

腾讯控股 (00700.HK) 2025Q3 业绩前瞻

游戏及广告业务表现亮眼，AI 生态布局迭代加速

公司主营业务稳健，核心游戏业务表现亮眼，AI 赋能下广告等各业务条线效益显著提升，云业务有望逐步起量，同时高毛利业务占比上升有望持续支撑公司利润率改善。

- **网络游戏业务**：25Q3 预计实现收入 605 亿元，同比增长 17%；1) 国内收入预计增长 13% 至 422 亿元，主要来自 24 年 9 月上线的《三角洲行动》及 25 年 8 月上线的《无畏契约：源能行动》等新游表现贡献，以及《王者荣耀》、《无畏契约》、《和平精英》等长线游戏的收入增长，其中《三角洲行动》9 月迎来上线一周年庆典，宣布国服 DAU 突破 3000 万，继 7 月突破 2000 万后再创新高。国庆期间，公司旗下长青游戏表现亮眼，据七麦数据，9 月 29 日到 10 月 8 日，《王者荣耀》预估收入达到 1888 万美金，位居 iOS 中国游戏畅销榜榜首，《三角洲行动》《DnF 手游》《和平精英》《英雄联盟手游》《金铲铲之战》《无畏契约》《穿越火线》也均表现优秀，Top10 共占八席。2) 国际市场游戏收入预计增长 24% 至 180 亿元，二季度开始 Supercell 对《皇室战争》内容更新频率提升，优化奖励机制下月流水在 6 月创下近七年新高。8 月 19 日，《三角洲行动》上线主机平台并亮相德国科隆游戏展，此前 4 月 22 日手游版本在海外上线，首日即登顶全球 100 多个国家地区免费榜，获得海外玩家广泛关注。
- **社交网络业务**：25Q3 预计实现收入 335 亿元，同比增长 8%，其中腾讯音乐二季度在线音乐订阅业务表现优秀，付费用户数进一步上升至 1.24 亿，同比增长 9.3%，付费率达 22.5%。根据 SensorTower 数据，三季度腾讯音乐旗下应用（QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐、全民 K 歌）iOS+Google Play 双平台收入均实现同比正增长，整体实现同比增长 12%。
- **营销服务业务**：25Q3 预计实现收入 359 亿元，同比增长 20%，预计 AI 持续驱动广告平台优化，视频号、小程序及微信搜一搜广告需求维持强劲水平。
- **金融科技及企业服务业务**：25Q3 预计实现收入 585 亿元，同比增长 10%，预计商业支付金额维持同比正增长，企业服务增长加速，企业客户对 AI 相关服务需求及商家技术服务费持续增长。
- **经营情况及盈利能力**：25Q3 预计公司实现营业收入 1884 亿元，同比增长 13%，预计实现 Non-IFRS 归母净利润 665 亿元，同比增长 11%。
- **AI 领域进展**：公司持续在 AI 领域加大投入并取得获益，1) 微信方面，AI 功能进一步丰富，赋能更多应用场景，如在内容浏览中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自动文字总结等；2) 游戏方面，AI 赋能内容制作及虚拟队友等功能，加大《王者荣耀》《和平精英》等长青游戏内应用，对吸引玩家的营销方案也有所赋能；3) 广告方面，进一步加大 AI 在创作、投放、推荐及效果分析中的应用，提升点击率和转化率及广告主回报。目前公司 AI 能力已经对广告及长青游戏等业务产生了实质性的贡献，C 端应用元宝 DAU 排名国内 AI 原生应用 Top3，9 月 28 日混元发布并开源原生多模态生图模型“混元图像 3.0”，并在 LMArena 发布的文生图榜单中位居第一。随着公司进一步加大对元宝应用与微信内 AI 等新 AI 机遇的投入，短期内对可能带来成本上升，但我们认为公司现有高质量收入带来的经营杠杆将有助于消化相关影响，保持财务稳健，且相关应用场景的

强烈推荐（维持）

TMT 及中小盘/传媒

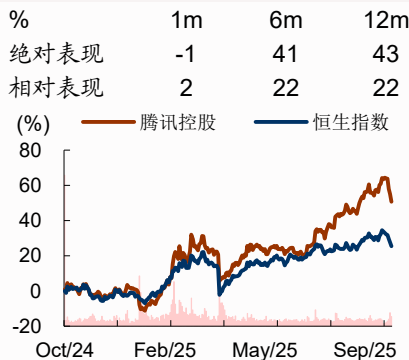
目标估值：NA

当前股价：621.0 港元

基础数据

总股本（百万股）	9154
香港股（百万股）	9154
总市值（十亿港元）	5684.4
香港股市值（十亿港元）	5684.4
每股净资产（港元）	121.8
ROE（TTM）	17.4
资产负债率	40.3%
主要股东	MIH Internet Holdings B.V.
主要股东持股比例	23.0482%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《腾讯控股 (00700) 一主营业务增速亮眼，AI 领域投入加速获益凸显》2025-08-18
- 2、《腾讯控股 (00700) 一主营业务增速超预期，战略性 AI 投入加速》2025-05-18
- 3、《腾讯控股 (00700) 一主营业务表现亮眼，AI 生态布局全面加速》2025-03-24

顾佳 S1090513030002

✉ gujia@cmschina.com.cn

刘晓珊 S1090525050004

✉ liuxiaoshan@cmschina.com.cn

落地有望加速，带来业绩增长增量空间。

- **维持“强烈推荐”投资评级。**公司主营业务稳健，核心游戏业务表现亮眼，AI 赋能下广告等各业务条线效益显著提升，微信小店升级下电商生态也逐步完善，云业务有望逐步起量，同时高毛利业务占比上升有望持续支撑公司利润率改善。我们持续看好公司社交流量优势下各项 AI 相关业务推进，叠加股份回购下股东回报可期。我们预期 2025-2027 年公司营收有望达到 7305、7848、8347 亿元，经调整归母净利润 2544、2818、3107 亿元，对应 PE 分别为 20.8、18.7、17.0x，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**互联网行业监管风险、游戏行业市场竞争加剧的风险、云计算行业竞争激烈等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	609357	660257	730527	784833	834726
同比增长	10%	8%	11%	7%	6%
营业利润(百万元)	153126	200097	259337	286464	317196
同比增长	53%	31%	30%	10%	11%
经调整归母净利润(百万元)	157688	222703	254354	281827	310655
同比增长	36%	41%	14%	11%	10%
每股收益(元)	16.63	24.14	27.66	30.64	33.78
PE	34.5	23.8	20.8	18.7	17.0
PB	6.7	5.4	4.5	3.8	3.3

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	518446	496180	583997	746361	929233
现金及现金等价物	172320	132519	204098	353885	525210
交易性金融资产	20852	12913	12913	12913	12913
其他短期投资	189096	197727	197727	197727	197727
应收账款及票据	46606	48203	53333	57298	60940
其它应收款	85298	101044	111798	120109	127744
存货	456	440	439	466	484
其他流动资产	3818	3334	3689	3963	4215
非流动资产	1058800	1284815	1383024	1449276	1515989
长期投资	722826	884252	942936	1007488	1078495
固定资产	66815	92487	132012	133713	129418
无形资产	215370	236923	236923	236923	236923
其他	53789	71153	71153	71153	71153
资产总计	1577246	1780995	1967021	2195637	2445223
流动负债	352157	396909	386577	408032	432574
应付账款	115109	127335	127115	134958	140120
应交税金	22036	20624	20624	20624	20624
短期借款	41537	52885	43112	44647	56080
其他	173475	196065	195726	207803	215751
长期负债	351408	330190	330190	330190	330190
长期借款	292920	277107	277107	277107	277107
其他	58488	53083	53083	53083	53083
负债合计	703565	727099	716767	738222	762764
股本	0	0	0	0	0
储备	818071	980742	1177100	1384261	1609304
少数股东权益	65090	80348	80348	80348	80348
归属于母公司所有者权益	808591	973548	1169906	1377067	1602110
负债及权益合计	1577246	1780995	1967021	2195637	2445223

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	221962	258521	265699	339414	359387
净利润	115216	194073	234641	252945	275772
折旧与摊销	59008	56213	65272	93166	94367
营运资本变动	19233	21881	(16797)	7342	1562
其他非现金调整	28505	(13646)	(17417)	(14040)	(12314)
投资活动现金流	(125161)	(122187)	(131177)	(130254)	(133350)
资本性支出	(47407)	(96048)	(105000)	(95070)	(90275)
出售资产及现金	257	203	203	203	203
投资增减	313825	734684	58684	64552	71007
其它	(125161)	10588	32304	29165	27729
筹资活动现金流	(82573)	(176494)	(62943)	(59373)	(54712)
债务增减	2652	(20689)	(12679)	(1608)	7998
股本增减	(42697)	(100399)	0	0	0
股利支付	20983	28859	38284	45784	50729
其它筹资	(21545)	(26547)	(11981)	(11981)	(11981)
其它调整	(41966)	(57718)	(76568)	(91568)	(101458)
现金净增加额	15581	(39801)	71579	149786	171325

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	609357	660257	730527	784833	834726
主营收入	609015	660257	730527	784833	834726
营业成本	315906	311011	310474	329630	342238
毛利	293109	349246	420053	455203	492489
营业支出	140325	149149	160716	168739	175293
营业利润	153126	200097	259337	286464	317196
利息支出	12268	11981	11981	11981	11981
利息收入	13808	16004	16004	16004	16004
权益性投资损益	(295)	16756	15750	12550	11000
其他非经营性损益	451	7161	550	611	725
非经常项目损益	6502	13448	13448	13448	13448
除税前利润	161324	241485	293108	317096	346392
所得税	43276	45018	55561	61007	67186
少数股东损益	2832	2394	2906	3144	3434
经调整归母净利润	157688	222703	254354	281827	310655
EPS(元)	16.63	24.14	27.66	30.64	33.78

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	10%	8%	11%	7%	6%
营业利润	53%	31%	30%	10%	11%
净利润	36%	41%	14%	11%	10%
获利能力					
毛利率	48.1%	52.9%	57.5%	58.0%	59.0%
净利率	18.9%	29.4%	32.1%	32.2%	33.0%
ROE	14.2%	19.9%	20.1%	18.4%	17.2%
ROIC	10.1%	13.9%	14.9%	14.2%	13.7%
偿债能力					
资产负债率	44.6%	40.8%	36.4%	33.6%	31.2%
净负债比率	21.2%	18.5%	16.3%	14.7%	13.6%
流动比率	1.5	1.3	1.5	1.8	2.1
速动比率	1.5	1.2	1.5	1.8	2.1
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
存货周转率	226.5	694.2	706.2	728.0	720.1
应收账款周转率	4.8	4.7	4.6	4.6	4.6
应付账款周转率	2.9	2.6	2.4	2.5	2.5
每股资料(元)					
每股收益	16.63	24.14	27.66	30.64	33.78
每股经营现金	23.41	28.02	28.89	36.90	39.08
每股净资产	85.27	105.53	127.21	149.73	174.20
每股股利	3.12	4.15	4.98	5.52	6.08
估值比率					
PE	34.5	23.8	20.8	18.7	17.0
PB	6.7	5.4	4.5	3.8	3.3
EV/EBITDA	66.4	50.7	42.1	36.7	34.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。