

腾讯控股 (00700.HK)

优于大市

腾讯被美国国防部列入中国军工企业名单，核心业务不受影响

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 互联网 · 互联网 II

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

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

事项:

事项: 2025年1月6日,美国国防部发布《关于指定中国军工企业的通知》。根据该通知,腾讯被列入中国军工企业名单。主要依据美国《2024财年国防授权法》中的相关规定以及《2021财年国防授权法案》第1260H条。

2025年1月7日,腾讯发布公告表示,腾讯并非中国军工企业或中国国防工业的军民融合企业,美国将其纳入中国军工企业名单是一个错误,计划启动复议程序进行纠正,将与美国国防部进行讨论以解决误解,并在必要时采取诉讼。公告强调,与美国政府为实施制裁或出口管制措施而存置的其他名单不同,列入中国军工企业名单仅与美国国防采购事宜相关,不会影响美国国防部以外的任何业务往来,包括证券交易。

国信互联网观点:

本次通知相对其他类型清单程度较轻,不影响腾讯核心业务。此次腾讯被列入的名单,为中国军事企业名单(简称CMC清单或1260H清单),从性质与影响范围来看,属于相对温和的类型。清单主要围绕美国国防采购相关事项展开,腾讯作为一家综合性科技平台,其技术主要服务于国内大众领域。从腾讯海外收入来看,主要在海外游戏,预计24年占比腾讯游戏29%,整体收入仅9%。并且海外游戏收入占比近一半靠收购的子公司,包含收购子公司:Supercell(总部芬兰)、Riot(总部美国)、Miniclip(总部欧洲)等。

本次清单并非制裁,只是涉及限制与美国国防部供应商生意往来。华为、中兴等公司受到的制裁是实体清单制裁。实体清单制裁公司主要涉及芯片、半导体等核心科技领域。腾讯被列入的CMC清单并非制裁,有被移出可能性。比如24年12月18日,美国国防部已将中微公司、IDG资本从CMC清单中移除。小米于21年1月被纳入中共军事公司清单(CCMC清单,有制裁属性),但申诉后4个月,小米被移出清单。

短期市场情绪受到影响,腾讯加大回购彰显信心。观察被列入中国军事企业清单的公司股价,由于此类清单往往未触及企业核心业务,所以在制裁初始阶段引发股价波动,但随后回归正常。1月7日/18日腾讯回购15亿港元,较24年日度回购规模有所加大。

投资建议:此次清单并未涉及腾讯核心业务,腾讯整体业绩稳健。除此以外,我们认为:公司体内蕴含较大发展潜力,比如微信生态的持续变现、AI未来的贡献。①电商:腾讯当前整体变现比较克制,发展空间仍大。目前腾讯还未充分涉足电商、本地生活等领域,但腾讯已经展现出在这些业务的禀赋。比如24年微信小店大一统,生态潜力逐步释放,“送礼物”功能出圈。②AI方面:资本开支有所增加,“元宝”“ima”上线,微信融合AI小功能。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。

我们维持盈利预测,预计24-26年公司调整后净利润为2198/2482/2729亿元,对应PE估值16/14/13x,处于历史低位,继续维持“优于大市”评级。

评论:

◆ 本次通知主要依据美国《2024财年国防授权法》及《2021财年国防授权法案》第1260H条

2025年1月6日，美国国防部发布《关于指定中国军工企业的通知》。根据该通知，腾讯被列入中国军工企业名单。主要依据美国《2024财年国防授权法》中的相关规定以及《2021财年国防授权法案》第1260H条。

《2024财年国防授权法》相关规定：

- ✓ 禁止美国国防部与 CMC 清单或其控制的企业签订、续签或延长商品、服务或技术合同，2026年6月30日生效。
- ✓ 禁止美国国防部签订、续签或延长含有 CMC 清单或其控制的企业生产或开发的商品、服务或技术合同，2027年6月30日生效。
- ✓ 其他与美国国防部有贸易往来的实体与 CMC 清单企业的合作关系将被限制。

◆ 相对其他类型清单制裁程度较轻，不涉及腾讯核心业务

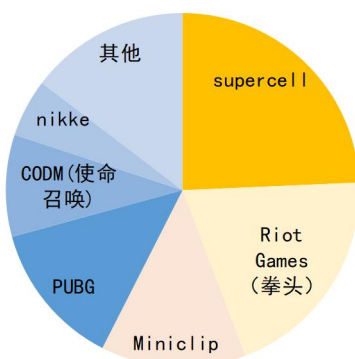
此次腾讯被列入的制裁名单，为中国军事企业名单（简称 CMC 清单或 1260H 清单），从性质与影响范围来看，属于相对温和的类型。该清单主要围绕美国国防采购相关事项展开，腾讯作为一家综合性科技平台，其技术主要服务于国内大众领域。从腾讯海外收入占比来看，主要在海外游戏，预计 24 年占比腾讯游戏 29%，整体收入 9%。并且海外游戏收入占比超过一半靠收购的子公司，包含收购子公司：Supercell（总部芬兰）；Riot（总部美国）、Miniclip（总部欧洲）等。

图1：腾讯游戏海外收购与投资情况（截取部分重要公司）

	游戏工作室	国家	腾讯持股比例	时间（收购、入股时间）	主要游戏
收购	Riot Games（拳头）	美国	100%	2008, 2011, 2015	《英雄联盟》、《无畏契约》、《云顶之弈》等
	Sumo Group	英国	100%	2019, 2021	《龙与地下城》、《古墓丽影》
	Supercell	芬兰	84.30%	2016	《部落冲突》、《荒野乱斗》、《皇室战争》等
	Miniclip	瑞士	最大股东	2015	《Triple Match 3D》、《8ballpool》
	GGG	新西兰	80%	2018	《流放之路》
投资	Krafton（蓝洞）	韩国	14%	2017, 2018	《PUBG》、《TERA》等
	Ubisoft（育碧）	法国	9.99%	2018, 2022	《刺客信条》、《彩虹六号》等
	Epic Games	美国	40%	2012	《堡垒之夜》、《虚幻竞技场》等
	From Software	日本	16.30%	2022	《艾尔登法环》、《黑暗之魂》等
	动视暴雪	美国	5%	2013	《使命召唤》、《魔兽世界》、《守望先锋》等

资料来源：sensor tower，公司财报，国信证券经济研究所整理

图3：腾讯海外游戏收入拆分测算



资料来源：sensor tower，公司财报，国信证券经济研究所整理

表 1: 美国对华制裁主要类型（按严厉程度降序排列）

制裁类型	管理部门	主要制裁措施	影响
特别指定国民清单 (SDN)	美国财政部海外资产管理办公室	1. 除非获得 OFAC 授权, 否则任何美国主体不得与 SDN 实体进行任何交易; 2. 被制裁的实体在美国境内的或者由美国主体占有 / 控制的财产和财产权益均会被冻结, 不得被转让、支付、出口、支出或以其他方式处理; 3. 不得接入美国金融系统; 4. 非美国人就某些商品和服务与 SDN 名单中的实体进行重大交易, 也可能会受到美国的二级制裁。	制裁力度最为严厉, 几乎断绝了企业与美国以及其他可能受影响国家企业的经济往来, 对企业的财务状况、业务运营和国际合作等方面都将产生毁灭性的打击。
实体清单 (EL)	美国商务部工业与安全局	1. 向被列入实体清单的实体出口、再出口或在国内转移受《出口管理条例》管辖的物项时, 需要获得额外的出口许可证, 且通常难以获得批准; 2. 美国供应商可能会被限制或禁止与被列入实体清单的实体进行业务往来。	对于依赖美国技术、零部件或供应链的企业来说, 可能导致其生产停滞、研发受阻。
中国军工复合企业清单 (NS-CMIC)	美国财政部	限制美国主体交易被列入清单企业的公开交易证券及其衍生品, 限制供应链采购特定的受美国管制物项, 限制在美投、融资或使用美元投、融资。	限制了企业在资本市场的融资渠道, 影响企业的市场估值和投资者信心、业务拓展和国际合作。
军事终端用户清单 (MEU)	美国商务部	对支持海外军事应用的物品进行限制, 被点名的物品必须在获得许可后才能出口。	限制的物项类别较实体清单窄, 但仍可能对企业特定业务的开展和相关产品的出口造成影响。
中国军事企业名单 (CMC /1260H)	美国国防部	1. 自 2026 年 6 月 30 日起, 禁止美国国防部与 CMC 清单中实体或其控制的实体签订、续签或延长商品、服务或技术合同; 2. 自 2027 年 6 月 30 日起, 禁止国防部签订、续签或延长含有 CMC 清单实体生产或开发的商品、服务或技术合同; 3. 其他与美国国防部有贸易往来的实体与 CMC 清单企业的合作关系将被限制。	对于与美国国防部有合作或潜在合作意向的企业来说, 会失去这部分业务机会, 但对于其他业务领域和国际市场的影响相对较小。
未经证实清单 (UVL)	美国商务部工业与安全局	1. 限制物项来源: 美国企业或在美国境内的企业在向未经核实清单上的实体出口、再出口或转让美国原产或含有美国成分超过一定比例、使用美国特定技术或软件生产的物项时, 即使该物项出口原本无需申请许可证, 也需要在美国自动出口系统备案, 并要求清单上的实体出具未经核实清单声明。 2. 增加尽调义务: 与未经核实清单内企业发生交易的美国企业需要对该实体进行额外的尽职调查, 确保交易的合法性和安全性。	制裁程度最轻, 可能会使企业在国际市场上的声誉受到一定影响, 从而影响其在全球供应链中的地位和业务拓展。

资料来源: 美国国防部, 国信证券经济研究所整理

◆ 本次清单并非制裁, 只是涉及限制与美国国防部供应商生意往来

华为、中兴等公司受到的制裁是实体清单制裁。近年来, 美国对中国企业的制裁行径不断升级, 且主要聚焦于芯片、半导体等核心科技领域的企业, 常采用将其列入实体清单这一极为严厉的制裁手段。以中兴通讯举例, 2018 年 4 月禁令再次启动后, 中兴通讯 A 股股价从停牌前的 31.31 元开始连续跌停, 在复牌后的 10 个交易日内, 跌至 10 元左右。

腾讯被列入的 CMC 清单并非制裁, 有纳被移除可能性, 短期市场情绪受影响。比如 24 年 12 月 18 日, 美国国防部已将中微公司、IDG 资本从 CMC 清单中移除。观察被列入中国军事企业清单的企业股价表现, 由于此类清单往往未触及企业核心基本面业务, 所以仅在制裁初始阶段引发股价波动, 一旦企业成功从清单中移出, 往往会带动股价上扬。小米于 21 年 1 月被纳入“中共军事公司清单”(CCMC 清单, 有一定制裁性质包含证券投资制裁, 2021 年清单移除后同时启用了 CMC 清单和 NS-CMIC 清单), 但是申诉后 4 个月, 小米被移出清单。小米股价来看, 消息当天跌幅达 10%, 但随后小米发布澄清公告。随后四天涨幅达 9.04%。

表 2：中国主要科技公司被制裁案例

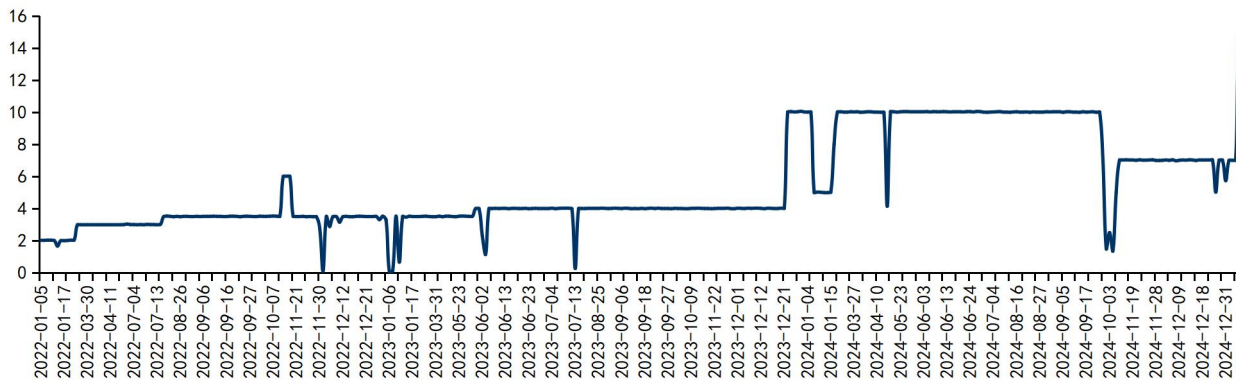
公司名称	公司类型	制裁措施	清单类型	影响	股价变化
华为	民营企业，全球领先的信息与通信技术（ICT）基础设施和智能终端提供商。	2018 年，华为失去美国运营商 AT&T 的手机订单，FBI 主管警告不要购买华为手机，零售商百思买也不再支持华为手机。 2018 年 12 月，华为首席财务官孟晚舟在加拿大温哥华被捕。 2019 年，美国以涉嫌盗窃商业秘密和欺诈为由对华为提出 23 项起诉，并将华为及其附属公司列入“实体清单”，禁止美国企业向华为出售商品和技术，除非获得特别许可。后续不断升级制裁措施，限制华为使用美国软件和技术，将华为在全球的多家子公司列入“实体清单”。	实体清单	华为在芯片供应上遭受重创，特别是高端芯片的生产受到严重影响，手机出货量骤减。但通过持续的技术创新，推出鸿蒙操作系统和 HMS 服务框架，逐渐稳定了市场份额，并在全球通信设备市场保持了领先地位。	在制裁消息初期，华为由于未上市，其子公司海思半导体等受到影响，相关产业链公司股价出现波动下跌。但随着华为加大自主研发和业务调整，以及国内市场的支持等，其业务逐渐稳定并展现韧性，部分相关产业链公司股价也有所企稳和回升。
中兴	国有民营通信设备制造企业，中国综合通信与信息技术解决方案提供商。	2016 年，美国商务部指控中兴违反美国的出口管制政策，将美国技术出口到伊朗和朝鲜等受制裁国家，导致中兴通讯及其数家子公司被列入实体名单，并被实施贸易禁运。 2017 年 3 月，中兴与美国司法部达成了三年合规观察期协议，在此期间美国法院将向公司派驻美国监察官，监督公司遵循美国出口管制法律及履行协议义务的情况，并出具年度报告。 2018 年 4 月，美国商务部指称中兴通讯在呈交美国政府的函件中作出虚假陈述，禁令再次启动，禁止美国公司向中兴通讯出口电讯零部件产品，期限为 7 年，致使中兴通讯的主要经营活动陷入停滞。 2018 年 5 月，美国商务部宣布与中兴通讯达成新和解协议。 2018 年 10 月，美国德州地方法院修改了 2017 年协议中的监察条件，将美国监察官的任期从三年延长至五年，至 2022 年 3 月 22 日到期。 2022 年 3 月，中兴通讯宣布其五年合规观察期结束，美国法院裁定不予撤销中兴通讯的缓刑期且不附加任何处罚。	实体清单	面临巨额罚款，领导层撤换，经历了一系列制裁和合规整改后才得以继续业务运营。	2018 年 4 月禁令再次启动后，中兴通讯 A 股股价从停牌前的 31.31 元开始连续跌停，在复牌后的 10 个交易日日内，有 9 个交易日封死跌停板，跌至 10 元左右。 2018 年出现转机后股价反弹，从 5 月中旬到 6 月底，股价从最低的 11.85 元左右逐步回升到 20 元左右。 2022 年 3 月，中兴通讯宣布其五年合规观察期结束，美国法院裁定不予撤销中兴通讯的缓刑期且不附加任何处罚。股价整体呈现波动状态。
中微	集成电路设备制造商，属于科创板上市公司，专注于半导体设备的研发、生产和销售。	2021 年 1 月 14 日，中微公司首次被美国列入中国军事企业清单，同年 6 月 3 日成功被移出。 2024 年 1 月 31 日，中微公司再次被列入该清单，8 月 16 日，中微公司向美国法院正式提交起诉状起诉美国国防部，当地时间 12 月 17 日美国国防部宣布已于 12 月 13 日将中微从清单移除。	中国军事企业清单 CCMC 清单 /CMC 清单	中微公司表示对公司日常运营没有影响。	被列入清单期间股价未出现明显的持续下跌。宣布移出后，2024 年 12 月 18 日当天中微半导涨超 14%。
小米	有限责任公司，以智能手机、智能硬件和 IoT 平台为核心的消费电子及智能制造公司。	2021 年 1 月 14 日，美国国防部认为小米与军方有合作以及小米在半导体芯片层面的投入和布局对美国构成潜在威胁，宣布将小米列入中国军事企业清单。后小米起诉美国国防部。 2021 年 5 月 25 日，美国哥伦比亚特区地方法院颁发最终判决，解除了对小米的“中国军方公司”认定，并撤销了美国投资者购买或持有小米证券的全部限制。	中国军事企业清单 CCMC 清单	仅短期影响投资者信心。	被列入清单初期，小米集团股价出现短期下跌，但四个交易日后恢复。被移出清单后，市场信心恢复。

资料来源：美国国防部，国信证券经济研究所整理

◆ 腾讯加大回购彰显信心

24年以来，腾讯积极进行股票回购，日度回购金额在 7/10 亿港币。全年回购金额达 1120 亿港币。25 年 1 月 7 日/18 日腾讯回购 15 亿港币，较 24 年日度回购规模有所加大。

图5: 腾讯 22 年以来日度回购金额（亿港币）



资料来源: Wind, 公司财报, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议

此次清单并未涉及腾讯核心业务，腾讯整体业绩稳健。除此以外，我们认为：公司体内蕴含较大发展潜力，比如微信生态的持续变现、AI 未来的贡献。①电商：腾讯当前整体变现比较克制，发展空间仍大。目前腾讯还未充分涉足电商、本地生活等领域，但腾讯已经展现出在这些业务的禀赋。比如 24 年微信小店大一统，生态潜力逐步释放，“送礼物”功能出圈。②AI 方面：资本开支有所增加，“元宝”“ima”上线，微信融合 AI 小功能。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。

我们维持盈利预测，预计 24-26 年公司调整后净利润为 2198/2482/2729 亿元，对应 PE 估值 16/14/13x，处于历史低位，继续维持“优于大市”评级。

◆ 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；AI 伦理风险等。

相关研究报告：

- 《腾讯控股 (00700.HK) -广告业务增加份额，经营杠杆持续提效》——2024-11-15
- 《腾讯控股 (00700.HK) -深度二：运营焕新游戏，成熟期海外游戏大厂估值稳定》——2024-10-17
- 《腾讯控股 (00700.HK) -24Q3 前瞻：游戏稳健增长，广告业务继续释放潜能》——2024-10-13
- 《腾讯控股 (00700.HK) -腾讯新一代混元 Turbo 大模型发布，元宝品牌智能体上线》——2024-09-08
- 《腾讯控股 (00700.HK) -广告业务持续提升份额，利润释放强劲》——2024-08-19

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	300842	458212	628784	营业收入	609015	660966	710764	753652
应收款项	131904	143156	153941	163230	营业成本	315906	307184	322031	337695
存货净额	456	474	492	511	销售费用	34211	37014	39092	41451
其他流动资产	3818	4144	4456	4725	管理费用	136220	148698	151238	156693
流动资产合计	518446	658564	837547	1028718	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	233146	252504	275102
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	26100	33930	21943
资产总计	1577246	1748240	1951224	2171776	利润总额	161324	245751	271590	282876
短期借款及交易性金融负债	41537	24040	25719	30432	所得税费用	43276	51608	62466	59404
应付款项	137145	142575	148036	153805	少数股东损益	2832	2862	2138	2500
其他流动负债	173475	181520	188940	197635	归属于母公司净利润	115216	191282	206986	220972
流动负债合计	352157	348135	362695	381872	经调整归母净利润	157688	225147	245167	261356
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	191282	206986	220972
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	699543	714103	733280	折旧摊销	61139	47979	49258	51422
少数股东权益	65090	67952	70090	72590	公允价值变动损失	8801	(50)	9485	6079
股东权益	808591	980744	1167031	1365906	财务费用	(1540)	(1694)	(1863)	(1779)
负债和股东权益总计	1577246	1748240	1951224	2171776	营运资本变动	44492	1880	1764	4887
关键财务与估值指标	2023	2024E	2025E	2026E	其它	(7686)	2862	2138	2500
经调整 EPS	16.63	24.15	26.30	28.04	经营活动现金流	221962	243952	269632	285860
每股红利	2.40	2.05	2.22	2.37	资本开支	(50896)	(78805)	(82745)	(86882)
每股净资产	85.27	105.22	125.20	146.54	其它投资现金流	(74698)	0	(10497)	(11022)
ROIC	41%	59%	58%	58%	投资活动现金流	(125161)	(78805)	(93242)	(97904)
ROE	14%	20%	18%	16%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	48%	54%	55%	55%	负债净变化	(19417)	0	0	0
EBIT Margin	29%	35%	36%	37%	支付股利、利息	(20845)	(19128)	(20699)	(22097)
EBITDA Margin	39%	43%	42%	43%	其它融资现金流	(2049)	(17497)	1679	4713
收入增长	10%	9%	8%	6%	融资活动现金流	(82573)	(36625)	(19020)	(17384)
净利润增长率	-39%	66%	8%	7%	现金净变动	15581	128522	157370	170572
资产负债率	49%	44%	40%	37%	货币资金的期初余额	156739	172320	300842	458212
息率	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	货币资金的期末余额	172320	300842	458212	628784
P/E	20.3	14.2	12.6	11.4	企业自由现金流	276363	253161	278857	302301
P/B	4.0	3.2	2.7	2.3	权益自由现金流	256850	237713	282828	309166
EV/EBITDA	16.5	13.7	12.8	11.9					

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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