

# 【广发传媒&海外】腾讯控股 (00700.HK)

## Q4 前瞻：广告和游戏持续释放势能，增强 AI Infra 投入

### 核心观点：

- **25Q4 业绩前瞻：**预计 25Q4 收入 1947 亿元，YoY/QoQ+13%/+1%。毛利润预计 25Q4 达到 1087 亿元，YoY+20%；运营利润预计 25Q4 达到 603 亿元，YoY+17%，QoQ-5%，经营杠杆的释放部分被 AI 投入抵消。预计 25Q4 NonGAAP 归母净利润 614 亿元，YoY/QoQ+11%/-13%。
- **预计游戏和广告增长势能不变，金融业务受社零增速放缓影响承压。**预计 (1) 25Q4 游戏收入达 574 亿元，YoY+17%，QoQ-10%。(2) 社交网络收入预计 25Q4 达 324 亿元，YoY+9%，QoQ+0%。(3) 营销服务收入预计 25Q4 达 421 亿元，YoY/QoQ+20%/+16%。考虑宏观和电商行业增速放缓等逆风因素，AI 和视频号的库存释放为广告业务提供了安全垫和增长弹性。(4) 金融和企业服务收入预计 25Q4 达 598 亿元，YoY+6%，QoQ+3%，Q4 社零增速放缓或导致金融业务承压，企业服务预计保持前序季度的增长惯性。26 年微信公开课，微信小店、小游戏和短剧、AI 小程序保持增长势能。微信小店对品牌商家吸引力较强，强化交互创新和场景流量优势，鼓励和扩大服务商和产业带。
- **盈利预测与投资建议。**AI 人才和团队投入加大，将 AI 资源聚焦投入更高效的场景，后续关注 AI Agent 在腾讯系生态的落地。我们预计公司 25~26 年收入达 7522、8290 亿元，同增 13.9%/10.2%，经调整归母净利润预计为 2564、2929 亿元，同增 15.1%、14.2%。以 26 年收入和业绩基于 SOTP 测算合理价值为 744.46 港元/股。维持“买入”评级。
- **风险提示：**监管趋严、游戏版号审核趋严、受短视频挤压的风险。

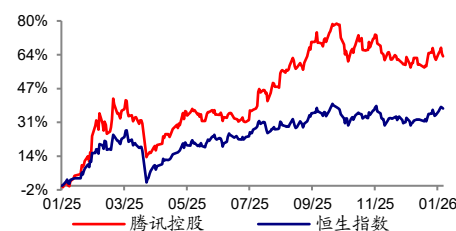
**盈利预测：**注：归母净利润和 EPS 均为 NonGAAP 口径；

单位:人民币亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	6,090	6,603	7,522	8,290	8,973
增长率(%)	9.8%	8.4%	13.9%	10.2%	8.2%
EBITDA(亿元)	2,119	2,941	2,995	3,540	3,993
归母净利润(亿元)	1,577	2,227	2,564	2,929	3,235
增长率(%)	36.4%	41.2%	15.1%	14.2%	10.5%
EPS(元/股)	16.32	23.51	28.11	32.10	35.46
市盈率(P/E)	16.2	15.9	19.7	17.3	15.6
ROE(%)	19.5%	22.9%	22.2%	21.6%	20.5%
EV/EBITDA	12.9	12.7	17.8	14.6	12.6

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	617.50 港元
合理价值	744.46 港元
前次评级	买入
报告日期	2026-01-16

### 相对市场表现



分析师：旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师：周喆



SAC 执证号: S0260523050003

SFC CE No. BJD408



010-59136890



zhouzhe@gf.com.cn

### 相关研究：

- 【广发传媒&海外】腾讯控股 2025-12-19 (00700.HK) :关注云业务出海前景，AI 成为新业务基因
- 【广发传媒&海外】腾讯控股 2025-11-14 (00700.HK) :Q3 收入提速，AI 切实赋能应用和效率
- 【广发传媒&海外】腾讯控股 2025-10-10 (00700.HK) :Q3 前瞻：预计游戏和广告支撑业绩提速

