

腾讯控股 (00700)

证券研究报告

2025 年 08 月 22 日

基本面维持强劲，AI 应用潜力深厚—腾讯控股 2Q2025 业绩点评

整体业绩：2Q25 收入与盈利增长强劲，AI 能力已产生实质性贡献

2Q25 公司收入同比 +15%，毛利同比+22%，Non-IFRS 经营利润同比+18%，Non-IFRS 归母净利润同比+10%，收入与利润均超过彭博一致预期。2Q25 收入明显超彭博预期，主要来自游戏、广告收入强劲增长。2Q25 综合毛利率超彭博预期，主要由于本土市场游戏、视频号及微信搜一搜等高毛利率收入来源的增量贡献。

2Q25 管理费用同比+16%，主要由于 AI 相关的研发开支增加及部分海外子公司绩效奖励支出。2Q25 销售费用同比增长+3%，主要系发展 AI 原生应用程序开展的推广活动，销售费用率同比下降。2Q25 财务成本同比+27%，主要系利息开支增加及汇兑亏损增加。2Q25 Non-IFRS 分占联合营公司盈利 63 亿元，同比下降 36 亿元，主要系一间大型联营公司的预估收益下降。

2Q25 资本开支 191 亿元，环比有所回落。公司强调 AI 能力已对广告效果和长青游戏产生实质性贡献。本季度微信内推出多项 AI 功能，包括在浏览内容时提供关键词智能检索，为微信小店商家提供智能客服回复，以及支持对视频号内容的自动文字总结。同时，公司进一步加大了 AI 在广告创作、投放、推广及效果分析中的应用，提升了广告点击率和转化率及 ROI，推动营销服务收入进一步增长。展望后续，我们预计微信与元宝围绕 Agent 功能的合作有望持续深化。考虑到腾讯在入口、场景、社交关系链、信息/内容生态、小程序基建等方面的强大优势，我们坚定看好公司在 Agent 赛道的竞争潜力。

网络游戏：2Q25 收入与流水增长强劲，《无畏契约手游》有望受益于 IP 破圈

2Q25 网络游戏收入同比+22%，收入超过彭博预期的 5%。主要由于国内游戏收入同比+17%，收入超过彭博预期的 1%，海外游戏收入同比+35%，收入超过彭博预期的 17%。尽管本季度游戏确认收入增长强劲，截止期末递延收入余额仍同比+13%。

对于国内游戏，《三角洲行动》凭借模块化设计与玩法创新，25 年 7 月 DAU 突破 2000 万，位居行业 DAU 前五，流水前三，贡献收入增量，8 月 19 日《无畏契约手游》上线有望贡献新增量；对于国际游戏，supercell 对《皇室战争》推出内容更新，优化奖励机制，举办社区活动，带动 25 年 6 月月流水创 7 年新高。公司已逐步构建“常青+新作”双轮驱动格局，并通过 AI 在内容生产和玩家运营中的应用，进一步强化平台化和长期化增长潜力。

营销服务：2Q25 收入超预期，广告库存增长以及 AI 带动效果提升的趋势有望延续

2Q25 营销服务收入同比+20%，超过彭博预期的 2%。视频号广告收入同比+50%，微信搜一搜广告收入同比+60%，小程序广告同比+50%。公司持续升级广告基础模型，利用生成式 AI 在广告创意、投放与推荐环节提升转化率和 ROI，同时依托小游戏、小商店等闭环交易场景增强广告需求。微信电商生态逐步完善，带动广告库存与效果双提升。AI 赋能将显著延长广告业务的增长周期，广告增长中枢有望抬升。

FBF：2Q25 毛利率超预期，支付和云服务成本收益提高

2Q25 金融科技与企业服务同比增长 10%，毛利率同比提升。金融科技方面，商业支付总金额同比转正，线上支付总金额保持健康增长，线下支付在餐饮零售复苏带动下改善。企业服务方面，收入实现双位数增长，主要系向客户提供 GPU 及 API token 的收入增加，公司持续优化业务结构，带动整体盈利能力提升。

投资建议：

考虑到公司游戏和广告收入超预期，我们上调公司 2025/2026/2027 年收入分别为 7449/8220/9065 亿元，考虑到公司持续在 AI 方面投入短期对利润端或有一定影响，我们下调 2025 年预测 Non-IFRS 归母净利润为 2559 亿元（原为 2649 亿元），上调 2026/2027 年预测 Non-IFRS 归母净利润至 3020/3367 亿元（原为 2965/3303 亿元），对应同比增速分别为 15%/18%/12%。截止 2025/8/22，公司股价对应 2025/2026/2027 年预测 PE 分别为 20x/17x/15x。我们看好公司在 AI 应用领域的强大竞争力和长期增长潜力，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济增长不确定性；公司新游戏上线存在不确定性；AI 应用落地节奏存在不确定性。

投资评级

行业	资讯科技业/软件服务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	600 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	9,171.32
港股总市值(百万港元)	5,502,794.22
每股净资产(港元)	133.35
资产负债率(%)	40.26
一年内最高/最低(港元)	606.50/364.80

作者

孔蓉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002	
kongrong@tfzq.com	
刘诗雨	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524120001	
liushiyu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《腾讯控股-公司点评:基本面维持强劲, AI 应用潜力深厚—腾讯控股 1Q2025 业绩点评》 2025-05-15
- 《腾讯控股-公司点评:游戏确收进入收获期—腾讯控股 3Q2024 业绩点评》 2024-11-19
- 《腾讯控股-公司点评:预计盈利增长韧性相对明显—腾讯控股 3Q2024 业绩前瞻》 2024-10-31

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com