

微信灰度测试 AI 搜索，助推 AI 行业走向国民级别

华泰研究

2025 年 2 月 17 日 | 中国香港

动态点评

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

582.08

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

微信灰度测试接入 DeepSeek，助推 AI 行业走向国民级别

据财联社报道，微信正灰度测试接入 DeepSeek R1 模型，标志着其在 AI 搜索领域的进一步布局。用户可在微信内选择“AI 搜索”并启用 DeepSeek，搜索信息来源覆盖网页以及微信公众号文章。凭借用户规模和公众号内容生态优势，我们认为①微信与 DeepSeek 的结合，有望助推 AI 行业走向国民级别，②辅助腾讯迈入 AI Agent 的智能体时代（微信电商+企业微信），③强化 AI 搜索竞争力，有望推动广告业务加速增长。维持“买入”评级。

腾讯 AI 产品有望后发取胜

25 年腾讯 AI 技术不断取得新突破，我们预期逐步重塑核心业务格局，推动公司迈入新一轮增长周期。我们持续看好腾讯的中长期产品竞争力：①在 C 端市场，腾讯 AI 产品数量以娱乐和应用方向居多，腾讯有较高的用户规模和信息资源壁垒；②在 B 端市场，腾讯享有较高的客户资源和团队规模优势。③鉴于大模型更新迭代存在追赶效应，我们预期 26-27 年模型层面的性能差异或将逐步缩小，同时伴随 LLM 使用成本显著降低，故而后期的竞争优势仍在获客能力和用户体验，随着更多 AI 产品落地，腾讯的营收增长有望提速，核心业务在 AI 赋能下或将迎来更高效、更具竞争力的升级。

AI 搜索和广告：有望加速行业格局变迁

我们认为广告行业的马太效应仍会持续，长尾广告主、线下和电视广告的市占率未来存在一定压力；AI 主要在素材制作、投放优化、精准率提升方面，对广告业务产生正面影响。从腾讯角度看，视频号依托短视频内容生态，AI 赋能广告制作可助力长尾广告主进入市场。AI 搜索正加速重构信息获取方式，未来或对传统搜索模式形成一定影响。相比基于索引与排序的传统搜索，AI 搜索具备更强的信息整合与交互能力。搜索市场的用户时长份额有望加速向 AI 搜索倾斜，长期流量格局或迎来深刻变革。

盈利预测与估值

我们维持公司 24-26 年的财务预测，其中经调整净利润为 2209 亿、2472 亿、2809 亿元，同比增长 40%、12%、14%。我们根据 SOTP 估值，给予腾讯目标价 582.08 港币（前值 492.22 港币），对应 25 年调整后的 PE 20.1x。本次目标价上涨，主要由于广告、金融科技、云业务估值倍数上调（考虑近期 AI 落地带来科技股估值重塑）。维持“买入”评级。

风险提示：支付增速低于预期，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

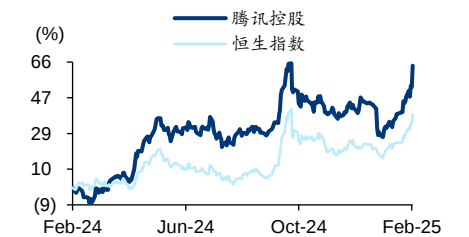
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	554,552	609,015	655,317	712,844	785,099
+/-%	(0.95)	9.78	7.60	8.78	10.14
归属母公司净利润 (人民币百万)	188,243	115,216	187,228	209,723	239,432
+/-%	(16.27)	(38.79)	62.50	12.01	14.17
EPS (人民币，最新摊薄)	20.51	12.55	20.40	22.85	26.09
ROE (%)	24.64	15.06	21.13	20.11	19.75
PE (倍)	20.36	35.61	21.92	19.56	17.14
PB (倍)	5.31	5.07	4.26	3.66	3.15
EV EBITDA (倍)	16.75	20.26	16.11	14.65	12.55

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (港币)	582.08
收盘价 (港币 截至 2 月 14 日)	474.80
市值 (港币百万)	4,358,105
6 个月平均日成交额 (港币百万)	10,368
52 周价格范围 (港币)	265.80-482.40
BVPS (人民币)	97.68

股价走势图



资料来源：S&P

微信接入 DeepSeek 完善 AI 搜索能力，信息优势显著

据财联社报道，微信正灰度测试接入 DeepSeek R1 模型，部分用户已可体验 AI 搜索功能。用户可在微信搜索框内选择“AI 搜索”并启用深度思考模式，由此获取 R1 模型经过长思考后生成的更全面回答，同时信息来源涵盖公众号推文与网页内容，并支持进一步追问。

图表1：微信 AI 搜索界面：可直接从微信聊天界面上方进入



资料来源：微信，华泰研究

微信 AI 搜索具备优质公众号内容，推动生态与商业化协同升级。作为中国用户规模最大的应用之一，微信强化 AI 能力或可显著提升 C 端用户对 AI 产品的认知，同时，微信生态内丰富的公众号信息资源构筑了独特的信息壁垒，此次 AI 搜索的推出整合了网页与公众号内容，在数据源层面具备显著优势。我们认为，凭借数据壁垒优势与庞大的用户基数优势，微信有望提升其在搜索领域的市场份额，并通过用户反馈持续优化产品实现良性循环，进而优化其内部用户生态，并为广告业务增长提供新的动能。

AI 重塑搜索与广告生态，流量格局加速演变

AI 搜索正加速重塑信息获取方式，微信生态下的增长潜力值得关注。传统搜索依赖索引与排序机制，用户需基于关键词检索获取信息，而 AI 搜索则具备更高的信息整合能力，能够直接生成结构化、总结性回答，显著降低用户搜索成本。同时，AI 搜索支持对话式交互，可依据用户反馈动态调整内容，并结合历史行为与偏好优化答案呈现，进一步强化个性化体验。

在 AI 搜索快速崛起的背景下，传统搜索市场的用户时长份额正被逐步占据，流量分配格局加速演变。微信生态内独特且高度即时化的数据资源构筑了坚实的信息壁垒。参考 eMarketer 数据，谷歌在美国搜索广告市场的份额预计将在 2025 年首次跌破 50%，这一趋势或在全球范围内持续演绎。

AI 赋能广告行业主要体现在素材创作与投放优化两个层面，而其变现逻辑依然围绕用户时长的争夺展开。在广告制作环节，AI 能够大幅提升素材生产效率，可以快速生成高质量广告文案并显著优化海报与视频内容制作效率，降低创作成本。在广告投放环节，AI 驱动的算法优化提升了投放精准度，且尤其契合短视频广告领域，基于用户偏好的智能推荐系统可进一步增强转化效果，其中，抖音与视频号依托庞大的内容生态与社交链条，展现出更强的商业化潜力。

我们认为，AI 赋能广告制作将有效获取长尾广告主，助推行业扩容，同时优化投放效率，为以短视频为代表的 APP 带来持续增长动能。结合微信庞大的社交生态及 AI 搜索完善下的多元功能体系，视频号用户时长或将迎来长足发展，进而推动广告业务变现能力提升，未来盈利空间可期。

腾讯 AI 布局：中长期产品竞争力有望持续增强

腾讯在 AI 领域的技术积累加速推进，混元大模型在 2024 年实现全链路自研，技术端差距逐步缩小。尽管腾讯 LLM 研发起步相较部分头部厂商略晚，但随着混元技术的快速迭代，近期在模型能力方面已有明显进展。在内部应用方面，混元大模型已广泛嵌入腾讯 700 多个业务场景，助力提升组织效率；此外，混元 3D 引擎在 24 年大规模应用后，也于 25 年对外开放。在云业务方面，混元大模型为腾讯云 MaaS 体系构建了坚实基础。

我们持续看好腾讯的中长期产品竞争力，AI 技术的突破正逐步重塑其核心业务格局，推动公司迈入新一轮增长周期。在 C 端市场，腾讯 AI 产品数量以娱乐和应用方向居多，腾讯有较高的用户规模和信息资源壁垒；在 B 端市场，腾讯享有较高的客户资源和团队规模优势。鉴于大模型更新迭代存在追赶效应，我们预期 26-27 年模型层面的性能差异或将逐步缩小，同时伴随 LLM 使用成本显著降低，故而后期的竞争优势仍在获客能力和用户体验，随着更多 AI 产品落地，腾讯的营收增长有望提速，核心业务在 AI 赋能下或迎来更高效、更具竞争力的升级。

公司估值

我们基于 SOTP 估值，给予腾讯 582.08 港币估值：

- 1) 游戏业务每股估值 193.80 港币（占总市值 33.3%），基于 2025 年净利润 14.6xPE（前值 14.2x），较其全球可比公司 23.6x 有所折价，主要由于增速低于游戏可比公司，折价较前次扩大主系 24 年高基数效应。
- 2) 社交网络业务每股估值 23.64 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 3.0xPS（前值 2.8x）。腾讯视频 PS 估值高于在线视频行业均值 2.7x，反映腾讯视频内容精品路线带来较好的会员收入增长。
- 3) 在线广告业务每股估值 114.92 港币，基于 25 年净利润的 16.4xPE（占总估值 19.7%，对比前次 PE 13.8x），较全球可比公司均值 24.4x 有所折价，主系海外可比公司 AI 溢价，折价收窄主系 AI 落地为广告业务带来估值重塑。
- 4) 金融科技每股估值 121.49 港币，基于 25 年收入的 5.7xPS（前值 4.1x），较行业均值 13.7xPS 有所折价系金融牌照尚未获得，本次折价收窄主因 AI 落地带来估值重塑。
- 5) 企业服务和云每股估值 33.12 港币，基于 25 年收入的 5.9x PS（前值 3.0x），较行业均值 6.9xPS 有所折价，主系海外同行 AI 溢价，折价较收窄主系 AI 大模型赋能云业务。
- 6) 投资业务每股估值 95.11 港币（前值 88.54 港币）。综上所述，我们给予腾讯目标价 582.08 港币。目标价对应腾讯 25 年 PE 20.1x（华泰经调整利润口径预测）。

图表2：腾讯 SOTP 估值

SOTP 估值										
(人民币百万元)	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)
一、网络游戏	254,315	45%	113,170		14.6			1,657,879	33.3%	193.80
二、社交网络（非游戏）	81,452							202,215	4.1%	23.64
腾讯音乐 (TME)						169,400	49.0%	83,006	1.7%	9.70
阅文						29,984	56.9%	17,061	0.3%	1.99
虎牙						6,356	46.7%	2,968	0.1%	0.35
在线视频-订服务	19,695			3.0				58,893	1.2%	6.88
其它	26,858			1.5				40,286	0.8%	4.71
三、在线广告	139,237	43%	59,872		16.4			983,113	19.7%	114.92
四、金融科技	183,544			5.7				1,039,314	20.9%	121.49
五、企业服务和云	47,886			5.9				283,337	5.7%	33.12
核心业务估值小计								4,165,858		
核心业务估值 (港币百万元)								4,469,805		
核心业务估值 (港币)										486.97
投资企业每股估值 (港币)，30%持有折让									16.3%	95.11
腾讯目标价										582.08

资料来源：彭博，华泰研究预测

图表3：同业比较：网络游戏及在线广告

公司	股票代码	收盘价 (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	103.50	-3%	10%	9%	15.4	14.0	12.7
艺电	EA US	129.40	5%	-8%	13%	18.0	19.7	17.1
网龙	777 HK	11.44	59%	27%	10%	6.7	5.1	4.6
Nexon	3659 JP	2,101	91%	-23%	10%	13.1	16.7	15.0
任天堂	7974 JP	11,245	-41%	38%	23%	45.7	32.8	26.7
万代南梦宫	7832 JP	4,849	28%	-1%	5%	24.5	24.7	23.6
完美世界	002624 CH	11.82	N.M.	N.M.	60%	N.A	31.0	20.5
三七互娱	002555 CH	16.40	-6%	14%	12%	14.1	12.6	11.3
游族	002174 CH	10.35	145%	32%	21%	43.1	32.3	26.5
市值加权平均PE						28.5	23.6	20.1
在线广告								
微博	WB US	11.10	4%	1%	4%	6.0	6.0	5.8
百度	BIDU US	97.48	-13%	2%	10%	9.9	9.8	8.9
Meta	META US	736.67	60%	5%	13%	29.9	29.1	25.4
谷歌	GOOG US	186.87	36%	10%	12%	22.8	20.8	18.2
市值加权平均PE						25.8	24.4	21.3

注：港股数据截至 2 月 14 日收盘，美股数据截至美国东部时间 2 月 14 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4： 同业比较：云，金融科技和在线视频

公司	股票代码	收盘价	营收同比增长 (%)			PS (x)		
		(交易货币)	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
云计算								
微软	MSFT US	408.43	13%	14%	15%	11.0	9.6	8.4
谷歌	GOOG US	186.87	15%	12%	12%	7.7	6.9	6.2
Salesforce	CRM US	326.54	9%	9%	9%	8.2	7.5	6.9
金山云	KC US	20.81	9%	15%	15%	5.0	4.4	3.8
亚马逊	AMZN US	228.68	11%	10%	10%	3.8	3.5	3.1
市值加权平均PS						7.8	6.9	6.1
金融科技								
Paypal	PYPL US	77.97	7%	4%	6%	2.4	2.3	2.2
Block	XYZ US	84.00	11%	12%	11%	2.1	1.9	1.7
Visa	V US	353.81	10%	10%	10%	17.5	15.8	14.3
市值加权平均PS						15.1	13.7	12.4
在线视频								
爱奇艺	IQ US	2.54	-8%	1%	5%	0.6	0.6	0.6
芒果超媒	300413 CH	29.44	1%	11%	9%	3.7	3.4	3.1
市值加权平均PS						3.0	2.7	2.5

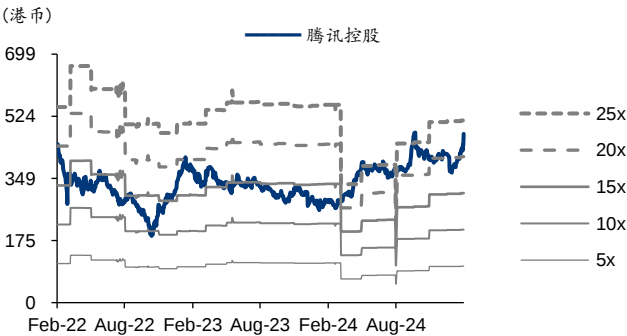
注：港股数据截至2月14日收盘，美股数据截至美国东部时间2月14日收盘，所有数据均基于彭博一致预期

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

风险提示

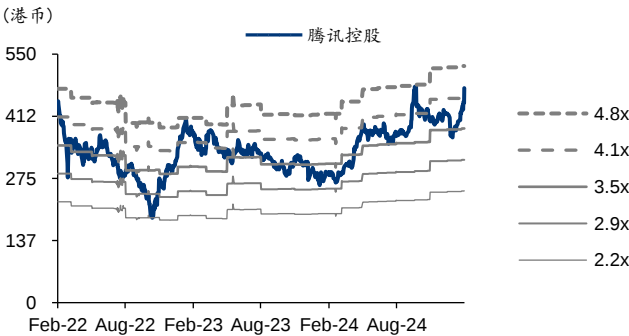
- 1) 支付增速低于预期
- 2) 腾讯降本增效主要体现在 22-23 年，24 年经营费用或高于预期，净利率扩张速度低于预期
- 3) 头部游戏流水下滑，游戏递延周期较预期更长，导致收入增速低于预期
- 4) 宏观恢复和广告增长不及预期，金融科技和云业务反弹不及预期

