

买入

2026年5月26日

AI 应用多场景实现商业化兑现，战略化布局筑牢智能体生态

► **2026Q1 业绩稳健增长，AI 新产品投入持续加大：**AI 商业化全面兑现，游戏流水同比增十几个百分点、广告增速 20%超行业、云持续规模化盈利。2026Q1 公司收入 1,965 亿元，同比+9%/环比+1%；归母净利润 581 亿元，同比+21%；Non-IFRS 归母净利润 679 亿元，同比+11%。若剔除新 AI 产品，Non-IFRS 经营盈利 844 亿元，同比+17%，经营利润率由 39.9%提升至 43.0%。Q1 资本支出 319 亿元，同比+16%，新 AI 产品投入持续加大，Hy3 preview 模型在 OpenRouter token 消耗榜稳居前列。

► **Q1 长青游戏流水创新高，新游表现强劲：**2026Q1 本土游戏收入 454 亿元，同比+6%，流水同比增十几个百分点（因春节较晚致收入递延）。《王者荣耀》《和平精英》《三角洲行动》流水创新高，新游《洛克王国：世界》首月 DAU 超 1,300 万。国际游戏收入 188 亿元，同比+13%，由《皇室战争》《鸣潮》及《无畏契约》PC 端带动。AI 加速应用于 3D 资产、智能 NPC 等研发环节。

► **AI 赋能营销服务加速增长，视频号与微信搜索持续扩容：**2026Q1 营销服务录得收入 382 亿元，同比上升 20%（较 2025Q4 的 17%进一步提速），受益于 AI 广告推荐模型升级及视频号广告库存扩增。AIM+自动化投放赋能广告主约 30%投放金额，在小游戏、短剧和微信小店广告主中广泛应用。视频号用户使用时长同比增长超 20%，微信搜索查询量同比增长超 25%，商业化潜力持续释放。微信小店交易额快速增长，品牌商家 GMV 同比翻三倍。

► **Q1 金融科技与企业服务全面增长：**2026Q1 金融科技和企业服务收入 599 亿元，同比增长 9%。金融科技服务由商业支付及理财服务增长驱动，支付金额同比增速较 2025Q4 提升，理财服务平均每用户资产及用户数同比增长。企业服务同比增长 20%，国内与海外 AI 相关需求旺盛及定价环境改善共同推动云服务增长，微信小店交易额上升带动技术服务费增长。腾讯云国际业务收入同比增长超 40%，全球可用区扩展至 65 个。WorkBuddy 已成为中国最受欢迎的效率 AI 智能体服务。

► **目标价 780 港元，买入评级：**综合分析，我们考虑到公司各项业务利润率改善均超预期，公司加大 AI 投资力度，并采用多模型战略赋能在多个消费端应用和存量业务，预计其核心业务将保持稳健增长态势。鉴于 AI 应用及商业化进度超预期，我们调整了各个业务的估值倍数。收入和经营利润预测采用 2026 年的预测数据，计算得出目标价为 780 港元，较上一收盘价有 77.64% 上升空间，维持买入评级。

李京霖

+852 25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

吕彦辛

+852 25321539

Alexandra.lyu@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT
股价	441.4 港元
目标价	780 港元 (+77.64%)
股票代码	700
已发行股本	91.4 亿股
市值	4.01 万亿港元
52 周高/低	677.7/432 港元
每股净资产	140.1 元人民币
主要股东	Naspers Ltd (23.05%) 马化腾 (7.87%) Vanguard (2.98%) Blackrock (2.68%) 挪威银行 (1.36%)

盈利摘要

2026/21/05	24年实际	25年实际	26年预测	27年预测	28年预测
总营业收入 (人民币百万元)	660,257	751,766	835,812	919,748	995,273
变动	8.41%	13.86%	11.18%	10.04%	8.21%
经调整净利润	222,703	259,626	285,928	324,229	354,639
变动	41.23%	16.58%	10.13%	13.40%	9.38%
经调整每股盈利 (人民币元)	23.67	28.09	31.05	35.40	38.93
变动	44.25%	18.65%	10.54%	14.01%	9.98%
股息	4.50	5.30	5.90	6.20	6.50
市盈率439港元 (估)	16.23	13.68	12.37	10.85	9.87

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



业绩概览：2026Q1 业绩

2026Q1 公司实现收入 1,965 亿元，同比增长 9%。扣除股权激励和投资收益等后，Non-IFRS 归母净利润 679 亿元，同比增长 11%。剔除新 AI 产品（Hy、元宝、CodeBuddy、WorkBuddy 及 QClaw）影响，Non-IFRS 经营盈利 844 亿元，同比增长 17%，经营利润率由去年同期的 39.9%提升至 43.0%。

2026Q1 增值服务收入 961 亿元，同比增长 4%。

(1) 2026Q1 社交网络收入同比下降 2%至 319 亿元，主因春节较晚导致本土手游道具销售收入确认减少。长视频订阅收入同比降 2%，因排期减少致独家顶级剧集发布较少；动漫领域保持领先，Q1 有八部自制作品进入全行业前十。音乐订阅收入同比增长 7%，由 ARPU 与付费会员数双升驱动。视频号总用户使用时长同比增超 20%，受益于推荐模型扩展与算法优化。微信搜索查询量同比增超 25%，受益于大模型驱动的排序及更广的 AI 搜索覆盖。

(2) Q1 本土游戏收入 454 亿元，同比增 6%，增速滞后于流水（同比增十几个百分点），因春节较晚致部分收入递延确认。增长得益于《王者荣耀》《和平精英》等长青游戏流水创新高，以及《三角洲行动》（已列入长青游戏）、《无畏契约：源能行动》等新游推动。新游《洛克王国：世界》首月平均 DAU 超 1,300 万。国际游戏收入 188 亿元，同比增 13%（固定汇率下增 14%），由《部落冲突：皇室战争》、《鸣潮》及《无畏契约》PC 端带动。

2026Q1 营销服务收入 382 亿元，同比增 20%（2025Q4 为 17%），受益于电商合作深化及视频号广告库存扩增。升级 AI 广告推荐模型并扩展微信生态闭环营销，提升了广告效果与单价。主行业广告主投放均增，互联网、电商和游戏行业尤甚。腾讯营销 AIM+赋能约 30%的投放金额，广泛应用于小游戏、短剧和微信小店。视频号广告曝光量随用户时长、观看量及广告负载提升快速增长；小程序内容消费吸引了小游戏和短剧工作室投入。微信小店交易额维持快速增长。

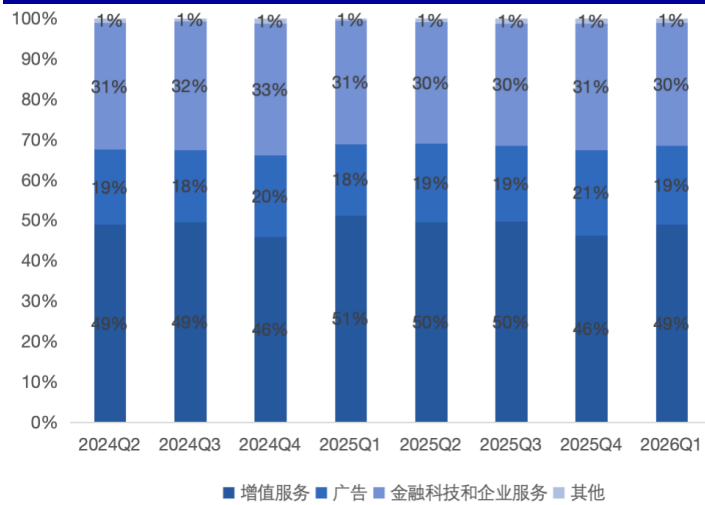
2026Q1 金融科技和企业服务收入 599 亿元，同比增长 9%。金融科技受商业支付及理财服务驱动，商业支付金额增速较 2025Q4 提升，受益于笔数增长及零售餐饮等笔均金额上升；理财平均每用户资产及用户数同比增。企业服务收入同比增 20%，海内外需求（含 AI 服务）提升及定价改善推动云收入增长，微信小店带动商家技术服务费增长。腾讯云国际业务收入同比增超 40%，全球可用区达 65 个。AI 需求推动腾讯云 GPU、CPU 和存储收入同比增长。

2026Q1 毛利率为 57%，同比、环比均增 1 个百分点。其中增值服务毛利率同比升 2.4 个百分点至 62.6%，受益于自研高毛利游戏贡献提升；营销服务毛利率同比升 5.4 个百分点至 57.7%，受视频号等高毛利收入支撑；金融科技与企业服务毛利率同比升 4.1 个百分点至 55.0%，受益于云规模扩大、结构改善及效率提升。

2026Q1 销售及推广开支同比增 44%至 113 亿元，主因加大 AI 原生应用及游戏推广。一般行政开支 338 亿元。资本开支 319 亿元，同比增 16%，主因加大 AI 基础设施投入。总现金 5,337 亿元，同比增 12%；自由现金流 567 亿元，同比增 20%；现金净额 1,469 亿元，同比增 63%。

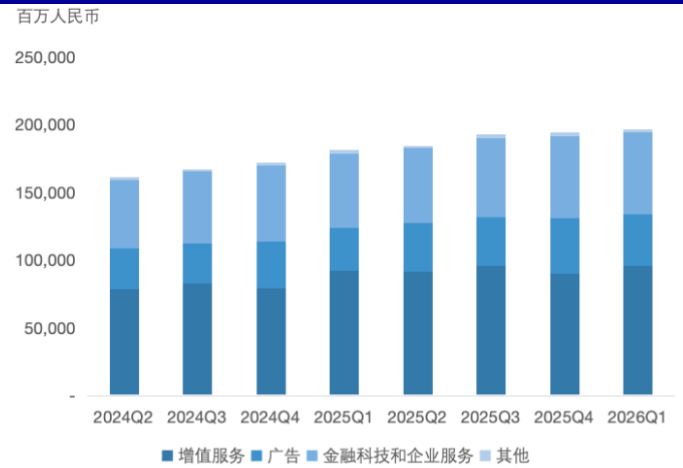
股东回报上，2026Q1 公司于港交所回购约 1,265 万股，涉资约 76 亿港元。鉴于 AI 高回报投入机会，管理层预计 2026 年回购规模低于 2025 年（全年 800 亿港元），视 AI 投入节奏而定；股息随利润增长提升，2026 年拟派息 480 亿港元（每股 HK\$5.30，同比+18%）。

图表 1：公司收入结构



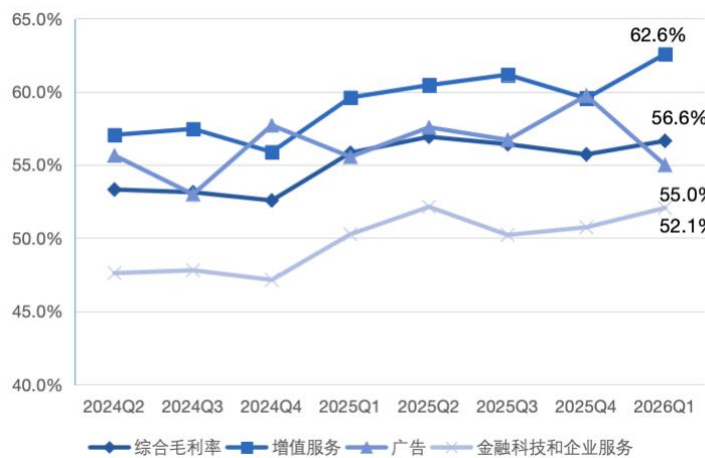
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 2：公司季度收入增长（百万元）



