

2026 年 04 月 22 日

# 腾讯控股 (00700. HK)

——2026 年 Q1 业绩前瞻：业绩稳健，关注 AI 业务进展

投资评级：买入（维持）

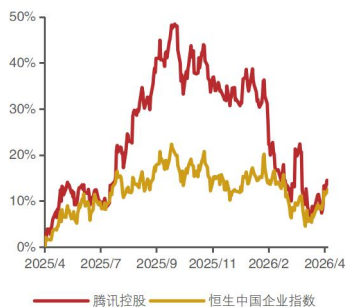
## 投资要点：

### 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 21 日

收盘价 (港元)	519.00
一年内最高/最低 (港元)	683.00/465.00
总市值 (百万港元)	4,736,185.17
流通市值 (百万港元)	4,736,185.17
资产负债率 (%)	39.13

资料来源：聚源数据

- 主要财务指标前瞻：**我们预计公司 2026Q1 实现营业收入 2014 亿元，同比+11.89%。增值服务 1024 亿元，同比+11.14%，其中游戏业务 680 亿元，同比+14.23%，社交网络 344 亿元，同比+5.5%；营销服务业务 377 亿元，同比+18.5%；金融科技和企业服务 598 亿元，同比+9%。预计公司 2026Q1 NON-IFRS 归母净利润 685 亿元，同比+11.67%，NON-IFRS 归母净利率 34%。
- 游戏：我们预计 2026Q1 收入同比+14.23%，其中国内游戏同比+12%，海外游戏同比+20%。**国内游戏：我们预计 2026Q1 公司核心长青游戏流水表现稳健，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。新游戏陆续上线：《洛克王国世界》3 月 26 日开服后表现优秀，9 天总注册用户数突破 3000 万，上线 21 天抖音话题播放量超过 100 亿。《王者荣耀世界》分别于 4 月 10 日/17 日上线 PC/移动端。海外游戏：根据点点数据，2026 年 1 月-3 月腾讯游戏在出海游戏厂商收入榜保持第 2，我们预计《PUBG Mobile》《鸣潮》等游戏将继续贡献增量。
- 营销服务：我们预计 2026Q1 营收同比增长 18.5%。**2026Q1，公司加深与核心电商平台合作，增加视频号广告激励广告库存，预计 2026Q1 广告增速高于 2025Q4 (YoY+17%)。行业驱动方面：根据腾讯广告，漫剧实现快速增长，日耗达到 350 万，我们认为内容消费行业的发展有望驱动广告收入增长。技术方面：腾讯广告推出官方知识 Skill “tencent-ads-assistant”，并已正式上架 ClawHub，该 Skill 背后是腾讯广告动态更新的官方 AI 知识库。AIM+ 产品推出后渗透率有望持续提升，推动广告业务增长。
- 金融科技与企业服务：我们预计 2026Q1 营收同比增长 9%。**金融科技方面：我们预计支付业务保持低个位数增长。企业服务方面：腾讯云连续涨价，有望推动云业务增长。2026 年 3 月 11 日，腾讯云宣布自 3 月 13 日起调整部分模型计费策略，其中混元系列模型 Tencent HY 2.0 Instruct 的输入价格从 0.0008 元/千 tokens 提升至 0.004505 元/千 tokens。同时，腾讯云还终止了 GLM-5、MiniMax 2.5、Kimi 2.5 等第三方模型的限时免费公测。4 月 9 日，腾讯云发布价格调整公告，宣布将于 5 月 9 日起对 AI 算力、容器服务 TKE-原生节点及弹性 MapReduce (EMR) 相关产品价格统一上调 5%。
- AI：混元 3.0 模型预计将于 4 月份发布，关注 AI 业务进展。**产品方面：公司对 AI 产业进展响应迅速，OpenClaw 引起产业浪潮后，3 月 10 日公司推出龙虾产品矩阵，针对小白用户、开发者和企业分别推出 Workbuddy/Qclaw/腾讯轻量云/企业虾/云桌面虾等产品；3 月 22 日，微信推出 ClawBot 插件，支持接入 OpenClaw。底层模型方面：4 月 16 日，腾讯正式发布并开源混元 3D 世界模型 2.0 (HY-World 2.0)；混元 3.0 模型预计将于 4 月份发布。组织架构方面：2025 年 12 月，腾讯宣布升级大模型研发架构，任命姚顺雨为“CEO/总裁办公室”首席 AI 科学家，直接向总裁

刘炽平汇报，并兼任 AI Infra 部、大语言模型部负责人。原字节跳动 Seed 团队视觉 AI 平台负责人肖学锋、Infra 专家张弛、DeepSeek 等头部创业公司技术人才等加入腾讯，腾讯混元大模型研发体系升级。

- **盈利预测与评级：**我们认为公司长期的生态壁垒深厚，目前进入新一轮 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 2330/2665/2975 亿元，Non-IFRS 归母净利润分别为 2849/3156/3481 亿元，当前股价（2026/04/21）对应 Non-IFRS 估值分别 16x/15x/13x，维持“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	837,183	919,995	1,000,342
同比增长率（%）	8.41%	13.86%	11.36%	9.89%	8.73%
归母净利润（百万元）	194,073	224,842	232,990	266,514	297,507
同比增长率（%）	68.44%	15.85%	3.62%	14.39%	11.63%
每股收益（元/股）	20.94	24.75	25.53	29.21	32.60
ROE（%）	19.93%	19.48%	16.82%	16.15%	15.29%
市盈率（P/E）	17.46	21.21	17.82	15.58	13.95

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=0.8765 人民币调整

**附录：财务预测摘要**

损益表	单位：人民币(百万)		
	2026E	2027E	2028E
营业收入	837,183	919,995	1,000,342
增长率	11.4%	9.9%	8.7%
营业成本	366,586	400,488	433,181
%销售收入	43.8%	43.5%	43.3%
毛利	<b>470,597</b>	<b>519,507</b>	<b>567,161</b>
%销售收入	56.2%	56.5%	56.7%
其他收入	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	45,645	46,920	51,017
%销售收入	5.5%	5.1%	5.1%
管理费用	149,536	161,919	174,060
%销售收入	17.9%	17.6%	17.4%
研发费用	100,536	110,399	120,041
%销售收入	12.0%	12.0%	12.0%
财务费用	6,415	-180	-7,410
%销售收入	0.8%	0.0%	-0.7%
息税前利润 (EBIT)	<b>299,927</b>	<b>335,565</b>	<b>367,379</b>
%销售收入	35.8%	36.5%	36.7%
投资收益	28,697	29,497	30,297
%税前利润	9.8%	8.8%	8.1%
除税前利润	<b>293,512</b>	<b>335,745</b>	<b>374,789</b>
利润率	35.1%	36.5%	37.5%
所得税	55,767	63,791	71,210
所得税率	19.0%	19.0%	19.0%
净利润(含少数股东损益)	<b>237,745</b>	<b>271,953</b>	<b>303,579</b>
少数股东损益	4,755	5,439	6,072
归属于母公司的净利润	<b>232,990</b>	<b>266,514</b>	<b>297,507</b>
增长率	3.6%	14.4%	11.6%
净利率	27.83%	28.97%	29.74%

现金流量表	单位：人民币(百万)		
	2026E	2027E	2028E
归母净利润	232,990	266,514	297,507
少数股东损益	4,755	5,439	6,072
营运资金变动	36,578	23,042	22,274
其他变动	73,353	83,440	93,450
经营活动现金流量净额	<b>347,675</b>	<b>378,436</b>	<b>419,303</b>
资本开支	-130,000	-140,000	-151,000
投资	-10,060	-10,050	-10,050
其他	24,511	24,897	25,295
投资活动现金流量净额	<b>-115,549</b>	<b>-125,153</b>	<b>-135,755</b>
股权募资	0	0	0
债权募资	0	0	0
其他	-10,641	-10,647	-10,647
筹资活动现金流量净额	<b>-10,641</b>	<b>-10,647</b>	<b>-10,647</b>
现金净变动	<b>219,842</b>	<b>240,993</b>	<b>271,258</b>

资料来源：公司公告，华源证券研究所

资产负债表	单位：人民币(百万)		
	2026E	2027E	2028E
货币资金	360,883	601,876	873,134
应收款项	177,204	194,732	211,739
存货	591	645	698
其他流动资产	298,929	299,757	300,560
流动资产	<b>837,606</b>	<b>1,097,011</b>	<b>1,386,132</b>
权益性投资	358,712	368,712	378,712
固定资产	215,376	268,353	319,998
无形资产	210,348	199,680	190,937
非流动资产	<b>1,496,369</b>	<b>1,548,728</b>	<b>1,601,680</b>
资产总计	<b>2,333,975</b>	<b>2,645,739</b>	<b>2,987,812</b>
应付款项	152,744	166,870	180,492
短期借款	42,618	42,618	42,618
其他流动负债	276,270	303,598	330,113
流动负债	<b>471,633</b>	<b>513,086</b>	<b>553,223</b>
长期债务	334,573	334,573	334,573
其他长期负债	50,597	50,597	50,597
非流动负债	<b>385,170</b>	<b>385,170</b>	<b>385,170</b>
负债总计	<b>856,803</b>	<b>898,256</b>	<b>938,393</b>
归属母公司股东权益	<b>1,385,504</b>	<b>1,650,375</b>	<b>1,946,240</b>
少数股东权益	91,668	97,107	103,179
负债股东权益合计	<b>2,333,975</b>	<b>2,645,739</b>	<b>2,987,812</b>

比率分析	2026E			2027E			2028E		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
每股指标									
每股收益	25.53	29.21	32.60						
每股净资产	151.83	180.85	213.27						
每股经营现金净流	38.10	41.47	45.95						
每股股利	0.00	0.00	0.00						
回报率									
净资产收益率	16.82%	16.15%	15.29%						
总资产收益率	9.98%	10.07%	9.96%						
投入资本收益率	13.10%	12.79%	12.26%						
增长率									
营业收入增长率	11.36%	9.89%	8.73%						
EBIT增长率	9.54%	11.88%	9.48%						
净利润增长率	3.62%	14.39%	11.63%						
总资产增长率	14.47%	13.36%	12.93%						
资产管理能力									
应收账款周转天数	22.7	22.9	23.0						
存货周转天数	0.6	0.6	0.6						
应付账款周转天数	139.7	143.7	144.3						
固定资产周转天数	80.6	94.6	105.9						
偿债能力									
流动比率	1.78	2.14	2.51						
速动比率	1.76	2.12	2.49						
净负债/股东权益	1.10%	-12.86%	-24.20%						
EBIT利息保障倍数	28.2	31.5	34.5						
资产负债率	36.71%	33.95%	31.41%						

## 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）。