

AI 加码投入；混元 3 和 WorkBuddy 超预期

华泰研究

2026 年 7 月 11 日 | 中国香港

动态点评

互联网

我们预期腾讯 2Q26 营收同比增长 8.8%，经调整归母净利润同比增长 6.8% 至 674 亿。分业务看，2Q VAS、广告、金融科技的收入有望分别同增 5%、19%、9%。展望 2H，腾讯 Capex 或进一步加速，并重点部署国产算力，我们建议关注高额折旧的潜在影响，并重点关注 Agent 赛道的潜在拐点，腾讯在模型与产品端均已显著改善，未来投资重点：①模型端，腾讯混元 3 正式版于 7 月初发布，跃居小参数国内第一位，2H 大参数模型推出有望进一步强化 AI 底层能力；②产品侧，Workbuddy MAU 快速攀升至 2000 万，微信小微亦开启灰度测试，腾讯在 C 端 Agent 赛道仍具备可观长期潜力；③云业务 2Q 收入增速受限于算力，2H 有望加速，存储涨价或推动 CSP 涨价。维持“买入”评级。

混元 3 发布后表现超预期，WorkBuddy 打开泛办公 Agent 空间

腾讯近期 AI 排位有较好提升，主要体现于：①混元 3 发布后性能显著提升，带动 token 需求攀升；当前 WorkBuddy 的排队率快速上升，6 月 MAU/DAU 分别达 2000 万/1300 万，后续有望对标 Codex 并打开国内泛办公 Agent 空间。②微信小微已于 6 月开启灰度测试，我们预期商业化验证后，才会推进至大规模测试；目前差异化体现在小程序 Skills 生态，但核心瓶颈在算力受限和数据隐私保护；中长期看，我们认为微信仍是个人助理 Agent 的最佳载体，同时具备端侧发展的较好潜力。

国内游戏稳健增长，《失控进化》承接暑期档

我们预计腾讯 2Q 游戏收入同比增长 9.2%，并预期 2H 收入和利润增速有望加快。国内游戏保持稳健增长，并逐步反映《洛克王国：世界》的增量贡献；腾讯关停部分低效海外工作室（利润端有望释放），但收入端在《无畏契约》上线前面临一定基数压力。暑期方面：①从新游看，7 月 9 日《失控进化》多端上线并登顶 iOS 免费榜，此前预约量突破 4000 万，改编自海外开放世界生存对抗游戏《Rust》（Steam 同时在线玩家峰值达 26 万），后续流水表现有待观察。②腾讯后续游戏储备仍保持稳健，重点储备包括《彩虹六号：攻势》《CF》续作、《王者万象棋》《异人之下》《怪物猎人：旅人》等。

广告业务：市场份额持续扩张

我们预计腾讯 2Q 广告收入同比增长 18.8%，显著优于广告大盘增速。尽管消费/电商投放放缓，但 eCPM 提升和 AI 应用买量仍提供可预见的增速支撑：①视频号时长稳健增长，且 Ad load 仍处低位，后续广告位有望有序释放。②AI 推动广告 ROI 与 eCPM 提升，一方面，混元 3 正式版能力显著提升，后续有望反哺广告模型升级；另一方面，腾讯持续迭代多模态能力，近期内上线妙思平台 2.0，图片、视频与数字人 AI 能力均有升级，长尾广告主潜力有望进一步释放。

盈利预测和公司估值

腾讯于 7 月 6 日出售快手股份并套现约 15 亿美元，或为 Capex 提供更多资金支持。展望 26-28 年，我们下调腾讯营收 1.2/1.8/2.2%，主因游戏增速或有所放缓，且广告受到宏观环境影响。下调经调整归母净利润 1.4/5.9/5.2% 至 2678 亿、2792 亿与 3201 亿元，主因 Capex 投入增加后折旧费用上升。我们根据 SOTP 估值，给予腾讯目标价 654.78 港币（前值 683.17 港币），对应腾讯 26 年 19.2 倍 PE 估值（前值对应 19.9 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，游戏递延周期超预期更长，宏观恢复和广告增长不及市场预期。

