

腾讯控股 (00700.HK)

广告增长强劲,《三角洲行动》流水快速爬升

优于大市

核心观点

收入同比增长 15%，经调整利润同比增长 18%。2025Q3，腾讯实现营收 1929 亿元，同比增长 15.4%。主要增长由广告和游戏业务贡献。经调整经营利润 25Q3 为 726 亿元，同比增长 18%。Non-IFRS 归母净利润 706 亿元，同比增长 18%；经营利润率提升主要来自于收入组合中高毛利率业务占比提升，各项业务高质量发展。25Q3，公司综合毛利率 56%，同比提升 3pct。其中，增值服务/网络广告/金融科技与企业服务毛利率同比提升 4pct/4pct/2pct。游戏业务持续优化渠道成本，高毛利率的自研游戏三角洲行动发力；支付服务及云服务成本效益的提高。

Capex 受限供应，研发费用创历史新高。25Q3，销售费率 5.9%，同比上升 0.3pct。管理研发费率 17.8%，同比上升 0.4pct，研发支出费用 25Q3 同比增长 28%至 228 亿元，创单季历史新高，体现公司在 AI 方面人才等方面的积极储备。Capex 方面，25Q3 为 130 亿元，同比-24%，公司略下调全年预期，主要受限供应等。现金 Capex 方面，25Q3 为 200 亿，同比增长 67%。

网络游戏收入同比+23%，海外游戏增长强劲。2025Q3，公司网络游戏业务收入为 636 亿元，同比上升 23%。本季度末，公司递延收入（流动负债）为 1220 亿元，同比增长 15%，环比上升 1%。1) 本土市场游戏收入同比上升 15%至人民币 428 亿元。《三角洲行动》本季度位居行业流水前三，《无畏契约》手游新发布以来表现良好。2) 国际市场游戏收入同比增长 43%至人民币 208 亿。增长主要系 Supercell 旗下游戏的收入增长，近期收购的游戏工作室的收入贡献，以及新发布的个人电脑及主机游戏《消逝的光芒：困兽》的销量表现。25Q3 受到买断制一次性计收以及收购工作室影响，我们预计此影响在 25Q4 回归相对正常。

营销服务：增长持续加速。25Q3，公司营销服务收入为 362 亿元，同比增长 21%。公司业绩会表示，营销服务的增长，一半是 eCPM 价格增长带来，核心受益于 AI，也有电商内循环广告的贡献。还有一半增长是展示位的变化，公司提升广告 adload 和用户参与度。当前视频号加载率相对较低，我们测算为低个位数。

金融科技和企业服务：收入增速维持双位数。25Q3，金融科技及企业服务业务收入同比增长 10%至 582 亿元。金融科技服务收入同比以高个位数百分比增长，主要受益于商业支付活动及消费贷款服务的收入增加。商业支付金额增速较第二季提升，得益于线上支付金额强劲增长，及线下支付金额趋势改善，尤其是在零售和交通行业。企业服务收入同比增长十几个百分点，受益于云服务的收入增长。受制于芯片供给，我们测算 25Q3 腾讯云收入增长 16%。

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。考虑到游戏与金融科技业务表现优秀，毛利率提升进展良好，预计 2025-2027 年公司调整后净利润分别为 2626/3013/3454 亿元（上调 1/1/2%）。维持“优

公司研究·海外公司财报点评

互联网·互联网 II

证券分析师：张伦可 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn S0980521120004
证券分析师：陈淑媛 021-60375431 chenshuyuan@guosen.com.cn S0980524030003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	610.00 - 661.00 港元
收盘价	641.00 港元
总市值/流通市值	5861798/5861798 百万港元
52 周最高价/最低价	683.00/361.64 港元
近 3 个月日均成交额	11180.47 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《腾讯控股 (00700.HK) - 三项业务全面向上，重回成长视角看腾讯》——2025-10-23
 《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

于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025	2026E	2027E
营业收入(百万元)	609015	660257	753259	849133	950329
(+/-%)	9.8%	8.4%	14.1%	12.7%	11.9%
净利润(百万元)-Non IFRS	157688	222703	262624	301316	345381
(+/-%)	36.4%	41.2%	17.9%	14.7%	14.6%
每股收益(元)-Non IFRS	16.63	24.15	28.52	33.18	37.11
EBIT Margin	28.1%	35.7%	34.6%	37.3%	37.8%
净资产收益率 (ROE)	14.2%	19.9%	18.8%	18.6%	17.5%
市盈率 (PE)	34.7	24.6	20.8	18.2	15.8
EV/EBITDA	25.7	21.0	19.7	16.7	14.9
市净率 (PB)	6.45	5.66	4.66	3.88	3.27

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

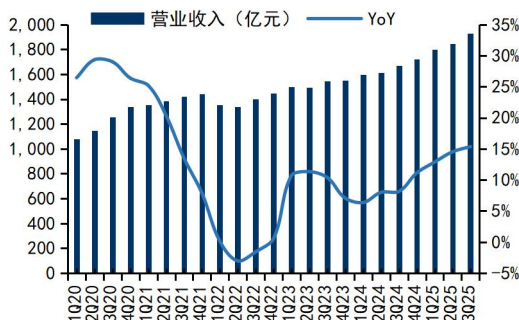
总览：收入侧表现优秀，毛利侧优化效果好

2025Q3，腾讯实现营收 1929 亿元，同比增长 15.4%。主要增长由广告和游戏业务贡献，金融科技与企业服务业务维持双位数增长。

收入组合变动和经营杠杆带动利润增长 18%。经调整经营利润 25Q3 为 726 亿元，同比增长 18%。Non-IFRS 归母净利润 706 亿元，同比增长 18%；经营利润率提升主要来自于收入组合中高毛利率业务占比提升，各项业务高质量发展。

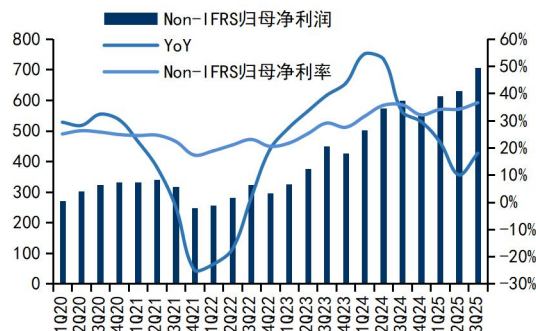
2025Q3，公司综合毛利率 56%，同比提升 3pct。其中，增值服务/网络广告/金融科技与企业服务毛利率同比提升 4pct/4pct/2pct。游戏业务持续优化渠道成本，高毛利率的自研游戏三角洲行动发力；支付服务及云服务成本效益的提高。25Q3，销售费率 5.9%，同比上升 0.3pct。管理研发费率 17.8%，同比上升 0.4pct，研发支出费用 25Q3 同比增长 28%至 228 亿元，创单季历史新高，体现公司在 AI 方面人才等方面的积极储备。Capex 方面，25Q3 为 130 亿元，同比-24%，公司略下调全年预期，主要受限于芯片供应等。现金 Capex 方面，25Q3 为 200 亿，同比增长 67%。

图1：腾讯总收入及增速（亿元，%）



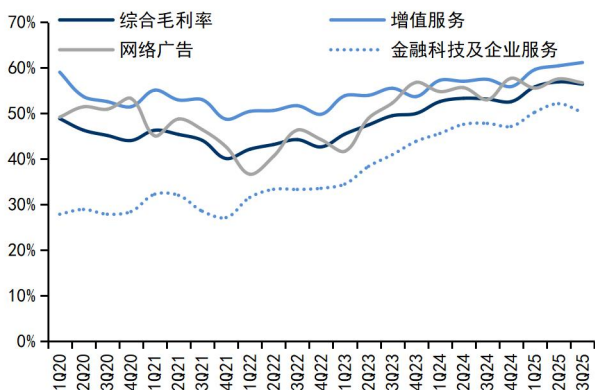
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：腾讯调整后归母净利润及净利润率（亿元，%）



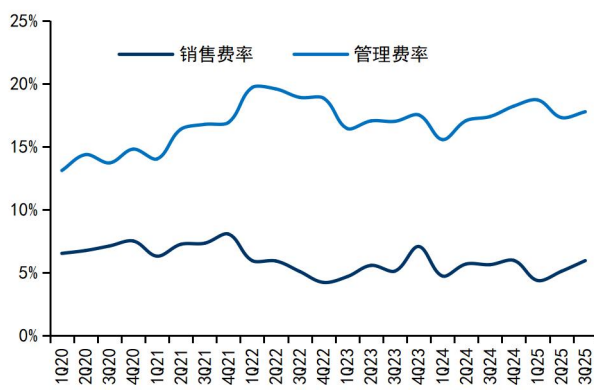
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：腾讯季度毛利率变化情况（亿元，%）



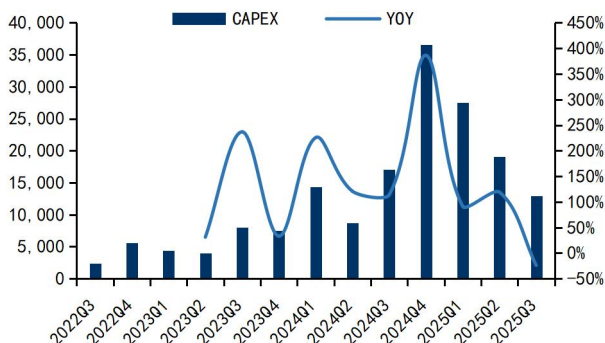
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：腾讯季度经营费率变化情况



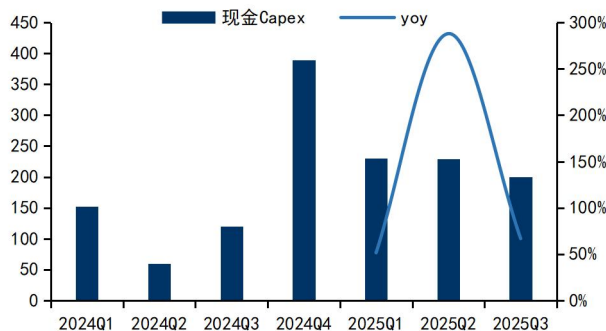
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5: 腾讯 Capex 及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 腾讯现金 Capex 及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

网络游戏收入同比+23%，海外游戏增长强劲

2025Q3，公司网络游戏业务收入为 636 亿元，同比上升 23%。本季度末，公司递延收入（流动负债）为 1220 亿元，同比增长 15%，环比上升 1%。

图7: 腾讯网络游戏收入及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 腾讯递延收入及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

- ✓ 本土市场游戏收入同比上升 15%至人民币 428 亿元。《三角洲行动》本季度位居行业流水前三，《无畏契约》手游新发布以来表现良好。
- ✓ 国际市场游戏收入同比增长 43%至人民币 208 亿。增长主要系 Supercell 旗下游戏的收入增长，近期收购的游戏工作室的收入贡献，以及新发布的个人电脑及主机游戏《消逝的光芒：困兽》的销量表现。25Q3 受到买断制一次性计收以及收购工作室影响，我们预计此影响在 25Q4 回归相对正常。

腾讯本土市场游戏收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9: 腾讯海外市场游戏收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

营销服务：增长持续加速

2025Q3，公司营销服务收入为 362 亿元，同比增长 21%。公司业绩会表示，营销服务的增长，一半是 eCPM 价格增长带来，核心受益于 AI，也有电商内循环广告的贡献。还有一半增长是展示位的变化，公司提升广告 adload 和用户参与度。当前视频号加载率相对较低，我们测算为低个位数。

金融科技和企业服务：收入增速维持双位数

2025Q3，金融科技及企业服务业务收入同比增长 10%至 582 亿元。金融科技服务收入同比以高个位数百分比增长，主要受益于商业支付活动及消费贷款服务的收入增加。商业支付金额增速较第二季提升，得益于线上支付金额强劲增长，及线下支付金额趋势改善，尤其是在零售和交通行业。企业服务收入同比增长十几个百分点，受益于云服务的收入增长。受制于芯片供给，我们测算 25Q3 腾讯云收入增长 16%。

