

主业稳健，混元能力与场景落地双向提升

——腾讯控股（0700.HK）26Q2 前瞻点评

核心观点

- **核心财务数据前瞻预期：**我们预计 26Q2 公司营业收入 2046 亿（yoy +11%），主要系春节较晚使得大量游戏流水递延未确认收入。26Q2 经调整净利润预计为 689 亿（yoy +9%）。
- **游戏：长青游戏预期持续同比高增，《洛克王国》等新游有望贡献增量。**我们预期 26Q2 增值服务收入或达 1007 亿（yoy +10%）。其中，26Q2 游戏收入预期 665 亿（yoy+12%），主要我们判断国内春节较晚导致大量流水递延。国内收入预期恢复双位数，达 15% 增长。主要我们判断《王者荣耀》、《三角洲行动》用户活跃及流水良好，叠加新游《洛克王国》贡献显著增量，加之递延释放。海外增速预期降速为 5%，主要系去年同期 Supercell 公司产品高基数叠加收购产生的高基数。
- **广告：AI 算法升级驱动广告增速提升。**我们预期 26Q2 营销服务收入或达 419 亿（yoy+17%），主要系公司 AI 驱动的广告推荐模型持续升级，拓展了微信生态系统内的闭环营销能力，进而判断推动广告单价增长。但宏观因素，我们判断或影响部分电商广告主预算，因此会对广告模型能力带来的增长造成部分对冲。
- **金融科技企业服务：支付业务或受宏观影响，混元模型能力持续提升。**我们预期 26Q2 金融科技及企业服务收入或达 597 亿（yoy +8%）。主要我们判断支付业务或受到宏观影响增速环比走弱。企业服务层面，我们判断随着国产芯片陆续交付，算力限制缓解，云业务有望加速。混元模型能力持续提升，驱动 Work Buddy 等产品流量持续增长。根据易观分析，Work Buddy PC 端月访问量达 885 万（2026 年 5 月，环比增长 72%），我们认为随着头部模型能力收敛，公司产品与真实工作流的深度结合，平台化优势将会逐渐突显。

盈利预测与投资建议

- 我们预期混元模型能力提升驱动广告及国内游戏高增。预计 26~28 年 IFRS 归母净利润为 2475/2737/3085 亿元（26~28 年原值为 2538/2837/3229 亿元，因根据宏观景气度、游戏表现等调整收入、毛利率、费率等假设，我们调整盈利预测）。采用 SOTP 估值，给予对应目标价 528.31 港币（457.77 人民币 HKD/RMB=0.87），维持“买入”评级。

风险提示

政策风险、游戏收入不达预期风险、广告行业竞争风险

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	660,257	751,766	834,448	951,901	1,066,247
同比增长(%)	8.41%	13.86%	11.00%	14.08%	12.01%
营业利润(百万元)	200,097	244,739	267,191	301,146	343,712
同比增长(%)	28.78%	22.31%	9.17%	12.71%	14.13%
归属母公司净利润(百万元)	194,073	224,842	247,525	273,705	308,527
同比增长(%)	68.44%	15.85%	10.09%	10.58%	12.72%
每股收益(元)	21.34	24.73	27.22	30.10	33.93
毛利率(%)	52.90%	56.21%	56.89%	57.37%	58.01%
净利率(%)	29.39%	29.91%	29.66%	28.75%	28.94%
净资产收益率(%)	24.99%	24.40%	23.15%	22.86%	22.77%
市盈率(倍)	19	16	15	13	12
市净率(倍)	4	3	3	2	2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

