

腾讯控股 (00700.HK)

游戏广告业务增速超预期, AI 生态布局持续加速

公司发布 2025 年三季度业绩, 实现营业收入 1929 亿元, 同比+15%, 环比+5%, 高于一致预期 (1888 亿元); 毛利 1088 亿元, 同比+23%, 环比+4%, 高于一致预期 (1064 亿元); Non-IFRS 归母净利润 706 亿元, 同比+18%, 环比+2%, 高于一致预期 (660 亿元)。研发开支同比增长 28%, 达到 228 亿元, 创单季度历史新高, 资本开支达 130 亿元。

- **网络游戏业务:** 25Q3 实现收入 636 亿元, 高于一致预期 (604 亿元), 同比+23%; 1) 国内收入增长 15% 至 428 亿元, 高于一致预期 (423 亿元), 主要来自 24 年 9 月上线的《三角洲行动》的亮眼表现贡献, 《王者荣耀》、《和平精英》等长青游戏收入增长, 以及《无畏契约》手游上线, 其中《三角洲行动》三季度位居行业流水前三, 国服 DAU 破 3000 万。2) 国际市场游戏收入增长 43% 至 208 亿元, 高于一致预期 (181 亿元), 主要来自 Supercell 旗下游戏收入增长, 以及近期收购游戏工作室贡献, 新游戏《消逝的光芒: 困兽》销量表现优秀, 《皇室战争》平均 DAU 于 9 月创新高。
- **社交网络业务:** 25 年 Q3 实现收入 323 亿元, 同比+5%, 略低于一致预期 (328 亿元), 增长主要来自音乐付费会员、视频号直播服务及小游戏平台服务费收入增长。其中腾讯音乐三季度在线音乐订阅业务表现优秀, 付费用户数进一步上升至 1.257 亿, 同比增长 5.6%, 付费率达 22.8%, ARPPU 进一步提升至 11.9 元, 平台价值持续显现。腾讯视频本季度付费会员数达到 1.14 亿。
- **营销服务业务:** 25Q3 实现收入 362 亿元, 高于一致预期 (356 亿元), 同比+21%, 增长主要来自广告曝光量提升, 得益于用户参与度、广告加载率提升, 以及 AI 驱动的广告投放效果优化带来 eCPM 增长。
- **金融科技及企业服务业务:** 25Q3 实现收入 582 亿元, 高于一致预期 (581 亿元), 同比+10%, 金融科技收入实现同比高个位数正增长, 来自商业支付及消费贷款收入增长推动; 企业服务收入实现同比 10% 以上增长, 主要来自企业客户对 AI 相关服务需求增加, 以及微信小店交易额增长带来的商家技术服务费增长。
- **经营情况及盈利能力:** 25Q3 公司实现毛利润 1088 亿元, 同比+23%, 主要来自高毛利率业务 (包括自研游戏、视频号及微信搜一搜等) 增长贡献, 以及云服务成本效益提高。毛利率达 56.4%, 同比+3.3pct, 环比+0.1pct。Q3 实现 Non-IFRS 归母净利润 706 亿元, 同比+18%, 其中 Non-IFRS 基准下联营公司利润为 103 亿元, 较去年同期 (85 亿元) 有所增长。费用方面, 研发开支同比增长 28%, 达到 228 亿元, 创单季度历史新高, 资本开支 130 亿元, AI 生态布局持续加速。
- **AI 领域进展:** 公司持续在 AI 领域积极布局, 1) 微信方面, AI 功能进一步丰富, 元宝使用范围持续提升, 加入如“公众号、视频号评论区@元宝”等功能, 上线公众号智能分身, 积极布局微信内 AI 智能体; 企业微信 5.0 全面融合 AI 能力, 推出智能搜索、智能总结、智能机器人三大核心功能; 2) 游戏方面, AI 赋能内容制作及虚拟队友等功能, 加大《王者荣耀》《和平精英》等长青游戏内应用, 对吸引玩家的营销方案也有所赋能; 3) 广告方面, 进一步加大 AI 在微信小店商品推荐、投放系统等方面的应用, 推出智能投放产品矩阵腾讯广告 AIM+; 4) 基础大模型方面, 混元大模型复杂推理能力进一步

强烈推荐 (维持)

TMT 及中小盘/传媒

目标估值: NA

当前股价: 641.0 港元

基础数据

总股本 (百万股)	9145
香港股 (百万股)	9145
总市值 (十亿港元)	5861.8
香港股市值 (十亿港元)	5861.8
每股净资产 (港元)	128.2
ROE (TTM)	16.6
资产负债率	39.2%
主要股东	MIH Internet Holdings B.V.
主要股东持股比例	23.0482%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《腾讯控股 (00700) — 游戏及广告业务表现亮眼, AI 生态布局迭代加速》2025-10-16
- 2、《腾讯控股 (00700) — 主营业务增速亮眼, AI 领域投入加速获益凸显》2025-08-18
- 3、《腾讯控股 (00700) — 主营业务增速超预期, 战略性 AI 投入加速》2025-05-18

顾佳 S1090513030002

✉ gujia@cmschina.com.cn

刘晓珊 S1090525050004

✉ liuxiaoshan@cmschina.com.cn

提升，图像生成模型在 LMArena 排名中获得第一。我们认为公司现有高质量收入带来的经营杠杆将有助于支撑基本面持续向上，保持财务稳健，且微信内等 AI 相关应用场景的落地有望加速，带来业绩增长增量空间。

- **维持“强烈推荐”投资评级。**公司主营业务稳健，核心游戏业务表现亮眼，AI 赋能下广告等各业务条线效益显著提升，微信小店升级下电商生态也逐步完善，云业务有望逐步起量，同时高毛利业务占比上升有望持续支撑公司利润率改善。我们持续看好公司社交流量优势下各项 AI 相关业务推进，叠加股份回购下股东回报可期。我们预期 2025-2027 年公司营收有望达到 7535、8325、9077 亿元，经调整归母净利润 2602、2936、3254 亿元，对应 PE 分别为 20.3、18.0、16.2x，维持 “强烈推荐” 评级。
- **风险提示：**互联网行业监管风险、游戏行业市场竞争加剧的风险、云计算行业竞争激烈等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	609357	660257	753534	832474	907709
同比增长	10%	8%	14%	10%	9%
营业利润(百万元)	153126	200097	265244	301355	335852
同比增长	53%	31%	33%	14%	11%
经调整归母净利润(百万元)	157688	222703	260204	293588	325389
同比增长	36%	41%	17%	13%	11%
每股收益(元)	16.63	24.14	28.29	31.92	35.38
PE	34.5	23.8	20.3	18.0	16.2
PB	6.7	5.4	4.5	3.8	3.2

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 分业务表现	4
1、 网络游戏业务：国内游戏业务加速，海外增速超预期	4
2、 社交网络业务：小游戏增量充足，音乐付费会员稳步增长	5
3、 营销服务业务：AIGC 驱动广告营销自动化解决方案落地，助力投放全流程效率显著提升	6
4、 金融科技及企业服务：专注“AI+云”，产品落地加速有望迈入新一轮提效增质周期	8
5、 利润率持续提升，AI 生态布局全面打通	9
二、 投资建议	10
三、 风险提示	11

图表目录

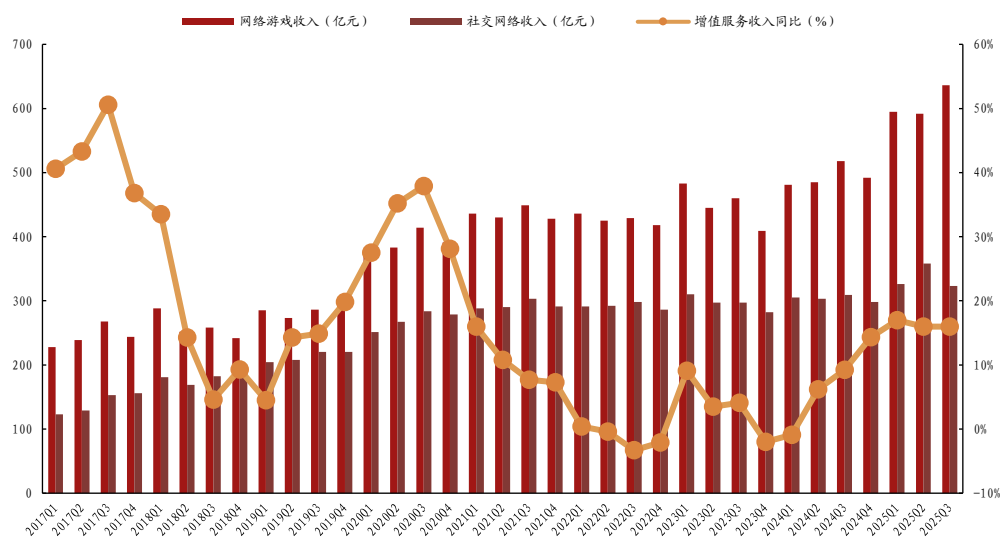
图 1：腾讯分季度网络游戏收入及社交网络收入（亿元）	4
图 2：腾讯分季递延收入（亿元）	4
图 3：《三角洲行动》国服 DAU 破 3000 万	5
图 4：Steam 平台《消逝的光芒：困兽》游戏界面	5
图 5：腾讯音乐进一步拓展业务至国际市场	6
图 6：腾讯分季度微信（含 WeChat）及 QQ 活跃用户数变化（百万人）	6
图 7：公司营销服务业务收入情况（亿元）	7
图 8：公司营销服务业务毛利润及毛利率（百万元）	7
图 9：腾讯广告智能版位上线	7
图 10：公司主营业务结构（单位：百万元）	8
图 11：金融科技及企业服务业务收入情况（百万元）	8
图 12：金融科技及企业服务业务毛利及毛利率（百万元）	8
图 13：腾讯 AI 应用层迭代加速	9
图 14：“元宝”融入腾讯生态	10
图 15：公司费用率情况	10
图 16：公司经营利润率及净利率情况	10
附：财务预测表	12

一、分业务表现

1、网络游戏业务：国内游戏业务加速，海外增速超预期

2025 年 Q3 公司本土游戏收入 428 亿元，同比增长 15%，海外游戏收入达 208 亿元，同比增长 43%。

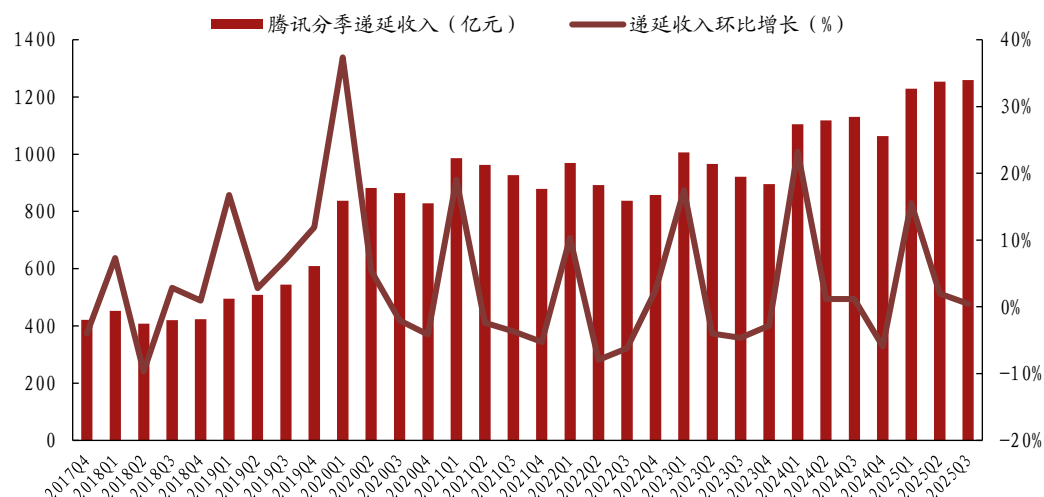
图 1：腾讯分季度网络游戏收入及社交网络收入（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

2025Q3 公司递延收入 1258.91 亿元，环比上升 0.5%。

图 2：腾讯分季递延收入（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

25Q3 增值服务收入同比增长 16%至 959 亿元人民币，其中游戏业务收入 636 亿元，高于一致预期（604 亿元），同比+23%。

国内游戏业务收入增长 15%至 428 亿元，高于一致预期（423 亿元），主要来自 24 年 9 月上线的《三角洲行动》的亮眼表现贡献，《王者荣耀》、《和平精

英》等长青游戏收入增长，以及《无畏契约》手游上线，其中《三角洲行动》三季度位居行业流水前三，国服 DAU 破 3000 万。

国际市场游戏收入增长 43% 至 208 亿元，高于一致预期（181 亿元），主要来自 Supercell 旗下游戏收入增长，以及近期收购游戏工作室贡献，新游戏《消逝的光芒：困兽》销量表现优秀，《皇室战争》平均 DAU 于 9 月创新高。

图 3：《三角洲行动》国服 DAU 破 3000 万

图 4：Steam 平台《消逝的光芒：困兽》游戏界面



资料来源：《三角洲行动》周年庆典、招商证券

资料来源：Steam 官网、招商证券

2、社交网络业务：小游戏增量充足，音乐付费会员稳步增长

25 年 Q3 公司社交网络业务实现收入 323 亿元，同比+5%，略低于一致预期（328 亿元），增长主要来自音乐付费会员、视频号直播服务及小游戏平台服务费收入增长。其中腾讯音乐三季度在线音乐订阅业务表现优秀，付费用户数进一步上升至 1.257 亿，同比增长 5.6%，付费率达 22.8%，ARPPU 进一步提升至 11.9 元，平台价值持续显现。腾讯视频本季度付费会员数达到 1.14 亿。社交平台方面，微信及 WeChat 合并月活跃账户数达到了 14.14 亿，同比增长 2%；QQ 移动终端月活跃账户数同比下降 8%，达到 5.17 亿；收费增值服务付费会员数达 2.65 亿，保持稳定。

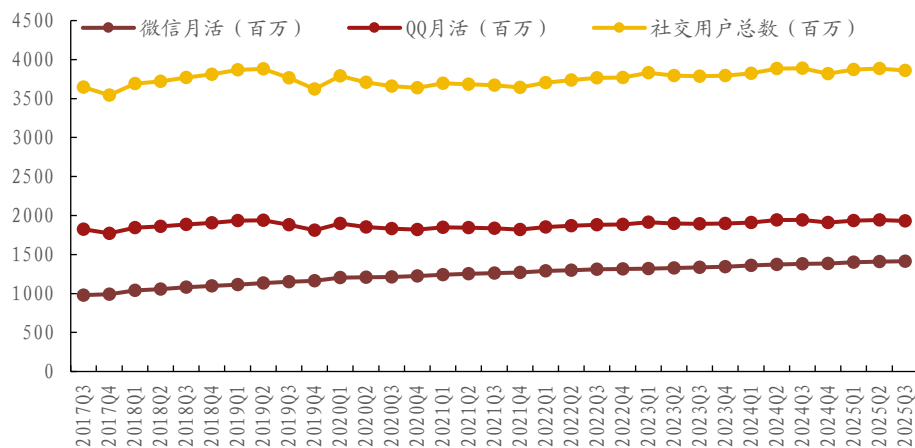
11 月 13 日，公司与苹果达成突破性协议，苹果将负责处理微信小游戏及小程序中的支付，并从用户购买金额中抽取 15% 的分成，对此公司表示将持续推动为 iOS 平台的小程序、小游戏开发者和用户带来更好的体验，预计有望为小游戏生态进一步完善提供更好的基础。

图 5：腾讯音乐进一步拓展业务至国际市场



资料来源：腾讯音乐娱乐集团、招商证券

图 6：腾讯分季度微信（含 WeChat）及 QQ 活跃用户数变化（百万人）



资料来源：公司公告、招商证券

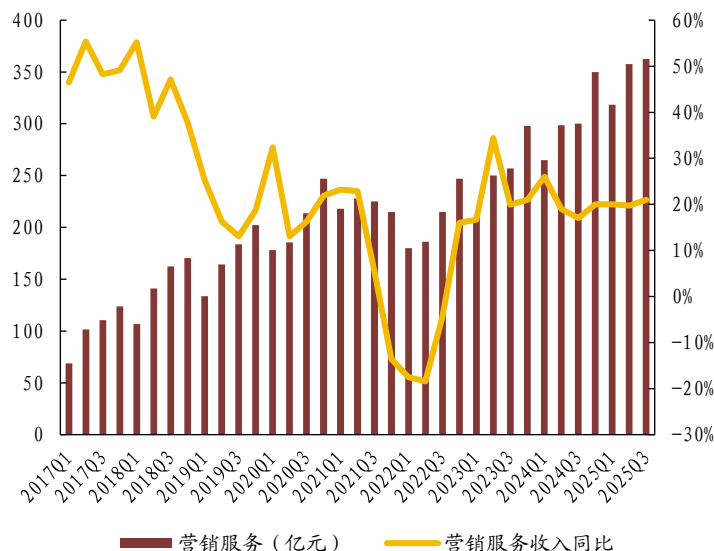
3、营销服务业务：AIGC 驱动广告营销自动化解决方案落地，助力投放全流程效率显著提升

25Q3 公司广告业务实现收入 362 亿元，高于一致预期(356 亿元)，同比+21%，增长主要来自广告曝光量提升，得益于用户参与度、广告加载率提升，以及 AI 驱动的广告投放效果优化带来 eCPM 增长。

公司此前正式推出 AIM+智能投放产品矩阵，作为 AI 驱动的广告解决方案，其核

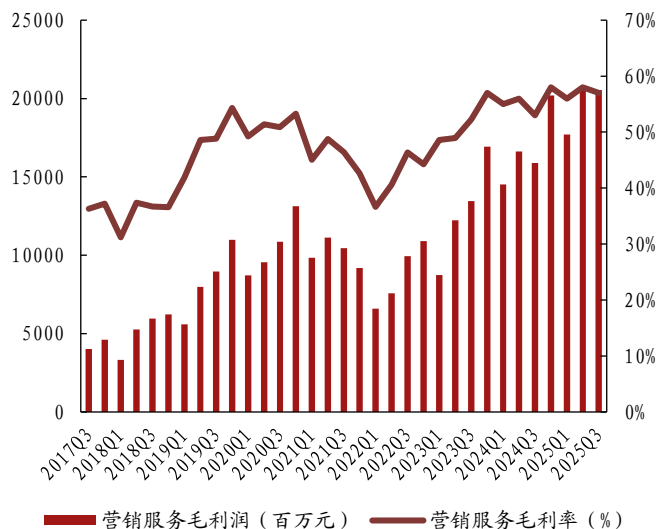
心定位贴合行业智能化投放趋势，旨在通过技术赋能降低广告投放操作门槛，提升投放效率与精准度，核心功能包括：助力广告投放方自主设定定向参数、安排出价策略及匹配版位资源，同时精进广告内容创意，进而增强其营销投放收益与投入回报效率。同时，针对电商领域，AIM+计划推出专属 AI Agent，进一步细化场景化服务能力。

图 7：公司营销服务业务收入情况（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 8：公司营销服务业务毛利润及毛利率（百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 9：腾讯广告智能版位上线

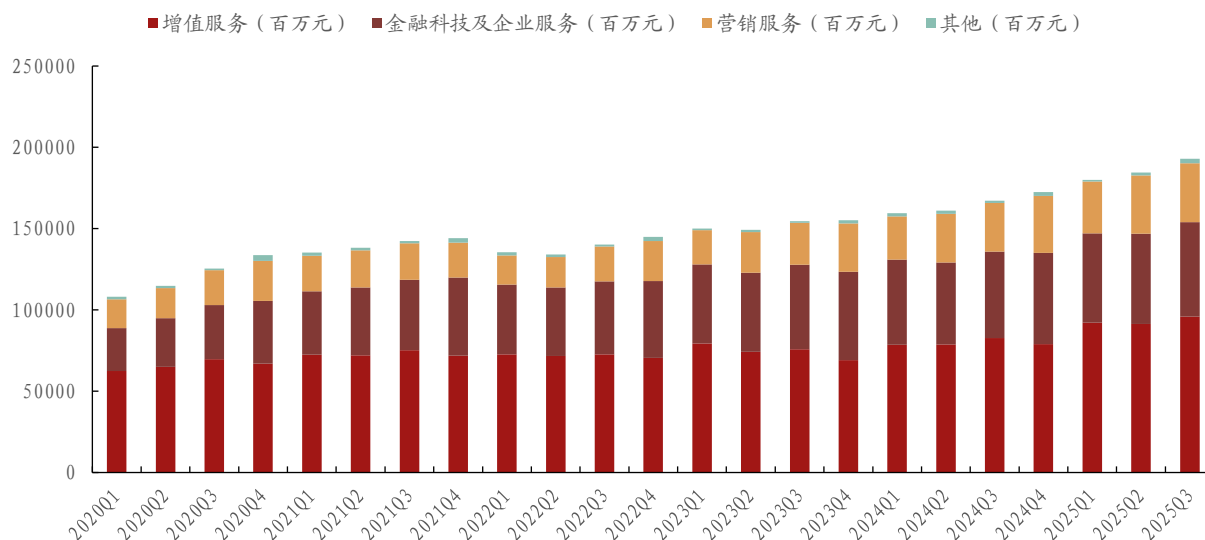


资料来源：腾讯广告、招商证券

4、金融科技及企业服务：专注“AI+云”，产品落地加速有望迈入新一轮提效增质周期

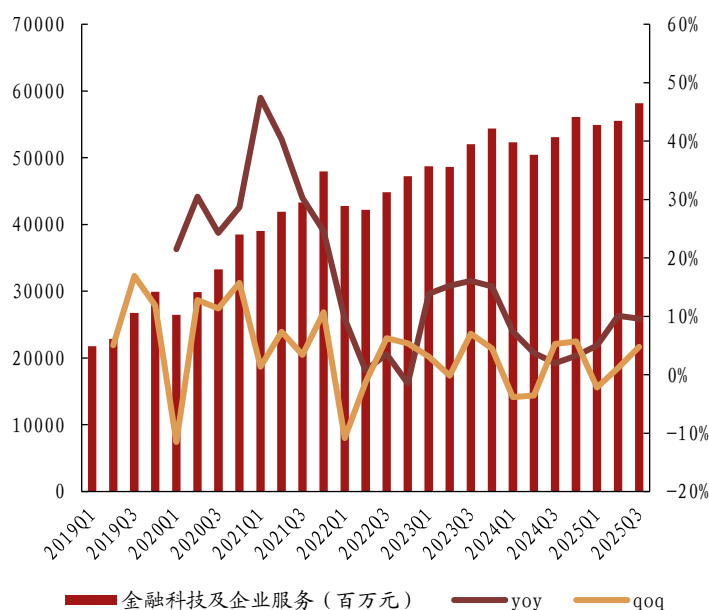
25Q3 公司金融科技及企业服务业务实现收入 582 亿元，高于一致预期（581 亿元），同比+10%，金融科技收入实现同比高个位数正增长，来自商业支付及消费贷款收入增长推动；企业服务收入实现同比 10% 以上增长，主要来自企业客户对 AI 相关服务需求增加，以及微信小店交易额增长带来的商家技术服务费增长。

图 10：公司主营业务结构（单位：百万元）



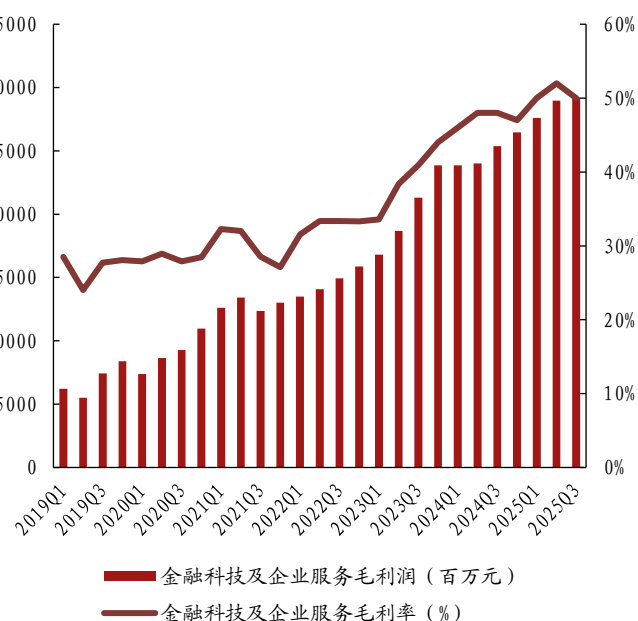
资料来源：公司公告、招商证券

图 11：金融科技及企业服务业务收入情况（百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 12：金融科技及企业服务业务毛利及毛利率（百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 13：腾讯 AI 应用层迭代加速



资料来源：腾讯云官方公众号、招商证券

5、利润率持续提升，AI 生态布局全面打通

25Q3 公司实现毛利润 1088 亿元，同比+23%，主要来自高毛利率业务（包括自研游戏、视频号及微信搜一搜等）增长贡献，以及云服务成本效益提高。毛利率达 56.4%，同比+3.3pct，环比+0.1pct。Q3 实现 Non-IFRS 归母净利润 706 亿元，同比+18%，其中 Non-IFRS 基准下联营公司利润为 103 亿元，较去年同期（85 亿元）有所增长。费用方面，研发开支同比增长 28%，达到 228 亿元，创单季度历史新高，资本开支 130 亿元，AI 生态布局持续加速。

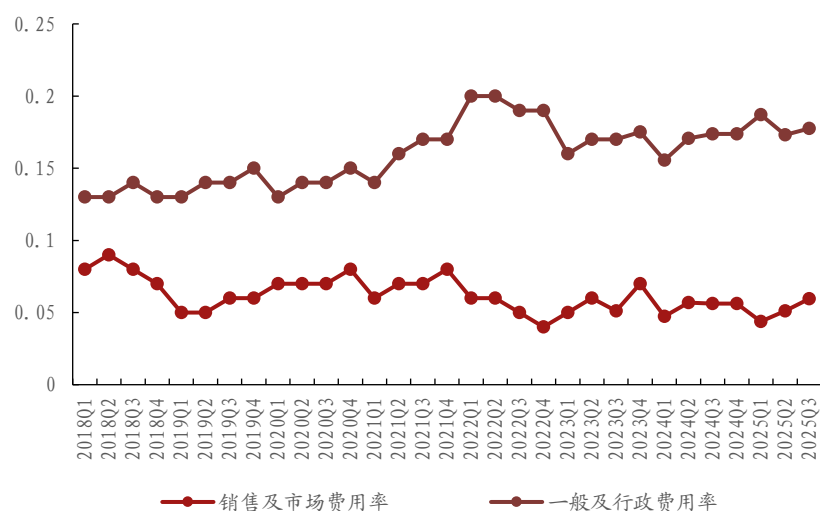
公司持续在 AI 领域积极布局，1）微信方面，AI 功能进一步丰富，元宝使用范围持续提升，加入如“公众号、视频号评论区@元宝”等功能，上线公众号智能分身，积极布局微信内 AI 智能体；企业微信 5.0 全面融合 AI 能力，推出智能搜索、智能总结、智能机器人三大核心功能；2）游戏方面，AI 赋能内容制作及虚拟队友等功能，加大《王者荣耀》《和平精英》等长青游戏内应用，对吸引玩家的营销方案也有所赋能；3）广告方面，进一步加大 AI 在微信小店商品推荐、投放系统等方面的应用，推出智能投放产品矩阵腾讯广告 AIM+；4）基础大模型方面，混元大模型复杂推理能力进一步提升，图像生成模型在 LMArena 排名中获得第一。我们认为公司现有高质量收入带来的经营杠杆将有助于支撑基本面持续向上，保持财务稳健，且微信内等 AI 相关应用场景的落地有望加速，带来业绩增长增量空间。

图 14: “元宝”融入腾讯生态



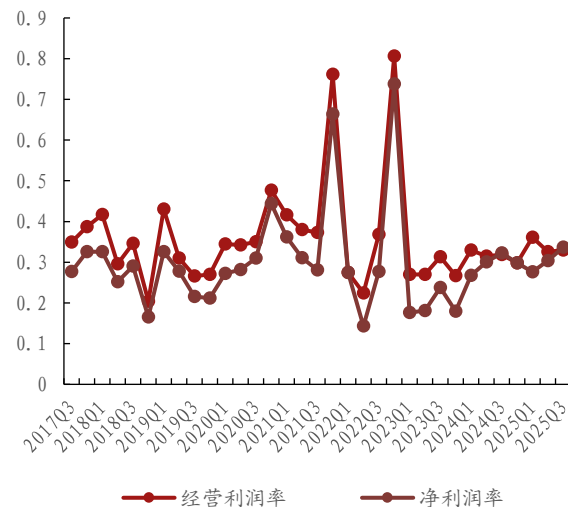
资料来源：元宝官方公众号、招商证券

图 15: 公司费用率情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 16: 公司经营利润率及净利率情况



资料来源：公司公告、招商证券

二、投资建议

公司主营业务稳健，核心游戏业务表现亮眼，AI 赋能下广告等各业务条线效益显著提升，微信小店升级下电商生态也逐步完善，云业务有望逐步起量，同时高毛利业务占比上升有望持续支撑公司利润率改善。我们持续看好公司社交流量优势下各项 AI 相关业务推进，叠加股份回购下股东回报可期。我们预期 2025-2027 年公司营收有望达到 7535、8325、9077 亿元，经调整归母净利润 2602、2936、3254 亿元，对应 PE 分别为 20.3、18.0、16.2x，维持“强烈推荐”评级。

