www.research.cicc.com

脸书(META PLATFORMS)

Meta Connect 2026：Muse 服务场景再延申



白洋 分析员
互联网
SAC 执证编号：S0080520110002
SFC CE Ref：BGN055
yang3.bai@cicc.com.cn



肖俨衍 分析员
互联网
SAC 执证编号：S0080521010001
SFC CE Ref：BIL686
yanyan.xiao@cicc.com.cn

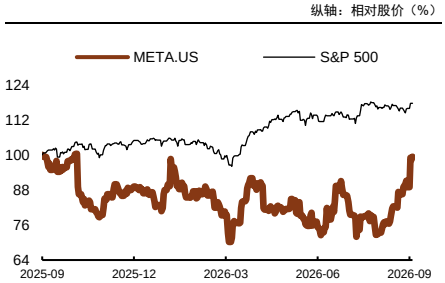


魏萌 分析员
互联网
SAC 执证编号：S0080524070011
SFC CE Ref：BVB685
meng.wei@cicc.com.cn

维持跑赢行业

股票代码	股票评级	目标价
META.US	→ 跑赢行业	美元 776.00

股票代码	META.US
最新收盘价	美元 744.10
52 周最高价/最低价	美元 763.90~520.26
总市值(亿)	美元 18,956



(美元 百万)	2024A	2025A	2026E	2027E
净收入	164,500	200,965	253,823	304,811
增速	21.9%	22.2%	26.3%	20.1%
净利润	62,360	60,458	79,796	86,605
增速	59.5%	-3.1%	32.0%	8.5%
非通用准则净利润	79,050	81,103	104,671	116,476
增速	48.8%	2.6%	29.1%	11.3%
每股净利润	23.99	23.57	31.10	33.75
非通用准则每股净利润	30.42	31.62	40.79	45.39
每股净资产	70.27	84.70	118.17	154.71
每股销售额	63.29	78.35	98.92	118.79
每股经营现金流	35.14	45.15	51.57	61.99
市盈率	31.0	31.6	23.9	22.0
非通用准则市盈率	24.5	23.5	18.2	16.4
市净率	10.6	8.8	6.3	4.8
市销率	11.8	9.5	7.5	6.3
平均总资产收益率	31.3%	25.3%	25.6%	23.1%
平均净资产收益率	47.1%	40.6%	40.2%	33.3%

资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

更多作者及其他信息请见文末披露页

公司动态

公司近况

9 月 24 日，Meta Connect 2026 大会启幕，首席执行官扎克伯格发表主题演讲，聚焦 AI、智能眼镜和 VR 领域的最新突破。

评论

Muse 定位软硬件布局核心，再扩服务范围，关注商业化潜力。9 月 8 日 Meta 在美国正式推出个人 AI Agent Muse，产品早期反馈较强，当前已进入加拿大，后续计划覆盖更多国家。根据演讲，Muse 商业模式定型为免费+交易抽佣，本次发布**购物**（Shopify 全量目录、Shop Pay/PayPal、Walmart）、**出行**（Expedia）、**生活**（Instacart）与**办公**（Box、GitHub、Granola、Notion）等连接器，长期有望打通交易闭环。根据早期用户案例，Muse 已被用于网站分析、航班跟踪、旅行规划、家庭生活及创作支持，创造个人经济价值和节约支出为重点应用方向。

云侧、端侧模型同步强化，个性化、安全为重点方向。Muse Spark 底座持续演进，公司表示近期将公布新一代模型，带动整个模型家族智能与实用性提升；此前公司发布 Muse Glimmer 30B 开源权重本地智能体模型，蒸馏自 Spark、定位本地部署，成为 Meta 把智能体压进终端的基础；公司预计 Muse 的 Secure VM 创新架构（个人智能体在独立计算机上运行）对智能体定向训练能力是一次加强，有望提升产品的个性化体验；后续将推出的 Muse Confidential VM 亦有望进一步强化个人数据的保密性。

设备矩阵构成场景放大器。公司表示 Reality Labs 将明确降低元宇宙投入，优先建设 AI 眼镜，并同步发布：1）听力增强功能以及拍摄等私密处理能力；2）Ray-Ban Meta Audio、Gen 3 在内的多款 AI 眼镜产品系列更新；此外，Meta VR Glasses 计划于 2027 年春季发售，现场公布价格为 1,299 美元。我们延续此前报告判断，Meta 的分发基础、社交深度上下文、硬件布局，有望为 Muse 提供触达用户、理解需求的生态优势。

盈利预测与估值

我们维持 26、27 年收入和净利润预测，维持“跑赢行业”评级，考虑到 27 年业绩预测确定性提升，我们切换至 27 年估值，给与 27 年 23x P/E，上调目标价 11%至 776 美元，较当前股价有 4%上行空间。当前交易于 24x/22x 26e/27e P/E。

风险

监管风险；宏观经济不确定性；AI 行业竞争加剧风险。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万美元)	2024A	2025A	2026E	2027E
利润表				
营业收入	164,500	200,965	253,823	304,811
营业成本	-30,162	-36,174	-46,840	-56,085
销售管理费用	-21,086	-24,143	-31,460	-33,529
研发费用	-43,872	-57,372	-89,620	-114,304
其他	0	0	0	0
营业利润	69,380	83,276	85,903	100,892
财务费用	0	0	0	0
其他利润	0	0	0	0
利润总额	70,664	85,933	84,764	101,292
所得税	-8,304	-25,475	-4,968	-14,687
净利润	62,360	60,458	79,796	86,605
少数股东损益	0	0	0	0
非通用准则净利润	79,050	81,103	104,671	116,476
EBITDA	84,878	101,892	115,047	142,142
资产负债表				
货币资金	43,889	35,873	8,999	34,435
应收账款及票据	16,994	19,769	20,799	26,815
存货	0	0	0	0
其他流动资产	39,162	53,080	52,542	55,036
流动资产合计	100,045	108,722	82,339	116,286
固定资产及在建工程	121,346	176,400	287,515	357,385
无形资产及其他长期资产	20,654	24,534	25,067	25,728
非流动资产合计	176,009	257,299	368,947	439,478
资产合计	276,054	366,021	451,287	555,764
短期借款	0	0	0	0
应付账款	7,687	8,894	9,513	13,116
其他流动负债	25,909	32,942	31,607	38,714
流动负债合计	33,596	41,836	41,120	51,830
长期借款	28,826	58,744	58,744	58,744
非流动负债合计	59,821	106,942	106,942	106,942
负债合计	93,417	148,778	148,062	158,772
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	182,637	217,243	303,225	396,991
负债及股东权益合计	276,054	366,021	451,287	555,764
现金流量表				
税前利润	62,360	60,458	79,796	86,605
折旧和摊销	15,498	18,616	29,143	41,250
营运资本变动	1,048	-885	-1,497	1,329
其他	12,422	37,611	24,875	29,871
经营活动现金流	91,328	115,800	132,318	159,055
资本开支	-37,256	-69,691	-140,031	-114,304
其他	-9,894	-32,312	-761	-914
投资活动现金流	-47,150	-102,003	-140,792	-115,218
股权融资	-30,125	-26,248	0	0
银行借款	0	0	0	0
其他	-10,656	5,878	-18,400	-18,400
筹资活动现金流	-40,781	-20,370	-18,400	-18,400
汇率变动对现金的影响	-786	235	0	0
现金净增加额	2,611	-6,338	-26,874	25,437

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	21.9%	22.2%	26.3%	20.1%
营业利润	48.4%	20.0%	3.2%	17.4%
EBITDA	46.5%	20.0%	12.9%	23.6%
净利润	59.5%	-3.1%	32.0%	8.5%
Non-GAAP 净利润	48.8%	2.6%	29.1%	11.3%
盈利能力				
毛利率	81.7%	82.0%	81.5%	81.6%
营业利润率	42.2%	41.4%	33.8%	33.1%
EBITDA 利润率	51.6%	50.7%	45.3%	46.6%
净利润率	37.9%	30.1%	31.4%	28.4%
Non-GAAP 净利润率	48.1%	40.4%	41.2%	38.2%
偿债能力				
流动比率	2.98	2.60	2.00	2.24
速动比率	2.98	2.60	2.00	2.24
现金比率	1.31	0.86	0.22	0.66
资产负债率	33.8%	40.6%	32.8%	28.6%
净债务资本比率	净现金	10.5%	16.4%	6.1%
回报率分析				
总资产收益率	31.3%	25.3%	25.6%	23.1%
净资产收益率	47.1%	40.6%	40.2%	33.3%
每股指标				
每股净利润(美元)	23.99	23.57	31.10	33.75
非通用准则每股净利润(美元)	30.42	31.62	40.79	45.39
每股净资产(美元)	70.27	84.70	118.17	154.71
每股销售额(美元)	63.29	78.35	98.92	118.79
每股经营现金流(美元)	35.14	45.15	51.57	61.99
估值分析				
市盈率	31.0	31.6	23.9	22.0
非通用准则市盈率	24.5	23.5	18.2	16.4
市净率	10.6	8.8	6.3	4.8
EV/EBITDA	22.2	18.8	16.9	13.5
股息收益率	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%

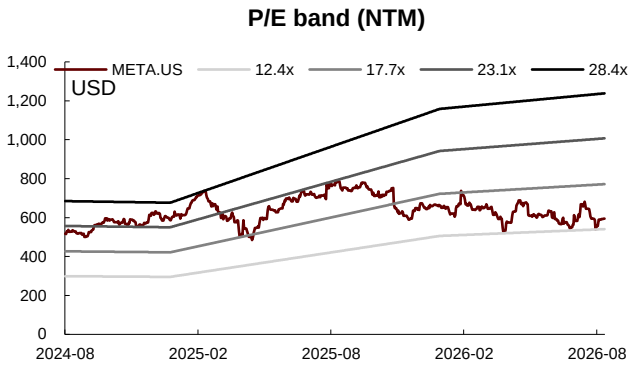
资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

Meta 原名为 Facebook，是目前全球注册用户最多、影响力最大的社交媒体公司之一。公司于 2004 年上线 Facebook 产品，并在随后的发展过程中通过兼并、收购等方式高效完成对图文社交、即时通讯等领域的布局，形成了包括 Instagram、Messenger、WhatsApp 等产品在内的社交媒体矩阵。公司于 2021 年 10 月正式宣布由 Facebook 改名为 Meta，在元宇宙方面展开持续投入。Facebook、Instagram、Messenger、WhatsApp 等产品用户数处于全球领先水平。

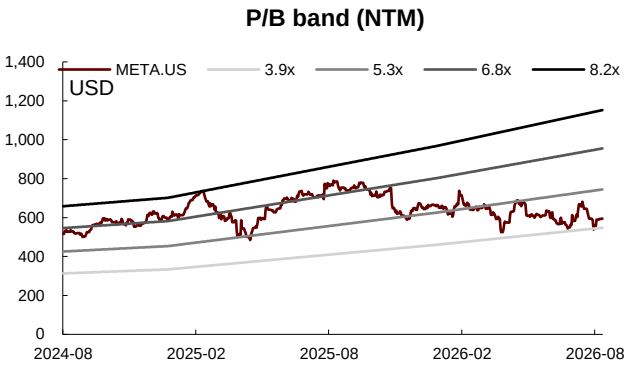
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 1：历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 2：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 3：财务数据

百万美元	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
营业收入	**116,609**	**134,901**	**164,500**	**200,965**	**253,823**	**304,811**
同比增速	-1.1%	15.7%	21.9%	22.2%	26.3%	20.1%
营业成本	25,249	25,958	30,162	36,174	46,840	56,085
毛利润	91,360	108,943	134,338	164,791	206,984	248,726
毛利率	**78.3%**	**80.8%**	**81.7%**	**82.0%**	**81.5%**	**81.6%**
销售费用	15,261	12,301	11,347	11,991	14,351	15,850
销售费用率	13.1%	9.1%	6.9%	6.0%	5.7%	5.2%
管理费用	11,816	11,408	9,739	12,152	17,109	17,679
管理费用率	10.1%	8.5%	5.9%	6.0%	6.7%	5.8%
研发费用	35,338	38,483	43,872	57,372	89,620	114,304
研发费用率	30.3%	28.5%	26.7%	28.5%	35.3%	37.5%
经营利润	**28,945**	**46,751**	**69,380**	**83,276**	**85,903**	**100,892**
经营利润率	**24.8%**	**34.7%**	**42.2%**	**41.4%**	**33.8%**	**33.1%**
应用家族经营利润	42,662	62,870	87,109	102,469	104,050	116,892
应用家族经营利润率	37.3%	47.3%	53.7%	51.6%	41.4%	38.8%
Reality Labs经营利润	-13,717	-16,119	-17,729	-19,193	-18,147	-16,000
Reality Labs经营利润率	-635.3%	-850.2%	-826.1%	-869.6%	-717.6%	-506.2%
净利润	**23,199**	**39,097**	**62,360**	**60,458**	**79,796**	**86,605**
净利润率	19.9%	29.0%	37.9%	30.1%	31.4%	28.4%

