

2025 年 5 月 15 日

何利超

H70529@capital.com.tw

目标价(港币)

HK\$ 650

公司基本资讯

产业别	传媒
H 股价(2025/05/14)	521.00
恒生指数(2025/05/14)	23,640.7
股价 12 个月高/低	544/351.2
总发行股数(百万)	9,189.02
H 股数(百万)	9,189.02
H 市值(亿元)	40,070.63
	MIH Internet
主要股东	Holdings
	B.V.(24.01%)
每股净值(元)	113.07
股价/账面净值	4.61
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	17.13% 19.22% 45.81%

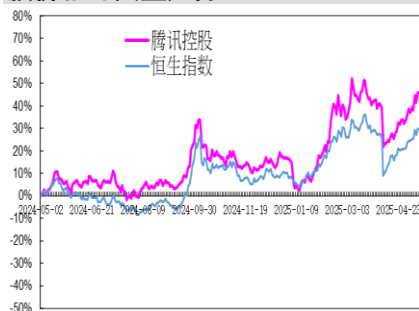
近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025-03-20	540.00	买进
2025-02-17	474.80	买进
2024-08-15	371.80	买进
2024-05-15	378.50	买进
2023-08-16	328.80	买进

产品组合

金融科技和企业服务	31.3%
网络游戏	30.1%
社交网络	18.8%
网络广告	18.5%

股价相对大盘走势



腾讯控股(00700.HK)

维持 Buy 买进

Q1 游戏、广告业务增长超预期，持续加大 AI 技术领域投入

结论与建议：

公司公布 2025 年一季度业绩，2025 年一季度营收 1800.2 亿元人民币，预估 1756 亿元人民币，同比增长 13%，环比增长 4%；净利润 478.2 亿元人民币，预估 516.9 亿元人民币，同比+14%；调整后净利润 613.3 亿元人民币，预估 596.8 亿元人民币，同比增长 22%。业绩略超预期，维持“买进”评级。

■ **长青游戏带动国内游戏高速增长：**增值服务收入 921.33 亿元，同比+17%，是一季度业绩超预期的核心业务增长。其中，本土市场游戏收入增长 24%，主要得益于《王者荣耀》、《和平精英》等长青游戏创历史新高的流水增长以及《DNFm》的增量红利，二季度起《DNFm》的高基期或将导致后续游戏业务高增速有所放缓；国际市场游戏收入增长 23%，主要由于《荒野乱斗》、《部落冲突》等游戏的收入增长；社交网络收入增长 7%。

■ **广告收入增速略超预期，金企业务稳步增长：**营销服务（广告）收入 318.53 亿元，同比+20%，增长同样超出市场预期，主要受益于视频号、小程序和微信搜一搜广告库存的强劲需求、以及广告平台持续的 AI 升级。金融科技及企业服务收入 549.07 亿元，同比+5%，金融科技服务受益于消费贷款和理财服务增长，企业服务则受益于云服务和商家技术服务费增长。

■ **利润率持续提升，资本开支超出预期：**一季度在营收稳步增长的情况下，利润率同步提升，一方面综合毛利率 56%，较去年同期提升约 3 个百分点，主要受益于营收高毛利业务增长带动的结构改善；另外费用率同样有所下降，主要由于新游广告费用较去年同期相比有所降低。

一季度资本开支 275 亿元，占营收约 15.3%，主要用于支持 AI 相关业务发展，略超此前公司 2025 年计划的“资本支出将占收入的低两位数百分比”表述，展现了公司内部 AI 相关需求的旺盛以及加强 AI 领域技术能力的决心。公司表示 AI 能力已经对效果广告与长青游戏等业务产生实质性的贡献，亦加大对元宝应用与微信内的 AI 等新 AI 机遇的投入。

