

2025年8月14日
騰訊控股(700.HK)

SDICSI

公司动态分析

证券研究报告

互联网与软件

多业务全线开花，AI 驱动增长动能强劲

事件：騰訊控股 2025 年 Q2 业绩延续稳健增长态势，收入、盈利等核心指标均实现双位数同比提升。游戏、营销服务、金融科技及企业服务板块协同发力，公司实现收入 1845.0 亿元，同比增长 15%，毛利率从去年同期的 53% 提升至 57%，主要得益于高毛利率业务（如本土游戏、视频号及微信搜一搜）的贡献增加及成本效益改善，AI 技术的深度渗透成为驱动各业务线增长的关键引擎。Non-IFRS 经营盈利 692.5 亿元，同比增长 18%，剔除联营公司影响后，核心盈利增速达 20%，凸显主营业务的强劲增长动能。Non-IFRS 归母净利润同比增长 10% 达到 630.5 亿元，收入与利润表现均超出市场预期。

报告摘要

游戏业务双线突破，社交生态稳健 Q2 增值服务收入 913.7 亿元，同比增长 16%，占总收入 50%。其中，本土游戏收入 404 亿元，同比增长 17%，新游《三角洲行动》表现突出，7 月平均日活突破 2000 万，跻身行业日活前五、流水前三，叠加《王者荣耀》《和平精英》等长青游戏的稳定贡献，成为增长核心。国际游戏收入 188 亿元，同比增长 35%（固定汇率下 33%），Supercell 旗下《皇室战争》通过内容更新和社区活动推动月流水创七年新高，《PUBG MOBILE》亦保持增长。社交网络收入同比增长 6%，受益于手游虚拟道具、视频号直播及音乐付费会员增长，腾讯视频与腾讯音乐分别维持长视频及音乐流媒体市场领先地位，付费会员数分别达 1.14 亿及 1.24 亿。

AI 驱动广告效率提升，需求持续释放 Q2 营销服务收入 357.6 亿元，同比增长 20%，增速领跑各业务。公司通过升级广告基础模型，提升全流量平台广告效果，推动视频号、小程序及微信搜一搜成为广告主核心投放场景，各行业营销需求均实现增长，印证 AI 技术对广告业务的赋能成效。

消费复苏叠加 AI 需求，金融科技增速回暖 金融科技及企业服务板块收入 Q2 录得 555.4 亿元，同比增长 10%。金融科技方面，受益于消费趋势改善，商业支付金额恢复同比增长，消费贷款、理财服务收入同步提升。企业服务增速加快，AI 相关服务（如 GPU 租赁、API token 使用）及商家技术服务费成为增长新引擎，反映出 B 端客户对 AI 工具的需求快速释放。

生态根基稳固，AI 技术突破 微信及 WeChat 合并月活 14.11 亿，同比增长 3%，环比增长 0.6%，持续巩固社交基本盘；QQ 移动月活 5.32 亿，同比略有下降，但整体用户黏性仍处高位。混元 3D 模型在几何精度、纹理真实度等方面位居行业前列（Hugging Face 排名第一），已被游戏开发者、3D 打印企业等广泛采用；微信 AI 功能持续丰富，智能检索、客服回复等场景提升用户体验，AI 原生应用“元宝”使用量逐步扩大。Q2 公司资本开支 191.07 亿元，主要投向 AI 相关业务发展，为技术研发及场景落地提供坚实支撑

投资建议 騰訊 2025Q2 业绩印证了 AI 技术对各业务线的深度赋能，游戏、广告、企业服务等板块均展现出强劲增长韧性，毛利率提升进一步释放盈利弹性。短期来看，AI 驱动的广告效率优化、新游上线周期及消费复苏将持续贡献增长；长期而言，混元大模型的行业拓展与微信生态的 AI 功能迭代有望打开新空间。基于 2025 年预估增值服务 20xPE、广告业务 20xPE 和金融企业及云服务 9xPS，以及 0.9 倍的估值系数，给予公司 699.1 港元，对应 2025 年/2026 年预计 PE 分别为 23.6x 与 20.7x，较最近收市价格 19.3% 的涨幅，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济状况的变化，新老游戏产品表现不达预期风险，国际业务风险，监管不确定性风险。

