



## 腾讯 (700.HK): 业绩超预期, AI 投入并未影响毛利率再创新高

**业绩超预期:** 2Q25 收入人民币 1,845 亿元, 同比增长 15%, 高于市场预期 3%; 毛利率 56.9%, 同比提升 3.6 个百分点, 再创新高; 调整后净利润为 631 亿元, 同比增长 10%, 略高于市场预期; 调整后净利率 34.2%, 2Q24 为 35.6%, 1Q25 为 34.1%。

**游戏收入增长强劲, 递延收入增速略有放缓:** 2Q25 本土游戏收入同比增长 17% 至 404 亿元, 主要得益于新游《三角洲行动》表现出色, DAU 突破 2,000 万, 位居行业前五, 流水位居前三。国际游戏收入同比增长 35% 至 188 亿元, 受益于 Supercell 游戏以及《PUBG MOBILE》等游戏推动,《皇室战争》流水创七年新高。新游方面,《无畏契约》手游定档 8 月 19 日上线, 或在一定程度上抵消低基数红利(《DNF》手游)在三季度减弱的影响。从递延收入来看, 二季度同比增长 12%, 较上一季度 23% 增速有所下滑。

**毛利率持续改善, AI 持续赋能核心业务:** 2Q25 广告收入 358 亿元, 同比增长 20%, 主要受益于视频号、小程序和搜一搜收入增长驱动, 同比分别增长 50%、50% 和 60%。AI 为广告业务带来活力, 继续提升广告点击率和转化率。金融科技及企业服务收入 555 亿元, 同比增长 10%, 好于预期, 金融科技服务收入实现高个位数增长, 其中商业支付金额恢复同比增长。二季度, 资本开支 191 亿元, 同比增长 120%, 公司表示会持续投入, 但不会盲目烧钱。在不断加大 AI 相关投入的情况下, 公司各分部毛利率仍能有所改善, 表现出色。我们看好腾讯在 AI 布局的独特优势, 包括丰富的应用场景、海量的用户数据、开放的生态系统以及强大的研发实力。

**维持“买入”评级和目标价 700 港元:** 我们略微调整公司 2025E 收入预测至人民币 7,384 亿元, 维持目标价 700 港元, 对应 2025E/2026E 年 23.3x/22.3x P/E。腾讯是我们今年行业首推标的之一, 年初至今股价涨幅已超 40%, 跑赢大盘。我们看好 AI 持续推动价值重估, 加速应用端爆发, 助力降本增效, 维持“买入”评级。

**投资风险:** 宏观消费不确定性; 竞争激烈; 新游表现不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY26E
营业收入	608,940	659,620	738,404	801,401	868,312
经营利润	165,734	211,785	247,643	276,058	305,013
调整后净利润	157,613	212,644	256,158	268,055	291,919
调整后目标 PE (x)			23.3	22.3	20.4

E=浦银国际预测, 资料来源: Bloomberg、浦银国际

赵丹

首席互联网分析师  
dan\_zhao@spdbi.com  
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师  
charles\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6409

2025 年 8 月 14 日

### 评级

买入

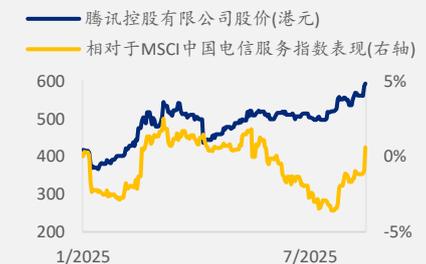
目标价 (港元)	700
潜在升幅/降幅	+19.5%
目前股价 (港元)	586
52 周内股价区间 (港元)	364.2-600
总市值 (百万港元)	5,423,591
近 3 月日均成交额 (百万港元)	9,479