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

654.78

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

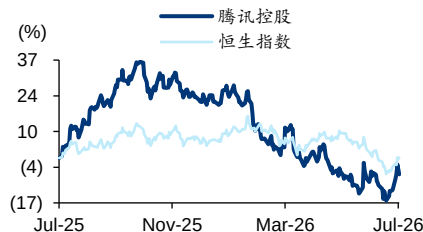
联系人

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

基本数据

收盘价 (港币 截至 7 月 10 日)	460.20
市值 (港币百万)	4,184,376
6 个月平均日成交额 (港币百万)	15,262
52 周价格范围 (港币)	411.00-683.00

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)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万)	751,766	820,682	903,369	992,103
+/-%	13.86	9.17	10.08	9.82
归母净利润 (百万)	224,843	225,667	233,532	270,628
+/-%	15.85	0.37	3.49	15.88
归母净利润 (调整后, 百万)	259,627	267,815	279,229	320,123
+/-%	16.58	3.15	4.26	14.65
EPS (调整后, 最新摊薄)	28.55	29.45	30.71	35.21
PE (调整后, 倍)	13.93	13.51	12.96	11.30
PB (倍)	3.13	2.69	2.35	2.04
ROE (调整后, %)	24.40	21.44	19.36	19.31
EV EBITDA (倍)	12.17	11.59	10.34	8.40
股息率 (%)	0.99	1.00	1.03	1.20

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

混元 3 正式版发布：位居小参数性能第一方阵

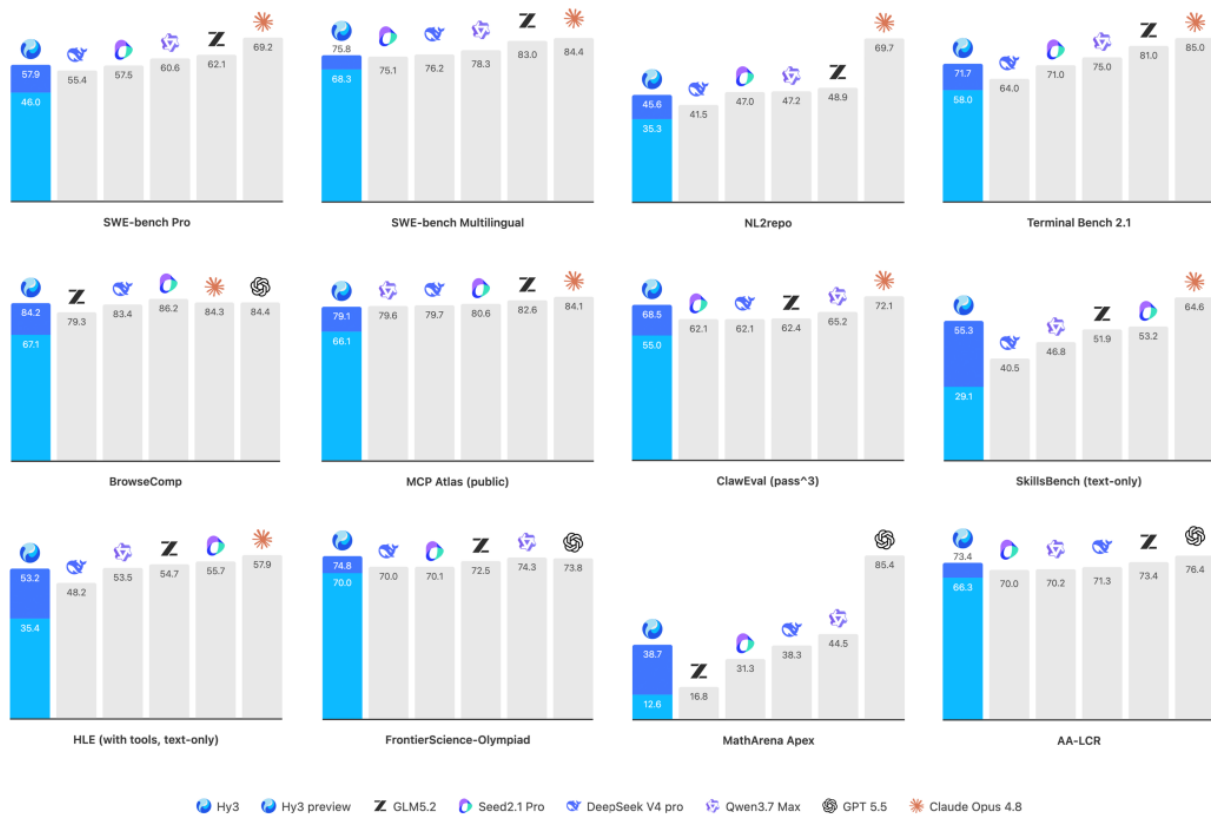
7 月 6 日，腾讯发布混元 3 正式版，小参数模型已基本跻身国内第一方阵，泛 C 端实用性进一步提升。混元 3 正式版总参数 2950 亿，单次激活 210 亿，最大支持 256K 上下文，其核心特点在于突出实用性与性价比，同时强化产品 co-design 的战略，腾讯 ima、WorkBuddy 等产品的实际使用结果，均会反哺混元模型迭代。

后续混元将推出大参数版本模型，中期看，腾讯的 AI 能力有望进一步缩小与头部厂商的差距。我们认为混元 3 已充分验证腾讯基模的追赶潜力，底层支撑亦在逐步完善：①算力侧，随着 Capex 提升，腾讯算力资源有望持续补强；②人才侧，腾讯持续引入多模态人才。近期原 OpenAI 视觉模型研究员田永龙已加入腾讯，人才储备进一步加厚。

我们的测评显示，混元 3 综合性能已大致接近 GLM-5.1，核心亮点包括：

- ①办公场景交付能力显著提升：工具调用能力增强，格式化输出稳定性明显改善。
- ②幻觉率显著下降：官方测评显示混元 3 幻觉率由此前 12.5% 降至 5.4%，我们的测评亦显示其在逻辑与建模任务中改善明显。
- ③长对话理解能力提升：混元 3 多轮对话保留率由 42.9% 提升至 75.1%，更适配真实办公场景中的多轮反馈与修改需求。
- ④性价比优势仍突出：混元 3 API 每百万 token 输入/输出定价下调至 1 元/4 元，缓存命中价格为 0.25 元，对比 DeepSeek V4 Pro 输入/输出定价 3 元/6 元、缓存命中 0.025 元。但我们同时认为混元 3 在复杂数学推导、工程级 Coding 任务上仍有一定提升空间。

图表1：Hy3 以较小的参数规模比肩更大参数规模的海内外旗舰模型



资料来源：腾讯官网，华泰研究

图表2：大模型 API 价格对比

7.7日更新									
	(美元/百万tokens)	模型	总参数量/激活参数量	输入	输出	缓存命中	混合价格		
国内	腾讯	Hy3	295B/21B		0.15	0.59	0.04	0.08	
		Hy3 preview	(输入<16k)		0.17	0.56	0.06	0.10	
			(输入16-32k)	295B/21B		0.22	0.89	0.08	0.15
			(输入>32k)		0.28	1.11	0.11	0.19	
	MiniMax	MiniMax-M3	(上下文 ≤512k)	428B/23B		0.30	1.20	0.06	0.16
			(上下文 >512k)		0.60	2.40	0.12	0.32	
	智谱	MiniMax-M2.7	230B/10B		0.30	1.20	0.06	0.16	
		GLM-5.2	744B/40B		1.40	4.40	0.26	0.67	
	Kimi	GLM-5.1	744B/40B		1.40	4.40	0.26	0.67	
		Kimi K2.7 Code	1T/32B		0.95	4.00	0.19	0.52	
		Kimi K2.6	1T/32B		0.95	4	0.16	0.49	
		Kimi K2.5	1T/32B		0.6	3	0.1	0.33	
阿里巴巴	Qwen3.7 Max			2.50	7.50	0.25	1.02		
DeepSeek	DeepSeek V4 Pro (Max)	1.6T/49B		0.435	0.870	0.004	0.13		
	DeepSeek V4 Flash (Max)	283B/13B		0.140	0.280	0.003	0.04		
小米	MiMo-V2.5-Pro	1.02T/42B		0.435	0.870	0.004	0.13		
海外	OpenAI	GPT-5.6 Sol			5	30	0.5	2.76	
		GPT-5.6 Terra			2.5	15	0.25	1.38	
		GPT-5.6 Luna			1	6	0.1	0.55	
	Anthropic	Claude Fable5			10	50	1	5.05	
		Claude Opus4.8 (max)			5	25	0.5	2.52	
		Gemini 3.1 Pro Preview(输入 ≤200k)			2	12	0.2	1.10	
	Google		(输入 >200k)		4	18	0.4	1.92	
		Gemini 3.5 Flash			1.5	9	0.15	0.83	
	xAI	Grok 4.5			2	6	0.5	1.05	
		Grok 4.3			1.25	2.5	0.2	0.51	

注：Hy3 API 美元价格为人民币价格进行汇率换算后所得，美元/人民币=6.8

资料来源：公司官网，华泰研究

《失控进化》登顶 iOS 免费榜，SOC 品类破圈可期

《失控进化》已于 7 月 9 日多端上线并支持数据互通，由无端科技研发、腾讯发行，定位开放世界生存对抗（SOC）玩法。《失控进化》改编自海外现象级游戏《Rust》，上线前全网预约量突破 4000 万，TapTap 端评分 8.6，上线首日即登顶 iOS 免费榜。

国内 SOC 品类供给有限，尚未出现现象级爆款，市场空间仍待释放。当前核心痛点在于，如何平衡高门槛硬核玩法与泛用户快节奏需求，我们认为《失控进化》已提供一定解决方案，暑期档窗口下有望维持热度，建议关注后续流水表现。

玩法上，游戏围绕“搜集资源-建造基地-科技升级-PVP 攻防-拆家掠夺”展开，单局周期约 5-10 天，具备高自由度生存建造与 FPS 对抗的特征。基于开放生态，玩家可自发形成结盟、背叛、复仇及服内势力博弈，强化长期对抗与社交博弈体验。

图表3：《Rust》端游保持高热度



资料来源：SteamDB，华泰研究

图表4：《失控进化》游戏画面



资料来源：《失控进化》app，华泰研究

图表5：《失控进化》核心亮点分析



资料来源：公司官网，华泰研究

盈利预测

展望 26-28 年，我们下调腾讯营收 1.2/1.8/2.2%，主因游戏增速或有所放缓，且广告受到宏观环境影响。下调经调整归母净利润 1.4/5.9/5.2% 至 2678 亿、2792 亿与 3201 亿元，主因 Capex 投入增加后折旧费用上升。

图表6：腾讯财务预测

腾讯财务预测											
人民币 (亿元)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
1. 收入	1800	1845	1929	1944	1965	2008	2109	7518	8207	9034	9921
yoy %	12.9%	14.5%	15.4%	12.7%	9.1%	8.8%	9.3%	13.9%	9.2%	10.1%	9.8%
a. 增值服务	921	914	959	899	961	957	1017	3693	3885	4168	4455
yoy %	17%	16%	16%	14%	4.3%	5%	6%	16%	5%	7%	7%
- 网络游戏	595	592	636	593	642	646	700	2416	2638	2886	3137
yoy %	23.7%	22%	23%	20.5%	8%	9.2%	10%	22%	9%	9%	9%
国内游戏	429	404	428	382	454	441	474	1643	1790	1928	2083
yoy %	24%	17%	15%	15%	5.8%	9%	11%	18%	9%	8%	8%
海外游戏	166	188	208	211	188	205	226	773	848	958	1053
yoy %	22%	35%	43%	32%	13.3%	9%	9%	33%	10%	13%	10%
- 社交网络	326	322	323	306	319	311	316	1277	1247	1283	1318
yoy %	7%	6%	5%	3%	-2.1%	-3.4%	-2.0%	5.1%	-2.4%	2.9%	2.8%
b. 网络广告	319	358	362	411	382	425	429	1450	1715	1994	2282
yoy %	20.2%	20%	21%	17.5%	19.8%	18.8%	18.4%	19.4%	18.3%	16.3%	14.4%
c. 金融科技及企业服务	549	555	582	608	599	605	637	2294	2512	2771	3079
yoy %	5.0%	10%	10%	8.4%	9.1%	8.9%	9.5%	8.2%	9.5%	10.3%	11.1%
2. 毛利润	1005	1050	1088	1083	1113	1151	1202	4226	4667	5112	5598
yoy %	20%	22%	22%	19%	11%	9.6%	11%	21.0%	10.4%	9.5%	9.5%
毛利率	55.8%	56.9%	56.4%	55.7%	56.6%	57.3%	57.0%	56.2%	56.9%	56.6%	56.4%
a. 增值服务	549	552	586	535	601	601	643	2223	2443	2642	2838
毛利率	59.6%	60.4%	61.2%	59.5%	62.6%	62.8%	63.3%	60.2%	62.9%	63.4%	63.7%
b. 网络广告	177	206	206	246	210	245	249	834	989	1160	1334
毛利率	55.5%	57.6%	56.7%	59.7%	55.0%	57.8%	58.0%	57.5%	57.7%	58.2%	58.5%
c. 金融科技及企业服务	276	290	292	309	312	314	321	1166	1274	1350	1469
毛利率	50.3%	52.1%	50.2%	50.7%	52.1%	51.9%	50.4%	50.8%	50.7%	48.7%	47.7%
销售费用	79	94	115	130	113	131	141	417	533	587	595
收入占比	4%	5%	6%	7%	6%	7%	7%	6%	7%	7%	6%
研发和管理费用	337	319	343	363	338	392	430	1361	1600	1834	1885
收入占比	19%	17%	18%	19%	17%	20%	20%	18%	20%	20%	19%
3. 经调整经营利润	693	692	726	695	756	721	730	2807	2907	3111	3572
yoy %	18%	18%	18%	17%	9.1%	4.1%	0.6%	18%	4%	7%	15%
经调整经营利润率	38.5%	37.5%	37.6%	35.8%	38.5%	35.9%	34.6%	37.3%	35.4%	34.4%	36.0%
联营投资收益	46	45	79	68	36	47	42	237	177	130	156
4. 税前利润	497	560	649	591	594	576	592	2772	2797	2904	3354
有效税率	23.3%	18.0%	14.6%	19.4%	20.7%	18.0%	14.6%	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%
5. 经调整归母净利润	613	631	706	647	679	674	697	2596	2678	2792	3201
yoy %	22%	10%	18%	17%	10.7%	6.8%	-1.3%	17%	3%	4%	15%
经调整净利率	34.1%	34.2%	36.6%	33.3%	34.6%	33.5%	33.0%	34.5%	32.6%	30.9%	32.3%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表7：腾讯：华泰预测变动

(人民币 亿元)	2026E			2027E			2028E		
	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)
营业收入	8,306	8,207	-1.2	9,202	9,034	-1.8	10,145	9,921	-2.2
毛利润	4,701	4,667	-0.7	5,213	5,112	-1.9	5,756	5,598	-2.7
归母净利润	2,287	2,257	-1.3	2,435	2,335	-4.1	2,799	2,706	-3.3
经调整归母净利润	2,717	2,678	-1.4	2,966	2,792	-5.9	3,377	3,201	-5.2
(%)									
			变动 (pp)			变动 (pp)			变动 (pp)
毛利率	56.6%	56.9%	0.3	56.7%	56.6%	(0.1)	56.7%	56.4%	(0.3)
归母净利率	27.5%	27.5%	(0.0)	26.5%	25.9%	(0.6)	27.6%	27.3%	(0.3)
经调整归母净利率	32.7%	32.6%	-0.1	32.2%	30.9%	-1.3	33.3%	32.3%	-1.0

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表8：腾讯：华泰预测 VS VA 一致预期

(人民币 亿元)	2026E			2027E			2028E		
	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	8,207	8,274	-0.8	9,034	9,047	-0.2	9,921	9,839	0.8
毛利润	4,667	4,701	-0.7	5,112	5,190	-1.5	5,598	5,708	-1.9
归母净利润	2,257	2,369	-4.8	2,335	2,610	-10.5	2,706	2,906	-6.9
经调整归母净利润	2,678	2,767	-3.2	2,792	3,027	-7.8	3,201	3,352	-4.5

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 654.78 港币估值（前值 683.17 港币）：

1. 游戏业务每股估值 260.01 港币（占总市值 39.7%），基于 2026 年净利润 13xPE（前值 14x，对应每股 282.56 港币），较其全球可比公司均值 18.3x 有所折价，主因腾讯游戏增速相对更慢，折价有所扩大，主因短期腾讯爆款新游潜力有待观察。
2. 社交网络业务每股估值 15.14 港币（前值 15.57 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 估值高于在线视频行业均值 1.6x，主因头部剧集推出潜力更佳。
3. 在线广告业务每股估值 207.94 港币（前值 206.14 港币），基于 26 年净利润的 20xPE（占总估值 31.8%，对比前次 PE 21x），较全球可比公司均值 23.4x 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 50.53 港币（前值 50.51 港币），基于 26 年收入的 2x PS（前值 2x PS），较行业均值 13x PS 有所折价，主系支付业务增速恢复相对缓慢。
5. 企业服务和云每股估值 26.78 港币（前值 33.26 港币），基于 26 年收入的 4x PS（前值 5x PS），低于行业均值 7.4x PS，折价主系腾讯 AI 模型短期不及行业龙头。
6. 投资业务每股估值 94.39 港币（前值 95.12 港币）。

综上所述，我们给予腾讯目标价 654.78 港币。目标价对应腾讯 26 年 PE 19.2x（华泰经调整归母净利润口径预测）。

图表9：腾讯 SOTP 估值

SOTP 估值									
(人民币百万元)	26年预测收入	26年预测净利润率	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
一、网络游戏	308,963	51%	157,234		13.0			2,044,042	39.7%
二、社交网络（非游戏）	79,511							119,050	2.3%
腾讯音乐 (TME)						94,481	49.0%	46,296	0.9%
阅文						18,140	56.9%	10,322	0.2%
虎牙						3,912	46.7%	1,827	0.0%
在线视频-订阅服务	16,505			2.0				33,010	0.6%
其它	27,596			1.0				27,596	0.5%
三、在线广告	171,461	48%	81,733		20.0			1,634,668	31.8%
四、金融科技	198,608			2.0				397,217	7.7%
五、企业服务和云	52,623			4.0				210,492	4.1%
核心业务估值小计								4,405,469	
核心业务估值（港币百万元）								5,095,384	
核心业务估值（港币）									560.39
投资企业每股估值（港币），30%持有折让									14.4%
投资企业每股估值（港币）									94.39
腾讯目标价									654.78

资料来源：彭博，华泰研究预测

图表10：同业比较：网络游戏及在线广告

公司	股票代码	股价	经调整净利润增长 (%)			非GAAP PE (x)		
		(交易货币)	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
在线游戏								
网易	NTES US	134	18%	11%	9%	14.0	12.7	11.6
艺电	EA US	207	0%	11%	4%	23.3	21.6	20.4
网龙	777 HK	8	179%	33%	18%	8.8	6.7	5.6
Nexon	3659 JP	2,282	13%	0%	4%	16.1	16.1	15.0
任天堂	7974 JP	7,030	-18%	17%	15%	21.6	18.6	16.0
万代南梦宫	7832 JP	4,017	-7%	9%	7%	18.2	16.8	15.7
完美世界	002624 CH	11	144%	21%	11%	12.9	10.6	9.8
三七互娱	002555 CH	19	17%	9%	5%	13.4	12.2	11.4
市值加权平均PE						18.3	16.5	15.1
在线广告								
微博	WB US	8	-16%	6%	6%	5.5	5.4	5.2
百度	BIDU US	118	0%	14%	19%	14.5	13.1	10.7
Meta	META US	631	40%	6%	17%	19.3	18.0	15.6
谷歌	GOOG US	356	32%	4%	18%	25.0	24.2	20.4
市值加权平均PE						23.4	22.4	19.0

注：美股数据截至美国东部时间 7 月 9 日收盘，港股数据截至 7 月 10 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11: 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)		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
云计算								
微软	MSFT US	384	17%	18%	20%	7.4	6.3	5.2
谷歌	GOOG US	356	23%	21%	21%	10.2	8.4	7.0
Salesforce	CRM US	163	11%	9%	10%	2.9	2.6	2.4
金山云	KC US	10	32%	24%	26%	2.4	1.9	1.5
亚马逊	AMZN US	247	15%	13%	11%	3.2	2.8	2.6
市值加权平均PS						7.4	6.2	5.2
金融科技								
Paypal	PYPL US	45	3%	4%	4%	1.2	1.1	1.1
Block	XYZ US	77	8%	10%	14%	1.8	1.6	1.4
Visa	V US	348	14%	11%	10%	14.5	13.1	11.9
市值加权平均PS						13.0	11.7	10.6
在线视频								
爱奇艺	IQ US	1	-5%	3%	3%	0.3	0.3	0.3
芒果超媒	300413 CH	15	6%	6%	4%	2.0	1.9	1.8
市值加权平均PS						1.6	1.5	1.5

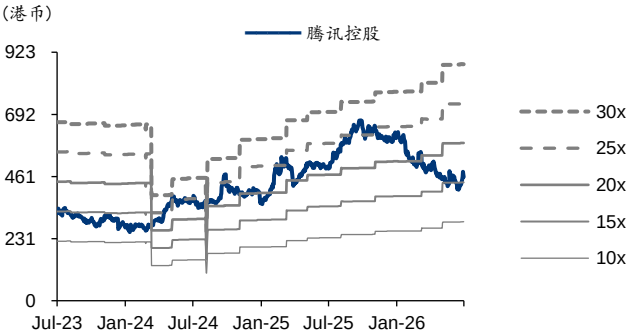
注: 美股数据截至美国东部时间 7 月 9 日收盘, 港股数据截至 7 月 10 日收盘, 所有数据均基于彭博一致预期

资料来源: 彭博一致预期, 华泰研究

风险提示

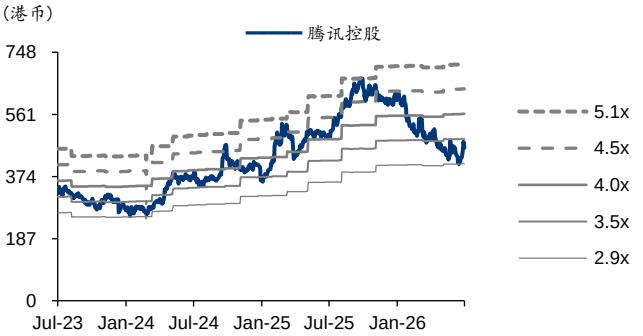
- 1) 游戏递延周期较预期更长
- 2) Capex 低于预期; AI 加大研发和基建投资, 经营利润增速不及预期
- 3) 支付业务的增速和市场份额低于预期 (社零为主要相关因素)

图表12: 腾讯控股 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表13: 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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	660,257	751,766	820,682	903,369	992,103
销售成本	(311,011)	(329,173)	(353,968)	(392,217)	(432,296)
毛利润	349,246	422,593	466,714	511,152	559,807
销售及分销成本	(36,388)	(41,727)	(53,344)	(58,719)	(59,526)
管理费用	(112,761)	(136,127)	(160,033)	(183,384)	(188,500)
其他收入/支出	4,187	10,168	10,168	10,168	10,168
财务成本净额	4,023	1,779	(1,500)	(1,751)	(2,128)
应占联营公司利润及亏损	25,176	23,740	17,660	12,956	15,625
税前利润	241,485	277,250	279,664	290,423	335,446
税费开支	(45,018)	(47,448)	(49,038)	(51,932)	(59,859)
少数股东损益	(2,394)	(4,959)	(4,959)	(4,959)	(4,959)
归母净利润	194,073	224,843	225,667	233,532	270,628
非通用准则调整项	28,630	34,784	42,148	45,697	49,495
调整后归母净利润	222,703	259,627	267,815	279,229	320,123
折旧和摊销	(56,213)	(66,028)	(76,332)	(92,793)	(113,004)
EBITDA	293,675	341,499	357,497	384,966	450,579
EPS (人民币, 基本)	21.34	24.73	24.82	25.68	29.76

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	440.00	530.00	453.24	636.25	564.58
应收账款和票据	149,247	161,200	153,395	177,841	174,907
现金及现金等价物	132,519	141,041	161,061	327,198	529,033
其他流动资产	213,974	292,689	321,958	321,958	321,958
总流动资产	496,180	595,460	636,866	827,633	1,026,462
固定资产	80,185	149,905	206,377	247,676	271,876
无形资产	196,127	205,999	212,595	217,904	220,102
其他长期资产	1,008,503	1,087,622	1,177,754	1,190,398	1,205,711
总长期资产	1,284,815	1,443,526	1,596,727	1,655,979	1,697,689
总资产	1,780,995	2,038,986	2,233,593	2,483,612	2,724,151
应付账款	202,744	217,623	217,266	264,616	266,508
短期借款	22,186	23,944	23,730	23,516	23,302
其他负债	171,979	171,184	171,184	171,184	171,184
总流动负债	396,909	412,751	412,180	459,316	460,994
长期债务	291,004	347,853	347,236	346,619	346,002
其他长期债务	39,186	37,317	38,537	39,728	41,062
总长期负债	330,190	385,170	385,773	386,347	387,064
股本	43,079	63,796	63,796	63,796	63,796
储备/其他项目	930,469	1,090,356	1,279,973	1,477,322	1,710,507
股东权益	973,548	1,154,152	1,343,769	1,541,118	1,774,303
少数股东权益	80,348	86,913	91,872	96,831	101,790
总权益	1,053,896	1,241,065	1,435,641	1,637,949	1,876,093

