



腾讯 (700.HK): 广告业务亮眼, AI 布局奋力追赶

收入不及市场预期: 公司 1Q26 收入为人民币 1965 亿元, 同比增长 9%, 低于市场预期 1.5%, 主要由于游戏业务增速有所放缓; 毛利率 57%, 同比和环比均提升约 1 个百分点; 调整后净利润 679 亿元, 同比增长 11%, 基本符合市场预期; 调整后净利润率 34.6%, 同比改善 0.5 个百分点。

游戏增速放缓, 新游略令人失望: 1Q26 本土市场游戏收入同比增长 6% 至 454 亿元, 增速有所放缓, 而本土游戏流水仍录得同比双位数增长。收入增速滞后于流水增速, 主要由于 2026 年春节假期晚于 2025 年, 导致更多收入递延至一季度之后确认。一季度递延收入同比增长 15%, 相对健康。国际游戏收入同比增长 13% 至 188 亿元, 增速也较上季度的 32% 大幅放缓。新游方面, 《王者荣耀世界》四月上线后, 开局表现略令人失望, 未能跻身畅销榜前列。

广告增速回升, AI 资本开支环比大幅增加: 1Q26 广告收入 382 亿元, 同比增长 20%, 增速环比回升, 网服、电商和游戏等主要行业投放均有所增长。AI 为广告业务持续注入活力, 公司优化 AI 驱动的广告精准定向能力, 持续提升广告点击率和转化率。视频号总用户使用时长同比增长超 20%。金融科技及企业服务收入 599 亿元, 同比增长 9%, 其中, 得益于 AI 相关云服务的需求增加, 企业服务收入表现出色, 同比增长 20%。腾讯持续加大 AI 布局, 一季度资本开支 320 亿元, 较上季度 196 亿元环比大幅提升。一季度销售费用同比增长 44%, 销售费率上升 1.4 个百分点, 主要是因为 AI 应用和新游戏推广增加。一季度调整后经营盈利同比增长 9%, 若剔除新 AI 产品 (Hy、元宝、CodeBuddy、WorkBuddy 及 Qclaw 等) 投入, 则同比增长 17%。

维持“买入”评级并调整目标价至 580 港元: 我们略微调整公司 2026E 收入至人民币 8314 亿元, 调整目标价至 580 港元, 对应 2026E 年 16.5x P/E。我们认为, AI 有助于加速应用端爆发, 推动腾讯价值重估, 维持“买入”评级。

投资风险: 宏观消费不确定性; 竞争激烈。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY26E
营业收入	660,257	751,785	831,427	906,527	986,930
经营利润	211,972	241,581	268,702	295,173	325,159
调整后净利润	212,831	263,174	284,121	306,015	330,131
调整后目标 PE (x)			16.5	15.3	14.2

E=浦银国际预测, 资料来源: Bloomberg、浦银国际

赵丹

首席科技分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

科技分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2026 年 5 月 14 日

评级

买入

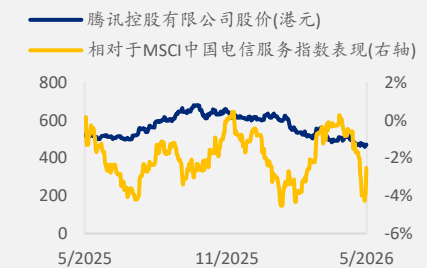
目标价 (港元)	580
潜在升幅/降幅	+25%
目前股价 (港元)	462.6
52 周内股价区间 (港元)	454-683
总市值 (百万港元)	4,279,985
近 3 月日均成交额 (百万港元)	13,523

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



注: 截至 2026 年 5 月 13 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
收入	660,257	751,785	831,427	906,527	986,930
收入成本	(311,011)	(329,173)	(362,592)	(389,254)	(419,973)
毛利	349,246	422,612	468,834	517,272	566,957
销售费用	(36,388)	(41,727)	(46,939)	(49,859)	(54,281)
管理费用	(112,761)	(136,127)	(154,446)	(172,240)	(187,517)
其他费用	11,875	(3,177)	1,253	-	-
经营盈利	211,972	241,581	268,702	295,173	325,159
利息收入	(225)	1,779	4,046	4,000	4,000
其他收益	29,738	33,908	29,548	29,548	29,548
除税前盈利	241,485	277,268	302,296	328,721	358,707
所得税开支	(45,018)	(47,448)	(55,678)	(59,170)	(64,567)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	196,467	229,820	246,618	269,551	294,140
少数股东权益	2,394	4,959	4,299	4,729	5,202
本公司权益持有人	194,073	224,861	242,319	264,822	288,938
调整后净利润	212,831	263,174	284,121	306,015	330,131

