

騰訊控股 (0700.HK)

流量帝國的價值重估時刻——深度研究報告（第一、二章）

投資評級 買入	目標價 HK\$770	現價 (2026/7/8) HK\$470	上行空間 +64%
安全邊際下限 (SOTP清算法)	HK\$615	52週區間	HK\$411–683
市值 (2026/7/8)	約HK\$4.25萬億 (≈5,460億美元)	已發行股數	約90.3億股
2026E市盈率 (Non-IFRS)	約13.4倍	FY2025末期股息	HK\$5.30／股 (+18%)
人民幣 (億元)	FY2024A	FY2025A	FY2026E
總收入	6,603	7,518	約8,180
收入同比	+8%	+14%	約+9%
毛利率	53%	56%	約57%
Non-IFRS歸母淨利潤	2,227	2,596	約2,890
Non-IFRS每股盈利 (元)	23.97	28.57	約31.9
市盈率 (現價, 倍)	17.8	15.0	13.4

投資要點

微信及WeChat合併月活14.32億、覆蓋九成以上中國網民；FY2025收入7,518億元 (+14%)、毛利率56%、Non-IFRS歸母淨利潤2,596億元 (+17%)、經營現金流3,478億元，年末淨現金1,071億元並持有約萬億元股權投資組合——同時具備消費壟斷、現金牛與投資控股三重屬性。

股價自2025年10月高位683港元回撤逾四成、6月一度下探411港元後反彈至約470港元；下跌源於AI開支翻倍（混元+元寶運營開支180億元增至逾360億元）、回購縮減與投資組合市值縮水。同期基本面反向改善：1Q26剔除新AI產品的經營利潤同比+17%、利潤率升至43%，自由現金流+20%、淨現金+63%——價格與價值的裂口是本報告的出發點。

估值錨定22倍FY2026E Non-IFRS每股盈利（約HK\$35.1）得目標價HK\$770，另以「核心業務+淨現金+投資組合折讓」的SOTP清算法得HK\$615作為安全邊際下限。長青遊戲矩陣擴容、視頻號加載率釋放與支付費率期權，是市場當前未定價的三處。首予買入。

資料來源：公司2015–2025年年報及2026年一季報、Bloomberg（經公開渠道轉引）。匯率假設人民幣兌港元1.10。目標價與分部拆分為本報告估算，完整推導見第四章。

目錄

第一章 公司簡介	3
公司概覽	3
1.1 主營業務	4
1.2 商業模式：全球最優商業模式的垂直集合體	7
1.3 護城河：比海深，且每一層都收費	9
第二章 營收板塊	11
2.1 增值服務·遊戲	12
2.2 增值服務·社交網絡	14
2.3 營銷服務	15
2.4 金融科技	16
2.5 企業服務與雲	18
本章小結	20
分析師聲明與評級定義	20
免責聲明	20

點擊目錄條目可跳轉至對應頁面；PDF閱讀器側邊欄書籤亦可導航。

第一章 公司簡介

公司概覽

公司名稱	騰訊控股有限公司	股份代號	0700.HK (香港聯交所主板)
成立時間	1998年11月，中國深圳	上市日期	2004年6月16日
註冊地	開曼群島	集團總部	中國深圳
董事會主席兼CEO	馬化騰	總裁	劉熾平
已發行股數	約90.3億股	市值 (2026/7/8)	約HK\$4.25萬億
52週股價區間	HK\$411–683	ADR代號	TCEHY (美國OTC)
指數	恒生指數／恒生科技指數成份股	互聯互通	滬深港通南向合資格標的
主要股東	Prosus (Naspers系，約24%)	創始人持股	馬化騰 (約8%)
員工	逾10萬人	財政年度	12月31日止年度
核數師	羅兵咸永道會計師事務所	公司網站	www.tencent.com

資料來源：公司公告、香港交易所、Bloomberg；股東持股比例為約數。

騰訊控股有限公司（「騰訊」，股份代號0700.HK）於1998年11月在深圳成立，以即時通訊工具QQ起家，2011年推出微信並完成向移動互聯網的關鍵一躍；2004年6月以每股3.70港元在香港聯合交易所主板上市，經2014年一拆五後複權，上市以來股價累計上漲約六百倍（未計股息），現為恒生指數與恒生科技指數的最大權重成份股之一、滬深港通南向資金的最大持倉標的之一，並以TCEHY在美國場外市場交易美國存託憑證。

截至本報告日，公司市值約4.25萬億港元（約5,460億美元），為中國市值最大的上市公司。FY2025實現收入7,518億元、Non-IFRS歸母淨利潤2,596億元；微信及WeChat合併月活14.32億，旗下另有QQ、騰訊視頻、騰訊音樂、閱文集團、騰訊遊戲與騰訊雲等業務與資產，並持有規模約萬億元的上市及非上市股權投資組合。股權與治理結構長期穩定：第一大股東Prosus（Naspers體系）持股約24%，並以不超過公司回購規模的節奏有序減持；創始人、董事會主席兼首席執行官馬化騰持股約8%，核心管理層自上市以來未發生重大變動。

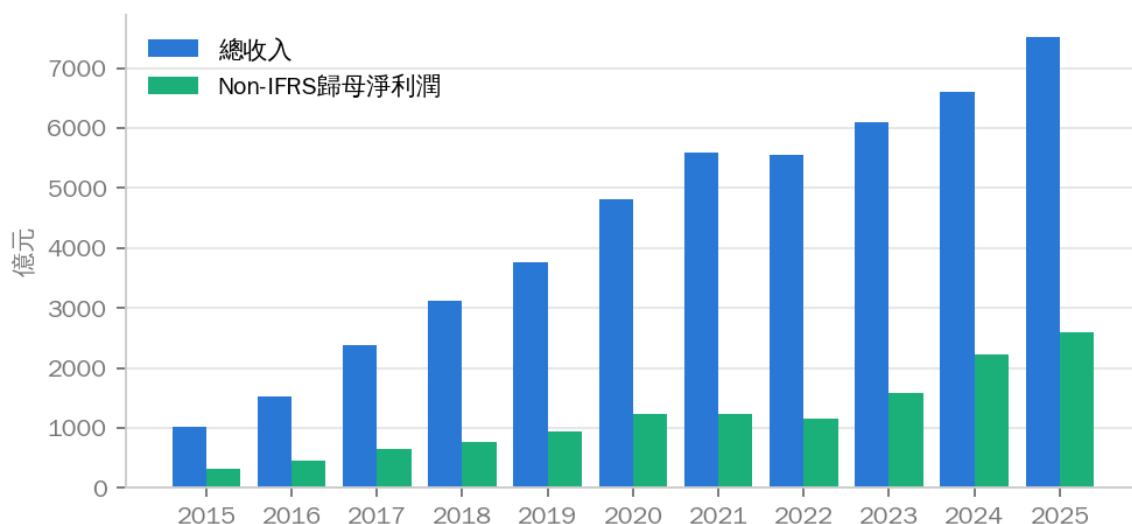
本報告全文共五章：第一章公司簡介回答騰訊靠什麼賺錢（1.1主營業務）、這門生意如何運轉（1.2商業模式）與為何難以被複製（1.3護城河）；第二章營收板塊對五條業務線做十年維度的收入與毛利拆解並外推至2028年；第三章運營狀況覆蓋淨值、流動性、資本開支與股東回報；第四章估值分析給出分部加總與整體倍數的完整推導；第五章為總結與風險提示。本冊為第一、二章，估值結論（目標價HK\$770、安全邊際下限HK\$615）在封面先行列示、推導過程詳見第四章。除另有註明外，本報告貨幣單位為人民幣，財務數據截至2026年一季度，市場數據截至2026年7月8日。

1.1 主營業務

騰訊的財務報告將收入劃分為四個分部：增值服務（VAS）、營銷服務、金融科技及企業服務、其他。其中增值服務內含本土市場遊戲、國際市場遊戲與社交網絡三個子項，金融科技及企業服務則將支付理財與雲計算合併披露；市場（包括Bloomberg一致預期口徑）的通行做法是把增值服務拆為遊戲與社交網絡、把金融科技與企業服務分開看待，本報告沿用這一五分法（另加「其他」）。按FY2025計，增值服務收入3,693億元（增長16%），其中本土遊戲1,642億元（增長18%）、國際遊戲774億元（增長33%、年收入首次突破100億美元）；營銷服務收入1,450億元（增長19%）；金融科技及企業服務收入2,294億元（增長8%）。換算佔比：本土遊戲約22%、國際遊戲約10%、社交網絡約17%、營銷服務約19%、金融科技及企業服務約31%、其他約1%——沒有任何單一板塊佔比超過三分之一，這是騰訊與多數單引擎互聯網公司在收入質量上的根本差異。

