

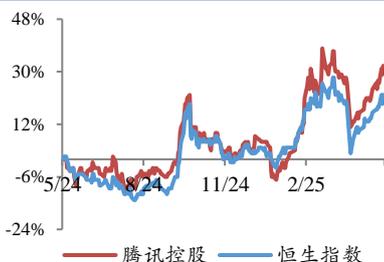
## 游戏、广告超预期，AI 持续布局

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-16

收盘价（港元）	520.00
近 12 个月最高/最低（港元）	547.0/349.0
总股本（百万股）	9,189
流通股本（百万股）	9,189
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	47,783
流通市值（亿港元）	47,783

### 公司价格与恒生指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

### 相关报告

1. 腾讯 24Q4 业绩点评：AI 全面布局，资本开支创新高 2025-03-27
2. 腾讯与 DeepSeek 深度融合，多场景下价值体现 2025-03-05
3. 腾讯 24Q3 业绩点评：游戏业务增长强劲，AI 多场景赋能生态 2024-11-18

### 主要观点：

#### ● Q1 业绩：

腾讯 Q1 营收 1800.2 亿元 (yoy+12.9%，qoq+4.4%)，高于一致预期 1756.0 亿 (beat 2.5%)；实现毛利 1004.9 亿元 (yoy+19.8%，qoq+10.9%)，高于一致预期 947.7 亿 (beat 6.0%)；实现经调整净利润 613.3 亿元 (yoy+22.0%，qoq+10.9%)，超一致预期的 596.8 亿 (beat 2.8%)。毛利方面，VAS 业务毛利率 60%，主要由于一季度本土游戏流水季节性增长；营销业务毛利率 56%；金融科技业务毛利率 50%。毛利提升主要得益于本土游戏、小游戏、视频号和微信搜一搜等高毛利业务收入增长。

#### ● 增值服务：本土游戏流水稳定增长，重点新游陆续上线提供增量

25Q1，国内游戏部分收入 429 亿元 (yoy+24%)，高于预期的 403 亿元，高增长主要受《王者荣耀》和《穿越火线手游》旺季影响流水创新高，同时新游《三角洲行动》在国内提供流水增量，四月份 DAU 超 1200 万，成为近三年新游中拥有最高 DAU 和用户数；国际游戏收入 166 亿元 (yoy+22%)，高于一致预期 154 亿元，主要由于《荒野乱斗》、《皇室战争》及《PUBG MOBILE》的收入增长。

公司重点新游有《王者荣耀世界》和《无畏契约手游》等，预计今年先后公测上线，两款新游有望进一步拉动公司游戏流水。

公司在游戏内不断探索 AI 应用场景，目前《和平精英》已经接入 DeepSeek，为用户提供个性化交互内容，后续应用场景有望持续落地。

#### ● 营销业务：AI 能力持续赋能广告业务

25Q1，营销业务收入 319 亿 (yoy+20%)，超一致预期的 309 亿。增长主要得益于广告主对视频号、小程序及微信搜一搜广告库存的强需求，以及用户高参与度、广告平台 AI 升级和微信交易生态系统优化等。公司利用 AI 能力升级广告平台，通过升级图像及视频编辑功能提升广告的生成效率，同时也在直播中推出数字人。截至 25 年一季度末，微信及 WeChat 的合并 MAU 达 14.02 亿，yoy+3%；QQ 移动端 MAU5.34 亿，yoy-3%；增值服务付费会员数 2.68 亿，yoy+3%。

#### ● 金融科技：云服务成本优化带动毛利率创新高

25Q1，金融科技业务收入 549 亿元 (yoy+5%)，基本符合一致预期 551 亿元。其中企业服务收入增长乃受云服务收入及商家技术服务费的增长所驱动。环比主要由于云项目部署季节性下滑。毛利上受益于支付成本效益的增长，环比增长 3pct 至 50%。

#### ● AI 投入坚定，适用场景不断扩充

25Q1，腾讯资本开支为 274.8 亿元，yoy+91%。公司持续在 AI 方面进行投入，通过 AI 功能与内容在各业务内的不断融合，已经初步产生效益，包括在游戏内辅助玩家进行游戏游玩，在广告内容上实现

精准定位等。同时公司也不断尝试元宝与微信的融合点，例如在微信中将元宝添加为联系人，在搜一搜中加入大语言模型等。

● **投资建议**

我们预计公司 25/26/27 净利润(Non-IFRS)为 2560.2/ 2973.9/ 3384.8 亿元，前值为 2571.9/ 2920.0/ 3309.8 亿元。公司重点新游储备丰富，上线节奏稳定，同时公司各业务线全面融入 AI，维持“买入”评级。

● **风险提示**

AIGC 技术变革颠覆现有竞争格局；政策监管不确定性；游戏研发延期等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	660,257	733,034	812,170	891,921
收入同比 (%)	8.41%	11.02%	10.80%	9.82%
净利润(Non-IFRS)	222,703	256,024	297,390	338,484
净利润同比 (%)	41.23%	14.96%	16.16%	13.82%
ROE (%)	21.13%	20.62%	20.23%	19.51%
每股收益 (元)	23.7	27.7	32.4	37.0
市盈率 (P/E)	18.7	17.2	14.8	13.0

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表	百万元			
	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及等价物	132,519	244,308	403,925	593,908
应收账款	48,203	56,097	62,153	68,256
存货	440	477	513	545
其他流动资产	315,018	318,168	321,350	324,563
流动资产总计	496,180	619,050	787,941	987,272
固定资产	80,185	138,353	198,370	259,851
其他资产	1,204,630	1,222,152	1,242,996	1,267,465
资产总计	1,780,995	1,979,555	2,229,306	2,514,587
应付账款	202,744	213,698	236,768	260,017
其他	194,165	196,107	198,068	200,048
流动负债	396,909	409,804	434,836	460,066
长期债务	146,521	144,637	141,088	135,924
应付票据	130,586	130,586	130,586	130,586
其他负债	53,083	53,083	53,083	53,083
负债总计	727,099	738,110	759,593	779,659
权益总计	1,053,896	1,241,445	1,469,714	1,734,929
负债及权益总计	1,780,995	1,979,555	2,229,306	2,514,587

现金流量表	百万元			
	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	196,467	219,170	261,090	300,384
折旧	25,000	25,500	30,345	36,111
摊销	31,213	31,993	32,633	33,286
营运资本变化及	5,841	1,815	15,757	15,881
经营活动现金流	258,521	278,478	339,825	385,662
CAPEX	-76,760	-83,668	-90,362	-97,591
其他	-45,427	-49,515	-53,477	-57,755
投资活动现金流	-122,187	-133,184	-143,839	-155,346
长期借款	34,650	32,918	31,601	30,337
长期借款偿还	-34,457	-34,802	-35,150	-35,501
股息	-21,822	-22,695	-23,603	-24,547
其他	-11,064	-8,926	-9,218	-10,622
融资活动现金流	-176,494	-33,505	-36,370	-40,333

利润表	百万元			
	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	660,257	733,034	812,170	891,921
营业成本	311,011	330,180	355,353	377,762
毛利润	349,246	402,854	456,817	514,159
营业费用 & 其他	-141,147	-159,152	-167,606	-181,174
营业利润(IFRS)	208,099	243,702	289,212	332,985
税/利息等	-11,632	-24,532	-28,122	-32,601
税后净利润	196,467	219,170	261,090	300,384
少数股东权益	-2,394	-4,854	-5,200	-5,200
归母净利润(IFRS)	194,073	214,316	255,890	295,184
调整项(SBC...)	28,630	41,708	41,500	43,300
经调整净利润(Non-IFRS)	222,703	256,024	297,390	338,484
股本	9,402	9,234	9,186	9,146
EPS (摊薄)	20.6	23.2	27.9	32.3
经调整 EPS (摊薄)	23.7	27.7	32.4	37.0

**财务指标**

	2024A	2025E	2026E	2027E
收入增长	8.4%	11.0%	10.8%	9.8%
EBITDA增长	20.6%	14.0%	16.9%	14.3%
净利润增长	41.2%	15.0%	16.2%	13.8%
EPS增长	44.4%	17.1%	16.8%	14.3%
毛利率	52.9%	55.0%	56.2%	57.6%
营业利润率	31.5%	33.2%	35.6%	37.3%
净利率	33.7%	34.9%	36.6%	37.9%
ROE	21.1%	20.6%	20.2%	19.5%
P/E	18.7	17.2	14.8	13.0
P/B	4.0	3.6	3.0	2.5
EV/EBITDA	15.8	14.3	11.8	9.8
EV/营收	6.3	5.9	5.1	4.4
库存天数	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款天数	27.5	27.5	27.5	27.5
应付账款天数	104.9	104.9	104.9	104.9
资产/负债比率	2.45	2.68	2.93	3.23
流动比率	1.25	1.51	1.81	2.15
速动比率	0.46	0.73	1.07	1.44
净现金	-14,002	99,671	262,837	457,984
市值	4,169,000	4,410,000	4,410,000	4,410,000
企业价值(EV)	4,183,002	4,310,329	4,147,163	3,952,016

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015年水晶球第三名及2017年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。