

腾讯控股 (00700.HK)

AI 驱动业务多元增长

腾讯发布 2025Q1 业绩公告。腾讯 2025Q1 收入录得 1800 亿元人民币，同比增长 13%。毛利率由去年同期 53% 提升至 56%，主要由微信视频号、搜一搜、本土游戏、小游戏等高毛利业务驱动、以及腾讯支付和云效率提升。Non-GAAP 归母净利润约 613 亿元，同比增长 22%。

从各业务条线来看：1) 增值服务本季收入 921 亿元，同比增长 17%。其中，本土游戏收入 429 亿元，同比增长 24%。国际游戏收入 166 亿元，同比增长 23%。社交网络收入 326 亿元，同比增长 7%。2) 金融科技和企业服务本季收入 549 亿元，同比增长 5%。3) 广告本季收入 319 亿元，同比增长 20%，主要来自视频号、小程序和搜一搜广告库存的强劲需求。

游戏业务增速强劲。本季度腾讯的本土游戏和国际游戏收入增速均超过 20%：1) 国际游戏增长主要来自《荒野乱斗》、《部落冲突：皇室战争》及《PUBG MOBILE》的增长。2) 本土游戏此次突破 400 亿收入，一方面长青游戏《王者荣耀》《穿越火线手游》流水创历史新高，另一方面新一代游戏产品《地下城与勇士：起源》和《三角洲行动》已经成长起来。

广告增速可观，电商商业化加速。本季度腾讯 20% 以上的广告增速背后，一方面是 AI 驱动广告技术升级：正如公司业绩会表示“传统上横幅广告点击率约 0.1%，信息流广告点击率约 1%，但 AI 支持下我们某些广告库存点击率可以到 3% 左右”。另一方面，根据界面报道，腾讯在微信事业群成立电商产品部、将开放平台基础部更名为开放平台部；我们认为电商及小程序生态的发力有助于挖潜商家和内容生态，助力商业化加速。

全力推进 AI 迭代。2025Q1，腾讯资本开支达 274.76 亿；研发费用亦同比增长 21%。我们认为这体现了腾讯对 AI 的坚定投入。1) 广告技术方面：改进图像生成和视频编辑功能、从而加速广告制作；推出数字人解决方案、促进直播活动；加深用户理解、提升推荐效果。2) 微信功能方面：将 AI 服务元宝添加为微信联系人，用模型赋能搜一搜、在公众号提供文生图工具。3) 腾讯云方面：通过接入 LLM 能力，提升了音视频解决方案的内容生成、媒体处理和即时互动的体验。

看好 AI 潜力，重申买入评级。我们预计腾讯 2025-2027 年收入 7358/8016/8629 亿元，non-GAAP 归母净利润约 2566/2868/3149 亿人民币。我们给予腾讯 609 港币目标价，对应公司 20x 2025e P/E，重申“买入”评级。

风险提示：游戏变现节奏不及预期，消费需求环境不及预期，微信生态变现力度不及预期，AI 迭代进展不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	609,015	660,257	735,778	801,627	862,896
增长率 yoy (%)	10	8	11	9	8
归母净利润 (百万元)	157,688	222,703	256,563	286,818	314,927
增长率 yoy (%)	36	41	15	12	10
EPS 最新摊薄 (元/股)	16.4	23.7	27.7	31.0	34.0
净资产收益率 (%)	20.7	24.4	23.1	22.9	22.0
P/E (倍)	28.6	19.8	16.9	15.1	13.8
P/B (倍)	5.6	4.5	3.8	3.3	2.9

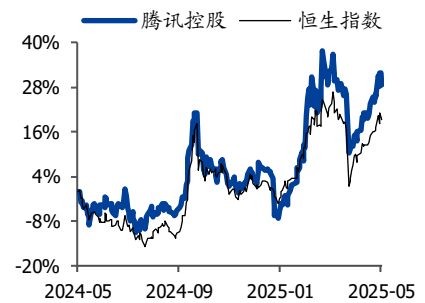
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 5 月 16 日收盘价，利润和 EPS 为 non-GAAP 口径

买入 (维持)

