

腾讯控股 (00700.HK)

主业表现稳健, AI 相关投入持续提升

公司发布 2026 年一季度业绩, 26Q1 实现营业收入 1965 亿元, 同比+9%, Non-IFRS 归母净利润 679 亿元, 同比+11%, 资本开支 319 亿元。

- **网络游戏业务:** 26Q1 实现收入 642 亿元, 同比+8%; 1) 国内收入增长 6% 至 454 亿元, 流水同比增长 10% 以上, 今年春节假期晚于 2025 年导致部分收入递延确认; 流水增长主要来自长线游戏《王者荣耀》《和平精英》, 流水均创新高, 以及 24 年 9 月上线的《三角洲行动》、《无畏契约: 源能行动》等游戏贡献, 其中《和平精英》除夕 DAU 突破 9000 万, 《三角洲行动》2 月 DAU 突破 5000 万。新游戏中, 3 月 26 日上线的《洛克王国: 世界》两日即登顶 iOS 免费榜、畅销榜; 2) 海外游戏收入增长 13% 至 188 亿元, 主要来自《部落冲突: 皇室战争》、《鸣潮》及《无畏契约》PC 端收入增长贡献。
- **社交网络业务:** 26Q1 实现收入 319 亿元, 同比-2%, 主要是春节假期时间较晚, 带来国内手游道具销售收入确认减少。视频号总用户使用时长同比增长 20% 以上, 微信小店 GMV 维持同比正增长。
- **营销服务业务:** 26Q1 实现收入 382 亿元, 同比+20%, 增长主要来自 AI 驱动的广告推荐模型升级, 以及对微信生态系统内闭环营销能力的拓展, 推动了广告效果优化及广告单价提升。广告主营销服务投放金额中约 30% 得到公司旗下智能投放产品矩阵腾讯营销 AIM+ 的赋能, 在小游戏、短剧及微信小店场景中均得到应用。一季度大部分行业广告主投放有所增长, 其中互联网服务、电商及游戏增长较为显著。
- **金融科技及企业服务业务:** 26Q1 实现收入 599 亿元, 同比+9%, 金融科技收入增长主要来自理财服务、商业支付贡献, 其中商业支付收入同比增速环比有所提升, 主要来自交易数量及部分品类单均交易额增长; 企业服务收入实现 20% 同比增长, 主要来自国内外市场 AI 相关需求在内的各类服务需求增加及定价优化, 带来云服务收入增长。此外微信小店 GMV 增长也驱动了商家技术服务费收入增长。
- **经营情况及盈利能力:** 26Q1 公司实现毛利润 1113 亿元, 同比+11%, 高毛利收入贡献增加, 但 AI 相关设备折旧及运营成本有所提升; 毛利率达 57%, 同比+1pct; 费用方面销售费用 Q1 同比下滑 13% 至 113 亿元, 主要是游戏及电竞赛事推广减少, 同时 AI 应用相关支出有所增加, 管理费用同比下降 7% 至 339 亿元, 研发费用同比增长 19% 达到 225 亿元。Q1 实现 Non-IFRS 归母净利润 679 亿元, 同比+11%, 其中 Non-IFRS 基准下联营公司利润为 71 亿元, 较 25 年 Q4 (91 亿元) 有所下降。本季度资本开支 319 亿元, 环比 Q4 (196 亿元) 有所提升, 主要用于支持 AI 相关投入。
- **AI 领域进展:** 公司持续在 AI 领域积极布局, 1) 基础模型及原生应用方面, 公司近期发布 Hy3 preview 大语言模型, OpenRouter 数据显示 4 月 28 日以来模型 token 消耗量排名第一; Agent 产品方面, Workbuddy 日活在智能体中稳居前列, QClaw 公测 10 天用户即破百万。2) 游戏方面, 通过在游戏中部署 AI, 提升了内容制作效率, 改善用户体验的同时提升了投放效益; 3) 广告方面, 进一步升级广告技术基础模型, 智能投放产品矩阵腾讯广告 AIM+ 赋能投放金额提升。公司主业保持稳健, 现有高质量收入带来的稳定现金流将有助于支持基本面持续向上, 保持财务稳健, 为 AI 应用的持续布局投入提供

强烈推荐 (维持)

TMT 及中小盘/传媒

目标估值: NA

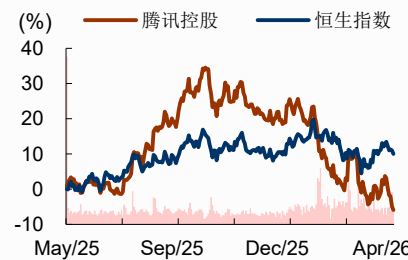
当前股价: 462.6 港元

基础数据

总股本 (百万股)	9118
香港股 (百万股)	9118
总市值 (十亿港元)	4218.0
香港股市值 (十亿港元)	4218.0
每股净资产 (港元)	123.7
ROE (TTM)	19.9
资产负债率	40.9%
主要股东	Advance Data Services Limited
主要股东持股比例	8.825%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-26	-4
相对表现	-5	-26	-15



相关报告

- 1、《腾讯控股 (00700) — 游戏业务增速超预期, AI 应用投入持续加大》2026-03-23
- 2、《腾讯控股 (00700) — 游戏优质储备丰富, 关注 AI 领域相关进展》2025-12-26
- 3、《腾讯控股 (00700) — 游戏广告业务增速超预期, AI 生态布局持续加速》2025-11-17

刘晓珊 S1090525050004

liuxiaoshan@cmschina.com.cn

顾佳 S1090513030002

gujia@cmschina.com.cn

有力支撑，带来长期商业化空间。

- **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，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 AI 应用生态业务推进。我们预期 2026-2028 年公司营收有望达到 8334、9150、9949 亿元，经调整归母净利润 2793、3085、3395 亿元，对应 PE 分别为 13.0、11.8、10.7x，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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	660257	751766	833448	915011	994923
同比增长	8%	14%	11%	10%	9%
营业利润(百万元)	200097	244739	274204	311104	350213
同比增长	31%	22%	12%	13%	13%
经调整归母净利润(百万元)	222703	259626	279312	308509	339457
同比增长	41%	17%	8%	10%	10%
每股收益(元)	24.14	28.47	30.61	33.81	37.20
PE	16.5	14.0	13.0	11.8	10.7
PB	3.8	3.2	2.7	2.3	2.0

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：长青游戏稳中有升，优质产品储备丰富	4
2、 社交网络业务：视频号用户时长持续提升	5
3、 营销服务业务：AIGC 助力广告增效，投放全流程效率显著提升	6
4、 金融科技及企业服务：国内外需求增长拉动企业云收入持续高增，商业支付增速回暖	7
5、 盈利能力优秀，AI 相关投入加速	8
二、 投资建议	10
三、 风险提示	11

图表目录

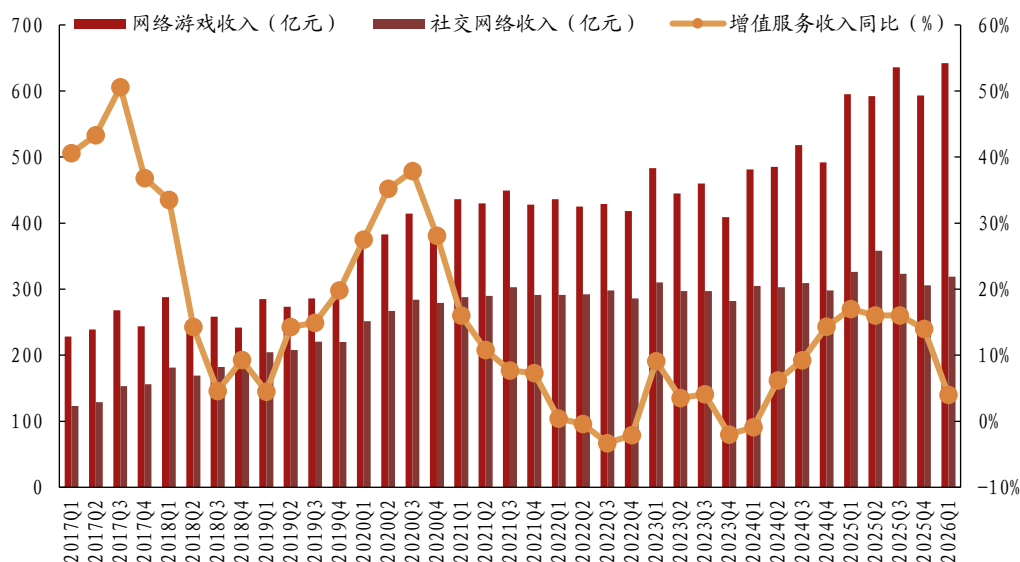
图 1：腾讯分季度网络游戏收入及社交网络收入（亿元）	4
图 2：腾讯分季递延收入（亿元）	4
图 3：《三角洲行动》国服 DAU 破 5000 万	5
图 4：《和平精英》DAU 突破 9000 万	5
图 5：腾讯音乐音乐相关会员服务收入 45.7 亿元	6
图 6：腾讯分季度微信（含 WeChat）及 QQ 活跃用户数变化	6
图 7：公司营销服务业务收入情况（亿元）	7
图 8：公司营销服务业务毛利润及毛利率（百万元）	7
图 9：公司主营业务结构（单位：百万元）	7
图 10：金融科技及企业服务业务收入情况（百万元）	8
图 11：金融科技及企业服务业务毛利及毛利率（百万元）	8
图 12：腾讯 AI 产品矩阵协同	9
图 13：Hy3 preview 调用量激增	10
图 14：公司费用率情况	10
图 15：公司经营利润率及净利率情况	10
附：财务预测表	12

一、分业务表现

1、网络游戏业务：长青游戏稳中有升，优质产品储备丰富

2026 年 Q1 公司本土游戏收入 454 亿元，同比增长 6%，海外游戏收入 188 亿元，同比增长 13%。

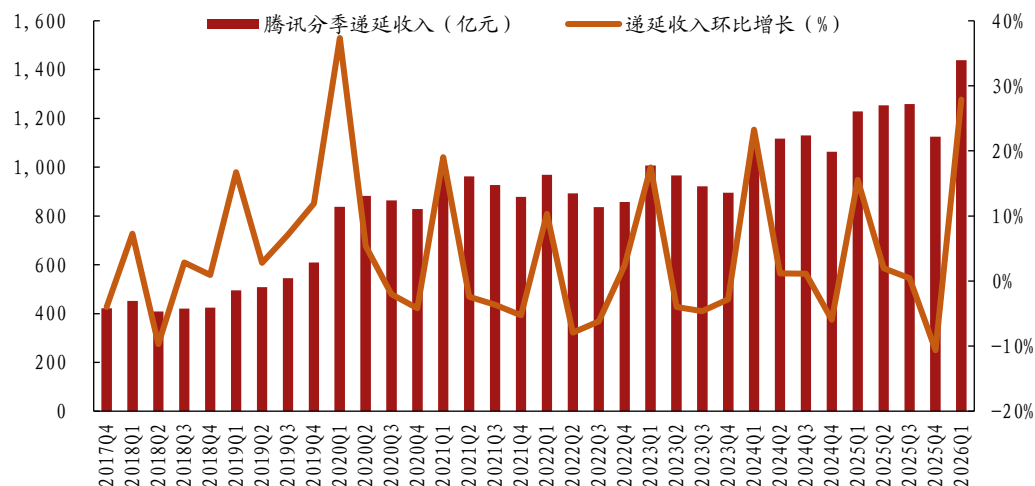
图 1：腾讯分季度网络游戏收入及社交网络收入（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

2026Q1 公司递延收入 1438.83 亿元，环比增长 27.9%。

图 2：腾讯分季递延收入（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

26Q1 增值服务收入同比增长 4%至 961 亿元人民币，其中游戏业务收入 642 亿元，同比增长 8%。

国内游戏收入 454 亿元，同比增长 6%，流水同比增长 10%以上，今年春节假期

晚于 2025 年导致部分收入递延确认；流水增长主要来自长线游戏《王者荣耀》《和平精英》，流水均创新高，以及 24 年 9 月上线的《三角洲行动》、《无畏契约：源能行动》等游戏贡献，其中《和平精英》除夕 DAU 突破 9000 万，《三角洲行动》2 月 DAU 突破 5000 万。新游戏中，3 月 26 日上线的《洛克王国：世界》首月日活超 1300 万，留存率较高，两日即登顶 iOS 免费榜、畅销榜。

海外游戏收入增长 13% 至 188 亿元，主要来自《部落冲突：皇室战争》、《鸣潮》及《无畏契约》PC 端收入增长贡献。受益于称为“buff”的新能力和改进的胜利评价体系，《荒野乱斗》日活跃用户数及流水同比快速增长；《鸣潮》新赛季“赠予雪中的你”新地图、内容和角色均获得玩家好评。

图 3：《三角洲行动》国服 DAU 破 5000 万

图 4：《和平精英》DAU 突破 9000 万



资料来源：《三角洲行动》官方微博、招商证券

资料来源：《和平精英》官网、招商证券

2、社交网络业务：视频号用户时长持续提升

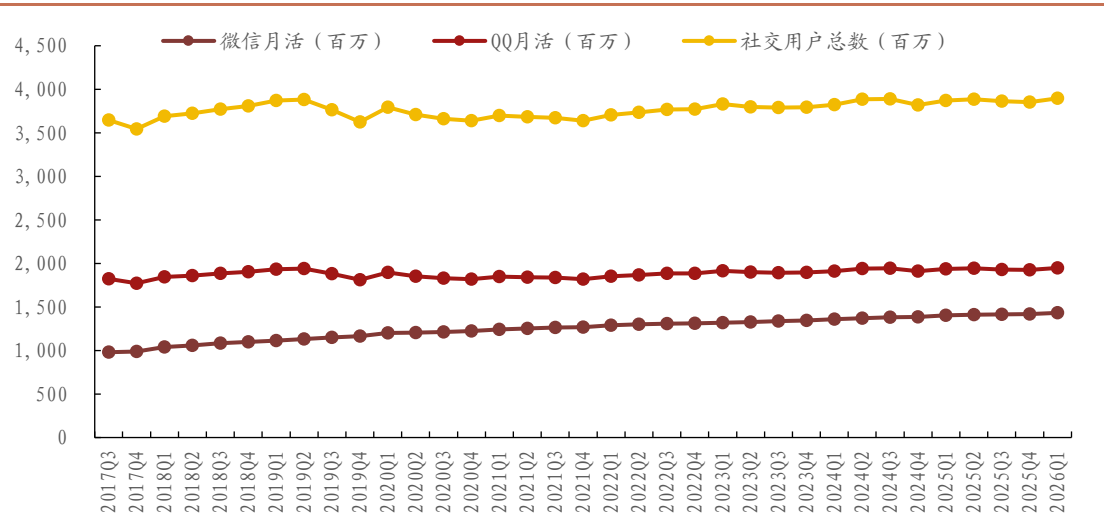
26 年 Q1 公司社交网络业务实现收入 319 亿元，同比下降 2%，主要是春节假期时间较晚，带来国内手游道具销售收入确认减少。本季度视频号总用户使用时长同比增长 20% 以上，微信小店 GMV 维持同比正增长。腾讯音乐方面，一季度音乐相关服务收入同比增长 12.2% 至 65.1 亿元。其中音乐相关会员服务收入同比增长 6.6% 至 45.7 亿元。音乐相关非会员服务收入同比增长 28.0% 至 19.4 亿元。社交平台方面，微信及 WeChat 合并月活跃账户数达到 14.23 亿，同比增长 2%；QQ 移动终端月活跃账户数同比下降 3%，达到 5.16 亿；收费增值服务付费会员数达 2.66 亿，保持稳定。

图 5: 腾讯音乐音乐相关会员服务收入 45.7 亿元



资料来源: 腾讯音乐娱乐集团、招商证券

图 6: 腾讯分季度微信(含 WeChat)及 QQ 活跃用户数变化



资料来源: 公司公告、招商证券

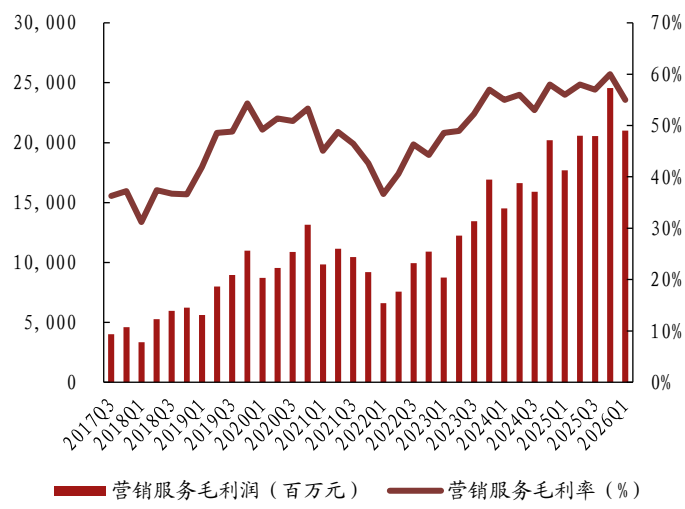
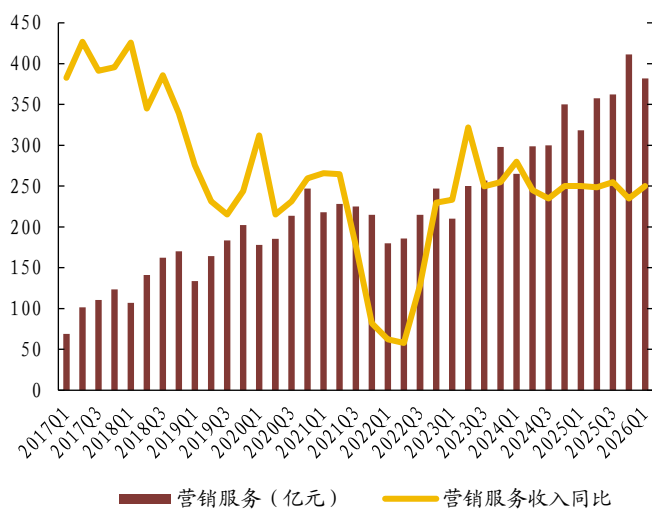
3、营销服务业务: AIGC 助力广告增效, 投放全流程效率显著提升

26Q1 公司广告业务实现收入 382 亿元, 同比增长 20%, 增长主要来自 AI 驱动的广告推荐模型升级, 以及对微信生态系统内闭环营销能力的拓展, 推动了广告效果优化及广告单价提升。广告主营销服务投放金额中约 30% 得到公司旗下智能投放产品矩阵腾讯营销 AIM+ 的赋能, 在小游戏、短剧及微信小店场景中均得到

应用。一季度大部分行业广告主投放有所增长，其中互联网服务、电商及游戏增长较为显著。

图 7：公司营销服务业务收入情况（亿元）

图 8：公司营销服务业务毛利润及毛利率（百万元）



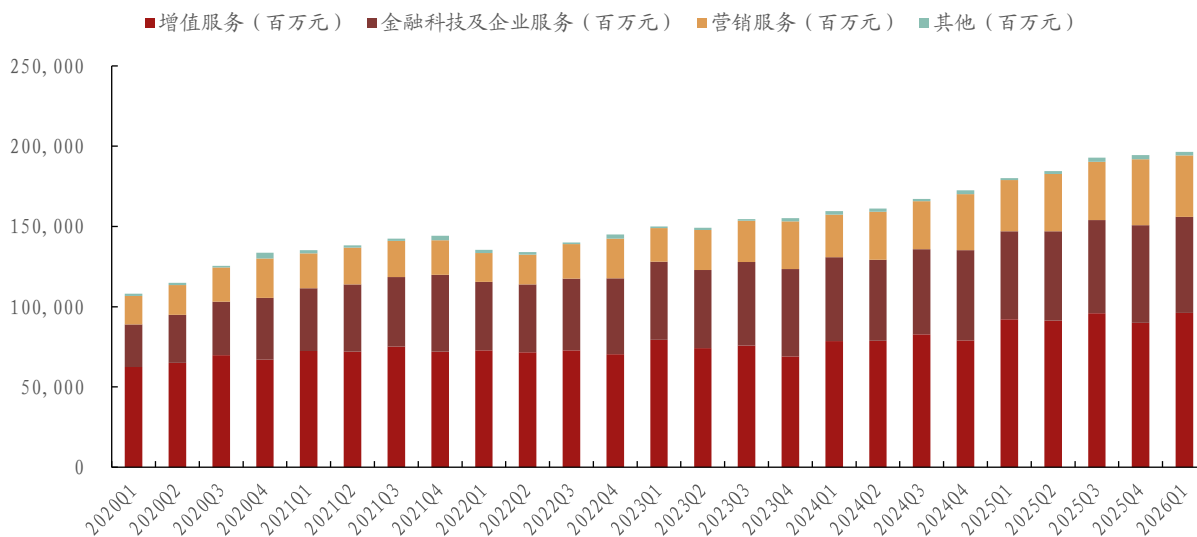
资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

4、金融科技及企业服务：国内外需求增长拉动企业云收入持续高增，商业支付增速回暖

26Q1 公司金融科技及企业服务业务实现收入 599 亿元，同比增长 9%，金融科技收入增长主要来自理财服务、商业支付贡献，其中商业支付收入同比增速环比有所提升，主要来自交易数量及部分品类单均交易额增长；企业服务收入实现 20% 同比增长，主要来自国内外市场 AI 相关需求在内的各类服务需求增加及定价优化，带来云服务收入增长。此外微信小店 GMV 增长也驱动了商家技术服务费收入增长。

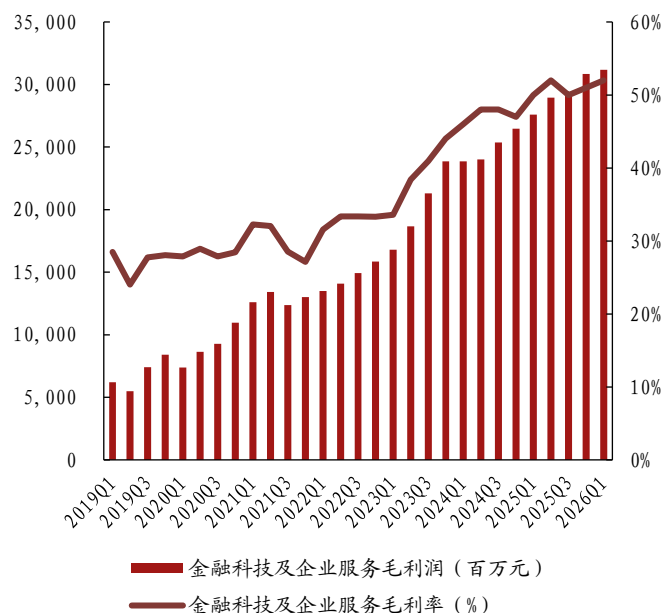
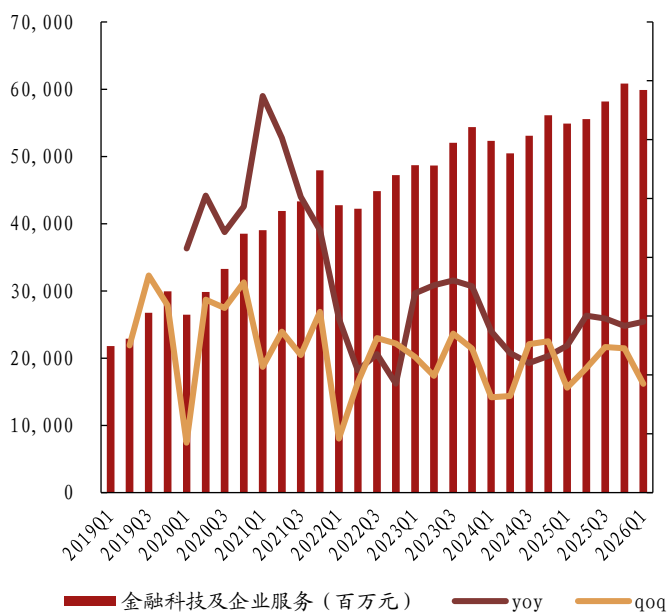
图 9：公司主营业务结构（单位：百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 10: 金融科技及企业服务业务收入情况 (百万元)

图 11: 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

资料来源: 公司公告、招商证券

5、盈利能力优秀，AI 相关投入加速

26Q1 公司实现毛利润 1113 亿元，同比+11%，主要来自高毛利收入贡献增加，但 AI 相关设备折旧及运营成本有所提升；毛利率达 57%，同比+1pct；费用方面销售费用 Q1 同比下滑 13% 至 113 亿元，主要是游戏及电竞赛事推广减少，同时 AI 应用相关支出有所增加，管理费用同比下降 7% 至 339 亿元，研发费用同比增长 19% 达到 225 亿元。Q1 实现 Non-IFRS 归母净利润 679 亿元，同比+11%，其中 Non-IFRS 基准下联营公司利润为 71 亿元，较 25 年 Q4 (91 亿元) 有所下降。本季度资本开支 319 亿元，环比 Q4 (196 亿元) 有所提升，主要用于支持 AI 相关投入。

公司持续在 AI 领域积极布局，AI 矩阵正加速与全生态场景深度融合，协同能力持续彰显。1) 微信及社交生态方面，AI 智能体全面融入核心场景，混元 3.0 深度接入微信、QQ、元宝等产品，微信与 QQ 升级为 AI 智能体控制界面，支持移动端编排跨端复杂任务，元宝与微信进一步打通，用户可通过元宝快速智能分析、总结微信聊天记录；视频号算法与推荐模型持续强化，总使用时长同比增长超 20%，广告加载率保持行业低位仍有较大提升空间；微信小店依托 AI 实现商品智能推荐，品牌商家交易额同比增长超三倍；WorkBuddy 成为国内使用最广泛的生产力 AI 智能体，QClaw 打通远程操控与办公协同，小程序逐步开放 AI 插件并向 AI 技能进化，助力生态流量与效率双升。

图 12: 腾讯 AI 产品矩阵协同



资料来源：腾讯云官网、招商证券

2) 游戏业务方面，AI 深度赋能研发全链路与玩家体验，加速 3D 资产制作、动画渲染与内容生产，优化游戏内智能指引与逼真画质；AI 驱动 NPC 对战与高留存表现，《王者荣耀》《和平精英》流水创历史新高；新品《洛克王国：世界》首月日均活超 1300 万；国际游戏《鸣潮》《荒野乱斗》等借助 AI 内容迭代实现收入增长，AI 成为游戏长线运营与新品爆发的核心引擎。

3) 广告与营销方面，AI 驱动精准投放与效率升级，推出 AI Marketing Plus 智能投放方案，覆盖约 30% 广告主支出；统一 Transformer 架构升级广告推荐模型，深化用户意图理解与转化效率；视频号广告展示量快速增长，激励广告与即玩广告等创新形态降低获客成本，助力营销服务收入同比增长 20%，AI 技术持续释放广告业务增长潜力。

4) 基础大模型方面，混元大模型迎来关键迭代，重组团队重构预训练、强化学习与基础设施，4 月推出混元 3.0 Preview，兼顾综合智能与成本效率，自 4 月 28 日起登顶 Open Router token 使用量榜首，免费期后仍保持领先；已部署至 131 款内部产品，token 使用量较上一代提升至少 10 倍；模型强化推理、长上下文、编码与工具调用能力，支撑智能体规模化落地，团队正推进更大参数版本迭代，持续夯实 AI 技术底座与生态壁垒。我们认为公司核心业务稳健增长提供充沛现金流，AI 与微信、游戏、广告、云等场景深度融合，叠加混元大模型技术持续突破，有望打开长期业绩增量空间。

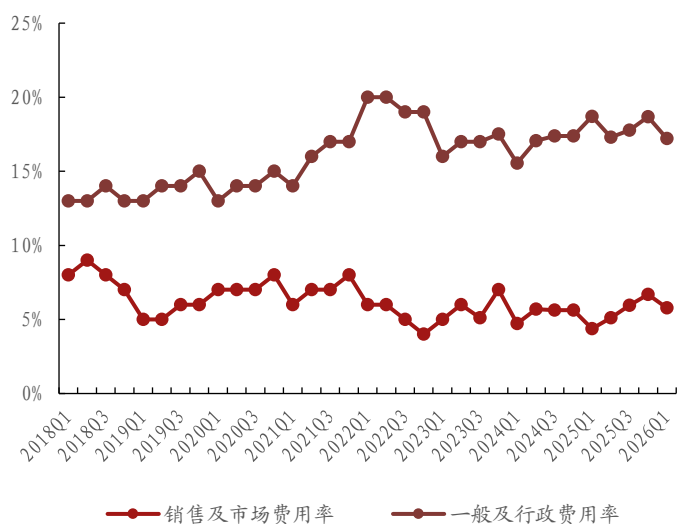
图 13: Hy3 preview 调用量激增

重建大模型 Hy3 preview 调用量激增

- 腾讯混元完成团队、预训练和强化学习基础设施重建，发布并开源Hy3 preview语言模型。在十余款腾讯核心产品首发，并通过腾讯云token plan服务开发者。
- 上线两周实现Token调用量较Hy2增长超10倍，连续三周位列全球大模型API调用榜单OpenRouter周榜第一。
- 多模态方面，混元3D世界模型2.0发布并开源，一键生成3D空间，无缝对接游戏 workflows。

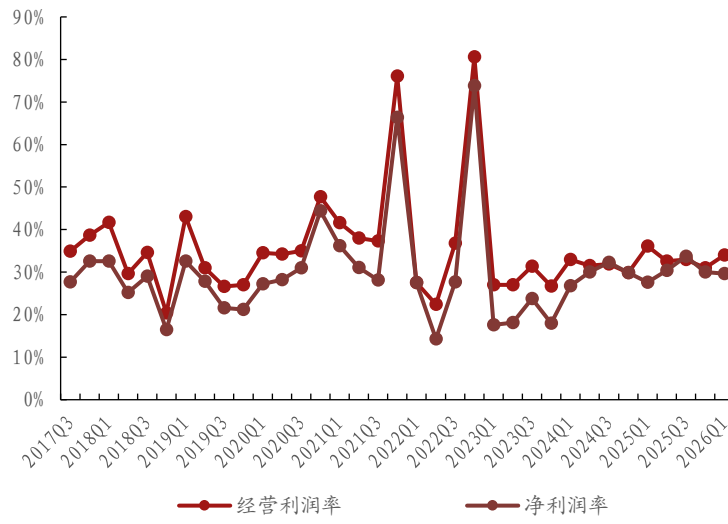
资料来源：腾讯云官网、招商证券

图 14: 公司费用率情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 15: 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，AI 赋能下广告等各业务条线效益显著提升，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 AI 应用生态业务推进。我们预期 2026-2028 年公司营收有望达到 8334、9150、9949 亿元，经调整归母净利润 2793、3085、3395 亿元，对应 PE 分别为 13.0、11.8、10.7x，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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	496180	595460	804511	1036070	1292808
现金及现金等价物	132519	141041	331765	545036	783853
交易性金融资产	12913	44710	44710	44710	44710
其他短期投资	197727	241002	241002	241002	241002
应收账款及票据	48203	49930	55355	60772	66080
其它应收款	101044	111270	123360	135432	147260
存货	440	530	584	626	670
其他流动资产	3334	6977	7735	8492	9234
非流动资产	128481	144352	148159	151714	155214
长期投资	884252	985088	101525	104654	107900
固定资产	92487	159575	166721	170223	171991
无形资产	236923	245705	245928	246154	246382
其他	71153	53158	53690	54226	54769
资产总计	1780995	2038986	2286101	2553215	2844955
流动负债	396909	412751	449079	478014	507686
应付账款	127335	131669	145020	155552	166351
应交税金	20624	22281	22281	22281	22281
短期借款	52885	42618	43675	44786	45928
其他	196065	216183	238103	255395	273126
长期负债	330190	385170	385170	385170	385170
长期借款	277107	334573	334573	334573	334573
其他	53083	50597	50597	50597	50597
负债合计	727099	797921	834249	863184	892856
股本	0	0	0	0	0
储备	980742	116105	136636	159841	185365
少数股东权益	80348	86913	92385	98517	105349
归属于母公司所有者权益	973548	115415	135946	159151	184675
负债及权益合计	1780995	2038986	2286101	2553215	2844955

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	258521	303052	327244	353436	387991
净利润	194073	224842	247540	276737	307683
折旧与摊销	56213	66028	83602	87346	89181
营运资本变动	21881	16484	16944	9535	10610
其他非现金调整	(13646)	(4302)	(20842)	(20182)	(19482)
投资活动现金流	(122187)	(205732)	(80352)	(81586)	(82869)
资本性支出	(96048)	(112875)	(90900)	(91000)	(91100)
出售资产获得的现金	203	152	152	152	152
投资增减	734684	924271	30387	31515	32692
其它	10588	9396	40782	40777	40772
筹资活动现金流	(176494)	(87155)	(56169)	(58579)	(66305)
债务增减	(20689)	45923	1057	1111	1142
股本增减	(100399)	(70591)	0	0	0
股利支付	28859	37535	42226	44690	52447
其它筹资	(26547)	(24952)	(15000)	(15000)	(15000)
其它调整	(57718)	(75070)	(84451)	(89380)	(104893)
现金净增加额	(39801)	8522	190724	213271	238817

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总营业收入	660257	751766	833448	915011	994923
主营业务收入	660257	751766	833448	915011	994923
营业成本	311011	329173	362550	388880	415878
毛利	349246	422593	470898	526131	579045
营业支出	149149	177854	196694	215028	228832
营业利润	200097	244739	274204	311104	350213
利息支出	11981	15130	15000	15000	15000
利息收入	16004	16909	16000	16000	16000
权益性投资损益	16756	28642	28642	28642	28642
其他非经营性损益	7161	(3328)	(3328)	(3328)	(3328)
非经常项目损益	13448	5417	5417	5417	5417
除税前利润	241485	277249	305935	342835	381944
所得税	45018	47448	52923	59965	67430
少数股东损益	2394	4959	5472	6132	6832
经调整归母净利润	222703	259626	279312	308509	339457
EPS(元)	24.14	28.47	30.61	33.81	37.20

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业收入	8%	14%	11%	10%	9%
营业利润	31%	22%	12%	13%	13%
净利润	68%	16%	10%	12%	11%
获利能力					
毛利率	52.9%	56.2%	56.5%	57.5%	58.2%
净利率	29.4%	29.9%	29.7%	30.2%	30.9%
ROE	19.9%	19.5%	18.2%	17.4%	16.7%
ROIC	13.9%	14.3%	14.0%	13.8%	13.6%
偿债能力					
资产负债率	40.8%	39.1%	36.5%	33.8%	31.4%
净负债比率	18.5%	18.5%	16.5%	14.9%	13.4%
流动比率	1.3	1.4	1.8	2.2	2.5
速动比率	1.2	1.4	1.8	2.2	2.5
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
存货周转率	694.2	678.7	651.0	642.8	641.9
应收账款周转率	4.7	4.8	4.9	4.9	4.9
应付账款周转率	2.6	2.5	2.6	2.6	2.6
每股资料(元)					
每股收益	24.14	28.47	30.61	33.81	37.20
每股经营现金	28.02	33.23	35.87	38.74	42.52
每股净资产	105.53	126.55	149.00	174.43	202.41
每股股利	3.93	4.63	4.90	5.75	6.70
估值比率					
PE	16.5	14.0	13.0	11.8	10.7
PB	3.8	3.2	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	8.3	7.0	6.2	5.6	5.1

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。