

2025年1月7日
 腾讯控股(700.HK)

SDICSI

公司动态分析

证券研究报告

互动媒体与服务

被列入美国 CMC 清单，短期超跌带来机会

事件：2025年1月7日，美国国防部将腾讯公司列入所谓的“第 1260H 条清单”，旨在对中国军方有联系的企业进行制裁，被列入这份名单并不意味着这些公司会立即受到制裁禁令的影响，但短期会对公司声誉造成损害。此次名单的更新属于定期操作，但是将以虚拟货品和服务提供为主营业务的腾讯控股加入到黑名单超出市场的预料，并且引发 ADR 的大幅下跌。参考过往被列入清单的案例（小米、禾赛、中微），考虑到腾讯控股的业务范畴，我们相信此次被纳入美国国防部“黑名单”有较大的可能摆脱影响。

报告摘要

美国国防部将腾讯公司列入“第 1260H 条清单” 2025年1月7日，美国国防部将腾讯公司列入所谓的“第 1260H 条清单”，旨在对中国军方有联系的企业进行制裁。尽管被列入该清单并不意味着立即的商业禁令，但它会向美国实体发出严厉警告，提醒他们与这些公司开展业务存在风险。

业务不受实质性影响 此次名单的更新属于定期操作，但是将以虚拟货品和服务提供为主营业务的腾讯控股加入到黑名单超出市场的预料，并且引发 ADR 的大幅下跌。根据彭博报道的腾讯回应表示，“腾讯被列入这份名单显然是一个错误，我们并不是军工企业或军工供应商。不同于出口管制或其他，这份清单对我们的业务没有影响。尽管如此，我们仍将同美国相关部门共同解决误会。”

名单调整和移出的可能 参考过往案例，被美国纳入“军事企业黑名单”的企业也有调整出来的案例，例如小米集团、中微公司、禾赛科技都曾被列入黑名单，且之后在公司申诉或者起诉之后陆续都被解除。此轮名单更新中包括旷视科技、中国铁建、中国海防、中国建筑、中国电信、深圳科思都被移除。考虑到腾讯控股的业务范畴，我们相信此次被纳入美国国防部“黑名单”有较大的可能摆脱影响。

投资建议 此次美国国防部将腾讯列入 CMC 黑名单“黑天鹅”事件对于腾讯的业务实质不会产生重要影响，且存在较大可能解释后移除的可能。当下腾讯自身业务进展依旧顺利，《怪物猎人：旅人》获批、微信小店推出多样化功能，2024 年股东回报超预期，2025 年有望持续，我们维持此前观点，基于 2024 年预估增值服务 16xPE、广告业务 20xPE 和金融企业及云服务 10xPS，以及 0.9 倍的估值系数，给予公司 496.8 港元，对应 2024 年/2025 年预计 PE 分别为 19.4x 与 17.7x，较最近收市价格 21.3% 的涨幅，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济状况的变化，新老游戏产品表现不达预期风险，国际业务风险，监管不确定性风险。

财务及估值摘要

(年结31/12; RMB百万)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	554,558	608,940	660,391	727,786	802,105
同比变动	-1.0%	9.8%	8.4%	10.2%	10.2%
调整后归母净利润(百万元人民币)	115,649	157,688	221,330	241,833	270,694
每股 Non-GAAP 盈利(元人民币)	12.4	16.9	23.7	25.9	29.0
同比变动	-11.3%	36.4%	40.4%	9.3%	11.9%
基于 409.4 港元的市盈率(估)	30.5	22.4	15.9	14.6	13.0
基于 409.4 港元的市净率(估)	4.9	4.4	3.3	2.6	2.6

数据来源：公司公告，国证国际预测

投资评级：**买入**

维持评级

6 个月目标价 **496.8 港元**

股价 2025-1-6 **409.4 港元**

总市值(百万港元)	37,766.8
流通市值(百万港元)	37,766.8
总股本(百万股)	9,224.9
流通股本(百万股)	9,224.9
12 个月低/高(港元)	260/478.4
平均成交(百万港元)	7,792.3

股东结构

MIH	24.3%
马化腾	8.6%
其他股东	67.0%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.1	-0.7	21.0
绝对收益	-0.8	-6.7	40.1

数据来源：彭博、港交所、公司

汪阳 资讯科技行业分析师

+852-22131400

alexwang@sdicsi.com.hk

1. 美国国防部将腾讯列入“第 1260H 条清单”

2025 年 1 月 7 日，美国国防部将腾讯公司列入所谓的“第 1260H 条清单”，该清单是根据美国《国防授权法案》制定的，旨在对中国军方有联系的企业进行制裁。美国《国防授权法案》中的“第 1260H 条清单”是美国国防部根据《2021 财年国防授权法案》第 1260H 章节发布的，旨在识别和公布那些在美国直接或间接运营的所谓“中国军事公司”（Chinese Military Companies, “CMC”）。

这份被称为“第 1260H 条名单”的中国军事公司名单每年都会进行更新，而此次更新中指定了 134 家公司。值得注意的是，被列入这份名单并不意味着这些公司会立即受到制裁禁令的影响，但短期会对公司声誉造成损害。

2. “第 1260H 条清单”的目的和背景

1999 年美国首次根据《1999 财年国防授权法案》第 1237 章发布“中国涉军企业”清单，目的是防止中国军事公司通过看似民用实体获取先进技术和专业知识，从而支持其现代化目标。2021 年随着《2021 财年国防授权法案》的通过，第 1260H 章节被引入，取代了之前的 1237 清单，新章节授权美国防部长识别并公布在美国运营的中国军事企业，并要求每年更新和公布该清单。

“第 1260H”清单主要的目的是防范所谓的“军民融合战略”，即通过确保解放军不会获得由那些看似民用实体的中国公司、大学和研究项目所获得和开发的先进技术和专业知识，从而支持其现代化目标。此外，该清单还旨在警示美国企业与这些公司开展业务的风险，提醒他们可能面临的商业限制和声誉风险。

3. 被列入清单后果

尽管被列入该清单并不意味着立即的商业禁令，但它会向美国实体发出严厉警告，提醒他们与这些公司开展业务存在风险，同时根据 2024 年国防授权法案第 805 条，将会禁止美国国防部在未来几年与任何进入该黑名单的企业签订合同。

根据现有资料，美国国防部将腾讯列入黑名单的具体证据或理由并未详细披露。针对美国国防部将腾讯公司列入中国军工公司名单（根据美国法律正式规定为“第 1260H 条清单”），腾讯公司在声明中表示，“腾讯被列入这份名单显然是一个错误，我们并不是军工企业或军工供应商。不同于出口管制或其他，这份清单对我们的业务没有影响。尽管如此，我们仍将同美国相关部门共同解决误会。”另据公开报道，此次一同被列入 1260H 清单的宁德时代也回应了“这是一个错误，公司并未参与任何军事相关活动。”

4. 名单调整和移出的可能性

此次名单的更新属于定期操作，但是将以虚拟货品和服务提供为主营业务的腾讯控股加入到黑名单超出市场的预料，并且引发 ADR 的大幅下跌。参考过往案例，被美国纳入“军事企业黑名单”的企业也有调整出来的案例，例如小米集团、中微公司、禾赛科技都曾被列入黑名单，且之后在公司申诉或者起诉之后陆续都被解除，此轮名单更新中包括旷视科技、中国铁建、中国海防、中国建筑、中国电信、深圳科思都被移除。考虑到腾讯控股的业务范畴，我们相信此次被纳入美国国防部“黑名单”有较大的可能摆脱影响。

5. 持续回购提升股东价值

腾讯在 2024 年初宣布了一项至少千亿港元的股份回购计划，并于 2025 年 1 月宣布该计划已经顺利完成，截至 2024 年 12 月 31 日，腾讯全年共回购了 3.07 亿股股份，总金额达到 1120 亿港元，总股本显著下降至 92.2 亿股，创下十年来的最低水平，全年共进行了 129 次回购，平均每天回购金额约为 8.68 亿港元。腾讯表示，在完成回购计划后，公司将根据市场情况进行进一步评估，并在未来适当时候考虑新的回购计划，在 2025 年 1 月开始后的交易日仍在持续回购。

附表：财务报表预测

损益表						财务分析				
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>										
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测
收入	554,558	608,940	660,391	727,786	802,105					
毛利	238,746	293,109	348,981	386,705	428,945	毛利率 (%)	43.1%	48.1%	52.8%	53.1%
其他业务净额	8,006	4,701	6,352	7,278	9,625	EBITDA 利率 (%)	31.3%	31.7%	34.2%	36.4%
销售及管理费用	-135,925	-137,736	-147,180	-144,102	-157,213	净利率 (%)	34.0%	19.4%	29.2%	30.6%
营运收入	110,827	160,074	208,153	249,881	281,358	营运表现				
财务开支	-9,352	-12,268	-13,115	-13,115	-13,115	销售及管理费用/收入 (%)	24.5%	22.6%	22.3%	19.8%
联营公司等	211,571	168,891	241,041	284,135	315,791	实际税率 (%)	10.2%	26.8%	17.6%	20.0%
税前盈利	210,225	161,324	234,278	278,298	312,301	股息支付率 (%)	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
所得税	-21,516	-43,276	-41,169	-55,660	-62,460	ROA	11.8%	7.3%	10.6%	10.3%
净利润	188,709	118,048	193,109	222,638	249,841	ROE	22.7%	13.9%	17.5%	15.6%
少数股东应占利润	466	2,832	3,004	3,463	3,887	应收账款天数	78.0	77.1	75.9	71.3
本公司股东应占利润	188,243	115,216	190,105	219,175	245,955	应付账款天数	222.0	222.0	222.0	223.0
折旧及摊销	-55,392	-52,544	-50,821	-49,841	-49,346	财务状况				
利息收入	8,592	13,808	16,220	17,875	19,700	总负债/总资产	0.50	0.45	0.35	0.32
EBITDA	173,756	193,010	225,968	265,061	294,218	收入/净资产	0.71	0.70	0.51	0.48
增长						经营性现金流/收入	0.42	0.29	0.37	0.38
总收入 (%)	-1.0%	9.8%	8.4%	10.2%	10.2%	税前盈利对利息倍数	18.58	15.73	17.23	20.21
归母净利润 (%)	-18.7%	-38.8%	65.0%	15.3%	12.2%	有息负债/总负债	22.0%	28.1%	27.7%	26.8%
资产负债表						现金流量表				
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>				
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测
现金	264,298	362,121	834,197	1,035,122	1,261,352	EBITDA	173,756	193,010	225,968	265,061
应收账款	122,152	135,017	139,678	144,804	150,444	净融资成本	760	-1,540	-3,105	-4,760
存货	2,333	456	502	552	607	营运资金变化	-14,495	9,305	5,389	5,927
其他流动资产	177,206	20,852	20,852	20,852	20,852	所得税	-21,516	-43,276	-41,169	-55,660
总流动资产	565,989	518,446	995,228	1,201,330	1,433,255	其他	91,861	20,858	59,131	63,078
固定资产	72,024	70,411	134,064	145,989	156,930	营运现金流	230,366	178,357	246,214	273,646
无形资产	161,802	177,727	72,826	68,021	64,697	资本开支	-60,000	-60,000	-60,000	-60,000
长期投资	246,043	253,696	253,696	253,696	253,696	其他投资活动	2,866	18,268	16,220	17,875
银行存款及其他	493,289	514,380	514,380	514,380	514,380	投资活动现金流	-57,134	-41,732	-43,780	-42,125
总资产	1,578,131	1,577,246	2,018,320	2,234,581	2,477,159	负债变化	-114,815	7,695	0	0
应付账款	153,520	177,543	187,638	198,742	210,957	股本变化	-6,163	-28,425	0	0
短期银行借款	11,580	41,537	41,537	41,537	41,537	股息	-14,037	-8,591	-14,176	-16,343
其他短期负债	269,104	133,077	133,077	133,077	133,077	其他融资活动	-10,828	-10,199	-14,253	-14,253
总短期负债	434,204	352,157	362,252	373,356	385,571	融资活动现金流	-145,843	-39,520	-28,428	-30,596
长期银行借款	163,668	155,819	155,819	155,819	155,819	现金变化	27,389	97,105	174,005	200,925
其他负债	361,067	351,408	351,408	351,408	351,408	期初持有现金	345,897	373,286	470,391	644,396
总负债	795,271	703,565	713,660	724,764	736,979	汇兑变化	0	0	0	0
少数股东权益	61,469	65,090	69,361	74,067	74,067	期末持有现金	373,286	470,391	644,396	845,321
股东权益	782,860	873,681	1,304,660	1,509,817	1,740,180					
每股账面值(摊薄)	83.99	93.73	139.97	161.98	186.70					
营运资产	131,785	166,289	632,976	827,974	1,047,684					

数据来源: 国证国际研究预测

客户服务热线

香港：22131888

国内：4008695517

免责声明

本报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼电话：+852-22131000 传真：+852-22131010