现金流量表

人民币百万	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
净利润	194,073	224,861	242,319	264,822	288,938
折旧与摊销	56,213	66,028	82,164	91,061	100,704
营运资金变动	21,881	16,484	(4,833)	(6,335)	(5,986)
其他非现金调整	(13,646)	(4,321)	-	-	-
经营活动现金流	258,521	303,052	319,650	349,549	383,656
资本性支出	(89,321)	(112,881)	(124,169)	(136,586)	(150,245)
投资	(39,690)	(38,710)	(100,000)	(100,000)	(100,000)
其他投资活动	6,824	(54,141)	-	-	-
投资活动现金流	(122,187)	(205,732)	(224,169)	(236,586)	(250,245)
借款	(20,689)	52,706	(10,000)	(10,000)	(10,000)
股本	(129,258)	(108,126)	(54,063)	(54,063)	(54,063)
其他融资活动	(26,547)	(31,735)	-	-	-
融资活动现金流	(176,494)	(87,155)	(64,063)	(64,063)	(64,063)
汇兑收益及其他	359	(1,643)	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	(39,801)	8,522	31,418	48,900	69,348
期初的现金及现金等价物	172,320	132,519	141,041	172,459	221,359
期末的现金及现金等价物	132,519	141,041	172,459	221,359	290,707

资产负债表

人民币百万	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
固定资产	92,487	159,575	176,854	195,582	215,961
无形资产	219,244	228,338	253,063	279,861	309,022
投资	804,774	912,509	912,509	912,509	912,509
其他非流动资产	168,310	143,104	143,104	143,104	143,104
非流动资产合计	1,284,815	1,443,526	1,485,531	1,531,056	1,580,596
应收账款	149,247	161,200	178,277	194,380	211,620
投资	205,890	281,511	381,511	481,511	581,511
存货	440	530	584	627	676
现金及现金等价物	132,519	141,041	172,459	221,359	290,707
其他流动资产	8,084	11,178	11,178	11,178	11,178
流动资产合计	496,180	595,460	744,009	909,055	1,095,692
资产总额	1,780,995	2,038,986	2,229,540	2,440,110	2,676,289
母公司股东权益	973,548	1,154,152	1,342,408	1,553,168	1,788,043
少数股东权益	80,348	86,913	86,913	86,913	86,913
权益总额	1,053,896	1,241,065	1,429,321	1,640,081	1,874,956
长期借款	277,107	334,573	334,573	334,573	334,573
其他非流动负债	53,083	50,597	50,597	50,597	50,597
非流动负债合计	330,190	385,170	385,170	385,170	385,170
应付账款及票据	127,335	121,127	133,424	143,235	154,539
借款	52,885	42,618	32,618	22,618	12,618
其他流动负债	216,689	249,006	249,006	249,006	249,006
流动负债合计	396,909	412,751	415,048	414,859	416,163
负债总额	727,099	797,921	800,218	800,029	801,333
权益及负债总额	1,780,995	2,038,986	2,229,540	2,440,110	2,676,289

主要财务比率

	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
盈利增速					
营业收入增速	8.4%	13.9%	10.6%	9.0%	8.9%
毛利润增速	19.2%	21.0%	10.9%	10.3%	9.6%
经营利润增速	27.8%	14.0%	11.2%	9.9%	10.2%
净利润增速	66.4%	17.0%	7.3%	9.3%	9.1%
调整后净利润增速	35.0%	23.7%	8.0%	7.7%	7.9%
盈利能力比率					
毛利率	52.9%	56.2%	56.4%	57.1%	57.4%
经营利润率	32.1%	32.1%	32.3%	32.6%	32.9%
净利率	29.4%	29.9%	29.1%	29.2%	29.3%
调整后净利率	32.2%	35.0%	34.2%	33.8%	33.5%
每股指标 (元)					
EPS	20.6	24.3	26.4	28.9	31.5
调整后EPS	22.6	28.5	31.0	33.4	36.0
估值 (倍)					
调整后目标P/E			16.5	15.3	14.2
目标P/S			5.5	5.1	4.7

