

腾讯控股 (00700.HK)

游戏广告稳健增长，把握机遇加大 AI 投入

优于大市

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 互联网 · 互联网 II

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 张伦可	0755-81982651	zhanglunke@guosen.com.cn	执证编码: S0980521120004
证券分析师: 陈淑媛	021-60375431	chenshuyuan@guosen.com.cn	执证编码: S0980524030003

事项:

腾讯控股即将发布 2025 年四季度业绩公告。

国信互联网观点:

2025Q4, 我们预计腾讯实现营收 1946 亿元, 同比增长 13%。预计四季度网络广告在宏观和投流税影响下表现稳健, 持续受益广告库存释放和 AI; 游戏业务长青游戏表现良好, 《三角洲行动》表现优秀; 金融科技业务受到宏观影响。2025Q4, 预计 Non-IFRS 下经营利润 681 亿元, 同比增长 15%。预计实现 Non-IFRS 下归母净利润 652 亿元, 同比增长 18%; Non-IFRS 下归母净利润率 34%。AI 投入抵消部分经营杠杆释放, 预计 25Q4 AI 投入主要体现在研发费用, 我们预计 25Q4 研发费用增长与 25Q3 类似达 28%。公司 AI 投入主要包括①研究投入: 补足 AI 前沿探索能力, 25 年 12 月 OpenAI 前研究员姚顺雨入职腾讯; ②人才储备: 25 年 4 月宣布青云计划, 3 年校招 2.8 万人, 锁定 AI 原生人才(如校招竞赛); ③算力保障: 动态调整芯片采购与租赁, 确保长期算力供给。

①游戏方面, 稳健增长。2025Q4, 我们预计公司网络游戏业务收入为 580 亿元, 同比增长 18%。预计国内游戏收入同比增长 16%。我们预计《王者荣耀》、《和平精英》保持流水增长。根据我们观察, 《三角洲行动》25Q4 表现稳健, 在 26 年春节期间将进一步加大用户获取, 流水有望持续提升。26 年 1 月 13 日 PVE 射击手游《逆战: 未来》上线, 畅销榜排行 4-6 名, 游戏流水超预期表现, 我们预计年化流水可达 40 亿元。海外延续较好增长, 预计同比增长 22%。Supercell《皇室战争》稳健, 流水持续提升; 3A 游戏《消逝的光芒: 困兽》表现强劲。后续 Pipeline 期待:《洛克王国: 世界》(3 月)、《王者荣耀世界》(春季)、海外《无畏契约》手游版等。

②营销服务方面, 维持快速增长。2025Q4, 我们预计腾讯营销服务收入为 413 亿元, 同比增长 18%。腾讯营销服务在宏观下发展整体稳健, 并且视频号等流量稳健增长, 陆续开放更多广告。AI 对广告赋能有望抵消宏观和投流税等压力。当前, 通过 AIM+, 广告主每花掉一万元的广告投放费用, 对应广告平台上所需的操作次数下降了 80%, 在创意环节上的操作次数减少了 47%。

③金融科技及企业服务: 同比增长 9%。拆解腾讯金融科技大盘, 主要收入来自于支付业务。支付业务和线下消费大盘相关, 我们预计受到宏观影响。根据央行发布的货币当局资产负债表, 非金融机构存款(支付机构缴存央行的客户备付金存款)在 10/11/12 月同比增长 8%/6%/5%。企业服务方面, 26 年 1 月, 微信小程序正式推出 AI 应用及线上工具小程序成长计划, 将为开发者提供免费的混元大模型 Token 和云开发在内的一系列资源和数据分析、广告变现及流量激励等全方位支持, 帮助开发者将想法快速转化为可落地、可破圈、可盈利的产品。

投资建议: 25H2 公司加大 AI 人才等投入, 补足模型研究等能力。公司业绩稳健, 并蕴含较大发展潜力, 长期成长潜力较大的业务比如微信电商爆发以及 AI Agent 赋能并未包含在当前盈利预测中。腾讯生态里用户+场景的天然优势仍然使得腾讯为 AI 时代最佳卡位的企业之一。考虑到 AI 投入, 预计 2025-2027 年公司调整后净利润分别为 2601/2961/3399 亿元, 下调幅度 1%/2%/2%。继续维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 预计四季度收入增长 13%，经调整归母净利润增长 18%

2025Q4，我们预计腾讯实现营收 1946 亿元，同比增长 13%。预计四季度网络广告在宏观和投流税影响下表现稳健，持续受益广告库存释放和 AI；游戏业务长青游戏表现良好，《三角洲行动》表现优秀；金融科技业务受到宏观影响。具体来看：①游戏方面，我们预计网络游戏增长 18%；②广告方面，预计收入同比增长 18%；③金融科技及企业服务收入预计同比增长 9%。

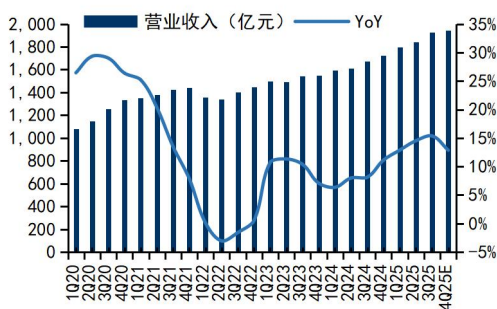
2025Q4，预计 Non-IFRS 下经营利润 681 亿元，同比增长 15%（没有联营公司以及税率影响）。预计实现 Non-IFRS 下归母净利润 652 亿元，同比增长 18%；Non-IFRS 下归母净利润率 34%。预计 AI 投入主要体现在研发费用，我们预计 25Q4 研发费用增长与 25Q3 类似达 28%。公司 AI 投入主要包括①研究投入：补足 AI 前沿探索能力，25 年 12 月 OpenAI 前研究员姚顺雨入职腾讯；②人才储备：25 年 4 月宣布青云计划，3 年校招 2.8 万人，锁定 AI 原生人才（如校招竞赛）；③算力保障：动态调整芯片采购与租赁，确保长期算力供给。

表1：25Q4 腾讯主要财务指标前瞻（亿元）

	2024Q4	2025Q3	2025Q4E	YoY	QoQ	2024	2025E	YoY
增值服务	790	959	899	14%	-6%	3192	3693	16%
-网络游戏	492	636	580	18%	-9%	1976	2403	22%
本土游戏	332	428	385	16%	-10%	1396	1646	18%
海外游戏	160	208	195	22%	-6%	580	757	31%
-社交网络	298	323	319	7%	-1%	1216	1290	6%
营销服务	350	362	413	18%	14%	1214	1452	20%
金融科技及企业服务	561	582	612	9%	5%	2120	2298	8%
其他业务	23	26	22	-5%	-16%	78	77	0%
总收入	1724	1929	1946	13%	1%	6603	7520	14%
毛利	907	1088	1071	18%	-2%	3492	4214	21%
non-IFRS 下经营利润（新口径）	595	726	681	15%	-6%	2379	2792	17%
Non-IFRS 下权益持有人应占净利润	553	706	652	18%	-8%	2227	2601	17%
毛利率	53%	56%	55%	2%	-1%	53%	56%	3%
non-IFRS 下经营利润率	34%	38%	35%	1%	-3%	36%	37%	1%
Non-IFRS 净利率	32%	37%	34%	1%	-3%	34%	35%	1%

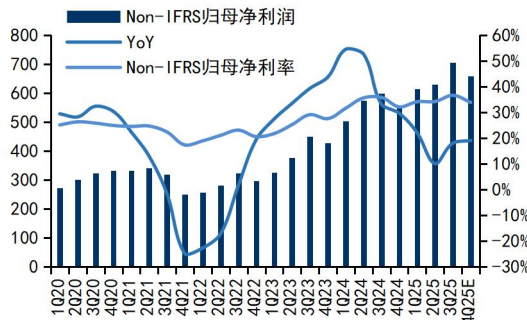
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

图1：腾讯营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

图2：腾讯 Non-IFRS 归母净利润及净利润率（亿元、%）



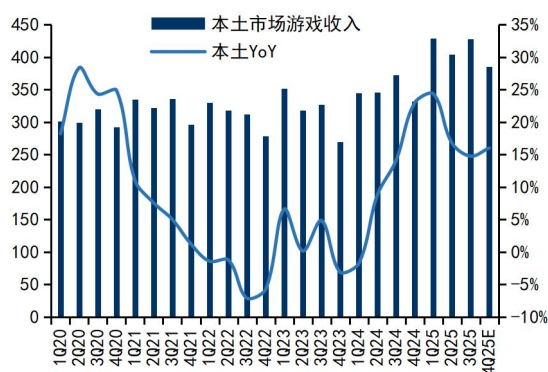
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

◆ 网络游戏：稳健增长

2025Q4，我们预计公司网络游戏业务收入为 580 亿元，同比增长 18%。

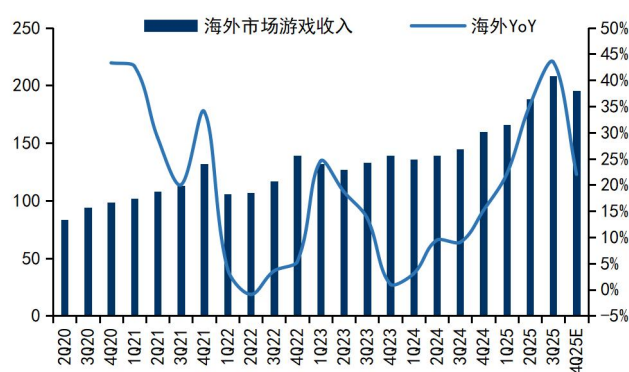
- ✓ 预计国内游戏收入同比增长 16%。老游戏基本盘稳固增长以及《三角洲行动》火爆弥补了去年同期《DNFm》的基数效应。我们预计《王者荣耀》、《和平精英》保持流水增长。根据我们观察，《三角洲行动》25Q4 表现稳健，在 26 年春节期间将进一步加大用户获取，流水有望持续提升。26 年 1 月 13 日 PVE 射击手游《逆战：未来》上线，畅销榜排行 4-6 名，游戏流水超预期表现，我们预计年化流水可达 40 亿元。
- ✓ 海外延续较好增长，预计同比增长 22%。Supercell《皇室战争》稳健，流水持续提升；3A 游戏《消逝的光芒：困兽》表现强劲。
- ✓ 后续 Pipeline 期待：《洛克王国：世界》（26 年 3 月）、《王者荣耀世界》（春季）、海外《无畏契约》手游版等。

图3：腾讯本土市场游戏收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

图4：腾讯海外市场游戏收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

◆ 营销服务：预计收入增长 18%

2025Q4，我们预计腾讯营销服务收入为 413 亿元，同比增长 18%。AI 对广告赋能有望抵消宏观和投流税等压力。腾讯广告 AIM+ 以 AI 驱动，一方面，腾讯广告面向微信小店、内容类（小游戏、短剧）、线索类等细分场景提供智能投放解决方案；另一方面，通过 AI agent 深度理解广告主的营销诉求，助力投放决策；与此同时，基于智能创意等智能化原子能力，广告主能够结合腾讯广告妙思实现 AIGC 创意生产及优选，提升投放效能。当前，通过 AIM+，广告主每花掉一万元的广告投放费用，对应在广告平台上所需的操作次数下降了 80%，在创意环节上的操作次数减少了 47%。

◆ 金融科技及企业服务：同比增长 9%

2025Q4，我们预计金融科技及企业服务收入为 612 亿元，同比增长 9%。拆解腾讯金融科技大盘，主要收入来自于支付业务。支付业务和线下消费大盘相关，我们预计受到宏观影响。根据央行发布的货币当局资产负债表，非金融机构存款（支付机构交存央行的客户备付金存款）在 10/11/12 月同比增长 8%/6%/5%。企业服务方面，26 年 1 月，微信小程序正式推出 AI 应用及线上工具小程序成长计划，将为开发者提供免费的混元大模型 Token 和云开发在内的一系列资源和数据分析、广告变现及流量激励等全方位支持，帮助开发者将想法快速转化为可落地、可破圈、可盈利的产品。

图5: 腾讯网络广告收入及增速 (亿元、%)



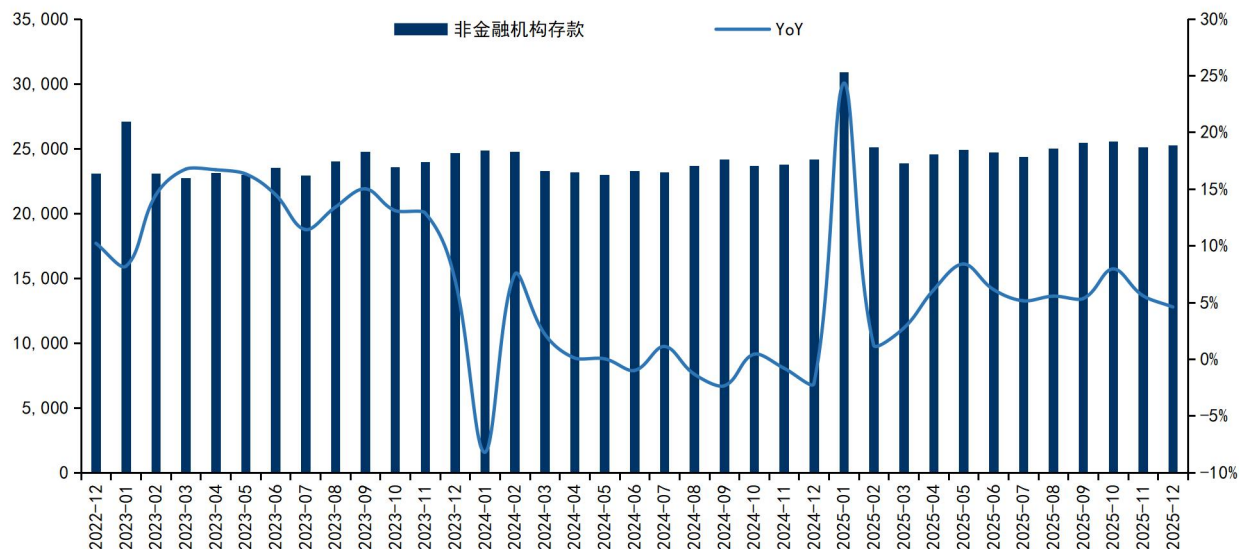
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理预测

图6: 腾讯金融科技及企业服务收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理预测

图7: 央行非金融机构存款金额及增速 (亿元、%)



资料来源: 中国人民银行, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: 维持“优于大市”评级

25H2 公司加大 AI 人才等投入, 补足模型研究等能力。公司业绩稳健, 并蕴含较大发展潜力, 长期成长潜力较大的业务比如微信电商爆发以及 AI Agent 赋能并未包含在当前盈利预测中。腾讯生态里用户+场景的天然优势仍然使得腾讯为 AI 时代最佳卡位的企业之一。考虑到 AI 投入, 预计 2025-2027 年公司调整后净利润分别为 2601/2961/3399 亿元, 下调幅度 1%/2%/2%。继续维持“优于大市”评级。

风险提示

政策风险; 广告行业竞争激烈的风险; 新游戏不能如期上线的风险等。

相关研究报告:

- 《腾讯控股 (00700.HK) -海外云与游戏双轮驱动, AI 赋能构筑新增长引擎》——2025-12-18
- 《腾讯控股 (00700.HK) -海外云与游戏双轮驱动, AI 赋能构筑新增长引擎》——2025-12-17
- 《腾讯控股 (00700.HK) -广告增长强劲, 《三角洲行动》流水快速爬升》——2025-11-16

《腾讯控股（00700.HK）-三项业务全面向上，重回成长视角看腾讯》——2025-10-23
《腾讯控股（00700.HK）-三项业务全面向上，重回成长视角看腾讯》——2025-10-17

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	132519	284760	451301	637789	营业收入	660257	751998	842774	934606
应收款项	146072	166368	186451	206768	营业成本	311011	330578	357059	385208
存货净额	440	495	526	558					
其他流动资产	3334	3797	4256	4719	销售费用	34211	39852	42139	46730
流动资产合计	496180	669236	867039	1085565	管理费用	136220	179795	198456	211009
固定资产	92487	171242	256615	337580	利息收入	13808	16134	17747	16940
无形资产及其他	213806	200072	190536	184432	其他损益净额	10249	(122)	8960	6362
投资性房地产	90896	90896	90896	90896	营业利润	160074	260546	311842	353069
长期股权投资	887626	887626	887626	887626	财务成本净额	(12268)	(15074)	(16582)	(15828)
资产总计	1780995	2019071	2292712	2586099	分占联营合营公司损益	25176	27086	31149	27804
短期借款及交易性金融负债	52885	35334	43252	43824	利润总额	241485	272558	326410	365045
应付款项	147959	166495	176753	187704	所得税费用	45018	48342	65282	73009
其他流动负债	196065	230841	251033	269676	少数股东损益	2394	5198	2590	3894
流动负债合计	396909	432671	471038	501203	归属于母公司净利润	194073	219018	258538	288142
长期借款及应付债券	277107	277107	277107	277107	经调整归母净利润	222763	260129	296118	339883
其他长期负债	53083	53083	53083	53083					
长期负债合计	330190	330190	330190	330190	现金流量表(百万元)				
负债合计	727099	762861	801228	831393	净利润	194073	219018	258538	288142
少数股东权益	80348	85546	88136	92030	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	973548	1170664	1403348	1662676	折旧摊销	61139	55372	59516	64845
负债和股东权益总计	1780995	2019071	2292712	2586099	公允价值变动损失	(50)	9485	1018	3484
					财务费用	(1540)	(1060)	(1165)	(1112)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(5597)	32498	9877	8781
经调整 EPS	24.15	28.27	32.69	36.50	其它	8956	5198	2590	3894
每股红利	2.40	2.40	2.83	3.16	经营活动现金流	258521	321571	331539	369146
每股净资产	105.53	128.32	153.83	182.25	资本开支	(81811)	(129878)	(136372)	(143190)
ROIC	60%	62%	59%	58%	其它投资现金流	(3867)	0	(10691)	(11225)
ROE	20%	19%	18%	17%	投资活动现金流	(122187)	(129878)	(147062)	(154415)
毛利率	53%	56%	58%	59%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	36%	35%	37%	38%	负债净变化	(15813)	0	0	0
EBITDA Margin	45%	42%	44%	45%	支付股利、利息	(20634)	(21902)	(25854)	(28814)
收入增长	8%	14%	12%	11%	其它融资现金流	(103599)	(17551)	7918	572
净利润增长率	68%	13%	18%	11%	融资活动现金流	(176494)	(39453)	(17936)	(28242)
资产负债率	45%	42%	39%	36%	现金净变动	(39801)	152241	166541	186488
息率	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	货币资金的期初余额	172320	132519	284760	451301
P/E	22.7	19.5	17.1	14.9	货币资金的期末余额	132519	284760	451301	637789
P/B	5.4	4.4	3.7	3.1	企业自由现金流	253213	264750	307233	354118
EV/EBITDA	20.1	18.8	16.1	14.4	权益自由现金流	135628	248446	316549	356025

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032