三、风险提示

- 1、互联网行业监管风险。**互联网面临较为严格的监管，存在政策变动的风险。
- 2、游戏行业市场竞争加剧的风险。**存在游戏上线时间以及表现不及预期，并且游戏行业内厂商众多，存在行业竞争加剧风险。
- 3、宏观经济不振对于广告业务潜在风险。**如果宏观经济形势持续下滑，广告主投放意愿和能力会有所减弱，会影响广告业务增长。
- 4、云计算行业竞争激烈、拖累盈利能力的风险。**目前云计算业务投入仍然较大，而且行业参与者较多，竞争激烈，研发人力和资金投入可能会影响整体盈利水平。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	518446	496180	604006	786542	999367
现金及现金等价物	172320	132519	218771	383025	578423
交易性金融资产	20852	12913	12913	12913	12913
其他短期投资	189096	197727	197727	197727	197727
应收账款及票据	46606	48203	55013	60776	66269
其它应收款	85298	101044	115319	127400	138913
存货	456	440	458	498	539
其他流动资产	3818	3334	3805	4204	4584
非流动资产	105880	128481	138302	144927	151598
长期投资	722826	884252	942936	100748	107849
固定资产	66815	92487	132012	133713	129418
无形资产	215370	236923	236923	236923	236923
其他	53789	71153	71153	71153	71153
资产总计	1577246	1780995	1987030	2235819	2515357
流动负债	352157	396909	397757	425386	463644
应付账款	115109	127335	132661	144173	156087
应交税金	22036	20624	20624	20624	20624
短期借款	41537	52885	40206	38598	46596
其他	173475	196065	204266	221991	240337
长期负债	351408	330190	330190	330190	330190
长期借款	292920	277107	277107	277107	277107
其他	58488	53083	53083	53083	53083
负债合计	703565	727099	727947	755576	793834
股本	0	0	0	0	0
储备	818071	980742	118592	140708	164836
少数股东权益	65090	80348	80348	80348	80348
归属于母公司所有者权益	808591	973548	117873	139989	164117
负债及权益合计	1577246	1780995	1987030	2235819	2515357

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	221962	258521	278872	354934	385576
净利润	115216	194073	240491	264706	290506
折旧与摊销	59008	56213	65272	93166	94367
营运资本变动	19233	21881	(8047)	10955	12833
其他非现金调整	28505	(13646)	(18844)	(13893)	(12129)
投资活动现金流	(125161)	(122187)	(129677)	(130254)	(133350)
资本性支出	(47407)	(96048)	(105000)	(95070)	(90275)
出售资产及现金	257	203	203	203	203
投资增减	313825	734684	58684	64552	71007
其它	(125161)	10588	33804	29165	27729
筹资活动现金流	(82573)	(176494)	(62943)	(60426)	(56829)
债务增减	2652	(20689)	(12679)	(1608)	7998
股本增减	(42697)	(100399)	0	0	0
股利支付	20983	28859	38284	46837	52846
其它筹资	(21545)	(26547)	(11981)	(11981)	(11981)
其它调整	(41966)	(57718)	(76568)	(93674)	(105692)
现金净增加额	15581	(39801)	86252	164254	195398

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	609357	660257	753534	832474	907709
主营收入	609015	660257	753534	832474	907709
营业成本	315906	311011	324019	352136	381238
毛利	293109	349246	429514	480337	526471
营业支出	140325	149149	164270	178982	190619
营业利润	153126	200097	265244	301355	335852
利息支出	12268	11981	11981	11981	11981
利息收入	13808	16004	16004	16004	16004
权益性投资损益	(295)	16756	15750	12550	11000
其他非经营性损益	451	7161	2050	611	725
非经常项目损益	6502	13448	13448	13448	13448
除税前利润	161324	241485	300515	331987	365048
所得税	43276	45018	57044	63990	70923
少数股东损益	2832	2394	2979	3291	3619
经调整归母净利润	157688	222703	260204	293588	325389
EPS(元)	16.63	24.14	28.29	31.92	35.38

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	10%	8%	14%	10%	9%
营业利润	53%	31%	33%	14%	11%
净利润	36%	41%	17%	13%	11%
获利能力					
毛利率	48.1%	52.9%	57.0%	57.7%	58.0%
净利率	18.9%	29.4%	31.9%	31.8%	32.0%
ROE	14.2%	19.9%	20.4%	18.9%	17.7%
ROIC	10.1%	13.9%	15.2%	14.7%	14.2%
偿债能力					
资产负债率	44.6%	40.8%	36.6%	33.8%	31.6%
净负债比率	21.2%	18.5%	16.0%	14.1%	12.9%
流动比率	1.5	1.3	1.5	1.8	2.2
速动比率	1.5	1.2	1.5	1.8	2.2
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	226.5	694.2	721.3	736.2	734.9
应收帐款周转率	4.8	4.7	4.7	4.6	4.6
应付帐款周转率	2.9	2.6	2.5	2.5	2.5
每股资料(元)					
每股收益	16.63	24.14	28.29	31.92	35.38
每股经营现金	23.41	28.02	30.32	38.59	41.92
每股净资产	85.27	105.53	128.17	152.21	178.45
每股股利	3.12	4.15	5.09	5.75	6.37
估值比率					
PE	34.5	23.8	20.3	18.0	16.2
PB	6.7	5.4	4.5	3.8	3.2
EV/EBITDA	66.4	50.7	41.2	35.5	32.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。