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：浦银国际目标价：腾讯（700.HK）

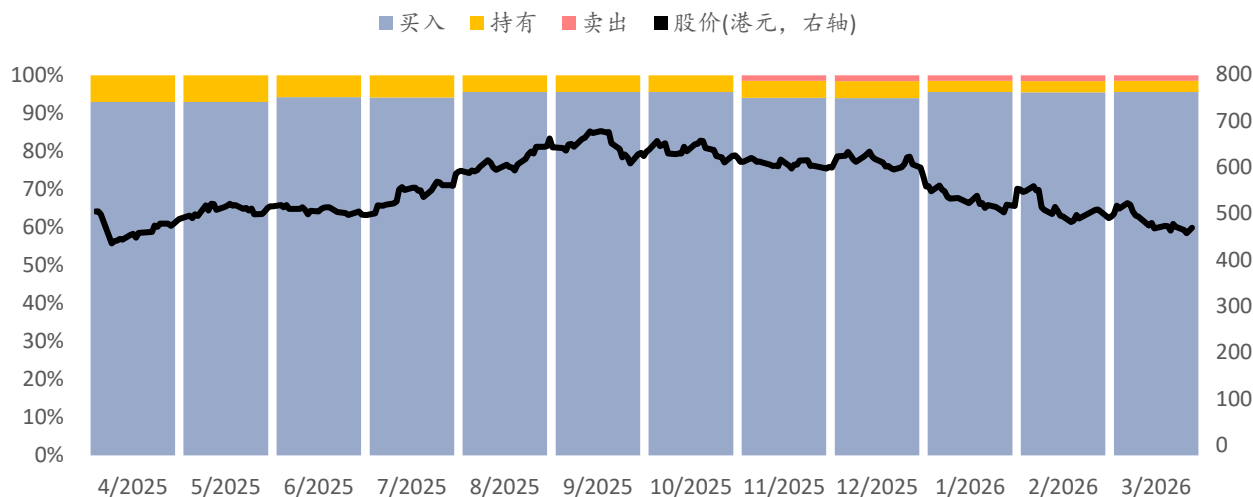


注：截至 2026 年 5 月 13 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

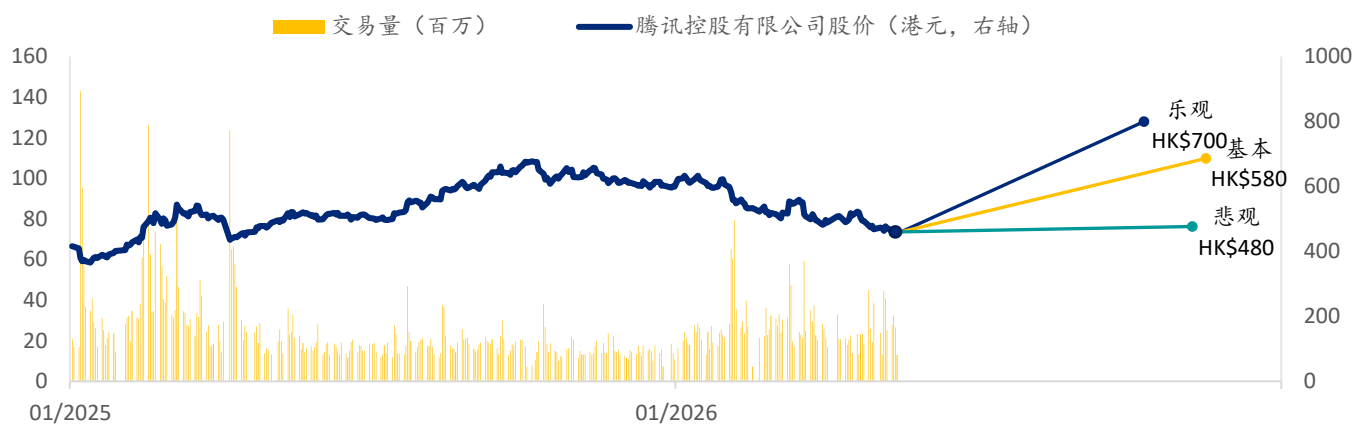
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3: 腾讯 (700.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 腾讯 (700.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入好于预期

目标价: 700 港元

概率: 20%

- 游戏表现优于预期;
- 广告增长优于预期;
- AI 模型及应用得到突破。

悲观情景: 公司收入不及预期

目标价: 480 港元

概率: 20%

- 游戏表现弱于预期;
- 广告增长不及预期;
- AI 投入影响利润率表现。

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

