

数字大会:发布智能体全景图, AI 基建全面升级

华泰研究

2025年9月20日 | 中国香港

动态点评

互联网

腾讯于9月16日-9月17日召开数字生态大会,全面升级AI基建,并发布agent战略全景图。公司推出智能体开发平台V3,结合知识引擎RAG,显著提升垂直行业SaaS的LLM问答效果。游戏研发层面,AI已深度融入工业化管线,渗透率达60%。在AI生成方面,混元游戏视觉平台、混元3D Studio平台,分别涉及2D文生图和3D建模生成。本次大会涉及的产业链要点:①异构计算平台已实现对国产芯片的全面适配;公司整合多类芯片资源,向外部提供高性价比AI算力,②“云+智能体”加速渗透至垂直行业场景,同时国际基建持续扩张,为IaaS业务带来确定性增量,③在机器人具身智能领域,腾讯已启动相关软件合作开发。从客户看,超过90%的互联网和游戏头部公司出海均选择了腾讯云。我们认为腾讯IaaS有望加速发展,看好垂直行业SaaS渗透率提升。维持“买入”评级。

Tairos 平台加速具身智能软件化落地

在具身智能领域,腾讯已联合福田实验室推出Tairos(钛螺丝),以模块化的方式为具身智能提供大模型(多模态感知、规划等)、开发工具和数据服务。腾讯已与宇树、智元等20+具身智能企业建立了合作,重要合作案例:①宇树G One(唯一能后空翻的机器人)已接入Tairos;②与越疆的协作机器人合作,提供的音视频交互技术延时<100ms;③为帕西尼提供数据处理服务,助力其多模态感知模型(VTLA)实现落地应用。

AI 基建:全面兼容国产芯片

腾讯云异构计算平台已全面兼容国产芯片,同时积极布局海外数据中心和Agent基建。AI基建方面,腾讯持续推进“全球一张网”战略,目前已在全球布局11个区域办公室、9大全球技术支持中心,并新增沙特与日本大阪可用区。游戏云方面,已建成55个可用区,覆盖超3200个加速节点,形成广泛网络基础。同时,腾讯推出Agent Infra解决方案Agent Runtime,整合执行引擎、云沙箱、上下文服务、网关及安全可观测五大核心组件,其中Agent云沙箱可将Agent启动时间压缩至100毫秒,并支持10万Agent实例的并发运行,显著提升Agent系统调度效率。

混元模型和 SaaS 应用全面提效

据IDC数据,中国AI需求仍处高位,6月日均token调用量达30万亿次,92%企业已将AI用于客户运营优化、成本管理和产品创新。混元的翻译模型在国际机翻大赛中斩获多项全球第一;此外,混元多模态可解析热点视频内容特征,并洞察实时受众心理,助力广告投放提效。重点SaaS数据更新:①腾讯内部超50%的代码由CodeBuddy生成,35%的任务由AI完成评审,人均月交付量较应用AI前提升34%,交付周期缩短10%;②8月QQ浏览器AI月活用户较4月增长17.8倍,腾讯会议AI功能8月用户量同比增长150%,③ima知识库沉淀超1亿条公私域内容,乐享知识库AI问答准确率高达92%。

盈利预测与估值

展望25-27年,我们维持腾讯收入与经调整归母净利润预测,25-27年经调整归母净利润分别预测为2565亿、2898亿与3314亿元。我们根据SOTP估值,维持腾讯目标价752.17港元,维持25年经调整PE 24.6倍。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。

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

752.17

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

丁骄阳

SAC No. S0570523040003
SFC No. BFPJ942

研究员

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

牟睿捷*

SAC No. S0570125070064

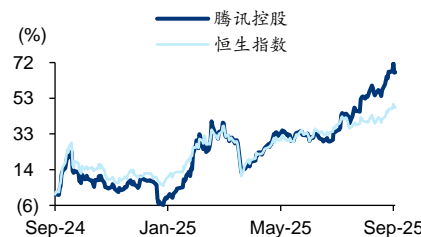
联系人

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

基本数据

目标价(港币)	752.17
收盘价(港币 截至9月19日)	642.50
市值(港币百万)	5,886,901
6个月平均日成交额(港币百万)	11,460
52周价格范围(港币)	364.80-664.50
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	755,622	850,466	936,325
+/-%	8.41	14.44	12.55	10.10
归母净利润(百万)	194,073	217,607	251,356	288,528
+/-%	68.44	12.13	15.51	14.79
归母净利润(调整后,百万)	222,703	256,473	289,826	331,441
+/-%	41.23	15.16	13.00	14.36
EPS(调整后,最新摊薄)	24.31	27.99	31.63	36.17
PE(调整后,倍)	24.17	20.99	18.58	16.24
PB(倍)	5.53	4.67	3.95	3.36
ROE(调整后,%)	24.99	24.12	23.05	22.38
EV EBITDA(倍)	19.93	18.44	15.60	13.43
股息率(%)	0.71	0.79	0.92	1.05

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

智能体战略稳步推进，发布智能体开发平台 V3

腾讯发布智能体战略全景图。在开发平台方面，腾讯于大会推出智能体开发平台 V3，进一步强化 RAG 能力，显著提升垂类行业的问答效果。在模型和插件方面，腾讯智能体平台接入众多三方应用，能够让企业快速上手。在智能体基础设施方面 (agent Infra)，腾讯云提供安全、可观测与合规三重保障。

智能体 RAG 引擎显著提升 AI 回答精确度。知识引擎 RAG 类似知识库外挂，是结合“外部知识检索”与“LLM 生成”的 AI 技术框架。RAG 能够缓解传统 LLM 的知识滞后、输出幻觉、专业领域适配性差等问题，让 AI 回答更准确、更具时效性、更贴合场景需求。

图表1：腾讯云：智能体战略全景图（上），智能体开发平台架构（下）



资料来源：2025 腾讯数字生态大会，华泰研究

智能体开发平台由三大引擎构成，分别负责知识、工作流、Agent 方向。①知识引擎(RAG)：可自主拆解复杂问题并整合答案，叠加文档识别、多模态问答，显著提升知识检索与解析能力，该引擎主要基于 Agentic RAG；②工作流引擎已延伸至浏览器操作，并通过动态压缩，实现存储效率提升 140 倍，使长任务具备可复现性。③Agent 引擎采用 multi-Agent 协同机制，通过任务拆解与共享记忆，进一步强化智能体整体执行力。

从模型和插件接入看，腾讯智能体平台能够让企业快速上手。以模型为例，平台既提供混元、优图 etc 自研模型，也支持第三方与用户自训模型接入，增强使用灵活性。此外插件广场已上线超 140 个插件，覆盖金融、出行等行业场景，并具备图像识别等通用能力。平台沉淀数百个提示词模板及多行业成熟案例，开发者可直接复用以提升效率。

2D 文生图：混元游戏视觉平台 2.0

在 2D 领域，腾讯已上线混元游戏视觉平台 2.0，支持游戏角色高品质多视图输出。核心升级包括：①生成模型在指令跟随、结构表现与美观度上大幅优化，成为行业首个面向游戏的文生图模型，并新增特效及高质量 UI 生成能力；②降低风格训练门槛，厂商仅需 10-20 张原画即可完成风格数据标注与训练，覆盖 CG 写实、二次元、国风等多样化高品质风格。

3D 游戏建模：混元 3D Studio

在 3D 领域，AI 使模型搭建效率从数天缩短至分钟级。腾讯推出 3D 资产创作工具混元 3D Studio，核心能力包括：①几何生成：支持复杂角色、道具与怪物的 AI 自动拆解与合成；②自动拓扑：实现表面自适应建模；③纹理生成与编辑：可直接通过自然语言或参考图修改模型纹理；④绑骨技术：精准适配人形与非人形角色，并同步推出近 50 个游戏场景专用动作库。目前混元 3D Studio 已在 UGC 场景落地，《元梦之星》玩家可通过提示词快速生成场景模型，显著释放创作潜能。

游戏云：云基建全球领先，混元驱动研发提效

游戏研发层面，AI 已深度融入工业化管线，渗透率达 60%。在设计端，腾讯推出 art hub（美术资源平台）与自动蒙皮工具，使研发效率提升 5-6 倍。基于混元，腾讯在 2D 与 3D 创作上持续加码。

在游戏云基建层面，腾讯云海外布局已形成广泛覆盖，连续四年位居 RDC 游戏云运量规模首位。目前腾讯已覆盖 21 个区域，布局 55 个可用区及数据中心，配备超 3200 个加速节点。依托“全球一张网”架构，腾讯云海外游戏的算力与网络持续完善。

AI 玩法层面，混元持续拓展创新。例如在《太空杀》内鬼挑战模式中，混元可同时驱动八名 AI 玩家，与两名真人玩家展开高拟真博弈，功能上线不足一月已吸引超 90 万局对战，生成角色总量突破 700 万个。

图表2：腾讯云解决方案全景图



资料来源：2025 腾讯数字生态大会，华泰研究

财务预测调整

我们分别维持腾讯收入与经调整归母净利润预测，25-27 年经调整归母净利润预测为 2565 亿、2898 亿与 3314 亿元。

图表3：腾讯财务预测

腾讯财务预测		Tencent							
人民币 (亿)	RMB 100 mn	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
1. 收入	Revenue	1800	1845	1922	1989	6603	7556	8505	9363
yoy %	yoy %	12.9%	14.5%	14.9%	15.4%	8%	14.4%	12.6%	10.1%
a. 增值服务	a. VAS	921	914	959	911	3192	3706	4147	4463
yoy %	yoy %	17%	16%	16%	15%	7%	16%	12%	8%
- 网络游戏	a1. Online games	595	592	631	597	1977	2415	2735	2947
yoy %	yoy %	24%	22%	22%	21%	10%	22%	13%	8%
国内游戏	Domestic games	429	404	450	405	1397	1687	1928	2059
yoy %	yoy %	24%	17%	21%	22%	10%	21%	14%	7%
海外游戏	International games	166	188	181	192	580	727	807	888
yoy %	yoy %	22%	35%	25%	20%	9%	25%	11%	10%
- 社交网络	a2. SNS	326	322	328	315	1215	1291	1412	1516
yoy %	yoy %	7%	6%	6%	6%	2%	6%	9%	7%
b. 网络广告	b. Online advertising	319	358	355	409	1214	1440	1687	1941
yoy %	yoy %	20.2%	20%	18%	17%	20%	19%	17%	15%
c. 金融科技及企业服务	c. FinTech and Business	549	555	593	628	2120	2325	2581	2865
yoy %	yoy %	5.0%	10.1%	11.6%	11.9%	4%	10%	11%	11%
2. 毛利润	Gross profit	1005	1050	1113	1125	3492	4293	4888	5425
yoy %	yoy %	20%	22%	25%	24%	19.2%	22.9%	13.9%	11.0%
毛利率	GPM	55.8%	56.9%	57.9%	56.5%	52.9%	56.8%	57.5%	57.9%
a. 增值服务	a. VAS	549	552	590	547	1817	2238	2538	2749
毛利率	GPM	59.6%	60.4%	61.5%	60.0%	56.9%	60.4%	61.2%	61.6%
b. 网络广告	b. Online advertising	177	206	207	240	672	830	982	1138
毛利率	GPM	55.5%	57.6%	58.3%	58.7%	55.4%	57.6%	58.2%	58.6%
c. 金融科技及企业服务	c. FinTech and business	276	290	314	333	997	1212	1355	1524
毛利率	GPM	50.3%	52.1%	53.0%	53.0%	47.0%	52.1%	52.5%	53.2%
销售费用	S&M expenses	79	94	115	112	364	400	502	506
收入占比	As % of revs	4%	5%	6%	6%	6%	5%	6%	5%
研发和管理费用	G&A and R&D expenses	337	319	354	366	1128	1375	1607	1723
收入占比	As % of revs	19%	17%	18%	18%	17%	18%	19%	18%
3. 经调整经营利润	Non-IFRS Operating profit	732	692	723	717	2378	2865	3222	3678
yoy %	yoy %	25%	18%	18%	21%	24%	20%	12%	14%
经营利润率	OPM	40.7%	37.5%	37.6%	36.1%	36.0%	37.9%	37.9%	39.3%
联营投资收益	Investment from asso	46	45	36	43	252	170	259	303
4. 税前利润	Profit before tax	536	560	573	538	2415	2686	3082	3551
有效税率	Effective tax rate	21.9%	18.0%	12.0%	23.7%	20.8%	19.0%	19.0%	19.5%
5. 经调整归母净利润	Non-IFRS net profit	652	631	659	623	2227	2565	2898	3314
yoy %	yoy %	30%	10%	10%	13%	41%	15%	13%	14%
经调整净利率	Adjusted net margin	36.2%	34.2%	34.3%	31.3%	33.7%	33.9%	34.1%	35.4%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

公司估值

我们基于 SOTP 估值，给予腾讯 752.17 港币估值（前值 752.17 港币）：

1. 游戏业务每股估值 294.55 港币（占总市值 39.2%），基于 2025 年净利润 19.1xPE（前值 19.2x，对应每股估值 295.11 港币），较其全球可比公司 29.8x 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 34.5 港币（前值 35.45 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（前值 3.5x PS）。腾讯视频 PS 估值低于在线视频行业均值 3.7x，溢价转为折价主因头部剧集增速放缓。
3. 在线广告业务每股估值 207.26 港币（前值 207.13 港币），基于 25 年净利润的 27.0xPE（占总估值 27.6%，对比前次 PE 27.0x），较全球可比公司均值 26.2x 有所溢价，主因 AI 持续提升广告投放效率，且腾讯视频号与 AI 搜索广告潜力尚未完全反映至利润中。
4. 金融科技每股估值 61.83 港币（前值 61.77 港币），基于 25 年收入的 3.0x PS（前值 3.0x PS），较行业均值 14.4x 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 50.89 港币（前值 50.84 港币），基于 25 年收入的 7.3x PS（前值 7.3x PS），低于行业均值 8.6x PS，主系芯片供应受限风险尚存。
6. 投资业务每股估值 103.13 港币（前值 101.88 港币）。综上所述，我们给予腾讯目标价 752.17 港币。目标价对应腾讯 25 年 PE 24.6x（华泰经调整归母净利润口径预测）。

图表4：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	每股估值(港币)
一、网络游戏	272,276	47%	129,052		19.1			2,468,613	39.2%	294.55
二、社交网络(非游戏)	98,288							289,138	4.6%	34.50
腾讯音乐(TME)						278,590	49.0%	136,509	2.2%	16.29
阅文						39,709	56.9%	22,594	0.4%	2.70
虎牙						5,551	46.7%	2,592	0.0%	0.31
在线视频-订阅服务	18,421			3.0				55,264	0.9%	6.59
其它	48,119			1.5				72,179	1.1%	8.61
三、在线广告	144,007	45%	64,258		27.0			1,737,064	27.6%	207.26
四、金融科技	173,932			3.0				518,215	8.2%	61.83
五、企业服务和云	58,584			7.3				426,525	6.8%	50.89
核心业务估值小计								5,439,556		
核心业务估值(港币百万元)								5,946,820		
核心业务估值(港币)										649.04
投资企业每股估值(港币)，30%持有折让									13.7%	103.13
腾讯目标价										752.17

资料来源：彭博，华泰研究预测

图表5：同业比较：网络游戏及在线广告

公司	股票代码	股价(交易货币)	经调整净利润增长(%)			非GAAP PE (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
在线游戏								
网易	NTES US	153	18%	6%	10%	17.8	16.7	13.5
艺电	EA US	173	88%	9%	7%	20.9	19.0	17.2
网龙	777 HK	12	14%	52%	39%	10.6	8.1	7.0
Nexon	3659 JP	3,340	-28%	12%	5%	28.4	25.3	24.2
任天堂	7974 JP	12,800	34%	35%	21%	44.6	33.1	27.4
万代南梦宫	7832 JP	4,842	-2%	10%	11%	24.9	22.7	20.5
完美世界	002624 CH	19	na	104%	17%	46.9	23.3	19.9
三七互娱	002555 CH	24	8%	10%	9%	18.2	16.5	15.2
游族	002174 CH	12	na	65%	15%	42.1	26.0	22.6
市值加权平均PE						29.8	24.1	20.4
在线广告								
微博	WB US	12	-1%	1%	5%	6.9	6.8	6.6
百度	BIDU US	135	-29%	6%	18%	17.5	15.8	13.1
Meta	META US	780	16%	6%	14%	27.7	26.1	22.9
谷歌	GOOG US	252	21%	6%	12%	25.4	23.6	20.8
市值加权平均PE						26.2	24.5	21.5

注：美股数据截至美国东部时间9月18日收盘，港股数据截至9月18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6：同业比较：云，金融科技和在线视频

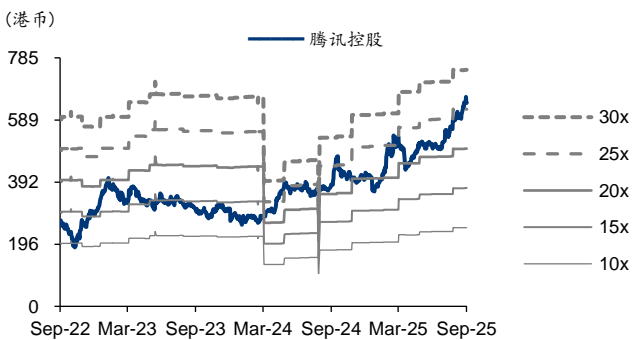
公司	股票代码	股价 (交易货币)	营收同比增长 (%)			PS (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
云计算								
微软	MSFT US	508	15%	14%	15%	11.7	10.2	8.9
谷歌	GOOG US	252	14%	12%	11%	9.0	8.0	7.2
Salesforce	CRM US	244	9%	9%	9%	5.7	5.2	4.7
金山云	KC US	17	22%	17%	15%	3.3	2.8	2.5
亚马逊	AMZN US	231	11%	10%	11%	3.5	3.2	2.8
市值加权平均 PS						8.6	7.6	6.7
金融科技								
Paypal	PYPL US	69	4%	6%	7%	2.0	1.9	1.7
Block	XYZ US	77	3%	9%	8%	1.9	1.7	1.6
Visa	V US	338	11%	11%	10%	16.5	14.9	13.5
市值加权平均 PS						14.4	13.0	11.8
在线视频								
爱奇艺	IQ US	3	-7%	4%	4%	0.7	0.6	0.6
芒果超媒	300413 CH	33	-4%	8%	8%	4.6	4.3	3.9
市值加权平均 PS						3.7	3.4	3.2

注：美股数据截至美国东部时间9月18日收盘，港股数据截至9月18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

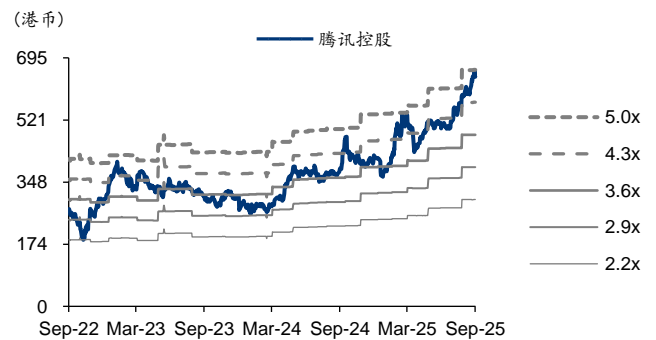
1. 支付收入增速低于一致预期；
2. 腾讯降本增效进展不及预期，经营费用或高于预期，净利润率扩张速度低于预期；
3. 头部游戏流水下滑，游戏递延周期较预期更长，导致收入增速低于预期；
4. 宏观恢复和广告增长不及预期。

图表7：腾讯控股 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表8：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	755,622	850,466	936,325
销售成本	(315,906)	(311,011)	(326,317)	(361,649)	(393,836)
毛利润	293,109	349,246	429,305	488,817	542,489
销售及分销成本	(34,211)	(36,388)	(40,048)	(50,178)	(50,562)
管理费用	(103,525)	(112,761)	(137,523)	(160,738)	(172,284)
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	4,095	4,403	5,119
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	268,615	308,188	355,051
税费开支	(43,276)	(45,018)	(47,814)	(53,638)	(63,329)
少数股东损益	2,832	2,394	3,194	3,194	3,194
净利润	115,216	194,073	217,607	251,356	288,528
非通用准则调整项	42,472	28,630	38,866	38,470	42,913
调整后归母净利润	157,688	222,703	256,473	289,826	331,441
折旧和摊销	(59,008)	(56,213)	(55,088)	(60,934)	(63,821)
EBITDA	218,792	293,675	319,608	364,719	413,753
EPS (人民币, 基本)	12.57	21.18	23.75	27.43	31.49

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	647.72	356.86	737.13
应收账款和票据	135,017	149,247	165,595	160,417	182,902
现金及现金等价物	172,320	132,519	96,985	299,189	434,878
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	498,600	695,334	853,889
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	1,951,542	2,214,408	2,440,611
应付账款	177,543	202,744	190,649	245,340	229,452
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	384,260	438,397	421,955
长期债务	309,388	291,004	288,433	285,862	283,291
其他长期债务	42,020	39,186	42,255	41,727	44,570
总长期负债	351,408	330,190	330,688	327,589	327,861
股本	37,989	43,079	43,079	43,079	43,079
储备/其他项目	770,602	930,469	1,109,974	1,318,607	1,557,786
股东权益	808,591	973,548	1,153,053	1,361,686	1,600,865
少数股东权益	65,090	80,348	83,542	86,736	89,930
总权益	873,681	1,053,896	1,236,595	1,448,422	1,690,795

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	46.73	27.74	24.74	21.42	18.66
PB	6.66	5.53	4.67	3.95	3.36
调整后 PE (倍)	34.14	24.17	20.99	18.58	16.24
调整后 ROE	20.61	24.99	24.12	23.05	22.38
EV EBITDA	26.51	19.93	18.44	15.60	13.43
股息率 (%)	0.59	0.71	0.79	0.92	1.05
自由现金流收益率 (%)	2.14	3.12	2.61	4.96	3.88

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	319,608	364,719	413,753
融资成本	(1,540)	(4,023)	(4,095)	(4,403)	(5,119)
营运资本变动	11,620	10,987	(28,651)	60,160	(38,754)
税费	(43,276)	(45,018)	(47,814)	(53,638)	(63,329)
其他	36,366	2,900	(34,264)	(21,480)	(25,169)
经营活动现金流	221,962	258,521	204,784	345,358	281,382
CAPEX	(72,127)	(92,590)	(101,182)	(101,182)	(101,182)
其他投资活动	(53,034)	(29,597)	(102,003)	(527.52)	2,843
投资活动现金流	(125,161)	(122,187)	(203,185)	(101,709)	(98,339)
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)	(42,723)	(49,349)
其他融资活动现金流	(2,456)	5,423	4,095	4,403	5,119
融资活动现金流	(82,573)	(176,494)	(37,133)	(41,445)	(47,355)
现金变动	14,228	(40,160)	(35,534)	202,204	135,688
年初现金	156,739	172,320	132,519	96,985	299,189
汇率波动影响	1,353	359.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	172,320	132,519	96,985	299,189	434,878

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	14.44	12.55	10.10
毛利润	22.77	19.15	22.92	13.86	10.98
营业利润	44.44	30.00	17.02	14.12	15.02
净利润	(38.79)	68.44	12.13	15.51	14.79
调整后净利润	36.35	41.23	15.16	13.00	14.36
EPS (基本)	(38.79)	68.44	12.13	15.51	14.79
盈利能力比率 (%)					
毛利率	48.13	52.90	56.81	57.48	57.94
EBITDA	35.93	44.48	42.30	42.88	44.19
净利润率	18.92	29.39	28.80	29.56	30.81
调整后净利润率	25.89	33.73	33.94	34.08	35.40
ROE	15.06	21.78	20.47	19.99	19.48
调整后 ROE	20.61	24.99	24.12	23.05	22.38
ROA	7.30	11.56	11.66	12.07	12.40
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	19.90	18.56	18.48	0.57	(8.19)
流动比率	1.47	1.25	1.30	1.59	2.02
速动比率	1.47	1.25	1.30	1.59	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)	12.57	21.18	23.75	27.43	31.49
EPS (调整后, 基本)	17.21	24.31	27.99	31.63	36.17
每股净资产	88.25	106.25	125.84	148.62	174.72

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、丁骄璇，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。
- 游族网络（002174 CH）、完美世界（002624 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的1%或以上。
- 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。
- 微博（WB US）、网易（NTES 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。
- 微博（WB US）、网易（NTES 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。
- 微博（WB US）、网易（NTES 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。
- 游族网络（002174 CH）、完美世界（002624 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达1%或以上。
- 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

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>

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

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司