

腾讯控股 (00700.HK)

高质量业务成为新增长引擎，游戏流水逐步恢复

买入

核心观点

高质量业务成为新增长引擎，利润提升明显。2024Q1，腾讯实现营收 1595 亿元，同比增长 6%。主要增长由广告和金融科技贡献，部分被直播和游戏业务的下滑所抵消。收入组合变动和经营杠杆带动利润加速增长。2024Q1，公司综合毛利率 53%，同比提升 7pct。其中，增值服务/网络广告/金融科技与企业服务毛利率同比提升 3pct/13pct/11pct。Non-IFRS 归母净利润 503 亿元，同比增长 54%；Non-IFRS 归母净利率 31.5%，同比提升 10pct。利润率的大幅提升主要系高利润率业务占比提升，包括微信视频号及搜一搜广告、小游戏平台服务费、理财服务及视频号商家技术服务费等业务。我们测算预计到 25 年这些高质量发展的新业务在腾讯收入占比 13%，但是利润占比可达 29%。

网络游戏：流水领先于收入指标展现回升。2024Q1，公司网络游戏业务收入为 481 亿元，同比下滑 0.5%。1) 本土市场游戏收入同比下降 2%至人民币 345 亿元，本土市场游戏总流水恢复同比增长，增幅达 3%。2) 国际市场游戏收入同比增长 3%至人民币 136 亿元，国际市场游戏总流水同比增长 34%，主要由于 Supercell 的游戏（尤其是《荒野乱斗》）人气回升以及《PUBG MOBILE》的用户和流水增长。展望未来，预计随着策略调整叠加新游戏上线，公司游戏收入 24Q2 开始恢复。

网络广告：视频号流量和收入高速增长。2024Q1，公司网络广告收入为 265 亿元，同比增长 26%。增长提速，主要得益于对视频号广告的强劲需求以及广告技术平台的升级。视频号流量和收入高速增长。根据业绩会议，视频号 24Q1 总时长增长 80%，总时间是朋友圈的两倍多。

金融科技与企业服务：2024Q1，公司金融科技及企业服务业务收入同比增长 7%至 523 亿元。个位数同比增长，主要由于线下消费支出增长放缓及提现收入减少。但与此同时，理财服务收入增长强劲。企业服务业务收入实现十几个点的同比增长率，主要系视频号商家技术服务费增长。

投资建议：收入端来看，我们预计公司游戏业务今年呈现逐季度好转的趋势，广告业务视频号当前进展顺利，金融科技与企业服务基数效应下今年增速放缓。利润端来看，公司的高质量业务持续发展为利润的持续提升提供潜力。考虑到公司毛利侧提升出色，视频号进展顺利，我们上调盈利预测，预计 24-26 年公司调整后净利润为 2002/2256/2509 亿元，上调幅度为 8%/7%/8%，继续维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	609015	658639	707937	750306	783956
(+/-%)	9.8%	8.1%	7.5%	6.0%	4.5%
净利润(百万元)-Non IFRS	157688	200192	225639	250933	265985
(+/-%)	36.4%	27.0%	12.7%	11.2%	6.0%
每股收益(元)-Non IFRS	16.63	21.25	23.95	26.67	28.24
EBIT Margin	28.7%	34.4%	35.0%	36.5%	36.9%
净资产收益率 (ROE)	14.2%	17.2%	16.5%	16.0%	14.7%
市盈率 (PE)	21.3	16.3	14.5	13.0	12.5
EV/EBITDA	17.2	14.7	13.6	12.5	11.8
市净率 (PB)	4.15	3.48	2.96	2.54	2.20

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

互联网·互联网 II

证券分析师：张伦可 证券分析师：陈淑媛
0755-81982651 021-60375431
zhanglunke@guosen.com.cn chenshuyuan@guosen.com.cn
S0980521120004 S0980524030003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	413.00 - 435.00 港元
收盘价	381.80 港元
总市值/流通市值	3596362/3596362 百万港元
52 周最高价/最低价	384.80/260.20 港元
近 3 个月日均成交额	7016.40 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《腾讯控股 (00700.HK) -24Q1 前瞻：预计游戏业务受基数效应影响，高毛利广告促进利润释放》——2024-04-23
- 《腾讯控股 (00700.HK) -视频号进入商业化关键期，拉动高质量增长》——2024-04-02
- 《腾讯控股 (00700.HK) -视频号维持高速增长，游戏业务 24Q2 逐步恢复》——2024-03-24
- 《腾讯控股 (00700.HK) -23Q4 业绩前瞻：24 年游戏储备丰富，直播电商值得期待》——2024-01-15
- 《腾讯控股 (00700.HK) -腾讯探索派对游戏，后续游戏产品储备丰富》——2024-01-04

