

腾讯控股 (00700.HK)

游戏和广告业务表现优秀, AI 潜力逐步释放

优于大市

核心观点

广告、游戏业务表现良好, 收入同比增长 13%, 经调整利润同比增长 22%。 25Q1, 腾讯实现营收 1800 亿元, 同比增长 13%。主要增长由广告和游戏业务贡献。经调整经营利润 25Q1 为 693 亿元, 同比增长 18%。Non-IFRS 归母净利润 613 亿元, 同比增长 22%; Non-IFRS 归母净利率 34.1%, 同比提升 5pct。各项业务高质量发展: 游戏业务持续优化渠道成本, 高毛利率的长青游戏王者荣耀等占比提升; 支付服务及云服务成本效益的提高。2025Q1, 公司综合毛利率 56%, 同比提升 3pct。其中, 增值服务/网络广告/金融科技与企业服务毛利率同比提升 3pct/1pct/4pct。

看好未来腾讯 AI 应用方面的潜力。 老业务方面, 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。新业务方面, 公司已经推出微信生态系统内独特的智能体——元宝对话框。优势在于与微信生态系统的独特组成部分相连接, 包括社交图谱、通信和社群功能, 以及内容生态系统(比如公众号和视频号), 还有微信内数百万个小程序。Capex 方面, 25Q1 为 275 亿元, 同比+91%。应对推理算力需求增长, 公司①利用软件优化, 提升推理效率; ②不同场景定制不同规模的模型。③利用其他芯片, 比如中国国内合规可用的芯片。

网络游戏收入同比+24%, 本土游戏收入同比+24%。 2025Q1, 公司网络游戏业务收入为 595 亿元, 同比上升 23.7%。本季度末, 公司递延收入(流动负债)为 1229 亿元, 同比增长 16%。本季度表现优秀主要系①公司长青游戏发展良好, 公司从去年开始对长青游戏进行运营调整; ②AI 的应用帮助强化公司多人对战游戏的基本盘。③紧跟市场趋势, 在第一人称动作游戏表现优秀。比如《无畏契约》以及现在的《三角洲行动》等。

1) 本土市场游戏收入同比上升 24%至人民币 429 亿元。几款长青游戏表现优秀。《王者荣耀》和《穿越火线手游》流水创下历史新高。《王者荣耀》受益于蛇年主题皮肤与精准营销活动拓展付费用户群; 《和平精英》从“大逃杀”模式扩展至广受欢迎的“撤离射击”模式; 《穿越火线手游》得益于强化的奖励系统与新增 PvE 模式。《三角洲行动》发行以来 DAU 持续增长, 4 月突破 1200 万。2) 国际市场游戏收入同比增长 22%至人民币 166 亿。增长主要系主要由《荒野乱斗》《部落冲突: 皇室战争》和《PUBGm》等驱动。《PUBGm》总流水同比增长中双位数, 受益于“金月主题”活动和皮肤, 以及品牌联动合作。

营销服务: 公司在流量增长和 AI 中受益。 25Q1, 公司网络广告收入为 319 亿元, 同比增长 20%。增长主要系流量增长, 特别是最优质的广告库存(比如视频号、小程序、公众号搜索)的流量在增长。公司增强了 AI 模型, 以实现对用户兴趣和用户对广告的反应的更全面理解。比如 AI 带动视频号用户停留时间变长。25Q1 视频号营销服务收入同比增长超过 60%。

金融科技和企业服务: 收入增速环比回暖。 25Q1, 金融科技及企业服务业务收入同比增长 5%至 549 亿元, 收入增速环比回暖。1) 25Q1 金融科技服务收入同比低单位数增长, 受益于消费信贷服务和财富管理服务的提升。业绩会表示支付业务一季度支付总量同比略有下降, 但四月趋势改

公司研究 · 海外公司财报点评

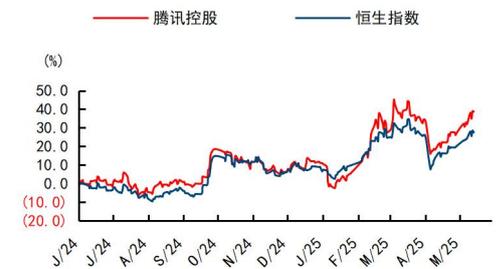
互联网 · 互联网 II

证券分析师: 张伦可 **证券分析师: 陈淑媛**
 0755-81982651 021-60375431
 zhanglunke@guosen.com.cn chenshuyuan@guosen.com.cn
 S0980521120004 S0980524030003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	610.00 - 661.00 港元
收盘价	520.00 港元
总市值/流通市值	4778290/4778290 百万港元
52 周最高价/最低价	547.00/349.00 港元
近 3 个月日均成交额	17982.56 百万港元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《腾讯控股 (00700.HK) - 25Q1 前瞻: 长青游戏表现良好, 广告延续强劲增长》——2025-04-16
- 《腾讯控股 (00700.HK) - 深度三: AI 时代生态价值凸显, AI Agent 打开想象空间》——2025-03-24
- 《腾讯控股 (00700.HK) - 收入侧增长提速, 积极进行 AI+应用布局》——2025-03-21
- 《腾讯控股 (00700.HK) - 微信 AI 搜索灰度测试接入 deepseek, 腾讯生态价值凸显》——2025-02-18
- 《腾讯控股 (00700.HK) - 24Q4 前瞻: 游戏加速增长, 微信小店等带动广告潜力释放》——2025-01-19

善。2) 25Q1 企业服务收入恢复至十几个百分点的同比增长，主要由云服务与电商交易手续费收入推动。我们测算腾讯云收入增长 15-20%。腾讯云内 AI 相关收入同比快速增长，受 GPU、API 和平台解决方案需求提升带动。

投资建议：公司业绩稳健，并蕴含较大发展潜力，长期成长潜力较大的业务比如微信电商爆发以及 AI Agent 赋能并未包含在当前盈利预测中。腾讯生态里用户+场景的天然优势仍然使得腾讯为 AI 时代最佳卡位的企业之一。维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司调整后净利润分别为 2525/2832/3129 亿元。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	660257	729987	781377	844749	895434
(+/-%)	8.4%	10.6%	7.0%	8.1%	6.0%
净利润(百万元)-Non IFRS	222703	252451	283231	312889	337269
(+/-%)	41.2%	13.4%	12.2%	10.5%	7.8%
每股收益(元)-Non IFRS	24.15	26.53	30.60	33.07	36.70
EBIT Margin	35.7%	34.8%	37.2%	37.8%	39.9%
净资产收益率 (ROE)	19.9%	18.1%	17.9%	16.3%	15.7%
市盈率 (PE)	19.8	17.5	15.6	14.1	13.3
EV/EBITDA	17.7	16.9	15.0	13.8	12.3
市净率 (PB)	4.64	3.87	3.25	2.77	2.38

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

总览：广告、游戏业务表现优秀

2025Q1，腾讯实现营收 1800 亿元，同比增长 13%。主要增长由广告和游戏业务贡献，金融科技业务增长环比提速。

收入组合变动和经营杠杆带动利润加速增长。经调整经营利润 25Q1 为 693 亿元，同比增长 18%。Non-IFRS 归母净利润 613 亿元，同比增长 22%；Non-IFRS 归母净利润率 34.1%，同比提升 3pct。利润率提升主要来自于：

①收入组合中高毛利率业务（微信视频号及搜一搜广告收入、小游戏平台服务费、理财服务收入及视频号商家技术服务费等）占比提升。

②各项业务高质量发展：游戏业务持续优化渠道成本，高毛利率的长青游戏王者荣耀等占比提升；支付服务及云服务成本效益的提高。2025Q1，公司综合毛利率 56%，同比提升 3pct。其中，增值服务/网络广告/金融科技与企业服务毛利率同比提升 3pct/1pct/4pct。25Q1，销售费率 4.4%，同比下降 0.3pct。管理研发费率 18.7%，同比上升 3.1pct，上升主要系海外附属公司商业安排重组的一次性影响。研发支出费用 25Q1 同比增长 21%至 189.1 亿元。

图1：腾讯总收入及增速（亿元，%）



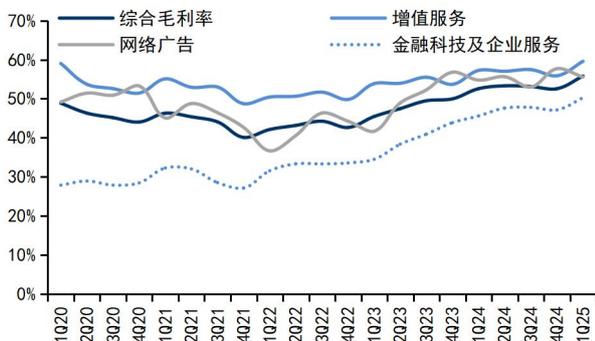
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：腾讯调整后归母净利润及净利润率（亿元，%）



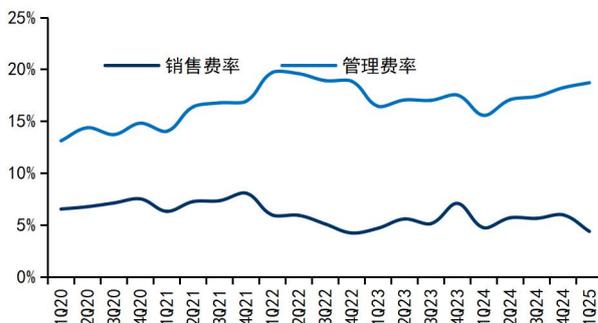
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：腾讯季度毛利率变化情况（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：腾讯季度经营费率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

看好未来腾讯 AI 应用方面的潜力。公司已经推出微信生态系统内独特的智能体——元宝对话框。优势在于与微信生态系统的独特组成部分相连接，包括社交图谱、

通信和社群功能，以及内容生态系统(比如公众号和视频号)，还有微信内数百万个小程序。

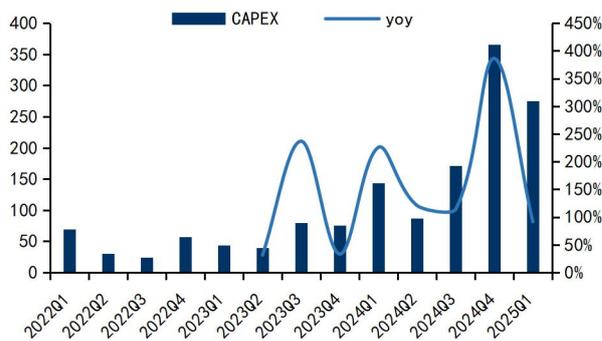
Capex 方面，25Q1 为 275 亿元，同比+91%。应对推理算力需求增长，公司①利用软件优化，提升推理效率；②不同场景定制不同规模的模型。③利用其他芯片，比如中国国内合规可用的芯片。

图5: 微信对话嵌入元宝



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 腾讯 Capex 及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

网络游戏收入同比+23.7%，本土游戏收入同比+24.3%

2025Q1，公司网络游戏业务收入为 595 亿元，同比上升 23.7%。本季度末，公司递延收入（流动负债）为 1229 亿元，同比增长 16%，环比增长 23%。①公司长青游戏发展良好，公司从去年开始对长青游戏进行运营调整；②AI 的应用帮助强化公司多人对战游戏的基本盘。AI 对大型竞技多人游戏尤其有益，应用包括用人工智能辅助新手玩家、陪伴现有玩家，以及协助防止作弊等。③紧跟市场趋势，在第一人动作游戏表现优秀。比如《和平精英》《穿越火线:枪战王者》《使命召唤手游》《无畏契约》以及现在的《三角洲行动》等。

图7: 腾讯网络游戏收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 腾讯递延收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

✓ 本土市场游戏收入同比上升 24%至人民币 429 亿元。几款常青游戏表现优秀。

《王者荣耀》和《穿越火线手游》于游戏传统旺季的第一季，流水创下历史新高。《王者荣耀》受益于蛇年主题皮肤与精准营销活动拓展付费用户群；《和平精英》从“大逃杀”模式扩展至广受欢迎的“撤离射击”模式；《穿越火线手游》得益于强化的奖励系统与新增 PvE 模式。《三角洲行动》发行以来 DAU 持续增长，4 月突破 1200 万。

- ✓ 国际市场游戏收入同比增长 22% 至人民币 166 亿。增长主要系主要由《荒野乱斗》《部落冲突：皇室战争》和《PUBGm》等驱动。《PUBGm》总流水同比增长中双位数，受益于“金月主题”活动和皮肤，以及品牌联动合作。《使命召唤手游》总流水同比增长，得益于高阶皮肤与武器道具的推动。

图9: 腾讯本土市场游戏收入及增速 (亿元、%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 腾讯海外市场游戏收入及增速 (亿元、%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

营销服务：公司在流量增长和 AI 中受益

2025Q1，公司网络广告收入为 319 亿元，同比增长 20%。增长主要系流量增长，特别是最优质的广告库存（比如视频号、小程序、公众号搜索）的流量在增长。公司增强了 AI 模型，以实现对用户兴趣和用户对广告的反应的更全面理解。比如 AI 带动视频号用户停留时间变长。25Q1 视频号营销服务收入同比增长超过 60%。

