

腾讯控股 (00700.HK)

2026Q1 业绩点评: 核心业务韧性延续, AI 投入持续加码

买入 (维持)

2026年05月18日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书: S0600521070001
zhangjiaqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	660,257	751,766	831,453	913,767	995,092
同比 (%)	8.41	13.86	10.60	9.90	8.90
归母净利润 (百万元)	194,073	224,842	251,760	285,812	315,699
同比 (%)	68.44	15.85	11.97	13.53	10.46
Non-IFRS 净利润 (百万元)	222,703	259,626	290,783	330,399	365,263
同比 (%)	41.23	16.58	12.00	13.62	10.55
EPS-最新摊薄 (元/股)	21.27	24.64	27.59	31.33	34.60
P/E (现价&最新摊薄)	18.67	16.11	14.39	12.67	11.48
PE (Non-IFRS)	15.03	18.31	12.46	10.96	9.92

股价走势



投资要点

- **事件: 公司发布 2026 年第一季度业绩。**1Q26 公司实现营业收入 1965 亿元, 同比+9%, 低于彭博一致预期的 1994 亿元; Non-IFRS 归母净利润 679 亿元, 同比+11%, 略高于彭博一致预期的 678 亿元。同期毛利率同比提升 1pct 至 57%, 主要受益于高毛利业务占比提升, 部分被 AI 相关设备折旧与运营成本增加所抵消。本季度资本开支为 319 亿元, 同比+16%, 远高于彭博一致预期的 221 亿元, 主要用于支持 AI 相关投入。
- **游戏基本盘稳固, 流水表现好于收入确认。**1Q26 本土游戏收入 454 亿元, 同比+6%, 低于彭博一致预期 472 亿元; 国际游戏收入 188 亿元, 同比+13%, 低于彭博一致预期的 195 亿元。《王者荣耀》《和平精英》和《三角洲行动》等多款长青游戏在本季流水创下新高, 新游戏《洛克王国: 世界》也广受欢迎。
- **广告增长超预期, AI 驱动投放效率提升。**1Q26 广告收入 382 亿元, 同比+20%, 高于彭博一致预期的 377 亿元, 主要由于公司升级了基于 AI 的广告推荐模型, 拓展了微信生态系统的闭环营销能力, 从而提升了广告表现并推动广告单价增长。本季度, 大多数主要行业的广告主投放均有所增加, 其中互联网服务、电子商务及游戏行业的增长尤为显著。
- **AI 产品取得显著突破, 赋能核心业务增长。**2026 年 4 月, 公司发布了基于重构后的 AI 基础设施构建的 Hy3 preview 大语言模型, 在推理、智能体和代码生成能力方面表现优异。自 2026 年 4 月 28 日以来, 以 token 消耗量衡量, Hy3 preview 在 OpenRouter 上稳居前列。以日活跃账户数计算, WorkBuddy 已成为中国最受欢迎的效率 AI 智能体服务。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑 1Q26 收入略低于市场预期, 公司 AI 相关运营成本持续抬升, 我们将 FY2026-FY2028 归母净利润 (Non-IFRS) 由 291,841/339,197/371,155 百万元下调为 290,783/330,399/365,263 百万元, 对应 2026-2028 年 PE (Non-IFRS) 为 12.46/10.96/9.92 倍 (港币/人民币=0.87, 2026 年 5 月 15 日)。考虑公司核心业务保持较强韧性, AI 赋能逻辑持续兑现, 维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 政策监管风险; 运营数据低于预期; 变现节奏低于预期。

市场数据

收盘价(港元)	456.40
一年最低/最高价	454.00/683.00
市净率(倍)	3.23
港股流通市值(百万港元)	3,637,524.65

基础数据

每股净资产(元)	123.59
资产负债率(%)	40.94
总股本(百万股)	9,117.99
流通股本(百万股)	9,117.99

相关研究

- 《腾讯控股(00700.HK): 2025Q4 业绩点评: 游戏稳健增长, AI 商业化落地加速》
2026-03-24
- 《腾讯控股(00700.HK): 2025Q3 业绩点评: 业绩整体超预期, 游戏业务高速增长》
2025-11-18

内容目录

1. 利润表现略好于预期，资本开支显著抬升	4
1.1. 游戏基本盘稳固，流水表现好于收入确认	5
1.2. 社交网络收入确认受递延影响	5
1.3. 广告增长超预期，AI 驱动投放效率提升	6
1.4. 金融科技及企业服务增长稳健，AI 产品取得显著突破	7
2. 微信月活稳步提升，QQ 月活小幅回落	7
3. 毛利率稳中有升，业务结构持续优化	8
4. 费用结构整体可控	9
5. 盈利预测与评级	10
6. 风险提示	10

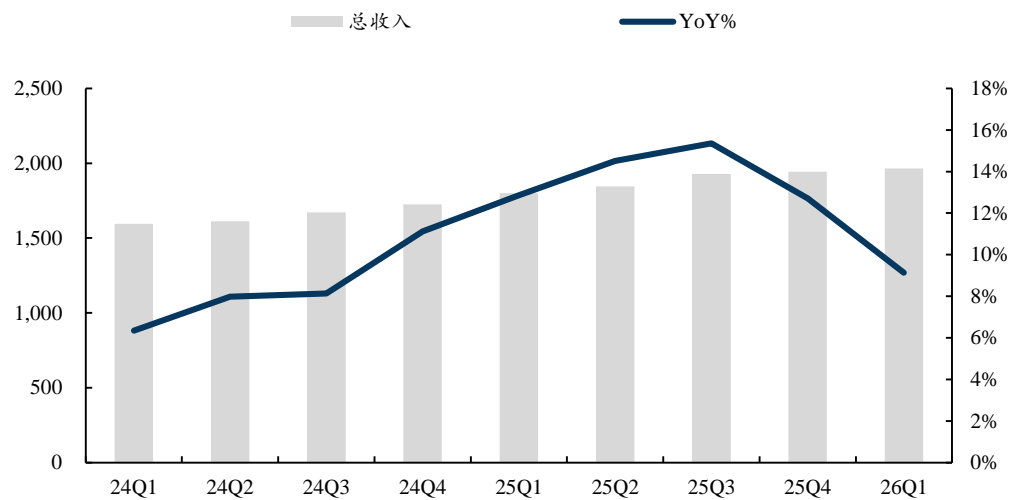
图表目录

图 1: 公司营业总收入及同比增速 (亿元)	4
图 2: 公司 Non-IFRS 归母净利润及同比增速 (亿元)	4
图 3: 公司网络游戏收入及同比增速 (亿元)	5
图 4: 公司社交网络收入及同比增速 (亿元)	6
图 5: 公司广告收入及同比增速 (亿元)	6
图 6: 金融科技及企业服务收入及同比增速 (亿元)	7
图 7: 微信月活及同比增速 (百万)	8
图 8: 收费增值服务注册用户及微信月活 (百万)	8
图 9: 公司整体及分业务毛利率 (%)	9
图 10: 公司销售费用率及管理费用率 (%)	9

1. 利润表现略好于预期，资本开支显著抬升

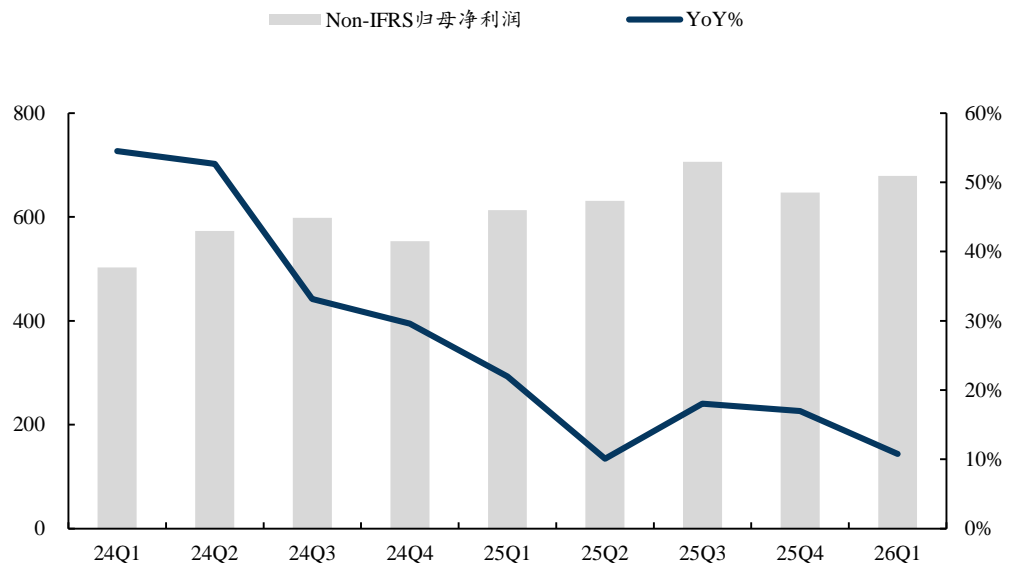
1Q26 公司实现营业收入 1965 亿元，同比+9%，低于彭博一致预期的 1994 亿元；Non-IFRS 归母净利润 679 亿元，同比+11%，略高于彭博一致预期的 678 亿元。同期毛利率同比提升 1pct 至 57%，主要受益于高毛利业务占比提升，部分被 AI 相关设备折旧与运营成本增加所抵消。本季度资本开支为 319 亿元，同比+16%，远高于彭博一致预期的 221 亿元，主要用于支持 AI 相关投入。

图1：公司营业总收入及同比增速（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：公司 Non-IFRS 归母净利润及同比增速（亿元）

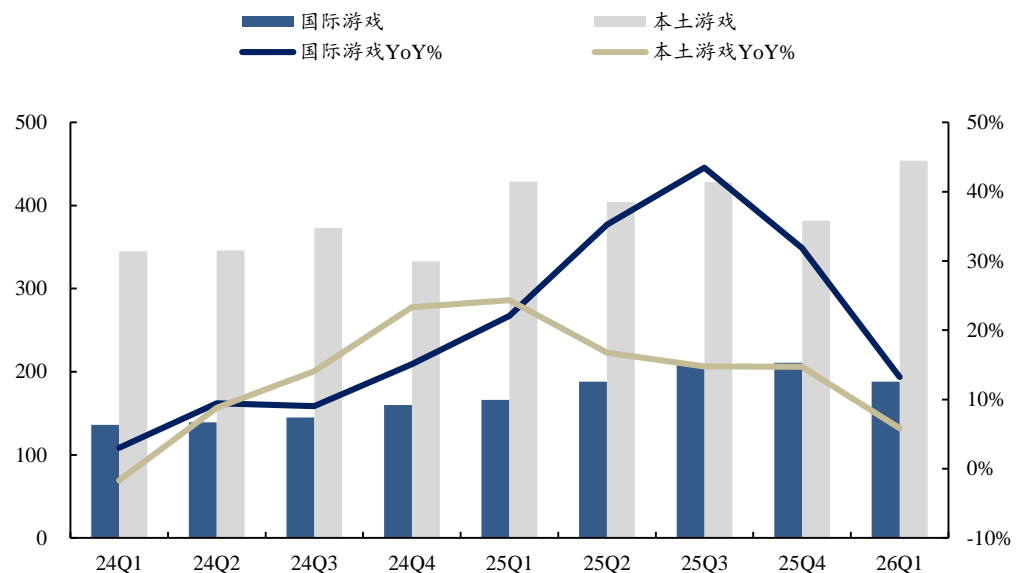


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1. 游戏基本盘稳固，流水表现好于收入确认

1Q26 本土游戏收入 454 亿元，同比+6%，低于彭博一致预期 472 亿元；收入增速落后于流水增长，主要由于 2026 年春节假期比 2025 年更晚，导致更多收入推迟至本季度之后确认；流水同比增长十余个百分点，受益于《王者荣耀》和《和平精英》等长青游戏，以及《三角洲行动》和《无畏契约：源能行动》等新发布游戏推动。国际游戏收入 188 亿元，同比+13%，低于彭博一致预期的 195 亿元；主要受益于《部落冲突：皇室战争》《鸣潮》及《无畏契约》在 PC 端收入的增长。