注：本报告货币使用人民币，港币对人民币汇率采用1.1126:1。

## 一、2026 年微信公开课

**核心关注微信小店、小游戏等业务的进展。**根据2026年微信公开课的信息，微信小店对品牌商家吸引力较强，平台强化“送礼物、点赞买等交互创新”、“小店与卡包等微信场景流量优势”的同时，在运营端充分鼓励和扩大服务商生态和产业带生态，引入新商家，我们理解微信小店也在向更“重”的模式运营，为更多品牌增加“超级日”等节点营销，通过贯穿全年的营销节点策划、用户补贴等政策，助力商家可持续增长。小游戏：微信小游戏保持了生态和规模的领先优势，用户和时长仍保持健康增长，IAA月活跃用户达4亿，IAP月活跃用户达3亿，年ARPPU增长25%。iOS支付突破后，向开发者提供15%的优惠激励。会上表达了对PC小游戏的看好，PC端用户的支付能力更强，探索视频号直播和短视频场景的联动，整体上小游戏仍在触达更多用户和场景。2025年，短剧主体增长超31%，AI应用小程序规模增长超两倍。

**微信小店：微信小店第二年，品牌领跑大盘增速4.3倍。2025年，品牌带货规模增速达平台整体增速的4.3倍，月均动销商家数为去年同期的1.7倍。**

**产品与场景创新：**根据2026年微信公开课的信息，微信推出“送礼物”、“点赞买”等社交驱动功能。其中，“点赞买”在年轻用户拉新上表现突出。2025年12月相比同年8月，“订单与卡包”（即“小店与卡包”）访问数量增长132%，成交额增长320%。优化店铺经营也能带来搜索流量和交易的增长，2025年12月对比同年2月，搜索场景成交额增长了360%。礼物专区、朋友圈及社交裂变场景也成为商家经营的重要场景。

**流量与政策支持：**推出“超级品牌日”，鄂尔多斯、巴拉巴拉等品牌在活动期间销售额均突破千万。平台通过“保证金带货”及“限时免佣”等分阶段激励政策扶持带货者。

**服务商生态：**服务商成为小店新商引入和经营增长的重要引擎。2025年服务商引入新店数量实现了月环比37.6%的增长，对小店GMV的贡献率接近50%。2026年，平台将持续投入资源，截至目前，微信小店服务商激励已经无间断持续了55个月，优质服务商月均政策的收入约100万元，且核心服务商3年留存率达64%。2025年新入驻的高星服务商占比超过30%，加入月GMV千万级别阵营的新服务商占比达到43%。产业带服务商持续发力。2025年微信小店服务商已覆盖全国58个核心产业带，将义乌的日用百货、杭州的女装、新疆的牛羊肉等特色产业带商品带入了微信小店。品牌服务商也集体加速。目前62%的行业优秀代运营服务商已入驻微信小店，服务商还积极参与到推客机构的建设中。

**微信小游戏：**小游戏生态呈现出长线生命力，已成为IP价值衍生与商业重塑的新沃土。深挖PC端、视频号等新的增量场景。

**用户规模：**根据2026年微信公开课的信息，IAA（广告变现）月活跃用户达4亿，IAP

(内购变现)月活跃用户达3亿,年ARPPU增长25%。

**激励新政:**自2026年1月1日起,IAP首发新游激励上限提升至400万元。

**iOS支付突破:**接入苹果“小程序合作伙伴计划”,提供虚拟支付能力。在iOS平台上,开发者除享受70%分成外,还将额外获得微信提供的15%优惠激励。

**新场景增量:**PC小游戏付费渗透率增长50%,用户人均时长翻一番。2026年,平台还将推出高性能模式,鼓励开发者针对PC性能强项进行适配,提升游戏质感和体验,布局PC小游戏这一高价值蓝海。视频号作为近年来发展最迅猛的内容消费场景,已成为小游戏获取增量的关键渠道,小游戏直播流水同比增长239%。平台将进一步打通直播与短视频流量,为首发新游提供5万加热金,加速“内容即流量”的商业变现,让小游戏通过视频号被更多用户看见。

**短剧专场:**一体化解决方案与原生能力升级。微信构建了从内容到变现的短剧全链路闭环,2025年短剧主体增长超31%,收入破千万的公司超90家。

**视频号原生短剧:**根据2026年微信公开课的信息,2025年上线原生能力,用户可直接在视频号内完成观看与转化,单季度日流水从0突破千万级。2026年将针对爆款剧目提供最高135%收益的激励。

**全场景分发:**支持小程序、视频号多端分发,官方短剧小程序用户消费时长对比大盘提升105%。

**变现政策:**2026年H1政策显示,IAA最高分成达85%,IAP最高分成达95%,爆款新游联合发行激励最高可达110%。

**其他亮点: AI赋能与民生提效。**

**AI应用实验场:**根据2026年微信公开课的信息,2025年AI应用小程序规模增长超两倍。推出“AI应用成长计划”,提供免费云开发资源及1亿混元大模型Token额度支持。

**智慧医疗与支付:**上线“公众号AI分身”解决55%的患者咨询。推出“医保一码付”,实现医保统筹与自费部分一次性结算。

**企业微信5.0:**深度融合DeepSeek等大模型,从连接工具进化为“开箱即用”的AI协同平台,助力教育与医疗机构实现显著提效。

## 二、25Q4 业绩前瞻

表 1: 盈利预测 (2025-27E)

单位: 亿元	24Q4	25Q3A	25Q4E	QoQ	YoY		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,724	1,929	1,947	1%	13%		6,602	7,522	8,290	8,973
游戏收入	492	636	574	-10%	17%		1,976	2,397	2,646	2,842
国内游戏	332	428	382	-11%	15%		1,396	1,643	1,841	1,989
海外游戏	160	208	192	-8%	20%		580	754	805	853
社交网络	298	323	324	0%	9%		1,215	1,295	1,416	1,463
营销服务	350	362	421	16%	20%		1,214	1,460	1,724	1,985
金融和企业服务	561	582	598	3%	6%		2,120	2,284	2,407	2,587
其他	23	26	30	17%	32%		78	86	96	96
毛利润	907	1,088	1,087	0%	20%		3,492	4,231	4,759	5,201
毛利率	53%	56%	56%				53%	56%	57%	58%
销售费用	103	115	111	-3%	8%		364	398	439	458
管理和行政费	314	343	374	9%	19%		1,128	1,372	1,522	1,642
运营利润	515	636	603	-5%	17%		2,081	2,415	2,798	3,101
运营利润率	30%	33%	31%	0%	1%		32%	32%	34%	35%
归母净利润	513	631	532	-16%	4%		1,941	2,199	2,518	2,758
归母净利润率	30%	33%	27%				29%	29%	30%	31%
调整后归母净利润	553	706	614	-13%	11%		2,227	2,564	2,929	3,235
调整后归母净利润率	32%	37%	32%				34%	34%	35%	36%
调整后 EPS (元)	5.91	7.58	6.44	-15%	9%		23.51	28.11	32.10	35.46

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 2: 可比公司估值 (2025-26E)

公司名称	市值 (LC mn)	收入(LC mn)		净利润(LC mn)		PS		PE	
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
<b>移动游戏</b>									
三七互娱	66,234	17,223	18,539	3,026	3,229	3.8	3.6	21.9	20.5
完美世界	35,540	7,009	9,724	792	1,644	5.1	3.7	44.9	21.6
金山软件	44,057	11,210	12,791	1,672	2,005	3.9	3.4	26.4	22.0
吉比特	34,580	5,955	6,735	1,627	1,850	5.8	5.1	21.3	18.7
网易	90,490	113,911	123,304	39,419	41,648	5.6	5.2	16.2	15.4
<b>社交/广告平台</b>									
Meta Platforms	1,591,021	199,335	235,496	77,966	83,730	8.0	6.8	20.4	19.0
Snapchat	13,738	5,916	6,745	462	800	2.3	2.0	29.7	17.2
谷歌	4,056,831	353,634	393,294	132,950	141,472	11.5	10.3	30.5	28.7
百度	52,362	129,416	135,692	18,256	19,886	2.9	2.7	20.3	18.6
微博	2,691	1,731	1,763	461	464	1.6	1.5	5.8	5.8
<b>长视频</b>									
爱奇艺	1,974	27,254	28,047	93	803	0.5	0.5	150.9	17.4
<b>支付平台</b>									
Paypal	52,920	33,279	35,157	5,203	5,258	1.6	1.5	10.2	10.1
<b>云平台</b>									
金山云	3,876	1,357	1,599	-103	-75	2.9	2.4	-	-
亚马逊	2,593,446	714,778	796,281	95,192	106,564	3.6	3.3	27.2	24.3

数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心; 表中可比公司市值(按1月16日收盘价进行统计)、营收和盈利预测取自1月16日彭博数据。

参考可比公司的市盈率和市销率倍数, 腾讯的游戏业务仍以国内为主, 我们选取了主要国内游戏公司作为参考, 移动游戏公司2026年市盈率估值范围普遍在15-22x之间。营销业务我们选取主要的国内外社交/广告平台进行对标, 广告公司2026年市盈率普遍在~6-29x之间。金融和企业服务业务方面, 支付业务, 以Paypal为例, 26年市盈率~10x。企业服务方面, 云业务的可比公司的26年市销率在~2-3x, 以亚马逊为例的26年市盈率为24x。长视频平台, 以国内平台爱奇艺为例, 26年PE为17x。

按照SOTP估值法。(1) 核心业务部分合理价值为6.35万亿港元。游戏业务: 腾讯以手游为主要收入来源, 参考国内游戏厂商26年15-22x PE估值, 腾讯游戏业务在国内市场地位稳固且保持领先, 长青游戏表现强劲, 近期《三角洲行动》用户数持续向上突破, 成为新的长青游戏, 后续仍有较强潜力, 基本盘游戏保持稳健, 对标目前网易的估值, 应予以一定溢价, 我们给予腾讯游戏26年整体游戏业务20x市盈率, 对应合理价值为2.98万亿港元(326.32港元/股)。营销服务: 社交/广告公司26年市销率在~6-29x区间, 腾讯通过AI赋能广告增长在25Q3略有提速, 好于广告大盘, 我们给予广告业务一定溢价, 按2026年27x市盈率, 对应合理价值为1.55万亿港元(169.57港元/股)。数字内容业务, 腾讯视频在国内长视频行业为市场主要参与者, 可比公司爱奇艺26年PE对应为~17x, 我们认为腾讯视频作为行业龙头可给予一定的估值溢价, 按18x PE给予估值, 认为腾讯视频的合理价值为386亿港元(4.23港元/股)。

腾讯音乐、阅文集团等控股公司参考最新市值和腾讯持股比例对应的价值分别为1165亿港元（12.77港元/股）、220亿港元（2.41港元/股）。金融和企业服务，参考金融和云业务公司26年PE在~10-24x区间，考虑到腾讯金融业务在国内的牌照壁垒和市场地位，近期受益于线下消费回暖有温和复苏，企业服务业务后续有望受益于AI能力外用增长有所加速，微信小店GMV带动抽佣收入增长，我们给予26年利润25x市盈率估值，对应合理价值为1.64万亿港元（180.29港元/股）；综上，核心业务的总合理价值为6.35万亿港元。

（2）投资公司价值：按当前时点估算，腾讯的二级市场投资公司的持股价值考虑一定折让对腾讯的合理价值贡献为4459亿港元（48.87港元/股）。

加总（1）核心业务6.35万亿港元价值+（2）投资业务4459亿港元，公司总合理价值为6.79万亿港元，折合每股合理价值744.46港元/股，维持“买入”评级。

表 3: SOTP估值

	收入 (亿元 人民币)	利润 (亿元 人民币)	PE	各业务估值 (亿元 人民币)	各业务估值 (亿港元)	子公司市值 (亿港元)	持股比例	对应每股价值 (港元)
	2026E	2026E	2026E					
游戏	2,646	1,338	20	26,756	29,770			326.32
营销服务	1,724	515	27	13,904	15,470			169.57
数字内容								
腾讯视频	295	19	18	347	386			4.23
腾讯音乐				1,047	1,165	2,005	58.10%	12.77
阅文				198	220	387	56.87%	2.41
金融和企业服务	2,407	591	25	14,783	16,448			180.29
<b>核心业务合理价值</b>				<b>57,034</b>	<b>63,458</b>			<b>695.59</b>
<b>投资业务合理价值</b>				<b>4,007</b>	<b>4,459</b>			<b>48.87</b>
<b>总合理价值</b>				<b>61,041</b>	<b>67,917</b>			<b>744.46</b>

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

### 三、风险提示

**监管趋严的风险。**如果监管信息安全，用户隐私，长视频、短视频、直播等内容平台的内容审核进一步趋于严格，则会影响平台内容供应和用户活跃，进而对收入增长产生负面影响。

**游戏版号审核趋严的风险。**如果游戏版号审核趋严，则会影响新游戏上线时间，导致游戏上线推迟，对游戏收入增速带来负面影响。

**受短视频挤压的风险。**如果短视频用户数、时长进一步显著提升，则会影响用户对腾讯系部分产品的消费时长，影响腾讯系产品占互联网用户的时长，可能挤压腾讯的广告市场占有率。

**资产负债表**

单位:人民币亿元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产合计</b>	<b>5,184</b>	<b>4,962</b>	<b>6,082</b>	<b>7,814</b>	<b>9,791</b>
现金及现金等价物	1,723	1,325	2,130	3,534	5,166
应收账款及票据	466	482	549	605	655
存货	5	4	5	5	5
其他	2,991	3,150	3,399	3,669	3,965
<b>非流动资产合计</b>	<b>10,588</b>	<b>12,848</b>	<b>13,702</b>	<b>14,496</b>	<b>15,232</b>
固定资产净值	668	925	1,225	1,425	1,525
长期投资	7,228	8,876	9,410	9,982	10,598
商誉及无形资产	1,982	2,138	2,138	2,138	2,138
其他	710	909	929	950	972
<b>资产总额</b>	<b>15,772</b>	<b>17,810</b>	<b>19,785</b>	<b>22,310</b>	<b>25,023</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,522</b>	<b>3,969</b>	<b>4,020</b>	<b>4,349</b>	<b>4,703</b>
短期借款	415	529	539	550	561
应付账款及票据	1,151	1,273	1,097	1,177	1,257
其他	1,955	2,167	2,384	2,622	2,884
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,514</b>	<b>3,302</b>	<b>3,383</b>	<b>3,469</b>	<b>3,562</b>
长期借款	2,929	2,771	2,799	2,827	2,855
其他非流动负债	585	531	584	642	707
<b>总负债</b>	<b>7,036</b>	<b>7,271</b>	<b>7,403</b>	<b>7,818</b>	<b>8,264</b>
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	8,133	9,740	11,531	13,582	15,828
其他	-47	-5	-2	2	-36
归母权益总额	8,086	9,735	11,530	13,584	15,792
少数股东权益	651	803	852	908	967
<b>股东权益合计</b>	<b>8,737</b>	<b>10,539</b>	<b>12,382</b>	<b>14,491</b>	<b>16,759</b>
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>15,772</b>	<b>17,810</b>	<b>19,785</b>	<b>22,310</b>	<b>25,023</b>