投资评级： 买入

维持评级

6 个月目标价 699.1 港元

股价 2025-8-13 586.0 港元

总市值(百万港元)	53,640.9
流通市值(百万港元)	53,640.9
总股本(百万股)	9,153.7
流通股本(百万股)	9,153.7
12 个月低/高(港元)	362.8/568.5
平均成交(百万港元)	11,897.3

股东结构

MIH	24.4%
马化腾	8.6%
其他股东	67.3%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.4	3.5	5.6
绝对收益	17.2	12.7	54.8

数据来源：彭博、港交所、公司

汪阳 资讯科技行业分析师

+852-22131400

alexwang@sdicsi.com.hk

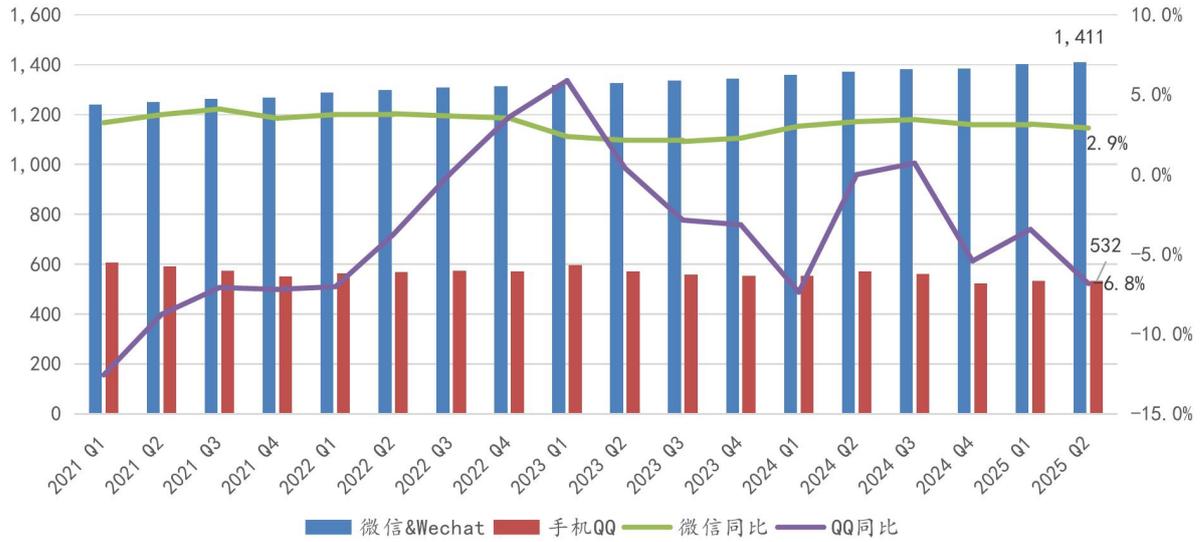
财务及估值摘要

(年结31/12; RMB百万)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	608,940	660,189	741,585	809,295	863,527
同比变动	9.8%	8.4%	12.3%	9.1%	6.7%
调整后归母净利润(百万元人民币)	157,688	222,703	248,488	283,500	302,884
每股Non-GAAP盈利(元人民币)	17.2	24.3	27.1	31.0	33.1
同比变动	36.4%	41.2%	11.6%	14.1%	6.8%
基于586港元的市盈率	31.1	22.0	19.7	17.3	16.2
基于586港元的市净率	6.1	5.0	4.2	3.5	3.0
净利率	19.4%	29.8%	29.1%	30.8%	30.8%

数据来源:公司公告, 国证国际预测

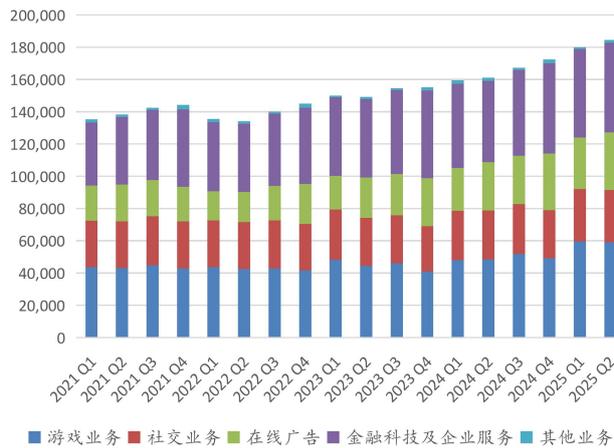
2025Q2 财季（截至 2025 年 6 月底）业绩概览

图表 1: 微信与 QQ 月活用户变化



资料来源:公司公告, 国证国际研究整理

图表 2: 各个业务分部收入变化



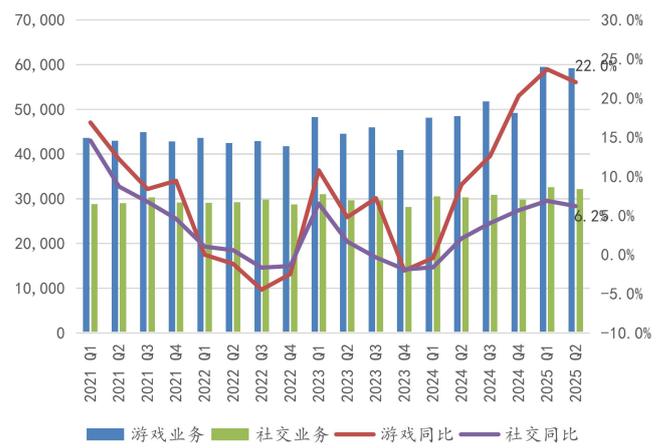
资料来源:公司公告, 国证国际研究整理

图表 4: 广告与金融科技企业服务收入变化



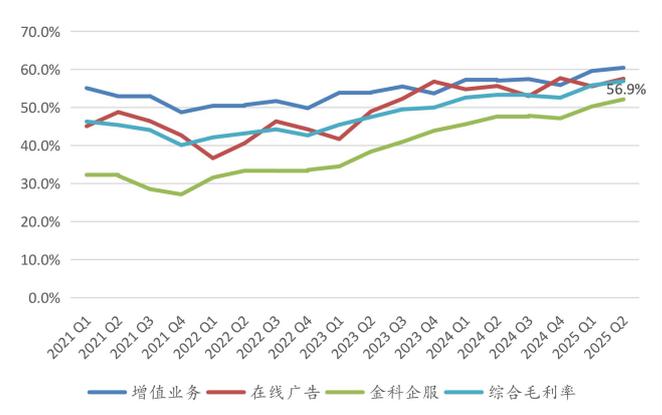
资料来源:公司公告, 国证国际研究整理

图表 3: 游戏与社交分部收入同比变化

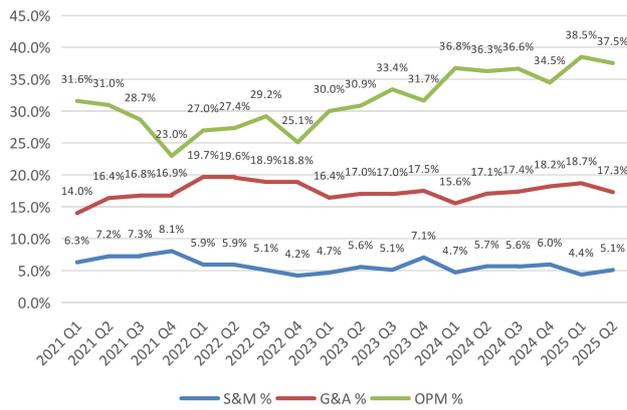


资料来源:公司公告, 国证国际研究整理

图表 5: 业务毛利率变化



资料来源:公司公告, 国证国际研究整理

图表 6: 费用率与利润率


资料来源:公司公告, 国证国际研究整理

图表 7: 净利润与经调整净利润变化


资料来源:公司公告, 国证国际研究整理

附表：财务报表预测

损益表						财务分析					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>											
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	608,940	660,189	741,585	809,295	863,527	盈利能力					
毛利	293,109	349,246	418,860	448,455	478,679	毛利率 (%)	48.1%	52.9%	56.5%	55.4%	55.4%
其他业务净额	4,701	8,002	-9,119	9,712	10,362	EBITDA 利率 (%)	32.9%	34.0%	35.7%	37.2%	36.9%
销售及管理费用	-137,736	-149,149	-167,327	-177,420	-189,309	净利率 (%)	19.4%	29.8%	29.1%	30.8%	30.8%
营运收入	160,074	208,099	242,415	280,747	299,732	营运表现					
财务开支	-12,268	-11,981	-15,855	-15,855	-15,855	销售及管理费用/收入 (%)	22.6%	22.6%	22.6%	21.9%	21.9%
联营公司等	168,891	245,464	288,200	310,051	330,267	实际税率 (%)	26.8%	18.6%	18.0%	18.0%	18.0%
税前盈利	161,324	241,485	263,226	303,907	324,774	股息支付率 (%)	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
所得税	-43,276	-45,018	-47,366	-54,686	-58,441	ROA	7.3%	11.6%	11.5%	12.0%	11.5%
净利润	118,048	196,467	215,860	249,221	266,333	ROE	13.9%	20.1%	19.2%	19.1%	17.2%
少数股东应占利润	2,832	2,394	3,152	4,984	5,327	应收账款天数	77.1	78.6	74.6	70.7	68.6
本公司股东应占利润	115,216	194,073	212,708	244,237	261,007	应付账款天数	222.0	222.0	222.0	223.0	224.0
折旧及摊销	-59,978	-57,347	-49,841	-49,346	-49,163	财务状况					
利息收入	13,808	16,004	16,291	17,778	18,970	总负债/总资产	0.45	0.41	0.39	0.35	0.32
EBITDA	200,444	224,266	265,026	301,376	318,986	收入/净资产	0.70	0.63	0.64	0.58	0.53
增长						经营性现金流/收入	0.36	0.39	0.37	0.38	0.37
总收入 (%)	9.8%	8.4%	12.3%	9.1%	6.7%	税前盈利对利息倍数	16.34	18.72	16.72	19.01	20.12
归母净利润 (%)	-38.8%	68.4%	9.6%	14.8%	6.9%	有息负债/总负债	28.1%	27.4%	27.0%	26.5%	26.0%
资产负债表						现金流量表					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	362,121	328,830	524,539	751,465	994,839	EBITDA	200,444	224,266	265,026	301,376	318,986
应收账款	135,017	149,247	154,067	159,370	165,202	净融资成本	-1,923	-3,557	-436	-1,923	-3,115
存货	456	440	484	532	586	营运资金变化	14,908	19,368	7,007	7,708	8,478
其他流动资产	20,852	17,663	17,663	17,663	17,663	所得税	-43,276	-45,018	-47,366	-54,686	-58,441
总流动资产	518,446	496,180	696,754	929,030	1,178,289	其他	51,809	63,462	48,041	51,878	54,951
固定资产	70,411	103,302	145,989	156,930	167,029	营运现金流	221,962	258,521	272,273	304,352	320,860
无形资产	177,727	196,127	68,021	64,697	62,397	资本开支	-60,000	-60,000	-60,000	-60,000	-60,000
长期投资	253,696	290,343	290,343	290,343	290,343	其他投资活动	-65,161	-62,187	16,291	17,778	18,970
银行存款及其他	514,380	657,189	657,189	657,189	657,189	投资活动现金流	-125,161	-122,187	-43,709	-42,222	-41,030
总资产	1,577,246	1,780,995	1,906,010	2,148,939	2,409,036	负债变化	7,695	80,348	0	0	0
应付账款	177,543	202,744	214,615	227,674	242,038	股本变化	-71,068	-96,098	0	0	0
短期银行借款	41,537	52,885	52,885	52,885	52,885	股息	-8,591	-14,471	-15,861	-18,212	-19,463
其他短期负债	133,077	141,280	141,280	141,280	141,280	其他融资活动	-10,609	-146,273	-16,993	-16,993	-16,993
总短期负债	352,157	396,909	408,780	421,839	436,203	融资活动现金流	-82,573	-176,494	-32,854	-35,205	-36,456
长期银行借款	155,819	146,521	146,521	146,521	146,521	现金变化	14,228	-40,160	195,709	226,925	243,374
其他负债	351,408	330,190	330,190	330,190	330,190	期初持有现金	156,739	172,320	132,519	328,228	555,154
总负债	703,565	727,099	738,970	752,029	766,393	汇兑变化	1,353	359	0	0	0
少数股东权益	65,090	80,348	83,500	88,484	93,811	期末持有现金	172,320	132,519	328,228	555,154	798,528
股东权益	873,681	1,053,896	1,167,039	1,396,911	1,642,643						
每股账面值(摊薄)	95.45	115.13	127.49	152.61	179.45						
营运资产	166,289	99,271	287,973	507,191	742,087						

数据来源: 国证国际研究预测

客户服务热线

香港：22131888

国内：4008695517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼电话：+852-22131000 传真：+852-22131010