

3Q 收入符合预期，4Q 游戏有望加速

华泰研究

2024 年 11 月 14 日 | 中国香港

季报点评

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

505.43

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

夏路路

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPJ942

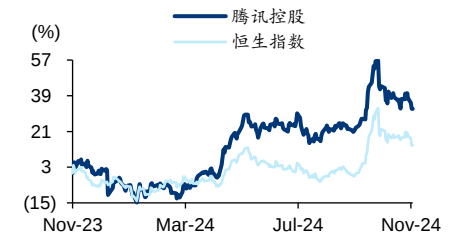
丁骄旻

dingjiaowan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	505.43
收盘价(港币 截至 11 月 13 日)	403.80
市值(港币百万)	3,742,160
6 个月平均日成交额(港币百万)	8,423
52 周价格范围(港币)	260.20-482.40
BVPS(人民币)	97.68

股价走势图



资料来源: S&P

腾讯 3Q 业绩: 营收同比增长 8.1% 至 1672 亿元, 基本符合 VA 一致预期(下同)。分业务看, 增值服务、在线广告、金融科技收入分别同比增长 9.2%、16.6%、2.0%, 对应毛利率同比抬升 1.9/0.7/6.8pct。经调整净利润同比增长 33.2% 至 598 亿元(超预期 11.4%), 主系投资收益和税率改善。我们预期 4Q 游戏收入加速增长, 25 年春节《DnF》手游增量有望成催化剂。公司表示 10 月支付收入增速有所改善, 短期宏观因素或对 4Q 广告带来影响, 考虑到视频号助力腾讯市场份额扩张, 对潜在影响带来一定缓冲。我们看好腾讯游戏的长线运营能力以及微信商业化潜力, 维持“买入”评级。

3Q 游戏收入持续加速, 国内海外表现强劲

从新游储备看, 未来《星之破晓》和《王者荣耀世界》的定档和上线有望成为催化剂。3Q 增值服务收入同比增长 9.2% 至 827 亿, 高于市场预期 0.4%。常青树游戏方面, 10 月《王者荣耀》和《和平精英》流水表现强劲。3Q 社交网络收入同比+4% (较 2Q 有明显提高), 音乐和视频付费会员数分别+16/6% yoy; 从国内游戏看, 3Q 收入同比增长 14%, 《DnF 手游》流水自然回落, 《航海王: 雄心壮志》预期 12 月上线, 《胜利女神》预期 25 年上线; 从海外游戏看, 新游递延周期有所变长, 3Q 收入剔除汇率影响后同比增长 11%, 《无畏契约》新增主机版本后, 全平台流水同比增长超 30%。

广告业务 4Q 或承压, 预期视频号助力市占额扩张

从广告业务看, 短期消费偏弱, 或将对 4Q 广告收入带来负面影响, 然而视频号助力腾讯市场份额扩张, 对潜在影响带来一定缓冲。腾讯 3Q 广告收入+16.6% yoy, 超 VA 一致预期 1.2%, 毛利率同比抬升 0.7pct (增速有所放缓)。从长线看, 腾讯逐步完善微信小店和直播间, 未来有望贡献更多广告增量。3Q 视频号广告收入同比增长超 60%, 用户参与度和直播促销均有所贡献; 三季度小程序 GMV 超 2 万亿, 实现同比双位数增长。

盈利预测与估值

展望 24-26 年, 我们将腾讯收入预测分别调整-0.4/-0.9/-0.9%, 主系宏观因素影响, 广告和支付收入增速放缓。调整 24-26 年经调整净利润+2.5/+0.2/+0.3% 至 2218 亿、2508 亿、2859 亿元, 主系税率改善以及投资业务表现强劲。我们根据 SOTP 估值, 给予目标价 505.43 港币(前值 495.00 港币)。维持“买入”评级。

风险提示: 支付增速低于一致预期, 经营费用超预期, 游戏递延周期较预期更长, 宏观恢复和广告增长不及市场预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	554,552	609,015	655,076	712,660	785,006
+/-%	(0.95)	9.78	7.56	8.79	10.15
归属母公司净利润(人民币百万)	188,243	115,216	186,897	212,034	243,246
+/-%	(16.27)	(38.79)	62.21	13.45	14.72
EPS(人民币, 最新摊薄)	20.31	12.43	20.17	22.88	26.25
ROE(%)	24.64	15.06	21.09	20.32	20.01
PE(倍)	17.48	30.16	18.59	16.39	14.28
PB(倍)	4.56	4.30	3.61	3.09	2.66
EV EBITDA(倍)	2.00	1.91	1.56	1.41	0.89

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

支付收入增速疲软，直播电商有望贡献 4Q 佣金

3Q 国内消费支出增速有所放缓，腾讯金科收入同比增长 2.0%，低于市场预期 0.7%；理财服务同比增长主系用户规模扩大和资产规模提升。微信本季度升级直播间推广方案，并提供多项激励政策。4Q 视频号直播电商迎来旺季，广告加载率保持上行，有望催化佣金和广告收入加速增长。淘天体系于 9 月陆续接入微信支付，有助于腾讯拓展低线城市用户，我们预计新增 41-85 亿的年化佣金收入。微信近期上线微信小店助手 app，专注服务电商商家。从云业务看，三季度 AI 需求驱动 GPU 租赁增长，贡献腾讯 IaaS 收入占比超 10%。

图表1：3Q 公司财务数据

人民币（亿元）	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	3QVA 一致预期	对比预期	4QVA 一致预期
1.收入	1,500	1,492	1,546	1,552	1,595	1,611	1,672	1,670	0.1%	1,702
YOY (%)	10.7%	11.3%	10.4%	7.1%	6.3%	8.0%	8.1%	8.0%		9.7%
a.增值服务	793	742	757	691	786	788	827	823	0.4%	776
YOY (%)	9.1%	3.5%	4.2%	-1.9%	-0.9%	6.2%	9.2%	8.7%		12.4%
b.网络广告	210	250	257	298	265	299	300	296	1.2%	340
YOY (%)	16.5%	34.2%	20.0%	20.8%	26.4%	19.5%	16.6%	15.2%		14.0%
c.金融科技及企业服务	487	486	520	544	523	504	531	535	-0.7%	564
YOY (%)	13.9%	15.2%	16.1%	15.1%	7.4%	3.7%	2.0%	2.8%		3.8%
d.其他	10	14	11	19	21	20	14			
2.毛利	682	708	765	776	839	859	888	889	-0.1%	905
YOY (%)	19.5%	22.4%	32.2%	25.5%	23.0%	21.3%	16.1%	16.2%		16.6%
毛利率	45.5%	47.5%	49.5%	50.0%	52.6%	53.3%	53.1%	53.2%	-0.1pp	53.1%
1.增值服务 毛利润	427	400	420	371	450	450	475	470	1.1%	438
毛利率	53.9%	54.0%	55.5%	53.7%	57.3%	57.0%	57.5%	57.1%	0.4pp	56.5%
2.网络广告 毛利润	87	122	134	169	145	166	159	166	-4.4%	199
毛利率	41.7%	48.9%	52.3%	56.8%	54.8%	55.6%	53.0%	56.1%	-3.1pp	58.7%
3.金融科技 毛利润	168	187	213	239	239	240	254	251	1.2%	264
毛利率	34.5%	38.4%	41.0%	43.9%	45.6%	47.6%	47.8%	46.9%	0.9pp	46.7%
经营利润	380	403	443	414	526	507	533	530	0.6%	515
YOY (%)	2.2%	34.0%	47.5%	42.0%	38.2%	25.9%	20.3%	19.5%		24.4%
经营利润率	25.4%	27.0%	28.7%	26.7%	33.0%	31.5%	31.9%	31.7%		30.3%
3. 经调整经营利润	450	461	517	491	586	584	613	609	0.6%	598
YOY (%)	23.2%	25.6%	26.3%	24.6%	30.2%	26.9%	18.6%	17.9%		21.7%
经调整经营利润率	30.0%	30.9%	33.4%	31.7%	36.8%	36.3%	36.6%	36.5%	0.2pp	35.1%
4. 经调整归母净利润	325	375	449	427	503	573	598	537	11.4%	521
YOY (%)	27.4%	33.4%	59.6%	43.7%	54.5%	52.6%	33.2%	19.5%		22.0%
经调整归母净利润率	21.7%	25.2%	29.1%	27.5%	31.5%	35.6%	35.8%	32.2%		30.6%
经营费用										
-销售费用	70	83	79	110	75	92	94	91	2.9%	106
YOY (%)	-12.9%	4.8%	-0.3%	79.4%	7.4%	10.2%	18.9%	15.6%		-3.1%
销售费用率	4.7%	5.6%	5.1%	7.1%	4.7%	5.7%	5.6%	5.5%		6.2%
-管理费用	246	254	263	272	248	275	291	281	3.4%	294
YOY (%)	-7.6%	-3.1%	0.2%	-0.5%	0.7%	8.2%	10.5%	6.9%		8.3%
管理费用率	16.4%	17.0%	17.0%	17.5%	15.6%	17.1%	17.4%	16.8%		17.3%

资料来源：公司公告，Visible Alpha，华泰研究

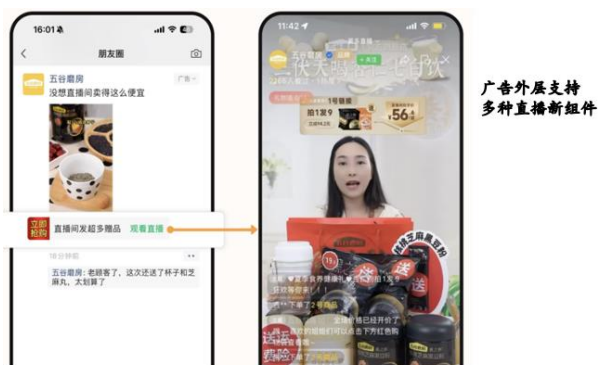
朋友圈广告：升级直播间推广方案

腾讯近期对直播间展开一系列升级活动，助力视频号和直播电商发展。2Q 升级视频号小店至微信小店（将直播电商接入更多微信场景，例如公众号、小程序、搜一搜），3Q 升级朋友圈的直播推广方案，直播内容可实时在朋友圈广告外层展示，提升直播内容可见度。

3Q 朋友圈中的直播间重点更新包括：

- 品牌可以只购买某一时段的朋友圈广告（例如 6-8 点），确保该时段内获得最大曝光。腾讯预测此举措改善广告 CTR 25%，提升后链路转化率 1.5 倍。
- 社交传播：当用户观看某直播间后，可选择设置“看直播”状态，用户可在朋友圈社交扩散，品牌有望触及更广泛受众。
- 用户可以在朋友圈中观看实时直播预览，无需点入直播间即可观看内容。

图表2：朋友圈新增功能：直播内容实时显示（过往需要点开才能看）



新增图文链接：用户无需进入直播间，即可直接购买

资料来源：微信广告助手公众号，华泰研究

图表3：朋友圈新增功能：增加落地页功能，可速览产品概况



朋友圈 落地页 直播间

用户点击朋友圈广告→先访问落地页→再进入直播间

落地页包含 300 秒视频，让用户速览产品概况（使用场景、达人证言等）。

资料来源：微信广告助手公众号，华泰研究

图表4：直播电商：全周期流量覆盖

	直播前	直播中	直播后
目标	预热锁定目标用户	强曝光、高场线、低成本	优质内容加热种草
核心指标	直播预约	直播观看	内容曝光
流量场景	朋友圈、视频号、搜一搜	朋友圈、视频号、搜一搜	朋友圈、视频号、公众号
广告能力	朋友圈卡片式广告+预约组件 视频号原生广告+预约组件 搜一搜超级品牌专区预约卡片	朋友圈实时直播外显（本次更新新增） 朋友圈“看直播”状态（新增） 视频号原生广告合约投放 搜一搜超级品牌专区直播卡片	朋友圈广告 视频号原生广告 公众号关键词广告 看一看焦点图广告

资料来源：微信广告助手公众号，华泰研究

腾讯游戏：《宝可梦大集结》上线，看好腾讯大 DAU 手游长线运营能力

重点手游方面，根据 ST 数据，《王者荣耀》3Q 国内 iOS 流水合计 28.67 亿元（总流水占比 29%），10 月国内 iOS 流水达 11.61 亿元（同比增长改善），主系周年庆活动的多款限定皮肤返场。

《和平精英》商业化加速：3Q 国内 iOS 流水合计 13.47 亿元（占比 14%），7-9 月同比变化 -21%、22%、24%；10 月推出和平天团·时空协奏系列皮肤（华晨宇，宋茜，虞书欣等明星联名）和百款皮肤返场活动，国内 iOS 流水同比上涨 36%至 5.46 亿元。

新游方面，《帝国时代》手游于 10 月 17 日海外上线，为天美和 World's Edge 联合开发，首日登顶 90 个国家 iOS 游戏免费榜，上线首周总流水超 2500 万元，下载超 250 万次（ST 数据）。《三角洲行动》手游 9 月 26 日上线，iOS 端首周流水约 540 万元人民币，10 月总流水约 0.3 亿元，PC 版本将于 12 月 5 日上线。

图表5：腾讯游戏流水（国内 iOS 渠道，单位：百万人民币）

国内iOS月度流水	小计	YoY	三角洲行动	DnF手游	王者荣耀	和平精英	金铲铲之战	英雄联盟手游	火影忍者	穿越火线
2023-01	3,359.51	19%	-	-	1,245.02	818.37	221.98	170.97	104.55	285.07
2023-02	2,599.67	-3%	-	-	1,118.72	563.22	104.76	132.90	56.15	133.89
2023-03	2,594.53	4%	-	-	1,120.63	478.51	122.50	144.73	59.84	138.46
2023-04	2,535.79	-1%	-	-	1,071.13	488.86	135.47	107.08	72.35	76.08
2023-05	2,692.23	1%	-	-	1,215.64	394.64	185.32	134.31	92.95	61.66
2023-06	2,440.68	0%	-	-	1,060.98	328.04	155.75	157.29	70.04	78.60
2023-07	2,623.95	-4%	-	-	1,087.39	533.93	119.70	159.05	52.69	87.80
2023-08	2,734.11	1%	-	-	1,186.56	349.28	146.14	163.68	48.31	110.83
2023-09	2,514.11	2%	-	-	988.51	389.89	99.40	142.88	65.78	73.55
2023-10	2,548.96	-4%	-	-	1,110.61	393.55	113.27	124.21	63.38	39.17
2023-11	2,468.59	-2%	-	-	964.96	425.18	169.88	169.98	43.22	38.92
2023-12	2,845.66	17%	-	-	1,011.91	546.41	142.01	277.89	59.88	53.39
2024-01	3,220.22	-4%	-	-	1,157.95	355.86	415.93	166.39	111.86	326.62
2024-02	3,377.82	30%	-	-	1,237.90	615.71	232.23	258.94	84.80	217.60
2024-03	2,942.93	13%	-	-	1,171.31	588.36	185.33	149.10	66.10	196.27
2024-04	2,871.29	13%	-	-	1,182.85	558.88	214.33	186.02	82.68	115.22
2024-05	3,281.73	22%	-	509.50	1,106.28	512.04	248.41	139.56	126.95	51.40
2024-06	3,365.61	38%	-	1,341.14	641.12	398.05	182.78	112.51	76.48	62.90
2024-07	3,433.85	31%	-	1,255.23	807.17	423.74	89.10	118.98	66.17	80.02
2024-08	3,542.64	30%	-	871.34	1,126.85	431.16	209.06	155.74	61.02	121.98
2024-09	2,924.02	16%	3.62	543.29	932.61	491.61	199.43	113.30	68.02	97.03
2024-10	3,167.48	24%	33.84	443.13	1,160.83	545.50	200.87	103.79	82.99	48.46

资料来源：Sensor Tower，华泰研究

图表6：腾讯游戏整理

游戏储备	平台	类型	自研/代理	开发商	取得版号时间
重点游戏					
王者荣耀：星之破晓	手游	动作格斗	自研	天美工作室	2023/6/20, 国产
航海王壮志雄心	手游	RPG/格斗	自研	魔方工作室(东映动画授权)	2023/8/25, 进口
无畏契约：源能行动（国内）	手游	射击	代理	拳头游戏	2024/6/5, 进口
王者荣耀：世界	手游	开放世界/RPG	自研	天美工作室	
逆战：未来	手游、PC/主机	FPS	自研	天美工作室	2023/12/25, 国产
胜利女神：妮姬（国内）	手游、PC	ACG/射击	代理	Shift Up	2024/10/25, 进口
爆裂小队（国内）	手游	休闲/动作	代理	Supercell	2024/10/25, 进口
王者荣耀：自走棋	手游	SLG	自研	天美工作室	
洛克王国：世界	手游、PC	养成/休闲/抓宠	自研	魔方工作室	
其他游戏					
龙石战争	手游	SLG	自研	腾讯凯博	
彩虹六号	手游、PC	FPS/动作	代理	育碧公司	
刺客信条：侠隐	手游	SLG	自研	天美工作室	
热血美职篮	手游	竞技	自研	光子工作室	
大航海时代：海上霸主	手游	SLG	代理	天戈互娱，光荣授权IP	
星之卡比：新星同盟	主机	动作	代理	HAL研究所	
太鼓达人	主机	音游	代理	南梦宫	
新宝可梦随乐拍	主机	动作	代理	南梦宫	
洛克人11	PC	动作	代理	卡普空	
超级马里奥3D世界	主机	动作	代理	任天堂	
战鹰机甲	主机	FPS	代理	Marvelous	
纸片马力欧：折纸国王	主机	RPG	代理	Intelligent Systems	
马力欧高尔夫：超级冲冲冲	主机	竞技	代理	Camelot	
全境封锁2	PC	RPG	代理	育碧公司	

资料来源：公司公告，TapTap，游戏陀螺，国家新闻出版署，华泰研究

《宝可梦大集结》11 月上线：简化 MOBA 游戏流程，长线商业化未来可期

《宝可梦大集结》是由腾讯天美和宝可梦公司联合研发的 MOBA 游戏，国服已于 11 月 7 日在手机版和 Nintendo Switch 正式上线。与王者荣耀不同，《宝可梦大集结》采用 MOBA 经典的野怪和分路机制、多技能升级系统，但移除大部分经验获取途径和装备系统。

自上线以来，《宝可梦大集结》游戏并未列入 iOS 前十畅销榜；复盘《金铲铲》和《英雄联盟手游》，我们认为 MOBA 游戏的发展历程多为低开高走，后期可持续观测用户端裂变，以及商业化的加速推进；前五日 iOS 端流水约 1200 万元，下载达 168 万次（ST 数据）。《王者荣耀》与《宝可梦大集结》均为天美工作室出品，两款游戏在设计风格上具备共性，有助于《宝可梦大集结》玩家快速上手。我们看好腾讯对大 DAU 游戏的长线运营能力，以及微信渠道对于 MOBA 游戏的分发和社交属性加持。

游戏特点包括：1) 单局固定时间 10 分钟，以得分判定输赢，获胜无需推上敌方的高地，摧毁敌方水晶；2) 游戏存在两分钟冲刺环节，得分节奏翻倍，逆风翻盘更容易，节奏更刺激；3) 采用多技能升级系统，无需考虑装备配置与道具使用，玩法更简化；4) 作为公平竞技游戏，氪金点主要是皮肤。

海外版《宝可梦大集结》已经于 21 年 7 月 21 日上线，对比国服主要差别为：1) 国服存在更多娱乐玩法，节奏更快，适合碎片化时间内游玩；2) 国服新增三个持有物附加元素，搭配策略更灵活；3) 国服增加文字、语音和表情包交流功能，社交属性更突出；4) 国服商店具有更多氪金时装选择，商业化路径更丰富。

图表7：大 DAU 手游上线七日运营数据

自上线以来	Day 1	Day 2	Day 3	Day 4	Day 5	Day 6	Day 7	总计
iOS 下载量 (万次)								
宝可梦大集结	39	40	40	30	21			
永劫无间手游	39	39	42	40	35	29	25	248
王者荣耀	7	15	18	14	11	10	9	84
和平精英	21	18	10	13	10	7	5	83
金铲铲之战	46	50	44	42	37	37	30	285
英雄联盟手游	37	38	41	36	36	38	38	264
蛋仔派对	32	36	34	28	14	8	7	159
逆水寒	39	40	39	38	38	30	28	253
iOS 流水 (万元, 人民币)								
宝可梦大集结	250	287	247	250	181			
永劫无间手游	1,339	1,245	1,249	1,263	960	971	1,142	8,169
王者荣耀	79	137	125	123	220	141	153	977
和平精英	1,788	2,320	2,517	2,780	1,346	1,270	1,087	13,109
金铲铲之战	1,299	1,876	1,677	1,365	1,392	1,085	974	9,668
英雄联盟手游	1,652	1,953	1,652	1,543	1,357	1,568	1,111	10,836
蛋仔派对	42	50	49	41	34	31	26	272
逆水寒	1,747	2,419	2,407	2,141	1,467	2,171	3,552	15,904
iOS DAU (万人)								
永劫无间手游	74	88	102	118	119	119	117	105
王者荣耀	46	86	94	82	72	66	62	72
和平精英	379	342	243	258	197	150	150	246
金铲铲之战	35	58	71	80	86	92	93	73
英雄联盟手游	40	56	71	80	89	98	106	77
蛋仔派对	34	52	65	70	63	57	54	56
逆水寒	88	100	110	118	125	125	125	113

资料来源：Sensor Tower，华泰研究

图表8：5v5 团队作战，5 种宝可梦可选



5v5 对战，可选攻击型、平衡型、敏捷型、
防御型、辅助型宝可梦。

资料来源：《宝可梦大集结》公众号，华泰研究

图表9：将携带分数投入敌方阵营转化为团队得分，500 分获胜



击败野生或敌方宝可梦获得携带分数，
将携带分数投入敌方阵营转化为团队得分。

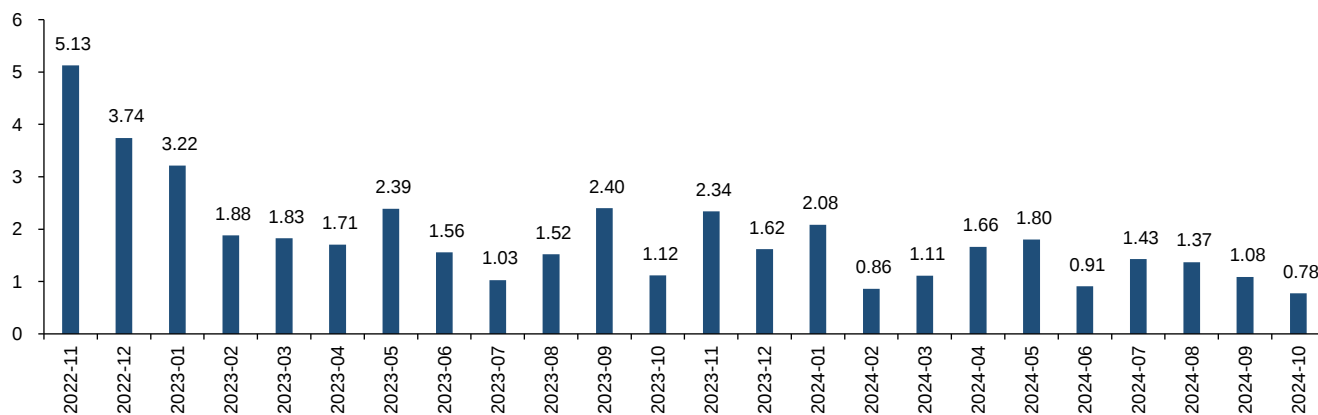
资料来源：《宝可梦大集结》公众号，华泰研究

《胜利女神：妮姬》获得版号：重度商业化的二次元射击游戏

《胜利女神：妮姬》手游由腾讯与咪咕代理，于 2024 年 10 月 25 日正式取得版号。该游戏由 Shift Up 开发，采用第三人称射击方式，玩家需要根据关卡的特点调整队伍配置，并在规定时间内完成战斗。

游戏变现模式为角色抽卡，属于高 ARPPU 的重度商业化模式。玩家需要选择 5 名妮姬组成队伍，编队时需要考虑敌人弱点和适合的武器射程，以及角色的爆裂技能。妮姬分为 R、SR、SSR 三个等级，等级越高，角色通常越强力。玩家可以通过招募队员和战斗奖励来获得妮姬。

图表10：《胜利女神：妮姬》海外流水（单位：亿元人民币，iOS + Google Play 渠道）



资料来源：Sensor Tower，华泰研究

财务预测调整

展望 24-26 年，我们将腾讯收入预测分别调整-0.4/-0.9/-0.9%，主系经济增速放缓，广告和支付收入增速减速。我们调整 24-26 年经调整净利润+2.5/+0.2/+0.3%至 2218 亿、2508 亿、2859 亿元，主系预期税率改善。

图表11：腾讯财务预测

腾讯财务预测										
人民币 (亿)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1. 收入	1595	1611	1672	1673	5601	5546	6090	6551	7127	7850
YOY (%)	6.3%	8.0%	8.1%	7.8%	16%	-1%	10%	8%	9%	10%
a. 增值服务	786	788	827	766	2916	2876	2984	3167	3352	3570
YOY (%)	-1%	6.2%	9.2%	11%	10%	-1%	4%	6%	6%	7%
- 网络游戏	481	485	518	471	1743	1709	1798	1956	2092	2253
YOY (%)	0%	9.0%	12%	15%	12%	-2%	5%	9%	7%	8%
国内游戏	345	346	373	317	1288	1240	1266	1381	1460	1558
YOY (%)	-2%	8.8%	14%	17%	7%	-4%	2%	9%	6%	7%
海外游戏	136	139	145	154	455	468	532	574	632	695
YOY (%)	3%	9.4%	9%	11%	28%	3%	14%	8%	10%	10%
递延收益	1061	1069	1066		878	822	862			
QOQ (%)	23%	1%	0%		6%	-6%	5%			
- 社交网络	305	303	309	295	1173	1169	1186	1212	1261	1317
YOY (%)	-2%	2.0%	4%	5%	8%	0%	1%	2%	4%	4%
b. 网络广告	265	299	300	342	887	827	1015	1206	1400	1649
YOY (%)	26%	19.5%	16.6%	15%	8%	-7%	23%	19%	16%	18%
c. 金融科技及企业服务	523	504	531	561	1722	1771	2038	2119	2310	2564
YOY (%)	7%	3.7%	2.0%	3.1%	34%	3%	15%	4%	9%	11%
2. 毛利润	839	859	888	894	2459	2387	2931	3480	3842	4290
YOY (%)	23%	21%	16%	15%	11%	-3%	22.8%	18.7%	10.4%	11.7%
毛利率	52.6%	53.3%	53.1%	53.5%	43.9%	43.1%	48.1%	53.1%	53.9%	54.6%
a. 增值服务	450	450	475	437	1529	1456	1619	1812	1928	2071
毛利率	57.3%	57.0%	57.5%	57.0%	52.5%	50.6%	54.3%	57.2%	57.5%	58.0%
b. 网络广告	145	166	159	187	406	350	513	657	784	940
毛利率	54.8%	55.6%	53.0%	54.6%	45.8%	42.3%	50.6%	54.5%	56.0%	57.0%
c. 金融科技及企业服务	239	240	254	270	514	584	806	1002	1120	1269
毛利率	45.6%	47.6%	47.8%	48.1%	29.8%	33.0%	39.6%	47.3%	48.5%	49.5%
销售费用	75	92	94	112	406	292	342	373	406	440
收入占比	5%	6%	6%	7%	7%	5%	6%	6%	6%	6%
研发和管理费用	248	275	291	300	898	1067	1035	1114	1212	1319
收入占比	16%	17%	17%	18%	16%	19%	17%	17%	17%	17%
3. 经调整经营利润	586	584	613	593	1674	1432	1919	2376	2682	3029
YOY (%)	30%	27%	19%	21%	12%	-14%	34%	24%	13%	13%
经营利润率	36.8%	36.3%	36.6%	35.4%	29.9%	25.8%	31.5%	36.3%	37.6%	38.6%
联营投资收益	22	77	60	61	-164	-161	58	221	337	407
4. 税前利润	427	484	540	449	2278	1887	1613	2378	2667	3049
有效税率	25.9%	20.0%	15.7%	27.4%	7.7%	9.5%	27.8%	22.2%	22.2%	22.2%
5. 经调整净利润	503	573	598	544	1238	1156	1577	2218	2508	2859
YOY (%)	54%	53%	33%	27%	1%	-7%	36%	41%	13%	14%
经调整净利率	31.5%	35.6%	35.8%	32.5%	22.1%	20.9%	25.9%	33.9%	35.2%	36.4%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表12：腾讯：华泰预测变动

(人民币 亿元)			2024E			2025E			2026E		
	前值	新值	变动 (%)		前值	新值	变动 (%)		前值	新值	变动 (%)
营业收入	6,578	6,551	-0.4		7,193	7,127	-0.9		7,924	7,850	-0.9
毛利润	3,487	3,480	-0.2		3,890	3,842	-1.2		4,365	4,290	-1.7
归母净利润	1,792	1,869	4.3		2,092	2,120	1.4		2,401	2,432	1.3
经调整归母净利润	2,163	2,218	2.5		2,503	2,508	0.2		2,852	2,859	0.3
变动 (pp)				变动 (pp)				变动 (pp)			
毛利率	53.0%	53.1%	0.1		54.1%	53.9%	(0.2)		55.1%	54.6%	(0.4)
归母净利率	27.2%	28.5%	1.3		29.1%	29.8%	0.7		30.3%	31.0%	0.7
经调整归母净利率	32.9%	33.9%	1.0		34.8%	35.2%	0.4		36.0%	36.4%	0.4

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表13：腾讯：华泰预测 VS VA 一致预期

(人民币 亿元)				2024E				2025E				2026E			
	华泰	VA一致预期	差值 (%)		华泰	VA一致预期	差值 (%)		华泰	VA一致预期	差值 (%)		华泰	VA一致预期	差值 (%)
营业收入	6,551	6,580	-0.4		7,127	7,188	-0.9		7,850	7,805	0.6		7,850	7,805	0.6
毛利润	3,480	3,492	-0.3		3,842	3,884	-1.1		4,290	4,266	0.6		4,290	4,266	0.6
归母净利润	1,869	1,807	3.4		2,120	2,030	4.4		2,432	2,281	6.6		2,432	2,281	6.6
经调整归母净利润	2,218	2,132	4.0		2,508	2,377	5.5		2,859	2,634	8.6		2,859	2,634	8.6

资料来源：公司公告，VA 一致预期，华泰研究预测

公司估值

我们基于 SOTP 估值，给予腾讯 505.43 港币估值（前值 495.00 港币）：

1. 游戏业务每股估值 179.82 港币（占总市值 35.6%），基于 2025 年净利润 13.7x PE，较其全球可比公司 18.2x 有所折价，主因收入增速低于游戏可比公司。
2. 社交网络业务每股估值 22.28 港币，基于虎牙、阅文、腾讯音乐的总市值，腾讯视频 25 年收入对应的 3.0x PS。腾讯视频 PS 估值高于在线视频行业均值 2.7x，估值溢价主系我们预计腾讯视频 25 年保持内容精品路线，有望将带来较好的会员收入增长。
3. 在线广告业务每股估值 113.25 港币，基于 25 年净利润的 16.2x PE（占总估值 22.4%），较全球可比公司均值 21.2x 有所折价，主系海外可比公司增速较高，且有 AI 溢价。
4. 金融科技每股估值 82.37 港币，基于 25 年收入的 3.9x PS，较行业均值 11.9x PS 有所折价，主因增速放缓且金融牌照监管尚未落地。
5. 企业服务和云每股估值 16.43 港币，基于 25 年收入 3.0x PS，较行业均值 7.0x PS 有所折价，主系海外可比公司 AI 溢价。
6. 投资业务每股估值 91.28 港币（含非上市公司）。综上所述，我们给予腾讯目标价 505.43 港币。目标价分别对应腾讯 24 年和 25 年 PE 19.6x 和 17.3x（华泰经调整利润口径预测）。

图表14：腾讯 SOTP 估值

SOTP 估值	25年预测收入	25年预测净利率	25年预测净利润	PS (x)	PE (x)	市值	腾讯持股比例	归属于腾讯的价值	占总估值比例	每股估值（港币）
（人民币百万元）										
一、网络游戏	253,773	45%	112,929		13.7			1,547,332	35.6%	179.82
二、社交网络（非游戏）	81,452							191,718	4.4%	22.28
腾讯音乐（TME）						136,089	49.0%	73,951	1.7%	8.59
阅文						25,624	56.9%	15,374	0.4%	1.79
虎牙						4,993	46.7%	3,369	0.1%	0.39
在线视频-订阅服务	19,695			3.0				58,737	1.4%	6.83
其它	26,858			1.5				40,286	0.9%	4.68
三、在线广告	140,040	43%	60,217		16.2			974,517	22.4%	113.25
四、金融科技	183,100			3.9				708,735	16.3%	82.37
五、企业服务和云	47,886			3.0				141,364	3.3%	16.43
核心业务估值小计								3,563,666		
核心业务估值（港币百万元）								3,838,089		
核心业务估值（港币）										414.15
投资企业每股估值（港币），30%持有折让									18.1%	91.28
腾讯目标价										505.43

资料来源：彭博，华泰研究预测

图表15：同业比较：网络游戏及在线广告

公司	股票代码	股价 (交易货币)	经调整净利润增长 (%)			非GAAP PE (x)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
在线游戏								
网易	NTES US	78	-1%	7%	12%	11.4	10.3	9.3
艺电	EA US	163	-9%	33%	8%	20.9	19.1	17.1
网龙	777 HK	10	59%	27%	10%	6.1	4.6	4.2
Nexon	3659 JP	2,124	88%	0%	7%	13.5	13.1	12.2
任天堂	7974 JP	8,066	-35%	25%	15%	29.7	23.8	20.7
万代南梦宫	7832 JP	3,304	6%	2%	8%	19.8	19.7	18.3
完美世界	002624 CH	12	N.M.	N.M.	33%	N.A	31.0	24.5
三七互娱	002555 CH	18	-3%	14%	11%	14.9	13.2	11.9
游族	002174 CH	10	151%	41%	19%	41.8	29.8	24.9
市值加权平均PE						20.6	18.2	16.1
在线广告								
微博	WB US	8	1%	3%	5%	4.7	4.5	4.4
百度	BIDU US	85	-8%	4%	9%	7.9	7.8	7.1
Meta	META US	585	51%	11%	12%	25.7	22.9	20.1
谷歌	GOOG US	183	35%	10%	12%	22.8	20.2	17.9
市值加权平均PE						23.8	21.2	18.7

注：数据截至 11 月 13 日收盘，所有数据均基于彭博一致预期

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

图表16：同业比较：云，金融科技和在线视频

公司	股票代码	股价 (交易货币)	营收同比增长 (%)			PS (x)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
云计算								
微软	MSFT US	423	14%	14%	15%	11.3	9.9	8.6
谷歌	GOOG US	183	14%	19%	9%	7.7	6.5	5.9
Salesforce	CRM US	341	9%	9%	9%	8.6	7.9	7.2
金山云	KC US	4	6%	10%	9%	1.0	0.9	0.8
亚马逊	AMZN US	209	11%	11%	11%	3.4	3.1	2.8
市值加权平均PS						8.0	7.0	6.2
金融科技								
Paypal	PYPL US	86	7%	6%	7%	2.7	2.6	2.4
Square	SQ US	87	12%	11%	10%	2.2	2.0	1.8
Visa	V US	310	10%	10%	10%	15.5	14.1	12.8
市值加权平均PS						13.1	11.9	10.8
在线视频								
爱奇艺	IQ US	2	-6%	5%	5%	0.5	0.5	0.5
芒果超媒	300413 CH	29	2%	10%	8%	3.6	3.3	3.0
市值加权平均PS						3.0	2.7	2.5

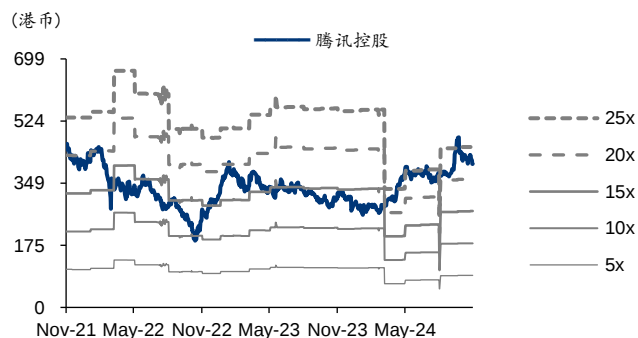
注：数据截至11月13日收盘，所有数据均基于彭博一致预期

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

风险提示

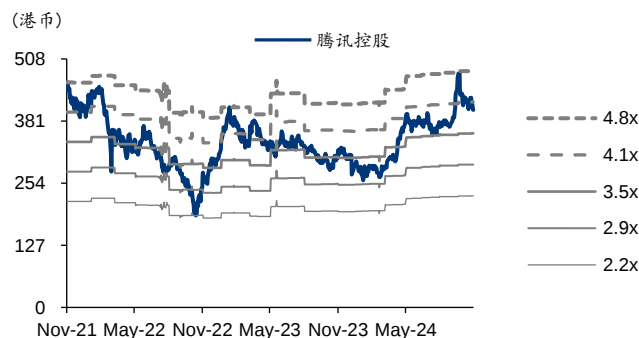
1. 支付收入增速低于一致预期
2. 腾讯降本增效主要体现在 22-23 年，24 年经营费用或高于预期，净利润率扩张速度低于预期
3. 头部游戏流水下滑，游戏递延周期较预期更长，导致收入增速低于预期
4. 宏观恢复和广告增长不及预期

图表17：腾讯控股 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表18：腾讯控股 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	554,552	609,015	655,076	712,660	785,006
销售成本	(315,806)	(315,906)	(307,067)	(328,494)	(356,038)
毛利润	238,746	293,109	348,009	384,166	428,968
销售及分销成本	(29,229)	(34,211)	(37,339)	(40,622)	(43,960)
管理费用	(106,696)	(103,525)	(111,363)	(121,152)	(131,881)
其他收入/支出	8,006	4,701	8,463	8,463	8,463
财务成本净额	(760.00)	1,540	1,780	2,166	2,633
应占联营公司利润及亏损	(16,129)	5,800	22,069	33,717	40,654
税前利润	210,225	161,324	237,752	266,739	304,876
税费开支	(21,516)	(43,276)	(47,882)	(51,731)	(58,657)
少数股东损益	(466.00)	(2,832)	(2,974)	(2,974)	(2,974)
归母净利润	188,243	115,216	186,897	212,034	243,246
折旧和摊销	61,216	59,008	39,408	40,961	46,166
EBITDA	272,201	218,792	275,381	305,533	348,410
EPS (人民币, 基本)	20.31	12.43	20.17	22.88	26.25

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	2,333	456.00	567.56	527.42	461.57
应收账款和票据	122,152	135,017	130,653	138,574	133,997
现金及现金等价物	156,739	172,320	153,583	151,243	263,745
其他流动资产	284,765	210,653	242,251	290,701	290,701
总流动资产	565,989	518,446	527,055	581,046	688,905
固定资产	53,978	53,232	54,115	56,547	55,645
无形资产	161,802	177,727	196,102	216,510	235,048
其他长期资产	796,362	827,841	930,696	1,057,657	1,096,045
总长期资产	1,012,142	1,058,800	1,180,913	1,330,714	1,386,737
总资产	1,578,131	1,577,246	1,707,967	1,911,760	2,075,642
应付账款	154,935	177,543	161,937	206,706	192,848
短期借款	19,842	23,818	21,486	21,486	21,486
其他负债	259,427	150,796	150,796	150,796	150,796
总流动负债	434,204	352,157	334,219	378,988	365,130
长期债务	330,761	309,388	307,432	305,476	303,520
其他长期债务	30,306	42,020	40,712	44,539	42,854
总长期负债	361,067	351,408	348,144	350,015	346,374
股本	62,418	37,989	37,989	37,989	37,989
储备/其他项目	658,973	770,602	925,499	1,085,625	1,269,980
股东权益	721,391	808,591	963,488	1,123,614	1,307,969
少数股东权益	61,469	65,090	62,116	59,143	56,169
总权益	782,860	873,681	1,025,604	1,182,756	1,364,138

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	17.48	30.16	18.59	16.39	14.28
PB	4.56	4.30	3.61	3.09	2.66
EV EBITDA	2.00	1.91	1.56	1.41	0.89
股息率 (%)	NA	NA	NA	NA	NA
自由现金流收益率 (%)	NA	NA	NA	NA	NA

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	272,201	218,792	275,381	305,533	348,410
融资成本	760.00	(1,540)	(1,780)	(2,166)	(2,633)
营运资本变动	(21,197)	11,620	(11,354)	36,888	(9,215)
税费	(21,516)	(43,276)	(47,882)	(51,731)	(58,657)
其他	(84,157)	36,366	(57,834)	(85,948)	(43,968)
经营活动现金流	146,091	221,962	156,532	202,577	233,936
CAPEX	(39,042)	(51,273)	(56,400)	(61,536)	(61,536)
其他投资活动	(65,829)	(73,888)	(84,360)	(91,683)	(1,685)
投资活动现金流	(104,871)	(125,161)	(140,760)	(153,218)	(63,221)
债务增加量	33,624	(17,397)	(4,288)	(1,956)	(1,956)
权益增加量	(4,912)	(24,429)	0.00	0.00	0.00
派发股息	(12,503)	(12,952)	(32,000)	(51,909)	(58,890)
其他融资活动现金流	(75,912)	(2,456)	1,780	2,166	2,633
融资活动现金流	(59,953)	(82,573)	(34,508)	(51,698)	(58,213)
现金变动	(18,733)	14,228	(18,737)	(2,340)	112,502
年初现金	167,966	156,739	172,320	153,583	151,243
汇率波动影响	7,506	1,353	0.00	0.00	0.00
年末现金	156,739	172,320	153,583	151,243	263,745

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	(0.95)	9.78	7.56	8.79	10.15
毛利润	(2.93)	22.77	18.73	10.39	11.66
营业利润	(58.17)	44.44	29.80	11.11	13.31
净利润	(16.27)	(38.79)	62.21	13.45	14.72
EPS	(16.27)	(38.79)	62.21	13.45	14.72
盈利能力比率 (%)					
毛利率	43.05	48.13	53.12	53.91	54.65
EBITDA	49.08	35.93	42.04	42.87	44.38
净利率	33.95	18.92	28.53	29.75	30.99
ROE	24.64	15.06	21.09	20.32	20.01
ROA	11.80	7.30	11.38	11.72	12.20
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	26.87	19.90	18.20	15.64	4.68
流动比率	1.30	1.47	1.58	1.53	1.89
速动比率	1.30	1.47	1.58	1.53	1.89

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.35	0.39	0.40	0.39	0.39
应收账款周转天数	76.89	76.01	73.00	68.00	62.50
应付账款周转天数	183.74	189.44	199.00	202.00	202.00
存货周转天数	1.94	1.59	0.60	0.60	0.50
现金转换周期	(104.92)	(111.84)	(125.40)	(133.40)	(139.00)

每股指标 (人民币)

EPS	20.31	12.43	20.17	22.88	26.25
每股净资产	77.84	87.25	103.97	121.24	141.14

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、丁骄琬，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及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，华泰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。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。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 腾讯控股（700 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、丁骄琬本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 微博（WB US）、网易（NTES US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 微博（WB US）、网易（NTES US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 微博（WB US）、网易（NTES US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 腾讯控股（700 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问。公司注册号：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

©版权所有 2024 年华泰证券股份有限公司