

腾讯控股 (00700.HK)

25Q1 前瞻：长青游戏表现良好，广告延续强劲增长

优于大市

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 互联网 · 互联网 II

◆ 投资评级：优于大市(维持)

证券分析师：张伦可	0755-81982651	zhanglunke@guosen.com.cn	执证编码：S0980521120004
证券分析师：陈淑媛	021-60375431	chenshuyuan@guosen.com.cn	执证编码：S0980524030003

事项：

腾讯控股即将发布 2025 年一季度业绩公告。

国信互联网观点：

2025Q1，预计腾讯实现营收 1765 亿元，同比增长 11%。预计一季度网络广告持续收益广告库存释放和 AI；游戏业务稳健增长，长青游戏表现良好；金融科技业务受到宏观环境影响但环比有所恢复。具体来看：

①游戏方面，长青游戏表现良好。25Q1，我们预计公司网络游戏业务收入为 561 亿元，同比增长 17%。预计国内游戏收入同比增长 18%。老游戏基本盘稳固增长，预计《和平精英》流水增长较好。次新游戏逐步长青，4 月《三角洲行动》日活跃用户突破 1200 万大关，流水持续攀升。根据顺网发布的网吧热力榜上，《三角洲行动》的排名在 2/3 月为 Top 3，超越《穿越火线》成为 FPS 赛道仅次于《无畏契约》的第二名。海外延续较好增长，预计同比增长 13%。

②广告方面，维持快速增长。25Q1，我们预计腾讯网络广告收入为 313 亿元，同比增长 18%。视频号流量稳健增长，陆续开放更多广告位，我们预计当前广告加载率在 4%。广告技术提升（AI、CPU 转 GPU 等）也继续驱动腾讯广告增长。

③金融科技及企业服务，收入侧略有加速。25Q1，我们预计金融科技及企业服务收入为 550 亿元，同比增长 5%。拆解腾讯金融科技大盘，主要收入来自于支付业务。①支付业务和线下消费大盘相关。根据央行发布的货币当局资产负债表，非金融机构存款（支付机构交存央行的客户备付金存款）在 1/2/3 月同比增长 24%/1%/3%。②云业务：随着 Deepseek 出现，外部 api 调用量、gpu 使用等需求上升，但由于公司当前算力主要用于内部，24Q4 公司集中进行芯片采购，存在交付周期，我们预计在 25Q2 能够看到更快的云业务增长。

2025Q1，预计实现 Non-IFRS 下归母净利润 609 亿元，同比增长 21%；Non-IFRS 下归母净利润率 34.5%。AI 投入对毛利和费用的影响：1) 成本侧：公司会根据业务 ROI 进行 AI 投入，AI 赋能的广告等业务本身为高毛利率业务。2) 费用侧：主要体现在研发费用，我们预计 25Q1 研发费用增长与 24Q4 类似达 20%。今年经营杠杆继续体现，经调整经营利润 (OP) > 毛利润 > 收入同比增速的趋势确定。

投资建议：公司业绩稳健，并蕴含较大发展潜力，长期成长潜力较大的业务比如微信电商爆发以及 AI Agent 赋能并未包含在当前盈利预测中。腾讯生态里用户+场景的天然优势仍然使得腾讯为 AI 时代最佳卡位的企业之一。考虑到联营公司利润影响，预计 2025-2027 年公司调整后净利润分别为 2515/2826/3126 亿元，下调幅度 2%/2%/4%。继续维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 预计一季度收入增长 11%，经调整归母净利润增长 21%

2025Q1，我们预计腾讯实现营收 1765 亿元，同比增长 11%。预计一季度网络广告持续收益广告库存释放和 AI；游戏业务稳健增长，长青游戏表现良好；金融科技业务受到宏观环境影响但环比有所恢复。具体来

看：①游戏方面，我们预计网络游戏增长 17%；②广告方面，预计广告库存释放叠加广告技术提升将带动广告收入同比增长 18%；③金融科技及企业服务收入预计同比增长 5%。

2025Q1，预计实现 Non-IFRS 下归母净利润 609 亿元，同比增长 21%；Non-IFRS 下归母净利润率 34.5%。

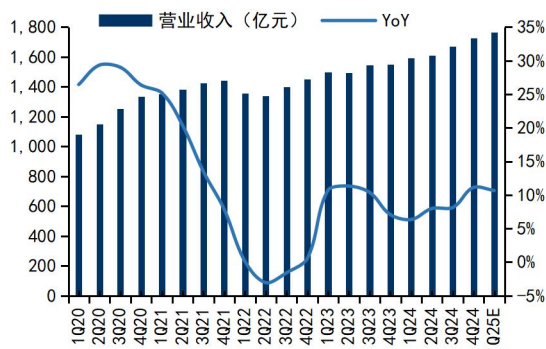
从公司对 AI 投入来看，维持 Capex 预期，预计 Capex25 年占收比 13%。AI 投入对毛利和费用的影响：1) 成本侧：公司会根据业务 ROI 进行 AI 投入，AI 赋能的广告等业务本身为高毛利率业务。2) 费用侧：主要体现在研发费用，我们预计 25Q1 研发费用增长与 24Q4 类似达 20%。今年经营杠杆继续体现，经调整经营利润 (OP) > 毛利润 > 收入同比增速的趋势确定。

表1: 24Q4 腾讯主要财务指标前瞻 (亿元)

	2024Q1	2024Q4	2025Q1E	YoY	QoQ	2024	2025E	YoY
增值服务	786	790	878	12%	11%	3192	3436	8%
-网络游戏	481	492	561	17%	14%	1976	2171	10%
本土游戏	345	332	407	18%	23%	1396	1525	9%
海外游戏	136	160	154	13%	-4%	580	646	11%
-社交网络	305	298	318	4%	6%	1216	1264	4%
广告	265	350	313	18%	-11%	1214	1419	17%
金融科技及企业服务	523	561	549	5%	-2%	2120	2279	8%
其他业务	21	23	25	20%	8%	78	93	20%
总收入	1595	1724	1765	11%	2%	6603	7227	9%
毛利	839	907	959	14%	6%	3492	3952	13%
non-IFRS 下经营利润 (新口径)	587	595	687	17%	15%	2379	2710	14%
Non-IFRS 下权益持有人应占净利润	503	553	609	21%	10%	2227	2515	13%
毛利率	53%	53%	54%	2%	2%	53%	55%	2%
non-IFRS 下经营利润率	37%	34%	39%	2%	4%	36%	38%	1%
Non-IFRS 净利率	31.5%	32.1%	34.5%	3%	2%	33.7%	34.8%	1%

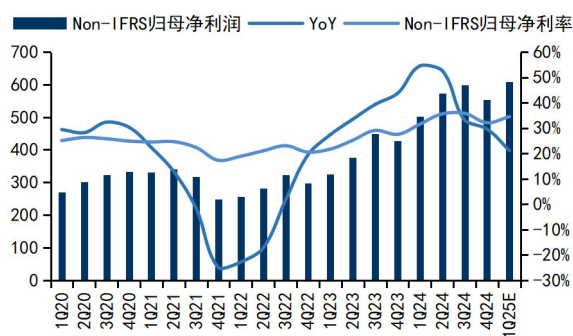
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

图1: 腾讯营业收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理预测

图2: 腾讯 Non-IFRS 归母净利润及净利率 (亿元、%)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理预测

◆ 网络游戏：长青游戏表现良好

2025Q1，我们预计公司网络游戏业务收入为 561 亿元，同比增长 17%。

- 预计国内游戏收入同比增长 18%。老游戏基本盘稳固增长，预计《和平精英》流水增长较好。次新游逐步长青，4 月《三角洲行动》日活跃用户突破 1200 万大关，流水持续攀升。根据顺网发布的网吧热力榜上，《三角洲行动》的排名在 2/3 月为 Top 3，超越《穿越火线》成为 FPS 赛道仅次于《无畏契约》的第二名。
- 海外延续较好增长，预计同比增长 13%，《流放之路 2》等推出持续推动增长。

图3: 腾讯本土市场游戏收入及增速 (亿元、%)

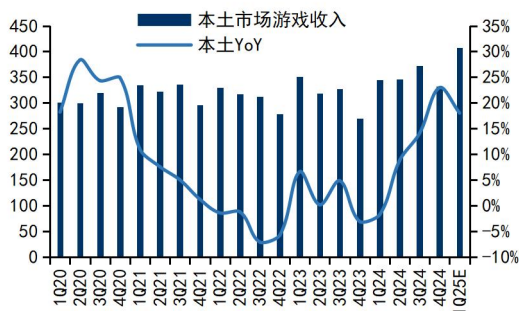


图4: 腾讯海外市场游戏收入及增速 (亿元、%)



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

图5: 网吧热力榜单 (2/3 月)

排名	升降	游戏名称	所属厂商
TOP1	-	英雄联盟	腾讯
TOP2	-	无畏契约	腾讯
TOP3	↑ ↓	三角洲行动	腾讯
4	↓ 1	穿越火线	腾讯
5	↓ 1	永劫无间	网易
6	-	地下城与勇士	腾讯
7	-	逆战	腾讯
8	-	QQ飞车	腾讯
9	↑ ↓	NBA2KOL2	腾讯
10	↑ ↓	CSGO	完美世界

资料来源：顺网科技，国信证券经济研究所整理

◆ 网络广告：预计收入增长 18%

2025Q1，我们预计腾讯网络广告收入为 313 亿元，同比增长 18%。视频号流量稳健增长，陆续开放更多广告位，我们预计当前广告加载率在 4%。广告技术提升（AI、CPU 转 GPU 等）也继续驱动腾讯广告增长。微信电商当前尚未成为腾讯广告增长主要驱动，但未来空间大。

◆ 金融科技及企业服务：收入侧略有加速

2025Q1，我们预计金融科技及企业服务收入为 550 亿元，同比增长 5%。拆解腾讯金融科技大盘，主要收入来自于支付业务。①支付业务和线下消费大盘相关。根据央行发布的货币当局资产负债表，非金融机构存款（支付机构交存央行的客户备付金存款）在 1/2/3 月同比增长 24%/1%/3%。②云业务：随着 Deepseek 出现，外部 api 调用量、gpu 使用等需求上升，但由于公司当前算力主要用于内部，24Q4 公司集中进行芯片采购，存在交付周期，我们预计在 25Q2 能够看到更快的云业务增长。

图6: 腾讯网络广告收入及增速 (亿元、%)



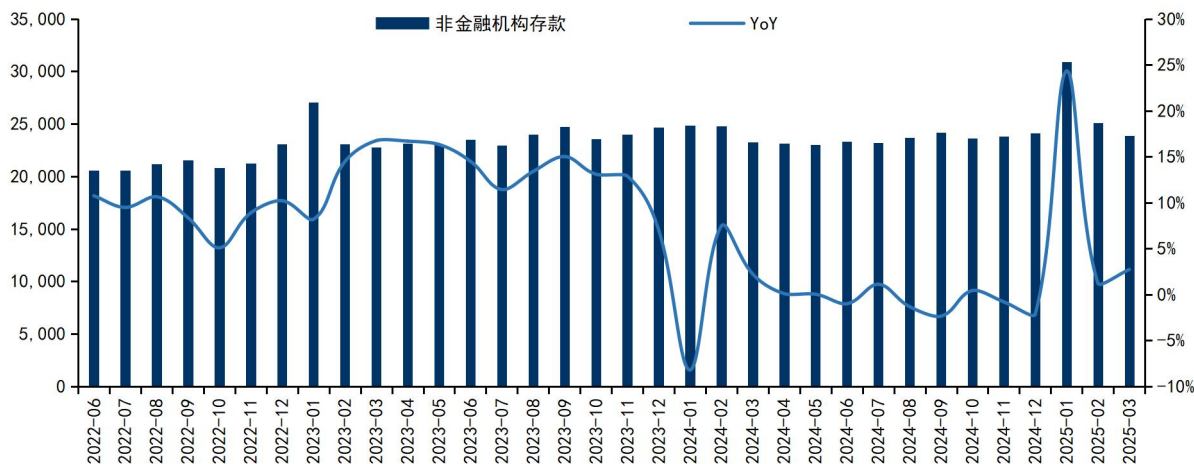
图7: 腾讯金融科技及企业服务收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理预测

资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理预测

图8: 央行非金融机构存款金额及增速 (亿元、%)



资料来源: 中国人民银行, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: 维持“优于大市”评级

公司业绩稳健, 并蕴含较大发展潜力, 长期成长潜力较大的业务比如微信电商爆发以及 AI Agent 赋能并未包含在当前盈利预测中。腾讯生态里用户+场景的天然优势仍然使得腾讯为 AI 时代最佳卡位的企业之一。考虑到联营公司利润影响, 预计 2025-2027 年公司调整后净利润分别为 2515/2826/3126 亿元, 下调幅度 2%/2%/4%。继续维持“优于大市”评级。

风险提示

政策风险; 广告行业竞争激烈的风险; 新游戏不能如期上线的风险等。

相关研究报告：

- 《腾讯控股（00700.HK）-深度三：AI 时代生态价值凸显，AI Agent 打开想象空间》——2025-03-24
- 《腾讯控股（00700.HK）-收入侧增长提速，积极进行 AI+应用布局》——2025-03-21
- 《腾讯控股（00700.HK）-微信 AI 搜索灰度测试接入 deepseek，腾讯生态价值凸显》——2025-02-18
- 《腾讯控股（00700.HK）-24Q4 前瞻：游戏加速增长，微信小店等带动广告潜力释放》——2025-01-19
- 《腾讯控股（00700.HK）-内容+平台底蕴丰富，看好 AI 时代领先地位》——2025-01-11

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	132519	270639	416372	565542	营业收入	660257	722673	779620	829360
应收款项	146072	159881	172479	183483	营业成本	311011	327433	344613	362452
存货净额	440	490	506	523	销售费用	34211	38283	38981	45615
其他流动资产	3334	3649	3937	4188	管理费用	136220	170925	172550	179098
流动资产合计	496180	648474	817800	989467	利息收入	13808	15855	17440	16648
固定资产	92487	171242	256615	337580	其他损益净额	10249	(122)	8960	6362
无形资产及其他	213806	200072	190536	184432	营业利润	160074	244526	289891	303312
投资性房地产	90896	90896	90896	90896	财务成本净额	(12268)	(11943)	(13137)	(12540)
长期股权投资	887626	887626	887626	887626	分占联营合营公司损益	25176	30407	34968	30184
资产总计	1780995	1998310	2243473	2490000	利润总额	241485	262991	311723	320956
短期借款及交易性金融负债	52885	35334	43252	43824	所得税费用	45018	52598	62345	67401
应付款项	147959	164849	170236	175788	少数股东损益	2394	1828	2538	2183
其他流动负债	196065	224505	231669	243654	归属于母公司净利润	194073	208564	246840	251372
流动负债合计	396909	424688	445157	463266	经调整归母净利润	222763	252198	282569	312648
长期借款及应付债券	277107	277107	277107	277107	现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
其他长期负债	53083	53083	53083	53083	净利润	194073	208564	246840	251372
长期负债合计	330190	330190	330190	330190	资产减值准备	0	0	0	0
负债合计	727099	754878	775347	793456	折旧摊销	61139	55372	59516	64845
少数股东权益	80348	82176	84714	86897	公允价值变动损失	(50)	9485	1018	3484
股东权益	973548	1161256	1383412	1609647	财务费用	(1540)	(3912)	(4303)	(4108)
负债和股东权益总计	1780995	1998310	2243473	2490000	营运资本变动	(5597)	31156	(351)	6266
关键财务与估值指标	2024	2025E	2026E	2027E	其它	8956	1828	2538	2183
经调整 EPS	24.15	25.94	30.22	31.45	经营活动现金流	258521	306405	309561	328150
每股红利	2.40	2.27	2.68	2.73	资本开支	(81811)	(129878)	(136372)	(143190)
每股净资产	105.53	126.18	150.32	174.90	其它投资现金流	(3867)	0	(10691)	(11225)
ROIC	60%	56%	54%	47%	投资活动现金流	(122187)	(129878)	(147062)	(154415)
ROE	20%	18%	18%	16%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	53%	55%	56%	56%	负债净变化	(15813)	0	0	0
EBIT Margin	36%	34%	37%	37%	支付股利、利息	(20840)	(20856)	(24684)	(25137)
EBITDA Margin	45%	41%	45%	44%	其它融资现金流	(103188)	(17551)	7918	572
收入增长	8%	9%	8%	6%	融资活动现金流	(176494)	(38407)	(16766)	(24566)
净利润增长率	68%	7%	18%	2%	现金净变动	(39801)	138120	145733	149169
资产负债率	45%	42%	38%	35%	货币资金的期初余额	172320	132519	270639	416372
息率	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	货币资金的期末余额	132519	270639	416372	565542
P/E	17.5	15.5	13.8	12.5	企业自由现金流	253213	250081	270663	294928
P/B	4.1	3.4	2.9	2.5	权益自由现金流	136039	237225	283745	300470
EV/EBITDA	15.8	15.7	13.5	12.9					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032