



腾讯控股 (00700.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

AI 驱动业绩高增，游戏持续亮眼表现

业绩简评

2025年8月13日晚间，公司披露2025第二季度业绩公告，25Q2公司总收入1845亿元，yoy+15%；Non-IFRS归母净利润631亿元，yoy+10%；Non-IFRS归母净利率为28.8%，yoy-6.8%。

经营分析

增值服务：《三角洲行动》表现强势，海外游戏再创新高：25Q2公司增值服务收入913.7亿元，yoy+16%。其中本土市场游戏收入404亿元，yoy+17%；国际市场游戏收入188亿元，yoy+33%。1)本土游戏主要由长青游戏《王者荣耀》、《无畏契约》和《和平精英》等长青游戏贡献。2)海外游戏连续4个季度刷新历史新高，主要受益于Supercell旗下游戏、《PUMG Mobile》及新发布的《沙丘：觉醒》的收入贡献。Supercell的《皇室战争》在优化后拉动了游戏的日活跃账户数，推动其月流水于今年6月创下7年新高。3)社交网络收入322亿元，yoy+6%，得益于手游虚拟道具销售、视频号直播服务收入及音乐付费会员收入的增长。公司升级小游戏技术底座，25Q2小游戏总流水yoy+20%；视频付费会员数达到1.14亿，腾讯音乐付费会员数达到1.24亿。4)25Q2增值服务业务毛利率达60%，yoy+3pct，主要受本土市场游戏所驱动，包括《三角洲行动》在内的若干自主研发游戏的贡献增加。《三角洲行动》7月的平均DAU突破2000万，位居行业日活跃账户数前5、流水前3。

营销服务业务：AI提效显著，激活广告增长潜能：25Q2公司营销服务收入357.6亿元，yoy+20%。1)业绩增长主要受益于AI驱动的广告平台改进及微信交易生态的提升，通过加大AI在广告创作、投放、推荐及效果分析中的应用，广告点击率、转化率和广告主的投入回报均获得提升。2)25Q2营销服务毛利率达58%，yoy+2pct，主要受益于高毛利率的视频号和微信搜一搜的收入增长。

金融科技及企业服务：支付业务增长，AI需求带动企服收入增长。25Q2公司金融科技及企业服务收入555.3亿元，yoy+10%；毛利率52%，yoy+4pct。受益于消费贷员服务和理财服务贡献，以及支付服务和云服务成本效率提升，公司收入和毛利率持续提升。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2025/2026/2027年Non-IFRS归母净利润2570/2912/3181亿元，EPS为28.08/31.81/34.75元，公司股票现价对应PE估值为19.24/16.98/15.54倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1) 游戏行业政策收紧的风险；
- 2) 直播带货大盘增速下滑的风险；
- 3) 广告主投放意愿放缓的风险；
- 4) 新技术更新的竞争风险。

海外和传媒互联网组

分析师：易永坚 (执业S1130525020001)

liyongjian@gjzq.com.cn

分析师：李洁 (执业S1130525030015)

lijie10@gjzq.com.cn

市价 (港币)：590.000元

相关报告：

1. 《腾讯控股港股公司点评：游戏&广告业务超预期，AI投入初现回报》，2025.5.16
2. 《腾讯控股港股公司点评：业务展现韧性，游戏增长亮眼》，2024.11.14
3. 《腾讯控股港股公司点评：游戏企稳回升，利润释放加速》，2024.8.15



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	609,015	660,257	742,318	806,377	879,368
营业收入增长率	9.82%	8.41%	12.43%	8.63%	9.05%
经调整归母净利润(百万元)	157,688	222,703	257,026	291,204	318,126
经调整归母净利润增长率	36.35%	41.23%	15.41%	13.30%	9.24%
经调整摊薄每股收益(元)	17.23	24.33	28.08	31.81	34.75
每股经营性现金流净额	23.41	28.02	32.11	35.45	38.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.25%	19.93%	18.51%	17.14%	15.95%
P/E	15.60	15.69	19.24	16.98	15.54
P/B	3.15	3.62	4.14	3.42	2.88

