

腾讯控股 (00700. HK)

长青游戏表现良好，AI 驱动广告业务提升份额

优于大市

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 互联网 · 互联网 II

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张伦可 0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

执证编码：S0980521120004

证券分析师：陈淑媛 021-60375431

chenshuyuan@guosen.com.cn

执证编码：S0980524030003

事项：

腾讯控股即将发布 2025 年二季度业绩公告。

国信互联网观点：

预计二季度腾讯实现营收 1801 亿元，同比增长 12%。预计二季度网络广告持续受益广告库存释放和 AI；游戏业务长青游戏表现良好；金融科技业务环比略有恢复。具体来看：

①游戏方面，长青游戏表现良好。25Q2，我们预计公司网络游戏业务收入为 560 亿元，同比增长 15%。预计国内游戏收入同比增长 16%。老游戏基本盘稳固增长，次新游戏逐步长青，《三角洲行动》流水持续攀升，4 月 DAU 峰值突破 1200 万。海外延续较好增长，预计同比增长 14%，4 月下旬腾讯《三角洲行动》正式推出海外版《Delta Force》，并获得了海外多个市场下载榜冠军。

②广告方面，维持快速增长。2025Q2，我们预计腾讯网络广告收入为 352 亿元，同比增长 18%。腾讯广告在宏观下整体稳健，并且视频号等流量稳健增长，陆续开放更多广告。腾讯运用 AI 提升用户画像精准度，并加强用户匹配。广告技术提升（AI、CPU 转 GPU 等）也继续驱动腾讯广告增长。

③金融科技及企业服务，收入侧略有加速。25Q2，我们预计金融科技及企业服务收入为 545 亿元，同比增长 8%。拆解腾讯金融科技大盘，主要收入来自于支付业务。支付业务和线下消费大盘相关。根据央行发布的货币当局资产负债表，非金融机构存款（支付机构交存央行的客户备付金存款）在 4/5 月同比增长 6%/8%。

2025Q2，预计实现 Non-IFRS 下归母净利润 645 亿元，同比增长 13%；Non-IFRS 下归母净利润率 35.8%。AI 投入对毛利和费用的影响：1）成本侧：公司会根据业务 ROI 进行 AI 投入，AI 赋能的广告等业务本身为高毛利率业务。2）费用侧：主要体现在研发费用，我们预计 25Q2 研发费用增长与 24Q1 类似达 21%。今年经营杠杆继续体现，经调整经营利润（OP）>毛利>收入同比增速的趋势确定。

投资建议：公司业绩稳健，并蕴含较大发展潜力，长期成长潜力较大的业务比如微信电商爆发以及 AI Agent 赋能并未包含在当前盈利预测中。腾讯生态里用户+场景的天然优势仍然使得腾讯为 AI 时代最佳卡位的企业之一。考虑到游戏业务表现优秀，预计 2025-2027 年公司调整后净利润分别为 2585/2896/3218 亿元，上调幅度 2%/2%/2%。继续维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 预计二季度收入增长 12%，经调整归母净利润增长 13%

2025Q2，我们预计腾讯实现营收 1801 亿元，同比增长 12%。预计二季度网络广告持续受益广告库存释放和 AI；游戏业务长青游戏表现良好；金融科技业务环比略有恢复。具体来看：①游戏方面，我们预计网络游戏增长 15%；②广告方面，预计广告库存释放叠加广告技术提升将带动广告收入同比增长 18%；③金融科技及企业服务收入预计同比增长 8%。

2025Q2，预计实现 Non-IFRS 下归母净利润 645 亿元，同比增长 13%；Non-IFRS 下归母净利润率 35.8%。

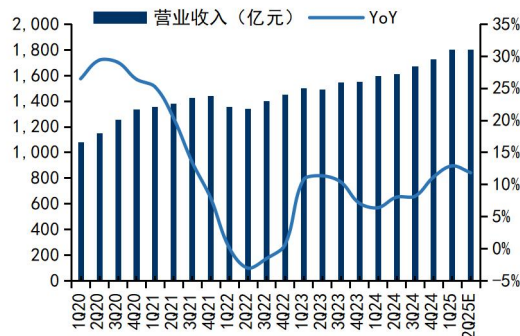
AI 投入对毛利和费用的影响：1) 成本侧：公司会根据业务 ROI 进行 AI 投入，AI 赋能的广告等业务本身为高毛利率业务。2) 费用侧：主要体现在研发费用，我们预计 25Q2 研发费用增长与 24Q1 类似达 21%。今年经营杠杆继续体现，经调整经营利润（OP）>毛利润>收入同比增速的趋势确定。

