

腾讯控股 (00700.HK)

主业增长稳健，关注混元 3.0 进展

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 2026 年一季度业绩公告。

国信互联网观点:

我们预计一季度收入增长 12%，经调整归母净利润增长 12%。2026Q1，我们预计腾讯实现营收 2013 亿元，同比增长 12%。广告业务增长环比加速；游戏业务长青游戏表现良好；金融科技业务宏观压力小。26Q1，预计 Non-IFRS 下经营利润 773 亿元，同比增长 12%。预计实现 Non-IFRS 下归母净利润 688 亿元，同比增长 12%；Non-IFRS 下归母净利润率 34%，环比持平。预计毛利润增速快于收入增速，达到 15%，主要系高质量业务发展持续拉动以及游戏业务 IOS、谷歌等渠道费用节省。

预计 AI 投入主要体现在研发费用和销售费用，公司 AI 投入主要包括①研究投入：补足 AI 前沿探索能力；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）。③AI 原生产品宣发：腾讯元宝在 2026 年春节期间推出“分 10 亿现金红包”等补贴活动。④从芯片采购节奏上，预计下半年速度快于上半年。

①游戏方面，稳健增长。2026Q1，我们预计公司网络游戏业务收入为 679 亿元，同比增长 14%。①预计国内游戏收入同比增长 13%。老游戏基本盘稳固增长。根据我们观察，《三角洲行动》在 26 年春节期间将进一步加大用户获取，流水持续提升。《洛克王国》3 月底上线，表现优异，截至 4/11，在七麦数据游戏畅销榜排行第三，当前商业化变现较为克制。《王者荣耀世界》近期 PC 端上线，需要长时间打磨。海外延续较好增长，预计同比增长 16%。Supercell《皇室战争》稳健，《PUBGm》流水持续提升。

②营销服务方面，增速环比加速。2026Q1，我们预计腾讯营销服务收入为 376 亿元，同比增长 18%。26Q1 腾讯加强与平台电商、生活服务平台合作，有效引入头部广告主。除此以外，视频号开放原生短视频激励广告位，增速强劲。2 月 1 日，微信视频号正式启动第一期原生短剧激励等。

③金融科技及企业服务：同比增长 10%。26Q1，我们预计金融科技及企业服务收入为 604 亿元，同比增长 10%。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 1/2 月同比增长-17%/+11%。腾讯在 OpenClaw 方面响应速度、产品矩阵、生态整合方面国内领先。腾讯 3 月 9 日起密集发布产品，快速构建了“自研龙虾、本地虾、云端虾、企业虾、云桌面虾”的完整产品矩阵，覆盖所有主流用户群体。除此以外，腾讯率先将“龙虾”与微信、QQ 等十亿级用户平台打通。3 月 31 日，腾讯 workbuddy 推出了小程序版，文档处理可以连接微信文件。4 月 2 日，腾讯 QQ 正式原生接入 OpenClaw 官方平台，成为国内首个被 OpenClaw 官方原生接入的社交平台。

投资建议：公司加大 AI 人才等投入，补足模型研究等能力，建议观察模型能力进展。根据 25Q4 业绩会，混元 3.0 正在内部业务测试中，将于 4 月对外推出。根据腾讯研究院，即将发布的混元 3.0，一方面激活参数大幅降低，体验更优，另一方面在复杂推理、长记忆、长文、多轮追问与 Agent 能力等多个维度，有明显的提升。维持盈利预期，预计 2026-2028 年公司调整后净利润分别为 2806/3171/3529 亿元。维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 预计四季度收入增长 12%，经调整归母净利润增长 12%

2026Q1，我们预计腾讯实现营收 2013 亿元，同比增长 12%。广告业务增长环比加速；游戏业务长青游戏表现良好；金融科技业务宏观压力小。

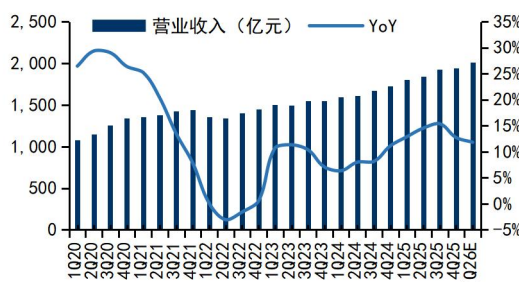
2026Q1，预计 Non-IFRS 下经营利润 773 亿元，同比增长 12%。预计实现 Non-IFRS 下归母净利润 688 亿元，同比增长 12%；Non-IFRS 下归母净利润率 34%，环比持平。预计毛利润增速快于收入增速，达到 15%，主要系高质量业务发展持续拉动以及游戏业务 iOS、谷歌等渠道费用节省。预计 AI 投入主要体现在研发费用和销售费用，公司 AI 投入主要包括①研究投入：补足 AI 前沿探索能力；②人才储备：25 年 4 月宣布青云计划，3 年校招 2.8 万人，锁定 AI 原生人才（如校招竞赛）。③AI 原生产品宣发：腾讯元宝在 2026 年春节期间推出“分 10 亿现金红包”等补贴活动。④芯片采购节奏上，预计下半年速度快于上半年。

表1: 26Q1 腾讯主要财务指标前瞻（亿元）

	2025Q1	2025Q4	2026Q1E	YoY	QoQ	2025	2026E	YoY
增值服务	921	899	1022	11%	14%	3693	4066	10%
-网络游戏	595	593	679	14%	15%	2416	2725	13%
本土游戏	429	382	487	13%	27%	1643	1852	13%
海外游戏	166	211	193	16%	-9%	773	873	13%
-社交网络	326	306	343	5%	12%	1277	1341	5%
营销服务	319	411	376	18%	-9%	1450	1710	18%
金融科技及企业服务	549	608	604	10%	-1%	2294	2524	10%
其他业务	11	25	11	0%	-55%	81	81	0%
总收入	1800	1944	2013	12%	4%	7518	8380	11%
毛利	1005	1083	1155	15%	7%	4226	4822	14%
non-IFRS 下经营利润（新口径）	693	695	773	12%	11%	2807	3100	10%
Non-IFRS 下权益持有人应占净利润	613	647	688	12%	6%	2596	2806	8%
毛利率	56%	56%	57%	2%	2%	56%	58%	1%
non-IFRS 下经营利润率	39%	36%	38%	0%	3%	37%	37%	0%
Non-IFRS 净利率	34%	33%	34%	0%	1%	35%	33%	-1%

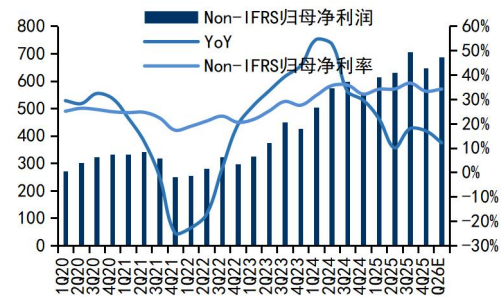
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

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、%）



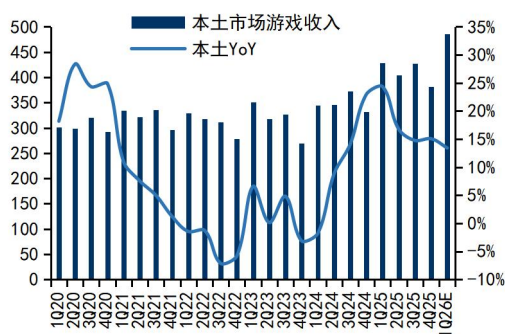
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理预测

◆ 网络游戏：稳健增长

2026Q1，我们预计公司网络游戏业务收入为 679 亿元，同比增长 14%。

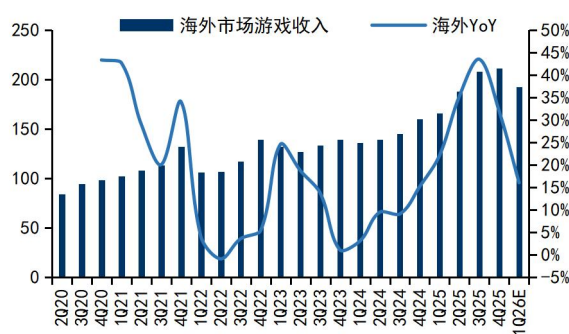
- ✓ 预计国内游戏收入同比增长 13%。老游戏基本盘稳固增长以及《三角洲行动》火爆弥补了去年同期《DNFm》的基数效应。我们预计《王者荣耀》、《和平精英》保持流水增长。根据我们观察，《三角洲行动》在 26 年春节期间将进一步加大用户获取，流水持续提升。《洛克王国》3 月底上线，表现优异，截至 4/11，在七麦数据游戏畅销榜排行第三，当前商业化变现较为克制。《王者荣耀世界》近期 PC 端上线，需要长时间打磨。
- ✓ 海外延续较好增长，预计同比增长 16%。Supercell《皇室战争》稳健，《PUBGm》流水持续提升。

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%

2026Q1，我们预计腾讯营销服务收入为 376 亿元，同比增长 18%。26Q1 腾讯加强与平台电商、生活服务平台合作，有效引入头部广告主。除此以外，视频号开放原生短视频激励广告位，增速强劲。2 月 1 日，微信视频号正式启动第一期原生短剧激励等。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。

◆ 金融科技及企业服务：同比增长 10%

2026Q1，我们预计金融科技及企业服务收入为 604 亿元，同比增长 10%。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 1/2 月同比增长-17%/+11%。

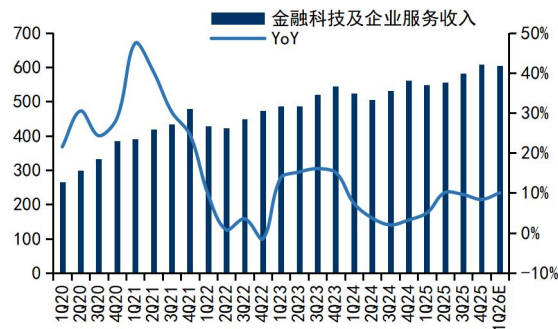
腾讯在 OpenClaw 方面响应速度、产品矩阵、生态整合方面国内领先。腾讯 3 月 9 日起密集发布产品，快速构建了“自研龙虾、本地虾、云端虾、企业虾、云桌面虾”的完整产品矩阵，覆盖所有主流用户群体。除此以外，腾讯率先将“龙虾”与微信、QQ 等十亿级用户平台打通。3 月 31 日，腾讯 workbuddy 推出了小程序版，文档处理可以连接微信文件。4 月 2 日，腾讯 QQ 正式原生接入 OpenClaw 官方平台，成为国内首个被 OpenClaw 官方原生接入的社交平台。

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

公司加大 AI 人才等投入, 补足模型研究等能力, 建议观察模型能力进展。混元 3.0 正在内部业务测试中, 将于 4 月对外推出。根据腾讯研究院, 即将发布的混元 3.0, 一方面激活参数大幅降低, 体验更优, 另一方面在复杂推理、长记忆、长文、多轮追问与 Agent 能力等多个维度, 有明显的提升。维持盈利预期, 预计 2026-2028 年公司调整后净利润分别为 2806/3171/3529 亿元。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) -AI 方面积极投入, 关注模型能力提升》——2026-03-20
- 《腾讯控股 (00700.HK) -游戏广告稳健增长, 把握机遇加大 AI 投入》——2026-01-20
- 《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

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	141041	457985	749457	1065139	营业收入	751766	838017	932805	1029560
应收款项	161200	179695	200020	220767	营业成本	329173	355820	385188	420007
存货净额	530	599	651	712	销售费用	34211	50281	49439	54567
其他流动资产	6977	7777	8657	9555	管理费用	136220	208087	228105	245243
流动资产合计	595460	931769	1258783	1611171	利息收入	13808	18600	20460	19530
固定资产	159575	142600	127921	108888	其他损益净额	(122)	8960	11606	6815
无形资产及其他	223366	207720	196655	189326	营业利润	160074	296063	343683	375419
投资性房地产	75497	75497	75497	75497	财务成本净额	(12268)	(16643)	(18307)	(17475)
长期股权投资	985088	985088	985088	985088	分占联合营公司损益	23740	27301	30031	27024
资产总计	2038986	2342673	2643943	2969971	利润总额	277249	306721	355407	384968
短期借款及交易性金融负债	42618	45680	47061	45120	所得税费用	47448	58277	67527	73144
应付款项	153950	173983	189017	206842	少数股东损益	4959	2470	2855	2663
其他流动负债	216183	272928	298406	327642	归属于母公司净利润	224842	245974	285025	309162
流动负债合计	412751	492592	534484	579604	经调整归母净利润	260722	280646	317131	352884
长期借款及应付债券	334573	334573	334573	334573	现金流量表(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
其他长期负债	50597	50597	50597	50597	净利润	224842	245974	285025	309162
长期负债合计	385170	385170	385170	385170	资产减值准备	0	0	0	0
负债合计	797921	877762	919654	964774	折旧摊销	61139	60631	57502	55288
少数股东权益	86913	89383	92238	94901	公允价值变动损失	9485	1018	(1279)	3075
股东权益	1154152	1375529	1632051	1910296	财务费用	(1540)	(1957)	(2153)	(2055)
负债和股东权益总计	2038986	2342673	2643943	2969971	营运资本变动	20161	57414	19255	25354
关键财务与估值指标	2025	2026E	2027E	2028E	其它	(12575)	2470	2855	2663
经调整 EPS	28.59	30.92	35.02	38.86	经营活动现金流	303052	367507	363357	395542
每股红利	2.40	2.70	3.12	3.39	资本开支	(113692)	(29027)	(30479)	(32003)
每股净资产	126.55	150.77	178.88	209.38	其它投资现金流	(71897)	0	(14286)	(15000)
ROIC	69%	68%	96%	127%	投资活动现金流	(205732)	(29027)	(44764)	(47002)
ROE	19%	18%	17%	16%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	56%	58%	59%	59%	负债净变化	57466	0	0	0
EBIT Margin	40%	35%	37%	36%	支付股利、利息	(20400)	(24597)	(28502)	(30916)
EBITDA Margin	48%	43%	43%	42%	其它融资现金流	(161287)	3062	1381	(1941)
收入增长	14%	11%	11%	10%	融资活动现金流	(87155)	(21535)	(27121)	(32858)
净利润增长率	16%	9%	16%	8%	现金净变动	8522	316944	291472	315682
资产负债率	43%	41%	38%	36%	货币资金的期初余额	132519	141041	457985	749457
息率	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	货币资金的期末余额	141041	457985	749457	1065139
P/E	15.8	14.6	13.0	11.7	企业自由现金流	317244	441333	455261	495389
P/B	3.8	3.2	2.7	2.3	权益自由现金流	215226	446723	459203	495893
EV/EBITDA	14.3	14.7	13.2	12.4					

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±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±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