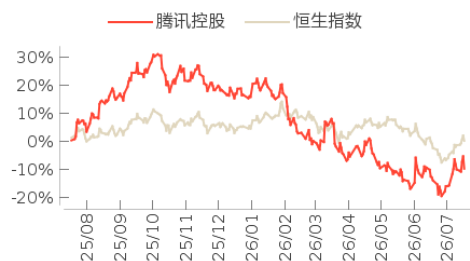
投资评级

买入（维持）

股价（2026年07月17日）	461.6 港元
目标价格	528.31 港元
52 周最高价/最低价	675.13/411 港元
总股本/流通 H 股（万股）	909,252/909,252
H 股市值（百万港币）	4,197,106
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2026 年 07 月 20 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.3	3.64	-8.53	-9.68
相对表现%	-1.3	2.61	-2.42	-9.94
恒生指数%	1.6	1.03	-6.11	0.26



证券分析师

项雯倩	执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120 xiangwenqian@orientsec.com.cn 021-63326320
李雨琪	执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135 liyuqi@orientsec.com.cn 021-63326320
金沐阳	执业证书编号：S0860525030001 香港证监会牌照：BXO329 jinmuyang@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

- 三款头部游戏均创历史新高，芯片交付有望驱动云增速上行：——腾讯控股（0700.HK）26Q1 点评 2026-05-18
- 游戏维持高景气，广告及云有望增速上行：——腾讯控股（0700.HK）25Q4 点评 2026-03-26
- AI 驱动广告 eCPM 攀升，期待王者 IP 贡献游戏增量：——腾讯控股（0700.HK）25Q3 点评 2025-11-18

表 1：盈利预测（原始报表）

单位：百万/%	Q1 2026	Q2 2026E	Q3 2026E	Q4 2026E	2026E	2027E	2028E
营业收入	196,458	204,551	213,600	219,840	834,448	951,901	1,066,247
毛利率%	56.64%	57.06%	56.87%	56.97%	56.89%	57.37%	58.01%
yoy	9.13%	10.87%	10.75%	13.10%	11.00%	14.08%	12.01%
1 增值业务	96,110	100,651	105,880	102,011	404,651	470,764	526,362
毛利率%	62.56%	61.03%	61.99%	61.84%	61.85%	62.00%	62.09%
yoy	4.32%	10.16%	10.45%	13.45%	9.58%	16.34%	11.81%
1.1 网络游戏	64,200	66,482	70,387	67,285	268,354	317,761	359,226
yoy	7.90%	12.30%	10.67%	13.47%	11.07%	18.41%	13.05%
1.2 社交网络	31,910	34,169	35,493	34,725	136,298	153,003	167,137
yoy	-2.22%	6.22%	10.02%	13.41%	6.75%	12.26%	9.24%
2 营销服务	38,171	41,877	42,893	48,539	171,479	198,389	228,788
毛利率%	54.99%	56.15%	56.27%	58.15%	56.49%	56.96%	59.35%
yoy	19.83%	17.10%	18.35%	18.05%	18.28%	15.69%	15.32%
3 金融科技与企业服务	59,885	59,686	62,443	66,858	248,871	272,523	300,028
毛利率%	52.06%	53.63%	51.41%	51.64%	52.16%	52.62%	52.75%
yoy	9.07%	7.47%	7.34%	9.93%	8.47%	9.50%	10.09%
营业成本	85,193	87,841	92,116	94,601	359,751	405,791	447,743
毛利	111,265	116,710	121,484	125,238	474,697	546,110	618,503
销售费用	11,343	12,833	14,469	14,891	53,536	64,479	72,225
一般行政费用	33,800	37,298	40,514	42,359	153,970	180,485	202,567
营业利润	67,375	66,447	67,231	68,780	269,834	303,652	346,238
营业利润率%	34.29%	32.48%	31.48%	31.29%	32.34%	31.90%	32.47%
IFRS 归母净利润	58,093	60,697	64,919	63,816	247,525	273,705	308,527
Non-IFRS 归母净利润	67,905	68,927	73,652	72,791	283,276	314,672	355,046

数据来源：公司公告，东方证券研究

表 2：腾讯控股估值数据

主营业务	股权比例	估值 百万人民币	归属腾讯 百万人民币	人民币/每股	估值占比	P/S 2026E	PE 2026E
泛娱乐		1,489,333	1,434,759	158	34.5%		
游戏	100%	1,359,812	1,359,812	150	32.7%		13.4x
视频	100%	9,784	9,784	1.1	0.2%	0.3x	
虎牙直播（市值估值）	67%	3,745	2,520	0.3	0.1%		
腾讯音乐（市值估值）	54%	98,759	52,895	5.8	1.3%		
阅文集团（市值估值）	57%	17,233	9,749	1.1	0.2%		
社交广告	100%	945,419	945,419	104.0	22.7%		20.1x
金融科技	100%	765,986	765,986	84.2	18.4%	2.0x	29.6x
云及企业服务	100%	310,568	310,568	34.2	7.5%	3.2x	

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

其他	100%	23,317	23,317	2.6	0.6%	1.0x
主营总值		3,534,624	3,480,050	382.7	83.6%	
其他总值		5,990,686	682,245	75	16%	
总值		9,525,309	4,162,296	458	100%	

数据来源: ifind, 东方证券研究

表 3: 可比公司估值情况 (2026/7/17 收盘价, 收入及利润单位: 百万人民币)

游戏可比公司	代码	市值	营业总收入 26E	营业总收入 27E	归母净利润 26E	归母净利润 27E	PS 26E	PS 27E	PE 26E	PE 27E
三七互娱	002555.SZ	40086	17774	19346	3165	3466	2.26	2.07	12.67	11.57
完美世界	002624.SZ	20467	9171	10204	1703	2146	2.23	2.01	12.02	9.54
吉比特	603444.SH	24547	6670	7223	1929	2117	3.68	3.40	12.72	11.60
网易	9999.hk	565749	120506	132797	38556	43544	4.69	4.26	14.67	12.99
神州泰岳	300002.SZ	15482	6162	6872	983	1112	2.51	2.25	15.75	13.92
max							4.69	4.26	15.75	13.92
min							2.23	2.01	12.02	9.54
平均值							2.82	2.57	13.35	12.05

视频

爱奇艺	IQ.O	8126	24428	25290	-296	248	0.33	0.32	-27.41	32.81
-----	------	------	-------	-------	------	-----	------	------	--------	-------

社交广告可比公司

FACEBOOK	meta.O	11455459	1709564	2021827	569116	600102	6.70	5.67	20.13	19.09
----------	--------	----------	---------	---------	--------	--------	------	------	-------	-------

支付可比公司估值

拉卡拉	300773.SZ	15386	6133	6637	988	601	2.51	2.32	15.57	25.61
新大陆	000997.SZ	16524	10628	12388	1167	1492	1.55	1.33	14.17	11.07
平均值							2.03	1.83	14.87	18.34

金融可比公司

东方财富	300059.SZ	311697	18974	21170	14750	16540	16.43	14.72	21.13	18.84
同花顺	300033.SZ	162239	7755	9099	4254	5089	20.92	17.83	38.14	31.88
平均值							18.67	16.28	29.64	25.36

云可比公司

亚马逊	AMZN.O	18254578	5603366	6237223	658285	748922	3.26	2.93	27.73	24.37
赛富时	CRM.N	960402	314638	352952	47294	54958	3.05	2.72	20.31	17.48
平均值							3.16	2.82	24.02	20.92

数据来源: ifind, 东方证券研究

附表：财务报表预测与比率分析（标准化报表）

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E	会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	132,519	141,041	264,028	300,018	358,241	营业总收入	660,257	751,766	834,448	951,901	1,066,247
应收款项合计	146,072	156,355	173,552	197,980	221,762	主营业务收入	660,257	751,766	834,448	951,901	1,066,247
存货	440	530	579	653	721	其他营业收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	3,334	6,977	6,628	6,297	5,982	营业总支出	460,160	507,027	567,257	650,755	722,535
流动资产合计	496,180	595,460	732,899	790,736	870,287	营业成本	311,011	329,173	359,751	405,791	447,743
固定资产净值	92,487	159,575	202,871	230,813	248,846	营业开支	149,149	177,854	207,506	244,964	274,792
权益性投资	297,415	348,712	366,148	384,455	403,678	营业利润	200,097	244,739	267,191	301,146	343,712
其他长期投资	590,211	636,376	655,467	753,787	866,855	净利息支出	-3,557	-3,453	-4,032	-4,032	-4,042
商誉及无形资产	213,806	223,366	233,272	262,858	288,419	权益性投资损益	25,176	28,642	26,909	27,776	27,342
土地使用权	23,117	22,339	22,339	22,339	22,339	其他非经营性损益	12,655	-5,002	6,494	7,332	8,966
其他非流动资产	67,779	53,158	55,816	58,607	61,537	非经常项目前利润	241,485	271,832	304,626	340,285	384,062
非流动资产合计	1,284,815	1,443,526	1,535,913	1,712,859	1,891,674	非经常项目损益	0	5,417	2,643	2,506	2,526
资产合计	1,780,995	2,038,986	2,268,812	2,503,595	2,761,961	除税前利润	241,485	277,249	307,269	342,791	386,588
应交税金	20,624	22,281	21,647	21,517	21,815	所得税	45,018	47,448	54,515	63,428	71,684
短期借贷及长期借贷到期部分	52,885	42,618	45,680	47,061	45,120	少数股东损益	2,394	4,959	5,229	5,658	6,378
其他流动负债	196,065	216,183	248,870	261,355	258,339	持续经营净利润	194,073	224,842	247,525	273,705	308,527
流动负债合计	396,909	412,751	461,033	489,253	500,525	非持续经营净利润	0	0	0	0	0
长期借贷	277,107	334,573	368,030	404,833	445,317	净利润	194,073	224,842	247,525	273,705	308,527
其他非流动负债	53,083	50,597	54,056	52,579	52,411	优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
非流动负债合计	330,190	385,170	422,086	457,412	497,727	IFRS 归母净利润	194,073	224,842	247,525	273,705	308,527
负债合计	727,099	797,921	883,119	946,665	998,252	Non-IFRS 归母净利润	222,703	259,626	283,276	314,672	355,046
归属母公司股东权益	973,548	1,154,152	1,293,551	1,459,130	1,659,531	主要财务比率					
少数股东权益	80,348	86,913	92,142	97,800	104,178	会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
所有者权益合计	1,053,896	1,241,065	1,385,693	1,556,930	1,763,709	成长能力					
负债和股东权益	1,780,995	2,038,986	2,268,812	2,503,595	2,761,961	营业收入增长率	8.4%	13.9%	11.0%	14.1%	12.0%
						营业利润增长率	28.8%	22.3%	9.2%	12.7%	14.1%
						Non-IFRS 净利增长率	41.2%	16.6%	9.1%	11.1%	12.8%
						获利能力					
						毛利率	52.9%	56.2%	56.9%	57.4%	58.0%
						净利率	29.4%	29.9%	29.7%	28.8%	28.9%
						ROE	25.0%	24.4%	23.1%	22.9%	22.8%
						ROA	13.3%	13.6%	13.2%	13.2%	13.5%
						偿债能力					
						资产负债率	40.8%	39.1%	38.9%	37.8%	36.1%
						流动比率	125.0%	144.3%	159.0%	161.6%	173.9%
						速动比率	124.9%	144.1%	158.8%	161.5%	173.7%
						每股指标（元）					
						每股收益	21.34	24.73	27.22	30.10	33.93
						每股经营现金流	28.43	33.33	41.34	40.35	44.49
						每股净资产	107.07	126.93	142.27	160.48	182.52
						估值比率					
						P/E	19	16	15	13	12
						P/B	4	3	3	2	2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。