

买入

2025年3月25日

AI 赋能业务板块超预期增长，重心提升 AI 资本开支效率和应用

► **2024Q4 及全年业绩收入超出市场预期，资本开支创历史新高：**得益于 AI 赋能的广告平台升级、视频号用户参与度提升及长青游戏的增长，2024Q4 公司录得收入 1724 亿元人民币，同比增长 11%，环比增长 3%；全年总收入为 6603 亿元，同比增长 8%。2024Q4 归母净利润录得 513 亿元人民币，同比增长 90%；全年录得 1941 亿元，同比增长 68%。扣除股权激励费用、投资收益等项目后，体现核心业务的 Non-IFRS 归母净利润 2024Q4 录得 553 亿元人民币，同比增长 30%；全年录得 2227 亿元，同比增长 41%。2024 年资本支出为 768 亿元，同比增长 221%，创下历史新高，主要用于 AI 算力采购、云服务、模型训练等 AI 投资与服务；2025 年资本支出将小幅增长，更注重高效产出。

► **Q4 长青游戏推动增长，潜在长青游戏表现亮眼：**2024Q4 本土市场游戏收入为 332 亿元人民币，同比增长 23%，主要得益于《王者荣耀》、《和平精英》《VALORANT》的强劲表现和潜力长青新游《地下城与勇士：起源》、《三角洲行动》的全季度贡献。国际市场游戏收入为 160 亿元人民币，同比增长 15%，主要受到《PUBG MOBILE》、《荒野乱斗》和《流放之路 2》的表现推动。全年游戏收入为 1977 亿元，同比增长 10%。

► **AI 赋能营销服务增长，视频号与微信搜索需求旺盛：**2024Q4 营销服务录得收入 350 亿元，同比上升 17%，得益于用户互动度的提升以及持续对广告平台的 AI 技术升级。AI 大模型的强化应用增强了对用户兴趣理解和广告反馈，使广告定向更精准。视频号广告收入同比增长超过 60%，微信搜索收入同比增长超过一倍，由于更多的商业查询量和 AI 优化提升了点击率。随着微信小店和 AI 持续应用，广告收入将跟随消费需求侧和流量供给侧的加大进一步增强。

► **Q4 金融科技与企业服务恢复同比增长：**2024Q4 金融科技和企业服务收入录得 561 亿元人民币，同比增长 3%。金融科技服务的增长受益于商业支付交易量同比改善，财富管理服务和消费贷款业务收入均有所增加。云服务和电商交易服务费增长带动企业服务增长，毛利因效率提升而提高，然而因 GPU 资源紧张，云服务收入增长将体现在后几个季度。企业微信收入同比增长超过 200%。

► **目标价 660 港元，买入评级：**综合分析，我们考虑到公司各项业务利润率改善均超预期，公司加大 AI 投资力度，并采用多模型战略赋能在多个消费端应用和存量业务，AI 集成企业服务生态并整合强化市场竞争力，预计其核心业务将保持稳健增长态势。鉴于 AI 应用及商业化进度超预期，我们上调了增值服务和广告业务的估值倍数。收入和经营利润预测采用 2025 年的预测数据，计算得出目标价为 660 港元，较上一收盘价有 28.66% 上升空间，维持买入评级。

李京霖

+852 25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

吕彦辛

+852 25321539

Alexandra.lyu@firstshanghai.com.hk

主要数据

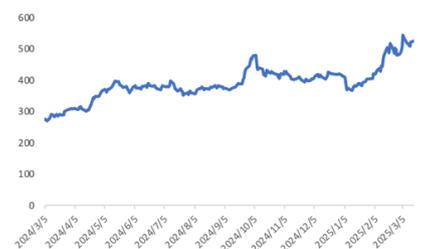
行业	TMT
股价	513 港元
目标价	660 港元 (+28.66%)
股票代码	700
已发行股本	91.97 亿股
市值	4.68 万亿港元
52 周高/低	547/294.4 港元
每股净资产	114.62 元人民币
主要股东	Naspers Ltd (24.07%) 马化腾 (7.72%) Blackrock (3.04%) Vanguard (2.37%) 挪威银行 (1.3%)

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	23年实际	24年实际	25年预测	26年预测	27年预测	
总营业收入 (人民币百万元)	609,015	660,257	724,401	782,323	849,311	
	变动	9.82%	8.41%	9.71%	8.00%	8.56%
经调整净利润	157,688	222,703	255,919	282,130	310,370	
	变动	36.35%	41.23%	14.91%	10.24%	10.01%
经调整每股盈利 (人民币元)	16.41	23.67	27.49	30.47	33.71	
	变动	37.55%	44.25%	16.15%	10.84%	10.61%
股息	3.40	4.50	5.00	5.60	6.20	
市盈率513港元 (估)	29.20	20.24	17.42	15.72	14.21	

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：Bloomberg

业绩概览：2024Q4 业绩

2024Q4 公司录得收入 1724 亿元人民币，同比增长 11%，环比增长 3%。归母净利润录得 513 亿元人民币，同比增长 90%。扣除股非现金股权激励费用、投资收益等项目后，体现核心业务的 Non-IFRS 归母净利润 2024Q4 录得 553 亿元人民币，同比增长 30%。2024Q4 增值服务业务收入录得人民币 790 亿元，同比增长 14%。

(1) 2024Q4 社交网络收入同比增长 6% 到 298 亿，主要得益于手游虚拟道具销售、音乐付费会员收入及小游戏平台服务费的增长。音乐订阅服务收入同比增长 18%，腾讯音乐娱乐订阅用户数量达 1.21 亿。腾讯音乐深化与唱片公司及艺人的合作，提升超级 VIP 会员特权。自制内容也表现强劲，腾讯自制剧《永夜星河》于 2024 年 11 月排名行业第一。2024 年全年社交网络收入录得 1215 亿元，同比增长 7%。

(2) 游戏业务 Q4 本土市场游戏收入为 332 亿元人民币，同比增长 23%，主要得益于《王者荣耀》、《和平精英》及《无畏契约》等长青游戏的收入增长、以及《地下城与勇士：起源》和《三角洲行动》等新游作为潜力长青游戏的新收入贡献。国际市场游戏收入为 160 亿元人民币，同比增长 15%，主要受到《PUBG MOBILE》和《荒野乱斗》表现推动。新品游戏如《胜利女神：新的希望》《无畏契约手游》也有望在新的周期承载期待。2024 全年游戏收入为 1977 亿元，同比增长 10%。

2024Q4 营销服务业务收入录得 350 亿元，同比上升 17%，得益于用户互动度的提升以及持续对广告平台的 AI 技术升级。AI 大模型的强化应用增强了对用户兴趣理解和广告反馈，使广告定向更精准。视频号广告收入同比增长超过 60%，微信搜索收入同比增长超过一倍，由于更多的商业查询量和 AI 优化提升了点击率。同时，AI 随着微信小店和 AI 持续应用，广告收入将跟随消费需求侧和流量供给侧的加大进一步增强。2024 全年营销服务收入为 1214 亿元，同比增长 20%。

2024Q4 金融科技和企业服务收入录得 561 亿元人民币，同比增长 3%，金融科技服务收入的增长受益于商业支付交易量同比改善，财富管理服务和消费贷款收入均有所增加。云服务和电商交易服务费增长带动企业服务收入，毛利因效率提升而提高。虽然 AI 驱动企业及云服务需求大幅提升，然而因 GPU 资源紧张优先用于内部需求，云服务收入增长将体现在后几个季度。企业微信收入同比增长超过 200%，腾讯会议同比增长超 40%。2024 全年金融科技和企业服务收入为 2120 亿元，同比增长 4%。

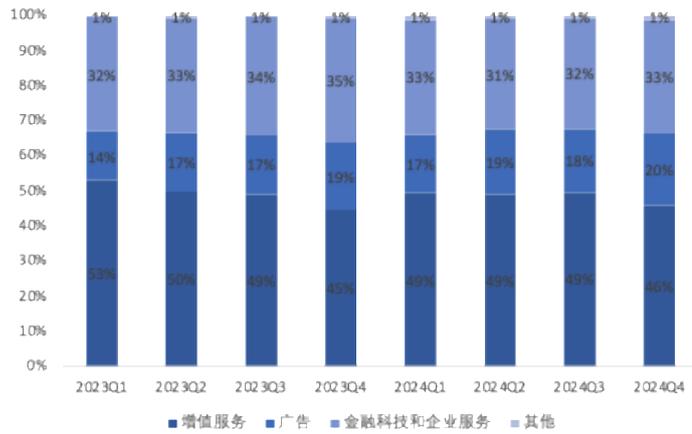
2024Q4 毛利率为 53%，同比上升 3%。其中增值服务毛利率为 56%，主要由于高利润国内游戏占比提升以及音乐业务的收入毛利提升，以及低毛利直播收入的占比下降。营销服务毛利率同比上升至 58%，主要受益于高毛利视频号和微信搜索收入的增长。金融科技与企业服务的毛利率同比上升至 47%，反映出财富管理、技术服务费收入增长及云服务成本效率的提高，以及企业微信等其他企业服务货币化率的提升。2024 全年毛利率为 53%，同比上升 5%。

2024Q4 销售及市场推广开支同比减少 6% 至人民币 103 亿元，得益于降本增效和推广方面的节制。2024Q4 一般行政开支为 116 亿元人民币，同比增长 8%，由于研发开支及员工成本增加。截至 2024Q4 结束，公司共拥有约 11.06 万名员工，同比增长 5%。2024Q4 研发费用同比上升 21% 至人民币 198 亿元，由于员工数量增加和 AI 相关 GPU 折旧。

2024 年 Q4 资本开支为 366 亿，全年资本开支为 768 亿，同比增长 221%，创下历史新高。对于 2025 年，腾讯计划进一步增加资本支出，预计资本支出占收入的比例为“低两位数百分比”，预估在 800-1000 亿。但管理层会议指出灵活调整的可能性。

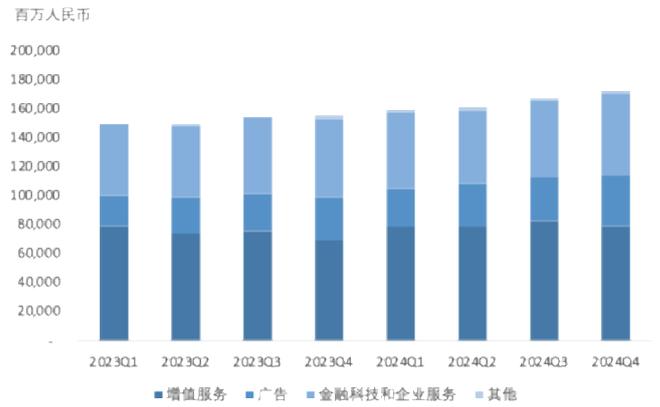
股东回报方面，公司 2024 年派发现金股息约 320 亿港元，回购 1120 亿港元。2025 年公司计划派息 410 亿港元，回购至少 800 亿港元。

图表 1：公司收入结构



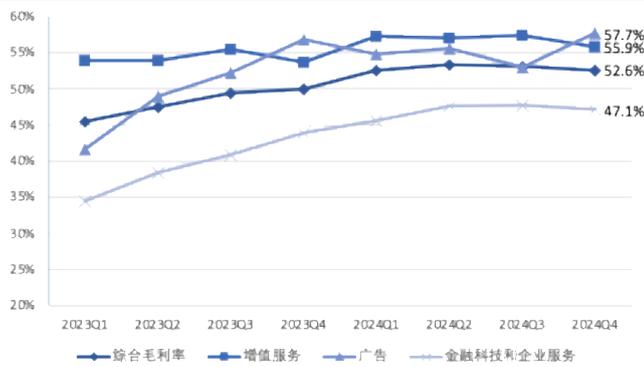
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 2：公司季度收入增长（百万元）



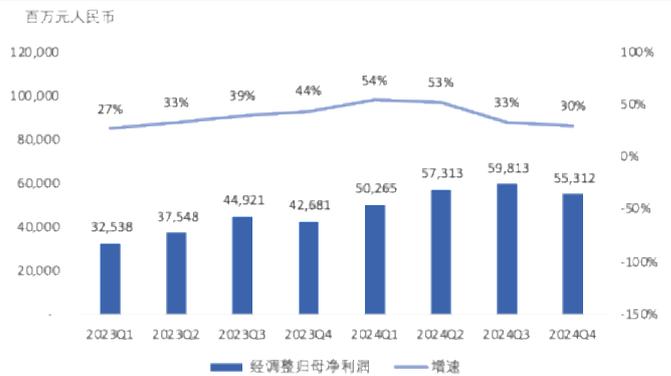
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 3：公司毛利率水平



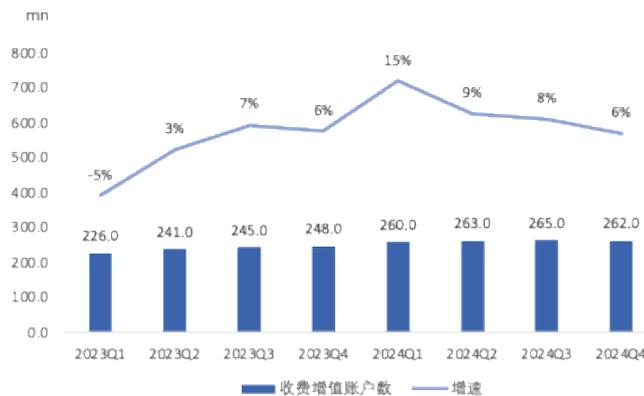
资料来源：公司资料，第一上海整理

图 4：经调整归母净利润（百万元）



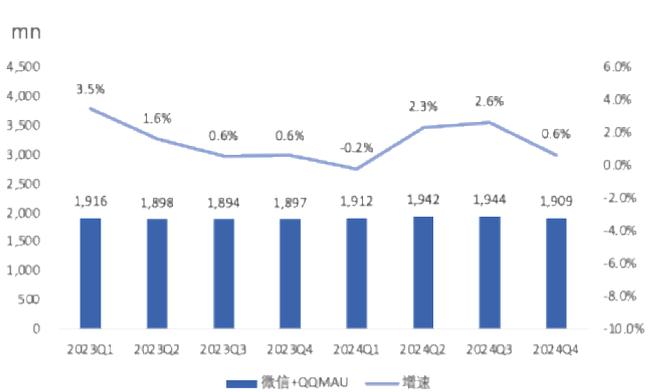
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 5：增值服务账户数（百万）



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 6：微信和 QQ MAU（百万）



资料来源：公司资料，第一上海整理

多模型战略驱动 AI 应用多场景，资本开支未来将注重效率

腾讯 AI 战略进展

多模型战略抢占市场，组织架构调整形成 AI 入口矩阵

腾讯自 2016 年成立 AI Lab 以来，持续深化技术布局。2024 年至 2025 年，公司通过“自研+开源”多模型战略加速 AI 应用落地，其中混元大模型与 DeepSeek-R1 的协同成为核心驱动力。混元大模型采用 MoE 架构，参数规模达万亿级，2024 年推出深度思考模型 T1 和快思考模型 Turbo S，并逐渐接入广告、游戏等内部场景。与此同时，腾讯与国产开源模型 DeepSeek 深度合作，将其模型整合至元宝、微信 AI 搜索等核心产品，弥补了开源模型算力不足的短板，并优先抢占 AI 原生应用市场，增长速率大幅超过字节豆包和阿里夸克。

在技术协同与资源整合方面，2025 年初，腾讯通过组织架构调整将元宝、Ima Copilot、QQ 浏览器、搜狗输入法等产品划归云与智慧产业事业群（CSIG），由腾讯会议负责人吴祖榕统一管辖。该举措打破数据与业务壁垒，形成“社交+工具+内容”的 AI 入口矩阵。

消费端应用落地

AI 同时赋能消费端、企业端、业务端多场景

腾讯元宝是基于双模型策略的 C 端 AI 原生应用，聚焦办公、学习、生活场景，提供 AI 搜索、总结、写作、多模态处理等核心能力。其特色在于独家打通微信生态内容（如公众号、视频号），用户可切换长链推理（CoT）模型与快响应模型，并集成网络搜索结果。2025 年 2-3 月，腾讯元宝不仅为元宝开放九宫格入口，同时为元宝投入超 3 亿元广告预算，覆盖微信搜一搜、朋友圈信息流、QQ 浏览器、B 站等全渠道，日均素材量达 1.1 万组，远超豆包和 Kimi。2025 年 2-3 月 DAU 激增 20 倍，登顶 iOS 中国区下载榜第一，成为国内第三大 AI 应用。

微信同时开始测试 AI 驱动搜索功能、语音输入及内容生成功能，未来将进一步推出更多 AI 相关功能。

企业端集成

腾讯企业级服务集成通过 IaaS（基础设施即服务）、PaaS（平台即服务）与 SaaS（软件即服务）三层架构，构建了覆盖全场景的智能化解决方案：

IaaS 层：提供高性能计算与存储资源，HCC 集群支持行业大模型部署，通过弹性扩展优化资源利用率；HAI 工具则通过可视化界面降低开发者门槛，加速模型部署。

PaaS 层：以 TI Platform 为核心，支持企业精调模型并部署推理；LLM 知识引擎则帮助企业构建智能客服助手。

SaaS 层：整合腾讯会议、腾讯文档等标准化应用，其中腾讯会议 AI 实时转录与会议总结功能月活达 1500 万，腾讯文档 AI 生成效率提升迅猛。

业务端赋能提效

腾讯广告自 2015 年引入神经网络 AI 技术优化投放系统，2020 年基于大型 AI 模型重构技术平台，实现跨平台用户行为分析与广告排序机制升级（用户参与度提升 30%）。2023 年进一步引入大语言模型（LLM），加速广告审核、用户理解、创意制作自动化。目前得益于 AI 精准投放和生成式 AI（Gen-AI）创作的广告内容，2024 年腾讯营销服务收入同比增长 20%。

腾讯游戏自 2017 年起在玩家对战 (PvP) 游戏中运用机器学习技术, 具体应用场景包括利用 AI 优化玩家匹配体验、提升游戏平衡性, 并提供 AI 教练功能。现阶段, 腾讯正在将大语言模型 (LLM) 技术整合到高制作价值的游戏中, 具体包括: 通过数字资产与自研工具, 提升 3D 内容生产效率。提供游戏内聊天机器人, 增强用户互动和参与度。《和平精英》于 2025 年 2 月接入 DeepSeek, 通过实时智能服务重塑 “AI+游戏” 交互模式, 覆盖战术指导、情感陪伴等场景。

腾讯视频与音乐也正在运用 AI 提高动画、真人视频和音乐内容的生产效率, 提供智能推荐, 帮助用户更高效地发现短视频、音乐及长视频内容。

资本开支创新高, 注重
资本开支投产比与利润
率平衡

资本投入与利润率平衡

2024 年腾讯资本开支达 768 亿元, 同比激增 221%, 创历史新高, 主要用于 GPU 采购 (支持 AI 推理与云服务) 及云基础设施扩建。其中, 第四季度资本开支为 366 亿元, 同比增幅达 386%, 主要用于支持 AI 相关内部业务场景如广告技术, 用于训练基础模型, 为新的 AI 应用提供算力部署以及为外部客户提供 AI 云服务。2025 年计划将资本开支控制在收入的低两位数百分比 (约 12%), 重点支持 AI 算力储备与云服务, 避免重复低效扩张。

短期资本支出可能对利润率造成压力, 2024 年 Q4 自由现金流同比骤降 87% 至 45 亿元。但管理层也回应, 虽然短期利润率承压, 但是长期可以通过变现如广告、增值服务缓解。管理层对 AI 投资带来的长期利润率保护充满信心。在消费端 AI 推理服务方面, 腾讯还有大量的技术手段如软件优化和更好的算法来降低单位成本。预计 AI 投入将通过广告效率提升、游戏生命周期延长等逐步释放长期价值。同时管理层也适度调整了 2025 年回购金额, 为资本支出的弹性提供一定支持。2025 年计划回购 800 亿港元+派息 410 亿港元以稳定市场信心。

与阿里 “3 年 3800 亿” 激进投入策略不同, 腾讯采取 “理性扩张” 路径: 聚焦 “可覆盖折旧成本” 的算力采购, 强调当期需求匹配。例如, AI 云收入 2024 年同比翻倍, 但受限于内部 GPU 资源紧张, 对外租赁量受限。腾讯 AI 战略本质是 “场景驱动+效率优先”, 通过 AI 技术巩固社交壁垒与广告基本盘, 增加产品流量和抢占用户时长以构建长期竞争力。

腾讯电商: 微信小店、视频号商业化展望

微信小店

微信小店自 2024 年底推出 “送礼物” 功能以来, 依托微信生态的社交属性与交易闭环, 迅速成为商家创新增长点。该功能通过简化送礼流程、强化社交互动, 推动用户消费意愿与商家 GMV (商品交易总额) 的显著提升。2025 年 1 月打通群聊场景后, 用户可通过群聊直接发起送礼, 进一步强化社交裂变效应。2025 年春节期间, “送礼物” 功能更迎来爆发式增长, 成为社交电商新生态的核心驱动力。

此外, 腾讯高管在业绩电话会议上表示, 微信小店是长期战略, 送礼功能只是长期生态建设的一小部分。小店定位于微信生态的统一交易平台, 让商品信息能自由流动于社交、搜索、小程序、微信支付等多个模块。送礼功能用户反馈非常好, 春节期间效果显著。通过送礼功能可以获取用户地址, 建立配送网络, 方便未来交易, 产生很好的口碑效应和用户黏性。小店去年四季度 GMV 增长迅速, 腾讯会继续耐心地、长期地搭建这一生态。

微信小店作为微信生态核心交易组件，正通过全域经营、功能创新和服务商体系升级构建新电商生态。在 2025 年微信公开课，微信团队也首次公开了小店相关的数据。微信小店的用户画像高价值客户占比不断提升，25 岁以上用户占比 97.7%，女性占 63%，一线及新一线城市用户占比 32%，二三线城市占 40%。2024 年微信小店 GMV 达 2023 年的 1.92 倍，订单数量增长 2.25 倍，动销商品数增长 3.83 倍。其战略核心在于全域经营，突破视频号场景限制，与公众号、小程序、搜一搜、社群等入口深度联动，形成“内容-社交-交易”闭环。

2024 年 12 月底，微信小店推客带货能力上线，构建“商家-机构-推客”三级分销体系。推客可通过社群、朋友圈、视频号等场景分享商品卡或链接，用户下单后按成交额分佣（佣金比例 0%-90%），且支持 30 天锁客时效，即使用户后续购买店铺其他商品仍可获佣金。

微信公开课明确将推客带货模式定位为 2025 年微信生态的核心增长策略，通过整合视频号、公众号、小程序、企业微信等“原子组件”，构建“内容-社交-交易”闭环，实现流量与盈利最大化。例如，商家可通过推客在朋友圈、社群等私域场景推广商品，用户直接点击商品卡完成购买，形成高效转化链路。

微信小店当前的盈利模式主要以佣金抽成为主，收取商家的按 GMV 的 1%-6%支付技术服务费（部分类目低至 0.6%），叠加广告流量分成及运费险等增值服务收费。但因小店还在基建及招募商家、拉新用户的补贴阶段，GMV 还在逐渐释放，技术服务费还在较低水平，目前该部分收入尚未显著反映在 2024 年腾讯财务报表中。

综上所述，微信小店在腾讯电商战略中扮演着越来越重要的角色，并且腾讯对微信小店的未来发展抱有很高的期望。随着微信小店基础设施的完善和生态的扩展，预计微信小店将在未来发挥更大的作用，为商家和消费者提供更好的交易体验。

图表 7：微信小店全域带货生态



资料来源：腾讯广告和小裂变

微信视频号

微信视频号小店升级为微信小店后并不代表对视频号的重视度降低。在微信小店独立后，微信视频号与小店分别承担“内容引流”与“交易闭环”角色，两者正在深度打通。视频号凭借社交裂变与算法推荐，成为腾讯商业化增长引擎，也逐渐成为继微信朋友圈的第二核心广告流量来源。

视频号核心重点聚焦于内容生态与达人运营，通过“社交+算法”双驱动强化商业闭环。在2025年微信公开课数据表明，2024年视频号优质内容主播数量同比增长110%，优质内容直播开播场次增加100%，内容主播总收入增幅达110%。

2025年微信公开课也公布了2025年视频号内容直播的玩法和方向。视频号板块会继续推动内容直播的直播激励和产品组件，如延续多场直播激励政策、推出邀请朋友开播的流量激励、强化视频在直播的“预约”“互动”“关注”这三个产品能力、优化直播“位置”插件从而推动地域类主播聚合流量。

在2024年度业绩管理层会议中，管理层也更新了视频号营销服务的收入同比增长超60%，受益于更高的互动率、AI技术的提升以及视频号内的消费者交易。

2024年视频号商业化主要以视频号广告为主。视频号广告内循环产品基本完善，包括视频号原生广告和互选广告。其中，视频号原生广告包括了短视频广告、直播广告、视频号轮播卡片广告。视频号互选广告对标字节星图 and 小红书蒲公英达人广告，逐渐成为视频号广告的又一大新增量。

2024年Q3业绩会也给出了目前视频号广告加载率3%-4%的数据指引，加载率提升目标为行业水平的2/3，约合10%左右，而Q4暂未公开更新加载率的提升。

腾讯的AI技术对视频号的贡献显著，通过神经网络和机器学习，强化内容推荐和用户定位优化，有效提升了用户停留时间、参与度和广告响应率，从而显著增强了视频号的收入。

目标价 660 港元，买入评级

综合分析，我们长期看好公司各项业务在未来的发展。持股公司估值采用公司披露的截至2024年12月31日的市值数据，并作0.8的折扣系数。鉴于AI应用及商业化进度超预期，我们上调了增值服务和广告业务的估值倍数。收入和经营利润预测采用2025年的预测数据，计算得出目标价为660港元，较上一收盘价有28.66%的上升空间，维持买入评级。

图表 8：分部估值结果

2025	增值服务	广告业务	金融科技和企业服务	其他业务
收入 (百万)	347,227	142,846	225,792	8,535
预计经营利润率	36.6%	36.2%	27.0%	-16.7%
分部经营利润 (百万)	127,103	51,663	60,987	-1,425
经营利润 (百万)	238,327			
分部平均估值中枢	PE:15X	PE:18X	PS:10X	
估值结果	1,963,734	951,632	2,365,851	
核心业务总估值 (百万)	5,281,217			
SOTP调整系数	1.0			
调整后总估值 (百万)	5,281,217			
主要持股上市公司合计市值 (0.8折扣系数)				456,000
总估值 (百万)	5,737,217			
摊薄后股份数 (百万)	9,308			
每股目标价 (人民币)	616			
HKD/RMB	0.93			
每股目标价 (港元)	660.0			

资料来源：第一上海预测

附录 1：主要财务报表

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>											
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	609,015	660,257	724,401	782,323	849,311	盈利能力					
毛利	293,109	349,246	392,622	430,538	469,362	毛利率 (%)	48.1%	52.9%	54.2%	55.0%	55.3%
其他业务净额	4,701	8,002	10,556	11,401	12,377	EBITDA 利率 (%)	35.2%	38.9%	41.1%	41.7%	42.2%
销售及管理费用	(137,736)	(149,149)	(164,852)	(177,245)	(188,179)	净利率 (%)	19.4%	29.8%	30.5%	31.3%	31.9%
营运收入	160,074	208,099	238,327	264,693	293,560	营运表现					
财务开支	(4,550)	8,210	5,873	6,342	6,885	销售及管理费用/收入 (%)	22.6%	22.6%	22.8%	22.7%	22.2%
联营公司等	5,800	25,176	27,527	29,728	32,274	实际税率 (%)	26.8%	18.6%	18.6%	18.6%	18.6%
税前盈利	161,324	241,485	271,727	300,764	332,719	股息支付率 (%)	27.9%	21.5%	20.8%	20.9%	20.8%
所得税	(43,276)	(45,018)	(50,614)	(56,022)	(61,974)	应收账款天数	84.6	85.2	83.2	77.1	72.6
净利润	118,048	196,467	221,113	244,741	270,744	应付账款天数	191.3	219.7	241.4	233.0	226.4
少数股东应占利润	2,832	2,394	614	680	752	财务状况					
本公司股本应占利润	115,216	194,073	220,499	244,061	269,992	总负债/总资产	0.45	0.41	0.38	0.35	0.33
折旧及摊销	59,008	56,994	69,790	73,074	77,514	收入/净资产	0.70	0.63	0.59	0.55	0.52
EBITDA	214,381	257,091	297,560	326,367	358,697	经营性现金流/收入	0.36	0.39	0.43	0.43	0.44
增长						税前盈利对利息倍数	13.15	20.16	25.75	26.39	26.89
总收入 (%)	9.8%	8.4%	9.7%	8.0%	8.6%	现金流量表					
EBITDA (%)	30.7%	19.9%	15.7%	9.7%	9.9%	<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>					
资产负债表							2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>											
现金	172,320	132,519	306,073	493,742	699,463	EBITDA	214,381	257,091	297,560	326,367	358,697
应收账款	46,606	48,203	50,613	53,144	55,801	净融资成本	0	0	0	0	0
存货	456	440	484	532	586	营运资金变化	19,233	30,112	18,496	20,920	23,690
其他流动资产	299,064	315,018	315,018	315,018	315,018	所得税	(34,729)	(45,018)	(50,614)	(56,022)	(61,974)
总流动资产	518,446	496,180	672,188	862,437	1,070,868	其他	23,077	16,336	43,956	47,471	51,536
固定资产	53,232	80,185	79,805	81,913	85,833	营运现金流	221,962	258,521	309,399	338,736	371,949
无形资产	177,727	196,127	206,368	219,592	235,322	资本开支	(58,462)	(76,800)	(90,000)	(100,000)	(110,000)
长期投资	261,665	297,415	297,415	297,415	297,415	其他投资活动	(66,699)	(45,387)	0	0	0
银行存款及其他	566,176	711,088	721,438	733,031	745,867	投资活动现金流	(125,161)	(122,187)	(90,000)	(100,000)	(110,000)
总资产	1,577,246	1,780,995	1,977,213	2,194,387	2,435,305	负债变化	19,193	0	0	0	0
应付账款	46,606	48,203	50,613	53,144	55,801	股本变化	1,070	0	0	0	0
短期银行借款	41,537	52,885	52,885	52,885	52,885	股息	32,147	41,711	45,845	51,066	56,228
其他短期负债	264,014	295,821	314,361	335,329	359,073	其他融资活动	(134,983)	(218,205)	(91,690)	(102,133)	(112,456)
总短期负债	352,157	396,909	417,859	441,358	467,759	融资活动现金流	(82,573)	(176,494)	(45,845)	(51,066)	(56,228)
长期银行借款	8,781	4,203	4,203	4,203	4,203	现金变化	14,228	(40,160)	173,554	187,669	205,721
其他负债	694,784	722,896	743,846	767,345	793,746	期初持有现金	156,739	172,320	132,519	306,073	493,742
总负债	703,565	727,099	748,049	771,548	797,949	汇兑变化	1,353	359	0	0	0
少数股东权益	65,090	80,348	80,962	81,642	82,395	期末持有现金	172,320	132,519	306,073	493,742	699,463
股东权益	873,681	1,053,896	1,229,164	1,422,839	1,637,356						
每股账面值(摊薄)	91	112	132	154	178						
营运资产	166,289	99,271	254,329	421,078	603,109						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。