

2025 年 11 月 14 日

騰訊控股(700.HK)

游戏业务大超预期，AI 驱动增长多点开花

事件:騰訊控股 2025 年第三季度业绩表现亮眼,营收 1928.7 亿元(同比+15.36%,超市场预期 2.15%),经调整净利润 705.5 亿元(同比+17.95%,超市场预期 6.9%)。其中增值服务、金融科技及企业服务两块业务分别同比增长 16%、10%,游戏收入同比增长显著,其中国内收入同比增长 15%,海外游戏收入同比增长 43% (大超市场预估的 14.76%的增长),游戏与广告业务毛利率提升带动整体毛利率实现 56.4%维持高位。

报告摘要

游戏业务双线突破,社交生态稳健。游戏业务表现亮眼,本土市场收入 428 亿元(同比+15%),《三角洲行动》《无畏契约:源能行动》等新游贡献显著,《王者荣耀》《和平精英》等长青游戏稳步增长;国际市场收入 208 亿元(同比+43%),Supercell 旗下游戏增长叠加新收购工作室及《消逝的光芒:困兽》热销,成为核心增长引擎。社交网络收入 323 亿元(同比+5%),视频号直播、音乐付费会员及小游戏平台服务费增长驱动稳健表现。

AI 驱动广告效率提升。广告业务收入 362.4 亿元,同比+21%,AI 驱动的广告定向技术提升 eCPM,叠加用户参与度与广告加载率改善,带动广告曝光量与收入双升,所有主要行业广告主投放均实现增长,成为增速最快的核心业务板块。此外所有主要行业广告主投放均增长,电商闭环生态强化商家投入。

消费复苏叠加 AI 需求,金融科技增速回暖。金融科技及企业服务板块收入 Q3 录得 582 亿元,同比增长 10%。金融科技方面收入实现高个位数增长,受益于消费趋势改善,商业支付金额恢复同比增长,线下零售与交通场景改善带动收入同步提升。企业服务收入同比增长 18%,受益于 AI 相关服务(如 GPU 租赁、API token 使用)及商家技术服务费成为增长新引擎。

生态根基稳固, AI 技术突破微信及 WeChat 合并月活 14.14 亿,同比增长 2%,环比增长 0.2%,社交生态流量底座持续坚实;QQ 移动终端月活 5.17 亿(同比-8%),用户结构优化仍在推进。收费增值服务订阅会员数稳定在 2.65 亿,腾讯视频(1.14 亿会员)、腾讯音乐(1.26 亿会员)分别保持长视频、音乐流媒体市场领先地位。混元基础模型在图像及 3D 生成领域达到行业领先水平,AI 智能体在微信生态持续渗透,广告智能投放产品矩阵 AIM+提升营销 ROI,游戏、编程等领域效率显著改善。

投资建议騰訊 2025Q3 业绩印证了 AI 技术对各业务线的深度赋能,游戏、广告、企业服务等板块均展现出强劲增长韧性,毛利率提升进一步释放盈利弹性。短期来看, AI 驱动的广告效率优化、新游上线周期及消费复苏将持续贡献增长;长期而言,混元大模型的行业拓展与微信生态的 AI 功能迭代有望打开新空间。基于 2025 年预估增值服务 25xPE、广告业务 20xPE 和金融企业及云服务 9xPS,以及 0.9 倍的估值系数,给予公司 788 港元,对应 2025 年/2026 年预计 PE 分别为 25.7x 与 23.0x,较最近收市价格 20.1%的涨幅,维持“买入”评级。

风险提示:宏观经济状况的变化,新老游戏产品表现不达预期风险,国际业务风险,监管不确定性风险。

公司动态分析

证券研究报告

互联网与软件

投资评级:

买入

维持评级

6 个月目标价

788.0 港元

股价 2025-11-13

656.0 港元

总市值(百万港元)	59,989.7
流通市值(百万港元)	59,989.7
总股本(百万股)	9,144.8
流通股本(百万股)	9,144.8
12 个月低/高(港元)	362.8/677.5
平均成交(百万港元)	12,346.9

股东结构

MIH	23.05%
马化腾	8.78%
其他股东	67.17%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-0.8	3.7	25.9
绝对收益	5.6	10.8	62.5

数据来源:彭博、港交所、公司

汪阳 TMT 行业分析师

+852-22131400

alexwang@sdicsi.com.hk

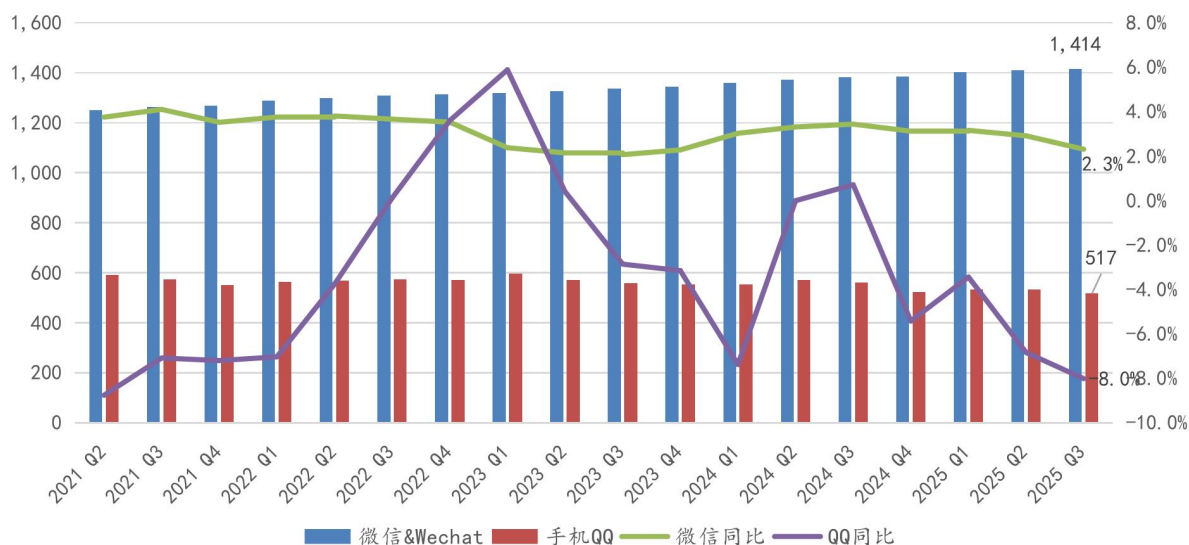
财务及估值摘要

(年结31/12; RMB百万)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	608,940	660,189	747,143	826,119	890,261
同比变动	9.8%	8.4%	13.2%	10.6%	7.8%
调整后归母净利润 (百万元人民币)	157,688	222,703	256,025	286,247	309,797
每股Non-GAAP盈利 (元人民币)	17.2	24.4	28.0	31.3	33.9
同比变动	36.4%	41.2%	15.0%	11.8%	8.2%
基于656港元的市盈率	34.8	24.6	21.4	19.1	17.7
基于656港元的市净率	6.8	5.6	4.7	3.9	3.3
净利率	19.4%	29.8%	30.3%	30.3%	30.5%

数据来源：公司公告，国证国际预测

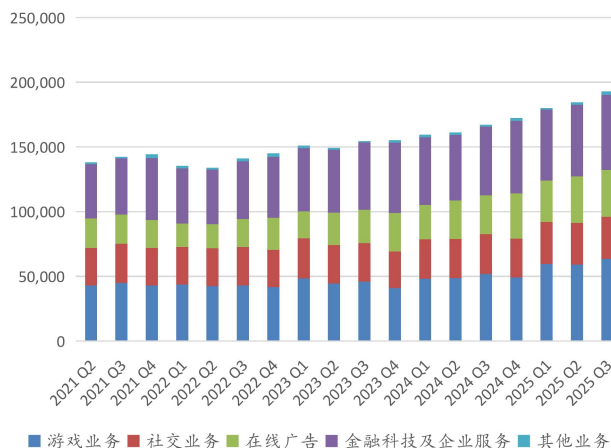
2025Q3 财季（截至 2025 年 9 月底）业绩概览

图表 1: 微信与 QQ 月活用户变化



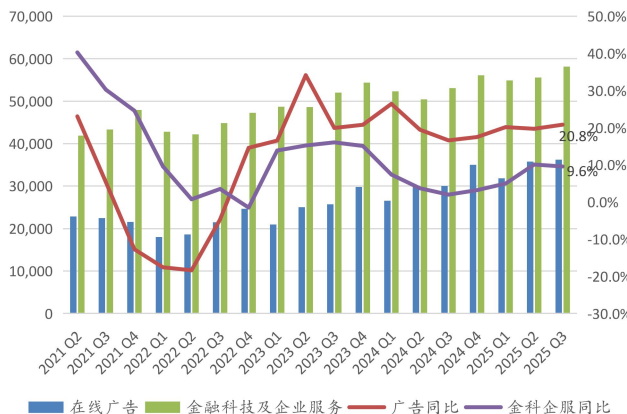
资料来源:公司公告, 国证国际研究整理

图表 2: 各个业务分部收入变化



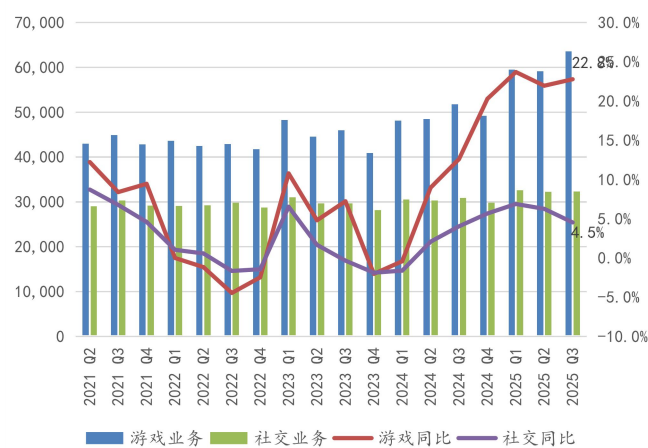
资料来源:公司公告, 国证国际研究整理

图表 4: 广告与金融科技企业服务收入变化



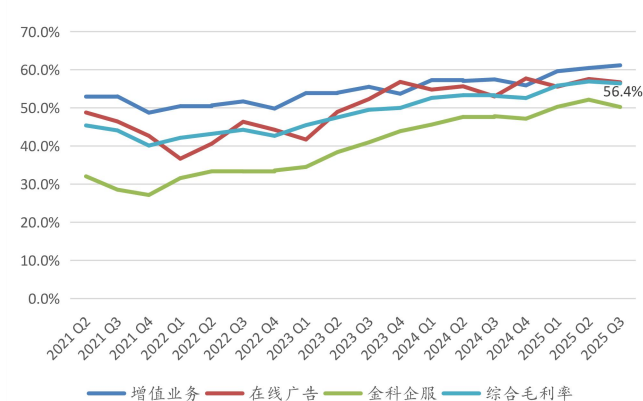
资料来源:公司公告, 国证国际研究整理

图表 3: 游戏与社交分部收入同比变化



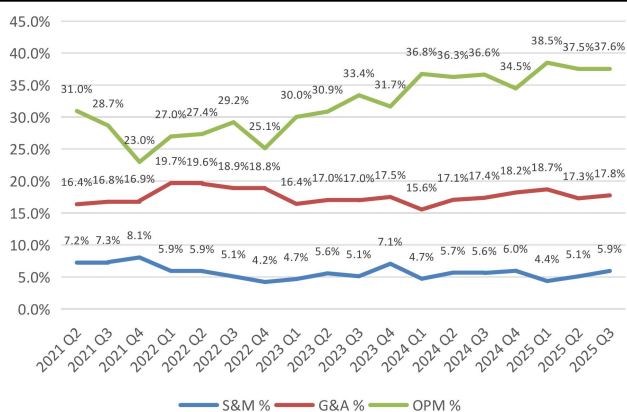
资料来源:公司公告, 国证国际研究整理

图表 5: 业务毛利率变化



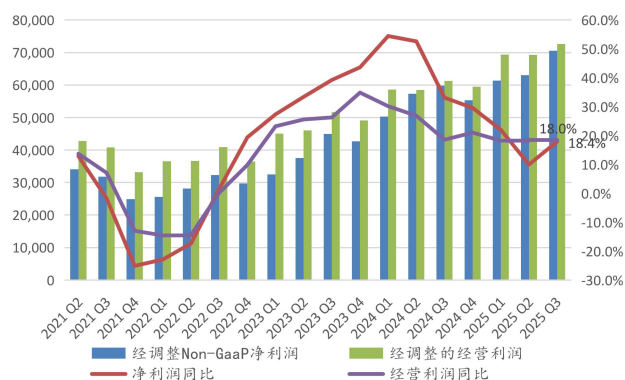
资料来源:公司公告, 国证国际研究整理

图表 6:费用率与利润率



资料来源:公司公告, 国证国际研究整理

图表 7:净利润与经调整净利润变化



资料来源:公司公告, 国证国际研究整理

附表：财务报表预测

损益表						财务分析					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>											
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	608,940	660,189	747,143	826,119	890,261	盈利能力					
毛利	293,109	349,246	421,224	461,099	497,015	毛利率 (%)	48.1%	52.9%	56.4%	55.8%	55.8%
其他业务净额	4,701	8,002	-6,389	0	0	EBITDA 利率 (%)	32.9%	34.0%	34.4%	33.9%	33.9%
销售及管理费用	-137,736	-149,149	-173,566	-194,138	-207,431	净利率 (%)	19.4%	29.8%	30.3%	30.3%	30.5%
营运收入	160,074	208,099	241,269	266,962	289,584	营运表现					
财务开支	-12,268	-11,981	-15,251	-15,251	-15,251	销售及管理费用/收入 (%)	22.6%	22.6%	23.2%	23.5%	23.3%
联营公司等	168,891	245,464	291,465	313,511	338,362	实际税率 (%)	26.8%	18.6%	16.0%	16.0%	16.0%
税前盈利	161,324	241,485	269,824	298,260	323,110	股息支付率 (%)	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
所得税	-43,276	-45,018	-43,267	-47,827	-51,812	ROA	7.3%	11.6%	11.9%	12.0%	11.6%
净利润	118,048	196,467	226,557	250,433	271,298	ROE	13.9%	20.1%	19.8%	19.0%	17.3%
少数股东应占利润	2,832	2,394	5,940	5,009	5,426	应收账款天数	77.1	78.6	74.1	69.2	66.5
本公司股东应占利润	115,216	194,073	220,617	245,424	265,872	应付账款天数	222.0	222.0	222.0	223.0	224.0
折旧及摊销	-59,978	-57,347	-49,841	-49,346	-49,163	财务状况					
利息收入	13,808	16,004	16,311	18,035	19,436	总负债/总资产	0.45	0.41	0.39	0.35	0.32
EBITDA	200,444	224,266	256,943	280,416	301,455	收入/净资产	0.70	0.63	0.63	0.59	0.54
增长						经营性现金流/收入	0.36	0.39	0.38	0.37	0.36
总收入 (%)	9.8%	8.4%	13.2%	10.6%	7.8%	税前盈利对利息倍数	16.34	18.72	16.85	18.39	19.77
归母净利润 (%)	-38.8%	68.4%	13.7%	11.2%	8.3%	有息负债/总负债	28.1%	27.4%	27.0%	26.5%	26.0%
资产负债表						现金流量表					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	362,121	328,830	534,646	762,695	1,010,671	EBITDA	200,444	224,266	256,943	280,416	301,455
应收账款	135,017	149,247	154,067	159,370	165,202	净融资成本	-1,923	-3,557	-1,060	-2,784	-4,184
存货	456	440	484	532	586	营运资金变化	14,908	19,368	7,007	7,708	8,478
其他流动资产	20,852	17,663	17,663	17,663	17,663	所得税	-43,276	-45,018	-43,267	-47,827	-51,812
总流动资产	518,446	496,180	706,861	940,260	1,194,122	其他	51,809	63,462	62,723	67,190	70,818
固定资产	70,411	103,302	145,989	156,930	167,029	营运现金流	221,962	258,521	282,345	304,703	324,755
无形资产	177,727	196,127	68,021	64,697	62,397	资本开支	-60,000	-60,000	-60,000	-60,000	-60,000
长期投资	253,696	290,343	290,343	290,343	290,343	其他投资活动	-65,161	-62,187	16,311	18,035	19,436
银行存款及其他	514,380	657,189	657,189	657,189	657,189	投资活动现金流	-125,161	-122,187	-43,689	-41,965	-40,564
总资产	1,577,246	1,780,995	1,916,117	2,160,169	2,424,868	负债变化	7,695	80,348	0	0	0
应付账款	177,543	202,744	214,615	227,674	242,038	股本变化	-71,068	-96,098	0	0	0
短期银行借款	41,537	52,885	52,885	52,885	52,885	股息	-8,591	-14,471	-16,451	-18,301	-19,825
其他短期负债	133,077	141,280	141,280	141,280	141,280	其他融资活动	-10,609	-146,273	-16,389	-16,389	-16,389
总短期负债	352,157	396,909	408,780	421,839	436,203	融资活动现金流	-82,573	-176,494	-32,840	-34,690	-36,215
长期银行借款	155,819	146,521	146,521	146,521	146,521	现金变化	14,228	-40,160	205,816	228,048	247,976
其他负债	351,408	330,190	330,190	330,190	330,190	期初持有现金	156,739	172,320	132,519	338,335	566,384
总负债	703,565	727,099	738,970	752,029	766,393	汇兑变化	1,353	359	0	0	0
少数股东权益	65,090	80,348	86,288	91,297	96,723	期末持有现金	172,320	132,519	338,335	566,384	814,360
股东权益	873,681	1,053,896	1,177,146	1,408,141	1,658,476						
每股账面值(摊薄)	95.54	115.25	128.72	153.98	181.36						
营运资产	166,289	99,271	298,080	518,421	757,919						

数据来源：国证国际研究预测

客户服务热线

香港: 22131888

国内: 4008695517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解读),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼电话: +852-22131000 传真: +852-22131010