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	554,552	609,015	660,257	742,318	806,377	879,368
增长率	-1.0%	9.8%	8.4%	12.4%	8.6%	9.1%
主营业务成本	315,806	315,906	311,011	328,764	359,585	385,176
%销售收入	56.9%	51.9%	47.1%	44.3%	44.6%	43.8%
毛利	238,746	293,109	349,246	413,554	446,792	494,192
%销售收入	43.1%	48.1%	52.9%	55.7%	55.4%	56.2%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	29,229	34,211	36,388	34,730	38,706	43,089
%销售收入	5.3%	5.6%	5.5%	4.7%	4.8%	4.9%
管理费用	106,696	103,525	112,761	132,641	135,471	142,458
%销售收入	19.2%	17.0%	17.1%	17.9%	16.8%	16.2%
研发费用	61,401	64,078	70,686	80,796	84,670	89,696
%销售收入	11.1%	10.5%	10.7%	10.9%	10.5%	10.2%
息税前利润 (EBIT)	211,618	159,401	237,928	276,391	303,097	339,426
%销售收入	38.2%	26.2%	36.0%	37.2%	37.6%	38.6%
财务费用	1,393	-1,923	-3,557	-3,488	-6,758	-3,720
%销售收入	0.3%	-0.3%	-0.5%	-0.5%	-0.8%	-0.4%
投资收益	-16,129	-295	25,176	22,581	22,581	22,581
%税前利润	-7.7%	-0.2%	10.4%	8.1%	7.3%	6.6%
营业利润	102,821	152,784	200,097	246,183	272,615	308,646
营业利润率	18.5%	25.1%	30.3%	33.2%	33.8%	35.1%
营业外收支						
税前利润	210,225	161,324	241,485	279,879	309,855	343,146
利润率	37.9%	26.5%	36.6%	37.7%	38.4%	39.0%
所得税	21,516	43,276	45,018	54,914	58,872	65,198
所得税率	10.2%	26.8%	18.6%	19.6%	19.0%	19.0%
净利润	188,709	118,048	196,467	224,965	250,983	277,948
少数股东损益	466	2,832	2,394	3,719	3,514	3,891
归属于母公司的净利润	188,243	115,216	194,073	221,246	247,469	274,057
净利率	33.9%	18.9%	29.4%	29.8%	30.7%	31.2%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	188,243	115,216	194,073	221,246	247,469	274,057
少数股东损益	466	2,832	2,394	3,719	3,514	3,891
非现金支出	-84,896	28,505	-13,646	-14,229	-14,096	-13,372
非经营收益						
营运资金变动	-18,472	19,233	21,881	15,606	19,103	17,879
经营活动现金净流	146,091	221,962	258,521	293,919	324,486	351,294
资本开支	-50,850	-47,407	-96,048	-68,000	-68,000	-68,000
投资	-52,861	-82,752	-36,930	-117,203	-117,203	-117,203
其他	-1,160	4,998	10,791	36,772	30,483	30,780
投资活动现金净流	-104,871	-125,161	-122,187	-148,431	-154,720	-154,422
股权募资	-28,312	-42,697	-100,399	0	0	0
债权募资	438	2,652	-20,689	-17,615	-16,714	-17,165
其他	-32,079	-42,528	-55,406	-12,260	-12,873	-13,517
筹资活动现金净流	-59,953	-82,573	-176,494	-29,875	-29,587	-30,681
现金净流量	-11,227	15,581	-39,801	116,405	140,970	166,981

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	156,739	172,320	132,519	248,924	389,893	556,875
应收款项	120,919	131,904	146,072	164,227	178,399	194,547
存货	2,333	456	440	465	509	545
其他流动资产	285,998	213,766	217,149	256,405	295,571	334,781
流动资产	565,989	518,446	496,180	670,021	864,371	1,086,748
%总资产	35.9%	32.9%	27.9%	33.1%	37.7%	42.0%
长期投资	252,715	261,665	297,415	333,165	368,915	404,665
固定资产	63,207	66,815	92,487	89,936	87,060	83,854
%总资产	4.0%	4.2%	5.2%	4.4%	3.8%	3.2%
无形资产	184,326	198,191	213,806	213,060	211,927	210,403
非流动资产	1,012,142	1,058,800	1,284,815	1,353,278	1,427,629	1,501,260
%总资产	64.1%	67.1%	72.1%	66.9%	62.3%	58.0%
资产总计	1,578,131	1,577,246	1,780,995	2,023,299	2,292,000	2,588,008
短期借款	11,580	41,537	52,885	52,885	52,885	52,885
应付款项	102,827	115,109	127,335	134,603	147,222	157,700
其他流动负债	319,797	195,511	216,689	243,621	264,644	288,599
流动负债	434,204	352,157	396,909	431,109	464,751	499,183
长期贷款	312,337	292,920	277,107	259,492	242,778	225,614
其他长期负债	48,730	58,488	53,083	53,046	53,046	53,046
负债	795,271	703,565	727,099	743,647	760,575	777,843
普通股股东权益	721,391	808,591	973,548	1,195,585	1,443,844	1,718,693
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	729,668	808,260	974,027	1,196,064	1,444,323	1,719,172
少数股东权益	61,469	65,090	80,348	84,067	87,581	91,472
负债股东权益合计	1,578,131	1,577,246	1,780,995	2,023,299	2,292,000	2,588,008

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	19.76	12.19	20.94	24.17	27.03	29.94
每股净资产	75.39	85.27	105.53	130.61	157.73	187.76
每股经营现金净流	15.27	23.41	28.02	32.11	35.45	38.38
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	26.09%	14.25%	19.93%	18.51%	17.14%	15.95%
总资产收益率	11.93%	7.30%	10.90%	10.93%	10.80%	10.59%
投入资本收益率	17.16%	9.65%	13.99%	13.95%	13.44%	13.16%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.99%	9.82%	8.41%	12.43%	8.63%	9.05%
EBIT增长率	-15.13%	-24.68%	49.26%	16.17%	9.66%	11.99%
净利润增长率	-16.27%	-38.79%	68.44%	14.00%	11.85%	10.74%
总资产增长率	-2.12%	-0.06%	12.92%	13.60%	13.28%	12.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.8	27.2	25.8	24.8	25.2	25.2
存货周转天数	1.9	1.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应付账款周转天数	121.0	124.2	140.3	143.4	141.1	142.5
固定资产周转天数	42.5	38.4	43.4	44.2	39.5	35.0
偿债能力						
净负债/股东权益	23.84%	22.87%	22.10%	7.58%	-4.08%	-13.72%
EBIT利息保障倍数	21.2	13.4	19.1	22.5	23.5	25.1
资产负债率	50.39%	44.61%	40.83%	36.75%	33.18%	30.06%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究