



2026年5月15日

騰訊控股(700.HK)

## 公司动态分析

证券研究报告

互联网与软件

### 利润韧性超预期，AI 赋能进入兑现期

事件：腾讯控股 2026Q1 实现营业总收入 1,965 亿元 (+9.1% YoY)，Non-IFRS 归母净利润 679 亿元 (+11% YoY)，GAAP 归母净利润 580.93 亿元 (+21.5% YoY)。收入略低于彭博一致预期 1,994 亿元约 1.5%，主因春节较晚致本土游戏道具销售收入递延至 Q2 确认；Non-IFRS 净利润基本符合预期（彭博一致预期 678 亿元，实际 679 亿元，偏差仅+0.1%）。期间 AI 投入对 Non-IFRS OPM 的实际拖累约 4.5ppt (88 亿元)，非黑箱式扩张。混元 3.0 已在 OpenRouter 排名前列，微信 AI 智能体 H2 落地可期，商业化路径逐步清晰。

#### 报告摘要

**游戏业务递延拖累表现增速，流水势能强劲。**2026Q1 本土游戏收入 454 亿元 (+6% YoY)，收入增速明显滞后于流水增速 (+10% 以上)，二者背离的核心原因是今年春节日期较晚，大量春节档道具销售收入在会计层面递延至 Q2 确认，属于一次性的会计节奏问题，而非需求本身的弱化。从流水视角看，《王者荣耀》录得历史峰值，《三角洲行动》持续贡献，本土游戏基本面依然强劲。国际游戏收入 188 亿元 (+13% YoY)，《部落冲突：皇室战争》焕新版本带动复苏，《鸣潮》及《无畏契约》延续增长。游戏整体（含社交网络）构成增值服务收入 961 亿元 (+4% YoY)；其中社交网络收入 319 亿元 (-2% YoY)，同样因春节递延拖累。尤为关键的是，增值服务毛利率升至 63%（去年同期 60%，+3ppt），主因自研游戏占比提升——自研游戏毛利率高于第三方代理，这一结构性改善具有持续性。

**营销服务 AI 驱动广告加速。**2026Q1 营销服务收入 382 亿元 (+20% YoY)，较 2025Q4 的 17% 明显加速，是本季超预期最强亮点。驱动逻辑清晰：公司持续迭代 AI 驱动广告推广模型，微信生态内闭环营销能力（搜一搜、视频号、小程序电商的广告联动）继续深化，广告主 ROI 回报改善推动广告单价（CPM/CPA）提升和库存利用率扩张。营销服务毛利率 55%，较去年同期 56% 略降 1ppt，主因 AI 广告基础设施（GPU 集群折旧、推理算力运营成本）支出增加，“买质量、换增速”的主动让利，而非竞争压力下的被动降价。广告业务向 20% 增速加速已验证 AI 赋能的商业转化路径，预计随着微信 AI 智能体（H2 2026 推出）打通广告与智能体内容流量闭环，广告增速有望进一步强化。

**云业务提速，AI 需求浮现。**金融科技及企业服务收入 599 亿元 (+9% YoY)，其中企业服务（云+SaaS）收入增速+20% YoY，AI 相关云需求是核心驱动力。毛利率升至 52%（去年同期 50%，+2ppt），云服务规模效应显现，金融科技收入结构向高毛利的财富管理和企业数字化迁移。管理层明确承诺维持腾讯云在中国超大规模云服务商三强地位，AI 算力投入将进一步巩固这一竞争位置。

**投资建议。**腾讯控股 2026Q1 业绩整体符合市场预期，核心业务展现出极强的韧性与高质量增长特征。短期内，AI 投入确实会对利润率造成一定压制，但中长期来看，这是构建下一代核心竞争力的必要举措。公司强劲的经营性现金流足以支撑这一战略转型，且核心业务的利润增量有望覆盖 AI 投入的成本。我们基于 2026 年预估增值服务 15xPE、广告业务 15xPE 和金融企业及云服务 8xPS，以及 0.9 倍的估值系数，给予公司 680.0 港元，对应 2026 年/2027 年预计 PE 分别为 18.9x 与 16.0x，较最近收市价格 47.8% 的涨幅，维持“买入”评级。重点关注：1) 新游戏的流水持续性；2) 视频号广告加载率的提升节奏；3) 混元大模型迭代及 AI Agent 生态的商业化进展。

**风险提示：**宏观经济状况的变化，新老游戏产品表现不达预期风险，国际业务风险，监管不确定性风险。

投资评级：

买入

维持评级

6 个月目标价

680.0 港元

股价 2026-5-14

460.2 港元

总市值(百万港元)	42,179.8
流通市值(百万港元)	42,179.8
总股本(百万股)	9,118.0
流通股本(百万股)	9,118.0
12 个月低/高(港元)	463/677.5
平均成交(百万港元)	11,686.6

#### 股东结构

MIH	22.80%
马化腾	8.82%
其他股东	67.17%
总共	100.0%

#### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-8.4	-11.2	-22.8
绝对收益	-5.6	-13.6	-8.6

数据来源：彭博、港交所、公司公告

汪阳 TMT 行业分析师

+852-22131400

alexwang@sdicsi.com.hk

**财务及估值摘要**

(年结31/12; RMB百万)	2024A	2025A	2026E	2027E	2027E
收入	660,189	751,785	825,636	904,435	974,263
同比变动	8.4%	13.9%	9.8%	9.5%	7.7%
调整后归母净利润(百万元人民币)	222,703	259,626	285,114	299,505	321,121
每股Non-GAAP盈利(元人民币)	24.4	28.5	31.3	32.8	35.2
同比变动	41.2%	16.6%	9.8%	5.0%	7.2%
基于460.2港元的市盈率	16.4	14.0	12.8	12.2	11.3
基于460.2港元的市净率	3.7	3.2	2.6	2.2	1.9
净利率	29.8%	30.6%	30.4%	29.3%	29.2%

数据来源:公司公告,国投证券国际预测

**附表：财务报表预测**

财务报表摘要

损益表						财务分析					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>											
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测		2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
收入	660,189	751,785	825,636	904,435	974,263	盈利能力					
毛利	349,246	422,593	467,369	501,058	538,633	毛利率 (%)	52.9%	56.2%	56.6%	55.4%	55.3%
其他业务净额	8,002	-3,177	6,287	6,886	7,418	EBITDA 利率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售及管理费用	-149,149	-177,854	-192,854	-211,638	-227,978	净利率 (%)	29.8%	30.6%	30.4%	29.3%	29.2%
营运收入	208,099	241,562	280,801	296,307	318,073	营运表现					
财务开支	-11,981	-15,130	-12,520	-12,520	-12,520	销售及管理费用/收入 (%)	22.6%	23.7%	23.4%	23.4%	23.4%
联营公司等	245,464	295,556	318,915	336,209	359,560	实际税率 (%)	18.6%	17.1%	19.7%	19.7%	19.7%
税前盈利	241,485	277,249	312,682	330,576	354,458	股息支付率 (%)	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
所得税	-45,018	-47,448	-61,620	-65,146	-69,853	ROA	11.6%	11.8%	11.8%	11.5%	11.0%
净利润	196,467	229,801	251,062	265,429	284,605	ROE	20.1%	19.6%	19.2%	18.0%	16.4%
少数股东应占利润	2,394	4,959	5,196	5,493	5,890	应收账款天数	78.6	75.4	72.4	68.2	65.5
本公司股东应占利润	194,073	224,842	245,866	259,936	278,715	应付账款天数	222.0	222.0	223.0	224.0	225.0
折旧及摊销	-57,347	-67,321	-49,346	-49,163	-49,174	财务状况					
利息收入	16,004	16,909	16,916	18,530	19,961	总负债/总资产	0.41	0.39	0.38	0.34	0.31
增长						收入/净资产	0.63	0.61	0.63	0.58	0.53
总收入 (%)	8.4%	13.9%	9.8%	9.5%	7.7%	经营性现金流/收入	0.39	0.40	0.37	0.35	0.34
归母净利润 (%)	68.4%	15.9%	9.4%	5.7%	7.2%	税前盈利对利息倍数	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债表						有息负债/总负债	27.4%	31.5%	31.0%	30.5%	30.0%
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>						现金流量表					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测		2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
现金	328,830	384,819	612,823	854,668	1,115,077	净利润	196,467	229,801	251,062	265,429	284,605
应收账款	149,247	161,200	166,193	171,685	177,727	净融资成本	-3,557	-3,453	-4,396	-6,010	-7,441
存货	440	530	583	641	705	营运资金变化	19,368	598	7,067	7,773	8,551
其他流动资产	17,663	48,911	48,911	48,911	48,911	所得税	-45,018	-47,448	-61,620	-65,146	-69,853
总流动资产	496,180	595,460	828,510	1,075,905	1,342,421	其他	91,261	123,554	110,966	114,309	119,027
固定资产	103,302	172,244	156,930	167,029	176,408	营运现金流	258,521	303,052	303,079	316,355	334,889
无形资产	196,127	205,999	64,697	62,397	60,805	资本开支	-89,321	-112,881	-51,644	-51,644	-51,644
长期投资	290,343	342,409	342,409	342,409	342,409	其他投资活动	-32,866	-92,851	8,560	10,174	11,605
银行存款及其他	657,189	688,584	688,584	688,584	688,584	投资活动现金流	-122,187	-205,732	-43,084	-41,470	-40,039
总资产	1,780,995	2,038,986	2,130,948	2,389,181	2,666,522	负债变化	80,348	43,365	0	0	0
应付账款	202,744	217,623	229,736	243,060	257,716	股本变化	-96,098	-52,448	0	0	0
短期银行借款	52,885	42,618	42,618	42,618	42,618	股息	-14,471	-16,766	-18,334	-19,383	-20,783
其他短期负债	141,280	152,510	152,510	152,510	152,510	其他融资活动	-146,273	-61,306	-13,658	-13,658	-13,658
总短期负债	396,909	412,751	424,864	438,188	452,844	融资活动现金流	-176,494	-87,155	-31,991	-33,040	-34,441
长期银行借款	146,521	208,369	208,369	208,369	208,369	现金变化	-40,160	10,165	228,004	241,845	260,410
其他负债	330,190	385,170	385,170	385,170	385,170	期初持有现金	172,320	132,519	141,041	369,045	610,890
总负债	727,099	797,921	810,034	823,358	838,014	汇兑变化	359	-1,643	0	0	0
少数股东权益	80,348	86,913	92,109	97,602	103,493	期末持有现金	132,519	141,041	369,045	610,890	871,299
股东权益	1,053,896	1,241,065	1,320,914	1,565,823	1,828,508						
每股账面价值(摊薄)	115.58	136.11	144.87	171.73	200.54						
营运资产	99,271	182,709	403,646	637,718	889,576						

数据来源：国投证券国际研究预测

**客户服务热线**

香港：22131888

国内：4008695517

**免责声明**

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券国际证券(香港)有限公司（国投证券国际）编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国投证券国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓位买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据1933年美国证券法S规则的解释），国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

**规范性披露**

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

**公司评级体系**

收益评级：

- 买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

**国投证券国际证券（香港）有限公司**

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼电话：+852-22131000 传真：+852-22131010