**利润表**

单位:人民币亿元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>6,090</b>	<b>6,603</b>	<b>7,522</b>	<b>8,290</b>	<b>8,973</b>
营业成本	3,159	3,110	3,291	3,531	3,772
毛利	2,931	3,492	4,231	4,759	5,201
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	342	364	398	439	458
行政管理费用	1,035	1,128	1,372	1,522	1,642
<b>营业利润</b>	<b>1,528</b>	<b>2,001</b>	<b>2,460</b>	<b>2,798</b>	<b>3,101</b>
利息收入	138	160	162	166	171
利息支出	119	124	157	178	183
权益性投资损益	-3	252	80	92	92
其他非经营性损益	4	127	-45	0	0
除税前利润	1,613	2,415	2,714	3,070	3,374
所得税	433	450	467	496	557
<b>合并净利润</b>	<b>1,180</b>	<b>1,965</b>	<b>2,247</b>	<b>2,573</b>	<b>2,818</b>
少数股东损益	28	24	49	55	59
<b>归母净利润</b>	<b>1,152</b>	<b>1,941</b>	<b>2,199</b>	<b>2,518</b>	<b>2,758</b>
<b>NonGAAP 归母净利</b>	<b>1,577</b>	<b>2,227</b>	<b>2,564</b>	<b>2,929</b>	<b>3,235</b>

**现金流量表**

单位:人民币亿元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2,220</b>	<b>2,585</b>	<b>2,791</b>	<b>3,516</b>	<b>3,944</b>
合并净利润	1,180	1,965	2,247	2,573	2,818
折旧与摊销	590	562	500	650	800
营运资本变动	192	219	-79	207	234
其他非经营性调整	285.05	-136.46	122.60	86.18	91.51
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1,252</b>	<b>-1,222</b>	<b>-1,462</b>	<b>-1,509</b>	<b>-1,618</b>
处置固定资产收益	3	2	-45	0	0
资本性支出	-474	-960	-800	-850	-900
投资资产支出	-828	-369	-737	-796	-860
其他	47	106	119	136	142
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-826</b>	<b>-1,765</b>	<b>-526</b>	<b>-606</b>	<b>-697</b>
长期债权融资	26.52	-206.89	27.71	27.99	28.27
股权融资	-427	-1,004	0	0	0
支付股利	210	289	411	470	515
其他	-635	-843	-965	-1,104	-1,240
<b>现金净增加额</b>	<b>156</b>	<b>-398</b>	<b>805</b>	<b>1,404</b>	<b>1,632</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>1,567</b>	<b>1,723</b>	<b>1,325</b>	<b>2,130</b>	<b>3,534</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1,723</b>	<b>1,325</b>	<b>2,130</b>	<b>3,534</b>	<b>5,166</b>

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
主营收入增长率	9.8%	8.4%	13.9%	10.2%	8.2%
营业利润增长率	53.2%	31.0%	22.9%	13.7%	10.8%
NonGAAP 业绩增速	36.4%	41.2%	15.1%	14.2%	10.5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	48.1%	52.9%	56.2%	57.4%	58.0%
NonGAAP 净利率	26.4%	34.1%	34.7%	36.0%	36.7%
NonGAAP ROE	19.5%	22.9%	22.2%	21.6%	20.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.6%	40.8%	37.4%	35.0%	33.0%
有息负债率	21.2%	18.5%	16.9%	15.1%	13.7%
流动比率	1.5	1.3	1.5	1.8	2.1
利息保障倍数	12.9	19.1	15.9	16.3	17.4
<b>营运能力</b>					
应收账款周转天数	27.5	26.3	26.3	26.3	26.3
存货周转天数	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应付账款周转天数	131.2	147.4	120.0	120.0	120.0
<b>每股指标</b>					
NonGAAP EPS	16.32	23.51	28.11	32.10	35.46
每股净资产	92.13	114.24	135.72	158.85	183.71
每股经营现金流	23.41	28.02	30.59	38.54	43.23
<b>估值比率</b>					
NonGAAP PE	16.2	15.9	19.7	17.3	15.6
PB	3.2	3.6	4.5	3.8	3.3
EV/EBITDA	12.9	12.7	17.8	14.6	12.6

## 广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 廖志国：联席首席分析师，硕士，毕业于莫纳什大学，2025年6月加入广发证券，曾任职于华创证券研究所，4年证券行业研究经验。
- 周喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 章驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。
- 罗悦纯：资深分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 黄静仪：高级研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。