

游戏及广告业务超预期，高质量增长支撑 AI 长跑

2025 年 05 月 18 日

事件: 2025 年 5 月 14 日，腾讯控股发布 2025 年一季报。2025Q1，公司总收入 1800 亿元，同比+13%；毛利润 1005 亿元，同比+20%，毛利率 55.8%，同比+3pct；Non-IFRS 经营盈利 693 亿元，同比+18%，经调整经营利润率 38.5%，同比+2pct；Non-IFRS 净利润 613 亿元，同比+22%，经调整净利率 34.1%，同比+3pct。25Q1 资本开支 275 亿元，yoy+91%，占收入比重约为 15%。目前腾讯 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，未来公司将依靠现有业务高质量增长释放的经营杠杆，进一步加大 AI 投资力度。

增值服务：本土长青游戏表现亮眼，“搜打撤”品类进一步扩容 FPS 市场。 2025Q1，公司增值服务收入 921 亿元，同比+17%。1) 本土市场游戏收入 429 亿元，较去年同期低基数同比+24%。**长青游戏：**25Q1《王者荣耀》《穿越火线手游》流水创历史新高，《和平精英》《无畏契约》DAU 和流水同比大幅增长。**长青潜力：**《三角洲行动》DAU 峰值突破 1200 万，是行业近三年发布的平均 DAU 最高的新游。**Q2 新游：**《王者荣耀世界》《无畏契约：源能行动》已于 4 月开启测试预约；《胜利女神：新的希望》将于 5 月 22 日全平台多端上线。2) 国际市场游戏收入 166 亿元，同比+23%，主要受《PUBG M》《荒野乱斗》《部落冲突：皇室战争》驱动，《三角洲行动》端游 25M5 创同时在线人数记录；手游自 4/21 发行以来，下载量排名国际市场第二。3) 公司社交网络收入 326 亿元，同比+7%。其中，音乐订阅收入同比+17%，付费会员数 1.23 亿，同比+8%，SVIP 会员福利不断丰富，ARPU 有所改善；长视频订阅收入同比持平，付费会员数 1.17 亿，同比+1%。

营销服务：AI 赋能广告定向投放效果显著，微信电商组织架构层级上移。 2025Q1，公司营销服务收入 319 亿元，yoy+20%，主要受益于用户参与度提高、广告平台持续的 AI 升级和微信交易生态系统的优化，25Q1 来自大多数重点行业的营销服务收入均有所增长。微信方面，1) 视频号营销服务收入同比增长超 60%；2) 小程序受短剧、小游戏驱动营销服务收入同比快速增长；3) 得益于商业查询量和点击率的提升，微信搜索收入同比快速增长；4) 25M4 整合元宝为微信联系人，为用户提供微信聊天内无缝 AI 交互。5 月 14 日，腾讯宣布微信事业群成立电商产品部，负责微信内交易模式探索，负责人曾鸣向 WXG 总裁张小龙汇报；原开放平台基础部更名为开放平台部，负责人向曾鸣汇报。随着微信小店基建日益完善，商品供给逐渐丰富，此次组织架构调整预计将进一步释放微信小店+视频号的微信全域电商增长潜能，长期来看利好广告和交易等业务。

金科及企服：毛利率同比增长 4pct，AI 相关收入驱动企业服务增速升级。 2025Q1，公司金融科技与企业服务收入 549 亿元，同比+5%。1) 得益于消费贷款服务和财富管理服务的增长，金融科技收入同比低个位数增长。商业支付总额同比略有下降，但 4 月份趋势有所改善。2) 受云服务和电商技术服务费驱动，企业服务收入同比增速回升至双位数，毛利率显著提升。受 GPU 算力、API 调用和平台解决方案需求推动，腾讯云 AI 相关收入同比快速增长。

投资建议：我们预计 2025/2026/2027 年公司收入为 7359/8033/8782 亿元，Non-IFRS 归母净利润分别为 2600/2809/3092 亿元，基于 2025 年 5 月 16 日收盘价，对应经调整 PE 分别为 17X/15X/14X，维持“推荐”评级。

风险提示：1) 新游戏流水未达预期；2) 广告主投放意愿放缓；3) AI 投资及商业化不及预期。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	660,257	735,945	803,270	878,224
增长率(%)	8.4	11.5	9.1	9.3
经调整净利润	222,703	260,012	280,908	309,193
增长率(%)	41	17	8	10
EPS(基于经调整净利润)	24.24	28.30	30.57	33.65
P/E(基于经调整净利润)	19	17	15	14
P/B	4.4	3.7	3.2	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 5 月 16 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB)

推荐
维持评级
当前价格：
508.00 港元
分析师 李瑶

执业证书：S0100523090002

邮箱：liyao_yj@mszq.com

研究助理 周芷西

执业证书：S0100124080014

邮箱：zhouzhixi@mszq.com

相关研究

1. 腾讯控股 (00700.HK) 2024 年三季报点评：游戏业务稳健，微信平台加速整合释放增长潜力-2024/11/14

2. 腾讯控股 (00700.HK) 深度系列 (二)：游戏行业景气度回升，业绩增长稳定性凸显-2024/11/08

3. 腾讯控股 (00700.HK) 首次覆盖报告：深度系列 (一)：游戏业务进入复苏通道，视频号力争增量空间-2024/09/24

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产合计	496,180	569,212	671,021	800,919
现金及现金等价物	132,519	149,548	197,243	271,299
应收账款及票据	48,203	53,729	58,644	64,116
存货	440	474	511	551
其他	315,018	365,461	414,623	464,954
非流动资产合计	1,284,815	1,407,338	1,517,369	1,623,210
固定资产	92,487	113,813	134,205	153,596
商誉及无形资产	213,806	224,973	236,252	244,340
其他	978,522	1,068,553	1,146,913	1,225,274
资产合计	1,780,995	1,976,550	2,188,390	2,424,130
流动负债合计	396,909	431,454	464,407	500,542
短期借贷	52,885	52,885	52,885	52,885
应付账款及票据	127,335	137,040	147,898	159,434
其他	216,689	241,529	263,624	288,223
非流动负债合计	330,190	313,773	297,059	279,895
长期借贷	277,107	259,492	242,778	225,614
其他	53,083	54,281	54,281	54,281
负债合计	727,099	745,227	761,466	780,437
普通股股本	0	0	0	0
储备	973,548	1,148,180	1,340,545	1,553,704
归属母公司股东权益	973,548	1,148,180	1,340,545	1,553,704
少数股东权益	80,348	83,143	86,379	89,989
股东权益合计	1,053,896	1,231,323	1,426,924	1,643,693
负债和股东权益合计	1,780,995	1,976,550	2,188,390	2,424,130

现金流量表 (百万人民币)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	258,521	273,353	307,673	338,447
净利润	194,073	212,209	243,195	268,621
少数股东权益	2,394	2,795	3,236	3,610
折旧摊销	56,213	65,007	66,804	71,979
营运资金变动及其他	5,841	-6,659	-5,562	-5,764
投资活动现金流	-122,187	-188,911	-180,091	-179,298
资本支出	-96,048	-97,500	-98,475	-99,460
其他投资	-26,139	-91,411	-81,616	-79,839
筹资活动现金流	-176,494	-67,939	-80,413	-85,619
借款增加	-20,689	-17,615	-16,714	-17,165
普通股增加	-100,399	0	0	0
已付股利	-28,859	-38,103	-51,356	-55,988
其他	-26,547	-12,221	-12,343	-12,466
现金净增加额	-39,801	17,029	47,695	74,056

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	660,257	735,945	803,270	878,224
其他收入	0	0	0	0
营业成本	311,011	334,715	361,235	389,412
销售费用	36,388	40,477	42,573	46,546
管理费用	112,761	132,470	132,540	144,907
研发费用	70,686	77,274	84,343	87,822
财务费用	-3,557	-4,103	-4,471	-4,852
权益性投资损益	25,176	28,076	28,226	29,562
其他损益	12,655	6,624	6,506	6,402
除税前利润	241,485	267,086	306,125	338,175
所得税	45,018	52,082	59,694	65,944
净利润	196,467	215,004	246,431	272,231
少数股东损益	2,394	2,795	3,236	3,610
归属母公司净利润	194,073	212,209	243,195	268,621
EBIT	237,928	262,982	301,654	333,323
EBITDA	294,141	327,990	368,459	405,303
EPS (元)	21.12	23.09	26.47	29.23

主要财务比率	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成长能力(%)				
营业收入	8.41	11.46	9.15	9.33
归属母公司净利润	68.44	9.34	14.60	10.45
盈利能力(%)				
毛利率	52.90	54.52	55.03	55.66
净利率	29.39	28.83	30.28	30.59
ROE	19.93	18.48	18.14	17.29
ROIC	13.99	13.71	14.10	13.96
偿债能力				
资产负债率(%)	40.83	37.70	34.80	32.19
净负债比率(%)	18.74	13.22	6.90	0.44
流动比率	1.25	1.32	1.44	1.60
速动比率	0.75	0.77	0.85	0.98
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.39	0.39	0.38
应收账款周转率	13.93	14.44	14.30	14.31
应付账款周转率	2.57	2.53	2.54	2.53
每股指标 (元)				
每股收益	21.12	23.09	26.47	29.23
每股经营现金流	28.13	29.75	33.48	36.83
每股净资产	105.95	124.95	145.89	169.08
估值比率				
P/E	22	20	18	16
P/B	4.4	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	15.18	13.62	12.12	11.02

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048