



各项业务增长延续, AI 注入深层驱动力

—— 2025 年半年报业绩点评

2025 年 8 月 14 日

核心观点

- **事件** 公司发布 2025 年第二季度业绩: 2025Q2 公司实现营业收入 1845.04 亿元, 同比增长 14.5%; 归母净利润 556.28 亿元, 同比增长 16.8%, 归母净利润 (Non-IFRS) 为 630.52 亿元, 同比增长 10.0%。
- **新游老游共同发力, 游戏业务持续增长** 公司 2025Q2 单季度国内游戏和海外游戏收入分别为 404 亿元、188 亿元, 同比分别增长 35%、17%。国内游戏方面, 除《王者荣耀》等长青游戏持续稳健运营外, 《三角洲行动》在 Q2 实现高速增长, 7 月 DAU 均值达 2000 万+ (4 月为 1200 万); 海外游戏方面, 《皇室战争》6 月流水创近年新高; 此外, Q2 小游戏流水同比增长超过 20%。**后续新游展望:**《无畏契约: 源能行动》将于 8 月 19 日上线, 目前预约人数超 6000 万,《王者荣耀世界》《异人之下》等游戏已获得版号, 关注后续上线进度及上线后表现。
- **AI 全方位赋能, 注入深层驱动力** **游戏业务方面:** AI 工具应用于加速游戏内容制作, 基于 AI 技术推出更拟真的虚拟队友和非玩家角色, 采用 AI 驱动的营销举措以吸引新玩家及提升参与度; **广告业务方面:** AI 在广告创作、投放、推荐及效果分析中均有广泛应用, 进一步提升广告点击率和转化率、广告主的投入回报。推动公司 2025Q2 广告业务收入 358 亿元, 同比增长 20%。**金融科技与企服业务方面:** AI 相关需求有望拉动云服务业务增长。此外, 公司 2025Q2 资本开支 191 亿元, 同比增长 118%。
- **投资建议:** 公司主要业务展现出较强增长势头, 流量入口商业化潜力逐步释放。新游的亮眼表现有望对冲 2024 年的下半年游戏业务的高基数, 同时 AI 全方位赋能公司各项业务, 为公司长期增长注入深层驱动力。**预计公司 2025-2027 年经调整后净利润为 2528.54/2859.07/3179.53 亿元, 对应 PE 为 19x/17x/15x, 维持“推荐”评级。**
- **风险提示:** 宏观经济不及预期的风险、市场竞争加剧的风险、广告市场需求不确定的风险、新游流水不及预期的风险、AI 技术及应用发展不及预期的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	660,257	740,956	814,655	883,486
收入增长率	8.4%	12.2%	9.9%	8.4%
Non-IFRS 归母净利润(百万元)	222,703	252,854	285,907	317,953
Non-IFRS 归母净利润增速	36.4%	13.5%	13.1%	11.2%
Non-IFRS EPS(元)	24.14	27.62	31.23	34.73
Non-IFRS PE	22.06	19.28	17.05	15.33

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

腾讯控股 (0700.HK)

推荐 维持评级

分析师

岳铮

☎: 010-8092-7630

✉: yuezheng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030006

祁天睿

☎: 010-8092-7603

✉: qitianrui_yj@chinastock.com.cn

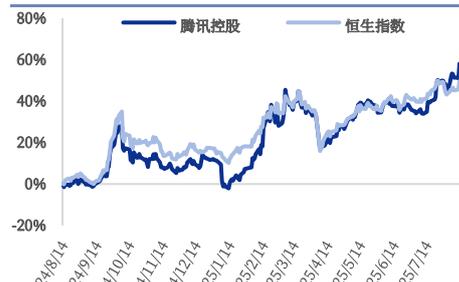
分析师登记编码: S0130525080003

市场数据

2025-8-13

H 股收盘价(港元)	586.00
恒生指数	25,613.67
总股本(万股)	915,374
总市值(亿港元)	53,641

相对指数表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

【银河传媒互联网】公司 2025 年一季报点评_腾讯控股 (0700.HK) _业绩整体超预期, 微信商业化与 AI 整合加速

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	496,180	714,007	852,180	1,060,368
现金	132,519	313,968	423,975	604,172
应收账款及票据	48,203	57,183	61,563	66,482
存货	440	482	518	550
其他	315,018	342,375	366,125	389,164
非流动资产	1,284,815	1,329,016	1,392,565	1,465,403
固定资产	92,487	86,214	84,844	86,420
无形资产	213,806	177,633	153,147	133,078
其他	978,522	1,065,168	1,154,574	1,245,904
资产总计	1,780,995	2,043,023	2,244,745	2,525,770
流动负债	396,909	451,622	508,704	557,727
短期借款	52,885	64,179	81,712	95,104
应付账款及票据	127,335	147,149	162,631	174,902
其他	216,689	240,295	264,361	287,722
非流动负债	330,190	328,347	316,001	306,013
长期债务	277,107	275,301	262,955	252,967
其他	53,083	53,046	53,046	53,046
负债合计	727,099	779,969	824,705	863,740
储备	974,027	1,202,615	1,462,145	1,751,985
归属母公司股东权益	973,548	1,179,729	1,333,334	1,571,546
少数股东权益	80,348	83,325	86,706	90,484
股东权益合计	1,053,896	1,263,054	1,420,040	1,662,030
负债和股东权益	1,780,995	2,043,023	2,244,745	2,525,770

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	258,521	273,465	301,528	322,962
净利润	194,073	227,797	258,740	289,048
少数股东权益	2,394	2,977	3,381	3,777
折旧摊销	45,854	57,983	50,623	45,689
其他	16,200	-15,291	-11,216	-15,553
投资活动现金流	-122,187	-70,431	-82,040	-85,826
筹资活动现金流	-176,494	-22,375	-110,272	-57,730
现金净增加额	-39,801	181,449	110,007	180,197

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	660,257	740,956	814,655	883,486
其他收入	0	0	0	0
营业成本	311,011	340,228	365,691	387,953
销售费用	36,388	40,012	43,177	45,941
管理费用	112,761	122,258	132,381	141,358
研发费用	70,686	70,391	77,392	83,931
财务费用	-3,557	-1,694	-2,747	-2,973
除税前溢利	241,485	279,726	316,762	352,802
所得税	45,018	48,952	54,642	59,976
净利润	196,467	230,774	262,121	292,826
少数股东损益	2,394	2,977	3,381	3,777
归母净利润	194,073	227,797	258,740	289,048
Non-IFRS 归母净利润	222,703	252,854	285,907	317,953
EBIT	237,928	278,032	314,016	349,830
EBITDA	283,782	336,015	364,639	395,519

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8.41%	12.22%	9.95%	8.45%
Non-IFRS 归母净利润	36.35%	13.54%	13.07%	11.21%
毛利率	52.90%	54.08%	55.11%	56.09%
销售净利率	29.39%	30.74%	31.76%	32.72%
Non-IFRS ROE	22.88%	21.43%	21.44%	20.23%
资产负债率	40.83%	38.18%	36.74%	34.20%
净负债比率	18.74%	2.02%	-5.58%	-15.41%
流动比率	125.01%	158.10%	167.52%	190.12%
速动比率	124.06%	157.17%	166.62%	189.23%
总资产周转率	0.39	0.39	0.38	0.37
应收账款周转率	13.93	14.06	13.72	13.80
应付账款周转率	2.57	2.48	2.36	2.30
Non-IFRS 每股收益	24.14	27.62	31.23	34.73
每股经营现金流	28.02	29.87	32.94	35.28
每股净资产	105.53	128.88	145.66	171.68
Non-IFRS P/E	22.06	19.28	17.05	15.33
P/B	5.05	4.13	3.66	3.10
EV/EBITDA	18.01	14.59	13.15	11.68

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

岳铮，传媒互联网行业分析师，约翰霍普金斯大学硕士，2020年加入银河证券研究院，从事传媒互联网行业研究工作。

祁天睿，传媒互联网行业分析师，毕业于复旦大学（硕士）、清华大学（本科），2023年加入银河证券研究院。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn