

公司研究

首次明确 AI 实质性贡献，广告、游戏强劲推动业绩超预期

——腾讯控股（0700.HK）2025 年一季度业绩点评

要点

事件：5 月 14 日腾讯控股公布 1Q25 业绩，营收、经调整净利润超预期。1Q25 公司实现 Non-IFRS 净利润 613 亿元 (yoy+22%, vs 预期+18%)；营收 1,800 亿元 (yoy+13%, vs 预期+10%)，经营利润 576 亿 (yoy+10%, vs 预期+13%)。

点评：25Q1 经营利润低于预期系一次性重组影响，毛利率提升好于预期，分占联营合营公司盈利弱于预期。1) 毛利率 55.8%，vs 预期 53.9%。得益于高毛利率收入来源（包括本土市场游戏、小游戏、视频号及搜一搜等）的增长贡献，支付及云服务成本效益提高。2) 一般及行政费用 337 亿差于预期（费用率 18.7%）vs 预期 284 亿，其中包含 40 亿的对一间海外附属公司现有商业安排重组带来的一次性股份酬金开支，不影响后续季度；同时 Non-IFRS 调整中的股份酬金 108 亿，vs 预期 66 亿，我们认为该重组费用对 Non-IFRS 净利润影响轻微。销售费用 79 亿（费用率 4.4%，vs 预期 89 亿）好于预期，元宝 AI、新游等投入相对可控。3) 分占联营公司及合营企业盈利 46 亿元 vs 预期 59 亿元，或受公司投资的拼多多等公司盈利预期下修的影响。4) capex 275 亿元 (yoy+91%)，vs 预期 215 亿，但 qoq-25%，24Q4 基数高，服务器和硬件采购的交付时间或带来季节性波动，且腾讯在 AI 战略投入阶段仍注重保持财务稳健。capex 占收入比 15.3%，vs 24Q4 指引 25 年占收比 low-teens。

分业务：营销服务收入 319 亿元 (yoy+20%，vs 预期+16.5%)。广告主对视频号、小程序及搜一搜广告库存需求强劲。用户参与度提高、广告平台 AI 升级及微信交易生态系统优化，大多数重点行业营销服务收入均增长。本土市场游戏收入 429 亿元 (yoy+24%，vs 预期+17%)。去年同期低基数影响，旗舰游戏《王者荣耀》、《和平精英》收入增加，《DNF》手游及《三角洲行动》收入增量贡献。《三角洲行动》25M4 DAU 超 1200 万，为近三年新游最高。后续伴随《无畏契约：源能行动》、《王者荣耀世界》等重点产品密集推进，有望部分减少 25H2 的高基数压力。海外市场游戏收入 166 亿元 (yoy+23%，vs 预期+13%)，《荒野乱斗》、《皇室战争》及《PUBG M》表现强劲。流动负债中的递延收入达 1229 亿元 (qoq+23%)，有望支撑后续增长。社交网络收入 326 亿元 (yoy+7%，vs 预期+6%)。手游虚拟道具、音乐付费会员及小游戏服务费增长。金融科技及企业服务营收 549 亿元 (yoy+5%) 符合预期。分别由理财及消费贷、云服务及电商技术服务费增长驱动。微信生态用户参与度健康增长。微信+WeChat 月活跃账户数 14.0 亿 (yoy+3%，vs 预期+2%)。微信小店交易额同比迅速增长；内置 AI 功能后，微信的用户体验更具互动性。

盈利预测、估值与评级：1Q25 公司 Non-IFRS 净利润增长显著，广告超预期验证 AI 的实质性贡献，游戏超预期体现稳定的业绩基本盘，AI 投入坚持控制 ROI 的原则，关注微信、元宝等 AI 应用进展，我们维持公司 25-27 年 Non-IFRS 归母净利润预测分别 2,547.2/2,835.4/3,141.0 亿元。现价对应 25-27 年 Non-IFRS PE 18/16/14 倍，维持“买入”评级，维持目标价 605 港元。

风险提示：监管不确定性风险，宏观经济风险，游戏表现不达预期，竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿人民币元）	6,090.2	6,602.6	7,261.5	7,935.3	8,641.9
营业收入增长率	9.8%	8.4%	10.0%	9.3%	8.9%
Non-IFRS 净利润（亿人民币元）	1,576.9	2,227.0	2,547.2	2,835.4	3,141.0
Non-IFRS 净利润增长率	36.4%	41.2%	14.4%	11.3%	10.8%
Non-IFRS EPS（元）	16.41	23.67	27.25	30.40	33.67
Non-IFRS P/E	29	20	18	16	14

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-5-14，汇率：1 港元=0.9226 人民币

买入（维持）

当前价/目标价：521.0/605.0 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：赵越

执业证书编号：S0930524020001

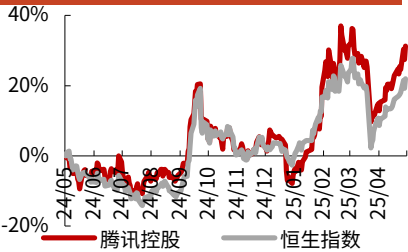
021-52523690

zhaoyue1@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	91.89
总市值(亿港元):	47,874.79
一年最低/最高(港元):	349-547
近 3 月换手率(%):	41.0

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.1	10.9	13.7
绝对	14.3	21.9	37.6

相关研报

梳理 46 款产品进展亮点，投资带来 IP、端游、出海等方面独有能力——腾讯控股（0700.HK）游戏业务更新点评（2025-05-07）

游戏&微信生态驱动营收增速稳健，经营杠杆持续释放——腾讯控股（0700.HK）2024 年四季度业绩前瞻（2025-01-27）

小游戏、视频号变现拓展，微信小店有望成为新一代“原子化”组件——腾讯控股（0700.HK）2025 微信公开课点评（2025-01-13）

产品高峰下游戏超预期，宏观弱恢复广告显韧性——腾讯控股（0700.HK）2024 年三季度业绩点评（2024-11-20）

被低估的版图，多口径量化测算腾讯投资板块价值几何？——腾讯控股（0700.HK）投资版图价值分析及动态跟踪点评（2024-07-31）

表 1：SPARK 2025 腾讯游戏发布会中重点游戏梳理

游戏名称	研发/发行/投资	发布内容	要点介绍	产品进展
王者荣耀世界	研发	发布实机短片展示游戏内场景、角色及战斗中人机交互、操作逻辑、界面设计	1.作为王者荣耀衍生作，玩家可解锁王者荣耀英雄进行战斗，为王者荣耀玩家迁移提供基础；2.支持多人联机，后续可能上线 PVP 模式，加强游戏社交属性；3.移动端优化持续跟进	已开启预约，5 月进行保密测试
逆战：未来	研发	发布新地图、新玩法，深化 IP 世界观	1.自研 FPS 端游《逆战》的情怀续作；2.围绕单局 PVE 玩法机制，在经典体验之上加入 PVP、塔防、机甲战等新内容，协调情怀与创新；3.从线性叙事转向单局体验，保障玩家高光体验	3 月已进行重启测试
暗区突围：无限	研发	发布游戏 PV、玩法设计与直播预告	1.为魔方自研 IP《暗区突围》手游的端游新作；2.预下载有福利，上线当天有重磅活动	4 月 29 日正式上线；4 月 25 日预下载开启
洛克王国：世界	研发	发布 PV 及新精灵预告	1.洛克王国 IP 续作；2.玩法模式调整，扩展原有回合制玩法，加入能量机制与主角参战机制，丰富玩家游戏体验	4 月 24 日开始等等鸭测试
异人之下游戏	研发	发布 PV、UI 战斗效果	1.以《一人之下》为故事背景；2.3D 格斗竞技结合沉浸式剧情与独家故事内容，吸引动漫迷	二测即将开始
荒野起源	研发	发布游戏 PV、设计理念、核心玩法	1.北极光运营的开放世界生存建造网游新作；2.世界观独特，聚焦末日后的 AI 机械兽世界	4 月 22 日中子星测试正式开启，近期开启第二次测试
无畏契约：源能行动	研发	发布布局内对战效果	拳头游戏与光子工作室合作开发，后续将开启测试	4 月 21 日官宣国服预约
流放之路：降临	发行	发布研发中的不同职业以及 Boss 战效果	1.经典暗黑大作《流放之路》的续作；2.年内开启先锋测试；3.前作资产可继承，有助于转接前作玩家，为新游奠定用户基础	4 月 21 日获得版号，今年开启国服版本先锋测试
天堂 2：盟约	发行	发布 UI 战斗效果及主要玩法	1.由 NCsoft 研发，《天堂 2》IP 正统续作；2.双端互通，可离线挂机，提高用户使用时长	6 月开启测试招募
地下城与勇士：卡赞	发行	发布游戏 PV	DNF 首款高品质单机作品，故事背景设定在《地下城与勇士》平行宇宙中，这一设定不仅吸引老玩家们，还让新玩家对这段全新故事充满了期待，并降低其参与门槛。	国服版本开启预约
THE FINALS	发行	发布游戏介绍 PV	由 Embark 开发的策略性的多阵营对抗第一人称射击游戏	下半年开启公测
硅基宇宙	发行	公布全新实机 PV	无边界开放宇宙沙盒冒险游戏	预约已开启
失控进化	发行	发布游戏效果 PV	1. Rust 正版玩法授权的硬核生存对抗游戏；2. 官方承诺不售卖影响游戏平衡的道具以维护游戏公平性	已开启全平台预约
舞力全开：派对	发行	发布 PV，介绍游戏模式与效果	1.《舞力全开》正版 IP 移动端新作；2.通过手机即可体验体感游戏，与同类型游戏相比硬件要求更低，更容易吸引玩家体验	开启抢先测试报名
遮天世界	发行	发布 PV 展示游戏效果与设计理念	1.超人气玄幻 IP《遮天》正版授权，还原原著场景角色，吸引书迷参与体验；2.采用卡牌策略玩法	5 月开启寻仙测试
龙石战争	发行	发布 PV 介绍游戏玩法与游戏效果	养“城”系塔防 SLG，塔防战斗相结合，丰富玩家体验	首次测试将近结束，预计 6 月上线
矩阵：零日危机	发行	发布 PV 介绍游戏玩法与游戏效果	1.融合虚拟多元世界题材的肉鸽射击 PVE 端游；2.评审会中积极回应玩家需要，通过积极交流改善游戏问题，并拉近玩家与开发者关系，间接实现游戏营销	全球预约已开启
修仙时代	发行	发布 PV 介绍游戏概念和游戏效果	1.杭州电魂网络科技股份有限公司研发；2.高自由度的探索玩法和细腻的世界交互；3.关注凡人及修仙小说还原，更容易激发玩家共鸣	4 月 22 日全平台预约开启
星痕共鸣	发行	发布 PV 介绍游戏概念和游戏效果	1.异世界题材 MMO 多人角色扮演游戏；2.强调与玩家共建；3.鼓励玩家自行探索，不设置固定路线，提升游戏自由度	4 月 24 日开启“共鸣测试”
胜利女神：新的希望	发行	发布 PV 介绍游戏概念	1.由韩国 Shift Up 工作室研发、腾讯游戏与咪咕联合发行的超动态美少女背身射击 RPG；2.末世对抗入侵的游戏背景；3.支持双端互通	目前全平台预约开始，5 月上线
影之刃零	投资	发布 PV 介绍游戏概念、游戏效果与设计理念	1.灵游坊自主研发及发行的动作角色扮演单机游戏，玩家扮演侠客通过对战探索真相；2.采用虚幻引擎 5 (UE5)；3.腾讯持股占比 26.34%，为第三大股东，首次持股日期为 2021 年 9 月 28 日，认缴出资日期为 2025 年 9 月 30 日	今年发布发售日期
Cronos: The New Dawn	投资	发布 PV 介绍游戏概念和游戏效果	1.波兰的开发商 Bloober Team 新作，为第三人称生存恐怖游戏；2.Serene Century Limited 直接持有、腾讯间接持有 20.10%的股份，为最大控股股东	今年全球上线，目前可在 Steam 上添加心愿清单
狂野星球复仇记	投资	发布全中文配音预告片	1.由加拿大开发商 Raccoon Logic Studios 开发的欢乐恶搞的科幻动作冒险游戏，支持全程中文；2.该公司由谷歌 Typhoon Studios 重组成立，曾获得腾讯初始投资并重新拿回《狂野星球之旅》的 IP 所有权	5 月 8 日发售
沙丘：觉醒	投资	发布 PV 介绍游戏概念和游戏效果	1.一款科幻风格的开放世界多人在线游戏，由挪威开发商 Funcom 研发；2.联动大热 IP《沙丘》；3.2019 年 10 月：腾讯首次收购 Funcom 29%股权，成为第一大股东，交易金额约 3.5187 亿挪威克朗（约合 2.75 亿元人民币），2020 年 1 月：腾讯进一步提出全资收购要约，以每股 17 挪威克朗（溢价 27%）收购剩余股份，总估值约 1.48 亿美元，在腾讯收购前，KGJ Capital 持有 Funcom 28.91%股份，但通过 2019 年 10 月的交易将其全部股权出售给腾讯，退出股东行列	6 月 10 日全球发布，6 月 5 日开启全球抢先体验
王者荣耀	研发	发布动画剧集、新英雄、新活动、新玩法、赛事及新联动预告	1.英雄铠剧集将于 5 月 31 日播出；2.KPL 总决赛登录鸟巢，为首个鸟巢举办的电竞赛事；3.与三丽鸥、《哪吒》联动即将上线，预计将带来较大收入增长	
使命召唤手游	研发	发布玩法更新及下半年联动活动	1. 作为产品的二次元年，下半年将有多 IP 合作；2.使命召唤手游赠送额外 100 个开箱机会，吸引玩家参与活动	
三角洲行动	研发	发布电竞计划与活动安排	1. 开启全球电竞计划，开设“烽火地带”与“全面战场”两种模式；2.9 月全球总决赛落地中国；3.五一黄金周推出猛攻节活动，吸引玩家参与体验	手游已全球上线
和平精英	研发	公布更新计划	1.接入 deep seek，推出可指挥的 AI 队友，增强游戏体验感与科技属性；2. PC 模拟器更新，优化表现；3. 推出新神装、与保时捷的跨界联动，预计将带来较大收入增长	
暗区突围	研发	发布小队最新 PV，以及更新计划	1.借鉴端游玩法与优势；2.更新优化枪械、角色、地图	
光与夜之恋	研发	发布新联动企划	公布奥林匹克文明长卷企划，游戏内外形成联动，吸引玩家体验参与	
龙息：神寂	研发	发布新赛季预告	1.公布新英雄及新玩法，扩展沙盘世界；2. 龙与地下城联动开启，吸引玩家体验参与	
英雄联盟	研发	发布新活动	腾讯长青游戏；发布新赛季内容	
英雄联盟手游	研发	发布新活动	腾讯长青游戏；发布新赛季内容	
金铲铲之战	研发	发布赛事预告及新活动	腾讯长青游戏；发布赛事内容及新赛季活动	
无畏契约	研发	发布数据回顾	腾讯长青游戏	
穿越火线	发行	发布新模式及赛季预告	发布怀旧模式，吸引老玩家参与体验	
穿越火线：枪战王者	发行	发布新联动	与吞噬星空、铠甲勇士等联动，预计带来收入增长	
穿越火线高清大区	发行	发布新地图、新角色与新套	发布全新版本	

		装		
命运方舟	发行	发布全新版本预告	发布新职业幻兽师	
新剑侠情缘	发行	发布 PV, 展示新服游戏效果	1. 西山居研发、腾讯游戏独家代理发行的武侠旗舰 MMO; 2. 《桃缘烽火》资料片将于 4 月 24 日上线, 有望吸引玩家参与体验	
冒险岛: 枫之传说	发行	发布 PV 介绍新职业战斗效果与其他更新内容设计	1. 五转 V2 预计在 25 年夏日上线; 2. 新职业上线; 3. 赛季更新	
石器时代: 觉醒	发行	发布 PV 介绍游戏效果	1. 发布海贼王遗址新版本; 2. 全国大赛 S3 开打	
Warframe	投资	发布《科腐者安可(Techrot Encore)》预告片	加拿大 Digital Extremes 研发, 乐游科技 2015 年 7 月成为其 97% 控股股东, 腾讯雨于 2020 年 9 月 3 日收购乐游科技从而间接控股 Digital Extremes	
雾锁王国	投资	发布 PV 回顾以往几次更新以及最新更新效果	1. 德国 Keen Games 开发, 宣布 5 月 14 日将会上线第 6 次大更新; 2. 21 年 7 月 Hiro Captain 和腾讯向 Keen Games 投资 1,000 万美元	仍处于抢鲜体验阶段
夜族崛起	投资	发布 PV 介绍新版本游戏概念	1. 瑞典 Stunlock Studios 开发, 游戏迄今全球销量已超过 500 万套; 2. 2019 年腾讯投资 400 万美金获得 Stunlock Studios 的 31% 股份, 成为最大控股方, 2021 年 7 月 20 日收购其多数股份, 成为主要股东, 但 Stunlock Studios 仍保持其独立身份和公司结构	
Lost Records: Bloom & Rage	投资	发布 PV 介绍游戏概念和游戏效果	1. DON'T NOD 叙事冒险新作, 玩家选择将决定游戏解决走向; 2. 腾讯曾以 3000 万欧元购入 DON'T NOD 的 22.63% 股份, 因此在董事会享有 16.61% 的投票权, 2023 年 2 月追加投资 3500 万美元	已在全球上线

资料来源: 腾讯游戏公众号、腾讯游戏发布会视频、腾讯网、搜狐网、新浪科技等, 光大证券研究所整理

财务报表与盈利预测

利润表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,090	6,603	7,261	7,935	8,642
营业成本	3,159	3,110	3,258	3,533	3,834
其他收益净额	47	80	80	90	100
销售及市场推广开支	-342	-364	-385	-413	-449
一般及行政开支	-1035	-1128	-1285	-1397	-1521
经营利润	1,601	2,081	2,414	2,683	2,938
利息收入	138	160	142	185	276
财务成本净额	-123	-120	-124	-132	-140
分占联营公司及合营公司盈利	58	252	242	247	252
投资收益净额	-61	42	50	55	55
除税前盈利	1,613	2,415	2,723	3,037	3,380
所得税开支	-433	-450	-508	-566	-630
期内盈利	1,180	1,965	2,215	2,471	2,750
归母净利润(IFRS)	1,152	1,941	2,188	2,439	2,713
归母净利润(Non-IFRS)	1,577	2,227	2,547	2,835	3,141

现金流量表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,220	2,585	2,938	3,229	3,550
投资活动产生现金流	-1,252	-1,222	-1,524	-1,159	-1,210
融资活动现金流	-826	-1,765	-1,360	-1,311	-1,366
净现金流	142	-402	53	759	974

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

资产负债表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	15,772	17,810	19,853	22,370	25,141
现金类项目	3,621	3,288	3,742	4,900	5,874
应收账款	466	482	521	570	620
存货	5	4	5	5	6
其他短期资产	1,093	1,187	1,199	1,313	1,404
总计流动资产	5,184	4,962	5,467	6,788	7,905
固定资产	532	802	551	582	619
长期投资	2,537	2,903	3,403	3,903	4,403
其他长期资产	7,519	9,143	10,432	11,097	12,213
总负债	7,036	7,271	7,453	7,940	8,457
应付账款及票据	1,775	2,027	1,992	2,160	2,344
短期债务	415	529	609	689	769
其他短期负债	1,331	1,413	1,481	1,649	1,832
总计流动负债	3,522	3,969	4,081	4,498	4,945
长期债务	1,558	1,465	1,515	1,565	1,615
其他长期负债	1,956	1,837	1,857	1,877	1,897
总股东权益	8,737	10,539	12,400	14,430	16,684
股本与资本公积	380	431	481	531	581
留存收益	8,139	8,920	10,697	12,679	14,885
其他股东权益	-433	384	418	416	414
少数/非控制性权益	651	803	803	803	803

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP