

腾讯控股 (00700.HK)

AI 带动广告持续高增长，海外游戏表现亮眼

优于大市

核心观点

收入同比增长 15%，经调整利润同比增长 10%。25Q2，腾讯实现营收 1845 亿元，同比增长 14.5%。主要增长由广告和游戏业务贡献，金融科技与企业服务业务增长重回双位数增长。经调整经营利润 25Q2 为 692 亿元，同比增长 18%。Non-IFRS 归母净利润 630 亿元，同比增长 10%；净利润增速慢于经营利润增速主要系联营公司利润影响。2025Q2，公司综合毛利率 57%，同比提升 4pct。增值服务/网络广告/金融科技与企业服务毛利率同比提升 3/2/5pct。游戏业务持续优化渠道成本，高毛利率的自研游戏《三角洲行动》发力；支付服务及云服务成本效益的提高。Capex 方面，25Q2 为 191 亿元，同比+119%，我们维持全年 Capex 增长预期。

看好未来腾讯 AI 应用不断融合腾讯生态。当前微信内嵌“元宝”现已能够接入并深度解读和总结视频号内容。元宝 APP 可以获取最新股价、天气，也可以看机票。**电商方向强化社交电商体验。**25Q2 微信将“赠礼”功能从小店扩展至小程序、视频号和公众号。其次，推出了“朋友在买”功能，用户可以通过聊天、朋友圈分享喜欢的商品或店铺，并共同参与拼团优惠活动。

网络游戏收入同比+22%，海外游戏增长强劲。2025Q2，公司网络游戏业务收入为 592 亿元，同比上升 22%。本季度末，公司递延收入（流动负债）为 1209 亿元，同比增长 13%，环比下降 2%。①本土市场游戏收入同比上升 17%至人民币 404 亿元。受《三角洲行动》的强劲贡献及《王者荣耀》、《无畏契约》和《和平精英》等常青树游戏的增长驱动。《三角洲行动》7 月份在中国市场的日活跃账户数（DAU）排名前五，总流水排名前三。近几个月游戏的月均 DAU 持续攀升，在 7 月创下超过 2000 万的历史新高。②国际市场游戏收入同比增长 35%至人民币 188 亿。增长主要系主要系《VALORANT》、Supercell 旗下游戏及《PUBG MOBILE》的增长较好。国内运营经验的持续复用海外。海外 Supercell 游戏《部落冲突》成为继《荒野乱斗》后另一个回春爆款。PUBGm“地铁逃生”模式的持续火爆和“奇观模式”UGC 生态的繁荣证明海外游戏也在走游戏平台化的道路。新上线的《沙丘觉醒》有望成为国际市场热门游戏。

营销服务：公司在流量增长和 AI 中受益。25Q2，公司网络广告收入为 358 亿元，同比增长 20%。高同比增长主要来自单次展示收入的提升。归因于：1) AI 部署带来的更高点击率；2) 微信小店和小游戏带来的更完善的闭环交易活动，从而提升了单次点击的收入。当前视频号加载率相对较低，二季度为低个位数。公司业绩会表示，如果未来部署 AI 的成本大幅上升并成为沉重负担，那么可能会选择加快广告商业化的步伐。但是公司认为现在没有必要加快广告加载率节奏。

金融科技和企业服务：重回双位数增长。25Q2，金融科技及企业服务业务收入同比增长 10%至 555 亿元，收入增速环比回暖。①金融科技服务：收入同比实现高个位数增长，主要由商业支付服务和消费信贷服务驱动。消费信贷保持了健康增长率。线下支付总额的增长趋势有所改善，得益于零售和餐饮等消费领域的支出增加。②25Q2 企业服务收入持续双位数增长，云服务收入增速较上一季度有所加快，受益于为满足客户 AI

公司研究 · 海外公司财报点评

互联网 · 互联网 II

证券分析师：张伦可 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn
S0980521120004
证券分析师：陈淑媛 021-60375431 chenshuyuan@guosen.com.cn
S0980524030003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	610.00 - 661.00 港元
收盘价	590.00 港元
总市值/流通市值	5410699/5410699 百万港元
52 周最高价/最低价	600.00/361.05 港元
近 3 个月日均成交额	9651.85 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《腾讯控股 (00700.HK) - 长青游戏表现良好，AI 驱动广告业务提升份额》——2025-07-16
《腾讯控股 (00700.HK) - 长青游戏表现良好，AI 驱动广告业务提升份额》——2025-07-15
《腾讯控股 (00700.HK) - 游戏和广告业务表现优秀，AI 潜力逐步释放》——2025-05-16
《腾讯控股 (00700.HK) - 25Q1 前瞻：长青游戏表现良好，广告延续强劲增长》——2025-04-16
《腾讯控股 (00700.HK) - 深度三：AI 时代生态价值凸显，AI Agent 打开想象空间》——2025-03-24

需求而提供的 GPU 和 API 调用等收入增长。我们测算 25Q2 腾讯云收入增长 17%。

投资建议：公司业绩稳健，并蕴含较大发展潜力，长期成长潜力较大的业务比如微信电商爆发以及 AI Agent 赋能并未包含在当前盈利预测中。腾讯生态里用户+场景的天然优势仍然使得腾讯为 AI 时代最佳卡位的企业之一。考虑到游戏与金融科技业务表现优秀，毛利率提升进展良好，预计 2025-2027 年公司调整后净利润分别为 2587/2960/3352 亿元（上调 0/2/4%）。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	609015	660257	743505	824271	905214
(+/-%)	9.8%	8.4%	12.6%	10.9%	9.8%
净利润(百万元)-Non IFRS	157688	222703	258718	296042	335195
(+/-%)	36.4%	41.2%	16.2%	14.4%	13.2%
每股收益(元)-Non IFRS	16.63	24.15	27.60	32.63	36.03
EBIT Margin	28.1%	35.7%	35.2%	38.1%	39.0%
净资产收益率(ROE)	14.2%	19.9%	18.7%	18.5%	17.3%
市盈率(PE)	31.1	22.0	19.0	16.6	14.6
EV/EBITDA	25.7	19.5	18.3	15.6	14.0
市净率(PB)	6.45	5.21	4.31	3.59	3.03

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

总览：收入侧表现优秀，毛利侧优化效果好

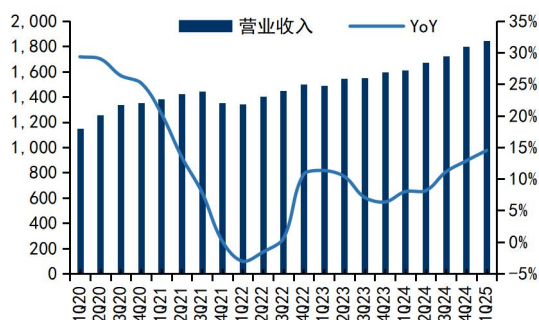
2025Q2，腾讯实现营收 1845 亿元，同比增长 14.5%。主要增长由广告和游戏业务贡献，金融科技与企业服务业务增长重回双位数增长。

收入组合变动和经营杠杆带动利润加速增长。经调整经营利润 25Q2 为 692 亿元，同比增长 18%。Non-IFRS 归母净利润 630 亿元，同比增长 10%；净利润增速慢于经营利润增速主要系联营公司利润影响。经营利润率提升主要来自于：

①收入组合中高毛利率业务（微信视频号及搜一搜广告收入、小游戏平台服务费、理财服务收入及视频号商家技术服务费等）占比提升。

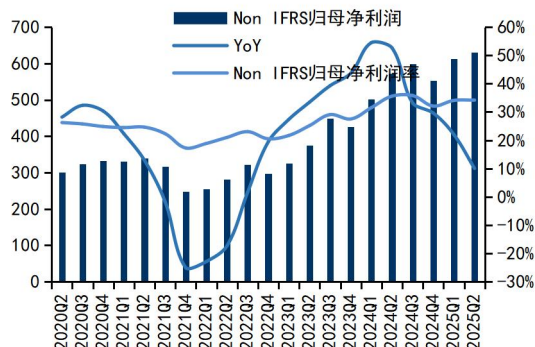
②各项业务高质量发展：2025Q2，公司综合毛利率 57%，同比提升 4pct。其中，增值服务/网络广告/金融科技与企业服务毛利率同比提升 3pct/2pct/5pct。游戏业务持续优化渠道成本，高毛利率的长青游戏王者荣耀等占比提升，高毛利率的自研游戏三角洲行动发力；支付服务及云服务成本效益的提高。25Q2，销售费率 5.1%，同比下降 0.6pct。管理研发费率 17.3%，同比上升 0.2pct，研发支出费用 25Q2 同比增长 17%至 203 亿元。Capex 方面，25Q2 为 191 亿元，同比+119%，我们维持腾讯全年 Capex 增长预期。

图1：腾讯总收入及增速（亿元，%）



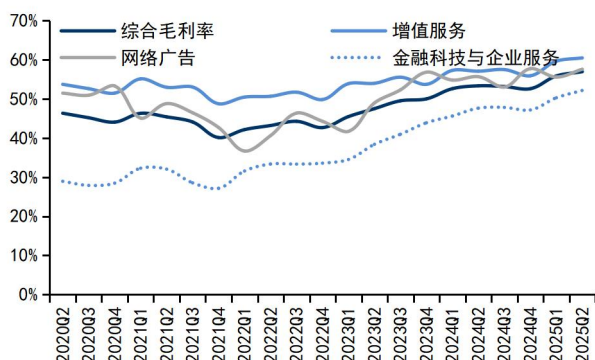
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：腾讯调整后归母净利润及净利润率（亿元，%）



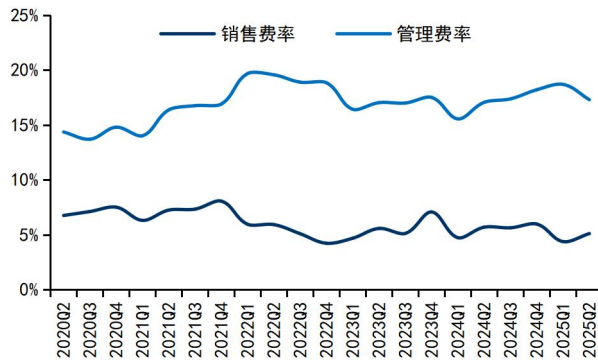
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：腾讯季度毛利率变化情况（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：腾讯季度经营费率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

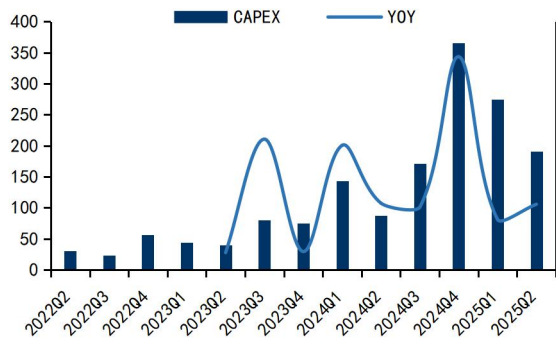
看好未来腾讯 AI 应用不断融合腾讯生态。当前微信内嵌“元宝”现已能够接入并深度解读和总结视频号内容。元宝可以精准获取最新股价、天气，也可以看机票。电商方向强化社交电商体验。25Q2 微信将“赠礼”功能从小店扩展至小程序、视频号和公众号。其次，推出了“朋友在买”功能，用户可以通过聊天、朋友圈分享喜欢的商品或店铺，并共同参与拼团优惠活动。

