



2Q 云收入加速，射击游戏前景可期

华泰研究

2025 年 8 月 14 日 | 中国香港

中报点评

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

742.19

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

丁骄旻

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPJ942

研究员

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

牟睿捷*

SAC No. S0570125070064

联系人

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

腾讯 2Q 业绩: 营收同增 14.5%，高于 VA 一致预期 3%（下同）。分业务看，增值服务、广告、金科收入分别同比增长 16/20/10%，对应毛利率同比改善 3.4/1.9/4.5pct。经调整归母净利润同增 10%，超预期 3%，剔除联营企业损益影响后同增 22%。2Q AI 相关的现金资本开支为 229 亿，环比持平。从长线看，腾讯作为射击游戏的龙头开发商，有望实现玩家和商业化双轮驱动(国内渗透率快速提升)，《三角洲行动》7 月成为头部游戏，《无畏契约》手游 8 月 19 日待上线，未来储备包括多款重要射击和大世界游戏。我们看好广告和电商佣金的双线增长，视频号 impression 稳步增长，AI 驱动广告 eCPM 和点击率提升。上调目标价至 742.19 港元，维持买入评级。

2Q 游戏收入加速增长，《三角洲行动》成为头部常青游戏

2Q 增值服务收入同增 16%，高于预期 4%；毛利率同比改善 3.4pct，主系自研游戏占比提升。二季度国内/海外游戏同增 17/35%，超一致预期 2/15%。海外《皇室战争》加大更新频次，6 月流水创下 7 年新高。美国与澳洲 App Store 逐步开放第三方支付，有望提升出海游戏毛利率。国内《三角洲行动》有望成为腾讯常青游戏，7 月端手游带来显著流水增量。2Q 小游戏流水同增 20%，7 月《王者荣耀》与《和平精英》流水同增 36%与 27%（ST 数据）。《无畏契约》手游定档 8 月 19 日，本月初预约人数突破 6000 万。

2Q 广告保持高速增长，微信小店和小游戏加大投放

2Q 广告收入同增 20%，超预期 2%，毛利率同比+1.9pct，视频号、小程序与搜一搜广告收入同增 50%、50%与 60%。管理层表示 7 月生效的投流税影响较低，当前广告驱动主系①eCPM 增长（AI 带来点击率提升），②微信小店与小游戏的内循环拉动显著，③视频号与搜一搜流量亦有所增长。管理层表示，未来年份如果 AI 基建折旧成本快速上升，公司或将考虑加快广告商业化进程。

2Q 金融科技同比增长 10%，云业务有望扩大业务规模

2Q 金科收入超预期 3%，消费贷、理财通、支付均加速增长。金科毛利率达 52.1%，主系消费贷占比提升和云业务降本增效。从云业务看，2Q 算力瓶颈逐步缓解，客户 AI 需求同步增加（AI token 和 GPU 租赁）；管理层表示显卡充足的前提下，会拓展 CPU、存储、数据库和 CDN 布局。从战略角度看，管理层表示：①2H 会加大“元宝”推广力度，同时着重推动元宝融入现有平台，让 AI 赋能旗下更多应用，②审慎增加 AI 在基建和招聘的投入，并尽量使用小体量模型以降低成本，③强化“元宝”多模态能力，并助力企业客户提升编程与 Agent 能力。近期重要新品包括 AI 代码助手 CodeBuddy，以及游戏 3D 世界生成模型。未来微信 Agent 也可成为用户个性化助手。

盈利预测与估值

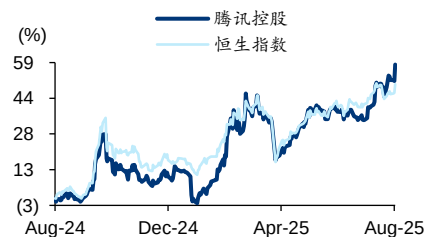
展望 25-27 年，我们分别上调腾讯收入预测 2.7/4.7/4.8%，主系微信小店持续放量有望驱动广告与金融科技协同增长，且 AI 产品催化下公司业务持续受益，调整经调整归母净利润-2.7/1.4/4.5%至 2557 亿、2890 亿与 3304 亿元，25 年下调系联营企业盈利放缓。我们根据 SOTP 估值，给予目标价 742.19 港币（前值 614.34 港币），对应腾讯 25 年 24.3x PE 估值（前值 19.9 倍）。腾讯 1H25 累计回购股份 365 亿港元，回购率约 0.7%；24 年分红率约 1.1%（以 24 年 12 月 31 日收盘价计）。维持“买入”评级。

风险提示：支付增速低于一致预期，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市场预期。

基本数据

目标价(港币)	742.19
收盘价(港币 截至 8 月 13 日)	586.00
市值(港币百万)	5,364,091
6 个月平均日成交额(港币百万)	13,693
52 周价格范围(港币)	364.20-586.00
BVPS(人民币)	121.61

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	660,257	755,296	849,162	933,892
+/-%	8.41	14.39	12.43	9.98
归母净利润(百万)	194,073	216,880	250,613	287,618
+/-%	68.44	11.75	15.55	14.77
归母净利润(调整后,百万)	222,703	255,730	289,025	330,425
+/-%	41.23	14.83	13.02	14.32
EPS(调整后,最新摊薄)	24.33	27.94	31.57	36.10
PE(调整后,倍)	22.04	19.19	16.98	14.85
PB(倍)	5.04	4.26	3.61	3.07
ROE(调整后,%)	24.99	24.06	23.01	22.33
EV EBITDA(倍)	18.21	16.92	14.31	12.30
股息率(%)	0.78	0.87	1.01	1.16

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

2Q 腾讯利润受一次性联营收益扰动

我们认为中短期内腾讯利润增速有望持续高于收入，但差值或逐步减小。2Q 腾讯成本端财务情况：①non-IFRS 分占联营企业及合营公司利润为 63 亿元（1Q 为 76 亿元），剔除联营企业损益影响后，公司净利润同比增长 22%；②销售费用同比增长 3%至 94 亿元，主要受游戏买量投入加大驱动，管理层表示元宝或在下半年适当增加买量投入；③管理费用环比下降 5%至 319 亿元，主因 1Q 海外子公司一次性股份薪酬开支影响。截至 6 月 30 日，公司员工总数达 11.1 万人，同比增长 5%；1H 薪酬支出约 650 亿元，同比增长 20%，我们认为后续 AI 基建投入与员工人数增加或推升管理费用上涨。

2Q 重点游戏流水贡献显著

2Q 腾讯重点游戏流水增速亮眼：①海外游戏《皇室战争》和《PUBG》手游增速较快，6 月新发布的《沙丘：觉醒》首周即登顶 Steam 全球付费游戏收入榜，流水贡献可期。②《三角洲行动》25 年 7 月的 DAU 已突破 2000 万，位列行业前五（QuestMobile），流水则位居前三（SensorTower）。游戏内容迭代节奏紧凑，每三个月即上线全新地图与玩法，“搜-打-撤”核心玩法在国内端游市场尚无成熟竞品，同时战利品可带出局外交易，推进社区强交易生态与社交裂变，Steam 4-7 月国内畅销榜稳定位列前 7。

腾讯射击游戏增长空间尚存

我们认为腾讯射击游戏仍具较大成长空间。射击游戏在西方市场长期占据主流地位，过去在中国渗透率较低，但现已成为腾讯规模和增速最快的品类，管理层表示每年约有 1000 万名大学新生购置笔记本电脑，部分将转化为新增射击游戏玩家。此外，技术层面的延迟优化、反作弊升级及画质提升持续驱动品类发展。射击游戏差异化显著，玩法模式、角色设定、淘汰机制及画质风格均呈多元化，类似西方市场多款产品并存的格局，中国市场亦将延续这一趋势。作为品类头部开发者，腾讯计划上线《彩虹六号》等新品，与现有产品形成互补，进一步夯实竞争优势。

微信 AI 生态加速完善

2Q 腾讯多项 AI 功能迭代落地，微信小店智能客服已具备个性化推荐与售后服务能力，商家商品库亦可实现小店与小程序互通，我们认为微信电商生态进一步完善，有望逐步削弱对微盟的依赖，随着功能升级，商家与用户拉新节奏有望提速。其他更新包括：①内容端，公众号与视频号新增自动文字摘要功能，提升信息获取效率；②游戏研发与运营端，AI 赋能 NPC 使之表现更生动，同时新玩法增强可玩性，带动玩家参与度与留存提升；③小游戏端，技术底座升级，兼容更多游戏引擎并优化图像渲染效果。

图表1: 2Q 公司财务数据

人民币 (亿元)	RMB 100 mn	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2QVA Cons	VS. Cons	3QVA Cons
1.收入	Revenue	1,595	1,611	1,672	1,724	1,800	1,845	1,788	3.2%	1,841
YOY (%)	YOY (%)	6.3%	8.0%	8.1%	11.1%	12.9%	14.5%	11.0%		10.1%
a.增值服务	a. VAS	786	788	827	790	921	914	881	3.7%	904
YOY (%)	YOY (%)	-0.9%	6.2%	9.2%	14.4%	17.2%	15.9%	11.7%		9.3%
b.网络广告	b. Online Advertising	265	299	300	350	319	358	350	2.2%	353
YOY (%)	YOY (%)	26.4%	19.5%	16.6%	17.5%	20.2%	19.7%	17.2%		17.7%
c.金融科技及企业服务	c. FinTech and Biz	523	504	531	561	549	555	539	3.0%	569
YOY (%)	YOY (%)	7.4%	3.7%	2.0%	3.2%	5.0%	10.1%	6.9%		7.1%
d.其他	d. Others	21	20	14	23	11	18			
2.毛利	Gross Profit	839	859	888	907	1005	1050	986	6.5%	1012
YOY (%)	YOY (%)	23.0%	21.3%	16.1%	16.9%	19.8%	22.3%	14.7%		14.0%
毛利率	GPM	52.6%	53.3%	53.1%	52.6%	55.8%	56.9%	55.1%	1.8pp	55.0%
1.增值服务 毛利润	-VAS	450	450	475	442	549	552	514	7.4%	529
毛利率	GPM	57.3%	57.0%	57.5%	55.9%	59.6%	60.4%	58.4%	2.0pp	58.5%
2.网络广告 毛利润	-Online Advertising	145	166	159	202	177	206	199	3.5%	196
毛利率	GPM	54.8%	55.6%	53.0%	57.7%	55.5%	57.6%	56.8%	0.7pp	55.6%
3.金融科技 毛利润	-FinTech	239	240	254	265	276	290	270	7.1%	285
毛利率	GPM	45.6%	47.6%	47.8%	47.1%	50.3%	52.1%	50.1%	2.0pp	50.1%
经营利润	GAAP operating Profit	526	507	533	515	576	601	578	4.0%	595
YOY (%)	YOY (%)	38.2%	25.9%	20.3%	24.3%	9.5%	18.5%	14.0%		11.5%
经营利润率	OPM	33.0%	31.5%	31.9%	29.9%	32.0%	32.6%	32.3%		32.3%
3.经调整经营利润	Non-IFRS OP	586	584	613	595	693	692	664	4.3%	684
YOY (%)	YOY (%)	30.2%	26.9%	18.6%	21.0%	18.3%	18.5%	13.6%		11.6%
经调整经营利润率	Non-IFRS OPM	36.8%	36.3%	36.6%	34.5%	38.5%	37.5%	37.1%	0.4pp	37.2%
4.经调整归母净利润	Non-IFRS Net Profit	503	573	598	553	613	631	613	2.8%	638
YOY (%)	YOY (%)	54.5%	52.6%	33.2%	29.6%	22.0%	10.0%	7.0%		6.6%
经调整归母净利润率	NPM	31.5%	35.6%	35.8%	32.1%	34.1%	34.2%	34.3%		34.6%
AI相关资本支出	AI Capex					230	229			
YOY (%)	YOY (%)									
经营费用	Operating Expense									
-销售费用	-S&M Expenses	75	92	94	103	79	94	97	-3.2%	99
YOY (%)	YOY (%)	7.4%	10.2%	18.9%	-6.3%	4.4%	2.8%	6.2%		5.6%
销售费用率	% of Revenue	4.7%	5.7%	5.6%	6.0%	4.4%	5.1%	5.4%		5.4%
-管理费用	-G&A exp	248	275	291	314	337	319	320	-0.4%	331
YOY (%)	YOY (%)	0.7%	8.2%	10.5%	15.6%	35.7%	16.1%	16.5%		13.8%
管理费用率	% of Revenue	15.6%	17.1%	17.4%	18.2%	18.7%	17.3%	17.9%		18.0%

资料来源: 公司公告, Visible Alpha, 华泰研究

《三角洲行动》：迈向长青之路的射击游戏

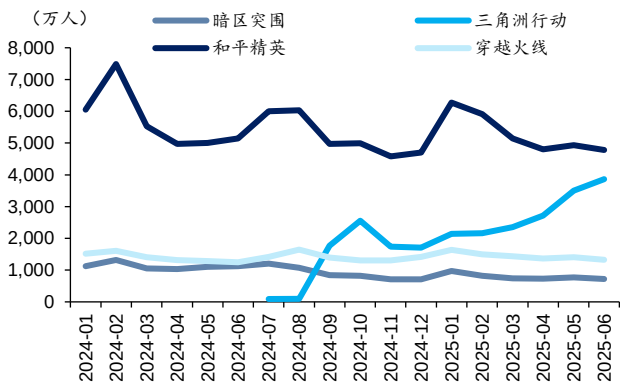
我们预计，《三角洲行动》的 26 年化双端流水有望达至 100-130 亿元。游戏自上线以来，玩家规模快速提升，客户端在线人数峰值已突破 19 万，移动端 7 月 MAU 已达 3863 万，逐步接近《和平精英》的 4785 万。游戏以“烽火地带”搜打撤玩法为主，构建硬核对抗、娱乐休闲与剧情叙事并重的多元产品架构。游戏叠加 32v32 争夺据点的“全面战场”模式，还原电影情节的 PVE 战役模式。游戏突出干员差异化定位与战术协同，相较国内主流射击游戏普遍轻操作的风格，整体游玩深度显著提升。

图表2：《三角洲行动》玩法机制介绍

模式玩法	核心机制
烽火地带 (搜打撤)	①带装进局→搜刮战利品→对抗掠夺→逃离至撤离点； ②局外保留局内物资并可交易，形成经济驱动下的玩家社区生态
全面战场 (据点对抗)	①32v32 阵营对抗，占领多个战略据点；②支持地面与空中载具，强调团队协作与资源调度
黑鹰坠落 (PvE)	①单人或多人合作推进线性关卡，任务目标导向；②改编真实历史战役，配套剧情演出与语音，强调沉浸式体验

资料来源：《三角洲行动》，华泰研究

图表3：《三角洲行动》手游 MAU 迅速接近《和平精英》



资料来源：QuestMobile，华泰研究

图表4：《三角洲行动》端游玩家人数持续上升



资料来源：SteamDB，华泰研究

图表5：《三角洲行动》VS《逃离塔科夫》

	《逃离塔科夫》	《三角洲行动》
入门门槛	高（硬核机制、付费门槛）	低（免费、简化操作）
失败惩罚强度	极强（死亡后装备全部丢失）	适中（组队复活、部分战利品保留）
社交属性	弱（单人/小队为主）	强（32v32 大战场+跨平台联机）
长线激励机制	依赖玩家自我驱动	任务系统+赛季通行证引导

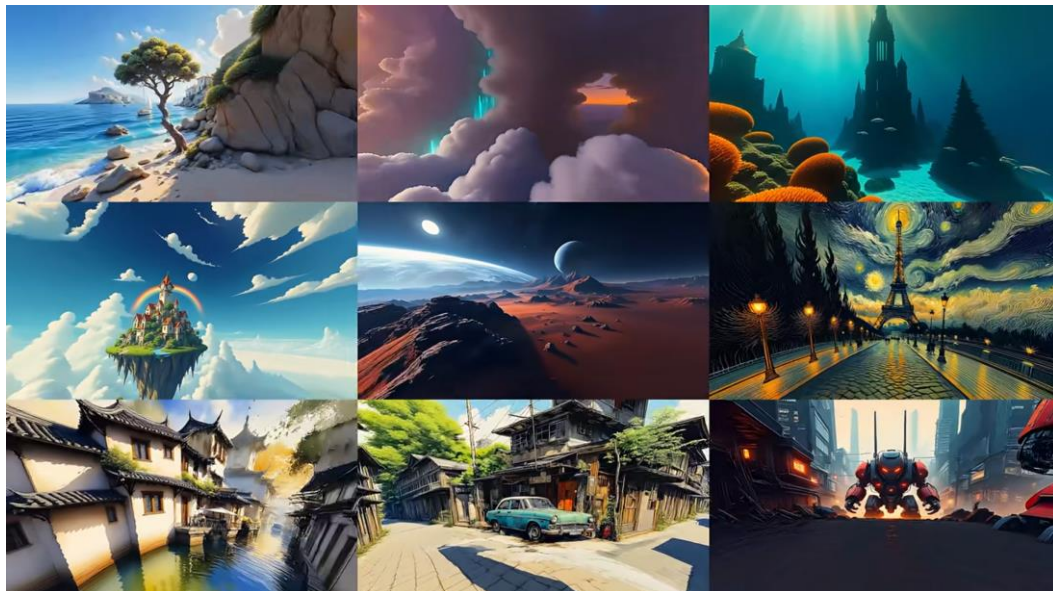
资料来源：《逃离塔科夫》，《三角洲行动》，华泰研究

腾讯游戏部署多项 AI 核心能力，发布可交互 3D 世界模型

在游戏工业化领域，腾讯新近推出的多项 AI 工具。我们认为有望进一步推动游戏行业压降制作成本、缩短研发周期，并持续扩充供给。依托游戏内容生产平台 VISVISE，腾讯已部署多项 AI 核心能力：①角色建模方面，蒙皮模型将传统 48 小时的人工蒙皮压缩至 2 小时（蒙皮是指在角色骨骼上套上能随运动自然变形的皮），并支持局部微调；②角色运动方面，补帧大模型基于关键帧 4 秒即可生成 200 帧完整动画，已在《和平精英》等项目落地；③ 3D 资产生成方面，模型可由单幅图像直接构建工业级结构，并自动完成布线（规划 3D 结构中的边线走向）与 UV 展开（三维模型的二维展开）全流程。

7 月，腾讯正式发布并开源混元 3D 世界模型 1.0。模型支持沉浸漫游、交互与仿真，可基于文本或图像生成标准化 3D 场景资产，兼容 Unity、Unreal Engine、Blender 等主流引擎，支持场景元素独立编辑与物理仿真，助力 AIGC 能力融入传统 CG 流程。截至 7 月末，混元 3D 世界模型在 Hugging Face 的下载量已超 230 万次，有望显著降低 3D 内容与游戏场景的开发门槛。此外，腾讯同步开源 0.5B、1.8B、4B、7B 等混合推理模型。

图表6：腾讯 3D 世界模型：支持交互性体验



资料来源：腾讯混元公众号，华泰研究



腾讯 AI 生态持续完善，元宝接入公司各类应用

腾讯 AI 生态已构建从底层模型到多场景应用的全链条体系。整体而言，腾讯 AI 生态闭环正加速完善，覆盖范围广泛。应用层已形成覆盖 C 端与 B 端的智能体矩阵，具备内容生成、信息检索、文档解析、智能问答等功能，涵盖营销等多行业 Agent 的解决方案。底层依托混元大模型，涵盖 AI 多模态能力（3D、Vision、Voice、GameCraft）；中间层面向企业构建 Multi-Agent 体系，实现与业务系统的深度融合。

图表7：腾讯 AI 架构全景

层级	模块/产品	主要AI功能与特点	应用场景	备注
底层(AI Infra)	混元大模型（含混元3D、Vision、Voice、GameCraft等）	多模态能力（文本、图像、视频、3D）、MoE混合推理、小模型开源	为所有上层平台与应用提供AI核心能力	
	腾讯元器（to C）	支持零代码/低代码方式构建AI Agent，且成品支持多渠道引流与分发	个人/中小开发者智能体搭建与分发	
中层(智能平台)	腾讯云智能体开发平台（ToB）	零代码构建Multi-Agent、数据库/文档知识接入、总控Agent调度	企业智能体搭建与业务集成	对接MySQL、SQL Server
	Tairos具身智能开放平台（机器人）	多模态感知+规划决策、云端仿真训练、模块化部署	机器人	内置20种交互动作、62类可操作物体
上层(AI原生应用与腾讯特色生态)	腾讯元宝	1.内容生成：智能编写报告、方案、文案、代码，支持多格式文档识别 2.多源搜索：涵盖微信公众号、视频号等信源 3.腾讯生态接入：已接入QQ音乐、腾讯地图等旗下应用	AI ChatBot	
	腾讯ima	1.智能创作：AI问答、文本创作、图像生成 2.知识管理：文件智能解析、微信公众号生态整合与内容检索 3.创作辅助：多语言翻译、思维导图、框架搭建	知识库管理	单个共享知识库成员上限为100万
	QQ浏览器QBot	1.AI搜索：同时呈现AI搜索与网页搜索两种结果 2.AI浏览：智能提炼网页、PDF等文件中的文字重点、思维导图生成 3.AI办公：格式转换、文档合并、翻译等 4.AI学习：难题解析和知识点解析；AI作文辅导	搜索	QQ浏览器用户达4亿
	搜狗输入法	打字时随时启用AI助手，支持快查、多模态输入、自动推荐表情包或相关配图	输入法	
	企点营销云Agent	主Agent负责整体策略规划，子Agent负责人群筛选、内容创作、客户旅程管理、效果评估等关键环节	企业营销	自动完成人群提取、画像分析、商品优选、营销策划、活动复盘全链路任务
	腾讯地图旅游规划Agent	个性化路线推荐与任务规划，结合实时路况及用户偏好动态调整，支持社媒链接识别景点，并进行图文讲解	旅游出行	支持生成个性化攻略，并打通小程序下单
	健康管理Agent	1.健康数据管理：整合用微信运动等数据生成健康报告 2.个性化方案与预警：基于健康信息定制方案，异常指标及时预警 3.医疗与科普服务：支持挂号、购药，提供健康科普内容	健康管理	结构化知识图谱覆盖98%医疗知识，覆盖患者端、医生端、药企合作端
	AI高考通Agent	涵盖备考辅导、考试服务及个性化志愿填报	教育	
	CodeBuddy Agent	支持代码生成、调试、优化与测试，集成自然语言编程与多人协作	软件开发	中国首个支持MCP协议代码助手，兼容VS Code等主流IDE，覆盖超200种编程语言
	共富AI乡村经营智能体	基于各乡村特色生成电商素材、营销策划	广告	
	VISVISE游戏创作解决方案	助力模型生成、贴图制作、骨骼绑定、动画制作、场景构建及渲染六大核心环节	游戏工业化	
	QQ音乐	AI评论、AI演奏、多维度找歌、音乐知识问答、播放控制操作、功能跳转、聊天陪伴	音乐	

资料来源：腾讯各类应用公众号，华泰研究

编程端 CodeBuddy 正加速向全流程智能开发助手演进

CodeBuddy 是腾讯云自研的 AI 编程助手，有望显著降低重复性编码工作量，为 SaaS 客户提供辅助性解决方案。其核心能力包括：①基于 Craft 智能体的对话式编程，可将自然语言需求直接转化为可执行代码；②依托实时上下文分析的智能代码补全，优化编码效率；③内置团队知识库与技术问答，支持企业私有语料接入，提升协作与知识沉淀效率；④调试与测试场景，支持自动化评审与检查，可一键生成单元测试框架，并支持调试辅助与用例优化。从兼容性看，适配 MCP 协议，适配 VS Code、JetBrains 系列等主流 IDE，支持超 200 种编程语言，覆盖前后端、移动端及数据工程等多类开发场景。

元宝融入腾讯全域应用生态，向多功能智能体转型

①在内容娱乐方面，元宝已接入 QQ 音乐，支持语义搜歌与直接跳转播放；②出行服务方面，元宝接入腾讯地图，可在对话中生成个性化路线并直接导航；③新闻资讯场景中，元宝接入腾讯新闻，支持实时调用总结热点与专题；④阅读场景，元宝打通微信读书、起点读书，提供划线直达原文、章节定位及个性化推荐，显著提升长文阅读与知识检索效率。结合现有智能修图与 AI 编程功能，我们认为，元宝正依托腾讯在内容、地图等垂直领域的深厚积累，构建具备场景协同优势的差异化智能助手体系。

图表8：元宝接入腾讯应用生态



资料来源：腾讯元宝公众号，华泰研究

财务预测调整

展望 25-27 年，我们分别上调腾讯收入预测 2.7/4.7/4.8%，主系微信小店持续放量有望驱动广告与金融科技协同增长，且 AI 产品催化下公司业务持续受益，调整经调整归母净利润 -2.7/1.4/4.5% 至 2557 亿、2890 亿与 3304 亿元，25 年下调系预计联营企业盈利放缓。

图表9：腾讯财务预测

腾讯财务预测								
人民币 (亿)	RMB 100 mn	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
1. 收入	Revenue	1800	1845	1918	1989	6603	7553	8492
YOY (%)	YOY (%)	12.9%	14.5%	14.7%	15.4%	8%	14.4%	12.4%
a. 增值服务	a. VAS	921	914	959	911	3192	3706	4147
YOY (%)	YOY (%)	17%	16%	16%	15%	7%	16%	12%
- 网络游戏	a1. Online game	595	592	631	597	1977	2415	2735
YOY (%)	YOY (%)	24%	22%	22%	21%	10%	22%	13%
国内游戏	Domestic games	429	404	450	405	1397	1687	1928
YOY (%)	YOY (%)	24%	17%	21%	22%	10%	21%	14%
海外游戏	International games	166	188	181	192	580	727	807
YOY (%)	YOY (%)	22%	35%	25%	20%	9%	25%	11%
- 社交网络	a2. SNS	326	322	328	315	1215	1291	1412
YOY (%)	YOY (%)	7%	6%	6%	6%	2%	6%	9%
b. 网络广告	b. Marketing services	319	358	352	409	1214	1437	1674
YOY (%)	YOY (%)	20.2%	20%	17%	17%	20%	18%	17%
c. 金融科技及企业服务	c. FinTech and Business	549	555	593	628	2120	2325	2581
YOY (%)	YOY (%)	5.0%	10.1%	11.6%	11.9%	4%	10%	11%
2. 毛利润	Gross profit	1005	1050	1110	1115	3492	4280	4869
YOY (%)	YOY (%)	20%	22%	25%	23%	19.2%	22.6%	13.8%
毛利率	GPM	55.8%	56.9%	57.9%	56.0%	52.9%	56.7%	57.3%
a. 增值服务	a. VAS	549	552	590	538	1817	2229	2530
毛利率	GPM	59.6%	60.4%	61.5%	59.0%	56.9%	60.2%	61.0%
b. 网络广告	b. Online advertising	177	206	204	239	672	826	971
毛利率	GPM	55.5%	57.6%	58.0%	58.5%	55.4%	57.5%	58.0%
c. 金融科技及企业服务	c. FinTech and business	276	290	314	333	997	1212	1355
毛利率	GPM	50.3%	52.1%	53.0%	53.0%	47.0%	52.1%	52.5%
销售费用	S&M expenses	79	94	115	112	364	400	509
收入占比	As % of revs	4%	5%	6%	6%	6%	5%	6%
研发和管理费用	G&A and R&D expenses	337	319	353	366	1128	1375	1605
收入占比	As % of revs	19%	17%	18%	18%	17%	18%	19%
3. 经调整经营利润	Non-IFRS Operating profit	732	692	721	707	2378	2853	3197
YOY (%)	YOY (%)	25%	18%	18%	19%	24%	20%	12%
经营利润率	OPM	40.7%	37.5%	37.6%	35.6%	36.0%	37.8%	37.7%
联营投资收益	Investment from asso	46	45	36	43	252	170	259
4. 税前利润	Profit before tax	536	560	571	533	2415	2677	3073
有效税率	Effective tax rate	21.9%	18.0%	12.0%	23.8%	20.8%	19.0%	19.0%
5. 经调整归母净利润	Non-IFRS net profit	652	631	657	617	2227	2557	2890
YOY (%)	YOY (%)	30%	10%	10%	12%	41%	15%	13%
经调整净利率	Adjusted net margin	36.2%	34.2%	34.3%	31.0%	33.7%	33.9%	34.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表10：腾讯：华泰预测变动

(人民币 亿元)	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)
营业收入	7,355	7,553	2.7	8,110	8,492	4.7	8,914	9,339	4.8
毛利润	4,070	4,280	5.2	4,426	4,869	10.0	4,904	5,399	10.1
归母净利润	2,163	2,169	0.3	2,447	2,506	2.4	2,703	2,876	6.4
经调整归母净利润	2,627	2,557	-2.7	2,851	2,890	1.4	3,163	3,304	4.5
(%)									
			变动 (pp)			变动 (pp)			变动 (pp)
毛利率	55.3%	56.7%	1.3	54.6%	57.3%	2.8	55.0%	57.8%	2.8
归母净利率	29.4%	28.7%	(0.7)	30.2%	29.5%	(0.7)	30.3%	30.8%	0.5
经调整归母净利率	35.7%	33.9%	-1.9	35.2%	34.0%	-1.1	35.5%	35.4%	-0.1

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表11：腾讯：华泰预测 VS VA 一致预期

(人民币 亿元)	2025E			2026E			2027E		
	华泰	VA一致预期	差值 (%)	华泰	VA一致预期	差值 (%)	华泰	VA一致预期	差值 (%)
营业收入	7,553	7,303	3.4	8,492	7,966	6.6	9,339	8,684	7.5
毛利润	4,280	4,022	6.4	4,869	4,422	10.1	5,399	4,883	10.6
归母净利润	2,169	2,037	6.5	2,506	2,320	8.0	2,876	2,633	9.2
经调整归母净利润	2,557	2,494	2.6	2,890	2,768	4.4	3,304	3,085	7.1

资料来源：公司公告，VA 一致预期，华泰研究预测

公司估值

腾讯 1H25 累计回购股份 365 亿港元，回购率约 0.7%；同时派发 24 年年末每股 4.5 港元股息，分红率约 1.1%（以 24 年 12 月 31 日收盘价计）。

我们基于 SOTP 估值，给予腾讯 742.19 港币估值（前值 614.34 港币）：

1. 游戏业务每股估值 306.08 港币（占总市值 41.2%），基于 2025 年净利润 20.0xPE（前值 15.1x），较其全球可比公司 32.9x 有所折价，主因腾讯游戏增速相对更慢。
2. 社交网络业务每股估值 34.42 港币，基于虎牙、阅文、腾讯音乐的总市值，以及腾讯视频 25 年收入 3.0x PS（维持前值）。腾讯视频 PS 估值高于在线视频行业均值 2.3x，主因头部剧集数量高于同行。社交网络溢价提高，主系我们预计腾讯视频内容精品路线在 25 年将有很好的会员和广告收入增长。
3. 在线广告业务每股估值 189.11 港币，基于 25 年净利润的 24.8xPE（占总估值 25.5%，对比前次 PE 22.1x），较全球可比公司均值 23.8x 有所溢价，主因 AI 赋能广告业务。
4. 金融科技每股估值 61.88 港币，基于 25 年收入的 3.0x PS（维持不变），较行业均值 14.2x PS 有所折价，主系金融牌照尚未获得，支付业务增速恢复相对缓慢。
5. 企业服务和云每股估值 50.93 港币，基于 25 年收入的 7.3x PS，低于行业均值 8.4x PS。溢价改为非溢价，主系芯片自主供应受限。
6. 投资业务每股估值 99.78 港币（前值 96.44 港币）。综上所述，我们给予腾讯目标价 742.19 港币。目标价对应腾讯 25 年 PE 24.3x（华泰经调整归母净利润口径预测）。

图表 12：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
一、网络游戏	272,276	47%	128,382		20.0			2,563,326	41.2%
二、社交网络（非游戏）	98,288							288,234	4.6%
腾讯音乐 (TME)						282,440	49.0%	138,396	2.2%
阅文						34,826	56.9%	19,816	0.3%
虎牙						5,525	46.7%	2,580	0.0%
在线视频-订阅服务	18,421			3.0				55,264	0.9%
其它	48,119			1.5				72,179	1.2%
三、在线广告	143,681	44%	63,923		24.8			1,583,746	25.5%
四、金融科技	173,932			3.0				518,215	8.3%
五、企业服务和云	58,584			7.3				426,525	6.9%
核心业务估值小计								5,380,046	
核心业务估值（港币百万元）								5,880,474	
核心业务估值（港币）									642.41
投资企业每股估值（港币），30%持有折让									13.4%
腾讯目标价									742.19
腾讯目标市值（HKD bn）									6,793.80

资料来源：彭博，华泰研究预测

图表 13：同业比较：网络游戏及在线广告

公司	股票代码	股价	经调整净利润增长 (%)			非GAAP PE (x)		
		(交易货币)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
在线游戏								
网易	NTES US	131	17%	5%	9%	15.3	14.7	13.6
艺电	EA US	178	88%	8%	6%	21.5	19.5	18.2
网龙	777 HK	11	45%	46%	29%	13.7	9.2	6.4
Nexon	3659 JP	3,041	-28%	11%	1%	26.5	23.9	23.5
任天堂	7974 JP	14,275	37%	37%	21%	50.4	36.9	30.5
万代南梦宫	7832 JP	5,619	0%	10%	11%	29.2	26.6	23.9
完美世界	002624 CH	15	na	93%	20%	38.0	19.1	16.6
三七互娱	002555 CH	17	7%	11%	9%	13.0	11.6	10.8
游族	002174 CH	16	na	65%	15%	55.3	34.1	29.7
市值加权平均PE						32.9	26.1	22.6
在线广告								
微博	WB US	10	-4%	3%	4%	5.8	5.6	5.0
百度	BIDU US	88	-22%	10%	15%	10.3	9.2	7.9
Meta	META US	790	16%	6%	14%	28.1	26.5	23.2
谷歌	GOOG US	204	21%	5%	11%	20.5	19.2	17.0
市值加权平均PE						23.8	22.3	19.7

注：美股数据截至美国东部时间 8 月 12 日收盘，港股数据截至 8 月 13 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14： 同业比较：云，金融科技和在线视频

公司	股票代码	股价	营收同比增长 (%)			PS (x)		
		(交易货币)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
云计算								
微软	MSFT US	529	14%	15%	15%	12.2	10.7	9.3
谷歌	GOOG US	204	14%	12%	14%	7.4	6.5	5.7
Salesforce	CRM US	232	9%	9%	10%	5.4	4.9	4.5
金山云	KC US	13	19%	16%	16%	2.9	2.5	2.1
亚马逊	AMZN US	221	11%	10%	11%	3.3	3.0	2.7
市值加权平均PS						8.4	7.4	6.5
金融科技								
Paypal	PYPL US	68	4%	6%	7%	2.0	1.9	1.7
Block	XYZ US	75	3%	9%	8%	1.8	1.7	1.5
Visa	V US	337	11%	11%	10%	16.3	14.7	13.4
市值加权平均PS						14.2	12.9	11.7
在线视频								
爱奇艺	IQ US	2	-3%	3%	3%	0.5	0.4	0.4
芒果超媒	300413 CH	23	4%	7%	7%	2.9	2.7	2.5
市值加权平均PS						2.3	2.2	2.0

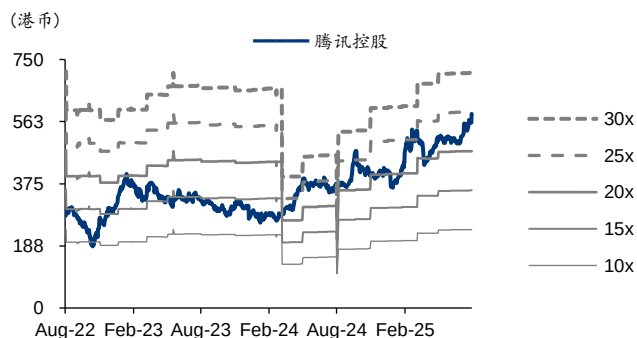
注：美股数据截至美国东部时间8月12日收盘，港股数据截至8月13日收盘，所有数据均基于彭博一致预期

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

风险提示

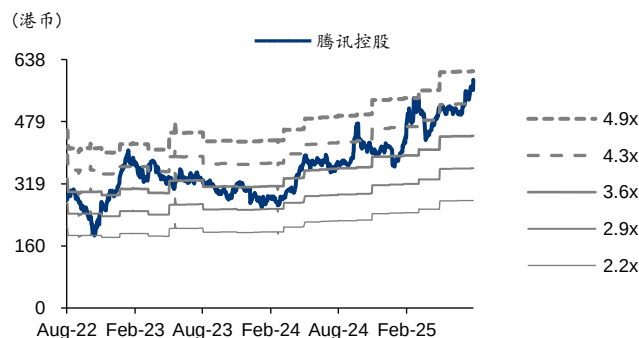
1. 支付收入增速低于一致预期；
2. 腾讯降本增效进展不及预期，经营费用或高于预期，净利润率扩张速度低于预期；
3. 头部游戏流水下滑，游戏递延周期较预期更长，导致收入增速低于预期；
4. 宏观恢复和广告增长不及预期。

图表15： 腾讯控股 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表16： 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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	609,015	660,257	755,296	849,162	933,892
销售成本	(315,906)	(311,011)	(327,279)	(362,268)	(394,040)
毛利润	293,109	349,246	428,017	486,894	539,852
销售及分销成本	(34,211)	(36,388)	(40,031)	(50,950)	(51,364)
管理费用	(103,525)	(112,761)	(137,464)	(160,492)	(171,836)
其他收入/支出	(6,090)	4,187	4,045	0.00	0.00
财务成本净额	1,540	4,023	4,410	5,935	6,981
应占联营公司利润及亏损	5,800	25,176	16,961	25,883	30,288
税前利润	161,324	241,485	267,718	307,270	353,921
税费开支	(43,276)	(45,018)	(47,644)	(53,464)	(63,108)
少数股东损益	2,832	2,394	3,194	3,194	3,194
净利润	115,216	194,073	216,880	250,613	287,618
非通用准则调整项	42,472	28,630	38,849	38,412	42,806
调整后归母净利润	157,688	222,703	255,730	289,025	330,425
折旧和摊销	(59,008)	(56,213)	(55,088)	(60,934)	(63,821)
EBITDA	218,792	293,675	318,396	362,270	410,761
EPS (人民币, 基本)	12.59	21.20	23.69	27.38	31.42

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	456.00	440.00	650.93	355.37	739.19
应收账款和票据	135,017	149,247	165,459	160,053	182,375
现金及现金等价物	172,320	132,519	97,621	297,789	434,012
其他流动资产	210,653	213,974	235,371	235,371	235,371
总流动资产	518,446	496,180	499,103	693,568	852,497
固定资产	53,232	80,185	108,879	135,301	160,508
无形资产	177,727	196,127	216,312	232,923	247,861
其他长期资产	827,841	1,008,503	1,127,751	1,150,850	1,178,353
总长期资产	1,058,800	1,284,815	1,452,943	1,519,074	1,586,722
总资产	1,577,246	1,780,995	1,952,045	2,212,642	2,439,219
应付账款	177,543	202,744	191,809	244,925	230,112
短期借款	23,818	22,186	21,632	21,078	20,524
其他负债	150,796	171,979	171,979	171,979	171,979
总流动负债	352,157	396,909	385,420	437,982	422,615
长期债务	309,388	291,004	288,433	285,862	283,291
其他长期债务	42,020	39,186	42,324	41,703	44,609
总长期负债	351,408	330,190	330,757	327,565	327,900
股本	37,989	43,079	43,079	43,079	43,079
储备/其他项目	770,602	930,469	1,109,247	1,317,280	1,555,695
股东权益	808,591	973,548	1,152,326	1,360,359	1,598,774
少数股东权益	65,090	80,348	83,542	86,736	89,930
总权益	873,681	1,053,896	1,235,868	1,447,095	1,688,704

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	42.59	25.29	22.63	19.58	17.06
PB	6.07	5.04	4.26	3.61	3.07
调整后 PE (倍)	31.12	22.04	19.19	16.98	14.85
调整后 ROE	20.61	24.99	24.06	23.01	22.33
EV EBITDA	24.20	18.21	16.92	14.31	12.30
股息率 (%)	0.65	0.78	0.87	1.01	1.16
自由现金流收益率 (%)	2.37	3.44	2.89	5.41	4.25

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	218,792	293,675	318,396	362,270	410,761
融资成本	(1,540)	(4,023)	(4,410)	(5,935)	(6,981)
营运资本变动	11,620	10,987	(27,358)	58,819	(37,520)
税费	(43,276)	(45,018)	(47,644)	(53,464)	(63,108)
其他	36,366	2,900	(33,949)	(19,949)	(23,307)
经营活动现金流	221,962	258,521	205,035	341,742	279,846
CAPEX	(72,127)	(92,590)	(101,182)	(101,182)	(101,182)
其他投资活动	(53,034)	(29,597)	(101,934)	(621.45)	2,907
投资活动现金流	(125,161)	(122,187)	(203,116)	(101,803)	(98,275)
债务增加量	(17,397)	(20,016)	(3,125)	(3,125)	(3,125)
权益增加量	(24,429)	5,090	0.00	0.00	0.00
派发股息	(12,952)	(31,743)	(38,102)	(42,580)	(49,203)
其他融资活动现金流	(2,456)	5,423	4,410	5,935	6,981
融资活动现金流	(82,573)	(176,494)	(36,818)	(39,771)	(45,347)
现金变动	14,228	(40,160)	(34,898)	200,168	136,223
年初现金	156,739	172,320	132,519	97,621	297,789
汇率波动影响	1,353	359.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	172,320	132,519	97,621	297,789	434,012

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	9.78	8.41	14.39	12.43	9.98
毛利润	22.77	19.15	22.55	13.76	10.88
营业利润	44.44	30.00	16.44	13.68	14.96
净利润	(38.79)	68.44	11.75	15.55	14.77
调整后净利润	36.35	41.23	14.83	13.02	14.32
EPS (基本)	(38.79)	68.44	11.75	15.55	14.77
盈利能力比率 (%)					
毛利率	48.13	52.90	56.67	57.34	57.81
EBITDA	35.93	44.48	42.16	42.66	43.98
净利率	18.92	29.39	28.71	29.51	30.80
调整后净利率	25.89	33.73	33.86	34.04	35.38
ROE	15.06	21.78	20.40	19.95	19.44
调整后 ROE	20.61	24.99	24.06	23.01	22.33
ROA	7.30	11.56	11.62	12.04	12.37
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	19.90	18.56	18.44	0.67	(8.14)
流动比率	1.47	1.25	1.29	1.58	2.02
速动比率	1.47	1.25	1.29	1.58	2.02

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.39	0.39	0.40	0.41	0.40
应收账款周转天数	76.01	77.50	75.00	69.00	66.00
应付账款周转天数	189.44	220.09	217.00	217.00	217.00
存货周转天数	1.59	0.52	0.60	0.50	0.50
现金转换周期	(111.84)	(142.08)	(141.40)	(147.50)	(150.50)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	12.59	21.20	23.69	27.38	31.42
EPS (调整后, 基本)	17.23	24.33	27.94	31.57	36.10
每股净资产	88.33	106.36	125.89	148.61	174.66

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。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（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）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券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，华泰证券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。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）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。

华泰证券力求报告内容客观、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，华泰证券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。华泰证券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。

华泰证券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，华泰证券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。

华泰证券的销售人员、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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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证券及/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证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，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）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、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。华泰证券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华泰证券的商标、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或其关联机构制作，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证券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，德国市场基准为 DAX 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，经营许可证编号为：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

https://www.htsc.com.sg

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司