

2026 年 6 月 26 日

何利超

H70529@capital.com.tw

目标价(港币)

HK\$ 510

公司基本资讯

产业别	传媒
H 股价(2026/06/25)	421.40
恒生指数(2026/06/25)	23,076.9
股价 12 个月高/低	669.7/414.8
总发行股数(百万)	9,108.19
H 股数(百万)	9,108.19
H 市值(亿元)	38,381.92
	MIH Internet
主要股东	Holdings
	B.V.(22.8%)
每股净值(元)	123.59
股价/账面净值	3.41
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-2.99% -14.46% -16.98%

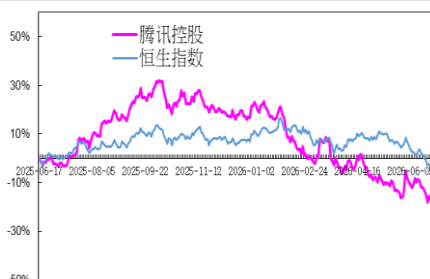
近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025-08-14	568.00	买进
2025-05-15	521.00	买进
2025-03-20	540.00	买进
2025-02-17	474.80	买进
2024-08-15	371.80	买进

产品组合

增值服务	49.1%
金融科技和企业服务	30.5%
营销服务	19.3%

股价相对大盘走势



腾讯控股(00700.HK)

维持 Buy 买进

微信 Agent 持续推进，腾讯 AI 稳步发力

结论与建议：

近期微信发布开发者接入微信 AI 生态指引，开发者可在“小程序管理后台”授权接入 AI 功能，标志着小程序即将走向 Agent 化；此外微信 AI 功能“小微”也正在小规模测试中，或将在年内正式发布。我们认为随着微信 Agent 持续推荐，腾讯在 AI 领域开始稳步发力，有望凭借流量入口优势追赶一线梯队，维持“买进”评级。

■ **国内外游戏业务稳定增长：**Q1 增值服务业务 961 亿元，同比增长 4%；其中国内游戏增长 6%、海外市场增长 13%。国内游戏增速放缓主要是春节同期晚于 2025 年，部分递延收入将至 Q2 确认，实际流水同比增长超过 10%，当季主要增量来自于次新游如《三角洲行动》、《无畏契约手游》等，此外常青游戏《王者荣耀》、《和平精英》等表现较好；海外市场主要增长来自于 Supercell 和《鸣潮》等游戏。Q1 社交网络收入 319 亿元，同比-2%，主要由于二零二六年春节假期晚于二零二五年，导致本季确认的本土市场手机游戏应用的道具销售收入较二零二五年第一季减少。考虑到春节时期的递延收入确认、以及三月末新游《洛克王国》表现优异，预计未来几个季度国内游戏业务增速将持续提高。

■ **一季度业绩稳健增长，游戏/广告表现优异：**2026 Q1 公司营业收入 1965 亿元，YOY+9%；Non-IFRS 净利润 679 亿元，YOY+11%；本公司权益持有人应占盈利 584 亿元，YOY+21%。资本开支 370 亿元，环比+89%。其中 Q1 增值服务业务 961 亿元，同比增长 4%；其中国内游戏增长 6%、海外市场增长 13%。国内游戏增速放缓主要是春节同期晚于 2025 年，部分递延收入将至 Q2 确认，实际流水同比增长超过 10%；海外市场主要增长来自于 Supercell 和《鸣潮》等游戏。考虑到春节时期的递延收入确认、以及三月末新游《洛克王国》表现优异，预计未来几个季度国内游戏业务增速将持续提高。受益于 AI 驱动的广告推荐模型，扩展了微信生态系统内的闭环营销能力，从而带动广告表现提升及广告单价增长，Q1 营销服务收入同比+20%至 382 亿，下游 AI 相关、游戏以及电商是主要增长领域。金科企服服务 Q1 同比增长 9%至人民币 599 亿元，收入增长主要由于商业支付及理财服务收入增长。企业服务收入同比增长 20%，得益于国内与海外市场需求上升（包括 AI 相关服务需求）及更有利的定价环境，推动了云服务收入增长，以及由于微信小店交易额上升而带动商家技术服务费收入增长，我们预计伴随算力紧缺情况缓解，公司云端收入增速未来几个季度或将稳步提升。

■ **AI 领域资本开支显著提升：**Q1 资本开支 319 亿元，环比大幅增长 63%，公司电话会议表示相关开支增量主要用于支持 AI 投入，混元大模型 token 调用量已激增十倍，下半年伴随国产算力芯片供应增加，公司 GPU 紧缺情况将得到改善。Q1 回购约 79 亿元，较过去几个季度显著放缓，或预示着公司未来现金流将从大力回购调整至 AI 投入，对长期公司经营情况利好。

■ **接口优势有望帮助公司在 AI 赛道后发先至，加速追赶领跑者：**通过以云为核心、接口产品为支点的组合拳，腾讯成功将开源的 OpenClaw 转化为了自己生态内的“事实标准”，用户只要想在 QQ/企微里用最强的 AI 助手，腾讯云+ OpenClaw 几乎成了唯一且最优的解决方案，极大地激活了其云业务和社交生态的活跃度。过去腾讯在 AI 端进展速度相较于竞争者偏慢是市场投资者的主要担心点，但我们认为 AI Agent 时代流量接口至关重要，腾讯旗下的微信、QQ 等作为中国占比极高的软件端流量接口，能最快普及相关开源 Agent 项目，通过“云+端+社交”的全方位发力，用流量接口带来的“生态红利”对冲大模型领域的劣势，从而推动

公司在 AI 赛道领域后发先至、加速追赶领跑者。未来如果微信正式直接接入 OpenClaw 或是进一步推出自主开发的相关微信 Agent 助手，未来有望在 AI 时代确保公司维持互联网核心龙头地位。

- **AI 有望短期内持续提升游戏/广告两大核心业务：**当前 AI 游戏已初步实现了玩家与智能 NPC 的优秀交互，未来游戏或可全程由玩家和主角语音交流引导，通过不同决策带来不同的剧情走向和场景生成，实现“千人千面”的游戏效果。此外 Sora2、Seedance 等 AI 视频大模型展现了极强的低成本动画效果，有望极大减少游戏制作的成本和时间，大幅提升游戏产品的创造上限和开发成本。腾讯作为国内游戏核心厂商兼具强大 AI 研发能力，未来游戏业务将具备进一步增长潜力。此外 AI 同时也将赋能用户提升平台点击量、匹配用户潜在需求，为广告主提供的更高的投资回报率，有望优化腾讯广告业务的盈利能力。
- **盈利预测：**我们预计公司 2026-2028 年净利润分别为 2606/2975/3491 亿元，YOY 分别为+15.9%/+14.2%/+17.3%；EPS 分别为 28.5/32.5/38.2 元，当前股价对应 2026-2028 年 P/E 为 14/12/11 倍，维持“买进”建议。

年度截止 12 月 1 日		2024	2025	2026F	2027F	2028F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	194073	224842	260568	297540	349116
同比增减	%	68.44%	15.85%	15.89%	14.19%	17.33%
每股盈余(EPS)	RMB 元	21.1	24.6	28.5	32.5	38.2
同比增减	%	73.83%	16.42%	15.89%	14.19%	17.33%
H 股市盈率(P/E)	X	23.81	21.13	14.08	12.33	10.51
股利(DPS)	RMB 元	3.92	4.18	4.61	4.79	4.96
股息率(Yield)	%	0.78%	0.80%	1.15%	1.19%	1.24%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等
	预期近期股价将处于盘整
	建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
经营收入	660257	751766	830148	936179	1061794
经营成本	311011	329173	355377	393683	440701
毛利	349246	422593	474771	542496	621093
销售及市场推广开支	36388	41727	46488	51958	58399
一般及行政开支	112761	136127	157728	182555	201741
经营盈利	208099	241562	275555	313983	367953
财务成本	-11981	-15130	-12452	-14043	-15927
除税前利润	241485	277249	319103	363941	427027
所得税	45018	47448	54567	61870	72595
少数股东权益	2394	4959	3968	4531	5316
归属于股东的净利润	194073	224842	260568	297540	349116

附二：合并资产负债表

百万元	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
非流动资产	1284815	1443526	1544573	1668139	1784908
流动资产	496180	595460	684779	787496	905620
资产合计	1780995	2038986	2229352	2455634	2690529
流动负债	330190	385170	423687	466056	512661
非流动负债	396909	412751	445771	490348	529576
负债合计	727099	797921	869458	956404	1042237
少数股东权益	80348	86913	79960	75962	69885
股东权益	973548	1154152	1279934	1423269	1578406
权益及负债总额	1780995	2038986	2229352	2455634	2690529

附三：合并现金流量表

百万元	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
经营活动产生的现金流量净额	258521	303052	318205	340479	357503
投资活动产生的现金流量净额	-122187	-205732	-226305	-248936	-273829
筹资活动产生的现金流量净额	-176494	-87155	-91513	-100664	-105697
现金及现金等价物净增加额	-39801	8522	387	-9121	-22024

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i@持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。