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	18.64	16.09	16.03	15.49	13.37
PB	3.72	3.13	2.69	2.35	2.04
调整后 PE (倍)	16.25	13.93	13.51	12.96	11.30
调整后 ROE	24.99	24.40	21.44	19.36	19.31
EV EBITDA	13.97	12.17	11.59	10.34	8.40
股息率 (%)	0.79	0.99	1.00	1.03	1.20
自由现金流收益率 (%)	4.62	4.36	4.90	6.02	7.12

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	293,675	341,499	357,497	384,966	450,579
融资成本	(4,023)	(1,779)	1,500	1,751	2,128
营运资本变动	10,987	2,836	7,525	22,721	4,897
税费	(45,018)	(47,448)	(49,038)	(51,932)	(59,859)
其他	2,900	7,944	(48,429)	(14,707)	(17,753)
经营活动现金流	258,521	303,052	269,055	342,800	379,991
CAPEX	(92,590)	(139,089)	(139,089)	(139,089)	(139,089)
其他投资活动	(29,597)	(66,643)	(71,565)	1,191	1,335
投资活动现金流	(122,187)	(205,732)	(210,654)	(137,898)	(137,754)
债务增加量	(20,016)	58,607	(831.00)	(831.00)	(831.00)
权益增加量	5,090	20,717	0.00	0.00	0.00
派发股息	(31,743)	(28,569)	(36,050)	(36,182)	(37,443)
其他融资活动现金流	5,423	(105.00)	(1,500)	(1,751)	(2,128)
融资活动现金流	(176,494)	(87,155)	(38,382)	(38,764)	(40,402)
现金变动	(40,160)	10,165	20,020	166,137	201,835
年初现金	172,320	132,519	141,041	161,061	327,198
汇率波动影响	359.00	(1,643)	0.00	0.00	0.00
年末现金	132,519	141,041	161,061	327,198	529,033

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	8.41	13.86	9.17	10.08	9.82
毛利润	19.15	21.00	10.44	9.52	9.52
营业利润	30.00	16.08	4.87	6.20	15.88
净利润	68.44	15.85	0.37	3.49	15.88
调整后净利润	41.23	16.58	3.15	4.26	14.65
EPS (基本)	68.44	15.85	0.37	3.49	15.88
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	52.90	56.21	56.87	56.58	56.43
EBITDA	44.48	45.43	43.56	42.61	45.42
净利润率	29.39	29.91	27.50	25.85	27.28
调整后净利润率	33.73	34.54	32.63	30.91	32.27
ROE	21.78	21.13	18.07	16.19	16.33
调整后 ROE	24.99	24.40	21.44	19.36	19.31
ROA	11.56	11.77	10.56	9.90	10.39
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	18.56	19.99	15.62	2.79	(9.00)
流动比率	1.25	1.44	1.55	1.80	2.23
速动比率	1.25	1.44	1.54	1.80	2.23
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.39	0.39	0.38	0.38	0.38
应收账款周转天数	77.50	74.33	69.00	66.00	64.00
应付账款周转天数	220.09	229.87	221.15	221.15	221.15
存货周转天数	0.52	0.53	0.50	0.50	0.50
现金转换周期	(142.08)	(155.00)	(151.65)	(154.65)	(156.65)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	21.34	24.73	24.82	25.68	29.76
EPS (调整后, 基本)	24.49	28.55	29.45	30.71	35.21
每股净资产	107.07	126.93	147.79	169.49	195.14

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。
- 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

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 2026 年华泰证券股份有限公司