

2026 年 04 月 03 日

## 腾讯控股 (00700. HK)

投资评级：买入（首次）

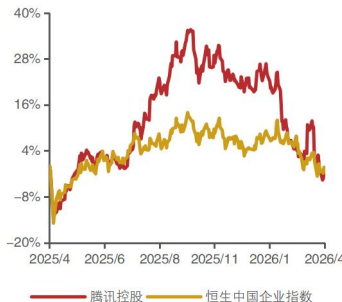
——核心业务展韧性，AI 投入新起点

## 证券分析师

陈良栋  
SAC: S1350524100003  
chenliangdong@huayuanstock.com  
许孟婕  
SAC: S1350525120004  
xumengjie@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2026 年 04 月 02 日

收盘价 (港元)	489.20
一年内最高/最低 (港元)	683.00/419.00
总市值 (百万港元)	4,464,217.55
流通市值 (百万港元)	4,464,217.55
资产负债率 (%)	39.13

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

**事件：**2026 年 3 月 18 日，公司披露 2025 第四季度及全年业绩公告，2025Q4 实现营收 1944 亿元，同比+13%，NON-IFRS 归母净利润 647 亿元，同比+17%。2025 年全年实现营收 7518 亿元，同比+14%，NON-IFRS 归母净利润 2596 亿元，同比+17%。

**游戏：**国内外市场齐发力，游戏实现快速增长，Q1 核心游戏表现优秀，为后续增长提供良好基础。2025Q4 公司游戏收入 593 亿元，同比增长 21%，其中国内收入 382 亿元，同比增长 15%，主要由《三角洲行动》《无畏契约》（移动及 PC 端）收入增长、《鸣潮》收入增量贡献，海外收入 211 亿元，同比增长 32%，主要由 Supercell 旗下游戏及《PUBG MOBILE》收入增长、《鸣潮》收入增量贡献。2025 全年公司游戏收入 2416 亿元，同比增长 22%，其中国内收入 1642 亿元，同比增长 18%，海外收入 774 亿元，同比增长 33%。2026 年春节期间，《和平精英》DAU 突破 9000 万，创历史新高，2026 年 2 月《三角洲行动》DAU 突破 5000 万，为 2026 年 Q1 游戏表现奠定良好基础。新游方面：1) 3 月 26 日《洛克王国：世界》上线，上线第 2 天达到 iOS 免费榜、畅销榜双榜第一，有望成为新的大 DAU 产品，持续贡献流水增量；2) 《王者荣耀世界》PC 端预计将于 4 月 10 日上线，关注后续表现。

**广告：**AI 持续驱动广告能力提升。2025Q4 公司广告收入 411 亿元，同比增长 17%，广告增长主要驱动力：AI 驱动广告精准定向能力优化，微信生态系统内闭环营销能力拓展，推动广告表现和广告单价提升。2025 全年公司广告收入 1450 亿元，同比增长 19%。2026Q1，公司将加深与核心电商平台合作，增加视频号激励广告的广告库存，预计 2026Q1 广告收入增速将高于 2025Q4。微信生态内产品表现良好：视频号用户使用总时长有所增长，推动广告曝光量加速提升；小程序内容消费日益活跃，小游戏与短剧营销投入增加。微信搜一搜的 AI 能力升级，整体搜索量快速增长，带动商业搜索量提升，千次搜索收入（RPM）提升。

**金融科技及企业服务：**金融科技稳健增长，企业服务 2025 年收入同比增长超过 20%。2025Q4 公司金融科技及企业服务收入达到 608 亿元，同比增长 8%。2025 全年公司金融科技及企业服务收入 2294 亿元，同比增长 8%。金融科技：2025 全年收入同比以高个位数百分比增长，主要由商业支付、理财服务及消费贷款服务收入增长驱动；企业服务：2025Q4 收入同比增长 22%，2025 全年收入同比增长接近 20%，调整后经营利润达到 50 亿元。收入主要增长驱动：1) 国内及海外云服务需求提升（包括对 AI 相关服务的需求带动）；2) 微信小店交易额上升带动商家技术服务费增长。

**AI 方向加大投入，混元 3.0 预计将于 4 月推出。**步入 AI 投资新周期，2025Q4，公司 AI 产品相关成本与费用达到 70 亿元，2025 全年达到 180 亿元，2026 年公司将加大 AI 产品相关投入，AI 产品的投入预计将至少翻倍。混元 3.0 模型目前正在内部测试中，预计于 4 月在市场推出，相较于混元 2.0 能力有较大提升。我们认为，公司作为社交入口有较强生态壁垒，从过往来看，腾讯的生态优势使得公司具备后发优势，以熟人社交构建起的关系链壁垒仍是其核心优势。

**成本费用：毛利率持续改善，销售费用率提升。**2025Q4 公司毛利率达到 55.71%，同比+3.14pct。1) 增值服务：毛利率 59.54%，同比+3.66pct，主要由于自研游戏收入贡献增加；2) 营销服务：毛利率 59.73%，同比+2.03pct，主要由于 AI 驱动的营销服务业务带动高毛利产品（如视频号及微信搜一搜）收入强劲增长；3) 金融科技及企业服务：毛利率 50.74%，同比+3.59pct，毛利提升主要来自于云服务增长带动规模效应、金融科技服务收入结构改善、成本效益提升。2025Q4 销售费用增长至 130 亿元，销售费用率 6.68%，同比+0.72pct，主要由于 AI 原生应用程序及游戏投入力度加大。2025Q4 管理费用（含研发费用）增长至 363 亿元，管理费用率 18.67%，同比+0.47pct。

**盈利预测与评级：**我们认为公司长期的生态壁垒深厚，目前在进入新一轮 AI 投资周期叙事中，现有业务经营杠杆仍较为强劲，即使考量 AI 投入回报周期也是目前现金流较为优质的公司，预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润分别为 2317/2663/2971 亿元，当前股价（2026/04/02）对应估值 17x/15x/13x，可比公司阿里巴巴、Meta、谷歌 2026-2028 年平均估值为 22X/19X/16X，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：AI 投入回收比例不及预期风险；游戏表现或上线节奏不及预期风险、宏观经济不确定性对支付业务产生影响风险；广告收入不及预期风险。**

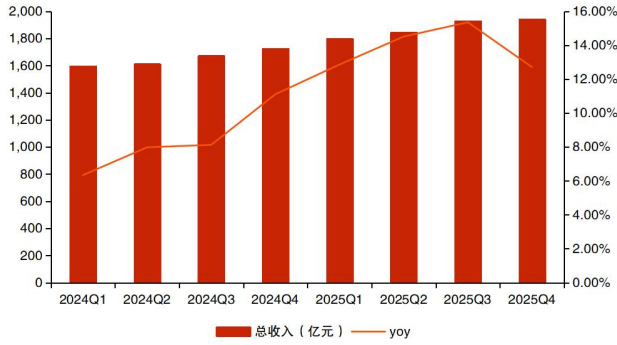
#### 盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	660,257	751,766	836,634	918,931	998,708
同比增长率（%）	8.41%	13.86%	11.29%	9.84%	8.68%
归母净利润（百万元）	194,073	224,842	231,660	266,346	297,149
同比增长率（%）	68.44%	15.85%	3.03%	14.97%	11.57%
每股收益（元/股）	20.94	24.75	25.39	29.19	32.56
ROE（%）	19.93%	19.48%	16.74%	16.15%	15.28%
市盈率（P/E）	17.50	21.27	16.93	14.73	13.20

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

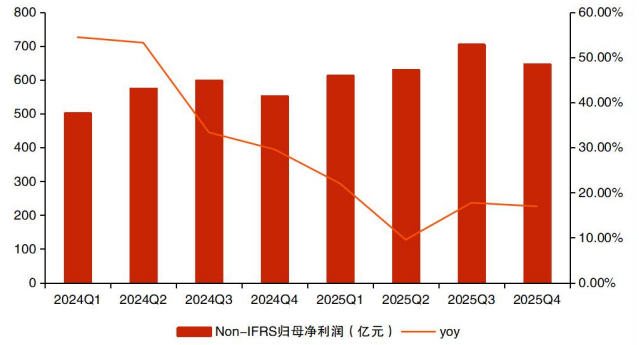
备注：收盘价按照汇率取 1 港元=0.8830 人民币调整

图表 1：公司营业收入及同比增速



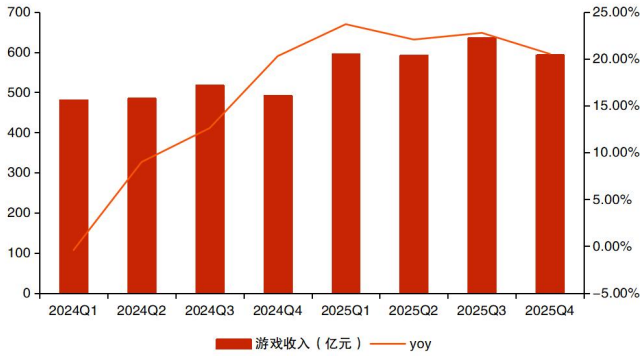
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 2：公司 Non-IFRS 归母净利润及同比增速



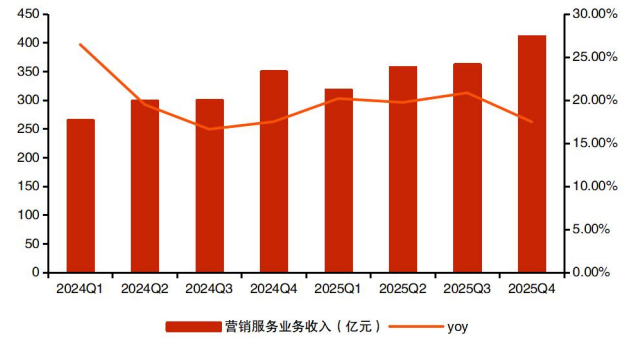
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 3：公司游戏业务收入及同比增速



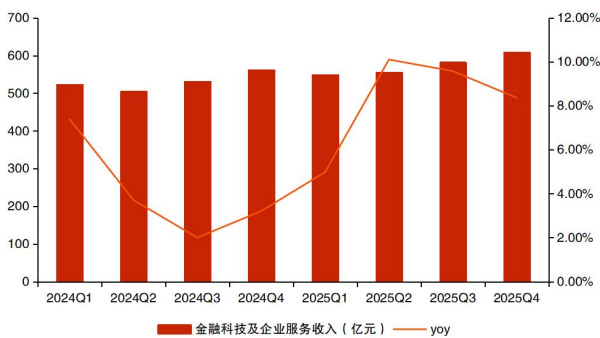
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：公司营销服务业务收入及同比增速



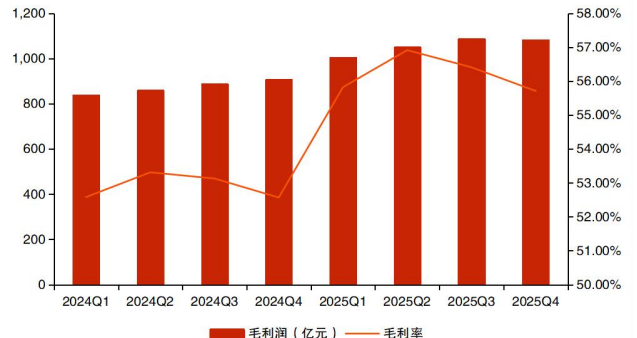
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 5：公司金融科技及企业服务收入及同比增速



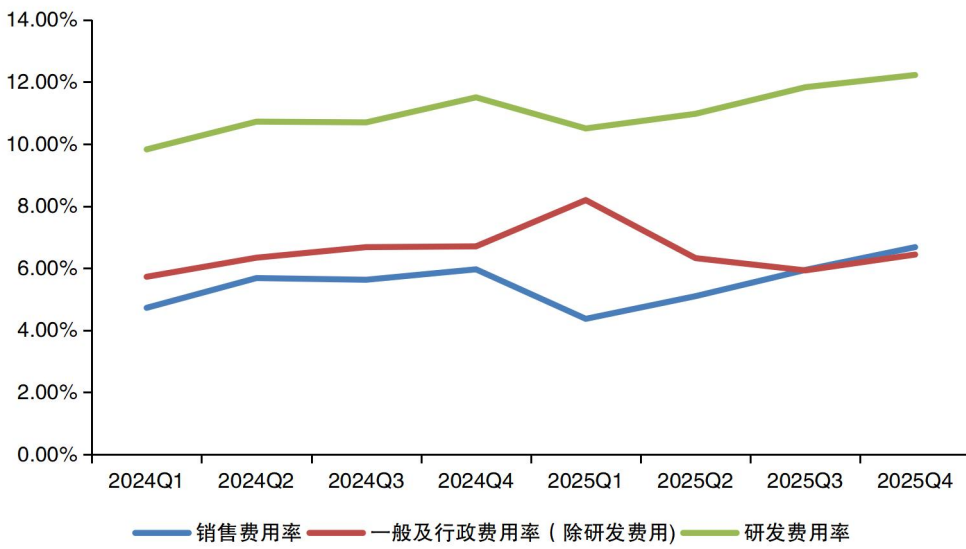
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 6：公司毛利润及毛利率



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 7：公司销售/管理/研发费用率



资料来源：公司公告，华源证券研究所



## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，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授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。