

腾讯控股 (00700.HK)

2025Q2 业绩点评：国际游戏超预期，AI 提升广告效益

买入（维持）

2025 年 08 月 19 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书：S0600521070001
zhangjiaqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	609,015	660,257	748,962	821,727	882,792
同比（%）	9.82	8.41	13.43	9.72	7.43
归母净利润（百万元）	115,216	194,073	206,686	240,290	274,720
同比（%）	(38.79)	68.44	6.50	16.26	14.33
Non-IFRS 净利润（百万元）	157,688	222,703	255,514	285,814	318,221
同比（%）	36.35	41.23	14.73	11.86	11.34
EPS-最新摊薄（元/股）	12.56	21.16	22.54	26.20	29.96
P/E（现价&最新摊薄）	43.20	25.65	24.08	20.72	18.12
PE（Non-IFRS）	31.57	22.35	19.48	17.42	15.64

关键词：#业绩超预期

投资要点

- **事件：公司发布 2025 年第二季度业绩。**2Q25 公司实现营业收入 1845.0 亿元，同比+14.5%，高于彭博一致预期的 1789.4 亿元；None GAAP 归母净利润 630.5 亿元，同比+10.0%，高于彭博一致预期的 620.2 亿元。
- **各项业务毛利率提升。**2Q25 总体毛利率为 56.9%，同比+3.6pct。2Q25 增值服务毛利率为 60.4%，同比+3.4pct，受益于本土市场游戏驱动以及《三角洲行动》在内的若干自主研发高利润率游戏贡献增加；广告业务毛利率为 57.6%，同比+1.9pct，受益于高毛利率视频号及微信搜一搜收入增长；金融科技及企业服务毛利率为 52.1%，同比+4.5pct，受益于消费贷款业务及理财服务收入贡献增加，以及支付服务及云服务成本效益提高。
- **国际游戏收入超预期，长青游戏平台化。**2025Q2 网络游戏业务实现收入 592.0 亿元，同比+22.1%，高于彭博一致预期的 561.4 亿元。主要得益于 Supercell 旗下游戏及《PUBG MOBILE》收入增长，以及《沙丘：觉醒》贡献。2025Q2《王者荣耀》、《和平精英》向平台化进化；《皇室战争》6 月流水创下 7 年新高；《三角洲行动》7 月月活突破 2000 万，日活排名行业前五，流水排名前三；小游戏总流水同比+20%，技术底座升级，兼容更多游戏引擎。公司加大 AI 在游戏中的应用，通过创建 AI 虚拟队友、以 AI 驱动的营销持续吸引新玩家。
- **广告收入延续高增，AI 驱动转化率提升。**2Q25 广告业务实现收入 357.6 亿元，同比+19.7%，高于彭博一致预期的 350.7 亿元。AI 广告平台改进和微信交易生态提升，推动广告主需求提升。公司加大 AI 在广告创作、投放、推荐及效果分析中的应用，升级广告基础模型，提升流量平台广告效果。通过提升广告点击率、转化率和广告主投入回报，推动收入增长。随深度学习发展及 AI 搜索进步，公司广告效益有望持续提升。
- **盈利预测与投资评级：**公司持续释放业绩，且拥有强大的壁垒。考虑 AI 持续赋能公司游戏广告业务，模型与应用不断突破，我们上调 2025-2027 年经调整净利润至 2555/2858/3182 亿元，对应 2025-2027 年 PE（Non-IFRS）为 19/17/16 倍（港币/人民币=0.92，2025 年 8 月 15 日）。公司仍具有坚实的业务壁垒，生态强大，视频号、小程序和金融科技等业务收入整体维持增长，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**政策监管风险；运营数据低于预期；变现节奏低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	592.00
一年最低/最高价	364.80/600.00
市净率(倍)	4.43
港股流通市值(百万港元)	4,943,141.23

基础数据

每股净资产(元)	121.61
资产负债率(%)	40.26
总股本(百万股)	9,170.68
流通股本(百万股)	9,170.68

相关研究

《腾讯控股(00700.HK): 2025Q1 业绩点评：AI 赋能广告游戏，生态助力产品差异化》

2025-05-20

《腾讯控股(00700.HK): 2024Q4 业绩点评：AI 赋能，营收利润皆超预期》

2025-03-25

内容目录

1. 营业收入及利润均超预期4

 1.1. 国际游戏业务收入超预期，长青游戏平台化.....4

 1.2. 社交网络收入维持增长，会员规模提升.....5

 1.3. AI 提升广告点击率转化率，驱动收入增长.....6

 1.4. 金融科技及企业服务收入维持增长.....7

2. 微信月活进一步增长，QQ 月活不及预期7

3. 各项业务毛利率均有所提升8

4. AI 投入增加推高销售费用和管理费用9

5. 盈利预测与评级9

6. 风险提示10

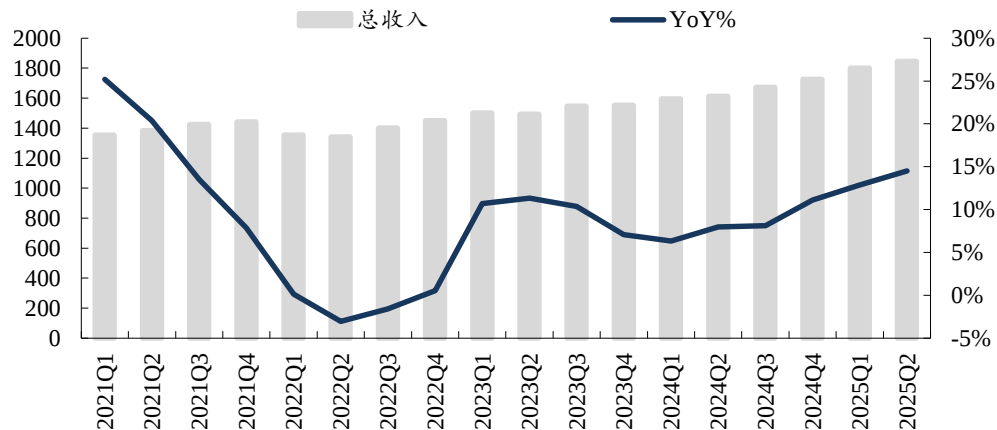
图表目录

图 1: 公司营业总收入及同比增速 (亿元)	4
图 2: 公司 Non-IFRS 归母净利润及同比增速 (亿元)	4
图 3: 公司网络游戏收入及同比增速 (亿元)	5
图 4: 公司社交网络收入及同比增速 (亿元)	6
图 5: 公司广告收入及同比增速 (亿元)	6
图 6: 金融科技及企业服务收入及同比增速 (亿元)	7
图 7: 微信月活及同比增速 (百万)	7
图 8: 收费增值服务注册用户及微信月活 (百万)	8
图 9: 公司整体及分业务毛利率 (%)	8
图 10: 公司销售费用率及管理费用率	9

1. 营业收入及利润均超预期

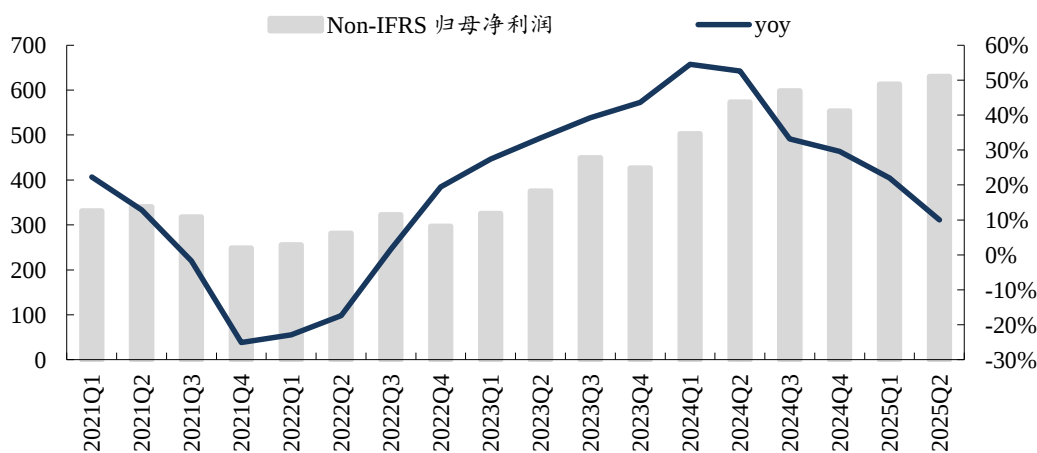
2Q25 公司实现营业收入 1845.0 亿元 (yoy+14.5%)，高于彭博一致预期的 1789.4 亿元；Non-IFRS 归母净利润 630.5 亿元 (yoy+10.0%)，高于彭博一致预期的 620.2 亿元。

图1：公司营业总收入及同比增速（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：公司 Non-IFRS 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1. 国际游戏业务收入超预期，长青游戏平台化

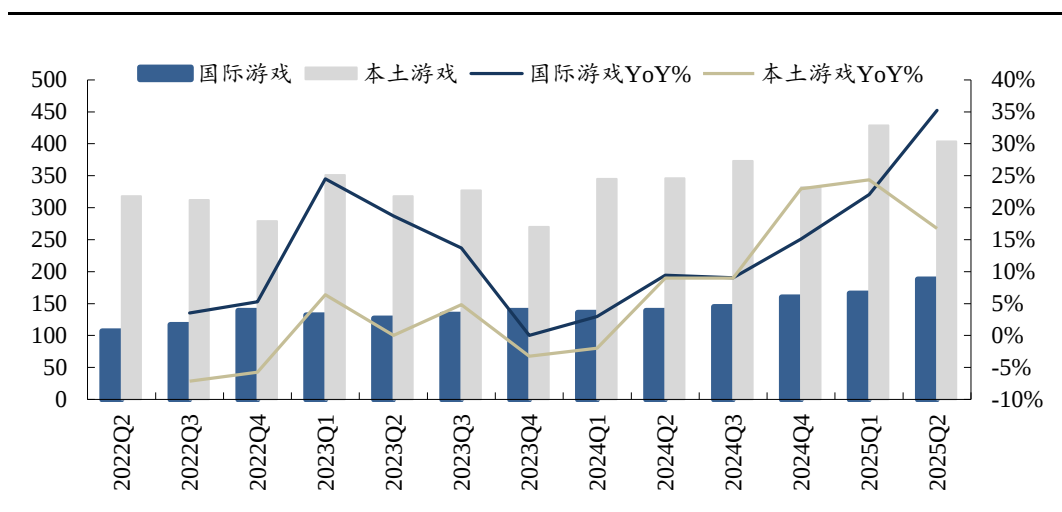
2025Q2 网络游戏收入 592.0 亿元，同比+22.1%，高于彭博一致预期的 561.4 亿元。

2025Q2 本土游戏市场：收入 404.0 亿元，同比+16.8%，高于彭博一致预期的 401.0 亿元，得益于《三角洲行动》贡献以及长青游戏收入增长。2025Q2《王者荣耀》、《和

平精英》向平台化进化；《皇室战争》日活提升，6月流水创下7年新高；《三角洲行动》7月月活突破2000万，行业日活排名前五，流水排名前三；小游戏总流水同比+20%，技术底座升级，兼容更多游戏引擎。2025Q2国际游戏市场：收入188.0亿元，同比+35.3%，高于彭博一致预期的161.2亿元，主要得益于Supercell旗下游戏及《PUBG MOBILE》收入增长，以及《沙丘：觉醒》贡献。

2025Q2公司加大AI在游戏中的应用，通过创建AI虚拟队友、以AI驱动的营销持续吸引新玩家。我们认为，未来AI将通过丰富游戏内容、加强人机交互、维护游戏生态等方面持续推动公司游戏业务发展，特别是在大型竞技游戏中的应用所带来的商业价值值得期待。

图3：公司网络游戏收入及同比增速（亿元）

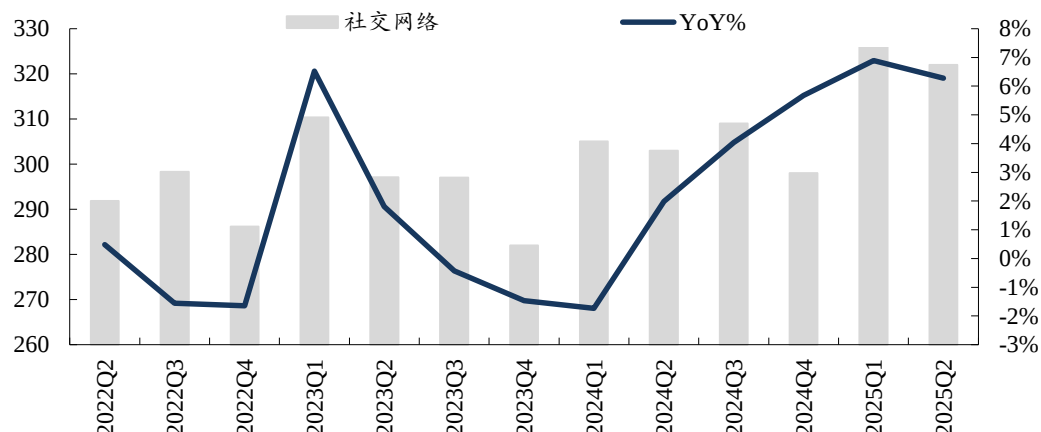


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 社交网络收入维持增长，会员规模提升

2025Q2社交网络收入322.0亿元，同比+6.3%，高于彭博一致预期的320.3亿元，主要得益于手游虚拟道具、视频号直播服务收入及音乐付费会员收入增长。公司加大元宝与微信内AI投入；AI原生应用元宝使用量提升。新增微信AI功能：关键词智能检索、智能客服回复、视频号自动文字总结。会员规模持续提升，2025Q2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。随着AI深度学习的发展、AI搜索的进步，公司广告效益有望持续提升。

图4: 公司社交网络收入及同比增速 (亿元)



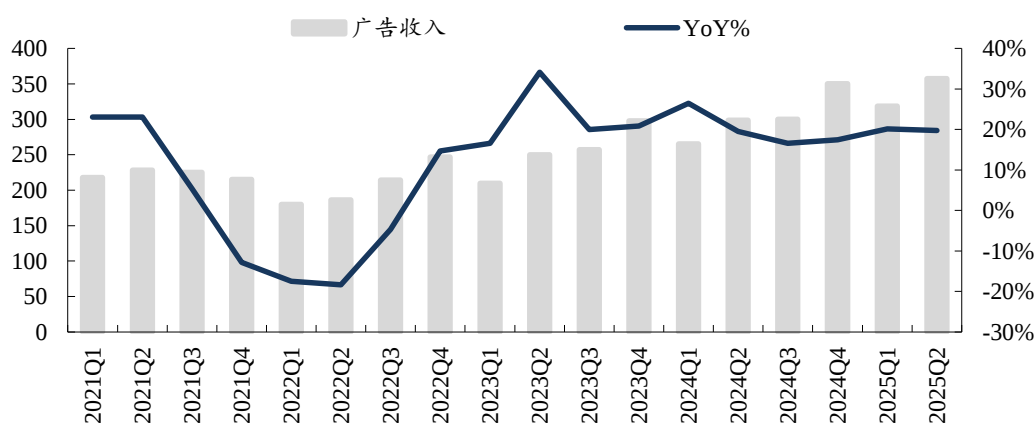
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. AI 提升广告点击率转化率, 驱动收入增长

2025Q2 广告收入 357.6 亿元, 同比+19.7%, 高于彭博一致预期的 350.7 亿元。主要受益于 AI 广告平台改进和微信交易生态提升, 推动广告主需求提升。Q2 主要行业广告收入均有所增长。

公司加大 AI 在广告创作、投放、推荐及效果分析中的应用, 升级广告基础模型, 提升流量平台广告效果。通过提升广告点击率、转化率和广告主投入回报, 推动收入增长。随深度学习发展及 AI 搜索进步, 公司广告效益有望持续提升。

图5: 公司广告收入及同比增速 (亿元)

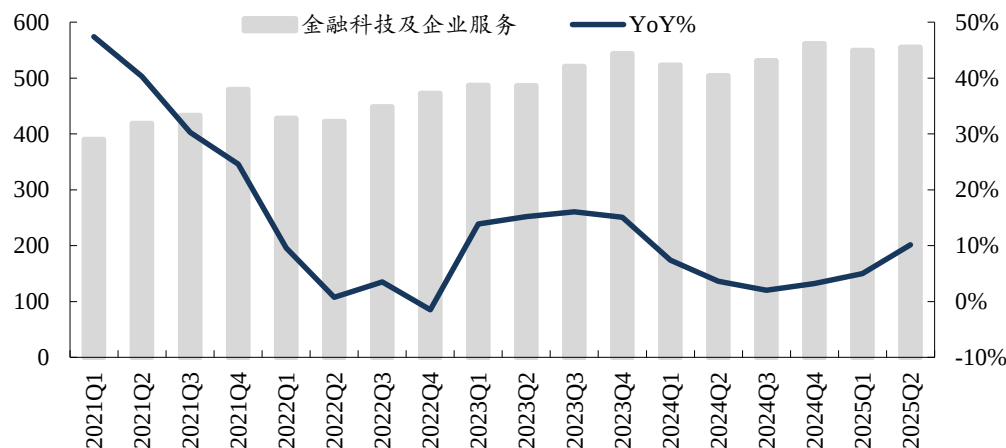


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.4. 金融科技及企业服务收入维持增长

2025Q2 金融科技及企业服务收入 555.4 亿元，同比+10.2%，高于彭博一致预期的 538.5 亿元。金融科技受益于消费贷款服务、商业支付活动及理财服务收入增长。2025Q2 企业用户对 AI 服务需求增加，包括 GPU 租赁和 API Token。

图6：金融科技及企业服务收入及同比增速（亿元）

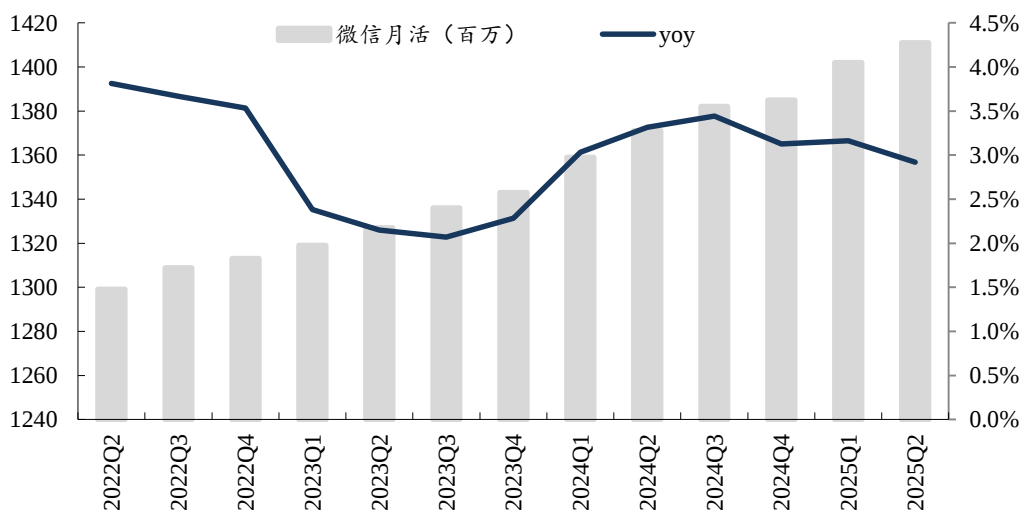


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 微信月活进一步增长，QQ 月活不及预期

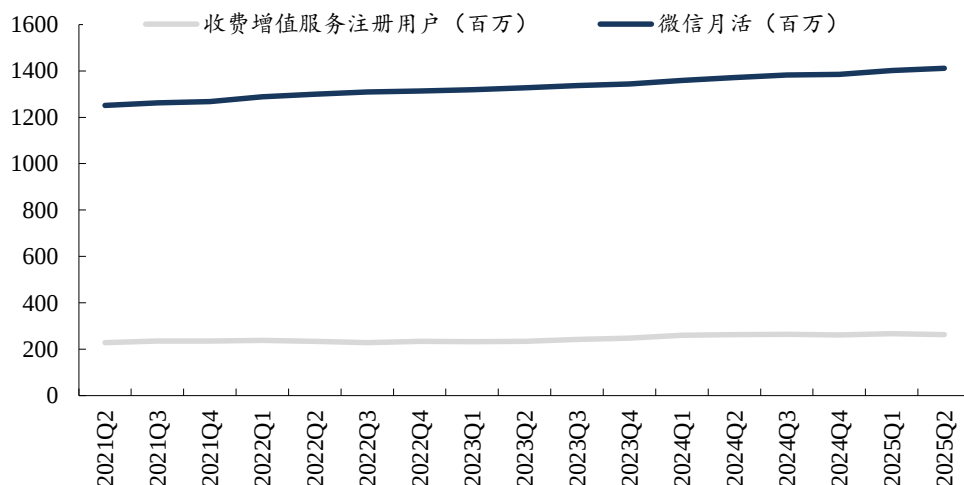
微信(包括海外版 WeChat)合并 MAU 进一步增长，于 2025Q2 达 14.11 亿(yoy+2.9%)，高于一致预期的 13.99 亿；2025Q2 QQ 移动终端 MAU 5.32 亿(yoy-6.8%)，低于一致预期的 5.53 亿；2025Q2 收费增值服务注册账户数为 2.64 亿(yoy+0.4%)，低于一致预期的 2.72 亿。

图7：微信月活及同比增速（百万）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8: 收费增值服务注册用户及微信月活 (百万)

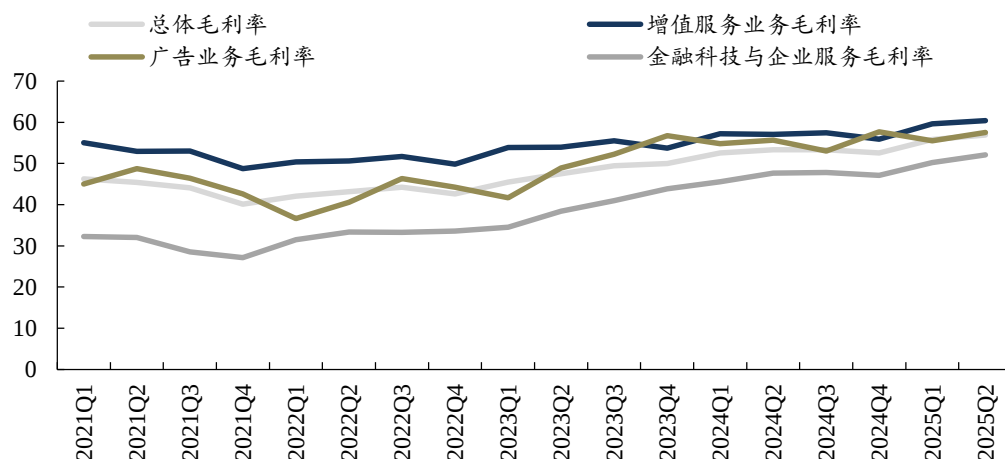


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 各项业务毛利率均有所提升

本季度各项业务毛利率均有所提升。2Q25 总体毛利率为 56.9% (YoY+3.6pct, qoq+0.1pct)。2Q25 增值服务毛利率为 60.4% (YoY+3.4pct, qoq+0.8pct), 受益于本土市场游戏驱动以及《三角洲行动》在内的若干自主研发高利润率游戏贡献增加。2Q25 广告业务毛利率为 57.6% (YoY+1.9pct, qoq+2.0pct), 受益于高毛利率视频号及微信搜一搜收入增长。2Q25 金融科技及企业服务毛利率为 52.1% (YoY+4.5pct, qoq+1.9pct), 受益于消费贷款业务及理财服务收入贡献增加, 以及支付服务及云服务成本效益提高。

图9: 公司整体及分业务毛利率 (%)



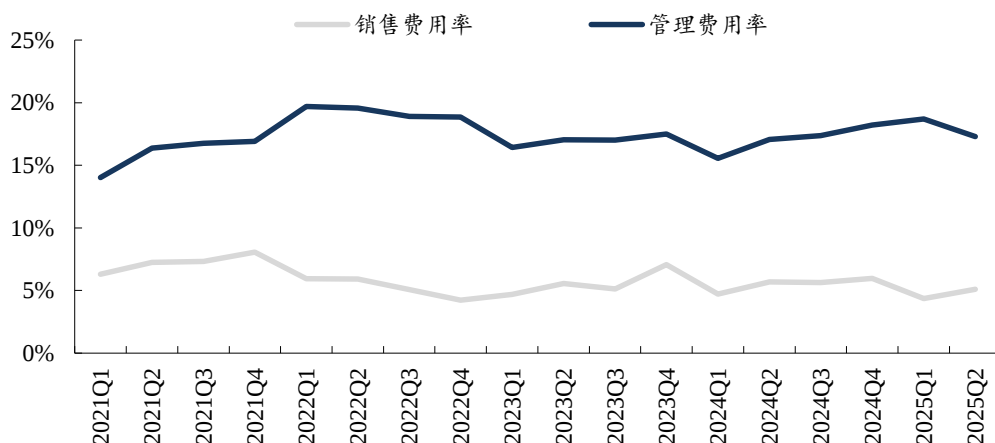
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. AI 投入增加推高销售费用和管理费用

2025Q2 销售费用为 94.1 亿，同比+2.8%；销售费用率同比-0.6pct。销售费用提升主要因支持 AI 原生应用发展而开展推广活动，以及游戏相关推广活动增加所致。

2025Q2 管理费用为 319.2 亿，同比+16.1%；管理费用率同比+0.2pct。管理费用增加主要因支持 AI 相关业务发展增加研发开支以及雇员成本（包括海外附属公司绩效奖金）增加。

图10：公司销售费用率及管理费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 盈利预测与评级

公司持续释放业绩，且拥有强大的壁垒。考虑 AI 持续赋能公司游戏广告业务，模型与应用不断突破，我们上调 2025-2027 年经调整净利润至 2555/2858/3182 亿元，对应 2025-2027 年 PE (Non-IFRS) 为 19/17/16 倍（港币/人民币=0.92，2025 年 8 月 15 日）。公司仍具有坚实的业务壁垒，生态强大，视频号、小程序和金融科技等业务收入整体维持增长，维持公司“买入”评级。

6. 风险提示

政策监管风险；运营数据低于预期；变现节奏低于预期。

腾讯控股三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	496,180.00	958,926.63	1,277,161.79	1,590,308.80	营业总收入	660,257.00	748,961.83	821,726.82	882,791.76
现金及现金等价物	132,519.00	408,242.42	671,221.46	933,985.45	营业成本	311,011.00	330,958.74	356,867.74	377,437.62
应收账款及票据	48,203.00	62,413.49	68,477.24	73,565.98	销售费用	36,388.00	38,946.02	42,729.79	45,905.17
存货	440.00	2,298.32	2,478.25	2,621.09	管理费用	112,761.00	125,825.59	131,476.29	132,418.76
其他流动资产	315,018.00	485,972.40	534,984.85	580,136.28	研发费用	70,686.00	77,304.69	86,458.64	89,161.97
非流动资产	1,284,815.00	1,231,987.98	1,211,239.16	1,218,871.38	其他费用	0.00	3,370.33	3,697.77	3,972.56
固定资产	92,487.00	91,594.71	98,012.87	115,278.67	经营利润	200,097.00	249,861.16	286,955.22	323,057.64
商誉及无形资产	213,806.00	177,972.27	160,305.29	160,171.70	利息收入	16,004.00	9,276.33	20,412.12	26,848.86
长期投资	297,415.00	277,415.00	257,415.00	237,415.00	利息支出	12,447.00	10,471.38	11,221.73	11,326.73
其他长期投资	590,211.00	600,211.00	610,211.00	620,211.00	其他收益	37,831.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	90,896.00	84,795.00	85,295.00	85,795.00	利润总额	241,485.00	248,666.10	296,145.61	338,579.77
资产总计	1,780,995.00	2,190,914.61	2,488,400.95	2,809,180.18	所得税	45,018.00	39,786.58	53,306.21	60,944.36
流动负债	396,909.00	597,195.08	651,051.02	693,403.84	净利润	196,467.00	208,879.53	242,839.40	277,635.41
短期借款	52,885.00	55,885.00	58,885.00	58,885.00	少数股东损益	2,394.00	2,193.24	2,549.81	2,915.17
应付账款及票据	127,335.00	91,932.98	99,129.93	104,843.78	归属母公司净利润	194,073.00	206,686.29	240,289.59	274,720.24
其他	216,689.00	449,377.10	493,036.09	529,675.06	EBIT	237,928.00	249,861.16	286,955.22	323,057.64
非流动负债	330,190.00	330,153.00	330,153.00	330,153.00	EBITDA	315,767.16	326,587.18	348,204.04	365,925.42
长期借款	277,107.00	277,107.00	277,107.00	277,107.00	Non-IFRS	222,703.00	255,514.00	285,814.00	318,221.40
其他	53,083.00	53,046.00	53,046.00	53,046.00					
负债合计	727,099.00	927,348.08	981,204.02	1,023,556.84					
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	80,348.00	82,541.24	85,091.05	88,006.22	每股收益(元)	21.16	22.54	26.20	29.96
归属母公司股东权益	973,548.00	1,181,025.29	1,422,105.88	1,697,617.12	每股净资产(元)	105.53	128.78	155.07	185.11
负债和股东权益	1,780,995.00	2,190,914.61	2,488,400.95	2,809,180.18	发行在外股份(百万股)	9,170.68	9,170.68	9,170.68	9,170.68
					ROIC(%)	14.94	14.08	13.68	13.36
					ROE(%)	19.93	17.50	16.90	16.18
					毛利率(%)	52.90	55.81	56.57	57.25
					销售净利率(%)	29.39	27.60	29.24	31.12
					资产负债率(%)	40.83	42.33	39.43	36.44
					收入增长率(%)	8.41	13.43	9.72	7.43
					净利润增长率(%)	68.44	6.50	16.26	14.33
					P/E	25.65	24.08	20.72	18.12
					P/B	5.14	4.21	3.50	2.93
					EV/EBITDA	11.83	15.01	13.33	11.97

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年8月15日的0.92,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>