

AI 驱动广告、游戏收入持续超预期增长

——腾讯控股（0700.HK）25Q1 季报点评

核心观点

- 25Q1 公司营业收入 1800 亿（yoy +13%, qoq +4%）。毛利率为 55.8%（yoy +3.2pp, qoq +3.3pp）。25Q1 归母净利润（IFRS）为 478 亿（yoy +12%, qoq -7%）；归母净利润（Non-IFRS）为 613 亿（yoy +22%, qoq +11%）。
- 25Q1 增值服务收入 921 亿（yoy +17%, qoq +17%）。25Q1 游戏收入 595 亿（yoy +24%, qoq +21%），递延 1229 亿，qoq +228 亿。其中，国际市场游戏收入 166 亿（yoy +22%），乃由于《荒野乱斗》、《部落冲突：皇室战争》及《PUBG MOBILE》的收入增长；本土市场游戏收入 429 亿（yoy +24%），得益于《王者荣耀》与《和平精英》的收入增长，以及《DNF》与《三角洲行动》的收入贡献。25Q2 我们预期游戏收入增速 yoy +19%：1）虽然 24Q2《DNF》基数高，但 25Q2 上线诸多例如新游戏，《三角洲行动》亦得以贡献同比增量；2）25Q1 递延收入高于 24Q1；3）虽然境外流水基数压力大，但境外递延收入有望持续确收。Q1 社交网络收入 326 亿（yoy +7%，qoq +9%），得益于手游虚拟道具销售、音乐付费会员收入及小游戏平台服务费的增长。
- 25Q1 营销服务收入 319 亿（yoy +20%, qoq -9%），主要由于广告主对视频号、小程序及微信搜一搜广告库存的强劲需求，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。本季来自大多数重点行业的营销服务收入均有所增长。
- 25Q1 金融科技及企业服务收入 549 亿（yoy +5%, qoq -2%），金融科技服务收入的增长乃由于消费贷款服务及理财服务收入增长。企业服务收入的增长乃受云服务收入及商家技术服务费的增长所驱动。

盈利预测与投资建议

- 我们预期游戏增速持续提升，预计 25-27 年 IFRS 归母净利润为 2185/2484/2778 亿元（25-26 年原值为 2261/2501 亿元，因根据财报下调其他收益和分占联营企业收益等，我们调整盈利预测），25-27 年 non-IFRS 归母净利润为 2653/2988/3344 亿元。采用 SOTP 估值，给予对应目标价 539.10 港币（495.66 人民币 HKD/RMB=0.92），维持“买入”评级。

风险提示

政策风险、游戏收入不达预期风险、广告行业竞争风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	609,015	660,257	741,393	823,081	911,511
同比增长(%)	9.82%	8.41%	12.29%	11.02%	10.74%
营业利润(百万元)	152,784	200,097	239,238	272,041	308,598
同比增长(%)	52.76%	30.97%	19.56%	13.71%	13.44%
归属母公司净利润(百万元)	115,216	194,073	218,491	248,401	277,831
同比增长(%)	-38.79%	68.44%	12.58%	13.69%	11.85%
每股收益(元)	12.54	21.12	23.78	27.03	30.23
毛利率(%)	48.13%	52.90%	56.01%	56.97%	57.78%
净利率(%)	18.92%	29.39%	29.47%	30.18%	30.48%
净资产收益率(%)	20.61%	24.99%	26.05%	26.62%	26.62%
市盈率(倍)	38	23	20	18	16
市净率(倍)	5	4	4	4	3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年05月20日）	517 港元
目标价格	539.10 港元
52 周最高价/最低价	542.27/345.98 港元
总股本/流通 H 股（万股）	918,932/918,932
H 股市值（百万港币）	4,750,880
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 05 月 21 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.07	13.87	7.13	32.03
相对表现%	0.59	3.18	2.24	11.43
恒生指数%	2.48	10.69	4.89	20.6



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuzhi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
金沐阳	jinmuyang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860525030001

联系人

沈熠	shenyi1@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

AI 驱动广告高速增长，Q1 春节档游戏强劲：——腾讯控股（0700.HK）24Q4 季报点评	2025-03-26
Q3 广告超预期，预期游戏收入增速持续提升：——腾讯控股（0700.HK）24Q3 季报点评	2024-11-19
腾讯发布新一代混元 Turbo 大模型，驱动智能化、融合创新及国际化：——腾讯控股（0700.HK）点评	2024-09-09

表 1：盈利预测（原始报表）

单位：百万/%	25Q1A	25Q2E	25Q3E	25Q4E	24A	25E	26E
营业收入	180,022	182,119	187,329	191,923	660,257	741,393	823,081
毛利率%	55.82%	55.52%	56.38%	56.29%	52.90%	56.01%	56.97%
yoy	12.87%	13.04%	12.04%	11.29%	8.41%	12.29%	11.02%
增值业务	92,133	91,424	93,768	87,488	319,168	364,813	406,642
毛利率%	59.60%	58.69%	60.19%	59.79%	56.92%	59.57%	60.17%
yoy	17.17%	15.99%	13.39%	10.71%	6.97%	14.30%	11.47%
网络游戏	59,500	57,656	59,315	54,559	197,600	231,030	257,808
yoy	23.70%	18.88%	14.51%	10.89%	9.92%	16.92%	11.59%
社交网络	32,633	33,768	34,453	32,929	121,568	133,784	148,834
yoy	6.89%	11.36%	11.52%	10.42%	2.50%	10.05%	11.25%
营销服务	31,853	35,032	35,559	41,482	121,374	143,926	157,221
毛利率%	55.55%	56.61%	56.82%	58.04%	55.39%	56.84%	58.51%
yoy	20.17%	17.28%	18.56%	18.51%	19.60%	18.58%	9.24%
金融科技与企业服务	54,907	54,511	56,827	61,755	211,956	228,000	254,181
毛利率%	50.26%	50.66%	50.96%	51.26%	47.04%	50.80%	52.02%
yoy	4.98%	8.07%	7.04%	10.03%	4.02%	7.57%	11.48%
营业成本	79,529	81,012	81,722	83,884	311,011	326,147	354,178
毛利	100,493	101,107	105,607	108,039	349,246	415,246	468,903
销售费用	7,866	9,415	9,684	10,689	36,388	37,654	43,372
一般行政费用	33,664	34,056	34,725	35,909	112,761	138,354	153,490
营业利润	57,566	59,000	62,025	61,704	208,099	240,295	274,744
营业利润率%	31.98%	32.40%	33.11%	32.15%	31.52%	32.41%	33.38%
IFRS 归母净利润	47,821	56,033	56,194	58,444	194,073	218,491	248,401
Non-IFRS 归母净利润	61,329	65,865	67,020	71,069	222,703	265,283	298,771

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：腾讯控股估值数据

主营业务	股权比例	估值 百万人民币	归属腾讯 百万人民币	人民币/每股	估值占比	P/S 2025E	PE 2025E
泛娱乐		1,657,981	1,559,195	170	30.8%		
游戏	100%	1,427,258	1,427,258	155	28.2%		16.5x
视频	100%	14,827	14,827	1.6	0.3%	0.4x	
虎牙直播（市值估值）	66%	5,867	3,872	0.4	0.1%		
腾讯音乐（市值估值）	54%	186,469	99,873	10.9	2.0%		
阅文集团（市值估值）	57%	23,561	13,366	1.5	0.3%		
社交广告	100%	1,028,658	1,028,658	111.9	20.3%		24.8x
金融科技	100%	1,172,188	1,172,188	127.6	23.2%	3.1x	44.4x
云及企业服务	100%	365,736	365,736	39.8	7.2%	4.9x	

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

其他	100%	23,472	23,472	2.6	0.5%	1.0x
主营总值		4,248,034	4,149,249	451.5	82.0%	
其他总值		7,110,828	911,587	99	18%	
总值		11,358,862	5,060,836	551	100%	
折扣		-	(506,084)	(55)	-10%	
NAV		-	4,554,752	496		

数据来源：ifind，东方证券研究所

表 3：可比公司估值情况（A 股、港股 2025/05/20 收盘价，美股 2025/05/19 收盘价，收入及利润单位：百万人民币）

游戏可比公司	代码	市值	营业总收入 25E	营业总收入 26E	归母净利润 25E	归母净利润 26E	PS 25E	PS 26E	PE 25E	PE 26E
三七互娱	002555.SZ	33405	18989	20412	2859	3118	1.76	1.64	11.68	10.71
完美世界	002624.SZ	25394	6806	9371	706	1380	3.73	2.71	35.95	18.41
吉比特	603444.SH	17391	4158	4500	1058	1182	4.18	3.86	16.44	14.72
网易	9999.hk	550491	114532	122715	32607	35577	4.81	4.49	16.88	15.47
神州泰岳	300002.SZ	21235	7118	7909	1305	1463	2.98	2.68	16.27	14.51
max							4.81	4.49	35.95	18.41
min							1.76	1.64	11.68	10.71
平均值							3.63	3.09	16.53	14.90

视频可比公司

爱奇艺	IQ.O	13089	29311	31065	1120	1588	0.45	0.42	11.68	8.24
-----	------	-------	-------	-------	------	------	------	------	-------	------

社交广告可比公司

FACEBOOK	meta.O	11580278	1352592	1531597	467652	525837	8.56	7.56	24.76	22.02
----------	--------	----------	---------	---------	--------	--------	------	------	-------	-------

支付可比公司估值

拉卡拉	300773.SZ	16290	5892	6200	573	655	2.76	2.63	28.42	24.88
新大陆	000997.SZ	30343	8774	9833	1309	1567	3.46	3.09	23.18	19.36
平均值							3.11	2.86	25.80	22.12

金融可比公司

东方财富	300059.SZ	340103	13618	14999	11097	12286	24.97	22.68	30.65	27.68
同花顺	300033.SZ	139050	5216	6195	2393	2906	26.66	22.45	58.11	47.85
平均值							25.82	22.56	44.38	37.77

云可比公司

亚马逊	AMZN.O	15740019	5027814	5171703	482553	582330	3.13	3.04	32.62	27.03
赛富时	CRM.N	1984690	296629	322097	62953	72742	6.69	6.16	31.53	27.28
平均值							4.91	4.60	32.07	27.16

数据来源：ifind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析（标准化报表）

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	172,320	132,519	209,598	211,668	218,304	营业总收入	609,015	660,257	741,393	823,081	911,511
应收款项合计	131,904	146,072	164,022	182,094	201,658	主营业务收入	609,015	660,257	741,393	823,081	911,511
存货	456	440	461	501	545	其他营业收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	3,818	3,334	3,167	3,009	2,858	营业总支出	456,231	460,160	502,155	551,040	602,913
流动资产合计	518,446	496,180	590,181	609,365	634,661	营业成本	315,906	311,011	326,147	354,178	384,881
固定资产净值	66,815	92,487	108,052	117,489	123,211	营业开支	140,325	149,149	176,008	196,862	218,032
权益性投资	261,665	297,415	312,286	327,900	344,295	营业利润	152,784	200,097	239,238	272,041	308,598
其他长期投资	461,161	590,211	607,917	699,105	803,971	净利息支出	-1,923	-3,557	-1,460	-1,990	-1,949
商誉及无形资产	198,191	213,806	240,592	290,642	339,899	权益性投资损益	-295	25,176	12,441	18,808	15,624
土地使用权	17,179	23,117	23,117	23,117	23,117	其他非经营性损益	410	12,655	23,055	18,214	22,895
其他非流动资产	53,789	67,779	71,168	74,726	78,463	非经常项目前利润	154,822	241,485	276,193	311,053	349,067
非流动资产合计	1,058,800	1,284,815	1,363,132	1,532,980	1,712,955	非经常项目损益	6,502	0	1,057	2,703	2,529
资产合计	1,577,246	1,780,995	1,953,313	2,142,345	2,347,617	除税前利润	161,324	241,485	277,250	313,756	351,596
应交税金	22,036	20,624	20,282	20,981	20,629	所得税	43,276	45,018	53,097	59,891	67,654
短期借贷及长期借贷到期部分	41,537	52,885	58,174	63,991	70,390	少数股东损益	2,832	2,394	5,663	5,464	6,111
其他流动负债	173,475	196,065	227,746	239,598	236,364	持续经营净利润	115,216	194,073	218,491	248,401	277,831
流动负债合计	352,157	396,909	446,270	478,645	496,865	非持续经营净利润	0	0	0	0	0
长期借贷	292,920	277,107	304,818	335,299	368,829	净利润	115,216	194,073	218,491	248,401	277,831
其他非流动负债	58,488	53,083	53,434	55,002	53,839	优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
非流动负债合计	351,408	330,190	358,251	390,301	422,669	IFRS 归母净利润	115,216	194,073	218,491	248,401	277,831
负债合计	703,565	727,099	804,522	868,946	919,534	Non-IFRS 归母净利润	157,688	222,703	265,283	298,771	334,383
归属母公司股东权益	808,591	973,548	1,062,781	1,181,924	1,330,497	主要财务比率					
少数股东权益	65,090	80,348	86,011	91,475	97,586	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
所有者权益合计	873,681	1,053,896	1,148,792	1,273,399	1,428,083	成长能力					
负债和股东权益	1,577,246	1,780,995	1,953,313	2,142,345	2,347,617	营业收入增长率	9.8%	8.4%	12.3%	11.0%	10.7%
现金流量表						营业利润增长率	52.8%	31.0%	19.6%	13.7%	13.4%
单位:百万元						Non-IFRS 净利增长率	36.4%	41.2%	19.1%	12.6%	11.9%
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	获利能力					
经营活动现金流	221,962	258,521	319,044	321,037	343,105	毛利率	48.1%	52.9%	56.0%	57.0%	57.8%
净利润	115,216	194,073	218,491	248,401	277,831	净利率	18.9%	29.4%	29.5%	30.2%	30.5%
折旧与摊销	59,008	56,213	68,272	57,001	67,961	ROE	20.6%	25.0%	26.1%	26.6%	26.6%
营运资本变动	19,233	21,881	26,619	10,171	-8,797	ROA	10.0%	13.3%	14.2%	14.6%	14.9%
其他非现金调整	28,505	-13,646	5,663	5,464	6,111	偿债能力					
投资活动现金流	-125,161	-122,187	-145,706	-226,009	-247,139	资产负债率	44.6%	40.8%	41.2%	40.6%	39.2%
出售固定资产收到的现金	257	203	203	203	203	流动比率	147.2%	125.0%	132.2%	127.3%	127.7%
资本性支出	47,407	96,048	128,533	207,879	228,008	速动比率	147.1%	124.9%	132.1%	127.2%	127.6%
投资减少	226,332	348,877	348,877	348,877	348,877	每股指标（元）					
其他投资活动现金流量净额	4,741	10,588	-3,389	-3,558	-3,736	每股收益	12.54	21.12	23.78	27.03	30.23
融资活动现金流	-82,573	-176,494	-118,665	-116,458	-113,480	每股经营现金流	24.15	28.13	34.72	34.94	37.34
债务净增	2,652	-20,689	32,999	36,299	39,929	每股净资产	87.99	105.94	115.65	128.62	144.79
股本增加	1,070	1,932	1,932	1,932	1,932	估值比率					
支付的股利合计	20,983	28,859	28,859	28,859	28,859	P/E	38	23	20	18	16
其他筹资活动现金流量净额	-21,545	-26,547	-22,406	-23,499	-24,151	P/B	5	4	4	4	3

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。