



3Q 游戏超预期，AI 驱动 eCPM 上行

华泰研究

2025 年 11 月 14 日 | 中国香港

季报点评

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

792.53

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. BPJ942

研究员

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

牟睿捷*

SAC No. S0570125070064

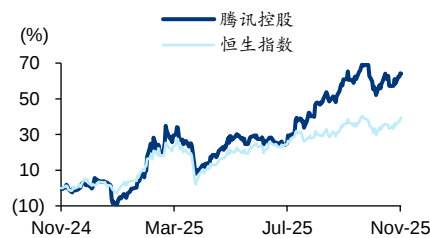
联系人

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

基本数据

收盘价(港币 截至 11 月 13 日)	656.00
市值(港币百万)	5,998,969
6 个月平均日成交额(港币百万)	10,320
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	755,328	852,308	953,979
+/-%	8.41	14.40	12.84	11.93
归母净利润(百万)	194,073	228,656	261,493	299,921
+/-%	68.44	17.82	14.36	14.70
归母净利润(调整后,百万)	222,703	265,495	301,222	344,314
+/-%	41.23	19.21	13.46	14.31
EPS(调整后,最新摊薄)	24.35	29.03	32.94	37.65
PE(调整后,倍)	24.62	20.65	18.20	15.93
PB(倍)	5.63	4.71	3.97	3.37
ROE(调整后,%)	24.99	24.84	23.67	22.88
EV EBITDA(倍)	20.23	17.77	15.13	13.00
股息率(%)	0.70	0.82	0.94	1.08

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

腾讯 3Q 业绩: 营收同增 15.4%，高于 VA 一致预期 2%（下同）。分业务看，增值服务、广告、金科收入分别同比增长 16/21/10%，对应毛利率同比改善 3.7/3.7/2.4pct。经调整归母净利润同增 18%，超预期 7%，主系联营企业收益增加。3Q AI 相关的现金资本开支为 200 亿，管理层预计 25 年 Capex 或低于此前指引上限（低双位数收入占比），主要系 AI 芯片供应受限。我们认为腾讯长青游戏潜力仍被低估，产品周期即将步入近 5 年高点，《三角洲行动》26 年双端有望超 180 亿流水（大学生社交裂变加速），射击游戏未来渗透率仍有显著提升空间。广告方面，视频号收入持续放量，AI 工具完善推动小店商家内循环。AI 方面，混元图像模型登顶 LMArenas 文生图榜单，26 年 Agent 产品有望加速集中落地。上调目标价至 792.53 港币，维持“买入”评级。

3Q 游戏超预期，持续受益于《三角洲行动》流水崛起

3Q VAS 收入同增 16%，高于预期 3%；毛利率同比改善 3.7pct。3Q 国内和海外游戏收入同增 15/43%，超预期 1/14%，海外流水主要受《皇室战争》和《Dying Light》驱动。据 ST 数据，《王者荣耀》10 月流水同增 28%，《三角洲》流水保持强劲势头，11 月新赛季加大商业化力度。腾讯 26 年游戏储备步入高峰期，《洛克王国：世界》预期 4Q 上线，当前预约人数超 3700 万，《王者荣耀世界》也预期 26 年春季上线。此外，海外应用商店逐步放开三方支付，亦有望进一步提升毛利率。

AI 驱动 eCPM 上行，小游戏与短剧投放保持高位

3Q 广告收入同增 21%，超预期 1%，毛利率同比+3.7pct。管理层表示约半数广告增量来自 AI 驱动的 eCPM 提升。从行业看，小游戏和短剧等新兴赛道带动增长。从产品看，3Q 推出全新 AIM+ 系统，可实现全流程自动出价与投放，有望吸引更多中小广告主加入。从视频号看，广告加载率提升至 4%，更多达人选择广告互选平台，KOL 广告变现潜力持续释放。

金融科技稳健增长，小店 GMV 逐步放量

3Q 金科收入符合预期，毛利率达 50.2%。从业务条线看，消费贷和线上支付加速增长，推动支付业务增速恢复。3Q 企业收入同比实现双位数增长，云业务受芯片供应限制增速承压；微信小店 GMV 保持快速增长态势，公私域用户重合度仍处于偏低水平，“小店+小程序+社群”的协同模式，有望进一步促进用户增长。微信生态场景下，元宝可实现总结功能：①对公众号文章生成核心摘要，②针对聊天中的文件进行提炼整合。微信未来有望成为个人 Agent 助手：搜一搜近期启动灰度测试，AI 搜索功能首次以一级入口形式落地，可同步检索公众号和视频号等等内容，输出结果可直接社交分享。

盈利预测和公司估值

展望 25-27 年，我们分别上调腾讯收入预测 0/0.2/1.8%，主要系 AI 产品催化下公司业务持续受益，同时射击游戏潜力持续释放。上调经调整归母净利润 3.3/3.2/3.2%至 2655 亿、3012 亿与 3443 亿元，主要系 AI 带动经营杠杆加速释放。我们将 SOTP 估值切换至 26 年，给予腾讯目标价 792.53 港币（前值 759.47 港币），对应 26 年 21.9 倍 PE 估值（前值 25/26 年分别为 24.8/21.9 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。

