

4Q 广告预期稳健增长, AI 小程序加码布局

华泰研究

2026 年 1 月 20 日 | 中国香港

动态点评

互联网

我们预期腾讯 4Q25 营收同比增长 13%，经调整归母净利润同比增长 16% 至 643 亿。分业务看，4Q 游戏、广告、金融科技的收入有望分别同增 16%、20%、9%。腾讯中短期催化剂来自：①26 年多款头部新游计划双端上线，《逆战：未来》已稳居 iOS 畅销榜前列，我们预期其首年流水有望达 35-70 亿元；②广告投放效率持续受益于 AI，同时广告模型持续迭代；③微信上线小程序 AI 代码开发工具，同时加大生态扶持力度，AI 小程序的 tokens 和渗透率中期有望释放。我们下调目标价至 792 港元，主因 4Q 游戏递延收入预测略有调整，维持“买入”评级。

游戏业务：4Q 收入预期同增 16%，26 年头部储备丰富

我们预计腾讯 4Q 游戏收入同增 16%，环比增速放缓主因《三角洲》递延周期较长，四季度国内暂无新游上线。《逆战：未来》双端已于 1 月 13 日上线，官方 1 月 15 日宣布玩家规模突破 1000 万，我们预估首年流水有望达 35-70 亿元。我们认为，该游戏补齐了腾讯当前 PVE 射击赛道的空缺。相较于《三角洲》和《无畏契约》，割草玩法学习门槛极低，通过高频次的感官强刺激和压力快速释放吸引新玩家。微信公开课 1 月表示，后续小游戏 iOS 渠道苹果或抽成 15%（腾讯暂不抽成）。26 年重点储备项目：《洛克王国：世界》定档 3 月，《王者荣耀世界》春季待上线，以及《失控进化》《异人之下》《怪物猎人：旅人》《彩虹六号》等。

腾讯加码 AI 小程序布局，金融科技收入保持稳健增长

我们预期腾讯 4Q 金融科技收入同增 9%，主要系社零增速有所放缓。公司算力仍优先保障内部使用场景。我们认为，AI 小程序有望打通电商、出行、本地生活等场景，26 年或迎来集中放量，token 调用量、付费渗透率与 ARPU 具备进一步提升空间。根据微信公开课，25 年 AI 应用小程序变现规模同增 108%，eCPM 同比提升 75%。近期微信持续加码对 AI 小程序开发者的支持：①开发端降低门槛：联合 CodeBuddy 上线小程序 AI 代码工具，支持主流 Agent 开源框架，并推出 Agent UI 开源组件；②推出 AI 小程序成长计划，向开发者开放数据库、云函数等后端能力；③提供免费 token 额度，并在运营端配套数据分析工具。

AI 驱动长尾广告预算增长，微信小店释放社交潜能

我们预期腾讯 4Q 广告收入同增 20%。中短期看，长尾广告主预算上涨更为明显；驱动力集中于 AI 带来的效率提升，包括广告大模型参数扩展，以及自动化投放工具持续迭代。微信在广告位扩张方面相对克制，但仍为重要的增速调节手段。微信小店方面，平台逐步向类货架电商演进，例如在“订单与卡包”页面，引入基于社交关系的商品推荐流，并持续探索差异化社交电商玩法，如送礼物、一起买、点赞买等功能。根据微信公开课数据，25 年微信小店 GPM（每前次广告展示带来的成交额）较 24 年增至 1.5 倍，月均动销商家数同比增长 70%，用户结构呈现年轻化趋势。

盈利预测与估值

展望 25-27 年，我们分别调整腾讯收入预测-0.5/-0.8/-0.3%，主因游戏递延收入预测略有变更，调整经调整归母净利润-0.9/-0.6/-0.5%至 2631 亿、2994 亿与 3425 亿元，主要系上调 AI 投入费用。我们根据 SOTP 估值，给予腾讯目标价 792 港币（前值 792.53 港币），对应腾讯 26 年 21.6 倍 PE 估值（前值对应 21.7 倍）。维持“买入”评级。

风险提示：游戏递延周期较预期更长，支付业务因社零增速不及市场预期。资本支出低于预期，或 AI 投入导致经营利润增速低于预期。

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

792.00

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

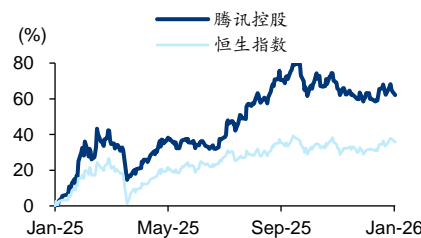
联系人

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

基本数据

收盘价(港币 截至 1 月 19 日)	610.00
市值(港币百万)	5,564,959
6 个月平均日成交额(港币百万)	10,865
52 周价格范围(港币)	379.60-683.00

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

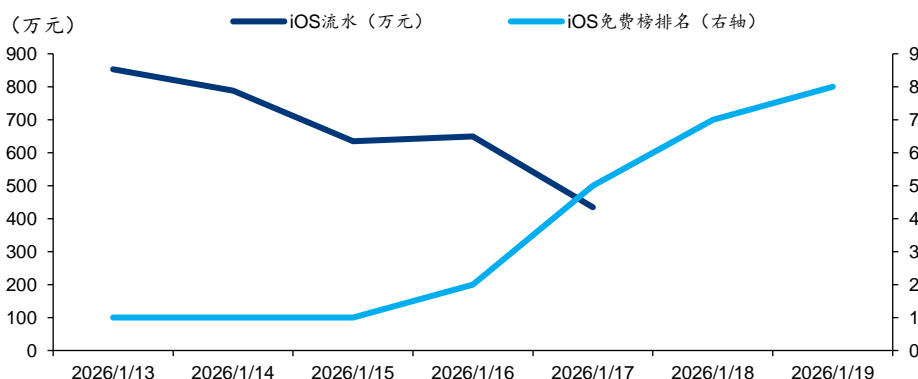
会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	660,257	751,764	845,388	950,847
+/-%	8.41	13.86	12.45	12.47
归母净利润(百万)	194,073	226,438	259,946	298,285
+/-%	68.44	16.68	14.80	14.75
归母净利润(调整后,百万)	222,703	263,110	299,370	342,541
+/-%	41.23	18.14	13.78	14.42
EPS(调整后,最新摊薄)	24.41	28.84	32.82	37.55
PE(调整后,倍)	22.31	18.89	16.60	14.51
PB(倍)	5.10	4.28	3.61	3.06
ROE(调整后,%)	24.99	24.64	23.58	22.82
EV EBITDA(倍)	18.64	16.60	14.05	12.05
股息率(%)	0.76	0.89	1.02	1.17

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

《逆战：未来》：稀缺 PVE 射击赛道拓增量

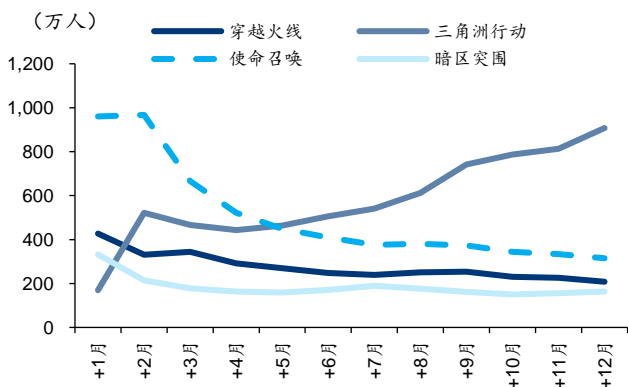
腾讯 FPS 新游《逆战：未来》于 1 月 13 日双端上线，为 PVE 向产品，由《三角洲行动》开发团队琳琅天上打造，我们预计其首年全端流水有望达 35-70 亿元。《逆战：未来》支持跨端数据互通，依托逆战 IP 的高知名度，上线后保持 iOS 畅销榜高位。据 SensorTower 数据，《逆战：未来》iOS 端首日流水约 853 万元，同时游戏上线两天后，官方披露玩家规模已突破 1000 万。玩法层面，《逆战：未来》以 PVE 为核心，在延续逆战 IP 经典僵尸猎场与塔防模式的基础上，进一步引入非对称 PVP 机甲对抗、开放世界 PVE 时空追猎等玩法，同时兼具单机游戏内容深度与社交扩散属性。

