

买入

2025 年 7 月 22 日

AI 重构生态护城河，平台式能力逐步落地

► **广告 AI 能力加速释放，推动链路智能化升级：**腾讯广告在 AI 赋能下逐步由“工具集合”向“工作流平台”演进，广告 AI 工具如“妙问”、“妙思”、“妙播”覆盖素材生成、投放配置、数据反馈与视频内容创意环节，提升中小商家效率与规模投放能力。当前 CTR 与推荐算法精准度明显提升，但尚处于“插件型工具”阶段，未来重点在于 AI 与广告平台的一体化协同升级。相较于 Meta Advantage+ 与字节 UMax 等国际/国内竞争对手，腾讯具备强社交流量及生态协同优势，广告业务有望在 AI 驱动下重构护城河。

► **微信 AI：语义重构平台能力，构建“AI 服务操作系统”：**微信 AI 以“智能体+语义调度”为核心路径，试图打通小程序、搜一搜、视频号、支付等触点，打造原生 AI 闭环体验。战略强调普惠智能，不是再做一个产品，而是重构平台能力。尽管目前仍面临调度权限、智能执行等瓶颈，微信 AI 在“入口控制权”与服务场景覆盖上优势显著，长期具备成为 C 端主流 AI 交互系统的潜力。

► **元宝承压回落，但仍是 AI 生态的关键连接器：**腾讯元宝初期凭借 DeepSeek 模型接入快速获取用户，但在模型更新与算力限流下用户活跃度出现波动。产品缺乏强粘性场景，尚未成为“日常必用”应用。元宝已开始通过轻量嵌入微信生态增强协同，并尝试接入腾讯文档、腾讯会议等 B 端产品。元宝未来仍有机会成为“入口+数据+能力调度”的三位一体平台。

► **战略投资聚焦 AI 平台卡位，打造未来生态接口：**腾讯投资正在向“AI 平台+能力接口”倾斜，设立专项 AI 投资组，强化对 AI 产业投资的布局。投资理念强调“生态嵌入”与“未来协同”，转向战略防御与能力绑定。腾讯强调技术接口开放性与未来嵌入性，试图通过投资形成长期的 AI 生态护城河。目前虽未形成广泛产品联动，但作为长期 Alpha 布局，具备极高战略含金量。

► **游戏 AI 加速渗透产品与产能两端，构建未来内容引擎：**腾讯在游戏 AI 方向持续推进平台化工具建设，混元游戏视觉平台、3D-DiT 建模系统、VISVISE 开发系统等覆盖角色设计、剧情生成、素材管理等核心流程，显著提升产能效率。AI 角色如《和平精英》中的“吉莉”实现自然对话与战术互动，构建“类真人队友”体验。AI 原生游戏《哈皮》开启内容共创型轻社交互动新形态。整体看，AI 正在帮助腾讯构建高频内容迭代与用户共创的超级数字空间。

► **目标价 660 港元，买入评级：**我们认为腾讯在 AI 能力的持续投入与平台级协同策略已初现成效，广告、游戏与微信 AI 等核心场景均已在构建新型增长动能。考虑 AI 在广告收入提效、游戏内容生产降本、社交平台再构中的多重加速效应，预计其核心业务利润率将稳步改善。参考 2025 年盈利预测，维持目标价 660 港元，较当前股价有 26.6% 上行空间，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

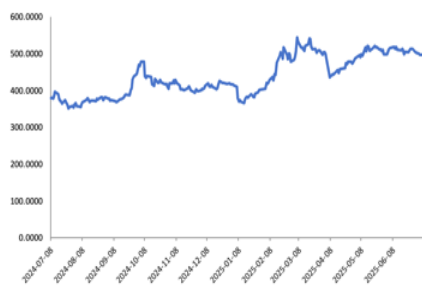
行业	TMT
股价	519 港元
目标价	660 港元 (+26.6%)
股票代码	700
已发行股本	91.66 亿股
市值	4.752 万亿港元
52 周高/低	542.5/344.5 港元
每股净资产	124.56 元人民币
主要股东	Naspers Ltd (22.99%) 马化腾 (7.83%) Vanguard (2.79%) Blackrock (2.59%) 挪威银行 (1.32%)

盈利摘要

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	782,103	848,971
变动	9.82%	8.41%	10.31%	7.39%	8.55%
经调整净利润	157,688	222,703	257,964	286,449	318,906
变动	36.35%	41.23%	15.83%	11.04%	11.33%
经调整每股盈利（人民币元）	16.41	23.67	27.71	30.94	34.63
变动	37.55%	44.25%	17.08%	11.64%	11.94%
股息	3.40	4.50	5.00	5.60	6.20
市盈率521.5港元（估）	29.31	20.32	17.36	15.55	13.89

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：Bloomberg

腾讯 AI 布局：通过 AI 重塑护城河，构建平台级竞争优势

AI 是平台架构与服务逻辑的重塑引擎，重新定义产品形态、用户路径与生态协同。

在大模型驱动的技术范式变迁下，传统互联网平台企业正面临基础竞争优势的重塑挑战。原有以流量、内容、渠道与生命周期管理构建的“护城河”，正在被 AI 带来的平台再构能力所冲击。对于腾讯而言，AI 已不再只是技术工具的集成，而成为撬动产品形态升级、服务路径再造和生态协同强化的核心引擎。本轮调研主要围绕广告、微信、元宝、游戏和战略投资五个业务模块，观察腾讯如何以 AI 能力重构生态基础与竞争护城河。

图表 1：腾讯 AI 战略布局总览



资料来源：公司资料

广告：从流量运营到智能链路的系统化升级

腾讯广告正从流量运营迈向 AI 驱动的智能链路升级，重塑广告平台的系统化能力。

广告业务历来是腾讯最核心的变现通道，其护城河主要建立在庞大的社交流量基础之上，通过微信、QQ 等形成天然的内容分发与转化闭环，覆盖图文、视频、小程序等多个触点。依托高频社交行为数据与私域连接能力，腾讯构建起了独特的广告生态。

然而进入 AI 时代，这一原有优势面临新的挑战。传统广点通广告体系在素材生成、投放效率与客户操作体验上，逐渐暴露出相较竞争对手（如字节跳动）的一定滞后，尤其在对内容理解、推荐引擎精细度、广告创意生产等核心环节，面临“智能中台缺位”的困境。字节等玩家已率先完成“内容+算法+交易”的自动闭环构建，对腾讯形成实质性竞争压力。

为应对这一挑战，腾讯成立商业 AI 部，聚焦于广告智能化路径探索，核心产品体系为“妙问+妙思”，分别定位为广告投放智能问答助手与多模态创意生成平台：

“妙思”以创意素材自动生成为核心能力，基于商品图像、商品属性或简要文案，自动产出不同风格的图文和视频素材，帮助广告主显著降低创意生产成本，并提升 A/B 测试效率。该平台还支持快速迭代与批量测试，服务于多行业广告主。

“妙问”作为类 Copilot 的投放助手，支持自然语言交互，广告主可通过提问形式了解账户数据、投放效果、预算优化建议等。但当前仍偏向于客服化的交互体验，尚未发展为可自动操作、策略制定与执行于一体的投放引擎。

同时，腾讯广告也推出“妙播”AIGC 平台，聚焦视频创意生成与分发环节，针对视频号、朋友圈等主流社交场景，为广告主提供一站式视频素材生成能力。妙播可根据商品信息自动生成不同风格的视频内容，并支持按场景进行尺寸和形式优化推荐，尤其适合中小商家解决“缺人、缺创意、缺视频”的普遍难题。

从系统架构角度看，腾讯试图搭建从“创意生成-投放配置-数据回流-审核答疑”组成的完整链路，推动广告平台从工具集合走向工作流平台。然而，目前这一链路仍处于早期阶段，素材生成平台与广告投放平台之间尚未打通，用户操作仍需在多个系统间手动切换，数据反哺能力也未形成稳定机制。

广告 AI 不同于 C 端产品，它更强调“助力企业提升效率”的平台能力。衡量标准在于能否提升转化率、降低成本、简化流程。当前来看，腾讯广告 AI 更像是“插件型工具”，而非“主控型平台”，其未来演进关键在于：

- 1、能否实现广告工具与投放平台的一体化协同；
- 2、是否具备基于业务目标的策略自动制定与实时优化能力；
- 3、能否真正打通用户、素材、转化之间的数据流，形成 AI 闭环。

相较谷歌 Performance Max、Meta Advantage+等国际平台已经迈入“自动化策略平台”阶段，腾讯仍处于“辅助式工具平台”阶段。在国内市场中，字节 UMax 的全链路整合路径也更具系统性，AI 已嵌入创意生产、人群识别、投放分发、效果追踪等多个关键环节。

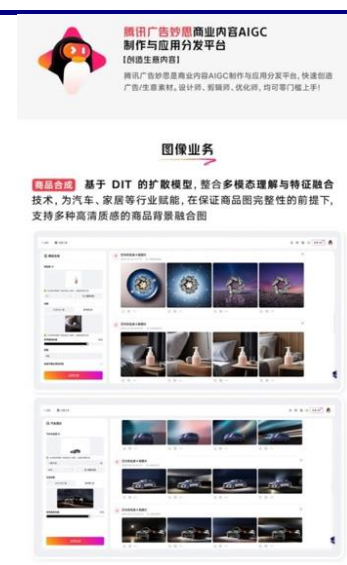
整体来看，腾讯广告 AI 商业化的结构逻辑已经成型，未来发展方向清晰。只要生态协同持续增强、AI 能力继续迭代，腾讯有机会借助自身丰富场景与数据资源，在广告智能化竞赛中构建出具有平台韧性的护城河。

图表 2：腾讯广告妙问



资料来源：公司资料

图表 3：腾讯广告妙思



资料来源：公司资料

当前腾讯广告 AI 仍处于辅助工具阶段，未来能否形成策略自动化与数据闭环，将决定其平台化转型的成败。

微信 AI：服务入口的语义重构与平台式进化

微信 AI 正以智能体重构服务链路，旨在打造普惠化、原生化的 AI 服务操作系统，

在 AI 驱动的产品演进趋势下，微信作为腾讯生态中的核心平台，也在积极探索 AI 能力的原生融合路径。据调研，微信 AI 的终极构想，聚焦于通过“智能体+语义调度”的模式，重构用户的服务获取链路，并尝试打造一个面向 C 端用户的 AI 服务操作系统。

从战略层面，微信 AI 的目标并非构建一个独立的大模型产品，而是嵌入既有生态中，通过低门槛的普惠 AI 能力，让“爷爷奶奶爸爸妈妈”也能使用。腾讯内部强调“不是再做一个产品，而是重做一套平台能力”的理念。其背后的核心，是借助微信的 13 亿月活基础，打通小程序、公众号、搜一搜、支付等路径，实现场景化、原生化的智能服务闭环。

当前构建仍处在早期探索阶段，主要源于当前智能体普遍存在挑战，如用户的意图识别、工具调度、数据保护和隐私、AI 的执行能力等。但在中长期层面，微信 AI 的潜力依然值得关注。一方面，微信原生路径（如对话框、搜一搜、视频号、小程序）具备强服务调度属性，未来若 AI 能力能嵌入这些触点，可能成为中国用户最常用的 AI 服务交互操作系统；另一方面，腾讯对于服务流量的“入口控制权”具备平台级优势，微信 AI 一旦构建起统一的调度层，有望冲击现有中间平台如美团、携程的流量路径与商业闭环能力。

在行业比较中，微信 AI 的定位也逐步清晰。相比苹果强调本地隐私与边缘计算，国内荣耀、WPS 等厂商构建垂直服务，微信更具“平台型 AI 入口”的潜质。腾讯内部也在强化判断：未来平台竞争的核心将从产品能力走向“服务流量调度权”的系统性竞争。

整体而言，微信 AI 尚未构建起成熟的产品形态，但在生态潜力与流量调度权上具备独特优势。若能突破中台权限调度与智能任务执行的技术瓶颈，其有可能成为国内最具平台属性的 AI 服务入口。

元宝：从大模型窗口到生态协同的战略支点

腾讯元宝从爆红出圈到热度回落，正面临从 AI 工具向平台组件转型的关键考验，核心在于打通生态、提升粘性。

腾讯元宝作为“混元大模型”在 C 端的主力落地产品，其推出初期曾凭借“可调用 DeepSeek 能力”这一亮点迅速出圈，跻身中国区 AI 应用下载榜前列。尤其在 2025 年初，用户可直接通过元宝体验 DeepSeek R1 模型带来的强推理与长文本分析能力，这一差异化特性帮助元宝在激烈的 AI 应用竞争中脱颖而出，成为不少用户首次接触大模型的入口平台。

然而，进入 2025 年中期后，DeepSeek R2 发布进度迟缓，产品热度未能如期接棒，且此前因短期引发算力压力而出现限流策略，使得元宝的用户体验出现一定下滑。同时，大模型整体舆论热度回落、行业进入冷静期，再叠加腾讯内部对买量策略的降温，使得元宝的活跃用户数（MAU）也呈现下滑态势。

这种用户流失暴露了元宝“技术驱动型增长”的阶段性局限：其早期快速获客更多依赖于“模型热度+流量引入”，但尚未建立起具备粘性的产品闭环和明确的场景锚点。相较于字节“豆包”通过深度绑定效率工具和内容分发场景建立稳定留存，元宝在用户日常使用中仍缺乏“必须打开”的理由。

同时，微信作为腾讯最强的生态底座，其与元宝之间的关系长期处于“协同意图强、接口整合弱”的尴尬状态。

一方面，微信自身也在推进 AI 原生能力的建设，包括语义搜索、智能推荐与对话交互等，因此在短期内不可能完全将 AI 入口“让位”于元宝；另一方面，元宝也开始主动“反向嵌入”微信生态，已实现微信聊天窗口接入，支持在会话中调用部分 AI

能力，如问答、润色、总结等。这种方式虽然尚属“轻量对接”，但为后续深度融合（如在小程序、朋友圈、视频号等场景中自然调用元宝功能）奠定了路径。

尽管如此，元宝在腾讯 AI 战略中的定位仍不可忽视：

- 1、作为 C 端能力的标准化载体，元宝承载了混元大模型在公众用户层的交互标准；
- 2、作为 AI 链路中的训练数据汇聚点，元宝的用户对话和行为数据可在合规前提下用于模型精调与能力优化，提升混元的泛化能力与商业价值。

目前，元宝正尝试加强与腾讯内部产品（如腾讯会议、腾讯文档、QQ 浏览器等）的能力融合，同时探索在企业服务侧的落地路径。其未来能否完成从“AI 工具”到“平台能力组件”的升级，关键在于是否能借助腾讯生态建立深层绑定，并在具体场景中积累足够的使用密度与数据优势。

从这个角度看，元宝的成功不在于短期的 MAU 波动，而在于是否能够构建起腾讯 AI 生态中“入口 + 数据 + 能力调度”的三位一体式平台角色，为未来的 C 端体验与 B 端服务建立基础模块。若能打通产品、数据、生态三端闭环，元宝仍有机会成为腾讯在大模型时代的关键连接器与能力枢纽。

腾讯投资：聚焦 AI 平台化能力的战略卡位

在大模型驱动的产业变革背景下，腾讯的投资重点正显著向 AI 方向倾斜。腾讯投资内部已设立专门的 AI 应用专项投资组，强化“技术栈+平台生态”双重视角下的投资逻辑。其核心策略是通过战略持股、项目共建与能力协同，构建腾讯在 AI 时代的生态壁垒与平台卡位优势。

在投资理念上，腾讯强调“产品导向+战略防御”的组合策略。一方面，积极寻找具备技术落地能力与明确商业模式的 AI 项目（如模型基础设施、AIGC 工具链、行业解决方案等）；另一方面，通过早期投资设置一定的排他条款，防止核心能力流向潜在竞争对手，形成平台型能力的长期绑定。

同时，腾讯在 AI 领域的投资，正从“财务回报”导向逐步转向“生态协同”的战略布局。虽然目前多数被投项目尚未实现与腾讯内部产品的深度融合，但其核心逻辑已不再是单纯的财务性博弈，而是着眼于未来生态体系中关键能力的占位与预埋。

调研显示，当前腾讯仍在积极寻找像 DeepSeek 这类具备核心模型研发能力、开放调用路径清晰、具备平台型潜力的团队，但现实中“DeepSeek 式公司”并不多见。即便出现，也往往在早期已被多方资本锁定，或介于地域等条件难以介入。

然而，相关专家表明 AI 投资是一场慢变量下注，其目标并非立刻形成收入回报或生态协同，而是通过少量但具备底层能力的标的布局，保留未来生态进化中的技术接口与战略杠杆。

这一投资策略强调“未来可嵌入、未来能反哺”，即便短期无法协同，也优先评估模型企业的结构开放性、数据调用路径与推理效率能否在未来嵌入腾讯主力产品线中，形成能力闭环。

在未来 AI 生态格局尚未成型前，腾讯的投资思路可视为一种“能力布局型下注”——以“连接未来”的能力为导向，构建具备接口开放性、模型演进空间和商业转化可能性的技术底座。虽然这一路径注定漫长且不确定，但在 AI 技术范式快速演进的背景下，留下灵活嵌入与自主重构的空间，已是极为珍贵的战略储备。

整体来看，AI 已成为腾讯新一轮战略投资的核心抓手，其投资行为本质上不是寻找财务回报的 Beta，而是在构建腾讯 AI 生态的长期 Alpha，通过投资“补全链路、绑定能力、封锁对手”，确保在大模型平台竞争中的长期位势。

腾讯正以“能力布局型下注”策略聚焦 AI 投资，借助战略持股与生态协同构建平台型护城河，夯实其在大模型时代的长期竞争位势。

腾讯游戏：迈向“AI 驱动、用户共创”的新型游戏生态

腾讯游戏正以 AI 赋能内容生产与互动体系，打造高效开发、智能交互和持续迭代的一体化游戏生态。

腾讯游戏作为全球领先的游戏发行与研发商，其核心竞争力早已超越单一产品维度，形成了集内容开发能力、社交分发渠道、运营系统与商业化闭环于一体的综合生态能力。尤其在中国市场，腾讯凭借《王者荣耀》《和平精英》《穿越火线》等多款长生命周期爆款，构建了稳定的现金流来源与庞大的用户资产；同时，其深度绑定微信与 QQ 的社交基建，也让腾讯在拉新、留存、裂变、再活跃等全链路具备独特优势。

这一切构成了腾讯游戏的护城河——既有“强内容+强分发”能力，也有支撑亿级用户运营的精细化体系。然而，游戏行业同时也是内容密集、产能约束最强的领域之一。从高质量 3D 建模，到复杂场景构建、剧情设计与玩法平衡，每一款顶级产品的开发周期和人力投入巨大，成为限制创新与扩张速度的关键因素。

正是在这一背景下，AI 的介入正成为腾讯游戏进一步放大其核心竞争力的关键变量。

腾讯混元推出的「混元游戏视觉平台」已进入实际落地阶段，提供从文本生成概念图、AI 美术管线管理、三视图输出，到 360° 动态演示视频的一体化能力，显著压缩传统美术制作环节的流程。例如，设计师只需输入“东方幻想风格的女性战士”这一语句，系统即可生成一组符合游戏风格的角色图，并快速输出标准建模素材，极大提升内容资产生成效率。

在 3D 方向，腾讯还开源了“3D-DiT”模型，基于几何+纹理双路生成的方式，精准支持复杂角色建模与动画制作，特别适用于大地图、高拟真、开放世界类产品的资产搭建。而由腾讯游戏产品效能团队打造的「VISVISE」AI 全链路开发系统，则实现从 AI 捏脸、AI 剧情生成、智能蒙皮（如裙摆 AI）、素材合成等一系列内部工具集成，正在逐步替代手工制作流程，支撑多个工作室的标准化开发。

这些底层工具的普及，不仅提升了游戏上线的效率和质量，更有望支持“内容多样性+快速版本迭代”的长线运营能力，使腾讯在面对更高频的用户需求变化时具备更强响应能力。

在产品体验层，AI 也正在改变腾讯游戏的人机交互逻辑。

以《和平精英》为例，腾讯首次在其中引入 AI 数字人“吉莉”，接入 DeepSeek 大模型后具备战术建议、语音互动与情境分析能力。玩家不仅可以与吉莉进行自然语音对话，还能获得个性化战术分析，例如“当前地形建议使用狙击策略”或“敌人接近时的最优转移方案”。吉莉也从“NPC 装饰”升级为“类真人队友”，显著提升游戏的沉浸感与策略配合体验，尤其对单排或新手玩家形成辅助。

此外，腾讯也在孵化 AI 原生游戏，如轻量化互动游戏平台《哈皮》，已上线剧本杀、海龟汤、播客游戏等玩法，允许用户与 AI 嘉宾共同参与辩论或任务互动。AI 从“静态工具”变成“动态角色”，重构游戏内容创作逻辑。

这种双向交互体验让游戏不再只是“玩家-程序”的关系，而演化为“玩家-AI-玩家”的三角社交形态，为用户带来新的乐趣来源，也提升了产品的粘性与可玩性。AI 在游戏中的应用，也与腾讯社交生态和内容平台形成强化反馈。

腾讯视频号、微信表情、小程序小游戏等内容场域正成为 AI 能力的分发延伸，例如通过 AI 生成角色短剧、交互式剧情、UGC 工具等，为游戏 IP 带来更多传播形式；而在微信社交场中，AI 陪玩、AI 对话 NPC、游戏群互动等能力也有望逐步嵌入，丰富游戏的社交层与传播层，实现内容与关系链的双增长。

长远看，AI 将帮助腾讯打破“精品大作-长周期开发-集中上线”这一传统模式，构建出更灵活、更智能的内容池与创意引擎。正如马化腾在 2025 年一季报中所提：“AI 能力已对长青游戏业务产生实质性贡献。”未来的游戏，可能更像是“AI 驱动、用户共创、内容迭代”的超级数字空间，而腾讯，已在构建通往这一未来的高速通道。

图表 4：腾讯 AI 互动解谜小游戏社区哈皮



资料来源：公司资料

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 26.6% 上升空间，维持买入评级。

图表 5：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	1.0			
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。