



腾讯控股 (00700.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

游戏&广告业务超预期，AI 投入初现回报

业绩简评

2025 年 5 月 14 日晚间，公司披露 2025 第一季度业绩公告，25Q1 公司总收入 1800 亿元，yoy+13%；Non-IFRS 净利润 613 亿元，yoy+22%；Non-IFRS 利润率为 34.1%，yoy+2.6pcts。

经营分析

增值服务：长青游戏高质量增长，关注 5 月新游上线：25Q1 公司增值服务收入 921.2 亿元，yoy+17%。其中本土市场游戏收入 429 亿元，yoy+24%；国际市场游戏收入 166 亿元，yoy+23%。1) 本土游戏主要由长青游戏《王者荣耀》、《和平精英》和新游戏《地下城与勇士：起源》、《三角洲行动》驱动增长，《三角洲行动》本土用户数量在 25Q1 创游戏上线以来新高，DAU 在行业最受欢迎手游中排名第六，有望成为新的长青游戏。2) 海外游戏连续三个季度刷新历史新高，主要受益于《荒野乱斗》、《部落冲突：皇室战争》及《PUMG Mobile》收入增长。3) 《胜利女神：新希望》将于 5 月 22 日全平台多端正式上线，由韩国 SHIFT UP 开发，是二次元风格第三人称射击放置类游戏，国服版本由腾讯游戏及咪咕快游联合发行。4) 社交网络收入 326 亿元，yoy+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。

广告业务：AI 赋能效果广告，收入增长超预期：25Q1 公司营销服务收入 318.5 亿元，yoy+20%。AI 赋能效果广告已见成效，大多数重点行业广告主的需求均有所增长。

金融科技及企业服务：毛利率获提升，云业务贡献高质量增长。25Q1 公司金融科技及企业服务收入 549.1 亿元，yoy+5%；毛利率 50%，yoy+4pct。腾讯云 AI 收入同比快速增长；金融科技服务收入同比个位数增长，主要受益于消费信贷和财富管理业务。

资本开支超指引，持续加大 AI 投入：25Q1 公司资本开支为 275 亿元，占收入比例为 15%，超过公司 24Q4 业绩会指引 (11%-14%收入占比)。公司将以最大速度推进 AI 需求生成，逐步在微信生态中提供更多“元宝”联动。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2025/2026/2027 年 Non-IFRS 归母净利润 2543/2694/2977 亿元，EPS 为 27.68/29.32/32.40 元，公司股票现价对应 PE 估值为 17.38/16.41/14.85 倍，维持“买入”评级。

风险提示

1) 游戏行业政策收紧的风险；2) 直播带货大盘增速下滑的风险；3) 广告主投放意愿放缓的风险；4) 新技术更新的竞争风险。

海外和传媒互联网组

分析师：易永坚 (执业 S1130525020001)

yiyongjian@gjzq.com.cn

分析师：李洁 (执业 S1130525030015)

lijie10@gjzq.com.cn

市价 (港币)：520.000 元

相关报告：

- 1.《腾讯控股港股公司点评：业务展现韧性，游戏增长亮眼》，2024.11.14
- 2.《腾讯控股港股公司点评：游戏企稳回升，利润释放加速》，2024.8.15
- 3.《港股公司点评：业绩超预期，高质量增长进行时》，2024.5.15



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	609,015	660,257	724,893	787,666	859,411
营业收入增长率	9.82%	8.41%	9.79%	8.66%	9.11%
经调整归母净利润(百万元)	157,688	222,703	254,319	269,410	297,715
经调整归母净利润增长率	36.35%	41.23%	14.20%	5.93%	10.51%
经调整摊薄每股收益(美元)	17.16	24.24	27.68	29.32	32.40
每股经营性现金流净额	23.41	28.02	30.69	33.74	37.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.25%	19.93%	18.45%	17.53%	16.88%
P/E	15.80	15.89	17.38	16.41	14.85
P/B	3.18	3.65	3.85	3.29	2.83

