支出	-92436	-130359	-125903	-136993											
其他流动负债	325409	357764	388726	422966		长期投资	-33013	-36211	-39345	-42810											
流动负债合计	396909	404391	439389	478091		其他	3262	7242	7869	8562											
长期借款及应付债券	277107	324922	350521	386282		筹资活动现金流	-176494	-141559	-150821	-157059											
其他长期负债	53083	72081	78226	85297		债务融资	84513	92700	100723	109594											
非流动负债合计	330190	397003	428747	471578																	
负债合计	727099	801394	868136	949669		其它	-261007	-234258	-251543	-266653											
股东权益	1053896	908721	976710	1083392		现金净增加额	-40160	-14253	3389	13674											
负债和股东权益总计	1780995	1710116	1844846	2033061																	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【海外小组介绍】

陈梦竹，现任国海证券海外研究团队首席分析师，南开大学本科&硕士，6年证券从业经验，专注于全球内容&社交互联网、消费互联网、科技互联网板块研究。

尹芮，现任国海证券海外互联网分析师，康奈尔大学硕士，中国人民大学本科，2年证券从业经验，主要覆盖内容&社交互联网方向。

张娟娟，现任国海证券海外互联网分析师，上海财经大学硕士，三年产业工作经验，曾任职于阿里、美团，主要覆盖生活互联网方向。

林臻，现任国海证券海外研究助理，中国人民大学本科，港科大硕士，主要覆盖科技互联网方向。

罗婉琦，现任国海证券海外研究团队分析师，伦敦政治经济学院硕士，主要覆盖消费互联网方向。

陈重伊，现任国海证券海外研究团队研究助理，主要覆盖科技互联网方向。

邱怡瑄，现任国海证券海外研究团队研究助理，主要覆盖科技互联网方向。

【分析师承诺】

陈梦竹，尹芮，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些

公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。