

公司报告

腾讯 (700 HK)

人工智能持续创新驱动强劲增长势头

- 2025年三季度业绩超预期: 收入同比增幅超预期2%; 非IFRS净利润同比增长18%, 超预期7%, 受益于各板块利润率改善
- 所有业务板块均在人工智能赋能下展现出强劲增长势头, 上调 2025/26 财年预测
- 维持增持: 看好公司独特的市场地位及AI赋能的增长机会, 目标价上调至766港元

2025 年三季度业绩超预期

总收入为 1,929 亿元人民币 (后同), 同比增长 15% (上一季度同比增长 15%), 高出市场一致预期 2%。增值服务收入同比增长 16%, 主要受国内/国际游戏业务分别实现同比+15%/+43%的强劲增长带动。广告收入保持强劲增长, 同比增长 21%, 主要受益于 AI 赋能的产品升级及强劲需求。金融科技及企业服务 (FBS) 及其他业务增速进一步加快, 同比增长 11% (上一季度为 9%)。集团毛利率同比提升 3.3 个百分点, 至 56.4%。所有业务板块毛利率均实现同比提升: 增值服务毛利率同比提升 3.7 个百分点, 至 61.2%; 广告业务毛利率同比提升 3.7 个百分点, 至 56.7%; FBS 及其他业务毛利率同比提升 2.1 个百分点, 至 48.8%。非 IFRS 经营利润同比增长 18%, 超出市场预期 6%。非 IFRS 净利润同比增长 18%, 至 706 亿元, 超出市场预期 7%。2025 年三季度, 腾讯的股份回购总额为 212 亿港元 (2025 年二季度为 194 亿港元)。

人工智能持续优化, 预计 2025 年四季度资本支出将进一步增加

腾讯 2025 年三季度资本支出为 130 亿元, 同比下降 24%, 环比下降 32%。管理层表示, 这主要由芯片限制所致, 而非需求或战略变化, 这一点也可从研发费用的加快增长得到印证 (2025 年三季度同比增长 28%, 对比二季度同比增长 9%), 反映了腾讯持续推进 AI 赋能业务的战略方向。我们预计 2025 年四季度资本开支将环比加快, 并维持对 2025/26 财年资本开支预测分别为 970 亿/1,070 亿元。广告方面: 管理层强调两大驱动因素: 1) eCPM 提升, 得益于 AI 赋能后 ROI 的增长。腾讯推出了新推广工具“Ad AIM+”, 以及 AI 系列产品“Miao Series”。2) 广告流量和曝光量提升, 受微信搜一搜、小程序、视频号等广告库存增加带动。游戏方面: 长青产品保持稳健, *Delta Force* (《三角洲行动》) 和 *Valorant Mobile* (《无畏契约》移动端) 在国内市场贡献增量, 同时通过收购海外新工作室扩大海外市场。重点产品储备包括: *HOK: World* (《王者荣耀世界》)、*Roco Kingdom* (《洛克王国》) 等 (图 13)。企业服务方面: 云与 SaaS 产品驱动收入加速增长, 线下支付复苏。

增持评级: 目标价上调至 766 港元, 仍为我们互联网覆盖板块首选

我们上调盈利预测 (图 9), 目前预计集团 2025/26 财年预测收入同比增长 14%/10%, 非 IFRS 净利润同比增长 17%/15%, 主要受益于持续的成本控制和 AI 驱动的效率提升促使利润率扩张。基于盈利预测调整和估值周期前移, 我们将目标价由 700 港元上调至 766 港元, 目标估值倍数保持不变, 意味着对应 2025/26 财年预测市盈率分别为 25 倍/22 倍 (图 11)。腾讯目前 2025/26 财年预测市盈率为 21 倍/19 倍 (高于均值+1 标准差), 对比中国同业的 17 倍/15 倍及美国同业的 28 倍/28 倍。凭借强大的社交网络护城河及 AI 技术, 我们认为 AI 智能体、广告、AI 产品商业化、海外机会以及 AI 驱动的利润率提升将为腾讯带来盈利和估值的上行空间。主要风险: 1) 宏观/消费; 2) 监管; 3) 竞争; 4) 产品管线。

盈利预测及估值

十亿元人民币	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	609	660	753	827	904
增长	10%	8%	14%	10%	9%
非 IFRS 归属于股东的净利润	158	223	260	299	337
增长	7%	41%	17%	15%	13%
非 IFRS 摊薄每股盈利(港元)	18.6	26.0	30.2	35.0	39.7
增长	4%	39%	16%	16%	14%
市盈率 (倍)	35.2	25.0	21.4	18.6	16.5

注: 截至2025年11月13日的收盘价; 资料来源: 彭博、公司、招商證券 (香港) 预测

李怡珊, CFA

+852 3189 6122

crystall@cmschina.com.hk

王騰杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

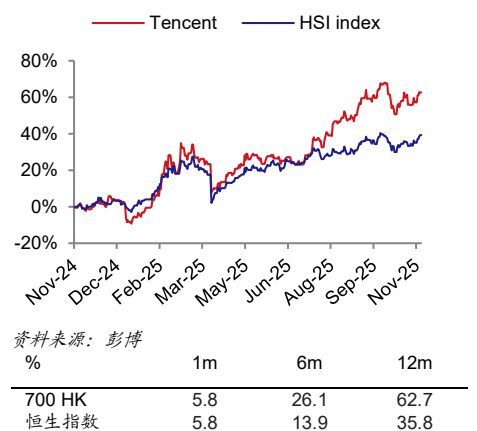
与市场的预期差

我们认为, 资本开支强度低于此前指引, 主要受限于芯片供应, 而非部分投资者对AI需求或战略的担忧; 当前GPU足以支持内部业务升级, 随着国产芯片供应提升, 外部云收入存在上行空间。

增持

前次评级	增持
股价 (2025年11月13日)	656港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	766港元 (+17%)
前次目标价	700港元

股价表现



行业: TMT	
恒生指数 (2025年11月13日)	27,073
MSCI中国指数 (2025年11月13日)	89
重要数据	
52周股价区间 (港元)	365 - 683
市值 (十亿港元)	5,999.0
日均成交量 (百万股)	13.25
主要股东	
Naspers Ltd	23.2%
马化腾	7.8%
总股数 (百万股)	9,508
自由流通量	69.0%

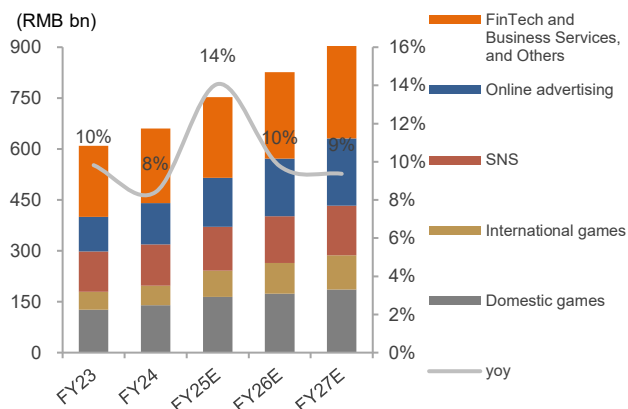
资料来源: 彭博、招商證券 (香港) 研究部

相关报告

1. 腾讯 (700 HK) - AI 赋能增长动能增强; 目标价上调至 700 港元 (增持) (2025/8/14)
2. 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)
3. 腾讯 (700 HK) - 增加 AI 生态投资 (增持) (2025/3/21)

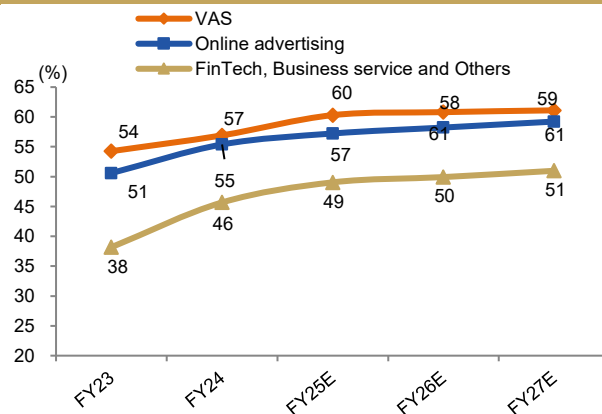
重点图表

图1: 各项业务的收入预测



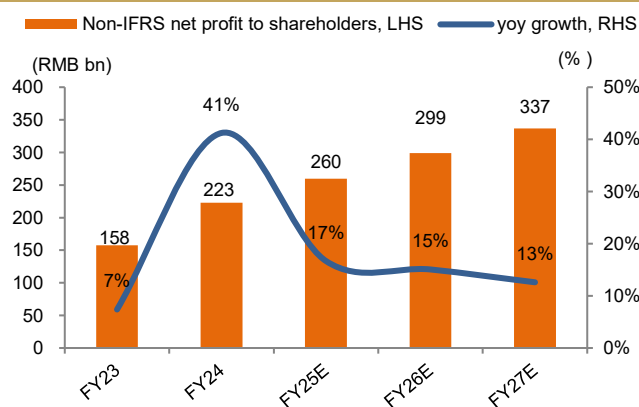
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图2: 各项业务的毛利率



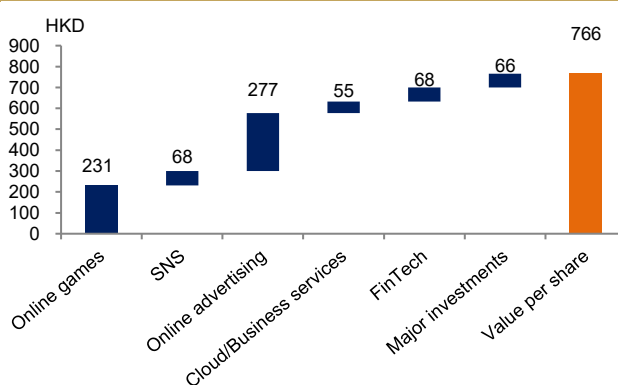
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图3: 非IFRS归属于股东的净利润



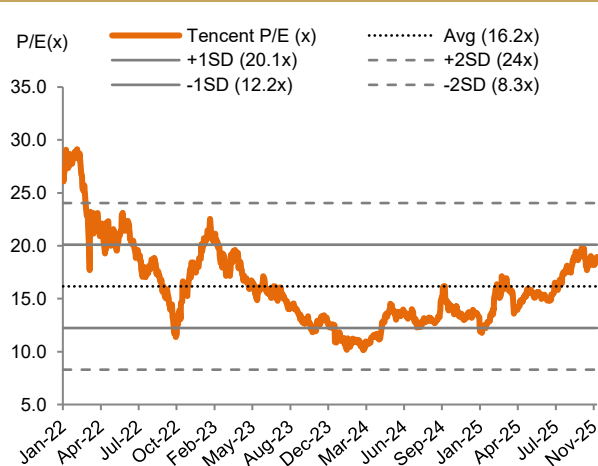
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图4: SOTP估值



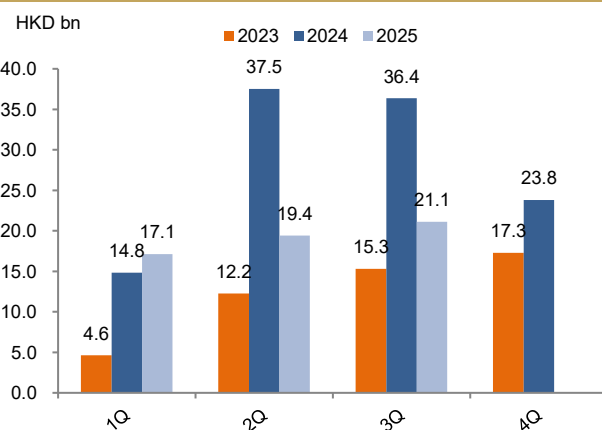
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

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 AI 升级

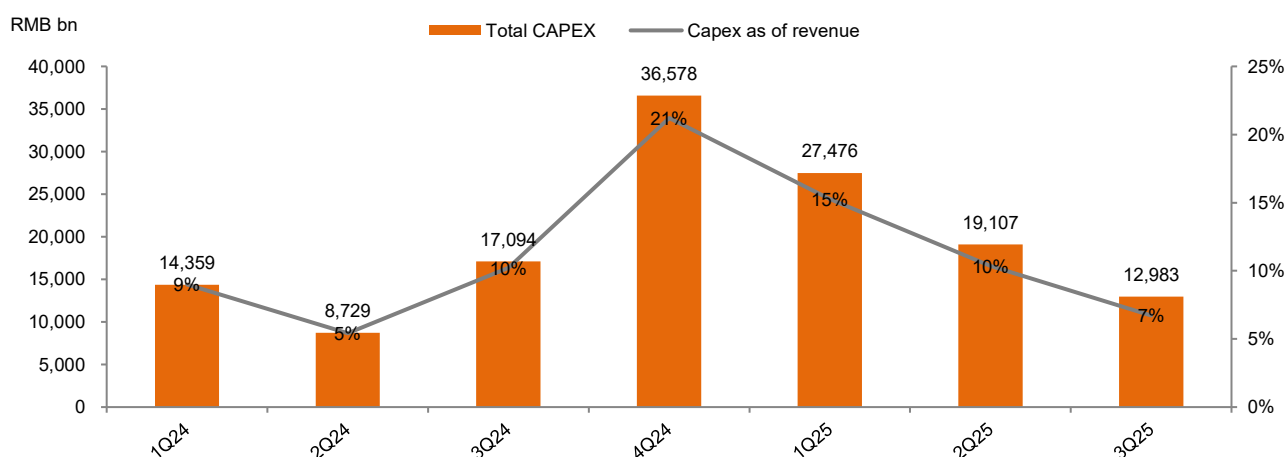
- 在视频号及公众号评论区提供@元宝功能，生成内容摘要，并鼓励用户提出后续问题。
通过元宝生成内容，丰富了微信腾讯新闻信息流，并通过直接链接至元宝应用，帮助用户探索相关话题

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**多模态理解模型**——一款在小语种和综合任务中表现卓越的轻量级模型。
- 25 年 10 月：开源其 **WorldMirror 1.1**（混元世界模型 1.1），助力用户通过视频/图像生成专业级 3D 场景。
- 25 年 11 月：推出 **HunyuanImage 3.0**（混元图像 3.0）及 **Youtu-Video FX**（优图视频特效模型），赋能用户生成创意图像/视频。

图7：腾讯季度资本支出及资本支出强度（资本支出占集团收入比例）



资料来源：公司、招商证券（香港）

图 8: 腾讯 25 年三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	3Q24	2Q25	3Q25	2Q25 yoy	3Q25 yoy	3Q25 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	
							3Q25	%差异	3Q25	%差异
收入	167.2	184.5	192.9	15%	15%	5%	190.7	1%	188.8	2%
增值服务	82.7	91.4	95.9	16%	16%	5%	94.3	2%	90.2	6%
在线游戏	51.8	59.2	63.6	22%	23%	7%	61.7	3%	57.7	10%
国内	37.3	40.4	42.8	17%	15%	6%	42.5	1%	41.3	4%
国际	14.5	18.8	20.8	35%	43%	11%	19.1	9%	16.7	25%
社交网络服务	30.9	32.2	32.3	6%	4%	0%	32.6	-1%	32.5	-1%
在线广告	30.0	35.8	36.2	20%	21%	1%	36.1	0%	35.3	3%
金融科技及企业服务和其他	54.5	57.4	60.8	9%	11%	6%	60.3	1%	58.4	4%
毛利润	88.8	105.0	108.8	22%	22%	4%	106.2	2%	106.3	2%
利息收入	4.0	4.1	4.3	7%	7%	3%	2.8	55%		
其他收益净额	3.0	-3.6	0.5	n.a.	-84%	n.a.	2.9	-83%		
销售和营销费用	-9.4	-9.4	-11.5	3%	22%	22%	-10.1	13%		
一般及行政费用	-29.1	-31.9	-34.3	16%	18%	7%	-33.9	1%		
研发费用	-17.9	-18.9	-22.8	9%	28%	21%				
经营利润	53.3	60.1	63.6	18%	19%	6%	65.1	-2%	63.1	1%
非 IFRS 经营利润	61.3	69.2	72.6	18%	18%	5%	72.8	0%	68.4	6%
归母净利润	53.2	55.6	63.1	17%	19%	13%	56.0	13%	55.9	13%
非 IFRS 归母净利润	59.8	63.1	70.6	10%	18%	12%	64.3	10%	66.0	7%
递延收入	106.6	120.9	122.0	13%	15%	1%				
经营性现金流	78.1	74.4	85.3	38%	9%	15%				
自由现金流	58.5	43.0	58.5	6%	0%	36%				
净现金 (负债)	28.9	74.6	102.4							
净现金/权益	17.1	19.1	13.0	119%	-24%	-32%				
微信总 MAU (百万)	1,382	1,411	1,414	3%	2%	0%	1,418	0%		
增值服务的注册会员数 (百万)	265	264	265	0%	0%	0%	267	-1%		
利润率分析 (%)										
毛利率	53.1	56.9	56.4	3.6ppt	3.3ppt	-0.5ppt	55.7	0.7ppt	56.3	0.1ppt
增值服务	57.5	60.4	61.2	3.4ppt	3.7ppt	0.7ppt	60.0	1.2ppt		
在线广告	53.0	57.6	56.7	1.9ppt	3.7ppt	-0.9ppt	58.0	-1.3ppt		
金融科技及企业服务和其他	46.6	50.9	48.8	4.5ppt	2.1ppt	-2.2ppt	47.6	1.2ppt		
非 IFRS 经营利润率	36.6	37.5	37.6	1.3ppt	1.0ppt	0.1ppt	38.2	-0.6ppt	36.2	1.4ppt
非 IFRS 净利润率	35.8	34.2	36.6	-1.4ppt	0.8ppt	2.4ppt	33.7	2.8ppt	35.0	1.6ppt

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

图 9: 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	753.2	826.7	904.2	730.2	793.9	857.0	3.1%	4.1%	5.5%
增值服务	370.5	401.7	433.1	355.8	382.4	407.3	4.1%	5.0%	6.3%
在线广告	145.0	169.8	197.6	143.8	165.5	189.5	0.8%	2.6%	4.3%
金融科技及企业服务和其他	237.7	255.3	273.5	230.6	246.0	260.1	3.1%	3.8%	5.1%
毛利润	423.0	470.6	521.1	399.6	440.6	481.9	5.8%	6.8%	8.1%
非 IFRS 经营利润	281.6	319.6	358.7	272.0	306.2	339.4	3.6%	4.4%	5.7%
非 IFRS 归母净利润	259.8	299.0	336.6	252.5	283.2	316.5	2.9%	5.6%	6.4%
主要利润率 (%)									
毛利率	56.2	56.9	57.6	54.7	55.5	56.2	1.4ppt	1.4ppt	1.4ppt
非 IFRS 经营利润率	37.4	38.7	39.7	37.2	38.6	39.6	0.1ppt	0.1ppt	0.1ppt
非 IFRS 归母净利润率	34.5	36.2	37.2	34.6	35.7	36.9	-0.1ppt	0.5ppt	0.3ppt

资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图 10: 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	753.2	826.7	904.2	752.0	824.6	896.9	0.1%	0.3%	0.8%
核心毛利润	423.0	470.6	521.1	422.5	470.7	523.0	0.1%	0.0%	-0.4%
核心经营利润	281.6	319.6	358.7	281.0	315.1	353.8	0.2%	1.4%	1.4%
核心归母净利润	259.8	299.0	336.6	259.3	289.6	330.6	0.2%	3.2%	1.8%
核心毛利润率	56%	57%	58%	56%	57%	58%	0.0ppt	0.0ppt	0.0ppt
核心经营利润率	37%	39%	40%	37%	38%	39%	0.0ppt	0.0ppt	0.0ppt
核心归母净利润率	34%	36%	37%	34%	35%	37%	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 11: 腾讯分部加总 (SOTP) 估值表

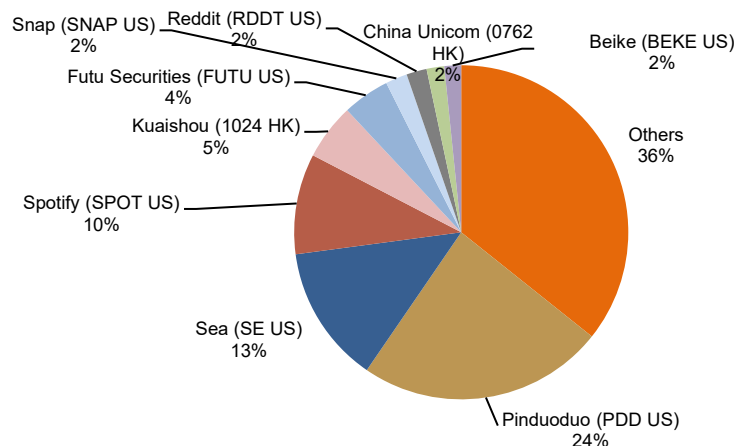
- **游戏:** 给予 15 倍未来 12 个月 P/E, 与网易目标 15 倍 P/E 相近, 并相较于行业平均的 10 倍给予合理溢价, 因为腾讯具有更强的竞争优势: 规模更大、行业地位领先、且在海外游戏市场的表现强劲。
- **社交:** 给予 15 倍未来 12 个月 P/E, 高于同行 12 倍的均值, 因为腾讯背靠微信强大的生态系统, 拥有更坚实的品牌和产品护城河。
- **广告:** 给予 25 倍未来 12 个月 P/E, 高于我们给予 Meta 的目标市盈率 21 倍, 主因腾讯同比增速预计约 25%, 显著高于 Meta 的低双位数增长, 且腾讯微信生态基于人工智能驱动, 通过视频号、搜索及小程序进一步拓展了增长与变现潜力。
- **云计算/企业服务:** 我们给予 5 倍未来 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 个月预测		未来 12 个月 估值倍数			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	1,303 亿元人民币	P/E	10.0	15.0	20.0	29.5%	30.2%	30.5%	1,303	1,954	2,606
社交网络服务	385 亿元人民币	P/E	10.0	15.0	20.0	8.7%	8.9%	9.0%	385	578	771
在线广告	938 亿元人民币	P/E	20.0	25.0	30.0	42.5%	36.2%	32.9%	1,876	2,345	2,814
云/企业服务	574 亿元人民币	P/S	0.0	5.0	10.0	0.0%	7.2%	11.0%	0	469	938
金融科技	572 亿元人民币	P/E	5.0	10.0	15.0	6.5%	8.8%	10.0%	286	572	858
合计（A）						87.3%	91.3%	93.4%	3,850	5,919	7,987
总投资公司估值（B）									573		
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）									4,411	6,479	8,547
普通股数（百万）									9,302		
每股价值（人民币）									474	697	919
港元/人民币									1.10		
每股价值（港元）									522	766	1,011

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)	17.3	25.4	33.4
基于非 IFRS 净利润的 26 年市盈率 (倍)	14.9	21.9	28.9

资料来源: 公司、彭博、招商证券 (香港) 预测

图 12: 腾讯重点上市投资公司的股权公允价值在25年三季度达8,010亿元人民币



资料来源: 公司、彭博、招商证券 (香港)

图 13: 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
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
Monster Hunter	怪物猎人: 旅人	China	Mobile	Dec-24	2026	ACT RPG
Tom Clancy's Rainbow Six Siege Mobile	彩虹六号	China	Mobile	Aug-24	2026	FPS
Crossfire:Rainbow	穿越火线: 虹	China	Mobile	Jun-25	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	布	RPG
Squad	战术小队: 破晓攻势	China	Multiple	Jun-25	TBC	FPS
Star Resonance	星痕共鸣	China	Multiple	Jan-25	TBC	MMORPG
Diezhan Yingxiong	叠战英雄	China	Mobile	Mar-25	TBC	CARD
Mystic Blade Boy	秘境刀仔	China	Mobile	May-25	TBC	RPG
All-star Awakening	全明星觉醒	China	Mobile	Jun-24	TBC	ACT RPG
Wangzhewanxiangqi	王者万象棋	China	Mobile	Feb-23	2H25E	SLG
Already launched						
Valorant Mobile	无畏契约: 源能行动	China	Mobile	Jun-24	Aug-25	FPS
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
Delta Force: Hawk Ops	三角洲行动	China	Multiple	Jul-23	3Q24	FPS
Need for SPEED	极品飞车: 集结	China	Mobile	Jan-24	3Q24	RAG
Dungeon & Fighter	地下城与勇士: 起源	China	Mobile	Feb-24	2Q24	FTG
Overseas						
Superstar Planet	元梦之星: 星际派对	Overseas	Mobile		2025	Casual
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						
Valorant Mobile	无畏契约手游版	Overseas	Mobile		2025	FPS
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	FY26E	FY26E	FY26E	FY26E	收入	净利润	EBITDA
Tencent	腾讯	700 HK	港元	增持	656.0	766.0	16.8	772.0	14.5	12.4	21.0	18.6	1.4	6.8	17.1	22.4	9.8	13.0	15.9
Alibaba	阿里巴巴	BABA US	美元	增持	159.8	204.0	27.6	381.4	17.4	15.0	17.4	25.0	n.a.	2.6	18.1	10.7	12.3	2.6	13.2
Pinduoduo	拼多多	PDD US	美元	增持	134.5	审视中	n.a.	190.9	21.9	13.8	13.2	10.7	0.4	2.9	10.9	27.4	14.6	25.3	60.6
Netease	网易	NTES US	美元	增持	141.8	161.0	13.5	89.8	15.6	14.5	15.7	14.2	1.7	5.3	13.9	24.2	6.7	8.5	8.4
Meituan	美团	3690 HK	港元	增持	102.1	139.0	36.1	80.3	15.7	11.4	n.a.	n.a.	n.a.	1.4	15.0	3.6	12.1	n.a.	29.5
JD.com	京东	JD US	美元	增持	30.7	42.0	36.8	44.6	13.4	7.7	11.1	8.4	0.2	0.2	6.9	12.1	7.1	38.5	58.1
Tencent Music	腾讯音乐	TME US	美元	增持	18.7	25.6	37.0	28.9	15.2	14.7	21.6	19.4	1.7	5.6	16.6	11.4	12.4	11.4	10.2
Kanzhun	看准科技	BZ US	美元	增持	20.9	26.0	24.4	10.1	14.2	17.3	20.6	17.7	1.1	7.8	14.6	22.6	11.3	15.6	7.3
Bilibili	哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	25.9	30.0	15.9	10.9	18.9	14.1	33.3	23.5	0.7	2.4	16.8	12.2	9.1	34.7	28.5
Kuaishou	快手	1024 HK	港元	未评级	69.1	n.a.	n.a.	38.6	8.4	7.2	13.4	11.5	0.7	1.7	7.3	23.8	9.1	16.9	15.5
Baidu	百度	BIDU US	美元	未评级	120.7	n.a.	n.a.	42.3	7.8	7.2	16.4	15.2	1.2	2.2	10.6	6.1	5.8	12.7	12.5
China Literature	阅文	772 HK	港元	未评级	39.2	n.a.	n.a.	5.2	21.8	20.8	27.2	24.2	2.0	4.5	19.5	6.8	7.2	12.3	9.1
Meitu	美图	1357 HK	港元	未评级	8.5	n.a.	n.a.	5.0	35.5	25.4	37.8	28.3	0.9	7.2	18.8	17.1	23.0	31.7	36.1
中国公司均值									15.6	11.7	16.6	15.1	1.2	3.0	12.4	14.3	9.7	16.7	23.1
Amazon	亚马逊	AMZN US	美元	增持	237.6	301.0	26.7	2,539.8	15.6	12.8	27.0	23.9	1.4	3.2	18.5	19.7	11.2	29.7	33.1
Alphabet	谷歌	GOOGL US	美元	增持	278.6	360	29.2	3,364.7	19.4	16.2	25.2	23.9	2.6	8.6	21.7	30.4	13.6	20.0	17.8
Meta	Meta	META US	美元	增持	609.9	870.0	42.6	1,537.6	15.1	12.6	21.8	18.6	1.1	6.5	13.7	29.3	16.9	4.1	14.2
Netflix	奈飞	NFLX US	美元	增持	1,154.2	1423.0	23.3	489.1	35.9	28.8	44.1	37.2	1.7	9.6	n.a.	45.0	12.4	23.4	21.9
Uber	优步	UBER US	美元	增持	91.8	121.0	31.8	190.7	22.4	17.7	16.6	23.9	n.a.	3.1	19.4	23.7	15.4	n.a.	n.a.
Spotify	Spotify	SPOT US	美元	增持	645.3	776.0	20.3	134.5	48.9	35.5	n.a.	45.3	1.0	5.9	41.3	27.5	14.1	52.9	54.2
Doordash	Doordash	DASH US	美元	增持	195.2	301.0	54.2	84.1	29.6	22.7	36.6	35.6	1.9	4.7	27.6	17.7	24.0	36.2	n.a.
Lyft	Lyft	LYFT US	美元	增持	23.8	30.0	26.1	9.7	17.2	12.8	19.6	16.2	0.7	1.3	9.1	38.6	13.2	26.2	n.a.
Microsoft	微软	MSFT US	美元	增持	503.3	650.0	29.1	3,740.6	22.0	19.0	36.1	31.3	1.9	n.a.	27.0	29.6	14.6	n.a.	n.a.
海外公司均值									25.1	19.8	28.4	28.4	1.6	5.4	22.3	29.0	15.1	27.5	28.2

注：股价采用2025年11月13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	753	827	904
营业成本	-316	-311	-330	-356	-383
毛利	293	349	423	471	521
利息收入	14	16	13	16	21
其他收益净额	5	8	-2	12	14
销售和营销费用	-34	-36	-40	-44	-47
一般及行政费用	-104	-113	-138	-153	-163
营业利润	161	208	243	285	325
净财务成本	-12	-12	-12	-14	-16
联营及合营企业应占亏损	6	25	23	26	29
税前利润	162	241	277	324	368
所得税费用	-43	-45	-49	-64	-72
少数股东权益	3	2	5	3	3
归属于股东的净利润	116	194	223	257	293
非 IFRS 营业利润	192	238	282	320	359
非 IFRS 归属于股东的净利润	158	223	260	299	337

主要财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年成长率					
营业收入	10%	8%	14%	10%	9%
营业利润	13%	30%	17%	17%	14%
非 IFRS 净利润	7%	41%	17%	15%	13%
获利能力					
股本回报率	20%	24%	23%	22%	21%
毛利率	48%	53%	56%	57%	58%
非 IFRS 营业利润率	32%	36%	37%	39%	40%
非 IFRS 净利率	26%	34%	34%	36%	37%
每股资料 and 估值 (人民币)					
摊薄每股盈利	11.9	20.5	24.0	27.8	32.0
非 IFRS 基本每股盈利	16.7	23.9	28.4	33.5	38.5
非 IFRS 摊薄每股盈利	16.4	23.7	27.9	32.3	36.7
非 IFRS 摊薄每股盈利(港元)	18.6	26.0	30.2	35.0	39.7
每股净资产	85.3	105.0	131.1	158.4	192.2
每股股利	3.2	4.5	4.9	5.7	6.7
估值比率					
EV/EBITDA (x)	24.8	21.6	16.4	14.5	12.5
市盈率 (x)	35.2	25.0	21.4	18.6	16.5
市净率 (x)	6.9	5.8	4.6	3.8	3.2
股息率 (%)	0.52	0.69	0.81	0.94	1.10

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	244
现金及现金等价物	172	133	227	371	559
定期存款	215	271	273	276	279
投资联营和合营公司	262	297	327	351	378
可供出售投资					
公允价值的金融资产	440	520	561	606	655
其他	257	284	291	307	323
总资产	1,577	1,781	2,026	2,318	2,643
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	316
应付票据	151	139	125	113	101
其他	177	186	211	227	243
总负债	704	727	756	806	859
股本					
股份溢价	38	43	70	97	124
库存股	-5	-4			
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	1,073	1,285	1,527
股东权益总额	809	974	1,185	1,424	1,693
少数股东权益	65	80	85	88	91
总权益	874	1,054	1,270	1,512	1,784

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	299	369	432
净利润	119	196	228	260	296
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	-4	3	3
营运资金变动	14	25	-6	4	3
其它	9	-42	-25	-29	-31
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	-174	-190
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	-18	-23
借款	8	-14	24	26	29
股息	-23	-32	-42	-45	-51
其他	-68	-130	3	0	0
净现金流	16	-40	95	144	187

注：截至2025年11月13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	业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	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.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

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第 15(a)-6 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件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。

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