

腾讯控股 (00700.HK)

买入 (维持评级)

游戏递延收入有望逐步释放，持续加大 AI 投

入

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	660,257	751,766	840,399	934,356	1,029,380
增长率 yoy (%)	8.41	13.86	11.79	11.18	10.17
归母净利润 (百万元)	194,073	224,842	239,253	274,171	308,586
增长率 yoy (%)	68.44	15.85	6.41	14.59	12.55
ROE (%)	19.93	19.48	18.44	19.11	19.80
EPS 最新摊薄 (元)	21.28	24.66	26.24	30.07	33.84
P/E (倍)	17.88	15.44	14.51	12.66	11.25
P/B (倍)	3.56	3.01	2.67	2.42	2.23

资料来源: ifind, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

事件: 腾讯控股公布 26Q1 业绩, 公司 26Q1 实现营业收入 1964.58 亿元, 同比增长 9%; 实现调整后经营利润 756.27 亿元, 同比增长 9%; 实现调整后归母净利润 679.05 亿元, 同比增长 11%。

国内游戏递延导致公司收入略微低于预期, 海外游戏增速将有所放缓。 腾讯控股 26Q1 国内游戏市场收入达 454 亿元, 主要因 2026 年春节时间较晚, 导致更多收入递延至后续季度确认, 游戏递延收入增长导致 26Q1 当期确认收入不及预期; 流水端而言, 26Q1 公司国内游戏流水同比增长十几个百分点, 《王者荣耀》流水创新高、《和平精英》流水同比增长超过 30%、《三角洲行动》DAU 及流水均创新高。国际游戏业务收入同比增长 13% 至 188 亿元, 主要由《皇室战争》《鸣潮》和《无畏契约》驱动。向后展望, 我们预计 2026 年公司海外收入增长将有所放缓, 主要因 Supercell 增长进入平台期以及 2024 年 12 月并表 Kuro 后基数抬升导致同比增速被拉低。此外, 受益于自研游戏收入贡献增加, 我们预计公司游戏业务利润率亦将逐步抬升。

广告业务收入增长优于预期, AI 持续赋能广告平台技术升级。 腾讯控股 26Q1 广告业务收入同比增长 20% 至 382 亿元, 较 25Q4 17% 的收入同比增长有所提升, 其中互联网服务、电商和游戏品类的增长显著。我们认为主要受益于 (1) AI 持续赋能广告平台技术升级, 智能投放产品 AIM+ 在广告主投放金额中占比达 30%; (2) 升级广告推荐模型, 带动视频号总用户时长同比增长超过 20%。

云业务收入增长显著提速, 腾讯云国际业务收入同比增长超过 40%。 腾讯控股 26Q1 企业服务收入同比增长 20%, 主要受益于云服务需求的增加和定价环境的改善, 以及微信小店电商带来的技术服务费增长。对于腾讯云, AI 相关需求为 GPU、CPU 和存储的收入同比增长做出了贡献。公司升级了腾讯云的 AI 智能体解决方案, 专有的安全基础设施、技能中心和控制界面推动了使用量的快速增长和初步的 token 变现。腾讯云的国际化业务收入同比增长超过 40%, 主要因抓住全球客户对平台即服务解决方案的需求, 包括媒体处理服务和 TDSQL 云数据库。

持续加大 AI 投入, 关注公司模型及 AI 产品进展。 腾讯控股 26Q1 资本开支达 319

股票信息

行业	传媒
2026 年 05 月 26 日收盘价 (港元)	439.00
总市值 (百万港元)	4,002,824.20
流通市值 (百万港元)	4,002,824.20
总股本 (百万股)	9,118.05
流通股本 (百万股)	9,118.05
近 3 月日均成交额 (百万港元)	13,803.37

作者



分析师 侯宾

SAC: S1070522080001
邮箱: houbin@cgws.com



分析师 纪涵宇

SAC: S1070526010004
邮箱: jihanyu@cgws.com

相关研究

- 《游戏业务维持强劲表现, AI 持续赋能各项业务》2025-11-18
- 《长青及新游戏表现良好, AI 带动广告及企业服务实现超预期增长》2025-08-14

亿，公司近期推出 HY3 preview，该模型在 OpenRouter 的 token 消耗量排行前列，公司后续将持续扩大混元模型规模，持续提升模型上下文理解能力以及包括代码在内的 Agentic 能力。在公司内部，该模型已部署在 131 个广泛使用的内部产品中，包括元宝、QQ 和 WorkBuddy，通过共同设计流程提供宝贵的反馈和迭代改进。目前，WorkBuddy 已嵌入微信/企微协作场景。公司已经形成了包括 WorkBuddy、元宝、CodeBuddy、QClaw 在内的 Agent 产品矩阵，建议持续关注公司 AI 模型及产品进展。

投资建议：我们预计 2026-2028 年公司实现营收 8404/9344/10294 亿元；经调整归母净利润 2828/3230/3622 亿元；对应 PE 分别为 12.3/10.7/9.6 倍。游戏、广告、云等业务维持稳健增长，持续加大 AI 投入，我们看好公司在 Agent 赛道的持续发力，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策变动；AI 商业化不及预期；AI 大模型迭代不及预期；宏观经济下行压力。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	496180	595460	655313	714374	776276
现金	135853	148018	176897	190642	207167
应收票据及应收账款	48203	49930	53233	56317	59225
预付账款	84370	93898	103611	113915	124090
存货	440	530	533	586	644
其他流动资产	227314	303084	321038	352914	385151
非流动资产	1284815	1443526	1552872	1665423	1772659
长期投资	297415	348712	351712	354712	356712
固定资产	80185	149905	165030	199359	249375
无形资产	94797	91916	76597	61277	45958
其他非流动资产	812418	852993	959533	1050074	1120614
资产总计	1780995	2038986	2208184	2379797	2548935
流动负债	396909	412751	435155	464272	494493
短期借款	52885	42618	39618	37618	39118
应付票据及应付账款	127335	131669	135421	140202	142173
其他流动负债	216689	238464	260116	286452	313202
非流动负债	330190	385170	383716	383744	393170
长期借款	277107	334573	336573	339573	342573
其他非流动负债	53083	50597	47143	44171	50597
负债合计	727099	797921	818871	848016	887663
少数股东权益	80348	86913	91609	96991	103049
归属母公司股东权益	973548	1154152	1297704	1434789	1558223
负债和股东权益	1780995	2038986	2208184	2379797	2548935

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	258521	303052	281045	324231	381997
净利润	196467	229801	243950	279552	314643
折旧摊销	56213	51652	53654	70449	94764
财务费用	-4023	-1779	-1426	-1848	-1783
其他经营现金流	9864	23378	-15132	-23923	-25627
投资活动现金流	-122187	-205732	-156892	-176248	-186604
资本支出	-101453	-115367	-163454	-182972	-193574
其他投资现金流	-20734	-90365	6562	6724	6970
筹资活动现金流	-176494	-87155	-95275	-134238	-178868
其他筹资现金流	-172029	-134354	-94275	-135238	-183368
现金净增加额	-40160	10165	28879	13745	16525

资料来源: ifind, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	660257	751766	840399	934356	1029380
营业成本	311011	329173	358178	393644	432442
销售费用	36388	41727	46222	47652	49410
管理及研发费用	112761	136127	151692	165848	176539
财务费用	-4023	-1779	-1426	-1848	-1783
营业利润	229296	270258	288734	332059	374772
营业外收入	12189	6991	8000	8200	8500
利润总额	241485	277249	296734	340259	383272
所得税	45018	47448	52784	60707	68629
净利润	196467	229801	243950	279552	314643
少数股东损益	2394	4959	4696	5382	6057
归属母公司净利润	194073	224842	239253	274171	308586
经调整归母净利润	222703	259627	282773	323013	362189
EBITDA	293675	341498	348961	408860	476252
EPS (元/股)	21.28	24.66	26.24	30.07	33.84

主要财务比率

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	8.41	13.86	11.79	11.18	10.17
归属母公司净利润 (%)	66.43	16.97	6.16	14.59	12.55
获利能力					
毛利率 (%)	52.90	56.21	57.38	57.87	57.99
净利率 (%)	29.76	30.57	29.03	29.92	30.57
ROE (%)	19.93	19.48	18.44	19.11	19.80
ROIC (%)	17.00	17.06	15.65	16.58	17.24
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.83	39.13	37.08	35.63	34.82
净负债比率 (%)	18.42	18.47	14.34	12.18	10.51
流动比率	1.25	1.44	1.51	1.54	1.57
速动比率	0.70	0.79	0.85	0.85	0.86
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.37	0.38	0.39	0.40
应收账款周转率	13.70	15.06	12.99	16.59	12.98
应付账款周转率	2.44	2.50	2.71	2.75	3.04
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	21.28	24.66	26.24	30.07	33.84
每股经营现金流 (最新摊薄)	28.35	33.24	30.82	35.56	41.89
每股净资产 (最新摊薄)	106.77	126.58	142.32	157.36	170.89
估值比率					
P/E	17.88	15.44	14.51	12.66	11.25
P/B	3.56	3.01	2.67	2.42	2.23

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数			

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031
传真：86-10-88366686