

腾讯控股 (00700.HK)

主营业务增速超预期，战略性 AI 投入加速

公司发布 2025 年一季度业绩，Q1 实现营业收入 1800.22 亿元，同比+13%，环比+4%，高于一致预期（1756 亿元）；毛利 1004.93 亿元，同比+20%，环比+11%；Non-IFRS 归母净利润 613.29 亿元，同比+22%，环比+11%，高于一致预期（596.8 亿元）。

□**网络游戏业务**：25Q1 实现收入 595 亿元，高于一致预期（553 亿元），同比+24%，本土游戏收入进一步加速，增长 24%至 429 亿元，高于一致预期（403 亿元），主要来自 24 年 Q1 低基数，《王者荣耀》与《和平精英》的收入增长，以及近期发布的《地下城与勇士：起源》与《三角洲行动》的收入贡献，其中《王者荣耀》和《穿越火线手游》流水均创历史新高，《三角洲行动》本土用户数自上线以来达到新高，日活账户数峰值于 4 月突破 1,200 万。国际市场游戏收入增长 23%至 166 亿元，高于一致预期（154 亿元），主要来自《荒野乱斗》《部落冲突：皇室战争》及《PUBGMOBILE》的收入增长。进入 Q2，长青游戏表现依旧亮眼，根据 SensorTower，《王者荣耀》4 月全球收入增长 71%，重回全球手游收入榜首，主要来自 S39 新赛季的开启及三丽鸥等多款 IP 联动和多款新皮肤上线。

□**社交网络业务**：25 年 Q1 实现收入 326 亿元，同比+7%，高出一致预期（322 亿元），增长主要来自手游虚拟道具销售、音乐付费会员及小游戏平台服务费增长，Q1 腾讯音乐在线音乐订阅业务表现优秀，付费用户数 1.23 亿，同比增长 8.3%，腾讯视频付费会员达 1.17 亿。

□**营销服务业务**：25Q1 实现收入 319 亿元，高于一致预期（309 亿元），同比+20%，增长主要来自广告主对视频号、小程序及微信搜一搜广告库存的强劲需求，以及用户参与度提高、广告平台持续的 AI 升级以及微信交易生态系统的优化。公司持续通过提升生成式 AI 能力升级广告技术平台，本季来自大多数重点行业的广告收入均有所增长。

□**金融科技及企业服务业务**：25Q1 实现收入 549 亿元，略低于一致预期（551 亿元），同比+5%，其中金融科技收入在消费贷款及理财服务收入增长的推动下实现增长，企业服务表现亮眼，收入增长来自云服务及商家技术服务费增长驱动，腾讯云专注“AI+云”，产品落地加速有望迈入新一轮提效增质周期。

□**经营情况及盈利能力**：25Q1 公司实现毛利润 1005 亿元，同比+20%，环比+11%，主要来自高毛利率收入来源（包括本土市场游戏、小游戏、视频号及微信搜一搜等）的增长贡献，以及支付服务及云服务成本效益提高。毛利率达 55.8%，同比+3pct，环比+3pct。Q1 实现 Non-IFRS 归母净利润 613.29 亿元，同比+22%，环比+11%。费用方面，行政费用同比增加 36%至 336 亿元，部分来自支持 AI 相关业务而增加的研发开支。AI 方面，目前公司 AI 能力已经对效果广告及长青游戏等业务产生了实质性的贡献，一季度资本开支达 275 亿元，同比增长 91%，公司进一步加大了对元宝应用与微信内 AI 等新 AI 机遇的投入，如将 AI 元宝助手添加为微信联系人，以大语言模型赋能微信搜一搜，并在公众号提供文生图工具等。短期内对 AI 相关投入加大可能带来额外成本，但我们认为公司现有高质量收入带来的经营杠杆将有助于消化相关影响，保持财务稳健，且相关应用场景的落地有望加速，带来业绩增长增

强烈推荐（维持）

TMT 及中小盘/传媒

目标估值：NA

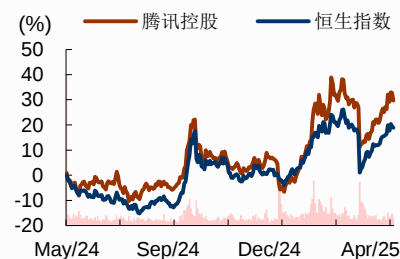
当前股价：508.0 港元

基础数据

总股本（百万股）	9189
香港股（百万股）	9189
总市值（十亿港元）	4668.0
香港股市值（十亿港元）	4668.0
每股净资产（港元）	113.2
ROE（TTM）	18.7
资产负债率	41.5%
主要股东	MIH Internet Holdings B.V.
主要股东持股比例	24.0096%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	7	15
相对表现	2	1.88	37.25



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《腾讯控股（00700）—微信小店开启社交裂变新模式，游戏广告等主业基本盘稳健》2025-01-09
- 2、《腾讯控股（00700）—国内游戏业务表现亮眼，AI 持续赋能广告等业务提效》2024-11-15
- 3、《腾讯控股（00700）—复盘腾讯二十年，每一次科技浪潮的坚定拥抱者》2024-10-21