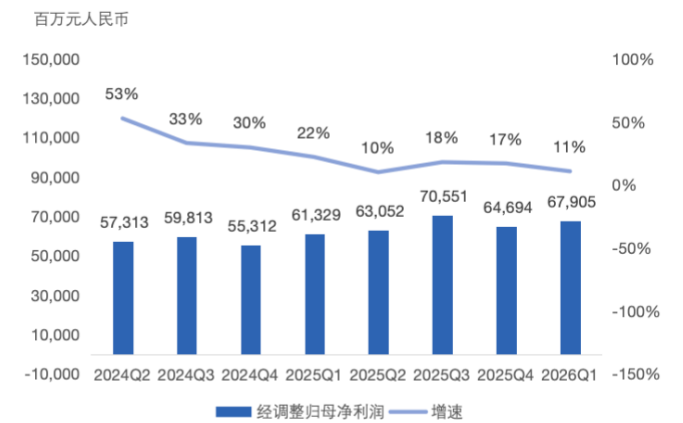
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 3：公司毛利率水平



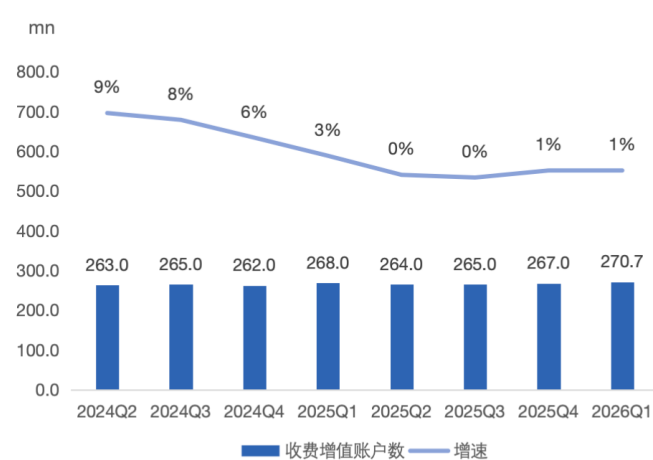
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 4：经调整归母净利润（百万元）



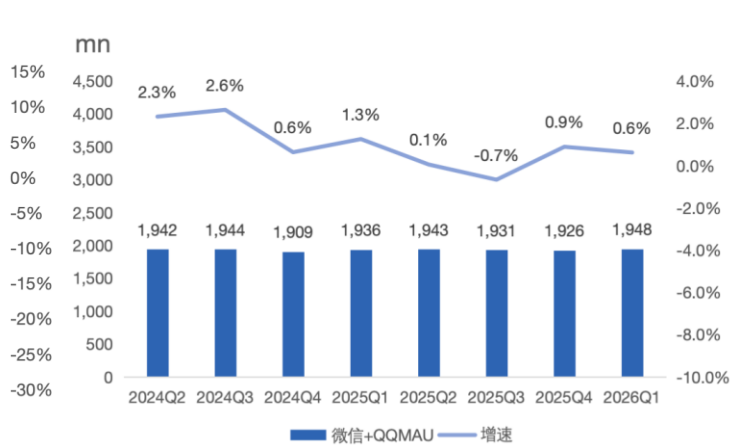
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 5：增值服务账户数（百万）



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 6：微信和 QQ MAU（百万）



资料来源：公司资料，第一上海整理

腾讯 AI 战略专题分析：从混元 Hy3、WorkBuddy 到腾讯云的 Agent 突围

腾讯 AI Agent 战略全景分析：从混元基座到微信生态的系统布局

我们综合管理层 2026 年第一季度业绩说明会披露、行业专家调研及公司对外公开的产品与组织动态等信息，对腾讯 AI 战略在 2026 年的关键变化与市场主要分歧点进行如下系统梳理，并给出我们的判断。

战略基调：从"DAU 之争"转向"高价值用例之争"

从 DAU 之争转向高价值用例之争，AI 投入沿效率赋能与生产力 Agent 双主线展开

理解腾讯 2026 年 AI 投入逻辑的前提，是识别一个底层范式变化：移动互联网时代用户规模与货币化高度同构，新增用户的边际服务成本接近零，注意力天然可被广告体系定价；而生成式 AI 时代每一次模型调用都对应 HBM、电力与机柜的真实消耗，DAU 在收入端的弹性减弱，但在成本端形成实质性负担。这意味着传统的"用户规模即估值"映射不再自动成立——增长是否创造价值，取决于该用户是否落在具有付费能力或高频商业化的场景。

管理层在业绩沟通中将这一点说得相当直接：腾讯感受到的真正竞争压力来自抖音的注意力变现池而非豆包等通用 ChatBot——抖音 7-8 亿 DAU、日均使用时长超 2 小时，是高密度的广告库存；中国头部 ChatBot 应用 DAU 一亿量级、日均时长不足 10 分钟，使用形态接近高成本搜索引擎，但尚未走通广告变现路径。基于 QuestMobile 数据与字节自身披露的日 Token 调用量反推，豆包平均每位 DAU 日均消耗约 120 万 Token，与其当前变现规模并不匹配。

围绕这一基调，管理层给出了三句关键判断，可视为腾讯 AI 战略的决策原则：

1. "按产品生命周期管理投资，不按季度管理"——短周期投入（广告 GPU）与长周期投入（基础模型训练）并行，不以单季利润率波动作为投入收敛信号；
2. "AI 时代必须找到高价值用例"——每个 DAU 都有真实算力成本，不能盲目追逐 DAU；
3. "今天设定目标，12 个月后上下方向都可能差出一个数量级"——管理层明确拒绝给出 ARR 目标，聚焦产品本身的正确性，而非财务承诺。

这一基调直接决定了腾讯 2026Q1 的资本配置优先级：AI 广告投放系统（AIM+ 仅覆盖约 30% 的投放金额，剩余 70% 仍在排队接入）、企业服务（云国际业务同比 +40%，GPU 优先服务于内部旗舰业务线）、本土游戏（AI 在内容生产端的复用推动《王者荣耀》单季流水创历史新高）。每一项的边际 ROIC 都显著高于"在通用 ChatBot 赛道继续追加 DAU"。我们认为，这是腾讯与字节跳动、阿里在 AI 战略上分化的根本起点：腾讯不再以资本开支换取通用对话 ChatBot 的 DAU 份额，其 AI 投入将沿"已有高价值场景的效率赋能"与"生产力 Agent"两条主线展开。

NEW AI 主线之一：生产力 Agent 三件套，对标 Anthropic 路径

腾讯在 NEW AI 的产品布局上做出了与市场预期明显不同的选择——不再聚焦"中国版 ChatGPT"，而是直接对标 Anthropic 的生产力 Agent 路径。

生产力 Agent 三件套对标 Anthropic 路径，CodeBuddy+WorkBuddy+QClaw 形成 AI 生产力闭环

支撑这一判断的行业事实是：Anthropic 单凭 Claude Code 一个产品跑出 25 亿美元 ARR，整体公司年化收入冲至 300 亿美元、估值 3,800 亿美元，增长曲线已经超越 OpenAI。其底层逻辑是——开发者群体是对交付质量要求最高、付费意愿最强、复购最稳定的高价值用户群，最愿意为高质量的 Agentic Coding 能力付费。

腾讯对应的产品布局是 CodeBuddy + WorkBuddy + QClaw 三件套，覆盖开发者→知识工作者→通用操控全场景，形成 AI 生产力闭环：

图表 7：腾讯产品布局

<p>CodeBuddy AI 编程助手 开发者向</p>	<p>产品形态 插件版：VS Code/JetBrains/Code 等 CodeBuddy IDE：产设研一体，对话即编程 CodeBuddy CLI：命令行自然语言驱动 Figma 设计稿→前端/后端代码一键转换 支持 200+ 语言·混元+DeepSeek 双引擎</p>	<p>核心能力 行级/跨文件/函数级代码补全 自然语言生成·解释·审查·修复代码 自动生成单元测试 企业知识库 RAG 接入 >50% 新增代码由 AI 辅助生成(内部)</p>	<p>关键数据 内部 1.2万+工程师使用(覆盖 85-90%) 周活 > 5万 外部 MAU > 200万 (2026.03) 月访问量近 800万·环比 +350%</p>
<p>WorkBuddy AI 办公智能体 全员向</p>	<p>定位与架构 AI 原生桌面 Agent 工作台 自主思考→拆解任务→执行→交付成果 基于 CodeBuddy 同源架构打造 多 Agent 并行·内置 MCP 协议 混元/DeepSeek 等模型切换</p>	<p>核心能力 一句话下达任务·自动拆解执行 本地文件操作：Excel/发票/批量处理 内容生成：报告/周报/PPT/技术文档 远程控制：微信/企微/QQ 发指令→PC 执行 Skills 扩展·联网深度研究</p>	<p>关键数据 中国 PC 端 AI 办公智能体 DAU #1 (1Q26 财报确认) MAU ~ 885 万(量子位智库) 活跃用户留存率 60%+ 付费用户留存率 80%+</p>
<p>QClaw GUI Agent</p>	<p>AI 通用计算机操控 Agent 与 WorkBuddy 互补：WorkBuddy 操作办公软件(更安全可控) QClaw 操控浏览器与真实世界基础设施 开源·与 CodeBuddy/WorkBuddy 形成 AI 生产力三件套</p>		

资料来源：公司资料、第一上海

三件套底层为完全打通的同一套技术栈，企业即便同时使用多套平台，数据与技术研发层面仍为统一体系，并可基于统一模型入口结合行业理解为不同角色提供针对性调优。管理层在业绩沟通中明确——“早期采用者高频使用 → 发现互补软件/服务 → 付费转化提升 → Token 消耗上升 → 腾讯云收入上升”的正反馈飞轮已经启动，“近几周”腾讯云 Token 消耗在快速增长。

管理层对腾讯对标路径的表述：“AI 历史上最大的演进是 Anthropic 在 Agentic Coding 能力上的突破。在西方这一突破是通过 Claude 发生的，而不是通过 ChatGPT；在中国这一突破是通过 CodeBuddy、WorkBuddy 及类似服务发生的，而不是通过豆包。”

我们认为，生产力 Agent 赛道与通用 ChatBot 在商业模式上存在根本差异：前者是 Token 经济（按使用付费、价值与价格强对齐），后者是免费流量转付费订阅生意（用户对订阅价格敏感、赢家通吃概率低）。腾讯在企业级生产力工具上的历史积累（QQ 会员、腾讯会议、企业微信、腾讯文档）使其在 Agent 的留存、付费转化与企业渠道侧具备显著的延续性优势。

NEW AI 主线之二：微信 Agent 的“高覆盖+低密度”入口策略

微信 AI 的战略定位在管理层近期沟通中得到进一步澄清——它不是“中国版 ChatGPT 入口”的竞争者，其角色更接近于“AI 时代的腾讯会议+企业微信”。

管理层用“腾讯会议 vs 钉钉”做类比：钉钉将视频会议功能整合进 OA 套件，腾讯内部也曾有团队希望推出对位产品，但最终选择差异化路径，让腾讯会议在“轻

微信 Agent 采取高覆盖+低密度分布式入口策略，依托 14.32 亿 MAU 社交网络与 400 万+小程序生态

量、独立、跨企业”的定位上长成行业领先者。微信 Agent 的战略同样如此——不复制豆包、Quark 等 ChatBot 的形态，而是依托 14.32 亿 MAU 的社交网络与 400 万+ 小程序生态，将 Agent 能力以分布式的方式嵌入到既有的高频微信场景中。

值得特别强调的是——WXG（微信事业群）拥有独立训练的 WeLM 基座，与 TEG 的混元是两条独立模型线。这在腾讯内部极为罕见，意味着管理层认为微信场景需要专门优化的模型，张小龙团队在 AI 上享有极高的自主权。WeLM 采用 Long-Horizon Agent 训练策略，训练的不是单轮对话，而是跨多步骤的任务规划与执行能力，目标是用自然语言完成点餐、打车、购票等复杂交易，并打通小程序、支付与社交关系链。

由此形成腾讯 AI 产品矩阵的双层结构：

1、微信内分布式 Agent——覆盖广、单次调用密度低，目标用户规模 14.32 亿，变现路径不是订阅费而是激活整个微信内的支付/交易/服务转化。管理层认为这一层将受益于端侧算力的持续提升，简单且普遍的 Agent 调用最终会以接近免费的方式分摊到终端硬件成本中，逻辑与苹果的端侧 AI 战略相似。

2、WorkBuddy / CodeBuddy 等独立产品——覆盖窄、单次调用密度高，目标用户为几百万到几千万的“强用户”（开发者、知识工作者、企业客户），按 Token 计费+ARR，对标 Anthropic 路径。

图表 8：腾讯 AI 产品矩阵双层结构



资料来源：公司资料、第一上海

微信 AI 生态在产品形态上分为四个层次：① 微信 AI Agent（WeLM 驱动，未来通过对话框/浮窗唤起）；② GUI Agent + Code Agent（操控微信 UI、自动生成小程序）；③ 企微 Multi-Agent（客服/CRM/协同办公，KG+Memory 多 Agent 协作）；④ 小程序→AI Skills——400 万+ 小程序通过 MCP 协议演变为 AI 可调用的预构建技能库，Agent 拥有自己的身份，一键发布到元宝/公众号/QQ 等多个入口。

此外，腾讯在 C 端的 AI 产品矩阵已经成型：元宝 MAU 1.14 亿（DAU 峰值约 4,054 万）、ima 知识库 MAU 1,300 万+（文件 4.2 亿份+）、QQ 浏览器 AI 1.3 亿+ 用户、搜狗输入法 AI 1 亿+ 用户——四个产品加总后已是中国规模最大的 AI 用户群体之一。

需要特别指出管理层在微信 Agent 推进节奏上的克制态度：管理层明确表示衡量微信 Agent 的指标不是 DAU（原话称之为“空洞的指标”），而是“应用内功能与采用情况”。根据公司近期产品节奏披露，**微信 AI 预计于 2026 年 7 月启动灰度测试**——这是第一个有明确时间窗口的微信 Agent 产品里程碑，但全量上线时点仍未公布，机构对此普遍解读为大规模商业化最快也要到 2027 年。我们的看法是：以场景成熟度而非市场情绪决定推进节奏，是微信、视频号此前两轮产品周期的一贯打法，节奏延后并不等同于战略失误，反而构成了市场容易忽视的产品稳定性。

混元大模型：团队重建后能力跃升，OpenRouter Token 量全球第一

混元 Hy3 Preview 能力跃升，OpenRouter Token 消耗全球第一，低价策略具备可持续性

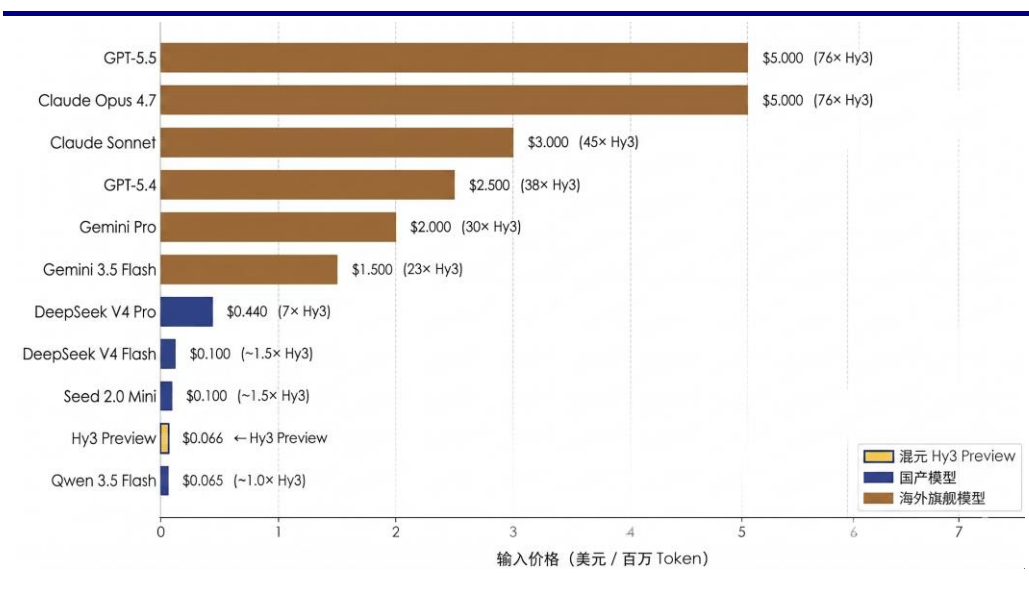
模型层重建：管理层在业绩沟通中明确，过去六个月混元基础模型团队已完成重建，全部由 LLM-native 的研究者与工程师组成，预训练、强化学习与评估体系全面推倒重来，评估体系从容易被刷分的 benchmark 转向真实世界用例。重要人事变动包括：2025 年 8 月**姚顺雨**（前清华教授、NeurIPS/ICML 多篇高引论文作者）加入任首席 AI 科学家，统管大语言模型部与 AI Infra 部；2026 年 1 月**庞天宇**（原 Sea AI Lab）加入任混元首席研究科学家；**2026 年 3 月原 AI Lab 正式撤销，核心研发并入大语言模型部**，结束此前的“双轨制”。这一系列动作均为“收拢拳头”信号，资源完全集中至单一主线。

混元 Hy3 Preview 核心指标：MoE 架构，总参数 295B、激活参数约 21B；256K 超长上下文（可一次性处理约 20 万字、约 50 页行业报告）；目前已接入腾讯内部 131 款产品、600+ 业务场景、每日处理数亿次 AI 请求；Token 消耗量较上代提升 10—16.5 倍。

OpenRouter 全球第一：截至 2026 年 5 月 15 日，Hy3 Preview 在 OpenRouter（全球大模型 API 聚合平台）上累计 Token 使用量达 7.7 万亿，排名第一，领先第二名 Kimi K2.6 约 50%+，自 4 月 28 日起已连续蝉联；单周 Token 消耗达 3.66 万亿。这是中国大模型第一次在全球开放平台拿到使用量第一，意义在于它是一个由付费 Token 投票的真实排行榜。

定价做空海外旗舰：Hy3 Preview 在 OpenRouter 上的实测定价为输入 \$0.066/百万 Token、输出 \$0.26/百万 Token——具体比较见图表 9。Hy3 输入价格仅为 GPT-5.5 与 Claude Opus 的 1/76、Gemini Pro 的 1/30。极低价不是补贴亏本卖——Hy3 从架构设计之初即面向推理效率优化（PD 分离、Dynamic Batch、算子级优化），叠加腾讯万卡集群的规模摊薄优势，使该定价具备可持续性。

图表 9: OpenRouter 输入定价对比



资料来源: 公司资料、第一上海

三大能力方向与赋能路径:

文本推理与代码: HY 3.0 主要驱动元宝、CodeBuddy 等生产力场景;

多模态理解: 图文/视频融合理解, 支撑微信社交、搜索、内容与客服场景;

图像/3D 生成: 文生图、3D (DiT) 能力行业领先, 直接服务于游戏皮肤/地图/NPC 与广告创意素材; 元宝春节 AI 生图调用量超 10 亿次。

此外, 混元在 World Model (世界模型) 方向已建立行业领先的多模态综合能力, 为游戏场景理解、机器人与具身智能等前沿方向预留可能性。管理层明确 Hy3 只是第一步, 将推出参数更大的混元 4。

算力供应链: 内存成为新瓶颈, 腾讯供应链优势显性化

进入 2026 年, 制约中国头部互联网公司 AI 部署速度的瓶颈正在从单一的高端 GPU 供给问题, 迁移至更广泛的硬件供应链问题。管理层在业绩沟通中明确指出, 单纯讨论“高端 GPU 谁能拿到”已不足以解释中国 AI 算力的实际供需状况, DRAM 等存储芯片的可得性正成为决定 Token 产能的更关键变量——“有 DRAM 才能提供 Token”。

我们将当前中国头部公司面临的 AI 硬件供给格局概括为三层:

第一层是计算侧。英伟达 H 系列受出口管制后增量受限, 国产替代芯片 (华为昇腾、寒武纪、中国设计 ASIC 等) 已进入月度级放量节奏, 预计 2026H2 成为新增算力的主要来源。这一层的竞争已基本转为“提前下单+长协锁产能”的供应链耕耘比拼, 而非纯粹的资金博弈。

算力瓶颈从 GPU 迁移至 DRAM 存储侧，腾讯供应链深耕深度与字节阿里可比

第二层是存储侧，也是当前最紧的环节。受 HBM 长协绑定海外 AI 客户、DDR5/LPDDR 因端侧 AI 与车规需求同步紧张所致，存储芯片在 2025—2026 年进入超级卖方市场。根据 TrendForce 口径，2026Q1 DRAM 合约价环比上涨 60-70%，DDR4 16Gb 一年涨幅达 1,800%，DDR5 16Gb 同期涨幅约 500%；HBM 三大原厂 2024 年产能已售罄、2025 年锁定、2026 年仍存在两位数缺口。

第三层是配套侧，包括服务器 CPU 与网络芯片，目前供需基本平衡，对头部客户不构成约束。

腾讯在内存采购侧的位置是这一格局中容易被市场忽略的优势。管理层明确表示，公司是国内少数被三星、海力士、长鑫存储等主要供应商列为核心客户的互联网买家之一，过去多年持续高额采购形成的客户关系，使其在 2026 年的紧供给周期内仍能维持稳定的供给可得性——“只要愿意支付价格，就能继续获得供给”。这一供应链耕耘的纵深与字节跳动、阿里两家可比，且强于其他 AI 创业公司。

在 GPU 分配策略上，管理层选择了明确的“先内后外”——现阶段 GPU 优先满足内部需求（混元、微信 Agent、元宝、广告 AI、游戏 AI、CodeBuddy、WorkBuddy 等），主动延迟腾讯云对外变现节奏；2026 年下半年随 ASIC 供给释放，腾讯云外部产能将逐步放开。这一选择隐含的判断是：当前阶段保障自有 Agent 产品的算力供给、跑通飞轮，比短期最大化腾讯云对外营收更重要。

综合判断：2026—2027 年中国 AI 算力的增量将高度集中于字节、阿里、腾讯三家，余下 AI 创业公司分摊剩余产能；在内存这一新瓶颈上，腾讯的供应链耕耘深度并不弱于另外两家——这是市场尚未充分定价的一项中长期供应链优势。

商业化路径：从效率赋能到 Agent 货币化的三阶段演进

整合上述要点，腾讯 AI 商业化呈现清晰的三阶段演进路径。

第一阶段已通过财务指标完成验证；第二阶段处于“平台能力前置性投资”窗口，短期以成本为主；第三阶段是腾讯估值锚从“互联网生态平台”向“AI Agent 平台”扩展的关键路径。

AI 时代三引擎 ROE 成型，投资组合加速变现支撑回购与 AI 投入并行不悖

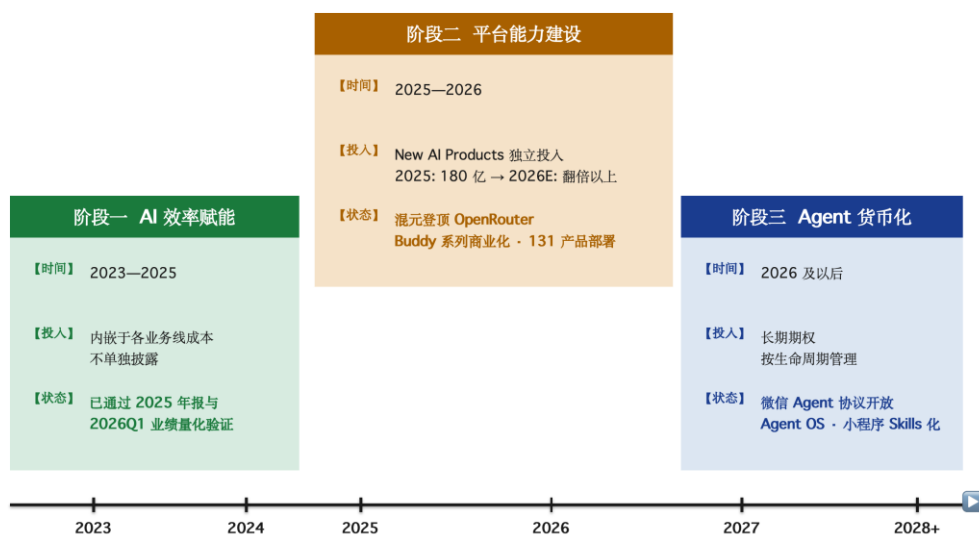
腾讯 AI 战略中一个被市场低估的维度，是其与 DeepSeek 之间正在形成的“产品 + 资本 + 人才”三层共生关系——这是腾讯区别于字节、阿里“自有 vs 第三方”二元路径的关键所在。产品层面，元宝、微信、ima 知识库、QQ 浏览器以及 CodeBuddy / WorkBuddy 等核心 AI 产品均已支持 DeepSeek 与混元的双引擎切换，2026 年 DeepSeek V4 发布后腾讯主要 Agent 产品也已快速接入；资本层面，根据近期公开报道，腾讯正洽谈认购 DeepSeek 本轮外部融资，DeepSeek 融前估值在 200—440 亿美元区间；人才层面，DeepSeek 第一代 LLM 核心作者王炳宣 2026 年已加入腾讯，叠加 2025 年姚顺雨、2026 年庞天宇加入混元团队，腾讯近一年在大模型核心人才上的吸纳是中国头部公司中最系统化的。

需要客观指出的是，截至 2026 年 5 月 25 日，DeepSeek V4 在 OpenRouter 上的 Token 消耗量周排名已超越混元 Hy3 Preview，跃居全球第一。但这一变化并不削弱腾讯的位置——腾讯通过将 DeepSeek 系列深度集成至自有产品矩阵，可以在 DeepSeek 高速增长中通过产品端用户体验提升 + 潜在投资回报两条渠道并行受益，而非零和竞争。这种“既深度集成、又对标定价、又洽谈投资”的多维度同时推进，构成腾讯 AI 战略中与字节、阿里最具差异化的部分。

商业化三阶段路径清晰，从效率赋能到 Agent 货币化驱动估值锚扩展

综合来看，腾讯 AI 战略已从 2023—2025 年的效率赋能阶段进入 2025—2026 年的平台能力建设窗口期：混元基座完成团队重建后能力跃升，独立 Agent 产品商业化加速，微信 AI 预计 2026 年 7 月启动灰度测试，叠加内存供应链多年耕耘所形成的长期算力可得性优势。腾讯 AI 投入的本质并非市场担忧的 AI 落后者叙事下的被动追赶，而是在 AI 价值链的多个环节——自研基座 + 第三方模型深度集成 + Agent 产品矩阵 + 潜在战略投资——并行布局的系统性卡位。

图表 10：腾讯 AI 商业化三阶段演进路径



资料来源：公司资料、第一上海

目标价 780 港元，买入评级

综合分析，我们长期看好公司各项业务在未来的发展。持股公司估值采用公司披露的截至 2025 年 12 月 31 日的市值数据，并作 0.8 的折扣系数。鉴于 AI 应用及商业化进度超预期，我们调整了各个业务的估值倍数。收入和经营利润预测采用 2026 年的预测数据，计算得出目标价为 780 港元，较上一收盘价有 77.64% 的上升空间，维持买入评级。

图表 11: 分部估值结果

2026	增值服务	广告业务	金融科技和企业服务	其他业务
收入 (百万)	398,110	172,608	256,173	9,935
预计经营利润率	36.9%	33.9%	26.9%	-50.4%
分部经营利润 (百万)	144,070	51,984	67,036	-5,006
经营利润 (百万)	258,083			
分部平均估值中枢	PE: 22X	PE: 25X	PE: 20X	
估值结果	3,025,467	1,299,592	1,340,717	
核心业务总估值 (百万)	5,665,776			
SOTP调整系数		1.0		
调整后总估值 (百万)	5,665,776			
主要持股上市公司合计市值 (0.8折扣系数)				538,400
总估值 (百万)	6,204,176			
摊薄后股份数 (百万)		9,092		
每股目标价 (人民币)		682		
HKD/RMB		0.88		
每股目标价 (港元)		780		

资料来源: 第一上海预测

附录 1：主要财务报表

损益表					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>					
	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
	实际	实际	预测	预测	预测
收入	660,257	751,766	835,812	919,748	995,273
毛利	349,246	422,593	478,785	532,729	575,778
其他业务净额	8,002	-3,177	5,578	6,222	6,733
销售及管理费用	-149,149	-177,854	-226,013	-243,265	-257,246
营运收入	208,099	241,562	258,350	295,686	325,266
财务开支	8,210	11,947	6,957	5,730	6,201
联营公司等	25,176	23,740	26,093	32,328	34,983
税前盈利	241,485	277,249	291,401	333,745	366,450
所得税	-45,018	-47,448	-51,200	-58,640	-64,386
净利润	196,467	229,801	240,201	275,105	302,064
少数股东应占利润	2,394	4,959	3,370	3,860	4,238
本公司股东应占利润	194,073	224,842	236,831	271,246	297,826
折旧及摊销	50,546	60,200	91,863	120,244	132,958
EBITDA	250,643	304,939	344,635	409,708	451,490
增长					
总收入 (%)	8.4%	13.9%	11.2%	10.0%	8.2%
EBITDA (%)	16.9%	21.7%	13.0%	18.9%	10.2%

资产负债表					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>					
	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
	实际	实际	预测	预测	预测
现金	132,519	141,041	133,323	152,100	308,225
应收账款	48,203	49,930	52,427	55,048	57,800
存货	440	530	583	641	705
其他流动资产	315,018	403,959	413,959	418,959	425,959
总流动资产	496,180	595,460	600,291	626,749	792,690
固定资产	80,185	149,905	206,641	259,922	247,529
无形资产	196,127	205,999	222,172	238,874	224,615
长期投资	297,415	348,712	389,805	434,133	479,116
银行存款及其他	711,088	738,910	788,170	835,567	869,520
总资产	1,780,995	2,038,986	2,207,079	2,395,244	2,613,470
应付账款	48,203	49,930	52,427	55,048	57,800
短期银行借款	52,885	42,618	42,618	42,618	42,618
其他短期负债	295,821	320,203	340,309	363,075	388,883
总短期负债	396,909	412,751	435,354	460,741	489,301
长期银行借款	4,203	4,203	4,203	4,203	4,203
其他负债	722,896	793,718	818,324	830,711	846,271
总负债	727,099	797,921	822,527	834,914	850,474
少数股东权益	80,348	86,913	87,283	87,843	88,580
股东权益	1,053,896	1,241,065	1,384,552	1,560,330	1,762,997
每股账面值(摊薄)	112	134	150	170	193.52
营运资产	99,271	182,709	164,938	166,007	303,389

数据来源：公司资料、第一上海预测

财务分析					
	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	52.9%	56.2%	57.3%	57.9%	57.85%
EBITDA 利率 (%)	38.0%	40.6%	41.2%	44.5%	45.36%
净利率 (%)	29.8%	30.6%	28.7%	29.9%	30.35%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	22.6%	23.7%	27.0%	26.4%	25.85%
实际税率 (%)	18.6%	17.1%	17.6%	17.6%	17.57%
股息支付率 (%)	21.5%	21.4%	22.6%	20.6%	19.54%
应收账款天数	85.2	85.8	78.9	72.1	66.5
应付账款天数	219.7	246.7	244.7	231.9	220.1
财务状况					
总负债/总资产	0.41	0.39	0.37	0.35	0.33
收入/净资产	0.63	0.61	0.60	0.59	0.56
经营性现金流/收入	0.39	0.40	0.41	0.44	0.45
税前盈利对利息倍数	20.16	18.32	19.78	19.74	20.03

现金流量表					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>					
	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
	实际	实际	预测	预测	预测
EBITDA	250,643	304,939	344,635	409,708	451,490
净融资成本	0	0	0	0	0
营运资金变化	21,881	5,613	19,753	22,408	25,443
所得税	-46,184	-39,535	-51,200	-58,640	-64,386
其他	32,181	32,035	32,544	31,226	31,608
营运现金流	258,521	303,052	345,732	404,702	444,156
资本开支	-76,760	-79,198	-171,000	-200,000	-106,000
其他投资活动	-45,427	-126,534	-36,000	-19,500	-13,000
投资活动现金流	-122,187	-205,732	-207,000	-219,500	-119,000
负债变化	25,729	52,281	3,000	-12,000	-12,000
股本变化	1,932	1,767	2,000	2,000	2,000
股息	41,711	48,151	53,425	55,831	58,208
其他融资活动	-245,866	-189,354	-204,875	-212,256	-217,239
融资活动现金流	-176,494	-87,155	-146,451	-166,425	-169,031
现金变化	-40,160	10,165	-7,718	18,778	156,125
期初持有现金	172,320	132,519	141,041	133,323	152,100
汇兑变化	359	-1,643	0	0	0
期末持有现金	132,519	141,041	133,323	152,100	308,225

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。