

【广发传媒&海外】腾讯控股 (00700.HK)

26Q2 前瞻：预计收入表现稳健；Hy3+WorkBuddy 提振 AI 信心

公司评级

买入

当前价格 469.60 港元

合理价值 668.49 港元

前次评级 买入

26Q2 业绩前瞻。预计 26Q2 收入 2028 亿元人民币，YoY/QoQ+10%/+3%，核心游戏和广告保持稳健增长。预计 26Q2 毛利润为 1166 亿元，YoY/QoQ+11%/+5%，核心业务释放的经营杠杆部分被 AI 产品投入抵消。26Q2 运营利润预期为 654 亿元，YoY/QoQ+9%/-3%，考虑研发成本的逐步提升，经营利润会略慢于毛利润增速。26Q2NonGAAP 归母净利润预计为 659 亿元，YoY/QoQ+4%/-3%。

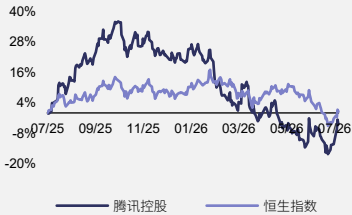
预计核心业务保持强韧。分业务展望：（1）26Q2 整体游戏收入预计达 650 亿元，同比增长 10%。因春节较晚 Q1 流水递延效应在 Q2 有更多确收，预计 26Q2 本土游戏收入同比增长 13%达 457 亿元。考虑去年高基数和海外缺乏新品，预计 26Q2 海外游戏收入同增 3%达 194 亿元。（2）社交网络业务预计同增 3%达到 331 亿元。（3）营销服务收入预计达 428 亿元，YoY+20%，智能营销 AIM+ 渗透率持续提升，有望释放更多广告预算，部分对冲宏观的负面影响。（4）金融和企业服务收入预计为 599 亿元，YoY+8%。企业服务收入同比增速达到 23%。金融收入同比增长 4%。

基础模型能力稳步提升，AI 应用蓄势待发。Hy3 模型稳步提升，用相对小参数规模实现更大尺寸旗舰模型效果，提升在各类产品和生产力任务中的实用价值。Hy3 在软件开发、办公生产、金融建模、前端设计、游戏制作等效率场景的进步显著，成为高性价比的可靠选择。AI 应用方面，2B 场景 WorkBuddy 有望成为国内白领效率办公领域的旗舰产品，用户数保持快速提升。2C 场景，微信 AI 智能体小微在后续逐步放开测试范围，和小程序生态及硬件生态融合，探索体验创新。

盈利预测和投资建议。广告和游戏业务带动主营业务的经营杠杆持续提升，预计 26-27 年收入达到 8255 亿元/9042 亿元，同比增长 9.8%/9.5%；AI 资本开支加大在下半年推动研发成本的提升，或拖累短期经营利润增速，预计 26-27 年经调整净利润为 2679 亿元和 2817 亿元，同比增长 3.2%和 5.2%。以 26 年收入和业绩基于 SOTP 测算合理价值为 668.49 港元/股。维持“买入”评级。

风险提示。监管趋严的风险、游戏版号审核趋严的风险和 AI 发展不及预期的风险。

相对市场表现



旷实

SAC 执证号：S0260517030002
SFC CE No. BNV294
kuangshi@gf.com.cn

周喆

SAC 执证号：S0260523050003
SFC CE No. BJD408
zhouzhe@gf.com.cn

相关研究

- 【广发传媒&海外】腾讯控股 (00700.HK)：经营趋势强韧；HY 模型提升赋能 AI+场景 2026-05-14
- 【广发传媒&海外】腾讯控股 (00700.HK)：Q1 前瞻：预计业绩符合预期，关注 HY3.0 2026-04-10
- 【广发传媒&海外】腾讯控股 (00700.HK)：主业强韧支撑 AI 投入；为社交注入智能体 2026-03-19

盈利预测：注：归母净利润和EPS 均为 NonGAAP 口径；

单位:人民币亿元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (亿元)	6,603	7,518	8,255	9,042	9,826
增长率 (%)	8.4%	13.9%	9.8%	9.5%	8.7%
EBITDA (亿元)	2,941	3,178	3,358	3,683	3,776
归母净利润 (亿元)	2,227	2,596	2,679	2,817	2,944
增长率 (%)	41.2%	16.6%	3.2%	5.2%	4.5%
EPS (元/股)	23.51	27.88	29.46	30.98	32.38
市盈率 (P/E)	15.4	14.3	13.6	12.9	12.3
ROE (%)	22.9%	22.5%	20.6%	20.4%	20.3%
EV/EBITDA	12.0	13.9	13.1	12.0	11.7

