

行业报告

中国互联网行业

头部游戏公司录得强劲增长，未来产品管线可期

■ 中国游戏市场在25年上半年实现强劲增长，凭借新产品、AI及精细化运营，我们重点覆盖公司的表现超越同行

■ 25年二季度及全年展望：丰富的游戏储备有望持续推动增长，利润率扩张预期维持不变，我们预计腾讯/网易/哔哩哔哩25年二季度游戏收入将同增15%/18%/13%，2025财年同增15%/13%/13%

■ 维持推荐：首选腾讯，因其具备稳固商业护城河、良好增长前景、市场领导地位以及在AI应用生态上的潜力

25年上半年游戏市场加速增长

根据 CNG 的数据，25 年前五个月中国游戏市场同比增长 17%（去年同期同增 3%），25 年二季度同比增长约 14%。其中手游同增 20%，端游则恢复同比正增长 5%。同样在 25 年前五个月，中国自主研发游戏的海外收入同增 14%。我们观察到以下趋势：1）针对高质量游戏及出海发展的政策支持力度加大，版号审批节奏加快。年初至今获批游戏版号总数达 991 个（去年为 857 个）；2）产品打磨与长线运营：持续的内容更新与运营活动提升玩家粘性。比如王者荣耀、和平精英和第五人格等现有旗舰产品流水再创新高；3）AI 产业化：根据行业调研，约 60% 的游戏公司已将 AIGC 应用于智能 NPC、角色建模、场景渲染、关卡设计及内部测试等环节，AI 助力内容生产效率提升 30%-50%；4）多平台上线策略：有助于提升用户黏性和 ARPPU，并有效降低成本，实现利润率提升空间。

25年二季度前瞻：丰富游戏储备，盈利增长前景稳健

腾讯：我们预计 25 年二季度总收入同增 11%，其中游戏收入同增 15%，广告收入同增 19%，金融科技及企业服务收入同增 5%。预计同期非 GAAP 经营利润同增 13%，非 GAAP 净利润同增 9%。我们预计腾讯 25/26 财年整体收入将同增 11%/9%，非 GAAP 净利润则同增 13%/12%，主要受益于持续的成本控制与 AI 助力提效带来的利润率扩张。**重点游戏储备：**《王者荣耀世界》、《无畏契约：源能行动》、《命运扳机》、《终极角逐》、《洛克王国：世界》等（详见第 7 页）。随着估值周期前移及汇率调整，目标价上调至 **670 港元**，对应 25/26 财年 23/20 倍市盈率。

网易：我们预计 25 年二季度收入同增 12.6%，其中游戏收入同增 17.7%，主要受端游的强劲增长势头（同增 65%）以及手游的增长回升（同增 3.2%）带动。我们预计 25 财年游戏收入同增 13%，其中端游/手游分别同增 38%/3.6%，而核心净利润 25 年二季度/25 财年将分别同增 23.7%/18.1%，主要得益于成本控制及高毛利业务占比提升（如端游）。**重点游戏储备：**《命运：群星》、《无主星渊》、《漫威：秘法狂潮》、《头号追击》、《灵兽大冒险》等（详见第 11 页）。目标价上调至 **166 美元/259 港元**，对应 25/26 财年 18.2/17.1 倍市盈率。

哔哩哔哩：我们预计 25 年二季度集团收入同增 20%，主要受游戏收入同比强劲增长 60%、广告收入同比稳健增长 20%、增值服务收入同比增长 10% 带动。我们看好哔哩将实现卓越盈利增长，预计核心净利润在 25/26 财年同比激增 450%/40%，达 25 亿/34 亿元人民币，驱动力包括：1）持续提升运营效率及严格成本控制；2）AI 助力成本节约及投资回报率提升。**重点游戏储备：**《逃离鸭科夫》、《嘟嘟脸恶作剧》及《三谋》的海外上线（详见第 16 页）。目标价上调至 **28 美元/221 港元**。对应 25/26 财年 38/26 倍市盈率。

主要风险：1）监管政策；2）消费疲软；3）市场竞争；4）产品上线进度延迟。

重点公司主要财务指标

公司	股票代码	评级	股价 (港币)	新目标价 (港币)	上涨空间 (%)	旧目标价 (港币)	市值 (十亿美元)	市盈率 (倍)	EV/EBITDA (倍)	市销率 (倍)	净资产回报率 (%)
腾讯	700 HK	增持	557.0	670.0	20.3	650.0	650.4	18.5	16.5	1.5	6.4
网易	NTES US	增持	136.3	166.0	21.8	154.0	86.3	14.8	13.8	1.3	5.4
哔哩哔哩	BILI US	增持	23.9	28.0	17.3	25.0	10.0	32.1	22.2	n.a.	2.4

资料来源：彭博、招商证券（香港）预测；股价截至2025年7月28日。

李怡珊, CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

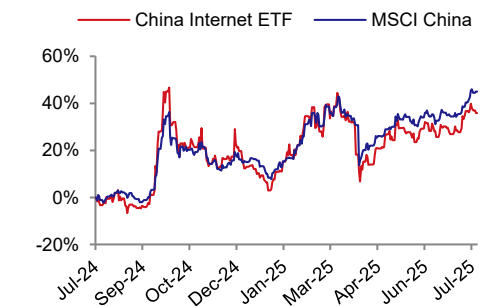
最新变动

行业更新；2025 年二季度展望；盈利预测及目标价调整

推荐

前次评级	推荐
恒生指数 (2025年7月28日)	25,562
MSCI 中国 (2025年7月28日)	81

行业表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
绝对表现	4.4	16.8	35.8
相对表现	(2.2)	(7.7)	(9.1)

重点图表

图 1: 腾讯、网易和哔哩哔哩的估值调整一览表

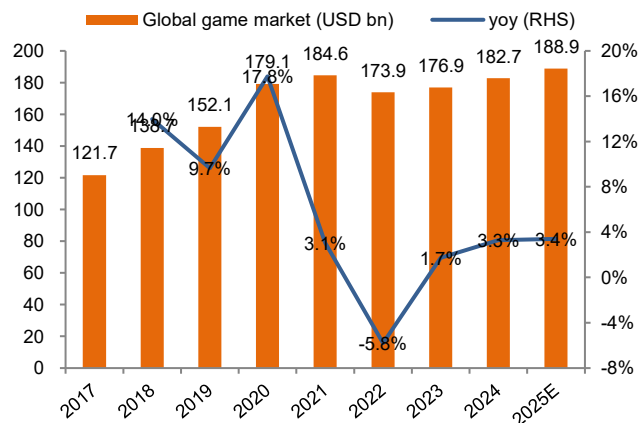
公司	股票代码	新评级	旧评级	新目标价	旧目标价	目标价变动
腾讯	700 HK	增持	增持	670 港元	650 港元	+3%
网易	NTES US	增持	增持	166 美元	154 美元	+7.7%
哔哩哔哩	BILI US	增持	增持	28 美元	25 美元	+12%

公司	股票代码	货币	集团收入 (变动%)		集团核心净利润 (变动%)	
			FY25E*	FY26E*	FY25E*	FY26E*
腾讯	700 HK	十亿元人民币	730 (0%)	794 (0%)	253 (0%)	283 (0%)
网易	NTES US	十亿元人民币	115 (0.8%)	122 (0%)	40 (3.6%)	42 (5.9%)
哔哩哔哩	BILI US	十亿元人民币	30 (-1%)	33 (-1.5%)	2.3 (0%)	3.2 (0%)

公司	股票代码	未来 12 个月分部加总估值逻辑
腾讯	700 HK	- 给予游戏业务 15 倍未来 12 个月市盈率；社交网络业务 15 倍未来 12 个月市盈率；广告业务 25 倍未来 12 个月市盈率；云/企业服务 5 倍市盈率；金融科技业务 10 倍市盈率。 - 随着估值周期前移及汇率调整，目标价由 650 港元上调至 670 港元，对应 25/26 财年 23/20 倍市盈率。
网易	NTES US	- 给予在线游戏板块 15 倍未来 12 个月市盈率；有道 1.5 倍市盈率；云音乐 26 倍市盈率。 - 分部估值目标价由 154 美元/240 港元上调至 166 美元/259 港元，对应 25/26 财年 18.2/17.1 倍市盈率。
哔哩哔哩	BILI US	- 给予游戏业务 10 倍未来 12 个月市盈率；广告业务 20 倍市盈率；增值业务及其他 1.5 倍市盈率。 - 目标价由 25 美元/197 港元上调至 28 美元/221 港元。对应 25/26 财年 38/26 倍市盈率。

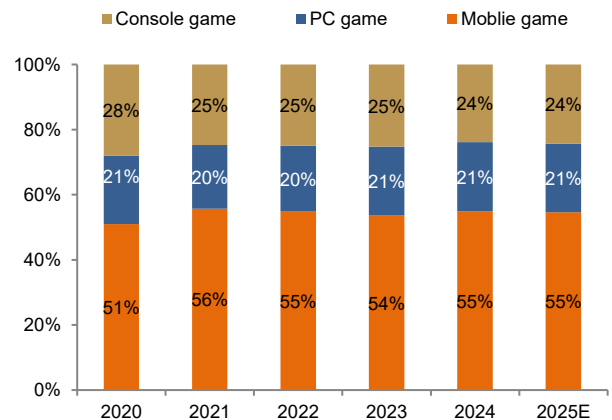
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图 2: 预计 25 年全球在线游戏市场收入将低个位数增长



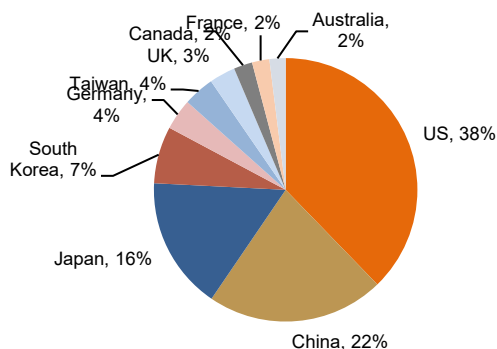
资料来源: NewZoo、招商证券 (香港) 预测

图 3: 全球在线游戏市场按类别划分: 手游统治份额



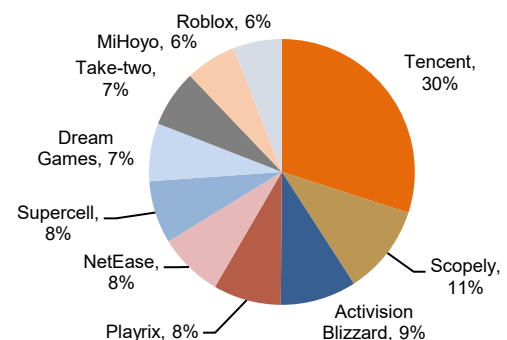
资料来源: NewZoo、招商证券 (香港) 预测

图 4: 2024 年全球前十大游戏收入国家占比



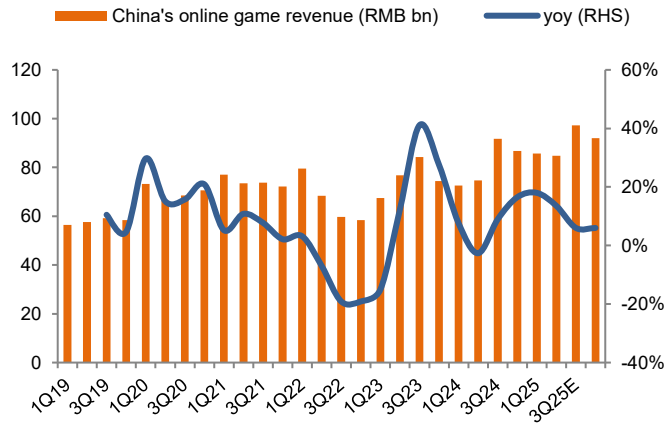
资料来源: NewZoo、游戏产业生态系统、招商证券 (香港)

图 5: 2024 年全球前十大游戏发行商占比



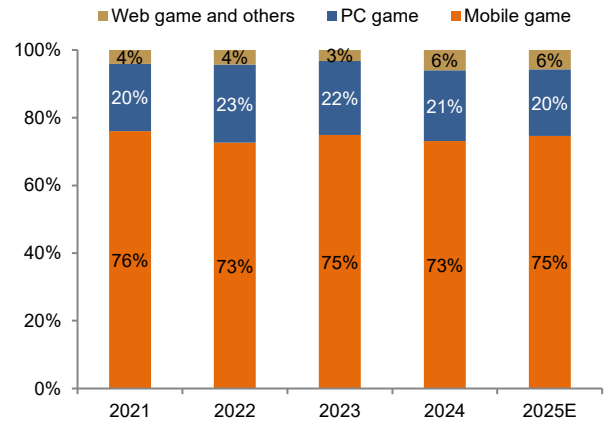
资料来源: NewZoo、游戏产业生态系统、招商证券 (香港)

图 6: 预计中国在线游戏市场收入增长约 10-15%



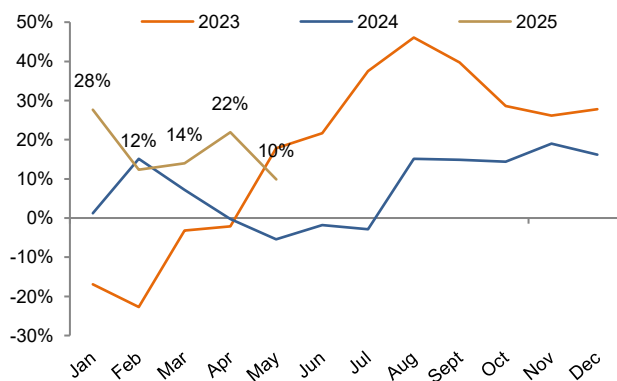
资料来源: CNG、招商证券 (香港) 预测

图 7: 中国在线游戏市场按类别划分: 手游份额高于全球平均



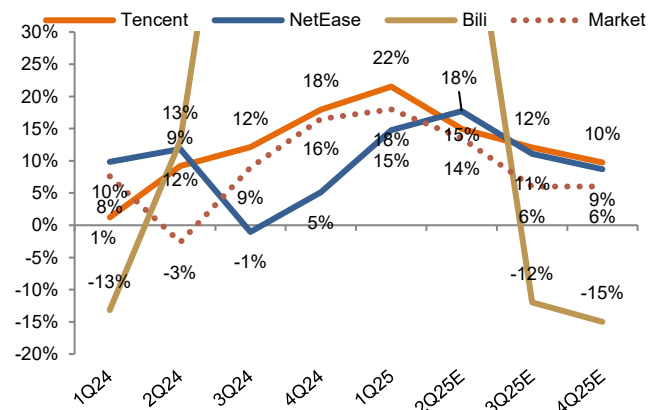
资料来源: CNG、招商证券 (香港) 预测

图 8: 2023-25 年中国在线游戏市场月度收入同比增速: 截止今天, 25 年增长不断加速



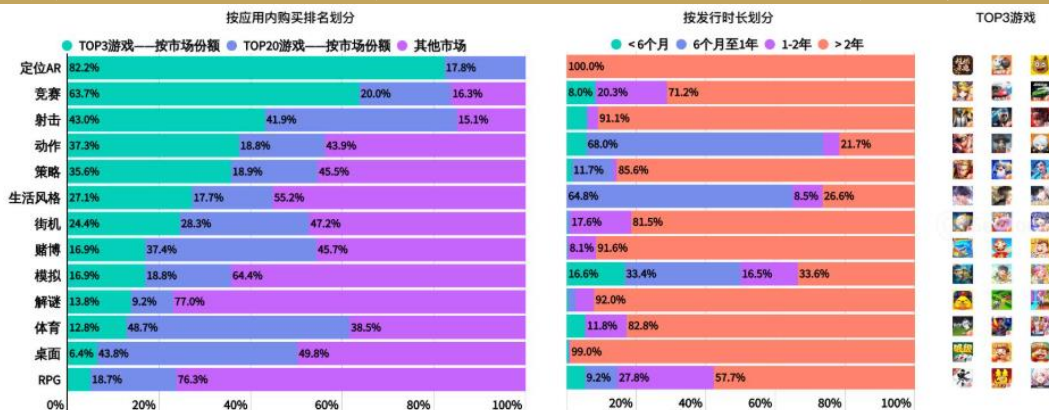
资料来源: CNG、招商证券 (香港)

图 9: 主要游戏公司季度游戏收入同比增速与市场对比: 腾讯和网易继续超越竞争对手



资料来源: CNG、招商证券 (香港) 预测; 受《三国: 谋定天下》的推出带动, 哔哩哔哩的游戏收入在 24 年三季度至 25 年二季度期间同增超过 60%

图 10: 2024 年中国在线游戏市场各类型集中度: FPS, MOBA 和动作类游戏市场集中度更高



资料来源: Sensor Tower、招商证券 (香港)

中国游戏行业主要趋势:

- **市场表现与重点游戏储备:** 根据 CNG 数据, 2025 年前五个月中国游戏市场实现强劲同比增长 17% (对比去年同期同增 3%), 其中手游市场收入同增 20%。2025 年上半年, 我们重点覆盖公司推出的爆款游戏包括: 腾讯的《暗区突围: 无限》、《沙丘: 觉醒》以及《最终幻想 14: 水晶世界》; 网易的《界外狂潮》、《守望先锋: 归来》和《七日世界》等。随着暑期进入密集上线窗口, 重点关注的新游戏包括腾讯的《命运扳机》、《终极角逐》以及网易的《命运: 群星》、《无主星渊》等。
- **政策支持:** 截止 7 月, 国产、进口及变更版本号累计发放数量 991 个 (去年同期 857 个), 审批速度显著加快 (据媒体报道, 地方审批流程约较中央审批快 30%)。北京、浙江、广东等地政府设立专项基金, 以鼓励高质量自主研发游戏、简化审批程序、支持游戏企业出海。
- **游戏打磨与长线运营策略:** 根据 CNG 数据, 中国游戏行业收入排名前 100 的产品, 其平均运营年限已由 2023 年的 6.2 年上升至 2024 年的 7 年; 2024 年上线不足一年的新游戏收入占比仅为 21%, 而 2025 年上半年进一步降至 5.2%。龙头厂商愈发重视游戏的长期运营, 腾讯的常青游戏数量由 12 款增至 14 款, 其中《王者荣耀》、《和平精英》收入创下历史新高; 网易的《第五人格》在上半年实现强劲增长, 用户数量亦创新高。越来越多的游戏采用赛季更新机制, 并持续推出限时活动, 以维持玩家的新鲜感与参与度。

图 11: 中国游戏产业流水 Top100 游戏产品平均运营时长 (年)



资料来源: CNG、招商证券 (香港)

图 12: 中国移动游戏流水 Top100 中新品市场规模状况



资料来源: CNG、招商证券 (香港)

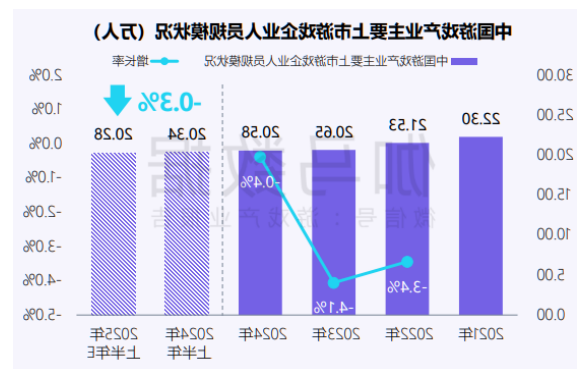
- AI 产业化:** 据 Unity 数据, 游戏平均开发周期已由 2022 年的 218 天延长至 2023 年的 304 天。一些经典大作 (如《上古卷轴 5: 天际》、《赛博朋克 2077》) 的开发成本通常在 5,000 万至 1.5 亿美元之间, 开发周期为 3-6 年。即使投入巨大, 也仍面临市场反馈不佳的风险。行业调研显示, 60% 的游戏企业正聚焦于 AIGC 的应用方向及效果, 具体应用场景包括智能 NPC、角色建模、场景渲染、关卡设计、以及在游戏测试中利用 AI 模拟玩家行为等。根据渠道反馈, AI 辅助开发可提升内容生产效率 30%-50%。在版号审批环节, AI 也在提升效率方面发挥作用。据媒体报道, 国家新闻出版署于 2025 年引入 AI 文本识别系统, 使敏感内容识别准确率提升至 92%, 人工审核工作量下降 40%。
- 多平台上线:** 1) 跨平台互通产品覆盖不同终端用户, 有效提升用户粘性及 ARPPU。数据显示, PC 端用户的 ARPU (每用户平均收入) 为移动端的 2.5 倍。例如, 腾讯旗下的《三角洲行动》近日宣布双平台日活跃用户 (DAU) 突破 1,200 万, 创历史新高; 2) 跨平台策略有助于降低渠道成本及获客竞争压力; 3) PC 端不涉及渠道分成 (如 Apple App Store 的 30% 抽成), 且获客成本更低, 带动利润率显着提升。

