

腾讯控股 (700 HK, 买入, 目标价: HK\$820.00)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$820.00 当前股价: HK\$656.00

股价上行/下行空间 +25%

52 周最高/最低价 (HK\$) 683.00/364.80

市值 (US\$mn) 779,413

当前发行数量(百万股) 9,232

三个月平均日交易额 (US\$mn) 1,435

流通盘占比 (%) 60

主要股东 (%)

Naspers 集团 25

马化腾 9

刘炽平 1

按 2025 年 11 月 13 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	820.00	780.00	5%
2025E EPS (RMB)	27.51	27.02	2%
2026E EPS (RMB)	30.95	32.26	-4%
2027E EPS (RMB)	34.41	35.47	-3%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴证券(香港)对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	713,292 (+6%)	771,502 (+9%)
EPS (RMB)	26.06 (+6%)	28.75 (+8%)

注: 所示市场预测来源于 Visible Alpha。正差幅 = 华兴证券(香港)预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴证券(香港)预测低于市场预测。

研究团队

季迪英, CFA

香港证监会中央编号: BNC702

张译文, CFA

香港证监会中央编号: BLM908

3Q25 回顾: 全线业务业绩亮眼

- 射击类游戏引领本土市场增长; Supercell 旗下游戏产品流水创新高。
- 因 AI 芯片供应短缺, 2025 年资本支出指引小幅下调。
- 重申“买入”评级; 上调 SOTP 目标价至 820.00 港元 (对应 24 倍 2026 年 P/E)。

此港股通报告之英文版本于 2025 年 11 月 14 日上午 6 时 17 分由华兴证券(香港)发布。中文版由华兴证券的赵冰 (证券分析师登记编号: S1680519040001) 审核。如果您想进一步讨论本报告所述观点, 请与您在华兴证券的销售代表联系。

游戏: 3Q25 在线游戏收入同比增长 23% (2Q25 增长 22%), 其中本土/国际市场分别增长 15%/43%。**本土市场:** 《三角洲行动》(2025 年 9 月日活用户数超 3,000 万)、《王者荣耀》(3Q25 流水同比增长) 与《无畏契约》共同推动收入实现同比增长。同时, 管理层表示其他射击类游戏的流量或流水同步改善, 未出现明显内部竞争。我们现预测 4Q25 本土市场同比增长 11%, 重点在于用户参与度而非变现强度。**国际市场**增长主要由《皇室战争》(3Q25 流水同比激增超 4 倍) 和《绝地求生手游》(流水同比增长) 驱动。国际收入亦受益于新作《消逝的光芒: 困兽》(游戏拷贝销售的前期收入确认) 及近期收购工作室的并表贡献 (此项收入不计入 4Q25)。因此, 我们预计国际市场 4Q25 收入同比增长 27%。

网络广告业务收入 3Q25 同比增长 21%, 再次由 AI 技术推动。管理层表示, 千次展示收入 (eCPM) 与广告展示量各自贡献了约一半的增量。当季腾讯推出自动化广告产品 AIM+ 市场反馈积极。我们预计 AIM+ 将在未来几个季度进一步渗透市场, 助力腾讯扩大广告客户覆盖范围并挖掘广告主的深层预算。

金融科技及企业服务业务收入 3Q25 同比增长 10%。其中, 商业支付总额加速增长, 同时价格降幅持续收窄。企业服务收入 (主要来自云服务与电商平台技术服务费) 再次实现同比两位数百分比增长。

盈利能力与资本支出: 3Q25 调整后经营利润率为 37.6%, 同比提升 100 个基点, 优于我们 37.2% 的预测。同期资本开支支付额为 200 亿元人民币, 低于 2Q25 的 229 亿元, 但高于 3Q24 的 120 亿元。管理层将 2025 年全年资本开支指引更新为营收的低双位数百分比, 高于 2024 年的 721 亿元, 但低于此前预期, 主要原因是 AI 芯片供应短缺。我们预计公司将继续以可控健康的节奏投入 AI 领域。尽管此举或在未来几个季度推高运营支出, 但我们预期公司强劲的收入表现与优化的收入结构将持续推动盈利能力提升。

重申“买入”评级, 并将 SOTP 目标价从 780.00 港元上调至 820.00 港元。我们的目标价对应 2025 年/2026 年预期市盈率 27 倍/24 倍 (分部加总详见图表 6)。**风险提示:** 宏观经济疲软, 资产货币化进程放缓, 以及投资回报率偏低。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	609,015	660,257	754,325	837,467	912,740
归母净利润 (RMBmn)	157,688	222,703	255,806	287,825	319,990
每股收益 (RMB)	16.32	23.51	27.51	30.95	34.41
市盈率 (x)	18.8	14.0	21.8	19.4	17.4
市销率 (x)	9.1	8.4	7.3	6.6	6.1

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。净利润和 EPS 按非 IFRS 准则。资料来源: Visible Alpha, 华兴证券(香港)

焦点图表

图表 1：中国 iOS 流水排名（2024 年 7-9 月对比 2025 年 7-9 月）

2024 年 7 月		2024 年 8 月		2024 年 9 月	
1	地下城与勇士手游	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀	
2	王者荣耀	地下城与勇士手游	地下城与勇士手游	地下城与勇士手游	
3	和平精英	和平精英	和平精英	和平精英	
4	逆水寒手游	金铲铲之战	金铲铲之战	金铲铲之战	
5	绝零区	三国:谋定天下	无尽冬日	无尽冬日	
6	梦幻西游	英雄联盟手游	恋与深空	恋与深空	
7	英雄联盟手游	永劫无间手游	梦幻西游	梦幻西游	
8	三国:谋定天下	剑与远征：启程	三国:谋定天下	三国:谋定天下	
9	无尽冬日	无尽冬日	英雄联盟手游	英雄联盟手游	
10	恋与深空	穿越火线手游	逆水寒手游	逆水寒手游	

2025 年 7 月		2025 年 8 月		2025 年 9 月	
1	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀	
2	和平精英	和平精英	三角洲行动	三角洲行动	
3	三角洲行动	三角洲行动	和平精英	和平精英	
4	无尽冬日	无尽冬日	金铲铲之战	金铲铲之战	
5	恋与深空	金铲铲之战	无尽冬日	无尽冬日	
6	地下城与勇士手游	地下城与勇士手游	地下城与勇士手游	地下城与勇士手游	
7	崩坏：星穹铁道	英雄联盟手游	穿越火线手游	穿越火线手游	
8	梦幻西游	穿越火线手游	梦幻西游	梦幻西游	
9	蛋仔派对	梦幻西游	无畏契约手游	无畏契约手游	
10	金铲铲之战	超自然行动组	恋与深空	恋与深空	

注：红色字体部分为近 12 个月发行的新游戏。粉色阴影标注部分为腾讯发行的游戏。

资料来源：Sensor Tower，华兴证券（香港）和华兴证券（美国）汇编

图表 2：腾讯—储备游戏选辑

游戏名称 (中文)	游戏名称 (英文)	游戏类型	开发方式	平台	发行时间
美职篮全明星	NBA2K All Star	体育游戏	代理	手机	1Q25
剑灵2	Blade and Soul 2	动作游戏	代理	手机	2Q25
胜利女神：新的希望	Goddess of Victory: New Hope	角色扮演游戏	代理	手机	2Q25
最终幻想14：水晶世界	Final Fantasy XIV Mobile	角色扮演游戏	代理	手机	2Q25
无畏契约：源能行动	Valorant Mobile	第一人称射击游戏	自研	手机	3Q25
异人之下	The Hidden Ones	动作游戏	自研	手机/电脑	2026E
荒野起源	Light of Motiram	角色扮演游戏	自研	手机/电脑	2026E
王者万象棋	HoK Chess	自走棋类游戏	自研	手机	2026E
王者荣耀世界	HoK World	角色扮演游戏	自研	手机	2026E
逆战：未来	Ni Zhan: Wei Lai	第一人称射击游戏	自研	手机/电脑	2026E
彩虹六号：围攻	Tom Clancy's Rainbow Six Siege	第一人称射击游戏	代理	电脑	2026E
星之破晓	Honor of Fight	动作游戏	自研	手机	待定
怪物猎人：旅人	Monster Hunter Outlanders	动作游戏	代理	手机	待定
洛克王国：世界	Roco Kingdom Mobile	角色扮演游戏	代理	手机	待定
天堂2：盟约	Lineage 2M	角色扮演游戏	代理	手机	待定
失控进化	Rust Mobile	动作游戏	代理	手机	待定

资料来源：公司公告，华兴证券（香港）和华兴证券（美国）汇编

图表 3：腾讯—游戏净流水总额拆分

百万元人民币	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
游戏收入总额*	191,155	210,000	207,400	216,629	236,769	283,959
同比变化%	35.4%	9.9%	(1.2%)	4.4%	9.3%	19.9%
递延收入变化	15,000	2,000	-8,000	-1,000	8,000	7,000
游戏净流水	206,155	212,000	199,400	215,629	244,769	290,959
同比净增	53,020	5,845	-12,600	16,229	29,140	46,190
同比变化%	34.6%	2.8%	(5.9%)	8.1%	13.5%	18.9%
核心游戏组合	132,430	142,558	139,881	148,654	179,998	196,425
同比净增	45,268	10,127	-2,676	8,773	31,344	16,427
同比变化%	51.9%	7.6%	(1.9%)	6.3%	21.1%	9.1%
王者荣耀	48,000	52,000	50,000	54,225	56,950	60,950
同比变化%	65.5%	8.3%	(3.8%)	8.5%	5.0%	7.0%
和平精英+绝地求生手游	29,420	30,250	27,000	27,900	31,200	36,000
同比变化%	157.3%	2.8%	(10.7%)	3.3%	11.8%	15.4%
地下城与勇士系列	17,500	12,500	13,000	13,800	23,500	18,000
同比变化%	(10.3%)	(28.6%)	4.0%	6.2%	70.3%	(23.4%)
英雄联盟系列	12,250	15,250	15,750	16,250	17,100	17,800
同比变化%	16.7%	24.5%	3.3%	3.2%	5.2%	4.1%
穿越火线系列	13,500	13,700	12,000	11,000	11,500	13,500
同比变化%	-3.60%	1.5%	(12.4%)	(8.3%)	4.5%	17.4%
无畏契约系列	1,500	3,000	5,000	8,400	11,000	18,000
同比变化%		100.0%	66.7%	68.0%	31.0%	63.6%
金铲铲之战+云顶之弈	100	1,396	3,675	5,175	8,175	10,175
同比变化%		1,296.0%	163.3%	40.8%	58.0%	24.5%
Supercell游戏	10,160	14,462	13,456	11,904	20,573	22,000
同比变化%		42.3%	(7.0%)	(11.5%)	72.8%	6.9%
其他游戏	73,725	69,442	59,519	66,974	63,570	77,034
同比净增	7,752	-4,282	-9,924	7,456	-3,404	13,464
同比变化%	11.7%	(5.8%)	(14.3%)	12.5%	(5.1%)	21.2%
新游戏驱动的增长						
#1	天涯明月刀			失落方舟	极品飞车	剑灵2
#2				暗区突围	宝可梦大集结	
#3				胜利女神：妮姬		
近期发行与即将发行的游戏					1,200	17,500
三角洲部队					1,200	12,500
同比变化%						941.7%
2025年发行（《胜利女神：妮姬手游》等）						5,000

注：*游戏总收入的计算方式为列报的网络游戏收入加上社交网络入账的游戏收入。

资料来源：公司公告，华兴证券（香港）和华兴证券（美国）汇编

财务分析

图表 4：腾讯—3Q25 实际值对比预测值

百万元人民币，每股收益除外

	3Q25A	3Q25E	同比	差异
净收入总额	192,869	190,360	15%	1%
同比增速	15%	14%		
网络游戏	63,600	60,532	23%	5%
同比增速	23%	17%		
本土	42,800	42,853	15%	0%
同比增速	15%	15%		
国际	20,800	17,678	43%	18%
同比增速	43%	22%		
社交网络	32,260	33,700	4%	-4%
同比增速	4%	9%		
网络广告	36,242	36,046	21%	1%
同比增速	21%	20%		
金融科技及企业服务	58,174	58,455	10%	0%
同比增速	10%	10%		
其他	2,593	1,628	83%	59%
总收入成本	84,071	82,947	7%	1%
毛利润	108,798	107,413	22%	1%
毛利率	56.4%	56.4%		
增值服务	58,623	57,293	23%	2%
毛利率	61.2%	60.8%		
网络广告	20,551	20,113	29%	2%
毛利率	56.7%	55.8%		
金融科技及企业服务	29,210	29,812	15%	-2%
毛利率	50.2%	51.0%		
营运成本	45,727	44,544	19%	3%
销售和营销费用	11,468	10,851	22%	6%
一般和管理费用	34,259	33,694	18%	2%
非 IFRS 营业利润	72,570	70,880	18%	2%
经营利润率	37.6%	37.2%		
非 IFRS 归母净利润	70,551	64,876	18%	9%
净利率	36.6%	34.1%		
非 IFRS 稀释每股收益（人民币元）	7.58	7.02	19%	8%

资料来源：公司报告，华兴证券（香港）及华兴证券（美国）预测

预测调整

我们现预测 4Q25 /2025 年全年净收入同比增长 14%/14%。基于 3Q25 的强劲表现以及产品储备，我们同步上调了本土游戏与国际游戏业务的收入预期。同时，在 AI 技术驱动广告系统优化的背景下，我们也上调了对广告收入的预测。纳入 AI 相关支出及折旧部分增长，我们对 4Q25 /2025 年全年非 IFRS 经营利润率的预测分别为 35%/37.1%。在此修正后，我们将 2025 年稀释后非 IFRS 每股收益预测上调 2%。

图表 5：腾讯—预测调整

十亿元人民币，每股收益除外	现预测				原预测				调整%			
	4Q25E	2025E	2026E	2027E	4Q25E	2025E	2026E	2027E	3Q25E	2025E	2026E	2027E
收入（按业务板块划分）												
网络游戏	57.3	239.6	267.3	289.2	54.1	233.3	254.4	272.1	6%	3%	5%	6%
同比变化%	17%	21%	12%	8%	10%	18%	9%	7%	655 bps	318 bps	253 bps	121 bps
本土	36.9	163.0	177.9	188.5	35.8	161.9	175.4	184.9	3%	1%	1%	2%
同比变化%	11%	17%	9%	6%	8%	16%	8%	5%	348 bps	79 bps	82 bps	54 bps
国际	20.4	76.6	89.4	100.7	18.3	71.4	79.0	87.2	11%	7%	13%	15%
同比变化%	27%	32%	17%	13%	14%	23%	11%	10%	1292 bps	895 bps	609 bps	218 bps
社交网络	32.3	129.4	141.6	150.2	32.0	130.5	140.2	147.1	1%	-1%	1%	2%
同比变化%	8%	6%	9%	6%	7%	7%	7%	5%	105 bps	-93 bps	199 bps	118 bps
网络广告	42.7	146.5	173.8	201.6	42.4	146.2	170.7	196.4	1%	0%	2%	3%
同比变化%	22%	21%	19%	16%	21%	20%	17%	15%	89 bps	30 bps	183 bps	94 bps
金融科技及企业服务	62.0	230.6	246.3	263.0	62.4	231.3	245.2	261.8	-1%	0%	0%	0%
同比变化%	10%	9%	7%	7%	11%	9%	6%	7%	-84 bps	-36 bps	84 bps	-1 bps
其他	2.6	8.2	8.4	8.7	2.6	7.2	7.5	7.7	0%	13%	13%	13%
净收入总额	196.9	754.3	837.5	912.7	193.6	748.6	817.9	885.1	2%	1%	2%	3%
同比变化%	14%	14%	11%	9%	12%	13%	9%	8%				
毛利润	109.5	423.9	479.5	530.9	108.6	421.5	468.6	513.7	1%	1%	2%	3%
毛利率	55.6%	56.2%	57.3%	58.2%	56.1%	56.3%	57.3%	58.0%	-47 bps	-12 bps	-3 bps	13 bps
同比变化%	21%	21%	13%	11%	20%	21%	11%	10%				
营业收入（非IFRS）	69.0	280.1	319.6	357.9	70.1	279.5	336.9	372.8	-2%	0%	-5%	-4%
经营利润率	35.0%	37.1%	38.2%	39.2%	36.2%	37.3%	41.2%	42.1%	-117 bps	-20 bps	-303 bps	-291 bps
同比变化%	16%	18%	14%	12%	18%	18%	21%	11%				
非IFRS归属于股东净收入	60.9	255.8	287.8	320.0	62.2	251.4	300.2	330.1	-2%	2%	-4%	-3%
净利润率	30.9%	33.9%	34.4%	35.1%	32.1%	33.6%	36.7%	37.3%	-120 bps	33 bps	-234 bps	-223 bps
同比变化%	10%	15%	13%	11%	12%	13%	19%	10%				
非IFRS稀释每股收益（人民币元）	6.59	27.51	30.95	34.41	6.72	27.02	32.26	35.47	-2%	2%	-4%	-3%
同比变化%	12%	17%	13%	11%	14%	15%	19%	10%				

注：美元兑港元汇率：7.77；人民币兑港币汇率：1.10。

资料来源：华兴证券（香港）及华兴证券（美国）预测

估值

我们重申“买入”评级并将 SOTP 目标价从 780.00 港元上调至 820.00 港元，主要是因为我们切换至基于 2026 年预测数据（之前为基于 2025 年预测数据）并考虑到腾讯在 AI 赋能下持续实现稳健增长。以下是我们对 SOTP 估值的拆分以及小幅调整，详见图表 6。

我们对腾讯的 SOTP 估值拆分如下：

- 网络游戏板块为 2.8 万亿港元（原值为 2.7 万亿港元），对应 22 倍 2026 年 P/E（此前基于 25 倍 2025 年 P/E）。
- 社交增值服务板块（剔除视频、音乐、游戏和阅读）估值为 3,900 亿港元，对应 22 倍 2026 年 P/E（原值为 3,380 亿港元，对应 25 倍 2025 年 P/E）。
- 广告板块估值为 1.9 万亿港元（原值为 1.8 万亿港元），基于 22 倍 2026 年 P/E（此前基于 25 倍 2025 年 P/E）。
- 金融科技板块估值为 1.2 万亿港元，基于 6 倍 2026 年 P/S（原值为 1.3 万亿港元，基于 6 倍 2025 年 P/S）。
- 云和其他板块的估值为 5,760 亿港元，基于 10 倍 2026 年 P/S（原值为 4,950 亿港元，基于 10 倍 2025 年 P/S）。
- 内容生态（包括腾讯视频、阅文集团和腾讯音乐）的估值为 1,520 亿港元（原值为 1,820 亿港元），基于各子公司及其可比公司截至 2025 年 11 月 13 日的市值。
- 长期投资（按市场价值或最近一轮融资的隐含价值计算）估值为 12,550 亿港元（原值为 11,540 亿港元），另加 1,120 亿港元的净现金（原值为 810 亿港元）。
- 10%控股公司折价（不变）。

图表 6：腾讯—SOTP 估值

分部加总估值	股权 (%)	2025年分板块 每股收益 (港元)	估值倍数	目标乘数	板块估值 (十亿港元)	板块估值 (十亿美元)	占比%
核心业务							
网络游戏	100%	HK\$13.59	22x	PE	HK\$2,761	US\$355	33%
社交增值服务（剔除游戏、音乐、视频及阅读业务）	100%	1.92	22x	PE	390	50	5%
网络广告（剔除长视频广告）	100%	9.44	22x	PE	1,918	247	23%
金融科技	100%	2.21	6x	PS	1,217	157	15%
云及其他业务	100%	0.10	10x	PS	576	74	7%
核心业务加总 (a)					6,862	883	82%
内容生态加总 (b)					152	19	2%
长期投资成本及市值加总 (c)					1,255	162	15%
净现金 (d)					112	14	1%
公司总估值 (a + b + c + d)			24.2x		8,381	1,079	100%
控股折让 (%)					10%		
稀释流通股数量（百万股）					9,232		
目标价					HKD 820.00		
现价					HKD 656.00		
隐含上行/下行空间 (%)					25%		

注：美元兑港元汇率：7.77；人民币兑港币汇率：1.10。

资料来源：华兴证券（香港）及华兴证券（美国）预测

图表 7: 可比公司估值比较

除非另有说明，当地货币按百万计

代码	公司名称	现价 (当地货币)	市值 (美元)	P/S		收入增速		P/E		净利润率	
				2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
700-HK	腾讯控股	656.00	779,413	7.3x	6.6x	14%	11%	21.8x	19.4x	34%	34%
全球游戏同业											
EA	美国艺电	202.00	53,328	6.6x	6.4x	10%	4%	24.3x	22.6x	27%	28%
TTWO	Take Two	240.34	42,084	6.5x	4.6x	14%	41%	69.2x	28.4x	9%	16%
NTES	网易	142.37	91,988	5.6x	5.0x	12%	11%	15.8x	14.3x	35%	35%
小组均值				6.2x	5.3x	12%	19%	36.4x	21.8x	24%	27%
全球广告同业											
META	Meta Platforms	609.01	1,591,952	8.0x	6.8x	21%	17%	20.0x	16.9x	40%	40%
GOOGL	谷歌	286.71	3,568,679	8.9x	7.8x	15%	14%	27.2x	25.3x	33%	31%
小组均值				8.4x	7.3x	18%	16%	23.6x	21.1x	36%	35%
云服务商同业											
BABA	阿里巴巴	157.91	381,313	2.6x	2.3x	3%	13%	23.1x	18.1x	11%	13%
BIDU	百度	128.94	45,097	2.5x	2.5x	-4%	1%	19.5x	19.0x	13%	13%
小组均值				2.6x	2.4x	0%	7%	21.3x	18.5x	12%	13%

注：腾讯收盘价截至 2025 年 11 月 13 日，其余公司收盘价截至 2025 年 11 月 12 日。腾讯、网易、Meta、谷歌、阿里巴巴、百度为华兴证券（香港）及华兴证券（美国）预测，其余均为 FactSet 一致预期。

资料来源：FactSet，华兴证券（香港）及华兴证券（美国）预测

风险提示

- **宏观环境疲软：**我们对近期宏观环境以及消费者情绪会何等程度改变的可见度较低。广告、金融科技及企业服务的需求可能会因经济放缓而受抑制，从而对腾讯的收入增长产生负面影响。
- **资产变现放缓：**若游戏、视频号及其他新业务的变现速度因为公司自身战略调整或竞争而慢于我们的预期，那么收入增长可能会受不利影响。
- **投资回报低：**若当前对机器学习基础设施及新内容产品的投资未能助力腾讯改进产品，则其中长期经营利润率将受到负面影响。此外，股市波动和宏观风险（包括央行加息）可能导致腾讯联营公司的市值缩水，使得腾讯的净利润承压，并对我们给予腾讯的估值产生负面影响。
- **监管风险：**任何对互联网平台提供的游戏、人工智能基础模型和金融服务的进一步监管限制都可能损害公司的整体收入增长，进而对我们目标价的达成构成风险。
- **竞争：**来自现有及新兴社交平台的潜在竞争威胁可能会导致公司广告板块收入增速放缓。此外，面对激烈的视频竞争以及在其他优质内容平台变现速度相对减慢，腾讯视频和其他数字媒体业务的内容成本可能会持续快速增加，这可能会削弱整体利润率表现，并影响达成我们的目标价。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
互联网增值服务销售收入	319,168	369,014	408,927	439,394
网络广告销售收入	121,374	146,521	173,783	201,601
其他销售收入	219,715	238,791	254,757	271,745
营业收入	660,257	754,325	837,467	912,740
营业成本	(311,011)	(330,475)	(357,971)	(381,858)
毛利润	349,246	423,850	479,496	530,882
管理及销售费用	(149,149)	(177,427)	(200,155)	(216,319)
其中：研发支出	(70,686)	(85,615)	(98,821)	(107,703)
其中：市场营销支出	(36,388)	(40,954)	(45,223)	(48,375)
其中：管理支出	(42,075)	(50,858)	(56,110)	(60,241)
息税前利润	208,099	237,932	284,342	319,563
息税折旧及摊销前利润	197,600	239,625	267,327	289,168
利息收入	16,004	16,381	16,381	16,381
利息支出	(11,981)	(15,313)	(15,313)	(15,313)
税前利润	241,485	269,773	313,410	348,631
所得税	(45,018)	(47,052)	(54,663)	(60,807)
净利润	194,073	216,780	255,746	284,825
调整后息税前利润	237,811	280,120	319,583	357,890
调整后息税折旧及摊销前利润	269,902	336,320	369,355	414,058
调整后净利润	222,703	255,806	287,825	319,990
基本每股收益 (RMB)	20.94	23.84	28.13	31.33
稀释每股调整收益 (RMB)	23.51	27.51	30.95	34.41

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	496,180	814,750	1,214,102	1,649,102
货币资金	132,519	438,210	822,137	1,243,448
应收账款	48,203	71,654	79,552	86,702
存货	440	440	440	440
其他流动资产	315,018	304,446	311,973	318,512
非流动资产	1,284,815	1,227,917	1,104,384	961,571
固定资产	80,185	130,367	127,851	121,246
无形资产	196,127	89,047	(31,971)	(168,178)
商誉	0	0	0	0
其他	681,962	681,962	681,962	681,962
资产	1,780,995	2,042,666	2,318,485	2,610,673
流动负债	396,909	438,085	466,369	488,319
短期借款	52,885	52,885	52,885	52,885
预收账款	0	0	0	0
应付账款	118,712	144,002	158,241	169,597
长期借款	277,107	277,107	277,107	277,107
非流动负债	34,537	34,537	34,537	34,537
负债	727,099	768,275	796,559	818,509
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	892,030	1,112,525	1,360,060	1,630,298
归属于母公司所有者权益	973,548	1,194,043	1,441,578	1,711,816
少数股东权益	80,348	80,348	80,348	80,348
负债及所有者权益	1,780,995	2,042,666	2,318,485	2,610,673

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券（美国）以及华兴证券(香港)预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	194,073	216,780	255,746	284,825
折旧摊销	56,097	64,089	71,153	77,549
利息（收入）/支出	(4,023)	(1,068)	(1,068)	(1,068)
其他非现金科目	27,230	35,080	34,336	37,422
其他	82,976	91,939	106,980	124,676
营运资本变动	17,479	28,297	12,859	8,260
经营活动产生的现金流量	373,832	435,118	480,007	531,664
资本支出	(76,800)	(98,062)	(53,532)	(58,344)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(76,800)	(98,062)	(53,532)	(58,344)
股利支出	(32,147)	(31,365)	(42,548)	(52,009)
债务筹集（偿还）	0	0	0	0
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	(32,147)	(31,365)	(42,548)	(52,009)
现金及现金等价物净增加额	264,885	305,691	383,927	421,311
自由现金流	450,632	533,181	533,539	590,008

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
手游收入（百万人民币）	183,834	220,969	245,275	262,445
PC端游戏收入（百万人民币）	52,934	62,990	73,068	81,837
社交广告收入（百万人民币）	109,105	133,761	160,513	187,800

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	8.4	14.2	11.0	9.0
毛利润	19.2	21.4	13.1	10.7
息税折旧及摊销前利润	10.0	21.3	11.6	8.2
调整后息税折旧及摊销前利润	14.6	24.6	9.8	12.1
净利润	68.4	11.7	18.0	11.4
调整后净利润	41.2	14.9	12.5	11.2
稀释每股调整收益	71.8	13.9	18.0	11.4
调整后稀释每股调整收益	44.0	17.0	12.5	11.2
盈利率 (%)				
毛利率	52.9	56.2	57.3	58.2
息税折旧摊销前利润率	29.9	31.8	31.9	31.7
调整后息税折旧摊销前利润率	40.9	44.6	44.1	45.4
息税前利润率	31.5	31.5	34.0	35.0
调整后息税前利润率	36.0	37.1	38.2	39.2
净利率	29.4	28.7	30.5	31.2
调整后净利率	33.7	33.9	34.4	35.1
净资产收益率	19.9	18.2	17.7	16.6
总资产收益率	10.9	10.6	11.0	10.9
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.3	1.9	2.6	3.4
速动比率	1.2	1.9	2.6	3.4
估值比率 (x)				
市盈率	14.0	21.8	19.4	17.4
市净率	3.1	4.6	3.8	3.2
市销率	8.4	7.3	6.6	6.1
企业价值倍数	12.8	15.1	12.7	10.3
调整后企业价值倍数	12.8	15.1	12.7	10.3

附录

分析师声明

本人季迪英（CFA 持证人）、张译文（CFA 持证人）兹此证明，本报告所表述的任何观点均准确地反映了本人个人对本报告所提及证券或发行人的观点。此外，本人报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均未及不会与本报告中所表述的具体建议或观点直接或间接相关。

重要信息披露

香港分发的法律实体披露

华兴证券（香港）有限公司（“华兴证券（香港）”）获证券及期货事务监察委员会发牌从事证券交易、就证券提供意见及就机构融资提供意见的受规管活动。华兴证券（香港）的地址为香港九龙柯士甸道西 1 号环球贸易广场 81 楼 8107-08 室。本报告在香港由华兴证券（香港）负责分发。

在香港分发：本报告仅为业务涉及以主事人或代理人身份购买、出售或持有证券的专业投资者（定义见《香港证券及期货条例》（香港法例第 571 章））撰写。专业投资者以外的任何人士并非本报告的预期披露对象，亦不应依赖本报告。有关本报告的所有相关事宜及疑问，香港的专业投资者请直接联系华兴证券（香港）。

以下内容由华兴证券（香港）根据《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》（“证监会操守准则”）第 16 段的规定披露，下文以粗体字显示的术语与证监会操守准则第 16 段所定义者具有相同含义。您可登陆 www.sfc.hk 查阅证监会操守准则全文：<https://www.sfc.hk/en/>。

分析师利益冲突

就撰写本报告的分析师而言，其报酬受多种因素影响，包括分析的质量和准确性、内部/客户反馈及公司的整体收入（包括投资银行业务的收入）。本报告的分析师不会从特定投资银行交易的收入中获取报酬。

公司特定监管披露

在未来 3 个月，华兴资本预计因提供投资银行服务而从下列公司收取或有意向从该等公司收取报酬：腾讯控股（700 HK）

华兴资本将其股票评级分为“买入”、“持有”及“卖出”。详情请见下文“股票评级和释义”及“行业评级及释义”。

股票评级和释义：公司评级：“买入”、“持有”和“卖出”评级的时间跨度为刊发初次覆盖评级或后续评级/标的公司发布目标价变动报告起的 12-18 个月。以下为 2019 年 12 月 31 日更新的评级释义：

买入--标的公司股价的预期回报有望在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限内优于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

持有--标的公司的股价预期不会在上述指定期限较标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）出现较大增幅或降幅。

卖出--标公司股价的预期回报可能在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限逊于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

暂未评级--华兴资本由于缺乏足够的基本面支撑或由于法律、监管或政策原因已暂停标的公司股票的评级及目标价（如适用）。过往评级及目标价（如适用）不应再加以依赖。“未评级”不代表推荐意见或评级。

未覆盖--华兴资本尚未就其刊发研究报告的公司。

板块评级和释义：根据情况给予所覆盖板块“增持”、“中性”或“减持”评级，评级期间为报告刊发日期起 12-18 个月。截至 2019 年 1 月 19 日，各类评级的含义如下：

增持--预期板块表现将优于相关市场。**中性**--预期板块表现将持平相关市场。**减持**--预期板块表现将逊于相关市场。

一般披露

本报告仅供机构投资者及认可投资者使用。如您并非本报告的预期接收者，务请即刻通知并将本报告直接交还华兴资本。

除了与华兴资本有关的披露，本报告的内容基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们概不保证本报告所含信息的准确性、完整性或新近度，华兴资本亦没有责任更新本报告所含观点或其它信息。本报告中的信息、观点、估算或预测均截至本报告的发表日期，且可能在未经事先通知的情况下而予以调整。我们会适时地更新我们刊发的研究报告，但各种监管规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，大部分文件将视情况不定期刊发。

我们已与研究范围内相当多的公司建立起投资银行及其他业务关系。

我们的销售人员、交易员及其他专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本报告中的观点截然相反的口头或书面的市场评论或交易策略。我们的资产管理部门和投资业务部门可能会作出与本报告中的建议或表达的观点不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已与包括华兴资本销售人员及交易员在内的我们的客户不时地展开讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的股权证券的市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师已发布的股票目标价预期相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于本报告描述的覆盖范围内股票的回报潜力。

我们及我们的联属机构、高级职员、董事和雇员，不包括本报告中署名的分析师，可能不时地在本报告所提及的证券或衍生工具（如有）中持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的主事人，或买卖上述证券或衍生工具。

第三方演讲嘉宾（包括华兴资本的其它部门人员）在华兴资本组织的会议上所阐述的观点不一定反映研究团队的观点，也并非华兴资本的正式观点。

本报告提及的任何第三方（包括销售人员、交易员及其他专业人员或彼等的家庭成员）可能会在报告提及的产品中持有头寸，与本报告署名分析师的观点不一致。

本报告不构成任何证券或相关金融工具的出售要约或购买要约邀请。本报告中所讨论的证券及相关金融工具可能不具备在所有司法管辖区及/或面向所有类型的投资者分发或出售的资格。本报告仅供参考，不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会出现波动。过往业绩对未来表现不具指导意义，无法保证未来回报，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或这些投资带来的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者应当参阅从华兴资本销售代表处取得的或通过访问 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 获取的当前期权披露文件。

对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网站上并向所有客户同步提供。华兴资本不会将所有研究内容再次分发至客户或第三方整合者，也不会对第三方整合者再次分发我方研究报告的行为负责。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您在华兴资本的销售代表。

未经华兴资本书面同意，不得重印或以任何形式再次分发本报告的任何部分。华兴资本明确禁止通过互联网或以其他方式再次分发本报告，且不对第三方的再次分发行为承担责任。

© 2023.华兴资本.

华兴资本保留所有权利。未经华兴资本事先书面许可，不得出售、翻印或再次分发本报告或本报告的任何部分。

【转发声明】

本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）对应的英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）是由华兴证券（香港）有限公司（以下简称为“华兴证券（香港）”）分析师以英文撰写并在香港发布，本报告是由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”或“华兴证券”）依据《证券基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》的有关要求，将转发许可范围内的英文报告翻译成中文在内地发布。本公司已与华兴证券（香港）就授权转发此类报告之事达成协议，并根据《证券基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》相关要求报送中国证券监督管理委员会派出机构备案。本公司并无义务在转发许可范围内转发华兴证券（香港）发表的全部英文报告。

本公司已告知华兴证券（香港）分析师关于审慎使用陈述性事实信息的相关要求，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证，该等信息并未考虑到本报告接收人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供其参考之用，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅供本公司的特定授权客户使用，本公司对依法授权转发证券研究报告的内容和转发行为仅对本公司授权客户负责。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载本报告的全部或部分，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【审核声明】

本报告发布前已经过本公司证券分析师审核。负责审核的华兴证券分析师就本报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，确认以勤勉的职业态度，独立、客观地进行审核，并未因审核本报告得到直接或间接补偿。

【特别声明】

华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）为华兴证券有限公司的关联方，其持有华兴证券有限公司控股股东华兴金融服务（香港）有限公司 100% 的股权，为华兴证券有限公司的间接控股股东。

注意：本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）中，并未包含本公司转发机制未覆盖个股投资分析意见的相关内容（如适用），以及受华兴证券（香港）有关授权协议约束无法转发的 ESG Scorecard 内容。同时，本报告未包含华兴证券（香港）分析师撰写的原英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）附录中关于在香港以外地区合法发布英文报告所需披露的分析师声明、法律实体情况、特定国家及地区的情况、评级及投资银行服务的分布情况、目标公司过往的评级、股价、目标价等内容，并且本报告与英文报告中由系统自动生成的数据可能存在不一致。此外，由于本报告转发过程中可能存在一定延时，华兴证券（香港）可能已发布关于原英文报告更新版本的研究材料（根据相关法律法规，该等研究材料尚待翻译成中文并定稿）。

关于本次转发的中文报告，您可向华兴证券有限公司咨询以获取更多信息。

公司地址：上海市虹口区东大名路 1089 号北外滩来福士东塔 2301。

联系电话：400-156-8888