据彭博新闻报道，苹果和微信就小游戏达成支付渠道协议，未来腾讯将参与 iOS 小游戏的充值分成，有望带来流水新增量。未来重点游戏储备：《洛克王国：世界》预期 4Q 上线（预约超 3700 万），《王者荣耀世界》预期 26 年春季上线，未来 iOS 小游戏充值将会带来收入增量。《怪物猎人：旅人》定档 11 月 14 日。其余头部射击游戏还包括《彩虹六号》、《无畏契约》和《三角洲》海外。

视频号商业化提速，1-8 月广告互选平台（达人投放撮合平台）创作者数量同比+209%，收入规模同比+205%，KOL 广告变现潜力持续释放。此外，广告新兴赛道：①小游戏方面，8 月开发者数量较 1 月实现双位数增长，1-5 月在投小游戏数量同比+165%，IAA 广告主数量+190%；②小说与短剧方面，9 月微信短剧小程序日均流水超千万元，爆款频出，开发者数量较 3 月增长 40%+，小说小程序广告收入同比增 12 倍。

微信小店：据腾讯 1H25 对美妆行业的调研，微信小店与小程序的曝光用户重合度仅 9%，下单用户重合度仅 1%。各生态用户重合较低、分工清晰，覆盖不同层次人群。社交电商流量持续抬升，据腾讯对食品商家的调研，小店新客中送礼需求占比达 80%。

微信 AI 功能持续迭代，逐步形成个人 Agent 助手雏形。近期微信在 AI 领域加速升级，重点更新包括：①加入图片搜索功能，用户长按图片即可通过“搜一搜”识别相似视频、图文或商品；②内容总结功能扩展，对 PC 端用户，支持对聊天中转发的公众号文章、各类文件使用元宝进行总结，可直接在微信内右键调用交互，无需跳转外部页面；此外，微信正灰度测试将 AI 搜索、深度思考升至一级入口，强化其 AI 生态布局。

图表1：微信体系内 AI 功能更新

场景	细分功能	AI更新
搜一搜	搜索入口	搜一搜可直接调用AI搜索，并可选深度思考，AI搜索由二级入口升级为一级入口（灰度测试中）
	元宝联动	搜索框下设“问元宝”入口，搜索可直接导向元宝（灰度测试中）
	图片搜索	★用户可长按图片打开“搜一搜”，支持搜索相似视频、文章等，若为商品可获取相关微信小店商品链接 ★表格截图可长按图片打开“搜一搜”，自动识别表格内容并一键转换为可编辑的腾讯文档表格
公众号	智能回复	个人创作者在公众号PC端后台可开启腾讯混元模型“智能回复”，自动回复后台私信
微信聊天	内容总结	聊天中转发的公众号文章、文件，PC端用户可右键操作，由元宝自动生成总结

资料来源：微信官网，华泰研究

图表2：3Q 公司财务数据

人民币 (亿元)	RMB 100 mn	1Q25	2Q25	3Q25	3QVA Cons	VS. Cons	4QVA Cons
1.收入	Revenue	1,800	1,845	1,929	1,889	2.1%	1,933
YOY (%)	YOY (%)	12.9%	14.5%	15.4%	13.0%		12.1%
a.增值服务	a. VAS	921	914	959	933	2.7%	879
YOY (%)	YOY (%)	17.2%	15.9%	15.9%	12.8%		11.3%
b.网络广告	b. Online Advertising	319	358	362	358	1.2%	412
YOY (%)	YOY (%)	20.2%	19.7%	20.8%	19.4%		17.8%
c.金融科技及企业服务	c. FinTech and Business Services	549	555	582	583	-0.2%	619
YOY (%)	YOY (%)	5.0%	10.1%	9.6%	9.8%		10.3%
d.其他	d. Others	11	18	26			
2.毛利	Gross Profit	1005	1050	1088	1059	2.7%	1073
YOY (%)	YOY (%)	19.8%	22.3%	22.5%	19.2%		18.3%
毛利率	GPM	55.8%	56.9%	56.4%	56.1%	0.3pp	55.5%
1.增值服务 毛利率	-VAS	549	552	586	559	4.8%	515
毛利率	GPM	59.6%	60.4%	61.2%	59.9%	1.2pp	58.6%
2.网络广告 毛利率	-Online Advertising	177	206	206	201	2.3%	241
毛利率	GPM	55.5%	57.6%	56.7%	56.1%	0.6pp	58.4%
3.金融科技 毛利率	-FinTech and Business Services	276	290	292	297	-1.7%	313
毛利率	GPM	50.3%	52.1%	50.2%	51.0%	-0.8pp	50.6%
经营利润	GAAP operating Profit	576	601	636	630	1.0%	622
YOY (%)	YOY (%)	9.5%	18.5%	19.2%	18.0%		20.9%
经营利润率	OPM	32.0%	32.6%	33.0%	33.3%		32.2%
3.经调整经营利润	Non-IFRS OP	693	692	726	720	0.8%	704
YOY (%)	YOY (%)	18.3%	18.5%	18.4%	17.5%		18.3%
经调整经营利润率	Non-IFRS OPM	38.5%	37.5%	37.6%	38.1%	-0.5pp	36.4%
4.经调整归母净利润	Non-IFRS Net Profit	613	631	706	662	6.6%	646
YOY (%)	YOY (%)	22.0%	10.0%	18.0%	10.6%		16.8%
经调整归母净利润率	NPM	34.1%	34.2%	36.6%	35.0%		33.4%
资本支出	Capex	275	191	130			
YOY (%)	YOY (%)	91%	119%	-24%			
		928.796		596			
经营费用	Operating Expense						
-销售费用	S&M exp	79	94	115	101	13.2%	109
YOY (%)	YOY (%)	4.4%	2.8%	21.9%	7.6%		6.4%
销售费用率	% of revenue	4.4%	5.1%	5.9%	5.4%		5.7%
-管理费用	G&A exp	337	319	343	334	2.7%	352
YOY (%)	YOY (%)	35.7%	16.1%	17.9%	14.8%		12.1%
管理费用率	% of revenue	18.7%	17.3%	17.8%	17.7%		18.2%

资料来源：公司公告，Visible Alpha，华泰研究

《三角洲行动》：周年庆流水创新高，新赛季商业化有待加速

《三角洲行动》周年庆 S6 赛季于 9 月 19 日上线后，同步推出新地图及抽奖卡池，首日收入较上赛季同比增长 124%。《三角洲行动》受益于开学季社交裂变，活跃度稳健提升，iOS 端 DAU 持续增长至 200 万以上。十月中下旬流水短暂回落后，运营团队针对用户反馈进行积极调整，同时提前推出 S7 赛季（赛季间隔从过往 3 月提前至本次 2 月）。

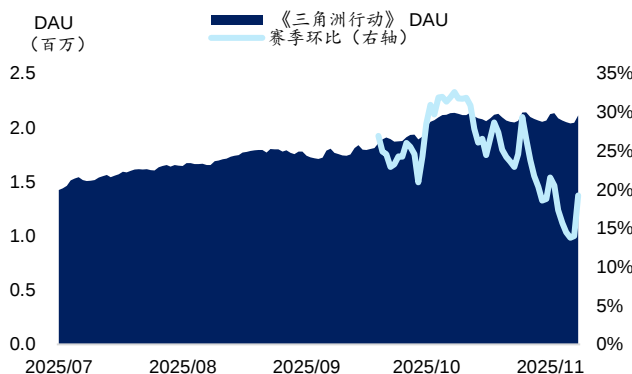
S7 赛季将于 11 月 13 日上线，商业化有望加速。本次赛季加大了商业化力度，将会同时更新地图玩法及新干员，并推出传说近战武器“信条”（定价约 520 元），以及多款枪械皮肤礼包，有望延续热度并推动流水释放。

图表3: 《三角洲行动》周年庆版本流水创新高



资料来源: SensorTower, 华泰研究

图表4: 《三角洲行动》iOS 移动端日活持续增长

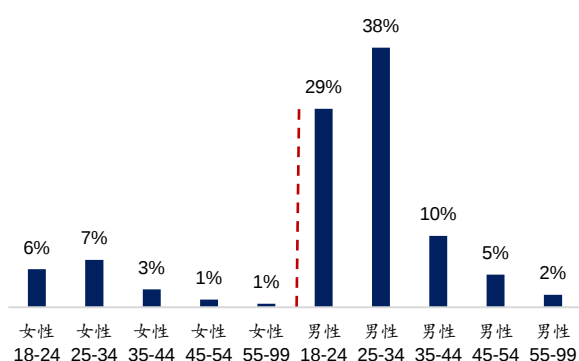


注: 赛季环比计算方法为, 对齐新赛季首日, 按每天 DAU 计算环比

资料来源: SensorTower, 华泰研究

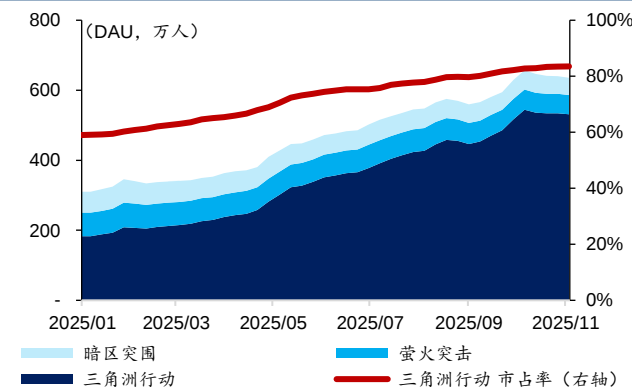
我们认为,《三角洲行动》凭借核心年轻男性用户群体,有望保持高 DAU 与长期生命力。据 ST 数据,3Q25《三角洲行动》18-24 岁、25-34 岁男性玩家分别占比 29%、38%,系高刺激度的射击游戏的高粘性玩家。写实射击游戏常具备稳定活跃度,以及较长的生命周期,如《CS》系列,自 2003 年《CS1.6》发布以来,历经《CS:GO》《CS2》,玩家在线量仍持续增长。凭借赛道稀缺性与领先地位,《三角洲行动》有望稳固用户规模,具备强劲的长青潜质。

图表5: 《三角洲行动》年轻男性玩家占比较高 (3Q25)



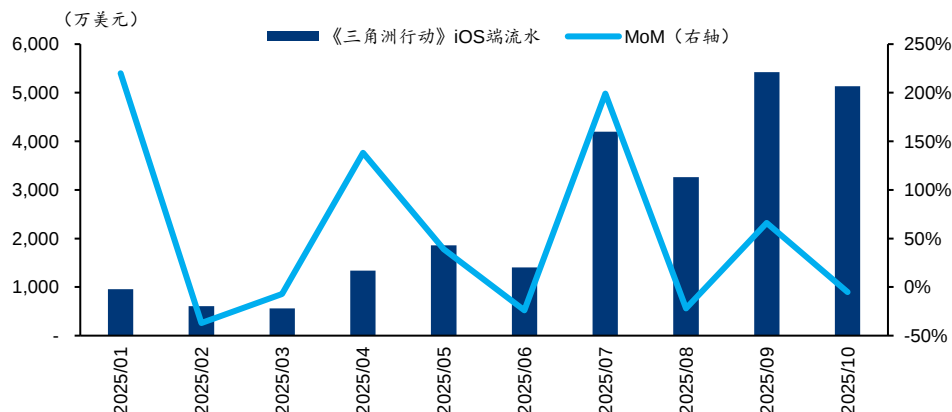
资料来源: SensorTower, 华泰研究

图表6: 《三角洲行动》市占率持续爬升 (以 DAU 计算), 行业头部地位显著



资料来源: SensorTower, 华泰研究

图表7: 《三角洲行动》流水高涨, 10 月略有回调



资料来源: SensorTower, 华泰研究

《ARC Raiders》：销量领先，腾讯获中国区授权

《ARC Raiders》全球热度高涨，腾讯获中国区发行授权。据 VG Insights，截至 2025 年 11 月 12 日，《ARC Raiders》全球销量达 320 万份（仅上线十余天），累计收入超过 1 亿美元。目前《ARC Raiders》国服暂未定档，该作由 Embark Studios 开发，定位射击类硬核搜打撤游戏，采用废土风美术风格。其核心差异点包括：①开放公共麦克系统，支持非队友玩家实时交流，玩家可自由选择合作或对抗，提升对局灵活性；②引入多样化 ARC 机器人敌人，增强策略与挑战深度；③通过技能树与远征任务系统实现物资循环，避免自由交易带来的通胀。游戏基于虚幻 5 引擎开发，画面表现出色，且兼容中低配置设备。

图表8：《ARC Raiders》同时在线玩家峰值仍在上升



资料来源：SteamDB，华泰研究

图表9：《ARC Raiders》游戏画面



资料来源：Steam，华泰研究

《王者荣耀世界》：26 年春季上线

《王者荣耀世界》官宣定档 26 年春季，凭借王者 IP 影响力、高品质画面与深度内容设计，首年流水有望达 70-100 亿元。游戏以大世界探索、即时动作战斗与多元社交体系为核心，采用传统 ARPG 机制，玩家可通过“元流之环”释放英雄技能，并在战斗中实现双角色切换及“唤灵”协助作战。

在探索层面，游戏构建细腻的世界观，加入乘云舟、潜水等交互玩法，英雄技能可与环境联动，如冰系技能可冻结水面，增强解谜体验。10 月底直播演示显示，部分英雄技能延续自《王者荣耀》，有望降低上手难度并强化 IP 亲和力。区别于传统单机开放世界，《王者荣耀世界》延续 IP 社交属性，同时支持单人沉浸体验与多人无缝组队，不同角色定位沿用对抗（承伤）、输出、辅助体系，社交玩法亦涵盖多人共斗等 PVP 模式。

依托腾讯强大的社交生态与王者 IP 体量，我们认为《王者荣耀世界》有望通过丰富的关卡设计引发社交裂变，成为王者系列的重要增量。

图表10：《王者荣耀世界》游戏演示直播画面



资料来源：Bilibili，华泰研究

图表11：《王者荣耀世界》能够通过交汇功能实现便携组队



资料来源：Steam，华泰研究



微信和广告加速 AI 能力布局

腾讯广告持续强化在素材生成、投放调度与效果分析上的 AI 能力。近期重点更新：①妙思上线 MAX 托管，支持创意全自动生成，并可实时盯盘，调整素材与投放策略，显著提升 ROI；②妙播数字人形象更丰富、互动更自然，直播成本最高可降 90%，可支持直播与短视频的规模化内容生产。小店智投面向微信生态电商商家，以自动化创意生成和批量托管为核心，可零素材生成广告素材，并支持 30 款商品统一托管，由系统智能分流并匹配最优投放路径。

图表12：腾讯广告 AI 功能

新增AI功能	功能板块	功能说明	效果
妙思MAX托管	腾讯广告妙思	- 自动生成热门创意（混剪、九图等） - 实时监测投放表现，智能调整素材 24小时托管，顺应流量趋势自动投放	典型案例： - 某消费电子客户下单ROI提升27%，高于大盘 - 某酒水客户朋友圈版位消耗提升25%
小店智投	投放管理平台	- 自动生成广告素材（可零素材直生成） - 全店商品批量托管（1-30件），系统智能分配流量 - 支持ROI与转化目标双模式 - 支持同时投放3.0广告和智投广告	测试一周内仅5%消耗未达目标
数据分析AI助理	客户工作台	- 一句话生产图表或看板 - 提问即出数据结果 - 可语音修改图表内容 - 自动识别模糊指标并修正	分析速度提升至分钟级
智能版位	广告版位	- AI 自动选择并优化广告展示位置 - 覆盖朋友圈、视频号、小程序等多场景，并实时调优	- 减少投放步骤，提升创意效率 - 自动匹配最优版位，提升转化率 - 智能扩展受众，持续优化ROI
奇妙数字人	腾讯广告妙播	- 储备3000+公共数字人形象，支持不同性别、场景 - 自动生成话术并实时互动	- 支持7x24小时稳定直播 - 直播成本最高可降低 90% 70%以上数字人直播间观看时长与互动率优于同行

资料来源：腾讯广告，华泰研究

盈利预测

展望 25-27 年，我们分别上调腾讯收入预测 0/0.2/1.8%，主要系 AI 产品催化下公司业务持续受益，同时射击游戏潜力持续释放。上调经调整归母净利润 3.3/3.2/3.2%至 2655 亿、3012 亿与 3443 亿元，主要系 AI 推动经营杠杆加速释放。

图表13：腾讯财务预测

腾讯财务预测		Tencent								
人民币 (亿)	RMB 100 mn	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
1. 收入	Revenue	1800	1845	1929	1979	2067	6603	7553	8523	9540
yoy %	yoy %	12.9%	14.5%	15.4%	14.8%	14.8%	8%	14.4%	12.8%	11.9%
a. 增值服务	a. VAS	921	914	959	905	1060	3192	3699	4195	4672
yoy %	yoy %	17%	16%	16%	15%	15%	7%	16%	13%	11%
- 网络游戏	a1. Online games	595	592	636	593	719	1977	2415	2780	3134
yoy %	yoy %	24%	22%	23%	20%	21%	10%	22%	15%	13%
国内游戏	Domestic games	429	404	428	393	520	1397	1653	1903	2153
yoy %	yoy %	24%	17%	15%	18%	21%	10%	18%	15%	13%
海外游戏	International games	166	188	208	200	199	580	762	876	981
yoy %	yoy %	22%	35%	43%	25%	20%	9%	31%	15%	12%
- 社交网络	a2. SNS	326	322	323	313	341	1215	1284	1415	1538
yoy %	yoy %	7%	6%	5%	5%	4%	2%	6%	10%	9%
b. 网络广告	b. Online advertising	319	358	362	420	375	1214	1459	1709	1991
yoy %	yoy %	20.2%	20%	21%	20%	18%	20%	20%	17%	17%
c. 金融科技及企业服务	c. FinTech and Business	549	555	582	624	605	2120	2310	2530	2783
yoy %	yoy %	5.0%	10.1%	9.6%	11.2%	10.3%	4%	9%	10%	10%
2. 毛利润	Gross profit	1005	1050	1088	1110	1188	3492	4253	4894	5524
yoy %	yoy %	20%	22%	22%	22%	18%	19.2%	21.8%	15.1%	12.9%
毛利率	GPM	55.8%	56.9%	56.4%	56.1%	57.5%	52.9%	56.3%	57.4%	57.9%
a. 增值服务	a. VAS	549	552	586	552	662	1817	2240	2601	2920
毛利率	GPM	59.6%	60.4%	61.2%	61.0%	62.5%	56.9%	60.6%	62.0%	62.5%
b. 网络广告	b. Online advertising	177	206	206	239	216	672	828	983	1155
毛利率	GPM	55.5%	57.6%	56.7%	57.0%	57.5%	55.4%	56.7%	57.5%	58.0%
c. 金融科技及企业服务	c. FinTech and business	276	290	292	313	306	997	1171	1295	1433
毛利率	GPM	50.3%	52.1%	50.2%	50.2%	50.5%	47.0%	50.7%	51.2%	51.5%
销售费用	S&M expenses	79	94	115	113	118	364	400	469	515
收入占比	As % of revs	4%	5%	6%	6%	6%	6%	5%	6%	5%
研发和管理费用	G&A and R&D expenses	337	319	343	361	368	1128	1360	1568	1717
收入占比	As % of revs	19%	17%	18%	18%	18%	17%	18%	18%	18%
3. 经调整经营利润	Non-IFRS Operating profit	732	692	726	736	816	2378	2887	3302	3781
yoy %	yoy %	25%	18%	18%	24%	11%	24%	21%	14%	15%
经调整经营利润率	Adj OPM	40.7%	37.5%	37.6%	37.2%	39.5%	36.0%	38.2%	38.7%	39.6%
联营投资收益	Investment from asso	46	45	79	78	75	252	247	277	323
4. 税前利润	Profit before tax	536	560	649	595	652	2415	2817	3213	3695
有效税率	Effective tax rate	21.9%	18.0%	14.6%	19.7%	19.0%	20.8%	18.5%	18.5%	19.0%
5. 经调整归母净利润	Non-IFRS net profit	652	631	706	667	776	2227	2655	3012	3443
yoy %	yoy %	30%	10%	18%	21%	19%	41%	19%	13%	14%
经调整净利率	Adjusted net margin	36.2%	34.2%	36.6%	33.7%	37.5%	33.7%	35.1%	35.3%	36.1%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表14：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	7,550	7,553	0.0	8,510	8,523	0.2	9,370	9,540	1.8
毛利润	4,262	4,253	-0.2	4,889	4,894	0.1	5,426	5,524	1.8
归母净利润	2,181	2,287	4.8	2,533	2,615	3.3	2,906	2,999	3.2
经调整归母净利润	2,570	2,655	3.3	2,917	3,012	3.2	3,336	3,443	3.2
(%)									
毛利率	56.5%	56.3%	(0.1)	57.5%	57.4%	(0.0)	57.9%	57.9%	(0.0)
归母净利润率	28.9%	30.3%	1.4	29.8%	30.7%	0.9	31.0%	31.4%	0.4
经调整归母净利润率	34.0%	35.1%	1.1	34.3%	35.3%	1.1	35.6%	36.1%	0.5

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表15：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	7,468	1.1	8,523	8,215	3.7	9,540	8,982	6.2
毛利润	4,253	4,188	1.6	4,894	4,649	5.3	5,524	5,140	7.5
归母净利润	2,287	2,149	6.4	2,615	2,470	5.9	2,999	2,781	7.8
经调整归母净利润	2,655	2,560	3.7	3,012	2,882	4.5	3,443	3,206	7.4

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 792.53 港币估值（前值 759.47 港币）：

1. 游戏业务每股估值 366.46 港币（占总市值 46.2%），基于 26 年净利润 19xPE（前值 25 年 20.1x，对应每股 305.78 港币），较其全球可比公司均值 24.5x 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 24.55 港币（前值 32.68 港币），基于虎牙、阅文、腾讯音乐的总市值，以及腾讯视频 26 年收入 2.0x PS（前值 25 年 3.0x PS）。腾讯视频 PS 估值低于在线视频行业均值 2.9x，主因头部剧集增速放缓。
3. 在线广告业务每股估值 234.98 港币（前值 197.65 港币），基于 26 年净利润的 24.2xPE（占总估值 29.6%，对比前次 25 年 PE 25.7x），较全球可比公司均值 24.1x 有所溢价，主因 AI 持续提升广告投放效率，且腾讯视频与 AI 搜索潜力尚未完全反映至利润中。
4. 金融科技每股估值 48.28 港币（前值 72.97 港币），基于 26 年收入的 2x PS（前值 25 年 3.2x PS），较行业均值 11.7x 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 18.38 港币（前值 48.79 港币），基于 26 年收入的 3x PS（前值 25 年 9.7x PS），低于行业均值 7.8x PS，溢价转为折价主系腾讯 Capex 投入放缓。
6. 投资业务每股估值 99.88 港币（前值 101.6 港币）。综上所述，我们给予腾讯目标价 792.53 港币。目标价对应腾讯 26 年 PE 21.9x（华泰经调整归母净利润口径预测）。

图表16：腾讯 SOTP 估值

SOTP 估值		26年预测收入	26年预测	26年预测	PS	PE	市值	腾讯	归属于腾讯	占总估值	每股估值
(人民币百万元)			净利率	净利润	(x)	(x)		持股比例	的价值	比例	(港币)
一、网络游戏		322,458	50%	161,229		19.0			3,063,351	46.2%	366.46
二、社交网络（非游戏）		97,031							205,237	3.1%	24.55
腾讯音乐（TME）							209,125	49.0%	102,471	1.5%	12.26
阅文							36,542	56.9%	20,792	0.3%	2.49
虎牙							4,252	46.7%	1,986	0.0%	0.24
在线视频-订阅服务		18,974			2.0				37,948	0.6%	4.54
其它		42,039			1.0				42,039	0.6%	5.03
三、在线广告		170,877	48%	81,167		24.2			1,964,235	29.6%	234.98
四、金融科技		201,779			2.0				403,557	6.1%	48.28
五、企业服务和云		51,201			3.0				153,604	2.3%	18.38
核心业务估值小计									5,789,984		
核心业务估值（港币百万元）									6,334,082		
核心业务估值（港币）											692.65
投资企业每股估值（港币），30%持有折让										12.6%	99.88
腾讯目标价											792.53

资料来源：彭博，华泰研究预测

图表17：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	142	18%	6%	10%	16.5	15.6	12.4
艺电	EA US	202	94%	7%	5%	23.6	21.9	20.0
网龙	777 HK	12	45%	39%	25%	12.1	8.9	7.6
Nexon	3659 JP	3,699	-23%	11%	5%	29.5	26.5	25.2
任天堂	7974 JP	13,665	46%	29%	23%	43.7	33.8	27.6
万代南梦宫	7832 JP	4,608	-1%	9%	11%	23.3	21.5	19.3
完美世界	002624 CH	15	na	110%	16%	37.9	18.2	15.6
三七互娱	002555 CH	21	14%	7%	9%	15.5	14.5	13.3
游族	002174 CH	12	na	65%	15%	42.8	26.4	23.0
市值加权平均PE						29.5	24.5	20.7
在线广告								
微博	WB US	11	-2%	0%	5%	5.5	5.5	5.2
百度	BIDU US	129	-32%	8%	18%	17.7	15.8	13.3
Meta	META US	609	-3%	25%	13%	25.6	20.5	18.3
谷歌	GOOG US	287	29%	4%	17%	27.1	25.8	21.7
市值加权平均PE						26.6	24.1	20.6

注：美股数据截至美国东部时间 11 月 12 日收盘，港股数据截至 11 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18： 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	511	16%	15%	16%	11.6	10.1	8.8
谷歌	GOOG US	287	18%	14%	11%	10.0	8.7	7.9
Salesforce	CRM US	246	9%	9%	9%	5.7	5.2	4.8
金山云	KC US	12	22%	17%	15%	3.3	2.8	2.5
亚马逊	AMZN US	244	12%	11%	11%	3.7	3.3	3.0
市值加权平均PS						8.9	7.8	6.9
金融科技								
Paypal	PYPL US	67	5%	6%	7%	1.9	1.8	1.7
Block	XYZ US	66	1%	10%	8%	1.6	1.5	1.4
Visa	V US	339	24%	10%	9%	14.6	13.3	12.1
市值加权平均PS						12.9	11.7	10.7
在线视频								
爱奇艺	IQ US	2	-7%	3%	4%	0.5	0.5	0.5
芒果超媒	300413 CH	27	-7%	9%	8%	3.9	3.6	3.3
市值加权平均PS						3.1	2.9	2.7

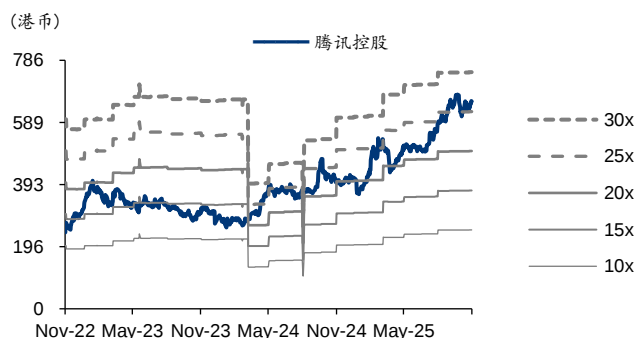
注：美股数据截至美国东部时间 11 月 12 日收盘，港股数据截至 11 月 13 日收盘，所有数据均基于彭博一致预期

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

风险提示

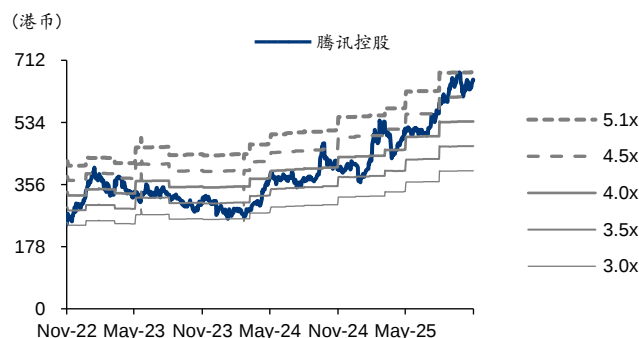
- 1) 支付增速低于预期
- 2) 腾讯降本增效主要体现在 22-23 年，24 年经营费用或高于预期，净利润率扩张速度低于预期
- 3) 头部游戏流水下滑，游戏递延周期较预期更长，导致收入增速低于预期
- 4) 宏观恢复和广告增长不及预期，金融科技和云业务反弹不及预期

图表19： 腾讯控股 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表20： 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	755,328	852,308	953,979
销售成本	(315,906)	(311,011)	(330,015)	(362,908)	(401,581)
毛利润	293,109	349,246	425,314	489,400	552,398
销售及分销成本	(34,211)	(36,388)	(40,032)	(46,877)	(51,515)
管理费用	(103,525)	(112,761)	(135,959)	(156,825)	(171,716)
其他收入/支出	(6,090)	4,187	6,865	6,865	6,865
财务成本净额	1,540	4,023	862.79	1,008	1,177
应占联营公司利润及亏损	5,800	25,176	24,748	27,739	32,290
税前利润	161,324	241,485	281,700	321,311	369,498
税费开支	(43,276)	(45,018)	(47,536)	(54,311)	(64,070)
少数股东损益	2,832	2,394	5,508	5,508	5,508
净利润	115,216	194,073	228,656	261,493	299,921
非通用准则调整项	42,472	28,630	36,839	39,729	44,394
调整后归母净利润	157,688	222,703	265,495	301,222	344,314
折旧和摊销	(59,008)	(56,213)	(55,088)	(60,934)	(63,821)
EBITDA	218,792	293,675	335,925	381,237	432,143
EPS (人民币, 基本)	12.60	21.22	25.00	28.59	32.80

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	660.05	348.03	767.47
应收账款和票据	135,017	149,247	165,473	161,245	188,547
现金及现金等价物	172,320	132,519	107,395	309,255	465,929
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	508,900	706,219	890,616
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	1,135,538	1,160,492	1,189,997
总长期资产	1,058,800	1,284,815	1,460,729	1,528,716	1,598,366
总资产	1,577,246	1,780,995	1,969,629	2,234,935	2,488,982
应付账款	177,543	202,744	195,107	242,399	241,730
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	388,718	435,456	434,233
长期债务	309,388	291,004	288,433	285,862	283,291
其他长期债务	42,020	39,186	42,521	41,552	45,302
总长期负债	351,408	330,190	330,954	327,414	328,593
股本	37,989	43,079	43,079	43,079	43,079
储备/其他项目	770,602	930,469	1,121,022	1,337,623	1,586,205
股东权益	808,591	973,548	1,164,101	1,380,702	1,629,284
少数股东权益	65,090	80,348	85,856	91,364	96,872
总权益	873,681	1,053,896	1,249,957	1,472,066	1,726,156

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	47.59	28.26	23.98	20.97	18.28
PB	6.78	5.63	4.71	3.97	3.37
调整后 PE (倍)	34.78	24.62	20.65	18.20	15.93
调整后 ROE	20.61	24.99	24.84	23.67	22.88
EV EBITDA	26.90	20.23	17.77	15.13	13.00
股息率 (%)	0.58	0.70	0.82	0.94	1.08
自由现金流收益率 (%)	2.11	3.07	2.90	4.98	4.28

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	335,925	381,237	432,143
融资成本	(1,540)	(4,023)	(862.79)	(1,008)	(1,177)
营运资本变动	11,620	10,987	(24,083)	51,832	(28,391)
税费	(43,276)	(45,018)	(47,536)	(54,311)	(64,070)
其他	36,366	2,900	(45,282)	(26,731)	(31,113)
经营活动现金流	221,962	258,521	218,160	351,019	307,393
CAPEX	(72,127)	(92,590)	(101,182)	(101,182)	(101,182)
其他投资活动	(53,034)	(29,597)	(101,737)	(968.96)	3,751
投资活动现金流	(125,161)	(122,187)	(202,919)	(102,151)	(97,431)
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)	(44,892)	(51,339)
其他融资活动现金流	(2,456)	5,423	862.79	1,008	1,177
融资活动现金流	(82,573)	(176,494)	(40,365)	(47,009)	(53,287)
现金变动	14,228	(40,160)	(25,124)	201,860	156,674
年初现金	156,739	172,320	132,519	107,395	309,255
汇率波动影响	1,353	359.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	172,320	132,519	107,395	309,255	465,929

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	14.40	12.84	11.93
毛利润	22.77	19.15	21.78	15.07	12.87
营业利润	44.44	30.00	19.76	14.64	15.21
净利润	(38.79)	68.44	17.82	14.36	14.70
调整后净利润	36.35	41.23	19.21	13.46	14.31
EPS (基本)	(38.79)	68.44	17.82	14.36	14.70
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	48.13	52.90	56.31	57.42	57.90
EBITDA	35.93	44.48	44.47	44.73	45.30
净利润率	18.92	29.39	30.27	30.68	31.44
调整后净利润率	25.89	33.73	35.15	35.34	36.09
ROE	15.06	21.78	21.39	20.55	19.93
调整后 ROE	20.61	24.99	24.84	23.67	22.88
ROA	7.30	11.56	12.19	12.44	12.70
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	19.90	18.56	17.41	(0.17)	(9.95)
流动比率	1.47	1.25	1.31	1.62	2.05
速动比率	1.47	1.25	1.31	1.62	2.05
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)	12.60	21.22	25.00	28.59	32.80
EPS (调整后, 基本)	17.24	24.35	29.03	32.94	37.65
每股净资产	88.42	106.46	127.30	150.98	178.17

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。
- 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）、百度集团（BIDU 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