

AI 驱动广告 eCPM 攀升，期待王者 IP 贡献游戏增量

——腾讯控股 (0700.HK) 25Q3 点评

核心观点

- 事项:** 腾讯发布三季报，25Q3 公司营业收入 1929 亿 (yoy +15%)，超彭博预期 2%。25Q3 归属股东净利润为 631 亿 (yoy +19%)，超彭博预期 12%。主要系 AI 驱动腾讯收入高增，全线业务 AI 渗透率有望持续提升。
- AI 驱动游戏用户共创日活突破新高，期待王者衍生 IP 春节档贡献增量。** 25Q3 增值服务收入达 959 亿 (yoy +16%)，超彭博预期 3%。其中，25Q3 游戏收入 636 亿 (yoy+23%)，超彭博预期 5%，主要系海外 Supercell《皇室战争》等，本土《三角洲行动》、《王者荣耀》、《和平精英》等长青游戏持续增长。其中，《和平精英》绿洲启元游戏编辑器在 AI 加持下，DAU 于突破 3300 万新高。我们判断 25Q4 游戏收入维持高增 yoy+22%，主要系：1)《王者荣耀》Q4 十周年日活突破 1.39 亿，预期 Q4 淡季不淡；2) 25Q3《三角洲行动》持续拉升，Q4 有望维持高位；3) 新长青游戏《无畏契约》Q4 全季度贡献。
- AI 驱动广告转化率提升，保持三个季度同比 20% 增长。** 根据管理层，增长一半 (约 10%) 归因于 eCPM 提升。25Q3 营销服务收入 362 亿，超彭博预期 2%，主要系 1) 广告曝光量提升 (得益于用户参与度提升和广告加载率提升共振)、2) AI 驱动广告定向驱动 eCPM 提升。我们预期新智能投放产品 AIM+ 有望驱动高增持续。
- 支付业务增速持续修复，云业务将优先满足内部算力需求。** 25Q3 金融科技及企业服务收入 582 亿 (yoy +10%)，支付业务同比增速持续向上，我们预期这一趋势有望持续。企业服务收入的同比增速 10%+，主要系云服务收入 AI 相关服务需求及商家技术服务费的增长所驱动。我们认为云业务短期会因优先满足公司自身 AI 算力需求外部供给受限，但技术服务费会随着微信小店 GMV 增长提升。

盈利预测与投资建议

- 我们预期游戏、广告增速提升比预期持续性更长，期待《王者荣耀世界》(定档春季)、《粒粒的小人国》等头部游戏贡献 26 年增量。预计 25~27 年 IFRS 归母净利润为 2260/2611/2970 亿元 (25~27 年原值为 2231/2577/2970 亿元，因根据财报调整游戏、广告、支付等假设，我们调整盈利预测)。采用 SOTP 估值，给予对应目标价 664.22 港币 (605.36 人民币 HKD/RMB=0.91)，维持“买入”评级。

风险提示

政策风险、游戏收入不达预期风险、广告行业竞争风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	609,015	660,257	754,344	873,073	967,537
同比增长(%)	9.82%	8.41%	14.25%	15.74%	10.82%
营业利润(百万元)	152,784	200,097	247,023	284,440	327,357
同比增长(%)	52.76%	30.97%	23.45%	15.15%	15.09%
归属母公司净利润(百万元)	115,216	194,073	225,981	261,067	296,996
同比增长(%)	-38.79%	68.44%	16.44%	15.53%	13.76%
每股收益(元)	12.60	21.22	24.71	28.55	32.48
毛利率(%)	48.13%	52.90%	56.28%	56.59%	57.90%
净利率(%)	18.92%	29.39%	29.96%	29.90%	30.70%
净资产收益率(%)	20.61%	24.99%	25.92%	27.16%	27.03%
市盈率(倍)	46	28	24	20	18
市净率(倍)	7	5	5	4	4

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2025 年 11 月 14 日)	641 港元
目标价格	664.22 港元
52 周最高价/最低价	683/361.64 港元
总股本/流通 H 股 (万股)	914,477/914,477
H 股市值 (百万港币)	5,861,798
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 11 月 18 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.1	3.22	8.64	60.29
相对表现%	-0.16	-1.23	4.51	23.57
恒生指数%	1.26	4.45	4.13	36.72



证券分析师

项雯倩	执业证书编号: S0860517020003 香港证监会牌照: BQP120 xiangwenqian@orientsec.com.cn 021-63326320
李雨琪	执业证书编号: S0860520050001 香港证监会牌照: BQP135 liyuqi@orientsec.com.cn 021-63326320
金沐阳	执业证书编号: S0860525030001 021-63326320

联系人

沈熠	执业证书编号: S0860124120005 shenyi1@orientsec.com.cn 021-63326320
----	--

相关报告

AI 驱动广告游戏高增，期待《无畏契约》	2025-08-20
上线拓展长青游戏管线：——腾讯控股 (0700.HK) 25Q2 季报点评	
长青游戏《三角洲行动》持续新高，期待《无畏契约》手游驱动新游周期：——腾讯控股 (0700.HK) 25Q2 动态跟踪点评	2025-07-14
AI 驱动广告、游戏收入持续超预期增长：——腾讯控股 (0700.HK) 25Q1 季报点评	2025-05-21

表 1: 盈利预测 (原始报表)

单位: 百万/%	25Q1A	25Q2A	25Q3	25Q4E	24A	25E	26E
营业收入	180,022	184,504	192,869	196,949	660,257	754,344	873,073
毛利率%	55.82%	56.92%	56.41%	55.96%	52.90%	56.28%	56.59%
yoy	12.87%	14.52%	15.36%	14.21%	8.41%	14.25%	15.74%
增值业务	92,133	91,368	95,860	90,862	319,168	370,223	440,350
毛利率%	59.60%	60.44%	61.15%	59.52%	56.92%	60.19%	59.98%
yoy	17.17%	15.92%	15.92%	14.98%	6.97%	16.00%	18.94%
网络游戏	59,500	59,200	63,600	59,794	197,600	242,094	296,026
yoy	23.70%	22.06%	22.78%	21.53%	9.92%	22.52%	22.28%
社交网络	32,633	32,168	32,260	31,068	121,568	128,129	144,324
yoy	6.89%	6.09%	4.42%	4.18%	2.50%	5.40%	12.64%
营销服务	31,853	35,762	36,242	41,982	121,374	145,839	169,567
毛利率%	55.55%	57.56%	56.70%	58.76%	55.39%	57.26%	58.37%
yoy	20.17%	19.72%	20.83%	19.93%	19.60%	20.16%	16.27%
金融科技与企业服务	54,907	55,536	58,174	61,460	211,956	230,077	252,038
毛利率%	50.26%	52.13%	50.21%	50.51%	47.04%	50.77%	51.27%
yoy	4.98%	10.10%	9.58%	9.50%	4.02%	8.55%	9.55%
营业成本	79,529	79,491	84,071	86,727	311,011	329,818	378,984
毛利	100,493	105,013	108,798	110,222	349,246	424,526	494,089
销售费用	7,866	9,410	11,468	12,360	36,388	41,104	52,175
一般行政费用	33,664	31,921	34,259	36,554	112,761	136,398	157,474
营业利润	57,566	60,104	63,554	60,812	208,099	242,036	280,476
营业利润率%	31.98%	32.58%	32.95%	30.88%	31.52%	32.09%	32.13%
IFRS 归母净利润	47,821	55,628	63,133	59,399	194,073	225,981	261,067
Non-IFRS 归母净利润	61,329	63,052	70,551	69,943	222,703	264,875	308,533

数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

表 2：腾讯控股估值数据

主营业务	股权比例	估值 百万人民币	归属腾讯 百万人民币	人民币/每股	估值占比	P/S 2025E	PE 2025E
泛娱乐		2,128,522	2,015,261	220	36.4%		
游戏	100%	1,865,390	1,865,390	204	33.7%		19.1x
视频	100%	15,686	15,686	1.7	0.3%	0.5x	
虎牙直播（市值估值）	67%	4,256	2,864	0.3	0.1%		
腾讯音乐（市值估值）	54%	207,664	111,225	12.2	2.0%		
阅文集团（市值估值）	57%	35,525	20,097	2.2	0.4%		
社交广告	100%	993,079	993,079	108.6	17.9%		24.5x
金融科技	100%	1,259,296	1,259,296	137.7	22.7%	3.0x	48.5x
云及企业服务	100%	349,417	349,417	38.2	6.3%	4.5x	
其他	100%	23,443	23,443	2.6	0.4%	1.0x	
主营总值		4,753,757	4,640,496	507.4	83.8%		
其他总值		7,745,775	895,399	98	16%		
总值		12,499,532	5,535,895	605	100%		

数据来源：ifind，东方证券研究所

表 3：可比公司估值情况（2025/11/14 收盘价收入及利润单位：百万人民币）

游戏可比公司	代码	市值	营业总收入 25E	营业总收入 26E	归母净利润 25E	归母净利润 26E	PS 25E	PS 26E	PE 25E	PE 26E
三七互娱	002555.SZ	46346	17596	18824	3022	3237	2.63	2.46	15.34	14.32
完美世界	002624.SZ	29701	6993	10029	796	1573	4.25	2.96	37.31	18.89
吉比特	603444.SH	31466	5925	6706	1625	1873	5.31	4.69	19.36	16.80
网易	9999.hk	633462	114843	123581	35863	38372	5.52	5.13	17.66	16.51
神州泰岳	300002.SZ	23016	6246	7351	1136	1464	3.68	3.13	20.26	15.72
max							5.52	5.13	37.31	18.89
min							2.63	2.46	15.34	14.32
平均值							4.41	3.59	19.10	16.34

视频可比公司

爱奇艺	IQO	14186	27292	28662	-170	555	0.52	0.49	-83.27	25.54
-----	-----	-------	-------	-------	------	-----	------	------	--------	-------

社交广告可比公司

FACEBOOK	meta.O	10879859	1410823	1647795	444893	540826	7.71	6.60	24.46	20.12
----------	--------	----------	---------	---------	--------	--------	------	------	-------	-------

支付可比公司估值

拉卡拉	300773.SZ	17793	5850	6203	610	664	3.04	2.87	29.15	26.78
新大陆	000997.SZ	25662	8712	9876	1280	1554	2.95	2.60	20.06	16.51
平均值							2.99	2.73	24.60	21.65

金融可比公司

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

东方财富	300059.SZ	387831	15464	17505	12420	14191	25.08	22.16	31.23	27.33
同花顺	300033.SZ	178214	5725	6967	2709	3390	31.13	25.58	65.80	52.57
平均值							28.10	23.87	48.51	39.95

云可比公司

亚马逊	AMZN.O	17769191	5077280	5619038	526040	604647	3.50	3.16	33.78	29.39
赛富时	CRM.N	1642887	293769	323724	68083	78487	5.59	5.07	24.13	20.93
平均值							4.55	4.12	28.95	25.16

数据来源：ifind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析（标准化报表）

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	172,320	132,519	213,994	220,783	245,675	营业总收入	609,015	660,257	754,344	873,073	967,537
应收款项合计	131,904	146,072	166,887	193,154	214,053	主营业务收入	609,015	660,257	754,344	873,073	967,537
存货	456	440	467	536	576	其他营业收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	3,818	3,334	3,167	3,009	2,858	营业总支出	456,231	460,160	507,321	588,633	640,180
流动资产合计	518,446	496,180	597,447	629,575	674,459	营业成本	315,906	311,011	329,818	378,984	407,359
固定资产净值	66,815	92,487	108,052	117,489	123,211	营业开支	140,325	149,149	177,503	209,649	232,820
权益性投资	261,665	297,415	312,286	327,900	344,295	营业利润	152,784	200,097	247,023	284,440	327,357
其他长期投资	461,161	590,211	607,917	699,105	803,971	净利息支出	-1,923	-3,557	-757	-1,180	-1,168
商誉及无形资产	198,191	213,806	240,592	290,642	339,899	权益性投资损益	-295	25,176	12,441	18,808	15,624
土地使用权	17,179	23,117	23,117	23,117	23,117	其他非经营性损益	410	12,655	23,799	19,797	24,333
其他非流动资产	53,789	67,779	71,168	74,726	78,463	非经常项目前利润	154,822	241,485	284,020	324,225	368,482
非流动资产合计	1,058,800	1,284,815	1,363,132	1,532,980	1,712,955	非经常项目损益	6,502	0	-4,987	-3,965	-3,692
资产合计	1,577,246	1,780,995	1,960,580	2,162,555	2,387,414	除税前利润	161,324	241,485	279,033	320,260	364,790
应交税金	22,036	20,624	20,282	20,981	20,629	所得税	43,276	45,018	47,613	53,451	61,262
短期借贷及长期借贷到期部分	41,537	52,885	58,174	63,991	70,390	少数股东损益	2,832	2,394	5,439	5,743	6,532
其他流动负债	173,475	196,065	227,746	239,598	236,364	持续经营净利润	115,216	194,073	225,981	261,067	296,996
流动负债合计	352,157	396,909	446,270	478,645	496,865	非持续经营净利润	0	0	0	0	0
长期借贷	292,920	277,107	304,818	335,299	368,829	净利润	115,216	194,073	225,981	261,067	296,996
其他非流动负债	58,488	53,083	53,434	55,002	53,839	优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
非流动负债合计	351,408	330,190	358,251	390,301	422,669	IFRS 归母净利润	115,216	194,073	225,981	261,067	296,996
负债合计	703,565	727,099	804,522	868,946	919,534	Non-IFRS 归母净利润	157,688	222,703	264,875	308,533	347,554
归属母公司股东权益	808,591	973,548	1,070,271	1,202,080	1,369,818						
少数股东权益	65,090	80,348	85,787	91,530	98,062						
所有者权益合计	873,681	1,053,896	1,156,058	1,293,610	1,467,880						
负债和股东权益	1,577,246	1,780,995	1,960,580	2,162,555	2,387,414						

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	221,962	258,521	323,440	325,757	361,360
净利润	115,216	194,073	225,981	261,067	296,996
折旧与摊销	59,008	56,213	68,272	57,001	67,961
营运资本变动	19,233	21,881	23,748	1,946	-10,129
其他非现金调整	28,505	-13,646	5,439	5,743	6,532
投资活动现金流	-125,161	-122,187	-145,706	-226,009	-247,139
出售固定资产收到的现金	257	203	203	203	203
资本性支出	47,407	96,048	128,533	207,879	228,008
投资减少	226,332	348,877	348,877	348,877	348,877
其他投资活动现金流量净额	4,741	10,588	-3,389	-3,558	-3,736
融资活动现金流	-82,573	-176,494	-118,665	-116,458	-113,480
债务净增	2,652	-20,689	32,999	36,299	39,929
股本增加	1,070	1,932	1,932	1,932	1,932
支付的股利合计	20,983	28,859	28,859	28,859	28,859
其他筹资活动现金流量净额	-21,545	-26,547	-22,406	-23,499	-24,151

主要财务比率					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	9.8%	8.4%	14.2%	15.7%	10.8%
营业利润增长率	52.8%	31.0%	23.5%	15.1%	15.1%
Non-IFRS 净利增长率	36.4%	41.2%	18.9%	16.5%	12.6%
获利能力					
毛利率	48.1%	52.9%	56.3%	56.6%	57.9%
净利率	18.9%	29.4%	30.0%	29.9%	30.7%
ROE	20.6%	25.0%	25.9%	27.2%	27.0%
ROA	10.0%	13.3%	14.2%	15.0%	15.3%
偿债能力					
资产负债率	44.6%	40.8%	41.0%	40.2%	38.5%
流动比率	147.2%	125.0%	133.9%	131.5%	135.7%
速动比率	147.1%	124.9%	133.8%	131.4%	135.6%
每股指标 (元)					
每股收益	12.60	21.22	24.71	28.55	32.48
每股经营现金流	24.27	28.27	35.37	35.62	39.52
每股净资产	88.42	106.46	117.04	131.45	149.79
估值比率					
P/E	46	28	24	20	18
P/B	7	5	5	4	4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。