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	554,552	609,015	660,257	724,893	787,666	859,411
增长率	-1.0%	9.8%	8.4%	9.8%	8.7%	9.1%
主营业务成本	315,806	315,906	311,011	327,089	351,943	377,206
%销售收入	56.9%	51.9%	47.1%	45.1%	44.7%	43.9%
毛利	238,746	293,109	349,246	397,803	435,723	482,205
%销售收入	43.1%	48.1%	52.9%	54.9%	55.3%	56.1%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	29,229	34,211	36,388	32,764	40,171	41,252
%销售收入	5.3%	5.6%	5.5%	4.5%	5.1%	4.8%
管理费用	106,696	103,525	112,761	130,644	132,328	139,225
%销售收入	19.2%	17.0%	17.1%	18.0%	16.8%	16.2%
研发费用	61,401	64,078	70,686	80,686	82,705	87,660
%销售收入	11.1%	10.5%	10.7%	11.1%	10.5%	10.2%
息税前利润 (EBIT)	211,618	159,401	237,928	264,424	293,523	332,323
%销售收入	38.2%	26.2%	36.0%	36.5%	37.3%	38.7%
财务费用	1,393	-1,923	-3,557	-3,488	-1,462	1,687
%销售收入	0.3%	-0.3%	-0.5%	-0.5%	-0.2%	0.2%
投资收益	-16,129	5,800	25,176	22,581	22,581	22,581
%税前利润	-7.7%	3.6%	10.4%	8.4%	7.7%	6.8%
营业利润	102,821	152,784	200,097	234,395	263,224	301,729
营业利润率	18.5%	25.1%	30.3%	32.3%	33.4%	35.1%
营业外收支						
税前利润	210,225	161,324	241,485	267,912	294,985	330,636
利润率	37.9%	26.5%	36.6%	37.0%	37.5%	38.5%
所得税	21,516	43,276	45,018	52,566	56,047	62,821
所得税率	10.2%	26.8%	18.6%	19.6%	19.0%	19.0%
净利润	188,709	118,048	196,467	215,346	238,938	267,815
少数股东损益	466	2,832	2,394	3,560	3,345	3,749
归属于母公司的净利润	188,243	115,216	194,073	211,786	235,593	264,066
净利率	33.9%	18.9%	29.4%	29.2%	29.9%	30.7%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	188,243	115,216	194,073	211,786	235,593	264,066
少数股东损益	466	2,832	2,394	3,560	3,345	3,749
非现金支出	-84,896	28,505	-13,646	-14,209	-14,081	-13,328
非经营收益						
营运资金变动	-18,472	19,233	21,881	13,147	16,538	17,619
经营活动现金净流	146,091	221,962	258,521	282,020	310,059	341,086
资本开支	-50,850	-47,407	-96,048	-68,000	-68,000	-68,000
投资	-52,861	-82,752	-36,930	-117,203	-117,203	-117,203
其他	-1,160	4,998	10,791	19,557	30,299	30,594
投资活动现金净流	-104,871	-125,161	-122,187	-165,646	-154,904	-154,609
股权募资	-28,312	-42,697	-100,399	0	0	0
债权募资	438	2,652	-20,689	-17,615	-16,714	-17,165
其他	-32,079	-42,528	-55,406	-50,030	-53,164	-57,442
筹资活动现金净流	-59,953	-82,573	-176,494	-67,645	-69,878	-74,607
现金净流量	-11,227	15,581	-39,801	49,255	85,803	112,397

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	156,739	172,320	132,519	181,774	267,578	379,974
应收款项	120,919	131,904	146,072	160,372	174,259	190,132
存货	2,333	456	440	463	498	534
其他流动资产	285,998	213,766	217,149	256,317	295,476	334,681
流动资产	565,989	518,446	496,180	598,926	737,811	905,321
%总资产	35.9%	32.9%	27.9%	30.4%	33.8%	37.3%
长期投资	252,715	261,665	297,415	333,165	368,915	404,665
固定资产	63,207	66,815	92,487	89,936	87,060	83,854
%总资产	4.0%	4.2%	5.2%	4.6%	4.0%	3.5%
无形资产	184,326	198,191	213,806	213,060	211,927	210,403
非流动资产	1,012,142	1,058,800	1,284,815	1,371,549	1,445,900	1,519,531
%总资产	64.1%	67.1%	72.1%	69.6%	66.2%	62.7%
资产总计	1,578,131	1,577,246	1,780,995	1,970,475	2,183,711	2,424,852
短期借款	11,580	41,537	52,885	52,885	52,885	52,885
应付款项	102,827	115,109	127,335	133,918	144,094	154,437
其他流动负债	319,797	195,511	216,689	237,902	258,503	282,049
流动负债	434,204	352,157	396,909	424,705	455,482	489,371
长期贷款	312,337	292,920	277,107	259,492	242,778	225,614
其他长期负债	48,730	58,488	53,083	54,281	54,281	54,281
负债	795,271	703,565	727,099	738,478	752,541	769,266
普通股股东权益	721,391	808,591	973,548	1,148,090	1,343,917	1,564,583
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	729,668	808,260	974,027	1,148,569	1,344,396	1,565,062
少数股东权益	61,469	65,090	80,348	83,908	87,253	91,003
负债股东权益合计	1,578,131	1,577,246	1,780,995	1,970,475	2,183,711	2,424,852

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	19.76	12.19	20.94	23.05	25.64	28.74
每股净资产	75.39	85.27	105.53	124.94	146.25	170.27
每股经营现金净流	15.27	23.41	28.02	30.69	33.74	37.12
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	26.09%	14.25%	19.93%	18.45%	17.53%	16.88%
总资产收益率	11.93%	7.30%	10.90%	10.75%	10.79%	10.89%
投入资本收益率	17.16%	9.65%	13.99%	13.76%	13.77%	13.92%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.99%	9.82%	8.41%	9.79%	8.66%	9.11%
EBIT 增长率	-15.13%	-24.68%	49.26%	11.14%	11.00%	13.22%
净利润增长率	-16.27%	-38.79%	68.44%	9.13%	11.24%	12.09%
总资产增长率	-2.12%	-0.06%	12.92%	10.64%	10.82%	11.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.8	27.2	25.8	25.1	25.2	25.2
存货周转天数	1.9	1.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应付账款周转天数	121.0	124.2	140.3	143.8	142.2	142.5
固定资产周转天数	42.5	38.4	43.4	45.3	40.4	35.8
偿债能力						
净负债/股东权益	23.84%	22.87%	22.10%	13.43%	4.27%	-4.24%
EBIT 利息保障倍数	21.2	13.4	19.1	21.6	22.8	24.6
资产负债率	50.39%	44.61%	40.83%	37.48%	34.46%	31.72%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究