

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

腾讯 (700 HK)

AI赋能增长动能增强; 目标价上调至700港元

- 25年二季度业绩超预期: 收入同比增长15%, 超预期3%; 非IFRS净利润同比增长10%, 同样超预期3%, 主要受益于各业务板块的利润率改善
- 所有业务线在 AI 赋能下展现强劲增长势头; 上调 25/26 财年盈利预测
- 维持增持评级: 凭借 Agentic AI 赋能的增长机遇, 看好公司独特市场地位, 目标价上调至700港元

25年二季度业绩超预期

总收入达 1,845 亿元人民币, 同比增长 15% (上一季度为同比增长 13%), 超预期 3%。增值服务 (VAS) 收入同比增长 16%, 主要得益于国内/国际游戏业务分别同比增长 17%/35%。广告收入同比增长 20%, 保持强劲增长势头, 得益于 AI 赋能的产品升级及稳健的市场需求。金融科技与企业服务 (FBS) 业务加速增长, 同比提升至 9% (上一季度为同比增长 3%)。集团毛利率同比提升 3.6 个百分点至 56.9%。所有业务板块毛利率均实现同比扩张: 增值服务毛利率同比提升 3.4 个百分点至 60.4%; 广告业务毛利率同比提升 1.9 个百分点至 57.6%; 金融科技与企业服务毛利率同比提升 4.5 个百分点至 50.9%。非 IFRS 经营利润同比增长 18%, 超预期 5%; 净利润同比增长 10% 至 631 亿元人民币, 超预期 2%。25 年第二季度, 腾讯回购总金额达 194 亿港元。

AI 赋能效果在各业务板块中愈发明显

受芯片供应限制影响, 腾讯 25 年二季度资本开支 91 亿美元人民币, 环比下降 30%, 但仍符合公司此前提出“25 财年资本开支强度维持在收入的低双位数百分比”的指引。我们维持对 25/26 财年资本开支分别为 970 亿和 1,070 亿元人民币的预测, 以持续支持公司内部业务升级与增长前景。广告业务在 25 年二季度保持快于市场的增长势头, 同比增长 20%, 主要受视频号、小程序及微信搜一搜的推动。管理层指出, 通过提高点击率和流量, AI 显著提升了广告业务的每次展示收入, 同时借助 AI 内容生成与广告需求增长, 提升了每次点击收入。游戏业务方面, 国内收入增长强劲, 得益于 14 款长青游戏的稳健表现, 以及《三角洲特种部队》(Delta Force) 的增量贡献。海外收入快速增长, 主要由《PUBG Mobile》和《Clash Royale》驱动。AI 技术在提升用户体验方面发挥了重要作用, 例如 AI 伙伴、AI NPC 等, 同时也帮助降低成本。重点产品管线包括《王者荣耀: 世界》、《Valorant Mobile》和《洛克王国》等 (图 12)。企业服务业务收入加速增长, 主要受 AI 相关需求上升 (如 GPU 与 API 服务) 以及微信小商店交易量增加的推动。我们预计集团在 25/26 财年的收入将分别同比增长 13%/10%, 非 IFRS 净利润将分别同比增长 19%/13%, 主要受益于持续的成本控制和 AI 效率提升所带来的利润率扩张。

维持增持: 目标价上调至 700 港元; 腾讯仍为互联网行业首选推荐

我们上调了盈利预测 (图 8), 将分部估值法 (SOTP) 目标价由 670 港元上调至 700 港元。该目标价基于游戏/社交网络/广告/金融科技业务分别给予 15 倍/15 倍/25 倍/10 倍目标市盈率, 云业务给予 5 倍市销率估值, 对应 25/26 财年 23 倍/20 倍的市盈率 (图 10)。目前腾讯估值为 25/26 财年 18 倍/16 倍市盈率, 处于历史均值水平, 对比中国同业的 17 倍/15 倍及美国同业的 25 倍/23 倍。凭借其强大的社交网络护城河和 AI 技术, 我们预计 AI 代理、广告、AI 产品商业化和 AI 驱动利润率扩张将为腾讯带来潜在的收益和估值上升机会。主要风险: 1) 宏观/消费; 2) 监管; 3) 竞争; 4) 产品线。

盈利预测及估值

十亿元人民币	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	609	660	749	823	902
增长	10%	8%	13%	10%	10%
非 IFRS 归属于股东的净利润	158	223	265	299	338
增长	7%	41%	19%	13%	13%
非 IFRS 摊薄每股盈利(港元)	18.6	26.0	30.9	35.2	40.1
增长	4%	39%	19%	14%	14%
市盈率 (倍)	29.8	21.1	17.8	15.7	13.9

注: 截至2025年8月12日的收盘价; 资料来源: 彭博、公司、招商证券(香港)预测

李怡珊, CFA 王腾杰
+852 3189 6122 +852 3189 6634
crystall@cmschina.com.hk tommywong@cmschina.com.hk

最新变动

25财年二季度业绩; 盈利预测和目标价调整

增持

前次评级	增持
股价 (2025年8月12日)	560港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	700港元 (+25%)
前次目标价	670港元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
700 HK	11.9	32.1	49.1
恒生指数	3.2	17.3	45.4

行业: TMT

恒生指数 (2025年8月13日)	25,614
MSCI中国指数 (2025年8月13日)	80

重要数据

52周股价区间 (港元)	364 - 580
市值 (十亿港元)	5,121.5
日均成交量 (百万股)	19.42

主要股东

Naspers Ltd	23.2%
马化腾	7.8%
总股数 (百万股)	9,508
自由流通股	69.0%

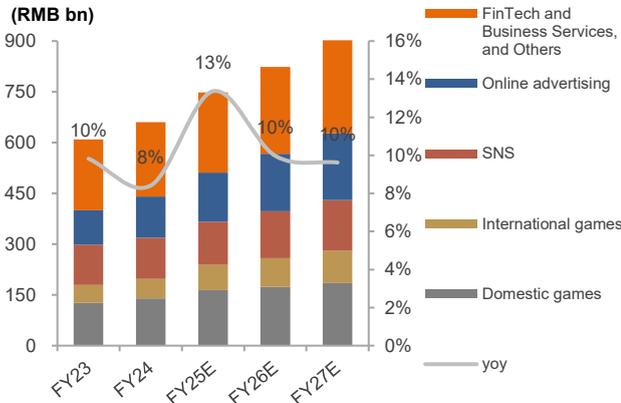
资料来源: 彭博、招商证券(香港)研究部

相关报告

1. 腾讯 (700 HK) - 人工智能稳步发展有望进一步推动盈利增长 (增持) (2025/5/16)
2. 腾讯 (700 HK) - 增加 AI 生态投资 (增持) (2025/3/21)
3. 腾讯 (700 HK) - 被纳入美国国防部 1260H 清单导致股价下挫 (增持) (2025/1/7)
4. 腾讯 (700 HK) - 三季度业绩超预期, 25 年游戏储备丰富 (增持) (2024/11/14)
5. 腾讯 (700 HK) - 游戏强劲复苏推动二季度业绩超预期 (增持) (2024/8/15)

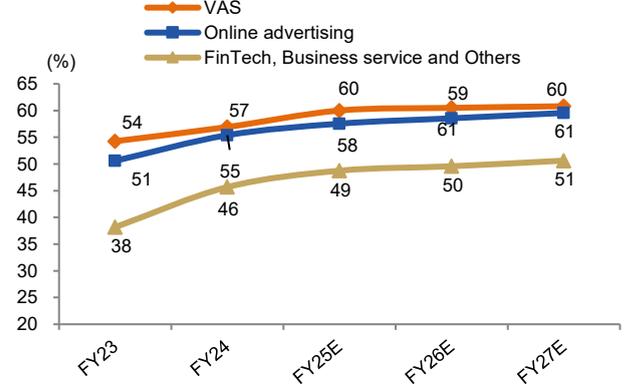
重点图表

图1: 各项业务的收入预测



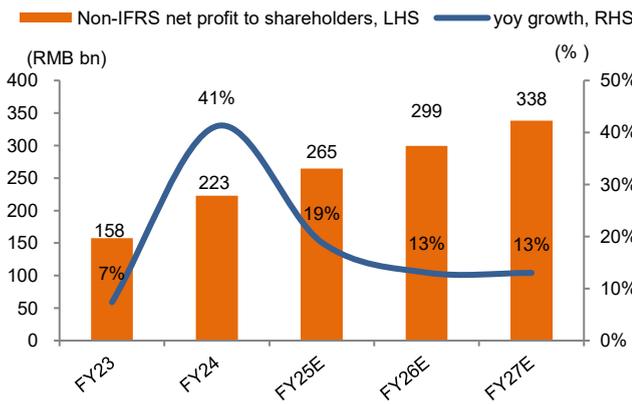
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图2: 各项业务的毛利率



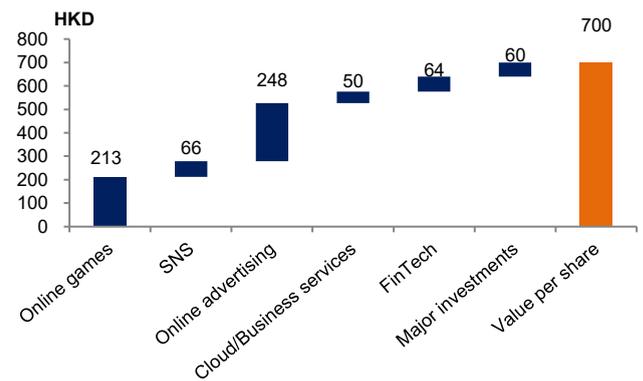
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图3: 非IFRS归属于股东的净利润



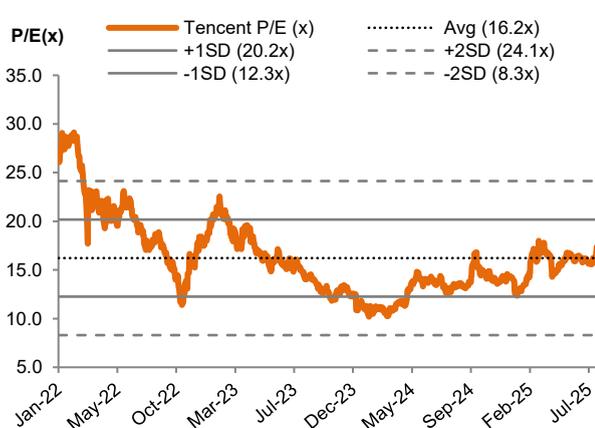
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图4: SOTP估值



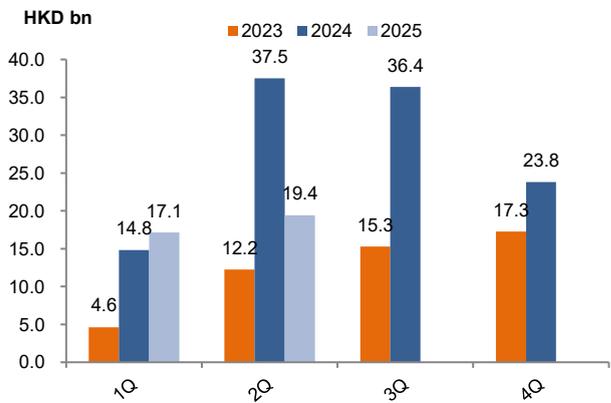
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图5: 腾讯市盈率区间



资料来源: 公司、彭博、招商证券(香港)预测

图6: 腾讯季度股票回购



资料来源: 公司、香港交易所、招商证券(香港)

腾讯AI发展的主要亮点

微信生态体系

- **小程序**: 2025 年二季度, 小程序 GMV 同比增长 18%, 主因小程序为金融服务、网约车、餐饮预订及交通场景提供更多支持。
- **小游戏**: 总流水同比增长 20%。腾讯升级了技术基础设施, 扩展了游戏引擎兼容性, 提升了图像渲染效果, 并缩短了加载时间, 助力游戏开发者将复杂网页游戏 (包括模拟类和 MMORPG) 适配至小游戏平台。
- **微信小店**:
 - 品牌和商家可将 SKU 库从小程序迁移至微信小店, 同时保持跨平台统一的会员体系。
 - 增强的社交电商功能使微信区别于传统电商:
 - 将“送礼物”功能扩展至小程序、视频号和公众号。
 - 推出“一起买”功能, 用户可通过聊天或朋友圈分享商品/店铺, 并参与拼团活动。

微信 AI 升级

- **新增 AI 功能**: 基于关键词的内容检索、微信小店智能客服, 以及视频号自动视频摘要。
- **升级小游戏基础设施**, 支持更多游戏引擎, 提升图像效果, 缩短加载时间, 助力开发者适配复杂移动游戏。这推动了 25 年二季度小游戏总流水同比增长 20%。

混元大模型系列

多模态模型:

- **25 年 4 月**: 发布“更强思考能力”的多模态模型 **Hunyuan TurboS-Vision**。
- **25 年 5 月**: 推出深度推理模型 **Hunyuan T1-Vision**。
- **25 年 7 月**: 发布 **Hunyuan Large-Vision**——一款在小语种和综合任务中表现卓越的轻量级模型。

内部业务支持:

- 为**元宝 AI** 提供多模态理解 (图像/视频) 及文本生成图像的能力支持。
- 使腾讯会议 AI 助手与微信读书 AI 图书助手能够对完整会议及书籍内容进行整体处理。
- 提升 **QQ 飞车手游 NPC** 对话的真实感, 并增强**绝地求生**的多语言及方言翻译能力。

外部应用:

- **3D 生成式 AI**: 通过合作加速行业落地:
 - AI 设计代理 **Lovart**、3D 打印领军企业 **Bambu Lab** (MakerWorld) 及**创想三维**已集成混元 3D API。

图 7: 腾讯 25 年二季度业绩表现对比招商证券预测和彭博一致预测

十亿元人民币	2Q24	1Q25	2Q25	1Q25 yoy	2Q25 yoy	2Q25 qoq	实际数据和招商证券预测对比		实际数据和一致预测对比	
							2Q25	%差异	2Q25	%差异
收入	161.1	180.0	184.5	13%	15%	2%	178.4	3%	179.0	3%
增值服务	78.8	92.1	91.4	17%	16%	-1%	88.0	4%	87.9	4%
增值服务	48.5	59.5	59.2	24%	22%	-1%	55.8	6%	55.9	6%
在线游戏	34.6	42.9	40.4	24%	17%	-6%	39.4	2%	39.7	2%
国内	13.9	16.6	18.8	22%	35%	13%	16.4	15%	16.3	15%
国际	30.3	32.6	32.2	7%	6%	-1%	32.1	0%	32.0	0%
社交网络服务	29.9	31.9	35.8	20%	20%	12%	35.4	1%	35.0	2%
在线广告	52.4	56.0	57.4	3%	9%	2%	55.1	4%	55.8	3%
毛利	85.9	100.5	105.0	20%	22%	4%	97.0	8%	98.8	6%
经营利润	50.7	57.6	60.1	10%	18%	4%	58.0	4%	58.6	3%
非 IFRS 经营利润	58.4	69.3	69.2	18%	18%	0%	66.1	5%	66.3	5%
归母净利润	47.6	47.8	55.6	14%	17%	16%	51.0	9%	51.1	9%
非 IFRS 归母净利润	57.3	61.3	63.1	22%	10%	3%	62.6	1%	62.1	2%
递延收入	106.9	122.9	120.9	16%	13%	-2%				
经营性现金流	54.1	76.9	74.4	6%	38%	-3%				
自由现金流	40.4	47.1	43.0	-9%	6%	-9%				
净现金 (负债)	23.3	90.2	74.6							
净现金/权益	8.7	27.5	19.1	91%	119%	-30%				
微信总 MAU (百万)	1,371	1,402	1,411	3%	3%	1%	1,392	1%		
增值服务的注册会员数 (百万)	263	268	264	3%	0%	-1%	265	0%		
利润率分析 (%)										
毛利率	53.3	55.8	56.9	3.2ppt	3.6ppt	1.1ppt	53.7	3.2ppt	55.2	1.7ppt
增值服务	57.0	59.6	60.4	2.3ppt	3.4ppt	0.8ppt	57.4	3.1ppt		
在线广告	55.6	55.5	57.6	0.8ppt	1.9ppt	2.0ppt	57.5	0.1ppt		
金融科技及企业服务和其他	46.4	49.8	50.9	5.0ppt	4.5ppt	1.1ppt	46.1	4.8ppt		
非 IFRS 经营利润率	36.3	38.5	37.5	1.8ppt	1.3ppt	-1.0ppt	38.0	-0.4ppt	37.0	0.5ppt
非 IFRS 净利润率	35.6	34.1	34.2	2.6ppt	-1.4ppt	0.1ppt	34.1	0.1ppt	34.7	-0.5ppt

资料来源: 公司、彭博、Visible Alpha、招商证券 (香港) 预测

图 8: 腾讯盈利预测调整

十亿元人民币	调整后			调整前			变动		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	748.5	823.1	902.3	730.2	793.9	857.0	2.5%	3.7%	5.3%
增值服务	366.0	397.0	429.9	355.8	382.4	407.3	2.9%	3.8%	5.6%
在线广告	144.9	169.7	197.5	143.8	165.5	189.5	0.8%	2.5%	4.2%
金融科技及企业服务和其他	237.6	256.5	274.8	230.6	246.0	260.1	3.0%	4.3%	5.7%
毛利润	418.9	466.7	518.2	399.6	440.6	481.9	4.8%	5.9%	7.5%
非 IFRS 经营利润	283.2	327.0	367.8	272.0	306.2	339.4	4.1%	6.8%	8.4%
非 IFRS 归母净利润	264.7	299.3	338.3	252.5	283.2	316.5	4.9%	5.7%	6.9%
主要利润率 (%)									
毛利率	56.0	56.7	57.4	54.7	55.5	56.2	1.2ppt	1.2ppt	1.2ppt
非 IFRS 经营利润率	37.8	39.7	40.8	37.2	38.6	39.6	0.6ppt	1.2ppt	1.2ppt
非 IFRS 归母净利润率	35.4	36.4	37.5	34.6	35.7	36.9	0.8ppt	0.7ppt	0.6ppt

资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图 9: 腾讯盈利预测对比彭博一致预测

十亿元人民币	招商证券预测			彭博一致预测			差异 %		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	748.5	823.1	902.3	746.8	811.7	898.3	0.2%	1.4%	0.4%
核心毛利润	418.9	466.7	518.2	417.1	462.1	524.0	0.4%	1.0%	-1.1%
核心经营利润	283.2	327.0	367.8	278.7	312.0	359.9	1.6%	4.8%	2.2%
核心归母净利润	264.7	299.3	338.3	252.6	281.1	327.8	4.8%	6.5%	3.2%
核心毛利润率	56%	57%	57%	56%	57%	58%	0.0ppt	0.0ppt	0.0ppt
核心经营利润率	38%	40%	41%	37%	38%	40%	0.0ppt	0.0ppt	0.0ppt
核心归母净利润率	35%	36%	37%	34%	35%	36%	0.0ppt	0.0ppt	0.0ppt

资料来源: 公司、彭博、Visible Alpha、招商证券 (香港) 预测

图 10: 腾讯分部加总 (SOTP) 估值表

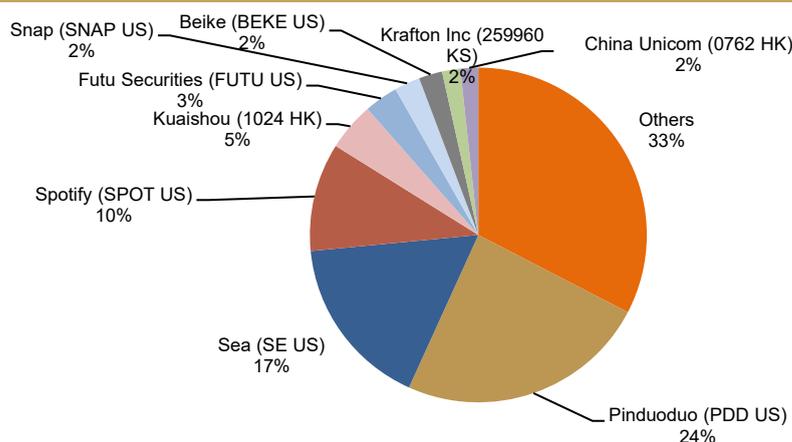
- **游戏:** 给予 15 倍的未来 12 个月 P/E, 与网易目标 15 倍 P/E 相近, 并相较于行业平均的 10 倍给予合理溢价, 因为腾讯具有更强的竞争优势: 规模更大、行业地位领先、且在海外游戏市场的表现强劲。
- **社交:** 给予 15 倍的未来 12 个月 P/E, 高于同行 12 倍的均值, 因为腾讯背靠微信强大的生态系统, 拥有更坚实的品牌和产品护城河。
- **广告:** 给予 25 倍的未来 12 个月 P/E, 与 Meta 目标 25 倍 P/E 相近, 因为我们认为腾讯利用 AI 驱动的微信生态系统拥有与 Meta 类似的竞争优势, 通过视频号、搜索, 小程序等, 有更高的增长率和变现潜力。
- **云计算/企业服务:** 我们给予 5 倍的未来 12 个月 P/S, 与阿里巴巴的目标 P/S 一致。
- **金融科技:** 给予 10 倍的未来 12 个月 P/E, 主因宏观消费影响, 增速较低。

十亿元人民币	未来 12 个月 核心净利润		未来 12 个月市盈率			占总估值的比例			估值		
			悲观	基本	乐观	悲观	基本	乐观	悲观	基本	乐观
核心业务											
在线游戏	1,206 亿元人民币	P/E	10.0	15.0	20.0	29.8%	30.4%	30.7%	1,206	1,808	2,411
社交网络服务	375 亿元人民币	P/E	10.0	15.0	20.0	9.3%	9.4%	9.5%	375	563	750
在线广告	843 亿元人民币	P/E	20.0	25.0	30.0	41.6%	35.4%	32.2%	1,685	2,106	2,528
云/企业服务	551 亿元人民币	P/S	0.0	5.0	10.0	0.0%	7.1%	10.7%	0	421	843
金融科技	542 亿元人民币	P/E	5.0	10.0	15.0	6.7%	9.1%	10.3%	271	542	813
合计 (A)						87.3%	91.4%	93.5%	3,537	5,441	7,345
总投资公司估值 (B)											
净现金, 加 (C)										68	
少数股东权益, 减 (D)										80	
总估值 (十亿元人民币) (A+B+C-D)									4,051	5,955	7,859
普通股数 (百万)										9,275	
每股价值 (人民币)									437	642	847
港元/人民币										1.09	
每股价值 (港元)									476	700	924

目标价对应市盈率倍数	悲观	基本	乐观
基于非 IFRS 净利润的 25 年市盈率 (倍)	15.4	22.7	29.9
基于非 IFRS 净利润的 26 年市盈率 (倍)	13.5	19.9	26.2

资料来源: 公司、彭博、招商证券 (香港) 预测

图 11: 腾讯重点上市投资公司的股权公允价值在 25 年一季度达 7,140 亿元人民币



资料来源: 公司、彭博、招商证券 (香港)

图12: 腾讯主要游戏储备

Games	CN name	Region	Version	Licenses granted date	Launch date	Game type
Domestic						
HoK: world	王者荣耀世界	China	Multiple	Jan-25	4Q25E/2026E	RPG
Valorant Mobile	无畏契约: 源能行动	China	Mobile	Jun-24	Aug-25	FPS
Roco Kingdom	洛克王国: 世界	China	Mobile	Jun-24	2H25E	MMORPG
N-Twelve: Future	逆战: 未来	China	Multiple	Dec-23	2H25E	FPS
Just Dance: Party	舞力全开: 派对	China	Mobile	Jun-23	2H25E	CAUSAL
Light of Motiram	荒野起源	China	Mobile	Feb-24	2025	SOC
Path of Exile 2	流放之路: 降临	China	PC	Apr-25	2025	ACT RPG
Tom Clancy's Rainbow Six Siege Mobile	彩虹六号	China	Mobile	Aug-24	2026	FPS
Assassin's Creed Codename Jade	刺客信条: 侠隐	China	Mobile	Dec-23	2026	RPG
I Am Nobody	异人之下	China	Mobile	Aug-24	2026	RPG
NBA	热血美职篮	China	Mobile	Jan-24	2026	RTS
Sword Snow Stride	雪中悍刀行	China	Mobile	Mar-25	2026	RPG
Monster Hunter	怪物猎人: 旅人	China	Mobile	Dec-24	TBC	ACT RPG
Already launched						
The finals	终极角逐	China	PC	Jul-25	3Q25	FPS
Fate Trigger	命运扳机	China	PC	Apr-25	3Q25	THS
FF14: Crystal World	最终幻想14: 水晶世界	China	Mobile	Aug-24	2Q25	MMORPG
Goddess of Victory: NIKKE	胜利女神: 新的希望	China	Mobile	Oct-24	2Q25	RPG
Arena Breakout: Infinite	暗区突围: 无限	China	Multiple	Jul-24	2Q25	FPS
Squad Busters	爆裂小队	China	Mobile	Oct-24	2Q25	RPG
Blade&Soul 2	剑灵2	China	Multiple	Dec-23	2Q25	RPG
One Piece: Ambition (Project: Fighter)	航海王: 壮志雄心	China	Mobile	Aug-23	4Q24	RPG
Pokémon UNITE	宝可梦大集结	China	Multiple	Dec-22	4Q24	MOBA
Delta Force: Hawk Ops	三角洲行动	China	Multiple	Jul-23	2024	FPS
Need for SPEED	极品飞车: 集结	China	Mobile	Jan-24	2024	RAG
Dungeon & Fighter	地下城与勇士: 起源	China	Mobile	Feb-24	2024	FTG
Overseas						
Future key pipelines						
Superstar Planet	无梦之星: 星际派对	Overseas	Mobile		2025	Casual
Valorant Mobile	无畏契约手游版	Overseas	Mobile		2025	FPS
Tom Clancy's Rainbow Six Siege Mobile	彩虹六号手游	Overseas	Mobile		2025	FPS
The Division Resurgence	全境封锁手游	Overseas	Mobile		2025	RPG
Assassin's Creed Mobile	刺客信条手游	Overseas	Mobile		2026	RPG
I Am Nobody	异人之下海外版	Overseas	Mobile		2026	RPG
Already launched						
Delta Force: Hawk Ops	三角洲行动海外版	Overseas	PC		2Q25	FPS
Arena Breakout: Infinite	暗区突围: 无限	Overseas	Multiple		4Q24	RTS
Age of Empires Mobile	重返帝国国际服	Overseas	Mobile		4Q24	RTS

资料来源: 公司、新浪网、招商证券(香港)预测

估值对比

公司名称	中文名称	股票代码	货币	招商证券评级	股价	招商证券目标价	上涨空间 (%)	市值 (十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		P/E (倍)		PEG*	P/S (倍)	P/OCF (倍)	ROE (%)		2025-2027 年复合增速		
									FY25E	FY26E	FY25E	FY26E				FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E
Tencent	腾讯	700 HK	港元	增持	559.5	700.0	25.1	652.4	10.1	8.7	18.6	16.6	1.4	6.4	17.9	22.8	21.5	8.3	12.0	13.1
Alibaba	阿里巴巴	BABA US	美元	增持	122.4	146.0	19.3	292.0	16.4	14.3	13.3	16.0	2.7	2.1	12.8	15.8	12.6	11.0	5.9	11.5
Pinduoduo	拼多多	PDD US	美元	增持	116.4	136.0	16.8	165.3	13.5	9.3	14.3	9.7	0.3	2.9	11.0	23.7	27.7	14.9	36.8	38.7
Meituan	美团	3690 HK	港元	增持	119.4	156.0	30.7	93.0	9.9	7.9	20.0	13.0	0.3	1.7	13.9	18.0	23.4	15.7	39.6	21.3
Netease	网易	NTES US	美元	增持	131.0	166.0	26.7	82.9	14.1	13.4	14.2	13.3	2.0	5.2	14.0	26.7	23.8	6.4	6.8	7.1
JD.com	京东	JD US	美元	增持	32.1	42.0	30.8	46.7	10.2	6.2	13.3	8.3	0.2	0.3	6.8	20.3	10.6	6.8	45.5	44.0
Tencent Music	腾讯音乐	TME US	美元	增持	25.4	29.2	15.0	39.3	22.8	20.9	31.7	28.4	2.5	9.1	26.3	13.8	10.7	9.7	11.6	12.0
Kanzhun	看准科技	BZ US	美元	增持	21.8	审视中	n.a.	10.5	10.2	9.5	21.6	18.6	1.2	9.3	17.2	22.0	22.6	10.4	14.9	12.6
Bilibili	哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	22.9	28.0	22.5	9.6	16.8	12.5	30.7	21.3	0.6	2.3	21.1	5.2	11.5	8.7	n.a.	97.1
Cloud Music	云音乐	9899 HK	港元	增持	260.0	审视中	n.a.	7.2	29.5	23.9	28.7	25.2	1.9	6.3	29.5	16.3	15.8	11.7	13.2	22.4
Newborn Town	赤子城	9911 HK	港元	增持	10.3	12.2	19.0	1.8	9.2	7.5	11.8	9.3	0.4	1.9	16.3	54.0	34.5	19.1	22.8	26.3
Vipshop	唯品会	VIPS US	美元	中性	15.7	审视中	n.a.	8.1	9.3	6.8	6.6	6.1	1.2	0.6	5.0	17.6	18.4	1.9	5.0	26.3
Trip.com	携程	TCOM US	美元	未评级	59.3	n.a.	n.a.	38.8	13.6	11.8	16.1	13.8	0.9	5.2	20.2	11.1	11.1	13.4	15.6	15.5
Baidu	百度	BIDU US	美元	未评级	87.8	n.a.	n.a.	30.8	2.1	1.7	10.5	9.6	0.8	1.7	6.6	7.1	7.0	5.5	12.7	17.7
Kuaishou	快手	1024 HK	港元	未评级	71.6	n.a.	n.a.	39.4	9.2	7.8	14.0	11.9	0.7	2.2	10.6	24.4	23.0	8.7	17.6	16.3
DIDI	滴滴	DIDIY US	美元	未评级	5.7	n.a.	n.a.	27.5	13.5	9.3	30.7	19.2	0.4	1.0	16.9	7.3	11.1	8.5	50.9	38.7
China Literature	阅文	772 HK	港元	未评级	31.2	n.a.	n.a.	4.1	18.7	16.5	21.9	19.7	1.7	3.6	19.2	6.0	6.3	6.1	11.4	13.9
Meitu	美图	1357 HK	港元	未评级	10.3	n.a.	n.a.	6.0	43.8	26.0	n.a.	37.0	1.1	n.a.	33.5	15.2	17.6	20.6	33.3	52.2
JOYY	欢聚	JOYY US	美元	未评级	50.4	n.a.	n.a.	2.6	2.7	2.3	10.0	9.4	1.1	1.2	7.0	5.0	5.2	6.6	8.3	15.6
Hello Group	陌陌	MOMO US	美元	未评级	8.1	n.a.	n.a.	1.3	4.4	4.2	6.7	6.5	1.5	0.9	6.3	10.6	10.0	3.7	4.3	5.3
iQiyi	爱奇艺	IQ US	美元	未评级	1.9	n.a.	n.a.	1.8	18.4	11.1	21.9	9.6	0.1	0.4	5.6	2.3	7.2		81.3	42.7
Yala	雅乐科技	YALA US	美元	未评级	8.4	n.a.	n.a.	1.3	2.8	2.7	8.4	7.9	1.7	3.9	n.a.	19.7	17.6	5.5	4.6	n.a.
Douyu	斗鱼	DOYU US	美元	未评级	7.2	n.a.	n.a.	0.2	36.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	2.8	n.a.	n.a.	n.a.
Huya	虎牙	HUYA US	美元	未评级	3.5	n.a.	n.a.	0.8	25.7	9.6	29.1	24.3	0.7	0.9	18.6	2.4	3.5	7.0	36.8	n.a.
Weibo	微博	WB US	美元	未评级	10.1	n.a.	n.a.	2.5	4.1	4.0	5.4	5.3	1.5	1.4	4.9	10.7	10.1	2.9	3.4	3.4
中国公司均值									13.7	10.7	17.4	15.0	1.1	3.2	15.1	16.6	15.9	9.4	21.6	26.2
Amazon	亚马逊	AMZN US	美元	增持	221.5	271.0	22.4	2,362.0	14.5	12.3	26.5	22.8	1.2	3.7	16.9	21.0	19.2	10.5	27.8	32.2
Alphabet	谷歌	GOOGL US	美元	增持	203.3	225.0	10.7	2,464.0	14.2	12.3	19.3	18.4	2.3	7.0	17.0	31.3	27.4	13.3	18.8	15.6
Meta	Meta	META US	美元	增持	790.0	审视中	n.a.	1,984.6	19.5	16.3	24.1	21.5	1.8	n.a.	18.3	35.2	29.2	15.5	7.9	21.4
Netflix	奈飞	NFLX US	美元	增持	1,225.3	1,423.0	16.1	520.7	37.3	31.0	45.5	39.6	1.9	n.a.	56.7	42.4	45.2	12.2	25.9	22.7
Uber	优步	UBER US	美元	增持	91.7	审视中	n.a.	191.3	22.6	17.9	24.4	22.3	1.6	4.3	20.4	27.6	26.9	14.7	n.a.	n.a.
Spotify	Spotify	SPOT US	美元	增持	689.4	766.0	11.1	143.7	n.a.	38.1	n.a.	n.a.	0.8	8.5	47.1	19.6	28.7	14.5	49.6	48.8
Lyft	Lyft	LYFT US	美元	增持	13.9	21.0	51.8	5.6	8.9	6.9	12.1	10.8	0.7	1.0	6.3	19.2	26.5	12.8	16.6	n.a.
海外公司均值									19.5	19.3	25.3	22.6	1.5	4.9	26.1	28.1	29.0	13.3	24.4	28.1

注: 股价采用2025年8月12日(所有市场)收市价; 未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识; 资料来源: 彭博、公司、招商证券(香港)预测

财务预测表

利润表

十亿元人民币	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	609	660	749	823	902
营业成本	-316	-311	-330	-356	-384
毛利	293	349	419	467	518
利息收入	14	16	13	16	21
其他收益净额	5	8	1	12	14
销售和营销费用	-34	-36	-39	-43	-46
一般及行政费用	-104	-113	-134	-142	-151
营业利润	161	208	247	294	335
净财务成本	-12	-12	-12	-14	-16
联营及合营企业应占亏损	6	25	21	24	26
税前利润	162	241	273	321	366
所得税费用	-43	-45	-54	-65	-74
少数股东权益	3	2	3	3	3
归属于股东的净利润	116	194	216	253	290
非 IFRS 营业利润	192	238	283	327	368
非 IFRS 归属于股东的净利润	158	223	265	299	338

主要财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年成长率					
营业收入	10%	8%	13%	10%	10%
营业利润	13%	30%	19%	19%	14%
非 IFRS 净利润	7%	41%	19%	13%	13%
获利能力					
股本回报率	20%	24%	24%	22%	21%
毛利率	48%	53%	56%	57%	57%
非 IFRS 营业利润率	32%	36%	38%	40%	41%
非 IFRS 净利率	26%	34%	35%	36%	37%
每股资料 and 估值 (人民币)					
摊薄每股盈利	11.9	20.5	23.2	27.5	31.8
非 IFRS 基本每股盈利	16.7	23.9	29.0	33.7	38.8
非 IFRS 摊薄每股盈利	16.4	23.7	28.5	32.6	37.1
非 IFRS 摊薄每股盈利(港元)	18.6	26.0	30.9	35.2	40.1
每股净资产	85.3	105.0	130.7	157.8	191.3
每股股利	3.2	4.5	4.8	5.6	6.6
估值比率					
EV/EBITDA (x)	21.2	18.4	14.0	12.1	10.4
市盈率 (x)	29.8	21.1	17.7	15.7	13.9
市净率 (x)	5.9	4.9	4.0	3.3	2.7
股息率 (%)	0.61	0.80	0.93	1.09	1.28

资产负债表

十亿元人民币	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
物业、厂房及设备	53	80	131	174	206
无形资产	178	196	215	232	243
现金及现金等价物	172	133	230	376	566
定期存款	215	271	273	276	279
投资联营和合营公司	262	297	315	334	355
可供出售投资	0	0	0	0	0
公允价值的金融资产	440	520	561	606	655
其他	257	284	290	306	322
总资产	1,577	1,781	2,016	2,303	2,625
应付账款	101	119	99	107	115
其他应付款和应付负债	77	84	84	84	84
银行借款	197	199	237	276	315
应付票据	151	139	125	113	101
其他	177	186	209	224	239
总负债	704	727	754	803	855
股本					
股份溢价	38	43	70	97	124
库存股	-5	-4	0	0	0
股份奖励计划股份	-5	-5	-5	-5	-5
其他储备金	-33	47	47	47	47
留存收益	814	892	1,066	1,275	1,514
股东权益总额	809	974	1,178	1,414	1,680
少数股东权益	65	80	84	86	89
总权益	874	1,054	1,261	1,501	1,770

现金流量表

十亿元人民币	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
经营活动现金流	222	259	302	369	434
净利润	119	196	219	255	293
折旧摊销	53	50	80	104	133
股权激励	21	21	27	27	27
联营公司减值准备	7	8	6	6	7
营运资金变动	14	25	-7	3	3
其它	9	-42	-23	-26	-28
投资活动现金流	-125	-122	-190	-206	-222
资本支出和购买无形资产	-51	-76	-157	-173	-189
定期存款净额	-82	-55	-3	-3	-3
其他投资	8	9	-30	-30	-29
筹资活动现金流	-83	-176	-15	-17	-22
借款	8	-14	24	26	28
股息	-23	-32	-42	-43	-51
其他	-68	-130	3	0	0
净现金流	16	-40	97	146	190

注：截至2025年8月12日的收盘价

资料来源：彭博、公司、招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的**规则 206**条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828