### 市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
<b>收入</b>	<b>608,940</b>	<b>659,620</b>	<b>738,404</b>	<b>801,401</b>	<b>868,312</b>
收入成本	(315,906)	(310,561)	(321,316)	(362,644)	(386,348)
<b>毛利</b>	<b>293,034</b>	<b>349,059</b>	<b>417,088</b>	<b>438,757</b>	<b>481,964</b>
销售费用	(34,211)	(36,388)	(37,034)	(42,474)	(46,021)
管理费用	(103,525)	(112,761)	(131,436)	(128,224)	(138,930)
其他费用	10,436	11,875	(975)	8,000	8,000
<b>经营盈利</b>	<b>165,734</b>	<b>211,785</b>	<b>247,643</b>	<b>276,058</b>	<b>305,013</b>
利息收入	(12,268)	(225)	2,068	4,000	4,000
其他收益	7,783	29,738	23,099	20,000	20,000
<b>除税前盈利</b>	<b>161,249</b>	<b>241,298</b>	<b>272,810</b>	<b>300,058</b>	<b>329,013</b>
所得税开支	(43,276)	(45,018)	(53,927)	(60,012)	(65,803)
其他盈利	-	-	-	-	-
<b>年度盈利</b>	<b>117,973</b>	<b>196,280</b>	<b>218,883</b>	<b>240,047</b>	<b>263,211</b>
少数股东权益	2,832	2,394	2,720	2,992	3,291
<b>本公司权益持有人</b>	<b>115,141</b>	<b>193,886</b>	<b>216,163</b>	<b>237,055</b>	<b>259,919</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>157,613</b>	<b>212,644</b>	<b>256,158</b>	<b>268,055</b>	<b>291,919</b>

### 现金流量表

人民币百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
<b>净利润</b>	<b>115,216</b>	<b>193,886</b>	<b>216,163</b>	<b>237,055</b>	<b>259,919</b>
折旧与摊销	59,008	56,213	66,124	71,189	77,088
营运资金变动	19,233	21,881	(13,432)	2,633	(5,454)
其他非现金调整	28,505	(13,459)	-	-	-
<b>经营活动现金流</b>	<b>221,962</b>	<b>258,521</b>	<b>268,856</b>	<b>310,876</b>	<b>331,554</b>
资本性支出	(47,150)	(89,321)	(90,000)	(99,000)	(108,900)
投资	(82,752)	(39,690)	(100,000)	(100,000)	(100,000)
其他投资活动	4,741	6,824	-	-	-
<b>投资活动现金流</b>	<b>(125,161)</b>	<b>(122,187)</b>	<b>(190,000)</b>	<b>(199,000)</b>	<b>(208,900)</b>
借款	2,652	(20,689)	(10,000)	(10,000)	(10,000)
股本	(63,680)	(129,258)	(67,860)	-	-
其他融资活动	(21,545)	(26,547)	-	-	-
<b>融资活动现金流</b>	<b>(82,573)</b>	<b>(176,494)</b>	<b>(77,860)</b>	<b>(10,000)</b>	<b>(10,000)</b>
汇兑收益及其他	1,353	359	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	15,581	(39,801)	996	101,876	112,654
<b>期初的现金及现金等价物</b>	<b>156,739</b>	<b>172,320</b>	<b>132,519</b>	<b>133,515</b>	<b>235,391</b>
<b>期末的现金及现金等价物</b>	<b>172,320</b>	<b>132,519</b>	<b>133,515</b>	<b>235,391</b>	<b>348,045</b>