图表5： 腾讯控股 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表6： 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	655,317	712,844	785,099
销售成本	(315,806)	(315,906)	(307,192)	(328,600)	(356,110)
毛利润	238,746	293,109	348,125	384,244	428,990
销售及分销成本	(29,229)	(34,211)	(37,353)	(40,632)	(43,966)
管理费用	(106,696)	(103,525)	(111,404)	(121,183)	(131,897)
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	22,353	31,378	36,840
税前利润	210,225	161,324	238,097	264,435	301,064
税费开支	(21,516)	(43,276)	(47,895)	(51,739)	(58,658)
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	187,228	209,723	239,432
折旧和摊销	61,216	59,008	39,408	40,961	46,166
EBITDA	272,201	218,792	275,726	303,230	344,597
EPS (人民币, 基本)	20.51	12.55	20.40	22.85	26.09

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	567.97	527.36	461.84
应收账款和票据	122,152	135,017	130,750	138,546	134,058
现金及现金等价物	156,739	172,320	153,680	151,234	264,416
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	527,250	581,008	689,637
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	930,980	1,055,601	1,090,176
总长期资产	1,012,142	1,058,800	1,181,197	1,328,659	1,380,868
总资产	1,578,131	1,577,246	1,708,447	1,909,667	2,070,506
应付账款	154,935	177,543	162,075	206,687	192,948
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	334,357	378,969	365,230
长期债务	330,761	309,388	307,432	305,476	303,520
其他长期债务	30,306	42,020	40,721	44,538	42,861
总长期负债	361,067	351,408	348,153	350,014	346,381
股本	62,418	37,989	37,989	37,989	37,989
储备/其他项目	658,973	770,602	925,830	1,083,553	1,264,737
股东权益	721,391	808,591	963,819	1,121,542	1,302,726
少数股东权益	61,469	65,090	62,116	59,143	56,169
总权益	782,860	873,681	1,025,936	1,180,684	1,358,895

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	20.36	35.61	21.92	19.56	17.14
PB	5.31	5.07	4.26	3.66	3.15
EV EBITDA	16.75	20.26	16.11	14.65	12.55
股息率 (%)	0.32	0.80	1.30	1.45	1.66
自由现金流收益率 (%)	4.74	3.40	3.60	5.19	4.83

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	275,726	303,230	344,597
融资成本	760.00	(1,540)	(1,780)	(2,166)	(2,633)
营运资本变动	(21,197)	11,620	(11,313)	36,856	(9,185)
税费	(21,516)	(43,276)	(47,895)	(51,739)	(58,658)
其他	(84,157)	36,366	(58,118)	(83,609)	(40,154)
经营活动现金流	146,091	221,962	156,619	202,573	233,967
CAPEX	(39,042)	(51,273)	(56,400)	(61,536)	(61,536)
其他投资活动	(65,829)	(73,888)	(84,351)	(91,693)	(1,677)
投资活动现金流	(104,871)	(125,161)	(140,751)	(153,229)	(63,213)
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)	(52,001)	(58,248)
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)	(51,790)	(57,571)
现金变动	(18,733)	14,228	(18,640)	(2,446)	113,183
年初现金	167,966	156,739	172,320	153,680	151,234
汇率波动影响	7,506	1,353	0.00	0.00	0.00
年末现金	156,739	172,320	153,680	151,234	264,416

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	7.60	8.78	10.14
毛利润	(2.93)	22.77	18.77	10.38	11.65
营业利润	(58.17)	44.44	29.83	11.10	13.30
净利润	(16.27)	(38.79)	62.50	12.01	14.17
EPS	(16.27)	(38.79)	62.50	12.01	14.17
盈利能力比率 (%)					
毛利率	43.05	48.13	53.12	53.90	54.64
EBITDA	49.08	35.93	42.08	42.54	43.89
净利率	33.95	18.92	28.57	29.42	30.50
ROE	24.64	15.06	21.13	20.11	19.75
ROA	11.80	7.30	11.40	11.59	12.03
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	26.87	19.90	18.18	15.67	4.65
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	20.51	12.55	20.40	22.85	26.09
每股净资产	78.59	88.09	105.00	122.19	141.93

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。
- 网易（NTES US）、微博（WB 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。
- 网易（NTES US）、微博（WB 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。
- 网易（NTES US）、微博（WB 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 2025 年华泰证券股份有限公司