

传媒

2025 年 05 月 15 日

腾讯控股 (00700)

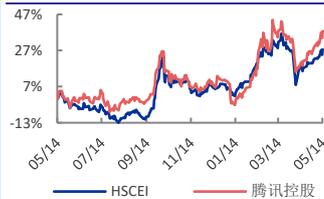
——25Q1 游戏超预期，高质量收入增长与 AI 投入并举

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据:	2025 年 05 月 14 日
收盘价 (港币)	521.00
恒生中国企业指数	8593.07
52 周最高/最低 (港币)	547.00/349.00
H 股市值 (亿港元)	47,874.79
流通 H 股 (百万股)	9,189.02
汇率 (人民币/港币)	1.0836

一年内股价与基准指数对比走势:



资料来源: Bloomberg

证券分析师

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
袁伟嘉 A0230519080013
yuanwj@swsresearch.com
夏嘉励 A0230522090001
xiajl@swsresearch.com

联系人

夏嘉励
(8621)23297818x
xiajl@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件:

- 腾讯 25Q1 实现营业收入 1800 亿元，同比增长 13%，超彭博一致预期 3%；调整后归母净利润 613 亿元，同比增长 22%，超彭博一致预期 3%。游戏、广告收入超预期；增值服务和金融科技与企业服务毛利率超预期。截至 5 月 14 日，25 年已回购 210 亿港元（此前宣布 25 年回购不低于 800 亿港元）。

投资要点:

- **游戏 25Q1 国内海外均创历史新高，25 年增长坚实。**根据财报，25Q1 增值服务收入同比增长 17%。Q1 国际/本土游戏收入分别同比增长 23%/24%，均超预期，过去 5 个季度呈现增长提速态势。Q1 本土游戏收入历史新高（首次站上单季 400 亿+），长青产品 Q1 流水增长亮眼，《王者荣耀》《穿越火线手游》流水历史新高、《和平精英》增长强劲、《无畏契约》流水同比翻倍。此外 24Q2/Q3 上线的《DNFM》《三角洲行动》亦贡献增量，其中《三角洲行动》带动“搜打撤”进一步破圈，4 月 DAU 超 1200 万（全行业近 3 年新游平均 DAU 的最高水平）。Q1 海外《PUBG》和 Supercell（《荒野》《皇室》）表现强劲。递延方面，1) Q1 非流动负债口径递延收入同比增长 2%，判断 Q1 海外递延有较多消耗；2) 流动负债口径递延收入同比增长 16%，粗略还原 Q1 流水增速 20%。Q1 进一步推高递延规模，厚实的递延储备为 25 年游戏增长构筑坚实基础。25 年重点管线关注定档 5 月 22 日的《胜利女神：新希望》及下半年的《异人之下》《荒野起源》《无畏契约手游》等（上述均有版号）。
- **广告 25Q1 超预期，AI 赋能持续。**根据财报，广告收入同比增长 20%，增速环比提升，视频号和搜一搜驱动，AI 赋能广告平台（生成图像、数字人直播）和微信生态（AI 搜索、公众号文生图工具）的效果逐步体现。其中，视频号广告收入已连续三个季度实现超 60% 同比增长（加载率、填充率、时长增长共同作用）；搜一搜受益 AI 赋能逻辑顺，搜索活跃度和粘性显著提升，我们认为可能成为视频号之后广告新的增长驱动。
- **金融科技及企业服务 25Q1 收入符合预期，毛利率新高。**根据财报，金融科技及企业服务（FBS）25Q1 收入同比增长 5%，符合预期；其中，金融科技低个位数增长，来自理财和消费贷业务驱动，支付交易量 Q1 微降，4 月已改善；企业服务收入重回双位数增长，云业务和微信电商技术服务费对增长均有贡献，云业务中 AI 相关收入快速增长。随着理财微贷业务收入贡献增加，支付和云业务利润率优化，带动 FBS Q1 毛利率历史新高（50.3%）。
- **AI 持续战略投入。**根据财报，25Q1 资本开支为 275 亿元，同比接近翻倍，占收入比例为 15%（此前公司指引 25 年资本开支/收入占比 low teens）；研发费用为 189 亿元，同比增长 21%。AI 对效果广告与长青游戏已经产生实质性贡献，亦拉动云收入增速提升；当前腾讯亦持续完善微信内 AI 功能，包括将 AI 服务元宝添加为微信联系人，大语言模型赋能微信搜一搜，期待微信 AI 功能持续完善。
- **维持买入评级。**上调腾讯 25-27 年调整后归母净利润为 2528/2837/3114 亿元（原预测为 2513/2822/3113 亿元）。SOTP 估值法下目标价 694 港元，上升空间 33%，维持买入评级。
- **风险提示：宏观影响，腾讯 AI 进展不及预期，腾讯游戏进展不及预期。**

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	6,090	6,603	7,336	7,908	8,433
同比增长率 (%)	9.8	8.4	11.1	7.8	6.6
调整后归母净利润 (亿元)	1,577	2,227	2,528	2,837	3,114
同比增长率 (%)	36.4	41.2	13.5	12.2	9.7
每股收益 (元/股)	16.68	24.03	27.51	30.88	33.89
净资产收益率 (%)	19.50	22.88	23.77	24.22	23.93
市盈率					
市净率	5.1	4.2	3.9	3.5	3.2

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的调整后净利润除以总股本

图 1: 腾讯盈利预测 (亿元)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
增值服务	2,876	2,984	3,192	3,595	3,845	4,055
网络游戏	1,709	1,799	1,975	2,287	2,438	2,571
社交网络	1,167	1,181	1,211	1,322	1,407	1,484
网络广告	827	1,015	1,214	1,407	1,577	1,737
金融科技及企业服务	1,771	2,038	2,120	2,264	2,415	2,570
其他	72	54	78	71	71	71
营业收入	5,546	6,090	6,603	7,336	7,908	8,433

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
增值服务	-1%	4%	7%	13%	7%	5%
网络游戏	-2%	5%	10%	16%	7%	5%
社交网络	0%	1%	3%	9%	6%	5%
网络广告	-7%	23%	20%	16%	12%	10%
金融科技及企业服务	3%	15%	4%	7%	7%	6%
其他	-6%	-25%	44%	-8%	0%	0%
营业收入	-1%	10%	8%	11%	8%	7%

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利润-IFRS (亿元)	2,387	2,931	3,492	3,992	4,409	4,750
YoY	-3%	23%	19%	14%	10%	8%
毛利率-IFRS	43%	48%	53%	54%	56%	56%
营业利润-IFRS (亿元)	1,108	1,601	2,081	2,423	2,678	2,975
YoY		44%	30%	16%	11%	11%
营业利润率-IFRS	20%	26%	32%	33%	34%	35%
归母净利润-IFRS (亿元)	1,882	1,152	1,941	2,227	2,479	2,760
YoY	-16%	-39%	68%	15%	11%	11%
归母净利润率-IFRS	34%	19%	29%	30%	31%	33%
归母净利润-Non-IFRS (亿元)	1,156	1,577	2,227	2,528	2,837	3,114
YoY	-7%	36%	41%	14%	12%	10%
归母净利润率-Non-IFRS	21%	26%	34%	34%	36%	37%

资料来源: 腾讯控股财报, 申万宏源研究

图 2: 腾讯 SOTP 估值

	收入-2025E 亿人民币	利润-2025E 亿人民币	倍数	市值 亿人民币	股价 (港元)
增值业务+广告	5,001	1,613	25x PE	40,329	476
金融科技	1,704		6x PS	10,227	121
云	474		8x PS	3,792	45
投资				4,544	54
合计				58,891	694

资料来源: 腾讯控股财报, 申万宏源研究

合并利润表

亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,090	6,603	7,336	7,908	8,433
营业成本	-3,159	-3,110	-3,344	-3,499	-3,683
毛利润	2,931	3,492	3,992	4,409	4,750
销售及市场推广开支	-342	-364	-315	-411	-405
一般及行政开支	-1,035	-1,128	-1,300	-1,400	-1,450
其他收益	47	80	46	80	80
经营利润	1,601	2,081	2,423	2,678	2,975
利息收入	138	160	153	165	176
财务成本	-123	-120	-139	-86	-77
投资收益、分占联营公司及合营公司盈利等	-3	294	374	386	419
税前利润	1,613	2,415	2,811	3,143	3,492
所得税	-433	-450	-529	-613	-675
调整项	425	286	301	358	354
期内盈利 (Non-IFRS)	1,605	2,251	2,583	2,888	3,170
少数股东权益	28	24	55	51	56
归母盈利 (Non-IFRS)	1,577	2,227	2,528	2,837	3,114

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。