

AI 赋能生态，多维度驱动业务增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-21

收盘价（港元）	594.5
近 12 个月最高/最低（港元）	600.0/360.3
总股本（百万股）	9,171
流通股本（百万股）	9,171
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	54,569
流通市值（亿港元）	54,569

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1. 腾讯 25Q1 业绩点评：游戏、广告超预期，AI 持续布局 2025-05-17
2. 腾讯 24Q4 业绩点评：AI 全面布局，资本开支创新高 2025-03-27
3. 腾讯与 DeepSeek 深度融合，多场景下价值体现 2025-03-05

主要观点：

● Q2 业绩：

腾讯 Q2 营收 1845.0 亿元（yoy+14.5%，qoq+2.5%），高于一致预期 1789 亿（beat 3.1%）；实现毛利 1050.1 亿元（yoy+22.3%，qoq+4.5%），高于一致预期 988 亿（beat 6.3%）；实现经调整净利润 630.5 亿元（yoy+10.0%，qoq+2.8%），超一致预期的 620 亿（beat 1.7%）。毛利方面，VAS 业务毛利率同比提升 3pct 至 60%，主要由于二季度《三角洲行动》等自研游戏的增长所致；营销业务毛利率同比提升 2pct 至 58%，主要受视频号及搜一搜收入增长所驱动；金融科技业务毛利率同比增加 4pct 至 52%，主要得益于消费贷款服务及理财服务的收入增长和支付服务及云成本效益增长。

● 增值服务：本土游戏稳健运营，海外游戏表现亮眼

25Q2，国内游戏部分收入 404 亿元（yoy+17%），高于预期的 400 亿元，《三角洲行动》7 月 MAU 破 2000 万，持续提供流水贡献，同时长线运营游戏《王者荣耀》《和平精英》《无畏契约》稳健运营；国际游戏收入表现亮眼达 188 亿元（yoy+35%），高于一致预期 162 亿元，高增长主要由于《皇室战争》游戏流水创 7 年新高及《PUBG MOBILE》的在海外收入的持续增长，新游上《沙丘》为海外收入提供增量。

公司积极探索 AI 应用场景，在小游戏的技术底座上进行升级，可在游戏引擎的兼容性上提升广度，包括提升渲染效果，降低加载时长等。25Q2 小游戏流水同比增长 20%。

● 营销业务：AI 持续催化行业营销服务正向增长

25Q2，营销业务收入 358 亿（yoy+20%），超一致预期的 351 亿。主要行业营销服务均有提升，主要得益于 AI 驱动的广告平台改进和微信交易生态的提升，加大了广告的点击率和转化率，提升广告主的 ROI，带动了视频号、小程序和搜一搜的广告需求。

截至 25 年二季度末，微信及 WeChat 的合并 MAU 达 14.11 亿，yoy+3%；QQ 移动端 MAU5.32 亿，yoy-7%；增值服务付费会员数 2.64 亿，yoy+0.4%。

● 金融科技：AI 相关服务需求拉动云服务收入增长

25Q2，金融科技业务收入 555 亿元（yoy+10%），云服务及商家技术服务费收入增幅，部分被金融科技服务的收入降幅所抵销，整体依然表现优秀，超一致预期的 539 亿。其中，企业服务收入增长受益于企业客户对 AI 相关服务的需求增加，包括 GPU 租赁和 API token 使用，以及商家技术服务费的增长。

● AI 生态持续布局，多维度拉动业绩增长

25Q2，腾讯资本开支为 191.1 亿元，yoy+119%。公司不断丰富微信生态下的 AI 功能，包括浏览时的关键词智能搜索，微信小店智能

回复, 视频号内容自动文字总结等。同时积极应用游戏内容创作, 通过营销措施拉高用户粘性。

模型方面, 技术能力持续提升, 混元升级旗舰模型 TurboS、T1 等; 混元 3D 模型发布 2.5 版本、推出首个美术级 3D 生成大模型, 开源 3D 世界生成模型 1.0 等。工具方面, 腾讯云智能体开发平台及腾讯元器全面升级; 腾讯云 AI 编程工具 CodeBuddy IDE 国际版开启内测, 并全面接入 GPT-5。应用层面, 微信 AI 场景不断扩充, 元宝、ima、QQ 浏览器等 AI 产品加速渗透。

● 投资建议

我们预计公司 25/26/27 净利润(Non-IFRS)为 2523.1/ 2861.0/ 3246.3 亿元, 前值为 2560.2/ 2973.9/ 3384.8 亿元。公司重点新游海内外表现稳健, 游戏流水稳定增长, 同时广告、云服务等业务受益于 AI, 维持“买入”评级。

● 风险提示

AIGC 技术变革颠覆现有竞争格局; 政策监管不确定性; 游戏研发延期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	660,257	743,733	813,081	883,862
收入同比 (%)	8.4%	12.6%	9.3%	8.7%
净利润(Non-IFRS)	222,703	252,308	286,102	324,629
净利润同比 (%)	41.2%	13.3%	13.4%	13.5%
ROE (%)	21.1%	20.4%	19.6%	19.0%
每股收益 (元)	23.7	27.3	31.1	35.5
市盈率 (P/E)	18.7	19.9	17.5	15.4

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					百万元
	2024A	2025E	2026E	2027E	
现金及等价物	132,519	244,184	390,714	565,817	
应收账款	48,203	56,916	62,222	67,639	
存货	440	478	508	537	
其他流动资产	315,018	318,168	321,350	324,563	
流动资产总计	496,180	619,745	774,795	958,556	
固定资产	80,185	159,377	242,100	328,103	
其他资产	1,204,630	1,201,128	1,199,266	1,199,212	
资产总计	1,780,995	1,980,251	2,216,161	2,485,871	
应付账款	202,744	216,817	237,033	257,668	
其他	194,165	196,107	198,068	200,048	
流动负债	396,909	412,923	435,101	457,716	
长期债务	146,521	144,637	141,088	135,924	
应付票据	130,586	130,586	130,586	130,586	
其他负债	53,083	53,083	53,083	53,083	
负债总计	727,099	741,229	759,858	777,309	
权益总计	1,053,896	1,239,021	1,456,302	1,708,562	
负债及权益总计	1,780,995	1,980,251	2,216,161	2,485,871	

现金流量表					百万元
	2024A	2025E	2026E	2027E	
净利润	196,467	216,746	250,102	287,429	
折旧	25,000	25,500	30,345	36,111	
摊销	31,213	31,993	32,633	33,286	
营运资本变化及	5,841	4,114	13,659	13,956	
经营活动现金流	258,521	278,354	326,739	370,781	
CAPEX	-96,048	-104,692	-113,068	-122,113	
其他	-26,139	-28,492	-30,771	-33,232	
投资活动现金流	-122,187	-133,184	-143,839	-155,346	
长期借款	34,650	32,918	31,601	30,337	
长期借款偿还	-34,457	-34,802	-35,150	-35,501	
股息	-21,822	-22,695	-23,603	-24,547	
其他	-11,064	-8,926	-9,218	-10,622	
融资活动现金流	-176,494	-33,505	-36,370	-40,333	

利润表					百万元
	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	660,257	743,733	813,081	883,862	
营业成本	311,011	330,913	351,822	371,888	
毛利润	349,246	412,820	461,259	511,975	
营业费用 & 其他	-141,147	-173,907	-184,107	-197,944	
营业利润(IFRS)	208,099	238,913	277,152	314,031	
税/利息等	-11,632	-22,167	-27,050	-26,602	
税后净利润	196,467	216,746	250,102	287,429	
少数股东权益	-2,394	-4,570	-5,000	-5,600	
归母净利润(IFRS)	194,073	212,176	245,102	281,829	
调整项(SBC...)	28,630	40,132	41,000	42,800	
经调整净利润(Non-IFRS)	222,703	252,308	286,102	324,629	
股本	9,402	9,238	9,192	9,152	
EPS (摊薄)	20.6	23.0	26.7	30.8	
经调整 EPS (摊薄)	23.7	27.3	31.1	35.5	

财务指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E
收入增长	8.4%	12.6%	9.3%	8.7%
EBITDA增长	20.6%	12.1%	14.8%	12.7%
净利润增长	41.2%	13.3%	13.4%	13.5%
EPS增长	44.4%	15.3%	14.0%	14.0%
毛利率	52.9%	55.5%	56.7%	57.9%
营业利润率	31.5%	32.1%	34.1%	35.5%
净利率	33.7%	33.9%	35.2%	36.7%
ROE	21.1%	20.4%	19.6%	19.0%
P/E	18.7	19.9	17.5	15.4
P/B	4.0	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA	15.8	16.6	14.0	11.9
EV/营收	6.3	6.6	5.9	5.2
库存天数	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款天数	27.5	27.5	27.5	27.5
应付账款天数	104.9	104.9	104.9	104.9
资产/负债比率	2.45	2.67	2.92	3.20
流动比率	1.25	1.50	1.78	2.09
速动比率	0.46	0.73	1.04	1.38
净现金	-14,002	99,547	249,626	429,893
市值	4,169,000	5,010,000	5,010,000	5,010,000
企业价值(EV)	4,183,002	4,910,453	4,760,374	4,580,107

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。