

腾讯旗下应用全面接入 DeepSeek

华泰研究

2025年2月26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. BPPJ942

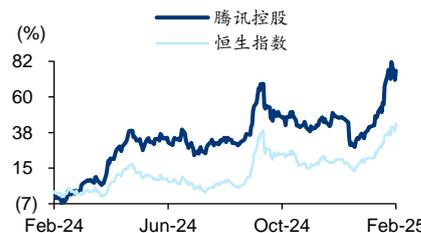
丁骁璇

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

基本数据

目标价(港币)	582.08
收盘价(港币 截至2月26日)	501.50
市值(港币百万)	4,603,180
6个月平均日成交额(港币百万)	12,022
52周价格范围(港币)	265.80-522.00
BVPS(人民币)	97.68

股价走势图



资料来源: S&P

近期,腾讯旗下众多应用开始接入 DeepSeek (以下简称 DS),例如企业微信更新“智能机器人”等功能,元宝支持调用 DS-R1 (元宝下载入口已灰度测试嵌入微信九宫格功能界面),混元亦升级推出 T1 模型。我们认为 AI 在 25 年对腾讯的主要贡献如下:① 腾讯的大 DAU 产品与 DS 结合,有望显著加速 AI 国内渗透率;② AI Agent 稳步推进,企业微信智能体提升办公效率,未来商业化场景可期;③ 在 AI 赋能下, SaaS 渗透率有望持续提升,腾讯云收入 25 年有望加速增长,并于 25 年实现利润打平;④ 腾讯 AI 组织架构更加清晰,例如 AI 条线(元宝、QQ 浏览器、ima 等)合并至 CSIG,有望推动紧密的业务协同关系。维持“买入”评级。

企业微信接入 DS R1, B 端智能体应用前景广阔

我们认为企业微信 AI+ 的进程发展,和腾讯办公 SaaS 结合后,有望具备更加广阔的商业化前景。我们看好微信智能体持续深入电商、广告、本地生活等领域,为企业带来更多降本增效。企业微信已正式接入 DS-R1,并上线一系列 AI 功能,包括“智能机器人”和“智能表格-客户跟进总结”:① “智能机器人”助手可根据角色设定快速适用于内外部服务场景,如电商场景中帮助总结产品信息与话术技巧;② “智能表格”功能可自动同步客户信息并记录,同时跟进总结用户特点,有效提升客户服务效率。

腾讯 AI 应用加速突破,元宝持续升级

腾讯元宝近期多次更新,我们认为多模态理解技术的持续进步,已经推动元宝成为了更加全面的 AI 聚合体,在微信的数据优势与庞大的用户规模壁垒下,腾讯 C 端 AI 应用或迎来进一步用户增长。元宝上周已接入 DeepSeek-R1,同时上线“混元 T1”深度思考模型和图生文功能,截至 2 月 24 日已登上 iPhone 免费榜第 2 位。得益于微信生态深度整合,元宝具备显著的用户获取优势,并借助公众号等信息壁垒形成了竞争差异。此外,腾讯文档 AI 助手于 2 月 17 日正式接入 DS-R1 模型。我们认为后续有望加速 AI+SaaS 应用落地,助推 SaaS 渗透率和 B 端云业务的利润释放。

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,维持腾讯目标价 582.08 港币,对应 25 年调整后的 PE 20.2x。维持“买入”评级。

风险提示: AI 技术升级迭代不及预期, AI Agent 商业化进程不及预期, AI 应用落地不及预期。

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)	21.50	37.62	23.15	20.66	18.10
PB(倍)	5.61	5.36	4.50	3.86	3.33
EV EBITDA(倍)	20.11	24.45	19.44	17.68	15.21

资料来源:公司公告、华泰研究预测

企业微信接入 DeepSeek-R1， B 端应用前景广阔

我们看好智能体时代下B端商业化应用的持续进展。企业微信已于2月21日接入DeepSeek，并推出包括“智能机器人”和“智能表格-客户跟进总结”等AI工具。我们认为，“智能机器人”等功能进一步拓展了AI在B端办公领域的应用场景，同时也加速了企业微信的商业化，随着智能体在各领域的持续深化，企业的运营效率或迎来显著提升。智能体在电商等垂直领域具有广阔的潜在应用，能够推动更精细化的服务和个性化的客户体验。

1) “智能机器人” → 使用场景为电商客户和企业运营：管理员只需设定机器人角色并选择相应的AI大模型，即可一键创建专属“智能机器人”，可直接从通讯录中添加使用。智能机器人可应用于多种场景，例如电商场景中，对外可作为服务与销售顾问自动总结销售话术，同时优化沟通策略；对内可帮助公司运营部门处理员工琐事，如IT支持、行政答疑及报销规则查询等，提升办公效率。

图表1：企业微信可引入智能机器人



资料来源：微信公开课、华泰研究

图表2：智能机器人在电商场景的应用：提供经营与销售建议



资料来源：微信公开课、华泰研究

2) 企微开启“智能表格”，助力客户跟进总结：客户添加员工企微名片后，智能表格会自动同步客户的微信昵称、添加时间及对应服务人员等信息。同时，表格可自动添加“客户跟进总结”AI列，根据服务情况生成客户跟进总结，确保跟进效果。此功能可显著提升员工在客户信息管理与项目进度跟踪中的效率与便捷性，当前部分功能仍在灰度测试中。

图表3：企业微信智能表格可自动整理客户信息并跟进总结



资料来源：微信公开课，华泰研究

元宝引入 DeepSeek，产品快速迭代升级

元宝近期迎来多次更新，目前已完成接入 DeepSeek-R1、上线深度思考模型“混元 T1”以及图生文功能等多项升级，同时下载入口已在灰度测试加入微信九宫格功能界面。凭借低响应和低延迟的特点，元宝成功实现后发先至，买量素材投放量先后超越 Kimi 与豆包 (ADX 数据)，截至 2 月 24 日，元宝的下载量大幅攀升，已跻身 iOS 免费榜第 2 位。

我们认为，元宝凭借微信生态的深度融入，具备显著的用户获取优势，并可借助公众号等信息壁垒形成差异化竞争优势，目前灰度测试接入微信九宫格或为流量爆发前兆。元宝现已支持微信直连，能够结合公众号、视频号等腾讯生态内容提供即时回答，同时用户可通过微信直接上传文件，简化内容解析流程。此外，元宝新上线的图生文功能，弥补了 DeepSeek 在图像识别上的不足，多模态理解技术进展良好。目前腾讯元宝已成为一个更加全面的 AI 聚合体，我们持续看好腾讯凭借其信息优势和庞大的用户规模推动 C 端 AI 应用的发展。

图表4：腾讯元宝超越豆包位列 iOS 免费榜第 2 名 (2 月 24 日)



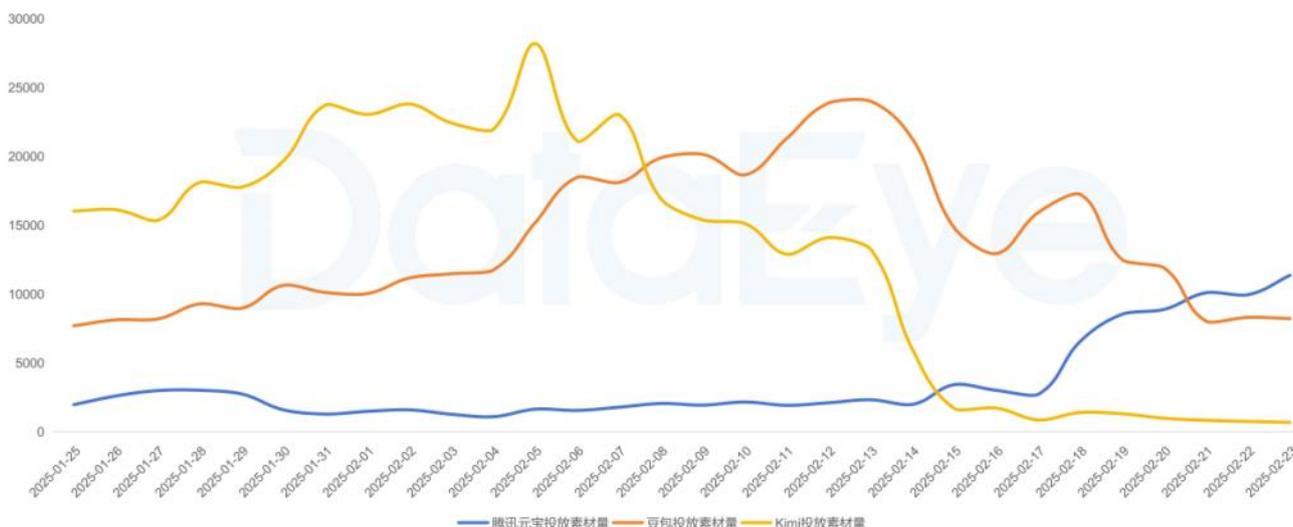
资料来源：苹果应用商店，华泰研究

图表5：元宝下载入口已开始灰度测试加入微信九宫格功能界面



资料来源：微信，华泰研究

图表6：腾讯元宝买量素材投放量超越豆包与 Kimi



资料来源：ADX, DataEye, 华泰研究

图表7：腾讯元宝下载量大幅增长



资料来源：七麦数据，华泰研究

腾讯文档接入 DeepSeek-R1：AI+SaaS 渗透率或加速提升

腾讯文档 AI 助手于 2 月 17 日正式接入 DeepSeek-R1 模型，智能文档处理能力得以进一步升级，主要涵盖 PPT 生成、文章辅助撰写及 AI 阅读三项功能，适用于小程序、网页版、移动端及桌面端，具体如下：

1) PPT 自动生成，提升内容创作效率。用户可直接在腾讯文档内调用 DeepSeek-R1 模型，输入文字提示词并生成 PPT，无需额外格式转换或软件切换，同时此功能支持联网补充信息，结合微信公众号热门文章及腾讯文库权威资料，提升内容的完整性和参考价值。

图表8：腾讯文档 AI 助手支持文本提示词直接产出 PPT



资料来源：腾讯文档公众号，华泰研究

2) 文章智能撰写，提高文本优化能力。AI 助手支持文章润色与扩写。例如在周报撰写场景下，用户仅需罗列工作事务，可唤起 AI 助手输入提示词，AI 助手即可基于上下文生成符合岗位特性的完整报告，提炼关键信息、优化表述，并提供适当的工作建议。

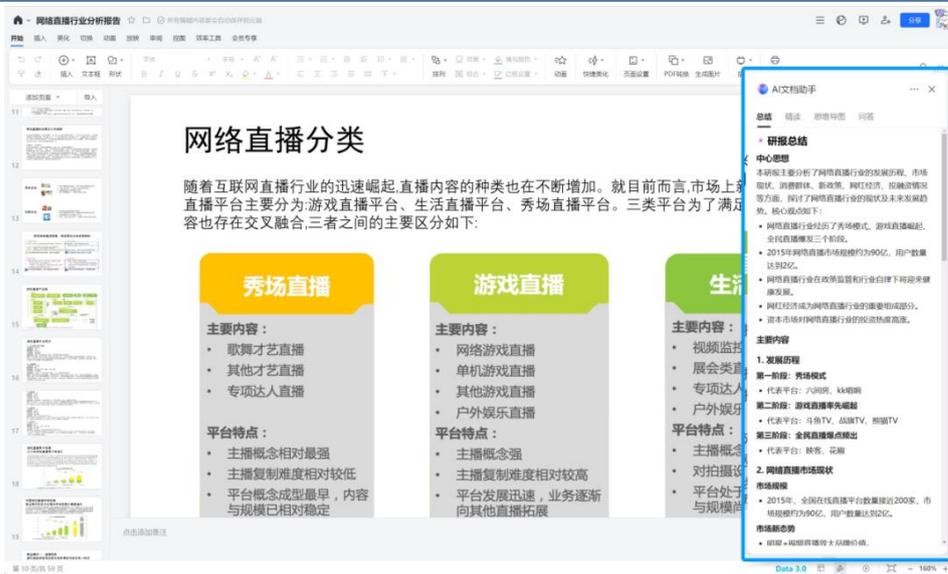
图表9：腾讯文档可根据提示词撰写文章



资料来源：腾讯文档公众号，华泰研究

3) 腾讯文档：AI 助手可辅助总结重点。DeepSeek-R1 模型赋能的 AI 阅读功能支持对上传文档进行内容提取与摘要生成，同时可根据资料回答用户问题，提升文档阅读与分析的效率，可适用于学术研究、行业报告解析等场景。

图表10：腾讯文档：AI 助手支持重点总结



资料来源：腾讯文档公众号，华泰研究

我们认为，腾讯文档与 DeepSeek 模型的融合，有望加速 AI+SaaS 应用落地，进一步助推 SaaS 渗透率提升，并为企业级市场释放更大增长动能。在深度学习与办公场景持续融合的大趋势下，AI+SaaS 为效率提升与协同装作提供了新动能。随着更多智能化功能落地，用户粘性和付费意愿或将同步攀升，后续行业生态建设可期。

腾讯其余 AI+ 产品更新

除了上述产品外，腾讯旗下还有多款产品已接入 DeepSeek，具体如下：

1. 腾讯理财通

腾讯理财通 AI 助理已升级接入 DeepSeek，主要在“理财通社区”与“智能客服场景”中进行应用，主要可提升数据分析专业性。1) 数据端，理财通 AI 依托实时行情追踪系统，覆盖 A 股、港股、美股的动态数据流，同步对接腾讯生态下的深度研报、财报及市场异动解读（包含微信公众号信息）；2) 服务端，通过 AI 投研中台，基于大模型推理能力为用户提供涵盖行业趋势研判、基金筛选、资产配置分析等全链条服务。

2. 腾讯元器

腾讯元器现已支持自研混元系列、moonshot 与 DeepSeek-R1 等多种模型，开发者可根据具体业务需求灵活切换。同时，平台简化了开发流程，提供三种智能体创建模式：“提示词创建”、“用 workflow 创建”与“基于公众号历史文章快速创建”。我们认为，智能体开发的技术门槛与时间成本现已得到了有效降低。

图表11：腾讯理财通 AI 助理已接入 DeepSeek



资料来源：腾讯理财通公众号，华泰研究

图表12：腾讯元器可于模型设置中选择 DeepSeek



资料来源：腾讯元器官网，华泰研究

图表13: 腾讯接入 DeepSeek 的产品一览表

产品名称	场景描述	能力特点
腾讯云AI代码助手	技术对话基于腾讯云官方部署的DeepSeek R1满血大模型, 也可接入第三方平台DeepSeek API, 或接入私有化部署的DeepSeek大模型	简单配置即可搭建基于DeepSeek, 集【智能问答+实时搜索+补全代码】于一体的辅助编程工具
腾讯元器	支持智能体开发者自由选择基座模型, 可支持代码创作	1. 适用于对话智能体、AI客服、智能助手等场景; 2. 支持腾讯混元turbo、moonshot等多模型自由切换;
云应用	支持模型私有部署, 快速尝鲜	DeepSeek R1-7B/70B三步完成自动化部署, 即开即用
云原生构建(cnb.cool)	程开发运行大模型, 改代码DIY	DeepSeek R1-1.5B、7B、8B、14B、32B、70B分支即环境, 快速启动DeepSeek, 每月1600核时免费额度
讯云TI平台	持快速验证模型效果/高并发长期稳定模型调用/千亿模型分布式推理/企业级服务运营管理和监控	DeepSeek V3-671B/R1-671B、1.5B、7B、8B、14B、32B、70B提供专属算力、多种size模型、0代码模型部署, 模型对话体验, 多机分布式部署、私有API自动生成
公有云API	直接将R1模型接入到业务中	DeepSeek R1-671B/V3-671B免部署、免运维、三步调用
腾讯云大模型知识引擎	支持用户基于DeepSeek模型搭建AI应用	1.DeepSeek+联网搜索: 支持配置“联网搜索”能力, 突破预训练数据时间限制, 实现时效精准的智能问答服务。 2.融合工作流与RAG: 分钟级搭建应用, 提供更精准的问答结果。
腾讯云实时音视频TRTC	对话式AI、实现DeepSeek的语音交流	开发者/企业可在控制台选择想要使用的ASR、大模型、TTS等能力, 无代码快速跑通AI实时对话应用
云开发	支持开发者调用API大家小程序	DeepSeek R1-671B 3行代码让小程序接入DeepSeek
腾讯云ES	支持腾讯云ES、TI-ONE平台, 搭建专属AI知识库与DeepSeek大模型。支持用户快速创建“更懂你”、“更私有”、“更安全”的AI助手, 且不会再出现“服务器繁忙, 请稍后再试”	熟悉ES生态的开发者可通过零代码方式, 快速构建基于DeepSeek的RAG解决方案, 打造企业定制AI应用。
高性能应用服务HAI	支持私有部署模型部署	一键部署+快速调用、按需启用与关停、资源计费, 支持IT初学者轻松部署和使用。可与云产品协同, 实现AI应用的快速开发和落地
CloudStudio	无需部署、0行代码	R1-1.5B/7B/8B/14B/32B/70B1000+分钟免费算力/月, 0行代码、无需部署、即开即用
腾讯乐享	接入DeepSeek的乐享智能问答, 能够更加准确地理解用户意图, 提供更加全面的回答, 从而总体上提升智能问答的检索效率和准确性。	1.更加精准理解用户意图。 2.可快速提炼复杂问题的核心信息, 帮助用户高效获取关键内容。
腾讯地图	混元+DeepSeek-R1, 两大模型协同, 为用户更加智能、更富创意的AI地图体验提供支持。	支持多场景应用

资料来源: 腾讯产品官网, 华泰研究

微盟 WAI 集成 DeepSeek，推动微信电商生态完善

微盟旗下的大模型应用产品 WAI 已集成 DeepSeek，推动包括 WIME 在内的全系列 AI 产品实现能力升级，并显著优化 AI Agent 的相关功能，我们认为或将有效促进商家入驻微信电商平台，并进一步完善其生态体系。微盟的 AI 更新情况具体如下：

- 1) 开店场景：商家在开设新店时，需根据地域属性等进行个性化策略布局，借助 DeepSeek 的推理能力，微盟 AI Agent 能够快速进行商业决策和分析，生成最优设计方案，并在短时间内进行调整和优化。
- 2) 运营策略设计场景：商家进入增长爬坡阶段后需制定合适的促销策略，通过智能化策略和主动推荐，微盟 AI Agent 可提供一站式选品、活动策划、素材生成及指标监控调优，提升店铺运营效率和决策精度。
- 3) 导购场景：微盟“导购任务 AI+”通过“AI 智策引擎、AI 智效洞察、AI 智域管控”三大模块赋能商家更智能化地管理导购任务。AI 智策引擎可自动生成精准导购方案并配置任务策略，AI 智效洞察实时监控并优化执行，而 AI 智域管控则提升区域、店群及门店的任务协同效率。
- 4) 数据复盘分析场景：微盟 WAI 可帮助商家实现高效、精准的数据分析，及时掌握门店经营状况。

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 201.25 港币（占总市值 34.6%），基于 2025 年净利润 15.2xPE（前值 14.6x），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，折价收窄主系 AI 赋能下公司有望进一步推进游戏工业化。
- 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 2.8xPS（前值 3.0x）。腾讯视频 PS 估值高于在线视频行业均值 2.5x，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 104.73 港币，基于 25 年净利润的 15.0xPE（占总估值 18.0%，对比前次 PE 16.4x），较全球可比公司均值 22.8x 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 128.77 港币，基于 25 年收入的 6.0xPS（前值 5.7x），较行业均值 15.2xPS 有所折价系金融牌照尚未获得，折价扩大主系零售增速恢复相对缓慢。
- 5) 企业服务和云每股估值 31.37 港币，基于 25 年收入的 5.6x PS（前值 5.9x），较行业均值 6.6xPS 有所折价，主系海外同行 AI 溢价，折价与前次持平。
- 6) 投资业务每股估值 93.68 港币（前值 95.11 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 20.2x（华泰经调整利润口径预测）。

图表14：腾讯 SOTP 估值

SOTP 估值										
(人民币百万元)	25年预测收入	25年预测净利润率	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		15.2			1,723,081	34.6%	201.25
二、社交网络（非游戏）	81,452							190,778	3.8%	22.28
腾讯音乐（TME）						158,158	49.0%	77,497	1.6%	9.05
阅文						27,788	56.9%	15,811	0.3%	1.85
虎牙						6,141	46.7%	2,868	0.1%	0.33
在线视频-订阅服务	19,695			2.8				54,315	1.1%	6.34
其它	26,858			1.5				40,286	0.8%	4.71
三、在线广告	139,237	43%	59,872		15.0			896,728	18.0%	104.73
四、金融科技	183,544			6.0				1,102,531	22.1%	128.77
五、企业服务和云	47,886			5.6				268,561	5.4%	31.37
核心业务估值小计								4,181,680		
核心业务估值（港币百万元）								4,482,933		
核心业务估值（港币）										488.40
投资企业每股估值（港币），30%持有折让									16.1%	93.68
腾讯目标价										582.08

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	收盘价 (交易货币)	经调整净利润增长 (%)			非GAAP PE (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
在线游戏								
网易	NTES US	100	4%	8%	5%	13.2	12.1	10.9
艺电	EA US	132	13%	11%	7%	17.8	15.7	14.9
网龙	777 HK	12	27%	14%	na	5.6	5.2	na
Nexon	3659 JP	2086	91%	-23%	10%	13.1	16.7	15.0
任天堂	7974 JP	11310	39%	25%	23%	33.8	27.1	24.0
万代南梦宫	7832 JP	5098	-1%	5%	1%	25.4	24.3	24.5
完美世界	002624 CH	11	N.M.	61%	722%	29.6	19.7	2.4
三七互娱	002555 CH	16	14%	11%	330%	12.2	10.9	2.6
游族	002174 CH	10	32%	21%	na	31.3	25.7	na
市值加权平均PE						23.6	20.2	17.9
在线广告								
微博	WB US	11	1%	1%	4%	6.0	6.0	5.8
百度	BIDU US	89	-13%	2%	10%	9.9	9.8	8.9
Meta	META US	658	60%	5%	13%	29.9	29.1	25.4
谷歌	GOOG US	177	36%	10%	12%	22.8	20.8	18.2
市值加权平均PE						22.8	19.9	17.2

注：港股数据截至2月25日收盘，美股数据截至美国东部时间2月25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

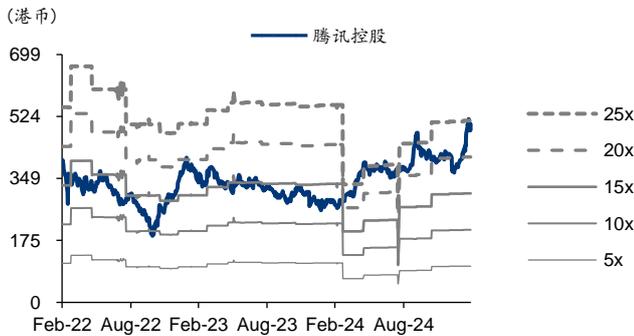
公司	股票代码	收盘价 (交易货币)	营收同比增长 (%)			PS (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
云计算								
微软	MSFT US	398	14%	15%	15%	9.4	8.2	7.2
谷歌	GOOG US	177	17%	7%	11%	6.3	5.9	5.3
Salesforce	CRM US	306	9%	10%	11%	7.1	6.4	5.8
金山云	KC US	19	16%	15%	13%	3.9	3.4	3.0
亚马逊	AMZN US	213	10%	10%	10%	3.2	2.9	2.7
市值加权平均PS						6.6	5.9	5.2
金融科技								
Paypal	PYPL US	74	4%	6%	7%	2.2	2.1	1.9
Block	XYZ US	63	10%	11%	9%	1.5	1.3	1.2
Visa	V US	352	10%	10%	11%	17.4	15.7	14.2
市值加权平均PS						15.2	13.8	12.4
在线视频								
爱奇艺	IQ US	2	0%	4%	4%	0.5	0.5	0.5
芒果超媒	300413 CH	27	11%	9%	8%	3.0	2.8	2.6
市值加权平均PS						2.5	2.3	2.1

注: 港股数据截至2月25日收盘, 美股数据截至美国东部时间2月25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

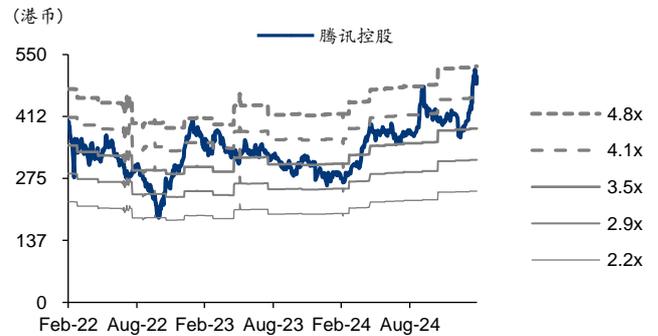
- 1) AI 技术升级迭代不及预期: 若核心算法突破速度放缓、算力基础设施建设滞后, 可能削弱底层技术带来的应用潜力。
- 2) AI Agent 商业化进程不及预期: AI Agent 实际应用场景较少、企业付费转化率低于预期。
- 3) AI 应用落地不及预期: 若 AI 技术的实际产品未能快速落地, 可能导致投资回报周期延长, 利润释放放缓。

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	655,317	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	21.50	37.62	23.15	20.66	18.10
PB	5.61	5.36	4.50	3.86	3.33
EV EBITDA	20.11	24.45	19.44	17.68	15.21
股息率 (%)	0.26	0.65	1.05	1.18	1.35
自由现金流收益率 (%)	3.86	2.76	2.93	4.22	3.93

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、丁骄璇, 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、丁骄阳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 2025 年华泰证券股份有限公司