顾佳 S1090513030002

gujia@cmschina.com.cn

刘晓珊 研究助理

liuxiaoshan@cmschina.com.cn

量空间。

□维持“强烈推荐”投资评级。公司主营业务稳健，核心游戏业务表现亮眼，AI赋能下广告等各业务条线效益显著提升，微信小店升级下电商生态也逐步完善，云业务有望逐步起量，同时高毛利业务占比上升有望持续支撑公司利润率改善。我们持续看好公司社交流量优势下各项AI相关业务推进，叠加股份回购下股东回报可期。我们预期2025-2027年公司营收有望达到7305、7848、8347亿元，经调整净利润2544、2818、3107亿元，对应PE分别为17.2、15.5、14.1x，维持“强烈推荐”评级。

□风险提示：互联网行业监管风险、游戏行业市场竞争加剧的风险、云计算行业竞争激烈等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	609357	660257	730527	784833	834726
同比增长	10%	8%	11%	7%	6%
营业利润(百万元)	153126	200097	259337	286464	317196
同比增长	53%	31%	30%	10%	11%
经调整归母净利润(百万元)	157688	222703	254354	281827	310655
同比增长	36%	41%	14%	11%	10%
每股收益(元)	16.63	24.14	27.66	30.64	33.78
PE	28.6	19.7	17.2	15.5	14.1
PB	5.6	4.5	3.7	3.2	2.7

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 分业务表现	4
1、 网络游戏业务：本土市场游戏收入加速，旗舰游戏表现亮眼	4
2、 社交网络业务：内容优势稳固，音乐付费会员稳步增长	6
3、 网络广告业务：视频号等社交生态优化持续，AIGC 赋能效率提升	7
4、 金融科技及企业服务：专注“AI+云”，产品落地加速有望迈入新一轮提效增质周期	8
5、 利润端增速表现优秀，战略性 AI 生态布局全面加速	10
二、 投资建议	12
三、 风险提示	12

图表目录

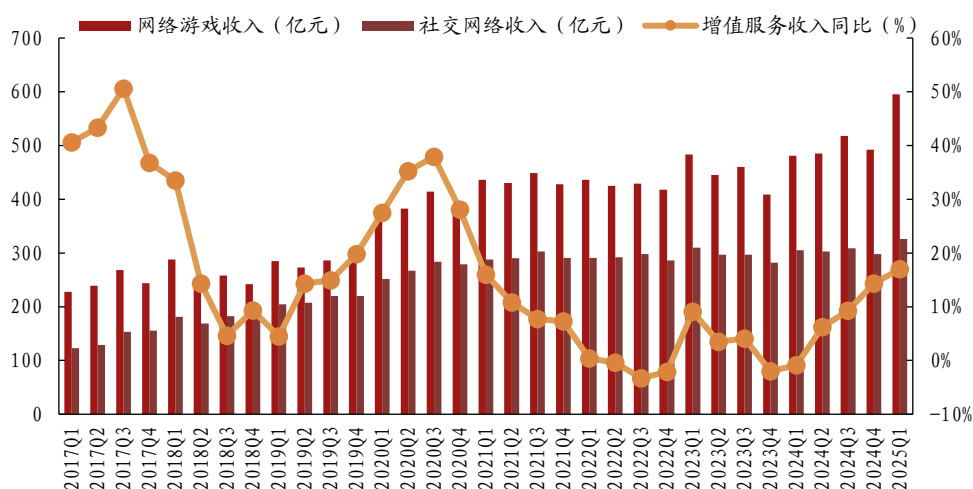
图 1：腾讯分季度网络游戏收入及社交网络收入（亿元）	4
图 2：腾讯分季递延收入（亿元）	4
图 3：2025 年 4 月中国手游收入排行榜	5
图 4：“SPARK2025”腾讯游戏发布会	5
图 5：《王者荣耀世界》宣传图	5
图 6：腾讯音乐 2025Q1 财报	6
图 7：腾讯分季度微信（含 WeChat）及 QQ 活跃用户数变化（百万人）	7
图 8：公司营销服务业务收入情况（亿元）	8
图 9：公司营销服务业务毛利润及毛利率（百万元）	8
图 10：腾讯广告妙思网站页面	8
图 11：公司主营业务结构（单位：百万元）	9
图 12：金融科技及企业服务业务收入情况（百万元）	9
图 13：金融科技及企业服务业务毛利及毛利率（百万元）	9
图 14：腾讯云 AI 代码助手“Craft”	10
图 15：微信“元宝”升级历程	11
图 16：公司费用率情况	11
图 17：公司经营利润率及净利率情况	11
附：财务预测表	13

一、分业务表现

1、网络游戏业务：本土市场游戏收入加速，旗舰游戏表现亮眼

2025 年 Q1 公司本土游戏收入 429 亿元，同比增长 24%，海外游戏收入达 166 亿元，同比增长 23%

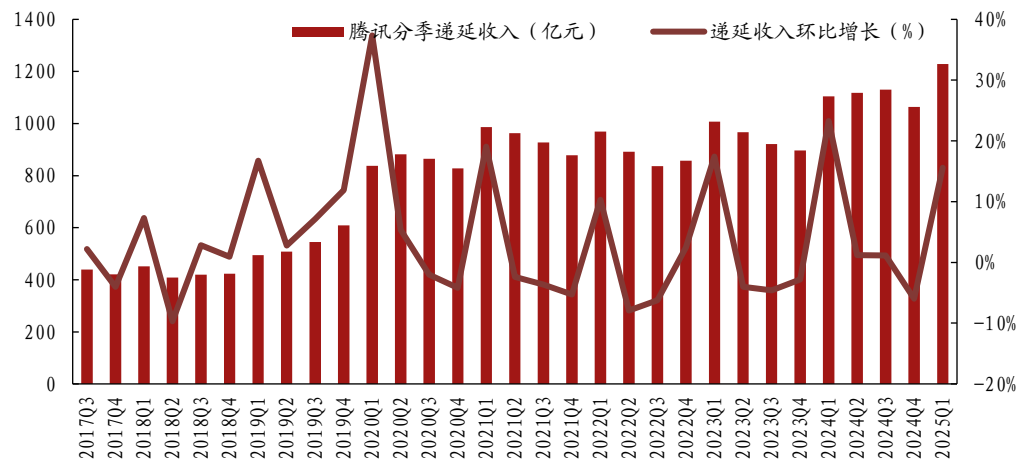
图 1：腾讯分季度网络游戏收入及社交网络收入（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

2025Q1 公司递延收入 1228.82 亿元，环比上升 15.6%。

图 2：腾讯分季递延收入（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

25Q1 增值服务收入同比增长 17%至 921.33 亿元人民币，占总营收的 51%。游戏业务收入 595 亿元，高于一致预期（553 亿元），同比+24%，本土游戏收入进一步加速，增长 24%至 429 亿元，高于一致预期（403 亿元），主要来自 24 年 Q1 低基数，《王者荣耀》与《和平精英》的收入增长，以及近期发布的《地下城与勇士：起源》与《三角洲行动》的收入贡献，其中《王者荣耀》和《穿越

火线手游》流水均创历史新高,《三角洲行动》本土用户数自上线以来达到新高,日活账户数峰值于4月突破1,200万。国际市场游戏收入增长23%至166亿元,高于一致预期(154亿元),主要来自《荒野乱斗》《部落冲突:皇室战争》及《PUBG MOBILE》的收入增长。

进入Q2,长青游戏表现依旧亮眼,根据SensorTower,《王者荣耀》4月全球收入增长71%,重回全球手游收入榜首,主要来自S39新赛季的开启及三丽鸥等多款IP联动和多款新皮肤上线。

图3: 2025年4月中国手游收入排行榜



资料来源: SensorTower 官网、招商证券

4月22日,腾讯举办Spark2025游戏发布会,发布46款海内外游戏新动态,其中新游24款。《王者荣耀世界》实机演示惊艳且已开启预约,《地下城与勇士:卡赞》在多平台开启预约且Steam好评率超90%。多款长青游戏迭代计划也备受关注,如《三角洲行动》启动全球电竞计划。未来腾讯游戏将聚焦三大方向:一是深化AI融合,将大语言模型、AIGC用于开发、运营及服务,降本提效;二是储备新游,覆盖MMORPG、二次元等细分品类,巩固产品矩阵;三是探索元宇宙与跨平台,推动“全真互联网”,加强PC、主机、云游戏布局。

图4: “SPARK2025”腾讯游戏发布会



资料来源:公司公告、招商证券

图5: 《王者荣耀世界》宣传图



资料来源:公司公告、招商证券

2、社交网络业务：内容优势稳固，音乐付费会员稳步增长

25 年 Q1 实现收入 326 亿元，同比+7%，高出一致预期（322 亿元），增长主要来自手游虚拟道具销售、音乐付费会员及小游戏平台服务费增长。在社交平台方面，微信及 WeChat 合并月活跃账户数达到了 14.02 亿，同比增长 3%，环比增长 1%。QQ 移动终端月活跃账户数同比下降 3%，环比实现 2% 的增长，达到 5.34 亿。

在数字内容领域，腾讯视频付费会员数量达 1.17 亿，巩固了其视频流媒体市场领先地位。腾讯音乐在线音乐订阅业务表现突出，本季度末总收入同比增长 8.7% 至 73.6 亿元，其中在线音乐服务收入同比增长 15.9% 至 58.0 亿元。增长源于月度 ARPPU 从 2024 年同期的 10.6 元升至 11.4 元，得益于 SVIP 会员计划扩大和促销活动规范。付费用户数达 1.23 亿，同比增长 8.3%，彰显用户对高品质音乐及付费模式的高度认可。

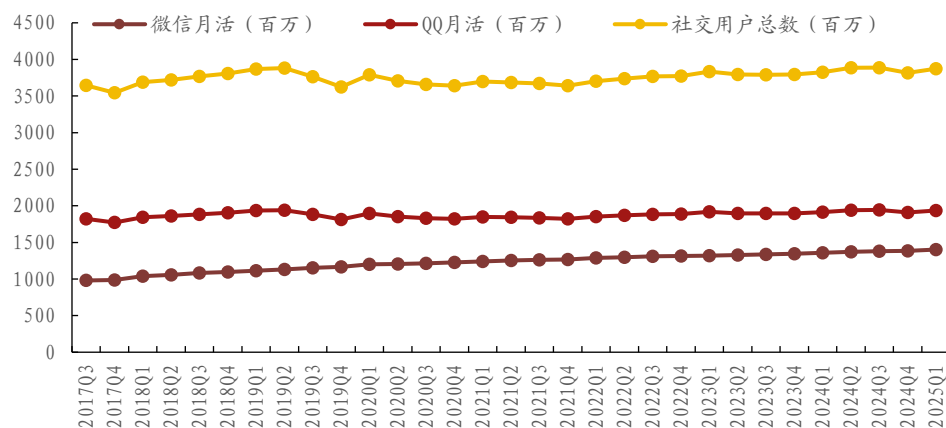
内容方面，腾讯音乐与索尼音乐娱乐、英皇娱乐集团等深化合作，丰富音乐库，引入 360 RealityAudio 声音特权、杜比全景声等音效，拓展国际合作，加强国际音乐产品布局。同时，原创内容投资成效显著，合作歌曲登上音乐排行榜，进一步提升了腾讯音乐在内容生态上的竞争力。

图 6：腾讯音乐 2025Q1 财报



资料来源：腾讯音乐娱乐集团、招商证券

图 7：腾讯分季度微信（含 WeChat）及 QQ 活跃用户数变化（百万人）



资料来源：公司公告、招商证券

3、网络广告业务：视频号等社交生态优化持续，AIGC 赋能效率提升

25Q1 实现收入 319 亿元，高于一致预期（309 亿元），同比+20%，增长主要来自广告主对视频号、小程序及微信搜一搜广告库存的强劲需求，以及用户参与度提高、广告平台持续的 AI 升级以及微信交易生态系统的优化。公司持续通过提升生成式 AI 能力升级广告技术平台，本季来自大多数重点行业的广告收入均有所增长。

面对字节跳动等平台的竞争，腾讯进一步强化了微信生态内的“社交+内容+消费”闭环优势。通过公众号和社群运营，腾讯有效地增强了用户留存，延长了广告触达周期。作为短视频和直播核心场景，视频号广告加载率提升，信息流广告、直播广告等形式吸引品牌客户加大投放，成为收入增长主力。微信搜一搜与小程序的联动进一步强化了“搜索+转化”的链路，提升电商、本地生活等行业广告效果。微信小店通过与小程序、服务号等的联动，形成了私域流量池的用户获取与留存的三角结构，不仅为商家提供了入驻支持，扩大了品牌商品库，也进一步提升了商家的营销效率。

AIGC 方面公司通过生成式 AI 优化广告制作流程，例如自动生成图像和视频素材，缩短广告主内容生产周期；引入大语言模型分析用户兴趣标签，提升推荐精准度，优化广告投放效果；推出数字人直播等创新形式，增强广告互动性，尤其在电商直播场景中提升用户参与度。

图 8：公司营销服务业务收入情况（亿元）

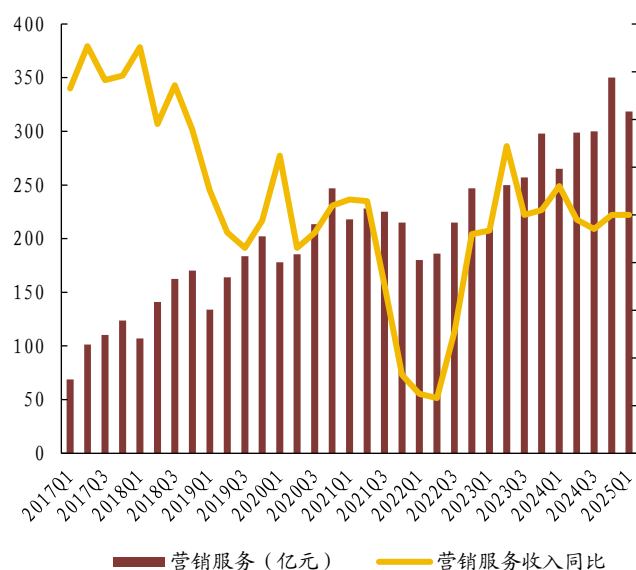


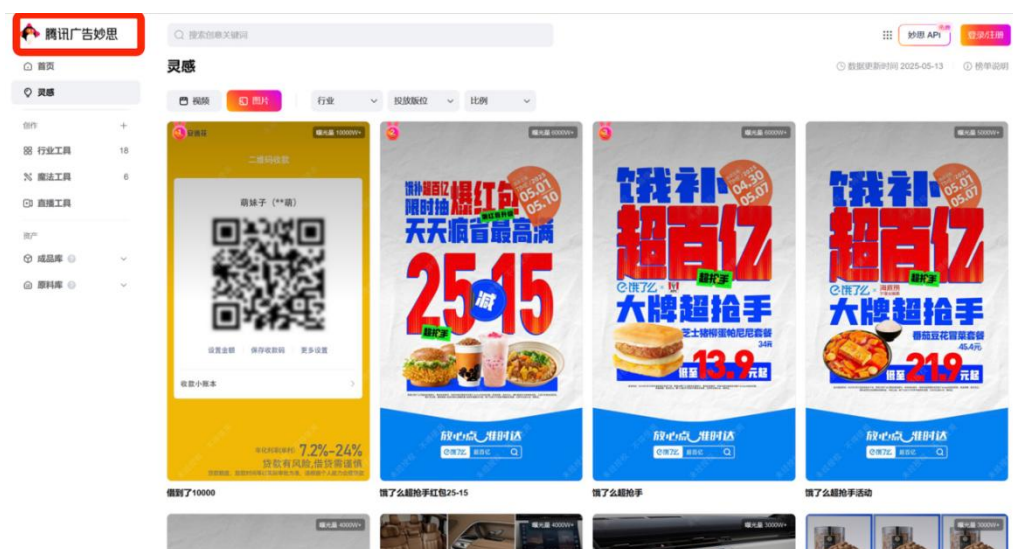
图 9：公司营销服务业务毛利润及毛利率（百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

图 10：腾讯广告妙思网站页面

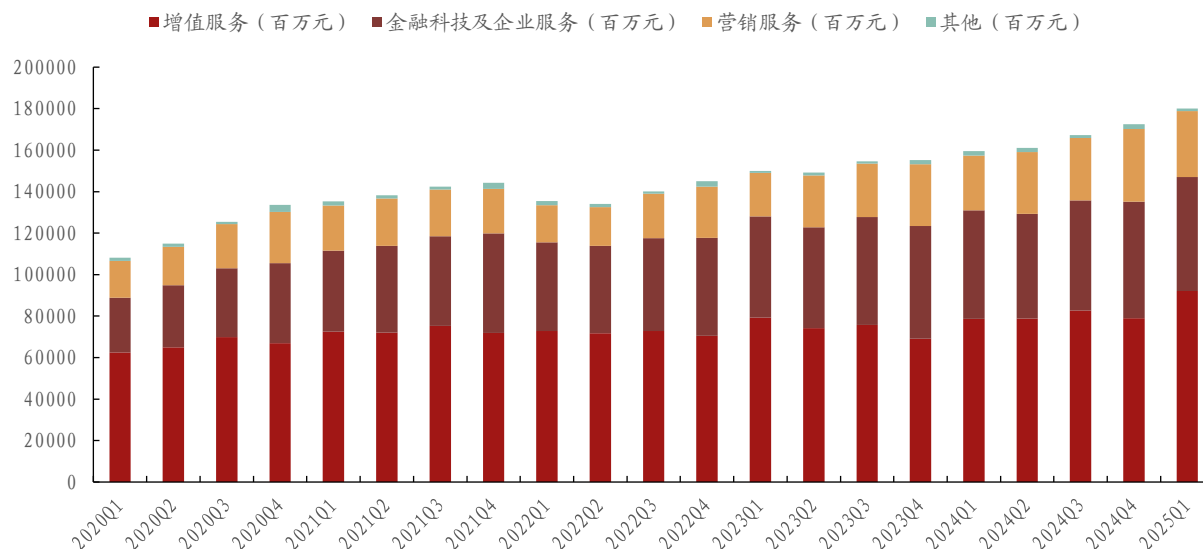


资料来源：腾讯广告妙思官网、招商证券

4、金融科技及企业服务：专注“AI+云”，产品落地加速有望迈入新一轮提效增质周期

25Q1 实现收入 549 亿元，略低于一致预期（551 亿元），同比+5%，其中金融科技收入在消费贷款及理财服务收入增长的推动下实现增长。微信支付持续扩大线下商户覆盖，推动交易手续费收入增长；消费贷款服务随市场复苏稳步提升；用户理财需求增加，带动金融产品销售规模扩大，收入贡献显著。

图 11: 公司主营业务结构 (单位: 百万元)

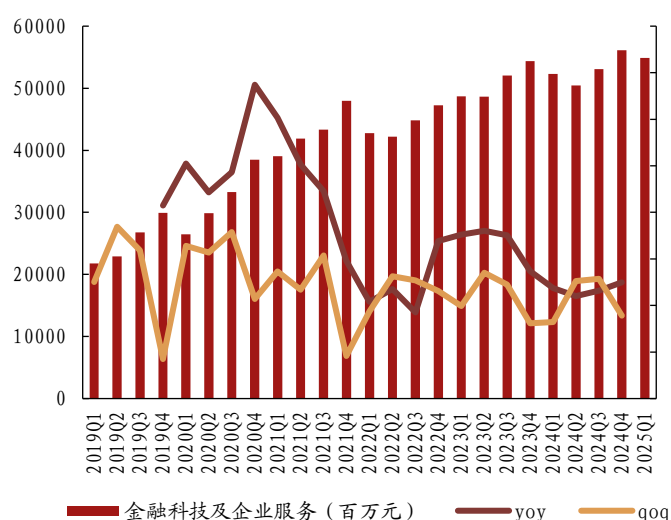


资料来源: 公司公告、招商证券

企业服务表现亮眼，收入增长来自云服务及商家技术服务费增长驱动，腾讯云专注“AI+云”，产品落地加速有望迈入新一轮提效增质周期。

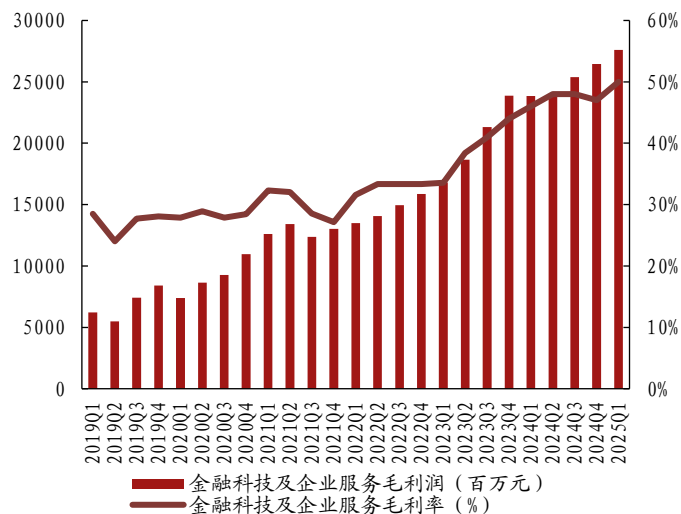
2025 年第一季度，腾讯云加速 AI 化进程，助力企业高效应用 AI 技术。腾讯云大模型知识引擎利用 RAG 技术将企业知识融入大模型，应用于智能客服、企业协同等场景，并支持 MCP 插件生态，三步搭建 Agent 应用，降低多模态 AI 应用门槛。腾讯云代码助手推出 Craft 软件开发智能体，实现 0 代码生成应用，已服务超百万开发者及数千家企业，显著提升开发效率。腾讯云数据库以 AlforDB 和 DBforAI 为方向，集成多项 AI 能力，为 3000 余家企业构建数据枢纽。腾讯云音视频解决方案连续 7 年国内市场份额第一，入选 IDC “AI 实时互动” “智能媒体生产” 两大细分项类。

图 12: 金融科技及企业服务业务收入情况 (百万元)



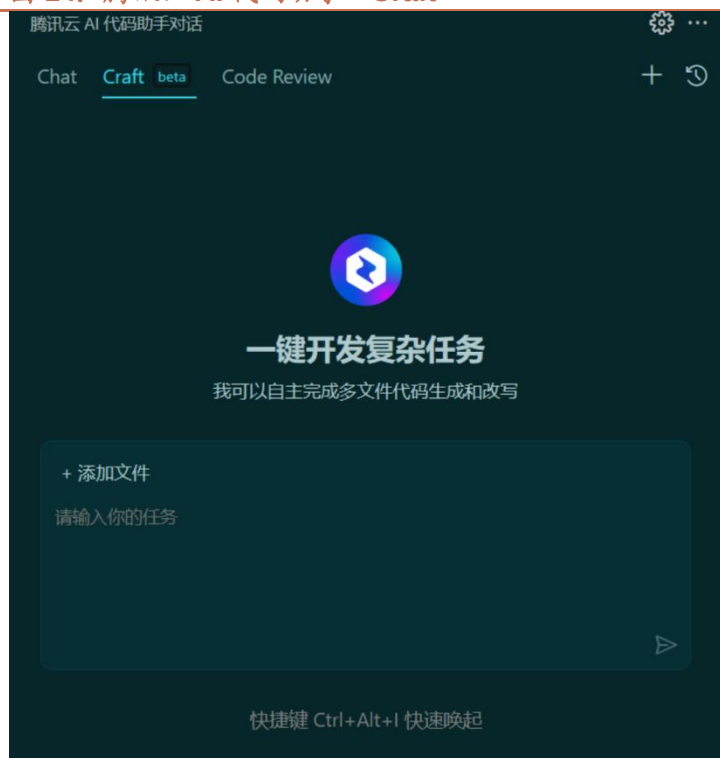
资料来源: 公司公告、招商证券

图 13: 金融科技及企业服务业务毛利及毛利率 (百万元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 14: 腾讯云 AI 代码助手 “Craft”



资料来源：腾讯云计算、招商证券

5、利润端增速表现优秀，战略性 AI 生态布局全面加速

25Q1 公司实现毛利润 1005 亿元，同比+20%，环比+11%，主要来自高毛利率收入来源（包括本土市场游戏、小游戏、视频号及微信搜一搜等）的增长贡献，以及支付服务及云服务成本效益提高。毛利率达 55.8%，同比+3pct，环比+3pct。分业务来看，增值服务、金融科技与企业服务毛利率分别为 60%、50%，同比上升 4pct、3pct，营销服务毛利率同比下降 2pct 至 56%。

Q1 实现 Non-IFRS 归母净利润 613.29 亿元，同比+22%，环比+11%。费用方面，行政费用同比增加 36%至 336 亿元，部分来自支持 AI 相关业务而增加的研发开支。

目前公司 AI 能力已经对效果广告及长青游戏等业务产生了实质性的贡献，一季度资本开支达 275 亿元，同比增长 91%，其中研发开支达 189 亿元，同比增长 21%。基于此，腾讯加速推动底座大模型与系列应用的迭代升级，提升 ToB 产品竞争力。腾讯混元 3D 生成模型 2.5 版本发布，建模精度提升 10 倍，体验从标清升级到高清画质。3 月发布的 SuperCLUE 报告显示，腾讯混元位列基础模型国内第二，综合实力稳居国内大模型第一梯队。4 月报告指出，腾讯混元深度思考模型 T1 在数学、代码能力方面位列国内前三名。目前，腾讯混元大模型已全面融入腾讯各业务线，并通过腾讯云向外输出模型能力，助力企业和开发者创新提效。

在 AI 原生应用方面，公司进一步加大了对元宝应用与微信内 AI 等新 AI 机遇的投入，如将 AI 元宝助手添加为微信联系人，以大语言模型赋能微信搜一搜，并在公众号提供文生图工具等。短期内对 AI 相关投入加大可能带来额外成本，但

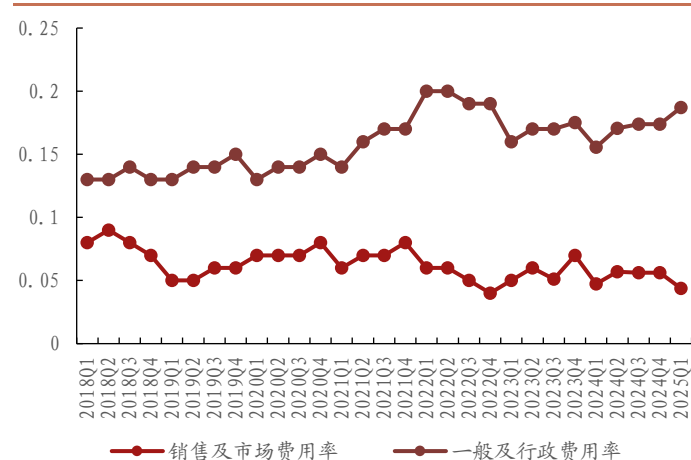
我们认为公司现有高质量收入带来的经营杠杆将有助于消化相关影响，保持财务稳健，且相关应用场景的落地有望加速，带来业绩增长增量空间。

图 15: 微信“元宝”升级历程



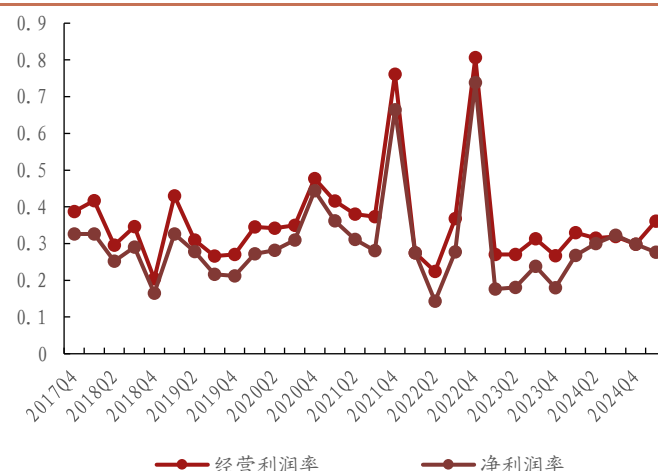
资料来源：微信、招商证券

图 16: 公司费用率情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 17: 公司经营利润率及净利率情况



资料来源：公司公告、招商证券

二、投资建议

公司主营业务稳健，核心游戏业务表现亮眼，AI 赋能下广告等各业务条线效益显著提升，微信小店升级下电商生态也逐步完善，云业务有望逐步起量，同时高毛利业务占比上升有望持续支撑公司利润率改善。我们持续看好公司社交流量优势下各项 AI 相关业务推进，叠加股份回购下股东回报可期。我们预期 2025-2027 年公司营收有望达到 7305、7848、8347 亿元，经调整净利润 2544、2818、3107 亿元，对应 PE 分别为 17.2、15.5、14.1x，维持 “强烈推荐” 评级。

三、风险提示

- 1、互联网行业监管风险。**互联网面临较为严格的监管，存在政策变动的风险。
- 2、游戏行业市场竞争加剧的风险。**存在游戏上线时间以及表现不及预期，并且游戏行业内厂商众多，存在行业竞争加剧风险。
- 3、宏观经济不振对于广告业务潜在风险。**如果宏观经济形势持续下滑，广告主投放意愿和能力会有所减弱，会影响广告业务增长。
- 4、云计算行业竞争激烈、拖累盈利能力的风险。**目前云计算业务投入仍然较大，而且行业参与者较多，竞争激烈，研发人力和资金投入可能会影响整体盈利水平。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	518446	496180	583997	746361	929233
现金及现金等价物	172320	132519	204098	353885	525210
交易性金融资产	20852	12913	12913	12913	12913
其他短期投资	189096	197727	197727	197727	197727
应收账款及票据	46606	48203	53333	57298	60940
其它应收款	85298	101044	111798	120109	127744
存货	456	440	439	466	484
其他流动资产	3818	3334	3689	3963	4215
非流动资产	1058800	1284815	1383024	1449276	1515989
长期投资	722826	884252	942936	1007488	1078495
固定资产	66815	92487	132012	133713	129418
无形资产	215370	236923	236923	236923	236923
其他	53789	71153	71153	71153	71153
资产总计	1577246	1780995	1967021	2195637	2445223
流动负债	352157	396909	386577	408032	432574
应付账款	115109	127335	127115	134958	140120
应交税金	22036	20624	20624	20624	20624
短期借款	41537	52885	43112	44647	56080
其他	173475	196065	195726	207803	215751
长期负债	351408	330190	330190	330190	330190
长期借款	292920	277107	277107	277107	277107
其他	58488	53083	53083	53083	53083
负债合计	703565	727099	716767	738222	762764
股本	0	0	0	0	0
储备	818071	980742	1177100	1384261	1609304
少数股东权益	65090	80348	80348	80348	80348
归属于母公司所有者权益	808591	973548	1169906	1377067	1602110
负债及权益合计	1577246	1780995	1967021	2195637	2445223

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	221962	258521	265699	339414	359387
净利润	115216	194073	234641	252945	275772
折旧与摊销	59008	56213	65272	93166	94367
营运资本变动	19233	21881	(16797)	7342	1562
其他非现金调整	28505	(13646)	(17417)	(14040)	(12314)
投资活动现金流	(125161)	(122187)	(131177)	(130254)	(133350)
资本性支出	(47407)	(96048)	(105000)	(95070)	(90275)
出售资产及处置现金	257	203	203	203	203
投资增减	313825	734684	58684	64552	71007
其它	(125161)	10588	32304	29165	27729
筹资活动现金流	(82573)	(176494)	(62943)	(59373)	(54712)
债务增减	2652	(20689)	(12679)	(1608)	7998
股本增减	(42697)	(100399)	0	0	0
股利支付	20983	28859	38284	45784	50729
其它筹资	(21545)	(26547)	(11981)	(11981)	(11981)
其它调整	(41966)	(57718)	(76568)	(91568)	(101458)
现金净增加额	15581	(39801)	71579	149786	171325

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	609357	660257	730527	784833	834726
主营收入	609015	660257	730527	784833	834726
营业成本	315906	311011	310474	329630	342238
毛利	293109	349246	420053	455203	492489
营业支出	140325	149149	160716	168739	175293
营业利润	153126	200097	259337	286464	317196
利息支出	12268	11981	11981	11981	11981
利息收入	13808	16004	16004	16004	16004
权益性投资损益	(295)	16756	15750	12550	11000
其他非经营性损益	451	7161	550	611	725
非经常项目损益	6502	13448	13448	13448	13448
除税前利润	161324	241485	293108	317096	346392
所得税	43276	45018	55561	61007	67186
少数股东损益	2832	2394	2906	3144	3434
归属普通股股东净利润	115216	194073	234641	252945	275772
经调整归母净利润	157688	222703	254354	281827	310655
EPS (元)	16.63	24.14	27.66	30.64	33.78

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	10%	8%	11%	7%	6%
营业利润	53%	31%	30%	10%	11%
净利润	36%	41%	14%	11%	10%
获利能力					
毛利率	48.1%	52.9%	57.5%	58.0%	59.0%
净利率	18.9%	29.4%	32.1%	32.2%	33.0%
ROE	14.2%	19.9%	20.1%	18.4%	17.2%
ROIC	10.1%	13.9%	14.9%	14.2%	13.7%
偿债能力					
资产负债率	44.6%	40.8%	36.4%	33.6%	31.2%
净负债比率	21.2%	18.5%	16.3%	14.7%	13.6%
流动比率	1.5	1.3	1.5	1.8	2.1
速动比率	1.5	1.2	1.5	1.8	2.1
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
存货周转率	226.5	694.2	706.2	728.0	720.1
应收帐款周转率	4.8	4.7	4.6	4.6	4.6
应付帐款周转率	2.9	2.6	2.4	2.5	2.5
每股资料(元)					
每股收益	16.63	24.14	27.66	30.64	33.78
每股经营现金	23.41	28.02	28.89	36.90	39.08
每股净资产	85.27	105.53	127.21	149.73	174.20
每股股利	3.12	4.15	4.98	5.52	6.08
估值比率					
PE	28.6	19.7	17.2	15.5	14.1
PB	5.6	4.5	3.7	3.2	2.7
EV/EBITDA	55.5	42.3	35.1	30.7	28.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。