

腾讯控股 (00700.HK)

游戏及广告收入超预期，关注后续 AI 投入及进展

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	609,015	660,257	724,251	788,778	852,067
增长率 yoy (%)	9.82	8.41	9.69	8.91	8.02
归母净利润 (百万元)	115,216	194,073	225,457	243,510	262,307
增长率 yoy (%)	-38.79	68.44	16.17	8.01	7.72
ROE (%)	14.25	19.93	19.33	17.71	16.40
EPS 最新摊薄 (元)	12.54	21.12	24.53	26.50	28.54
P/E (倍)	37.97	22.54	19.40	17.96	16.68
P/B (倍)	5.41	4.49	3.75	3.18	2.73

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：腾讯控股公布 25Q1 业绩，公司 25Q1 实现营业收入 1800.22 亿元，同比增长 12.9%，环比增长 4.4%；毛利润 1004.93 亿元，同比增长 19.8%，环比增长 10.9%；经调整净利润 613.29 亿元，同比增长 22.0%，环比增长 10.9%。此外，公司 25Q1 以总代价约 171 亿港元（未计开支）购回合共 42984000 股股份，购回的股份其后已被注销。

长青及新产品表现亮眼，游戏业务超预期增长。腾讯控股游戏业务维持加速增长，其中国内游戏收入同比增长 24% 至 429 亿元，主要受益于（1）长青游戏《王者荣耀》《和平精英》收入增长贡献，其中《王者荣耀》25Q1 流水创历史新高；（2）《DNFm》《三角洲行动》贡献增量，其中《三角洲行动》25M4 DAU 峰值突破 1200 万，并成为行业近三年发布的新游戏中平均日活跃账户数最高的游戏。海外游戏收入同比增长 23%/环比增长 4% 至 166 亿元，主要受益于《荒野乱斗》《部落冲突：皇室战争》《PUBG MOBILE》的收入增长。此外，腾讯开始通过 AI 赋能大型多人竞技游戏，如 AI 辅助新手玩家、预防外挂等，有效提升用户体验与留存。向后展望，我们预计公司游戏业务将维持稳健增长。

AI 效果逐步体现，广告业务增速超市场预期。腾讯控股 25Q1 广告业务实现收入 319 亿元，同比增长 20%，超市场预期，我们认为主要受益于（1）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；（2）AI 效果逐步体现，通过更优的内容推荐增加用户时长以及更加精准的广告定向有效拉动了广告收入的增长。向后展望，我们预计 AI 技术应用有望持续提升公司广告业务 CTR，带动广告业务收入及盈利能力持续提升，但是广告加载率短期内或将相对克制。

维持 AI 投入，有望从多维度赋能公司增长。腾讯 25Q1 CAPEX 为 274.76 亿元（大部分投入于支持 AI 相关的业务发展），占收入比例为 15.3%，维持较高强度的 AI 投入。除此前提到的广告及游戏业务外，公司正积极发力腾讯生态内 AI 应用，如（1）用户可将元宝添加为微信联系人，实现上下文感知的 AI 互动与内容发现；（2）微信搜索已开始接入由大语言模型驱动的结果，包括快速推理模型混元 TurboS，以及链式思考模型 T1 与 DeepSeek R1；（3）向创作者提供 AI 工具，可根据公众号文章文本自动生成匹配图片，为视频号内容套用预设模板并自动生成特效；同时上线 AI 编码助手，通过自然语言或图像

买入（维持评级）

股票信息

行业	传媒
2025 年 5 月 20 日收盘价 (港元)	517.00
总市值 (百万港元)	4,750,879.73
流通市值 (百万港元)	4,750,879.73
总股本 (百万股)	9,189.32
近 3 月日均成交额 (百万港元)	16,241.50

股价走势



作者

分析师 侯宾

执业证书编号：S1070522080001

邮箱：houbin@cgcws.com

相关研究

- 《元宝接入微信聊天框，关注腾讯微信生态内 AI Agent 进展》2025-04-21
- 《腾讯元宝加速迭代，腾讯 AI 生态价值逐步释放》2025-03-27
- 《游戏业务加速增长，AI 投入打开成长新空间》2025-03-20

输入大幅缩短小程序开发周期。向后展望，我们认为腾讯有望基于微信生态，打造自己的 **Agentic AI**，连接社交关系链、通讯与社区能力、公众号和视频号等内容体系，以及数以百万计的小程序，将微信打造为 **AI** 时代流量入口。

投资建议：公司游戏、广告以及云业务均有望受益于 **AI** 技术发展，微信作为国民入口级应用有望进化为“**AI** 操作系统”。我们预计 2025-2027 年公司实现营收 7243/7888/8521 亿元；经调整归母净利润 2452/2690/2981 亿元；对应 PE 分别为 17.8/16.3/14.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：游戏政策风险；**AI** 应用落地不及预期；宏观经济复苏不及预期；视频号发展不及预期。

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	626067	762334	927302
现金	176138	135853	193927	292547	420589
应收票据及应收账款	46606	48203	55893	60873	65757
预付账款	77782	84370	90400	98454	106354
存货	456	440	1116	1212	1309
其他流动资产	217464	227314	284731	309247	333293
非流动资产	1058800	1284815	1406987	1516745	1613777
长期股权投资	261665	297415	297415	297415	297415
固定资产	53232	80185	143523	194447	232645
无形资产	89150	94797	78998	63198	47399
其他非流动资产	654753	812418	887052	961685	1036319
资产总计	1577246	1780995	2033054	2279079	2541079
流动负债	352157	396909	453647	488712	523466
短期借款	41537	52885	52885	52885	52885
应付票据及应付账款	115109	127335	119705	130102	140476
其他流动负债	195511	216689	281058	305725	330105
非流动负债	351408	330190	330190	330190	330190
长期借款	292920	277107	277107	277107	277107
其他非流动负债	58488	53083	53083	53083	53083
负债合计	703565	727099	783837	818902	853656
少数股东权益	65090	80348	82602	85037	87660
资本公积	808591	973548	972548	971548	970548
归属母公司股东权益	808591	973548	1166614	1375140	1599762
负债和股东权益	1577246	1780995	2033054	2279079	2541079

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	221962	258521	226836	271321	304253
净利润	118048	196467	227711	245945	264930
折旧摊销	59008	51652	42568	56982	71708
财务费用	-1540	-4023	-1731	-2554	-3744
其他经营现金流	46446	14425	-41712	-29052	-28642
投资活动现金流	-125161	-122187	-138103	-140270	-142270
资本支出	-37649	-76760	-90000	-92000	-94000
其他投资现金流	-87512	-45427	-48103	-48270	-48270
筹资活动现金流	-82573	-176494	-30659	-32430	-33941
现金净增加额	14228	-40160	58074	98620	128042

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	609015	660257	724251	788778	852067
营业成本	315906	311011	326644	355016	383326
销售费用	34211	36388	38147	40781	43722
管理费用	103525	112761	120413	131064	141415
财务费用	-1540	-4023	-1731	-2554	-3744
营业利润	162713	229296	240778	264472	287349
营业外收入	-1389	12189	31897	31897	31897
营业外支出					
利润总额	161324	241485	272675	296369	319246
所得税	43276	45018	44964	50424	54316
净利润	118048	196467	227711	245945	264930
少数股东损益	2832	2394	2254	2435	2623
归属母公司净利润	115216	194073	225457	243510	262307
经调整归母净利润	157688	222703	245172	269029	298115
EBITDA	218792	293675	313512	350796	387210
EPS (元/股)	12.54	21.12	24.54	26.50	28.55

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	9.82	8.41	9.69	8.91	8.02
营业利润 (%)					
归属母公司净利润 (%)	-37.44	66.43	15.90	8.01	7.72
获利能力					
毛利率 (%)	48.13	52.90	54.90	54.99	55.01
净利率 (%)	19.38	29.76	31.44	31.18	31.09
ROE (%)	14.25	19.93	19.33	17.71	16.40
ROIC (%)	12.14	17.00	15.30	15.01	15.02
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.61	40.83	38.55	35.93	33.59
净负债比率 (%)	18.12	18.42	10.89	2.56	-5.37
流动比率	1.47	1.25	1.38	1.56	1.77
速动比率	0.90	0.70	0.77	0.94	1.15
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.37	0.36	0.35	0.34
应收账款周转率	13.07	13.70	12.99	12.96	12.98
应付账款周转率	2.74	2.44	2.71	2.75	2.73
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	12.54	21.12	24.53	26.50	28.54
每股经营现金流 (最新摊薄)	24.15	28.13	24.68	29.53	33.11
每股净资产 (最新摊薄)	87.99	105.94	126.95	149.65	174.09
估值比率					
P/E	37.97	22.54	19.40	17.96	16.68
P/B	5.41	4.49	3.75	3.18	2.73

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686