

腾讯控股 (00700.HK)

内容+平台底蕴丰富，看好 AI 时代领先地位

优于大市

◆ 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:

近期，腾讯举办投资者会议，管理层分享腾讯视频、阅文集团运营策略，公司整体战略布局的最新动态。

国信互联网观点:

腾讯视频在长视频领域稳扎稳打，薪酬体系调整等保持优质内容。内容创作层面，秉持精品化战略，成果斐然，2024年推出的9部S+剧集，在动漫、综艺、短剧等领域多点发力，满足观众多样化需求。盈利模式层面，提高内容投资回报率，并进行薪酬体系改革，坚持二元评价体系(考虑盈亏和作品口碑)和后验激励机制，以保证内容质量。会员业务稳健增长并成为重要驱动，SVIP用户数量稳步上升，单会员ARPPU值持续提高；推出多种创新的广告形式和投放策略，提高了广告主的投放意愿和广告效果评估指标，拓宽了盈利渠道。

阅文集团在IP开发、内部协同性、全球化方面不断突破。阅文旗下的起点读书、潇湘书院、QQ阅读等网络文学平台汇聚了庞大的创作者群体；构建完善的IP开发与转化协同体系，创新性地提出了“农场-工厂-乐园”的IP开发模式，通过书影联动的方式，带动了原著小说的阅读增长，并通过授权和自营相结合的方式，拓展IP的线下商业活动；AI翻译技术助力全球化战略，与WeTV、Disney+、Netflix等国际平台建立了合作关系，将中国的文化元素融入到全球文化消费市场。

腾讯内容+平台的底蕴，在AI时代存在壁垒和优势。腾讯在长期领域进行持久性的耐心投资，即使起步晚也最终成为行业领导者，比如腾讯视频、微信支付、腾讯游戏等。这与公司的并购策略、用户流量和社交网络相关。1) **AI方面:** 公司通过自有的超算集群(HPC)与复杂数据处理能力，与国内外同行的差距逐步缩小。此外微信用户每天打开次数高于同业(40-50次)，就更容易引到跳转，获得更多用户信息。公司未来继续在C端如微信体系内探索生成式AI，在游戏方面优化交互体验等。2) **电商方面:** 腾讯不仅是通过历史订单从商品端分析，更是通过社交链路方面数据从用户端分析。24年以来，腾讯通过组织架构调整和产品端创新，不断丰富微信电商的生态组件，当前微信小店成为腾讯电商面向商家后台的一站式汇聚入口，集合微信小程序、公众号、视频号电商等各类型交易数据。我们认为微信小店的整合，将有助于腾讯在AI时代，更好的发挥全域电商的用户和数据禀赋，打开腾讯广告、企业服务(电商技术服务费)等相关业务空间。近期腾讯通过推出“送礼物”等创新功能，利用社交生态裂变，有望巧妙地吸引微信电商商家的供给增加和增加下单用户的画像多元化。根据25年微信公开课分享，线上电商与线下消费的融合是未来微信小店的想象空间，未来可能线下小店小摊不仅有微信支付码，还有微信小店的送礼码。短期来看，25年随着用户画像丰富度和精准度提升，我们预计能看到微信电商广告方向增量；在佣金方面25年以扶持为主，比如通过私域带货技术服务费率减免至1%，带货机构拉新激励最高在结算GMV的2%。

我们认为腾讯AI优势在于自身生态以及众多合作伙伴支持，阅文、腾讯视频号等内容储备丰富，并且云计算与平台软件技术是腾讯的强项，从服务海量用户的后台技术，到前端交互能力，到无缝接入微信生态的生产工具，腾讯都有丰富的技术和经验积累。我们看好腾讯在AI时代下依靠底层大模型提供多元化的基础服务，推动AI应用端的发展与互联。

投资建议: 短期情绪受到美国清单影响，但整体业绩稳健，蕴含较大发展潜力。25年1月6日，腾讯被美国列入中国军工企业名单(CMC清单)。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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

业的军民融合企业，美国将其纳入中国军工企业名单是错误的。列入清单不会影响美国国防部以外的任何业务往来，包括证券交易。1月8日，美国总统办公室下贸易代表办公室（USTR）公布《2024年假冒和隐私恶名市场名单》，微信此次被移除。美国移除恶名市场名单的是对腾讯在知识产权领域进展和贡献的认可。我们认为，这是一个强烈的信号：移除是由总统办公室做出，表明美国并非系统地针对腾讯。

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 16/14/12x，处于历史低位，继续维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 腾讯视频在长视频领域稳扎稳打，构筑起坚实的竞争壁垒

内容创作层面：秉持精品化战略，成果斐然。2024 年推出的 9 部 S+ 剧集，如《庆余年 2》《繁花》《玫瑰的故事》等。在动漫领域，《剑来》IP 凭借独特的故事设定、鲜明的角色形象和高质量的制作，获得了观众的高度认可，巩固了平台在动漫市场的领先地位。在短剧领域，腾讯视频积极布局，对横屏头部短剧《执笔》的投资，使其凭借紧凑的剧情和新颖的表现形式迅速吸引了众多用户，横屏短剧商业模式与电视聚集类似，未来一年发挥腾讯视频优势，继续积极探索。竖屏短剧采用分账模式，吸引了大量创作者参与，丰富了短剧生态，很好地满足了用户碎片化的娱乐需求。

图1：2024 年 1-12 月 S+剧集以及累计有效播放霸屏榜

排名	剧集名称	正片有效播放	总集数	上线日期	播出平台
1	庆余年第二季	45.1亿	36	2024/5/16	腾讯视频
2	与凤行	31.6亿	39	2024/3/18	腾讯视频
3	墨雨云间	26.7亿	40	2024/6/2	腾讯视频
4	繁花	22.9亿	30	2023/12/27	腾讯视频
5	玫瑰的故事	22.9亿	38	2024/6/8	腾讯视频
6	唐朝诡事录之西行	20.2亿	40	2024/7/18	腾讯视频
7	南来北往	19.7亿	39	2024/2/6	腾讯视频
8	我是刑警	17.2亿	38	2024/11/27	腾讯视频
9	惜花芷	16.9亿	40	2024/4/2	腾讯视频
10	追风者	15.8亿	38	2024/3/21	腾讯视频
11	承欢记	15.4亿	37	2024/4/9	腾讯视频
12	凡人歌	15.1亿	37	2024/8/31	腾讯视频
13	城中之城	13.7亿	40	2024/4/9	腾讯视频
14	永夜星河	13.4亿	32	2024/11/1	腾讯视频
15	小巷人家	13.2亿	40	2024/10/28	腾讯视频
16	你比星光美丽	13.1亿	40	2024/7/2	腾讯视频
17	花间令	12.2亿	32	2024/3/15	腾讯视频
18	三大队	12.1亿	24	2023/12/21	腾讯视频
19	在暴雪时分	11.9亿	30	2024/2/2	腾讯视频
20	猎罪图鉴2	11.8亿	28	2024/12/10	腾讯视频

资料来源：云合数据，国信证券经济研究所整理

技术革新层面：将 AIGC 能力嵌入动漫生产链条，混元大模型上线视频生成能力并开源。腾讯混元大模型于 2024 年 12 月 3 日正式上线视频生成功能，用户可在腾讯元宝 app 中申请试用，企业客户通过腾讯云接入，目前 API 同步开放内测申请，支持中英文双语输入，生成视频支持多种尺寸和清晰度。通过 AI 辅助角色设计、剧情生成、分镜方案等，动画制作的效率和质量都得到了显著提升，进一步增强了平台的内

容创新能力和产出效率。

图2：腾讯视频动漫大赛 AIGC 效果演示以及智影 AI 视频生成页面



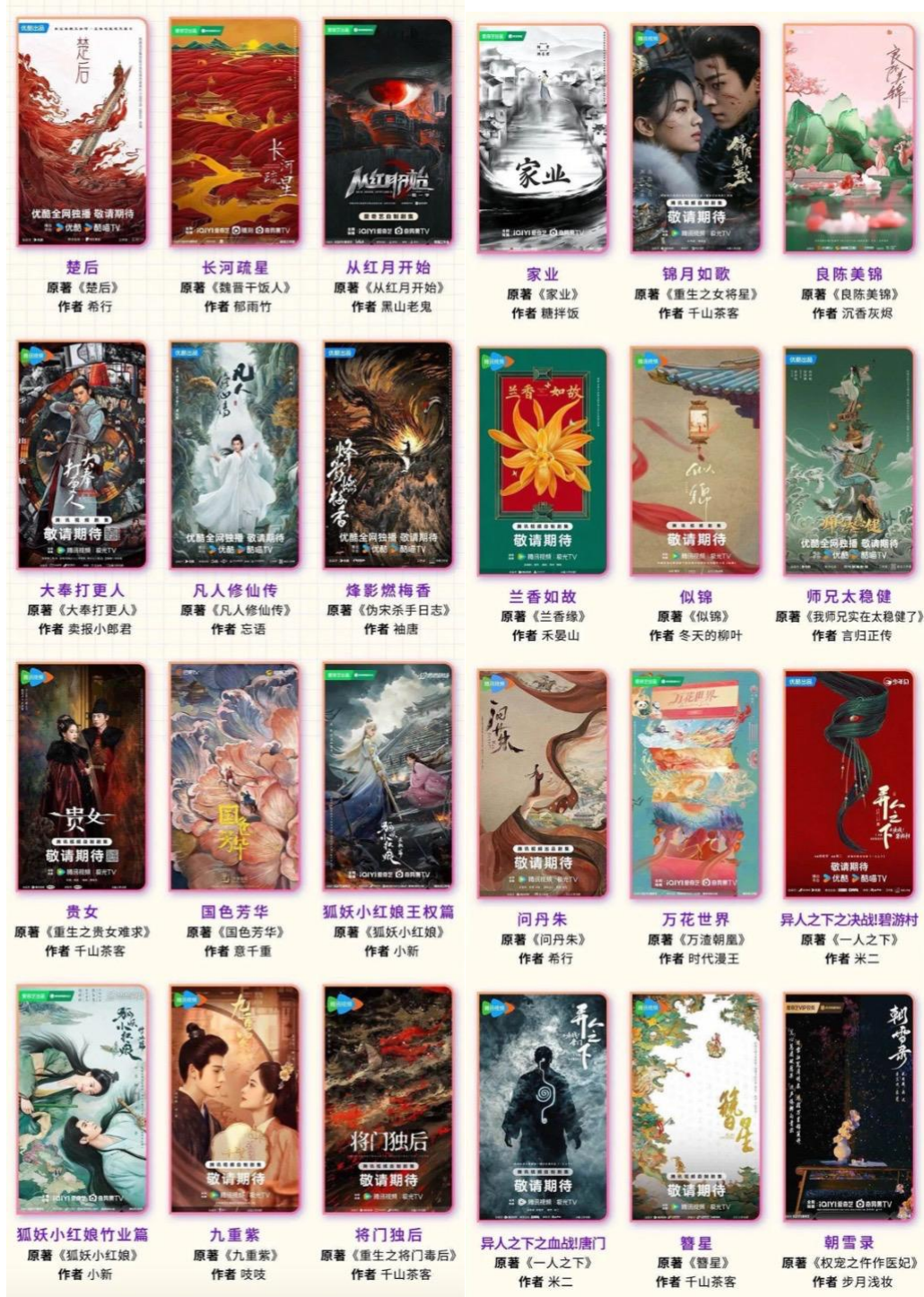
资料来源：腾讯混元网页，国信证券经济研究所整理

盈利模式层面：提高内容投资回报率，会员业务稳健增长。通过聚焦头部优质项目，合理分配资源，腾讯视频提高了内容投资的回报率。腾讯视频积极进行薪酬体系改革，坚持二元评价体系（综合考虑盈亏和作品口碑）和后验激励机制，以保证内容质量。收入结构方面，会员收入稳健增长。通过精准的营销和精细化的运营，成功吸引了更多用户成为会员，并提高了会员的留存率。用户的平均付费时长不断增加，SVIP 用户数量稳步上升，单会员 ARPPU 值也持续提高，成为了平台收入增长的关键因素。在广告业务方面，腾讯视频利用大数据精准分析用户画像和行为偏好，推出了多种创新的广告形式和投放策略。例如，原生广告能够自然地融入剧情，创意广告则具有很强的互动性，在不影响用户观看体验的前提下，提高了广告主的投放意愿和广告效果评估指标，从而拓宽了盈利渠道，实现了收入和利润的双增长，为长视频行业的商业发展提供了新的思路。

◆ 阅文集团保持网络文学领域头部地位，在 IP 开发和商业运营方面成绩亮眼

文学创作基础雄厚。旗下的起点读书、潇湘书院、QQ 阅读等网络文学平台汇聚了庞大的创作者群体。2024 年上半年，阅文集团在线阅读平台新增约 17 万名作家和 32 万本小說，新增字数超过 210 亿字，新晋的“白金大神”名单中，90 后作家占比超过 70%。丰富的创作资源为 IP 开发提供了源源不断的素材。

图3：2025 阅文大剧片单



资料来源：阅文集团微博，国信证券经济研究所整理

构建完善的 IP 开发与转化协同体系。在影视领域，与众多影视公司合作推出了多部热门影视作品，如《庆余年》《热辣滚烫》《玫瑰的故事》等。这些影视作品的成功播出，不仅提升了自身的影响力，还通过书影联动的方式，带动了原著小说的阅读量增长，实现了两者之间的相互促进。

阅文集团创新性地提出了“农场 - 工厂 - 乐园”的 IP 开发模式。在“农场”阶段，网络文学平台作为 IP 的孵化基地，孕育出大量有潜力的 IP。在“工厂”阶段，通过专业的工作室对 IP 进行改编和加工，使

其能够更好地适应不同的媒介形式。在“乐园”阶段，通过授权和自营相结合的方式，拓展 IP 的线下商业活动。例如，围绕热门 IP 推出的卡牌、盲盒等衍生品，深受粉丝喜爱，加强了粉丝与 IP 之间的情感联系，同时也增加了商业收入。此外，阅文集团还积极拓展 IP 授权合作，涵盖游戏、动漫、影视、周边产品等多个领域，充分挖掘了 IP 的商业价值，提升了品牌的知名度和市场份额。

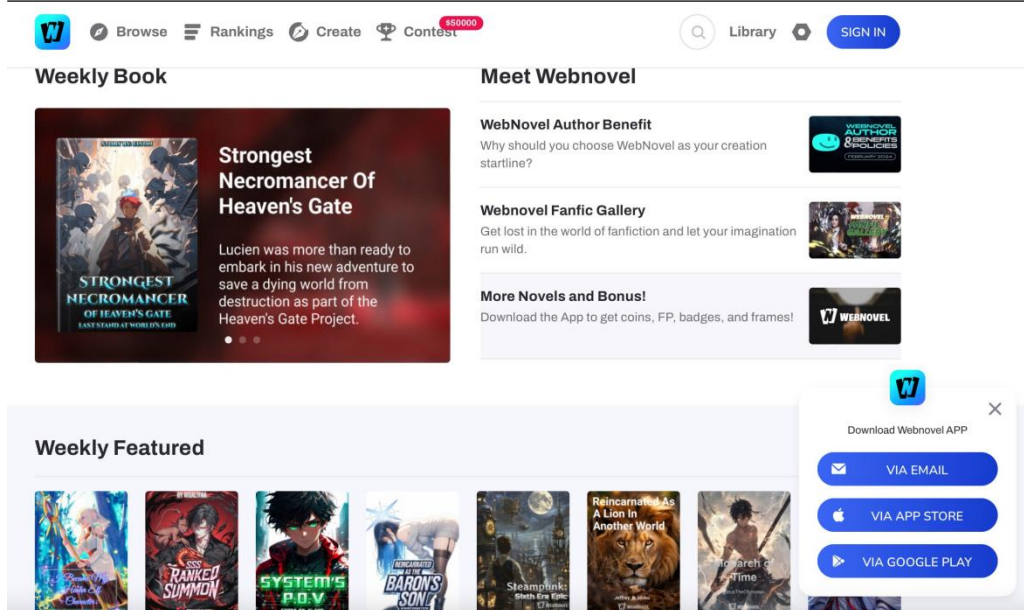
图4: 阅文集团“农场 - 工厂 - 乐园”IP 开发模式



资料来源: 中国新闻周刊, 国信证券经济研究所整理

AI 翻译技术助力全球化战略。 阅文面向全球用户的英文虚构小说内容平台 Webnovel (起点国际) 累计访问用户已突破 3 亿, 网文出海规模同比增长 30%。截至到 2024 年 11 月底, 该平台已上线约 6000 部翻译作品, 2024 年新增的 AI 翻译作品超过 2000 部, 同比增长 20 倍。网文畅销榜排名 top100 的作品中, AI 翻译作品占比 42%。同时, 阅文集团与 WeTV、Disney+、Netflix 等国际平台建立了合作关系, 将中国的文化元素融入到全球文化消费市场中, 提升了中国文化在国际上的传播力和影响力。

图5: Webnovel (起点国际) 网页



资料来源: Webnovel, 国信证券经济研究所整理

◆ 腾讯内容+平台的底蕴，在 AI 时代存在壁垒和优势

腾讯在长期领域进行持久性的耐心投资，即使起步晚也最终成为行业领导者，比如腾讯视频、微信支付、腾讯游戏等。这与公司的并购策略、用户流量和社交网络相关。

公司在 AI 和电商方面亦大有作为，数据、社交以及场景优势帮助获取领先地位。

1) AI 方面：公司通过自有的超算集群（HPC）与复杂数据处理能力，与国内外同行的差距逐步缩小。此外微信用户每天打开次数比较多（40-50 次），就更容易引到跳转，获得更多用户信息。在游戏方面，AI 在游戏方面也会优化交互体验，过去游戏体验比较僵硬，AI 无法理解很多物理世界的规则和历史背景，现在已经大大提升。除此以外，公司未来继续在 C 端如微信体系内探索生成式 AI。

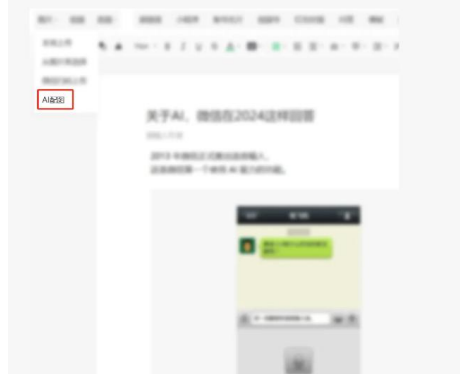
24 年我们看到，“元宝”“ima”上线，微信融合 AI 小功能。24 年 5 月，腾讯旗下基于混元大模型的 C 端 APP 腾讯元宝正式上线，具备看、听、说等多模态能力。腾讯 AI 工具搜索得出的答案，除开全网信源，还打通——微信公众号文章的生态。微信融合 AI 小功能，默默在背后帮助用户。比如①扫一扫：外文识别和翻译、物体识别；②刷一刷：微信刷掌，ai 掌纹识别完成支付。③AI 创作：微信小程序教育平台 AI 助手，生成基础代码，检查代码错误。公众号 ai 配图。秒剪，文字转视频、AI 配音、自动剪辑。④AI 问答：微信读书的 AI 问书、微信输入法的问 AI 和搜索里的 AI 问答。

图6: 微信有三“问”：微信读书的 AI 问书、微信输入法的问 AI 和搜索里的 AI 问



资料来源：微信派，国信证券经济研究所整理

图7: 公众号后台的 AI 配图



资料来源：微信派，国信证券经济研究所整理

2) 电商方面：腾讯是把 AI 与电商融合，通过微信小店收集海量数据，精准推荐。微信小店可以分析下单地址、收货地址、送礼人和收货人之间的社交关系、商品属性等等。不仅是通过历史订单从商品端分析，而是通过社交媒体这方面数据从用户端分析。

24 年以来，腾讯通过组织架构调整和产品端创新，不断丰富微信电商的生态组件，当前微信小店成为腾讯电商面向商家后台的一站式汇聚入口，集合微信小程序、公众号、视频号电商等各类型交易数据。我们认为微信小店的整合，将有助于腾讯在 AI 时代，更好的发挥全域电商的用户和数据禀赋，打开腾讯广告、企业服务（电商技术服务费）等相关业务空间。近期腾讯通过推出“送礼物”等创新功能，利用社交生态裂变，有望巧妙地吸引微信电商商家的供给增加和增加下单用户的画像多元化。除此以外，根据 25 年微信公开课分享，线上电商与线下消费的融合是未来微信小店的想象空间。可能以后所有的线下小店小摊不仅有微信支付码，还有微信小店送礼的送礼码。

25 年商业化来看：

- ✓ 广告：随着微信小店整合微信电商后的数据打通以及用户画像丰富，腾讯广告 ROI 有望提升。除此以外，微信电商公私域联动的特点也将吸引更多商家进行全域运营。数据来看，我们测算目前微信体内电商的广告货币化率不到 1%，对比快手 3%、抖音 6%等仍有较大空间。从视频号内循环广告角度，当前内循环广告占比视频号广告约 30%，对比抖音快手约 50%占比仍有空间。

- 佣金: 此前小程序电商因为纯私域没有统一组件, 基本只收支付费率。未来统一后, 可以收技术服务费。从技术服务费角度来说, 微信电商佣金与抖音快手类似, 在 2-5% 左右。但是我们认为, 25 年微信电商应该以扶持为主, 不会收非常多技术服务费。比如微信 25 年私域激励计划, 通过企业微信关联账号分享的订单; 公众号、服务号场景跳转至带货直播间、带货商品卡; 小程序跳转进入微信小店等, 技术服务费率减免至 1%, 再以电商成长卡形式最高激励 0.4%。对于微信对带货机构激励, 拉新激励在结算 GMV 的 2%, 成长激励在增量结算 GMV 的 2%。

图8: 视频号/抖音电商技术服务费

一级类目	视频号费率	一级类目	视频号费率	一级类目	抖音费率	一级类目	抖音费率
数码	2%	家装建材	5%	服饰内衣	5%	生鲜	2%
电脑办公	2%	手机通讯	2%	鞋靴箱包	5%	母婴宠物	2%-5%
个人护理	5%	鞋靴	5%	运动户外	2%-5%	本地生活	2%
家用电器	2%-3%	生鲜	2%	钟表配饰	5%	虚拟充值	1%-3%
服饰内衣	5%	酒类	2%	珠宝文玩	5%	玩具乐器	2%-5%
美妆护肤	4%	农资园艺	1%-5%	二手商品	2%-5%	图书教育	2%
户外运动	2%-5%	工业品	2%-5%	美妆	4%-5%	礼品文创	5%
母婴	2%-5%	家纺	5%	奢侈品	5%	3C数码家电	2%
食品饮料	1%-3%	家庭清洁/纸品	2.5%	个护家清	2.5%	原料包装	2%-5%
生活服务	2%	鞋包皮具	5%	鲜花园艺	5%	智能家居	2%-5%
家居日用	5%	教育培训	2%	酒类	2%	汽车整车	2%
钟表	2%-5%	珠宝首饰	1%-5%	食品饮料	2%	医疗健康	3%
厨具	5%	图书	2%	滋补保健	3%		
玩具乐器	2%-5%	休闲旅游	2%				
汽车用品	2%-5%	文玩	5%				
宠物生活	2%-5%	膳食营养补充食品	3%				
家具	5%	二手	2%-5%				

资料来源: 微信视频号助手, 微信视频号助手, 国信证券经济研究所整理

图9: 24 年微信小店概览



资料来源: 微信公开课, 新榜, 国信证券经济研究所整理

我们认为，腾讯内容+平台的底蕴，在 AI 时代存在壁垒和优势。腾讯 AI 优势在于自身生态以及众多合作伙伴支持，阅文、腾讯视频等内容储备丰富，并且云计算与平台软件技术是腾讯的强项，从服务海量用户的后台技术，到前端交互能力，到无缝接入微信生态的生产工具，腾讯都有丰富的技术和经验积累。我们看好腾讯在 AI 时代下依靠底层大模型提供多元化的基础服务，推动 AI 应用端的发展与互联。

◆ **投资建议：短期情绪受到美国清单影响，但整体业绩稳健，蕴含较大发展潜力**

25 年 1 月 6 日，腾讯被美国列入中国军工企业名单（CMC 清单）。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错误的。列入清单不会影响美国国防部以外的任何业务往来，包括证券交易。1 月 8 日，美国总统办公室下贸易代表办公室（USTR）公布《2024 年假冒和隐私恶名市场名单》，微信此次被移除。美国移除恶名市场名单的是对腾讯在知识产权领域进展和贡献的认可。我们认为，这是一个强烈的信号：移除是由总统办公室做出，表明美国并非系统性针对腾讯。

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 16/14/12x，处于历史低位，继续维持“优于大市”评级。风险提示

◆ **投资风险：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）-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》——2025-01-09
- 《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

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	15.6	13.7	12.3	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±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±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