

公司研究

主营业务超预期，资本开支短期扰动，AI 生态价值逐步显现

——腾讯控股（0700.HK）2025 年三季报业绩点评

要点

**业绩点评：**腾讯控股 25Q3 实现营业收入 1929 亿元，同比增长 15.4%，超彭博一致预期（下文简称一致预期）2.15%。Non-IFRS 营业利润 726 亿元，超一致预期 0.58%；营业利润率 37.6%（一致预期为 38.2%），低于预期主要系销售费用超预期 13.1%、研发费用超预期 10.1%，但公司通过优化运营效率，行政费用低于预期 8.9%，对冲了对利润率的负面影响。Non-IFRS 净利润 706 亿元，超一致预期 6.84%，净利率 36.6%（同比+0.8pcts）。

**游戏：海外游戏营收大幅超预期，长青游戏支撑本土游戏营收稳健增长。**25Q3 公司游戏营收 636 亿元，同比增长 22.8%，超一致预期 5.21%。1) **本土游戏：**25Q3 营收 428 亿元，同比增长 14.7%，超预期 1.26%；25Q3《三角洲行动》流水位居国内行业第三，DAU 从 2000 万快速增长至 3000 万，9 月平均在线峰值环比增长 17.4%。2) **海外游戏：**25Q3 营收 208 亿元，同比增长 43.4%，大幅超预期 14.8%；supercell 收入增长、新收购游戏工作室、《皇室战争》25M9 平均 DAU 和流水创新高等因素推动海外收入超预期加速增长。

**广告和企业服务：AI 驱动广告架构升级与 ROI 提升，Agent 赋能云平台。**25Q3 公司营销服务收入 362 亿元，同比增长 20.8%，超一致预期 1.81%。**本季度广告加载率提升，智能投放产品矩阵 AIM+有效提升 ROI，AI 驱动 eCPM 提升。**25Q3 公司金融科技与企业服务收入 582 亿元，同比增长 9.6%，超预期 0.07%。腾讯云 Agent 3.0 平台功能持续更新，AI 推理部署效率提升。

**资本开支低于预期为短期扰动，AI 长期战略更加清晰。**25Q3 公司资本开支 130 亿元，同比下滑 24%，低于预期 43.9%。根据业绩电话会，资本开支下滑主要受供应链影响。**公司加大 AI 研发投入，25Q3 研发费用创单季历史新高，混元图像和 3D 模型性能行业领先，其中混元 3D 模型下载量已超过 300 万。**公司聚焦于 AI Agent 与社交生态的结合，持续稳固流量护城河。

**盈利预测、估值与评级：**公司新游管线充足，PC/海外游戏收入占比提升改善毛利率，元宝和 AI Agent 发挥社交生态价值，有望巩固流量护城河、提升长期广告估值中枢。考虑到海外游戏持续超预期增长，AI 内部生产力工具驱动降本增效，上调 25-27 年 Non-IFRS 归母净利润预测至 2658/2984/3351 亿元（相比上次预测+4.0%/+3.5%/+4.0%），现价对应 PE 21x/19x/17x；考虑到公司主营业务稳健增长提供安全垫，估值具备性价比，维持“买入”评级。给予 26 年游戏 20x PE，数字内容 10x PE，营销服务 22x PE，金融科技 20x PE，云服务 5x PS，股权投资 70%折价，上调公司目标价至 741 港元。

**风险提示：**监管不确定性风险，宏观经济风险，游戏表现不达预期，竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

| 指标                 | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（亿元）           | 6,090.2 | 6,602.6 | 7,495.7 | 8,299.9 | 9,075.4 |
| 营业收入增长率            | 9.8%    | 8.4%    | 13.5%   | 10.7%   | 9.3%    |
| Non-IFRS 归母净利润（亿元） | 1,576.9 | 2,227.0 | 2,657.9 | 2,984.0 | 3,351.3 |
| Non-IFRS 归母净利润增长率  | 36.4%   | 41.2%   | 19.3%   | 12.3%   | 12.3%   |
| EPS（元，摊薄）          | 16.41   | 23.67   | 28.51   | 32.14   | 36.10   |
| P/E                | 37      | 25      | 21      | 19      | 17      |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-11-13，2025E-2027E EPS 使用年初与年末（2025 年年末用最新股本代替）平均股本摊薄调整计算，汇率：1 港元=0.9133 人民币

