

2025 年 8 月 14 日

何利超

H70529@capital.com.tw

目标价(港币)

HK\$ 670

公司基本资讯

产业别	传媒
H 股价(2025/08/13)	586.00
恒生指数(2025/08/13)	25,613.7
股价 12 个月高/低	586/351.33
总发行股数(百万)	9,153.74
H 股数(百万)	9,153.74
H 市值(亿元)	40,070.63
	MIH Internet
主要股东	Holdings
	B.V. (24.01%)
每股净值(元)	121.61
股价/账面净值	4.82
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	13.46% 15.35% 65.76%

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025-05-15	521.00	买进
2025-03-20	540.00	买进
2025-02-17	474.80	买进
2024-08-15	371.80	买进
2024-05-15	378.50	买进

产品组合

金融科技和企业服务	31.3%
网络游戏	30.1%
社交网络	18.8%
网络广告	18.5%

股价相对大盘走势



腾讯控股(00700.HK)

维持 Buy 买进

游戏+广告+金企三重超预期，带动 Q2 业绩持续高增长

结论与建议：

公司公布 2025 年二季度业绩，25Q2 公司实现收入 1845 亿元，同比+15%，环比+2%；实现经营盈利 601 亿元，同比+18%；Non-IFRS 归母净利润 631 亿元，同比+10%。收入和经调净利润高于市场预期，维持“买进”评级。

■ **新游+长青游戏双重发力，海内外市场高速增长：**Q2 增值服务收入同比+16%至 914 亿。其中国内游戏增速 17%，海外游戏增速 35%，双双超出预期。其中国内游戏主要是新游《三角洲行动》持续火爆，7 月平均 DAU 达 2000 万，成为行业 DAU 前 5、流水前 3 的火爆单款，此外《王者荣耀》《无畏契约》《和平精英》等长青游戏同样维持正增长；海外长青游戏《PUBG》《皇室战争》流水持续走高，新游《沙丘：觉醒》同样表现不俗。其他数据中，Q2 腾讯视频付费会员数量同比+3%至 1.14 亿，腾讯音乐付费会员数量同比+6%至 1.24 亿；叠加微信视频号直播服务收入增长等，Q2 社交网络收入同比+6%至 322 亿。展望下半年，尽管去年同期由于《DNFM》上线带来了游戏业务的高基数，但今年三季度预计上线的《无畏契约 M》有望抵消相关影响，带来持续的增长动力。

■ **广告业务+金科企服均强于行业平均，预计受到 AI 赋能带来的正向影响：**受益于 AI 赋能的广告平台升级和视频号、小程序和微信搜一搜发力，Q2 营销服务收入同比+20%至 358 亿，考虑到二季度国内消费如 618 和线下消费表现疲弱，公司广告业务增速强于行业平均水平。预计 AI 对于全域生态广告 ROI 的提高未来仍将持续，后续广告业务有望维持高于市场水平的增长。Q2 金科及企服收入同比+10%至 555 亿，考虑到市场整体消费环境低迷，相关增长超出了市场预期。主因来自于腾讯云、视频号电商佣金的快速增长。未来伴随行业回暖，相关收入有望进一步提升。

■ **利润率进一步提升，资本开支符合预期：**Q2 毛利率约 57%，同比提升 4 个百分点，环比提升 1 个百分点。毛利率持续提升来自于三大业务毛利率同时提高叠加高毛利的游戏、广告业务营收占比提升。增值业务毛利率提升主要受本土游戏例如自研游戏《三角洲行动》的贡献增加；广告业务受益于高毛利率的微信视频号和搜一搜收入增长；金企业务得益于消费贷款服务和理财服务收入贡献增加，叠加支付服务和云服务成本效益提高。

Q2 资本开支同比+119%至 191 亿元，环比-30%，主要还是受海外 H20 禁令影响，表现符合市场预期。据悉随着 H20 供应放开，腾讯快速下达新一批订单，下半年资本开支有望加速扩展，全年预计仍将维持低两位数营收达到千亿规模。公司表示 AI 能力已经对效果广告与长青游戏等业务产生实质性的贡献，目前算力 GPU 储备充足。

■ **接入 DeepSeek 有望加深公司互联网流量领域护城河：**短期来看，当前微信每日搜索量接近 6 亿次，作为对比百度日搜索量约 15 亿次左右，而相关广告收入当前微信搜索广告仅 10 亿元左右，百度相关广告收入则高达 650 亿元。我们认为依托微信作为国民级产品的影响力、微信公众号极度闭环且丰富的内容资源以及微信电商+企业微信端智能辅助需求，未来微信 AI 搜索领域直接广告收入或将迎来较高增长空间。

长期来看，搜索市场加速向 AI 搜索倾斜并转型至 AI AGENT 领域，互联网整体的格局将迎来深刻变革，本次微信接入 Deepseek 将快速卡位 AI AGENT 领域，进一步加深公司在互联网流量领域护城河，在未来的泛 AI 时代有望继续领跑国内互联网产业。

■ **AI 有望短期内持续提升游戏/广告两大核心业务：**米哈游创始人蔡浩宇所带领的 AI 游戏团队研发的全 AI 交互新游《Whispers from the Star》推

出预告片，游戏全程由玩家和主角语音交流引导，每个决策都将带来不同的剧情走向和场景生成，实现“千人千面”的游戏效果。本作或预示着以 AI 强交互为核心的新游戏形式即将到来，腾讯作为国内游戏核心厂商兼具强大 AI 研发能力，未来游戏业务将具备进一步增长潜力；AI 同时也将赋能用户提升平台点击量、匹配用户潜在需求，为广告主提供的更高的投资回报率。

- **盈利预测：**我们上修公司 2025-2027 年权益持有人应占净利润分别为 2252/2563/2954 亿元（此前为 2235/2542/2882 亿元），YOY 分别为 +16.1%/+13.8%/+13.3%；EPS 分别为 24.6/28.0/31.7 元，当前股价对应 2025-2027 年 P/E 为 24/21/18 倍，维持“买进”建议。
- **风险提示：**游戏流水、广告收入等具有较高的不确定性。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2023	2024	2025F	2026F	2027F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	115216	194073	225284	256389	290527
同比增减	%	-38.79%	68.44%	16.08%	13.81%	13.31%
每股盈余(EPS)	RMB 元	12.1	21.1	24.6	28.0	31.7
同比增减	%	-38.25%	73.83%	16.38%	13.81%	13.31%
市盈率(P/E)	X	30.24	23.81	23.84	20.95	18.49
股利(DPS)	RMB 元	2.96	3.92	4.18	4.35	4.52
股息率(Yield)	%	0.59%	0.78%	0.71%	0.74%	0.77%

以本公司权益持有人应占盈利计算

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2023	2024	2025F	2026F	2025
经营收入	609015	660257	735502	811621	895684
经营成本	315906	311011	341321	374939	411882
毛利	293109	349246	394181	436681	483801
销售及市场推广开支	34211	36388	39717	43016	46576
一般及行政开支	103525	112761	129448	142845	157640
经营盈利	160074	208099	240015	265820	294585
财务成本	-12268	-11981	-12504	-13798	-15227
除税前利润	161324	241485	277512	312022	349359
所得税	43276	45018	49952	53044	55897
少数股东权益	2832	2394	2276	2590	2935
归属于股东的净利润	115216	194073	225284	256389	290527

附二：合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
非流动资产	1058800	1284815	1387600	1484732	1603511
流动资产	518446	496180	570607	656198	754628
资产合计	1577246	1780995	1958207	2140930	2358139
流动负债	351408	330190	363209	399530	439483
非流动负债	352157	396909	436600	471528	518681
负债合计	703565	727099	799809	871058	958164
少数股东权益	65090	80348	76331	70224	66713
股东权益	808591	973548	1082068	1199648	1333262
权益及负债总额	1577246	1780995	1958207	2140930	2358139

附三：合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
经营活动产生的现金流量净额	221962	258521	276617	290448	310780
投资活动产生的现金流量净额	-125161	-122187	-134406	-147846	-162631
筹资活动产生的现金流量净额	-82573	-176494	-194143	-203851	-224236
现金及现金等价物净增加额	14228	-40160	-51932	-61248	-76087

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i@持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。