



텐센트 (0700.HK)

AI 수익화 여부 주목

- IQ26 예상치 대비 매출 하회. AI 투자 확대가 이익 성장 제한
- AI 제품의 수익화 가시성이 낮은 상황에서 투자 확대로 이익 및 주주환원 훼손 우려
- 밸류에이션은 매력적. 단기 촉매제 부재하며, 향후 클라우드 등 AI 수익화 여부 주목

IQ26 예상치 대비 매출 하회. AI 투자 확대가 이익 성장 제한

IQ26 매출은 1,965 억위안(YoY +9%), Non-IFRS 영업이익은 756 억위안(YoY +9%)으로 매출이 예상치를 소폭 하회했다. 전년도 대비 늦은 춘절 연휴로 인해 게임 매출이 상대적으로 부진했다. 이익은 AI 투자 확대에 의해 성장세가 둔화됐다. Hunyuan 등 신규 AI 투자 제외 시 Non-IFRS 영업이익은 YoY +17%를 기록했다.

VAS 매출은 961 억위안(YoY +4%)으로 예상치를 하회했다. 게임 매출이 YoY +8%를 기록했다. 다만 이는 전년도 대비 늦은 춘절 연휴에 따른 매출 인식 지연에 기인한다. 이연수익은 1,413 억위안(QoQ +28%)으로 계절성 증가 폭을 크게 상회했다. 한편 AI 활용에 따른 콘텐츠 공급 확대와 유저 경험 개선 등으로 수익성이 개선됐으며, 1분기 VAS GPM은 63%로 YoY 3%p 상승했다.

마케팅 서비스 매출은 382 억위안(YoY +20%)으로 예상치에 부합했다. AI 기반 광고 기술 업그레이드와 Video Accounts 및 Mini Programs 내 광고 인벤토리 확대에 전분기 대비 성장률이 확대됐다. 다만 AI 투자 확대에 수익성은 둔화됐으며 GPM은 YoY 1%p, QoQ 5%p 하락했다.

핀테크/비즈니스 서비스 매출은 599 억위안(YoY +9%)으로 예상치에 부합했다. Mini Shops GMV 성장에 따른 커머스 수수료 증가와 AI 관련 클라우드 수요 확대에 비즈니스 서비스 매출이 YoY 20% 증가했다. 클라우드 가격 인상 및 신제품 출시로 견조한 성장이 기대되나, 투자 확대에 수익성 개선 폭은 일부 제한될 것으로 예상된다.

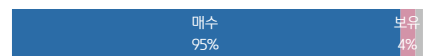
단기적으로 추가 촉매제 부재. 향후 AI 수익화 여부 주목 필요

IQ26 CAPEX는 312 억위안(YoY +18%)을 기록했으며, 하반기 중국산 ASIC 공급 확대 시 투자를 확대할 전망이다. Hunyuan 등 주요 AI 신제품이 초기 성과를 보이고 있으나, 아직 수익화 가시성이 제한적이다. 이런 상황에서 AI 투자 확대는 텐센트의 핵심 투자 포인트인 이익 성장과 주주환원 여력을 약화시키는 요인으로 작용하고 있다는 판단이다. 현재 주가는 12M FWD PER 13 배에서 거래 중으로 밸류에이션 매력적이며 중장기 투자매력 유효하다. 다만 단기적으로 추가 촉매제 부재하며 향후 클라우드 등 AI 수익화 확대 여부 확인이 필요하다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.5.14): HKD 460.20
 목표주가 컨센서스: HKD 711.00

▶ 투자 의견 컨센서스



Stock Data

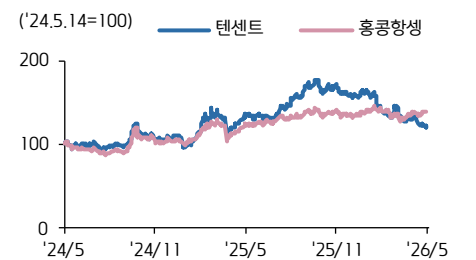
산업분류	인터랙티브 미디어 & 서비스
홍콩항생 (5/14)	26,389.04
현재주가/목표주가	460.2 / 711
52주 최고/최저 (HKD)	683 / 454
시가총액 (백만 HKD)	4,196,100
유통주식 수 (백만)	6,233
일평균거래량 (3M)	27,201,818

Earnings & Valuation

(백만 CNY)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	660,257	751,766	831,002	912,537
영업이익	237,811	280,656	269,616	306,813
OPM(%)	36.0	37.3	32.4	33.6
순이익	222,703	259,626	278,322	306,868
EPS	23.5	27.9	30.3	33.9
증가율(%)	44.0	18.6	31.5	11.2
PER(배)	18.7	21.7	13.1	11.8
PBR(배)	3.7	4.3	2.7	2.3
ROE(%)	21.8	21.1	19.4	18.7
배당수익률(%)	0.8	0.8	N/A	N/A

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-23.2	-6.7	-28.2	-11.7
홍콩항생	3.0	2.0	-0.7	11.6



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

텐센트 사업부문별 실적

(단위: 백만CNY)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q5	1Q26	25
매출	180,022	184,504	192,869	194,371	196,458	751,766
YoY	13%	15%	15%	13%	9%	14%
매출원가	79,529	79,491	84,071	86,082	85,193	329,173
YoY	5%	6%	7%	5%	7%	6%
% of sales	44%	43%	44%	44%	43%	44%
매출총이익	100,493	105,013	108,798	108,289	111,265	422,593
YoY	20%	22%	22%	19%	11%	21%
GPM	56%	57%	56%	56%	57%	56%
판매 및 마케팅 비용	7,866	9,410	11,468	12,983	11,343	41,727
YoY	4%	3%	22%	26%	44%	15%
% of sales	4%	5%	6%	7%	6%	6%
일반관리비	33,664	31,921	34,259	36,283	33,800	136,127
YoY	36%	16%	18%	16%	0%	21%
% of sales	19%	17%	18%	19%	17%	18%
Non-IFRS 영업이익	69,320	69,248	72,570	69,518	75,627	280,656
YoY	18%	18%	18%	17%	9%	18%
OPM	39%	38%	38%	36%	38%	37%
Non-IFRS 순이익	61,329	63,052	70,551	64,694	67,905	259,626
YoY	22%	10%	18%	17%	11%	17%
NPM	34%	34%	37%	33%	35%	35%

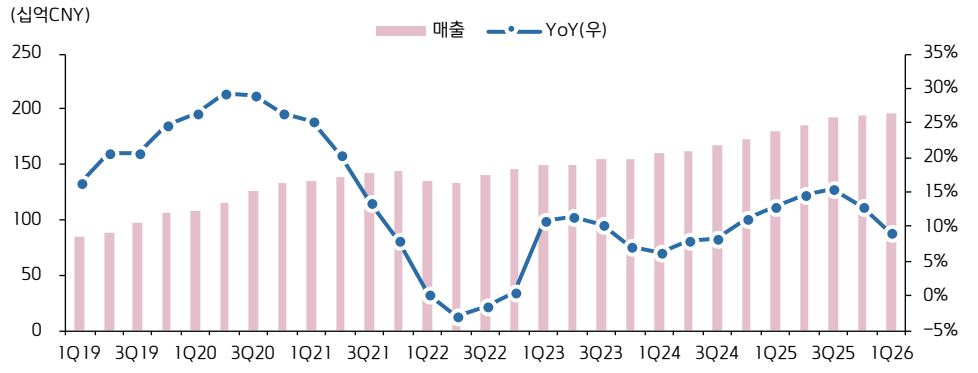
자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 사업부문별 실적

(단위: 백만CNY)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
매출	172,446	180,022	184,504	192,869	194,371	196,458
VAS	79,022	92,133	91,368	95,860	89,920	96,110
Games	49,200	59,500	59,200	63,600	59,300	64,200
Domestic Games	33,200	42,900	40,400	42,800	38,200	45,400
International Games	16,000	16,600	18,800	20,800	21,100	18,800
Social Networks	29,800	32,600	32,200	32,300	30,600	31,900
FinTech & Business Services	56,125	54,907	55,536	58,174	60,818	59,885
Online Advertising	35,004	31,853	35,762	36,242	41,116	38,171
Others	2,295	1,129	1,838	2,593	2,517	2,292
YoY						
매출	11%	13%	15%	15%	13%	9%
VAS	14%	17%	16%	16%	14%	4%
Games	20%	24%	22%	23%	21%	8%
Domestic Games	23%	24%	17%	15%	15%	6%
International Games	15%	23%	23%	23%	32%	13%
Social Networks	6%	7%	6%	5%	3%	-2%
FinTech & Business Services	3%	5%	10%	10%	8%	9%
Online Advertising	17%	20%	20%	21%	17%	20%
Others	18%	-45%	-7%	83%	10%	103%
수익성						
GPM	53%	56%	57%	56%	56%	57%
VAS	56%	60%	60%	61%	60%	63%
FinTech & Business Services	47%	50%	52%	50%	51%	52%
Online Advertising	58%	56%	58%	57%	60%	55%
Others	-7%	26%	14%	16%	-26%	-45%

