

2025年5月15日

腾讯控股(700.HK)

游戏与广告增长动能强劲，AI 赋能成效初显

事件：腾讯 Q1 业绩表现强劲，主要得益于游戏和广告业务的超预期增长。Q1 游戏收入增长 24%，远超市预期 16.7%，本土和海外市场均有超预期表现。广告收入增长 20%，市场预期增长 16.5%，视频号和小程序成为主要驱动力。金融科技企业服务收入增长符合预期，同比增长 5%。各业务板块毛利率均有所提升，带动综合毛利率达到 55.8%，创下近年来新高，带动 Non-GAAP 净利润同比增长 22% 至 613.3 亿元，大超彭博一致性预期 18.3% 水平。

报告摘要

游戏社交双轮驱动，增长动力强劲 Q1 增值服务业务收入达到 921.3 亿元，同比增长 17%。其中游戏业务表现尤为突出，其中国际游戏收入 166 亿元，同比增长 23%，本土游戏收入 429 亿元，同比增长 24%，Q1 游戏收入总计 595 亿元。多款长青游戏如《王者荣耀》《穿越火线手游》在传统旺季流水创下历史新高，新上线的《三角洲行动》本土用户数自上线以来持续攀升，成为近三年新游戏中平均日活跃账户数最高的游戏。社交网络收入 326 亿元，同比增长 7%，得益于手游虚拟道具销售、音乐付费会员收入及小游戏平台服务费的增长。

AI 升级广告营销服务 Q1 营销服务业务收入同比增长 20% 至 318.5 亿元。广告主对视频号、小程序及微信搜一搜广告库存展现出强劲需求，主要原因包括用户参与度提高、广告平台持续的 AI 升级以及微信交易生态系统的优化。

金融科技稳健增长，企业服务潜力初显 Q1 收入为 549.1 亿元，同比增长 5%。消费贷款服务及理财服务收入增长推动了整体收入提升，企业服务收入增长得益于云服务收入及商家技术服务费的增长，AI 相关收入实现快速增长。

AI 赋能成效显著，持续加大投入 AI 能力已经对效果广告与长青游戏等业务产生了实质性的贡献。在广告业务中，腾讯通过 AI 技术升级广告平台，提升了广告制作效率和推荐精准度。在游戏业务中，AI 技术用于优化游戏体验。Q1 资本开支 274.8 亿元，同比增幅高达 91%，投资节奏符合市场的上限预期，显示腾讯对 AI 的野心和长期投入决心

投资建议 基于腾讯 2025Q1 年的超预期业绩表现以及 AI 等新技术的应用前景，我们上调对腾讯控股的盈利预测。基于 2025 年预估增值服务 23xPE、广告业务 20xPE 和金融企业及云服务 10xPS，以及 0.9 倍的估值系数，给予公司 628.0 港元，对应 2025 年/2026 年预计 PE 分别为 21.8x 与 19.7x，较最近收市价格 20.9% 的涨幅，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济状况的变化，新老游戏产品表现不达预期风险，国际业务风险，监管不确定性风险。

财务及估值摘要

(年结 31/12; RMB 百万)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	608,940	660,189	723,563	775,002	815,582
同比变动	9.8%	8.4%	9.6%	7.1%	5.2%
调整后归母净利润 (百万元人民币)	157,688	222,703	247,270	274,251	289,152
每股 Non-GAAP 盈利 (元人民币)	17.2	24.2	26.9	29.8	31.5
同比变动	36.4%	41.2%	11.0%	10.9%	5.4%
基于 519.5 港元的市盈率 (估)	28.3	20.0	18.1	16.3	15.4
基于 519.5 港元的市净率 (估)	5.5	4.6	3.7	3.7	3.7
净利率	19.4%	29.8%	27.8%	28.2%	28.3%

数据来源：公司公告，国证国际预测

公司动态分析

证券研究报告

互联网与软件

投资评级：

买入

维持评级

6 个月目标价

618.9 港元

股价 2025-5-14

521.0 港元

总市值(百万港元)	47,874.8
流通市值(百万港元)	47,874.8
总股本(百万股)	9,189.0
流通股本(百万股)	9,189.0
12 个月低/高(港元)	351.2/544
平均成交(百万港元)	11,460.4

股东结构

MIH	24.0%
马化腾	8.7%
其他股东	67.3%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.4	9.5	12.5
绝对收益	14.8	17.9	36.5