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
05 月 16 日收盘价 (港元)	508.00
总市值 (百万港元)	4,668,021.48
总股本 (百万股)	9,261
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	30.89

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

相关研究

- 《腾讯控股 (00700.HK)：全力推进 AI 迭代》 2025-04-17
- 《腾讯控股 (00700.HK)：游戏回暖，观察广告及支付边际变化》 2024-11-19
- 《腾讯控股 (00700.HK)：三朵云助力企业增长》 2024-09-09

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	518446	496180	548587	672698	784304
现金及现金等价物	172320	132519	183258	293626	402073
定期存款	185983	192977	192977	192977	192977
应收账款	46606	48203	57450	57658	66248
预付账款	88411	101044	96424	112917	110446
其他流动资产	25126	21437	18478	15519	12560
非流动资产	1058800	1284815	1306442	1320186	1328727
固定资产	53232	80185	107082	125299	137637
无形资产	177727	196127	190857	186384	182587
长期投资	261665	297415	297415	297415	297415
金融资产	425096	507359	507359	507359	507359
其他非流动资产	141080	203729	203729	203729	203729
资产总计	1577246	1780995	1855028	1992883	2113032
流动负债	352157	396909	355744	356647	319798
短期借款	41537	52885	20837	-11210	-43256
应付账款	100948	118712	110238	132478	126497
其他应付及预提	76595	84032	83388	94099	95277
其他流动负债	133077	141280	141280	141280	141280
非流动负债	351408	330190	275548	220906	166264
长期借款	155819	146521	91879	37237	-17405
应付票据	137101	130586	130586	130586	130586
其他非流动负债	58488	53083	53083	53083	53083
负债合计	703565	727099	631292	577553	486062
少数股东权益	65090	80348	87975	97048	107093
股本溢价	37989	43079	43079	43079	43079
储备及其他	-38569	42036	42036	42036	42036
保留盈利	813911	892030	1054244	1236764	1438359
归属母公司股东权益	808591	973548	1135762	1318282	1519877
股东权益总额	873681	1053896	1223737	1415330	1626970
负债及股东权益	1577246	1780995	1855028	1992883	2113032

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	221962	258521	263163	328778	332204
利润总额	118048	196467	209213	236952	262347
固定资产折旧	26305	27332	36030	44710	50589
无形资产摊销	32703	28881	31664	30867	30190
营运资金变动	19233	21881	-13744	16249	-10922
其他经营现金流	25673	-16040	0	0	0
投资活动现金流	-125161	-122187	-86362	-86362	-86362
资本支出	-47050	-89321	-89321	-89321	-89321
其他投资现金流	-78111	-32866	2959	2959	2959
筹资活动现金流	-82573	-176494	-126062	-132048	-137396
短期借款	19920	22514	-32048	-32047	-32046
长期借款	-475	-22621	-54642	-54642	-54642
发行票据	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-102018	-176387	-39372	-45359	-50708
现金净增加额	14228	-40160	50739	110368	108447

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	609015	660257	735778	801627	862896
营业成本	315906	311011	324165	343656	366676
销售及市场费用	34211	36388	39891	43452	46768
一般及行政开支	103525	112761	131292	143016	153949
利息收入	13808	16004	18499	23925	29257
其他收益净额	4701	8002	-5588	-5588	-5588
营业利润	173882	224103	253341	289839	319173
财务成本净额	-12268	-11981	-8914	-5846	-2779
分占联营公司及合营公司盈利/亏损	5800	25176	18324	18324	18324
利润总额	167414	237298	262752	302317	334718
所得税	43276	45018	54945	65365	72370
利润总额	124138	192280	207806	236952	262347
少数股东损益	2832	2394	7627	9073	10045
归属母公司净利润	121306	189886	200180	227879	252302
non-gaap 归属母公司净利润	157688	222703	256563	286818	314927
non-gaapEPS	16.4	23.7	27.7	31.0	34.0

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	9.8	8.4	11.4	8.9	7.6
营业利润(%)	45.6	28.9	13.0	14.4	10.1
归属于母公司净利润(%)	36.4	41.2	15.2	11.8	9.8
获利能力					
毛利率(%)	48.1	52.9	55.9	57.1	57.5
净利率(%)	25.9	33.7	34.9	35.8	36.5
ROE(%)	20.7	24.4	23.1	22.9	22.0
ROIC(%)	13.4	15.9	16.5	16.3	15.7
偿债能力					
资产负债率(%)	44.6	40.8	34.0	29.0	23.0
净负债比率(%)	3.1	6.9	-6.2	-20.3	-30.4
流动比率	1.5	1.3	1.5	1.9	2.5
速动比率	1.5	1.2	1.5	1.9	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.5	0.8	1.6
应收账款周转率	11.0	11.5	13.2	14.6	15.1
应付账款周转率	2.7	2.5	3.5	5.3	11.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	16.4	23.7	27.7	31.0	34.0
每股经营现金流(最新摊薄)	23.1	27.5	28.4	35.5	35.9
每股净资产(最新摊薄)	84.1	103.5	122.6	142.3	164.1
估值比率					
P/E	28.6	19.8	16.9	15.1	13.8
P/B	5.6	4.5	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	21.1	17.5	13.9	11.8	10.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 5 月 16 日收盘价

图表1: 腾讯财务预测: 年度

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入总额 (亿元)	6,090	6,603	7,358	8,016	8,629
1、增值服务	2,984	3,192	3,592	3,932	4,313
2、金融科技及企业服务	2,038	2,120	2,254	2,419	2,598
3、网络广告	1,015	1,214	1,443	1,596	1,651
4、其他	54	78	68	68	68
收入增速	10%	8%	11%	9%	8%
1、增值服务	4%	7%	13%	9%	10%
2、金融科技及企业服务	15%	4%	6%	7%	7%
3、网络广告	23%	20%	19%	11%	3%
4、其他	-25%	44%	-12%	0%	0%
毛利率	48%	53%	56%	57%	58%
1、增值服务	54%	57%	59%	59%	59%
2、金融科技及企业服务	40%	47%	51%	53%	54%
3、网络广告	51%	55%	57%	60%	61%
4、其他	-15%	8%	26%	26%	26%
销售费用率	-5.6%	-5.5%	-5.4%	-5.4%	-5.4%
行政费用率	-17%	-17%	-18%	-18%	-18%
归母净利润 (亿元)	1,152	1,941	2,016	2,279	2,523
归母净利润率	19%	29%	27%	28%	29%
Non-GAAP 归母净利润 (亿元)	1,577	2,227	2,566	2,868	3,149
Non-GAAP 归母净利润率	26%	34%	35%	36%	36%
yoy	36%	41%	15%	12%	10%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表2: 腾讯财务预测: 季度

	1Q25	2Q25e	3Q25e	4Q25e	1Q26e	2Q26e	3Q26e	4Q26e
收入总额 (亿元)	1,800	1,773	1,857	1,928	1,962	1,949	2,031	2,074
1、增值服务	921	870	924	877	989	961	1,016	967
2、金融科技及企业服务	549	535	567	603	590	574	610	647
3、网络广告	319	348	351	425	372	395	392	438
4、其他	11	20	14	23	11	20	14	23
收入增速	13%	10%	11%	12%	9%	10%	9%	8%
1、增值服务	17%	10%	12%	11%	7%	10%	10%	10%
2、金融科技及企业服务	5%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
3、网络广告	20%	17%	17%	21%	17%	13%	11%	3%
4、其他	-45%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
毛利率	56%	55%	56%	56%	57%	57%	57%	57%
1、增值服务	60%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%
2、金融科技及企业服务	50%	51%	51%	52%	52%	53%	53%	54%
3、网络广告	56%	57%	58%	59%	59%	60%	60%	61%
4、其他	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%
销售费用率	-4%	-6%	-6%	-6%	-4%	-6%	-6%	-6%
行政费用率	-19%	-17%	-17%	-18%	-19%	-17%	-17%	-18%
归母净利润 (亿元)	478	461	487	490	558	561	583	577
归母净利润率	27%	26%	26%	25%	28%	29%	29%	28%
Non-GAAP 归母净利润 (亿元)	613	594	626	632	702	705	732	729
Non-GAAP 归母净利润率	34.1%	33.5%	33.7%	32.8%	35.8%	36.2%	36.0%	35.1%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com