买入（维持）

当前价/目标价：656.00/741 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：宾特丽亚

执业证书编号：S0930525090001

021-52523681

binteliya@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：91.45

总市值(亿港元)：59991

一年最低/最高(港元)：361.64/683.00

近 3 月换手率：0.19%

股价相对走势



资料来源：Wind

收益表现

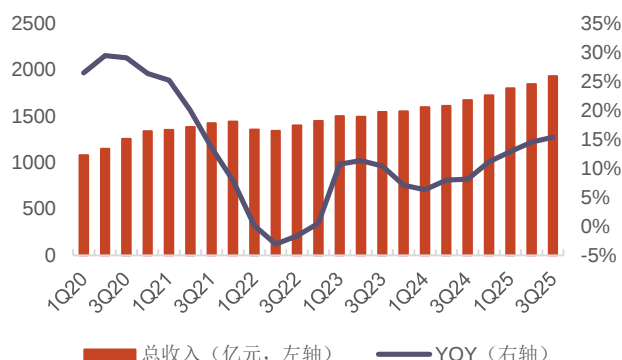
| %  | 1M  | 3M   | 1Y   |
|----|-----|------|------|
| 相对 | 4.7 | 2.9  | 28.2 |
| 绝对 | 5.6 | 10.8 | 62.5 |

资料来源：Wind

相关研报

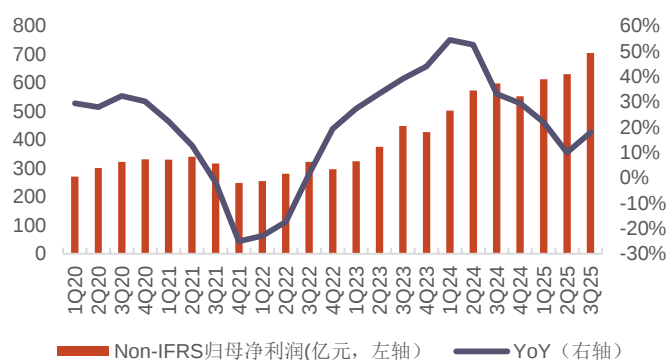
游戏&广告预计增长强劲，经营杠杆持续释放  
——腾讯控股（0700.HK）2025 年二季度业绩前瞻（2025-08-01）

图 1: 1Q20-3Q25 腾讯控股营业收入与同比增速



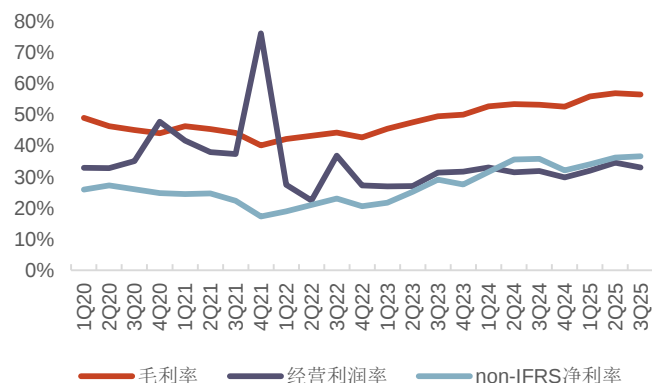
资料来源: 腾讯控股公司公告, 光大证券研究所整理

图 2: 1Q20-3Q25 腾讯控股 Non-IFRS 归母净利润与同比增速



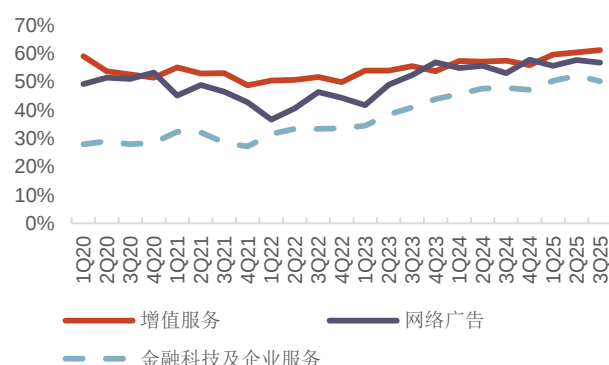
资料来源: 腾讯控股公司公告, 光大证券研究所整理

图 3: 1Q20-3Q25 腾讯控股各项利润率



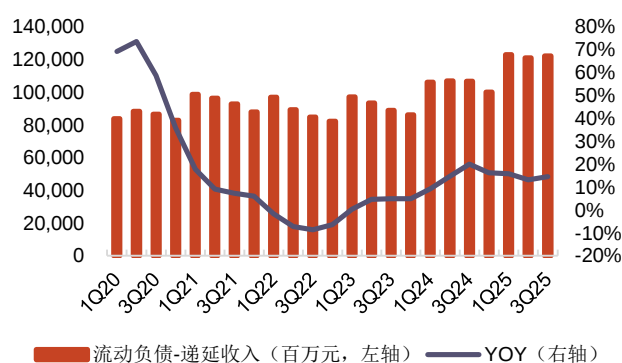
资料来源: 腾讯控股公司公告, 光大证券研究所整理

图 4: 1Q20-3Q25 腾讯控股分部门毛利率



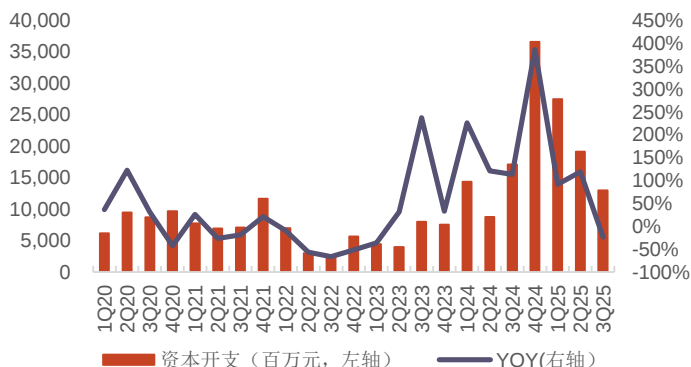
资料来源: 腾讯控股公司公告, 光大证券研究所整理

图 5: 1Q20-3Q25 腾讯控股流动负债-递延收入与同比增速



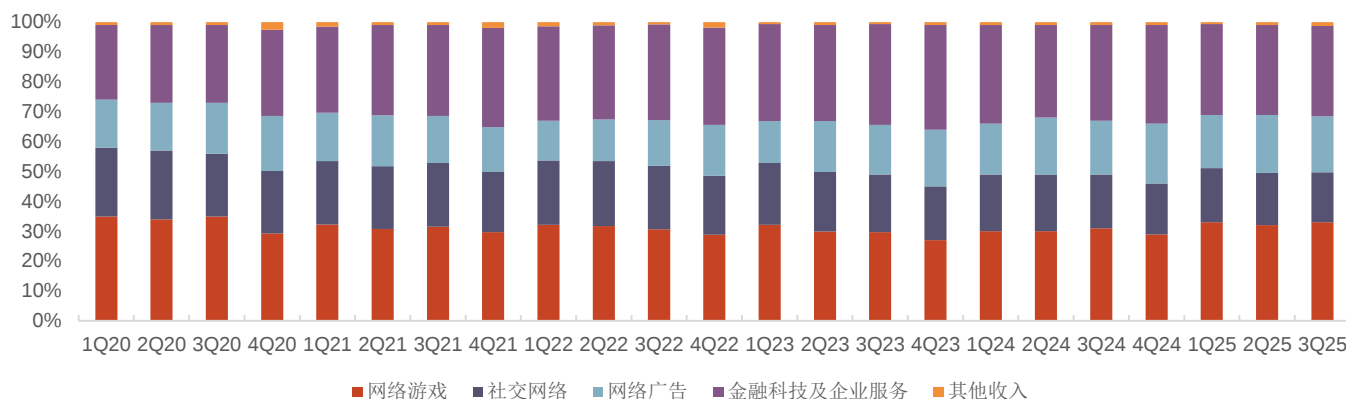
资料来源: 腾讯控股公司公告, 光大证券研究所整理

图 6: 1Q20-3Q25 腾讯控股资本开支与同比增速



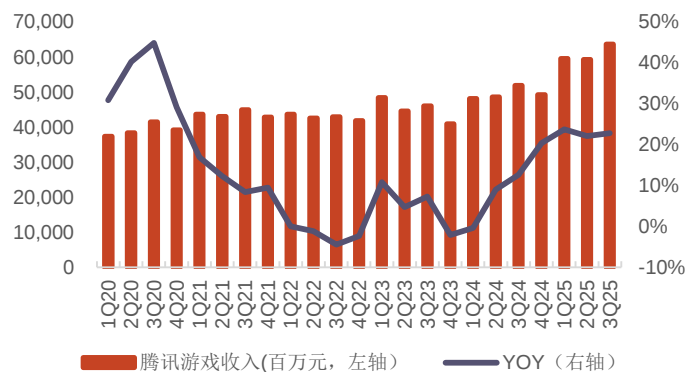
资料来源: 腾讯控股公司公告, 光大证券研究所整理

图 7: 1Q20-3Q25 腾讯控股各部门收入占比



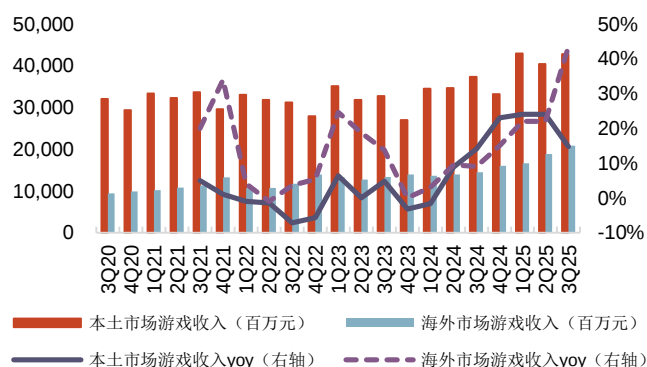
资料来源：腾讯控股公司公告，光大证券研究所整理

图 8: 1Q20-3Q25 腾讯控股游戏收入与同比增速



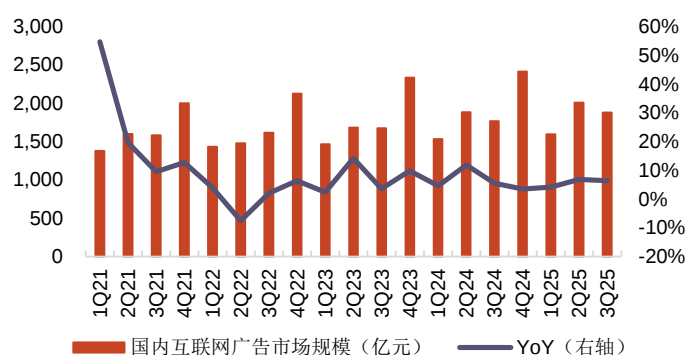
资料来源：腾讯控股公司公告，光大证券研究所整理

图 9: 3Q20-3Q25 腾讯控股本土、国内游戏收入与同比增速



资料来源：腾讯控股公司公告，光大证券研究所整理

图 10: 1Q21-3Q25 国内互联网广告市场规模与同比增速



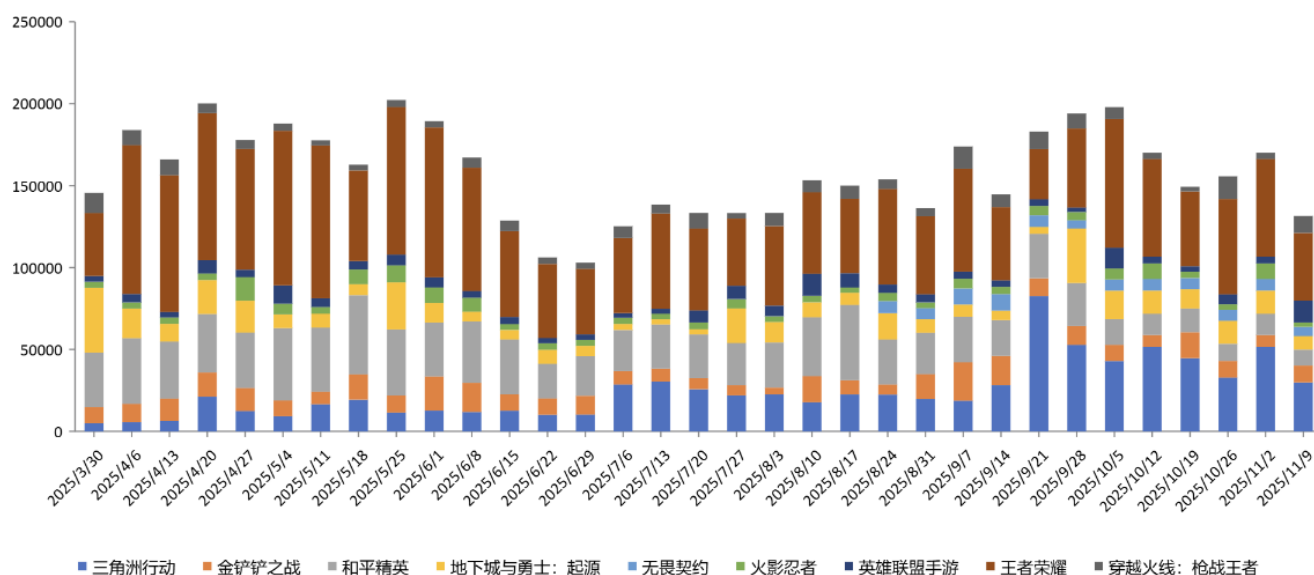
资料来源：Questmobile，光大证券研究所整理

图 11: 1Q20-3Q25 腾讯控股营销服务收入与同比增速



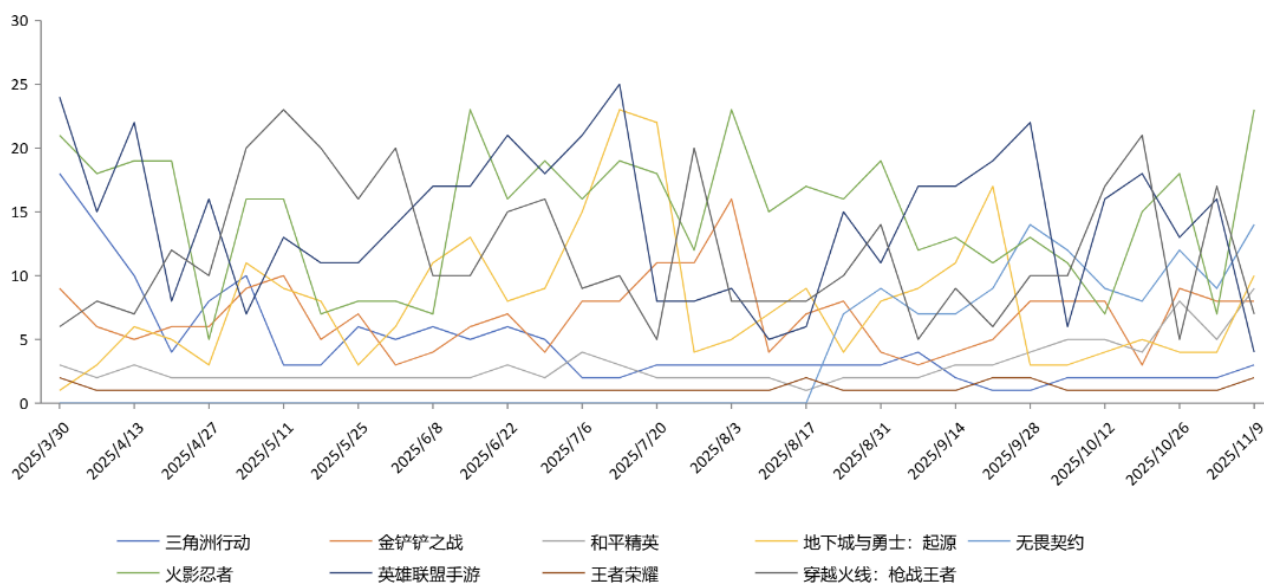
资料来源：腾讯控股公司公告，光大证券研究所整理

图 12: 2025-3-30 至 2025-11-9 腾讯控股部分手游国内周度流水 (单位: 万元)



