

腾讯控股 (00700. HK)

三项业务全面向上，重回成长视角看腾讯

优于大市

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 互联网 · 互联网 II

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张伦可 0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

执证编码：S0980521120004

证券分析师：陈淑媛 021-60375431

chenshuyuan@guosen.com.cn

执证编码：S0980524030003

事项：

腾讯控股即将发布 2025 年三季度业绩公告。

国信互联网观点：

2025Q3，我们预计腾讯实现营收 1888 亿元，同比增长 13%。预计三季度网络广告持续受益广告库存释放和 AI；游戏业务长青游戏表现良好，《三角洲行动》表现优秀；金融科技业务维持双位数增长。2025Q3，预计 Non-IFRS 下经营利润 735 亿元，同比增长 20%（没有联营公司以及税率影响）。预计实现 Non-IFRS 下归母净利润 667 亿元，同比增长 12%；Non-IFRS 下归母净利润率 35.4%。具体来看：

①游戏方面，《三角洲行动》表现优异。2025Q3，我们预计公司网络游戏业务收入为 603 亿元，同比增长 16%。预计国内游戏收入同比增长 13%。老游戏基本盘稳固增长以及《三角洲行动》火爆弥补了去年同期《DNFm》的基数效应。我们预计《王者荣耀》、《和平精英》保持流水增长。《和平精英》绿洲启元开放了共创手机编辑器。这个举措进一步降低 UGC 门槛，让每个玩家都可以几乎无阻碍地参与到共创游戏地图的过程中。“绿洲启元”8 月 9 日单日活跃用户突破 3300 万。次新游戏逐步长青，《三角洲行动》流水持续攀升，我们预估 Q3 流水可达 65 亿元，年化流水可达 200 亿元。海外延续较好增长，预计同比增长 25%。4 月下旬腾讯《三角洲行动》正式推出海外版《Delta Force》，并获得了海外多个市场下载榜冠军。除此以外，Supercell《部落冲突》流水进一步提升。后续 Pipeline 期待：《洛克王国：世界》、《王者荣耀世界》、《逆战：未来》、海外《无畏契约》手游版等。

②营销服务方面，维持快速增长。2025Q3，我们预计腾讯营销服务收入为 357 亿元，同比增长 19%。腾讯营销服务在宏观下发展整体稳健，并且视频号等流量稳健增长，陆续开放更多广告。除此以外，小程序、搜一搜广告在流量增长驱动下维持高增长。腾讯运用 AI 提升用户画像精准度，并加强用户匹配。广告技术提升（AI、CPU 转 GPU 等）也继续驱动腾讯广告增长。根据 9 月微信广告生态合作伙伴大会，目前腾讯为开发者的微信小程序广告展示提供了“自定义模式”和“优选模式”。其中，“优选模式”在 AI 的加持下，能够理解小程序页面信息、场景信息等，智能展示最佳模板和广告样式，全面匹配广告预算。此外，短剧、小说的开发者可以在推广产品时使用“智投 AI 创意”功能，系统会根据剧情走向、用户行为智能生成广告素材，并进行版位择优投放。在产品侧，7 月，腾讯广告“门店通”开启内测。针对本地行业线下门店生意推广需求定制的极简推广方案，解决店铺曝光、到店引流、复购转化等经营问题。

③金融科技及企业服务：同比增长 10%。2025Q3，我们预计金融科技及企业服务收入为 584 亿元，同比增长 10%。拆解腾讯金融科技大盘，主要收入来自于支付业务。支付业务和线下消费大盘相关。根据央行发布的货币当局资产负债表，非金融机构存款（支付机构交存央行的客户备付金存款）在 7/8 月同比增长 5%/6%。企业服务方面，预计微信电商佣金持续放量；腾讯云增长达 20%。

腾讯各业务处于向好趋势中。①《三角洲行动》等的火爆代表射击搜打撤玩法受欢迎，腾讯在国内射击游戏中有绝对优势。腾讯前期海外工作室积极布局，当前可以持续将射击游戏经验、GAAS（游戏商业化）经验赋能海外，我们预计腾讯海外游戏明年延续今年优秀表现。除此以外，腾讯游戏多为大 DAU 游戏，为游戏平台化、UGC 化提供非常良好基础，也为 AI 赋能游戏提供了良好土壤。

②腾讯微信视频号、微信小店发展空间仍大，当前我们测算视频号单季度广告收入可达百亿；微信小店随

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

着电商供给逐步补足，有望持续加大商业化。

③金融科技方面，腾讯“分付”在8月灰度测试了“借款到银行卡”功能，理财服务也在持续放量。

④AI方面，腾讯生态与元宝的融合，从核心的微信社交生态，逐步扩展到办公协同（腾讯文档）、内容消费（腾讯新闻、QQ音乐、微信读书）和生活服务（腾讯地图）等，未来有望扩展到腾讯小程序生态。近期，腾讯原生多模态图像生成模型——混元图像3.0（HunyuanImage 3.0）上线。根据LMArena榜单（盲测），混元图像3.0在全球26个大模型中，高居第一位，超过nano-banana等顶尖闭源模型。腾讯AI图像模型有望持续助力游戏、影视等领域。

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。考虑到游戏业务表现优秀，预计2025-2027年公司调整后净利润分别为2593/2979/3374亿元，上调幅度1%/1%/1%。继续维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 预计三季度收入增长13%，经调整归母净利润增长12%

2025Q3，我们预计腾讯实现营收1891亿元，同比增长13%。预计三季度网络广告持续受益广告库存释放和AI；游戏业务长青游戏表现良好，《三角洲行动》表现优秀；金融科技业务环比略有恢复。具体来看：①游戏方面，我们预计网络游戏增长16%；②广告方面，预计广告库存释放叠加广告技术提升将带动广告收入同比增长19%；③金融科技及企业服务收入预计同比增长10%。

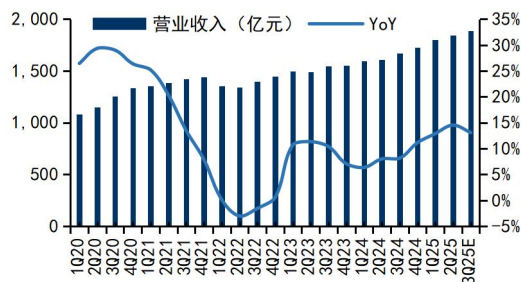
2025Q3，预计Non-IFRS下经营利润735亿元，同比增长20%（没有联营公司以及税率影响）。预计实现Non-IFRS下归母净利润667亿元，同比增长12%；Non-IFRS下归母净利润率35.4%。AI投入对毛利和费用的影响：1）成本侧：公司会根据业务ROI进行AI投入，AI赋能的广告等业务本身为高毛利率业务。2）费用侧：主要体现在研发费用，我们预计25Q3研发费用增长与25Q2类似达18%。

表1：25Q3 腾讯主要财务指标前瞻（亿元）

	2024Q3	2025Q2	2025Q3E	YoY	QoQ	2024	2025E	YoY
增值服务	827	914	933	13%	2%	3192	3637	14%
-网络游戏	518	592	603	16%	2%	1976	2339	18%
本土游戏	373	404	421	13%	4%	1396	1620	16%
海外游戏	145	188	181	25%	-4%	580	719	24%
-社交网络	309	322	331	7%	3%	1216	1298	7%
营销服务	300	358	357	19%	0%	1214	1450	19%
金融科技及企业服务	531	555	584	10%	5%	2120	2306	9%
其他业务	14	18	13	-6%	-28%	78	65	-17%
总收入	1672	1845	1888	13%	2%	6603	7457	13%
毛利	888	1050	1052	18%	0%	3492	4183	20%
non-IFRS下经营利润（新口径）	613	692	735	20%	6%	2379	2846	20%
non-IFRS下权益持有人应占净利润	598	631	667	12%	6%	2227	2593	16%
毛利率	53%	57%	56%	3%	-1%	53%	56%	3%
non-IFRS下经营利润率	37%	38%	39%	2%	1%	36%	38%	2%
Non-IFRS净利率	36%	34%	35%	0%	1%	34%	35%	1%

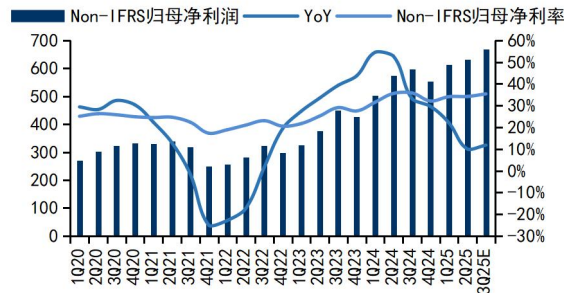
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

图1: 腾讯营业收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理预测

图2: 腾讯 Non-IFRS 归母净利润及净利润率 (亿元、%)



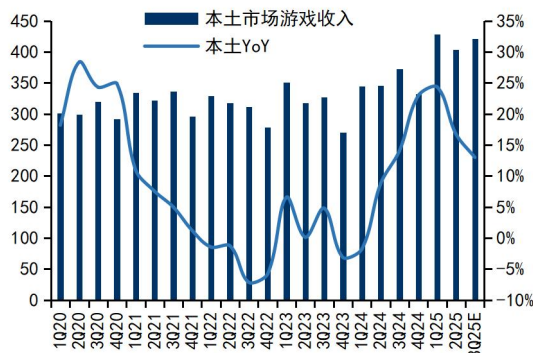
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理预测

◆ 网络游戏: 《三角洲行动》表现优异

2025Q3, 我们预计公司网络游戏业务收入为 603 亿元, 同比增长 16%。

- **预计国内游戏收入同比增长 13%。**老游戏基本盘稳固增长以及《三角洲行动》火爆弥补了去年同期《DNFm》的基数效应。我们预计《王者荣耀》、《和平精英》保持流水增长。《和平精英》绿洲启元开放了共创手机编辑器。这个举措进一步降低UGC门槛, 让每个玩家都可以几乎无阻碍地参与到共创游戏地图的过程中。“绿洲启元”8月9日单日活跃用户突破3300万, 累计上线玩法超15万款。次新游戏逐步长青, 《三角洲行动》流水持续攀升, 我们预估Q3流水可达65亿元, 年化流水可达200亿元。
- **海外延续较好增长, 预计同比增长 25%。**4月下旬腾讯《三角洲行动》正式推出海外版《Delta Force》, 并获得了海外多个市场下载榜冠军。除此以外, Supercell《部落冲突》流水进一步提升。
- **后续 Pipeline 期待:**《洛克王国: 世界》、《王者荣耀世界》、《逆战: 未来》、海外《无畏契约》手游版等。

图3: 腾讯本土市场游戏收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理预测

图4: 腾讯海外市场游戏收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理预测

◆ 营销服务: 预计收入增长 19%

2025Q3, 我们预计腾讯营销服务收入为 357 亿元, 同比增长 19%。腾讯营销服务在宏观下增长整体稳健, 并且视频号等流量稳健增长, 陆续开放更多广告。除此以外, 小程序、搜一搜广告在流量增长驱动下维持高增长。腾讯运用AI提升用户画像精准度, 并加强用户匹配。广告技术提升(AI、CPU转GPU等)也继续驱动腾讯广告增长。根据9月微信广告生态合作伙伴大会, 目前腾讯为开发者的微信小程序广告展示提供了“自定义模式”和“优选模式”。其中, “优选模式”在AI的加持下, 能够理解小程序页面信息、场景信息等, 智能展示最佳模板和广告样式, 全面匹配广告预算。此外, 短剧、小说的开发者可以在推广产品时使用“智投AI创意”功能, 系统会根据剧情走向、用户行为智能生成广告素材, 并进行版位择优投

放。在产品侧，7月，腾讯广告“门店通”开启内测。针对本地行业线下门店生意推广需求定制的极简推广方案，解决店铺曝光、到店引流、复购转化等经营问题。

◆ 金融科技及企业服务：同比增长 10%

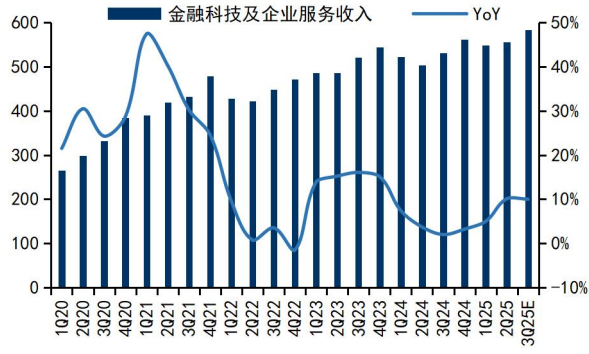
2025Q3，我们预计金融科技及企业服务收入为 584 亿元，同比增长 10%。拆解腾讯金融科技大盘，主要收入来自于支付业务。支付业务和线下消费大盘相关。根据央行发布的货币当局资产负债表，非金融机构存款（支付机构交存央行的客户备付金存款）在 7/8 月同比增长 5%/6%。金融科技方面，“分付”在 8 月灰度测试了“借款到银行卡”功能，理财服务也在持续放量。企业服务方面，预计微信电商佣金持续放量；腾讯云增长达 20%。