金融科技和企业服务：收入增速环比回暖

2025Q1，金融科技及企业服务业务收入同比增长 5% 至 549 亿元，收入增速环比回暖。

- ✓ 25Q1 金融科技服务收入同比低单位数增长，受益于消费信贷服务和财富管理服务的提升。业绩会表示支付业务一季度支付总量同比略有下降，但四月趋势改善。
- ✓ 25Q1 企业服务收入恢复至十几个百分点的同比增长，主要由云服务与电商交易手续费收入推动。我们测算腾讯云收入增长 15-20%。腾讯云内 AI 相关收入同比快速增长，受 GPU、API 和平台解决方案需求提升带动。通过拓展模型库、优化 RAG 技术集成与资源配置，进一步提高客户产出准确性与效率。

图11: 腾讯网络广告收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 腾讯金融科技及企业服务收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级

公司业绩稳健，并蕴含较大发展潜力，长期成长潜力较大的业务比如微信电商爆发以及 AI Agent 赋能并未包含在当前盈利预测中。腾讯生态里用户+场景的天然优势仍然使得腾讯为 AI 时代最佳卡位的企业之一。

维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司调整后净利润分别为 2525/2832/3129 亿元。维持“优于大市”评级。

风险提示

政策风险；宏观经济疲软的风险；广告行业竞争激烈的风险；新游戏不能如期上线的风险等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	132519	267804	420746	566634	营业收入	660257	729987	781377	824665
应收款项	146072	161499	172868	182445	营业成本	311011	319630	344410	359367
存货净额	440	478	506	518	销售费用	34211	38161	39069	45357
其他流动资产	3334	3686	3946	4164	管理费用	136220	175811	172849	178300
流动资产合计	496180	647282	822571	989492	利息收入	13808	15361	16897	16129
固定资产	92487	171242	256615	337580	其他损益净额	10249	(122)	8960	6362
无形资产及其他	213806	200072	190536	184432	营业利润	160074	254385	290921	302240
投资性房地产	90896	90896	90896	90896	财务成本净额	(12268)	(13632)	(14995)	(14313)
长期股权投资	887626	887626	887626	887626	分占联合营合营公司损益	25176	31709	36466	31117
资产总计	1780995	1997117	2248244	2490026	利润总额	241485	272463	312392	319043
短期借款及交易性金融负债	52885	35334	43252	43824	所得税费用	45018	57596	62478	66999
应付款项	147959	160763	170130	174173	少数股东损益	2394	4672	2520	3596
其他流动负债	196065	223087	231755	241722	归属于母公司净利润	194073	210195	247394	248448
流动负债合计	396909	419184	445137	459719	经调整归母净利润	222763	252451	283231	312889
长期借款及应付债券	277107	277107	277107	277107	现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
其他长期负债	53083	53083	53083	53083	净利润	194073	210195	247394	248448
长期负债合计	330190	330190	330190	330190	资产减值准备	0	0	0	0
负债合计	727099	749374	775327	789909	折旧摊销	61139	55372	59516	64845
少数股东权益	80348	85020	87540	91136	公允价值变动损失	(50)	9485	1018	3484
股东权益	973548	1162723	1385378	1608981	财务费用	(1540)	(1729)	(1902)	(1815)
负债和股东权益总计	1780995	1997117	2248244	2490026	营运资本变动	(5597)	24009	6378	4203
关键财务与估值指标	2024	2025E	2026E	2027E	其它	8956	4672	2520	3596
经调整 EPS	24.15	26.53	30.60	31.10	经营活动现金流	258521	303733	316826	324577
每股红利	2.40	2.29	2.69	2.70	资本开支	(81811)	(129878)	(136372)	(143190)
每股净资产	105.53	126.53	150.76	175.10	其它投资现金流	(3867)	0	(10691)	(11225)
ROIC	60%	57%	54%	47%	投资活动现金流	(122187)	(129878)	(147062)	(154415)
ROE	20%	18%	18%	15%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	53%	56%	56%	56%	负债净变化	(15813)	0	0	0
EBIT Margin	36%	35%	37%	37%	支付股利、利息	(20840)	(21019)	(24739)	(24845)
EBITDA Margin	45%	42%	45%	45%	其它融资现金流	(103188)	(17551)	7918	572
收入增长	8%	11%	7%	6%	融资活动现金流	(176494)	(38570)	(16821)	(24273)
净利润增长率	68%	8%	18%	0%	现金净变动	(39801)	135285	152942	145888
资产负债率	45%	42%	38%	35%	货币资金的期初余额	172320	132519	267804	420746
息率	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	货币资金的期末余额	132519	267804	420746	566634
P/E	19.8	17.5	15.6	14.1	企业自由现金流	253213	257663	278628	291568
P/B	4.6	3.9	3.2	2.8	权益自由现金流	136039	242206	288828	294336
EV/EBITDA	17.7	16.9	15.0	14.4					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032