图表1：《逆战：未来》iOS 流水与免费榜排名



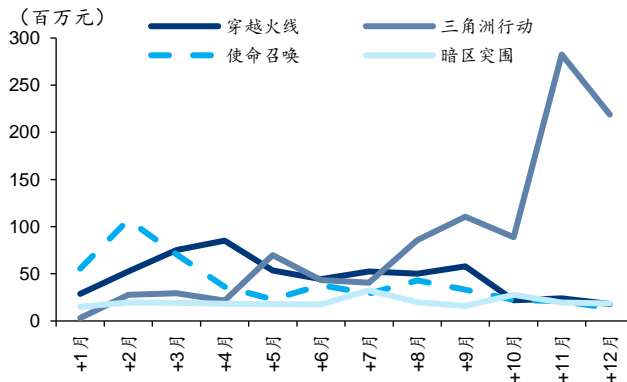
资料来源：SensorTower, 华泰研究

图表2：《逆战：未来》同类可比游戏 MAU (iOS 端)



资料来源：SensorTower, 华泰研究

图表3：《逆战：未来》同类可比游戏流水 (iOS 端)



资料来源：SensorTower, 华泰研究。备注：+1 月指发布首月

我们认为，《逆战：未来》有望成为腾讯 FPS 产品矩阵中的重要游戏。其核心优势主要来自：玩法层面，当前 FPS 赛道 PVE 供给相对稀缺，《逆战：未来》占据有利发行时机。相较传统 PVP 竞技，PVE 模式在保留高强度体验的同时，显著降低玩家挫败感，并通过协作机制强化社交属性。《逆战：未来》叠加多元枪械配件、技能体系及随赛季迭代的天赋技能树，支撑长期内容深度。同时，游戏凭借低学习门槛与强即时反馈，核心装备与技能均可通过免费路径获取，具备承载大 DAU 的基础条件。

IP 层面，《逆战：未来》有效承接逆战 IP 沉淀的亿级用户资产。逆战 IP 运营 13 年，累计约 1.3 亿核心用户，重现端游时期的经典地图与玩法，延续标志性角色设定与世界观，强化老玩家情感黏性。在此基础上，游戏通过与《鬼吹灯》《三角洲行动》等头部 IP 联动，并结合张杰等明星代言与主题曲推广，进一步放大市场声量，拓展新增用户覆盖面。

图表4: 《逆战: 未来》拥有丰富的枪械配件搭配



资料来源: 《逆战: 未来》, 华泰研究

图表5: 《逆战: 未来》具备随赛季更新的多元角色天赋技能树



资料来源: 《逆战: 未来》官方公众号, 华泰研究

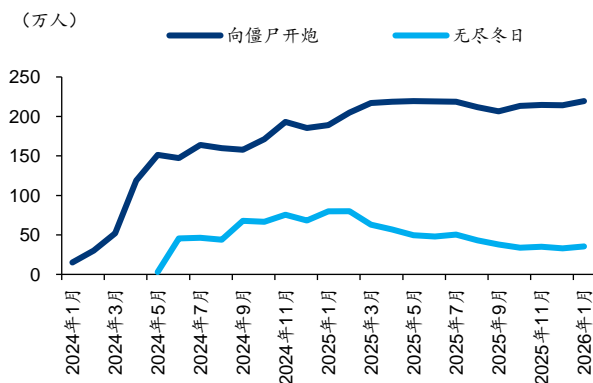
微信小游戏商业化加速

商业化端, 小游戏 iOS 支付通道即将打通, 苹果抽成比例为 15%, 腾讯暂不抽成。25 年 IAP 小游戏 MAU 已达 3 亿, 用户使用时长同比增长 5%, ARPPU 同比提升 25%; IAA 小游戏 MAU 约 4 亿, 消除、解谜、益智等休闲品类需求旺盛, 带动广告库存持续扩容。同时, 腾讯持续完善小游戏商业化工具体系, 推出小游戏商业化工具箱 Pro, 围绕 ROI 分析、品类标杆对比等功能降低运营门槛, 有望显著提升 IAA 产品运营决策效率。我们认为, 开发者投入意愿持续强化, 小游戏生态有望持续改善。

伴随着 1-2 线城市渗透率提升, MMO、SLG 等中重度玩法占比居前, 有助于提升小游戏 ARPU, 商业化节奏有望加快。①中重度玩法持续渗透, 推动头部供给与 ARPU 同步抬升。25 年微信小游戏商业化能力明显增强, 单季度流水超千万元的产品已超 300 款, 同比提升 58%; 百万级 DAU 产品接近 70 款, 同比增长 17%, 头部供给扩容趋势显著。②小游戏高线城市用户占比持续抬升。根据微信公开课, 25 年微信小游戏 MAU 稳定在 5 亿以上, DAU 同比增长 10%。从用户结构看, 一、二线城市用户占比已达 45%, 24-40 岁的中青年消费人群占比 45%; 月活跃天数超过 10 天的重度用户, 规模同比增长 27%。

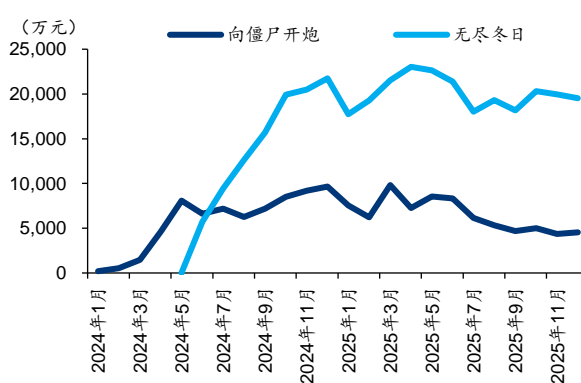
头部产品进一步验证小游戏生态质量。首发于微信小游戏的《向僵尸开炮》《无尽冬日》等产品, 借助小游戏端完成用户积累后, 再向 App 端延展, 月度流水保持较快增长。我们认为, 微信小游戏用户结构已呈现明显高价值化特征, 随着渗透率持续提升, 用户黏性与付费意愿有望同步上行, 小游戏与 App 双端发行模式或继续普及, 推动小游戏生态持续完善。

图表6: 头部微信小游戏 App 端 MAU (iOS)



资料来源: SensorTower, 华泰研究

图表7: 头部微信小游戏 App 端月流水 (iOS)



资料来源: SensorTower, 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-0.5/-0.8/-0.3%，主因游戏递延收入预测略有变更，调整经调整归母净利润-0.9/-0.6/-0.5%至 2631 亿、2994 亿与 3425 亿元，主要系上调 AI 投入费用（折旧费用与人员薪资）。

图表8：腾讯财务预测

腾讯财务预测									
人民币 (亿)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
1. 收入	1800	1845	1929	1944	2029	6603	7518	8454	9508
yoy %	12.9%	14.5%	15.4%	12.7%	12.7%	8%	13.9%	12.5%	12.5%
a. 增值服务	921	914	959	883	1028	3192	3676	4122	4610
yoy %	17%	16%	16%	12%	12%	7%	15%	12%	12%
- 网络游戏	595	592	636	572	694	1977	2395	2791	3239
yoy %	24%	22%	23%	16.3%	17%	10%	21%	17%	16%
国内游戏	429	404	428	379	498	1397	1639	1884	2169
yoy %	24%	17%	15%	14%	16%	10%	17%	15%	15%
海外游戏	166	188	208	194	196	580	756	907	1070
yoy %	22%	35%	43%	21%	18%	9%	30%	20%	18%
- 社交网络	326	322	323	310	334	1215	1281	1332	1372
yoy %	7%	6%	5%	4%	2%	2%	5%	4%	3%
b. 网络广告	319	358	362	420	375	1214	1459	1726	2011
yoy %	20.2%	20%	21%	20.0%	18%	20%	20%	18%	17%
c. 金融科技及企业服务	549	555	582	611	599	2120	2298	2516	2793
yoy %	5.0%	10.1%	9.6%	8.9%	9.1%	4%	8%	10%	11%
2. 毛利润	1005	1050	1088	1090	1155	3492	4233	4840	5506
yoy %	20%	22%	22%	20%	15%	19.2%	21.2%	14.3%	13.8%
毛利率	55.8%	56.9%	56.4%	56.1%	56.9%	52.9%	56.3%	57.3%	57.9%
a. 增值服务	549	552	586	538	632	1817	2226	2535	2882
毛利率	59.6%	60.4%	61.2%	61.0%	61.5%	56.9%	60.6%	61.5%	62.5%
b. 网络广告	177	206	206	239	216	672	828	1001	1171
毛利率	55.5%	57.6%	56.7%	57.0%	57.5%	55.4%	56.7%	58.0%	58.2%
c. 金融科技及企业服务	276	290	292	307	303	997	1165	1288	1438
毛利率	50.3%	52.1%	50.2%	50.2%	50.5%	47.0%	50.7%	51.2%	51.5%
销售费用	79	94	115	111	116	364	398	465	513
收入占比	4%	5%	6%	6%	6%	6%	5%	6%	5%
研发和管理费用	337	319	343	377	361	1128	1376	1556	1740
收入占比	19%	17%	18%	19%	18%	17%	18%	18%	18%
3. 经调整经营利润	732	692	726	700	784	2378	2851	3261	3741
yoy %	25%	18%	18%	18%	7%	24%	20%	14%	15%
经调整经营利润率	40.7%	37.5%	37.6%	36.0%	38.6%	36.0%	37.9%	38.6%	39.3%
联营投资收益	46	45	79	72	52	252	241	278	321
4. 税前利润	536	560	649	573	605	2415	2776	3176	3655
有效税率	21.9%	18.0%	14.6%	17.7%	19.5%	20.8%	18.0%	18.0%	18.5%
5. 经调整归母净利润	652	631	706	643	722	2227	2631	2994	3425
yoy %	30%	10%	18%	16%	11%	41%	18%	14%	14%
经调整净利率	36.2%	34.2%	36.6%	33.1%	35.6%	33.7%	35.0%	35.4%	36.0%

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	7,553	7,518	-0.5	8,523	8,454	-0.8	9,540	9,508	-0.3
毛利润	4,253	4,233	-0.5	4,894	4,840	-1.1	5,524	5,506	-0.3
归母净利润	2,287	2,264	-1.0	2,615	2,599	-0.6	2,999	2,983	-0.5
经调整归母净利润	2,655	2,631	-0.9	3,012	2,994	-0.6	3,443	3,425	-0.5
(%)			变动 (pp)			变动 (pp)			变动 (pp)
毛利率	56.3%	56.3%	(0.0)	57.4%	57.3%	(0.2)	57.9%	57.9%	0.0
归母净利率	30.3%	30.1%	(0.2)	30.7%	30.7%	0.1	31.4%	31.4%	(0.1)
经调整归母净利率	35.1%	35.0%	-0.2	35.3%	35.4%	0.1	36.1%	36.0%	-0.1

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	7,518	7,520	0.0	8,454	8,288	2.0	9,508	9,076	4.8
毛利润	4,233	4,232	0.0	4,840	4,715	2.6	5,506	5,231	5.3
归母净利润	2,264	2,216	2.2	2,599	2,515	3.4	2,983	2,838	5.1
经调整归母净利润	2,631	2,653	-0.8	2,994	2,963	1.0	3,425	3,318	3.2

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 港币估值（前值 792.53 港币）：

1. 游戏业务每股估值 360.14 港币（占总市值 45.5%），基于 2026 年净利润 18.5xPE（前值 19x，对应每股 369.67 港币），较其全球可比公司均值 21.4x 有所折价，主因腾讯游戏增速相对更慢，本次折价收窄主系《逆战：未来》流水潜力可观。
2. 社交网络业务每股估值 22.62 港币（前值 23.57 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 2.0x PS）。腾讯视频 PS 估值低于在线视频行业均值 2.8x，主因头部剧集增速放缓。
3. 在线广告业务每股估值 244.05 港币（前值 236.68 港币），基于 26 年净利润的 24xPE（占总估值 30.8%，对比前次 PE 24.1x），较全球可比公司均值 26.9x 有所折价，主因目前腾讯 AIGC 赋能广告产品尚不及海外龙头。
4. 金融科技每股估值 49.25 港币（前值 48.69 港币），基于 26 年收入的 2x PS（前值 2x PS），较行业均值 11.5x 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 18.77 港币（前值 18.28 港币），基于 26 年收入的 3x PS（前值 3x PS），低于行业均值 7.9x PS，折价主系腾讯 Capex 投入放缓。
6. 投资业务每股估值 97.17 港币（前值 95.64 港币）。综上所述，我们给予腾讯目标价 792 港币。目标价对应腾讯 26 年 PE 21.6x（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										
(人民币百万元)	26年预测收入	26年预测净利率	26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)
一、网络游戏	320,389	50%	158,593		18.5			2,933,964	45.5%	360.14
二、社交网络（非游戏）	91,861							184,287	2.9%	22.62
腾讯音乐 (TME)						178,823	49.0%	87,623	1.4%	10.76
阅文						33,659	56.9%	19,152	0.3%	2.35
虎牙						5,771	46.7%	2,695	0.0%	0.33
在线视频-订阅服务	18,974			2.0				37,948	0.6%	4.66
其它	36,869			1.0				36,869	0.6%	4.53
三、在线广告	172,589	48%	82,843		24.0			1,988,223	30.8%	244.05
四、金融科技	200,603			2.0				401,206	6.2%	49.25
五、企业服务和云	50,984			3.0				152,953	2.4%	18.77
核心业务估值小计								5,660,633		
核心业务估值（港币百万元）								6,338,894		
核心业务估值（港币）										694.83
投资企业每股估值（港币），30%持有折让									12.3%	97.17
腾讯目标价										792.00

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 (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	138	18%	6%	11%	15.7	14.9	13.4
艺电	EA US	204	96%	7%	7%	23.7	22.1	20.3
网龙	777 HK	10	46%	47%	15%	10.3	7.2	6.6
Nexon	3659 JP	4,223	-19%	13%	6%	31.8	28.2	26.7
任天堂	7974 JP	10,585	27%	26%	21%	33.5	26.7	22.1
万代南梦宫	7832 JP	4,113	-1%	8%	11%	20.8	19.3	17.3
完美世界	002624 CH	18	na	103%	19%	45.2	21.8	19.0
三七互娱	002555 CH	28	14%	7%	11%	20.3	19.0	17.0
市值加权平均 PE						25.0	21.4	18.9
在线广告								
微博	WB US	11	-4%	1%	6%	6.2	6.2	5.9
百度	BIDU US	150	-31%	7%	15%	20.5	18.4	15.8
Meta	META US	620	-4%	28%	13%	27.1	20.9	18.5
谷歌	GOOG US	330	29%	4%	16%	31.2	29.4	24.6
市值加权平均 PE						29.9	26.9	22.8

注：美股数据截至美国东部时间 1 月 16 日收盘，港股数据截至 1 月 19 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

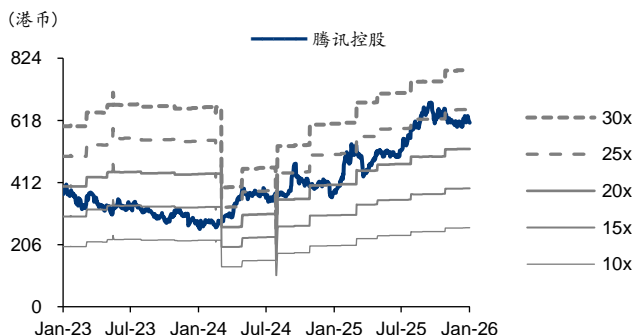
公司	股票代码	股价 (交易货币)	营收同比增长 (%)			PS (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
云计算								
微软	MSFT US	460	16%	15%	16%	10.5	9.1	7.9
谷歌	GOOG US	330	20%	12%	14%	11.3	10.1	8.9
Salesforce	CRM US	227	9%	11%	10%	5.1	4.6	4.2
金山云	KC US	12	22%	18%	16%	3.2	2.8	2.4
亚马逊	AMZN US	239	12%	11%	11%	3.6	3.2	2.9
市值加权平均PS						8.9	7.9	6.9
金融科技								
Paypal	PYPL US	57	5%	6%	6%	1.6	1.5	1.4
Block	XYZ US	66	1%	10%	10%	1.7	1.5	1.4
Visa	V US	328	11%	10%	10%	14.2	12.9	11.8
市值加权平均PS						12.6	11.5	10.4
在线视频								
爱奇艺	IQ US	2	-7%	3%	4%	0.5	0.5	0.4
芒果超媒	300413 CH	26	-8%	10%	7%	3.8	3.4	3.2
市值加权平均PS						3.1	2.8	2.6

注: 美股数据截至美国东部时间1月16日收盘, 港股数据截至1月19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

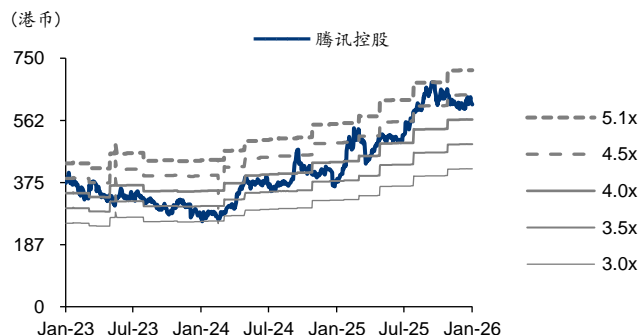
- 1) 游戏递延周期较预期更长
- 2) Capex 低于预期; AI 加大研发和基建投资, 经营利润增速不及预期
- 3) 支付业务的增速和市场份额低于预期 (社零为主要相关因素)

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	751,764	845,388	950,847
销售成本	(315,906)	(311,011)	(328,487)	(361,403)	(400,202)
毛利润	293,109	349,246	423,277	483,985	550,644
销售及分销成本	(34,211)	(36,388)	(39,843)	(46,496)	(51,346)
管理费用	(103,525)	(112,761)	(137,573)	(155,551)	(174,005)
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	24,084	27,809	32,125
税前利润	161,324	241,485	277,575	317,619	365,460
税费开支	(43,276)	(45,018)	(45,628)	(52,166)	(61,667)
少数股东损益	(2,832)	(2,394)	(5,508)	(5,508)	(5,508)
归母净利润	115,216	194,073	226,438	259,946	298,285
非通用准则调整项	42,472	28,630	36,672	39,425	44,256
调整后归母净利润	157,688	222,703	263,110	299,370	342,541
折旧和摊销	(59,008)	(56,213)	(55,088)	(60,934)	(63,821)
EBITDA	218,792	293,675	331,799	377,545	428,105
EPS (人民币, 基本)	12.63	21.27	24.82	28.49	32.70

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	654.96	348.94	762.73
应收账款和票据	135,017	149,247	163,988	160,077	188,567
现金及现金等价物	172,320	132,519	105,381	307,715	460,223
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	505,395	703,513	884,924
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	1,134,874	1,159,898	1,189,238
总长期资产	1,058,800	1,284,815	1,460,066	1,528,122	1,597,608
总资产	1,577,246	1,780,995	1,965,461	2,231,635	2,482,531
应付账款	177,543	202,744	193,266	242,426	240,041
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	386,877	435,483	432,544
长期债务	309,388	291,004	288,433	285,862	283,291
其他长期债务	42,020	39,186	42,411	41,554	45,202
总长期负债	351,408	330,190	330,844	327,416	328,493
股本	37,989	43,079	43,079	43,079	43,079
储备/其他项目	770,602	930,469	1,118,805	1,334,294	1,581,544
股东权益	808,591	973,548	1,161,884	1,377,373	1,624,623
少数股东权益	65,090	80,348	85,856	91,364	96,872
总权益	873,681	1,053,896	1,247,740	1,468,737	1,721,495

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	43.13	25.61	21.95	19.12	16.66
PB	6.15	5.10	4.28	3.61	3.06
调整后 PE (倍)	31.51	22.31	18.89	16.60	14.51
调整后 ROE	20.61	24.99	24.64	23.58	22.82
EV EBITDA	24.77	18.64	16.60	14.05	12.05
股息率 (%)	0.63	0.76	0.89	1.02	1.17
自由现金流收益率 (%)	2.31	3.35	3.09	5.41	4.55

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	331,799	377,545	428,105
融资成本	(1,540)	(4,023)	(862.79)	(1,008)	(1,177)
营运资本变动	11,620	10,987	(24,434)	53,377	(31,288)
税费	(43,276)	(45,018)	(45,628)	(52,166)	(61,667)
其他	36,366	2,900	(44,619)	(26,801)	(30,948)
经营活动现金流	221,962	258,521	216,255	350,947	303,025
CAPEX	(72,127)	(92,590)	(101,182)	(101,182)	(101,182)
其他投资活动	(53,034)	(29,597)	(101,847)	(857.51)	3,648
投资活动现金流	(125,161)	(122,187)	(203,029)	(102,039)	(97,534)
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)	(44,457)	(51,035)
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)	(46,573)	(52,984)
现金变动	14,228	(40,160)	(27,138)	202,334	152,508
年初现金	156,739	172,320	132,519	105,381	307,715
汇率波动影响	1,353	359.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	172,320	132,519	105,381	307,715	460,223

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	13.86	12.45	12.47
毛利润	22.77	19.15	21.20	14.34	13.77
营业利润	44.44	30.00	18.10	14.72	15.38
净利润	(38.79)	68.44	16.68	14.80	14.75
调整后净利润	36.35	41.23	18.14	13.78	14.42
EPS (基本)	(38.79)	68.44	16.68	14.80	14.75
盈利能力比率 (%)					
毛利率	48.13	52.90	56.30	57.25	57.91
EBITDA	35.93	44.48	44.14	44.66	45.02
净利润率	18.92	29.39	30.12	30.75	31.37
调整后净利润率	25.89	33.73	35.00	35.41	36.02
ROE	15.06	21.78	21.21	20.47	19.87
调整后 ROE	20.61	24.99	24.64	23.58	22.82
ROA	7.30	11.56	12.09	12.39	12.65
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	19.90	18.56	17.62	(0.06)	(9.63)
流动比率	1.47	1.25	1.31	1.62	2.05
速动比率	1.47	1.25	1.30	1.61	2.04
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.39	0.39	0.40	0.40	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)	12.63	21.27	24.82	28.49	32.70
EPS (调整后, 基本)	17.28	24.41	28.84	32.82	37.55
每股净资产	88.63	106.71	127.36	150.98	178.08

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、丁骄阳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。
- 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

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>

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

©版权所有 2026 年华泰证券股份有限公司