### 资产负债表

人民币百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
<b>固定资产</b>	<b>66,815</b>	<b>92,487</b>	<b>99,571</b>	<b>107,822</b>	<b>117,260</b>
无形资产	198,191	219,244	236,036	255,596	277,970
投资	722,826	804,774	804,774	804,774	804,774
其他非流动资产	70,968	168,310	168,310	168,310	168,310
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,058,800</b>	<b>1,284,815</b>	<b>1,308,691</b>	<b>1,336,502</b>	<b>1,368,314</b>
应收账款	131,904	149,247	167,073	181,327	196,466
投资	209,948	205,890	305,890	405,890	505,890
存货	456	440	455	514	547
现金及现金等价物	172,320	132,519	133,515	235,391	348,045
其他流动资产	3,818	8,084	8,084	8,084	8,084
<b>流动资产合计</b>	<b>518,446</b>	<b>496,180</b>	<b>615,017</b>	<b>831,206</b>	<b>1,059,032</b>
<b>资产总额</b>	<b>1,577,246</b>	<b>1,780,995</b>	<b>1,923,707</b>	<b>2,167,707</b>	<b>2,427,346</b>
母公司股东权益	808,591	973,548	1,121,851	1,358,906	1,618,825
少数股东权益	65,090	80,348	80,348	80,348	80,348
<b>权益总额</b>	<b>873,681</b>	<b>1,053,896</b>	<b>1,202,199</b>	<b>1,439,254</b>	<b>1,699,173</b>
长期借款	292,920	277,107	277,107	277,107	277,107
其他非流动负债	58,488	53,083	53,083	53,083	53,083
<b>非流动负债合计</b>	<b>351,408</b>	<b>330,190</b>	<b>330,190</b>	<b>330,190</b>	<b>330,190</b>
应付账款及票据	115,109	127,335	131,745	148,690	158,409
借款	41,537	52,885	42,885	32,885	22,885
其他流动负债	195,511	216,689	216,689	216,689	216,689
<b>流动负债合计</b>	<b>352,157</b>	<b>396,909</b>	<b>391,319</b>	<b>398,264</b>	<b>397,983</b>
<b>负债总额</b>	<b>703,565</b>	<b>727,099</b>	<b>721,509</b>	<b>728,454</b>	<b>728,173</b>
<b>权益及负债总额</b>	<b>1,577,246</b>	<b>1,780,995</b>	<b>1,923,707</b>	<b>2,167,707</b>	<b>2,427,346</b>

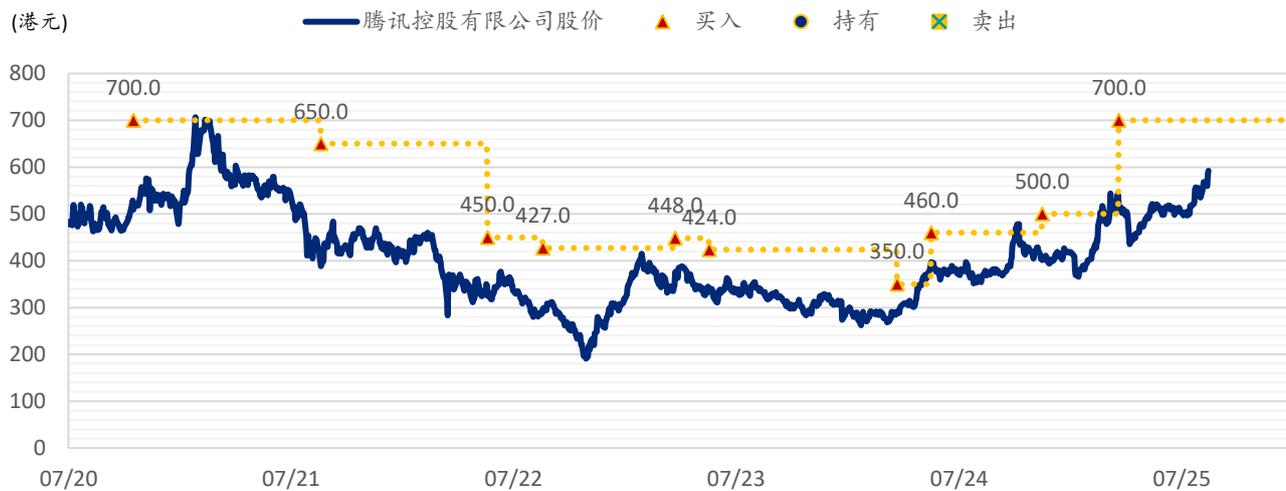
### 主要财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
<b>盈利增速</b>					
营业收入增速	9.8%	8.3%	11.9%	8.5%	8.3%
毛利润增速	22.7%	19.1%	19.5%	5.2%	9.8%
经营利润增速	-29.7%	27.8%	16.9%	11.5%	10.5%
净利润增速	-37.5%	66.4%	11.5%	9.7%	9.6%
调整后净利润增速	36.3%	34.9%	20.5%	4.6%	8.9%
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	48.1%	52.9%	56.5%	54.7%	55.5%
经营利润率	27.2%	32.1%	33.5%	34.4%	35.1%
净利率	18.9%	29.4%	29.3%	29.6%	29.9%
调整后净利率	25.9%	32.2%	34.7%	33.4%	33.6%
<b>每股指标 (元)</b>					
EPS	12.0	20.6	23.3	25.6	28.1
调整后EPS	16.4	22.6	27.7	28.9	31.5
<b>估值 (倍)</b>					
调整后目标P/E			23.3	22.3	20.4
目标P/S			7.9	7.3	6.8

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

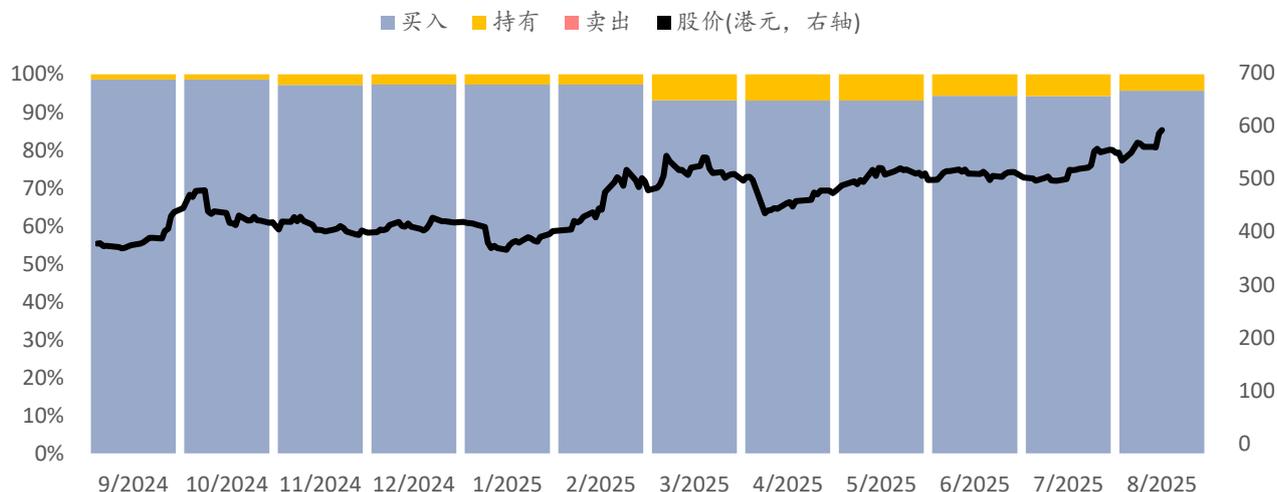
图表 2：浦银国际目标价：腾讯



资料来源：Bloomberg、浦银国际

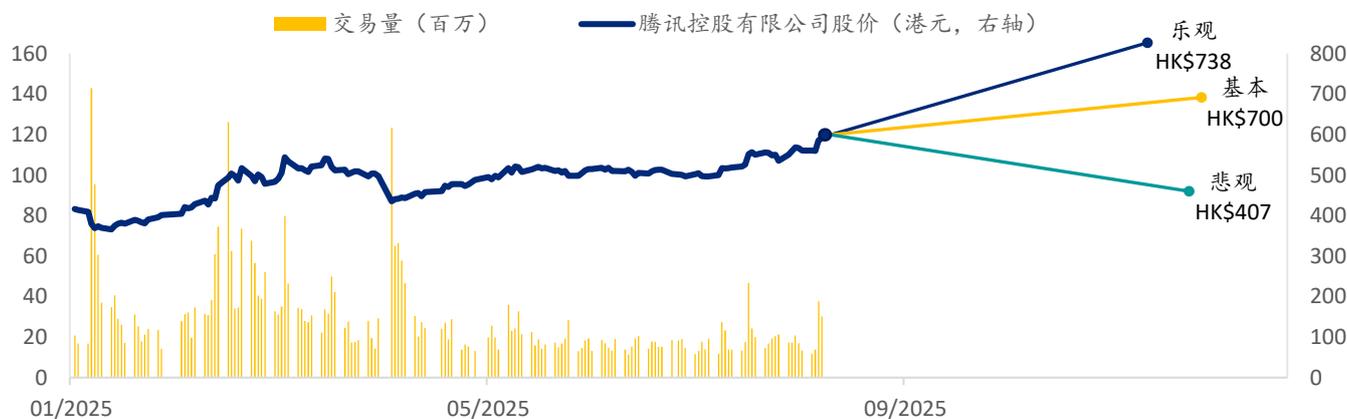
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3: 腾讯市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 腾讯 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入好于预期

目标价: 738 港元

概率: 20%

- 游戏表现优于预期;
- AI 对广告赋能优于预期。

悲观情景: 公司收入不及预期

目标价: 407 港元

概率: 20%

- 游戏表现弱于预期;
- AI 对广告赋能弱于预期。

资料来源: 浦银国际预测

图表 5: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	123.70	买入	147.00	16/5/2025	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	126.86	买入	150.00	16/5/2025	电商
9618 HK Equity	京东	127.40	买入	146.00	15/7/2025	电商
JD US Equity	京东	32.51	买入	38.00	15/7/2025	电商
PDD US Equity	拼多多	116.63	持有	100.00	28/5/2025	电商
VIPS US Equity	唯品会	16.36	持有	14.00	21/5/2025	电商
700 HK Equity	腾讯	586.00	买入	700.00	14/8/2025	游戏、社交
NTES US Equity	网易	134.90	买入	135.00	16/5/2025	游戏
9999 HK Equity	网易	215.40	买入	210.00	16/5/2025	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	189.00	买入	173.00	21/5/2025	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	24.37	买入	22.00	21/5/2025	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	11.48	买入	13.00	14/4/2025	游戏
2400 HK Equity	心动	75.05	买入	34.00	8/4/2025	游戏