图3：公司网络游戏收入及同比增速（亿元）

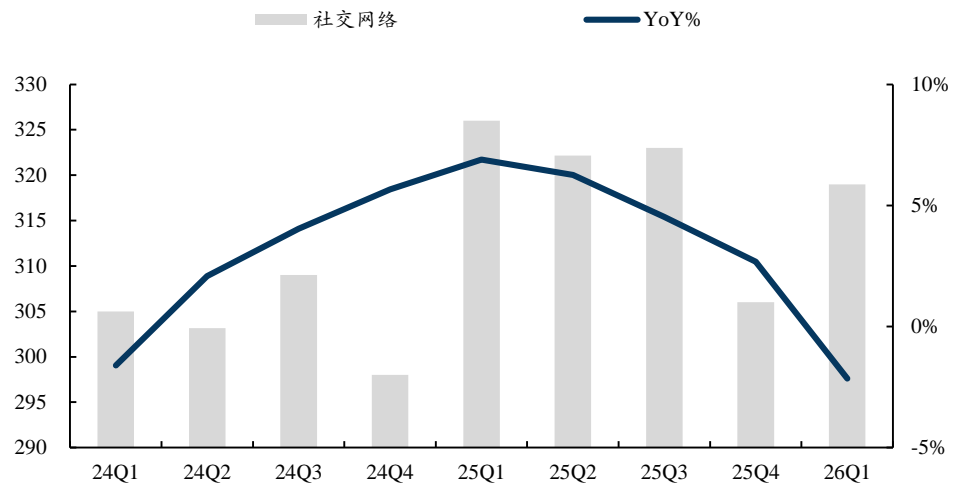


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 社交网络收入确认受递延影响

1Q26 社交网络收入 319 亿元，同比-2%，主要由于 2026 年春节假期较 2025 年更晚，导致本季度确认的本土手机游戏应用道具销售收入较 2025 年第一季度有所减少。

图4: 公司社交网络收入及同比增速 (亿元)

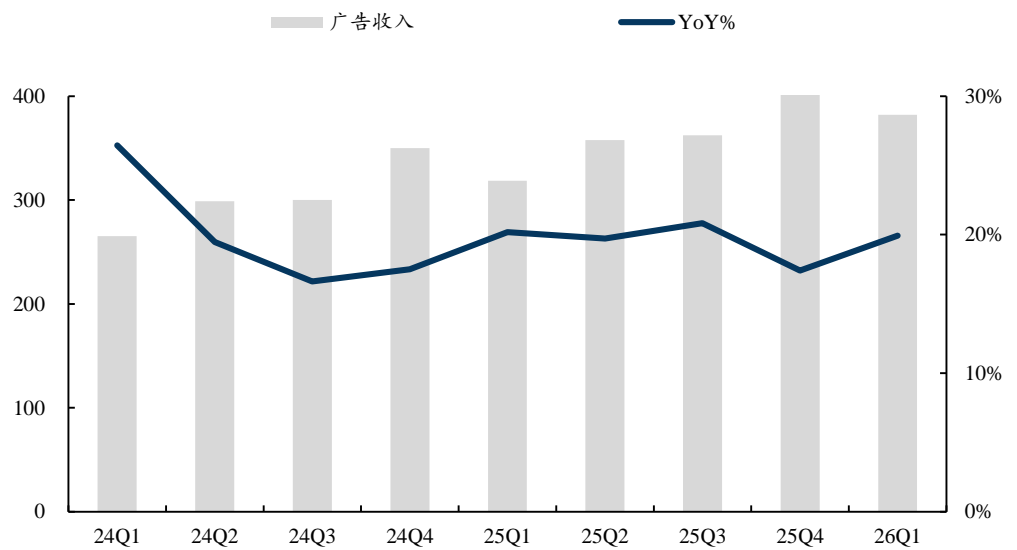


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 广告增长超预期, AI 驱动投放效率提升

1Q26 广告收入 382 亿元, 同比+20%, 高于彭博一致预期的 377 亿元, 主要由于公司升级了基于 AI 的广告推荐模型, 拓展了微信生态系统的闭环营销能力, 从而提升了广告表现并推动广告单价增长。本季度, 大多数主要行业的广告主投放均有所增加, 其中互联网服务、电子商务及游戏行业的增长尤为显著。

图5: 公司广告收入及同比增速 (亿元)



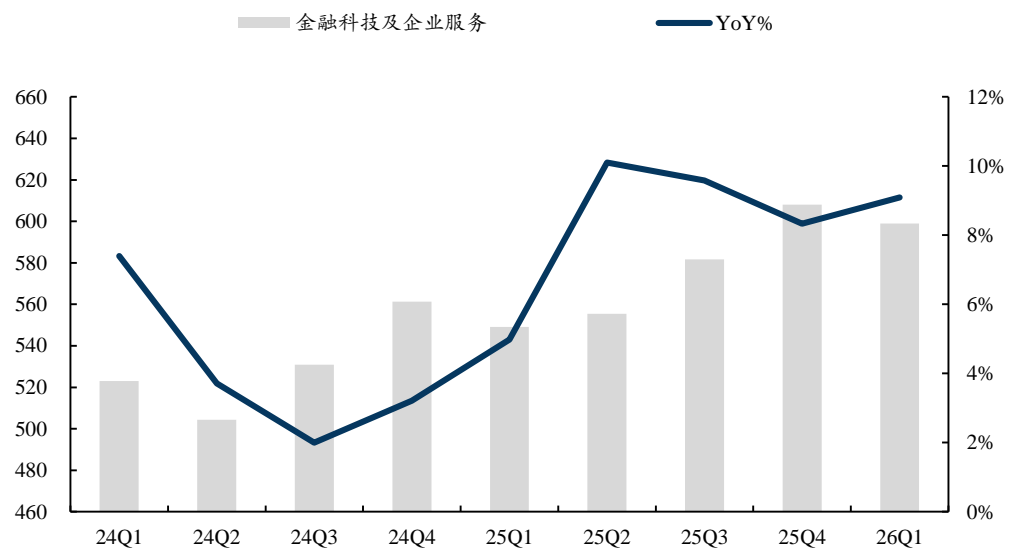
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.4. 金融科技及企业服务增长稳健，AI 产品取得显著突破

1Q26 金融科技及企业服务收入 599 亿元，同比+9%，略低于彭博一致预期的 601 亿元。其中，金融科技服务收入的增长主要受益于商业支付及理财服务收入的提升；企业服务收入同比增长 20%，受益于国内和海外市场需求上升以及更有利的定价环境推动了云服务收入的增长；同时，微信小店交易额的增长也带动了商家技术服务费收入的增长。

本季度 AI 产品取得显著突破，赋能核心业务增长。2026 年 4 月，公司发布了基于重构后的 AI 基础设施构建的 Hy3 preview 大语言模型，在推理、智能体和代码生成能力方面表现优异。自 2026 年 4 月 28 日以来，以 token 消耗量衡量，Hy3 preview 在 OpenRouter 上稳居前列。以日活跃账户数计算，WorkBuddy 已成为中国最受欢迎的效率 AI 智能体服务。同时，公司的核心业务在用户粘性、收入及盈利方面持续增长，不仅为 AI 投入提供了充足的现金流支持，也为 AI 的实际应用奠定了丰富的场景基础。

图6：金融科技及企业服务收入及同比增速（亿元）

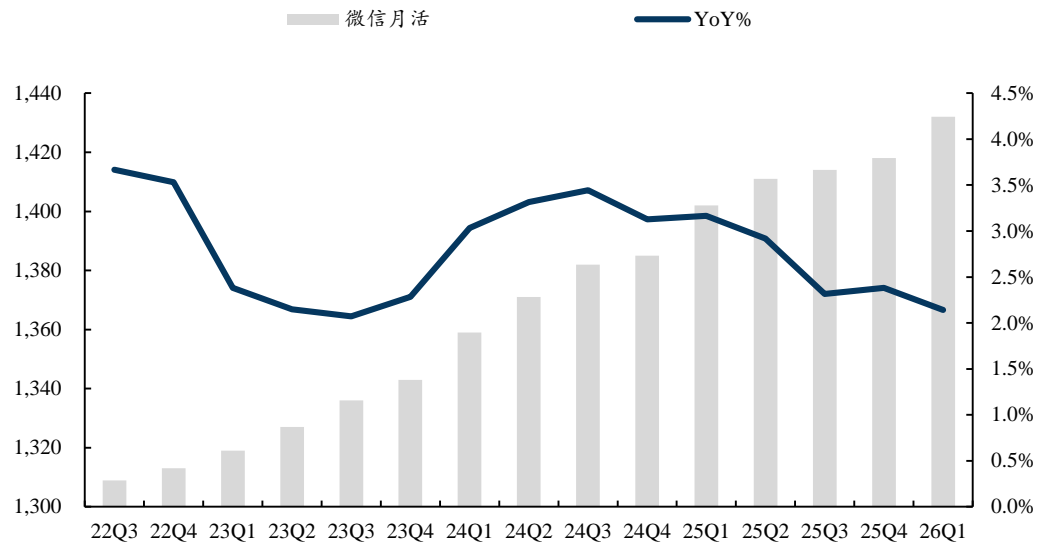


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 微信月活稳步提升，QQ 月活小幅回落

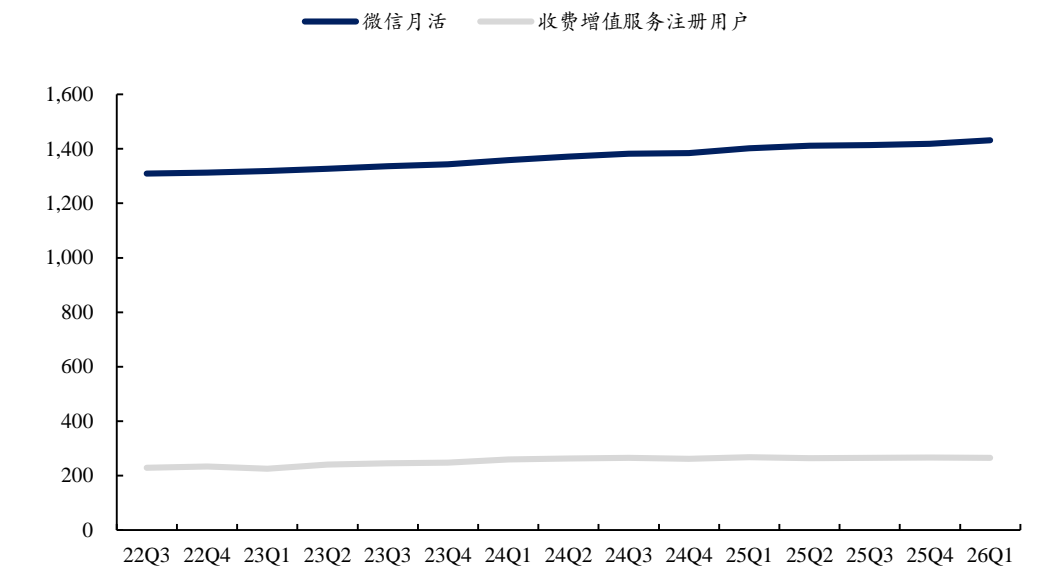
微信（包括海外版 WeChat）合并 MAU 进一步增长，达 14.32 亿（yoy+2%），延续稳健增长趋势；QQ 移动终端 MAU 5.16 亿（yoy-3%），同比小幅回落；收费增值服务注册账户数为 2.66 亿（yoy-1%）。

图7: 微信月活及同比增速 (百万)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图8: 收费增值服务注册用户及微信月活 (百万)



