

## 港股研究 | 公司点评 | 腾讯控股 (0700.HK)

# 腾讯 25Q1 业绩点评：游戏及广告业务超预期强劲，AI 持续带来实质回报

### 报告要点

腾讯 25Q1 实现收入 1800 亿元，同比+13%，环比+4%；实现经营盈利 576 亿元，同比+10%；Non-IFRS 归母净利润 613 亿元，同比+22%。收入端：1) 长青游戏表现优异叠加新游增量，带动国内及海外游戏 Q1 收入均创历史新高；2) AI 持续赋能叠加微信交易生态优化，广告增长超预期强劲；3) AI 相关收入快速增长带动云服务收入同比增长。腾讯利润增速持续 11 季度超越收入增速，毛利率创近年记录，盈利能力保持强劲。Q1 资本开支同比+91.35%至 274.76 亿元，环比-24.88%，占收入比重约 15% (24 年为 12%)。

### 分析师及联系人



高超

SAC: S0490516080001

SFC: BUX177



杨云祺

SAC: S0490524090002

**腾讯控股 (0700.HK)**

# 腾讯 25Q1 业绩点评：游戏及广告业务超预期强劲，AI 持续带来实质回报

港股研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

## 事件描述

腾讯 25Q1 实现收入 1800 亿元，同比+13%，环比+4%；实现经营盈利 576 亿元，同比+10%；Non-IFRS 归母净利润 613 亿元，同比+22%。收入和经调净利润高于市场预期。

## 事件评论

- 长青游戏表现优异叠加新游增量，带动国内及海外游戏 Q1 收入均创历史新高。** 1) 国内游戏业务超预期增长。《王者荣耀》《穿越火线手游》等多款长青游戏 Q1 流水创历史新高，《无畏契约》Q1 收入与 DAU 同比翻倍以上增长，新游《三角洲行动》4 月 DAU 峰值 1200 万+，成为行业近三年发布新游中平均日活最高游戏。长线游戏收入增长叠加新游增量带动 Q1 国内游戏收入增长 24%至 429 亿。2) 海外《PUBG M》同比 mid teens 增长和《CoD M》用户留存的提升，叠加《荒野乱斗》《部落冲突：皇室战争》强劲表现带动 Q1 海外游戏收入同比+23%至 166 亿（按固定汇率+22%），增速创近 8 个季度的新高。3) Q1 腾讯视频付费会员数量同比+1%至 1.17 亿，腾讯音乐付费会员数量同比+8%至 1.23 亿；叠加小游戏平台服务费继续增长，Q1 社交网络收入同比+7%至 326 亿。
- AI 持续赋能叠加微信交易生态优化，广告增长超预期强劲。** 1) AI 赋能广告技术平台升级，优化图像生成与视频编辑功能提升广告制作速度，推出数字人解决方案促进直播活动、提升推广效果。微信生态多场景 AI 应用加速：搜索场景搭建快速回答+深度思考的 AI 搜索新体验；视频号通过算法优化持续提升用户参与度。2) 受益于广告主对视频号、小程序和微信搜一搜广告库存的强劲需求，AI 驱动的智能广告投放系统显著提升匹配精准度，以及微信交易生态系统优化，多数重点行业广告投放实现增长，Q1 营销服务收入同比+20%至 319 亿。
- AI 相关收入快速增长带动云服务收入同比增长。** 消费贷款服务及理财服务收入增长叠加云服务收入增长、商家技术服务费增长带动 Q1 金科及企服收入同比+5%至 549 亿。其中受 GPU 算力服务、API 调用及平台解决方案需求激增推动，腾讯云 AI 相关收入同比高速增长。
- 利润增速持续 11 季度超越收入增速，毛利率创近年记录，盈利能力保持强劲。** 1) 毛利端：腾讯 Q1 毛利率 55.8%（同比+3.2pct，环比+3.3pct），其中增值服务（59.6%，同比+2.3pct）、营销服务（55.5%，同比+0.8pct）、金融科技及企业服务（50.3%，同比+4.7pct）毛利率均有所提升。2) 费用和利润端：①由于加大腾讯元宝推广力度等因素，腾讯 25Q1 销售费用同比+4%，销售费用率同比下降；②一次性股份酬金开支 40 亿及 AI 相关业务研发等致 Q1 一般及行政开支同比+36%；③Non-IFRS 口径下分占联营企业盈利 76 亿（24Q1 为 55 亿）。综合因素影响下 Q1 实现 Non-IFRS 归母净利润 613 亿元。
- 资本开支：Q1 资本开支同比+91.35%至 274.76 亿元，环比-24.88%，占收入比重约 15%（24 年为 12%）。** 根据前期公司指引，预计 2025 年 CAPEX 收入占比为 Low teens%。

## 风险提示

1、产品版号审批、上线进度及流水表现不及预期风险；2、AI 技术发展及应用落地不及预期风险；3、宏观经济变化的风险；4、行业监管风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

## 公司基础数据

当前股价 (HKD) 521.00

注：股价为 2025 年 5 月 14 日收盘价

## 相关研究

- 《腾讯 24Q4 业绩点评：各项业务表现强劲，AI 赋能成效显著，持续加码 AI 投入》2025-03-19
- 《腾讯 24Q3 业绩点评：经营业绩符合预期，增长韧性持续显现》2024-11-16
- 《腾讯 24Q2 业绩点评：游戏及广告持续发力，高质量增长驱动盈利能力提升》2024-08-18



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

- 1、产品版号审批、上线进度及流水表现不及预期风险：游戏版号审核若收紧，则会导致新游戏上线时间不确定性提升，对游戏业务增长带来负面影响。且游戏内容具备上线后流水表现难以预测的特征，对公司业绩影响亦具备不确定性。
- 2、AI 技术发展及应用落地不及预期风险：AI 新技术仍处于探索和发展期，技术和数据迭代速度存在不及预期风险，因此大厂大模型存在推出时间不及预期、推出运用效果不及预期或应用落地的进度及效果不及预期的风险。
- 3、宏观经济变化的风险：公司的广告等业务与宏观经济存在较大关联。若宏观经济压力提升或外部环境发生不利变化，可能对公司经营及业绩产生影响。
- 4、行业监管风险：互联网行业监管政策较为严格，政策监管趋紧可能影响公司经营。

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。