

腾讯控股 (00700.HK)

2025Q1 业绩点评：AI 赋能广告游戏，生态助力产品差异化

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	609,015	660,257	716,550	782,730	854,621
同比（%）	(10.66)	8.41	8.53	9.24	9.18
归母净利润（百万元）	115,216	194,073	210,262	234,571	266,681
同比（%）	(38.79)	68.44	8.34	11.56	13.69
Non-IFRS 净利润（百万元）	157,688	222,703	244,100	269,300	298,384
同比（%）	36.35	41.23	9.61	10.32	10.80
EPS-最新摊薄（元/股）	12.53	21.10	22.86	25.50	29.00
P/E（现价&最新摊薄）	37.31	22.15	20.44	18.32	16.12
PE（Non-IFRS）	27.26	19.30	17.61	15.96	14.41

关键词：#业绩超预期

投资要点

- **营收、利润超预期**: 2025Q1 公司实现营业收入 1800.2 亿元(yoy+12.9%)，高于彭博一致预期的 1756.0 亿元；Non-IFRS 归母净利润 613.3 亿元(yoy+22.0%)，高于彭博一致预期的 596.8 亿元。
- **AI 对游戏和广告产业产生实质贡献**:
 - 网络游戏收入 595 亿元，同比+23.7%，高于彭博一致预期的 552.6 亿元。国内游戏收入 429 亿元(yoy+24.3%，qoq+29.2%)，高于彭博一致预期的 402.7 亿元。国际游戏收入 166 亿元(yoy+22.1%，qoq+3.8%)，高于彭博一致预期的 153.8 亿元。未来公司游戏业务有望在运营优化、AI 应用和品类拓展的驱动下持续发展。
 - 广告收入 319 亿元(yoy+20.4%)，高于彭博一致预期的 309.2 亿元。广告收入增长得益于用户参与度提高、AI 升级及微信交易生态系统优化。AI 正在通过提升广告点击率、精准推送等方式助推广告业务发展，未来预计将进一步注入活力。
- **金融科技及企业服务**: 2025Q1 金融科技及企业服务收入 549 亿元，同比+5.0%，低于彭博一致预期的 550.7 亿元。金融科技受益于消费贷款服务及理财服务收入增长；企业服务受益于云服务收入及商家技术服务费增长。消费贷款服务方面，资产质量持续改善，未来仍有长期增长空间。
- **盈利预测与投资评级**: 公司持续释放业绩，且拥有强大的壁垒，因此我们维持此前 2025-2027 年经调整净利润为 2441/2693/2984 亿元，对应 2025-2027 年 PE（Non-IFRS）为 18/16/14 倍（港币/人民币=0.92，2025 年 05 月 18 日）。公司仍具有坚实的业务壁垒，生态强大，视频号、小程序和金融科技等业务收入整体维持增长，所以我们维持公司“买入”评级。
- **风险提示**: 政策监管风险；运营数据低于预期；变现节奏低于预期。

2025 年 05 月 20 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书：S0600521070001
zhangjiaqi@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	508.00
一年最低/最高价	349.00/547.00
市净率(倍)	4.14
港股流通市值(百万港元)	4,301,581.80

基础数据

每股净资产(元)	113.07
资产负债率(%)	41.46
总股本(百万股)	9,189.02
流通股本(百万股)	9,189.02

相关研究

- 《腾讯控股(00700.HK): 2024Q4 业绩点评：AI 赋能，营收利润皆超预期》
2025-03-25
- 《腾讯控股(00700.HK): AI 布局行稳致远，生态赋能打造增长乘数》
2024-12-24

内容目录

- 1. 营收保持增长，利润大超预期4
 - 1.1. 游戏业务增长迅速，FPS 品类表现突出4
 - 1.2. 社交网络收入同比提升.....5
 - 1.3. AI 赋能广告收入超预期提升.....6
 - 1.4. 云服务保持行业领先，支付业务环境改善.....7
- 2. 2025Q1 运营数据有所增长7
- 3. 游戏业务及广告业务拉动毛利率提升8
- 4. AI 投入增加推高销售费用率和管理费用率9
- 5. 盈利预测与评级 10
- 6. 风险提示 10

