

# 1Q26 点评：主业韧性强，下半年 资本开支与 AI 产品有望加速

## 核心观点

一季度主业符合预期，经营韧性强，下半年资本开支有望投入加速。1Q26 公司实现总收入 1965 亿元（同比+9%，剔除春节错期增长近 11%），Non-IFRS 净利润 679 亿元（同比+11%），剔除 AI 新产品投入后，一季度经营利润同比+17%至 844 亿元，增速高于收入端，主业增长质量扎实。

其中广告收入同比+20%，AMS Plus 贡献广告主 30%营销总支出，AI 精准化效果持续兑现。游戏受春节周期错期的压制，实际流水同比十几个百分点，高于收入增速，头部产品历史新高。展望全年，游戏后续季度在春节错期的流水将逐步确收。

AI 布局加速，一季度资本开支端同比+16%、环比+63%至 319 亿元。Hy3 preview 体现 AI Infra 重建顺利，WorkBuddy 成为国内 DAU 最大的龙虾类产品。展望下半年资本开支端将明显加速，微信原生 Agent 产品长期空间大。

## 事件

公司 1Q26 实现总收入 1965 亿元，同比增长 9%；毛利 1113 亿元，同比增长 11%；Non-IFRS 经营利润 756 亿元，同比增长 9%；归属母公司股东的 Non-IFRS 净利润 679 亿元，同比增长 11%。

### 重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	660,257	751,766	829,046	910,250	993,465
YoY(%)	8.4%	13.9%	10.3%	9.8%	9.1%
Non-IFRS 净利润 （百万元）	222,703	259,626	275,335	309,650	344,601
YoY(%)	41.2	16.6	6.1	12.5	11.3
毛利率(%)	52.9	56.2	56.2	56.5	56.6
销售净利率(%)	33.7	34.5	33.2	34.0	34.7
ROE(%)	19.9	19.5	15.0	14.9	14.8
EPS(摊薄/元)	24	28	30	34	38
P/E(倍)	16.4	14.1	13.3	11.8	10.6
P/B(倍)	4	4	3	3	2

资料来源：iFinD，中信建投

## 腾讯控股 (0700.HK)

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-56135145

SAC 编号:S1440519060002

SFC 编号:BQI330

杨晓玮

yangxiaowei@csc.com.cn

010-56135147

SAC 编号:S1440523110001

发布日期：2026 年 05 月 15 日

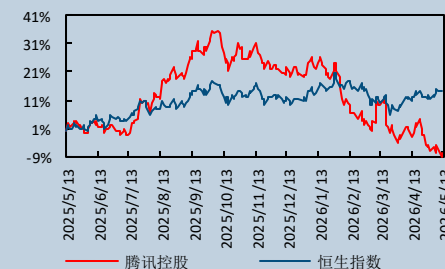
当前股价：462.60 港元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-8.31/-10.22	-13.61/-11.23	-10.61/-22.66
12 月最高/最低价（港元）			677.50/457.20
总股本（万股）			911,799.16
流通 H 股（万股）			911,799.16
总市值（亿港元）			42,179.83
流通市值（亿港元）			42,179.83
近 3 月日均成交量（万）			2698.36
主要股东			
MIH Internet Holdings B.V.			22.80%

### 股价表现



### 相关研究报告

## 一、业绩概述：收入稳健增长，剔除 AI 投入后经营利润增速高于收入

1Q26 公司实现收入 1965 亿元（同比+9%），剔除春节错期后可比口径约+11%。2026 年春节假期较晚，导致 1Q26 约 2 个百分点的收入被递延至后续季度确认，公司表示剔除该因素后收入端的同比增速接近 11%。分板块看：增值服务收入 961 亿元（同比+4%），营销服务 382 亿元（同比+20%），金融科技及企业服务 599 亿元（同比+9%），其他收入 2 亿元（同比+103%）。

剔除 AI 新产品投入后，主业利润率 43%，同比+3.1pct，主业增长质量突出。若剔除 Hy、元宝、CodeBuddy、WorkBuddy、Qclaw 等新 AI 产品的相关收入、成本及开支，1Q26 Non-IFRS 经营利润同比增长 17% 至 844 亿元，对应利润率 43%，较去年同期提升 3.1pct，体现腾讯核心业务在承担 AI 战略性投入的同时仍保持强劲内生盈利能力。整体 Non-IFRS 经营利润 756 亿元，同比+9%；Non-IFRS 净利润 679 亿元，同比+11%。IFRS 口径营业利润 674 亿元，同比+17%，营业利润率 38.5%。

Capex 同比+16%、环比+63%，下半年 AI 基础设施投入进入加速。1Q26 资本开支 319 亿元，同比增长 16%（1Q25 为 275 亿元），环比大幅增长 63%（4Q25 为 196 亿元），占收入比例约 16.2%。资本开支付款 370 亿元，主要用于服务器及 AI 相关基础设施投资。经营活动现金流 1014 亿元（同比+20%），自由现金流 567 亿元（同比+67%），期末现金净额 1469 亿元。公司表示 2026 年 AI 相关资本支出将较 2025 年有所增加，尤其是下半年国产芯片将陆续投入使用，供给规模将逐月提升。

## 二、游戏业务受春节周期错配影响，广告和云保持快速增长

（一）游戏：春节周期错期压制表观增速，实际流水同比十几个百分点，头部产品创历史新高。增值服务收入 961 亿元（同比+4%），其中游戏合计收入 642 亿元（本土 454 亿元+国际 188 亿元）。春节错期因素使手机游戏道具销售收入部分递延，财报口径增速低于实际流水增速。社交网络收入 319 亿元（同比-2%），同样主要因春节错期影响本土手机游戏道具销售收入确认。

——本土游戏：收入 454 亿元（同比+6%，环比+19%），流水实际同比增长十几个百分点。管理层表示本土手机游戏实际流水同比增长十几个百分点，财报口径仅+6%系递延所致，差异将在余下三个季度逐步弥补。头部产品表现亮眼：《王者荣耀》推出水墨风与丝绸之路文化元素装扮，单季度总流水创历史新高；《和平精英》日活创历史新高达 9000 万，总流水同比增幅逾 30%；《三角洲行动》本季已跻身长青游戏，贡献重要增量。新游《洛克王国世界》3 月 26 日上线，首月日活超 1300 万，留存率较高，持续稳居国内手游总流水前十。

——国际游戏：收入 188 亿元（同比+13%，固定汇率口径+14%），多款游戏共振驱动增长。增长主要由《部落冲突：皇室战争》、《鸣潮》及《无畏契约》PC 端拉动。《PUBG MOBILE》通过东方神话主题装扮、品牌联动及周年庆活动带动用户参与度提升，总流水实现同比增长。拳头公司对《英雄联盟》团队流程和技术进行大规模优化升级，重大内容发布节奏明显加快；《魔兽世界》新一季内容获得广泛好评；《鸣潮》通过新增地图、角色迭代持续提升玩家体验。

（二）广告业务：AMS Plus 贡献广告主 30% 总支出，AI 自动化营销引擎初见规模。营销服务收入 382 亿元（同比+20%），较 4Q25 的 17% 同比增速进一步提高，其中互联网、电商及游戏行业广告主投放增长显著。自动化营

销解决方案 AMS Plus (腾讯营销 AIM+) 本季贡献广告主 30% 的营销总支出, 采用统一 Transformer 架构升级广告推荐系统, 推动 eCPM 提升与广告加载率改善。视频号广告加载率仅 4% 至 5%, 处于行业最低水平, 用户总时长同比增长超过 20%, 后续广告变现空间显著。

(三) 金融科技与企业服务: 云服务增速升至 20%, AI 需求成为核心驱动力。金融科技及企业服务收入 599 亿元 (同比+9%, 环比-2%; 环比下降系云项目部署季节性减少)。企业服务 (云) 收入同比增长 20%, 受益于定价环境改善、小程序电商技术服务费上升及 AI 需求带动的 GPU/CPU/存储业务收入增长。金融科技服务受益于商业支付交易量增加及理财服务收入增长; FBS 分部毛利率 52%, 同比+2pct。

### 三、AI 布局: 下半年资本开支加速, Hy3 完成 infra 重建, Workbuddy 同类产品日活第一

资本开支端加速, 算力供给下半年改善。管理层在电话会上表示, AI 投资分为短周期 (GPU 部署至广告技术系统, 能快速带动收入) 与长周期 (GPU 部署至大模型, 以产品全生命周期视角衡量回报) 两类。2026 年 Capex 将较 2025 年有所增加, 下半年国产芯片供给逐月释放, 算力瓶颈有望逐步缓解。

Hy3 完成 infra 重建, token 用量是混元 2 的 10 倍。腾讯在 3 个月内完成强化学习的规模化+Infra 重建, 且贴近自身业务, 公司已经从 AI 追赶者向生态整合者切换。从 2026 年 4 月 28 日起, 其在 OpenRouter token 消耗量排行榜上稳居第一, 混元 3 preview 已内部部署于 131 款广泛使用的工具中, 包括元宝、QQ、工作助手等。

AI 智能体产品快速落地: WorkBuddy 领跑, 微信 Agent 有望打开更大的场景。WorkBuddy 日活规模已成中国最广泛使用的效率 AI 智能体服务。AI 智能体已接入微信、企业微信、QQ、元宝等多个入口, 后续将推动智能体与小程序生态对接, 有望打开微信 AI Agent 商业化的巨大空间。

### 四、盈利能力: 毛利率 57% 同比+1pct, 费用结构优化, 经营杠杆凸显

毛利率 57% (同比+1pct), 各业务板块毛利率均有改善。整体毛利 1113 亿元 (同比+11%), 增速高于收入增速, 毛利率由 1Q25 的 56% 提升至 57%。分部看: 增值服务毛利率 63% (同比+3pct), 受益于自研游戏收入占比提升; 营销服务毛利率 55% (同比-1pct), 受 AI 相关设备折旧与运营成本增加影响; 金融科技及企业服务毛利率 52% (同比+2pct), 受益于云服务增长带来的规模效应及金融科技业务收入结构优化。

费用端: 销售费用率同比+1.4pct, 管理费用率同比-1.5pct, 结构趋于优化。销售及市场推广开支 113 亿元 (同比+44%), 费用率约 5.8% (1Q25 约 4.4%), 主要用于支持 AI 原生应用及新游戏推广; 管理费用 338 亿元 (同比基本持平), 费用率约 17.2% (1Q25 约 18.7%), AI 投入带动的研发开支增加大部分被股份酬金减少所抵消。随着 AI 产品逐步完成早期推广阶段, 销售费用率有望趋于收窄。

Non-IFRS 净利润 679 亿元 (同比+11%), 经营杠杆持续显现。Non-IFRS 经营利润 756 亿元 (同比+9%), Non-IFRS 经营利润率 38.5%; Non-IFRS 净利润 679 亿元 (同比+11%)。若剔除 AI 新产品投入, 经营利润率 43%, 较去年同期+3.1pct。IFRS 口径营业利润 674 亿元 (同比+17%), 利润增速明显快于收入增速, 经营杠杆显著。

## 五、投资建议

一季度业绩符合预期，主业韧性强，剔除 AI 投入后经营层面利润率有提升，春节错期形成的约 2pct 收入递延将在后续三个季度逐步释放，全年业绩节奏有望前低后高，视频号广告加载率仅 4%-5% 仍处低位。下半年 AI 投入加速，国产算力逐步投入使用。长期看，微信 AI Agent 生态尚处布局早期，一旦与小程序深度打通，将开启规模庞大的新商业化空间。我们预计公司 2026 至 2028 年收入分别约为 8290.5 亿元、9102.5 亿元、9934.7 亿元，同比增长分别为 10.3%、9.8% 和 9.1%；Non-IFRS 净利润分别约为 2753.4 亿元、3096.5 亿元、3446.0 亿元，同比增长 6.1%、12.5%、11.3%，对应最新 PE 分别为 13.3 倍、11.8 倍、10.6 倍。给予“买入”评级。

## 风险提示

宏观经济下行风险：国内消费需求走弱将影响广告主投放预算及金融科技消费意愿，拖累营销服务与商业支付业务增长；游戏监管政策风险：版号审批趋严或未成年人保护政策进一步收紧，将对国内游戏流水产生阶段性压制；国际业务风险：汇率波动（尤其是美元、欧元兑人民币大幅波动）将影响国际游戏收入换算，地缘政治摩擦可能影响海外业务拓展；AI 竞争加剧风险：大模型竞争格局持续演化，算力成本居高不下或模型迭代速度慢于竞争对手，可能影响混元系列产品的市场地位；广告变现不及预期：视频号广告加载率提升节奏若慢于预期，或广告主预算向竞争平台转移，将压制营销服务收入增速；AI 产品商业化不确定性：新 AI 产品（元宝、WorkBuddy 等）付费转化率及 ARPU 提升进度存在不确定性；监管政策风险：金融科技、数据安全及互联网平台相关监管政策趋严，可能对业务模式及盈利能力产生影响。

## 分析师介绍

### 杨艾莉

中信建投证券传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获2019年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第一名；2020年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第二名；2020年新浪金麒麟评选传媒行业新锐分析师第二名。

### 杨晓玮

中信建投证券传媒互联网行业联席首席分析师，上海交通大学金融硕士，主要研究游戏、互联网、AI应用、潮流玩具等。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话:(8610) 56135088  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk