

腾讯控股（00700）

证券研究报告

2025 年 05 月 15 日

基本面维持强劲，AI 应用潜力深厚—腾讯控股 1Q2025 业绩点评

整体业绩：1Q25 收入与盈利增长强劲，AI 能力已产生实质性贡献

1Q25 公司收入同比 13%，毛利同比+20%，Non-IFRS 经营利润同比+18%，Non-IFRS 净利润同比+22%，收入与利润均明显超过彭博一致预期。

1Q25 收入明显超彭博预期，主要来自游戏、广告收入强劲增长。1Q25 综合毛利率超彭博预期 1.9pct，主要由于增值服务、金融科技及企业服务毛利率超预期，以及高毛利率的国内游戏、小游戏、视频号、搜索等收入来源占比提升。

1Q25 公司经营费用同比+28%，超过彭博预期。1Q25 管理费用同比+36%，主要由于一次性股份酬金 40 亿元，以及 AI 相关的研发开支增加。1Q25 尽管进行了 AI 原生应用推广，销售费用同比仅增长 4%，销售费用率同比下降。

此外，1Q25 财务成本同比+37%，主要由于汇兑损益。1Q25 Non-IFRS 分占联合营公司盈利 76 亿元，环比微降 1 亿元。或反映联合营企业整体盈利趋于稳定（此前 2 个季度环比收缩）。

1Q25 资本开支 275 亿元，较上季度阶段性高峰的 366 亿元有所回落。公司强调 AI 能力已对效果广告和长青游戏产生实质性贡献。本季度微信内推出多项 AI 功能，包括将 AI 服务元宝添加为微信联系人。腾讯云推出 Agent 智能体、中国首个支持 MCP 的代码助手 CodeBuddy，与微信开发者工具深度集成，提供一站式的小程序开发解决方案。展望后续，我们预计微信与元宝围绕 Agent 功能的合作有望持续深化。考虑到腾讯在入口、场景、社交关系链、信息/内容生态、小程序基建等方面的强大优势，我们坚定看好公司在 Agent 赛道的竞争潜力。

网络游戏：1Q25 收入与流水增长强劲，《无畏契约手游》有望受益于 IP 破圈

1Q25 网络游戏收入同比+24%，大幅超过彭博预期的 15%。主要由于国内游戏收入同比+24%，超过彭博预期的 17%，海外游戏收入同比+23%，超过彭博预期的 13%。尽管本季度游戏确认收入增长强劲，截止期末递延收入余额仍同比+16%，环比+23%，或可反映一季度游戏流水增长强劲，有助于对冲后续收入基数压力。

公司新游戏《胜利女神：新的希望》将于 5 月 22 日上线，其海外版流水此前表现优异。重磅储备产品《无畏契约手游》4 月开启预约后 48 小时全面预约人数超 1000 万。《无畏契约》端游版在过去 2 年强劲增长，我们认为此 IP 已在年轻用户出圈，具备较高社交热度，手游上线后或有助于平衡下半年高基数压力。

营销服务：1Q25 收入超预期，广告库存增长以及 AI 带动效果提升的趋势有望延续

1Q25 营销服务收入同比+20%，超过彭博预期的 17%。广告毛利率约 56%，略高于去年同期，环比回落或主要由于电商淡季。视频号、小程序、微信搜一搜广告库存继续保持强劲需求。公司通过提升生成式 AI 能力，升级广告技术平台，包括辅助广告制作、数字人直播、加深商品与用户兴趣理解以提升推荐效果。根据见实，微信事业群成立电商产品部，负责微信内交易模式的探索，加速发展交易基建及交易生态，运营微信交易新模式。随微信电商生态逐步发展，有望带动内循环广告增长提速。

FBS：1Q25 毛利率超预期，支付和云服务成本收益提高

1Q25 金融科技与企业服务收入同比+5%，与彭博预期一致；分部毛利率 50%，超过彭博预期 2.7pct，主要由于高毛利率的消费贷服务和理财服务收入贡献增加，以及支付服务和云服务成本收益提高。

投资建议：

考虑到公司广告效果受益于 AI 技术明确，储备游戏有望逐步上线，我们维持 2025 年预测 Non-IFRS 归母净利润为 2649 亿元，上调 2026 年预测 Non-IFRS 归母净利润至 2965（原为 2940 亿元），新增 2027 年预测 Non-IFRS 归母净利润为 3303 亿元，对应同比增速分别为 19%/12%/11%。截止 2025/5/14，公司股价对应 2024/2025/2026 年预测 PE 分别为 16x/14x/13x。12 个月彭博滚动前瞻 PE 低于 5 年来中位数 0.3 个标准差，处于 37%的历史分位值。相对纳指 12 个月彭博前瞻 PE 低于 5 年来中位数 0.6 个标准差，处于 27%历史分位值，估值处于相对低位。我们看好公司在 AI 应用领域的强大竞争力和长期增长潜力，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济增长不确定性；公司新游戏上线存在不确定性；AI 应用落地节奏存在不确定性。

投资评级

行业	资讯科技业/软件服务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	521 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	9,189.02
港股总市值(百万港元)	4,787,478.72
每股净资产(港元)	122.53
资产负债率(%)	41.46
一年内最高/最低(港元)	547.00/349.00

作者

孔蓉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002	
kongrong@tfzq.com	
王梦恺	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521030002	
wangmengkai@tfzq.com	
刘诗雨	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524120001	
liushiyu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《腾讯控股-公司点评:游戏确收进入收获期—腾讯控股 3Q2024 业绩点评》 2024-11-19
- 2 《腾讯控股-公司点评:预计盈利增长韧性相对明显—腾讯控股 3Q2024 业绩前瞻》 2024-10-31
- 3 《腾讯控股-公司点评:AI 业务加速落地，平台互通趋势或催生新增长点》 2024-09-24

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com