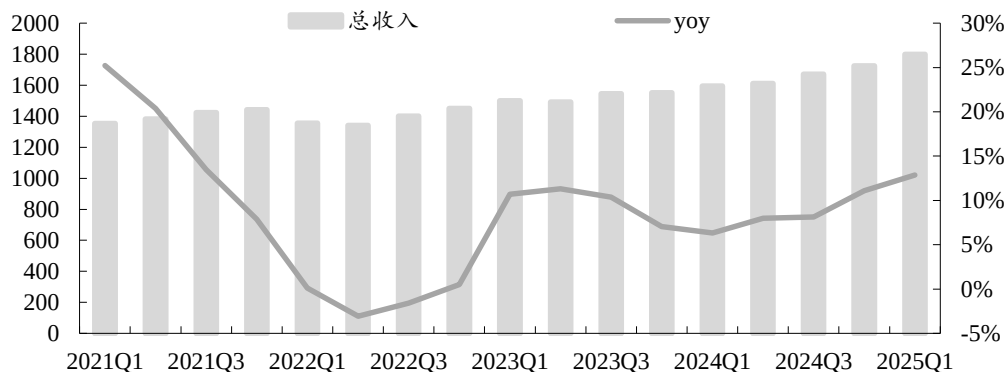
图表目录

图 1: 公司营业总收入变化 (亿元, 下同)	4
图 2: 公司 Non-IFRS 归母净利润变化 (亿元)	4
图 3: 公司本土游戏及国际游戏收入变化 (亿元)	5
图 4: 公司社交网络收入变化 (亿元)	5
图 5: 公司广告收入变化 (亿元)	6
图 6: 金融科技及企业服务收入变化情况 (亿元)	7
图 7: 用户数据 (单位: 百万)	8
图 8: 收费增值服务注册用户数据 (单位: 百万)	8
图 9: 公司整体及分业务毛利率 (%)	9
图 10: 公司销售费用率及管理费用率	9

1. 营收保持增长，利润大超预期

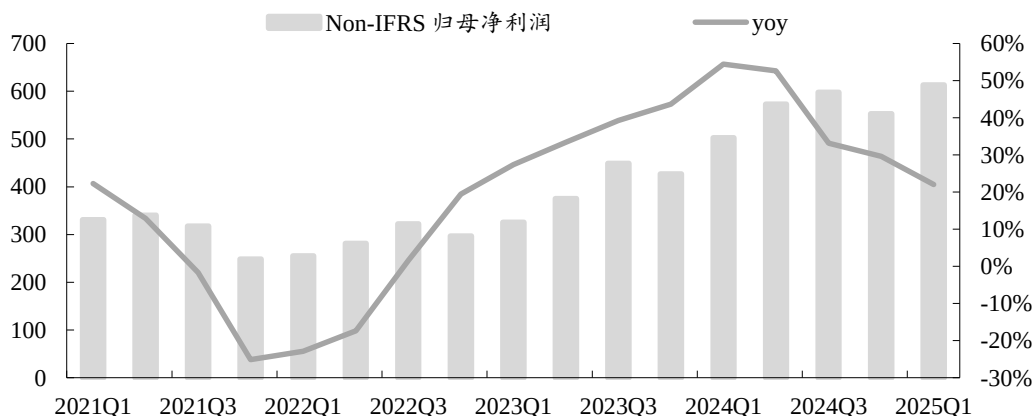
2025Q1 公司实现营业收入 1800.2 亿元 (yoy+12.9%)，高于彭博一致预期的 1756.0 亿元；Non-IFRS 归母净利润 613.3 亿元 (yoy+22.0%)，高于彭博一致预期的 596.8 亿元。

图1：公司营业总收入变化（亿元，下同）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：公司 Non-IFRS 归母净利润变化（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1. 游戏业务增长迅速，FPS 品类表现突出

