

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。



中信证券
CITIC SECURITIES

CSIWM 个股点评

2026年2月4日

腾讯控股

700 HK

中国互联网行业

本文内容由 Kylie Kwok (郭凯欣) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

游戏业务保持强劲动能

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在2026年2月3日发布的题为《Games keep strong momentum》的报告，腾讯预计将继续交出稳健业绩，2025年第四季度总收入和调整后Ebit同比大幅增长。分析指出，网络游戏有望带来积极惊喜并实现同比增长，得益于常青游戏的稳健表现以及新爆款游戏《三角洲行动》的推动。尽管宏观环境疲弱，广告业务预计仍将同比增长，主要受广告技术升级和交易增长的支撑。随着毛利率扩张，利润预计将继续快于收入增长。分析指出，腾讯在2026年有望维持双位数的游戏增长和广告增长，并被视为全球拥有最优人工智能应用计划的公司。

网络游戏：强劲势头延续

腾讯2025年四季度网络游戏收入预计将同比增长，其中国内/国际游戏收入均实现同比增长。国内游戏收入增长动力来自《王者荣耀》、《英雄联盟：激斗峡谷》、《金铲铲之战》和《穿越火线》等长青游戏的强劲表现，以及新爆款游戏《三角洲行动》(据Sensor Tower数据显示其流水贡献显著)。国际游戏收入受益于2024年递延收入强劲、《部落冲突:皇室战争》《卡通农场》等长青游戏稳健表现，以及《流放之路2》《三角洲行动》《沙丘：觉醒》等新作的贡献。三季度收入超预期主要归功于主机游戏《消逝的光芒：困兽》的销售，该影响属一次性且可能为2026年设定较高基数。

广告业务：技术升级与交易增长双轮驱动

分析预计2025年第四季度在线广告收入同比增长，得益于广告技术的进步、视频号流量和广告加载的增加，以及微信搜索、小程序和小店更强的贡献。2025年，微信小店在快速产品迭代和生态扩张推动下展现了运营势头，月活跃商户数和GMV均同比增长。

企业服务：增长提速

2025年四季度，腾讯金融科技及企业服务(FBS)收入可能同比增长，云业务和SaaS业务加速增长部分抵消了宏观疲软下支付业务增速放缓的影响。企业服务收入增速可能加快，得益于小店渗透率提升、SaaS货币化加强(如腾讯会议)以及GPU租赁收入增加。

催化因素

游戏版号审批常态化、海外游戏扩张、视频号及大语言模型(LLM)广告收入放量。

投资风险

新业务投资(包括在线金融、支付和云服务)带来的利润率压力可能影响业绩。其他风险包括：PC 游戏行业结构性衰退；移动及 PC 游戏市场竞争加剧导致市场饱和；微信商业化仍处早期阶段存在不确定性；反垄断、数据安全、电商、游戏及内容等领域的现有及潜在监管可能挑战现有商业模式并导致财务损失。美国将腾讯列入涉嫌与“中国军工企业”合作的公司名单。

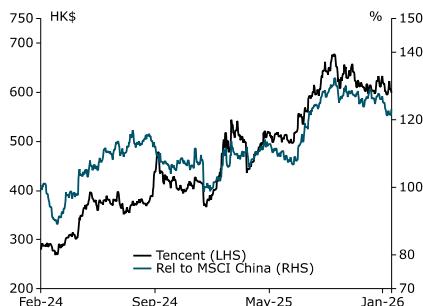
公司概况

腾讯是中国最大的即时通讯及社交网络服务提供商，依托 QQ 产品(约 7 亿月活用户)和微信/WeChat 产品(超 13 亿月活用户)建立强大护城河。凭借庞大用户基础，公司构建四大核心业务：网络游戏(约占净收入 36%)、社交网络(约 13%)、在线广告(16%)及金融科技与企业服务(34%)。旗下手游《王者荣耀》长期位居中国 iOS 畅销榜首位。

收入按产品分类		收入按地区分类	
增值服务	49.0%	欧洲	2.8%
金融科技及企业服务	33.5%	亚洲	92.3%
网络广告	16.6%	美洲	4.0%
其他	0.9%	中东及北非	0.9%

资料来源: 中信里昂

股票信息



股价(@ 2026 年 2 月 2 日): 598.5 港元

12 个月最高/最低价: 677.5 港元/404.2 港元

市值: 7134.90 亿美元

市场共识目标价 (路孚特) : 744.80 港元

主要股东:

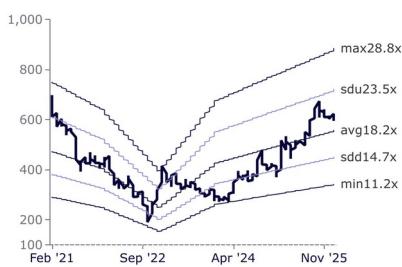
Naspers 26.93%

马化腾 8.41%

3 个月日均成交额: 13.70 亿美元

资料来源：彭博, 路孚特

市盈率区间



资料来源：彭博

市净率区间



资料来源：彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源：彭博

同业比较

公司	代码	市值 (亿美元)	股价 (icc)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息收益率 (%)			股本回报率 (%)		
				FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F
阿里巴巴	BABA US	3685.8	168.39	22.0	28.8	23.1	2.8	2.5	2.2	1.2	0.6	0.6	13.0	9.2	10.3
哔哩哔哩	BILI US	120.9	33.24	88.3	48.5	na	6.1	5.1	na	0.0	0.0	na	7.4	11.4	na
网易	NTES US	898.3	129.08	16.6	15.9	na	3.7	3.2	na	2.4	2.5	na	23.6	21.1	na

资料来源: 彭博、路孚特 注: 截至 2026 年 2 月 2 日的收盘价。icc: 当地货币

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资／产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资／产品专员个人观点，或投资／产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“CSI”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“CSI 集团”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和／或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和／或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和／或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。