



买入(维持)

行业： 传媒
日期： 2025年05月17日
分析师： 应豪
E-mail： yinghao@yongxingsec.com
SAC 编号： S1760524050002

基本数据

收盘价(港元) 520
总股本(百万股) 9189.02
无限售股/总股本 100%
流通市值(亿港元) 47783

最近一年股票与恒生科技比较



资料来源：Wind， 甬兴证券研究所

相关报告：

《SPARK2025 发布会举行，游戏业务持续推进》

——2025 年 04 月 27 日

《业绩表现亮眼，AI 驱动增长》

——2025 年 03 月 24 日

《游戏板块稳健增长，视频号空间广阔》

——2024 年 12 月 03 日

游戏业务持续增长，AI 战略助力整体发展

——腾讯控股（0700）2025 年一季度业绩点评

■ 事件描述

根据中国经营报,腾讯控股于 5 月 14 日发布了 2025 年第一季度财报。公司当季实现营收 1800.2 亿元,同比增长 13%,实现毛利 1004.9 亿元,同比增长 20%,经营利润(Non-IFRS) 693 亿元,同比增长 18%。

■ 核心观点

游戏业务持续增长：2025 年第一季度,腾讯增值服务业务实现营收 921.33 亿元,较上年同期的 786.29 亿元同比增长 17%,占总营收的比重从去年同期的 49%进一步提升至 51%。其中 2025 年第一季度本土市场游戏收入 429 亿元,同比增长 24%;国际市场游戏收入 166 亿元,同比增长 23%。根据中国经营报转引管理层在业绩财报会议上的表述,公司国内和国际游戏业务有望在未来有较长的增长空间,主要由于:1) 2024 年公司对于大型游戏的运营策略和团队安排调整开始显现成果;2) AI 技术助力提升游戏体验和用户黏性;3) 公司对第一人称动作类游戏进行了布局调整。

广告业务保持双位数增长：2025 年第一季度,腾讯营销服务收入 319 亿元,同比增长 20%。据中国经营报,该部分收入的增长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劲需求。同时得益于用户参与度提高、广告平台持续的 AI 升级以及微信交易生态系统的优化。

AI 战略持续加码：根据中国日报,依托其完善的产品矩阵、使用场景和商业生态,腾讯的 AI 战略布局正稳步展开。在将 AI 技术扩散至广阔市场的同时,也通过 AI in All 的策略,让旗下全业务线加速 AI 化迭代,激发出新的生命力与协同效应。伴随着 AI 技术在各业务场景的大规模应用,腾讯持续夯实技术底座,当季资本开支达 274.8 亿元,同比增长 91%,占营收 15%;研发投入 189.1 亿元,同比增长 21%。

■ 投资建议

我们预测公司 2025-2027 年归母净利润约为 2089.62 亿元、2281.31 亿元和 2521.41 亿元。同比增速分别为 8%、9%和 11%,公司游戏业务持续复苏,同时加大对 AI 的投入,有望为公司各个业务板块赋能,推动公司持续增长。维持公司“买入”评级。

■ 风险提示

回购进展不及预期,视频号推进较慢,游戏流水不及预期。

■ 盈利预测与估值

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	660257	718106	786594	869069
年增长率(%)	8%	9%	10%	10%
归属于母公司的净利润	194073	208962	228131	252141
年增长率(%)	68%	8%	9%	11%
每股收益(元)	20.94	22.74	24.83	27.44
市盈率(X)	18.32	21.04	19.27	17.43

资料来源:Wind, 甬兴证券研究所(2025 年 05 月 15 日收盘价)

资产负债表
单位：百万元

至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	496,180	558,578	642,109	754,023
现金	132,519	138,943	167,316	222,527
应收账款及票据	48,203	54,855	61,180	67,594
存货	440	482	518	563
其他	315,018	364,298	413,095	463,338
非流动资产	1,284,815	1,438,611	1,596,635	1,757,889
固定资产	92,487	107,627	121,252	133,516
无形资产	213,806	185,098	162,132	143,759
其他	978,522	1,145,886	1,313,250	1,480,614
资产总计	1,780,995	1,997,189	2,238,743	2,511,911
流动负债	396,909	435,982	480,913	533,033
短期借款	52,885	64,179	75,473	86,767
应付账款及票据	127,335	136,264	147,438	161,212
其他	216,689	235,539	258,003	285,055
非流动负债	330,190	314,377	298,564	282,751
长期债务	277,107	261,294	245,481	229,668
其他	53,083	53,083	53,083	53,083
负债合计	727,099	750,359	779,477	815,784
普通股股本	0	0	0	0
储备	977,145	1,183,348	1,411,838	1,664,339
归属母公司股东权益	973,548	1,162,869	1,371,359	1,603,860
少数股东权益	80,348	83,962	87,907	92,268
股东权益合计	1,053,896	1,246,831	1,459,266	1,696,127
负债和股东权益	1,780,995	1,997,189	2,238,743	2,511,911

利润表
单位：百万元

至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	660,257	718,106	786,594	869,069
其他收入	0	0	0	0
营业成本	311,011	333,708	358,632	389,505
销售费用	36,388	39,496	44,049	49,537
管理费用	112,761	122,078	137,654	154,694
研发费用	70,686	77,555	85,739	95,598
财务费用	-4,023	-3,836	-4,006	-4,834
除税前溢利	241,485	262,439	288,294	320,627
所得税	45,018	49,863	56,217	64,125
净利润	196,467	212,576	232,076	256,502
少数股东损益	2,394	3,614	3,945	4,361
归属母公司净利润	194,073	208,962	228,131	252,141

现金流量表
单位：百万元

至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	258,521	243,956	262,886	286,552
净利润	194,073	208,962	228,131	252,141
少数股东权益	2,394	3,614	3,945	4,361
折旧摊销	56,213	54,855	50,627	47,397
营运资金变动及其他	5,841	-23,475	-19,817	-17,347
投资活动现金流	-122,187	-206,232	-203,191	-199,996
资本支出	-41,287	-41,287	-41,287	-41,287
其他投资	-80,900	-164,945	-161,904	-158,709
筹资活动现金流	-176,494	-31,659	-31,682	-31,704
借款增加	-4,519	-4,519	-4,519	-4,519
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-11,981	-7,140	-7,163	-7,185
其他	-159,994	-20,000	-20,000	-20,000
现金净增加额	-39,801	6,424	28,373	55,211

主要财务比率

至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	8.41%	8.76%	9.54%	10.49%
归属母公司净利润	68.44%	7.67%	9.17%	10.52%
获利能力				
毛利率	52.90%	53.53%	54.41%	55.18%
销售净利率	29.39%	29.10%	29.00%	29.01%
ROE	19.93%	17.97%	16.64%	15.72%
ROIC	13.96%	13.32%	12.86%	12.55%
偿债能力				
资产负债率	40.83%	37.57%	34.82%	32.48%
净负债比率	18.74%	14.96%	10.53%	5.54%
流动比率	1.25	1.28	1.34	1.41
速动比率	1.24	1.27	1.33	1.40
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.38	0.37	0.37
应收账款周转率	13.93	13.94	13.56	13.50
应付账款周转率	2.57	2.53	2.53	2.52
每股指标 (元)				
每股收益	20.94	22.74	24.83	27.44
每股经营现金流	28.02	26.55	28.61	31.18
每股净资产	105.53	126.55	149.24	174.54
估值比率				
P/E	18.32	21.04	19.27	17.43
P/B	3.64	3.78	3.21	2.74
EV/EBITDA	12.70	14.62	13.58	12.36

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。