图10: 腾讯网络广告收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图11: 腾讯金融科技及企业服务收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、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。

考虑到游戏与金融科技业务表现优秀，毛利率提升进展良好，预计 2025-2027 年公司调整后净利润分别为 2626/3013/3454 亿元（上调 1/1/2%）。维持“优于大市”评级。

风险提示

政策风险；宏观经济疲软的风险；广告行业竞争激烈的风险；新游戏不能如期上线的风险等。

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	287703	456438	650794	营业收入	660257	753259	849133	950329
应收款项	146072	166647	187858	210246	营业成本	311011	333364	359585	391228
存货净额	440	499	530	568					
其他流动资产	3334	3804	4288	4799	销售费用	34211	39852	42457	47516
流动资产合计	496180	672468	873619	1102138	管理费用	136220	178554	197104	213918
固定资产	92487	171242	256615	337580	利息收入	13808	16134	17747	16940
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	260262	316709	359077
长期股权投资	887626	887626	887626	887626	财务成本净额	(12268)	(15074)	(16582)	(15828)
					分占联营合营公司损益	25176	27086	31149	27804
资产总计	1780995	2022304	2299292	2602671	利润总额	241485	272274	331276	371052
短期借款及交易性金融负债	52885	35334	43252	43824	所得税费用	45018	46888	66255	74210
应付款项	147959	167955	178076	190856	少数股东损益	2394	5198	2629	3913
其他流动负债	196065	231563	251729	274208	归属于母公司净利润	194073	220188	262392	292929
流动负债合计	396909	434851	473057	508888	经调整归母净利润	222763	262624	301316	345381
长期借款及应付债券	277107	277107	277107	277107					
其他长期负债	53083	53083	53083	53083	现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	330190	330190	330190	330190	净利润	194073	220188	262392	292929
负债合计	727099	765041	803247	839078	资产减值准备	0	0	0	0
少数股东权益	80348	85546	88175	92088	折旧摊销	61139	55372	59516	64845
股东权益	973548	1171717	1407870	1671505	公允价值变动损失	(50)	9485	1018	3484
负债和股东权益总计	1780995	2022304	2299292	2602671	财务费用	(1540)	(1060)	(1165)	(1112)
					营运资本变动	(5597)	34389	8563	12322
关键财务与估值指标	2024	2025E	2026E	2027E	其它	8956	5198	2629	3913
经调整 EPS	24.15	28.52	33.18	37.11	经营活动现金流	258521	324631	334118	377493
每股红利	2.40	2.41	2.87	3.20	资本开支	(81811)	(129878)	(136372)	(143190)
每股净资产	105.53	128.13	153.95	182.78	其它投资现金流	(3867)	0	(10691)	(11225)
ROIC	60%	62%	61%	59%	投资活动现金流	(122187)	(129878)	(147062)	(154415)
ROE	20%	19%	19%	18%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	53%	56%	58%	59%	负债净变化	(15813)	0	0	0
EBIT Margin	36%	35%	37%	38%	支付股利、利息	(20634)	(22019)	(26239)	(29293)
EBITDA Margin	45%	42%	44%	45%	其它融资现金流	(103599)	(17551)	7918	572
收入增长	8%	14%	13%	12%	融资活动现金流	(176494)	(39570)	(18321)	(28721)
净利润增长率	68%	13%	19%	12%	现金净变动	(39801)	155184	168735	194357
资产负债率	45%	42%	39%	36%	货币资金的期初余额	172320	132519	287703	456438
息率	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	货币资金的期末余额	132519	287703	456438	650794
P/E	24.6	20.8	18.2	15.8	企业自由现金流	253213	264963	311758	364869
P/B	5.7	4.7	3.9	3.3	权益自由现金流	135628	248654	321074	366775
EV/EBITDA	21.0	19.7	16.7	14.9					

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提及的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