

1Q25 点评, 业绩好于预期, AI 对广告、 游戏逐步产生积极驱动

核心观点

中期维度看, 我们强调腾讯既有业务逐步走出经营周期低点, 例如头部游戏走出 2024 年商业化节奏调整、DAU 边际下滑的压力, 重新回归健康增长, 广告业务视频号与小程序、微信小店等打通后商业化效率提升, 云业务历经 2 年持续调整, 清理低毛利业务后逐步告一段落, 增速受 IT 预算企稳及 AI 带动的企业数字化需求, 预计 2025 年逐步回归至同行水平。长期来看, AI 在游戏领域的应用前景广阔, 例如基于 AI 的 NPC 和图形生成等, 有助于为公司创造新的收入流和优化成本。广告方面, 近期互联网同行相继确认 AI 对于广告转化率的提升, 例如 eCPM、CTR 的提升, 我们预计这将推动广告主预算进一步倾斜。总体来看, 腾讯中长期业务仍具备较好增长前景和盈利回报。

事件

腾讯发布 1Q25 财报业绩, 游戏&广告表现超预期, 利润剔除非经营性影响后超预期

腾讯 1Q25 收入同比+13%达 1800 亿, 超预期 2.5%。利润方面, 1Q25 Non-IFRS 归母净利润 613 亿元, 同比+22%, 超预期 3.0%。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	609,015.00	660,257.00	733,703.99	817,588.37	901,799.97
YoY(%)	9.82	8.41	11.12	11.43	10.30
净利润(百万元)	115,216.00	194,073.00	209,339.39	237,915.85	267,635.41
YoY(%)	-38.79	68.44	7.87	13.65	12.49
毛利率(%)	48.13	52.90	54.50	54.80	55.00
净利率(%)	19.38	29.76	25.85	26.71	27.53
ROE(%)	14.25	19.93	16.13	15.66	15.11
EPS(摊薄/元)	12.52	21.09	22.78	25.89	29.12
P/E(倍)	40.73	24.18	22.21	19.55	17.37
P/B(倍)	5.80	4.82	4.01	3.38	2.87

资料来源: iFinD, 中信建投证券

腾讯控股(0700.HK)

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BU1663

许悦

xuyue@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523030001

发布日期: 2025 年 05 月 31 日

当前股价: 510.50 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	6.75/-0.53	3.05/3.66	34.27/9.02
12 月最高/最低价(港元)			544.00/351.20
总股本(万股)			918,999.88
流通 H 股(万股)			918,999.88
总市值(亿港元)			43,048.68
流通市值(亿港元)			46,857.89
近 3 月日均成交量(万)			2999.68
主要股东			
MIH Internet Holdings B.V.			24.01%

股价表现



相关研究报告

- 【中信建投海外研究】腾讯控股(0700):4Q24 点评, 业绩好于预期, 自身 Alpha 强劲, 看好后续业绩趋势
- 【中信建投海外研究】腾讯控股(0700):3Q24 业绩点评, 业绩好于预期, 游戏&广告业务成长持续, 利润改善空间仍存
- 【中信建投海外研究】腾讯控股(0700):聚焦业务高质量增长, 利润率显著提升 & 股东回报增强, 估值具备吸引力

常青游戏陆续回归增长，新游戏储备充分，游戏增速展望乐观。自游戏版号收紧监管后，且游戏用户增长放缓，腾讯调整游戏战略，一方面通过小游戏等触达泛游戏用户，另一方面强化常青游戏的运营，延长其生命周期。在过去的几个季度，我们观察到《王者荣耀》、《和平精英》、《金铲铲之战》等陆续实现 DAU/MAU 层面的回升，后续则看到流水层面的增速回升，经过递延周期后在收入层面增速回升。1Q25《王者荣耀》、《和平精英》、《穿越火线手游》等增速陆续回升，《荒野乱斗》经历游戏模式调整后实现数倍增长，本季度管理层提到，一些头部游戏已经受益于 AI 技术的整合，缩短内容产出周期，并且强化 MMORPG 游戏的互动性，我们认为腾讯游戏业务的增速中枢受常青游戏恢复增长而有所提升。此外，考虑到 2025-26 年王者荣耀世界、自走棋等游戏储备较为充分，考虑到海外游戏递延收入周期较长，24 年游戏流水的改善大部分在 25 年计入业绩，2025 年游戏业务展望乐观。

广告业务主要驱动力仍然来自视频号及小程序，且关注 AI 对广告的效率提升。广告在 1Q25 表现出色，增长率达到 20%，明显超过行业平均水平。这种增长主要是内生驱动的，并且绝大多数行业需求都明显恢复（并非由于个别行业拉动），例如视频号 Ad load 明显提升。此外就是 AI 在广告投放中的应用显著提高了投资回报率，与之前相比有了明显提升。管理层判断这种趋势将在 2025 年继续，因为 AI 技术将进一步推动广告转化率提升。参考 Meta 此前提出的生成式推荐范式，AI+广告推荐带来 CTR/转化率的提升幅度将在未来很长一段时间内持续驱动业务增长，考虑到视频号、搜一搜等新产品的加载率普遍较同行处于较低水平，未来仍有量价双重提升的驱动。

金融科技和企业服务预计 2025 年逐步加速增长，云服务重组和结构改善使毛利优化明显。1Q25 金融科技服务低单位数的增长主要受贷款、财富管理业务驱动，支付仍然拖累整体增速。商业支付业务受消费降价的压力（ASP 下降），而订单增速略微下降，1Q25 的表现弱于 4Q24 给出的预期，但 4 月以来趋势回升。此外，得益于视频号带货技术服务费的增加，企业服务收入同比增加，同时毛利改善。云业务经过多年重新定位，专注于回报和利润率，目前正处于清理无回报收入的最后阶段。关于 AI 云，管理层专注于优先给广告、游戏，to C 产品（元宝、ima、QQ 浏览器）等供应 GPU 算力，算力租赁毛利率提升后可能释放更多供给（否则会影响利润率扩张）。与同行不同，腾讯可能聚焦从 SaaS 入手适应 AI 转型，例如腾讯文档、企业微信、腾讯会议等，在既有大量 C 端、B 端渗透下，AI 功能可加速付费率的渗透。

投资建议：中期维度看，我们强调腾讯既有业务逐步走出经营周期低点，例如头部游戏走出 2024 年商业化节奏调整、DAU 边际下滑的压力，重新回归健康增长，广告业务视频号与小程序、微信小店等打通后商业化效率提升，云业务历经 2 年持续调整，清理低毛利业务后逐步告一段落，增速受 IT 预算企稳及 AI 带动的企业数字化需求，预计 2025 年逐步回归至同行水平。长期来看，AI 在游戏领域的应用前景广阔，例如基于 AI 的 NPC 和图形生成等，有助于为公司创造新的收入流和优化成本。广告方面，近期互联网同行相继确认 AI 对于广告转化率的提升，例如 eCPM、CTR 的提升，我们预计这将推动广告主预算进一步倾斜。总体来看，腾讯中长期业务仍具备较好增长前景和盈利回报。维持对腾讯“买入”评级。

风险分析

监管风险：由于公司各项业务不同程度受监管影响，例如游戏业务产品周期受版号发行节奏影响，金融科技与企业服务受行业特定监管的制约，因此监管的变化可能对公司业务造成不同程度的影响。

宏观或行业环境变化：由于公司部分业务处于探索期或成长期，业务模式尚未成熟，同时宏观、行业环境可能发展变化，因此当前时点对未来的预判多数依赖上述环境变化不大或基本稳定的假设。若宏观、行业环境发生较大变化，公司业务受到的影响可能超出我们的预期范围。

竞争加剧风险：公司部分业务如视频号、云服务、金融科技等面临主要互联网平台企业的直接竞争，同时还存在潜在的竞争对手入局的风险。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	518,446.00	496,180.00	749,868.52	1,064,708.93	1,409,304.23
现金	176,138.00	135,853.00	312,202.95	578,107.34	873,574.34
应收票据及应收账款合	46,606.00	48,203.00	56,622.87	63,096.56	69,595.50
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	77,782.00	101,044.00	97,755.97	108,932.41	120,152.45
存货	456.00	440.00	1,140.12	1,262.09	1,385.93
其他流动资产	217,464.00	210,640.00	282,146.62	313,310.53	344,596.01
非流动资产	1,058,800.00	1,284,815.00	1,232,659.10	1,180,505.60	1,128,353.85
长期投资	261,665.00	297,415.00	297,415.00	297,415.00	297,415.00
固定资产	53,232.00	80,185.00	67,622.68	55,060.37	42,498.05
无形资产	89,150.00	236,923.00	197,435.83	157,948.94	118,462.42
其他非流动资产	654,753.00	670,292.00	670,185.58	670,081.29	669,978.38
资产总计	1,577,246.00	1,780,995.00	1,982,527.62	2,245,214.52	2,537,658.08
流动负债	352,157.00	396,909.00	408,800.49	453,125.34	497,337.08
短期借款	41,537.00	52,885.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合	115,109.00	127,335.00	122,339.74	135,427.98	148,716.10
其他流动负债	195,511.00	216,689.00	286,460.75	317,697.36	348,620.98
非流动负债	351,408.00	330,190.00	330,190.00	330,190.00	330,190.00
长期借款	292,920.00	277,107.00	277,107.00	277,107.00	277,107.00
其他非流动负债	58,488.00	53,083.00	53,083.00	53,083.00	53,083.00
负债合计	703,565.00	727,099.00	738,990.49	783,315.34	827,527.08
少数股东权益	65,090.00	80,348.00	82,790.89	85,603.74	88,801.34
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	808,591.00	973,548.00	973,548.00	973,549.00	973,551.00
留存收益	0.00	0.00	187,198.24	402,746.45	647,778.65
归属母公司股东权益	808,591.00	973,548.00	1,160,746.24	1,376,295.45	1,621,329.65
负债和股东权益	1,577,246.00	1,780,995.00	1,982,527.62	2,245,214.52	2,537,658.08

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	221,962.00	258,521.00	233,124.08	267,870.32	296,451.54
净利润	118,048.00	196,467.00	189,641.13	218,361.05	248,229.81
折旧摊销	59,008.00	0.00	52,155.90	52,156.50	52,157.75
财务费用	-1,540.00	-4,023.00	13,805.84	11,881.65	10,899.25
其他经营现金流	46,446.00	66,077.00	-22,478.79	-14,528.88	-14,835.26
投资活动现金流	-125,161.00	-122,187.00	9,916.71	9,915.71	9,914.71
资本支出	37,649.00	5,405.00	0.00	3.00	6.00
其他投资现金流	-162,810.00	-127,592.00	9,916.71	9,912.71	9,908.71
筹资活动现金流	-82,573.00	-176,494.00	-66,690.84	-11,881.65	-10,899.25
短期借款	29,957.00	11,348.00	-52,885.00	0.00	0.00
长期借款	-19,417.00	-15,813.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-93,113.00	-172,029.00	-13,805.84	-11,881.65	-10,899.25
现金净增加额	14,228.00	-40,160.00	176,349.95	265,904.39	295,467.00

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	609,015.00	660,257.00	733,703.99	817,588.37	901,799.97
营业成本	315,906.00	311,011.00	333,835.31	369,549.94	405,809.99
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	34,211.00	36,388.00	39,693.39	43,413.94	46,983.78
管理费用	103,525.00	112,761.00	125,463.38	136,537.26	145,189.79
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-1,540.00	-4,023.00	13,805.84	11,881.65	10,899.25
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
投资净收益	5,800.00	25,176.00	25,176.00	25,176.00	25,176.00
营业利润	162,713.00	229,296.00	246,082.07	281,382.58	318,095.16
其他非经营损益	-1,389.00	12,189.00	12,189.00	12,189.00	12,189.00
利润总额	161,324.00	241,485.00	258,271.07	293,571.58	330,284.16
所得税	43,276.00	45,018.00	46,488.79	52,842.88	59,451.15
净利润	118,048.00	196,467.00	211,782.27	240,728.69	270,833.01
少数股东损益	2,832.00	2,394.00	2,442.89	2,812.85	3,197.61
归属母公司净利润	115,216.00	194,073.00	209,339.39	237,915.85	267,635.41
EBITDA	218,792.00	237,462.00	299,056.81	332,433.73	368,165.16
EPS (元)	12.52	21.09	22.78	25.89	29.12

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	11.12	11.43	10.30
净利润(%)	-37.44	68.44	7.87	13.65	12.49
获利能力					
毛利率(%)	48.13	52.90	54.50	54.80	55.00
净利率(%)	19.38	29.76	25.85	26.71	27.53
ROE(%)	14.25	19.93	16.13	15.66	15.11
ROIC(%)	12.14	17.00	14.64	17.14	20.05
偿债能力					
资产负债率(%)	44.61	40.83	37.28	34.89	32.61
净负债比率(%)	18.12	18.42	-2.82	-20.59	-34.88
流动比率	1.47	1.25	1.83	2.35	2.83
速动比率	0.90	0.74	1.16	1.68	2.16
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.37	0.37	0.36	0.36
应收账款周转率	13.07	13.70	12.96	12.96	12.96
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	12.52	21.09	20.35	23.43	26.63
每股经营现金流(最新)	24.12	28.10	25.34	29.11	32.22
每股净资产(最新摊薄)	87.88	105.81	126.16	149.58	176.21
估值比率					
P/E	40.73	24.18	22.21	19.55	17.37
P/B	5.80	4.82	4.01	3.38	2.87
EV/EBITDA	1.23	1.39	0.37	-0.43	-1.16

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，7年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

许悦

海外研究员，南洋理工大学硕士，专注于港股互联网及美股软件研究，2022年加入中信建投海外前瞻组，2023年新浪金麒麟港股及海外市场菁英分析师第二名，2023-24第十七届、十八届水晶球最佳分析师海外行业入围，2024年度证券时报·新财富杂志海外市场研究团队第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因, 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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。版权所有, 违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk