

基本面维持强劲，AI 助力效率提升

2025 年 11 月 16 日

➤ 整体业绩：3Q25 收入与利润增长超预期，AI 助力效率提升

3Q25 公司收入同比增长 15%，毛利同比+22%，Non-IFRS 经营利润同比+18%，Non-IFRS 归母净利润同比+18%，收入与利润均超过彭博一致预期。3Q25 收入明显超彭博预期，主要来自游戏、广告收入强劲增长。3Q25 增值服务及网络广告毛利率超彭博预期，主要由于本土市场游戏、视频号及微信搜一搜等高毛利率收入来源的增量贡献。

3Q25 管理费用同比+18%，主要系研发开支增加，尤其是 AI 相关举措的投入。3Q25 销售费用同比增长+22%，主要系发展 AI 原生应用程序及游戏发展，推广力度有所增加。3Q25 Non-IFRS 分占联合营公司盈利 103 亿元，同比增加 18 亿元，主要系联营公司特定因素的影响。3Q25 资本开支 130 亿元，环比有所回落。公司强调在 AI 领域的战略投入也已开始显现成果，不仅在广告精准定向及游戏用户参与度等业务场景中发挥作用，也在编程、游戏及视频制作等领域带来效率提升。公司推出了智能投放产品矩阵，优化广告创意，支持自动出价，致力于提升广告主的营销投入回报。展望后续，我们预计微信与元宝围绕 Agent 功能的合作有望持续深化。考虑到腾讯在入口、场景、社交关系链、信息/内容生态、小程序基建等方面的强大优势，我们坚定看好公司在 Agent 赛道的竞争潜力。

➤ 增值服务：3Q25 海外游戏收入增长强劲，国内长青游戏表现优异

3Q25 公司增值服务收入同比+16%至 959 亿元，收入超彭博预期 3%，其中本土游戏收入同比+15%至 428 亿元，主要系长青游戏《王者荣耀》与《和平精英》及新发布的《三角洲行动》游戏收入贡献；《三角洲行动》9 月 DAU 突破 3000 万，Q3 位于行业流水前三，《无畏契约：源能行动》于 8 月 19 日上线，上限首月 DAU 及流水持续增长，成为今年中国市场发布的最成功手机新游。海外游戏收入同比+43%至 208 亿元，超市场一致预期，主要系 supercell 旗下游戏收入增长，近期收购游戏工作室的收入贡献以及新发布的主机游戏《消逝的光芒：困兽》的销量表现。社交网络收入同比增长 5%至 323 亿元，主要系视频号直播收入、音乐付费会员收入及小游戏平台服务费的增长。

➤ 营销服务：3Q25 收入超预期，广告库存增长以及 AI 带动效果提升的趋势有望延续

3Q25 营销服务收入同比+21%至 362 亿元，超彭博预期 2%，主要系用户参与度、广告加载率以及 AI 驱动带来的 eCPM 的提升。公司在 25Q3 所有行业的广告主投放均有所增长；公司推出智能投放产品矩阵 AIM+，通过自动配置定向、自动竞价与自动投放，帮助广告主优化素材生成并提升营销 ROI。我们预计 AI 赋能将显著延长广告业务的增长周期，广告增长中枢有望抬升。

➤ FBS：3Q25 毛利率超预期，支付和云服务成本收益提高

3Q25 金融科技与企业服务同比增长 10%至 582 亿元。其中金融科技收入同比高个位数增长，主要系商业支付活动及消费贷款服务的收入增加。企业服务收入同比增长超 10%，主要系云服务收入的增长以及微信小店 GMV 上升带动的技术服务费增长。

➤ 投资建议：我们预计 2025/2026/2027 年公司收入为 7502/8353/9155 亿元，Non-IFRS 归母净利润分别为 2603/3007/3353 亿元，基于 2025 年 11 月 14 日收盘价，对应经调整 PE 分别为 21X/18X/16X，维持“推荐”评级。

➤ 风险提示：1) 新游戏流水未达预期；2) 广告主投放意愿有所放缓。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	660,257	750,186	835,305	915,458
增长率(%)	8.4	13.6	11.3	9.6
经调整净利润	222,703	260,271	300,686	335,307
增长率(%)	81	17	16	12
EPS(基于经调整净利润)	24.35	28.46	32.88	36.67
P/E(基于经调整净利润)	24	21	18	16
P/B	5.5	4.6	3.9	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 11 月 14 日收盘价，汇率 1HKD=0.91RMB)

推荐

维持评级

当前价格：

641.00 港元



分析师 孔蓉

执业证书：S0100525110001

邮箱：kongrong@glms.com.cn

分析师 刘诗雨

执业证书：S0100525100003

邮箱：liushiyyu@glms.com.cn

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	496,180	588,836	704,768	856,691
现金及现金等价物	132,519	165,958	223,746	318,650
应收账款及票据	48,203	54,768	60,983	66,834
存货	440	466	507	546
其他	315,018	367,644	419,533	470,661
非流动资产合计	1,284,815	1,412,178	1,541,209	1,664,350
固定资产	92,487	138,150	173,482	204,076
商誉及无形资产	213,806	230,425	245,763	259,950
其他	978,522	1,043,603	1,121,963	1,200,324
资产合计	1,780,995	2,001,014	2,245,977	2,521,041
流动负债合计	396,909	433,920	473,679	511,411
短期借贷	52,885	52,885	52,885	52,885
应付账款及票据	127,335	134,833	146,657	158,083
其他	216,689	246,203	274,138	300,443
非流动负债合计	330,190	314,937	298,223	281,059
长期借贷	277,107	259,492	242,778	225,614
其他	53,083	55,445	55,445	55,445
负债合计	727,099	748,857	771,902	792,469
普通股股本	0	0	0	0
储备	973,548	1,168,730	1,387,054	1,637,428
归属母公司股东权益	973,548	1,168,730	1,387,054	1,637,428
少数股东权益	80,348	83,427	87,021	91,144
股东权益合计	1,053,896	1,252,157	1,474,075	1,728,572
负债和股东权益合计	1,780,995	2,001,014	2,245,977	2,521,041

现金流量表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	258,521	268,242	320,694	358,362
净利润	194,073	233,738	270,132	306,814
少数股东权益	2,394	3,079	3,594	4,123
折旧摊销	56,213	37,718	50,330	57,229
营运资金变动及其他	5,841	-6,293	-3,361	-9,805
投资活动现金流	-122,187	-178,632	-194,384	-189,853
资本支出	-96,048	-100,000	-101,000	-102,010
其他投资	-26,139	-78,632	-93,384	-87,843
筹资活动现金流	-176,494	-55,719	-68,070	-73,153
借款增加	-20,689	-17,615	-16,714	-17,165
普通股增加	-100,399	0	0	0
已付股利	-28,859	-38,104	-51,356	-55,988
其他	-26,547	0	0	0
现金净增加额	-39,801	33,439	57,788	94,904

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	660,257	750,186	835,305	915,458
其他收入	0	0	0	0
营业成本	311,011	329,324	358,203	386,111
销售费用	36,388	39,760	41,765	45,773
管理费用	112,761	135,033	146,178	155,628
研发费用	70,686	82,520	91,884	100,700
财务费用	-3,557	-16,324	-16,814	-17,318
权益性投资损益	25,176	31,095	31,292	34,469
其他损益	12,655	-8,166	-7,474	-5,110
除税前利润	241,485	285,322	329,790	374,623
所得税	45,018	48,505	56,064	63,686
净利润	196,467	236,817	273,726	310,937
少数股东损益	2,394	3,079	3,594	4,123
归属母公司净利润	194,073	233,738	270,132	306,814
EBIT	237,928	268,998	312,976	357,305
EBITDA	294,141	306,715	363,306	414,534
EPS (元)	21.22	25.56	29.54	33.55

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				

营业收入	8.41	13.62	11.35	9.60
归属母公司净利润	68.44	20.44	15.57	13.58

盈利能力(%)				
毛利率	52.90	56.10	57.12	57.82
净利率	29.39	31.16	32.34	33.51
ROE	19.93	20.00	19.48	18.74
ROIC	13.99	14.27	14.68	14.78
净负债比率(%)	18.74	11.69	4.88	-2.32
流动比率	1.25	1.36	1.49	1.68
速动比率	0.75	0.81	0.91	1.06

营运能力				
总资产周转率	0.39	0.40	0.39	0.38
应收账款周转率	13.93	14.57	14.43	14.32
应付账款周转率	2.57	2.51	2.55	2.53
每股指标 (元)				
每股收益	21.22	25.56	29.54	33.55
每股经营现金流	28.27	29.33	35.07	39.19
每股净资产	106.46	127.80	151.68	179.06

估值比率				
P/E	28	23	20	17
P/B	5.5	4.6	3.9	3.3
EV/EBITDA	18.96	18.18	15.35	13.45

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048