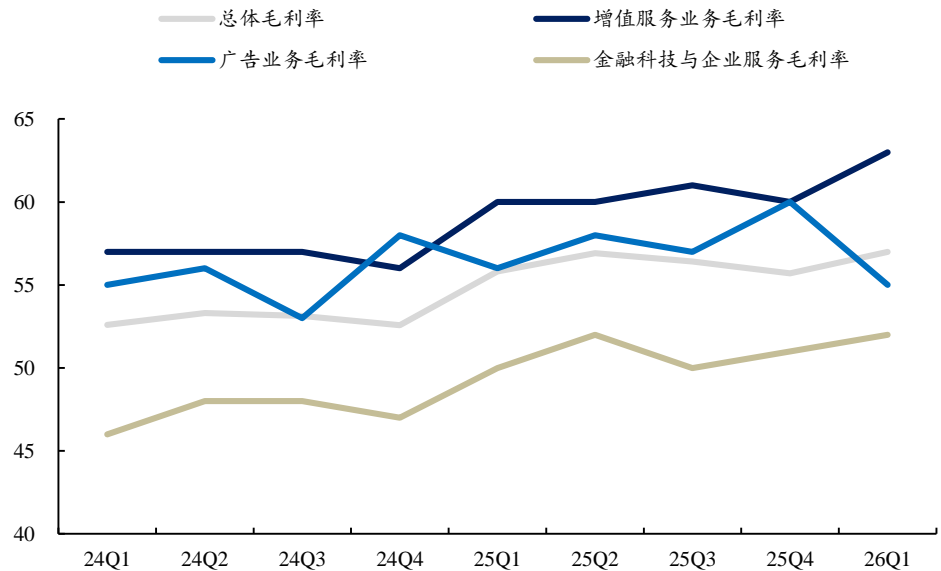
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 毛利率稳中有升, 业务结构持续优化

1Q26 总体毛利率为 57%，同比+1pct，主要受益于高毛利业务占比提升。分具体业务来看，增值服务毛利率为 63%，同比+3pct，主要受益于自主研发游戏收入的增加；广

告业务毛利率为 55%，同比-1pct，主要由于 AI 相关设备折旧与运营成本增加；金融科技及企业服务毛利率为 52%，同比+2pct，主要受益于云服务增长带来的规模效应及金融科技服务收入结构改善。

图9：公司整体及分业务毛利率（%）

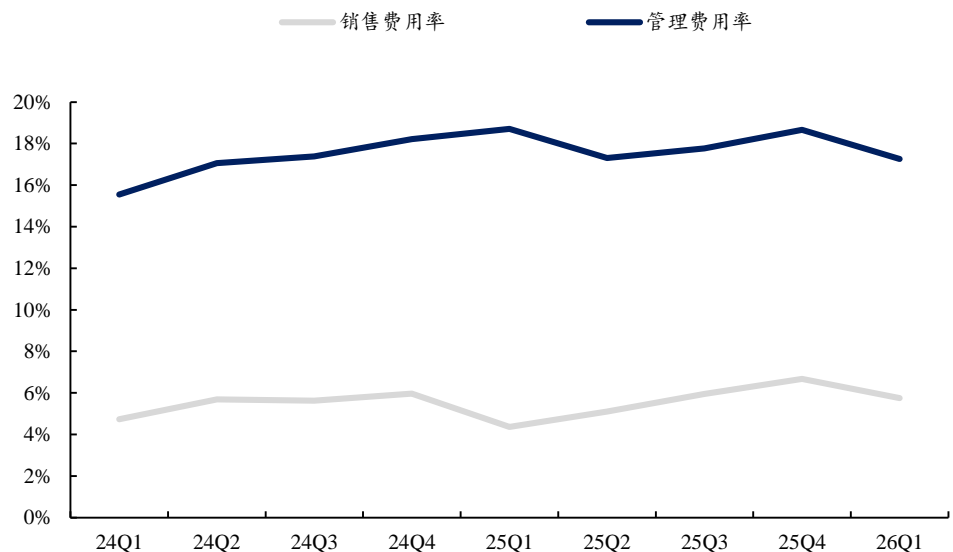


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 费用结构整体可控

1Q26 销售费用为 113 亿，同比+44%，主要由于加大了对 AI 原生应用程序及游戏发展的推广力度；销售费用率为 6%，同比+1pct。同期，管理费用为 339 亿，同比+1%；管理费用率为 17%，同比-1pct。

图10：公司销售费用率及管理费用率（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与评级

考虑 1Q26 收入略低于市场预期，公司 AI 相关运营成本持续抬升，我们将 FY2026-FY2028 归母净利润（Non-IFRS）由 291,841/339,197/371,155 百万元下调为 290,783/330,399/365,263 百万元，对应 2026-2028 年 PE（Non-IFRS）为 12.46/10.96/9.92 倍（港币/人民币=0.87，2026 年 5 月 15 日）。考虑公司核心业务保持较强韧性，AI 赋能逻辑持续兑现，维持公司“买入”评级。

6. 风险提示

政策监管风险；运营数据低于预期；变现节奏低于预期。

腾讯控股三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	595,460.00	689,254.37	779,350.79	871,488.19	营业总收入	751,766.00	831,453.20	913,767.06	995,092.33
现金及现金等价物	141,041.00	169,054.57	186,377.65	201,669.93	营业成本	329,173.00	360,019.23	388,351.00	418,933.87
应收账款及票据	49,930.00	53,120.62	58,379.56	63,575.34	销售费用	41,727.00	54,044.46	59,394.86	64,681.00
存货	530.00	579.67	625.28	674.52	管理费用	136,127.00	151,324.48	164,478.07	179,116.62
其他流动资产	403,959.00	466,499.52	533,968.30	605,568.39	研发费用	85,750.00	95,617.12	105,083.21	114,435.62
非流动资产	1,443,526.00	1,451,702.12	1,493,364.70	1,555,488.13	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	159,575.00	132,287.50	111,143.75	100,571.88	经营利润	244,739.00	266,065.02	301,543.13	332,360.84
商誉及无形资产	223,366.00	205,699.02	205,565.43	211,458.56	利息收入	16,909.00	11,283.28	13,524.37	14,910.21
长期投资	348,712.00	380,711.00	420,393.00	461,385.67	利息支出	15,130.00	11,642.16	11,317.16	10,747.16
其他长期投资	636,376.00	646,376.00	656,376.00	666,376.00	其他收益	30,731.00	47,584.26	51,914.16	56,331.47
其他非流动资产	75,497.00	86,628.60	99,886.52	115,696.02	利润总额	277,249.00	313,290.40	355,664.50	392,855.36
资产总计	2,038,986.00	2,140,956.49	2,272,715.49	2,426,976.32	所得税	47,448.00	56,392.27	64,019.61	70,713.96
流动负债	412,751.00	450,375.97	457,104.40	474,442.21	净利润	229,801.00	256,898.13	291,644.89	322,141.39
短期借款	42,618.00	52,618.00	55,618.00	58,618.00	少数股东损益	4,959.00	5,137.96	5,832.90	6,442.83
应付账款及票据	131,669.00	140,007.48	145,631.63	157,100.20	归属母公司净利润	224,842.00	251,760.17	285,811.99	315,698.57
其他	238,464.00	257,750.49	255,854.78	258,724.01	EBIT	275,470.00	313,649.28	353,457.29	388,692.31
非流动负债	385,170.00	360,229.70	324,664.03	299,673.13	EBITDA	382,202.70	448,603.76	464,734.63	483,371.05
长期借款	334,573.00	304,573.00	274,573.00	244,573.00	Non-IFRS	259,626.00	290,782.99	330,398.66	365,263.24
其他	50,597.00	55,656.70	50,091.03	55,100.13					
负债合计	797,921.00	810,605.67	781,768.43	774,115.34					
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	86,913.00	5,137.96	5,832.90	6,442.83	每股收益(元)	24.64	27.59	31.33	34.60
归属母公司股东权益	1,154,152.00	1,325,212.86	1,485,114.16	1,646,418.15	每股净资产(元)	126.55	145.25	162.78	180.46
负债和股东权益	2,038,986.00	2,140,956.49	2,272,715.49	2,426,976.32	发行在外股份(百万股)	9,123.52	9,123.52	9,123.52	9,123.52
					ROIC(%)	15.21	15.56	16.52	16.88
					ROE(%)	19.48	19.00	19.25	19.17
					毛利率(%)	56.21	56.70	57.50	57.90
					销售净利率(%)	29.91	30.28	31.28	31.73
					资产负债率(%)	39.13	37.86	34.40	31.90
					收入增长率(%)	13.86	10.60	9.90	8.90
					净利润增长率(%)	15.85	11.97	13.53	10.46
					P/E	16.11	14.39	12.67	11.48
					P/B	3.14	2.73	2.44	2.20
					EV/EBITDA	13.05	8.49	8.10	7.70

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2026年5月15日的0.87,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>