计算机

报告日期：2026 年 11 月 19 日

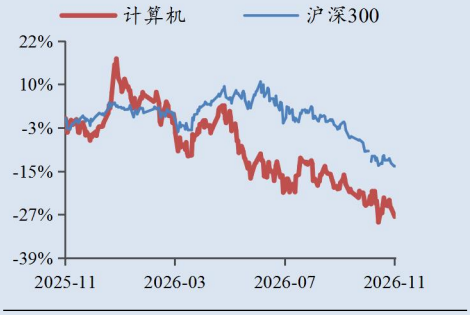
腾讯 2026Q3 资本开支创新高，云与 AI 应用进入兑现期

——计算机行业点评报告

华龙证券研究所

投资评级：推荐（维持）

最近一年走势



分析师：孙伯文

执业证书编号：S0230523080004

邮箱：sunbw@hlzq.com

分析师：朱凌萱

执业证书编号：S0230526030001

邮箱：zhulx@hlzq.com

相关阅读

《微软一次发布七款自研模型，模型竞赛转向性价比—计算机行业点评报告》2026.11.19

《Anthropic 发布办公套件，国产模型突围—计算机行业周报》2026.11.16

《国内开源模型加速出海，性价比优势凸显—计算机行业点评报告》2026.11.16

请认真阅读文后免责条款

事件：

2026 年 11 月 18 日，腾讯控股（00700.HK）发布 2026 年第三季度未经审核业绩并召开业绩说明会。当季实现营业收入 2073.4 亿元，同比增长 8%；资本开支 814.33 亿元，同比增长 527%，前三季度累计 1661.53 亿元，同比增长 179%；研发投入 323.6 亿元，同比增长 42%。金融科技及企业服务收入 636.6 亿元，同比增长 9%，其中云服务收入同比增长 35%。公司首次披露 AI 办公产品 WorkBuddy 运营数据，日活跃用户超 1000 万，日均 Token 消耗量超 100 万亿，为国内按 Token 消耗量计规模最大的 AI 应用。受算力采购影响，当季自由现金流为-691 亿元，剔除预付款后为 169 亿元。

观点：

- **资本开支与云收入同步提速，AI 业务增长致利润端暂时承压。**单季资本开支 814.33 亿元、同比增长 527%，前三季度累计 1661.53 亿元已相当于 2025 年全年的 2.1 倍，其中现金口径的资本开支付款约 651 亿元，公司明确表示这一水平已大致处于峰值，2026 年余下时间及 2027 年各季度将围绕该水平波动，长期算力合同基本签完后预付款流出亦将下降。与投入同步的是云服务收入同比增长 35%，而整体营收增速仅 8%，前者是后者的四倍以上；驱动来自 WorkBuddy 带来的推理需求、模型即服务（MaaS）以及 GPU 租赁三条线，尤其是公司主动把更多算力分配给对外租赁与 MaaS，说明算力已从纯成本项转向可计价收入项。我们认为国内头部云厂商的资本开支叙事正在转向产能变现，能否把闲置窗口压缩到最低直接决定投入产出比。同时，AI 业务快速发展致使公司利润端暂时承压，剔除新 AI 产品贡献后为 833 亿元、同比增长 8%，新 AI 业务对当期利润的拖累约 152 亿元，季度末公司由净现金转为 137 亿元净债务，自由现金流为-691 亿元、剔除算力预付款后为 169 亿元。公司的应对是拉长久期——管理层表示 2026 至 2027 年建成的可复用基础设施将在后续年份持续释放效能，同期设备采购价格处于高位、2028 年同类采购价格有望明显下降，叠加训练与推理效率逐年成倍提升，经营压力预计在 2028 年前后逐步缓解。

- **AI 应用侧的规模数据首次可量化，国内办公智能体赛道竞争白热化。**WorkBuddy 日活破千万、日均 Token 消耗超 100 万亿，企业版已进入 50 多个行业、覆盖中国 500 强企业的 50%与百强企业的 60%，三季度收入环比增长 5 倍以上。国内 AI 办公今年已从

分散试水转为大厂正面战场：字节 8 月底推出豆包工作、一个月内迭代 20 余次，10 月末宣布扣子（Coze）企业版停止新售、存量套餐最晚 2027 年底下线，把资源收拢到豆包与火山引擎；阿里 8 月将 QoderWork 等三款产品整合为千问办公，10 月 14 日推出首个行业版本电商版开启邀测；百度把秒哒并入百度搭子作为 AI 办公核心入口，并陆续上线自媒体、金融、设计等专业套件；金山办公则将主要精力转向 AI。各家的路线差异也很明显：腾讯先做个人桌面助手、再借企业微信进企业，阿里依托钉钉向业务深处做，字节把能力直接嵌入飞书，百度靠搜索与智能云体系。与此同时产品形态高度趋同——WorkBuddy 在混元之外接入 DeepSeek、智谱 GLM、Kimi、MiniMax，豆包工作与千问办公同样多模型并行，意味着竞争壁垒已从模型能力转移到组织入口与行业工作流的嵌入深度，独立的 Agent 开发平台正被办公超级入口吸纳。

- **投资建议：**建议沿三条主线把握：一是资本开支高位延续下的国产算力与数据中心配套环节，2026 至 2027 年是订单兑现窗口；二是云与 MaaS 收入提速带来的云计算基础设施及 AI 中间件厂商；三是具备办公协同入口或垂直行业壁垒的 AI 应用与办公软件厂商。维持计算机行业**“推荐”**评级。

- **风险提示：**AI 资本开支回报周期长于预期；算力供给与租赁约束可能导致模型迭代节奏放缓；云服务增速回落或行业价格战加剧；AI 办公赛道竞争白热化，独立 Agent 平台与工具类产品被入口整合出清；设备采购成本与折旧摊销对利润的压制超预期；下游企业 AI 付费意愿与预算释放不及预期；科技板块拥挤度过高的交易性风险。

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街 189 号天鸿宝景大厦西配楼 F4 层	地址：兰州市城关区东岗西路 638 号文化大厦 21 楼	地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼	地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦辅楼 2 层
邮编：100033	邮编：730030	邮编：200000	邮编：518046
	电话：0931-4635761		