图5：腾讯网络广告收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

图6：腾讯金融科技及企业服务收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

图7：央行非金融机构存款金额及增速（亿元、%）



资料来源：中国人民银行，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。考虑到游戏业务表现优秀，预计 2025-2027 年公司调整后净利润分别为 2593/2979/3374 亿元，上调幅度

1%/1%/1%。继续维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

政策风险；广告行业竞争激烈的风险；新游戏不能如期上线的风险等。

相关研究报告：

- 《腾讯控股（00700.HK）-AI 带动广告持续高增长，海外游戏表现亮眼》——2025-08-15
- 《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

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E	
现金及现金等价物	132519	279539	441374	627091	营业收入	660257	745680	828056	912126
应收款项	146072	164971	183195	201794	营业成本	311011	327332	348401	373945
存货净额	440	490	512	541					
其他流动资产	3334	3765	4181	4606	销售费用	34211	37760	39747	41046
流动资产合计	496180	662580	853768	1069763	管理费用	136220	177417	189064	202290
固定资产	92487	171242	256615	337580	利息收入	13808	15743	17318	16531
无形资产及其他	213806	200072	190536	184432	其他损益净额	10249	(122)	8960	6362
投资性房地产	90896	90896	90896	90896	营业利润	160074	261554	317136	355846
长期股权投资	887626	887626	887626	887626	财务成本净额	(12268)	(14706)	(16176)	(15441)
资产总计	1780995	2012415	2279441	2570297	分占联营合营公司损益	25176	25853	28439	26489
短期借款及交易性金融负债	52885	35334	43252	43824	利润总额	241485	272702	329398	366894
应付款项	147959	164796	172220	181806	所得税费用	45018	49854	65880	73379
其他流动负债	196065	227242	241497	257703	少数股东损益	2394	3941	2622	3281
流动负债合计	396909	427372	456969	483333	归属于母公司净利润	194073	218907	260896	290234
长期借款及应付债券	277107	277107	277107	277107	经调整归母净利润	222763	259252	297911	337352
其他长期负债	53083	53083	53083	53083					
长期负债合计	330190	330190	330190	330190	现金流量表(百万元)				
负债合计	727099	757562	787159	813523	净利润	194073	218907	260896	290234
少数股东权益	80348	84289	86911	90192	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	973548	1170564	1405371	1666582	折旧摊销	61139	55372	59516	64845
负债和股东权益总计	1780995	2012415	2279441	2570297	公允价值变动损失	(50)	9485	1018	3484
关键财务与估值指标					财务费用	(1540)	(1038)	(1142)	(1090)
经调整 EPS	24.15	27.71	32.69	36.29	营运资本变动	(5597)	28634	3017	6740
每股红利	2.40	2.39	2.85	3.17	其它	8956	3941	2622	3281
每股净资产	105.53	127.88	153.53	182.07	经营活动现金流	258521	316339	327069	368585
ROIC	60%	61%	59%	57%	资本开支	(81811)	(129878)	(136372)	(143190)
ROE	20%	19%	19%	17%	其它投资现金流	(3867)	0	(10691)	(11225)
毛利率	53%	56%	58%	59%	投资活动现金流	(122187)	(129878)	(147062)	(154415)
EBIT Margin	36%	35%	38%	39%	权益性融资	0	0	0	0
EBITDA Margin	45%	43%	45%	46%	负债净变化	(15813)	0	0	0
收入增长	8%	13%	11%	10%	支付股利、利息	(20634)	(21891)	(26090)	(29023)
净利润增长率	68%	13%	19%	11%	其它融资现金流	(103599)	(17551)	7918	572
资产负债率	45%	42%	38%	35%	融资活动现金流	(176494)	(39442)	(18172)	(28452)
息率	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	现金净变动	(39801)	147020	161835	185717
P/E	23.5	20.2	17.6	15.5	货币资金的期初余额	172320	132519	279539	441374
P/B	5.5	4.6	3.8	3.2	货币资金的期末余额	132519	279539	441374	627091
EV/EBITDA	20.6	19.3	16.3	14.6	企业自由现金流	253213	263498	306724	355409
					权益自由现金流	135628	247174	316012	357289

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

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