2025Q1 网络游戏收入 595 亿元，同比+23.7%，高于彭博一致预期的 552.6 亿元。

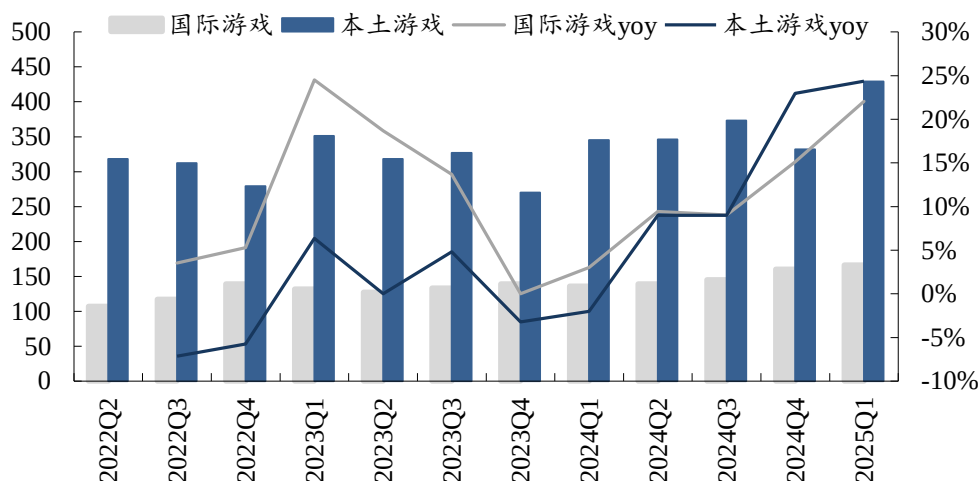
2025Q1 本土市场游戏：游戏收入 429 亿元 (yoy+24.3%，qoq+29.2%)，高于彭博

一致预期的 402.7 亿元。2025Q1 国际市场游戏：国际游戏收入 166 亿元（yoy+22.1%，qoq+3.8%），高于彭博一致预期的 153.8 亿元。

2025Q1 游戏业务实现快速增长部分受益于低基数效应。国内市场游戏中，FPS 游戏（如《和平精英》《使命召唤手游》《穿越火线：枪战王者》）表现强劲，部分得益于玩法创新。《王者荣耀》《穿越火线手游》流水创下历史新高，新发布《地下城与勇士》、《三角洲行动》做出增长贡献。国际市场游戏中，《荒野乱斗》、《部落冲突：皇室战争》、《PUBG MOBILE》收入增长。

目前，AI 应用仍处于探索阶段。我们认为，未来 AI 将通过丰富游戏内容、加强人机交互、维护游戏生态等方面持续推动公司游戏业务发展，特别是在大型竞技游戏中的应用所带来的商业价值值得期待。

图3：公司本土游戏及国际游戏收入变化（亿元）

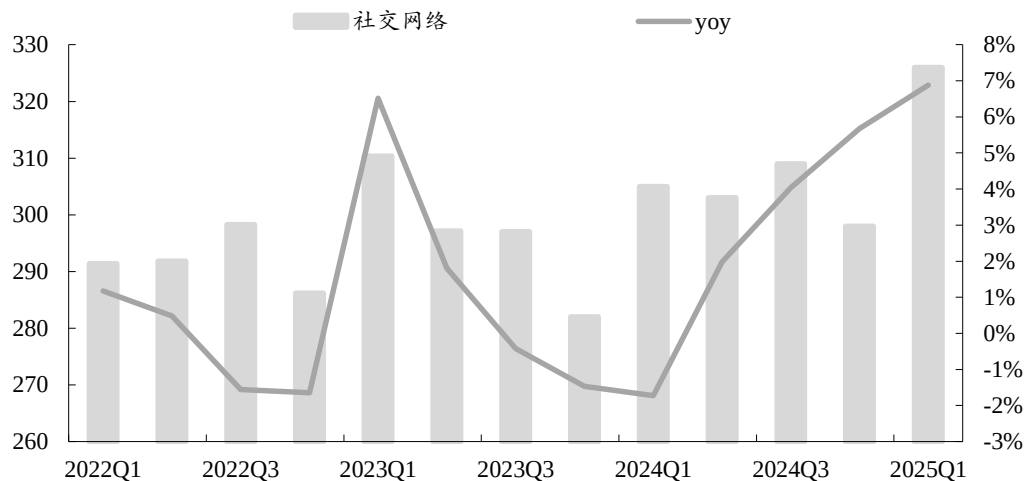


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 社交网络收入同比提升

2025Q1 社交网络收入 326 亿元，同比+6.9%，高于彭博一致预期的 321.7 亿元。社交网络收入提升得益于手游虚拟道具、音乐付费会员及小游戏平台服务费增长。其中，腾讯视频、腾讯音乐保持市场领先地位，付费会员数分别达到 1.17 亿和 1.23 亿。

图4：公司社交网络收入变化（亿元）



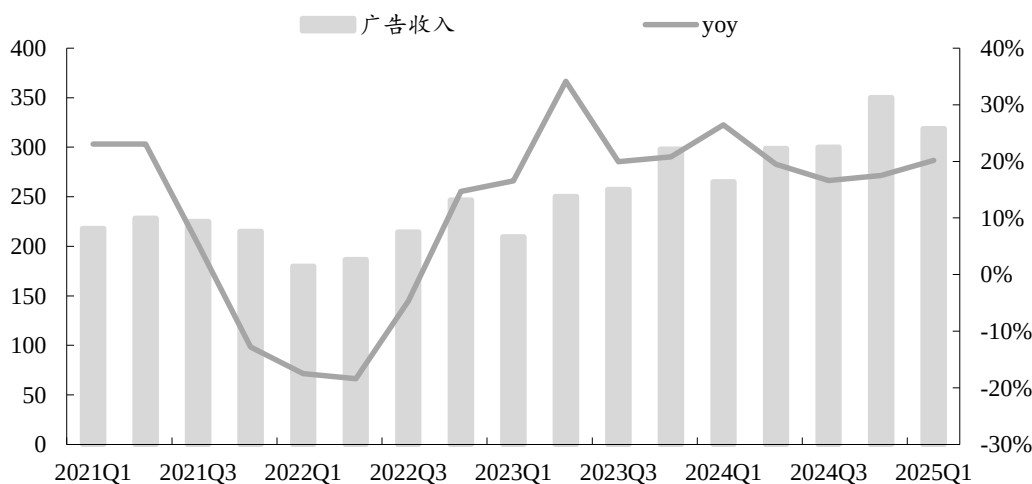
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. AI 赋能广告收入超预期提升

2025Q1 广告收入 319 亿元，同比+20.4%，高于彭博一致预期的 309.2 亿元。

我们认为广告收入的提升得益于用户参与度提高、AI 升级及微信交易生态系统优化，其中 AI 升级的作用尤为重要。在现阶段，AI 通过精准推送提升广告点击率，并且增加客户接收广告信息的时间，实现了广告效益的提升。目前微信视频号广告业务表现突出，AI 在其中的作用不可忽视。未来随着 AI 深度学习的发展、AI 搜索的进步，公司广告效益有望持续提升。

图5：公司广告收入变化（亿元）



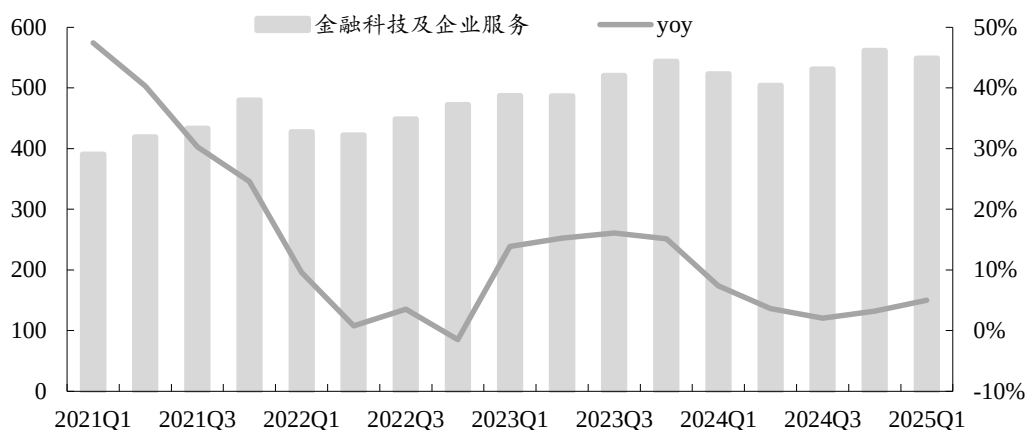
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.4. 云服务保持行业领先，支付业务环境改善

2025Q1 金融科技及企业服务收入 549 亿元，同比+5.0%，低于彭博一致预期的 550.7 亿元。金融科技受益于消费贷款服务及理财服务收入增长，企业服务受益于云服务收入及商家技术服务费增长。AI 大模型语言能力的接入进一步提高了公司的企业服务能力，其中腾讯云音视频解决方案连续七年按中国市场收入计排名第一。

得益于更严格的借款人筛选和国内较高的消费者整体储蓄率，公司平台促成的贷款资产质量持续改善。公司未来将保持谨慎扩张策略，推动支付业务健康发展。

图6：金融科技及企业服务收入变化情况（亿元）

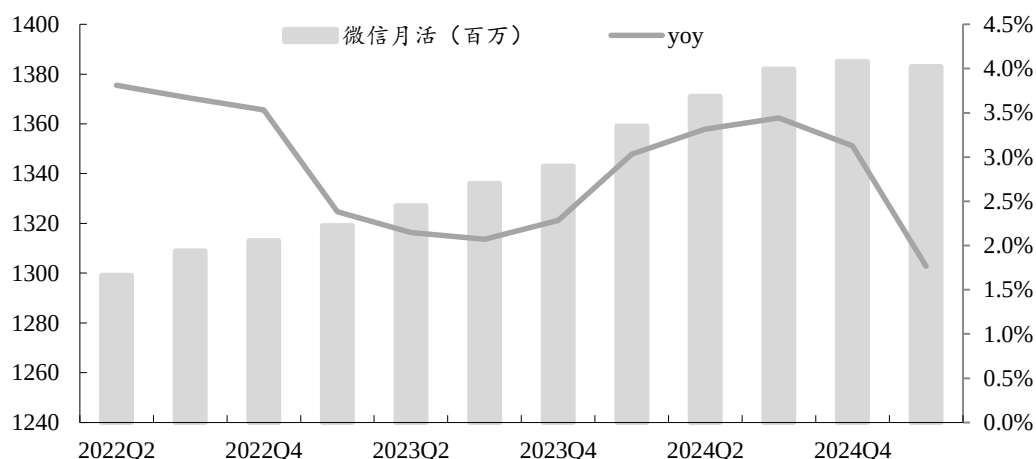


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 2025Q1 运营数据有所增长

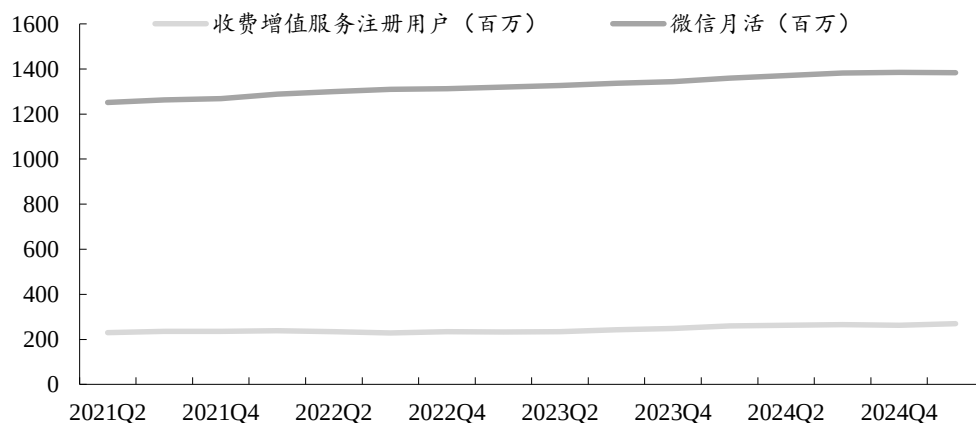
微信（包括海外版 WeChat）合并 MAU 进一步增长，达 14.02 亿（yoy+3%），高于彭博一致预期的 13.83 亿；QQ 移动终端 MAU 5.34 亿（yoy-3%），低于彭博一致预期的 5.62 亿；收费增值服务注册账户数为 2.68 亿（yoy+3%），低于彭博一致预期的 2.69 亿。

图7: 用户数据 (单位: 百万)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图8: 收费增值服务注册用户数据 (单位: 百万)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 游戏业务及广告业务拉动毛利率提升

2025Q1 总体毛利率为 56% (YoY+3pct, qoq+3pct)。毛利率增长主要由于本土游戏、小游戏平台服务费、视频号等高毛利收入来源增速显著。

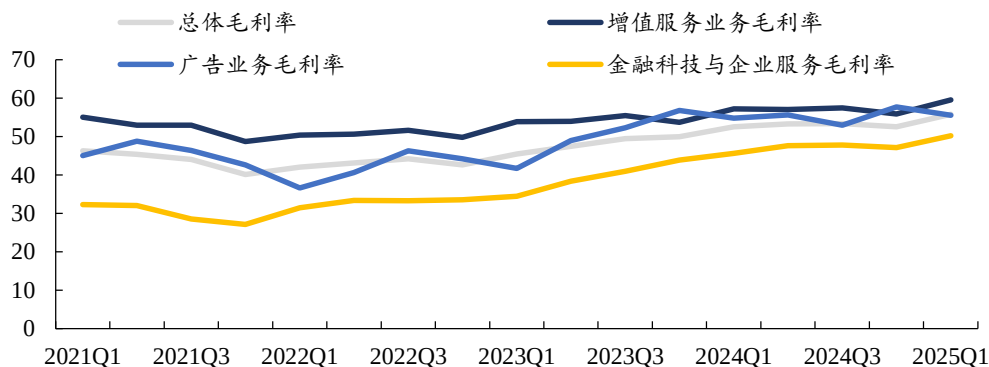
2025Q1 增值服务毛利率为 60% (YoY+2pct, qoq+4pct)。同比上升由于本土市场游戏及国际市场游戏收入增长。

2025Q1 广告业务毛利率为 56% (YoY+1pct, qoq-2pct)。同比上升主要得益于视频

号、小程序及微信搜一搜的收入增长。

2025Q1 金融科技及企业服务毛利率为 50% (YoY+5pct, qoq+3pct)。金融科技业务的毛利增长由于理财服务和消费贷款服务收入的增长所带动，这两项业务的毛利率较高，以及云服务成本效益的提升。

图9：公司整体及分业务毛利率（%）



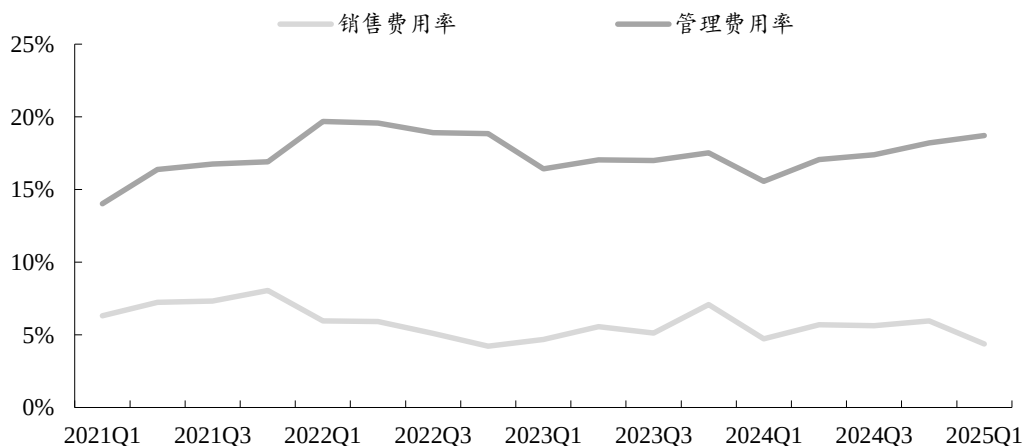
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. AI 投入增加推高销售费用率和管理费用率

2025Q1 销售费用为 79 亿元，同比+4%，环比-24%，销售费用率同比-0.4pct。公司为支持 AI 原生 AI 应用程序加大推广力度，1Q24 销售费用受新游发布影响基数较高。

2025Q1 管理费用为 337 亿元，同比+36%，环比+7%，管理费用率同比+3.1pct。其中，一次性股份酬金 40 亿元；因支持 AI 相关业务，研发开支有所增加。

图10：公司销售费用率及管理费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 盈利预测与评级

公司持续释放业绩，且拥有强大的壁垒，因此我们维持此前 2025-2027 年经调整净利润为 2441/2693/2984 亿元，对应 2025-2027 年 PE（Non-IFRS）为 18/16/14 倍（港币/人民币=0.92，2025 年 05 月 18 日）。公司仍具有坚实的业务壁垒，生态强大，视频号、小程序和金融科技等业务收入整体维持增长，所以我们维持公司“买入”评级。

6. 风险提示

政策监管风险；运营数据低于预期；变现节奏低于预期。

腾讯控股三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	496,180.00	935,636.39	1,253,891.88	1,585,965.06	营业总收入	660,257.00	716,550.00	782,730.00	854,621.00
现金及现金等价物	132,519.00	401,535.58	667,252.18	944,442.89	营业成本	311,011.00	329,300.67	355,867.06	379,990.65
应收账款及票据	48,203.00	59,712.50	65,227.50	71,218.42	销售费用	36,388.00	35,827.50	39,136.50	42,731.05
存货	440.00	2,286.81	2,471.30	2,638.82	管理费用	112,761.00	107,482.50	117,409.50	128,193.15
其他流动资产	315,018.00	472,101.50	518,940.90	567,664.93	研发费用	0.00	75,392.38	82,355.56	86,316.72
非流动资产	1,284,815.00	1,238,588.98	1,207,840.16	1,195,472.38	其他费用	0.00	3,224.48	3,522.29	3,845.79
固定资产	92,487.00	91,594.71	98,012.87	115,278.67	经营利润	200,097.00	240,714.86	266,794.66	299,860.36
商誉及无形资产	213,806.00	177,972.27	150,305.29	130,171.70	利息收入	16,004.00	9,276.33	20,076.78	26,690.09
长期投资	297,415.00	277,415.00	257,415.00	237,415.00	利息支出	11,981.00	10,471.38	11,221.73	11,326.73
其他长期投资	586,837.00	596,837.00	606,837.00	616,837.00	其他收益	37,365.00	13,448.00	13,448.00	13,448.00
其他非流动资产	94,270.00	94,770.00	95,270.00	95,770.00	利润总额	241,485.00	252,967.81	289,097.71	328,671.71
资产总计	1,780,995.00	2,174,225.37	2,461,732.04	2,781,437.44	所得税	45,018.00	40,474.85	52,037.59	59,160.91
流动负债	396,909.00	577,287.41	627,374.96	677,210.56	净利润	196,467.00	212,492.96	237,060.12	269,510.80
短期借款	52,885.00	55,885.00	58,885.00	58,885.00	少数股东损益	2,394.00	2,231.18	2,489.13	2,829.86
应付账款及票据	127,335.00	91,472.41	98,851.96	105,552.96	归属母公司净利润	194,073.00	210,261.78	234,570.99	266,680.94
其他	216,689.00	429,930.00	469,638.00	512,772.60	EBIT	237,462.00	254,162.86	280,242.66	313,308.36
非流动负债	330,190.00	330,190.00	330,190.00	330,190.00	EBITDA	315,301.16	330,888.88	341,491.48	356,176.13
长期借款	277,107.00	277,107.00	277,107.00	277,107.00	Non-IFRS	222,703.00	244,100.00	269,300.00	298,384.40
其他	53,083.00	53,083.00	53,083.00	53,083.00					
负债合计	727,099.00	907,477.41	957,564.96	1,007,400.56					
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	80,348.00	82,579.18	85,068.31	87,898.17	每股收益(元)	21.10	22.86	25.50	29.00
归属母公司股东权益	973,548.00	1,184,168.78	1,419,098.77	1,686,138.71	每股净资产(元)	105.53	128.75	154.30	183.33
负债和股东权益	1,780,995.00	2,174,225.37	2,461,732.04	2,781,437.44	发行在外股份(百万股)	9,197.12	9,197.12	9,197.12	9,197.12
					ROIC(%)	14.91	14.31	13.36	13.01
					ROE(%)	19.93	17.76	16.53	15.82
					毛利率(%)	52.90	54.04	54.54	55.54
					销售净利率(%)	29.39	29.34	29.97	31.20
					资产负债率(%)	40.83	41.74	38.90	36.22
					收入增长率(%)	8.41	8.53	9.24	9.18
					净利润增长率(%)	68.44	8.34	11.56	13.69
					P/E	19.30	17.61	15.96	14.41
					P/B	4.43	3.63	3.03	2.55
					EV/EBITDA	11.85	12.78	11.62	10.36

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年05月18日的0.92,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>