表1: 25Q2 腾讯主要财务指标前瞻（亿元）

	2024Q2	2025Q1	2025Q2E	YoY	QoQ	2024	2025E	YoY
增值服务	788	921	884	12%	-4%	3192	3585	12%
-网络游戏	485	595	560	15%	-6%	1976	2285	16%
本土游戏	346	429	401	16%	-6%	1396	1617	16%
海外游戏	139	166	158	14%	-5%	580	668	15%
-社交网络	303	326	324	7%	-1%	1216	1300	7%
广告	299	319	352	18%	11%	1214	1428	18%
金融科技及企业服务	504	549	545	8%	-1%	2120	2279	8%
其他业务	20	11	20	0%	76%	78	68	-12%
总收入	1611	1800	1801	12%	0%	6603	7360	11%
毛利	859	1005	1004	17%	0%	3492	4073	16%
non-IFRS 下经营利润（新口径）	584	693	686	17%	-1%	2379	2768	16%
non-IFRS 下权益持有人应占净利润	573	613	645	13%	5%	2227	2586	16%
毛利率	53%	56%	56%	2%	0%	53%	55%	2%
non-IFRS 下经营利润率	36%	39%	38%	2%	0%	36%	38%	2%
Non-IFRS 净利率	36%	34%	36%	0%	2%	34%	35%	1%

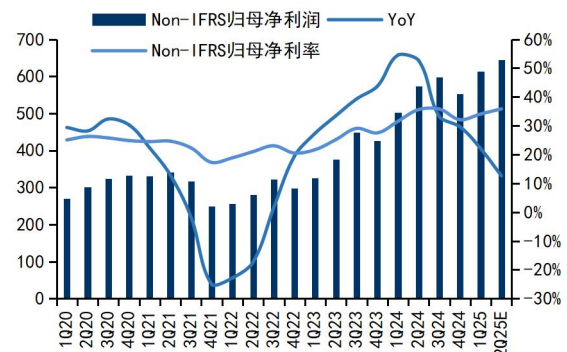
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

图1: 腾讯营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

图2: 腾讯 Non-IFRS 归母净利润及净利率（亿元、%）



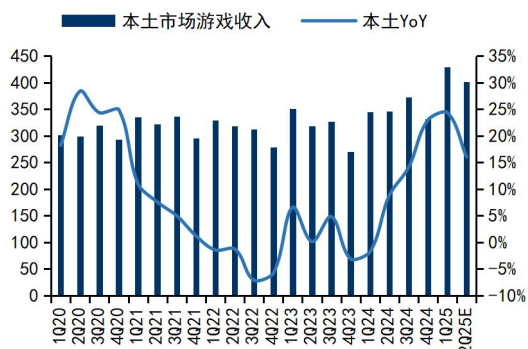
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

◆ 网络游戏：长青游戏表现良好

2025Q2，我们预计公司网络游戏业务收入为 560 亿元，同比增长 15%。

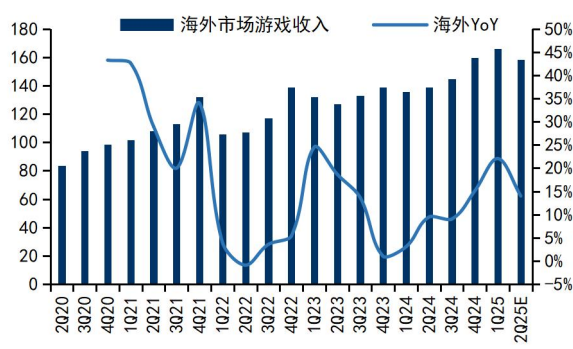
- 预计国内游戏收入同比增长 16%。老游戏基本盘稳固增长，次新游戏逐步长青，《三角洲行动》流水持续攀升，4 月 DAU 峰值突破 1200 万。海外延续较好增长，预计同比增长 14%，4 月下旬腾讯《三角洲行动》正式推出海外版《Delta Force》，并获得了海外多个市场下载榜冠军。