资料来源: SensorTower, 光大证券研究所整理

图 13: 2025-3-30 至 2025-11-9 腾讯控股部分手游国内周度流水排名



资料来源: SensorTower, 光大证券研究所整理

## 财务报表与盈利预测

| 利润表 (亿元)        | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入            | 6,090 | 6,603 | 7,496 | 8,300 | 9,075 |
| 营业成本            | 3,159 | 3,110 | 3,292 | 3,677 | 4,003 |
| 其他收益净额          | 47    | 80    | 80    | 90    | 100   |
| 销售及市场推广开支       | -342  | -364  | -397  | -432  | -463  |
| 一般及行政开支         | -1035 | -1128 | -1312 | -1436 | -1561 |
| 经营利润            | 1,601 | 2,081 | 2,575 | 2,845 | 3,149 |
| 利息收入            | 138   | 160   | 145   | 197   | 301   |
| 财务成本净额          | -123  | -120  | -124  | -132  | -140  |
| 分占联营公司及合营公司     | 58    | 252   | 202   | 232   | 247   |
| 投资收益净额          | -61   | 42    | 50    | 60    | 60    |
| 除税前盈利           | 1,613 | 2,415 | 2,847 | 3,201 | 3,616 |
| 所得税开支           | -433  | -450  | -531  | -597  | -674  |
| 期内盈利            | 1,180 | 1,965 | 2,316 | 2,605 | 2,942 |
| 归母净利润(IFRS)     | 1,152 | 1,941 | 2,289 | 2,573 | 2,906 |
| 归母净利润(Non-IFRS) | 1,577 | 2,227 | 2,658 | 2,984 | 3,351 |

| 现金流量表 (亿元) | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流    | 2,220  | 2,585  | 3,037  | 3,391  | 3,766  |
| 投资活动产生现金流  | -1,252 | -1,222 | -1,542 | -1,189 | -1,245 |
| 融资活动现金流    | -826   | -1,765 | -1,381 | -1,338 | -1,404 |
| 净现金流       | 142    | -402   | 114    | 864    | 1,116  |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 资产负债表 (亿元) | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产        | 15,772 | 17,810 | 19,960 | 22,658 | 25,607 |
| 现金类项目      | 3,621  | 3,288  | 3,503  | 4,467  | 5,583  |
| 应收账款       | 466    | 482    | 538    | 596    | 652    |
| 存货         | 5      | 4      | 5      | 5      | 6      |
| 其他短期资产     | 1,093  | 1,187  | 1,209  | 1,357  | 1,456  |
| 总计流动资产     | 5,184  | 4,962  | 5,255  | 6,425  | 7,696  |
| 固定资产       | 532    | 802    | 556    | 594    | 638    |
| 长期投资       | 2,537  | 2,903  | 3,403  | 3,903  | 4,403  |
| 其他长期资产     | 7,519  | 9,143  | 10,745 | 11,736 | 12,870 |
| 总负债        | 7,036  | 7,271  | 7,479  | 8,041  | 8,582  |
| 应付账款及票据    | 1,775  | 2,027  | 2,013  | 2,248  | 2,447  |
| 短期债务       | 415    | 529    | 609    | 689    | 769    |
| 其他短期负债     | 1,331  | 1,413  | 1,486  | 1,662  | 1,854  |
| 总计流动负债     | 3,522  | 3,969  | 4,107  | 4,599  | 5,070  |
| 长期债务       | 1,558  | 1,465  | 1,515  | 1,565  | 1,615  |
| 其他长期负债     | 1,956  | 1,837  | 1,857  | 1,877  | 1,897  |
| 总股东权益      | 8,737  | 10,539 | 12,481 | 14,618 | 17,025 |
| 股本与资本公积    | 380    | 431    | 481    | 531    | 581    |
| 留存收益       | 8,139  | 8,920  | 10,778 | 12,867 | 15,227 |
| 其他股东权益     | -433   | 384    | 418    | 416    | 414    |
| 少数/非控制性权益  | 651    | 803    | 803    | 803    | 803    |

## 行业及公司评级体系

|         | 评级  | 说明                                                       |
|---------|-----|----------------------------------------------------------|
| 行业及公司评级 | 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 15%；                        |
|         | 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。   |
| 基准指数说明： |     | A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。 |

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

## 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

## 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

## 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

## 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

## 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP