

3Q25 前瞻：游戏驱动增长，AI 生态融合加速

华泰研究

2025 年 10 月 16 日 | 中国香港

动态点评

互联网

我们预测腾讯 3Q25 营收同比增长 14.1%，经调整归母净利润同比增长 9% 至 652 亿。3Q 游戏收入同比有望增长 19%，广告收入持续受益于 AI，同比增速或达 20%，金融科技收入有望恢复至 11% yoy。腾讯中短期重要催化剂来自：①《三角洲行动》9 月 DAU 已突破 3000 万，逐步成长为腾讯新一代长青射击游戏，我们预估 26 年双端流水有望达 120-180 亿元；②广告业务在 AI 驱动下 ROI 持续改善，有望支撑其延续高增速态势；③AI Agent 产品加速推出与迭代。上调目标价至 759.47 港元，维持“买入”评级。

《三角洲行动》表现强劲，驱动 3Q 游戏流水增长

我们预计腾讯 3Q 游戏收入同比增长 19% 至 619 亿元，主要受《三角洲行动》流水快速放量及海外《Clash Royale》强势表现驱动。据腾讯官方数据，9 月《三角洲行动》DAU 已突破 3000 万，较 7 月提升 50%；开学期间社交裂变效应，推动其在年轻重度男性玩家中渗透度高。海外《Clash Royale》表现亮眼，3Q 全球双端流水+290%yoy 至 2.1 亿美元（SensorTower）。未来重点储备包括：《王者荣耀》小游戏（轻度玩法以维持用户活跃度），《洛克王国：世界》（有望年底上线）、《王者荣耀：世界》（测试进入后期），以及头部射击游戏《彩虹六号》和《逆战：未来》。

金融科技有望加速增长，AI 生态加速融入微信体系

我们预期腾讯 3Q 金融科技收入同比增长 11%，其中云收入加速增长，微信支付单量保持同比正增长。在算力分配方面，公司优先保障内部使用场景：①支持广告领域大模型及混元持续迭代；②强化游戏端 AI 应用，例如《和平精英》支持 NPC 交互与 AI 陪伴，腾讯 3D 生成大模型亦位于全球领先水平；③元宝与微信生态加速融合，例如公众号支持智能体自动回复，评论区 @元宝点评等，同时元宝开测推荐部分商品链接。

AI 赋能广告提效，微信小店生态稳步完善

我们预期腾讯 3Q 广告收入同比增长 20%，同时广告位释放循序推进。在 AI 赋能方面，①多模态能力增强模型对用户行为的理解，持续提升广告 eCPM 与点击率；②图像模型助力广告主高效产出创意素材，10 月混元图像 3.0 已登顶全球 LMArena 文生图榜单。微信小店方面，3Q 商家入驻成效显著，并开始测试“一起买”等社交功能。腾讯加快小程序与微信小店的功能打通与基础架构升级，商家可根据需求灵活选择公域或私域运营重心。

盈利预测与估值

展望 25-27 年，我们微调腾讯收入预测-0.1/+0.1/+0.1% 至 7550 亿、8510 亿、9370 亿；调整经调整归母净利润 0.2/0.7/0.6% 至 2570 亿、2917 亿与 3336 亿元。我们根据 SOTP 估值，给予腾讯目标价 759.47 港币（前值 752.17 港币），对应腾讯 25 年 24.8 倍 PE 估值（前值 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):

759.47

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

丁骄璇

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPJ942

研究员

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

牟睿捷*

SAC No. S0570125070064

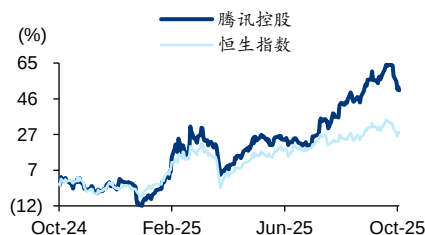
联系人

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

基本数据

收盘价 (港币 截至 10 月 16 日)	620.00
市值 (港币百万)	5,675,277
6 个月平均日成交额 (港币百万)	10,454
52 周价格范围 (港币)	364.80-683.00

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	754,974	850,955	937,002
+/-%	8.41	14.35	12.71	10.11
归母净利润 (百万)	194,073	218,133	253,255	290,633
+/-%	68.44	12.40	16.10	14.76
归母净利润 (调整后, 百万)	222,703	256,966	291,746	333,577
+/-%	41.23	15.39	13.53	14.34
EPS (调整后, 最新摊薄)	24.33	28.07	31.87	36.44
PE (调整后, 倍)	23.41	20.29	17.87	15.63
PB (倍)	5.35	4.52	3.82	3.25
ROE (调整后, %)	24.99	24.16	23.18	22.47
EV EBITDA (倍)	19.26	17.73	14.98	12.87
股息率 (%)	0.74	0.83	0.96	1.10

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

《三角洲行动》：流水攀升持续，开学季驱动社交裂变

《三角洲行动》用户规模持续攀升，我们预计其至26年双端总流水有望达到120-180亿元。腾讯官方披露9月《三角洲行动》DAU突破3000万，较7月增长50%。手游方面，据QuestMobile，8月双端MAU已升至4944万，接近《和平精英》5327万水平；端游方面，据SteamDB，截至10月16日《三角洲行动》同时在线玩家历史峰值接近25万，且仍处于向上趋势，对比《使命召唤》49万峰值水平，差距进一步收窄。

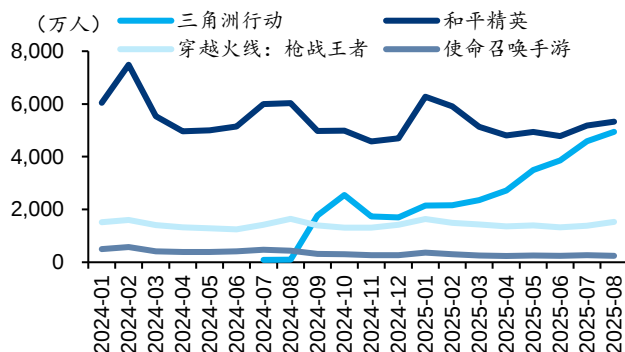
9月11日起《三角洲行动》基本稳居iOS游戏畅销榜前3名，新赛季表现亮眼。我们认为该游戏有望保持长青效应，核心因素包括：①版本与活动更新节奏高频，例如9月18日上线周年庆版本并推出大型赛季更新，显著提升玩家活跃度；②目标人群匹配度高，游戏在重度男性玩家圈层渗透加深，2Q25 18-34岁男性占比达67%（SensorTower数据），叠加大开学季社交传播效应，推动用户快速回流与裂变；③品类红利持续释放，“搜打撤”题材逐步由创新赛道走向大众，行业迎来规模扩张期，腾讯在内容供给与运营节奏上具备领先优势；④PC与移动端协同效应显现，移动端与PC端分别覆盖轻度与重度玩法，形成互补生态，进一步增强整体用户粘性。

图表1：《三角洲行动》端游玩家数持续走高



资料来源：SteamDB，华泰研究

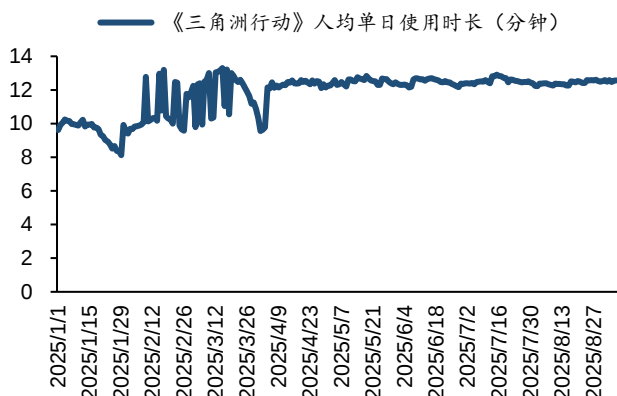
图表2：《三角洲行动》手游8月MAU接近《和平精英》



资料来源：QuestMobile，华泰研究

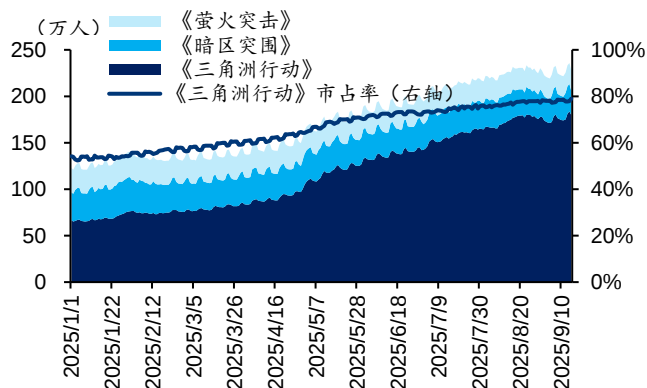
我们认为，《三角洲行动》在射击游戏中的市占率仍有显著提升空间。行业层面，中国FPS游戏在总流水中的占比仍低于全球水平，提升空间可观；纵观射击品类，头部产品往往具备显著的集中效应，例如《和平精英》在同类吃鸡赛道中的MAU占比已超过95%（截至9月，SensorTower）。当前，《三角洲行动》正处于份额爬升阶段，随着新增用户持续扩充，搜打撤+FPS融合赛道有望释放更大市场潜能。

图表3：《三角洲行动》人均单日使用时长保持稳定



资料来源：SensorTower，华泰研究

图表4：“搜打撤”代表游戏 DAU 情况：《三角洲行动》市占率持续提升



资料来源：SensorTower，华泰研究



元宝深度融入微信生态，混元多模态能力加速落地

元宝正加速融入腾讯生态体系，我们认为将带来两方面助益：①多应用间相互导流，延长用户使用时长、增强粘性，并有效降低分发成本；②形成良性数据反馈机制，跨场景、多模态数据（文本、语音、图片、视频等）可为元宝提供更丰富的训练素材。

在具体应用中，元宝已可作为微信好友进行多模态交互；在公众号与视频号场景中，用户在评论区@元宝，可提取内容要点，显著提升长内容的信息获取效率；在腾讯会议中，AI托管功能支持元宝替用户参会、生成纪要并提供会议内容问答；在腾讯文档中，AI问答功能可直接调用混元模型，实现本地化内容续写及图表生成。

图表5：元宝加速融入腾讯生态体系

应用场景		联动功能
微信	微信好友	可将元宝添加为微信好友，支持文字/语音/图片/文件交互
	公众号	评论区@元宝，自动提取文章核心观点
	视频号	评论区@元宝，自动提取视频内容总结
腾讯会议	腾讯会议“AI托管”功能，元宝可替用户听会，生成会议纪要，支持会议内容问答	
腾讯文档	文档中AI问答可引用混元完成内容总结、重点标注、图表生成等任务	

资料来源：腾讯云公众号，腾讯会议 app，腾讯文档，华泰研究

腾讯图像模型已跻身行业领先方阵，在技术层面，Hunyuan Image 3.0 于 10 月 13 日的 LMArena 评测中登顶文生图榜首，未来可具体赋能腾讯：①强化内容生产，助力广告创意与海报高效生成；②优化广告模型训练，通过素材优化提升训练效果。

图表6：混元图片模型核心指标一览

		腾讯	字节	谷歌
公司产品		Hunyuan Image 3.0	Seedream 4.0	Nano Banana
发布时间		2025年9月28日	2025年9月9日	2025年8月26日
参数	总参数	80B	12B	—
	激活参数	13B	—	—
LMArena得分 (2025. 10. 4)		1167（排名第一）	1144	1151
特点		具有增强双编码器和先进RLHF（强化学习）优化，提升生成速度，降低计算成本	接受最多6张参考图像；最多生成9张连续图像	支持组合照片、文字渲染、自由变幻图片尺寸
定价		basic: 7.99美元/月 (50张图/月)	hobby: 4.9美元/月 (约50图/月)	basic: 12.00美元/月 (75张图/月)
		pro: 14.95美元/月 (200张图/月)	basic: 6.9美元/月 (约200图/月)	pro: 19.50美元/月 (400张图/月)
		max: 39.95美元/月 (600张图/月)	pro: 19.9美元/月 (约750图/月)	max: 80.00美元/月 (800张图/月)

资料来源：混元图像模型官网，Seedream4.0 官网，Nano Banana 官网，华泰研究



翻译模型方面,Hunyuan-MT-7B 在 2025 年国际计算语言学协会竞赛中包揽 30 种语言翻译第一;在 Flores200 数据集上,其平均 BLEU 得分较谷歌翻译高出 15%-65%,展现出显著性能优势。

图表7：混元翻译模型核心指标一览

		腾讯		阿里
产品		Hunyuan-MT-Chimera-7B	Hunyuan-MT-7B	qwen3-livetranslate-flash-realtime
发布/更新时间		2025年8月29日	2025年8月31日	2025年9月22日
参数	总参数	7B	7B	-
	激活参数	7B	7B	-
上下文	最大输入	24k	4k	48k
	最大输出	4k	4k	4k
功能	特点	支持多家翻译模型前置接入;可综合多个不同翻译输入给出最优结果	可在消费级GPU上高效运行	·支持音频、视频、图片的多模态输入和输出; ·首次引入视觉上下文增强技术,可识别利用口型、动作等信息提升翻译准确性
	语种	专业级翻译	支持33语种互译,包括藏语、哈萨克、蒙古语、维吾尔语等民汉互译	能听懂19种语言,会说10种语言以及8种中文方言
排名		-	2025 年国际计算语言学协会 (ACL) 30 种语言 WMT 比赛第一; Flores200 数据集平均 BLEU 得分比谷歌翻译高15%-65%	BLEU 得分略高于 Gemini-2.5-Flash、GPT-4o-Audio-Preview 和 Voxtral Small-24B
定价	输入	免费	免费	音频: 0.064元/千token 图片、视频: 0.008元/千token
	输出	免费	免费	音频: 0.064元/千token 文本: 0.24元/千token

资料来源：混元官网，阿里云官网，华泰研究

盈利预测

展望 25-27 年，我们分别调整腾讯收入预测-0.1/+0.1/+0.1%至 7550 亿、8510 亿与 9370 亿元，调整经调整归母净利润 0.2/0.7/0.6%至 2570 亿、2917 亿与 3336 亿元。

图表8：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	1907	1997	6603	7550	8510	9370
yoy %	yoy %	12.9%	14.5%	14.1%	15.8%	8%	14.3%	12.7%	10.1%
a. 增值服务	a. VAS	921	914	945	901	3192	3681	4130	4445
yoy %	yoy %	17%	16%	14%	14%	7%	15%	12%	8%
- 网络游戏	a1. Online games	595	592	619	588	1977	2394	2723	2934
yoy %	yoy %	24%	22%	19%	19%	10%	21%	14%	8%
国内游戏	Domestic games	429	404	437	383	1397	1654	1901	2030
yoy %	yoy %	24%	17%	17%	15%	10%	18%	15%	7%
海外游戏	International games	166	188	181	205	580	740	821	904
yoy %	yoy %	22%	35%	25%	28%	9%	28%	11%	10%
- 社交网络	a2. SNS	326	322	326	313	1215	1287	1407	1511
yoy %	yoy %	7%	6%	5%	5%	2%	6%	9%	7%
b. 网络广告	b. Online advertising	319	358	359	423	1214	1459	1709	1967
yoy %	yoy %	20.2%	20%	20%	21%	20%	20%	17%	15%
c. 金融科技及企业服务	c. FinTech and Business	549	555	589	631	2120	2325	2581	2865
yoy %	yoy %	5.0%	10.1%	11.0%	12.5%	4%	10%	11%	11%
2. 毛利润	Gross profit	1005	1050	1083	1124	3492	4262	4889	5426
yoy %	yoy %	20%	22%	22%	24%	19.2%	22.0%	14.7%	11.0%
毛利率	GPM	55.8%	56.9%	56.8%	56.3%	52.9%	56.5%	57.5%	57.9%
a. 增值服务	a. VAS	549	552	573	551	1817	2226	2528	2738
毛利率	GPM	59.6%	60.4%	60.7%	61.2%	56.9%	60.5%	61.2%	61.6%
b. 网络广告	b. Online advertising	177	206	208	246	672	837	995	1152
毛利率	GPM	55.5%	57.6%	57.9%	58.2%	55.4%	57.4%	58.2%	58.6%
c. 金融科技及企业服务	c. FinTech and business	276	290	301	322	997	1188	1355	1524
毛利率	GPM	50.3%	52.1%	51.0%	51.0%	47.0%	51.1%	52.5%	53.2%
销售费用	S&M expenses	79	94	95	109	364	377	502	506
收入占比	As % of revs	4%	5%	5%	5%	6%	5%	6%	5%
研发和管理费用	G&A and R&D expenses	337	319	334	339	1128	1329	1608	1724
收入占比	As % of revs	19%	17%	18%	17%	17%	18%	19%	18%
3. 经调整经营利润	Non-IFRS Operating profit	732	692	732	746	2378	2904	3222	3678
yoy %	yoy %	25%	18%	20%	26%	24%	22%	11%	14%
经营利润率	OPM	40.7%	37.5%	38.4%	37.4%	36.0%	38.5%	37.9%	39.3%
联营投资收益	Investment from asso	46	45	21	32	252	144	278	324
4. 税前利润	Profit before tax	536	560	566	550	2415	2699	3101	3572
有效税率	Effective tax rate	21.9%	18.0%	12.0%	23.6%	20.8%	19.0%	19.0%	19.5%
5. 经调整归母净利润	Non-IFRS net profit	652	631	652	635	2227	2570	2917	3336
yoy %	yoy %	30%	10%	9%	15%	41%	15%	14%	14%
经调整净利率	Adjusted net margin	36.2%	34.2%	34.2%	31.8%	33.7%	34.0%	34.3%	35.6%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表9：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	7,556	7,550	-0.1	8,505	8,510	0.1	9,363	9,370	0.1
毛利润	4,293	4,262	-0.7	4,888	4,889	0.0	5,425	5,426	0.0
归母净利润	2,176	2,181	0.2	2,514	2,533	0.8	2,885	2,906	0.7
经调整归母净利润	2,565	2,570	0.2	2,898	2,917	0.7	3,314	3,336	0.6
(%)									
			变动 (pp)			变动 (pp)			变动 (pp)
毛利率	56.8%	56.5%	(0.4)	57.5%	57.5%	(0.0)	57.9%	57.9%	(0.0)
归母净利润率	28.8%	28.9%	0.1	29.6%	29.8%	0.2	30.8%	31.0%	0.2
经调整归母净利润率	33.9%	34.0%	0.1	34.1%	34.3%	0.2	35.4%	35.6%	0.2

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表10：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	7,550	7,463	1.2	8,510	8,198	3.8	9,370	8,959	4.6
毛利润	4,262	4,181	1.9	4,889	4,634	5.5	5,426	5,118	6.0
归母净利润	2,181	2,145	1.7	2,533	2,467	2.6	2,906	2,774	4.8
经调整归母净利润	2,570	2,556	0.5	2,917	2,875	1.5	3,336	3,197	4.3

资料来源：公司公告，VA 一致预期，华泰研究预测

公司估值

我们基于 SOTP 估值，给予腾讯 759.47 港币估值（前值 752.17 港币）：

1. 游戏业务每股估值 305.78 港币（占总市值 40.3%），基于 2025 年净利润 20.1xPE（前值 19.1x，对应每股 294.55 港币），较其全球可比公司均值 29.2x 有所折价，主因腾讯游戏增速相对更慢，本次折价收窄主系《三角洲行动》等新进长青游戏流水潜力可观。
2. 社交网络业务每股估值 32.68 港币（前值 34.5 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 3.0x PS）。腾讯视频 PS 估值低于在线视频行业均值 3.5x，主因头部剧集增速放缓。
3. 在线广告业务每股估值 197.65 港币（前值 207.26 港币），基于 25 年净利润的 25.7xPE（占总估值 26%，对比前次 PE 27.0x），较全球可比公司均值 24.9x 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 72.97 港币（前值 61.83 港币），基于 25 年收入的 3.2x PS（前值 3.0x PS），较行业均值 14.7x 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 48.79 港币（前值 50.89 港币），基于 25 年收入的 9.7x PS（前值 7.3x PS），高于行业均值 8.7x PS，折价转为溢价主系腾讯持续迭代云产品，随着 AI 产品密集推出或有望逐步释放利润潜力。
6. 投资业务每股估值 101.6 港币（前值 103.13 港币）。综上所述，我们给予腾讯目标价 759.47 港币。目标价对应腾讯 25 年 PE 24.8x（华泰经调整归母净利润口径预测）。

图表11：腾讯 SOTP 估值

SOTP 估值		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	每股估值 (港币)
(人民币百万元)											
一、网络游戏		269,778	47%	128,097		20.1			2,570,880	40.3%	305.78
二、社交网络（非游戏）		98,288							274,763	4.3%	32.68
腾讯音乐 (TME)							256,498	49.0%	125,684	2.0%	14.95
阅文							33,986	56.9%	19,338	0.3%	2.30
虎牙							4,922	46.7%	2,299	0.0%	0.27
在线视频-订服务		18,421			3.0				55,264	0.9%	6.57
其它		48,119			1.5				72,179	1.1%	8.58
三、在线广告		145,857	44%	64,747		25.7			1,661,761	26.0%	197.65
四、金融科技		190,112			3.2				613,483	9.6%	72.97
五、企业服务和云		42,404			9.7				410,224	6.4%	48.79
核心业务估值小计									5,531,111		
核心业务估值（港币百万元）									6,021,896		
核心业务估值（港币）											657.87
投资企业每股估值（港币），30%持有折让										13.4%	101.60
腾讯目标价											759.47

资料来源：彭博，华泰研究预测

图表12：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	148	18%	7%	10%	17.6	16.5	12.9
艺电	EA US	201	89%	8%	5%	24.0	21.9	19.9
网龙	777 HK	13	47%	40%	27%	12.6	9.4	8.0
Nexon	3659 JP	3,111	-29%	15%	5%	26.7	23.3	22.3
任天堂	7974 JP	12,515	34%	34%	21%	43.4	32.4	26.7
万代南梦宫	7832 JP	4,747	-2%	9%	11%	24.3	22.2	20.1
完美世界	002624 CH	17	na	107%	17%	41.3	20.3	17.2
三七互娱	002555 CH	20	8%	10%	9%	15.5	14.0	12.9
游族	002174 CH	11	na	65%	15%	38.0	23.5	20.4
市值加权平均PE						29.2	23.8	20.0
在线广告								
微博	WB US	11	-1%	0%	5%	5.9	5.9	5.7
百度	BIDU US	122	-32%	8%	20%	16.3	14.8	12.5
Meta	META US	718	16%	6%	14%	25.4	23.9	20.9
谷歌	GOOG US	252	20%	7%	12%	24.7	22.8	19.9
市值加权平均PE						24.9	23.1	20.2

注：美股数据截至美国东部时间 10 月 15 日收盘，港股数据截至 10 月 15 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13： 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	513	15%	14%	15%	11.8	10.3	9.0
谷歌	GOOG US	252	14%	13%	12%	9.1	8.1	7.2
Salesforce	CRM US	237	9%	9%	9%	5.5	5.0	4.6
金山云	KC US	13	22%	17%	15%	3.3	2.8	2.5
亚马逊	AMZN US	216	11%	10%	11%	3.2	2.9	2.7
市值加权平均PS						8.7	7.7	6.7
金融科技								
Paypal	PYPL US	68	4%	6%	7%	2.0	1.9	1.7
Block	XYZ US	76	3%	10%	8%	1.9	1.7	1.6
Visa	V US	346	11%	11%	10%	16.8	15.2	13.8
市值加权平均PS						14.7	13.3	12.1
在线视频								
爱奇艺	IQ US	2	-7%	4%	4%	0.5	0.5	0.5
芒果超媒	300413 CH	30	-5%	8%	8%	4.2	3.9	3.6
市值加权平均PS						3.5	3.2	3.0

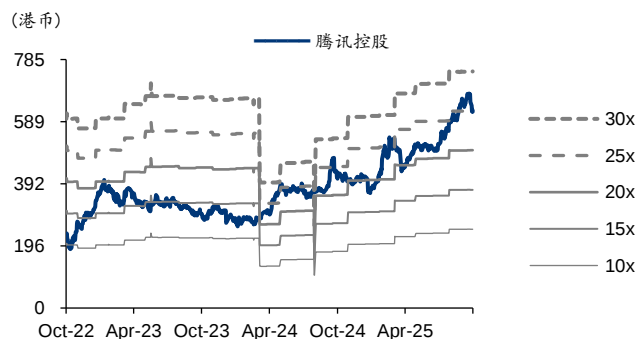
注：美股数据截至美国东部时间 10 月 15 日收盘，港股数据截至 10 月 15 日收盘，所有数据均基于彭博一致预期

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

风险提示

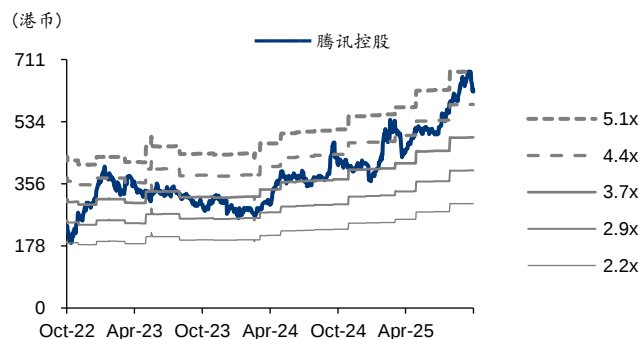
- 1) 支付增速低于预期
- 2) 腾讯降本增效主要体现在 22-23 年，24 年经营费用或高于预期，净利润率扩张速度低于预期
- 3) 头部游戏流水下滑，游戏递延周期较预期更长，导致收入增速低于预期
- 4) 宏观恢复和广告增长不及预期，金融科技和云业务反弹不及预期

图表14： 腾讯控股 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表15： 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	754,974	850,955	937,002
销售成本	(315,906)	(311,011)	(328,743)	(362,079)	(394,356)
毛利润	293,109	349,246	426,231	488,875	542,646
销售及分销成本	(34,211)	(36,388)	(37,749)	(50,206)	(50,598)
管理费用	(103,525)	(112,761)	(132,875)	(160,830)	(172,408)
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	14,351	27,833	32,396
税前利润	161,324	241,485	269,877	310,075	357,155
税费开支	(43,276)	(45,018)	(48,550)	(53,626)	(63,328)
少数股东损益	2,832	2,394	3,194	3,194	3,194
净利润	115,216	194,073	218,133	253,255	290,633
非通用准则调整项	42,472	28,630	38,833	38,491	42,943
调整后归母净利润	157,688	222,703	256,966	291,746	333,577
折旧和摊销	(59,008)	(56,213)	(55,088)	(60,934)	(63,821)
EBITDA	218,792	293,675	320,870	366,606	415,858
EPS (人民币, 基本)	12.59	21.20	23.83	27.67	31.75

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	655.81	349.97	745.47
应收账款和票据	135,017	149,247	165,325	160,874	182,694
现金及现金等价物	172,320	132,519	103,484	299,171	440,899
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	504,836	695,766	859,710
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	1,125,141	1,150,189	1,179,800
总长期资产	1,058,800	1,284,815	1,450,332	1,518,413	1,588,170
总资产	1,577,246	1,780,995	1,955,168	2,214,179	2,447,879
应付账款	177,543	202,744	193,574	242,933	232,485
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	387,185	435,990	424,988
长期债务	309,388	291,004	288,433	285,862	283,291
其他长期债务	42,020	39,186	42,429	41,584	44,751
总长期负债	351,408	330,190	330,862	327,446	328,042
股本	37,989	43,079	43,079	43,079	43,079
储备/其他项目	770,602	930,469	1,110,500	1,320,928	1,561,840
股东权益	808,591	973,548	1,153,579	1,364,007	1,604,919
少数股东权益	65,090	80,348	83,542	86,736	89,930
总权益	873,681	1,053,896	1,237,121	1,450,743	1,694,849

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	45.24	26.86	23.90	20.58	17.94
PB	6.45	5.35	4.52	3.82	3.25
调整后 PE (倍)	33.06	23.41	20.29	17.87	15.63
调整后 ROE	20.61	24.99	24.16	23.18	22.47
EV EBITDA	25.61	19.26	17.73	14.98	12.87
股息率 (%)	0.61	0.74	0.83	0.96	1.10
自由现金流收益率 (%)	2.23	3.24	2.79	5.07	4.17

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	320,870	366,606	415,858
融资成本	(1,540)	(4,023)	(4,095)	(4,403)	(5,119)
营运资本变动	11,620	10,987	(25,464)	54,116	(32,663)
税费	(43,276)	(45,018)	(48,550)	(53,626)	(63,328)
其他	36,366	2,900	(31,653)	(23,430)	(27,277)
经营活动现金流	221,962	258,521	211,108	339,263	287,470
CAPEX	(72,127)	(92,590)	(101,182)	(101,182)	(101,182)
其他投资活动	(53,034)	(29,597)	(101,829)	(845.64)	3,167
投资活动现金流	(125,161)	(122,187)	(203,011)	(102,028)	(98,015)
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)	(42,826)	(49,722)
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)	(41,548)	(47,727)
现金变动	14,228	(40,160)	(29,035)	195,687	141,728
年初现金	156,739	172,320	132,519	103,484	299,171
汇率波动影响	1,353	359.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	172,320	132,519	103,484	299,171	440,899

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	14.35	12.71	10.11
毛利润	22.77	19.15	22.04	14.70	11.00
营业利润	44.44	30.00	18.88	12.31	15.05
净利润	(38.79)	68.44	12.40	16.10	14.76
调整后净利润	36.35	41.23	15.39	13.53	14.34
EPS (基本)	(38.79)	68.44	12.40	16.10	14.76
盈利能力比率 (%)					
毛利率	48.13	52.90	56.46	57.45	57.91
EBITDA	35.93	44.48	42.50	43.08	44.38
净利率	18.92	29.39	28.89	29.76	31.02
调整后净利率	25.89	33.73	34.04	34.28	35.60
ROE	15.06	21.78	20.51	20.12	19.58
调整后 ROE	20.61	24.99	24.16	23.18	22.47
ROA	7.30	11.56	11.68	12.15	12.47
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	19.90	18.56	17.91	0.57	(8.54)
流动比率	1.47	1.25	1.30	1.60	2.02
速动比率	1.47	1.25	1.30	1.60	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	23.83	27.67	31.75
EPS (调整后, 基本)	17.23	24.33	28.07	31.87	36.44
每股净资产	88.34	106.36	126.02	149.01	175.33

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

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