



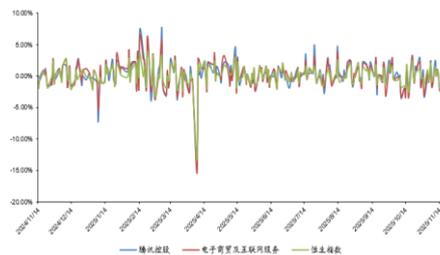
买入(维持)

行业： 传媒
日期： 2025年11月17日
分析师： 应豪
E-mail: yinghao@yongxingsec.com
SAC编号: S1760524050002

基本数据

收盘价(港元) 641
总股本(百万股) 9145
无限售股/总股本 100%
流通市值(亿港元) 58618

最近一年股票与恒生科技比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

相关报告:

《游戏业务持续增长, AI 战略助力整体发展》

——2025年05月19日

《SPARK2025 发布会举行, 游戏业务持续推进》

——2025年04月27日

增值业务快速增长, AI 助力广告发展

——腾讯控股(0700) 2025年三季度业绩点评

事件描述

腾讯控股于11月13日发布2025年三季度业绩。公司2025年第三季度实现收入1928.69亿元,同比增长15%;本公司权益持有人应占盈利631.33亿元,同比增长19%。

核心观点

《三角洲行动》等多款游戏助推增值业务发展: 公司增值业务收入在2025年第三季度同比增长16%。其中,本土市场游戏收入同比增长15%,主要得益于近期发布的《三角洲行动》等多款游戏的收入贡献,《王者荣耀》与《和平精英》等长青游戏的收入增长,以及《无畏契约》移动端拓展。国际市场游戏同比增长43%,主要得益于 Supercell 旗下游戏的收入增长。社交网络收入同比增长5%,得益于视频号直播服务收入、音乐付费会员收入及小游戏平台服务费的增长。

AI 战略助力营销服务业务增长: 公司营销服务业务在2025年第三季度同比增长21%,主要得益于用户参与度及广告加载率的提高,以及AI驱动的广告定向所带动的eCPM增长。公司对AI的战略投入,不仅为其在广告精准定向及游戏用户参与等业务领域带来助益,也带来了编程、游戏及视频制作等领域的效率提升。公司持续升级混元基础模型的团队及技术架构,混元的图像及3D生成模型已处于行业领先水平。随着混元能力不断提升,公司在推动元宝普及的投入以及在微信内发展AI智能体能力所作的努力,将带来更积极的进展。

金融科技及企业服务业务稳健增长: 公司金融科技及企业服务业务在2025年第三季度收入同比增长10%,主要受益于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十几个百分点,受益于云服务的收入增长,以及由于微信小店交易额扩大而带动的商家技术服务费收入增长。

投资建议

我们预测公司2025-2027年归母净利润约为2201.65亿元、2484.00亿元和2802.34亿元。同比增速分别为13%、13%和13%,公司各板块业绩持续向好,同时加大对AI的投入,有望为公司各个业务板块赋能,推动公司持续增长。维持公司“买入”评级。

风险提示

回购进展不及预期,视频号推进较慢,游戏流水不及预期。

盈利预测与估值

单位: 百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	660257	750849	839332	942186
年增长率(%)	8%	14%	12%	12%
归属于母公司的净利润	194073	220165	248400	280234
年增长率(%)	68%	13%	13%	13%
每股收益(元)	20.94	24.08	27.16	30.64
市盈率(X)	18.32	24.49	21.71	19.24

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所(2025年11月14日收盘价)

资产负债表		单位：百万元			
至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	496,180	587,045	700,823	855,887	
现金	132,519	190,267	275,476	401,308	
应收账款及票据	48,203	57,357	65,281	73,281	
存货	440	470	520	580	
其他	315,018	338,951	359,546	380,718	
非流动资产	1,284,815	1,430,570	1,588,604	1,745,639	
固定资产	92,487	110,457	128,428	146,398	
无形资产	213,806	222,394	230,983	239,571	
其他	978,522	1,097,718	1,229,194	1,359,670	
资产总计	1,780,995	2,017,615	2,289,427	2,601,526	
流动负债	396,909	443,460	498,841	562,124	
短期借款	52,885	64,179	75,473	86,767	
应付账款及票据	127,335	133,002	148,067	166,320	
其他	216,689	246,279	275,301	309,037	
非流动负债	330,190	316,739	300,926	285,113	
长期债务	277,107	261,294	245,481	229,668	
其他	53,083	55,445	55,445	55,445	
负债合计	727,099	760,199	799,767	847,237	
普通股股本	0	0	0	0	
储备	974,027	1,193,740	1,441,688	1,721,470	
归属母公司股东权益	973,548	1,173,261	1,401,209	1,660,991	
少数股东权益	80,348	84,156	88,451	93,298	
股东权益合计	1,053,896	1,257,416	1,489,660	1,754,289	
负债和股东权益	1,780,995	2,017,615	2,289,427	2,601,526	

利润表		单位：百万元			
至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	660,257	750,849	839,332	942,186	
其他收入	0	0	0	0	
营业成本	311,011	325,719	360,164	401,848	
销售费用	36,388	37,542	41,967	47,109	
管理费用	112,761	123,890	138,490	155,461	
研发费用	70,686	78,839	83,933	94,219	
财务费用	-3,557	-3,836	-5,545	-8,079	
除税前溢利	241,485	276,509	313,908	356,351	
所得税	45,018	52,537	61,212	71,270	
净利润	196,467	223,972	252,696	285,081	
少数股东损益	2,394	3,808	4,296	4,846	
归属母公司净利润	194,073	220,165	248,400	280,234	

现金流量表		单位：百万元			
至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	258,521	241,677	281,268	318,233	
净利润	194,073	220,165	248,400	280,234	
少数股东权益	2,394	3,808	4,296	4,846	
折旧摊销	56,213	14,728	14,728	14,728	
营运资金变动及其他	5,841	2,976	13,844	18,424	
投资活动现金流	-122,187	-151,818	-163,926	-160,245	
资本支出	-41,287	-41,287	-41,287	-41,287	
其他投资	-80,900	-110,531	-122,639	-118,958	
筹资活动现金流	-176,494	-31,659	-31,682	-31,704	
借款增加	-4,519	-4,519	-4,519	-4,519	
普通股增加	-100,399	0	0	0	
已付股利	-11,981	-7,140	-7,163	-7,185	
其他	-59,595	-20,000	-20,000	-20,000	
现金净增加额	-39,801	57,748	85,208	125,832	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	8.41%	13.72%	11.78%	12.25%
归属母公司净利润	68.44%	13.44%	12.82%	12.82%
获利能力				
毛利率	52.90%	56.62%	57.09%	57.35%
销售净利率	29.39%	29.32%	29.59%	29.74%
ROE	19.93%	18.77%	17.73%	16.87%
ROIC	13.99%	13.95%	13.71%	13.46%
偿债能力				
资产负债率	40.83%	37.68%	34.93%	32.57%
净负债比率	18.74%	10.75%	3.05%	-4.84%
流动比率	1.25	1.32	1.40	1.52
速动比率	1.24	1.31	1.39	1.51
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.40	0.39	0.39
应收账款周转率	13.93	14.23	13.69	13.60
应付账款周转率	2.57	2.50	2.56	2.56
每股指标 (元)				
每股收益	20.94	24.08	27.16	30.64
每股经营现金流	28.02	26.43	30.76	34.80
每股净资产	105.53	128.30	153.23	181.63
估值比率				
P/E	18.32	24.49	21.71	19.24
P/B	3.64	4.60	3.85	3.25
EV/EBITDA	12.70	19.23	16.83	14.62

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。