■ **接入 DeepSeek 有望加深公司互联网流量领域护城河：**短期来看，当前微信每日搜索量接近 6 亿次，作为对比百度日搜索量约 15 亿次左右，而相关广告收入当前微信搜索广告仅 10 亿元左右，百度相关广告收入则高达 650 亿元。我们认为依托微信作为国民级产品的影响力、微信公众号极度闭环且丰富的内容资源以及微信电商+企业微信端智能辅助需求，未来微信 AI 搜索领域直接广告收入或将迎来较高增长空间。

长期来看，搜索市场加速向 AI 搜索倾斜并转型至 AI AGENT 领域，互联网整体的格局将迎来深刻变革，本次微信接入 Deepseek 将快速卡位 AI AGENT 领域，进一步加深公司在互联网流量领域护城河，在未来的泛 AI 时代有望继续领跑国内互联网产业。

■ **AI 有望短期内持续提升游戏/广告两大核心业务：**米哈游创始人蔡浩宇所带领的 AI 游戏团队研发的全 AI 交互新游《Whispers from the Star》推出预告片，游戏全程由玩家和主角语音交流引导，每个决策都将带来不同的剧情走向和场景生成，实现“千人千面”的游戏效果。本作或预示着以 AI 强交互为核心的新游戏形式即将到来，腾讯作为国内游戏核心厂商兼具强大 AI 研发能力，未来游戏业务将具备进一步增长潜力；AI 同时也将赋能用户提升平台点击量、匹配用户潜在需求，为广告主提供的更高的投资回报率。

- **盈利预测：** 预计 2025-2027 年实现本公司权益持有人应占净利润 2235/2542/2882 亿元，YOY+15.2%/+13.7%/+13.4%，按最新股本计算，每股 EPS 为 24.3 元/27.7 元/31.4 元，对应 P/E 为 20/18/15 倍，维持“买进”评级。
- **风险提示：** 游戏流水、广告收入等具有较高的不确定性。

.....接续下页

年度截止 12 月 31 日		2023	2024	2025F	2026F	2027F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	115216	194073	223499	254203	288155
同比增减	%	-38.79%	68.44%	15.16%	13.74%	13.36%
每股盈余(EPS)	RMB 元	12.1	21.1	24.3	27.7	31.4
同比增减	%	-38.25%	73.83%	15.16%	13.74%	13.36%
市盈率(P/E)	X	30.24	23.81	19.95	17.54	15.47
股利(DPS)	RMB 元	2.96	3.92	4.18	4.35	4.52
股息率(Yield)	%	0.59%	0.78%	0.86%	0.90%	0.93%

以本公司权益持有人应占盈利计算

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2023	2024	2025F	2026F	2025
经营收入	609015	660257	728150	802533	885982
经营成本	315906	311011	337984	370747	407410
毛利	293109	349246	390165	431786	478572
销售及市场推广开支	34211	36388	39320	42534	46071
一般及行政开支	103525	112761	128154	141246	155933
经营盈利	160074	208099	237691	263006	291568
财务成本	-12268	-11981	-12379	-13643	-15062
除税前利润	161324	241485	275312	309363	346506
所得税	43276	45018	49556	52592	55441
少数股东权益	2832	2394	2258	2568	2911
归属于股东的净利润	115216	194073	223499	254203	288155

附二：合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
非流动资产	1058800	1284815	1387600	1484732	1603511
流动资产	518446	496180	570607	656198	754628
资产合计	1577246	1780995	1958207	2140930	2358139
流动负债	351408	330190	363209	399530	439483
非流动负债	352157	396909	436600	471528	518681
负债合计	703565	727099	799809	871058	958164
少数股东权益	65090	80348	76331	70224	66713
股东权益	808591	973548	1082068	1199648	1333262
权益及负债总额	1577246	1780995	1958207	2140930	2358139

附三：合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
经营活动产生的现金流量净额	221962	258521	276617	290448	310780
投资活动产生的现金流量净额	-125161	-122187	-134406	-147846	-162631
筹资活动产生的现金流量净额	-82573	-176494	-194143	-203851	-224236
现金及现金等价物净增加额	14228	-40160	-51932	-61248	-76087

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。