

买入

2025 年 12 月 19 日

腾讯全球化深耕：前瞻布局游戏潜力赛道，云基建突围东南亚

► **中国游戏出海迎来“结构性机遇”**：首席战略官 James Mitchell 在策略会上指出，市场长期低估了中国工作室相对于西方大厂的“生产力代差”。凭借大规模协作的“工程师红利”及成熟的 GaaS（长线运营）经验，中国团队在 UE5 和 AI 技术应用上更为激进，已建立起结构性优势。未来腾讯将超越单纯的产品发行，转向“技能输出”，即把 GaaS 经验和技术中台赋能给全球被投公司，并利用“西方题材+中国效率”的融合模式抢占全球份额。

► **精准卡位射击品类代际更替，以“小注”博弈全球增量**：管理层在策略会上重申射击品类的基石地位。公司敏锐捕捉到市场正从成熟的“大逃杀”（占比 40%）向高潜力的“撤离类”（占比 10%但增长潜力巨大）演变。腾讯采取下小注策略，在新兴市场（如中东）利用基础设施快速渗透，一旦机会出现即全力投入。目前已通过自研大作《三角洲行动》及与育碧合作的《彩虹六号》手游，提前锁定了下一代射击玩法的核心入口。

► **AI 重塑工业化管线，“工程师红利”构建生产力代差**：光子工作室群披露 AI 技术已深度重塑研发全链路：2D 美术与代码生成效率提升超过 50%，最复杂的 3D 角色制作成本降低 8%，Demo 制作周期从数月缩短至几周，大幅降低了玩法试错成本。同时，AI 并非仅用于降本，更能创造新体验——《和平精英》推出的 AI 队友“花傲天”上线一周即获 269 万 DAU，验证了 AI 对用户留存的直接拉动作用。大规模协作的“工程师红利”与 AI 技术的激进应用，使中国工作室相对于受困于预算的西方大厂建立了结构性优势。

► **云业务出海：以“高标准基建+垂直能力”突围东南亚，斩获标杆客户**：腾讯云在印尼（雅加达）与泰国等地建立 3AZ（三可用区）高标准数据中心，凭借国内磨练的高并发技术，成功承接 GoTo 集团（旗下 Gojek 核心业务全量迁移）等行业巨头的关键订单，完成了东南亚规模最大的迁云实践。其核心壁垒在于解决跨境数据传输的低延迟痛点及 AI 基础设施的软硬结合优化。虽然缺乏微信的海外 C 端入口，但依托对投资生态及强大的游戏泛娱乐网络，腾讯云通过“资本+技术”的双重纽带，在 AWS 与 Google 占据主导的市场中实现了差异化突围。

► **目标价 790 港元，买入评级**：综合分析，考虑到游戏业务在新赛道的先发优势，以及云业务在海外市场跑通“大客户驱动”的高质量增长模型，我们对公司 2026 年的收入与利润增速保持乐观。AI 技术全链路落地带来的降本增效，将进一步释放利润弹性。收入和经营利润预测采用 2026 年的预测数据，计算得出目标价为 790 港元，较上一收盘价有 31%上升空间，维持买入评级。

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

吕彦辛

852-25321539

Alexandra.lyu@firstshanghai.com.hk

主要数据

| | |
|---------|---|
| 行业 | TMT |
| 股价 | 605 港元 |
| 目标价 | 790 港元 (+31%) |
| 股票代码 | 700 |
| 已发行股本 | 91.31 亿股 |
| 市值 | 5.524 万亿港元 |
| 52 周高/低 | 683/360.3 港元 |
| 每股净资产 | 141.5 元人民币 |
| 主要股东 | Naspers Ltd (23.3%) 马化腾 (7.86%) Vanguard (2.92%) Blackrock (2.72%) 挪威银行 (1.44%) |

盈利摘要

| 盈利摘要 | | | | | |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 截至12月31日止财政年度 | 23年实际 | 24年实际 | 25年预测 | 26年预测 | 27年预测 |
| 总营业收入（人民币百万元） | 609,015 | 660,257 | 754,848 | 828,416 | 904,474 |
| 变动 | 9.82% | 8.41% | 14.33% | 9.75% | 9.18% |
| 经调整净利润 | 157,688 | 222,703 | 263,968 | 302,520 | 339,406 |
| 变动 | 36.35% | 41.23% | 18.53% | 14.60% | 12.19% |
| 经调整每股盈利（人民币元） | 16.41 | 23.67 | 28.36 | 32.68 | 36.86 |
| 变动 | 37.55% | 44.25% | 19.80% | 15.22% | 12.80% |
| 股息 | 3.40 | 4.50 | 5.00 | 5.60 | 6.20 |
| 市盈率605港元（倍） | 33.73 | 23.38 | 19.52 | 16.94 | 15.02 |

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：Bloomberg

全球化深耕与 AI 基建突围：腾讯游戏与云业务的增长新蓝图

2025 年 12 月 14 日，腾讯举办投资者会议，聚焦公司在射击品类迭代、AI 工业化应用及云业务出海等方面的最新布局。腾讯首席战略官、腾讯互娱副总经理、光子工作室群负责人及腾讯云国际副总裁等高管参与了会议，全面解读了腾讯在出海核心战场的战略与未来方向。

游戏业务战略洞察：中国游戏出海的“结构性机遇”

中国游戏出海正从“内容追赶”转向“效率与模式输出”的结构性红利期，在腾讯生态赋能下形成可持续放量的全球竞争优势。

腾讯首席战略官 James Mitchell 在会议上对中国游戏产业的全球竞争力做出了全新的战略研判。他指出，中国游戏出海已超越单纯的产品输出阶段，正在迎来基于生产力代差与模式融合的结构性机遇。

首先，市场长期存在的关于中国游戏公司仍在追赶西方 3A 大厂的认知亟需纠偏。James 强调，实际情况已发生逆转，中国工作室已建立起显著的结构性生产力优势。相比于当前受困于预算削减与裁员潮的西方大厂，中国团队拥有大规模协同的“工程师红利”以及经过国内激烈竞争验证的“长线运营（GaaS）”能力。更重要的是，中国团队在采用虚幻引擎 5（UE5）及 AI 技术方面更为激进，这种对前沿技术应用速度的差异，正在迅速拉大双方的生产力差距，使中国厂商在工业化产能上具备了压倒性优势。

其次，中国开发者的能力边界正在快速拓展，呈现出“文化融合创新”的新趋势。James 指出，中国工作室不再局限于本土题材，而是展现出驾驭全球顶级 IP 的能力，他们成功将科幻、现代战争等西方流行题材与中国高效的 F2P（免费游玩）商业模式完美结合。腾讯自研的《三角洲行动》正是这一模式的典型代表——由中国团队开发、具有全球顶级品质的西方 IP 续作，证明了“西方题材+中国效率”在全球市场的可行性。

最后，在投资视野与集团赋能方面，James 强调了被市场忽视的价值洼地与腾讯的生态角色。他特别指出，泰国等部分区域市场被严重低估，其在腾讯游戏体系中的实际贡献规模已接近韩国；而以 Roblox 为代表的“平台+UGC”模式也为高品质内容提供了新的结合路径。与此同时，腾讯对全球生态的支持已升级为全方位的“技能与技术输出”。公司不仅向被投企业分享沉淀多年的 GaaS 运营经验以提升其长线生命力，还利用反外挂、服务器架构等通用技术中台支持全球工作室，通过降低重复建设成本来确立独特的技术生态位。

我们认为，James 对“结构性机遇”的判断，本质上是在重估中国游戏产业在全球内容工业体系中的位置——即从“内容追随者”转向“高效率内容供给方”。这一变化并非由单一爆款驱动，而是由工程化能力、组织规模与技术应用速度共同构成的系统性优势，其持续性明显强于以往的周期性出海红利。

射击品类策略深度解析：锁定“第四代”玩法变革

而腾讯依托全球发行、自研进化与前瞻投资三位一体能力，有望在这一结构性变革中率先放量并持续占位。

腾讯互娱副总经理 Nachuan Li 在会中详细阐述了公司在全球最大游戏品类——射击游戏上的战略布局，指出该品类作为行业最大的细分领域，预计在 2025 年将达到约 380 亿美元的市场规模，且其增长主要由头部内容驱动。回顾品类发展史，从 2000 年代初得益于 3D 显卡技术诞生的《毁灭战士》与《荣誉勋章》，到 2010 年代西方《使命召唤》与东方《穿越火线》的确立，再到 2017 年起“大逃杀”玩法将市场推向新高度，射击游戏始终处于动态演进中。值得注意的是，移动平台的普及曾一度将该品类的大众市场份额推高至 40%-50%，而近期随着《三角洲行动》等跨平台产品的出现，部分玩家为追求高性能体验正呈现回流 PC 端的趋势。

腾讯的核心视角不仅仅关注游戏产品本身，而是聚焦于每 5 到 10 年发生一次的顶级玩法迭代。行业经历了受限于网络技术的早期 PvE 时代、互联网基建完善后的 PvP 竞技时代，以及强调社交与涌现式体验的大逃杀时代。目前，腾讯判定行业正迈入第四个阶段——“撤离类”时代。这一新兴玩法结合了射击体验与局内的收集、成长及博弈要素，玩家不再以单纯击杀为唯一胜利条件，其丰富的长期成长要素极大地提高了游戏的可重玩性。尽管目前撤离类仅占市场份额的 10%，但腾讯认为其具备巨大的长线增长空间。

在区域市场策略上，腾讯展现了深刻的差异化洞察。西方市场受好莱坞电影工业与顶尖技术积淀的影响，仍由 PC 和主机主导，竞争极为激烈。中国市场虽然由移动端驱动，但玩家日益看重长线运营与社交竞技，且近期对结合了“肝”与收集要素的撤离类游戏表现出浓厚兴趣，这与 MMO 玩家的偏好有异曲同工之妙。针对新兴市场，腾讯采取了灵活的“下小注”策略，即平时进行低成本试探，一旦发现如 2018 年沙特娱乐市场解禁这样的结构性机会，便迅速全力投入，从零建立基础设施，成功将《PUBG Mobile》打造为当地的国民级游戏。

支撑这一战略的是腾讯长期积累的三大核心能力。首先是发行能力，从早期代理《穿越火线》打破市场质疑，到通过《PUBG Mobile》积累全球发行经验，公司已建立起成熟的本地化网络。其次是研发能力，腾讯经历了从向动视等巨头学习联合开发，到如今具备自研顶级 IP 实力的进化，琳琅天上团队开发的《三角洲行动》便是力证。最后是投资能力，腾讯将投资视为地图上的“侦查守卫”，旨在看清市场全貌并连接最佳团队，正是这种早期识别能力帮助公司抓住了 DayZ 模组与大逃杀玩法的爆发先机。展望未来，即便已占据主导地位，腾讯仍将激进扩张，重点布局撤离类储备产品，并与育碧合作推进《彩虹六号》手游在战术射击领域的落地。

从投资视角看，我们认为“撤离类”并非对传统射击品类的简单替代，而更接近一次付费深度与生命周期结构的升级。更长的留存曲线与成长体系，使该品类更适配 GaaS 模式，也更有利于头部厂商形成内容与运营的双重壁垒。腾讯在该阶段的提前卡位，意味着其在未来射击品类中的收入稳定性与可预测性有望进一步提升。

AI 技术应用深度解析：从全链路提效到原生体验重塑

腾讯光子对 AI 的应用已从“研发工具”跃迁为“体验内核”——通过全链路工业化提效显著降低内容生产成本，同时以 AI 队友、AI 教练与智能反作弊重塑玩家交互范式，并正沿着“AI 原生游戏”的方向，系统性拓展下一代游戏体验边界。

光子工作室群负责人 Cilight Yang 在会议上详细展示了 AI 技术在游戏研发与运营中的深度应用。作为腾讯 AI 战略的先行者，拥有超 4000 名员工和 4 亿月活用户的光子工作室群早在 2018 年便在《PUBG Mobile》中应用了 AI，如今更是实现了研发全链路的 AI 加持，从工业化制造到玩家体验进行了彻底的重塑。

一、 重塑游戏制造：全链路的工业化提效

AI 已成为光子显著的提效引擎，实质性地降低了试错成本与生产门槛。数据显示，AI 辅助工具已使 2D 美术资产生产和代码编写的效率提升超过 50%；在成本最高的 3D 建模环节，单角色制作成本降低 8%，日均产能实现翻倍。会议展示了多项自研工具的突破性成果：动作生成工具能将高质量动画制作时间从“天”级缩短至“分钟”级；场景生成工具可将以前需耗时数月的手绘地形搭建压缩至分钟级产出；而利用 AI 快速搭建白模和关卡的 Demo 制作流程，更是将制作周期从数月大幅缩短至几周，让团队能以更低成本探索更多创新玩法。

二、 重塑玩家体验：从教学辅助到情感陪伴

AI 正从后台走向前台，为玩家提供更具沉浸感和个性化的交互体验。以《和平精英》为例，推出的拟人化 AI 队友“花傲天”不仅具备语音交流与战术配合能力，还能记忆玩家偏好（如枪械、水果喜好）并提供情感陪伴。该功能上线一周即录得

269 万 DAU，主动交互次数高达 840 亿次，充分验证了 AI 社交伙伴的市场潜力。在竞技品类中，AI 同样发挥了关键作用：《英雄联盟手游》的 AI 教练有效帮助新手度过适应期，使新手阶段留存率提升超过 10%；而基于多模态大模型的反外挂系统，则通过分析对局视频，有效解决了传统手段难以判定的“演技派”作弊痛点。

三、未来愿景：探索 AI 原生游戏

Cilight 强调，AI 对于腾讯而言不仅仅是提效工具，更已渗透进工作室的血液。未来，光子将持续探索“AI 原生游戏”，无论是在智能体世界的构建还是 UGC 内容创新方向，都将利用 AI 技术拓展游戏体验的边界，这是一条没有终点的长期演进之路。

我们认为，AI 对腾讯游戏业务的核心价值并不止于阶段性的降本增效，而在于显著抬升早期内容试错的成功率。当研发资源从“验证 1 个方向”升级为“并行验证 10-20 个方向”时，爆款概率的提升将对中长期内容供给与盈利能力产生非线性影响，这也是头部厂商相对于中小团队的结构优势所在。

全球发行策略深度解析：从“闪电战”到精细化深耕

腾讯全球发行的核心方法论，是在关键玩法窗口期以“速度优先”的闪电战抢占先机，并在长期运营中通过重资产区域基建、深度本地化与对 IP 内核的专业尊重，实现从单点爆款到全球市场精细化深耕、难以复制的发行体系升级。

腾讯游戏全球发行负责人、在公司服务 22 年的资深高管 Vincent Wang，通过复盘《PUBG Mobile》的现象级成功与全球区域市场的深耕细节，揭示了腾讯如何构建起一套难以复制的全球发行体系。

一、《PUBG Mobile》：速度即生命

回顾《PUBG Mobile》的成功，Vincent 将其定义为一次“研发奇迹”与“全球闪击”的胜利。在研发端，项目于 2017 年 11 月签约后，仅用时 5 个月便在 2018 年春节后上线中国市场，这得益于光子与天美两个顶尖工作室的内部赛马机制，最终光子团队凭借极致的还原度胜出。在发行端，为了抢占大逃杀玩法的时间窗口，团队采取了极度激进的策略——在未进行预注册和平台充分沟通的情况下直接全球上线。尽管这一非常规操作起初引发了渠道方的不满，但最终的市场表现证明，在玩法迭代的关键期，“速度”是压倒一切的战略要素。

二、区域化深耕：做“难而正确”的事

腾讯在海外市场的成功，建立在对被忽视市场的深度基建与极致适配上。

中东（MENA）破冰：在中东市场尚无公有云基础设施的早期阶段，腾讯不仅通过谈判推动云厂商在当地建立数据中心，还解决了阿拉伯语从右向左的复杂排版难题，成为第一家真正“插旗”中东的游戏巨头。

印度适配：针对当时印度市场主流包体仅 20-25MB 的硬件限制，腾讯将 700MB 的游戏包体进行了极致压缩，并配合当地运营商的免流量策略，成功打破了硬件门槛，打开了这一海量用户市场。

三、本地化与 IP 合作：文化共情

真正的本地化不仅是语言翻译，更是文化尊重。Vincent 举例道，在斋月（Ramadan）期间，腾讯会在穆斯林地区推出专属活动，而在非穆斯林地区则将其灵活包装为“黄金月（Golden Month）”，既保留了福利体系，又规避了宗教敏感性。在 IP 合作方面，腾讯通过对 IP 内核的深刻理解赢得了合作伙伴的尊重。在与《龙珠》合作时，版权方看重的并非金钱，而是腾讯是否真正懂 IP（如考察恐龙与龙珠的集数关联），这种专业度为腾讯在全球建立了卓越的行业口碑。

四、赋能被投工作室：不仅是发行商

腾讯对被投公司的支持超越了传统发行商（Publisher）的角色，更像是一个不干涉制作的“战略合作人”。以《流放之路》（Path of Exile）的开发商 GGG 为例，腾讯尊重其硬核小团队的独立性，仅在关键环节提供建议，如优化复杂的技能树显示体系。同时，腾讯利用自身影响力，邀请著名钢琴家朗朗（PoE 硬核玩家）担任品牌大使，以极低成本实现了破圈传播。此外，腾讯还敏锐发掘了巴西这一被忽视的粉丝市场，协助 GGG 进行本地化推广，最终推动当地销售额实现了 3-5 倍的爆发式增长。

我们认为，AI 对腾讯游戏业务的核心价值并不止于阶段性的降本增效，而在于显著抬升早期内容试错的成功率。当研发资源从“验证 1 个方向”升级为“并行验证 10-20 个方向”时，爆款概率的提升将对中长期内容供给与盈利能力产生非线性影响，这也是头部厂商相对于中小团队的结构优势所在。

未来展望与管理层对话：解码创新机制与 AI 长期价值

腾讯的长期创新逻辑在于以长期主义捕捉玩法周期、用 AI 将“降本”转化为指数级试错能力，并通过国内工程化与海外创意的双向协同，叠加 GaaS 长线运营与女性用户扩容，构建可持续、跨周期的全球增长引擎。

在随后的问答环节中，管理层就市场最关心的产品创新逻辑、AI 技术的真实商业影响以及全球组织协同等长远议题进行了深度拆解。

一、爆款识别论：长期主义与“地域套利”

面对射击品类每 5 年一次的玩法迭代周期，腾讯展示了一套成熟的“捕获机制”。管理层强调，爆款的诞生短期难以预测，因此公司坚持“识别独特体验 -> 锁定最佳团队 -> 长期陪伴”的链条。例如，对大逃杀机会的捕捉源于早期对 DayZ 模组作者及 PUBG 之父的投资。除了玩法演变，腾讯还高度重视“地域套利”策略，即把西方成熟的玩法（如战术射击）带入尚待爆发的中国市场，或将中国擅长的品类（如策略游戏）输出海外。同时，Roblox 等平台上涌现的微创新（如“躲猫猫”模式）也是公司密切关注的灵感来源。管理层特别指出，腾讯近两年的海外爆发并非突发奇迹，而是 5-10 年前长期投资（如 Supercell、PUBG）带来的滞后效应回报。

二、AI 战略辩证：从“降本”到“试错质变”

针对市场关注的 AI 效率问题，管理层澄清了核心逻辑：AI 带来的效率提升（如 2D/代码效率提升 50%）及成本下降（单角色制作成本降 8%），其省下的资源绝不会被闲置，而是被重新投入到更大规模的“早期试错”中。以前受限于产能只能验证 1 个方向，现在利用 AI 快速制作 Demo，团队可以同时试错 10-20 个方向并邀请职业选手测试。虽然 AI 降低了行业门槛，让小团队具备挑战大厂的能力，但这反过来会倒逼大厂追求更高的品质上限。关于“世界模型（World Model）”，管理层保持理性，认为目前 LLM 缺乏物理一致性，真正的突破可能还需 3-5 年的算力积累，不会一蹴而就。

三、全球协同：工程师红利与创意的互补

在“国内出海”与“收购海外”的路径选择上，腾讯定义了清晰的互补关系。国内团队的护城河在于“工程师红利”、数据驱动及长线运营（GaaS/Live Ops）经验，这在《鸣潮》等产品中已得到验证；而海外团队的优势在于创意、审美及全球文化理解。腾讯的打法是“双向赋能”：一方面帮助海外团队补齐手游化与服务器基建短板（如协助《流放之路》开发商 GGG），另一方面利用海外团队提升国内产品的全球化审美，实现 1+1>2 的协同效应。

四、结构性增长点：GaaS 壁垒与女性用户 管理层重申，“游戏即服务”（GaaS）是腾讯相对于西方大厂（如索尼《Concord》失败案例）最显著的基因优势。此外，女性玩家被视为关键的增量市场。以《Valorant》为例，其成功在很大程度上归功于通过画风与角色设计赢得了大量女性用户。管理层认为，在未来的存量竞争

中，谁能通过包容性设计赢得女性用户，谁就掌握了市场增量的主动权。

腾讯云国际业务策略深度解析：基建先行与垂直突围

腾讯云国际化的核心打法，是以高规格本地基础设施抢占信任门槛、以垂直行业 know-how 与高效率 AI Infra 实现差异化突围，在东南亚承接中国企业出海与本地数字化升级的双重结构性红利。

腾讯云亚太区副总裁 Jimmy Chen 在会议上详细阐述了公司在东南亚市场的扩张路径与竞争策略。作为一位在东南亚拥有深厚根基的管理者，Jimmy 指出腾讯云正通过“高标准基建+垂直领域差异化”的组合拳，在强敌环伺的市场中撕开缺口。

首先，基础设施的激进扩张是赢得信任的基石。过去两年，腾讯云在泰国和印尼的布局速度惊人，均建立了包含三个可用区（3AZ）的高等级数据中心架构。这种最高等级的拓扑结构不仅是服务 GoTo、正大集团等大型企业的硬性门槛，也为进入对稳定性要求极高的金融服务（FSI）市场奠定了物理基础。特别是对于拥有丰富电力资源的锁定，使得腾讯云相比部分面临电力短缺的竞争对手拥有了更强的供应稳定性。

在客户突破方面，腾讯云成功树立了“以技术换市场”的标杆案例。在印尼，腾讯云击败了 Google Cloud，成功将印尼最大互联网平台 GoTo 的按需服务（网约车与外卖）实现了 100% 的全量迁移。这一胜利的关键在于直击客户痛点：通过将数据从境外迁回印尼本地数据中心，使每笔交易延迟降低了 30 毫秒，显著提升了 5000 万用户的体验，同时提供了优于竞对的性价比。在泰国，腾讯云击败了国内同行的竞争，承载了正大集团（CP Group）旗下莲花超市与万客隆的数字化底座，证明了其在传统实体巨头数字化转型中的服务能力。这种由大客户（KA）驱动的策略，不仅建立了市场信誉，更为基础设施建设分摊了成本，从而带动中小客户（SME）的自然跟随。

面对全球云巨头的竞争，腾讯云确立了清晰的差异化护城河。不同于单纯的价格战，腾讯云主打“垂直领域经验”与“AI 基础设施效率”。在媒体服务领域，依托全球排名第一的媒体云能力，腾讯云支持了泰国英超联赛的高清转播；在金融科技领域，则输出国内应对春节红包级高并发的成熟经验。在 AI 领域，腾讯云避开了单纯租赁 GPU 的低毛利陷阱，转而销售经过软硬结合优化的“AI 基础设施层（AI Infra）”，在同等硬件条件下将 Token 产出效率提升 30%-40%。此外，针对东南亚程序员短缺的现状，AI 代码工具 Code Body 正成为加速企业云迁移的重要抓手。

展望未来，管理层认为东南亚正处于从基础设施向应用层转型的关键期。随着基础设施的完善，预计未来 12-24 个月将迎来 AI 驱动的新一代 SaaS 爆发潮。同时，“数据+AI”的务实应用场景（如零售业的实时商业洞察）将取代实验室式的 AI 探索，成为新的增长点。作为拥有后发优势的“迟来先行者”，腾讯云将继续利用高性价比与本地化合规优势，承接中国企业出海与本地数字化转型的双重红利。

市场对腾讯云的核心分歧在于其海外业务是否具备规模化潜力。我们认为，腾讯云国际化并非与 AWS、Azure 展开正面通用云竞争，而是通过高标准本地基建 + 垂直行业 know-how 切入对稳定性、合规性要求极高的核心场景。该路径决定了其增长特征更偏向高质量、低波动、客户粘性强的“基础设施型扩张”，而非追求短期份额的价格战模式。

目标价 790 港元，买入评级

综合分析，考虑到游戏业务在新赛道的先发优势，以及云业务在海外市场跑通“大客户驱动”的高质量增长模型，我们对公司未来收入与利润增速保持乐观。AI 技术全链路落地带来的降本增效，将进一步释放利润弹性。

我们长期看好公司各项业务在未来的发展。持股公司估值采用公司披露的截至 2025 年 9 月 30 日的市值数据，并作 0.8 的折扣系数。收入和经营利润预测采用 2026 年的预测数据，计算得出目标价为 790 港元，较上一收盘价有 31% 的上升空间，维持买入评级。

图表 1：分部估值结果

| 2026 | 增值服务 | 广告业务 | 金融科技和企业服务 | 其他业务 |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|---------|
| 收入（百万） | 399,404 | 171,655 | 248,465 | 8,893 |
| 预计经营利润率 | 38.7% | 35.7% | 28.7% | -7.2% |
| 分部经营利润（百万） | 154,588 | 61,289 | 71,321 | -643 |
| 经营利润（百万） | 286,556 | | | |
| 分部平均估值中枢 | PE:15X | PE:18X | PS:10X | |
| 估值结果 | 2,380,663 | 1,103,205 | 2,602,171 | |
| 核心业务总估值（百万） | 6,086,039 | | | |
| SOTP调整系数 | 1.0 | | | |
| 调整后总估值（百万） | 6,086,039 | | | |
| 主要持股上市公司合计市值（0.8折扣系数） | | | | 640,800 |
| 总估值（百万） | 6,726,839 | | | |
| 摊薄后股份数（百万） | 9,308 | | | |
| 每股目标价（人民币） | 723 | | | |
| HKD/RMB | 0.91 | | | |
| 每股目标价（港元） | 790.0 | | | |

资料来源：第一上海预测

附录 1：主要财务报表

| 损益表 | | | | | |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日> | | | | | |
| | 2022年 实际 | 2023年 实际 | 2024年 预测 | 2025年 预测 | 2026年 预测 |
| 收入 | 554,552 | 609,015 | 659,236 | 718,582 | 776,624 |
| 毛利 | 238,746 | 293,109 | 348,998 | 385,841 | 419,877 |
| 其他业务净额 | 8,006 | 4,701 | 8,538 | 12,782 | 12,981 |
| 销售及管理费用 | (135,925) | (137,736) | (146,904) | (156,925) | (166,198) |
| 营运收入 | 110,827 | 160,074 | 210,633 | 241,698 | 266,660 |
| 财务开支 | 115,527 | (4,550) | 6,170 | 1,999 | 2,160 |
| 联营公司等 | (16,129) | 5,800 | 22,094 | 25,869 | 27,959 |
| 税前盈利 | 210,225 | 161,324 | 238,897 | 269,565 | 297,613 |
| 所得税 | (21,516) | (43,276) | (41,822) | (38,152) | (42,122) |
| 净利润 | 188,709 | 118,048 | 197,074 | 231,413 | 255,491 |
| 少数股东应占利润 | 466 | 2,832 | 2,977 | 3,228 | 3,564 |
| 本公司股东应占利润 | 188,243 | 115,216 | 194,097 | 228,185 | 251,927 |
| 折旧及摊销 | 61,216 | 59,008 | 54,019 | 53,845 | 53,703 |
| EBITDA | 164,037 | 214,381 | 256,113 | 282,760 | 307,383 |
| 增长 | | | | | |
| 总收入 (%) | -1.0% | 9.8% | 8.2% | 9.0% | 8.1% |
| EBITDA (%) | -2.9% | 30.7% | 19.5% | 10.4% | 8.7% |
| 资产负债表 | | | | | |
| <百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日> | | | | | |
| | 2022年 实际 | 2023年 实际 | 2024年 预测 | 2025年 预测 | 2026年 预测 |
| 现金 | 156,739 | 172,320 | 339,276 | 536,498 | 754,819 |
| 应收账款 | 45,467 | 46,606 | 48,936 | 51,383 | 53,952 |
| 存货 | 2,333 | 456 | 502 | 552 | 607 |
| 其他流动资产 | 361,450 | 299,064 | 299,064 | 299,064 | 299,064 |
| 总流动资产 | 565,989 | 518,446 | 687,778 | 887,497 | 1,108,442 |
| 固定资产 | 53,978 | 53,232 | 53,040 | 52,900 | 52,798 |
| 无形资产 | 161,802 | 177,727 | 177,053 | 176,487 | 176,011 |
| 长期投资 | 252,715 | 261,665 | 261,665 | 261,665 | 261,665 |
| 银行存款及其他 | 543,647 | 566,176 | 573,024 | 579,885 | 586,760 |
| 总资产 | 1,578,131 | 1,577,246 | 1,752,559 | 1,958,433 | 2,185,676 |
| 应付账款 | 45,467 | 46,606 | 48,936 | 51,383 | 53,952 |
| 短期银行借款 | 11,580 | 41,537 | 41,537 | 41,537 | 41,537 |
| 其他短期负债 | 377,157 | 264,014 | 279,656 | 297,373 | 317,462 |
| 总短期负债 | 434,204 | 352,157 | 370,130 | 390,293 | 412,952 |
| 长期银行借款 | 5,574 | 8,781 | 8,781 | 8,781 | 8,781 |
| 其他负债 | 789,697 | 694,784 | 712,757 | 732,920 | 755,579 |
| 总负债 | 795,271 | 703,565 | 721,538 | 741,701 | 764,360 |
| 少数股东权益 | 61,469 | 65,090 | 68,067 | 71,295 | 74,859 |
| 股东权益 | 782,860 | 873,681 | 1,031,021 | 1,216,732 | 1,421,316 |
| 每股账面值(摊薄) | 81 | 91 | 110 | 131 | 154 |
| 营运资产 | 131,785 | 166,289 | 317,648 | 497,203 | 695,491 |

| 财务分析 | | | | | |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2022年 实际 | 2023年 实际 | 2024年 预测 | 2025年 预测 | 2026年 预测 |
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 43.1% | 48.1% | 52.9% | 53.7% | 54.1% |
| EBITDA 利率 (%) | 29.6% | 35.2% | 38.9% | 39.3% | 39.6% |
| 净利率 (%) | 34.0% | 19.4% | 29.9% | 32.2% | 32.9% |
| 营运表现 | | | | | |
| 销售及管理费用/收入 (%) | 24.5% | 22.6% | 22.3% | 21.8% | 21.4% |
| 实际税率 (%) | 10.2% | 26.8% | 17.5% | 14.2% | 14.2% |
| 股息支付率 (%) | 12.1% | 27.9% | 20.5% | 20.0% | 20.2% |
| 应收账款天数 | 78.0 | 84.6 | 81.6 | 76.7 | 71.7 |
| 应付账款天数 | 187.0 | 191.3 | 208.1 | 217.9 | 209.2 |
| 财务状况 | | | | | |
| 总负债/总资产 | 0.50 | 0.45 | 0.41 | 0.38 | 0.35 |
| 收入/净资产 | 0.71 | 0.70 | 0.64 | 0.59 | 0.55 |
| 经营性现金流/收入 | 0.26 | 0.36 | 0.40 | 0.42 | 0.42 |
| 税前盈利对利息倍数 | 22.48 | 13.15 | 18.25 | 17.76 | 18.15 |
| 现金流量表 | | | | | |
| <百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日> | | | | | |
| | 2022年 实际 | 2023年 实际 | 2024年 预测 | 2025年 预测 | 2026年 预测 |
| EBITDA | 164,037 | 214,381 | 256,113 | 282,760 | 307,383 |
| 净融资成本 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变化 | (18,472) | 19,233 | 15,597 | 17,667 | 20,034 |
| 所得税 | (27,669) | (34,729) | (41,822) | (38,152) | (42,122) |
| 其他 | 28,195 | 23,077 | 36,802 | 40,650 | 43,933 |
| 营运现金流 | 146,091 | 221,962 | 266,690 | 302,925 | 329,228 |
| 资本开支 | (42,606) | (58,462) | (60,000) | (60,000) | (60,000) |
| 其他投资活动 | (62,265) | (66,699) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (104,871) | (125,161) | (60,000) | (60,000) | (60,000) |
| 负债变化 | 21,785 | 19,193 | 0 | 0 | 0 |
| 股本变化 | 995 | 1,070 | 0 | 0 | 0 |
| 股息 | 22,867 | 32,147 | 39,734 | 45,703 | 50,907 |
| 其他融资活动 | (105,600) | (134,983) | (79,468) | (91,405) | (101,814) |
| 融资活动现金流 | (59,953) | (82,573) | (39,734) | (45,703) | (50,907) |
| 现金变化 | (18,733) | 14,228 | 166,956 | 197,222 | 218,321 |
| 期初持有现金 | 167,966 | 156,739 | 172,320 | 339,276 | 536,498 |
| 汇兑变化 | 7,506 | 1,353 | 0 | 0 | 0 |
| 期末持有现金 | 156,739 | 172,320 | 339,276 | 536,498 | 754,819 |

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。