图3：腾讯本土市场游戏收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

图4：腾讯海外市场游戏收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

◆ 网络广告：预计收入增长 18%

2025Q2，我们预计腾讯网络广告收入为 352 亿元，同比增长 18%。腾讯广告在宏观下整体稳健，并且视频号等流量稳健增长，陆续开放更多广告。腾讯运用 AI 提升用户画像精准度，并加强用户匹配。广告技术提升（AI、CPU 转 GPU 等）也继续驱动腾讯广告增长。

◆ 金融科技及企业服务：收入侧略有加速

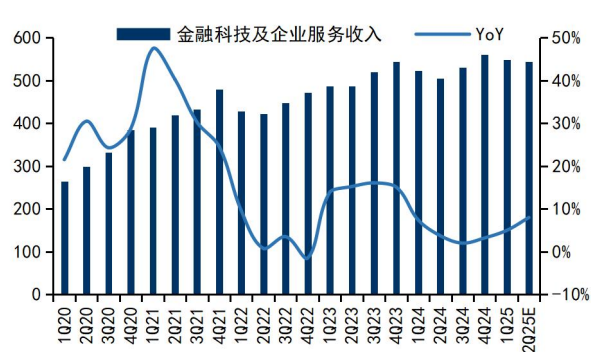
2025Q2，我们预计金融科技及企业服务收入为 545 亿元，同比增长 8%。拆解腾讯金融科技大盘，主要收入来自于支付业务。支付业务和线下消费大盘相关。根据央行发布的货币当局资产负债表，非金融机构存款（支付机构交存央行的客户备付金存款）在 4/5 月同比增长 6%/8%。

图5：腾讯网络广告收入及增速（亿元、%）



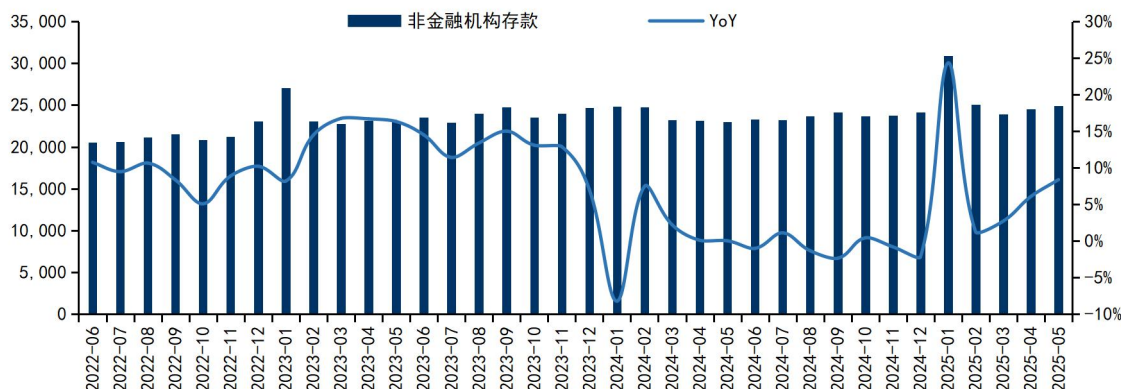
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

图6：腾讯金融科技及企业服务收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

图7：央行非金融机构存款金额及增速（亿元、%）



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：维持“优于大市”评级

公司业绩稳健，并蕴含较大发展潜力，长期成长潜力较大的业务比如微信电商爆发以及 AI Agent 赋能并未包含在当前盈利预测中。腾讯生态里用户+场景的天然优势仍然使得腾讯为 AI 时代最佳卡位的企业之一。考虑到游戏业务表现优秀，预计 2025-2027 年公司调整后净利润分别为 2585/2896/3218 亿元，上调幅度 2%/2%/2%。继续维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

政策风险；广告行业竞争激烈的风险；新游戏不能如期上线的风险等。

相关研究报告：

- 《腾讯控股（00700.HK）-游戏和广告业务表现优秀，AI 潜力逐步释放》——2025-05-16
- 《腾讯控股（00700.HK）-25Q1 前瞻：长青游戏表现良好，广告延续强劲增长》——2025-04-16
- 《腾讯控股（00700.HK）-深度三：AI 时代生态价值凸显，AI Agent 打开想象空间》——2025-03-24
- 《腾讯控股（00700.HK）-收入侧增长提速，积极进行 AI+应用布局》——2025-03-21
- 《腾讯控股（00700.HK）-微信 AI 搜索灰度测试接入 deepseek，腾讯生态价值凸显》——2025-02-18

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E	
现金及现金等价物	132519	275545	425682	587330	营业收入	660257	736017	803284	865930
应收款项	146072	162833	177715	191574	营业成本	311011	328693	348562	367400
存货净额	440	492	512	530					
其他流动资产	3334	3717	4056	4373	销售费用	34211	37964	40164	43296
流动资产合计	496180	656402	832471	1019538	管理费用	136220	176955	184606	189645
固定资产	92487	171242	256615	337580	利息收入	13808	15361	16897	16129
无形资产及其他	213806	200072	190536	184432	其他损益净额	10249	(122)	8960	6362
投资性房地产	90896	90896	90896	90896	营业利润	160074	250405	295823	326186
长期股权投资	887626	887626	887626	887626	财务成本净额	(12268)	(13632)	(14995)	(14313)
资产总计	1780995	2006237	2258144	2520072	分占联营合营公司损益	25176	27555	31688	28139
短期借款及交易性金融负债	52885	35334	43252	43824	利润总额	241485	264328	312516	340012
应付款项	147959	165508	172304	178379	所得税费用	45018	49789	62503	68002
其他流动负债	196065	227756	239687	249801	少数股东损益	2394	4672	2503	3587
流动负债合计	396909	428599	455244	472004	归属于母公司净利润	194073	209867	247510	268422
长期借款及应付债券	277107	277107	277107	277107	经调整归母净利润	222763	258464	289588	321799
其他长期负债	53083	53083	53083	53083					
长期负债合计	330190	330190	330190	330190	现金流量表(百万元)				
负债合计	727099	758789	785434	802194	净利润	194073	209867	247510	268422
少数股东权益	80348	85020	87523	91110	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	973548	1162428	1385187	1626768	折旧摊销	61139	55372	59516	64845
负债和股东权益总计	1780995	2006237	2258144	2520072	公允价值变动损失	(50)	9485	1018	3484
					财务费用	(1540)	(1729)	(1902)	(1815)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(5597)	32045	3485	1995
经调整 EPS	24.15	27.27	31.57	34.12	其它	8956	4672	2503	3587
每股红利	2.40	2.29	2.70	2.93	经营活动现金流	258521	311441	314032	342334
每股净资产	105.53	126.82	151.13	177.48	资本开支	(81811)	(129878)	(136372)	(143190)
ROIC	60%	58%	56%	52%	其它投资现金流	(3867)	0	(10691)	(11225)
ROE	20%	18%	18%	17%	投资活动现金流	(122187)	(129878)	(147062)	(154415)
毛利率	53%	55%	57%	58%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	36%	34%	37%	38%	负债净变化	(15813)	0	0	0
EBITDA Margin	45%	42%	44%	45%	支付股利、利息	(20634)	(20987)	(24751)	(26842)
收入增长	8%	11%	9%	8%	其它融资现金流	(103599)	(17551)	7918	572
净利润增长率	68%	8%	18%	8%	融资活动现金流	(176494)	(38538)	(16833)	(26271)
资产负债率	45%	42%	39%	35%	现金净变动	(39801)	143026	150137	161648
息率	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	货币资金的期初余额	172320	132519	275545	425682
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	货币资金的期末余额	132519	275545	425682	587330
P/B	4.4	3.7	3.1	2.6	企业自由现金流	253213	255111	281617	315073
EV/EBITDA	16.9	16.4	14.2	13.0	权益自由现金流	135628	239615	291817	317823

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032