数据来源：彭博、港交所、公司

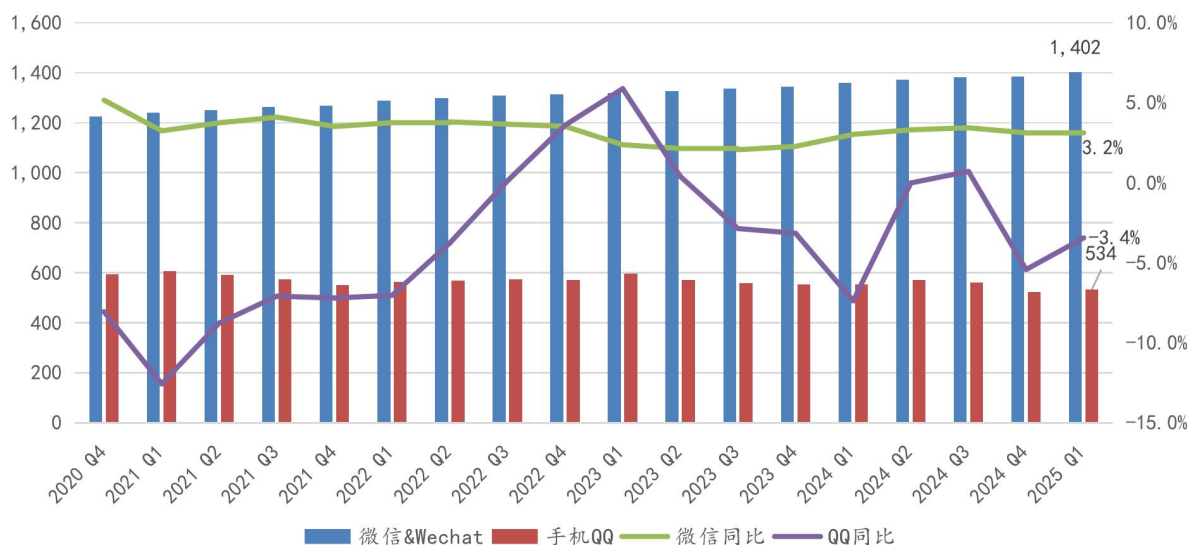
汪阳 资讯科技行业分析师

+852-22131400

alexwang@sdicsi.com.hk

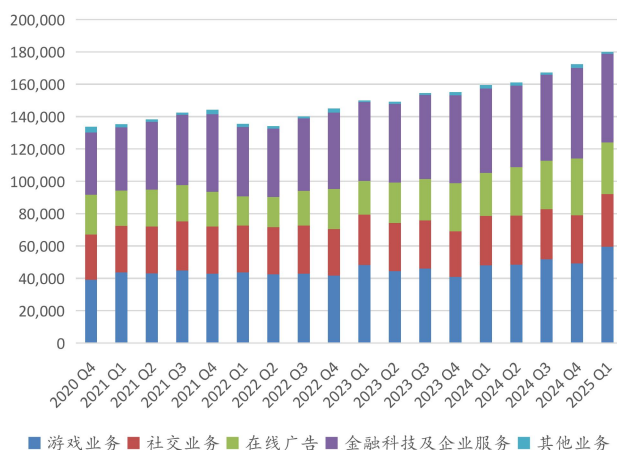
2025Q1 财季（截至 2025 年 3 月底）业绩概览

图表 1: 微信与 QQ 月活用户变化



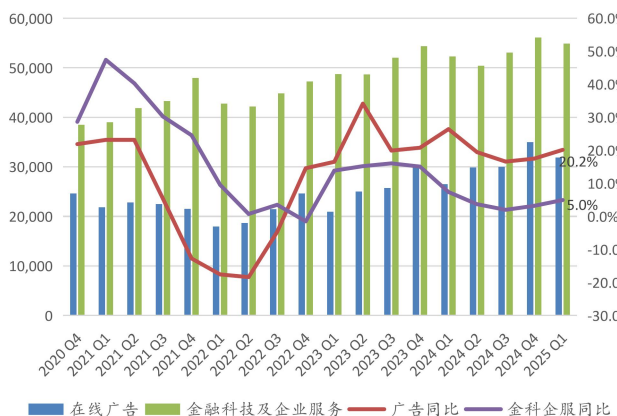
资料来源:公司公告, 国证国际研究整理

图表 2: 各个业务分部收入变化



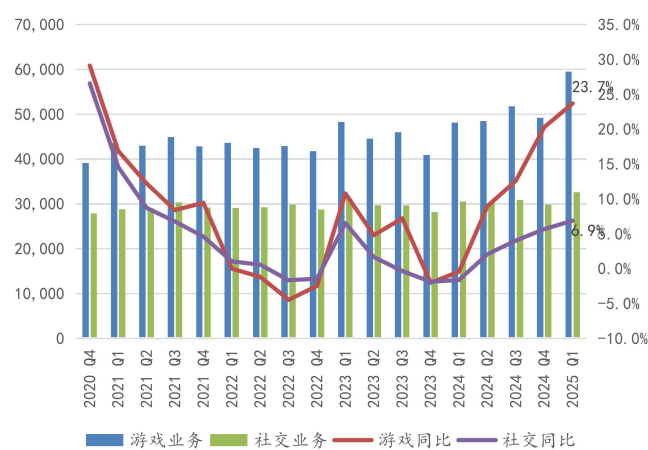
资料来源:公司公告, 国证国际研究整理

图表 4: 广告与金融科技企业服务收入变化



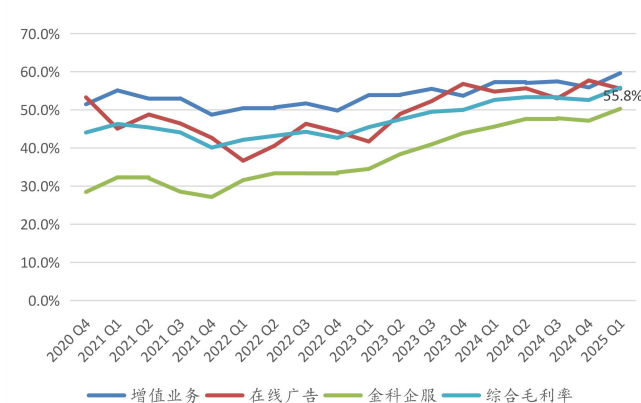
资料来源:公司公告, 国证国际研究整理

图表 3: 游戏与社交分部收入同比变化



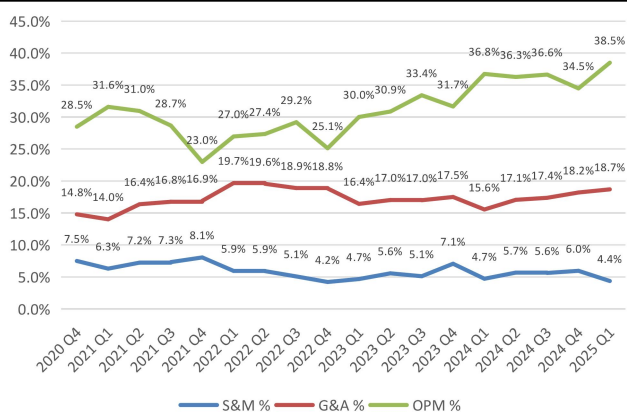
资料来源:公司公告, 国证国际研究整理

图表 5: 业务毛利率变化



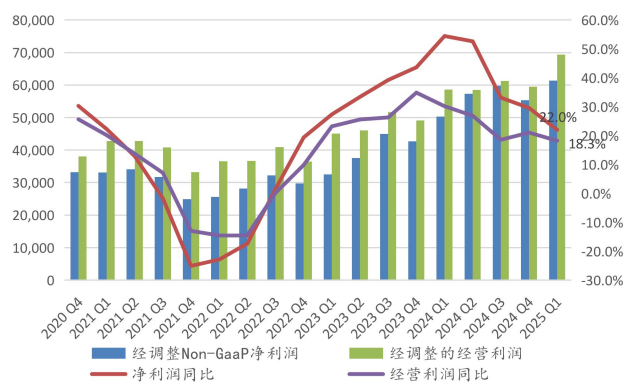
资料来源:公司公告, 国证国际研究整理

图表 6: 费用率与利润率



资料来源:公司公告, 国证国际研究整理

图表 7: 净利润与经调整净利润变化



资料来源:公司公告, 国证国际研究整理

附表：财务报表预测

损益表						财务分析					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>											
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	608,940	660,189	723,563	775,002	815,582	盈利能力					
毛利	293,109	349,246	398,936	417,120	439,265	毛利率 (%)	48.1%	52.9%	55.1%	53.8%	53.9%
其他业务净额	4,701	8,002	1,321	9,300	9,787	EBITDA 利率 (%)	31.7%	33.0%	36.9%	37.0%	36.7%
销售及管理费用	-137,736	-149,149	-160,407	-165,615	-174,287	净利率 (%)	19.4%	29.8%	27.8%	28.2%	28.3%
营运收入	160,074	208,099	239,850	260,805	274,765	营运表现					
财务开支	-12,268	-11,981	-15,515	-15,515	-15,515	销售及管理费用/收入 (%)	22.6%	22.6%	22.2%	21.4%	21.4%
联营公司等	168,891	245,464	266,548	280,997	295,633	实际税率 (%)	26.8%	18.6%	20.4%	20.4%	20.4%
税前盈利	161,324	241,485	252,354	274,782	289,904	股息支付率 (%)	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
所得税	-43,276	-45,018	-51,499	-56,076	-59,163	ROA	7.3%	11.6%	9.0%	8.2%	8.0%
净利润	118,048	196,467	200,854	218,705	230,742	ROE	13.9%	20.1%	13.7%	11.5%	10.9%
少数股东应占利润	2,832	2,394	7,616	4,374	4,615	应收账款天数	77.1	78.6	76.5	73.8	72.6
本公司股东应占利润	115,216	194,073	193,238	214,331	226,127	应付账款天数	222.0	222.0	222.0	223.0	224.0
折旧及摊销	-52,544	-50,821	-49,841	-49,346	-49,163	财务状况					
利息收入	13,808	16,004	15,065	16,136	16,981	总负债/总资产	0.45	0.41	0.30	0.28	0.26
EBITDA	193,010	217,740	267,327	286,716	299,648	收入/净资产	0.70	0.63	0.41	0.39	0.37
增长						经营性现金流/收入	0.29	0.39	0.36	0.36	0.35
总收入 (%)	9.8%	8.4%	9.6%	7.1%	5.2%	税前盈利对利息倍数	15.73	18.17	17.23	18.48	19.31
归母净利润 (%)	-38.8%	68.4%	-0.4%	10.9%	5.5%	有息负债/总负债	28.1%	27.4%	27.0%	26.5%	26.0%
资产负债表						现金流量表					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	362,121	328,830	1,120,429	1,319,069	1,529,452	EBITDA	193,010	217,740	267,327	286,716	299,648
应收账款	135,017	149,247	154,067	159,370	165,202	净融资成本	-1,540	-4,023	450	-621	-1,466
存货	456	440	484	532	586	营运资金变化	9,305	16,183	7,007	7,708	8,478
其他流动资产	20,852	17,663	17,663	17,663	17,663	所得税	-43,276	-45,018	-51,499	-56,076	-59,163
总流动资产	518,446	496,180	1,292,644	1,496,634	1,712,903	其他	20,858	74,566	34,868	37,412	39,419
固定资产	70,411	103,302	145,989	156,930	167,029	营运现金流	178,357	259,448	258,153	275,139	286,918
无形资产	177,727	196,127	68,021	64,697	62,397	资本开支	-60,000	-60,000	-60,000	-60,000	-60,000
长期投资	253,696	290,343	290,343	290,343	290,343	其他投资活动	18,268	17,455	15,065	16,136	16,981
银行存款及其他	514,380	657,189	657,189	657,189	657,189	投资活动现金流	-41,732	-42,545	-44,935	-43,864	-43,019
总资产	1,577,246	1,780,995	2,501,900	2,716,543	2,943,650	负债变化	7,695	80,348	0	0	0
应付账款	177,543	202,744	214,615	227,674	242,038	股本变化	-28,425	6,490	0	0	0
短期银行借款	41,537	52,885	52,885	52,885	52,885	股息	-8,591	-14,471	-14,409	-15,982	-16,862
其他短期负债	133,077	141,280	141,280	141,280	141,280	其他融资活动	-10,199	-17,697	-16,653	-16,653	-16,653
总短期负债	352,157	396,909	408,780	421,839	436,203	融资活动现金流	-39,520	54,670	-31,062	-32,635	-33,515
长期银行借款	155,819	146,521	146,521	146,521	146,521	现金变化	97,105	271,572	182,155	198,639	210,384
其他负债	351,408	330,190	330,190	330,190	330,190	期初持有现金	373,286	470,391	741,963	924,118	1,122,758
总负债	703,565	727,099	738,970	752,029	766,393	汇兑变化	0	0	0	0	0
少数股东权益	65,090	80,348	85,151	85,151	85,151	期末持有现金	470,391	741,963	924,118	1,122,758	1,333,141
股东权益	873,681	1,053,896	1,762,929	1,964,515	2,177,257						
每股账面值(摊薄)	95.08	114.69	191.85	213.79	236.94						
营运资产	166,289	99,271	883,863	1,074,795	1,276,700						

数据来源：国证国际研究预测

客户服务热线

香港: 22131888

国内: 4008695517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解析),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼电话: +852-22131000 传真: +852-22131010