

买入

2025 年 5 月 20 日

AI 赋能落地初显成效，AI 应用与商业化共振增长

► **2025Q1 及全年业绩收入超出市场预期，AI 助力业务增长：**得益于 AI 能力对效果广告、长青游戏等业务的实质性赋能，以及视频号、小程序等生态产品的持续增长，2025Q1 公司录得收入 1800 亿元人民币，同比增长 13%，环比增长 4%。Non-GAAP 经营盈利为 693 亿，同比增长 18%，环比增长 11%。扣除股权激励费用、投资收益等项目后，体现核心业务的 Non-GAAP 归母净利润为 613 亿元人民币，同比增长 22%，环比增长 11%。一季度研发投入同比增长 21%，达到 189.1 亿元；资本开支 274.8 亿元，同比增长 91%，重点投向算力基础设施、大模型研发，强调高效利用率的同时布局国产算力储备。

► **Q1 长青游戏焕发活力，新游表现亮眼：**2025Q1 增值服务收入录得 920 亿元人民币，同比增长 17%，其中社交网络收入为 330 亿元人民币，同比增长 7%，主要受益于应用内游戏、音乐订阅与小游戏平台服务费的增长。2025Q1 国内游戏收入为 340 亿元人民币，同比增长 24%，主要由《王者荣耀》《和平精英》的持续增长以及《DNF 手游》《Delta Force》的新游贡献推动。上述产品在节假日活动、主题内容和玩法创新等方面显著增强用户活跃度与付费意愿。国际游戏收入为 167 亿元人民币，同比增长 23%，按固定汇率同比增长 22%，主要贡献来自《部落冲突》《皇室战争》等长线产品的稳定表现。

► **AI 赋能多链路场景营销服务增长：**2025 年第一季度，腾讯营销服务收入达 319 亿元，同比增长 20%，增长核心来自视频号、小程序、搜一搜等新流量场景的拓展与广告库存的释放。视频号内容供给与用户时长持续增长，带动原生广告与品牌合作投放；小程序与小店构建的闭环交易链路增强广告主投放意愿。视频号加载率已稳定维持在 3%-4%。AI 在投放效率与素材生成方面已有应用，也提升了 CTR 和推荐算法的精准度。然而当前更多作为降本提效工具，目前广告收入增长依然主要依赖生态、流量与运营能力的协同推进。

► **Q1 金融科技与企业服务稳健同比增长：**2025Q1 金融科技和企业服务收入录得 550 亿元人民币，同比增长 5%。金融科技受益于理财与消费贷款回暖，支付业务在小程序等场景推动下温和复苏，理财助手引入大模型提升服务智能化。企业服务则在云与电商技术服务带动下恢复双位数增长，AI 相关收入增长强劲，毛利率改善明显，板块整体正向智能化与高附加值服务转型。

► **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，预计其核心业务将保持稳健增长态势。鉴于 AI 应用逐步兑现，广告商业化效率显著提升。长青游戏表现稳健，持续贡献高质量现金流。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 28.4% 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

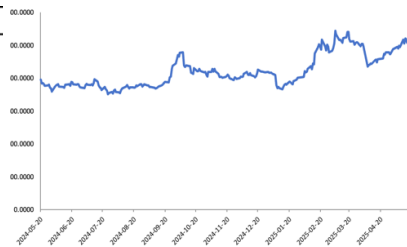
行业	TMT
股价	514 港元
目标价	660 港元 (+28.4%)
股票代码	700
已发行股本	91.89 亿股
市值	4.723 万亿港元
52 周高/低	542.5/344.5 港元
每股净资产	122.88 元人民币
主要股东	Naspers Ltd (24.35%) 马化腾 (7.81%) Vanguard (2.77%) Blackrock (2.57%) 挪威银行 (1.3%)

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	728,302	780,554	847,298
变动	9.82%	8.41%	10.31%	7.17%	8.55%
经调整净利润	157,688	222,703	257,964	285,835	318,237
变动	36.35%	41.23%	15.83%	10.80%	11.34%
经调整每股盈利（人民币元）	16.41	23.67	27.71	30.87	34.56
变动	37.55%	44.25%	17.08%	11.40%	11.94%
股息	3.40	4.50	5.00	5.60	6.20
市盈率508港元（倍）	28.56	19.80	16.91	15.18	13.56

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：Bloomberg

业绩概览：2025Q1 业绩

2025Q1 公司录得收入 1800 亿元人民币，同比增长 13%，环比增长 4%。Non-GAAP 经营盈利为 693 亿，同比增长 18%，环比增长 11%。扣除股权激励费用、投资收益等项目后，体现核心业务的 Non-GAAP 归母净利润为 613 亿元人民币，同比增长 22%，环比增长 11%。在 2025 年第一季度，腾讯增值服务业务收入达到 920 亿元，同比增长 17%，显著快于前几个季度，成为本期收入增长的重要支撑。

(1) 2025Q1 社交网络收入同比增长 7% 到 330 亿，主要得益于应用内游戏、音乐订阅与小游戏平台服务费的增长。音乐订阅收入同比增长 17%，订阅用户同比增长 8%，达到 1.23 亿。音乐订阅业务在与唱片公司与艺人合作深化后，通过 Super VIP 权益的差异化运营，带动了用户规模与 ARPU 的同步增长。长视频订阅收入同比持平，订阅用户同比增长 1%，达到 2.17 亿。自制剧《大奉打更人》在全网热度的爆发，进一步验证了腾讯在优质内容生产与用户运营上的综合能力。

(2) 游戏业务 Q1 本土市场游戏收入为 429 亿元人民币，同比增长 24%。核心产品《王者荣耀》《和平精英》依然具备强大的生命周期管理能力，《DNF 手游》《Delta Force》的新增量也带来显著贡献，海外市场则在《部落冲突》《皇室战争》《PUBG Mobile》的强势表现下，实现同比 23% 的收入增长（按固定汇率计算增长 22%），保持了良好的全球竞争力。整体看，增值服务业务在产品、内容与用户生态三方面形成良性循环，夯实了腾讯的基本盘，也为 AI 赋能场景下的商业化效率提升打下了坚实基础。

2025Q1 营销服务业务收入达 319 亿元人民币，同比增长 20%，主要得益于用户活跃度提升、广告平台 AI 能力持续升级，以及微信生态中交易场景的不断丰富。广告平台完成了大语言模型与 AIGC 能力的融合升级，显著优化了图像生成、视频编辑与数字人直播解决方案，增强了广告推荐的精准度。视频号广告收入同比增长超 60%，广告主积极使用平台营销工具以提升内容曝光与转化效率。小程序广告收入快速增长，有效覆盖短剧、小游戏等新兴闭环场景，微信搜索广告收入亦实现快速同比增长，受益于商业查询量与点击率的提升。AI 与商业场景的深度融合正持续增强广告效率与商业化潜力。

2025Q1 金融科技与企业服务收入达 550 亿元，同比增长 5%，在支付、财富管理与云服务的推动下实现稳健增长。金融科技服务方面，消费贷款与财富管理活动回暖为主要支撑，尽管商业支付交易量同比小幅下滑，但受益于小程序、小店等交易场景恢复，4 月已出现回升迹象。理财通理财助手引入大语言模型（LLM），增强智能化服务能力与用户粘性。企业服务收入在云服务与电商交易技术服务费带动下恢复至双位数增长，毛利率因成本优化明显改善。腾讯云 AI 收入快速增长，GPU、API 与平台方案需求强劲，结合 RAG 技术优化，显著提升客户效率，释放新增长动能。

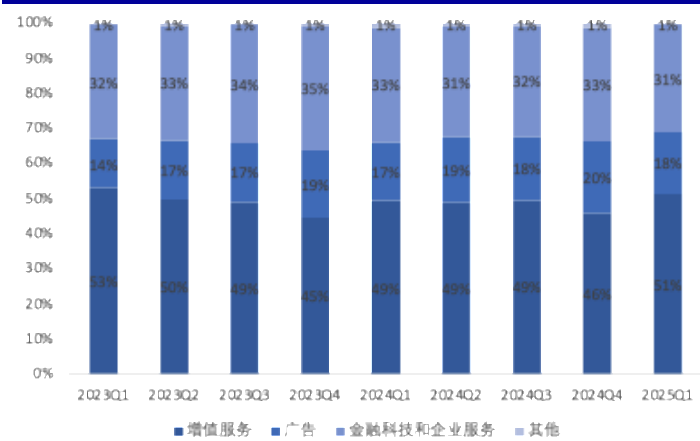
2025 年 Q1 毛利率为 56%，同比增长 20% 至人民币 1,005 亿元，得益于本土市场游戏、小程序、视频号及微信搜一搜等高毛利率收入的增长贡献，以及支付和云服务的成本效率提升。增值服务毛利率为 60%，同比增长 22%，主要由于高毛利的本土游戏与小游戏平台服务费收入贡献增加；营销服务毛利率为 56%，同比增长 22%，主要受益于视频号和微信搜一搜等高毛利广告收入的增长；金融科技及企业服务毛利率为 50%，同比增长 16%，反映消费贷款与财富管理收入增长，以及支付和云服务成本效益的提升。

2025Q1 销售及市场推广开支同比增长 4% 至人民币 79 亿元，主要由于公司加大对 AI 原生应用程序的推广投入，部分被新游戏广告开支同比减少所抵消。一般及行政开支同比增长 36% 至人民币 336 亿元，主要由于一次性股份酬金支出人民币 40 亿元（源于对一间海外附属公司的商业重组），以及为支持 AI 相关业务所增加的研发投入。

2025 年 Q1 资本开支为 275 亿，同比增长 91%。重点投向算力基础设施、大模型研发，强调高效利用率的同时布局国产算力储备。

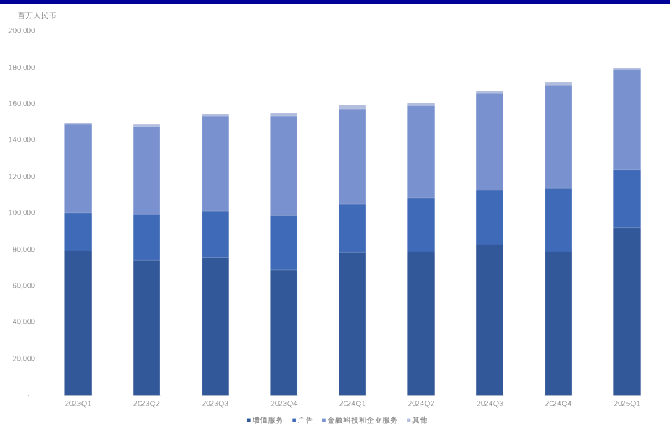
股东回报方面，2025 年公司计划派息 410 亿港元，回购至少 800 亿港元。分红与回购仍然保持高强度执行，在业务增长、战略投入与股东回报之间实现了良好的动态平衡。

图表 1：公司收入结构



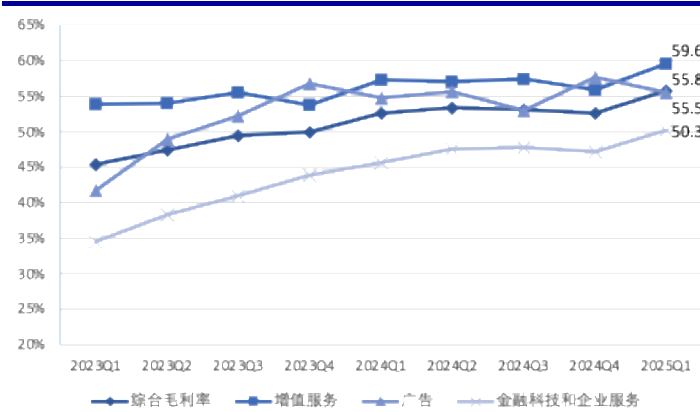
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 2：公司季度收入增长（百万元）



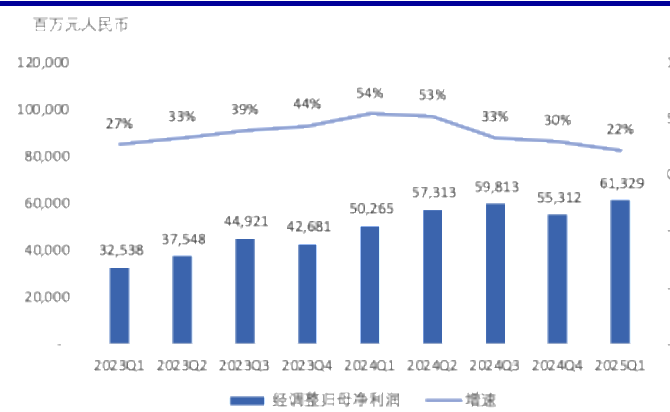
资料来源：公司资料，第一上海整理

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）



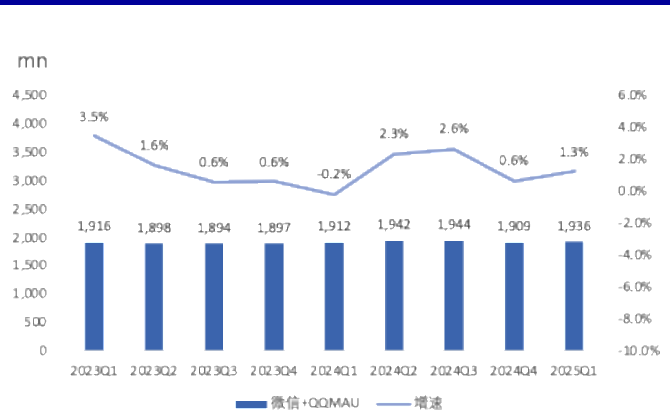
资料来源：公司资料、第一上海整理

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

腾讯 AI 产品战略性进展及微信 AI 智能体展望

腾讯 AI 战略演变背景

双路线推进 AI 产品体系建设，加快 AI 能力在实际产品中的规模落地。

随着大模型技术突破与用户需求快速演化，AI 能力正从“单点工具”加速演进为“全栈生态”的操作系统。在此趋势下，腾讯 AI 战略从最初聚焦底层模型能力与局部效率优化，逐步走向模型能力、产品形态、生态融合三位一体的系统布局。

2024 年以来，腾讯通过“双路线”战略并行推进 AI 产品建设：一方面自研混元大模型（HunYuan），持续打磨通用推理、长文本处理、语义理解等核心技术能力；另一方面与开源模型如 DeepSeek-R1 协同进化，快速拓展 To C 与 To B 场景的应用覆盖，形成性能差异化与成本结构的组合优势。

腾讯元宝与微信 AI 能力初步落地

元宝作为微信 AI 能力的其中中枢组件，打造通用型 AI 能力与微信生态深度结合。

腾讯元宝作为 C 端 AI 原生应用，在 2025 年 Q1 迎来关键爆发期。产品通过整合快思考模型与深度思考模型，结合微信生态内的公号、视频号、小程序等内容资源，构建出具备“即搜即答、场景联动、深度生成”的通用 AI 助手形态。

元宝已实现微信搜一搜入口集成，并通过九宫格、朋友圈信息流等高频触点获得强曝光。2025 年初，在腾讯超过 3 亿元的广告投放支持下，元宝 DAU 一度增长 20 倍，登顶 iOS 中国区下载榜，成为国内最活跃的 AI 应用之一。

腾讯并未将元宝定位为孤立的 AI 应用，而是打造其通用人工智能能力，与微信生态深度结合。目前，腾讯元宝 AI 已以“微信联系人”的形式接入，用户可以在微信聊天中实现基础的 AI 对话与问答，同时 AI 能力也在微信搜索、公众号内容创作、小程序开发等场景中逐步落地，核心围绕效率优化与用户体验提升。

然而，这并非腾讯对于 AI 智能体的最终形态。管理层明确指出，真正意义上的 AI Agent，不应仅停留在简单的答题与内容生成层面，而是要具备链式推理、复杂任务拆解、跨应用调用与多工具协作的能力，帮助用户完成高复杂度、多步骤的任务流转，从而在用户生活与工作场景中形成深度陪伴与价值创造。

与同行类似，腾讯也在打造通用型 AI 能力，但其差异化优势在于，能够将 AI 智能体深度嵌入微信的社交关系链、内容生态与数百万小程序，形成生态级的智能服务网络。这种能力，将使腾讯在 AI 时代下，具备更强的场景适配与用户黏性，为广告、交易、支付等商业化链路提供更高效率的转化与价值放大。

腾讯 AI 的商业化路径

广告效果优先兑现，AI 商业化稳步推进。

腾讯管理层强调，广告效果提升是 AI 短期内最直接的变现路径。随着 AI 技术对创意生成、投放策略、受众理解、推荐机制的深入介入，腾讯广告在 ROI 与 eCPM 层面的表现稳步提升，2025 年 Q1 营销服务收入同比增长 20%。微信小店与小程序的交易闭环，也进一步推动广告从“曝光”向“转化”延伸。

相比之下，SaaS 订阅等 C 端收费模式仍面临市场教育门槛，GPU 算力外租也因内部资源紧张而优先级偏低。腾讯的 AI 战略更注重“长期生态变现能力”的建设，而非追求阶段性营收爆发。在 AI 战略支出上，公司已明确表示将资本开支控制在收入的一定比例内，维持健康现金流与股东回报并重。

腾讯广告 AI 商业化阶段评估：效率优先，模式重塑渐进

生态协同驱动广告增长，AI 赋能尚处优化阶段。

腾讯商业化 AI 进展

2025 年第一季度，腾讯营销服务收入增长迅猛，得益于流量场景的扩展与广告库存的有效释放。视频号作为核心流量阵地，其内容供给与用户时长持续提升，带动了广告需求的上升；“搜一搜”等产品通过信息流与搜索广告结合，构建了新的流量入口与商业变现场景。同时，小程序与小店的交易闭环不断完善，为广告主提供了量化效果+完整转化的投放路径，显著增强了中小客户的投放意愿。在库存侧，腾讯逐步释放视频号、小程序等新场景中的广告空间，为营收增长提供了供给保障。

AI 技术虽然已在投放效率与创意生成等环节有所应用，如精准定向、A/B 测试与素材生成等，但其角色仍以“辅助优化工具”为主，尚未成为广告收入的核心驱动。因此，腾讯广告业务的增长本质上依然是“生态、流量与运营体系协同”的产物，AI 当前更多发挥的是降本增效的作用。

从辅助工具到智能平台：广告 AI 的路径演进。

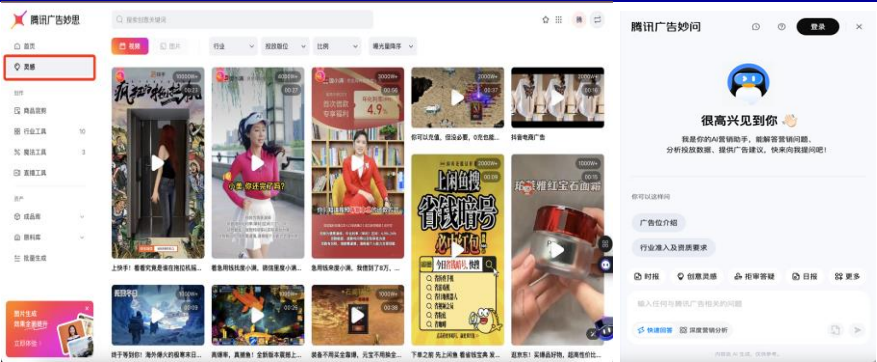
腾讯广告 AI 实践路径

为释放 AI 商业化潜力，腾讯广告成立了商业 AI 部，围绕投放链路、创意生产与客户服务三大核心环节推进智能化升级，推动“妙问”“妙思”等 AI 工具的落地，以投放链路、创意生产与客户服务三大核心环节为切入点系统性优化商业效率。

当前阶段，降本增效仍是 AI 赋能的核心目标，但从更长远的战略视角来看，腾讯确实希望借助 AI 能力，逐步突破人力瓶颈，实现广告业务商业模式的优化与重塑。具体而言，投放链路的标准化与模块化为 AI 深度介入提供了坚实基础，AIGC 创意工具“妙思”助力广告主高效生成素材，降低了创意制作与 A/B 测试的边际成本，“妙问”则以智能问答与数据分析的形式，替代了大量重复性的人力服务，提升了腾讯在中小客户服务层面的响应效率与覆盖能力，缓解了服务商渠道的资源压力。这些 AI 应用当前在收入贡献上仍处于起步阶段，但在渠道成本优化、投放 ROI 提升、客户服务规模化等方面，已开始带来实质性改善，助力腾讯广告逐步增强盈利能力与客户黏性。

这些 AI 工具虽处于初期阶段，在直接拉动收入方面贡献尚有限，但在 ROI 提升、渠道成本压缩、服务效率提升等维度已开始产生实质性改善，为腾讯广告增强盈利能力与客户黏性奠定了基础。

图表 7：腾讯广告妙思和腾讯广告妙问



资料来源：腾讯广告官网

AI 于广告平台的重要价值在于提升平台效率

AI 推动平台效率、优化推荐模型，高效实现“人-内容-场景”的动态匹配。

在第一上海《腾讯广告+AI 价值探讨》会议中，资深广告科技专家评论当前 AI 在腾讯广告系统中的最核心价值不在于素材生成本身，而在于平台效率与稳定性的大幅提升。在当前 AI+广告的背景下，AIGC 内容生成能力并非行业最关键环节。由于视频素材生产成本极低，原创内容成本可低至 100 元以内，经过混剪后可生成数百条素材，平均每条广告视频入库成本不足 1 元，创意生成的边际价值已极为有限，效果广告的投放更依赖于推荐系统的匹配精度与预测稳定性。因此，AI 的核心价值在于优化推荐模型、提升 eCPM，以及实现投放效果的稳定性。

他指出，每一次 AI 技术的跃迁，从最初的 CV（计算机视觉）到深度学习，再到当前的大模型，都显著提升了广告平台的 eCPM（千次曝光收益），核心逻辑在于对用户意图与广告内容的理解更为精准。大模型的最大价值在于提升对视频内容的理解能力和实现多模态场景下的内容匹配与用户意图解构，这使得广告平台能够更高效地实现“人-内容-场景”的动态匹配，从而实现 CTR（点击率）、CVR（转化率）和其预测准确率的同步提升。

AI 大模型有效提升广告内容理解和推荐精准度

AI 有效提升腾讯广告推荐精度和 ROI。

在提升模型性能的关键点上，大模型带来了两方面革命性变化：一是对视频内容的理解精度提升；二是多模态场景下的动态匹配能力增强。过去广告平台对视频理解仅能做到抽帧识别与图像标签提取，建模能力相对有限，而当前模型可精准识别视频情绪、语境、商品属性等深层次信号，并结合用户浏览路径与意图推断，实现更稳定的高 ROI 投放。

腾讯广告长期受限于视频库存偏少、流量场景分散、服务商体系庞大而人力响应有限，无法像字节跳动那样依赖单一内容场景（如抖音）形成模型训练闭环。大模型技术在推荐精度提升方面弥补了其在非视频场景下的系统稳定性不足，提升了图文等广告素材的 ROI 表现，带动中小广告主预算释放。同时，AI 客服与素材审核工具也帮助缓解了人工服务压力，改善平台在广告主中的口碑。。

他进一步指出，目前腾讯 AI+广告的价值尚未体现在广告主预算决策层面，更主要体现在效率优化与策略执行自动化。腾讯未来真正的突破点，不是单纯替代人力，而是通过 AI 完成高效策略制定与快速 A/B 测试反馈，从而在投放链路上形成稳定的“自动调优闭环”。

AI 广告行业和腾讯广告的未来演变路径

AI 赋能平台转型：走向智能广告中枢

在进一步比较平台演进路径时，嘉宾指出，尽管腾讯当前的 AI 应用仍处于“效率优化”阶段，但全球范围内已有平台通过 AI 推动了广告商业模式的根本转型，AppLovin 即是其中的代表。作为一家中介型流量平台，AppLovin 原本处于毛利率较低的“流量倒卖”模式，但借助大模型能力与数据整合能力的提升，其逐步实现了从广告投放中介向高利润率的数据驱动型平台的战略跃迁。

通过整合广告主的一方数据、聚合竞价数据以及自身平台沉淀的流量表现信息，AppLovin 在提升广告投放 ROI 的同时，也构建起对广告主的深度依赖与策略服务能力，从而拉高平台的变现效率和客户粘性。这一转型路径显示出，AI 不仅是效率工具，更是推动平台升级为智能化广告中枢的关键引擎。

在讨论国内与海外广告中介生态的差异时，嘉宾指出，中国线上广告市场的结构极为集中，Top10 平台合计垄断了超过 95% 的流量入口，导致国内缺乏像 AppLovin 这

样独立、去中心化的三方流量中介平台。这一格局决定了服务商在国内必须依附于大型平台生态开展业务，无法完全脱离平台自主构建流量池。

腾讯正在通过自身的联盟广告平台“优量汇”探索更高毛利、更灵活的广告流量释放机制。当前，优量汇已贡献腾讯广告整体收入的约五分之一，在腾讯流量场景之外，链接了大量小游戏、轻应用与第三方内容平台。这一联盟生态的构建，为腾讯带来了除微信主场景之外的补充流量池，也为模型训练提供了更多异构数据，有助于改善其过去“场景分散、视频库存不足”的系统短板。

未来 AI 在广告领域的变革仍在早期。腾讯可通过提升视频号库存比例、加强 AI 模型对非结构化素材的理解能力、优化投放链路中策略制定与执行效率，持续提升 ROI 稳定性，从而推动广告收入及毛利率增长。在高毛利流量场景积累足够数据后，腾讯广告有望在中长期实现对 Meta、字节的毛利率赶超。

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 2025 年 3 月 31 日的市值数据，并作 0.8 的折扣系数。鉴于 AI 应用逐步兑现，广告商业化效率显著提升。长青游戏表现稳健，持续贡献高质量现金流。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 28.4% 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)	351,778	142,664	225,708	7,394
预计经营利润率	36.5%	35.2%	27.6%	-10.7%
分部经营利润 (百万)	128,298	50,287	62,401	-794
经营利润 (百万)	240,192			
分部平均估值中枢	PE:15X	PE:18X	PS:10X	
估值结果	1,943,717	912,711	2,288,676	
核心业务总估值 (百万)	5,145,104			
SOTP调整系数		10		
调整后总估值 (百万)	5,145,104			
主要持股上市公司合计市值 (0.8折扣系数)				522,400
总估值 (百万)	5,667,504			
摊薄后股份数 (百万)	9,308			
每股目标价 (人民币)	609			
HKD/RMB	0.92			
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					
<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
收入	609,015	660,257	728,302	780,554	847,298
毛利	293,109	349,246	400,832	433,102	477,390
其他业务净额	4,701	8,002	6,827	11,708	12,709
销售及管理费用	(137,736)	(149,149)	(167,635)	(175,295)	(184,356)
营运收入	160,074	208,099	240,025	269,515	305,744
财务开支	(4,550)	8,210	954	(486)	(527)
联营公司等	5,800	25,176	18,533	19,863	21,561
税前盈利	161,324	241,485	259,512	288,892	326,778
所得税	(43,276)	(45,018)	(56,110)	(62,462)	(70,654)
净利润	118,048	196,467	203,402	226,430	256,124
少数股东应占利润	2,832	2,394	7,788	8,670	9,807
本公司股东应占利润	115,216	194,073	195,613	217,759	246,317
折旧及摊销	59,008	50,546	57,580	64,945	70,864
EBITDA	214,381	250,643	290,777	322,751	363,898
增长					
总收入 (%)	9.8%	8.4%	10.3%	7.2%	8.6%
EBITDA (%)	30.7%	16.9%	16.0%	11.0%	12.7%
资产负债表					
<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
现金	172,320	132,519	264,152	415,380	599,830
应收账款	46,606	48,203	50,613	53,144	55,801
存货	456	440	484	532	586
其他流动资产	299,064	315,018	315,018	315,018	315,018
总流动资产	518,446	496,180	630,267	784,074	971,235
固定资产	53,232	80,185	107,201	132,017	151,661
无形资产	177,727	196,127	198,718	203,118	206,965
长期投资	261,665	297,415	297,415	297,415	297,415
银行存款及其他	566,176	711,088	725,901	741,741	757,385
总资产	1,577,246	1,780,995	1,959,502	2,158,364	2,384,661
应付账款	46,606	48,203	50,613	53,144	55,801
短期银行借款	41,537	52,885	52,885	52,885	52,885
其他短期负债	264,014	295,821	314,361	335,329	359,073
总短期负债	352,157	396,909	417,859	441,358	467,759
长期银行借款	8,781	4,203	4,203	4,203	4,203
其他负债	694,784	722,896	743,846	767,345	793,746
总负债	703,565	727,099	748,049	771,548	797,949
少数股东权益	65,090	80,348	88,136	96,806	106,614
股东权益	873,681	1,053,896	1,211,453	1,386,816	1,586,712
每股账面值(摊薄)	91	112	130	150	172
营运资产	166,289	99,271	212,408	342,715	503,476

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
盈利能力					
毛利率 (%)	48.1%	52.9%	55.0%	55.5%	56.3%
EBITDA 利率 (%)	35.2%	38.0%	39.9%	41.3%	42.9%
净利率 (%)	19.4%	29.8%	27.9%	29.0%	30.2%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	22.6%	22.6%	23.0%	22.5%	21.8%
实际税率 (%)	26.8%	18.6%	21.6%	21.6%	21.6%
股息支付率 (%)	27.9%	21.5%	23.4%	23.5%	22.8%
应收账款天数	84.6	85.2	83.2	76.6	72.7
应付账款天数	191.3	219.7	241.4	236.1	229.2
财务状况					
总负债/总资产	0.45	0.41	0.38	0.36	0.33
收入/净资产	0.70	0.63	0.60	0.56	0.53
经营性现金流/收入	0.36	0.39	0.38	0.40	0.41
税前盈利对利息倍数	13.15	20.16	16.62	17.26	17.99
现金流量表					
<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
EBITDA	214,381	250,643	290,777	322,751	363,898
净融资成本	0	0	0	0	0
营运资金变化	19,233	21,881	18,496	20,920	23,690
所得税	(34,729)	(46,184)	(56,110)	(62,462)	(70,654)
其他	23,077	32,181	26,314	31,085	33,743
营运现金流	221,962	258,521	279,477	312,294	350,678
资本开支	(58,462)	(89,274)	(102,000)	(110,000)	(110,000)
其他投资活动	(66,699)	(32,913)	0	0	0
投资活动现金流	(125,161)	(122,187)	(102,000)	(110,000)	(110,000)
负债变化	19,193	25,729	0	0	0
股本变化	1,070	1,932	0	0	0
股息	32,147	41,711	45,845	51,066	56,228
其他融资活动	(134,983)	(245,866)	(91,690)	(102,133)	(112,456)
融资活动现金流	(82,573)	(176,494)	(45,845)	(51,066)	(56,228)
现金变化	14,228	(40,160)	131,632	151,228	184,450
期初持有现金	156,739	172,320	132,519	264,152	415,380
汇兑变化	1,353	359	0	0	0
期末持有现金	172,320	132,519	264,152	415,380	599,830

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。