

AI 投入加码蓄势 Agent 时代

华泰研究

2026 年 5 月 14 日 | 中国香港

季报点评

互联网

腾讯 1Q26 业绩: 营收同增 9.1%，低于 VA 一致预期 1.5%（下同）。分业务看，VAS、广告、金科收入分别同比增长 4/20/9%，对应毛利率同比改善 3/-0.6/1.8pct。1Q AI 相关现金资本开支达 370 亿元，管理层表示 2H 将显著增长。经调整归母净利润同增 11%（符合预期），剔除 AI 产品后同增 17% 至 844 亿。4 月腾讯发布混元 3，较国内第一梯队差距有所收敛。鉴于混元 3 仍为中小体量模型，参考 Meta Muse Spark 的追赶路径，我们预计 2H 腾讯有望推出大参数模型，进一步缩小差距。Agent 时代腾讯仍具潜力，公司表示未来 Agent 将融合小程序生态作为 skills，我们维持长线看好观点。维持“买入”评级。

金科 2H 有望加速增长，混元大参数模型迭代可期

1Q 金科收入同增 9.1%（符合预期）。1Q 商业支付同比增速高于 4Q25，管理层预期 2H 加速增长（量价齐升）；1Q 企业服务收入同增 20%，海外云营收同增超 40%，优势领域包括媒体处理服务、TDSQL 云数据库。①算力端，管理层表示 2H 国内 ASIC 芯片产能有望改善，目前 GPU 主供内需使用；②模型端，混元 3 面向泛 C 端的实用性显著提升，Agent 性价比突出。混元公众号披露，调用增量主要来自编程和 Agent。混元 3 preview 上线三周后，OpenRouter 调用榜连续登顶（目前限时免费）。③应用端，3-4 月腾讯密集更新龙虾系 Agent 产品，产品布局已有先发优势。CodeBuddy/WorkBuddy 的活跃用户、付费用户留存率超 60% 和 80%。AI 小程序方面，自 1 月推出扶持计划以来，截至 4 月新增 AI 小程序超 2.7 万个。

春节游戏流水递延至 2Q，《洛克王国：世界》表现亮眼

1Q VAS 收入同增 4%，低于预期 4.6%；毛利率同比改善 3pct。1Q 国内和海外游戏收入同增 6/13%，国内游戏流水同比提升 10%+，但受春节较晚影响，较多收入将递延至 2Q 确认。长青游戏方面，1Q《王者荣耀》流水创历史新高，《和平精英》峰值 DAU 创下 9000 万的历史新高，流水同比增长 30%。新游方面，《洛克王国：世界》上线首月 DAU 超 1300 万，4 月 iOS 流水约 1.5 亿元（ST 数据），后续《洛克王国：精灵牌》已获版号，或可对标宝可梦集换式卡牌游戏；《王者荣耀世界》上线后，iOS 畅销榜最高位居第 24 名，随后回落至 50 名后。2H 腾讯新游供给节奏放缓，重点储备包括《失控进化》（7 月多端上线）《彩虹六号：攻势》（6 月首测）。

广告增长超预期，视频号时长稳健增长

1Q 广告收入同增 19.8%，高于预期 1.4%，其中互联网服务、电商与游戏行业广告增长显著，漫剧 4 月日均广告消耗超 800 万元。从驱动力看，①视频号 1Q 时长同增超 20%，搜一搜搜索量同增超 25%；②AIM+（智能投放系统）已贡献广告主支出~30%，中期有望推动 eCPM 及广告预算倾斜；③小店方面，1Q 品牌商家 GMV 同增超 3 倍，快消和美妆表现突出。

盈利预测和公司估值

展望 26-28 年，我们下调腾讯营收 1.2/1.6/1.5%，主因游戏流水递延周期拉长，下调经调整归母净利润 3.9/8.4/7.1% 至 2717 亿、2966 亿与 3377 亿元，主因 AI 投入增加带动折旧费用上行。我们根据 SOTP 估值，给予腾讯目标价 683.17 港币（前值 716.14 港币），对应腾讯 26 年 19.9 倍 PE 估值（前值对应 20.2 倍）。维持“买入”评级。

风险提示：支付增速低于一致预期，经营费用超预期，游戏递延周期超预期更长，宏观恢复和广告增长不及市场预期，AI 迭代不及预期。

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

683.17

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

丁骄璇

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPJ942

研究员

dingjiaowan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

牟睿捷*

SAC No. S0570125070064

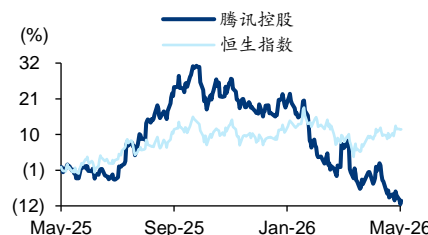
联系人

mouruijie@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价(港币 截至 5 月 13 日)	462.60
市值(港币百万)	4,217,983
6 个月平均日成交额(港币百万)	13,188
52 周价格范围(港币)	454.00-683.00

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(十亿)	752	831	920	1,014
+/-%	13.86	10.48	10.79	10.24
归母净利润(十亿)	225	229	243	280
+/-%	15.85	1.69	6.49	14.97
归母净利润(调整后,十亿)	260	272	297	338
+/-%	16.58	4.67	9.14	13.85
EPS(调整后,最新摊薄)	28.47	29.80	32.53	37.03
PE(调整后,倍)	14.09	13.46	12.34	10.84
PB(倍)	3.17	2.72	2.36	2.04
ROE(调整后,%)	24.40	21.73	20.45	20.17
EV EBITDA(倍)	12.34	11.63	10.19	8.32
股息率(%)	0.98	0.99	1.06	1.22

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 1Q 公司财务数据

人民币 (亿元)	RMB 100 mn	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	1QVA Cons	VS. Cons	2QVA Cons
1.收入	Revenue	1,800	1,845	1,929	1,944	1,965	1,995	-1.5%	2,042
YOY (%)	YOY (%)	12.9%	14.5%	15.4%	12.7%	9.1%	10.8%		10.7%
a.增值服务	a. VAS	921	914	959	899	961	1007	-4.6%	999
YOY (%)	YOY (%)	17.2%	15.9%	15.9%	13.8%	4.3%	9.3%		9.3%
b.网络广告	b. Online Advertising	319	358	362	411	382	377	1.4%	419
YOY (%)	YOY (%)	20.2%	19.7%	20.8%	17.5%	19.8%	18.2%		17.1%
c.金融科技及企业服务	c. FinTech and Business Services	549	555	582	608	599	597	0.2%	605
YOY (%)	YOY (%)	5.0%	10.1%	9.6%	8.4%	9.1%	8.8%		8.9%
d.其他	d. Others	11	18	26	25	23			
2.毛利	Gross Profit	1005	1050	1088	1083	1113	1126	-1.2%	1167
YOY (%)	YOY (%)	19.8%	22.3%	22.5%	19.5%	10.7%	12.0%		11.1%
毛利率	GPM	55.8%	56.9%	56.4%	55.7%	56.6%	56.4%	0.2pp	57.1%
1.增值服务 毛利率	-VAS	549	552	586	535	601	611	-1.6%	609
毛利率	GPM	59.6%	60.4%	61.2%	59.5%	62.6%	60.7%	1.9pp	61.0%
2.网络广告 毛利率	-Online Advertising	177	206	206	246	210	216	-2.8%	247
毛利率	GPM	55.5%	57.6%	56.7%	59.7%	55.0%	57.4%	-2.4pp	58.9%
3.金融科技 毛利率	-FinTech and Business Services	276	290	292	309	312	300	3.8%	311
毛利率	GPM	50.3%	52.1%	50.2%	50.7%	52.1%	50.3%	1.8pp	51.4%
经营利润	GAAP operating Profit	576	601	636	603	674	655	2.8%	674
YOY (%)	YOY (%)	9.5%	18.5%	19.2%	17.2%	17.0%	13.8%		12.1%
经营利润率	OPM	32.0%	32.6%	33.0%	31.0%	34.3%	32.8%		33.0%
3.经调整经营利润	Non-IFRS OP	693	692	726	695	756	748	1.2%	765
YOY (%)	YOY (%)	18.3%	18.5%	18.4%	16.9%	9.1%	7.8%		10.4%
经调整经营利润率	Non-IFRS OPM	38.5%	37.5%	37.6%	35.8%	38.5%	37.5%	1.0pp	37.4%
4.经调整归母净利润	Non-IFRS Net Profit	613	631	706	647	679	678	0.2%	697
YOY (%)	YOY (%)	22.0%	10.0%	18.0%	17.0%	10.7%	10.5%		10.5%
经调整归母净利润率	NPM	34.1%	34.2%	36.6%	33.3%	34.6%	34.0%		34.1%
资本支出	Capex	275	191	130	196	319	230	38.9%	230
						63%			
经营费用	Operating Expense								
-销售费用	S&M exp	79	94	115	130	113	111	2.4%	120
YOY (%)	YOY (%)	4.4%	2.8%	21.9%	26.2%	44.2%	40.8%		27.1%
销售费用率	% of revenue	4.4%	5.1%	5.9%	6.7%	5.8%	5.6%		5.9%
-管理费用	G&A exp	337	319	343	363	338	372	-9.1%	385
YOY (%)	YOY (%)	35.7%	16.1%	17.9%	15.5%	0.4%	10.5%		20.5%
管理费用率	% of revenue	18.7%	17.3%	17.8%	18.7%	17.2%	18.6%		18.8%

资料来源: 公司公告, Visible Alpha, 华泰研究

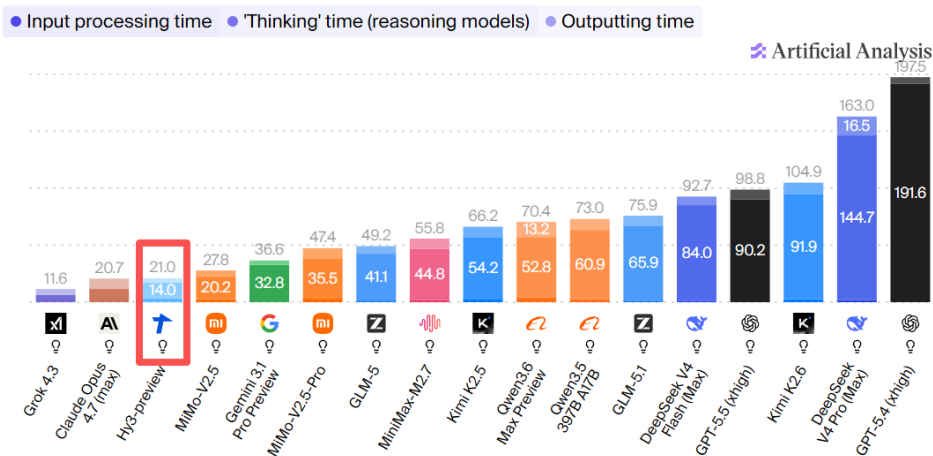
混元 3：模型差距收敛，泛 C 端实用性较好

4 月腾讯发布开源模型混元 3，推理效率与性价比较好。我们认为，混元 3 与头部模型的差距持续收敛，迭代进展整体符合预期。此次更新主要面向泛 C 端实用场景，性能处于行业中游，但高性价比有助于向长尾客户渗透。当前混元仅为中等参数，代际差距有显著缩小，随着人才与基建资源逐步到位，叠加内部数据优势，2H26 仍有望进一步缩小。

在代码与 Agent 能力上，混元仍落后于国内一线模型。我们的测评显示，其在复杂约束下的逻辑推演表现有待改善；Agent 方面，工具调用中的错误修复能力仍有不足。混元 3 采用 MoE 架构，总参数量达 2950 亿，单次激活参数 210 亿，最大支持 256K 上下文。目前已接入 CodeBuddy、WorkBuddy 等腾讯产品。

我们认为混元 3 的主要亮点在于：①多模态能力较好。我们的测评显示，混元 3 可较好识别图片、excel 信息，并能捕捉长文档中的隐含项目细节，适配会议纪要、信息整理等实际场景。②性价比优秀。混元 3 可承接高频、非复杂需求，整体响应速度较快。16-32K 输入/输出价格约为 0.24/0.94 美元/百万 token，低于 MiniMax2.7 的 0.3/1.2 美元及 GLM-5.1 的 1.4/4.4 美元。③C 端交互体验友好，对用户模糊意图的理解能力更强，回复风格更生动。

图表2：混元 3 交互的响应速度领先



资料来源：Artificial Analysis，华泰研究

图表3：混元 3 在开源模型参数量对比 Agent 综合表现中，展现出高性价比



资料来源：腾讯混元大模型官网，华泰研究

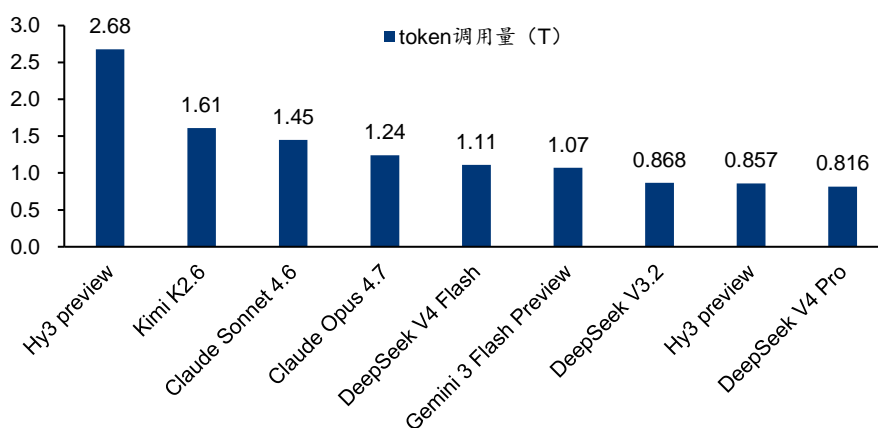
图表4: 腾讯混元3 性价比突出: 定价整体低于业内

公司	模型名称	输入价格 (美元/百万tokens)	输出价格 (美元/百万tokens)	
国内	腾讯 Hy3 preview (输入<16k)	0.18	0.59	
		(输入16-32k)	0.24	0.94
		(输入>32k)	0.29	1.18
	MiniMax	MiniMax-M2.7	0.3	1.2
	智谱	GLM-5.1	1.4	4.4
		GLM-5	1	3.2
	Kimi	Kimi K2.6	0.95	4
		Kimi K2.5	0.6	3
	阿里巴巴	Qwen3.6 Max Preview	1.3	7.8
		Qwen3.5 397B A17B	0.6	3.6
DeepSeek	DeepSeek V4 Pro (Max)	1.74	3.48	
	DeepSeek V4 Flash (Max)	0.3	0.45	
小米	MiMo-V2.5-Pro	1	3	
海外	OpenAI	GPT-5.5(xhigh)	5	30
		GPT-5.4(xhigh)	2.5	15
	Google	Gemini 3.1 Pro Preview	2	12
		Gemini 3 Flash	0.5	3
	Anthropic	Claude Opus4.7 (max)	6.25	25
		Claude Sonnet4.6 (max)	3.75	15
	xAI	Grok 4.3	1.25	2.5

资料来源: 各模型官网, 华泰研究

混元3 目前通过低价活动, 扩大用户覆盖面。腾讯面向个人开发者推出每月 28 元起的订阅套餐, 并在 OpenRouter 开展两周限免活动, 带动混元3 调用量显著增长, 截至 5 月 10 日已连续两周位列 OpenRouter 调用量首位。我们认为, 开发者短期渗透率提升与高频反馈积累, 或为后续模型迭代提供参考。

图表5: 混元3 近一周调用量在 OpenRouter 平台登顶第一 (5.4-5.10)



资料来源: OpenRouter, 华泰研究

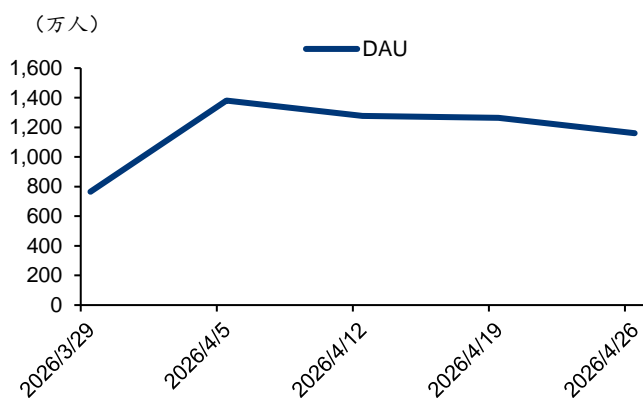
《洛克王国：世界》表现较好，IP 生态布局推进

《洛克王国：世界》3 月末上线后保持较高 DAU。首日注册用户超 1500 万，畅销榜基本维持 top 10，五一期间受其他游戏活动扰动略有回落，近期回升。用户侧看，腾讯表示其首月平均 DAU 超 1300 万，同时据 QuestMobile，其 7 日留存率保持在 75% 以上，热度维持高位。

游戏社交化升级，情怀 IP 叠加捉宠玩法。①用户基础方面，经典页游于 2010 年上线，续作充分承接 00 后的童年情怀。②玩法上，游戏瞄准熟人社交型捉宠场景，商业化相对克制。从变现看，游戏在精灵抽卡/数值型商业化方面相对克制，保留精灵自由捕捉机制，付费模式主要为“通行证+月卡+时装+功能性道具”，通过小额高频和陪伴式消费拉长流水周期。

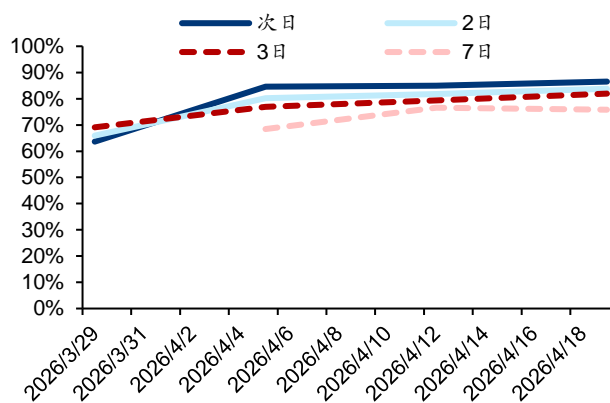
从内容设计看，游戏兼顾休闲体验，植入益智小游戏，并支持 PC 与移动端、QQ 与微信全数据互通，进一步放大社交裂变。我们认为，捉宠类游戏长期缺乏真正对标《宝可梦》的竞品，《洛克王国：世界》在捉宠基础上强化社交属性，一定程度上填补了赛道空缺。

图表6: 《洛克王国：世界》DAU 情况



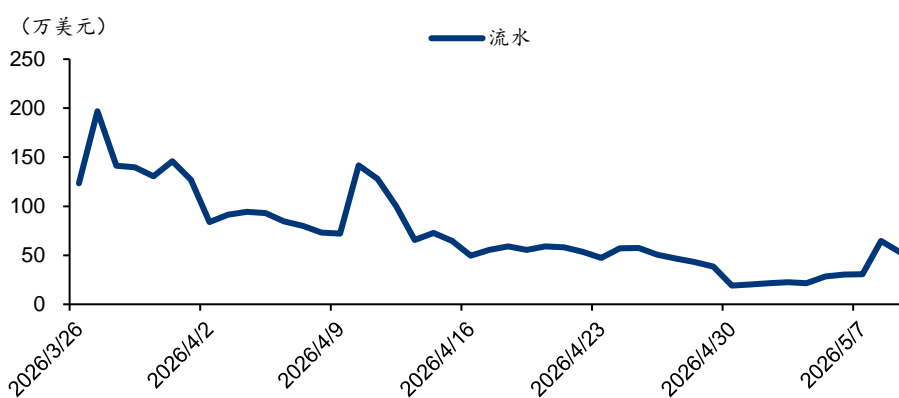
资料来源: QuestMobile, 华泰研究

图表7: 《洛克王国：世界》留存情况良好



资料来源: QuestMobile, 华泰研究

图表8: 《洛克王国：世界》iOS 端流水情况



资料来源: Sensor Tower, 华泰研究

洛克 IP 切入集换式卡牌赛道，生态扩容再进一步

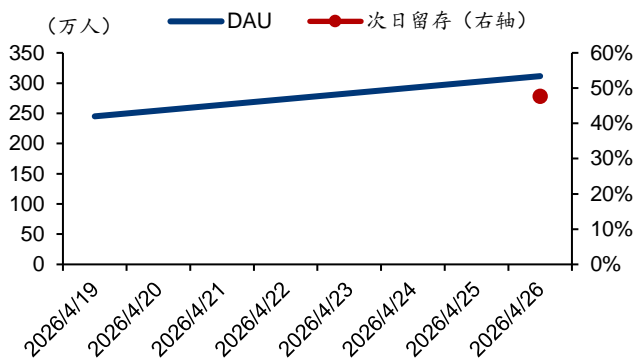
洛克 IP 新作《洛克王国：精灵牌》已于 4 月获批移动端版号，正式切入集换式卡牌赛道。我们认为，其 IP 发展路径或对标宝可梦，随着国际服推进及后续产品上线，其影响力有望持续破圈，生态扩容空间较大。游戏在玩法上，或融合精灵收集养成、回合制卡牌对战机制，有望推出“线上+线下”的联动玩法，借助线下卡牌的收集延长价值链，并开启官方赛事放大声量。

《王者荣耀世界》上线表现平淡

游戏上线后表现平淡，口碑分化明显。游戏上线初期位列国内 iOS 畅销榜第 24 名，随后下滑至 50 名后。据 QuestMobile 数据，游戏首月 DAU 约 300 万，但后期用户留存和商业转化整体趋弱。我们认为游戏设计仍有优化空间，尽管短期流水或承压，但依托王者 IP 的用户基础，若后期能对游戏进行合理调整，仍有一定改善空间。

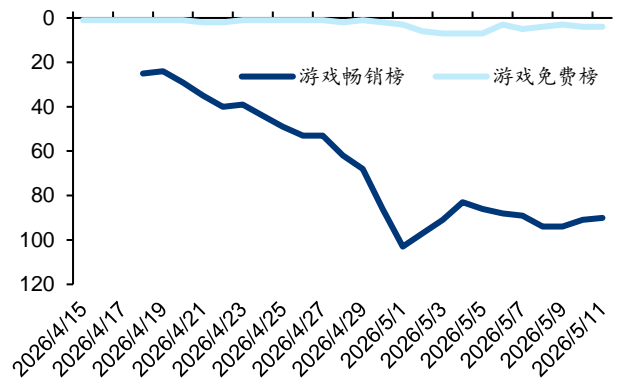
负面反馈主要集中在内容深度不足、玩法亮点不清晰及剧情冗长。①内容层面，游戏采用开放世界设计，地图面积较大但探索点相对稀疏，跑图成本较高，玩家获得感有限。②玩法层面，游戏融合动作战斗、家园建造、农场种植等多元内容，养成系统较为庞杂，但核心特色尚不突出；同时，王者 IP 核心用户更习惯短平快的 MOBA 对战，对开放世界长线养成的接受度仍待培育，部分 ACT 玩法对于轻量化玩家门槛较高。③剧情层面，前期铺垫较长且无法跳过，新玩家导入成本较高。

图表9: 《王者荣耀世界》DAU 与留存情况



资料来源: QuestMobile, 华泰研究

图表10: 《王者荣耀世界》iOS 免费榜与畅销榜排名



资料来源: QuestMobile, 华泰研究

盈利预测

展望 26-28 年，我们下调腾讯营收 1.2/1.6/1.5%，主因游戏流水递延周期拉长，下调经调整归母净利润 3.9/8.4/7.1%至 2717 亿、2966 亿与 3377 亿元，主因 AI 投入增加带动折旧费用上行。

图表11：腾讯财务预测

腾讯财务预测											
人民币 (亿)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
1. 收入	1800	1845	1929	1944	1965	2033	2141	7518	8306	9202	10145
yoy %	12.9%	14.5%	15.4%	12.7%	9.1%	10.2%	11.0%	13.9%	10.5%	10.8%	10.2%
a. 增值服务	921	914	959	899	961	973	1039	3693	3943	4248	4574
yoy %	17%	16%	16%	14%	4.3%	6%	8%	16%	6.8%	8%	8%
- 网络游戏	595	592	636	593	642	654	712	2416	2671	2955	3238
yoy %	23.7%	22%	23%	20.5%	8%	11%	12%	22%	11%	11%	10%
国内游戏	429	404	428	382	454	449	485	1643	1821	1995	2182
yoy %	24%	17%	15%	15%	5.8%	11%	14%	18%	11%	10%	9%
海外游戏	166	188	208	211	188	205	227	773	850	960	1056
yoy %	22%	35%	43%	32%	13.3%	9%	9%	33%	10%	13%	10%
- 社交网络	326	322	323	306	319	319	327	1277	1272	1292	1336
yoy %	7%	6%	5%	3%	-2.1%	-1%	1%	5%	-0.4%	1.6%	3.4%
b. 网络广告	319	358	362	411	382	431	436	1450	1744	2028	2301
yoy %	20.2%	20%	21%	17.5%	19.8%	20.4%	20.3%	19.4%	20.3%	16%	13%
c. 金融科技及企业服务	549	555	582	608	599	608	640	2294	2524	2827	3166
yoy %	5.0%	10%	10%	8.4%	9.1%	9.5%	10.0%	8%	10%	12%	12%
2. 毛利润	1005	1050	1088	1083	1113	1156	1215	4226	4701	5213	5756
yoy %	20%	22%	22%	19%	11%	10%	12%	21.0%	11.2%	10.9%	10.4%
毛利率	55.8%	56.9%	56.4%	55.7%	56.6%	56.9%	56.8%	56.2%	56.6%	56.7%	56.7%
a. 增值服务	549	552	586	535	601	614	658	2223	2485	2698	2919
毛利率	59.6%	60.4%	61.2%	59.5%	62.6%	63.1%	63.4%	60.2%	63.0%	63.5%	63.8%
b. 网络广告	177	206	206	246	210	236	238	834	951	1096	1238
毛利率	55.5%	57.6%	56.7%	59.7%	55.0%	54.8%	54.5%	57.5%	54.5%	54.0%	53.8%
c. 金融科技及企业服务	276	290	292	309	312	315	330	1166	1304	1461	1642
毛利率	50.3%	52.1%	50.2%	50.7%	52.1%	51.9%	51.6%	50.8%	51.7%	51.7%	51.9%
销售费用	79	94	115	130	113	126	128	417	498	598	609
收入占比	4%	5%	6%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	7%	6%
研发和管理费用	337	319	343	363	338	396	437	1361	1620	1822	1948
收入占比	19%	17%	18%	19%	17%	20%	20%	18%	20%	20%	19%
3. 经调整经营利润	693	692	726	695	756	739	763	2807	2928	3243	3691
yoy %	18%	18%	18%	17%	9.1%	6.7%	5.1%	18%	4%	11%	14%
经调整经营利润率	38.5%	37.5%	37.6%	35.8%	38.5%	36.3%	35.6%	37.3%	35.3%	35.2%	36.4%
联营投资收益	46	45	79	68	36	43	46	237	188	166	202
4. 税前利润	497	560	649	591	594	587	623	2772	2831	3018	3459
有效税率	23.3%	18.0%	14.6%	19.4%	20.7%	18.0%	14.6%	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%
5. 经调整归母净利润	613	631	706	647	679	685	729	2596	2717	2966	3377
yoy %	22%	10%	18%	17%	10.7%	8.6%	3.3%	17%	5%	9%	14%
经调整净利率	34.1%	34.2%	36.6%	33.3%	34.6%	33.7%	34.0%	34.5%	32.7%	32.2%	33.3%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表12：腾讯：华泰预测变动

(人民币 亿元)	2026E			2027E			2028E		
	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)
营业收入	8,406	8,306	-1.2	9,348	9,202	-1.6	10,300	10,145	-1.5
毛利润	4,823	4,701	-2.5	5,409	5,213	-3.6	5,975	5,756	-3.7
归母净利润	2,375	2,287	-3.7	2,736	2,435	-11.0	3,089	2,799	-9.4
经调整归母净利润	2,827	2,717	-3.9	3,237	2,966	-8.4	3,633	3,377	-7.1
(%)			变动 (pp)			变动 (pp)			变动 (pp)
毛利率	57.4%	56.6%	(0.8)	57.9%	56.7%	(1.2)	58.0%	56.7%	(1.3)
归母净利润率	28.3%	27.5%	(0.7)	29.3%	26.5%	(2.8)	30.0%	27.6%	(2.4)
经调整归母净利润率	33.6%	32.7%	-0.9	34.6%	32.2%	-2.4	35.3%	33.3%	-2.0

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表13：腾讯：华泰预测 VS VA 一致预期

(人民币 亿元)	2026E			2027E			2028E		
	华泰	VA一致预期	差值 (%)	华泰	VA一致预期	差值 (%)	华泰	VA一致预期	差值 (%)
营业收入	8,306	8,315	-0.1	9,202	9,102	1.1	10,145	9,888	2.6
毛利润	4,701	4,727	-0.5	5,213	5,237	-0.5	5,756	5,752	0.1
归母净利润	2,287	2,399	-4.7	2,435	2,683	-9.2	2,799	2,970	-5.8
经调整归母净利润	2,717	2,799	-2.9	2,966	3,100	-4.3	3,377	3,429	-1.5

资料来源：公司公告，VA 一致预期，华泰研究预测

公司估值

我们基于 SOTP 估值，给予腾讯 683.17 港币估值（前值 716.14 港币）：

1. 游戏业务每股估值 282.56 港币（占总市值 41.4%），基于 2026 年净利润 14xPE（前值 15.5x，对应每股 303.78 港币），较其全球可比公司均值 18.5x 有所折价，主因腾讯游戏增速相对更慢；折价扩大主因腾讯新游《王者荣耀世界》不及预期。
2. 社交网络业务每股估值 15.57 港币（前值 17.39 港币），基于虎牙、阅文、腾讯音乐的总市值，以及腾讯视频 26 年收入 2.0x PS（前值 2.0x PS）。腾讯视频 PS 估值低于在线视频行业均值 2.2x，主因头部剧集增速放缓。
3. 在线广告业务每股估值 206.14 港币（前值 217.87 港币），基于 26 年净利润的 21xPE（占总估值 30.2%，对比前次 PE 21x），较全球可比公司均值 24.9x 有所折价，主因目前腾讯 AIGC 赋能广告产品尚不及海外龙头。
4. 金融科技每股估值 50.51 港币（前值 50.22 港币），基于 26 年收入的 2x PS（前值 2x PS），较行业均值 12.2x PS 有所折价，主因支付业务增速恢复相对缓慢。
5. 企业服务和云每股估值 33.26 港币（前值 33.08 港币），基于 26 年收入的 5x PS（前值 5x PS），低于行业均值 8x PS，折价主因腾讯 AI 模型短期不及行业龙头；折价有所扩大主因腾讯云增速低于行业龙头。
6. 投资业务每股估值 95.12 港币（前值 93.81 港币）。

综上所述，我们给予腾讯目标价 683.17 港币。目标价对应腾讯 26 年 PE 19.9x（华泰经调整归母利润口径预测）。

图表14：腾讯 SOTP 估值

SOTP 估值										
(人民币百万元)	26年预测收入	26年预测净利率	26年预测净利润	PS (x)	PE (x)	市值	腾讯持股比例	归属于腾讯的价值	占总估值比例	每股估值(港币)
一、网络游戏	312,922	51%	159,646		14.0			2,235,045	41.4%	282.56
二、社交网络（非游戏）	81,408							123,184	2.3%	15.57
腾讯音乐 (TME)						96,949	49.0%	47,505	0.9%	6.01
阅文						22,703	56.9%	12,918	0.2%	1.63
虎牙						4,822	46.7%	2,252	0.0%	0.28
在线视频-订阅服务	16,505			2.0				33,010	0.6%	4.17
其它	27,499			1.0				27,499	0.5%	3.48
三、在线广告	174,360	45%	77,644		21.0			1,630,529	30.2%	206.14
四、金融科技	199,756			2.0				399,511	7.4%	50.51
五、企业服务和云	52,623			5.0				263,115	4.9%	33.26
核心业务估值小计								4,651,384		
核心业务估值（港币百万元）								5,361,826		
核心业务估值（港币）										588.05
投资企业每股估值（港币），30%持有折让									13.9%	95.12
腾讯目标价										683.17

资料来源：彭博，华泰研究预测

图表15：同业比较：网络游戏及在线广告

公司	股票代码	股价 (交易货币)	经调整净利润增长 (%)			非GAAP PE (x)		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
在线游戏								
网易	NTES US	117	8%	12%	8%	12.7	11.4	10.6
艺电	EA US	200	78%	2%	4%	22.3	20.5	19.4
网龙	777 HK	9	165%	33%	18%	10.3	7.8	6.6
Nexon	3659 JP	2,625	38%	3%	5%	16.4	15.9	15.2
任天堂	7974 JP	7,141	-8%	20%	11%	23.7	19.8	17.8
万代南梦宫	7832 JP	3,817	2%	1%	9%	17.3	15.9	15.3
完美世界	002624 CH	17	128%	21%	12%	19.5	15.9	14.6
三七互娱	002555 CH	22	11%	9%	6%	15.1	13.7	13.0
市值加权平均 PE						18.5	16.4	15.2
在线广告								
微博	WB US	8	-4%	6%	6%	5.1	5.1	5.0
百度	BIDU US	140	-2%	10%	26%	17.5	15.1	12.4
Meta	META US	603	38%	7%	18%	18.8	17.3	14.8
谷歌	GOOG US	384	31%	4%	18%	27.1	26.1	22.1
市值加权平均 PE						24.9	23.9	20.3

注：美股数据截至美国东部时间 5 月 12 日收盘，港股数据截至 5 月 13 日收盘，所有数据均基于彭博一致预期

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

图表16: 同业比较: 云, 金融科技和在线视频

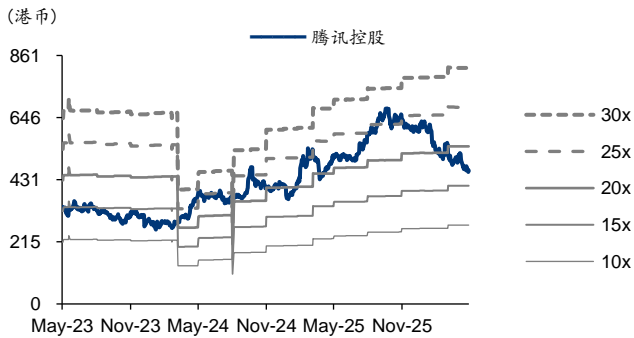
公司	股票代码	股价 (交易货币)	营收同比增长 (%)			PS (x)		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
云计算								
微软	MSFT US	408	16%	17%	17%	7.9	6.7	5.7
谷歌	GOOG US	384	22%	20%	19%	11.1	9.3	7.8
Salesforce	CRM US	171	11%	10%	10%	3.0	2.8	2.5
金山云	KC US	15	29%	22%	17%	2.4	2.0	1.7
亚马逊	AMZN US	266	15%	13%	11%	3.5	3.1	2.8
市值加权平均PS						8.0	6.8	5.8
金融科技								
Paypal	PYPL US	45	3%	4%	4%	1.2	1.1	1.1
Block	XYZ US	72	8%	11%	11%	1.6	1.5	1.3
Visa	V US	326	14%	11%	10%	13.6	12.3	11.2
市值加权平均PS						12.2	11.0	10.0
在线视频								
爱奇艺	IQ US	1	-4%	3%	3%	0.3	0.3	0.3
芒果超媒	300413 CH	20	5%	6%	4%	2.6	2.4	2.3
市值加权平均PS						2.2	2.1	2.0

注: 美股数据截至美国东部时间5月12日收盘, 港股数据截至5月13日收盘, 所有数据均基于彭博一致预期
资料来源: 彭博一致预期, 华泰研究

风险提示

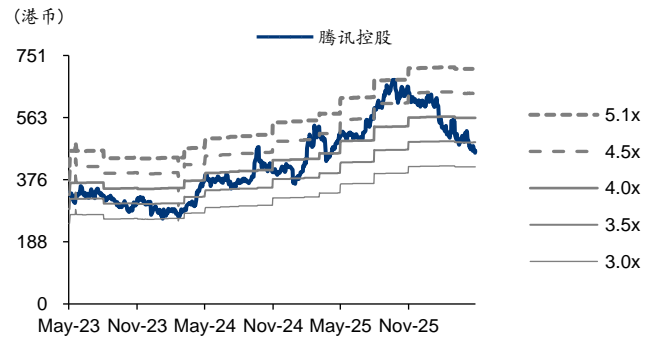
- 1) 支付业务的增速和市场份额低于预期 (社零为主要相关因素)
- 2) AI 加大研发和基建投资, 经营利润增速不及预期
- 3) 游戏递延周期较预期更长
- 4) 宏观环境修复情况不及预期, 影响广告收入增速
- 5) AI 迭代不及预期, 大模型推出进展滞后

图表17: 腾讯控股 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表18: 腾讯控股 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	660,257	751,766	830,585	920,220	1,014,482
销售成本	(311,011)	(329,173)	(360,519)	(398,904)	(438,875)
毛利	349,246	422,593	470,066	521,315	575,607
销售及分销成本	(36,388)	(41,727)	(49,835)	(59,814)	(60,869)
管理费用	(112,761)	(136,127)	(161,964)	(182,203)	(194,781)
其他收入/支出	4,187	10,168	10,168	10,168	10,168
财务成本净额	4,023	1,779	(929.15)	(1,043)	(1,267)
应占联营公司利润及亏损	25,176	23,740	18,754	16,590	20,169
税前利润	241,485	277,250	283,082	301,836	345,851
税费开支	(45,018)	(47,448)	(49,473)	(53,388)	(60,956)
少数股东损益	(2,394)	(4,959)	(4,959)	(4,959)	(4,959)
归母净利润	194,073	224,843	228,650	243,489	279,935
非通用准则调整项	28,630	34,784	43,099	53,095	57,730
调整后归母净利润	222,703	259,627	271,750	296,584	337,666
折旧和摊销	(56,213)	(66,028)	(76,332)	(92,793)	(113,004)
EBITDA	293,675	341,499	360,344	395,671	460,122
EPS (人民币, 基本)	21.28	24.66	25.08	26.70	30.70

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	440.00	530.00	471.44	636.62	582.47
应收账款和票据	149,247	161,200	157,191	180,223	180,482
现金及现金等价物	132,519	141,041	167,598	332,725	542,664
其他流动资产	213,974	292,689	321,958	321,958	321,958
总流动资产	496,180	595,460	647,218	835,542	1,045,686
固定资产	80,185	149,905	206,377	247,676	271,876
无形资产	196,127	205,999	212,595	217,904	220,102
其他长期资产	1,008,503	1,087,622	1,178,849	1,195,126	1,214,984
总长期资产	1,284,815	1,443,526	1,597,821	1,660,707	1,706,961
总资产	1,780,995	2,038,986	2,245,039	2,496,250	2,752,647
应付账款	202,744	217,623	225,315	264,783	274,424
短期借款	22,186	23,944	23,730	23,516	23,302
其他负债	171,979	171,184	171,184	171,184	171,184
总流动负债	396,909	412,751	420,229	459,483	468,910
长期债务	291,004	347,853	347,236	346,619	346,002
其他长期债务	39,186	37,317	38,950	39,736	41,469
总长期负债	330,190	385,170	386,186	386,355	387,471
股本	43,079	63,796	63,796	63,796	63,796
储备/其他项目	930,469	1,090,356	1,282,956	1,489,785	1,730,680
股东权益	973,548	1,154,152	1,346,752	1,553,581	1,794,476
少数股东权益	80,348	86,913	91,872	96,831	101,790
总权益	1,053,896	1,241,065	1,438,624	1,650,412	1,896,266

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	18.85	16.27	16.00	15.03	13.07
PB	3.76	3.17	2.72	2.36	2.04
调整后 PE (倍)	16.43	14.09	13.46	12.34	10.84
调整后 ROE	24.99	24.40	21.73	20.45	20.17
EV EBITDA	14.16	12.34	11.63	10.19	8.32
股息率 (%)	0.77	0.98	0.99	1.06	1.22
自由现金流收益率 (%)	4.55	4.29	5.00	5.99	7.35

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	293,675	341,499	360,344	395,671	460,122
融资成本	(4,023)	(1,779)	929.15	1,043	1,267
营运资本变动	10,987	2,836	11,760	16,271	9,437
税费	(45,018)	(47,448)	(49,473)	(53,388)	(60,956)
其他	2,900	7,944	(48,952)	(17,632)	(21,437)
经营活动现金流	258,521	303,052	274,608	341,964	388,433
CAPEX	(92,590)	(139,089)	(139,089)	(139,089)	(139,089)
其他投资活动	(29,597)	(66,643)	(71,152)	786.54	1,733
投资活动现金流	(122,187)	(205,732)	(210,241)	(138,302)	(137,356)
债务增加量	(20,016)	58,607	(831.00)	(831.00)	(831.00)
权益增加量	5,090	20,717	0.00	0.00	0.00
派发股息	(31,743)	(28,569)	(36,050)	(36,661)	(39,040)
其他融资活动现金流	5,423	(105.00)	(929.15)	(1,043)	(1,267)
融资活动现金流	(176,494)	(87,155)	(37,810)	(38,534)	(41,138)
现金变动	(40,160)	10,165	26,557	165,127	209,939
年初现金	172,320	132,519	141,041	167,598	332,725
汇率波动影响	359.00	(1,643)	0.00	0.00	0.00
年末现金	132,519	141,041	167,598	332,725	542,664

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	8.41	13.86	10.48	10.79	10.24
毛利润	19.15	21.00	11.23	10.90	10.41
营业利润	30.00	16.08	5.60	8.24	14.73
净利润	68.44	15.85	1.69	6.49	14.97
调整后净利润	41.23	16.58	4.67	9.14	13.85
EPS (基本)	68.44	15.85	1.69	6.49	14.97
盈利能力比率 (%)					
毛利率	52.90	56.21	56.59	56.65	56.74
EBITDA	44.48	45.43	43.38	43.00	45.36
净利润率	29.39	29.91	27.53	26.46	27.59
调整后净利润率	33.73	34.54	32.72	32.23	33.28
ROE	21.78	21.13	18.29	16.79	16.72
调整后 ROE	24.99	24.40	21.73	20.45	20.17
ROA	11.56	11.77	10.67	10.27	10.67
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	18.56	19.99	15.10	2.41	(9.66)
流动比率	1.25	1.44	1.54	1.82	2.23
速动比率	1.25	1.44	1.54	1.82	2.23
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39
应收账款周转天数	77.50	74.33	69.00	66.00	64.00
应付账款周转天数	220.09	229.87	221.15	221.15	221.15
存货周转天数	0.52	0.53	0.50	0.50	0.50
现金转换周期	(142.08)	(155.00)	(151.65)	(154.65)	(156.65)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	21.28	24.66	25.08	26.70	30.70
EPS (调整后, 基本)	24.42	28.47	29.80	32.53	37.03
每股净资产	106.77	126.58	147.70	170.39	196.81

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、丁骄璇，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者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。

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。华泰证券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。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券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华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 腾讯控股（700 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、丁骄阳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 微博（WB US）、网易（NTES US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 微博（WB US）、网易（NTES US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 微博（WB US）、网易（NTES US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 腾讯控股（700 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数, 新加坡市场基准为海峡时报指数, 韩国市场基准为韩国有价证券指数, 英国市场基准为富时 100 指数, 德国市场基准为 DAX 指数), 具体如下:

行业评级

增持: 预计行业股票指数超越基准

中性: 预计行业股票指数基本与基准持平

减持: 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入: 预计股价超越基准 15% 以上

增持: 预计股价超越基准 5%~15%

持有: 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出: 预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级: 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策

无评级: 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有 2026 年华泰证券股份有限公司