

腾讯控股 (00700.HK)

广告业务增长强劲，AI 价值加速释放

腾讯发布 2025Q3 业绩。腾讯 2025Q3 录得收入 1929 亿元，同比增长 15.4%。毛利率达 56.4%，同比上升 3 个百分点，主要得益于游戏、微信视频号、搜一搜等高毛利项目收入占比的提高，以及云服务成本效益的提升。本季度腾讯 non-GAAP 归母净利润约 706 亿元，同比增长 18.0%。

分业务来看：1) 增值服务本季度收入 959 亿元，同比增长 15.9%。其中，本土游戏收入 428 亿元，同比增长 14.7%。国际游戏收入 208 亿元，同比增长 43.4%。社交网络收入 323 亿元，同比增长 4.5%。2) 广告收入 362 亿元，同比增长 20.8%。3) 金融科技与企业服务收入 582 亿元，同比增长 9.6%。

游戏业务增长强劲，多款游戏产品表现亮眼。本土游戏/国际游戏在本季度分别实现 14.7%/43.4% 的同比增速。**本土游戏方面**，收入的提升一方面来自长青游戏《王者荣耀》、《和平精英》的稳健增长以及《无畏契约》从 PC 端至移动端扩展的新增动能。另一方面来自新游《三角洲行动》的增量，本季度《三角洲行动》流水位居行业前三。**海外游戏方面**，《皇室战争》9 月 DAU 与流水均创历史新高，本季度流水同比增长超 400%。新游《消逝的光芒：困兽》与收购游戏工作室也带动海外收入进一步提升。

AI 驱动的 eCPM 提升已贡献近一半的广告增量。本季度用户参与度、广告加载率以及 AI 驱动的 eCPM 均实现增长，共同推升广告曝光量，带来更多广告收入。其中，AI 驱动的 eCPM 提升已贡献 50% 的广告增量。新推出的自动投放产品 AIM+ 能够帮助广告主自动实现从用户定向、出价与投放到优化广告素材全流程，显著提升广告主的 ROI。

模型能力持续升级，业务价值加速释放。混元模型技术架构持续迭代升级，混元图像与 3D 生成模型已达到行业领先水平。模型能力的增强，将进一步加速元宝以及微信生态内 AI 智能体的落地与扩展。在应用成效方面，一方面提升广告投放的精准定向能力与用户参与度。另一方面有效优化内部编程、游戏与视频制作效率。

看好 AI 潜力以及未来微信 AI 智能体的落地，重申“买入”评级。我们预计腾讯 2025-2027 年收入为 7530/8278/9073 亿元，non-GAAP 归母净利润为 2621/2941/3268 亿元。我们给予腾讯目标价 767 港币，对应 22x 2026e P/E，重申“买入”评级。

风险提示：游戏变现节奏不及预期，宏观消费环境不及预期，AI 迭代进展不及预期。

财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	609,015	660,257	752,991	827,820	907,335
增长率 YoY(%)	10	8	14	10	10
经调整归母净利润(百万元)	157,688		262,057	294,126	326,750
增长率 YoY(%)	36	41	18	12	11
调整后 EPS(元)	16.4	23.7	28.3	31.8	35.3
净资产收益率(%)	20.0	24.8	24.1	23.8	22.7
P/E(倍)	35.7	24.7	20.7	18.4	16.6
P/S(倍)	8.9	8.2	7.2	6.5	6.0

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 11 月 14 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
11 月 14 日收盘价 (港元)	641.00
总市值 (百万港元)	5,861,797.60
总股本 (百万股)	9,144.77
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日均成交量 (百万股)	15.87

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

相关研究

- 《腾讯控股 (00700.HK)：微信生态迭代，AI 助力增长》 2025-08-16
- 《腾讯控股 (00700.HK)：AI 驱动业务多元增长》 2025-05-18
- 《腾讯控股 (00700.HK)：全力推进 AI 迭代》 2025-04-17

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	518446	496180	661617	897084	1129983
现金及现金等价物	172320	132519	281227	493033	705156
定期存款	185983	192977	192977	192977	192977
应收账款	46606	48203	59922	58948	71340
预付账款	88411	101044	99451	117483	119264
其他流动资产	25126	21437	28040	34643	41246
非流动资产	1058800	1284815	1306442	1320186	1328727
固定资产	53232	80185	107082	125299	137637
无形资产	177727	196127	190857	186384	182587
长期投资	261665	297415	297415	297415	297415
金融资产	425096	507359	507359	507359	507359
其他非流动资产	141080	203729	203729	203729	203729
资产总计	1577246	1780995	1968059	2217270	2458710
流动负债	352157	396909	403869	449907	463638
短期借款	41537	52885	62885	72885	82885
应付账款	100948	118712	113748	137772	136720
其他应付及预提	76595	84032	85955	97970	102753
其他流动负债	133077	141280	141280	141280	141280
非流动负债	351408	330190	320190	310190	300190
长期借款	155819	146521	136521	126521	116521
应付票据	137101	130586	130586	130586	130586
其他非流动负债	58488	53083	53083	53083	53083
负债合计	703565	727099	724059	760097	763828
少数股东权益	65090	80348	86116	93348	101423
股本溢价	37989	43079	43079	43079	43079
储备及其他	-38569	42036	42036	42036	42036
保留盈利	813911	892030	1076366	1282307	1511942
归属母公司股东权益	808591	973548	1157884	1363825	1593460
股东权益总额	873681	1053896	1244000	1457173	1694883
负债及股东权益	1577246	1780995	1968059		

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	221962	258521	284004	354060	360047
利润总额	118048	196467	229476	259503	289709
固定资产折旧	26305	27332	36030	44710	50589
无形资产摊销	32703	28881	31664	30867	30190
营运资金变动	19233	21881	-13167	18980	-10442
其他经营现金流	25673	-16040	0	0	0
投资活动现金流	-125161	-122187	-95924	-95924	-95924
资本支出	-47050	-89321	-89321	-89321	-89321
其他投资现金流	-78111	-32866	-6603	-6603	-6603
筹资活动现金流	-82573	-176494	-39372	-46330	-52000
短期借款	19920	22514	10000	10000	10000
长期借款	-475	-22621	-10000	-10000	-10000
发行票据	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-102018	-176387	-39372	-46330	-52000
现金净增加额	14228	-40160	148708	211806	212123

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	609015	660257	752991	827820	907335
营业成本	315906	311011	329135	356122	388646
销售及市场费用	34211	36388	39236	43167	47328
一般及行政开支	103525	112761	135463	148900	163202
利息收入	13808	16004	14226	20580	26944
其他收益净额	4701	8002	-4009	1932	4800
营业利润	160074	208099	245148	281563	312958
财务成本净额	-12268	-11981	-11981	-11981	-11981
分占联营公司及合营公司盈利/亏损	5800	25176	24762	31416	31416
税前利润总额	161324	241485	279021	324379	362137
所得税	43276	45018	49544	64876	72427
利润总额	118048	196467	229476	259503	289709
少数股东损益	2832	2394	5768	7233	8074
归属母公司净利润	115216	194073	223709	252270	281635
Non-GAAP 归属母公司净利润	157688	222703	262057	294126	326750
Non-GAAP EPS	16.4	23.7	28.3	31.8	35.3

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	9.8	8.4	14.0	9.9	9.6
营业利润(%)	44.4	30.0	17.8	14.9	11.2
Non-GAAP 净利润(%)	36.4	41.2	17.7	12.2	11.1
获利能力					
毛利率(%)	48.1	52.9	56.3	57.0	57.2
Non-GAAP 净利润(%)	25.9	33.7	34.8	35.5	36.0
ROE(%)	20.0	24.8	24.1	23.8	22.7
ROIC(%)	13.4	15.9	16.8	15.6	14.7
偿债能力					
资产负债率(%)	44.6	40.8	36.8	34.3	31.1
净负债比率(%)	3.1	6.9	-7.1	-21.5	-31.7
流动比率	1.5	1.3	1.6	2.0	2.4
速动比率	1.5	1.2	1.6	2.0	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.5	0.7	1.5
应收账款周转率	10.7	11.1	13.0	14.7	15.5
应付账款周转率	2.6	2.5	3.4	5.2	11.4
每股指标 (美元)					
每股收益(最新摊薄)	16.4	23.7	28.3	31.8	35.3
每股经营现金流(最新摊薄)	23.1	27.5	30.7	38.3	38.9
每股净资产(最新摊薄)	84.1	103.5	125.2	147.5	172.3
估值比率					
P/E	35.7	24.7	20.7	18.4	16.6
P/B	7.0	5.7	4.7	4.0	3.4
P/S	8.9	8.2	7.2	6.5	6.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 11 月 14 日收盘价

图表1: 腾讯核心财务预测: 年度

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入总额 (亿元)	6,090	6,603	7,530	8,278	9,073
1、增值服务	2,984	3,192	3,684	3,955	4,241
2、金融科技及企业服务	2,038	2,120	2,290	2,450	2,635
3、网络广告	1,015	1,214	1,458	1,694	1,870
4、其他	54	78	98	179	327
收入增速	10%	8%	14%	10%	10%
1、增值服务	4%	7%	15%	7%	7%
2、金融科技及企业服务	15%	4%	8%	7%	8%
3、网络广告	23%	20%	20%	16%	10%
4、其他	-25%	44%	26%	83%	83%
毛利率	48%	53%	56%	57%	57%
1、增值服务	54%	57%	61%	62%	63%
2、金融科技及企业服务	40%	47%	51%	51%	52%
3、网络广告	51%	55%	57%	57%	57%
4、其他	-15%	8%	17%	16%	16%
销售费用率	-5.6%	-5.5%	-5.2%	-5.2%	-5.2%
行政费用率	-17%	-17%	-18%	-18%	-18%
归母净利润 (亿元)	1,152	1,941	2,237	2,523	2,816
归母净利润率	19%	29%	30%	30%	31%
Non-GAAP 归母净利润 (亿元)	1,577	2,227	2,621	2,941	3,268
Non-GAAP 归母净利润率	26%	34%	35%	36%	36%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 腾讯核心财务预测: 季度

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25e	1Q26e	2Q26e	3Q26e	4Q26e
收入总额 (亿元)	1,800	1,845	1,929	1,956	1,956	2,034	2,138	2,150
1、增值服务	921	914	959	890	962	984	1,051	958
2、金融科技及企业服务	549	555	582	604	590	597	616	648
3、网络广告	319	358	362	420	383	421	423	467
4、其他	11	18	26	42	21	34	47	77
收入增速	13%	15%	15%	13%	9%	10%	11%	10%
1、增值服务	17%	16%	16%	13%	4%	8%	10%	8%
2、金融科技及企业服务	5%	10%	10%	8%	7%	7%	6%	7%
3、网络广告	20%	20%	21%	20%	20%	18%	17%	11%
4、其他	-45%	-7%	83%	83%	83%	83%	83%	83%
毛利率	56%	57%		56%	57%	57%	57%	57%
1、增值服务	60%	60%	61%	61%	62%	62%	62%	63%
2、金融科技及企业服务	50%	52%	50%	50%	51%	51%	52%	52%
3、网络广告	56%	58%	57%	57%	57%	57%	57%	57%
4、其他	26%	14%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
销售费用率	-4%	-5%	-6%	-5%	-4%	-5%	-6%	-5%
行政费用率	-19%	-17%	-18%	-18%	-19%	-17%	-18%	-18%
归母净利润 (亿元)	478	556	631	571	603	635	644	640
归母净利润率	27%	30%	33%	29%	31%	31%	30%	30%
Non-GAAP 归母净利润 (亿元)	613	631	706	671	703	739	752	748
Non-GAAP 归母净利润率	34.1%	34.2%	36.6%	34.3%	35.9%	36.3%	35.2%	34.8%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券股份有限公司（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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com