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

注：本报告货币使用人民币，港币对人民币汇率采用 0.8675:1。

一、26Q2 业绩前瞻

表 1：盈利预测（2026-2028E）

单位：亿元	25Q2A	26Q1A	26Q2E	QoQ	YoY		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,845	1,965	2,028	3%	10%		7,518	8,255	9,042	9,826
游戏收入	592	642	650	1%	10%		2,416	2,611	2,804	3,011
国内游戏	404	454	457	1%	13%		1,643	1,798	1,942	2,097
海外游戏	188	188	194	3%	3%		773	813	862	914
社交网络	322	319	331	4%	3%		1,277	1,306	1,449	1,515
营销服务	358	382	428	12%	20%		1,450	1,720	1,981	2,282
金融和企业服务	555	599	599	0%	8%		2,294	2,511	2,701	2,910
其他	18	23	20	-13%	9%		81	107	107	107
毛利润	1,050	1,113	1,166	5%	11%		4,226	4,714	5,208	5,671
毛利率	57%	56.6%	57.5%	1%	1%		56%	57%	58%	58%
销售费用	94	113	120	5%	27%		417	497	543	590
管理和行政费	319	338	406	20%	27%		1,361	1,660	2,034	2,358
运营利润	601	674	654	-3%	9%		2,416	2,607	2,682	2,775
运营利润率	33%	34%	32%	-2%	0%		32%	32%	30%	28%
归母净利润	556	581	593	2%	7%		2,248	2,328	2,392	2,469
归母净利润率	30%	30%	29%	0%	-1%		30%	28%	26%	25%
调整后归母净利润	631	679	659	-3%	4%		2,596	2,679	2,817	2,944
调整后归母净利润率	34%	35%	32%	-2%	-2%		35%	32%	31%	30%
调整后 EPS	6.79	7.36	7.24	-2%	7%		27.88	29.46	30.98	32.38

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

二、投资建议

表 2：可比公司估值（2026-27E）

		收入(LC mn)		净利润(LC mn)		PS		PE	
公司名称	市值（LC mn）	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
<u>移动游戏</u>									
三七互娱	41,413	17,382	18,788	3,185	3,479	2.4	2.2	13.0	11.9
完美世界	21,398	8,937	9,655	1,684	2,043	2.4	2.2	12.7	10.5
金山软件	33,136	12,055	13,550	2,203	1,861	2.7	2.4	15.0	17.8
吉比特	25,503	6,632	7,109	1,911	2,070	3.8	3.6	13.3	12.3
网易	86,115	121,058	131,318	41,774	46,214	5.0	4.6	14.6	13.2
<u>社交/广告平台</u>									
Meta Platforms	1,500,871	253,077	301,833	102,433	101,440	5.9	5.0	14.7	14.8
Snapchat	7,590	6,703	7,371	945	1,193	1.1	1.0	8.0	6.4
谷歌	4,265,388	422,788	511,194	174,248	183,399	10.1	8.3	24.5	23.3
百度	39,658	132,817	143,086	17,997	20,474	2.1	2.0	15.6	13.7
微博	1,887	1,801	1,843	371	393	1.0	1.0	5.1	4.8
<u>长视频</u>									
爱奇艺	1,052	25,924	26,601	-38	579	0.3	0.3	-	12.8
<u>支付平台</u>									
Paypal	39,355	34,323	35,726	4,691	4,668	1.1	1.1	8.4	8.4
<u>云平台</u>									
金山云	3,101	1,861	2,311	-78	-28	1.7	1.3	-	-
亚马逊	2,585,579	824,816	933,980	114,118	128,366	3.1	2.8	22.7	20.1

数据来源：彭博、广发证券发展研究中心；表中可比公司市值（按7月9日收盘价进行统计）、营收和盈利预测取自7月9日彭博数据

参考可比公司的市盈率和市销率倍数，腾讯的游戏业务仍以国内为主，我们选取了主要国内游戏公司作为参考，移动游戏公司 2026 年市盈率估值范围普遍在 13-15x 之间。营销业务我们选取主要的国内外社交/广告平台进行对标，广告公司 2026 年市盈率普遍在~5-25x 之间。金融和企业服务业务方面，支付业务，以 Paypal 为例，26 年市盈率~8x。企业服务方面，云业务的可比公司的 26 年市销率在~2-3x，以亚马逊为例的 26 年市盈率为 23x。长视频平台，以国内平台爱奇艺为例，短期预期仍亏损，对应 27 年 PE 为~13x。

按照 SOTP 估值法。（1）核心业务部分合理价值为 6.2 万亿港元。游戏业务：腾讯以手游为主要收入来源，参考国内游戏厂商 26 年 13-15x PE 估值，腾讯游戏业务在国内市场地位稳固且保持增速领先，长青游戏表现强劲，对标目前友商的估值，应予以一定溢价，我们给予腾讯游戏 26 年整体游戏业务 20x 市盈率，对应合理价值为 2.9 万亿港元（321.96 港元/股）。营销服务：社交/广告公司 26 年市盈率在~5-25x 区间，微信作为国内社交龙头，通过 AI 赋能广告增长，好于行业大盘，我们给予广告业务一定溢价，按 2026 年 24x 市盈率，对应合理价值为 1.3 万亿港元（138.31 港元/股）。数字内容业务，腾讯视频作为市场领先长视频平台，爱奇艺

艺 27 年对应~13x PE，给予腾讯视频一定溢价按 15x 估值，认为腾讯视频的合理价值为 328 亿港元（3.61 港元/股）。腾讯音乐、阅文集团等控股公司参考最新市值和腾讯持股比例对应的价值分别为 659 亿港元（7.25 港元/股）、119 亿港元（1.31 港元/股）。金融和企业服务，参考金融和云业务公司 26 年 PE 在~8-23x 区间，考虑到腾讯金融业务在国内的牌照壁垒和市场地位，企业服务业务受益于 AI 能力外用增长有所加速，微信小程序生态赋能持续发展，我们给予 26 年利润 22x 市盈率估值，对应合理价值为 1.46 万亿港元（161.08 港元/股）；综上，核心业务的总合理价值为 5.8 万亿港元。

（2）投资公司价值：按当前时点估算，腾讯的二级市场投资公司的持股价值考虑一定折让对腾讯的合理价值贡献为 3181 亿港元(34.98 港元/股)。

加总（1）核心业务 5.8 万亿港元价值+（2）投资业务 3181 亿港元，公司总合理价值为 6.1 万亿港元，折合每股合理价值 668.49 港元/股，维持“买入”评级。

表 3：SOTP估值

	收入（亿元 人民币）	利润（亿元 人民币）	PE	各业务估值（亿元 人民币）	各业务估值（亿港元）	子公司市值（亿港元）	持股比例	对应每股价值（港元）
	2026E	2026E	2026E					
游戏	2,611	1,270	20	25,396	29,274			321.96
营销服务	1,720	455	24	10,910	12,576			138.31
数字内容								
腾讯视频	291	19	15	285	328			3.61
腾讯音乐				572	659	1,152	57.20%	7.25
阅文				104	119	211	56.55%	1.31
金融和企业服务	2,511	578	22	12,706	14,646			161.08
核心业务合理价值				49,972	57,602			633.51
投资业务合理价值				2,759	3,181			34.98
总合理价值				52,732	60,783			668.49

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

三、风险提示

监管趋严的风险。如果监管信息安全，用户隐私，长视频、短视频、直播等内容平台的内容审核进一步趋于严格，则会影响平台内容供应和用户活跃，进而对收入增长产生负面影响。

游戏版号审核趋严的风险。如果游戏版号审核趋严，则会影响新游戏上线时间，导致游戏上线推迟，对游戏收入增速带来负面影响。

AI 发展不及预期的风险。全球互联网公司和初创公司都在积极参与 AI 技术的投入，公司增加了 AI 的资本开支。如果 AI 产业发展不及预期，或自身研发成果不及预期，或对公司长期经营竞争力产生负向影响。

资产负债表						单位：亿元					
至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E						
流动资产合计	4,962	5,955	6,719	7,268	7,681						
现金及现金等价物	1,325	1,410	1,822	1,987	1,986						
应收账款及票据	482	499	548	601	653						
存货	4	5	6	6	7						
其他	3,150	4,040	4,343	4,674	5,036						
非流动资产合计	12,848	14,435	15,406	16,172	16,987						
固定资产净值	925	1,596	1,946	2,046	2,146						
长期投资	8,876	9,851	10,454	11,102	11,800						
商誉及无形资产	2,138	2,234	2,234	2,234	2,234						
其他	909	755	772	790	808						
资产总额	17,810	20,390	22,125	23,440	24,668						
流动负债合计	3,969	4,128	4,238	4,607	5,024						
短期借款	529	426	435	443	452						
应付账款及票据	1,273	1,317	1,180	1,278	1,397						
其他	2,167	2,385	2,623	2,885	3,175						
非流动负债合计	3,302	3,852	3,936	4,025	4,121						
长期借款	2,771	3,346	3,379	3,413	3,447						
其他非流动负债	531	506	557	612	673						
总负债	7,271	7,979	8,174	8,632	9,144						
普通股股本	0	0	0	0	0						
储备	9,740	11,576	13,474	15,012	15,876						
其他	-5	-35	-35	-35	-34						
归母权益总额	9,735	11,542	13,027	13,828	14,486						
少数股东权益	803	869	924	980	1,038						
股东权益合计	10,539	12,411	13,951	14,808	15,524						
负债及股东权益合计	17,810	20,390	22,125	23,440	24,668						

利润表						单位：亿元					
至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E						
主营收入	6,603	7,518	8,255	9,042	9,826						
营业成本	3,110	3,292	3,541	3,834	4,155						
毛利	3,492	4,226	4,714	5,208	5,671						
其他收入	0	0	0	0	0						
营销费用	364	417	497	543	590						
行政管理费用	1,128	1,361	1,660	2,034	2,358						
营业利润	2,001	2,447	2,557	2,631	2,724						
利息收入	160	169	169	174	179						
利息支出	124	151	143	147	152						
权益性投资损益	252	102	100	100	100						
其他非经营性损益	127	-32	50	51	52						
除税前利润	2,415	2,772	2,876	2,953	3,048						
所得税	450	474	493	505	521						
合并净利润	1,965	2,298	2,383	2,448	2,527						
少数股东损益	24	50	55	56	58						
归母净利润	1,941	2,248	2,328	2,392	2,469						
NonGAAP 归母净利	2,227	2,596	2,679	2,817	2,944						

现金流量表						单位：亿元					
至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E						
经营活动现金流净额	2,585	3,031	2,893	2,989	3,212						
合并净利润	1,965	2,298	2,383	2,448	2,527						
折旧与摊销	562	660	650	900	900						
营运资本变动	219	72	-10	241	285						
其他非经营性调整	-136	0	-8	-4	-2						
投资活动现金流净额	-1,222	-2,057	-1,950	-2,069	-2,342						
处置固定资产收益	2	-32	50	51	52						
资本性支出	-960	-600	-1,000	-1,000	-1,000						
投资资产支出	-369	-1,649	-851	-920	-995						
其他	106	223	-150	-200	-400						
融资活动现金流净额	-1,765	-903	-534	-758	-875						
长期债权融资	-207	575	33	34	35						
股权融资	-1,004	1	0	0	0						
支付股利	289	418	433	445	459						
其他	-843	-1,866	-1,000	-1,237	-1,369						
现金净增加额	-398	85	411	165	-1						
期初现金余额	1,723	1,325	1,410	1,822	1,987						
期末现金余额	1,325	1,410	1,822	1,987	1,986						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
主营收入增长率	8.4%	13.9%	9.8%	9.5%	8.7%
营业利润增长率	31.0%	22.3%	4.5%	2.9%	3.5%
NonGAAP 业绩增速	41.2%	16.6%	3.2%	5.2%	4.5%
获利能力					
毛利率	52.9%	56.2%	57.1%	57.6%	57.7%
NonGAAP 净利率	34.1%	35.2%	33.1%	31.8%	30.6%
NonGAAP ROE	22.9%	22.5%	20.6%	20.4%	20.3%
偿债能力					
资产负债率	40.8%	39.1%	36.9%	36.8%	37.1%
有息负债率	18.5%	18.5%	17.2%	16.5%	15.8%
流动比率	1.3	1.4	1.6	1.6	1.5
利息保障倍数	19.1	16.6	18.9	18.9	19.0
营运能力					
应收账款周转天数	26.3	23.9	23.9	23.9	23.9
存货周转天数	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
应付账款周转天数	147.4	144.0	120.0	120.0	121.0
每股指标					
NonGAAP EPS	23.51	27.88	29.46	30.98	32.38
每股净资产	114.24	136.49	153.43	162.86	170.73
每股经营现金流	28.02	33.33	31.81	32.88	35.32
估值比率					
NonGAAP PE	15.4	14.3	13.6	12.9	12.3
PB	3.4	3.1	2.8	2.6	2.5
EV/EBITDA	12.0	13.9	13.1	12.0	11.7

广发传媒与互联网行业研究小组

旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。

廖志国：联席首席分析师，硕士，毕业于莫纳什大学，2025年6月加入广发证券，曾任职于华创证券研究所，4年证券行业研究经验。

周喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

章驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。

罗悦纯：资深分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。

黄静仪：高级分析师，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



旷实

SAC 执证号：S0260517030002
SFC CE No. BNV294
kuangshi@gf.com.cn



周喆

SAC 执证号：S0260523050003
SFC CE No. BJD408
zhouzhe@gf.com.cn

广发证券

行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券

公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址

邮政编码

客服邮箱

广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼

510627

gfzqyf@gf.com.cn

深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层

518026

北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层

100045

上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼

200120

香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼

-

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究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。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。