图 13: 全球主要大作的开发成本与开发周期



资料来源: Insights、招商证券 (香港)

图 14: 中国游戏产业主要上市游戏企业员工总数



资料来源: CNG、招商证券 (香港)

公司展望

腾讯：游戏与广告业务保持稳健增长，AI 领先地位持续赋能

- 25 年二季度前瞻：**我们预计 25 年二季度总收入同增 11%，其中游戏收入同增 15%，广告收入同增 19%，金融科技及企业服务收入同增 5%。受益于各业务条线利润率的持续提升，预计同期非 GAAP 经营利润同增 13%，非 GAAP 净利润同增 9%。**25/26 财年：**我们预计腾讯整体收入将同增 11%/9%，非 GAAP 净利润则同增 13%/12%，主要受益于持续的成本控制与 AI 助力提效带来的利润率扩张。
- 游戏业务：**我们预计腾讯国内游戏收入同比增长 14%，驱动因素包括：1) 14 款常青游戏稳健表现；2) 《地下城与勇士：起源》、《三角洲行动》等新游带来增量贡献，其中《三角洲行动》用户活跃度持续提升，有望成为下一款常青游戏；3) 新上线产品的拉动，包括《最终幻想 14：水晶世界》、《胜利女神：妮蔻》、《暗区突围：无限》等。此外，我们预计国际游戏收入同比增长 17%，主要受《荒野乱斗》、《PUBG Online》等产品表现驱动。**重点游戏储备：**1) 《王者荣耀世界》PC 端近期已开启新一轮内测，预计于 2025 年四季度或 2026 年正式上线；2) 《无畏契约：源能行动》已于 7 月 17 日启动内测。预计于 2025 年四季度上线；3) 其他重点游戏储备包括：《命运扳机》（预计 2025 年 7 月上线）、《终极角逐》（预计 2025 年 8 月上线）。《洛克王国：世界》（预计 2025 年下半年上线）；4) 2026 年潜在重磅游戏包括：《刺客信条：侠隐》、《异人之下》、《流放之路 2》（国服版）以及《彩虹六号》手游等。
- 广告业务：**我们预计 2025 年二季度广告收入将实现同比增长 19%，快于整体市场，主要受视频号、小程序和微信搜索需求强劲带动。AI 的应用显著提升搜索准确率于匹配效率，同时带动整体回报率提升。
- 金融科技及企业服务：**我们预计企业服务收入将实现加速增长，同比增速达 20%（相比 2025 年一季度同比增长 17%）；金融科技（支付）业务收入则维持低个位数同比增长。

图15：三角洲行动自推出以来用户参与度不断提升，有望成为另一款常青游戏



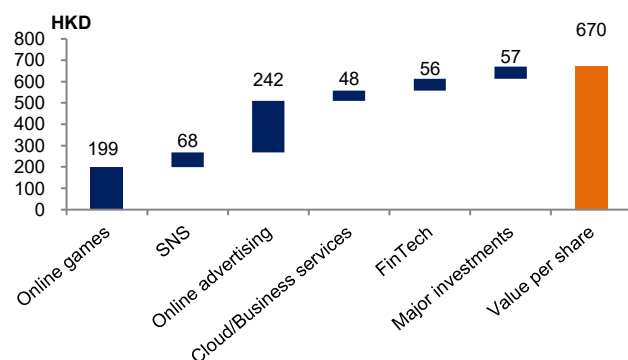
资料来源：Steam、招商证券（香港）

图16：王者荣耀和无畏契约：源能行动近期开始内测



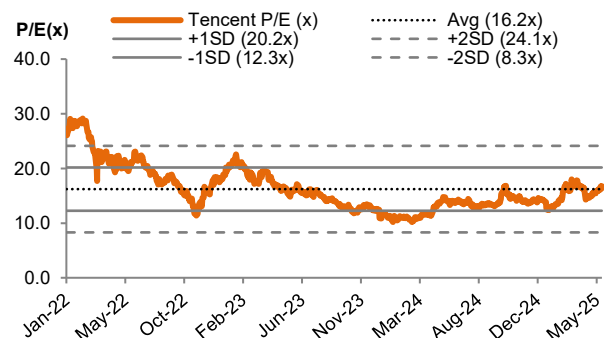
资料来源：公司、彭博、招商证券（香港）预测

图17：腾讯的SOTP估值



资料来源：公司、招商证券（香港）预测

图18：市盈率范围



资料来源：公司、彭博、招商证券（香港）预测

图 19: 腾讯盈利预测

十亿元人民币	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q25 yoy	2Q25E yoy	3Q25E yoy	4Q25E yoy	FY25E	FY26E	FY25E yoy	FY26E yoy
收入	180	178	185	187	13%	11%	11%	8%	730	794	11%	9%
增值服务	92	88	91	85	17%	12%	10%	7%	356	382	11%	7%
在线游戏	60	56	58	54	24%	15%	12%	9%	227	241	15%	6%
国内	43	39	41	35	24%	14%	10%	7%	159	166	14%	5%
国际	17	16	17	18	22%	18%	16%	13%	68	75	17%	11%
社交网络服务	33	32	33	31	7%	6%	7%	4%	129	141	6%	9%
在线广告	32	35	36	41	20%	19%	19%	17%	144	166	19%	15%
媒体广告	3	4	3	5	15%	12%	13%	11%	16	17	13%	11%
社交广告	28	32	32	36	21%	19%	20%	17%	128	148	19%	16%
金融科技及企业服务	56	55	58	61	3%	5%	7%	5%	231	246	5%	7%
金融科技	46	42	43	45	3%	3%	3%	3%	177	182	3%	3%
企业服务	9	11	14	15	17%	20%	20%	20%	48	58	19%	20%
其他	1	2	2	2	-45%	-24%	6%	-35%	6	6	-27%	7%
毛利润	100	97	101	102	20%	13%	13%	12%	400	441	14%	10%
经营利润	58	58	61	59	10%	14%	14%	16%	236	273	13%	16%
非 IFRS 经营利润	69	66	69	68	18%	13%	12%	14%	272	306	14%	13%
归母净利润	48	51	52	52	14%	7%	-2%	2%	203	238	5%	17%
非 IFRS 归母净利润	61	63	64	64	22%	9%	7%	16%	252	283	13%	12%
利润率分析 (%)												
毛利率	55.8	54.3	54.5	54.3	3.2ppt	1.0ppt	1.3ppt	1.7ppt	54.7	55.5	1.8ppt	0.8ppt
增值服务	59.6	57.5	57.5	57.5	2.3ppt	0.5ppt	0.0ppt	1.6ppt	58.0	58.6	1.1ppt	0.5ppt
在线广告	55.5	57.5	58.0	58.7	0.8ppt	1.9ppt	5.0ppt	1.0ppt	57.5	58.5	2.1ppt	1.0ppt
金融科技及企业服务和其 他	49.8	47.3	47.5	47.0	5.0ppt	0.9ppt	0.9ppt	2.0ppt	47.9	48.7	2.2ppt	0.8ppt
非 IFRS 经营利润率	38.5	37.0	37.2	36.3	1.8ppt	0.7ppt	0.6ppt	1.8ppt	37.2	38.6	1.2ppt	1.3ppt
非 IFRS 净利润率	34.1	35.1	34.8	34.4	2.6ppt	-0.5ppt	-1.0ppt	2.3ppt	34.6	35.7	0.8ppt	1.1ppt

资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图 20: 腾讯招商证券 (香港) 预测 vs. 市场一致预测

十亿元人民币	招商证券预测			市场一致预测			差异%		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	730.2	793.9	857.0	731.4	789.0	859.2	-0.2%	0.6%	-0.3%
核心毛利润	399.6	440.6	481.9	403.6	439.6	484.2	-1.0%	0.2%	-0.5%
核心经营利润	272.0	306.2	339.4	272.3	301.0	332.0	-0.1%	1.7%	2.2%
核心归母净利润	252.5	283.2	316.5	249.5	272.2	301.2	1.2%	4.0%	5.1%
核心毛利润率	55%	55%	56%	55%	56%	56%	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	35%	36%	37%	34%	35%	35%	0.0ppt	0.0ppt	0.0ppt

资料来源: 公司、彭博、招商证券 (香港) 预测

图 21: 腾讯主要游戏储备

游戏名	英文名	上线地区	上线版本	版号获得日期	上线时间	游戏类型
国内游戏						
未来重点游戏						
王者荣耀世界	HoK: world	中国	多平台	2025 年 1 月	预计 2025 年 四季度/2026 年	RPG
无畏契约: 源能行动	Valorant Mobile	中国	手游	2024 年 6 月	预计 2025 年 四季度	FPS
命运扳机	Fate Trigger	中国	端游	2025 年 4 月	预计 2025 年 7 月	THS
终极角逐	The finals	中国	端游	2025 年 7 月	预计 2025 年 8 月	FPS
洛克王国: 世界	Roco Kingdom	中国	手游	2024 年 6 月	预计 2025 年 下半年	MMORPG
逆战: 未来	N-Twelve: Future	中国	多平台	2023 年 12 月	预计 2025 年 下半年	FPS
舞力全开: 派对	Just Dance: Party	中国	手游	2023 年 6 月	预计 2025 年 下半年	CAUSAL
荒野起源	Light of Motiram	中国	手游	2024 年 2 月	2025 年	SOC
流放之路: 降临	Path of Exile 2	中国	端游	2025 年 4 月	2025 年	ACT RPG
彩虹六号	Tom Clancy's Rainbow Six Siege Mobile	中国	手游	2024 年 8 月	2026 年	FPS
刺客信条: 侠隐	Assassin's Creed Codename Jade	中国	手游	2023 年 12 月	2026 年	RPG
异人之下	I Am Nobody	中国	手游	2024 年 8 月	2026 年	RPG
热血美职篮	NBA	中国	手游	2024 年 1 月	2026 年	RTS
雪中悍刀行	Sword Snow Stride	中国	手游	2025 年 3 月	2026 年	RPG
怪物猎人: 旅人	Monster Hunter	中国	手游	2024 年 12 月	待公布	ACT RPG
已发布游戏						
最终幻想 14: 水晶世界	FF14: Crystal World	中国	手游	2024 年 8 月	2025 年二季度	MMORPG
胜利女神: 新的希望	Goddess of Victory: NIKKE	中国	手游	2024 年 10 月	2025 年二季度	RPG
暗区突围: 无限	Arena Breakout: Infinite	中国	多平台	2024 年 7 月	2025 年二季度	FPS
爆裂小队	Squad Busters	中国	手游	2024 年 10 月	2025 年二季度	RPG
剑灵 2	Blade & Soul 2	中国	多平台	2023 年 12 月	2025 年二季度	RPG
航海王: 壮志雄心	One Piece: Ambition (Project: Fighter)	中国	手游	2023 年 8 月	2024 年四季度	RPG
宝可梦大集结	Pokémon UNITE	中国	多平台	2022 年 12 月	2024 年四季度	MOBA
三角洲行动	Delta Force: Hawk Ops	中国	多平台	2023 年 7 月	2024 年	FPS
极品飞车: 集结	Need for SPEED	中国	手游	2024 年 1 月	2024 年	RAG
地下城与勇士: 起源	Dungeon & Fighter	中国	多平台	2024 年 2 月	2024 年	FTG
海外游戏						
未来重点游戏						
元梦之星: 星际派对	Superstar Planet	全球	手游		2025 年	Casual
无畏契约手游版	Valorant Mobile	全球	手游		2025 年	FPS
彩虹六号手游	Tom Clancy's Rainbow Six Siege Mobile	全球	手游		2025 年	FPS
全境封锁手游	The Division Resurgence	全球	手游		2025 年	RPG
刺客信条手游	Assassin's Creed Mobile	全球	手游		2026 年	RPG
异人之下海外版	I Am Nobody	全球	手游		2026 年	RPG
已发布游戏						
三角洲行动海外版	Delta Force: Hawk Ops	全球	端游		2025 年二季度	FPS
暗区突围: 无限	Arena Breakout: Infinite	全球	多平台		2024 年四季度	RTS
重返帝国国际服	Age of Empires Mobile	全球	手游		2024 年四季度	RTS

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图 22: 腾讯的 SOTP 估值

- **游戏业务:** 给予 15 倍未来 12 个月市盈率, 与网易 15 倍目标估值相当, 高于同行 (含 A 股游戏公司) 10 倍均值, 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。
- **社交网络业务:** 给予 15 倍未来 12 个月市盈率, 高于同行 12 倍均值, 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。
- **广告业务:** 给予 25 倍未来 12 个月市盈率, 与 Meta 25 倍目标估值相当, 因为我们认为腾讯的微信生态具有更大的竞争优势, 通过视频号、搜索, 小程序等, 有更高的增长率和变现潜力。
- **云/企业服务:** 给予 5 倍未来 12 个月市销率, 与阿里巴巴目标估值一致。
- **金融科技业务:** 给予 10 倍未来 12 个月市盈率, 考虑到宏观消费疲弱带来的增长压力。
- 随着估值周期前移及汇率调整, 目标价由 650 港元上调至 670 港元, 对应 25/26 财年 23/20 倍市盈率。

十亿元人民币			未来 12 个月 预测			未来 12 个月估值倍数			占集团估值的比例			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	1,133 亿元人民币	市盈率	10.0	15.0	20.0	29.1%	29.7%	30.0%	1,133	1,699	2,266			
社交网络服务	389 亿元人民币	市盈率	10.0	15.0	20.0	10.0%	10.2%	10.3%	389	583	777			
在线广告	826 亿元人民币	市盈率	20.0	25.0	30.0	42.4%	36.1%	32.9%	1,652	2,065	2,478			
云/企业服务	548 亿元人民币	市销率	0.0	5.0	10.0	0.0%	7.2%	11.0%	0	413	826			
金融科技	474 亿元人民币	市盈率	5.0	10.0	15.0	6.1%	8.3%	9.4%	237	474	711			
合计 (A)						87.6%	91.6%	93.6%	3,411	5,235	7,059			
总投资公司估值 (B)										496				
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)									3,894	5,718	7,542			
普通股数 (百万)										9,296				
每股价值 (人民币)									419	615	811			
港元/人民币										1.09				
每股价值 (港元)									457	670	884			
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)									15.5	22.8	30.1			
基于非 IFRS 净利润的 26 年市盈率 (倍)									13.7	20.2	26.6			

资料来源: 公司、彭博、招商证券 (香港) 预测

网易：游戏业务增长动能持续，产品储备丰富可期

- 我们预计网易 2025 年二季度收入同比增长 12.6%，其中游戏收入同比增长 17.7%，主要受端游持续强劲增长（2025 年二季度同增 65%）和手游回暖（2025 年二季度同增 3.2%）驱动：1)《漫威争锋》第三赛季与 7 月初开启，带动用户回流；2)《燕云十六声》（2024 年 12 月、2025 年 1 月上线）维持稳定表现；3)《第五人格》实现营收同比双位数增长；4) 新上线产品如《界外狂潮》、《七日世界手游》、《守望先锋：归来》等带来增量贡献。
- 我们预计 2025 财年游戏收入同比增长 13%，其中端游同比增长 38%，手游同比增长 3.6%。重点游戏储备：《命运：群星》（8 月上线）、《无主星渊》（9 月上线）、《漫威：秘法狂潮》、《头号追击》、《灵兽大冒险》等。我们亦看好 2026 年备受期待的产品如《无限大》、《遗忘之海》，以及《燕云十六声》的全球版本上线。此外，《暗黑破坏神 4》已于 2025 年 7 月获得中国游戏版号，成为网易 PC 游戏矩阵的又一主力高品质 IP。
- 我们预计网易 2025 年二季度/2025 财年核心净利润将分别同比增长 23.7%/18.1%，主要得益于成本控制及高毛利业务占比提升（如端游）。

图 23：漫威争锋第三季自 7 月初以来并发用户回升



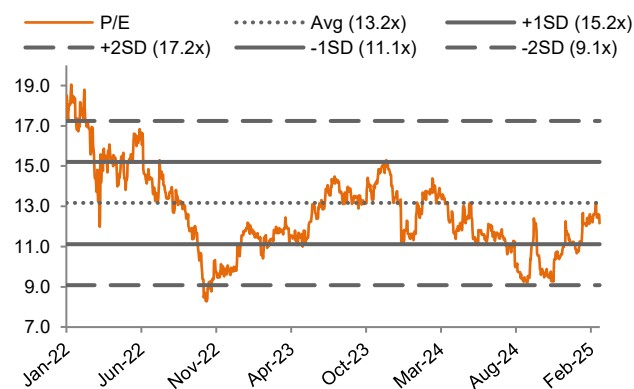
资料来源：STEAM、招商证券（香港）

图 24：燕云十六声 iOS 排名保持稳定



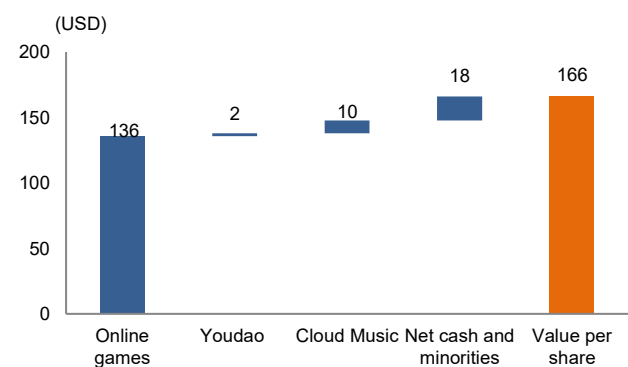
资料来源：七麦、招商证券（香港）

图 25：市盈率区间



资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

图 26：网易的 SOTP 估值



资料来源：公司、招商证券（香港）预测

图 27: 网易盈利预测

人民币十亿元	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q25 yoy	2Q25E yoy	3Q25E yoy	4Q25E yoy	FY25E	FY26E	FY25E yoy	FY26E yoy
净收入	28.8	28.7	28.6	29.1	7.4%	12.6%	9.1%	8.8%	115.2	122.3	9.4%	6.2%
在线游戏服务	23.4	22.7	22.4	22.3	14.8%	17.7%	11.1%	8.7%	90.9	96.4	13.0%	6.0%
手游	15.4	15.2	15.0	15.1	-4.4%	3.2%	4.8%	12.4%	60.6	64.9	3.6%	7.1%
端游	8.1	7.5	7.5	7.3	85.0%	64.8%	26.5%	1.8%	30.3	31.5	38.1%	3.9%
有道	1.3	1.3	1.7	1.5	-6.7%	-2.4%	6.8%	14.7%	5.8	6.5	3.2%	11.8%
云音乐	1.9	2.2	2.0	2.3	-8.4%	5.8%	1.3%	19.8%	8.3	9.3	4.3%	11.5%
创新及其他业务	2.2	2.6	2.4	3.0	-25.8%	-10.0%	0.0%	0.0%	10.2	10.2	-9.4%	0.0%
毛利润	18.5	18.4	18.4	18.3	8.6%	14.4%	11.6%	12.6%	73.5	78.1	11.7%	6.3%
非 GAAP 经营利润	11.4	10.9	10.3	10.0	33.8%	35.2%	26.6%	14.3%	42.6	45.0	27.3%	5.6%
非 GAAP 净利润	11.2	10.0	9.4	9.2	32.0%	27.3%	25.5%	-5.3%	39.8	42.2	18.7%	6.2%
非 GAAP 调整后净利润	10.3	9.7	9.2	8.9	26.6%	23.7%	15.9%	6.9%	38.2	40.8	18.1%	6.8%
利润率分析 (%)												
毛利率	64.1	63.9	64.3	62.9	0.7ppt	1.0ppt	1.5ppt	2.1ppt	63.8	63.9	1.3ppt	0.0ppt
在线游戏服务	70.0	71.0	71.5	70.5	-1.7ppt	-0.9ppt	1.2ppt	2.4ppt	70.7	70.7	0.3ppt	0.0ppt
有道	47.3	49.8	47.7	48.3	-1.7ppt	1.6ppt	-2.5ppt	0.5ppt	48.2	48.1	-0.6ppt	-0.1ppt
云音乐	36.7	32.6	34.0	34.9	-1.2ppt	0.5ppt	1.2ppt	3.0ppt	34.5	35.3	0.8ppt	0.8ppt
创新及其他业务	35.1	35.0	35.0	35.0	4.5ppt	3.5ppt	0.7ppt	0.2ppt	35.0	35.0	2.3ppt	0.0ppt
销售营销费用率	(9.4)	(10.0)	(12.0)	(12.0)	5.6ppt	3.7ppt	2.5ppt	-1.5ppt	(10.8)	(11.0)	2.6ppt	-0.2ppt
管理行政费用率	(3.3)	(4.2)	(4.2)	(4.2)	1.1ppt	0.1ppt	0.0ppt	0.1ppt	(4.0)	(4.0)	0.3ppt	0.0ppt
研发费用率	(15.2)	(15.5)	(15.5)	(15.5)	0.3ppt	2.0ppt	1.4ppt	1.2ppt	(15.4)	(15.5)	1.2ppt	-0.1ppt
非 GAAP 经营利润率	39.5	38.0	36.0	34.4	7.8ppt	6.4ppt	5.0ppt	1.7ppt	37.0	36.8	5.2ppt	-0.2ppt
非 GAAP 调整后净利润率	35.7	33.9	32.2	30.7	5.4ppt	3.0ppt	1.9ppt	-0.6ppt	33.1	33.3	2.4ppt	0.2ppt

资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图 28: 网易招商证券(香港)预测 vs. 市场一致预测

人民币十亿元	招商证券预测			市场一致预测			差异%		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY24E	FY25E	FY26E
收入	115.2	122.3	130.5	114.9	122.9	133.1	0%	0%	-2%
核心毛利润	74.5	79.1	84.5	72.7	78.1	85.5	2%	1%	-1%
核心经营利润	42.6	45.0	48.1	41.1	43.6	48.1	4%	3%	0%
核心净利润(扣除少数股东)	39.8	42.2	45.0	39.0	40.9	44.4	2%	3%	1%
核心毛利率	65%	65%	65%	63%	64%	64%	1.3pp	1.1pp	0.5pp
核心经营利润率	37%	37%	37%	36%	35%	36%	1.2pp	1.3pp	0.7pp
核心净利润率	35%	35%	34%	34%	33%	33%	0.6pp	1.2pp	1.2pp

资料来源: 公司、彭博、招商证券(香港)预测

图 29: 网易游戏储备

游戏名	英文名	上线地区	上线版本	版号获得日期	上线时间	游戏类型
未来重点游戏						
漫威秘法狂潮	Marvel Mystic Mayhem	全球	端游	2025 年 7 月	预计 2025 年下半年	TRPG
命运: 群星	Destiny: Rising	全球	手游		预计 2025 年 8 月	FPS
无主星渊	Wildgate	中国	端游	2025 年 6 月	预计 2025 年 9 月	FPS
破碎之地	Code: 56	中国	手游	2024 年 4 月	2025 年	FPS
冰汽时代: 最后的家园	Frost Punk: Rise of City	中国	手游	2025 年 1 月	2025 年	SLG
灵兽大冒险	Floatopia	中国	手游	2025 年 2 月	2025 年	SIM
代号: 世界	Code: World	中国	多平台		2025 年	RPG
代号: Atlas	Code: Atlas	中国	多平台		2025 年	FPS RPG
代号: 邪神	Code: Xieshen	中国	多平台		2025 年	ACG RPG
剑心雕龙	JianXinDiaoLong	中国	端游		2025 年	RPG
无限大	Code: Infinity	全球	多平台	2024 年 12 月	2026 年	MMORPG
星绘友晴天	Planet Party Time	全球	端游		2026 年	SLG
遗忘之海	Sea of Remnants	中国	多平台		2026 年	RPG
头号追击	Supervive	中国	端游	2024 年 12 月	待公布	MOBA
幻想生活	Fantasy life	中国	手游	2022 年 12 月	待公布	ARPG
开放空间	Overfield	中国	手游	2024 年 9 月	待公布	RPG
倩女幽魂隐世录	Ghost World Chronicle	中国	手游	2019 年 8 月	待公布	RPG
万民长歌: 三国	Wanmin Changge: Sanguo	中国	端游		待公布	SLG
黑道风云录	Mafia City	全球	端游		待公布	RPG
unVEIL the world	unVEIL the world	中国	手游		待公布	RPG
归唐	Blood Message	中国	端游		待公布	AVG
已发布游戏						
七日世界	Once Human	中国	手游	2023 年 5 月	2025 年二季度	SOC
界外狂潮	FragPunk	中国	手游	2024 年 8 月	2025 年一季度	FPS
守望先锋: 归来	Overwatch 2	中国	端游		2025 年一季度	FPS
实况足球在线	eFootball Online	中国	端游	2024 年 11 月	2024 年四季度	SPT
燕云十六声	Where Winds Meet	中国	多平台	2023 年 6 月	2024 年四季度	RPG
漫威争锋	Marvel Rivals	全球	多平台	2024 年 8 月	2024 年四季度	TPS
实况足球	Pro Evolution Soccer	全球	多平台		2024 年四季度	SPT
蛋仔滑滑	Eggy Puzzle	中国	多平台	2024 年 5 月	2024 年	Casual
漫威终极逆转	Marvel Snap	中国	多平台	2024 年 8 月	2024 年	CCG
七日世界	Once Human	全球	端游	2023 年 5 月	2024 年	SOC
永劫无间	Naraka: Bladepoint Mobile	中国	手游	2024 年 2 月	2024 年	MMORPG
萤火突击	Lost light	中国	手游	2023 年 12 月	2024 年	TPS
歧路旅人: 大陆的霸者	Octopath Traveler	全球	手游		2024 年四季度	TBS
忘川风华录	Wang Chuan Feng Hua Lu	中国	手游	2020 年 11 月	2024 年四季度	RPG
射雕	Condor Heroes	中国	手游	2023 年 10 月	2024 年	MMORPG

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图30: 网易的SOTP估值

- **调整:** 我们基本维持对网易营收的预测不变, 但小幅上调盈利预测, 主要基于我们对其运营成本控制 (尤其是销售及市场费用) 更有信心, 以及云音乐和有道业务杠杆效应下的利润率改善。
- 我们给予在线游戏板块 15 倍市盈率, 这一估值倍数也与我们给予腾讯的相当, 因为二者都是中国游戏市场的龙头玩家。
- 我们使用有道和云音乐的目标估值。对应有道 1.5 倍的市销率, 与教培行业龙头平均的 2 倍市销率相当; 对应云音乐 26 倍的市盈率。在 SOTP 估值中计入净现金, 但给予 30% 的折价处理。
- 我们将网易的分部估值目标价由 154 美元/240 港元上调至 166 美元/259 港元, 对应 25/26 财年 18.2/17.1 倍市盈率。

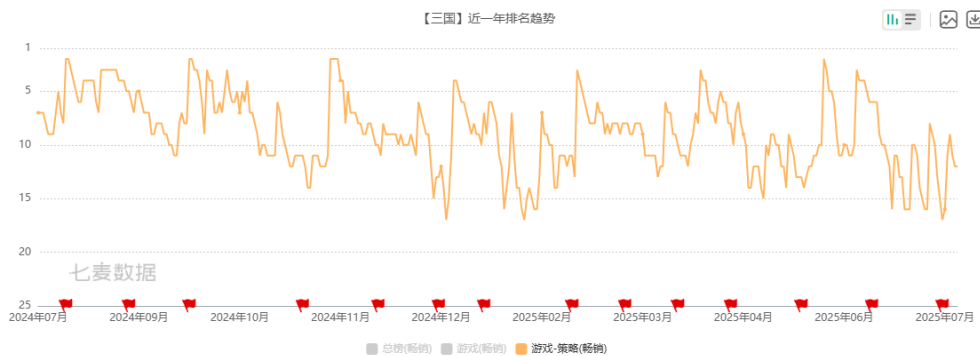
百万元人民币	未来 12 个月	估值	25-27 年 复合增长率	估值指标	目标倍数	目标估值	股数 (百万)	每股价值	占总估值 的比例
在线游戏服务	核心净利润	42,888	6%	P/E	15.0 x	643,322	659	976	82%
有道	收入	6,489	12%	P/S	1.5 x	9,880	659	15	1%
云音乐	核心净利润	1,800	6%	PE	26.2 x	47,100	659	71	6%
净现金 (加), 30% 折让						89,904	659	136	11%
少数权益 (减)						3,822	659	6	0%
总估值						786,383	659	1,193	100%
人民币/美元								7.18	
每股价值 (美元)								166	
每股价值 (港元)								259	
对应集团市盈率 (倍)					对应游戏市盈率 (倍)				
25 财年		18.2			25 财年			19.6	
26 财年		17.1			26 财年			18.3	