799 HK Equity	IGG	4.98	买入	4.20	9/4/2025	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.46	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	7.50	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	124.30	买入	159.00	27/5/2025	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	74.95	买入	70.00	26/3/2025	短视频
SE US Equity	Sea	174.66	买入	200.00	13/8/2025	电商、游戏
U US Equity	Unity	37.94	买入	37.00	8/8/2025	软件
MSFT US Equity	Microsoft	520.58	买入	500.00	12/2/2025	软件
APP US Equity	AppLovin	446.40	买入	476.00	8/8/2025	广告
AMZN US Equity	Amazon	224.56	买入	282.00	12/2/2025	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	201.96	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	203.03	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
META US Equity	Meta	780.08	买入	892.00	12/2/2025	广告、社交
DUOL US Equity	Duolingo	327.93	买入	570.00	7/5/2025	教育
SPOT US Equity	Spotify	695.00	买入	700.00	6/2/2025	在线音乐
TME US Equity	腾讯音乐	25.60	买入	29.00	13/8/2025	在线音乐
1698 HK Equity	腾讯音乐	102.10	买入	114.00	13/8/2025	在线音乐
9899 HK Equity	网易云音乐	283.80	买入	190.00	26/2/2025	在线音乐
INOD US Equity	Innodata	43.18	买入	55.00	9/5/2025	软件

注: 股价截至 2025 年 8 月 13 日收盘。资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com  
852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com  
852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

