

哔哩哔哩-W (09626.HK)

优于大市

25年一季报点评：广告与游戏拉动盈利能力改善，持续看好商业化潜力

核心观点

经调整净利润转正，经营质量持续改善。 1) 25年1季度公司实现营业收入70.03亿元，同比增长24%；经营毛利同比增长58%至25.39亿元；净亏损0.1亿元、同比收窄99%；经调整净利润扭亏为盈、达到3.62亿元（24年同期为亏损4.56亿元）；实现经营现金流13.02亿元，同比显著改善（上年同期6.38亿元）；2) 从营收、净利润以及现金流来看，公司盈利能力与经营质量持续改善。

用户保持增长，社区生态繁荣向上。 1) 25年Q1公司MAU、DAU分别达到3.68亿、1.07亿，同比分别增长8%、4%；活跃用户日均使用时长达到108分钟，相比去年同期的105分钟亦有提升；用户平均年龄达到26岁、商业化环境持续改善；2) 内容生态持续丰富，强势内容二次元相关内容的播放时长同比增长24%；旅游出行、潮流运动等品类，播放时长均保持了20%以上的同比增长；AI相关内容日均播放时长同比增长超100%、投稿量同比增长130%

商业化方面，广告表现良好，新游拉动游戏业务改善明显。 1) Q1广告业务实现营收19.98亿元，同比增长20%；主要受益于效果类广告增长显著；在AI等新技术加持之下，广告业务有望保持较高增速；2) 手机游戏受益于《三国：谋定天下》拉动，Q1实现营业收入17.31亿元，同比增长76%；Q2在周年纪念版更新等活动推动之下，游戏活跃度有望进一步提升。长青产品二次元游戏《命运-冠位指定》、《碧蓝航线》继续保持稳定；3) 增值服务营收228.07亿元，同比增长11%，主要受益大会员、直播等业务。25年Q1公司月均付费用户数达到3200万人、创历史新高；大会员方面，订阅人数保持稳定增长，截至一季度末，有效大会员数量为2350万，其中超80%是年度订阅或自动续费会员。

风险提示：用户增长低于预期风险；商业化低于预期风险；监管政策风险；内容成本上升高于预期风险等。

投资建议：看好商业化潜力，维持“优于大市”评级。我们预计公司2025/26/27年营业收入分别为302/333/367亿元，同比增速12/10/10%；归母净利润分别为7.56/17.61/29.42亿元，同期EPS分别为1.77/4.12/6.89元，对应PE=78/34/20x。公司社区及用户优势显著，且仍处于商业化的早期阶段，AI等新科技加持下游戏、广告及增值服务等业务均存在较好的成长空间，在政策环境趋稳以及商业化逐步推进、2025年转盈的背景下，当前市值及估值具备较好的向上弹性，我们看好公司长期发展潜力，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,528	26,832	30,161	33,304	36,683
(+/-%)	2.9%	19.1%	12.4%	10.4%	10.1%
净利润(百万元)	-4822	-1347	756	1761	2945
(+/-%)	—	—	-156.2%	132.8%	67.2%
每股收益(元)	-11.29	-3.15	1.77	4.12	6.89
EBIT Margin	-22.3%	-12.8%	-6.2%	-6.2%	-4.0%
净资产收益率(ROE)	-33.5%	-9.5%	5.1%	10.6%	15.0%
市盈率(PE)	-12.2	-43.8	78.0	33.5	20.0
EV/EBITDA	-24.8	-96.3	101.0	42.2	26.1
市净率(PB)	4.10	4.18	3.97	3.55	3.02

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

传媒·数字媒体

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉

021-61761058

chenyaorong@guosen.com.cn

S0980523100001

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

148.20 港元

总市值/流通市值

63320/51113 百万港元

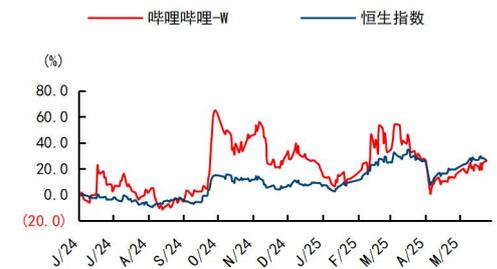
52周最高价/最低价

238.80/98.90 港元

近3个月日均成交额

863.91 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

1、公司概况：国内最大的基于 UP 主生态的 PUGC 视频平台

哔哩哔哩（简称“B 站”）成立于 2009 年，最早作为弹幕网站 AcFun 备站，经过 10 余年的持续“破圈”，逐步成为国内最大的 PUGC（专业用户生产内容）视频平台。以用户规模计，B 站是中国第三大 UGC（用户生产内容）视频平台、第一大 PUGC 视频平台，其内容主要由专业用户生产，介于 UGC 和 PGC（专业机构生产内容）之间、具有时长 1-30min、横屏等特征。

图1：哔哩哔哩



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

1.1 发展历程：从“二次元小众”社区到大众 PUGC 平台破圈

垂直日系 ACG 时期（2009-2013 年）：作为 AcFun 备站，早期 B 站有着明显日系二次元风格。大约 3000 万的核心用户是中国二次元文化的原住民，伴随着“中日关系蜜月期”（1978-2000 年）国内电视台引入日本动画作品长大，其代表着“宅文化”和“原教主义”，是 B 站“鄙视链”的最高层。B 站凭借着优质的服务体验和初心超过了管理层频繁更迭的弹幕网站前辈 AcFun。

泛二次元 ACG 时期（2014-2017 年）：2013 年是 B 站发展的重要节点，当年 B 站进行了大刀阔斧的改版——“降低新番比重、增加分区和独立热门排行榜”，新用户更多是中国特色的 ACG 文化粉丝。与日本 ACG 文化发展不同，“御宅族”（来自 1983 年漫画《御宅的研究》，专指热爱漫画、动画、模型等特殊兴趣的人）并未在国内发展起来，取而代之的是具有中国特色 ACG 人群——有广泛的兴趣爱好、穿梭于二次元和三次元之间。（B 站最受欢迎的细分内容是动漫和港剧）

Z 世代兴趣社区时期（2018-2020 年）：20 年三季度，B 站单月 MAU 超过 2 亿，新增用户平均年龄 20 岁，覆盖接近 60-70% 的 Z 世代用户。通常来说，不同经济基础和社会环境下的世代具有相似的物质、消费观念，比如说《半泽直树》中提到的泡沫世代、迷失的一代。泛二次元的审美、思维方式逐渐成为主流形式，即审美——“卖萌”、思维——“脑洞”、精神——“抽象化 IP 和偶像”。B 站成为

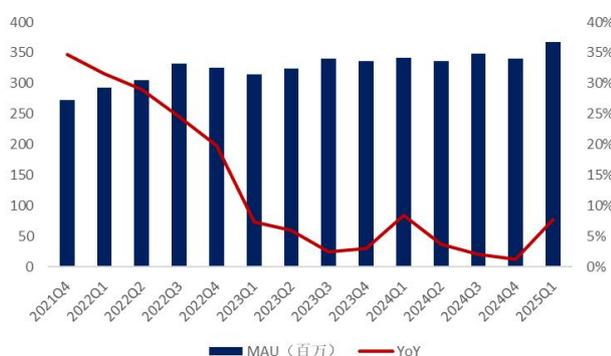
Z 世代生活、娱乐、兴趣、交友以及学习的新聚集地。

PUGC 视频平台时期（2021 年至今）：PUGC 生态拥有着天然破圈的能力，偶发的破圈内容触达用户潜在需求从而成为爆款，内容创作者寻找“内容洼地”完善细分内容供给，最终通过破圈内容继续吸引和留存用户。从破圈的过程中看，B 站带着“精英化”的基因。通过攻克下沉市场和用户群体破圈（从青少年到中年、从二次元到泛娱乐），最终成为中国的“Youtube”。

1.2 社区生态：强关注、高黏性的视频兴趣社区

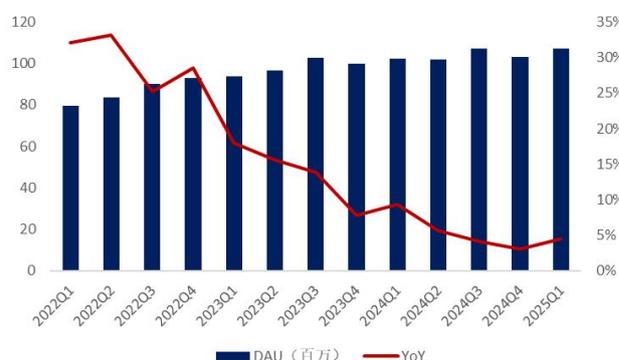
截至 2025 年第一季度，哔哩哔哩 MAUs 达到 3.68 亿、DAU 1.07 亿，日均使用时长 108 分钟，展现出的用户粘性和增长趋势；

图2: MAU 及增速



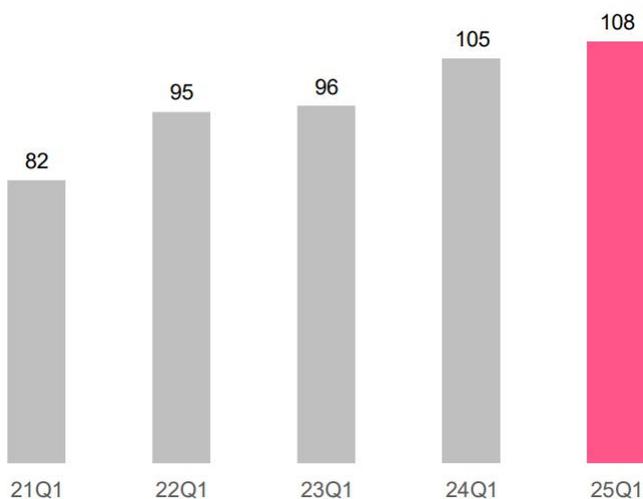
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: DAU 及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 日均使用时长 (单位: 分钟)

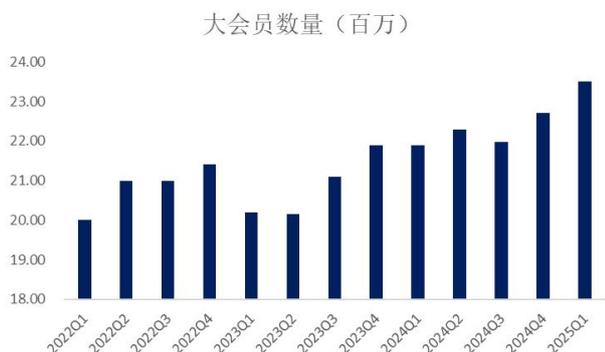


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

同时随着用户群体破圈、平均年龄达到 26 岁（2018 年为 21 岁），商业化能力逐

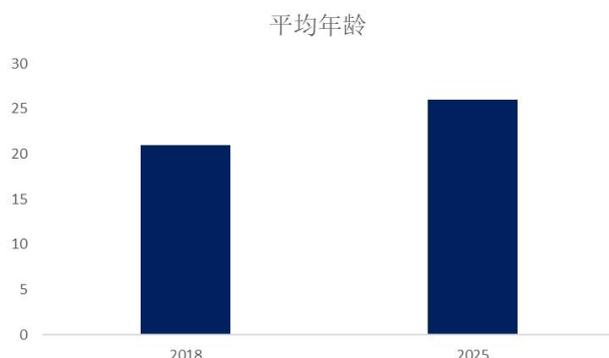
步提升、月均付费用户达到 3200 万。

图5: 大会员数量 (单位: 百万)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 平均年龄增长



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2、股东结构与管理层

公司当前总股本 4.27 亿股、其中香港流通股 3.45 亿股, 采用同股不同权的股权架构; 其中每股 Y 类普通股可行使 10 票投票权、每股 Z 类普通股仅代表 1 票投票权; 且 Y 类普通股可以在任何时期转换为 Z 类普通股, 而 Z 类普通股不可转换为 Y 类普通股;

Y 类普通股以公司核心管理团队持股平台为主, 其中 Vanship 权益占比 59%、具备绝对的投票权优势; Z 类普通股中, 腾讯为重要财务投资人、占比 9.72%, 其他主要为二级市场投资机构。

表1: 主要股东 (截至 2024 年年报)

主要股东名称	身份 / 权益性质	股份数目	占各类股份权益的概约百分比
Y 类普通股			
Vanship Limited	实益拥有人	49,299,006 (L)	58.89%
Kami Sama Limited	实益拥有人	27,216,108 (L)	32.51%
Saber Lily Limited	实益拥有人	7,200,000 (L)	8.60%
Z 类普通股			
Deutsche Bank Aktiengesellschaft	存託人 / 投资经理 / 核准借出代理	94,479,637 (L)	27.99%
腾讯	受控制法团权益	93,429,118 (S)	27.68%
Tencent Mobility Limited	实益拥有人	43,749,518 (L)	12.96%
JPMorgan Chase & Co.	受控制法团权益 / 投资经理 / 持有股份担保权益的人士 / 受託人 / 核准借出代理	32,795,161 (L)	9.72%
		26,430,848 (L)	7.83%
		12,847,397 (S)	3.81%
		9,816,023 (P)	2.91%
Morgan Stanley	受控制法团权益	16,811,632 (L)	5.05%
		14,797,083 (S)	4.45%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

管理层团队稳定且具备良好的激励机制。公司核心管理团队主要为陈睿 (董事会主席、首席执行官)、徐逸 (总裁)、李旻 (首席运营官); 公司核心高管均持有公司较高额度股权, 且得益于同股不同权的股权架构、保证了公司整体决策的

稳定性。

表2: 管理层及持股

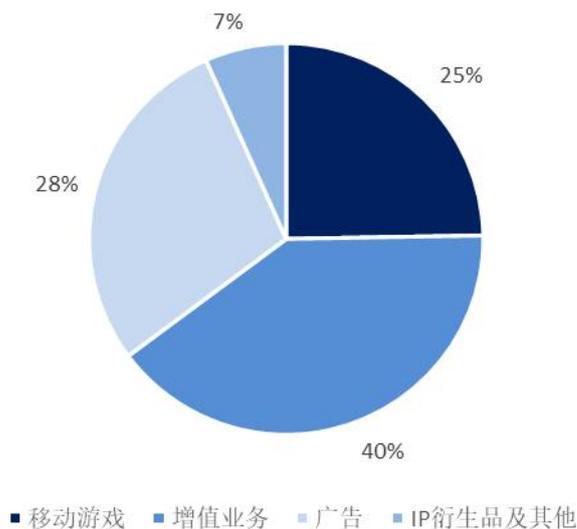
董事或最高行政人员	权益性质	股份数目及类别	佔各类股份权益的概约百分比
陈睿先生	全权信托创始人, 其可影响受托人行使其酌情权的方式; 实益拥有人	49,299,006 股 Y 类普通股	58.89%
		5,000,000 股 Z 类普通股	1.50%
李旒女士	全权信托创始人, 其可影响受托人行使其酌情权的方式; 实益拥有人	7,200,000 股 Y 类普通股	8.60%
		3,000,000 股 Z 类普通股	0.90%
徐逸先生	全权信托创始人, 其可影响受托人行使其酌情权的方式; 实益拥有人	27,216,108 股 Y 类普通股	32.51%
		151,100 股 Z 类普通股	0.05%
		45,000 股 Z 类普通股	0.01%
JP Gan 先生	实益拥有人; 全权信托创始人, 其可影响受托人行使其酌情权的方式; 于受控制法团权益	170,963 股 Z 类普通股	0.05%
		37,500 股 Z 类普通股	0.01%
何震宇先生	实益拥有人	149,700 股 Z 类普通股	0.04%
		163,463 股 Z 类普通股	0.05%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

3、主营业务：广告、增值服务、游戏是公司主要收入来源

广告、增值服务、游戏、IP 衍生品是公司的主要商业化形态。2025 年 Q1 增值业务、广告、游戏、IP 衍生品营收占比分别为 40%、28%、25%、7%，构成了公司营收的主要来源。

图7: 营收结构



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

3.1 增值业务

增值主要以会员费、直播打赏为主，包含猫耳 fm、漫画、付费课程等产品形态。

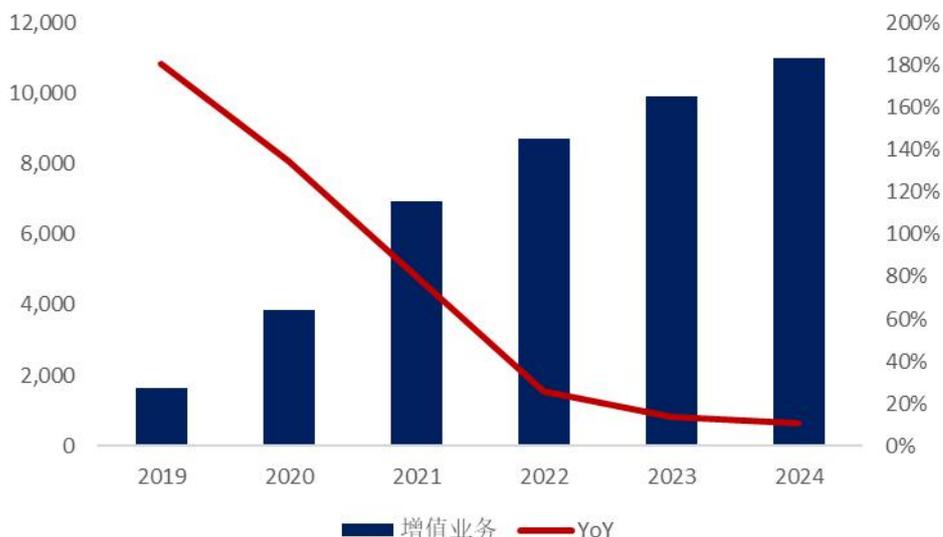
图8: 增值业务形态



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营收表现上来看，当前是公司第一大收入来源；从 2019 年的 16.41 亿元增长至 2024 年的 109.99 亿元；25 年 Q1 同比增长 11%；

图9: 增值业务收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

3.2 广告业务

广告业务是基于哔哩哔哩的内容生态和兴趣社区，以类似于原创内容的展示形式，对用户进行定向投放的广告形态。广告分品牌广告和效果广告，包括出现在移动

端应用的启动页及页面顶部的广告、网站主页顶部横幅品牌广告以及线上视频推送旁边的效果广告。通过整合 B 站双端亿级优质年轻用户流量，依托独有的社区氛围和良好的用户体验，为中小广告主提供了独一无二的效果营销平台。

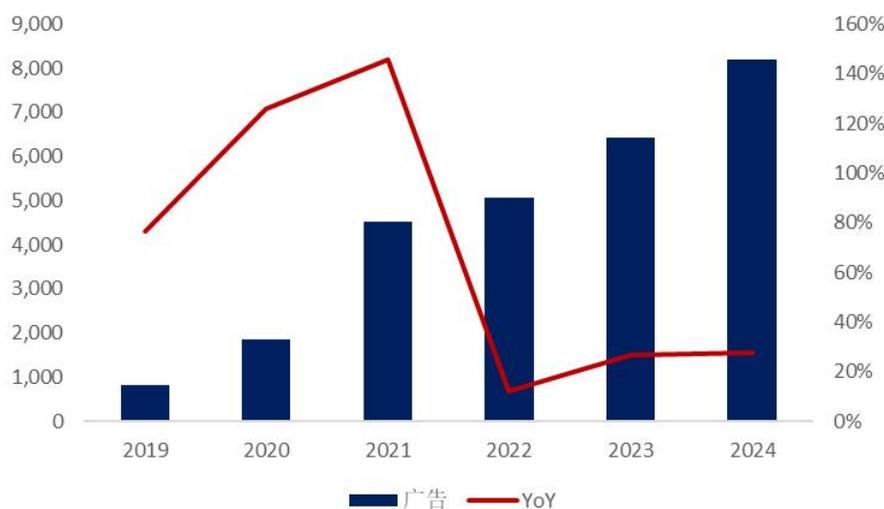
图10: 广告形态



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

得益于公司庞大的用户基数，从 2019 年至今广告营收规模呈现持续上升趋势，从 2019 年的 8.17 亿元增长至 2024 年的 81.89 亿元；2025 年 Q1 继续保持良好增长趋势，同比增长 20%至 19.98 亿元；展望未来，在 AI 技术加持提升广告投放 ROI 以及用户群体商业价值持续提升推动之下，平台广告商业化水平有望持续提升。

图11: 广告业务收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

3.3 游戏业务

公司游戏业务主要采用独家授权、联合运营两种模式；当前产品矩阵中，核心产品为 24 年推出的《三国：谋定天下》以及长线产品《命运 — 冠位指定》(FGO)、《碧蓝航线》(Azure Lane)等。

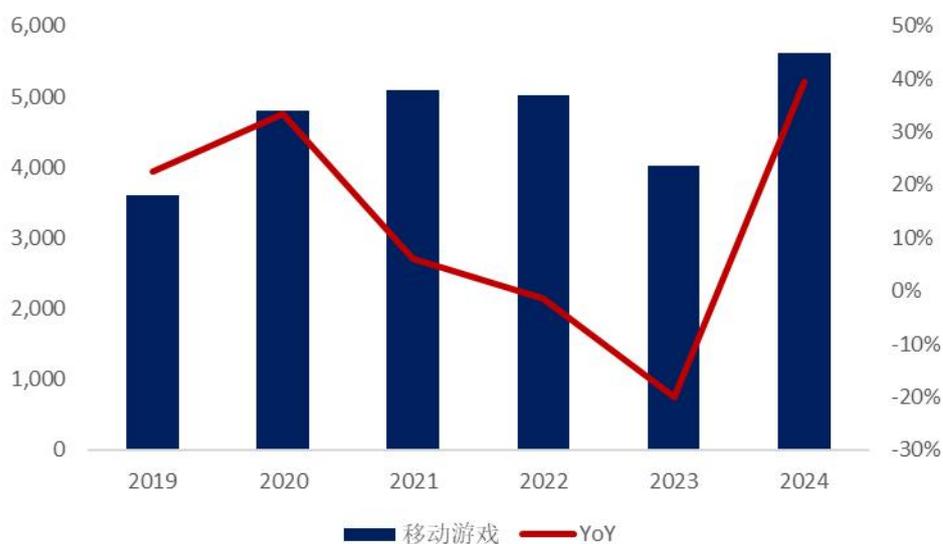
图12: 《三国：谋定天下》



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司移动游戏业务收入从 2019 年的 35.98 亿元增长至 2024 年的 56.1 亿元；25 年 Q1 实现营收 17.31 亿元，同比增长 76%；得益于国内游戏市场复苏，随着公司平台用户增长及中长期自研能力提升，游戏业务有望长期向上。

图13: 游戏业务收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

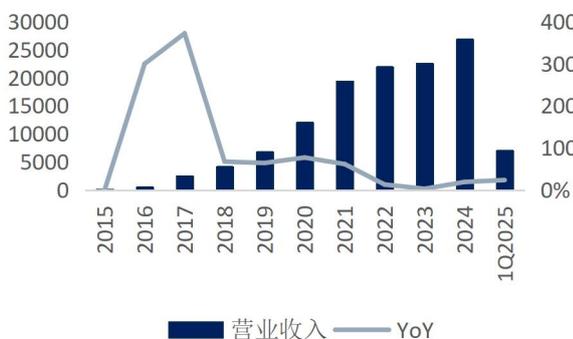
四、财务表现及盈利预测

4.1 营收持续向上，盈利能力持续改善

得益于商业化的持续推进，公司营收规模持续增长，从 2015 年的 1.31 亿元增长至 2024 年的 268.32 亿元；其中 2024 年营业收入同比增速达到 19%、在主要互联网平台中保持较高增速；25 年 Q1 实现营收 70.03 亿元、同比增长 23.63%，继续保持较高速度。

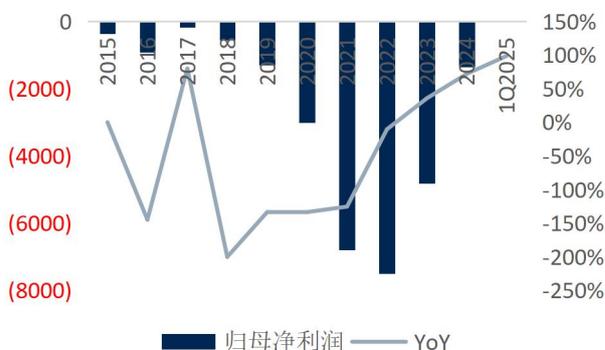
净利润方面，受制于商业化程度不足以及较高的内容、运营成本，公司在 2023 年之前亏损规模较为显著；2023 年以来在运营效率提升、商业化提速之下，盈利能力持续改善；2024 全年 Non-GAAP 净利润亏损 0.39 亿元、同比收窄 99%；2025 年 Q1 实现经调整净利润 3.62 亿元（上年同期亏损 5.12 亿元）。

图14：哔哩哔哩营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

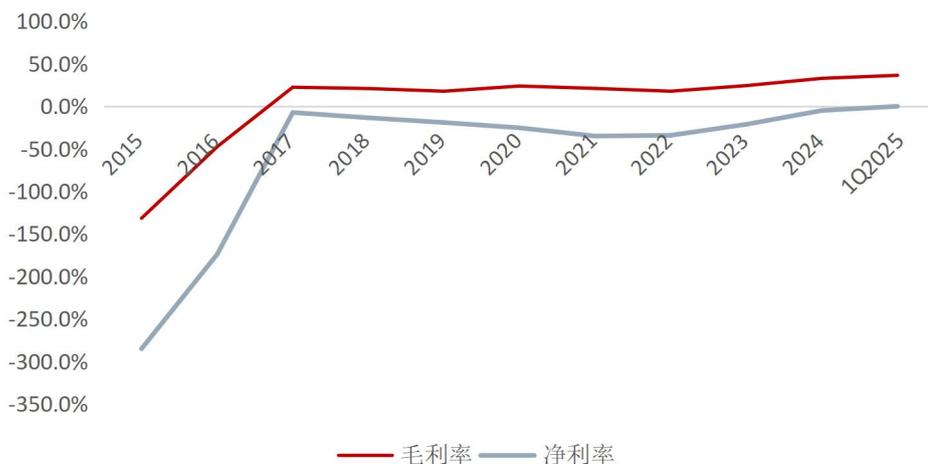
图15：哔哩哔哩归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

随着商业化率的持续提升，公司毛利率及净利率逐步改善；2017 年毛利率首次转正并呈现持续向上趋势；2023 年以来净利率亦呈现持续改善趋势。

图16：盈利能力



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

4.2 盈利预测

1) 用户端：我们预计未来 MAU 继续保持稳中有升，预计 25/26/27 年分别为 3.58/3.76/3.95 亿；

2) 营收端：a) 考虑到产品周期，我们预计移动游戏业务 25/26/27 年增速分别为 15%/12%/10%；b) 广告业务 CPM 预计同期增速分别为 15%/10%/10%；c) 增值业务 ARPU 同期增速分别为 1%/1%/1%；d) IP 衍生品同期增速保持在 6%左右；

3) 成本、费用端：预计内容/带宽/收入分成相关成本占同期营收比例稳中略降（具体参见下表）；费用段：考虑到商业化程度提升及降本增效推进，预计管理费用率、销售费用率、研发费用率保持稳重略降趋势（具体参见下表）；

4) 基于以上假设，我们预计公司 25/26/27 年净利润分别为 7.56/17.61/29.42 亿元，同期 EPS 分别为 1.77/4.12/6.89 元，对应 PE 78/34/20x。

表3: 营收、成本及费用拆分

(单位) 百万元	2022	2023	2024	2025	2026	2027
总收入	21,899	22,528	26,832	30,161	33,304	36,683
YoY	13%	3%	19%	12%	10%	10%
移动游戏	5021	4021	5610	6452	7226	7949
YoY	-1%	-20%	40%	15%	12%	10%
增值业务	8,715	9,910	10,999	11,665	12,370	13,119
YoY	26%	14%	11%	6%	6%	6%
arpu	313	354	358	362	366	369
YoY	1%	13%	1%	1%	1%	1%
广告	5,066	6,412	8,189	9,888	11,421	13,191
YoY	12%	27%	28%	21%	16%	16%
CPM	16	19	24	28	30	33
YoY	-12%	21%	23%	15%	10%	10%
IP 衍生品及其他	3,096	2,185	2,033	2,156	2,286	2,425
YoY	9%	-29%	-7%	6%	6%	6%
arpu	10	7	6	6	6	6
YoY	-14%	-33%	-10%	1%	1%	1%
(MAUs) (百万, 年平均)	315	329	341	358	376	395
YoY	27%	5%	4%	5%	5%	5%
成本						
收入分成	9,115	9,507	10,804	12,366	13,655	14,857
%r 收入	42%	42%	40%	41%	41%	41%
内容成本	3,497	3,196	2,730	3,318	3,330	3,118
%r 收入	16%	14%	10%	11%	10%	9%
带宽成本	1,753	1,477	1,644	1,960	2,165	2,384
%r 收入	8%	7%	6%	7%	7%	7%
IP 衍生品及其他	3,685	2,906	2,880	2,714	2,664	2,751
%r 收入	17%	13%	11%	9%	8%	8%
总成本	18,050	17,086	18,058	20,359	21,814	23,111
%r 收入	82%	76%	67%	68%	66%	63%
费用						
销售费用	4921	3916	4402	4373	4663	4769
销售费用率	22%	17%	16%	15%	14%	13%
管理费用	2521	2122	2031	1960	2165	2384
管理费用率	12%	9%	8%	7%	7%	7%
R&D	4765	4467	3685	4524	4663	5136
研发费用率	22%	20%	14%	15%	14%	14%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

4.3 投资建议

持续看好社区生态及商业化潜力，维持“优于大市”评级。公司当前股价对应同期 PE 78/34/20x。公司社区及用户优势显著，且仍处于商业化的早期阶段，AI 等新科技加持之下，游戏、广告及增值服务等业务均存在良好的成长空间，在政策环境趋稳以及商业化逐步推进、2025 年转盈的背景下，当前市值及估值具备较好的向上弹性，我们看好公司长期发展潜力，维持“优大于市”评级。

表4: 可比公司估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
300413.SZ	芒果超媒	优于大市	22.93	421	1.9	0.73	1	1.26	12	31	23	18
09626.HK	哔哩哔哩-W	优于大市	146.4	646	-11.29	-3.15	1.77	4.12	-11.6	-41.5	78	34

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7192	10249	8367	8362	9507	营业收入	22528	26832	30161	33304	36683
应收款项	3368	3162	2727	3011	3317	营业成本	17086	18058	20359	22147	23661
存货净额	186	0	255	265	279	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	113	50	4524	4996	5503	销售费用	5795	4921	4373	4996	5429
流动资产合计	18727	19756	22168	24187	27671	管理费用	4677	7286	7293	8213	9045
固定资产	715	589	2909	3352	3393	财务费用	(83)	(70)	151	171	162
无形资产及其他	6353	5926	4877	5658	6243	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	2998	2515	2515	2515	2515	资产减值及公允价值变动	0	0	100	0	0
长期股权投资	4367	3912	3912	3962	4012	其他收入	214	1963	2701	4054	4674
资产总计	33159	32698	36381	39674	43834	营业利润	(4733)	(1400)	786	1831	3061
短期借款及交易性金融负债	7456	1572	5216	4748	3845	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	4679	5230	3570	3439	3354	利润总额	(4733)	(1400)	786	1831	3061
其他流动负债	5969	7961	8433	9001	9622	所得税费用	79	(37)	21	48	80
流动负债合计	18104	14763	17219	17189	16821	少数股东损益	11	(17)	9	22	37
长期借款及应付债券	1	3264	3264	3264	3264	归属于母公司净利润	(4822)	(1347)	756	1761	2945
其他长期负债	650	568	757	738	768						
长期负债合计	651	3832	4021	4002	4032	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	18755	18595	21240	21190	20853	净利润	(4822)	(1347)	756	1761	2945
少数股东权益	12	(4)	5	27	64	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	14392	14108	14865	16626	19570	折旧摊销	1722	2582	2701	4054	4674
负债和股东权益总计	33159	32698	36110	37843	40487	公允价值变动损失	0	0	(100)	0	0
						财务费用	(83)	(70)	151	171	162
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	1657	3399	(5293)	(347)	(262)
每股收益	(11.29)	(3.15)	1.77	4.12	6.89	其它	11	(17)	9	22	37
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(1433)	4618	(1926)	5490	7393
每股净资产	33.68	33.02	34.79	38.91	45.80	资本开支	0	(3171)	(3600)	(3718)	(3784)
ROIC	-24%	-21%	-9%	-13%	-0%	其它投资现金流	1550	1572	0	(1259)	(1511)
ROE	-34%	-10%	5%	11%	15%	投资活动现金流	2834	(1143)	(3600)	(5027)	(5345)
毛利率	24%	33%	32%	34%	36%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-22%	-13%	-6%	-6%	-4%	负债净变化	(8683)	3264	0	0	0
EBITDA Margin	-15%	-3%	3%	6%	9%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	3%	19%	12%	10%	10%	其它融资现金流	12983	(6944)	3644	(468)	(903)
净利润增长率	--	--	-156%	133%	67%	融资活动现金流	(4382)	(417)	3644	(468)	(903)
资产负债率	57%	57%	59%	56%	52%	现金净变动	(2981)	3058	(1882)	(5)	1145
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	10173	7192	10249	8367	8362
P/E	(12.2)	(43.8)	78.0	33.5	20.0	货币资金的期末余额	7192	10249	8367	8362	9507
P/B	4.1	4.2	4.0	3.5	3.0	企业自由现金流	0	(533)	(7870)	(1858)	(664)
EV/EBITDA	(25)	(96)	101	42	26	权益自由现金流	0	(4145)	(4361)	(2480)	(1710)

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