资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

哔哩哔哩：下半年新游上线在即，盈利增长前景持续强劲

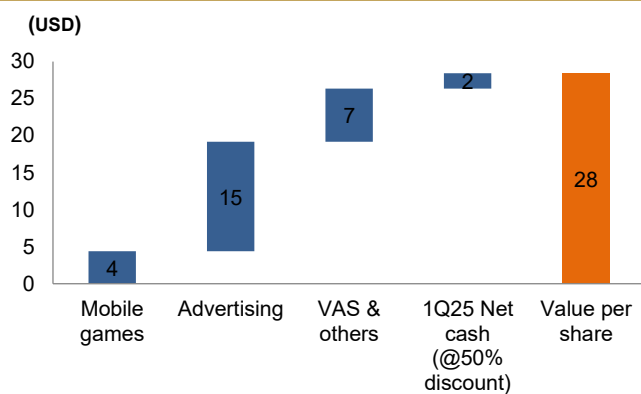
- 我们预计 25 年二季度集团收入同增 20%，主要受游戏收入同比强劲增长 60%、广告收入同比稳健增长 20%、增值服务收入同比增长 10% 带动。**游戏方面**：《三谋》（即《三国：谋定天下》）整体表现稳定，自 6 月起受益于第八赛季和周年庆活动推动表现回暖。基于去年同期《三谋》基数较高，我们预计 2025 年下半年游戏板块收入增长将同比下滑，但即将上线的新游戏有望形成对冲，包括《逃离鸭科夫》、《嘟嘟脸恶作剧》以及《三谋》的海外发行。总体而言，我们看好 B 站在经典游戏的长期运营能力，以及产品在迎合年轻人用户偏好方面的适配能力。
- 广告方面**：我们预计 B 站 2025 年二季度/2025 财年广告收入将分别同比增长 20%/19%，主要驱动因素包括：1) 平台生态持续丰富带动日活用户与使用时长增长；2) 广告负载率与广告库存提升，包括直播、框下广告、小程序等新形态；3) 借助 AI 工具实现 ROI 提升，从而推动 eCPM 增长。
- 我们看好哔哩哔哩将实现卓越盈利增长，预计核心净利润在 25/26 财年同比激增 450%/40%，达 25 亿/34 亿元人民币，驱动力包括：1) 持续提升运营效率及严格成本控制；2) AI 助力成本节约及投资回报率提升，视频 100% 由 AI 审核，标签自动生成，AI 推荐等功能已全面部署。

图 31：三谋的排名保持相对稳定，近期因第 8 赛季和周年庆活动而有所提升



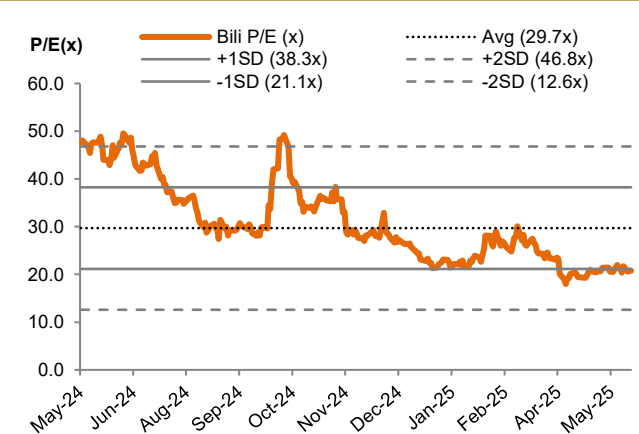
资料来源：七麦、招商证券（香港）

图 32：SOTP 估值



资料来源：公司、招商证券（香港）预测

图 33：市盈率范围



资料来源：公司、彭博、招商证券（香港）预测

图 34: 哔哩哔哩盈利预测

人民币百万元	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q25 yoy	2Q25E yoy	3Q25E yoy	4Q25E yoy	2025E	2026E	2025E yoy	2026E yoy
收入	7,003	7,351	7,628	8,000	24%	20%	4%	3%	29,983	32,572	12%	9%
移动游戏	1,731	1,612	1,604	1,528	76%	60%	-12%	-15%	6,475	6,625	15%	2%
增值服务	2,807	2,830	3,049	3,165	11%	10%	8%	3%	11,852	12,545	8%	6%
广告	1,998	2,445	2,492	2,843	20%	20%	19%	19%	9,778	11,484	19%	17%
IP 衍生品及其他	467	465	482	465	-4%	-10%	-15%	0%	1,879	1,917	-8%	2%
毛利润	2,539	2,702	2,842	3,040	58%	47%	12%	9%	11,123	12,628	27%	14%
销售及营销开支	(1,167)	(1,157)	(1,193)	(1,243)	26%	12%	-1%	1%	(4,759)	(5,092)	8%	7%
一般及行政开支	(516)	(534)	(538)	(538)	-3%	9%	6%	6%	(2,125)	(2,276)	5%	7%
研发开支	(841)	(846)	(878)	(921)	-13%	-5%	-3%	0%	(3,487)	(3,687)	-5%	6%
经营利润	15	165	233	338	n.a.	n.a.	n.a.	168%	752	1,573	n.a.	109%
调整后经营利润	342	507	587	707	n.a.	n.a.	116%	53%	2,144	3,072	n.a.	43%
归母净利润	(9)	202	268	369	-99%	n.a.	n.a.	311%	830	1,761	n.a.	112%
非 GAAP 净利润	363	539	617	734	n.a.	n.a.	161%	62%	2,254	3,244	n.a.	44%
核心净利润 (除投资亏损)	425	589	667	784	n.a.	n.a.	117%	7%	2,466	3,444	450%	40%
关键经营数据												
用户												
日均活跃用户 (百万)	106.7	107.1	107.4	107.8	4%	5%	0%	5%	103.7	107.3	5%	3%
月均活跃用户 (百万)	369.0	369.0	369.0	369.0	8%	10%	6%	9%	341.4	369.0	4%	8%
DAU/MAU	29%	29%	29%	29%	-1.1pp	-1.4pp	-1.6pp	-1.1pp	30%	29%	0.5pp	-1.3pp
日均使用时长 (分钟)	108	110	112	115	3%	11%	6%	16%	102	111	6%	9%
利润率 (%)												
毛利率	36.3	36.8	37.3	38.0	7.9pp	6.8pp	2.4pp	1.9pp	37.1	38.8	4.4pp	1.7pp
经营利润率	0.2	2.2	3.1	4.2	14.7pp	11.8pp	4.0pp	2.6pp	2.5	4.8	7.5pp	2.3pp
非 GAAP 经营利润率	4.9	6.9	7.7	8.8	13.9pp	11.5pp	4.0pp	2.9pp	7.1	9.4	7.4pp	2.3pp
归母净利率	(0.1)	2.7	3.5	4.6	13.1pp	12.7pp	4.6pp	3.5pp	2.8	5.4	7.8pp	2.6pp
非 GAAP 归母净利率	5.2	7.3	8.1	9.2	12.9pp	11.8pp	4.9pp	3.3pp	7.5	10.0	7.6pp	2.4pp
核心净利率	6.1	8.0	8.7	9.8	13.5pp	10.9pp	4.5pp	0.3pp	8.2	10.6	6.6pp	2.3pp

资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图 35: 哔哩哔哩招商证券 (香港) 预测 vs. 市场一致预测

人民币百万元	招商证券预测			彭博一致共识			差异 (%)		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	29,983	32,572	35,683	30,429	33,027	35,658	-1%	-1%	0%
核心毛利润	11,226	12,739	14,384	11,288	12,798	14,454	-1%	0%	0%
核心营业利润	2,144	3,072	3,905	2,120	3,161	4,408	1%	-3%	-11%
扣除少数股东后的核心净利润	2,254	3,244	4,091	2,168	3,137	4,256	4%	3%	-4%
核心毛利率	37%	39%	40%	37%	39%	41%	0.3pp	0.4pp	-0.2pp
核心营业利润率	7%	9%	11%	7%	10%	12%	0.2pp	-0.1pp	-1.4pp
核心净利率	8%	10%	11%	7%	9%	12%	0.4pp	0.5pp	-0.5pp

资料来源: 公司、彭博、招商证券 (香港) 预测

图 36: 哔哩哔哩游戏储备

游戏名	英文名	上线地区	上线版本	版号获得日期	上线时间	游戏类型
明末：渊须之羽	Wuchang: Fallen Feathers	全球	多平台		预计 2025 年 7 月	APRG
失落之魂	Lost Soul Aside	全球	多平台	2024 年 4 月	预计 2025 年 8 月	APRG
逃离鸭科夫	Escape Duckoff	全球	多平台		预计 2025 年下半年	FPS
嘟嘟脸恶作剧	Trickcal: Revive	全球	手游		预计 2025 年下半年	RPG
解限机	Mecha Break	全球	多平台	2024 年 3 月	2025 年三季度	Mech Shooter
咒术回战：幻影夜行	Jujutsu Kaisen Phantom Parade	全球	手游		2024 年四季度	CRPG
炽焰天穹	Heaven Burns Red	中国	手游	2023 年 12 月	2024 年三季度	RPG
三国：谋定天下	Sanguo: Moudingtianxia	中国	手游	2023 年 5 月	2024 年二季度	SLG
物华弥新	Wuhua Mixin	中国	手游	2024 年 1 月	2024 年二季度	RPG
摇光录：乱世公主	Yaoguanglu	中国	手游	2023 年 4 月	2023 年三季度	RPG

资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图 37: 哔哩哔哩 SOTP 估值

- **游戏业务：**我们给予游戏业务 10 倍市盈率，相较腾讯和网易的游戏业务 15 倍目标市盈率有 33%的折价，主要反映其业务规模较小及市场领导力相对较弱。
- **广告业务：**我们给予广告业务 20 倍的前瞻市盈率，对比腾讯的 25 倍市盈率，主要考虑到公司相对较小的用户/流量规模。
- **增值业务及其他：**我们给予 B 站增值业务 1.5 倍前瞻市销率，对比社交娱乐同业快手的 1.8 倍、微博的 1.4 倍和虎牙的 0.9 倍。
- 我们将目标价由 25 美元/197 港元上调至 28 美元/221 港元。对应 25/26 财年 38/26 倍市盈率。

人民币百万元， 未来 12 个月	估值基 础	估值指标	给予 B 站的估值倍数			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
手游	市盈率	人民币 13.1 亿元净利润	8.0	10.0	12.0	16%	15%	15%	10,478	13,098	15,718
广告	市盈率	人民币 22 亿元净利润	15.0	20.0	25.0	52%	52%	52%	33,003	44,004	55,004
增值服务及其他	市销率	人民币 142.74 亿元收入	1.0	1.5	2.0	22%	25%	27%	14,274	21,411	28,548
25 年一季度净现金 (50%折让)						10%	7%	6%	6,183	6,183	6,183
总估值(百万元人民币)									63,938	84,695	105,453
总估值(百万美元)									8,905	11,796	14,687
人民币/美元										7.2	
股数(百万)										415	
每股价值(美元)									21	28	35
每股价值(港元)									163	221	272
对应市销率 (倍)											
25 财年									2.4	2.8	3.9
26 财年									2.1	2.6	3.5
对应市盈率 (倍)											
25 财年									28	38	47
26 财年									20	26	33

资料来源：公司、彭博、招商证券（香港）预测

图 38: 互联网行业估值对比

公司名称	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)		市盈率 (倍)		PEG*	市销率 (倍)	P/OCF (倍)	ROE (%)		2025-2027E 年复合增速		
								FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY26E	FY25E	FY25E	FY25E	FY26E	收入	净利润	EBITDA
腾讯	700 HK	港元	增持	555.5	670.0	20.6	648.6	10.1	8.8	18.5	16.5	1.4	6.4	17.9	22.8	21.5	8.3	12.0	12.9
阿里巴巴	BABA US	美元	增持	122.2	146.0	19.5	291.4	16.3	14.3	13.3	16.0	2.7	2.1	12.8	15.8	12.6	11.0	5.9	11.6
拼多多	PDD US	美元	增持	116.8	136.0	16.5	165.8	13.9	9.5	14.4	9.7	0.3	2.9	10.8	23.7	27.7	14.8	36.8	40.1
美团	3690 HK	港元	增持	129.4	156.0	20.6	100.7	10.1	8.2	21.6	14.1	0.4	1.9	14.2	18.0	23.4	15.7	39.6	20.7
网易	NTES US	美元	增持	131.9	166.0	25.9	83.5	14.7	13.8	14.3	13.4	2.0	5.2	14.0	26.7	23.8	6.4	6.8	7.6
京东	JD US	美元	增持	33.2	42.0	26.4	48.3	9.6	6.5	13.8	8.6	0.2	0.3	7.9	20.3	10.6	6.8	45.5	36.5
腾讯音乐	TME US	美元	增持	21.6	审视中	n.a.	33.5	19.0	17.6	26.9	24.1	2.1	7.7	23.3	13.8	10.7	9.7	11.6	11.2
看准科技	BZ US	美元	增持	19.8	22.0	10.9	9.5	10.5	9.8	19.7	16.9	1.1	8.5	15.6	22.0	22.6	10.4	14.9	12.4
哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	22.8	28.0	22.6	9.6	16.1	11.9	30.7	21.3	0.6	2.3	32.3	6.4	11.7	8.8	n.a.	n.a.
云音乐	9899 HK	港元	增持	271.0	审视中	n.a.	7.5	30.9	25.1	30.0	26.3	2.0	6.5	46.9	16.3	15.8	11.7	13.2	22.6
赤子城	9911 HK	港元	增持	10.6	12.2	15.1	1.9	9.6	7.9	12.2	9.6	0.4	2.0	19.9	54.0	34.5	19.1	22.8	26.6
唯品会	VIPS US	美元	中性	15.6	审视中	n.a.	8.1	9.2	6.8	6.5	6.1	1.2	0.6	6.1	17.6	18.4	1.9	5.0	26.0
携程	TCOM US	美元	未评级	63.5	n.a.	n.a.	41.5	14.7	12.7	17.2	14.8	0.9	5.6	21.6	11.1	11.1	13.4	15.6	15.5
百度	BIDU US	美元	未评级	89.4	n.a.	n.a.	31.3	2.2	1.8	10.5	9.5	0.7	1.7	6.7	7.2	7.0	5.7	13.1	15.8
快手	1024 HK	港元	未评级	72.7	n.a.	n.a.	39.9	9.3	7.9	14.2	12.0	0.7	2.3	10.8	24.4	22.9	8.6	17.5	16.2
滴滴	DIDIY US	美元	未评级	5.5	n.a.	n.a.	26.7	13.9	9.5	29.9	18.9	0.4	0.9	16.4	7.3	11.2	8.4	50.3	40.1
阅文	772 HK	港元	未评级	31.0	n.a.	n.a.	4.0	17.1	15.6	21.8	19.5	1.7	3.6	19.0	6.0	6.3	6.6	11.6	11.5
美图	1357 HK	港元	未评级	10.1	n.a.	n.a.	5.9	42.6	25.3	49.0	35.9	1.1	n.a.	32.6	15.1	17.7	20.7	33.8	52.2
欢聚	JOYY US	美元	未评级	50.4	n.a.	n.a.	2.6	2.7	2.3	10.0	9.5	1.1	1.2	7.0	5.0	5.1	6.8	8.5	15.6
陌陌	MOMO US	美元	未评级	8.5	n.a.	n.a.	1.4	4.8	4.5	7.1	6.9	1.6	0.9	6.6	10.4	9.9	3.7	4.4	5.3
爱奇艺	IQ US	美元	未评级	1.9	n.a.	n.a.	1.9	20.0	11.2	22.9	9.8	0.1	0.5	6.8	2.3	7.3	3.7	83.4	55.8
雅乐科技	YALA US	美元	未评级	7.9	n.a.	n.a.	1.2	4.0	3.8	7.9	7.5	1.6	3.6	n.a.	19.5	17.1	4.6	4.8	n.a.
中国公司均值								13.7	10.7	18.7	14.9	1.1	3.2	16.6	16.6	15.9	9.4	21.8	22.8
亚马逊	AMZN US	美元	增持	232.8	审视中	n.a.	2,471.4	15.6	13.1	28.3	24.4	1.2	3.9	17.3	19.9	18.8	10.1	25.9	30.5
谷歌	GOOGL US	美元	增持	192.6	225.0	16.8	2,334.0	13.6	11.8	18.2	17.3	2.5	6.6	16.1	31.0	27.1	13.5	19.2	16.0
Meta	META US	美元	增持	717.6	审视中	n.a.	1,804.4	19.1	15.4	21.2	20.0	3.3	n.a.	17.6	30.6	27.3	13.1	7.0	20.1
奈飞	NFLX US	美元	增持	1,174.6	1,423.0	21.1	499.1	35.8	29.7	43.6	37.9	1.9	n.a.	54.2	42.3	45.1	12.2	26.0	22.7
优步	UBER US	美元	增持	90.6	审视中	n.a.	189.5	22.7	18.1	28.5	22.7	1.0	4.3	21.4	26.7	26.2	14.3	n.a.	n.a.
Spotify	SPOT US	美元	增持	701.0	790.0	12.7	143.7	48.7	35.3	n.a.	46.7	1.2	8.5	44.3	26.2	28.4	14.6	56.7	57.8
Lyft	LYFT US	美元	增持	14.2	21.1	48.8	6.0	9.7	7.6	14.3	12.0	0.6	1.0	7.7	24.8	14.7	12.1	17.5	n.a.
海外公司均值								23.6	18.7	25.7	25.9	1.7	4.9	25.5	28.8	26.8	12.8	25.4	29.4

注: 股价采用 2025 年 7 月 28 日收市价; 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

腾讯财务预测表

利润表

十亿元人民币	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	609	660	730	794	857
营业成本	-316	-311	-331	-353	-375
毛利	293	349	400	441	482
利息收入	14	16	13	16	21
其他收益净额	5	8	7	12	13
销售和营销费用	-34	-36	-39	-42	-44
一般及行政费用	-104	-113	-132	-138	-144
营业利润	161	208	236	273	307
净财务成本	-12	-12	-12	-14	-15
联营及合营企业应占亏损	6	25	23	25	28
税前利润	162	241	261	301	340
所得税费用	-43	-45	-54	-61	-68
少数股东权益	3	2	3	2	3
归属于股东的净利润	116	194	203	238	270
非 IFRS 营业利润	192	238	272	306	339
非 IFRS 归属于股东的净利润	158	223	252	283	316

主要财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年成长率					
营业收入	10%	8%	11%	9%	8%
营业利润	13%	30%	13%	16%	12%
非 IFRS 净利润	7%	41%	13%	12%	12%
获利能力					
股本回报率	20%	24%	23%	21%	20%
毛利率	48%	53%	55%	55%	56%
非 IFRS 营业利润率	32%	36%	37%	39%	40%
非 IFRS 净利率	26%	34%	35%	36%	37%
每股资料 and 估值 (人民币)					
摊薄每股盈利	11.9	20.5	21.9	25.8	29.5
非 IFRS 基本每股盈利	16.7	23.9	27.3	31.2	35.6
非 IFRS 摊薄每股盈利	16.4	23.7	27.2	30.7	34.6
非 IFRS 摊薄每股盈利(港元)	18.6	26.0	29.4	33.2	37.4
每股净资产	85.3	105.0	126.9	152.0	182.7
每股股利	3.2	4.5	4.4	5.2	6.0
估值比率					
EV/EBITDA (x)	21.0	18.3	14.7	12.8	11.1
市盈率 (x)	29.7	21.0	18.5	16.5	14.8
市净率 (x)	5.9	4.9	4.0	3.4	2.8
股息率 (%)	0.61	0.81	0.86	1.01	1.17

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	129	169	196
无形资产	178	196	213	228	237
现金及现金等价物	172	133	216	348	519
定期存款	215	271	273	276	279
投资联营和合资公司	262	297	316	337	360
可供出售投资					
公允价值的金融资产	440	520	561	606	655
其他	257	284	287	300	313
总资产	1,577	1,781	1,997	2,264	2,558
应付账款	101	119	99	106	113
其他应付款和应计负债	77	84	84	84	84
银行借款	197	199	235	272	308
应付票据	151	139	125	113	101
其他	177	186	203	215	227
总负债	704	727	747	790	833
股本					
股份溢价	38	43	70	96	122
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	1,053	1,250	1,472
股东权益总额	809	974	1,166	1,389	1,636
少数股东权益	65	80	84	86	89
总权益	874	1,054	1,249	1,475	1,725

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	286	348	405
净利润	119	196	207	240	272
折旧摊销	53	50	80	103	131
股权激励	21	21	27	26	26
联营公司减值准备	7	8	6	6	7
营运资金变动	14	25	-9	1	
其它	9	-42	-25	-28	-30
投资活动现金流	-125	-122	-186	-200	-212
资本支出和购买无形资产	-51	-76	-153	-167	-180
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	-16	-17	-23
借款	8	-14	22	24	25
股票回购	-44				
股息	-23	-32	-42	-41	-48
其他	-68	-130	4		
汇率变动	1				
净现金流	16	-40	84	132	171

注：截至 2025 年 7 月 28 日的收盘价

资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

网易财务预测表

利润表

人民币十亿元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	103.5	105.3	114.3	122.4	129.9
营业成本	-40.4	-39.5	-41.4	-44.4	-47.0
毛利润	63.1	65.8	72.9	78.0	82.9
销售和营销费用	-14.0	-14.1	-11.8	-13.5	-14.3
一般管理和行政费用	-4.9	-4.6	-4.5	-4.9	-5.2
研发费用	-16.5	-17.5	-17.6	-19.0	-20.1
总营业费用	-35.4	-36.2	-34.0	-37.3	-39.6
营业利润	27.7	29.6	38.9	40.7	43.3
投资收入, 净额	1.3	0.4	1.1	1.1	1.1
利息收入	4.1	4.9	2.8	3.4	3.6
其它, 净额	0.9	0.9	0.5	0.4	0.4
税前收入	34.1	35.7	43.3	45.6	48.3
所得税	-4.7	-5.5	-8.1	-9.1	-9.7
少数股东权益	0.1	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8
持续经营净利润	29.4	29.7	34.5	35.7	37.9
非 GAAP 持续经营净利润	32.6	33.5	38.4	39.9	42.3
经调整非 GAAP 净利润	33.6	36.1	40.6	42.6	45.3

主要财务比率

	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
年成长率 (%)					
收入	7%	2%	9%	7%	6%
毛利润	20%	4%	11%	7%	6%
经营利润	41%	7%	31%	5%	6%
非 GAAP 净利润	49%	1%	16%	4%	6%

主要比率 (%)

ROE	28.4	26.7	25.9	22.8	20.7
毛利率	60.9	62.5	63.8	63.7	63.8
经营利润率	26.8	28.1	34.0	33.2	33.3
非 GAAP 净利润率	32.4	34.3	35.6	34.8	34.8
股息支付率	40.4	40.0	30.0	30.0	21.3

每股资料 and 估值 (人民币)

非 GAAP 基本每股盈利	50.7	52.4	60.5	62.8	66.7
非 GAAP 摊薄每股盈利	51.6	55.9	63.4	66.4	70.6
非 GAAP 摊薄每股盈利 (美元)	7.5	7.9	8.8	9.2	9.8
非 GAAP 摊薄每股盈利 (港币)	11.7	12.2	13.7	14.4	15.3
每股净资产	193.5	218.5	262.6	309.9	360.6
每股股息	18.5	33.7	16.3	16.9	12.7
估值					
EV/EBITDA (美股)	12.2	10.8	8.7	8.3	7.7
EV/EBITDA (港股)	12.1	10.7	8.6	8.2	7.6
市盈率 (美股)	16.7	15.5	13.8	13.1	12.4
市盈率 (港股)	12.7	12.1	10.8	10.4	9.7

资产负债表

人民币十亿元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
物业、厂房及设备	8.1	8.5	9.0	9.7	10.6
定期存款	101.9	78.5	78.5	78.5	78.5
现金及现金等价物	21.4	51.4	75.3	108.0	141.8
限制性现金	2.8	3.1	3.1	3.1	3.1
短期投资	4.4	10.8	10.8	10.8	10.8
预付款及其它流动资产	6.1	6.4	7.1	7.4	8.0
应收账款, 净额	6.4	5.7	6.3	5.3	5.7
其它	34.8	31.7	31.7	31.7	31.7
总资产	185.9	196.0	221.7	254.4	290.2
短期贷款	19.2	11.8	11.8	11.8	11.8
长期贷款	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
递延收入	13.4	15.3	20.7	22.1	23.4
应付负债和其它应付款项	12.9	14.4	6.5	7.4	7.9
应付账款	0.9	0.7	1.5	0.9	1.6
其它	11.0	10.8	9.6	9.8	10.0
总负债	57.8	53.5	50.4	52.4	55.2
可赎回非控股权益	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股东权益总额	124.3	138.7	166.7	196.7	228.9
少数股东权益	3.7	3.7	4.5	5.2	6.0
总权益	128.0	142.4	171.2	201.9	234.9

现金流量表

人民币十亿元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
经营活动现金流	35.3	39.7	36.0	44.5	45.8
净利润	29.4	29.7	34.5	35.7	37.9
折旧摊销	3.1	2.4	7.0	7.8	8.5
股份补偿成本	3.2	3.9	3.9	4.2	4.4
运营资金变动	0.4	3.7	-4.4	2.8	1.6
其它	-0.8	0.0	-5.0	-5.9	-6.7
投资活动现金流	-17.0	17.9	-1.7	-1.8	-1.9
资本开支及无形资产购买	-2.3	-1.3	-1.7	-1.8	-1.9
短期投资净变动	3.6	-5.8	0.0	0.0	0.0
定期存款净变动	-13.3	24.6	0.0	0.0	0.0
其它	-5.1	0.4	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	-21.5	-27.3	-10.4	-9.9	-10.1
借款	-8.3	-7.5	0.0	0.0	0.0
股息	-8.0	-11.2	-10.4	-9.9	-10.1
其它	-5.1	-8.7	0.0	0.0	0.0
净现金流	-3.4	30.3	23.9	32.7	33.8
年终现金	21.4	51.4	75.3	108.0	141.8

注: 收盘价截至2025年7月28日; 显示的净利润由持续运营贡献; 资料来源: 彭博、公司、招商证券(香港)预测

哔哩哔哩财务预测表

利润表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	22,528	26,832	30,290	33,067	36,204
营收成本	(17,086)	(18,058)	(19,051)	(20,247)	(21,733)
毛利	5,442	8,774	11,239	12,820	14,470
销售和营销费用	(3,916)	(4,402)	(4,831)	(5,203)	(5,696)
一般及行政费用	(2,122)	(2,031)	(2,146)	(2,310)	(2,493)
研发费用	(4,467)	(3,685)	(3,522)	(3,743)	(4,008)
营业费用总额	(10,506)	(10,118)	(10,500)	(11,256)	(12,197)
营业利润/(亏损)	(5,064)	(1,344)	739	1,564	2,273
非 GAAP 营业利润/(亏损)	(3,385)	(61)	2,144	3,083	3,923
投资收入净额	(436)	(470)	(212)	(200)	(200)
利息收入	542	435	465	596	775
利息支出	(165)	(89)	(130)	(88)	(83)
汇兑损益	(36)	(69)	(12)	0	0
其他营业外收入净额	133	175	(2)	0	0
税前收入/(亏损)	(4,733)	(1,400)	848	1,871	2,765
所得税费用	(79)	37	(37)	(125)	(294)
少数股东权益	(11)	17	6	6	6
归属股东的净利润	(4,822)	(1,347)	818	1,752	2,477
归属股东的非 GAAP 净利润	(3,425)	(22)	2,254	3,255	4,110

主要财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年成长率					
手游	-20%	40%	21%	5%	5%
增值服务	14%	11%	8%	6%	6%
广告	27%	28%	19%	17%	17%
电商以及其它	-29%	-7%	-8%	2%	2%
营收	3%	19%	13%	9%	9%
非 GAAP 净利润	-49%	-99%	n.a.	44%	26%
盈利能力					
非 GAAP 毛利率	24%	33%	37%	39%	40%
非 GAAP 经营利润率	-15%	0%	7%	9%	11%
归属股东的非 GAAP 净利	-15%	0%	7%	10%	11%
ROE	-23%	0%	15%	18%	19%
ROA	-13%	-4%	2%	5%	6%
每股资料 (人民币)					
每股销售额	54.5	64.4	71.9	78.7	86.2
每股销售额(美元)	7.8	8.9	10.0	10.9	12.0
每股销售额(港元)	60.5	69.5	77.6	84.9	93.0
非 GAAP 每股盈利	(8.3)	(0.1)	5.3	7.7	9.8
非 GAAP 每股盈利(美元)	(1.2)	(0.0)	0.7	1.1	1.4
非 GAAP 每股盈利(港元)	(9.2)	(0.1)	5.8	8.4	10.6

资产负债表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
现金及现金等价物	7,192	10,249	11,207	13,583	17,012
定期存款	5,195	3,588	3,947	4,342	4,776
应收账款净额	1,574	1,227	1,490	1,674	1,887
预付款和其它流动资产	2,063	1,935	2,124	2,252	2,393
短期投资	2,653	2,707	2,977	3,275	3,602
物业、厂房及设备净值	715	589	466	339	209
生产成本净额	2,066	1,851	1,814	1,778	1,742
无形资产净额	3,628	3,201	3,500	3,640	3,616
商誉	2,725	2,725	2,725	2,725	2,725
长期投资净额	4,367	3,912	4,303	4,733	5,206
其它资产	982	714	648	588	534
总资产	33,159	32,699	35,201	38,930	43,705
应付账款	4,334	4,801	5,066	5,384	5,779
应付薪酬福利	1,219	1,599	1,759	1,935	2,129
递延收入	2,954	3,802	4,183	4,601	5,061
应计负债及其它应付款	1,796	2,559	2,559	2,559	2,559
长期负债	1	3,264	3,264	3,264	3,264
其它负债	8,451	2,568	2,197	1,895	1,648
总负债	18,755	18,595	19,028	19,637	20,439
非控股股东权益	12	(4)	(11)	(17)	(23)
股东权益总额	14,404	14,104	16,173	19,292	23,266

现金流量表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
经营活动现金流	267	5,816	4,921	6,624	8,016
净利润/(亏损)	(4,812)	(1,364)	811	1,746	2,471
折旧摊销	2,730	2,772	2,491	2,896	3,339
股权激励	1,133	1,116	1,258	1,373	1,503
营运资金变动	449	3,292	362	608	703
其它	766	0	0	0	0
投资活动现金流	1,762	(138)	(3,649)	(3,996)	(4,385)
购买物业、厂房及设备	(182)	(215)	(242)	(265)	(290)
购买无形资产	(1,148)	(1,932)	(2,386)	(2,609)	(2,861)
短期投资增加净额	2,781	(53)	(271)	(298)	(327)
长期投资增加净额	(32)	455	(391)	(430)	(473)
定期存款配置	(9,962)	1,606	(359)	(395)	(434)
其它	10,306	0	0	0	0
融资活动现金流	(5,075)	(2,620)	(314)	(251)	(201)

注：截至2025年7月28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	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 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.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <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档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。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

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