图5: 元宝融合腾讯生态



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 腾讯 Capex 及增速（亿元，%）

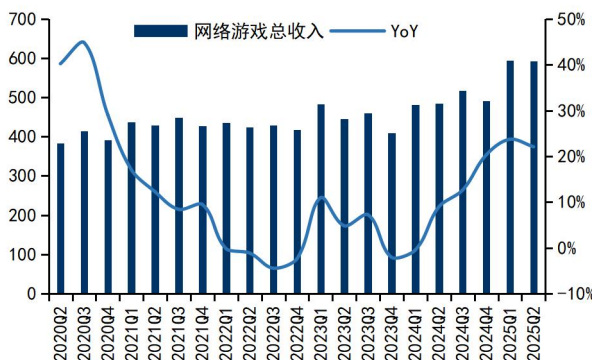


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

网络游戏收入同比+22%，海外游戏增长强劲

2025Q2，公司网络游戏业务收入为 592 亿元，同比上升 22%。本季度末，公司递延收入（流动负债）为 1209 亿元，同比增长 13%，环比下降 2%。

图7: 腾讯网络游戏收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 腾讯递延收入及增速（亿元，%）

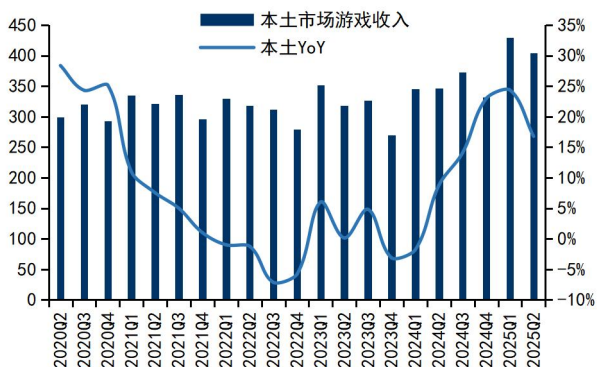


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- ✓ 本土市场游戏收入同比上升 17%至人民币 404 亿元。受《三角洲行动》的强劲贡献及《王者荣耀》、《无畏契约》和《和平精英》等常青树游戏的增长驱动。《三角洲行动》7 月份在中国市场的日活跃账户数（DAU）排名前五，总流水排名前三。近几个月游戏的月均 DAU 持续攀升，在 7 月创下超过 2000 万的历史新高。
- ✓ 国际市场游戏收入同比增长 35%至人民币 188 亿。增长主要系主要系《VALORANT》、Supercell 旗下游戏及《PUBG MOBILE》的增长较好。国内运营经验的持续复用海外。海外 supercell 游戏《部落冲突》成为继《荒野乱

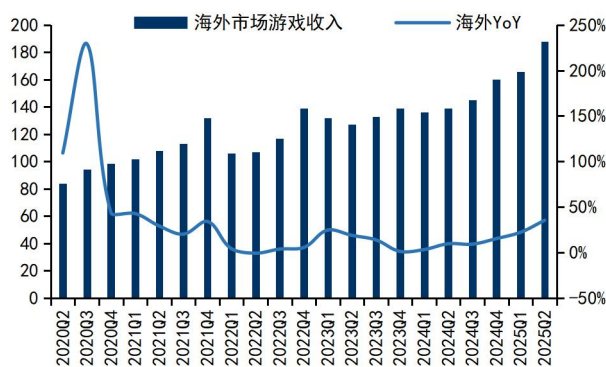
斗》后另一个回春爆款。PUBGm“地铁逃生”模式的持续火爆和“奇观模式”UGC生态的繁荣证明海外游戏也在走游戏平台化的道路。新上线的《沙丘觉醒》有望成为国际市场热门游戏。

图9：腾讯本土市场游戏收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：腾讯海外市场游戏收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

营销服务：公司在流量增长和 AI 中受益

2025Q2，公司网络广告收入为 358 亿元，同比增长 20%。高同比增长主要来自单次展示收入的提升。归因于：1) AI 部署带来的更高点击率；2) 微信小店和小游戏带来的更完善的闭环交易活动，从而提升了单次点击的收入。

当前视频号加载率相对较低，二季度为低个位数。公司业绩会表示，如果未来部署 AI 的成本大幅上升并成为沉重负担，那么可能会选择加快广告商业化的步伐。但是公司认为现在没有必要加快广告加载率节奏。

金融科技和企业服务：收入增速环比回暖

2025Q2，金融科技及企业服务业务收入同比增长 10%至 555 亿元，收入增速环比回暖。

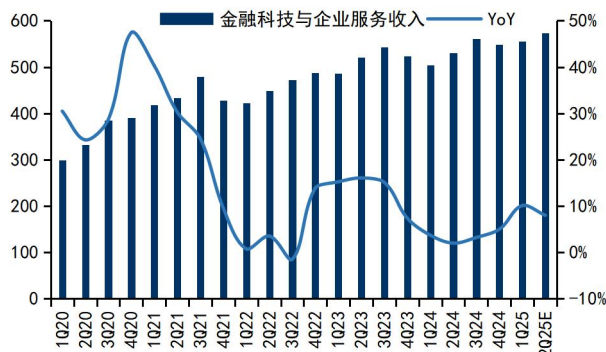
- ✓ 25Q2 金融科技服务：收入同比实现高个位数增长，主要由商业支付服务和消费信贷服务驱动。消费信贷保持了健康增长率。线下支付总额的增长趋势有所改善，得益于零售和餐饮等消费领域的支出增加。
- ✓ 25Q2 企业服务收入持续双位数增长，云服务收入增速较上一季度有所加快，受益于为满足客户 AI 需求而提供的 GPU 和 API 调用等收入增长。我们测算 25Q2 腾讯云收入增长 17%。

图11: 腾讯网络广告收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 腾讯金融科技及企业服务收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级

公司业绩稳健，并蕴含较大发展潜力，长期成长潜力较大的业务比如微信电商爆发以及 AI Agent 赋能并未包含在当前盈利预测中。腾讯生态里用户+场景的天然优势仍然使得腾讯为 AI 时代最佳卡位的企业之一。

考虑到游戏与金融科技业务表现优秀，毛利率提升进展良好，预计 2025-2027 年公司调整后净利润分别为 2587/2960/3352 亿元（上调 0/2/4%）。维持“优于大市”评级。

风险提示

政策风险；宏观经济疲软的风险；广告行业竞争激烈的风险；新游戏不能如期上线的风险等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	132519	277179	439473	621720
应收款项	146072	164489	182358	200265
存货净额	440	486	510	537
其他流动资产	3334	3754	4162	4571
流动资产合计	496180	659724	851009	1062824
固定资产	92487	171242	256615	337580
无形资产及其他	213806	200072	190536	184432
投资性房地产	90896	90896	90896	90896
长期股权投资	887626	887626	887626	887626
资产总计	1780995	2009560	2276682	2563357
短期借款及交易性金融负债	52885	35334	43252	43824
应付款项	147959	163531	171644	180588
其他流动负债	196065	226116	241351	255892
流动负债合计	396909	424981	456247	480304
长期借款及应付债券	277107	277107	277107	277107
其他长期负债	53083	53083	53083	53083
长期负债合计	330190	330190	330190	330190
负债合计	727099	755171	786437	810494
少数股东权益	80348	84289	86875	90138
股东权益	973548	1170100	1403371	1662726
负债和股东权益总计	1780995	2009560	2276682	2563357

关键财务与估值指标	2024	2025E	2026E	2027E
经调整 EPS	24.15	27.60	32.63	36.03
每股红利	2.40	2.38	2.83	3.14
每股净资产	105.53	127.59	153.03	181.31
ROIC	60%	61%	59%	56%
ROE	20%	19%	18%	17%
毛利率	53%	56%	58%	59%
EBIT Margin	36%	35%	38%	39%
EBITDA Margin	45%	43%	45%	46%
收入增长	8%	13%	11%	10%
净利润增长率	68%	13%	19%	11%
资产负债率	45%	42%	38%	35%
息率	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
P/E	22.0	19.0	16.6	14.6
P/B	5.2	4.3	3.6	3.0
EV/EBITDA	19.5	18.3	15.6	14.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	660257	743505	824271	905214
营业成本	311011	324917	347302	371618
销售费用	34211	37760	41214	45261
管理费用	136220	177417	188383	196520
利息收入	13808	15743	17318	16531
其他损益净额	10249	(122)	8960	6362
营业利润	160074	261793	313664	352815
财务成本净额	(12268)	(14706)	(16176)	(15441)
分占联营合营公司损益	25176	25853	29731	26920
利润总额	241485	272941	327220	364295
所得税费用	45018	50610	65444	72859
少数股东损益	2394	3941	2586	3263
归属于母公司净利润	194073	218391	259190	288173
经调整归母净利润	222763	258718	296042	335195

现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	194073	218391	259190	288173
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	61139	55372	59516	64845
公允价值变动损失	(50)	9485	1018	3484
财务费用	(1540)	(1038)	(1142)	(1090)
营运资本变动	(5597)	26739	5048	5142
其它	8956	3941	2586	3263
经营活动现金流	258521	313928	327358	364907
资本开支	(81811)	(129878)	(136372)	(143190)
其它投资现金流	(3867)	0	(10691)	(11225)
投资活动现金流	(122187)	(129878)	(147062)	(154415)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(15813)	0	0	0
支付股利、利息	(20634)	(21839)	(25919)	(28817)
其它融资现金流	(103599)	(17551)	7918	572
融资活动现金流	(176494)	(39390)	(18001)	(28246)
现金净变动	(39801)	144660	162294	182246
货币资金的期初余额	172320	132519	277179	439473
货币资金的期末余额	132519	277179	439473	621720
企业自由现金流	253213	262569	304590	350176
权益自由现金流	135628	246249	313878	352055

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032