

传媒

2025 年 11 月 16 日

腾讯控股

(00700)

——25Q3 游戏继续超预期，AI 赋能深入

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2025 年 11 月 14 日

收盘价（港币）	641.00
恒生中国企业指数	9397.96
52 周最高/最低（港币）	683.00/364.80
H 股市值（亿港元）	58,617.98
流通 H 股（百万股）	9,144.77
汇率（港币/人民币）	0.9120

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
袁伟嘉 A0230519080013
yuanwj@swsresearch.com
夏嘉励 A0230522090001
xiajl@swsresearch.com
联系人
夏嘉励 A0230522090001
xiajl@swsresearch.com

事件：

- 腾讯控股 25Q3 实现营业收入 1929 亿元，同比增长 15%，超彭博一致预期 2%；调整后归母净利润 706 亿元，同比增长 18%，超一致预期 7%。
- 毛利润增速（22%）> 调整后经营利润增速、调整后归母净利润增速（18%）> 收入增速（15%）；继续实现高质量经营与 AI 投入并举。
- 经营层面看，收入端增值服务和广告业务超预期，其中海外游戏大超预期；增值服务和广告毛利率好于预期，费用率提升略高于预期。联营合营收入环比明显提升亦对净利润超预期有贡献。

投资要点：

- **25Q3 海外游戏大超预期，国内增长有强支撑。**根据公司财报，25Q3 国际/本土游戏收入分别同比增长 43%/15%。**本土游戏收入 428 亿维持高位，增速放缓受基数影响**（去年《DNF 手游》等）；新游水流强劲但递延周期长。新游上，《三角洲行动》9 月 DAU 突破 3000 万，流水增长迅猛；8 月上线的《无畏契约手游》亦亮眼。Q3 长青游戏《王者荣耀》《和平精英》保持稳中有增，《无畏契约》端游继续强贡献。**海外大超预期主要由 Supercell 等带动：**《皇室战争》9 月流水新高。9 月发售的 PC/主机产品《消逝的光芒：困兽》Q3 带来短期增量。此外《PUBGM》亦贡献增量。**递延方面，**1) 流动负债口径递延收入同比增长 14.5%，粗略还原 Q3 流水增速 24%，近年最强的季度流水增长表现。2) 非流动负债口径 Q3 消耗较多。**新品方面，**关注下半年至明年有望上线的《异人之下》《刺客信条》《王者荣耀世界》《归环》等（上述均有版号）。
- **广告略超预期，AI 深化协同。**根据公司财报，25Q3 广告收入同比增长 21%，驱动包括加载率提升（视频号、小程序、搜一搜均有提升）、AI 驱动 eCPM 提升、流量增长。推出了智能投放产品矩阵腾讯广告 AIM+。
- **FBS 符合预期。**根据公司财报，25Q3 金融科技企业服务收入同比增长 10%，1) 金融科技继续高个位数增长，商业支付以及消费贷款服务收入增加。2) 企业服务保持十几个百分点增长，AI 带动云收入增长，微信小店 GMV 扩大带动商家技术服务费增长。
- **资本开支** 25Q3 为 130 亿元，占收入比例 6.7%，资本开支走低与芯片供给有关；前三季度合计为 596 亿，占收入比例 10.7%。**市场对腾讯 AI（技术、进度、远期天花板）定价不充分，**模型能力上，混元大语言模型复杂推理能力持续提升，图像生成模型全球文生图模型中排名第一（根据 LMArena）；微信 AI 功能亦在持续丰富。
- **维持买入评级。**我们上调公司 25-27 年调整后归母净利润为 2602/3007/3373 亿元（原预测为 2556/2980/3368 亿元）。SOTP 估值法下目标价 791 港元，上升空间 23.4%，维持买入评级。
- **风险提示：**腾讯 AI 进展不及预期，腾讯游戏进展不及预期。

财务数据及盈利预测

亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,090	6,603	7,556	8,453	9,267
同比增长率（%）	9.8	8.4	14.4	11.9	9.6
调整后归母净利润	1,577	2,227	2,602	3,007	3,373
同比增长率（%）	36.4	41.2	16.9	15.6	12.2
每股收益（元/股）	16.68	24.03	28.46	32.89	36.89
ROE（%）	19.50	22.88	24.31	25.34	25.28
市盈率	34	24	21	18	16
市净率	6.1	5.1	4.6	4.2	3.8

注：“每股收益”为归属普通股股东的调整后净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

图 1：腾讯盈利预测（亿元）

收入	2023A	2024A	25Q1A	25Q2A	25Q3A	2025E	2026E	2027E
增值服务	2,984	3,192	921	914	959	3,732	4,264	4,674
网络游戏	1,799	1,975	595	592	636	2,434	2,840	3,146
社交网络	1,181	1,210	326	322	322	1,313	1,425	1,528
网络广告	1,015	1,214	319	358	362	1,451	1,662	1,897
金融科技及企业服务	2,038	2,120	549	555	582	2,297	2,451	2,619
其他	54	78	11	18	26	76	76	76
营业收入	6,090	6,603	1,800	1,845	1,929	7,556	8,453	9,267

YoY	2023A	2024A	25Q1A	25Q2A	25Q3A	2025E	2026E	2027E
增值服务	4%	7%	17%	16%	16%	17%	14%	10%
网络游戏	5%	10%	24%	22%	23%	23%	17%	11%
社交网络	1%	2%	7%	6%	4%	9%	8%	7%
网络广告	23%	20%	20%	20%	21%	20%	15%	14%
金融科技及企业服务	15%	4%	5%	10%	10%	8%	7%	7%
其他	-25%	44%	-45%	-7%	83%	-2%	0%	0%
营业收入	10%	8%	13%	15%	15%	14%	12%	10%

	2023A	2024A	25Q1A	25Q2A	25Q3A	2025E	2026E	2027E
毛利润-IFRS (亿元)	2,931	3,492	1,005	1,050	1,088	4,273	4,853	5,354
YoY	23%	19%	20%	22%	22%	22%	14%	10%
毛利率-IFRS	48%	53%	56%	57%	56%	57%	57%	58%
营业利润-IFRS (亿元)	1,601	2,081	576	601	636	2,493	2,901	3,269
YoY	44%	30%	10%	18%	19%	20%	16%	13%
营业利润率-IFRS	26%	32%	32%	33%	33%	33%	34%	35%
营业利润-Non-IFRS (亿元)	1,919	2,378	693	692	726	2,828	3,283	3,677
YoY	34%	24%	18%	18%	18%	19%	16%	12%
营业利润率-Non-IFRS	32%	36%	39%	38%	38%	37%	39%	40%
归母净利润-IFRS (亿元)	1,152	1,941	478	556	631	2,297	2,581	2,961
YoY	-39%	68%	14%	17%	19%	18%	12%	15%
归母净利率-IFRS	19%	29%	27%	30%	33%	30%	31%	32%
归母净利润-Non-IFRS (亿元)	1,577	2,227	613	631	706	2,602	3,007	3,373
YoY	36%	41%	22%	10%	18%	17%	16%	12%
归母净利率-Non-IFRS	26%	34%	34%	34%	37%	34%	36%	36%

资料来源：腾讯控股财报，申万宏源研究

图 2：腾讯 SOTP 估值

	收入-2026E 亿人民币	利润-2026E 亿人民币	倍数	市值 亿人民币	股价 (港元)
增值业务+广告	5,926	1,848	27x PE	49,883	598
金融科技	1,754		4x PS	7,015	84
云	588		6x PS	3,531	42
投资				5,520	66
合计				65,949	791

资料来源：腾讯控股财报，申万宏源研究

合并利润表

亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,090	6,603	7,556	8,453	9,267
营业成本	-3,159	-3,110	-3,284	-3,600	-3,913
毛利润	2,931	3,492	4,273	4,853	5,354
销售及市场推广开支	-342	-364	-394	-406	-417
一般及行政开支	-1,035	-1,128	-1,345	-1,547	-1,668
其他收益	47	80	-40	0	0
经营利润	1,601	2,081	2,493	2,901	3,269
利息收入	138	160	165	185	202
财务成本	-123	-120	-154	-86	-77
投资收益、分占联营公司及合营公司盈利等	-3	294	325	257	329
税前利润	1,613	2,415	2,828	3,256	3,723
所得税	-433	-450	-472	-609	-686
调整项	425	286	306	426	413
期内盈利 (Non-IFRS)	1,605	2,251	2,662	3,074	3,450
少数股东权益	28	24	59	67	77
归母盈利 (Non-IFRS)	1,577	2,227	2,602	3,007	3,373

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。