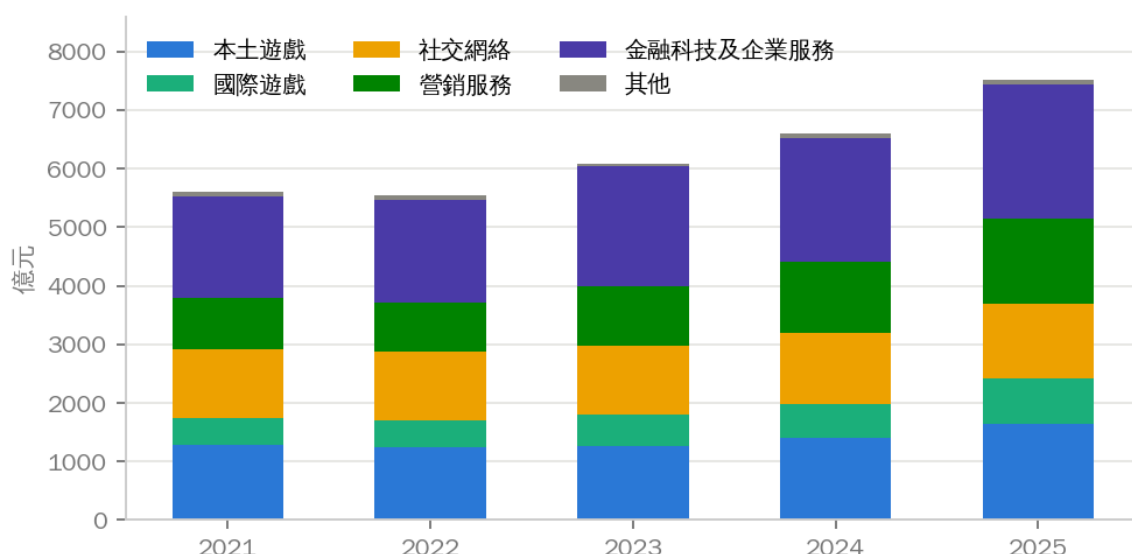
拉長到十年看總量與結構的變遷。2015年騰訊總收入1,029億元，約四分之三來自以遊戲和QQ會員為主的增值服務；到2025年的7,518億元，十年收入複合增速約22%，但更關鍵的變化在結構：遊戲（本土加國際）合計佔比降至約32%，廣告與金融科技企業服務合計貢獻一半收入。十年間唯一的負增長出現在2022年（約-1%），背後是版號停發、廣告衰退與監管整頓的三重疊加；2023年重回正增長，2025年重新加速至14%。盈利軌跡與收入並不同步：Non-IFRS歸母淨利潤在2021至2022年連續兩年停滯於1,160億至1,240億元區間，其後借降本增效與收入結構升級，三年間接近翻倍至2,596億元——收入結構向高毛利業務遷移的力量，比收入總量的增長更能解釋騰訊近三年的盈利曲線。下圖給出近五年分部收入的堆疊演變，可以直觀看到廣告與金科企服兩條「非遊戲曲線」的抬升。

圖1 騰訊總收入與Non-IFRS歸母淨利潤（2015–2025，億元）



資料來源：公司2015–2025年年報

圖2 近五年分部收入結構演變 (2021–2025, 億元)

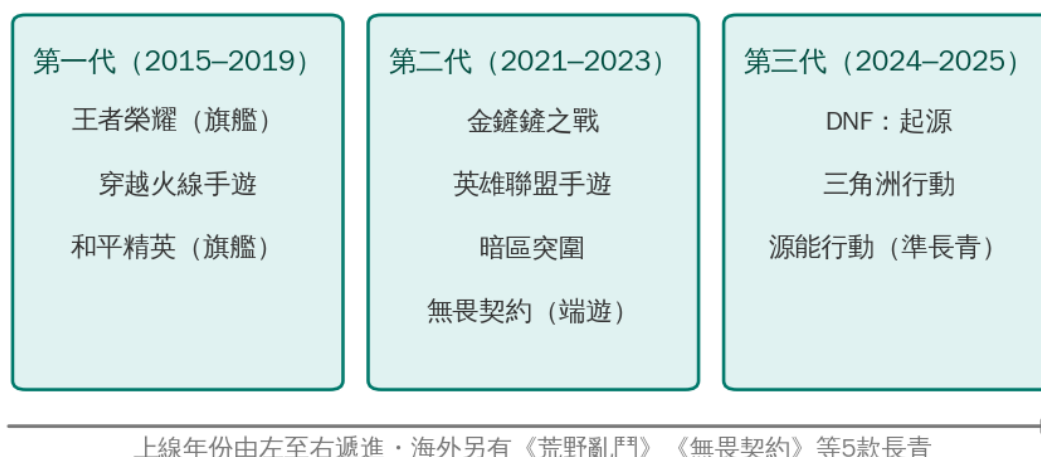


資料來源：公司年報

本土市場遊戲是騰訊的第一利潤引擎，也是理解其報表節奏的鑰匙。FY2025本土遊戲收入1,642億元、同比增長18%，主要由《三角洲行動》的強勁表現以及《王者榮耀》《和平精英》《無畏契約》系列的收入增長帶動。騰訊在財報中自定義了「長青遊戲」——季度平均日活超過500萬的手遊或超過200萬的端遊、且年流水超過40億元——並在內部進一步細分為旗艦長青、一般長青與潛力長青三級管理。這一定義本身就是其遊戲戰略的注腳：不追逐爆款的一次性流水，而是把頭部產品運營成可以按年金折現的資產。我們認為市場尚未充分定價的一點是：長青遊戲的數量本身在單調遞增——2024年達到14款，財報反覆點名的核心產品上線時間橫跨2015至2024年、呈老中青三代接棒之勢，「老兵不死」的同時新兵持續入列：《王者榮耀》上線十年後仍在創流水新高、《和平精英》於2025年春節錄得8,000萬DAU的歷史峰值，而《三角洲行動》2024年上線、2026年一季度即正式躋身長青之列，《無畏契約：源能行動》成為2025年中國市場最成功新手遊並獲App Store年度遊戲。這意味著本土遊戲的增長模型已從「祈禱下一個爆款」變為「長青款數×單款年金」的乘法（詳細建模留待第二章）。閱讀報表時還須注意流水與收入的時間差：1Q26本土遊戲收入僅增6%，實為春節錯期令流水（同比增長十幾個百分點）遞延至次季確認所致；截至2026年3月末流動遞延收入達1,413億元，這一預收款池既是收入蓄水池，也是騰訊遊戲「現金先行」屬性的直接證據。

國際市場遊戲是整個遊戲板塊的邊際增長來源。FY2025國際遊戲收入774億元、同比大增33%（固定匯率下32%），佔集團總收入約一成，增長由Supercell旗下遊戲、《PUBG MOBILE》及《鳴潮》驅動；《部落衝突：皇室戰爭》的日活與流水於2025年9月創出上線九年來的新高，新發售的《消逝的光芒：困獸》在Steam獲「極度好評」，1Q26延續增長13%。與本土業務依賴自研旗艦不同，國際業務的本質是一個「確定性VC」式的工作室組合：騰訊用資產負債表批量買入已被市場驗證的頂級工作室——Riot Games全資、Supercell控股但保留完全自治、Epic持股約四成、Techland控股，2025年7月更專設部門統籌與育碧的戰略合作——買入的是別人已經證明的年金現金流，而「只買不干涉」保住了工作室的產出能力，這使海外增長帶有異乎尋常的確定性；按交銀國際拆解，海外長青遊戲已從2023年的4款增至2024年的5款、對應流水提升42%。對估值而言，國際遊戲的另一重意義在於它不受國內版號額度與未成年人時長限制約束，是遊戲板塊中政策折價最低的部分。下圖按世代排列騰訊的長青遊戲矩陣，「接棒」結構一目了然。

圖3 長青遊戲矩陣：老中青三代接棒



資料來源：公司財報、GameLook、交銀國際，本報告整理

營銷服務是當前騰訊增長質量最高的業務。FY2025收入1,450億元、同比增長19%，1Q26在高基數上進一步加速至20%，且增長並非來自宏觀廣告市場的擴張，而是結構性的份額回收與技術溢價：其一，視頻號的廣告加載率仍不足4%、遠低於行業約15%的平均水平，而視頻號總用戶使用時長同比增長超過20%——庫存釋放的空間與節奏幾乎全部掌握在公司自己手中；其二，AI對廣告系統的改造已從敘事落到報表——公司升級AI驅動的廣告推薦模型後廣告單價得到提升，智能投放矩陣「騰訊營銷AIM+」已賦能約30%的廣告主投放金額；其三，微信小店與小程序構建的交易閉環令投放可直接歸因到成交，1Q26互聯網服務、電商與遊戲行業的投放均顯著增長。我們提醒投資者，廣告是騰訊各業務中經營槓桿最陡峭的一條線：流量與內容成本大體固定，加載率與單價的提升幾乎逐級落入毛利。

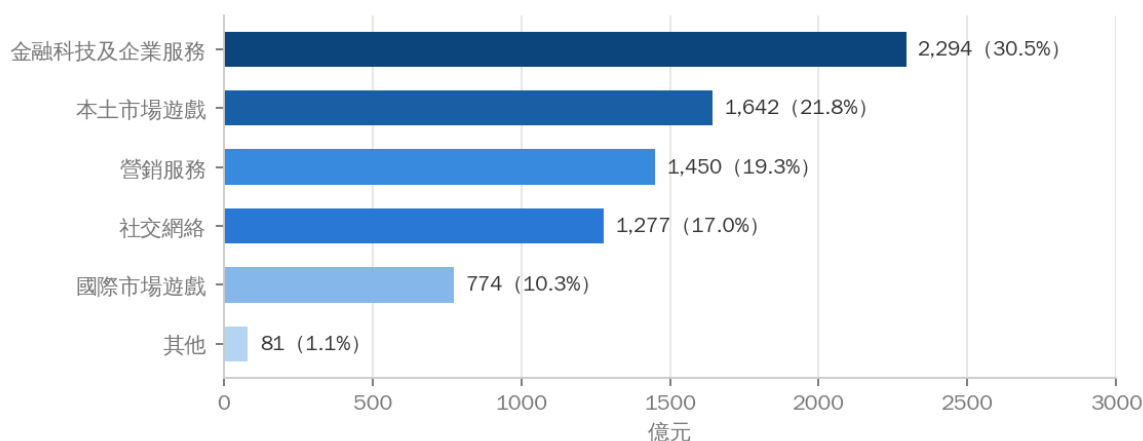
金融科技與企業服務在報表中合併披露，但兩者商業邏輯截然不同，我們按市場慣例分開討論。金融科技以微信支付為核心，收入來自商業支付抽成、理財通的資產管理分潤與消費信貸服務分成（信貸主體主要在持牌的微眾銀行體內，騰訊為其大股東），1Q26金融科技收入增長主要由商業支付及理財服務驅動，商業支付金額增速較上季提升、受益於交易筆數持續增長及零售餐飲品類筆均金額回升。這是騰訊業務中與宏觀消費相關度最高的一塊——本質上是中國線上線下消費的一面鏡子，增速彈性不大，但現金流極其穩定，且我們在1.3節將論證：它的低費率恰恰是其監管安全性的來源。企業服務則是另一個故事：1Q26企業服務收入同比增長20%，動力來自國內外市場需求提升（包括AI相關服務）與更有利定價環境帶動的雲收入增長，以及微信小店交易額上升帶動的商家技術服務費。兩點結構性變化值得強調：一是騰訊雲已於2025年實現規模化盈利、與阿里雲及華為雲成三足鼎立之勢，與2020至2021年以虧損換收入的轉售型增長有本質區別；二是微信小店技術服務費實際上是把電商佣金模式嫁接進企業服務報表，隨微信電商生態擴張，這一項的天花板遠高於傳統雲業務本身。

把五個板塊放在一起，角色分工非常清晰：遊戲是利潤引擎（毛利最高、預收現金流最好），廣告是增長引擎（份額回收與AI提效雙輪），社交網絡是黏性底盤（低增長但供給內容與訂閱現金流），金融科技是宏觀鏡子（貝塔屬性、波動小），企業服務與雲是尚未充分定價的期權（規模化盈利後的AI外化出口）。這一組合的財務結果，是收入結構持續向高毛利遷移——整體毛利率從2023年的53%升至FY2025的56%、再到1Q26的57%，毛利與經營利潤增速連續多個季度跑贏收入。第二章將對五個板塊逐一做十年維度的收入、毛利拆解，並在那裡展開我們的核心觀點：以「長青款數×單款年金」重構遊戲收入模型、以「加載率釋放路徑」重構廣告模型。

1.2 商業模式：全球最優商業模式的垂直集合體

如果必須用一句話概括，我們的表述是：騰訊不是一家擁有若干業務的公司，而是把全世界已被驗證的最優商業模式各取一份、再用微信垂直整合起來的集合體。逐一檢驗這個判斷：支付是雙寡頭收費站，微信支付與支付寶合計佔中國第三方移動支付九成以上份額，交易規模對宏觀消費的貝塔近乎於一；遊戲是全球利潤池最深的內容業態，且騰訊以長青化改造消除了它唯一的結構性缺陷——爆款不確定性；廣告是平台經濟中經營槓桿最陡的生意，且視頻號加載率不足4%意味著庫存主動權完全在自己手中；雲與企業服務對標的是全球市值最高公司賴以生存的商業模式，騰訊雲已規模化盈利並與阿里雲、華為雲三分內地市場。這四門生意單獨拿出來，每一門都足以支撐一家大型上市公司；騰訊的特殊之處在於它們共享同一個近零邊際成本的流量母體——微信月活14.32億、覆蓋九成以上中國網民，小程序用戶約9.49億、年交易額突破8萬億元。支付依附於社交關係鏈，遊戲從關係鏈獲客並靠關係鏈留存，廣告的定向數據來自全生態行為，雲與電商服務費收割生態內交易——垂直整合的乘數效應落到財務上，就是56.2%的毛利率與1.35的淨現比：每一元利潤幾乎都能轉化為現金，而獲取這一元利潤的邊際投入趨近於零。

圖4 FY2025分部收入結構（億元，括號內為佔比）



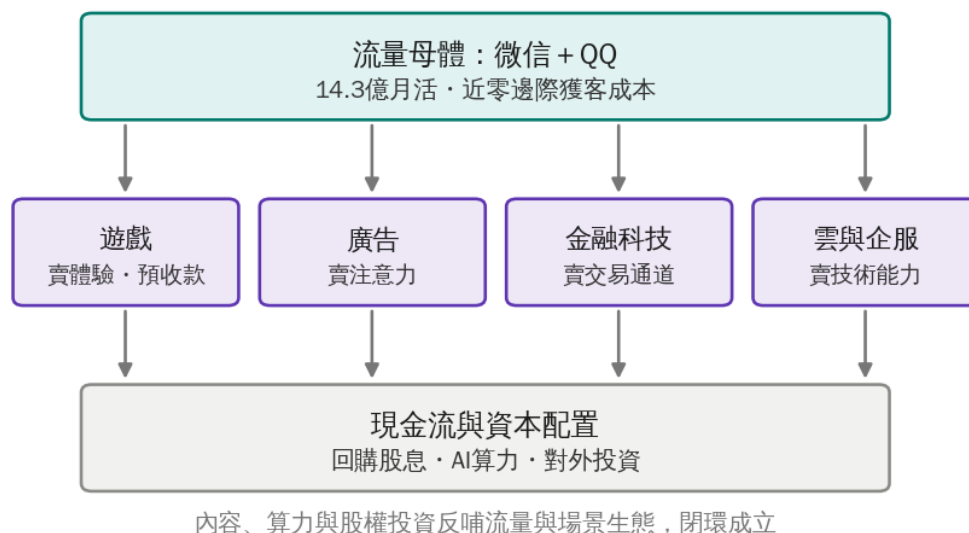
資料來源：公司FY2025年報

流量母體的性質值得單獨一段說清，因為它是整個垂直結構的地基。微信在商業意義上早已不是通訊應用，而是一套嵌入14億人日常生活的操作系統：通訊與社交關係是底層，其上疊加支付（交易身份）、小程序（服務入口）、公眾號與視頻號（內容分發）、搜一搜（主動流量）與企業微信（商業連接）；QQ的5.16億移動月活則覆蓋年輕與泛娛樂人群，構成第二流量池。這套結構帶來的商業特權，是騰訊獲得了幾乎免費且不可租用的分發權——任何新業務，無論當年的微信支付、後來的視頻號，還是今天的元寶與微信內AI智能體，都可以在零獲客成本下觸達全國網民。理解了「分發權免費」，就理解了騰訊為何在每一輪新業態競爭（短視頻、電商、AI助手）中都有資格後發：它輸得起時間，因為它不需要買流量。

變現端的四台機器各有分工，且形態逐級遞進。第一台是遊戲，賣的是體驗，商業形態是虛擬道具預收款——用戶先充值、公司後確認收入，1,400億元量級的遞延收入池令現金流永遠跑在利潤表前面，這是騰訊自由現金流質量的第一來源。第二台是廣告，賣的是注意力，騰訊的獨特之處在於廣告庫存是「存貨」而非「產能」：加載率的克制令放量與提價節奏完全自主，這在全球平台型公司中僅早期Meta可比。第三台是金融科技，賣的是交易通道，支付抽成加理財信貸分潤，且以輕資產形態運行——資本佔用最重的信貸放在持牌聯營的微眾銀行體內，騰訊主要賺流量與科技服務的分成。第四台是企業服務，賣的是能力外化：把內部沉澱的雲基礎設施與AI工具轉售

給企業客戶，並通過微信小店技術服務費分享生態內電商交易的增長。四台機器加流量母體與資本配置層的垂直結構如下圖。

圖5 商業模式垂直結構：流量母體—四台變現機器—資本配置



資料來源：本報告整理

輕資產屬性是這個模式的第二重底色，也是當前市場分歧的焦點，值得用數字說透。騰訊的資本開支佔收入比重長期處於個位數低位（2023年僅約240億元、佔收入不足4%），2024年為配置AI算力躍升至約770億元；2025年一季度一度高達275億元、同比增長91%，其後因芯片供應鏈限制下調全年指引，全年落在800億元上下；1Q26回升至319億元、同比增長16%。即便在AI軍備競賽最激烈的當下，資本開支佔收入之比也僅約11%至12%，而全球超大規模雲廠商普遍在20%至35%之間——騰訊仍是這場競賽裡資本強度最低的重量級選手。疊加管理層披露的混元與元寶運營開支從2025年的180億元倍增至2026年的逾360億元，AI總投入約佔收入一成半：這是一成半的收入，去博取對其餘八成半業務的全面增幅——AI已在提升廣告單價與達成率、延長遊戲用戶時長、提高雲的定價能力，且這些增幅落在的是本已高毛利的存量業務上。因此我們同意這樣的判斷：算力投入的回報率是唯一需要持續驗證的變量，但它是這台機器上的一個旋鈕，而不是機器本身——即便AI投入的直接回報為零，四台變現機器的商業模式也不會因此受損；這正是「優秀商業模式」與「優秀故事」的分野，也是我們敢於在AI敘事退潮時給出22倍估值的底氣。

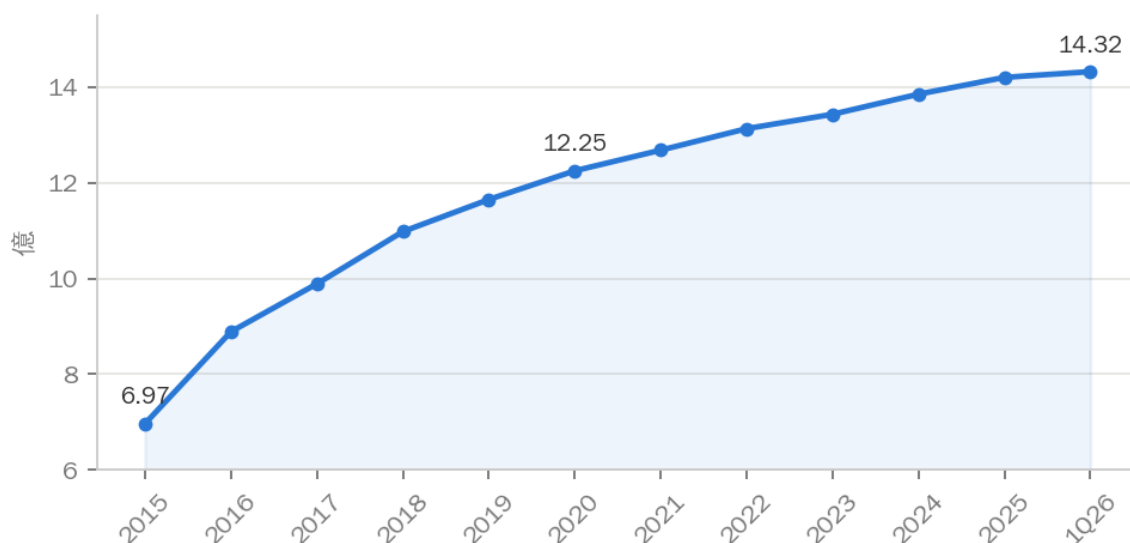
閉環的最後一段是資本配置，這也是騰訊「投資控股」第三重屬性的所在。經營現金流（FY2025為3,478億元）流向三個出口：其一是股東回報——2024年回購1,120億港元、2025年回購約800億港元並派末期息每股5.30港元（同比增長18%）；其二是AI算力與內容再投資；其三是規模約萬億元的股權投資組合——截至2026年3月末，上市投資公司權益公允價值5,471億元、非上市權益賬面值3,651億元，歷史上京東（2021年）與美團（2022年）的實物分派證明這個組合可變現、且管理層願意還給股東。三個出口之間的優先級切換正是2026年市場分歧的核心：1Q26回購驟降至約76億港元、為AI開支讓路，市場將其解讀為股東回報的永久性降級，我們則傾向於視之為一次性資源調度——這一分歧將在4.3節展開。無論如何，商業模式本身沒有變化，變的只是現金的去向；而投資組合與內容資產反過來為流量母體供給場景與內容，飛輪閉合。

1.3 護城河：比海深，且每一層都收費

我們對騰訊護城河的總體判斷與市場的溫和共識不同：這不是「寬護城河」，而是多層嵌套、層層收費、且監管打擊面已基本出清的護城河體系——用一句話說，比海深。分析框架上，我們按「可複製性」由難至易把壁壘排成四層：社會關係圖譜（幾乎不可複製）、生態轉換成本（極高）、長青IP與內容組合（高）、資本與分發網絡（中高）。逐層論證如下。

核心層是社會關係圖譜。微信的本質是中國的社會關係總賬本：14.32億月活、九成以上網民滲透，通訊錄、群與支付綁定形成三重鎖定。這一層的不可複製性有過最昂貴的實證——字節跳動以抖音在時長維度上成功分流了注意力，但其多閃、飛聊等IM產品在關係鏈維度全部失敗：注意力可以被搶走，關係鏈搶不走，因為遷移關係鏈需要說服的不是一個用戶，而是他通訊錄裡的所有人同時行動。這是全球互聯網歷史上被驗證次數最多、失敗成本最高的一條護城河。

圖6 微信及WeChat合併月活躍賬戶（億）



資料來源：公司歷年年報及季報（各年為年末值，末點為2026年3月末）

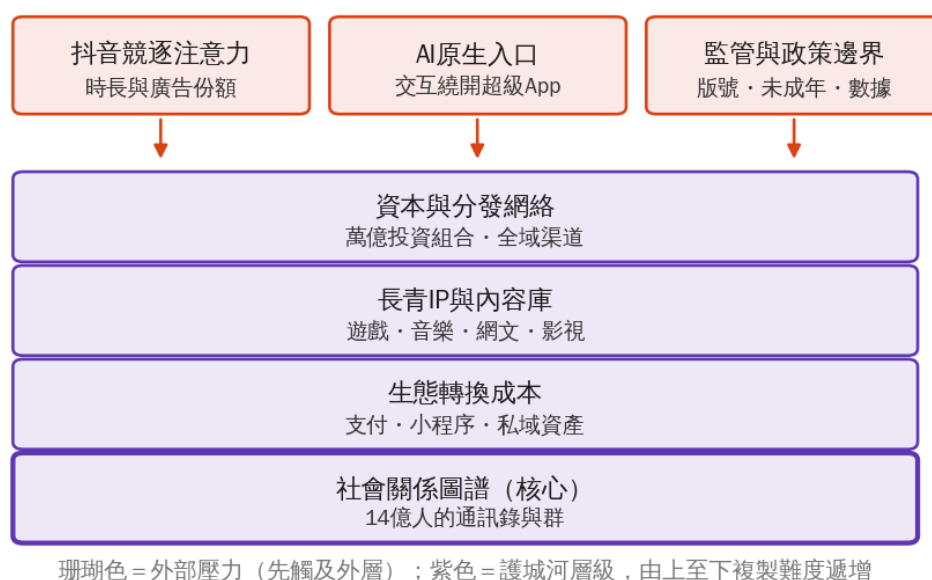
第二層是垂直整合本身構成的生態轉換成本，這一層常被單獨拆開低估，實則是一個整體：對用戶，支付綁卡、卡包票證、聊天記錄與小程序使用習慣層層加碼離開成本；對商家，公眾號粉絲、小程序私域、企業微信客戶資產與微信小店店鋪意味著遷移等於歸零；對開發者，小遊戲與小程序的分發依賴同樣成立。更關鍵的是這個生態具備「自動引流」能力——新業務不需要外部買量即可冷啟動：視頻號從零起步，依靠關係鏈分發做到總用戶使用時長連年增長超過20%、成為廣告增長第一引擎；同一條路徑正在AI上復現，元寶與可直接在微信QQ內運行的AI智能體QClaw獲得的是14億人的免費分發，這也是大摩等將微信AI智能體列為股價關鍵催化劑的原因。垂直整合在進攻端是乘數，在防守端就是護城河：任何單點競爭者面對的都不是騰訊的某個業務，而是整個生態的交叉補貼能力。

第三層是長青IP與內容組合，其護城河含義在於：騰訊是全球大型遊戲公司中唯一不需要賭爆款的一家。長青矩陣把遊戲業務從「內容公司」改造成了「年金組合」——《王者榮耀》《穿越火線》運營約十年仍居品類頭部，2024年已有14款產品達到長青標準且數量逐年淨增；品類結構上騰訊以MOBA與射擊雙輪驅動，恰是大和所指「社交驅動及即時服務類遊戲最為穩固、受AI顛覆風險最低」的類型——社交玩法的留存來自和誰玩而非玩什麼，這使其壽命以十年計。疊加自研工

作室群（天美、光子）、全資與控股的海外工作室（Riot、Supercell、Techland）及音樂網文影視版權庫（騰訊音樂、閱文、騰訊視頻），內容供給的規模與確定性均為行業之最。

第四層是常被視為「弱點」實則是壁壘的支付，我們在此給出與市場相反的讀法：微信支付的低費率不是缺陷，而是監管免疫力。中國第三方支付的標準商戶費率僅約0.6%、扣除發卡行與清算通道成本後的淨費率遠低於此，2021年向小微商戶降費讓利已經完成，斷直連與備付金全額集中交存等結構性整改亦早已落地——對比海外卡組織與收單體系合計約2%至3%的商戶成本，中國的支付基礎設施已是全球最便宜。這意味著兩件事：其一，監管在價格維度上已無可再壓，「壓無可壓」本身就是政策風險出清的狀態；其二，任何新進入者面對的是一個費率低到沒有補貼空間的雙寡頭市場——低價在這裡不是競爭工具，而是在位者的城牆。同樣的邏輯延伸到資本與分發層：約萬億元的投資組合令半個中國互聯網（快手、拼多多、Sea、Epic、Spotify等）的股東名冊裡都有騰訊，1,469億元淨現金加每年三千億元級的經營現金流，則是打任何一場軍備競賽的底氣。護城河的層級結構與外部壓力來源見下圖。

圖7 護城河層級與外部壓力來源



資料來源：本報告整理

最後，作為賣方報告的紀律，我們仍列出三個需要持續監測、但按我們的框架不構成證偽點的位置。其一是抖音系對注意力與廣告份額的持續競逐——但需要指出，這場競爭已進行八年，微信的關係鏈與交易生態未失寸土，視頻號反而完成了防守反擊；其二是AI原生入口的長期風險，即若下一代人機交互徹底繞開超級App，微信「分發權」的溢價需要重估——這正是公司以一成半收入豪賭元寶與微信內智能體的原因，該投入應被理解為對沖成本而非可選開支；其三是監管與政策邊界（版號節奏、未成年人保護、數據與AI內容規範）——但如1.3所論，價格維度的監管空間在支付上已壓無可壓，遊戲側的未成年人體系亦已是全行業最嚴，剩餘的監管面主要是節奏性而非結構性的。三者共同決定的不是護城河是否存在，而是護城河外的收費橋樑何時提價——這也是我們把估值錨定在22倍、而把SOTP清算值僅作為地板價的原因：對一個層層收費且收費權在擴張的體系，清算思維只該用來定底，不該用來定價。

第二章 營收板塊

騰訊的合併損益表按四個經營分部披露收入與毛利：增值服務、營銷服務、金融科技及企業服務、以及其他。需要在一切分析之前說明兩個披露上的約束。其一，分部損益僅披露至毛利一行，經營費用（銷售推廣、行政研發）不做分部歸集，因此任何機構聲稱的「分部經營利潤」都是估算值；本章嚴格以公司披露的收入與毛利為分析主軸，集團層面的利潤（經營盈利與Non-IFRS歸母淨利潤）另行單獨呈現。其二，分部結構在2019年一季度發生重組，金融科技及企業服務自原「其他」分部獨立成軍，2024年一季度「網絡廣告」更名「營銷服務」——十年序列中凡跨越2019年斷點的比較，本章均已註明口徑。在此基礎上，本報告沿Bloomberg及主流賣方慣例把四個分部進一步拆成五條業務線（本土遊戲、國際遊戲、社交網絡、營銷服務、金融科技、企業服務，前三者同屬增值服務分部），理由是五者的商業本質、增長函數與利潤率天花板互不相同，唯有拆開才能在第四章逐一定價。

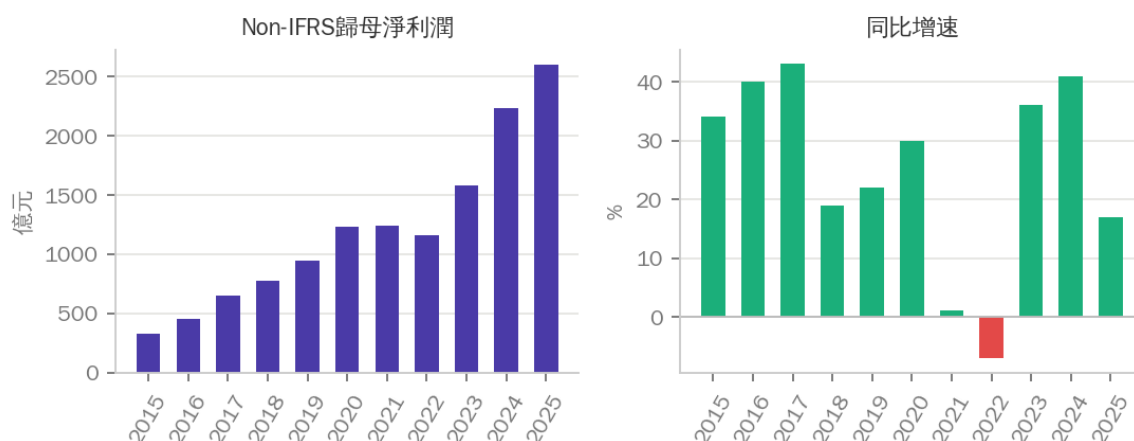
增值服務是騰訊的第一大分部，FY2025收入3,693億元、佔集團49%，內部是兩門生意的合體。遊戲一側，騰訊同時扮演全球最大的遊戲研發商與發行商：自研端由天美、光子、魔方、北極光等工作室群承擔，海外由全資的Riot

Games、控股的Supercell與Techland等組成工作室矩陣並以Level Infinite品牌發行；商業形態是免費遊玩加道具與賽季通行證內購，玩家充值先計入遞延收入、再於道具預計使用期內分期確認，因此現金流恆常領先利潤表，2026年3月末流動遞延收入池達1,413億元。社交網絡一側則是內容訂閱與抽成的集合：騰訊視頻與騰訊音樂的付費會員（分別為1.14億與1.26億，均居行業第一）、QQ會員體系、視頻號直播打賞的平台分成、小遊戲平台服務費，以及一個必須留意的口徑細節——部分手機遊戲應用內道具銷售按歷史慣例計入社交網絡而非遊戲，這使該子板塊的季度數字會被遊戲確認節奏擾動。

營銷服務是架設在整個流量生態之上的變現層，FY2025收入1,450億元、佔集團19%。它出售的庫存包括朋友圈信息流、視頻號信息流與直播廣告、公眾號與小程序廣告位、微信搜一搜的搜索廣告，以及優量匯聯盟流量，計費以效果廣告的競價曝光與轉化為絕對主體，廣告主結構橫跨電商、互聯網服務、遊戲、快消與金融。從「網絡廣告」到「營銷服務」的更名並非修辭：隨微信小店補完「曝光—點擊—成交—複購」的歸因鏈路，騰訊出售的已是可驗證到交易的營銷結果，這在中國僅阿里系電商內循環廣告可比，而騰訊同時握有對方沒有的社交關係鏈定向能力。

金融科技及企業服務分部FY2025收入2,294億元、佔集團31%，內含兩門幾乎不相關的生意，公司合併披露、市場一致拆開分析。金融科技以持牌的財付通為主體，收入分三層：商業支付向商戶收取服務費（標準費率約0.6%，扣除發卡行與清算通道成本後留存淨費差），理財通就代銷基金與理財產品收取管理分潤，消費信貸端則以微粒貸（放款主體為騰訊持股約三成的持牌聯營微眾銀行）與自營信用支付「分付」收取導流與科技服務分成——信貸資產基本不上騰訊的表，這是其輕資產屬性的來源。企業服務以騰訊雲為主體，涵蓋計算存儲網絡等基礎設施、數據庫與音視頻等平台服務、以及遊戲雲等行業方案，全球數據中心佈局仍在擴張（2025年新增沙特與大阪節點）；此外還包括按微信小店交易額抽取的商家技術服務費（近乎純毛利的電商佣金）、企業微信、騰訊會議與騰訊文檔等協作SaaS。至於「其他」分部（FY2025約81億元、佔比1%），主要為影視內容製作發行、內容授權與商品銷售等非核心業務，體量與毛利貢獻均不重要，本章僅列示數據、不展開討論。

圖8 集團Non-IFRS歸母淨利潤：絕對值與同比（2015–2025）

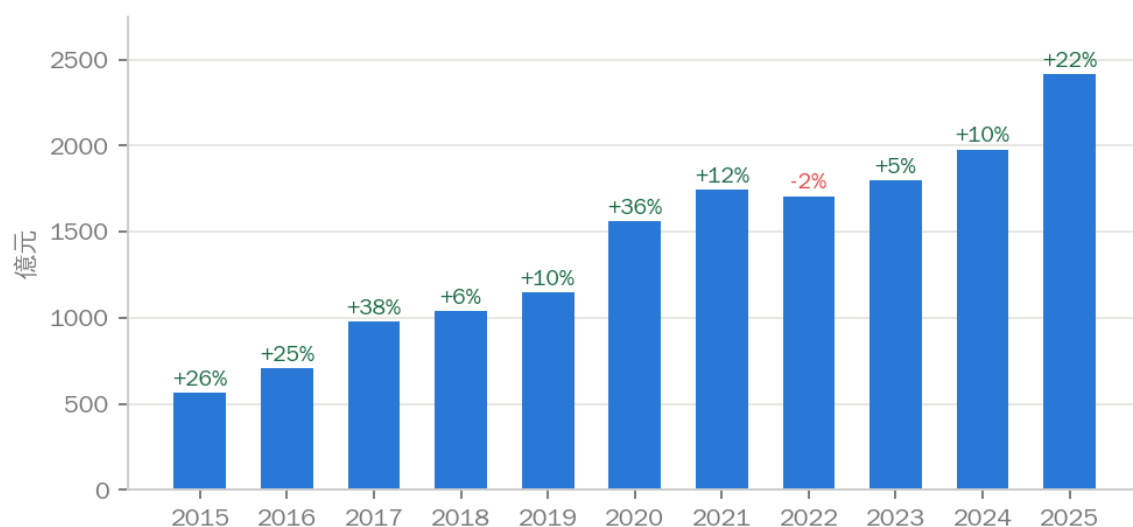


資料來源：公司年報。分部損益僅披露至毛利，故利潤以集團口徑呈現

2.1 增值服務・遊戲

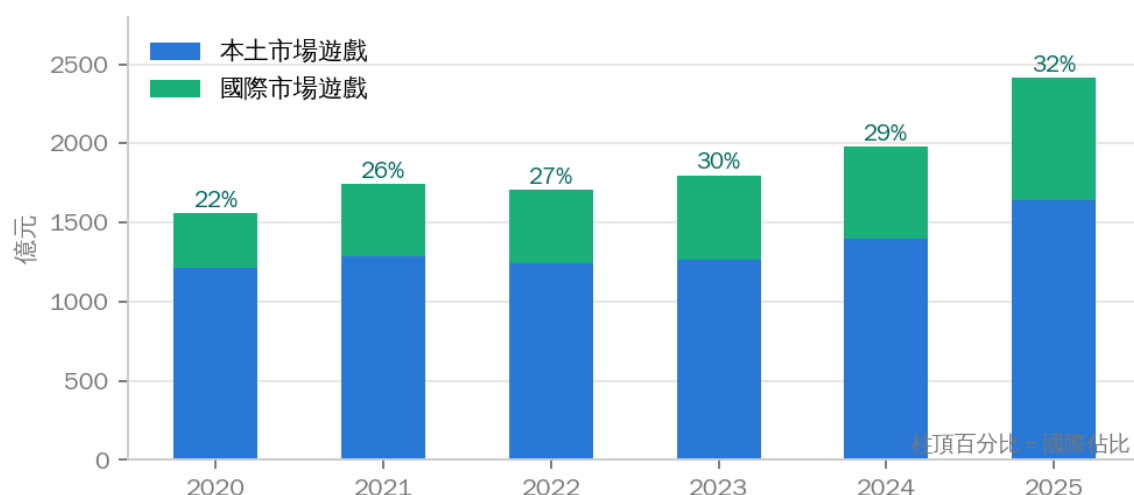
騰訊遊戲收入的本質是虛擬道具與通行證銷售的分期確認，成本端主要為渠道分成、內容攤銷與服務器帶寬，自研與端遊佔比越高毛利越厚。總收入從2015年的566億元增至2025年的2,416億元，十年複合增速15.6%，曲線上清晰刻著三輪政策與產品週期：2015至2017年端轉手紅利期年增26%、25%、38%；2018至2019年第一次版號寒冬將增速壓至6%與10%；2020年疫情推升36%後，2021至2022年在未成年人新規與版號二次停發下滑落至12%與-2%；2023年起長青戰略接管增長，增速逐年爬升至5%、10%、22%——2025年的22%發生在兩千億收入基數之上，為2020年以來最高。結構上，國際遊戲收入從2020年約347億元增至2025年774億元、佔遊戲總收入比重由22%升至32%，本土同期複合增速僅6%，過去五年遊戲板塊近半的邊際增長來自海外，2025年國際33%的增速更首次大幅領先本土的18%。毛利端，增值服務分部毛利率自2022年約50%的低點回升至2025年約60%，對應分部毛利從2022年約1,438億元增至2025年約2,216億元、三年複合增速約16%，快於同期收入——自研佔比、端遊佔比與高毛利海外工作室收入佔比的同步提升是主因。

圖9 遊戲收入（本土+國際）及同比（2015–2025，億元）



資料來源：公司年報

圖10 本土與國際遊戲收入結構 (2020–2025, 億元)



資料來源：公司年報 (2020年為重列可比口徑)

我們認為市場對這個板塊最大的定價錯誤，在於仍用「逐款猜新遊流水」的舊框架預測一家增長主體已經變成「長青池擴容」的公司。證據鏈完整：公司自定義的長青遊戲（季均日活逾500萬的手遊或逾200萬的端遊、年流水逾40億元）2024年達14款，內部以旗艦、一般、潛力三級管理；財報反覆點名的核心產品上線時間橫跨2015至2024年、老中青三代接棒；海外長青從2023年4款增至2024年5款、流水提升42%；2026年一季度《三角洲行動》正式入列，《王者榮耀》《和平精英》與其同季流水齊創新高，《無畏契約：源能行動》獲App Store年度遊戲、被視為下一款準長青。十年期老產品與一年半新產品在同一季度創新高，就是「老兵不死、新兵入列」的報表形態。把收入模型改寫為長青款數乘以單款年金後，兩個因子都可低風險外推：款數端，每年約20款新品供給支持年淨增一至兩款長青；年金端，《和平精英》第七年仍創出8,000萬DAU峰值、《DNF》《穿越火線》運營十幾年仍居品類頭部，社交型MOBA與射擊的留存來自「和誰玩」而非「玩什麼」，旗艦現金流久期以十年計，衰減率假設可以壓到極低。

國際業務則應按「確定性VC」理解：用資產負債表批量買入已被市場驗證的工作室與IP、保留創作自治，買入的本質是把別人證明過的年金現金流併入報表——Riot全資、Supercell控股自治、Epic持股約四成、Techland控股，2025年更專設部門統籌與育碧的合作、鎖定《刺客信條》等旗艦IP長期權益。組合化令海外收入的方差遠低於任何單一廠商：2025年的33%增長由上線九年再創新高的《皇室戰爭》、《PUBG MOBILE》、《鳴潮》與《無畏契約》端遊多點共振構成，1Q26接棒的又是另一組產品。疊加海外不受版號額度與未成年人時長約束、以美元歐元計價，我們認為國際遊戲應在第四章獲得高於本土的估值倍數。

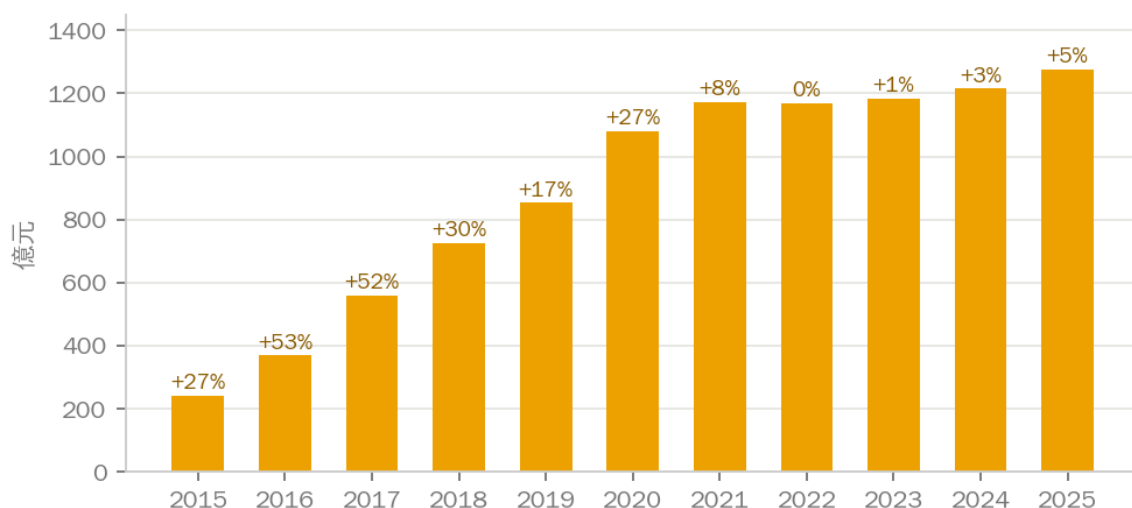
本土的監管敘事則已走到「管無可管」的臨界點，這是市場殘留折價最重而事實變化最大的位置。供給端，2025年全年發放版號1,771個、同比增長25%、創2019年以來新高，為2022年低谷512個的近3.5倍，全年每月發放均超百款、進口版號十二個月連續發放，地方政府並密集出台遊戲電競扶持政策——版號已從稀缺配額變回常態化行政程序。需求端，未成年人限玩體系已壓縮至寒暑假個位數小時（2025年暑期合計27小時），未成人流水占比降至1%上下的統計噪音水平。剩下的監管對象只有成年人的娛樂消費——難道不讓成年人玩遊戲？一個未成年人敞口近乎歸零、版號常態化、地方政府開始發補貼的行業，其政策風險溢價理應向普通消費行業收斂，而市場給的隱含倍數仍停留在2021至2022年的創傷記憶裡。據此外推：本土遊戲2026至2028年複合增速7%至8%（2026年因春節遞延前低後高），國際14%至16%，遊戲合計2028年約3,300億元

、毛利率維持60%以上——這個板塊在估值上的正確身份是一台衰減率極低、久期極長的年金機器。

2.2 增值服務·社交網絡

社交網絡收入從2015年的241億元增至2025年的1,277億元，十年複合增速18.1%，但增長高度前置：2016至2018年在視頻會員與秀場直播爆發下年增53%、52%、30%，2019至2020年仍有17%與27%，隨後2021至2023年在秀場直播監管、音樂直播收縮與長視頻提質減量的疊加下近乎零增長（8.5%、0%、1%），2024至2025年由視頻號直播分成與音樂會員量價齊升拉回至2.5%與5%；1Q26同比微降2%則純屬春節錯期下手遊道具確認減少的口徑噪音。市場普遍把這條曲線讀成「板塊見頂」，我們認為恰恰讀反了：收入停滯的三年是利潤質量重構的三年——音樂ARPPU連年提價、長視頻自2023年提價後從燒錢換量轉為盈利運營、低毛利秀場佔比被動壓縮——板塊毛利貢獻增速自2022年後持續高於收入增速，這種「收入平、毛利升」的組合在報表上被增值服務分部毛利率從50%修復至60%的整體曲線所吸收，因而不易被察覺。

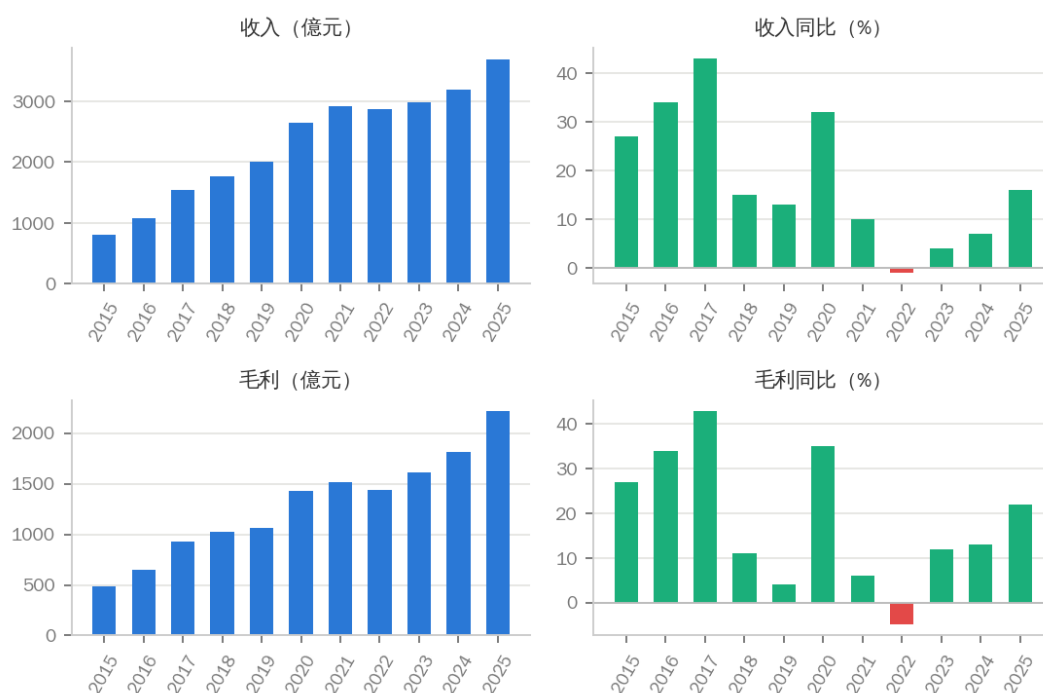
圖11 社交網絡收入及同比（2015–2025，億元）



資料來源：公司年報

向前看，我們預計板塊增速將從低個位數回到中個位數，倚仗三個抽成引擎。視頻號直播的打賞分成仍處滲透早期，總用戶使用時長連年增長逾20%而變現密度遠低於抖快，是板塊內彈性最大的一條線；付費會員2.66至2.67億的盤子仍在淨增，且視頻與音樂均已完成從拉新到提價的邏輯切換，訂閱生意一旦進入提價週期、增量幾乎全額落入毛利；微信小遊戲月活已超5億，公司2026年進一步推出分成優惠擴大供給生態，平台服務費是純粹的高毛利抽成。合成外推2026至2028年收入複合增速5%至6%、毛利貢獻增速高於此。這個板塊在分部估值中的正確定位不是增長資產，而是一組現金流極穩的訂閱與抽成合約，應按低波動現金流給予公用事業式定價——市場慣性地把它與遊戲捆綁打「監管折價」，是免費送出的價值。

圖12 增值服務分部：收入與毛利，絕對值vs同比（2015–2025）



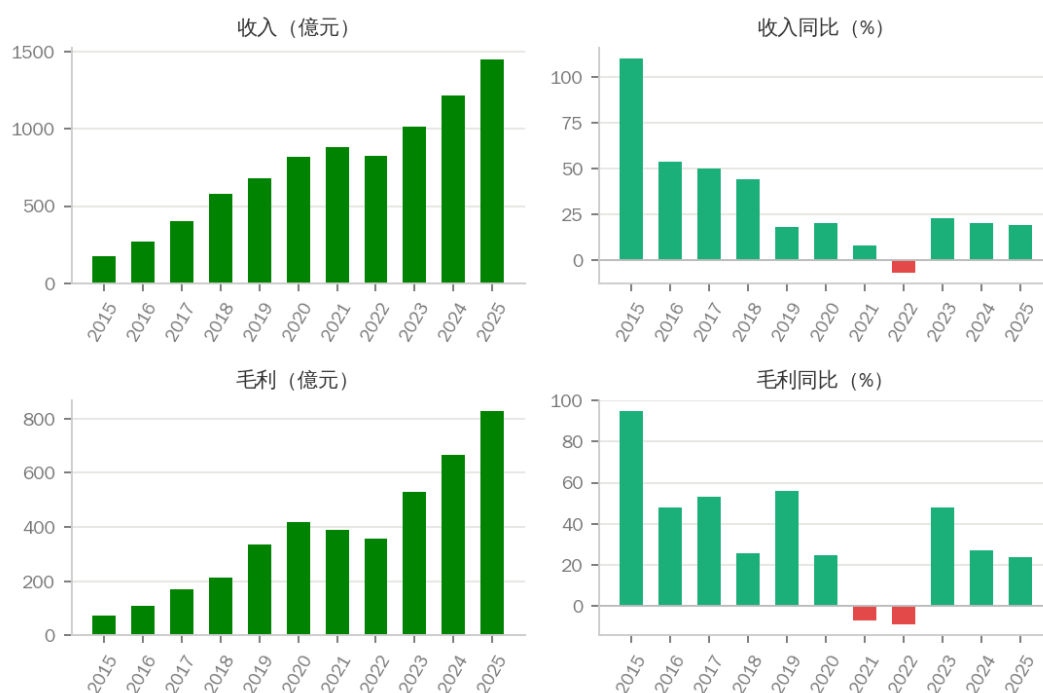
資料來源：公司年報；毛利按各年披露分部毛利率計算，2015–2018年為約數

2.3 營銷服務

營銷服務收入從2015年的175億元增至2025年的1,450億元，十年複合增速23.5%。分段看，2015至2018年吃信息流紅利年增五成上下；2019至2021年在宏觀走弱與教育、遊戲廣告主受限下降速；2022年錄得板塊史上唯一的負增長（-7%）；2023年視頻號廣告放量後連續三年增長23%、20%、19%，1Q26進一步加速至20%。毛利率軌跡更陡：自2022年約43%的谷底修復並突破至2025年約57%，對應分部毛利三年複合增速約32%、遠快於收入——視頻號廣告的邊際成本幾乎只有帶寬與分成，每一元增量收入的含毛利遠高於老庫存，這是「收入加速與毛利率擴張同時發生」這種罕見組合的來源。

這個板塊未來三年的三個引擎中有兩個完全內生，這在全球廣告平台中殊為罕見。加載率是第一引擎：視頻號加載率不足4%、行業平均約15%，而時長仍以逾20%的速度增長，分子分母都在自己手裡，粗算加載率每上行一個百分點對應的增量收入以百億元計且幾乎直達毛利，僅釋放到行業一半水平就足以支撐板塊三年翻倍的庫存基礎，公司慢放只是為保護體驗與eCPM。AI是第二引擎，本質是免費的提價權：AI推薦模型升級直接推高單價與達成率，AIM+智能投放已覆蓋約三成投放金額，把同一批曝光賣出更高的成交概率，廣告主按效果付費因而心甘情願。閉環是第三引擎：微信小店補完歸因鏈路後，預算沿「可驗證ROI」結構性遷移，1Q26電商與互聯網服務廣告主投放顯著增長即為印證；唯一的外生變量是宏觀大盤與抖音競價分流，我們以大盤中低個位數的保守假設處理。外推2026至2028年複合增速13%至15%、2028年約2,100至2,200億元、毛利率57%至60%——本板塊是集團未來三年絕對毛利增量的第一大來源，應在分部估值中獲得五條業務線裡最高的增長倍數。

圖13 營銷服務分部：收入與毛利，絕對值vs同比（2015–2025）



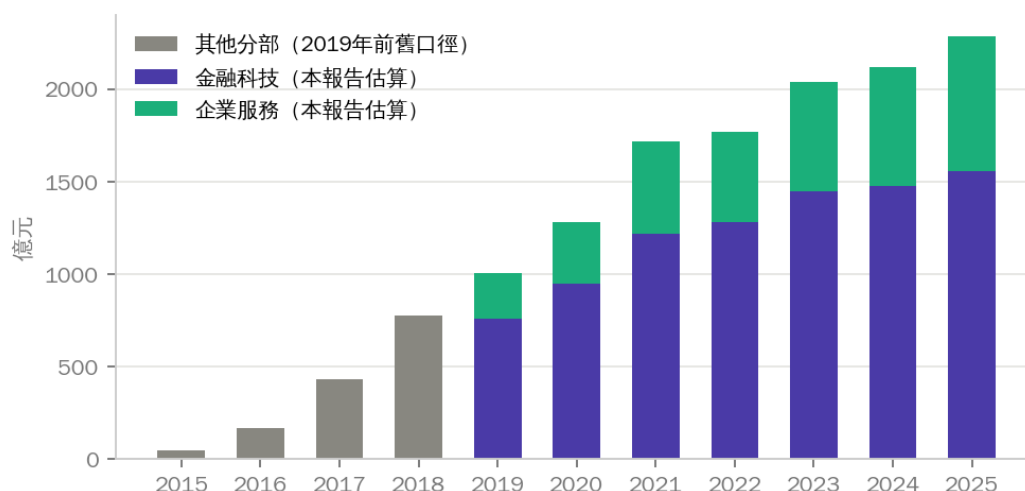
資料來源：公司年報；毛利按各年披露分部毛利率計算，2015–2018年為約數，2019年含分部重列影響

2.4 金融科技

由於2019年起金融科技與企業服務合併披露，本報告以三角定位法拆分：以公司逐季披露的定性增速（金融科技高個位數、企業服務雙位數）為約束，以2019年前後披露的雲收入絕對值（2019年逾170億元）為錨，再以Canalys等第三方份額數據交叉驗證，得到FY2025金融科技約1,560億元（佔分部68%）、企業服務約730億元（佔32%）的估算，與Bloomberg及主流大行口徑相近。

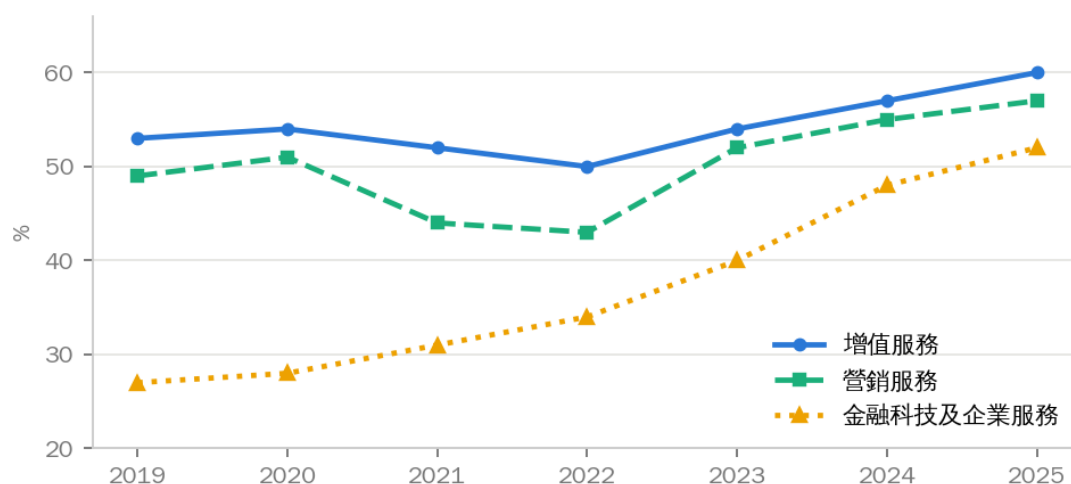
十年維度上，該分部前身「其他」從2015年47億元增至2025年（金科企服口徑）2,294億元、複合增速47%，其中2015至2018年年均接近翻倍，對應微信支付從紅包奇襲到線下掃碼統治的爆發史；2019年後增速沉降至與社零掛鉤的區間，2022至2024年僅3%、15%、4%，2025年回升至8%。分部毛利率則從2019年約27%升至2025年約52%、七年接近翻倍，這在大型公司分部層面極為罕見，驅動有四且無一為一次性：理財信貸等高毛利收入佔比提升、2022年起主動砍除虧損的雲轉售收入、2022年下半年起近乎純毛利的視頻號與小店技術服務費並入、以及支付本身在固定通道與風控成本上的規模攤薄。

圖14 金融科技及企業服務收入與拆分估算（2015–2025，億元）



資料來源：公司年報；2019年起金科／企服拆分為本報告估算（以公司披露定性增速、2019年雲收入錨點及Canalys份額交叉驗證），與Bloomberg一致預期口徑相近

圖15 三大分部毛利率（2019–2025，約數）



資料來源：公司年報。金科企服毛利率七年接近翻倍，為集團毛利率由43%修復至56%的最大貢獻分部

量的一側，這是全中國交易總量的影子資產，且邊界仍在外擴。微信支付與支付寶合計佔第三方移動支付逾九成，人行口徑下非銀機構年處理網絡支付長年在三百餘萬億元量級，以微信約四成份額推算其年經手交易額在百萬億元級，其中可收費的商業支付部分本報告估算年約五十至六十萬億元。三條外擴路徑在2024至2025年全部出現拐點級數據：互聯互通方面，微信支付2024年正式接入淘寶天貓，等於中國最大電商交易池向其打開，屬監管拆牆帶來的純增量；跨境方面，微信跨境支付已覆蓋74個國家和地區、支持31個幣種、境外商戶超600萬且外卡內綁交易高速增长，2025年上半年入境人員移動支付活躍用戶超千萬、筆數與金額分別同比增長162%與149%，同年6月人行與香港金管局落地跨境支付通實現兩地快速支付系統直連，2024年中國跨境數字支付市場規模已達7.5萬億元——跨境是支付業中唯一保持三位數增速的子賽道而微信是天然錢包載體；信貸理財方面，分付放開分期與轉賬、理財通AUM隨存款搬家擴容，兩者變現費率均遠高於支付本身。

費率的一側則是全報告「隱藏價值」密度最高的位置：跌無可跌，意味著只剩上行選項。標準商戶費率約0.6%、淨費率僅萬分之幾量級，2021年向小微商戶的降費讓利已執行完畢，斷直連與備

付金全額集中早已落地，對比海外卡組織加收單合計約2%至3%的商戶成本，這已是全球最便宜的交易基礎設施，監管在價格維度無可再壓。把費率的不對稱性乘上交易量基數：以五十至六十萬億元商業支付交易額計，淨費率每上行萬分之一即帶來約50至60億元收入、因成本端幾乎固定而近乎全額落入毛利，折合集團Non-IFRS淨利潤約兩個百分點；若費率向國際水平靠攏哪怕十分之一的距離，利潤彈性以百億元計。本報告基準模型保持賣方紀律、不計入任何費率上行，僅按量隨社零與線上化中個位數增長、結構向理財信貸緩慢遷移外推2026至2028年複合增速6%至8%、2028年約1,900億元；但必須指出，一個費率壓至地板、量在雙位數通道外擴、互聯互通與跨境全是順風的業務，其風險分佈是右偏的——市場按監管受害者定價，事實上它是監管出清後的倖存壟斷者。

圖16 支付：量的外擴與費率敏感性

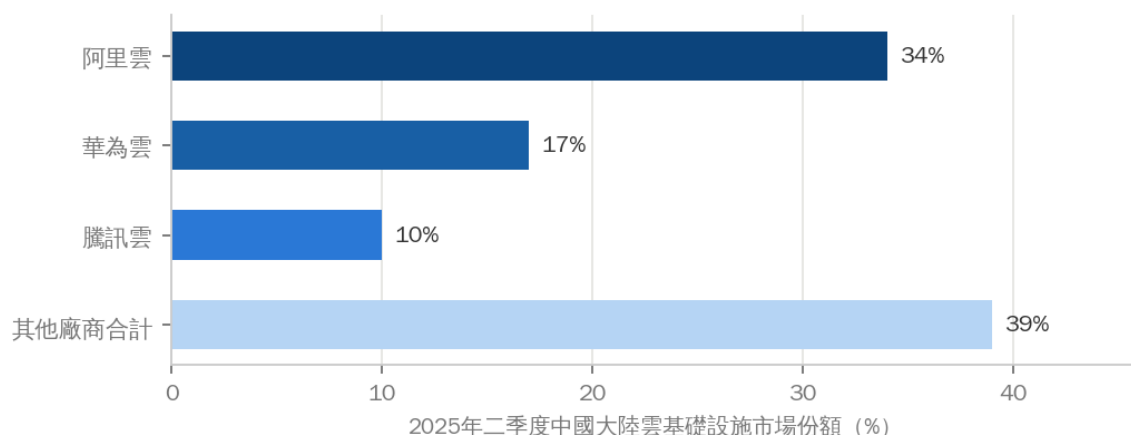


資料來源：中國人民銀行及公開披露、公司財報、行業研究；商業支付交易額與敏感性為本報告估算，基準模型不計入費率上行

2.5 企業服務與雲

企業服務由三塊構成：騰訊雲的基礎設施與平台服務、按微信小店交易額抽取的商家技術服務費、以及企業微信與騰訊會議等協作SaaS。規模定位以兩個外部錨交叉驗證：Canalys/Omdia口徑下2025年二季度中國雲基礎設施市場單季124億美元、同比增長21%、為2024年以來首次重回兩成以上，騰訊雲份額約10%，年化對應其基礎設施收入約350億元量級；疊加口徑更寬的平台服務、場景方案與小店服務費、企微會議，得到FY2025企業服務約730億元的估算，與2.4節閉環。份額數字需要正視而非粉飾：IDC公有雲IaaS口徑下騰訊雲約8%、列阿里雲（27%）、華為雲、天翼雲之後，且2025年上半年一度因GPU優先供給內部AI而增長受限——騰訊雲不是中國雲的龍頭，但恰因此是彈性最大的一家：1Q26企業服務收入同比增長20%，公司明言受益於AI需求與更有利的定價環境，並以同比大增149%的雲端資本開支及沙特、大阪新數據中心加速補產能。

圖17 中國雲基礎設施市場份額 (2025年二季度)

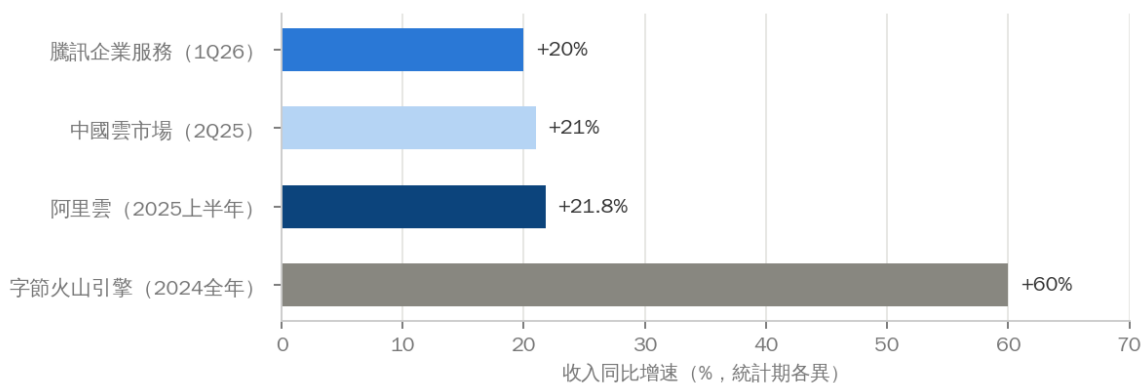


資料來源：Omdia (原Canalys)。IDC公有雲IaaS口徑下騰訊雲份額約8%；AI雲細分市場中阿里雲、火山引擎領先

這個板塊的十年可以壓縮成先犯錯、後糾錯、再乘上AI的四幕：2018至2019年高舉高打（雲收入自91億元翻倍式增長至逾170億元後停止單獨披露）；2020至2021年為衝規模承接低毛利轉售與集成；2022年管理層主動剎車砍掉虧損合同、收入原地踏步但質量重生；2023年起以小店技術服務費與AI需求重啟增長、2025年實現規模化盈利。糾錯的完成恰與行業拐點同步：Omdia測算2025年中國AI雲市場約567億元且高速膨脹，頭部平台模型token日調用量以一年十餘倍的速度增長，雲的商業模式正從按月租機器切換為按token賣智能——算力租賃是資本密集的同質化競價生意，而模型與Agent服務帶知識產權溢價，雲行業第一次獲得了結構性提價的產品形態。

利潤率與增速的參照系分三層。近端看阿里雲：2025年上半年收入635億元、同比增長21.8%、已追平國際三大雲廠增速，AI相關收入連續八個季度三位數增長，EBITA利潤率轉正後逐年爬坡，證明中國雲砍掉集成毒收入後可以掙錢；字節火山引擎2024年收入超110億元、增速逾六成，說明需求側已被AI徹底激活。中期看騰訊自身金科企服分部毛利率從27%到52%的軌跡，企業服務內部小店服務費與SaaS佔比提升會複製這條路。遠端看AWS與微軟智能雲長期30%以上的經營利潤率——中國雲與國際的利潤率差距不是商業模式差異而是發展階段差異，隨價格戰退潮與AI溢價滲透逐步收斂。騰訊的差異化籌碼有三張同行沒有的牌：遊戲與音視頻雲的場景統治力、微信小程序生態的獨佔工作負載、以及以WorkBuddy（按日活計中國最受歡迎的效率智能體）與Hy3模型（OpenRouter上token消耗量居前）為代表的Agent層卡位。外推2026至2028年複合增速15%至19%、2028年約1,190億元、毛利率沿分部軌跡向50%以上爬坡；它貢獻的絕對估值不大，但收入基數小、行業β高、自身α（份額修復加Agent卡位）未兌現，是牛市情形彈性的主要來源。

圖18 雲相關收入增速對標



資料來源：公司公告、Omdia、財經媒體。各項統計期不同，僅作方向性對照

本章小結

表1 五板塊三年外推彙總

人民幣（億元）	FY2025A	2026E	2027E	2028E	26–28E CAGR	核心驅動
本土遊戲	1,642	約1,760	約1,900	約2,050	7–8%	長青款數×低衰減年金
國際遊戲	774	約880	約1,010	約1,160	14–16%	確定性VC組合收穫期
社交網絡	1,277	約1,315	約1,380	約1,450	4–6%	視頻號分成 + 會員量價齊升
營銷服務	1,450	約1,680	約1,920	約2,180	13–15%	加載率閘門 + AI提價 + 交易閉環
金融科技（估）	約1,560	約1,660	約1,780	約1,900	6–8%	巨量×地板費率，期權不計入
企業服務（估）	約730	約860	約1,010	約1,190	15–19%	AI雲β + 小店服務費α
集團合計（含其他）	7,518	約8,200	約9,090	約10,020	約10%	—

資料來源：公司年報、本報告預測。金融科技與企業服務為本報告估算口徑。

按此外推，騰訊將於2028年前後成為中國首家收入破萬億元的互聯網公司，且增速最快的三條線（國際遊戲、營銷服務、企業服務）恰好都是高毛利或毛利率上行的業務，未來三年毛利與盈利增速將繼續系統性跑贏收入——這一「增長不快但含金量遞增」的形態，正是22倍前瞻市盈率的盈利基礎。

分析師聲明與評級定義

分析師聲明：本報告作者謹此聲明，報告中對標的證券及發行人的所有觀點均準確反映其個人獨立判斷，其薪酬的任何組成部分過去不曾、現在不會、將來亦不會與本報告中的具體推薦意見或觀點直接或間接相關。

公司評級定義（以報告發布日後12個月內、相對基準指數的預期總回報計）：買入——預期回報高於15%；中性——預期回報介乎-10%至15%之間；賣出——預期回報低於-10%。目標價基於報告所述估值方法推導，倘關鍵假設（盈利、倍數、匯率）發生變化，目標價將相應調整。

行業評級定義：領先——預期行業表現於未來12個月跑贏基準指數；同步——預期與基準指數大致同步；落後——預期跑輸基準指數。本報告基準指數為恒生指數。

免責聲明

本報告基於公開資料（公司2015–2025年年報、2026年一季度業績公告、中國人民銀行及Omdia、IDC、Canalys等第三方機構之公開數據，以及Bloomberg一致預期之公開轉引）撰寫，數據與分析力求準確但不保證完整無誤。金融科技與企業服務拆分、商業支付交易額、盈利預測與目標價均為本報告估算，可能隨基本面與市場環境變化而調整。

本報告所載資料、意見及推測僅反映報告發布當日之判斷，相關證券之價格、價值及收益可升可跌，過往表現不應作為日後表現之依據。本報告僅供研究與學習參考，不構成任何證券之買賣要約、招攬或投資建議；在任何情況下，本報告作者不對任何人因使用本報告內容所引致之任何直接或間接損失承擔責任。投資者應獨立判斷並自行承擔投資風險。本報告版權僅為作者所有，未經書面許可，任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、發表或引用；如引用、刊發，需註明出處，且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。