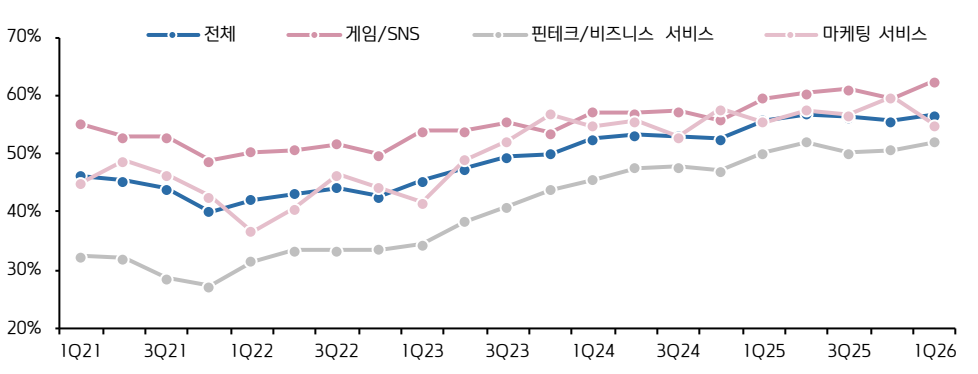
자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 분기별 매출 및 증가율



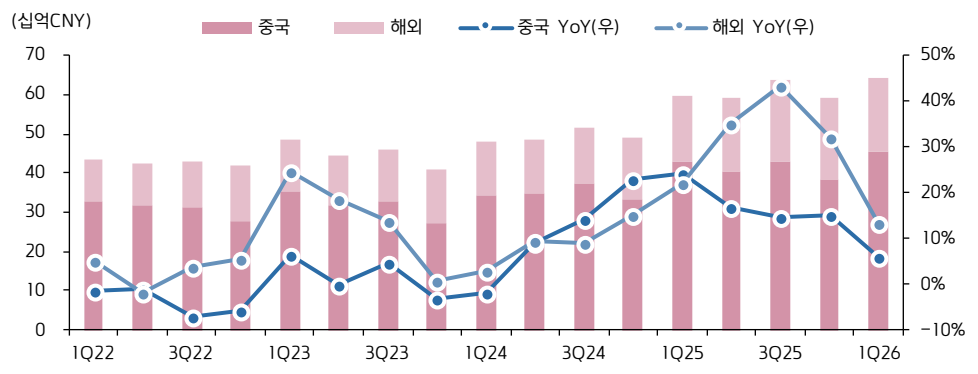
자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 전체 및 사업부문별 GPM



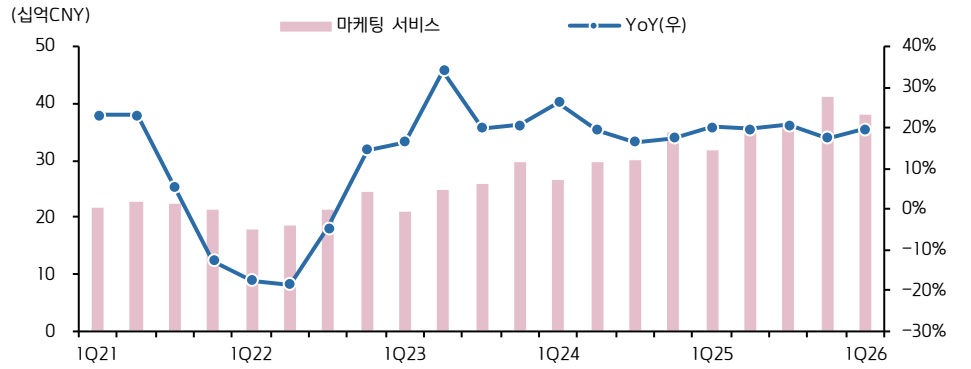
자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 게임 매출



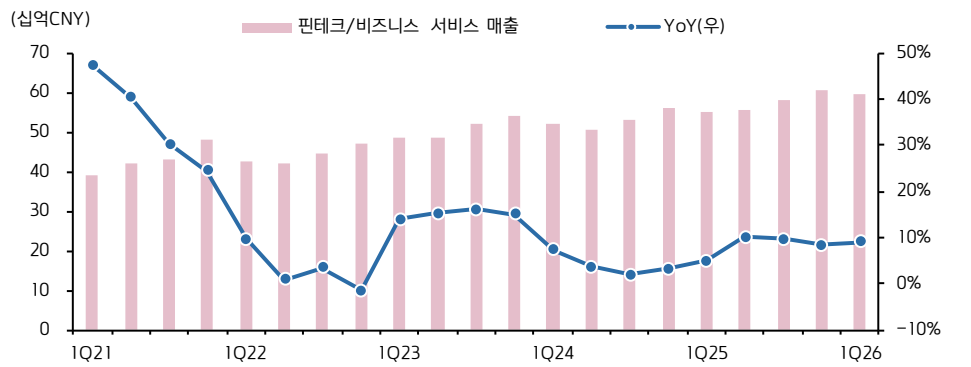
자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 마케팅 서비스 매출



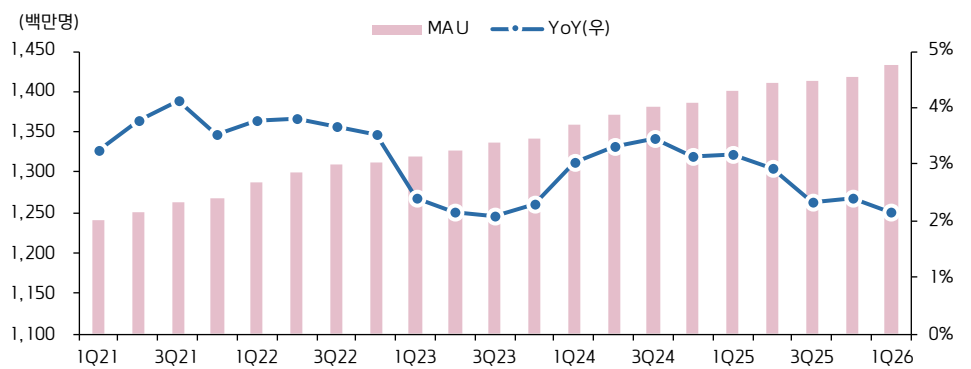
자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 핀테크/비즈니스 서비스 매출



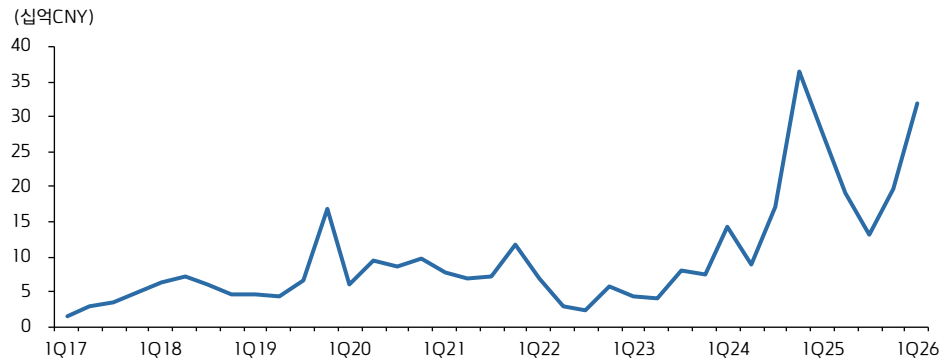
자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 위챗 월간활성이용자수



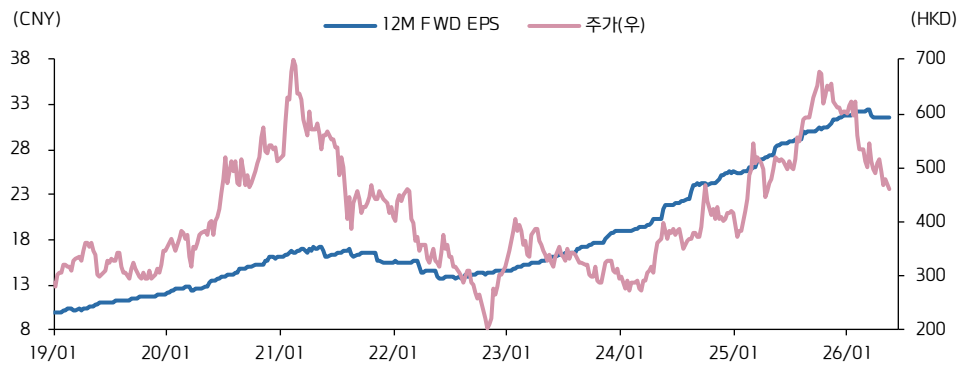
자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 분기 CAPEX



자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 12M FWD EPS 및 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

텐센트 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.