

2025 年 11 月 10 日 星期一

【公司评论】

李京霖
+ 852 2532 1957
Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

吕彦辛
+852 2532 1539
Alexandra.lyu@firstshanghai.com.hk

行业 TMT
股价 634 港元

市值 5.921 万亿港元
总股本 91.45 亿
52 周高/低 683 港元/359.7 港元
每股净资产 133.61 港元

股价表现



腾讯宣布将于 2025 年 11 月 13 日发布 2025 年第三季度财报。财报发布后，公司将于北京时间 20:00 举行业绩会。

2025 年第三季度一致预期

根据 Visible Alpha 的一致预期，预计第三季度收入为 1889 亿元，同比增长 13%。按收入细分，增值服务三季度预期为 933 亿人民币，同比上升 12.8%。营销服务三季度预期同比上升 19.4%，至 358 亿元人民币。广告收入预计延续高同比增长，视频号、微信搜一搜货币化以及 AI 对广告单价提升成为广告增长的主要驱动力，预计客单价以及加载率仍有上升空间。三季度预计云和金融将录得 582.7 亿元人民币，同比增长 9.8%。利润端，毛利三季度预计同比上升 17%，约 1057 亿元人民币。Non-GAAP 经营净利润三季度预计同比上升 10.6%，约 662 亿元人民币。

AI 重塑增长曲线，腾讯迈向智能商业闭环

游戏板块方面，公司延续“长青+新品”双引擎战略，整体表现稳健。《王者荣耀》和《和平精英》继续贡献核心流水，第三季度推出多款 IP 联动与新模式活动，维持高活跃度。《三角洲行动》DAU 创历史新高，突破 2000 万，带动射击品类用户扩张，并逐步形成赛事体系，商业化潜力显著增强。海外方面，Supercell 多款产品焕新带动流水回升，中东及东南亚市场持续放量，海外收入占比预计突破 30%。整体来看，腾讯游戏板块正形成“内容+平台+出海”的三重增长驱动力，AI 在研发、运营与分发环节的应用不断深化，有望进一步提升产品生命周期管理能力与整体运营效率。

营销服务业务业务延续高增速，AI 成为核心驱动力。腾讯已在广告创作、投放、推荐与效果分析引入并规模化应用 AI。第三季度，生成式推荐在算法侧逐渐落地，智能投放通过 ADQ 3.0 与 AIM+矩阵实现自动化与智能化，显著提升点击率与转化率。视频号广告加载率预计进一步突破，微信小店与视频号电商融合形成“内容+社交+交易”AI 闭环，高毛利广告占比上升，广告业务结构持续优化，AI 正成为腾讯广告增长的关键引擎。

云与金融科技板块方面，公司持续聚焦 AI 算力与高质量增长。云业务在第三季度明显回暖，GPU 资源释放与 AI API 调用量增加带动收入环比上升，AI 原生解决方案成为新的增长引擎。金融科技方面，线下消费持续复苏，支付结算量保持高位增长，理财、小贷与保险等高毛利业务结构优化推动盈利能力提升。腾讯通过 AI 优化云资源利用率与智能调度，进一步改善了整体毛利率。

整体来看，公司收入结构持续优化，AI 能力加速系统性落地，营销与游戏板块成为核心驱动，云与金融科技提供稳健支撑。随着 AI 在业务流程中的深化应用，管理与销售费用率有望继续下降，盈利质量和经营效率将进一步提升。展望未来，微信小店电商化进程、AI 商业化节奏及广告客户结构升级仍是核心关注方向，公司中长期成长逻辑清晰，AI 正逐步转化为业绩与估值的双重驱动力。

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利



第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

网址: [Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)