

三款头部游戏均创历史新高，芯片交付有望驱动云增速上行

——腾讯控股（0700.HK）26Q1 点评

核心观点

- 事项：**腾讯发布一季报，26Q1 公司营业收入 1965 亿（yoy +9%），较彭博预期低 1.5%，主要系春节较晚使得大量游戏流水递延未确认收入。26Q1 归属股东净利润为 581 亿（yoy +22%），超彭博预期 6%。主要系毛利率与管理费率优于市场预期。
- 三款头部长青游戏均创历史新高，《洛克王国》等多款新游有望贡献增量。**26Q1 增值服务收入达 961 亿（yoy +4%）。其中，26Q1 游戏收入 642 亿（yoy+8%），较彭博预期低 4%，主要系国内春节较晚导致大量流水递延。国内收入确认 6% 增长，但实际流水增速达 10%+。《王者荣耀》、《和平精英》、《三角洲行动》流水创历史新高。海外增速 13%，主要系《部落冲突》、《鸣潮》、《无畏契约》PC 驱动增长我们判断 26Q2 游戏收入取得高增 yoy+18%，主要系：1）《洛克王国》等新游戏表现优异，突破 1300 万 DAU。2）26 年春节长青游戏递延流水释放。2026 年后还有《粒粒的小人国》等多款重磅产品陆续上线。
- AI 算法升级驱动广告增速提升。**26Q1 营销服务收入 382 亿（yoy+20%），超彭博预期 1.3%，主要系公司升级了 AI 驱动的广告推荐模型，拓展了微信生态系统内的闭环营销能力，进而推动广告单价增长。我们判断 26Q2 维持 yoy+19% 增速。
- 支付业务增速持续修复，云业务增长预期加速。**26Q1 金融科技及企业服务收入 599 亿（yoy +9%）。我们判断支付业务随着通缩环境改善增速有望提升。26Q1 企业服务收入的同比增速 20%，主要系全球算力需求增长所驱动。考虑到需求增长和更好的价格环境，我们认为云业务增速将在 2026 年提升。我们判断随着国产芯片陆续交付，26H2 算力限制缓解，云业务增速将持续加速。

盈利预测与投资建议

- 我们预期游戏、金融科技企业服务增速有所提速，后续期待《洛克王国》、《粒粒的小人国》等头部游戏贡献 26 年增量。预计 26~28 年 IFRS 归母净利润为 2538/2837/3229 亿元（26~27 年原值为 2416/2819 亿元，因根据财报调整收入、毛利率、费率等假设，我们调整盈利预测）。采用 SOTP 估值，给予对应目标价 588.53 港币（514.15 人民币 HKD/RMB=0.87），维持“买入”评级。

风险提示

政策风险、游戏收入不达预期风险、广告行业竞争风险

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	660,257	751,766	855,635	986,737	1,106,092
同比增长(%)	8.41%	13.86%	13.82%	15.32%	12.10%
营业利润(百万元)	200,097	244,739	275,103	313,927	362,065
同比增长(%)	28.78%	22.31%	12.41%	14.11%	15.33%
归属母公司净利润(百万元)	194,073	224,842	253,787	283,676	322,925
同比增长(%)	68.44%	15.85%	12.87%	11.78%	13.84%
每股收益(元)	21.28	24.66	27.83	31.11	35.42
毛利率(%)	52.90%	56.21%	56.74%	57.09%	58.02%
净利率(%)	29.39%	29.91%	29.66%	28.75%	29.20%
净资产收益率(%)	24.99%	24.40%	23.68%	23.52%	23.47%
市盈率(倍)	19	16	14	13	11
市净率(倍)	4	3	3	2	2

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入（维持）
股价（2026年05月14日）	460.2 港元
目标价格	588.53 港元
52 周最高价/最低价	683/454 港元
总股本/流通 H 股（万股）	911,799/911,799
H 股市值（百万港币）	4,196,100
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2026 年 05 月 18 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.6	-6.69	-13.5	-10.9
相对表现%	-2.71	-8.69	-12.83	-22.53
恒生指数%	-0.89	2	-0.67	11.63



证券分析师

项雯倩	执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120 xiangwenqian@orientsec.com.cn 021-63326320
李雨琪	执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135 liyuqi@orientsec.com.cn 021-63326320
金沐阳	执业证书编号：S0860525030001 香港证监会牌照：BXO329 jinmuyang@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

游戏维持高景气，广告及云有望增速上行：——腾讯控股（0700.HK）25Q4 点评	2026-03-26
AI 驱动广告 eCPM 攀升，期待王者 IP 贡献游戏增量：——腾讯控股（0700.HK）25Q3 点评	2025-11-18
AI 驱动广告游戏高增，期待《无畏契约》上线拓展长青游戏管线：——腾讯控股（0700.HK）25Q2 季报点评	2025-08-20

表 1：盈利预测（原始报表）

单位：百万/%	Q1 2026	Q2 2026E	Q3 2026E	Q4 2026E	2025	2026E	2027E
营业收入	196,458	211,146	222,265	225,766	751,766	855,635	986,737
毛利率%	56.64%	57.54%	56.35%	56.47%	56.21%	56.74%	57.09%
yoy	9.13%	14.44%	15.24%	16.15%	13.86%	13.82%	15.32%
增值业务	96,110	104,562	111,873	104,046	369,281	416,591	489,104
毛利率%	62.56%	62.27%	61.18%	61.00%	60.20%	61.73%	61.80%
yoy	4.32%	14.44%	16.70%	15.71%	15.70%	12.81%	17.41%
网络游戏	64,200	69,560	75,153	68,874	241,600	277,787	332,383
yoy	7.90%	17.50%	18.16%	16.15%	22.27%	14.98%	19.65%
社交网络	31,910	35,002	36,720	35,172	127,681	138,804	156,722
yoy	-2.22%	8.81%	13.82%	14.87%	5.03%	8.71%	12.91%
营销服务	38,171	42,531	43,043	49,412	144,973	173,157	200,461
毛利率%	54.99%	55.31%	55.25%	57.75%	57.52%	55.92%	56.32%
yoy	19.83%	18.93%	18.77%	20.18%	19.44%	19.44%	15.77%
金融科技与企业服务	59,885	61,715	64,964	69,876	229,435	256,439	286,946
毛利率%	52.06%	53.63%	51.41%	51.64%	50.83%	52.16%	52.41%
yoy	9.07%	11.13%	11.67%	14.89%	8.25%	11.77%	11.90%
营业成本	85,193	89,659	97,027	98,279	329,173	370,158	423,406
毛利	111,265	121,487	125,238	127,488	422,593	485,477	563,331
销售费用	11,343	13,247	15,056	15,293	41,727	54,938	66,839
一般行政费用	33,800	38,500	41,046	42,090	136,127	155,436	182,565
营业利润	67,375	69,608	69,866	70,896	241,562	277,746	316,433
营业利润率%	34.29%	32.97%	31.43%	31.40%	32.13%	32.46%	32.07%
IFRS 归母净利润	58,093	63,223	67,004	65,468	224,842	253,787	283,676
Non-IFRS 归母净利润	67,905	71,791	76,171	74,741	259,626	290,609	326,410

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：腾讯控股估值数据

主营业务	股权比例	估值 百万人民币	归属腾讯 百万人民币	人民币/每股	估值占比	P/S 2026E	PE 2026E
泛娱乐		1,839,041	1,782,656	196	38.0%		
游戏	100%	1,706,149	1,706,149	187	36.4%		16.0x
视频	100%	8,542	8,542	0.9	0.2%	0.3x	
虎牙直播（市值估值）	67%	4,843	3,259	0.4	0.1%		
腾讯音乐（市值估值）	54%	96,287	51,571	5.7	1.1%		
阅文集团（市值估值）	57%	23,220	13,136	1.4	0.3%		
社交广告	100%	905,289	905,289	99.3	19.3%		19.3x
金融科技	100%	933,495	933,495	102.4	19.9%	2.8x	31.7x
云及企业服务	100%	322,761	322,761	35.4	6.9%	3.3x	

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

其他	100%	24,345	24,345	2.7	0.5%	1.0x
主营总值		4,024,931	3,968,546	435.2	84.7%	
其他总值		6,249,651	719,501	79	15%	
总值		10,274,582	4,688,047	514	100%	

数据来源: ifind, 东方证券研究所

表 3: 可比公司估值情况 (2026/5/14 收盘价, 收入及利润单位: 百万人民币)

游戏可比公司	代码	市值	营业总收入 26E	营业总收入 27E	归母净利润 26E	归母净利润 27E	PS 26E	PS 27E	PE 26E	PE 27E
三七互娱	002555.SZ	46899	17871	19397	3180	3481	2.62	2.42	14.75	13.47
完美世界	002624.SZ	31718	9082	10033	1634	2062	3.49	3.16	19.41	15.38
吉比特	603444.SH	27496	6754	7321	1924	2115	4.07	3.76	14.29	13.00
网易	9999.hk	516694	120833	131482	37114	41314	4.28	3.93	13.92	12.51
神州泰岳	300002.SZ	18747	6112	6763	989	1120	3.07	2.77	18.95	16.74
max							4.28	3.93	19.41	16.74
min							2.62	2.42	13.92	12.51
平均值							3.54	3.23	15.99	13.95

视频可比公司

爱奇艺	IQ.O	7792	26830	27904	31	625	0.29	0.28	254.66	12.47
-----	------	------	-------	-------	----	-----	------	------	--------	-------

社交广告可比公司

FACEBOOK	meta.O	10711285	1710763	2015840	555536	613182	6.26	5.31	19.28	17.47
----------	--------	----------	---------	---------	--------	--------	------	------	-------	-------

支付可比公司估值

拉卡拉	300773.SZ	21187	6133	6637	988	601	3.45	3.19	21.44	35.27
新大陆	000997.SZ	22643	10317	11967	1224	1504	2.19	1.89	18.50	15.06
平均值							2.82	2.54	19.97	25.16

金融可比公司

东方财富	300059.SZ	318925	18995	21204	14761	16580	16.79	15.04	21.61	19.24
同花顺	300033.SZ	178376	7759	9138	4265	5116	22.99	19.52	41.82	34.86
平均值							19.89	17.28	31.71	27.05

云可比公司

亚马逊	AMZN.O	19884803	5570546	5744533	662696	774076	3.57	3.46	30.01	25.69
赛富时	CRM.N	928376	315483	350076	65274	75047	2.94	2.65	14.22	12.37
平均值							3.26	3.06	22.11	19.03

数据来源: ifind, 东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析（标准化报表）

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E	会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	132,519	141,041	265,998	309,313	381,192	营业总收入	660,257	751,766	855,635	986,737	1,106,092
应收款项合计	146,072	156,355	177,958	205,225	230,049	主营业务收入	660,257	751,766	855,635	986,737	1,106,092
存货	440	530	596	682	748	其他营业收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	3,334	6,977	6,628	6,297	5,982	营业总支出	460,160	507,027	580,532	672,810	744,026
流动资产合计	496,180	595,460	739,291	807,305	901,552	营业成本	311,011	329,173	370,158	423,406	464,285
固定资产净值	92,487	159,575	202,871	230,813	248,846	营业开支	149,149	177,854	210,374	249,404	279,741
权益性投资	297,415	348,712	366,148	384,455	403,678	营业利润	200,097	244,739	275,103	313,927	362,065
其他长期投资	590,211	636,376	655,467	753,787	866,855	净利息支出	-3,557	-3,453	-4,032	-4,032	-4,042
商誉及无形资产	213,806	223,366	233,272	262,858	288,419	权益性投资损益	25,176	28,642	26,909	27,776	27,342
土地使用权	23,117	22,339	22,339	22,339	22,339	其他非经营性损益	12,655	-5,002	6,494	7,332	8,966
其他非流动资产	67,779	53,158	55,816	58,607	61,537	非经常项目前利润	241,485	271,832	312,538	353,066	402,415
非流动资产合计	1,284,815	1,443,526	1,535,913	1,712,859	1,891,674	非经常项目损益	0	5,417	2,643	2,506	2,526
资产合计	1,780,995	2,038,986	2,275,205	2,520,164	2,793,226	除税前利润	241,485	277,249	315,181	355,572	404,942
应交税金	20,624	22,281	21,647	21,517	21,815	所得税	45,018	47,448	56,035	66,032	75,341
短期借贷及长期借贷到期部分	52,885	42,618	45,680	47,061	45,120	少数股东损益	2,394	4,959	5,359	5,864	6,675
其他流动负债	196,065	216,183	248,870	261,355	258,339	持续经营净利润	194,073	224,842	253,787	283,676	322,925
流动负债合计	396,909	412,751	461,033	489,253	500,525	非持续经营净利润	0	0	0	0	0
长期借贷	277,107	334,573	368,030	404,833	445,317	净利润	194,073	224,842	253,787	283,676	322,925
其他非流动负债	53,083	50,597	54,056	52,579	52,411	优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
非流动负债合计	330,190	385,170	422,086	457,412	497,727	IFRS 归母净利润	194,073	224,842	253,787	283,676	322,925
负债合计	727,099	797,921	883,119	946,665	998,252	Non-IFRS 归母净利润	222,703	259,626	290,609	326,410	371,463
归属母公司股东权益	973,548	1,154,152	1,299,813	1,475,363	1,690,162	主要财务比率					
少数股东权益	80,348	86,913	92,272	98,136	104,812	会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
所有者权益合计	1,053,896	1,241,065	1,392,085	1,573,499	1,794,974	成长能力					
负债和股东权益	1,780,995	2,038,986	2,275,205	2,520,164	2,793,226	营业收入增长率	8.4%	13.9%	13.8%	15.3%	12.1%
现金流量表						营业利润增长率	28.8%	22.3%	12.4%	14.1%	15.3%
单位:百万元						Non-IFRS 净利增长率	41.2%	16.6%	11.9%	12.3%	13.8%
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E	获利能力					
经营活动现金流	258,521	303,052	377,811	374,212	418,158	毛利率	52.9%	56.2%	56.7%	57.1%	58.0%
净利润	194,073	224,842	253,787	283,676	322,925	净利率	29.4%	29.9%	29.7%	28.7%	29.2%
折旧与摊销	56,213	66,028	91,305	86,331	100,087	ROE	25.0%	24.4%	23.7%	23.5%	23.5%
营运资本变动	21,881	16,484	27,359	-1,660	-11,530	ROA	13.3%	13.6%	13.5%	13.6%	14.0%
其他非现金调整	-13,646	-4,302	5,359	5,864	6,675	偿债能力					
投资活动现金流	-122,187	-205,732	-181,247	-260,954	-276,695	资产负债率	40.8%	39.1%	38.8%	37.6%	35.7%
出售固定资产收到的现金	203	152	152	152	152	流动比率	125.0%	144.3%	160.4%	165.0%	180.1%
资本性支出	96,048	112,875	163,751	242,331	256,901	速动比率	124.9%	144.1%	160.2%	164.9%	180.0%
投资减少	348,877	410,933	410,933	410,933	410,933	每股指标 (元)					
其他投资活动现金流量净额	10,588	9,396	-2,658	-2,791	-2,930	每股收益	21.28	24.66	27.83	31.11	35.42
融资活动现金流	-176,494	-87,155	-95,955	-95,224	-94,445	每股经营现金流	28.35	33.24	41.44	41.04	45.86
债务净增	-20,689	45,923	36,519	38,184	38,542	每股净资产	106.77	126.58	142.55	161.81	185.37
股本增加	1,932	2,721	2,721	2,721	2,721	估值比率					
支付的股利合计	28,859	37,535	37,535	37,535	37,535	P/E	19	16	14	13	11
其他筹资活动现金流量净额	-26,547	-24,952	-24,348	-25,282	-24,861	P/B	4	3	3	2	2

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。