腾讯控股 0700.HK

最新市值	最新股价	账面价值	P/E 倍数	P/FCF 倍数	股息收益率
27105	298.10	127.77	12.3x	12.6x	1.5%

业务链条 | 经营如何产生现金

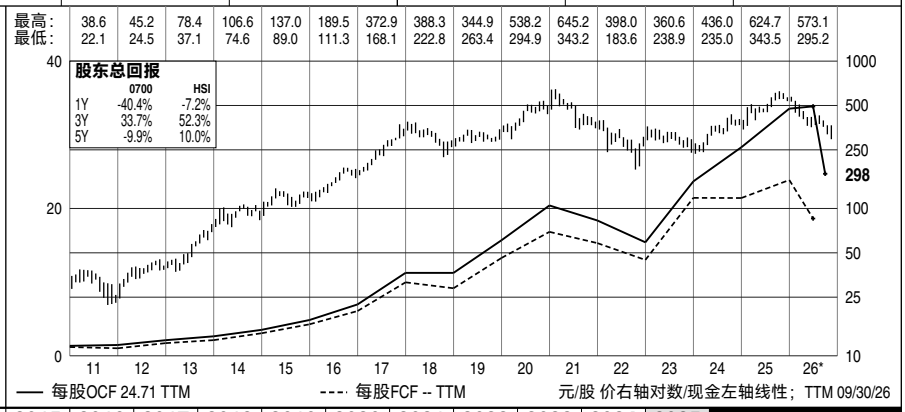
1 连接用户：26年九月微信及WeChat月活14.49亿。
2 提升参与：Q3视频号使用时长同比增逾20%。
3 游戏付费：Q3《三角洲行动》日活同比增逾50%。
4 广告变现：Q3视频号广告曝光同比增逾50%。
5 AI服务：十一月18日，WorkBuddy日活逾1000万。

收入构成 | FY25

营收	亿元	构成	同比	2Y CAGR
增值服务	3,692.81	49.1%	+15.7%	+11.2%
营销服务	1,449.73	19.3%	+19.4%	+19.5%
金融科技及企业服务	2,294.35	30.5%	+8.2%	+6.1%
其他	80.77	1.1%	+4.1%	+22.4%
营收合计	**7,517.66**	**100.0%**	**+13.9%**	**+11.1%**

FY25毛利率：增值60%、广告58%、金融科技及企服51%。

关注AI付费使用和算力投入的现金回报。



价值创造	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	年报其语 6类指标	单位
分销渠道 月活14.49亿（26年九月，含微信及WeChat）。Q3视频号时长同比增逾20%。	196.46	284.96	438.94	604.37	789.32	1028.63	1519.38	2377.60	3126.94	3772.89	4820.64	5601.18	5545.52	6090.15	6602.57	7517.66	**营收**	亿元
	57.9%	45.0%	54.0%	37.7%	30.6%	30.3%	47.7%	56.5%	31.5%	20.7%	27.8%	16.2%	-1.0%	9.8%	8.4%	13.9%	**营收同比**	%
	67.8%	65.2%	58.5%	54.0%	60.9%	59.5%	55.6%	49.2%	45.5%	44.4%	46.0%	43.9%	43.1%	48.1%	52.9%	56.2%	**毛利率**	%
	98.38	122.54	154.79	191.94	305.42	406.27	561.17	903.02	976.48	965.01	1261.97	1246.56	1108.27	1600.74	2080.99	2415.62	**营业利润**	亿元
	50.1%	43.0%	35.3%	31.8%	38.7%	39.5%	36.9%	38.0%	31.2%	25.6%	26.2%	22.3%	20.0%	26.3%	31.5%	32.1%	**营业利润率**	%
↓ **三条变现路径**	80.54	102.03	127.32	155.02	238.10	288.06	410.95	715.10	787.19	933.10	1598.47	2248.22	1882.43	1152.16	1940.73	2248.42	**净利润**	亿元
	41.0%	35.8%	29.0%	25.6%	30.2%	28.0%	27.0%	30.1%	25.2%	24.7%	33.2%	40.1%	33.9%	18.9%	29.4%	29.9%	**净利率**	%
游戏 《三角洲行动》日活同比增逾50%。Q3增值服务毛利率64%。	123.19	133.58	194.29	243.74	327.11	454.31	655.18	1061.40	1064.43	1485.90	1941.19	1751.86	1460.91	2219.62	2585.21	3030.52	**经营现金流**	亿元
	62.7%	46.9%	44.3%	40.3%	41.4%	44.2%	43.1%	44.6%	34.0%	39.4%	40.3%	31.3%	26.3%	36.4%	39.2%	40.3%	**经营现金流率**	%
	1.5x	1.3x	1.5x	1.6x	1.4x	1.6x	1.6x	1.5x	1.4x	1.6x	1.2x	.8x	.8x	1.9x	1.3x	1.3x	**OCF/净利润**	x
	14.88	40.60	36.57	47.88	42.96	54.40	83.99	121.08	197.43	227.66	340.70	293.02	226.79	210.08	629.27	874.82	**资本开支**	亿元
	12.1%	30.4%	18.8%	19.6%	13.1%	12.0%	12.8%	11.4%	18.5%	15.3%	17.6%	16.7%	15.5%	9.5%	24.3%	28.9%	**资本开支/OCF**	%
	108.31	92.98	157.73	195.86	284.15	399.91	571.19	940.32	867.00	1258.24	1600.49	1458.84	1234.12	2009.54	1955.94	2155.70	**自由现金流**	亿元
	55.1%	32.6%	35.9%	32.4%	36.0%	38.9%	37.6%	39.5%	27.7%	33.3%	33.2%	26.0%	22.3%	33.0%	29.6%	28.7%	**自由现金流率**	%
广告与交易 Q3广告同比+19%。短剧与小店将观看转为广告曝光与交易需求。	10.27	22.39	16.17	12.93	42.54	90.14	103.55	199.17	375.24	346.50	476.26	548.07	404.38	340.32	409.68	369.40	**收购及其他***	亿元
	8.3%	16.8%	8.3%	5.3%	13.0%	19.8%	15.8%	18.8%	35.3%	23.3%	24.5%	31.3%	27.7%	15.3%	15.8%	12.2%	**收购及其他/OCF***	%
	4.96	8.15	10.12	17.86	24.97	28.41	44.55	62.53	79.00	105.00	137.45	222.22	262.48	227.82	234.24	318.59	**股权薪酬费用**	亿元
	4.0%	6.1%	5.2%	7.3%	7.6%	6.3%	6.8%	5.9%	7.4%	7.1%	7.1%	12.7%	18.0%	10.3%	9.1%	10.5%	**股权薪酬/OCF**	%
金融科技与云 Q3分部毛利率50%，云收入同比+35%。	3.10	10.47	.20	13.25	.61	--	--	--	7.83	10.46	--	21.70	293.07	437.67	1023.31	733.12	**股票回购**	亿元
	2.5%	7.8%	.1%	5.4%	.2%	--	--	--	.7%	.7%	--	1.2%	20.1%	19.7%	39.6%	24.2%	**股票回购/OCF**	%
	8.38	11.08	14.68	17.61	26.40	36.99	50.52	67.76	83.15	103.39	125.03	129.52	209.83	288.59	375.35	415.95	**分红**	亿元
	6.8%	8.3%	7.6%	7.2%	8.1%	8.1%	7.7%	6.4%	7.8%	7.0%	6.4%	7.4%	14.4%	13.0%	14.5%	13.7%	**现金分红/OCF**	%
↓ **再投资** Q3现金资本开支651亿元。十一月：WorkBuddy日活逾1000万，日用逾100万亿词元。	--	116.4%	94.6%	86.9%	63.7%	41.3%	35.0%	37.4%	28.7%	21.6%	19.7%	15.1%	12.7%	15.7%	20.5%	20.6%	**基础 ROIC***	%
	47.5%	40.6%	36.5%	31.2%	34.5%	28.8%	27.9%	33.2%	27.2%	24.7%	28.1%	29.8%	24.6%	15.1%	21.8%	21.1%	**ROE**	%
	30.2%	22.0%	19.3%	17.0%	17.1%	12.1%	11.7%	15.0%	12.3%	11.1%	14.0%	15.3%	11.8%	7.3%	11.6%	11.8%	**ROA**	%
	91.11	91.10	91.70	92.13	92.82	93.46	93.95	94.28	94.57	94.75	95.12	95.38	94.83	93.73	91.33	90.33	**流通股数**	亿股
	2.16	3.13	4.79	6.56	8.50	11.01	16.17	25.22	33.06	39.82	50.68	58.72	58.48	64.97	72.29	83.23	**每股营收**	元/股
	.87	1.10	1.37	1.66	2.55	3.06	4.33	7.50	8.23	9.64	16.52	23.16	19.34	11.89	20.49	24.15	**稀释每股收益**	元/股
	1.35	1.47	2.12	2.65	3.52	4.86	6.97	11.26	11.26	15.68	20.41	18.37	15.41	23.68	28.31	33.55	**每股OCF**	元/股
回报验证 扣除算力成本后，AI付费和应用内交易能否提高每股自由现金流？	.16	.45	.40	.52	.46	.58	.89	1.28	2.09	2.40	3.58	3.07	2.39	2.24	6.89	9.68	**每股资本开支**	元/股
	1.19	1.02	1.72	2.13	3.06	4.28	6.08	9.97	9.17	13.28	16.83	15.29	13.01	21.44	21.42	23.87	**每股FCF**	元/股
	.09	.12	.16	.19	.29	.39	.55	.73	.88	1.08	1.34	1.31	2.14	3.07	4.23	4.77	**每股股息**	元/股
	31.6x	28.6x	27.2x	32.1x	36.2x	38.4x	34.8x	33.6x	38.2x	31.6x	25.8x	20.0x	15.3x	25.4x	16.1x	20.6x	**平均市盈率**	x
	4.2%	4.0%	4.4%	2.8%	3.4%	3.4%	3.6%	2.9%	3.3%	3.9%	3.5%	4.1%	4.4%	8.1%	5.5%	4.4%	**FCF收益率**	%
	.3%	.5%	.4%	.2%	.3%	.3%	.3%	.2%	.3%	.3%	.3%	.4%	.7%	1.2%	1.1%	.9%	**股息率**	%

核心经营指标 | 亿，游戏按款

指标	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25
微信月活	12.68	13.13	13.43	13.85	**14.18**
手机QQ月活	5.52	5.72	5.54	5.24	**5.08**
增值付费订阅*	2.36	2.34	2.44	2.62	**2.67**
视频付费订阅*	1.24	1.19	1.17	1.13	**--**
腾讯音乐付费	0.762	0.885	1.067	1.21	**1.274**
长青游戏数	--	--	12	14	**--**

复合年增长率

	1Y	3Y	5Y	10Y	15Y
营收	13.9%	10.7%	9.3%	22.0%	27.5%
营业利润	16.1%	29.7%	13.9%	19.5%	23.8%
净利润	15.9%	6.1%	7.1%	22.8%	24.9%
经营现金流	17.2%	27.5%	9.3%	20.9%	23.8%
自由现金流	10.2%	20.4%	6.1%	18.3%	22.1%
稀释每股收益	17.9%	7.7%	7.9%	23.0%	24.8%
每股FCF	11.4%	22.4%	7.2%	18.8%	22.1%

财务状况 | 亿元

	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25
总资产	16124	15781	15772	17810	20390
总负债	7357	7953	7036	7271	7979
净资产	8767	7829	8737	10539	12411
市值*	35561	28248	24865	35801	26927
现金+短投	2518	2615	3583	3255	3778
负债/资产	45.6%	50.4%	44.6%	40.8%	39.1%

资本返还： FY11-FY25经营现金流人民币18,609亿元，扣除现金资本开支3,427亿元，得**自由现金流15,182亿元。**现金回购**2,552亿元（16.8%）；**现金分红：**1,548亿元（10.2%）。**合计占27.0%，其余11,082亿元未扣除其他投资和融资现金流。

净股数： FY10末91.11亿股至FY25末90.33亿股，**净减7800万股（0.9%）。** FY25注销1.563亿股，发行5170万股；奖励信托和库存股变动抵消460万股。**净减1.001亿股（1.1%）。**FY25现金回报占FCF的51.4%；净借款增加人民币527亿元。

1. 哪些业务带动增长？ FY25收入增14%，毛利增21%。Q3自研游戏带动增值服务毛利率升至64%。广告收入增19%，毛利率从57%降至52%。金融科技及企业服务收入增9%，其中云收入增35%。

2. 现金流为何转弱？ Q3非国际财报准则经营利润降6%，剔除新AI业务后增8%。现金资本开支达人民币651亿元，算力预付款使经营现金流降至人民币26亿元。

按腾讯口径，自由现金流降至负人民币691亿元，六月净现金人民币582亿元转为净债务人民币137亿元。现金流恢复取决于算力利用率。

3. 什么会拖累AI回报？ 十一月18日，WorkBuddy日活逾1000万，每日词元用量逾100万亿。小微测试日活达3000万。WorkBuddy Q3销售额逾Q2的5x。按七天总收入年化推算逾5亿美元。

用芒格的逆向思考看三种失败路径。交易流向外部智能体；AI付费收入不足以覆盖推理成本；持续投入算力消耗的现金超过AI赚回的现金。

跟踪应用内成交、付费留存和算力回报。QuestMobile统计九月元宝人均使用78.6分钟。WorkBuddy单次使用时长尚未披露。

十一月19日收盘价348.40港元。港元总回报截至2026-10-30，HSI为恒生指数股息全额再投资总回报。
26年九月TTM经营现金流人民币2,231.9亿元；26年六月可比TTM FCF为1,683.1亿元；26年九月腾讯口径TTM FCF约78亿元。
财务状况表市值用年末股数，FY25用十一月19日收盘价。页眉市值单位为亿元，用十月31日已发行股数及FY25财务数据。
ROIC扣除指定现金及短投，FY10无数据。股数扣除库存股和奖励信托持股。现金回报按支付年度计。
微信月活含WeChat。*增值服务及视频订阅口径有调整。腾讯音乐为Q4在线音乐付费用户。
来源：腾讯、腾讯音乐、QuestMobile、东方财富、Yahoo汇率、Webb-site、中国外汇交易中心、恒生指数。计算及制作：年报其语。
© 2026 年报其语。保留所有权利。

年报其语