

1Q 游戏广告超预期,微信小店贡献增量

华泰研究

2025 年 5 月 15 日 | 中国香港

季报点评

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

614.34

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

夏路路

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPJ942

丁骄旻

dingjiaowan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

腾讯 1Q 业绩: 营收同比增长 13%，高于 VA 一致预期 2.5%（下同）。分业务看，增值服务、广告、金融科技收入分别同比增长 17/20/5%，对应毛利率率同比抬升 2.3/0.8/4.7pct。经调整归母净利润同比增长 22%，超预期 2.5%。1Q 资本开支至 275 亿，符合公司 capex 进展（25 年收入占比 11-13%）。我们预期 2-3Q 游戏流水步入高基数，但收入仍保持稳健增长（递延周期效应）。我们看好腾讯游戏的长线运营，微信小店放量有望驱动佣金和广告加速增长，AI 催化下云业务增速有望加快。维持“买入”评级。

1Q 广告业务收入超预期，2-4 月微信小店广告消耗同比增长近 4 倍

1Q 广告收入同比增长 20.2%，超一致预期 3.4%，毛利率率同比抬升 0.8pct，视频号收入同比提升 60%。2Q 微信事业部设立电商为旗下独立部门，我们认为小店流量释放仍有红利，有望持续推动 GMV 和广告营收增长。后续我们建议关注广告位释放和 618 投放进展。二季度重点进展：微信小店 2-4 月广告消耗同比增长近四倍，目前流量已全域打通，支持跳转微信小店直购链路，同时增加 KOL 合作平台，支持更多投放渠道，例如腾讯视频、腾讯优量汇等 10 万多应用。

1Q 国内游戏收入同比增长 24%，新游储备丰富待上线

1Q 增值服务收入同比增长 17%，高于市场预期 5%，对应毛利率率同比改善 2.3pct 至 59.6%。1Q 国内游戏收入同比增长 24%，海外游戏收入同比增长 22%（固定汇率），分别超 VA 预期 7% 和 8%。据 ST 数据，五一期间《王者荣耀》流水同比增长 14%。《三角洲行动》4 月 DAU 峰值突破 1200 万，创近三年新游峰值新高。当前腾讯新游储备较为充实，《无畏契约》手游、《王者荣耀：世界》、《洛克王国：世界》已开启预约。

盈利预测与公司估值

展望 25-27 年，我们分别上调腾讯收入预测 0.6/0.5/0.5%，主系微信小店持续放量有望驱动广告与金融科技协同增长，且 AI 产品催化下公司业务持续受益，更改经调整归母净利润+4.1/-1.3/-1.0% 至 2627 亿、2851 亿与 3163 亿元，25 年上调系游戏毛利率改善，26-27 年下调系 capex 提升下折旧节奏加快。我们根据 SOTP 估值，给予目标价 614.34 港币（前值 637.28 港币），对应腾讯 2025 年 19.9x PE 估值（前值 21.6 倍）。2025 年估值倍数下调，主系腾讯 2Q25 游戏同比增速有所放缓。维持“买入”评级。

风险提示：支付增速低于一致预期，经营费用超预期，游戏递延周期较预期更长，宏观恢复和广告增长不及市场预期。

经营预测指标与估值

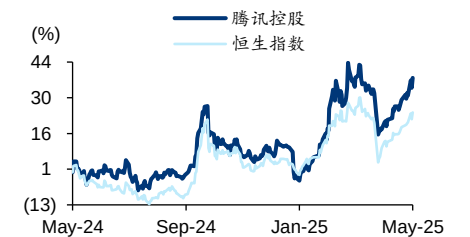
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	609,015	660,257	735,522	811,038	891,358
+/-%	9.82	8.41	11.40	10.27	9.90
归母净利润 (人民币百万)	115,216	194,073	216,337	244,702	270,287
+/-%	(38.79)	68.44	11.47	13.11	10.46
归母净利润 (调整后, 人民币百万)	157,688	222,703	262,689	285,098	316,307
+/-%	36.35	41.23	17.95	8.53	10.95
EPS (调整后, 人民币, 最新摊薄)	17.16	24.24	28.59	31.03	34.42
PE (调整后, 倍)	28.06	19.87	16.84	15.52	13.99
PB (倍)	5.47	4.54	3.84	3.27	2.81
ROE (调整后, %)	20.61	24.99	24.72	22.76	21.59
EV EBITDA (倍)	22.11	16.65	15.78	13.55	12.06

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (港币)	614.34
收盘价 (港币 截至 5 月 14 日)	521.00
市值 (港币百万)	4,787,479
6 个月平均日成交额 (港币百万)	14,531
52 周价格范围 (港币)	349.00-547.00
BVPS (人民币)	113.07

股价走势图



资料来源：S&P

1Q 金科收入同比增长 5%，AI agent 潜力可期

1Q 国内消费增速回暖，金科收入同比增长 5.0%（符合市场预期）。一季度商业支付 GTV 同比略有下降，但公司表示 4 月增速有所改善。腾讯作为 SaaS 核心平台，随着 AI 能力嵌入多元软件场景，云业务中长期增长动能有望受益于生态协同效应。重要更新：①元宝通过混元与 DS 驱动用户量提升，同时 4 月微信集成元宝 AI 助手，支持公众号内容与文件解析，并可发起多轮对话。AI 助手正加速渗透用户触点，未来更高智能化的 AI Agent 潜力可期；②腾讯云智算平台可实现在 1 天内完成机器上架到训练启动，故障率降至行业三分之一，数据读写效率提升 10 倍。③微信小店成立独立部门。

图表1：1Q 公司财务数据

人民币 (亿元)	RMB 100 mn	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	1QVA Cons	VS. Cons	2QVA Cons
1.收入	Revenue	1,595	1,611	1,672	1,724	1,800	1,756	2.5%	1,770
YOY (%)	YOY (%)	6.3%	8.0%	8.1%	11.1%	12.9%	10.1%		9.9%
a.增值服务	a. VAS	786	788	827	790	921	880	4.7%	868
YOY (%)	YOY (%)	-0.9%	6.2%	9.2%	14.4%	17.2%	11.9%		10.1%
b.网络广告	b. Online Advertising	265	299	300	350	319	308	3.4%	349
YOY (%)	YOY (%)	26.4%	19.5%	16.6%	17.5%	20.2%	16.3%		16.9%
c.金融科技及企业服务	c. FinTech and Biz	523	504	531	561	549	549	0.0%	533
YOY (%)	YOY (%)	7.4%	3.7%	2.0%	3.2%	5.0%	5.0%		5.7%
d.其他	d. Others	21	20	14	23	11			
2.毛利	Gross Profit	839	859	888	907	1005	954	5.4%	962
YOY (%)	YOY (%)	23.0%	21.3%	16.1%	16.9%	19.8%	13.7%		12.0%
毛利率	GPM	52.6%	53.3%	53.1%	52.6%	55.8%	54.3%	1.5pp	54.4%
1.增值服务 毛利润	-VAS	450	450	475	442	549	511	7.4%	502
毛利率	GPM	57.3%	57.0%	57.5%	55.9%	59.6%	58.1%	1.5pp	57.9%
2.网络广告 毛利润	-Online Advertising	145	166	159	202	177	174	1.5%	201
毛利率	GPM	54.8%	55.6%	53.0%	57.7%	55.5%	56.6%	-1.0pp	57.5%
3.金融科技 毛利润	-FinTech	239	240	254	265	276	258	6.9%	259
毛利率	GPM	45.6%	47.6%	47.8%	47.1%	50.3%	47.0%	3.2pp	48.6%
经营利润	GAAP operating Profit	526	507	533	515	576	590	-2.5%	574
YOY (%)	YOY (%)	38.2%	25.9%	20.3%	24.3%	9.5%	12.3%		13.2%
经营利润率	OPM	33.0%	31.5%	31.9%	29.9%	32.0%	33.6%		32.4%
3. 经调整经营利润	Non-IFRS OP	586	584	613	595	693	660	5.0%	647
YOY (%)	YOY (%)	30.2%	26.9%	18.6%	21.0%	18.3%	12.6%		10.6%
经调整经营利润率	Non-IFRS OPM	36.8%	36.3%	36.6%	34.5%	38.5%	37.6%	0.9pp	36.5%
4. 经调整归母净利润	Non-IFRS Net Profit	503	573	598	553	613	599	2.5%	618
YOY (%)	YOY (%)	54.5%	52.6%	33.2%	29.6%	22.0%	19.1%		7.7%
经调整归母净利率	NPM	31.5%	35.6%	35.8%	32.1%	34.1%	34.1%		34.9%
经营费用	Operating Expense								
-销售费用	-S&M Expenses	75	92	94	103	79	89	-11.3%	100
YOY (%)	YOY (%)	7.4%	10.2%	18.9%	-6.3%	4.4%	17.7%		8.9%
销售费用率	% of Revenue	4.7%	5.7%	5.6%	6.0%	4.4%	5.0%		5.6%
-管理费用	-G&A exp	248	275	291	314	337	297	13.4%	311
YOY (%)	YOY (%)	0.7%	8.2%	10.5%	15.6%	35.7%	19.6%		13.2%
管理费用率	% of Revenue	15.6%	17.1%	17.4%	18.2%	18.7%	16.9%		17.6%

资料来源：公司公告，Visible Alpha，华泰研究

微信小店流量接口持续拓展

4月微信小店拓展多个流量入口，全域营销能力加速构建。微信小店陆续打通朋友圈，分享可以直接跳转商品页，同时连接至优量汇 App、腾讯视频等平台，实现商品页一键直达，转化路径大幅缩短。此外，“达人广场”功能同步上线，KOL 带货生态日趋完善，具体更新如下：

1) 朋友圈直链微信小店，推客归因焕新私域生态。小店商品支持“分享到朋友圈”，将会自动生成图文链接与商品卡片，用户可自定义文案与配图，朋友圈内点击商品蓝链即可直达购买页。同时，该路径已支持推客归因，用户订单成交后原始分发者可获佣金激励。我们认为，对比原先的文字与二维码，本次链路显著缩短，朋友圈作为高频高粘性的社交场景，有望为微信小店带来更优的曝光与转化增益，推动私域商业化效率提升。

图表2：朋友圈直链微信小店商品



资料来源：微信应用，华泰研究

2) 腾讯广告全域流量打通小店直购链路，公域拓新显著提速。据腾讯广告披露，2-4月微信小店直购广告投放规模同比增长近400%。当前广告支持场景：已从微信延展至优量汇10万+App、腾讯视频、腾讯新闻等60余家媒体，均支持直接跳转商品页购买，显著优化转化路径。我们认为，随着高质公域流量全面开放，微信小店有望吸引更多商家入驻并加快广告预算向小店生态倾斜。

图表3：腾讯广告全域流量打通小店直购链路



资料来源：腾讯广告，华泰研究

3) 4月达人广场上线，KOL生态加速完善。小店可通过优选联盟的达人广场，搜索合适达人进行推广，场景包括直播、短视频、公众号等。商家可以了解达人推广商品数、客单价、场均销售额等核心指标，实现精细化筛选与智能匹配。微信小店平台借助透明化数据与算法推荐，重构了商家与达人的合作机制，可帮助商家加快直播带货矩阵的搭建，亦助力达人获取更高效的流量与变现机会。

微信接入AI助手元宝，AI Agent 雏形初现

元宝嵌入微信对话场景，AI助手破圈在即。4月微信AI助手元宝上线，支持通过添加好友方式接入微信，基于混元大模型及DeepSeek能力，可实现公众号文章解析、文档解读、图片识别等多维功能，既可直接应对天气、新闻等高频日常问答，也可处理高复杂度任务。

我们认为，借助微信的用户基数，元宝有望显著拓宽AI在普通用户中的使用场景，强化用户认知，为后续更为智能的AI Agent功能推广奠定基础。中长期而言，我们看好微信构建AI Agent的两大核心优势：1) 微信生态内天然具备身份绑定与数据积累优势，元宝可基于用户历史内容（如公众号、文件、聊天记录）进行持续学习迭代，打造更具理解力的AI；2) 微信用户的高频使用习惯有望进一步增强用户粘性，使其天然成为AI Agent的重要入口，节省用户习性培养周期。

图表4：元宝嵌入微信聊天界面，根据不同问题采取不同回答模式



资料来源：元宝，新榜，华泰研究

端游基因移植,《无畏契约》手游上线在即

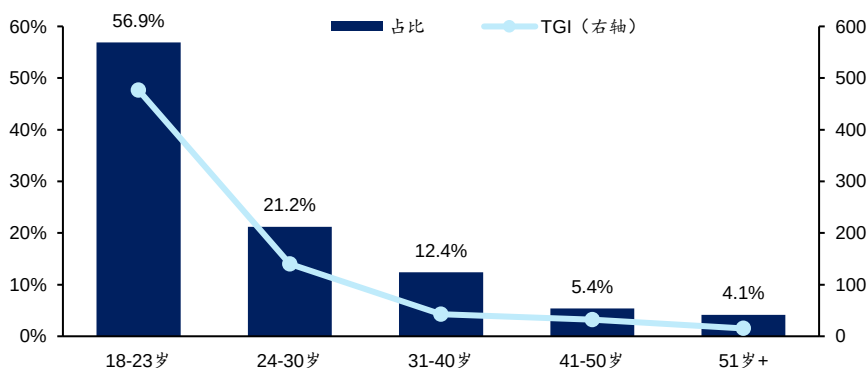
我们认为,凭借端游沉淀的庞大用户基础及成熟玩法,《无畏契约》手游有望快速实现用户导入,并成为后续流水增长的新引擎。《无畏契约》手游已于今年6月开启限量测试,或有望2H25上线。手游延续端游核心玩法和游戏难度曲线,依旧以英雄技能+爆破模式为主轴。手游在多项优化基础上,新增细化教学关卡,进一步提升新手留存率。具体举措包括加快对局节奏、完善团队乱斗机制、引入新地图、简化操作门槛、增强信息交互系统等。

社交裂变与生态共振双轮驱动,《无畏契约》端游热度高企

腾讯与拳头于23年5月官宣将无畏契约定位为全球战略级产品,并明确未来三年将投超10亿元全面推进“大生态战略”,覆盖电竞、直播、社区、衍生品等多个维度,构建闭环内容生态,生态间互相赋能,显著提升用户获取效率与生命周期价值。

《无畏契约》以差异化打法切入战术射击赛道,成功圈定高黏性的年轻核心用户群。游戏定位高度竞技与策略性玩法,契合年轻用户对反应速度与即时刺激的偏好。据巨量算数数据,18-23岁用户在“无畏契约”关键词搜索人群中的占比领先。《无畏契约》上线以来热度持续攀升,据腾讯官方数据,截至25年4月同时在线用户规模已稳定突破200万,较24年7月的100万已实现翻倍增长,用户吸引力与社区活跃度持续强化。

图表5: “无畏契约”词搜索人群用户画像



注: TGI 是目标群体指数 (Target Group Index), 在此反应该年龄群体搜索的关注度。

资料来源: 巨量算数, 华泰研究

《无畏契约》融合 MOBA 元素与传统 FPS 玩法,以技能多样化与战术协同构建差异化体验。游戏采用经典 5v5 爆破模式为核心机制,玩家操控具备技能差异的英雄角色参与战斗,在射击对抗基础上融入“决斗者、先锋、控场者、哨位”等多职业设定,提升策略深度。角色技能与武器组合构成丰富战术搭配,显著增强了游戏的竞技性与可玩性。

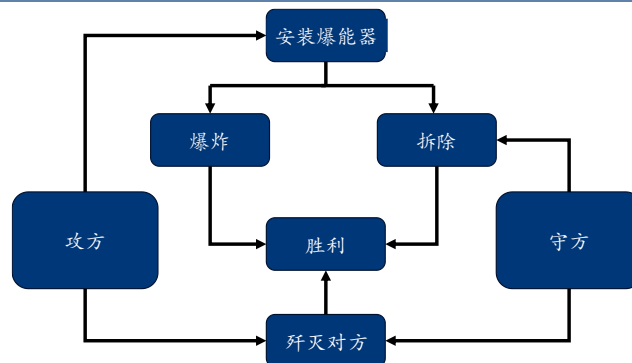
在角色机制设计上,多样化的英雄设定在保留射击竞技深度的同时,降低了对纯枪法的依赖,提升了对零 FPS 基础玩家,尤其是女性用户的友好度。同时游戏角色在设定上淡化性别标签,增强玩家代入感与身份认同。拳头电竞全球合作主管 Matthew Archambault 指出,《无畏契约》女性玩家比例已达 30-40%,远高于传统 FPS 品类。

图表6：《无畏契约》玩法介绍

	攻方	守方
目标	入侵包点，在指定包点部署爆能器	防御包点，阻止攻方部署爆能器
回合内	胜利条件（满足其一） 顺利部署爆能器，在部署后45s内爆能器未被敌方拆除	爆能器爆炸前顺利拆除攻方部署的爆能器
局内	胜利条件（满足其一） 击杀全部敌人 胜利13回合	击杀全部敌人 胜利13回合
其他规则	普通模式和竞技模式内游戏进行12回合后进行经济和武器清零，攻方守方互换，统一初始经济为800	

资料来源：英雄游戏产品研究院，华泰研究

图表7：《无畏契约》玩法逻辑



资料来源：英雄游戏产品研究院，华泰研究

我们认为，《无畏契约》端游的成功核心得益于：1) 通过深度社交机制激发裂变式增长；2) 借助多元商业化运营持续焕新用户体验。无畏契约的社交裂变性质根植于“深度协作+生态联动”。在游戏机制层面，一方面组队奖励机制可提升玩家合作意愿，通过经验加成加速任务进度，鼓励拉新与留存；另一方面技能互补下的角色定位强化团队配合，形成以策略协同为基础的深度互动，显著增强用户粘性 & 长期活跃度。在生态运营层面，《无畏契约》以电竞为核心抓手，加速赛事与社交融合，推动内容自传播。其 VCT（冠军巡回赛）引入竞猜玩法，激活大量 UGC 产出，将赛事转化为社交话题与平台内容资产；CN 赛区战队通过直播带货打通电竞与电商边界，实现粉丝经济的落地转化。

在内容分发与商业转化上，《无畏契约》亦持续创新，核心逻辑在于以新潮模式实现圈层突破。宣发层面，《无畏契约》借助 Bilibili、抖音等移动端平台投放，结合达人内容营销，高效获取年轻用户；商业化层面，《无畏契约》推出“夜市翻牌”（主播帮助玩家抽取道具折扣）、俱乐部直播带货等互动活动，助推用户转化与付费意愿。在线下，《无畏契约》亦以潮流文化为触点，如在上海大师赛期间于 INS 复兴公园举办“无畏契约夜市派对”，进一步强化品牌年轻化认知。

图表8：《无畏契约》主要商业化模式

商业模式	核心模块	运行逻辑	商业价值
内购体系	皮肤与外观经济	构建梯度化外观消费矩阵，武器皮肤按品质分级定价	分层定价精准触达消费能力群体，饥饿营销驱动玩家高频复购
	通行证系统	双规成长路径（免费版基础奖励+付费版高级内容）；赛季分段任务、组队经验加成	拉长用户生命周期，通过任务驱动提升用户活跃度，强化用户留存与版本粘性
	限时活动	周期性开放“夜市”随机折扣活动（每3个月一次），提供6款折扣皮肤；结合节日/赛事推出限定皮肤套装，稀缺性与限时机制刺激玩家消费	通过“随机折扣+稀缺内容”刺激消费，提升品牌话题度
衍生变现	电竞赛事生态	构建“VCT 冠军巡回赛”全球赛事体系，包括品牌合作（如九号公司、ZYN00）、媒体版权销售（Twitch、B 站）、门票周边及虚拟道具（战队签名皮肤）	以赛事为核心流量引擎，吸引泛电竞用户
	跨界价值联动	与跨领域 IP（如英雄联盟）开发联名皮肤，结合非遗文化（景泰蓝）、潮流时尚推出限定周边	借助外部 IP 势能突破圈层壁垒，触达非游戏用户群体，扩大潜在消费市场
	直播与创作者生态	联动抖音、Bilibili 开启实时直播与二路解说，小红书则聚焦轻量化内容种草，虎扑则推动战术讨论与玩家梗文化发酵	将直播流量转化为皮肤销售、品牌联名及广告分成，同时借助虎扑等垂直社区维持玩家粘性

资料来源：《无畏契约》，华泰研究

财务预测调整

展望 25-27 年，我们分别上调腾讯收入预测 0.6/0.5/0.5%，主系微信小店持续放量有望驱动广告与金融科技协同增长，且 AI 产品催化下公司业务持续受益，调整经调整归母净利润 +4.1/-1.3/-1.0% 至 2627 亿、2851 亿与 3163 亿元，25 年上调系游戏毛利率改善，26-27 年下调主系 capex 提升下折旧节奏加快。

图表9：腾讯财务预测

腾讯财务预测								
人民币 (亿)	RMB 100 mn	1Q25	2Q25E	3Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
1. 收入	Revenue	1800	1784	1858	6603	7355	8110	8914
YOY (%)	YOY (%)	12.9%	10.7%	11.1%	8%	11.4%	10.3%	9.9%
a. 增值服务	a. VAS	921	873	922	3192	3563	3823	4070
YOY (%)	YOY (%)	17%	11%	12%	7%	12%	7%	6%
- 网络游戏	a1. Online game	595	551	595	1977	2282	2481	2674
YOY (%)	YOY (%)	24%	14%	15%	10%	15%	9%	8%
国内游戏	Domestic games	429	391	428	1397	1610	1736	1853
YOY (%)	YOY (%)	24%	13%	15%	10%	15%	8%	7%
海外游戏	International games	166	160	167	580	672	746	820
YOY (%)	YOY (%)	22%	15%	15%	9%	16%	11%	10%
- 社交网络	a2. SNS	326	322	327	1215	1281	1341	1396
YOY (%)	YOY (%)	7%	6%	6%	2%	5%	5%	4%
b. 网络广告	b. Marketing services	319	352	350	1214	1428	1646	1866
YOY (%)	YOY (%)	20.2%	18%	17%	20%	18%	15%	13%
c. 金融科技及企业服务	c. FinTech and Business	549	538	570	2120	2279	2552	2884
YOY (%)	YOY (%)	5.0%	6.7%	7.4%	4%	8%	12%	13%
2. 毛利润	Gross profit	1005	988	1026	3492	4070	4426	4904
YOY (%)	YOY (%)	20%	15%	16%	19.2%	16.5%	8.8%	10.8%
毛利率	GPM	55.8%	55.4%	55.2%	52.9%	55.3%	54.6%	55.0%
a. 增值服务	a. VAS	549	506	540	1817	2086	2217	2381
毛利率	GPM	59.6%	58.0%	58.5%	56.9%	58.5%	58.0%	58.5%
b. 网络广告	b. Online advertising	177	204	201	672	821	938	1073
毛利率	GPM	55.5%	58.0%	57.5%	55.4%	57.5%	57.0%	57.5%
c. 金融科技及企业服务	c. FinTech and business	276	274	285	997	1155	1263	1442
毛利率	GPM	50.3%	51.0%	50.0%	47.0%	50.7%	49.5%	50.0%
销售费用	S&M expenses	79	80	85	364	324	430	490
收入占比	As % of revs	4%	5%	5%	6%	4%	5%	6%
研发和管理费用	G&A and R&D expenses	337	330	331	1128	1339	1363	1489
收入占比	As % of revs	19%	19%	18%	17%	18%	17%	17%
3. 经调整经营利润	Non-IFRS Operating profit	693	688	722	2378	2835	2992	3288
YOY (%)	YOY (%)	18%	18%	18%	24%	19%	6%	10%
经营利润率	OPM	38.5%	38.6%	38.8%	36.0%	38.5%	36.9%	36.9%
联营投资收益	Investment from asso	46	56	55	252	219	316	364
4. 税前利润	Profit before tax	497	529	566	2415	2619	2944	3263
有效税率	Effective tax rate	23.3%	16.0%	14.0%	20.8%	18.0%	18.0%	18.5%
5. 经调整归母净利润	Non-IFRS net profit	613	661	702	2227	2627	2851	3163
YOY (%)	YOY (%)	22%	15%	17%	41%	18%	9%	11%
经调整净利率	Adjusted net margin	34.1%	37.1%	37.8%	33.7%	35.7%	35.2%	35.5%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表10：腾讯：华泰预测变动

(人民币 亿元)	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)
营业收入	7,314	7,355	0.6	8,068	8,110	0.5	8,872	8,914	0.5
毛利润	3,909	4,070	4.1	4,395	4,426	0.7	4,871	4,904	0.7
归母净利润	2,146	2,163	0.8	2,456	2,447	-0.4	2,701	2,703	0.1
经调整归母净利润	2,524	2,627	4.1	2,889	2,851	-1.3	3,194	3,163	-1.0
(%)									
			变动 (pp)			变动 (pp)			变动 (pp)
毛利率	53.4%	55.3%	1.9	54.5%	54.6%	0.1	54.9%	55.0%	0.1
归母净利率	29.3%	29.4%	0.1	30.4%	30.2%	(0.3)	30.5%	30.3%	(0.1)
经调整归母净利率	34.5%	35.7%	1.2	35.8%	35.2%	-0.7	36.0%	35.5%	-0.5

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表11：腾讯：华泰预测 VS VA 一致预期

(人民币 亿元)	2025E			2026E			2027E		
	华泰	VA一致预期	差值 (%)	华泰	VA一致预期	差值 (%)	华泰	VA一致预期	差值 (%)
营业收入	7,355	7,238	1.6	8,110	7,919	2.4	8,914	8,572	4.0
毛利润	4,070	3,930	3.5	4,426	4,336	2.1	4,904	4,773	2.7
归母净利润	2,163	2,143	1.0	2,447	2,377	2.9	2,703	2,719	-0.6
经调整归母净利润	2,627	2,505	4.9	2,851	2,765	3.1	3,163	3,133	1.0

资料来源：公司公告，VA 一致预期，华泰研究预测

公司估值

我们基于 SOTP 估值，给予腾讯 614.34 港币估值（前值 637.28 港币）：

1. 游戏业务每股估值 219.03 港币（占总市值 35.7%），基于 2025 年净利润 15.1xPE（前值 18.5x），较其全球可比公司 28.1x 有所折价，主因腾讯游戏增速相对更慢。本次折价扩大，主要由于 2Q 流水和收入增速放缓。
2. 社交网络业务每股估值 24.11 港币，基于虎牙、阅文、腾讯音乐的总市值，以及腾讯视频 25 年收入 3.0x PS（维持前值）。腾讯视频 PS 估值高于在线视频行业均值 2.3x，主因头部剧集数量高于同行。社交网络溢价提高，主系我们预计腾讯视频内容精品路线在 25 年将有很好的会员和广告收入增长。
3. 在线广告业务每股估值 165.16 港币，基于 25 年净利润的 22.1xPE（占总估值 26.9%，对比前次 PE 22.0x），较全球可比公司均值 20.8x 有所溢价，主因 AI 赋能广告业务。
4. 金融科技每股估值 59.38 港币，基于 25 年收入的 3.0x PS（维持不变），较行业均值 15.4x PS 有所折价，主系金融牌照尚未获得，支付业务增速恢复相对缓慢。
5. 企业服务和云每股估值 50.22 港币，基于 25 年收入的 7.3x PS，接近行业均值 7.2x PS。溢价调整主要因为芯片供应受限。
6. 投资业务每股估值 96.44 港币（前值 95.59 港币）。综上所述，我们给予腾讯目标价 614.34 港币。目标价对应腾讯 25 年 PE 19.9x（华泰经调整归母利润口径预测）。

图表12：腾讯 SOTP 估值

SOTP 估值									
(人民币百万元)	25年预测收入	25年预测 净利率	25年预测 净利润	PS (x)	PE (x)	市值	腾讯 持股比例	归属于腾讯 的价值	占总估值 比例
一、网络游戏	270,844	46%	123,351		15.1			1,860,093	35.7%
二、社交网络（非游戏）	85,468							204,758	3.9%
腾讯音乐 (TME)						164,227	49.0%	80,471	1.5%
阅文						24,926	56.9%	14,183	0.3%
虎牙						6,033	46.7%	2,817	0.1%
在线视频-订阅服务	17,804			3.0				53,413	1.0%
其它	35,916			1.5				53,874	1.0%
三、在线广告	142,822	44%	63,518		22.1			1,402,607	26.9%
四、金融科技	169,269			3.0				504,322	9.7%
五、企业服务和云	58,584			7.3				426,525	8.2%
核心业务估值小计								4,398,305	
核心业务估值（港币百万元）								4,759,040	
核心业务估值（港币）									517.91
投资企业每股估值（港币），30%持有折让									15.7%
投资企业每股估值（港币）									96.44
腾讯目标价									614.34

资料来源：彭博，华泰研究预测

图表13：同业比较：网络游戏及在线广告

	公司	股票代码	收盘价 (交易货币)	经调整净利润增长 (%)			非GAAP PE (x)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
在线游戏									
	网易	NTES US	106	6%	8%	5%	13.9	13.2	12.1
	艺电	EA US	149	87%	8%	6%	18.2	16.5	16.2
	网龙	777 HK	10	47%	46%	29%	10.6	7.4	5.7
	Nexon	3659 JP	2266	-32%	14%	-1%	20.2	17.7	17.9
	任天堂	7974 JP	12005	30%	33%	21%	43.0	32.4	26.8
	万代南梦宫	7832 JP	4810	-2%	11%	7%	24.0	21.9	20.9
	完美世界	002624 CH	14	na	68%	31%	35.3	20.7	15.7
	三七互娱	002555 CH	15	8%	10%	7%	11.5	10.4	9.7
	游族	002174 CH	10	na	21%	na	29.7	24.6	na
市值加权平均PE							28.1	22.7	19.7
在线广告									
	微博	WB US	9	-6%	5%	6%	4.9	4.7	4.7
	百度	BIDU US	91	-7%	10%	9%	9.2	8.4	7.4
	Meta	META US	656	5%	10%	14%	25.8	23.2	20.2
	谷歌	GOOG US	161	17%	3%	11%	16.7	15.8	13.8
市值加权平均PE							20.8	19.1	16.6

注：数据截至5月13日收盘，所有数据均基于彭博一致预期

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

图表14： 同业比较：云，金融科技和在线视频

公司	股票代码	收盘价	营收同比增长 (%)			PS (x)		
		(交易货币)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
云计算								
微软	MSFT US	449	12%	17%	17%	10.7	9.2	7.8
谷歌	GOOG US	161	12%	11%	12%	5.9	5.3	4.8
Salesforce	CRM US	289	8%	9%	11%	6.8	6.3	5.7
金山云	KC US	14	22%	18%	18%	2.9	2.5	2.1
亚马逊	AMZN US	211	9%	10%	10%	3.2	2.9	2.7
市值加权平均PS						7.2	6.3	5.5
金融科技								
Paypal	PYPL US	72	3%	6%	7%	2.2	2.0	1.9
Block	XYZ US	58	3%	10%	8%	1.4	1.3	1.2
Visa	V US	356	10%	10%	10%	17.5	15.8	14.4
市值加权平均PS						15.4	13.9	12.7
在线视频								
爱奇艺	IQ US	2	0%	4%	4%	0.5	0.5	0.4
芒果超媒	300413 CH	23	10%	8%	3%	2.8	2.6	2.5
市值加权平均PS						2.3	2.1	2.0

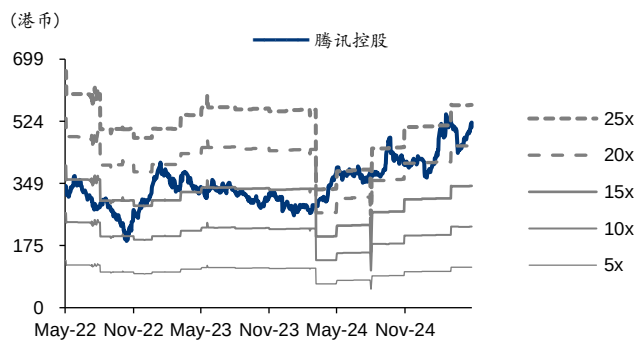
注：数据截至5月13日收盘，所有数据均基于彭博一致预期

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

风险提示

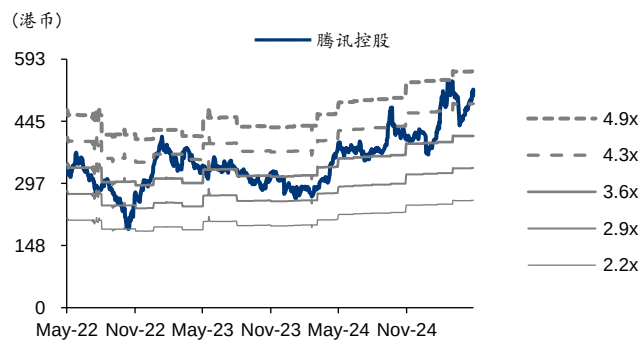
1. 支付收入增速低于一致预期；
2. 腾讯降本增效进展不及预期，经营费用或高于预期，净利润率扩张速度低于预期；
3. 头部游戏流水下滑，游戏递延周期较预期更长，导致收入增速低于预期；
4. 宏观恢复和广告增长不及预期。

图表15： 腾讯控股 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表16： 腾讯控股 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	609,015	660,257	735,522	811,038	891,358
销售成本	(315,906)	(311,011)	(328,561)	(368,394)	(400,979)
毛利润	293,109	349,246	406,962	442,644	490,379
销售及分销成本	(34,211)	(36,388)	(32,363)	(42,985)	(49,025)
管理费用	(103,525)	(112,761)	(133,865)	(136,254)	(148,857)
其他收入/支出	(6,090)	4,187	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	1,540	4,023	4,882	5,935	6,981
应占联营公司利润及亏损	5,800	25,176	21,908	31,640	36,420
税前利润	161,324	241,485	261,936	294,391	326,310
税费开支	(43,276)	(45,018)	(43,205)	(47,295)	(53,630)
少数股东损益	(2,832)	(2,394)	(2,394)	(2,394)	(2,394)
净利润	115,216	194,073	216,337	244,702	270,287
非通用准则调整项	42,472	28,630	46,352	40,396	46,021
调整后归母净利润	157,688	222,703	262,689	285,098	316,307
折旧和摊销	(59,008)	(56,213)	(55,088)	(60,934)	(63,821)
EBITDA	218,792	293,675	312,141	349,391	383,151
EPS (人民币, 基本)	12.54	21.12	23.54	26.63	29.41

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	456.00	440.00	655.20	368.11	745.72
应收账款和票据	135,017	149,247	157,221	153,678	173,154
现金及现金等价物	172,320	132,519	96,414	282,113	389,784
其他流动资产	210,653	213,974	235,371	235,371	235,371
总流动资产	518,446	496,180	489,662	671,530	799,055
固定资产	53,232	80,185	108,879	135,301	160,508
无形资产	177,727	196,127	216,312	232,923	247,861
其他长期资产	827,841	1,008,503	1,132,698	1,161,553	1,195,188
总长期资产	1,058,800	1,284,815	1,457,889	1,529,776	1,603,557
总资产	1,577,246	1,780,995	1,947,551	2,201,306	2,402,612
应付账款	177,543	202,744	193,354	250,765	232,637
短期借款	23,818	22,186	21,632	21,078	20,524
其他负债	150,796	171,979	171,979	171,979	171,979
总流动负债	352,157	396,909	386,965	443,822	425,140
长期债务	309,388	291,004	288,433	285,862	283,291
其他长期债务	42,020	39,186	42,416	42,051	44,760
总长期负债	351,408	330,190	330,849	327,913	328,051
股本	37,989	43,079	43,079	43,079	43,079
储备/其他项目	770,602	930,469	1,108,703	1,310,932	1,533,176
股东权益	808,591	973,548	1,151,782	1,354,011	1,576,255
少数股东权益	65,090	80,348	77,954	75,560	73,166
总权益	873,681	1,053,896	1,229,736	1,429,571	1,649,421

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	38.40	22.80	20.45	18.08	16.37
PB	5.47	4.54	3.84	3.27	2.81
调整后 PE (倍)	28.06	19.87	16.84	15.52	13.99
调整后 ROE	20.61	24.99	24.72	22.76	21.59
EV EBITDA	22.11	16.65	15.78	13.55	12.06
股息率 (%)	0.72	0.86	0.96	1.09	1.20
自由现金流收益率 (%)	2.61	3.80	3.29	5.79	4.17

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	218,792	293,675	312,141	349,391	383,151
融资成本	(1,540)	(4,023)	(4,882)	(5,935)	(6,981)
营运资本变动	11,620	10,987	(17,579)	61,241	(37,982)
税费	(43,276)	(45,018)	(43,205)	(47,295)	(53,630)
其他	36,366	2,900	(43,211)	(30,493)	(34,228)
经营活动现金流	221,962	258,521	203,264	326,909	250,331
CAPEX	(72,127)	(92,590)	(101,182)	(101,182)	(101,182)
其他投资活动	(53,034)	(29,597)	(101,842)	(365.20)	2,709
投资活动现金流	(125,161)	(122,187)	(203,024)	(101,547)	(98,473)
债务增加量	(17,397)	(20,016)	(3,125)	(3,125)	(3,125)
权益增加量	(24,429)	5,090	0.00	0.00	0.00
派发股息	(12,952)	(31,743)	(38,102)	(42,473)	(48,042)
其他融资活动现金流	(2,456)	5,423	4,882	5,935	6,981
融资活动现金流	(82,573)	(176,494)	(36,345)	(39,664)	(44,187)
现金变动	14,228	(40,160)	(36,105)	185,698	107,672
年初现金	156,739	172,320	132,519	96,414	282,113
汇率波动影响	1,353	359.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	172,320	132,519	96,414	282,113	389,784

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	9.78	8.41	11.40	10.27	9.90
毛利润	22.77	19.15	16.53	8.77	10.78
营业利润	44.44	30.00	13.00	9.22	10.16
净利润	(38.79)	68.44	11.47	13.11	10.46
调整后净利润	36.35	41.23	17.95	8.53	10.95
EPS (基本)	(38.79)	68.44	11.47	13.11	10.46
盈利能力比率 (%)					
毛利率	48.13	52.90	55.33	54.58	55.01
EBITDA	35.93	44.48	42.44	43.08	42.99
净利润率	18.92	29.39	29.41	30.17	30.32
调整后净利润率	25.89	33.73	35.71	35.15	35.49
ROE	15.06	21.78	20.36	19.53	18.45
调整后 ROE	20.61	24.99	24.72	22.76	21.59
ROA	7.30	11.56	11.60	11.80	11.74
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	19.90	18.56	18.55	1.83	(5.45)
流动比率	1.47	1.25	1.27	1.51	1.88
速动比率	1.47	1.25	1.26	1.51	1.88

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
应收账款周转天数	76.01	77.50	75.00	69.00	66.00
应付账款周转天数	189.44	220.09	217.00	217.00	217.00
存货周转天数	1.59	0.52	0.60	0.50	0.50
现金转换周期	(111.84)	(142.08)	(141.40)	(147.50)	(150.50)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	12.54	21.12	23.54	26.63	29.41
EPS (调整后, 基本)	17.16	24.24	28.59	31.03	34.42
每股净资产	88.00	105.95	125.34	147.35	171.54

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、丁骄琬，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 腾讯控股（700 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、丁骄琬本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 网易（NTES US）、微博（WB US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 网易（NTES US）、微博（WB US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 网易（NTES US）、微博（WB US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 腾讯控股（700 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问。公司注册号：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司