总览：收入高质量增长，利润提升明显

2024Q1，腾讯实现营收 1595 亿元，同比增长 6%。主要增长由广告和金融科技贡献，部分被直播和游戏业务的下滑所抵消。

收入组合变动和经营杠杆带动利润加速增长。Non-IFRS 归母净利润 503 亿元，同比增长 54%；Non-IFRS 归母净利率 31.5%，同比提升 10pct。利润率的大幅提升，主要来自于：1) 收入组合中，包括微信视频号及搜一搜广告收入、小游戏平台服务费、理财服务收入及视频号商家技术服务费等高利润率业务占比提升；2) 音乐和虎牙直播、云通信转售等低利润率业务占比下降。

图1：腾讯总收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：腾讯调整后归母净利润及净利率（亿元，%）

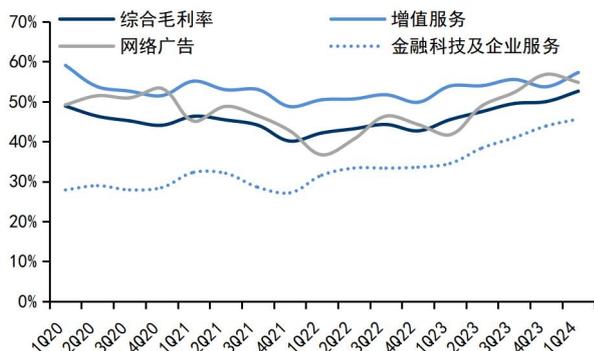


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

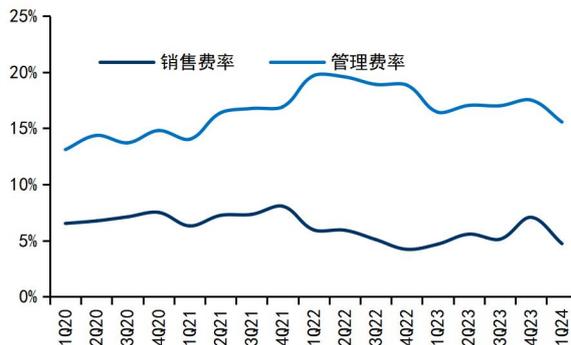
利润率提升主要系毛利率表现优秀：2024Q1，公司综合毛利率 53%，同比提升 7pct。其中，增值服务/网络广告/金融科技与企业服务毛利率同比提升 3pct/13pct/11pct。

- ✓ 增值服务毛利率提升主要系订阅收入、高毛利率的小游戏平台服务费增长，以及分部内容成本与运营成本的下降；
- ✓ 广告业务毛利率优化得益于高毛利的视频号广告、搜一搜广告贡献；
- ✓ 金融科技业务毛利率提升主要系云业务重组、高毛利的视频号带货技术服务费强劲增长。

24Q1，销售费率 4.7%，同比+0pct。管理研发费率 15.6%，同比-1pct。

图3: 腾讯季度毛利率变化情况 (亿元, %)


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 腾讯季度经营费率变化情况


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

我们将腾讯的微信视频号及搜一搜广告收入、小游戏平台服务费、理财服务收入及视频号商家技术服务费计算为新业务,我们测算预计到25年这些新业务在腾讯收入占比13%,但是利润占比可达29%。从利润增速来看,23-25年老业务利润增速CAGR11%,新业务利润增速CAGR53%。

表1: 腾讯新老业务收入与利润拆分 (亿元)

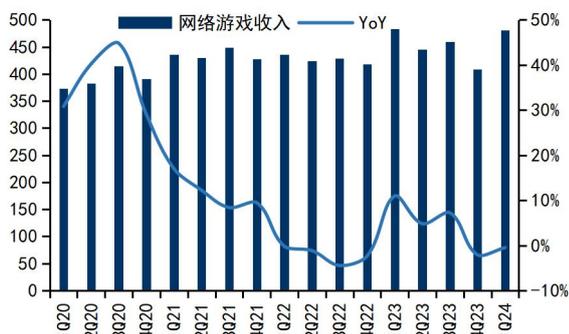
	2021	2022	2023	2024E	2025E
总收入	5,601	5,546	6,090	6,586	7,079
yoy	16%	-1%	10%	8%	7%
其中: 老业务收入	5,460	5,337	5,651	5,929	6,170
yoy		-2%	6%	5%	4%
其中: 新业务收入	141	208	439	657	909
yoy		48%	111%	50%	38%
占比	3%	4%	7%	10%	13%
调整后归母净利润	1,238	1,156	1,577	2,002	2,256
yoy	1%	-7%	36%	27%	13%
净利润率	22%	21%	26%	30%	32%
其中: 老业务调整后净利润	1,147	1,031	1,300	1,542	1,604
yoy		-10%	26%	19%	4%
净利润率	21%	20%	23%	26%	26%
其中: 新业务调整后净利润	91	125	277	460	652
yoy		37%	122%	66%	42%
净利润率	65%	60%	63%	70%	72%
占比	7%	11%	18%	23%	29%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

网络游戏: 收入同比-0.5%, 预计二季度开始恢复

2024Q1, 公司网络游戏业务收入为481亿元, 同比下滑0.5%。本季度末, 公司递延收入(流动负债)为1061亿元, 同比增长9%, 环比增长23%。

图5: 腾讯网络游戏收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 腾讯递延收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

1) 本土市场游戏收入同比下降 2%至人民币 345 亿元, 本土市场游戏总流水恢复同比增长, 增幅达 3%。两款本土市场旗舰游戏《王者荣耀》及《和平精英》受益于新的商业化节奏和游戏内容设计的提升, 24 年 3 月流水实现同比增长。中腰部游戏进展良好《金铲铲之战》、《穿越火线手游》及《暗区突围》等多款本土市场游戏的流水于本季创下历史新高。

2) 国际市场游戏收入同比增长 3%至人民币 136 亿元 (按固定汇率计算同比稳定) 国际市场游戏总流水同比增长 34%, 主要由于 Supercell 的游戏 (尤其是《荒野乱斗》) 人气回升以及《PUBG MOBILE》的用户和流水增长。根据公司财报, Supercell 的游戏实现用户量与流水的增长, 《荒野乱斗》在国际市场上的日活跃账户数超过去年同期的两倍, 流水超过去年同期的四倍。

展望未来, 预计随着策略调整叠加新游戏上线, 公司游戏收入 24Q2 开始恢复: 公司重点游戏《DNF》手游预计 5 月 21 日上线。除此以外, 新游戏中推荐重点关注《塔瑞斯世界》《极品飞车》《海贼王》以及《三角洲行动》等。

图7: 腾讯本土市场游戏收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 腾讯海外市场游戏收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

网络广告: 视频号流量和收入高速增长

2024Q1, 公司网络广告收入为 265 亿元, 同比增长 26%。增长提速, 主要得益于对视频号广告的强劲需求以及广告技术平台的升级。分行业来看, 游戏、互联网

服务和消费品行业的广告收入显著增长。视频号流量和收入高速增长。根据业绩会议，视频号 24Q1 总时长增长 80%，总时长是朋友圈的两倍多。我们于 4 月 2 日发布《腾讯控股（0700.HK）深度报告：视频号进入商业化关键期，拉动高质量增长》中测算，中期腾讯视频号广告收入预计将达到 924 亿人民币，基于中期 DAU 达到 7 亿、日均时长 100 分钟、总时长 700 亿分钟/日、广告加载率 8%（23 年快手广告加载率为 9%，抖音广告加载率为 15%）等假设。

金融科技和企业服务：收入同比+7%

2024Q1，金融科技及企业服务业务收入同比增长 7%至 523 亿元。个位数同比增长，主要由于线下消费支出增长放缓及提现收入减少。但与此同时，理财服务收入增长强劲。企业服务业务收入实现十几个点的同比增长率，主要系视频号商家技术服务费增长。

图9：腾讯网络广告收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：腾讯金融科技及企业服务收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：高质量业务拉动利润增长，维持“买入”评级

收入端来看，我们预计公司游戏业务今年呈现逐季度好转的趋势，广告业务视频号当前进展顺利，金融科技与企业服务基数效应下今年增速放缓。利润端来看，公司的高质量业务持续发展为利润的持续提升提供潜力。考虑到公司毛利侧提升出色，视频号进展顺利，我们上调盈利预测，预计 24-26 年公司调整后净利润为 2002/2256/2509 亿元，上调幅度为 8%/7%/8%，继续维持“买入”评级。

我们认为后续腾讯股价的驱动因素将包含：

1) **大额回购托底股价，年内有望进一步扩大当前 1000 亿港元的回购规模。**自 3 月 20 日年报业绩会公告 1000 亿港元回购计划以来至一季报静默期，腾讯在二级市场日均回购金额为 10 亿港元。

2) **游戏大盘 2024 年预计将企稳回升，重拾基本盘信心。**回顾 2023 年腾讯的经营情况，当年公司游戏业务逐季度降速，导致腾讯股价从 24X PE 跌到当年 15X PE，在网易《蛋仔派对》和《逆水寒》的优秀表现背景下，市场对腾讯是否能长期守住游戏大盘的份额和增长较为担忧。我们预计腾讯游戏将于 24Q2 逐步恢复增长，全年游戏业务将呈现缓慢增速回升的经营趋势。

3) **高质量业务增长拉动毛利率上升，经营质量提升带动业务结构变化有望提升估值。**未来三年腾讯财务端表现将呈现经调整净利润增速 大于 毛利增速 大于 收入增速。细拆公司收入结构，当前利润率高、占比低、但增速快的明星业务包括微信视频号及搜一搜广告收入、小游戏平台服务费、理财服务收入及视频号商家技术服务费，我们测算预计到 25 年这些新业务在腾讯收入占比 13%，但是利润占比可达 29%。从利润增速来看，23-25 年老业务利润增速 CAGR11%，新业务利润增速 CAGR 53%。

4) **高质量业务中视频号广告和电商发展可能超过我们预测的增速，但需进一步观察积极信号。**我们于 4 月 2 日发布《腾讯控股 (0700.HK) 深度报告：视频号进入商业化关键期，拉动高质量增长》，报告中分析：a) 视频号当前处于类似抖快的 20 年阶段，基建架构基本搭建完善，进入精细化运营阶段，平台开始专项运营和扶持；b) 当前内容丰富程度快速完善，驱动自然流量仍在增长趋势中；c) 微信团队和广告团队进一步合作，内部业务重要性有所提升。

5) **AI 对腾讯广告业务的赋能，可能持续拉动广告业务毛利率提升和快速增长。**在 5 月 14 日业绩会上，管理层提及 AI 将对广告业务产生积极影响，主要体现在广告投放定位更精准、帮助广告主管理广告活动、和通过混元大模型赋能广告主创建内容。管理层认为 AI 广告最大的受益者将是拥有大量货币化时间的平台，因为人工智能的部署能够使点击率提升，这种转变在点击率较低的广告库存中最为明显，例如社交媒体广告库存。参考 Meta，旗下基于 AI 大模型技术的广告平台 Advantage+2023 年收入增长超过 100%，Advantage+ 主要根据用户偏好生成个性化广告，优化文案与展示位置、细分定位、扩展类似受众，每次点击的平均成本降低了 28%。

表2: 腾讯盈利预测 (亿元)

(亿元 CNY)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	1,500	1,492	1,546	1,552	1,595	4,821	5,601	5,546	6,090	6,586	7,079	7,565
YoY	11%	11%	10%	7%	6%	28%	16%	-1%	10%	8%	7%	7%
1. 增值服务	793	742	757	691	786	2,642	2,916	2,876	2,984	3,109	3,242	3,366
YoY	9%	4%	4%	-2%	-1%	32%	10%	-1%	4%	4%	4%	4%
-网络游戏	483	445	460	409	481	1,561	1,743	1,707	1,797	1,889	1,974	2,065
YoY	11%	5%	7%	-2%	0%	36%	12%	-2%	5%	5%	5%	5%
本土游戏	351	318	327	270	345	1,214	1,288	1,238	1,266	1,304	1,344	1,384
YoY	6%	0%	5%	-3%	-2%	24%	6%	-4%	2%	3%	3%	3%
海外游戏	132	127	133	139	136	348	455	468	531	584	631	681
YoY	25%	19%	14%	1%	3%	108%	31%	3%	13%	10%	8%	8%
-社交网络	310	297	297	282	305	1,081	1,173	1,169	1,186	1,221	1,268	1,301
YoY	6%	2%	0%	-2%	-2%	27%	8%	0%	2%	3%	4%	3%
2. 网络广告	210	250	257	298	265	823	887	827	1,015	1,199	1,379	1,545
YoY	17%	34%	20%	21%	26%	20%	8%	-7%	23%	18%	15%	12%
3. 金融科技及企业服务	487	486	520	544	523	1,281	1,722	1,771	2,038	2,221	2,399	2,591
YoY	14%	15%	16%	15%	7%	26%	34%	3%	15%	9%	8%	8%
4. 其他业务	10	14	11	19	21	75	77	72	54	57	59	62
YoY	-50%	-10%	3%	-26%	110%	-1%	3%	-6%	-25%	5%	5%	5%
毛利率	45%	47%	49%	50%	53%	46%	44%	43%	48%	53%	55%	55%
增值服务	54%	54%	56%	54%	57%	54%	52%	51%	54%	57%	59%	60%
网络广告	42%	49%	52%	57%	55%	51%	46%	42%	51%	57%	59%	60%
金融科技及企业服务	34%	38%	41%	44%	46%	28%	30%	33%	40%	46%	47%	48%
其他业务	-10%	-8%	-25%	-16%	23%	1%	13%	-4%	-15%	23%	23%	23%
销售费率	4.7%	5.6%	5.1%	7.1%	4.7%	7%	7%	5%	6%	6%	6%	6%
管理费率(含研发)	16.4%	17.0%	17.0%	17.5%	15.6%	14%	16%	19%	17%	17%	16%	16%
Non-IFRS 归母净利润	325	375	449	427	503	1,227	1,238	1,156	1,577	2,002	2,256	2,509
yoy	27%	33%	39%	44%	54%	30%	1%	-7%	36%	27%	13%	11%
Non-IFRS 归母净利率	22%	25%	29%	28%	32%	25%	22%	21%	26%	30%	32%	33%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

风险提示

政策风险; 宏观经济疲软的风险; 广告行业竞争激烈的风险; 新游戏不能如期上线的风险等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	172320	279201	415253	573603	营业收入	609015	658639	707937	750306
应收款项	131904	142652	153329	162506	营业成本	315906	309644	321173	336644
存货净额	456	478	491	510	销售费用	34211	38860	42476	41267
其他流动资产	3818	4129	4438	4704	管理费用	136220	148314	150786	156157
流动资产合计	518446	636408	793957	972790	利息收入	13808	15189	16708	15948
固定资产	66815	108302	139340	172827	其他损益净额	5569	10249	(122)	5232
无形资产及其他	198191	187580	180543	176437	营业利润	160074	226898	247603	273527
投资性房地产	70968	70968	70968	70968	财务成本净额	(12268)	(13495)	(14844)	(14170)
长期股权投资	722826	722826	722826	722826	分占联营合营公司损益	5800	8700	11310	8603
资产总计	1577246	1726083	1907634	2115848	利润总额	161324	222103	244069	267961
短期借款及交易性金融负债	41537	24040	25719	30432	所得税费用	43276	55526	56136	56272
应付款项	137145	143748	147626	153303	少数股东损益	2832	1666	1879	1773
其他流动负债	173475	183120	189786	196913	归属于母公司净利润	115216	164911	186054	209917
流动负债合计	352157	350908	363131	380648	经调整归母净利润	157688	200192	225639	251197
长期借款及应付债券	292920	292920	292920	292920	现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
其他长期负债	58488	58488	58488	58488	净利润	115216	164911	186054	209917
长期负债合计	351408	351408	351408	351408	资产减值准备	0	0	0	0
负债合计	703565	702316	714539	732056	折旧摊销	61139	47979	49258	51422
少数股东权益	65090	66756	68635	70408	公允价值变动损失	8801	(50)	9485	6079
股东权益	808591	957011	1124460	1313385	财务费用	(1540)	(1694)	(1863)	(1779)
负债和股东权益总计	1577246	1726083	1907634	2115848	营运资本变动	44492	5168	(455)	3343
关键财务与估值指标	2023	2024E	2025E	2026E	其它	(7686)	1666	1879	1773
经调整 EPS	16.63	21.25	23.95	26.67	经营活动现金流	221962	219674	246221	272533
每股红利	2.40	1.75	1.98	2.23	资本开支	(50896)	(78805)	(82745)	(86882)
每股净资产	85.27	101.60	119.38	139.43	其它投资现金流	(74698)	0	(10497)	(11022)
ROIC	41%	55%	57%	58%	投资活动现金流	(125161)	(78805)	(93242)	(97904)
ROE	14%	17%	17%	16%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	48%	53%	55%	55%	负债净变化	(19417)	0	0	0
EBIT Margin	29%	34%	35%	36%	支付股利、利息	(21073)	(16491)	(18605)	(20992)
EBITDA Margin	39%	42%	42%	43%	其它融资现金流	(1594)	(17497)	1679	4713
收入增长	10%	8%	7%	6%	融资活动现金流	(82573)	(33988)	(16926)	(16279)
净利润增长率	-39%	43%	13%	13%	现金净变动	15581	106881	136053	158350
资产负债率	49%	45%	41%	38%	货币资金的期初余额	156739	172320	279201	415253
息率	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	货币资金的期末余额	172320	279201	415253	573603
P/E	21.3	16.3	14.5	13.0	企业自由现金流	276363	257964	270610	298851
P/B	4.1	3.5	3.0	2.5	权益自由现金流	257305	242584	274581	305716
EV/EBITDA	17.2	14.7	13.6	12.5					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032