1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26E	4Q26E
36,455	**39,071**	**40,589**	**48,385**	**42,314**	**47,516**	**51,242**	**59,893**	**56,311**	**60,801**	**63,591**	**73,120**
27.3%	22.1%	18.9%	20.6%	16.1%	21.6%	26.2%	23.8%	33.1%	28.0%	24.1%	22.1%
6,640	7,308	7,375	8,839	7,572	8,491	9,206	10,905	10,218	11,330	11,764	13,527
29,815	31,763	33,214	39,546	34,742	39,025	42,036	48,988	46,093	49,471	51,827	59,593
81.8%	**81.3%**	**81.8%**	**81.7%**	**82.1%**	**82.1%**	**82.0%**	**81.8%**	**81.9%**	**81.4%**	**81.5%**	**81.5%**
2,564	2,721	2,822	3,240	2,757	2,979	2,845	3,410	2,908	3,431	3,625	4,387
7.0%	7.0%	7.0%	6.7%	6.5%	6.3%	5.6%	5.7%	5.2%	5.6%	5.7%	6.0%
3,455	3,658	1,865	761	2,280	2,663	3,512	3,697	2,614	5,609	4,133	4,753
9.5%	9.4%	4.6%	1.6%	5.4%	5.6%	6.9%	6.2%	4.6%	9.2%	6.5%	6.5%
9,978	10,537	11,177	12,180	12,150	12,942	15,144	17,136	17,699	21,656	23,211	27,054
27.4%	27.0%	27.5%	25.2%	28.7%	27.2%	29.6%	28.6%	31.4%	35.6%	36.5%	37.0%
13,818	**14,847**	**17,350**	**23,365**	**17,555**	**20,441**	**20,535**	**24,745**	**22,872**	**18,775**	**20,858**	**23,398**
37.9%	**38.0%**	**42.7%**	**48.3%**	**41.5%**	**43.0%**	**40.1%**	**41.3%**	**40.6%**	**30.9%**	**32.8%**	**32.0%**
17,664	19,335	21,778	28,332	21,765	24,971	24,967	30,766	26,900	23,394	25,608	28,148
49.0%	49.9%	54.0%	59.9%	51.9%	53.0%	49.2%	52.2%	48.1%	38.8%	40.6%	39.1%
-3,846	-4,488	-4,428	-4,967	-4,210	-4,530	-4,432	-6,021	-4,028	-4,619	-4,750	-4,750
-874.1%	-1271.4%	-1640.0%	-458.6%	-1021.8%	-1224.3%	-943.0%	-630.5%	-1002.0%	-1071.7%	-849.3%	-418.0%
12,369	**13,465**	**15,688**	**20,838**	**16,644**	**18,337**	**2,709**	**22,768**	**26,773**	**15,848**	**17,521**	**19,655**
33.9%	34.5%	38.7%	43.1%	39.3%	38.6%	5.3%	38.0%	47.5%	26.1%	27.6%	26.9%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 4：可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	财报货币	收盘价 09-23	目标价	评级	市销率		非通用准则市盈率		市净率	
							2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
内容、社交和游戏												
00700.HK	腾讯控股*	HKD	CNY	441.00	666.00	跑赢行业	4.2	3.6	12.7	11.6	2.3	1.9
NTES.US	网易*	USD	CNY	117.02	171.00	跑赢行业	4.2	3.7	12.4	10.4	2.7	2.3
09999.HK	网易*	HKD	CNY	184.30	265.00	跑赢行业	4.2	3.8	N.M.	N.M.	2.8	2.3
01024.HK	快手-W*	HKD	CNY	30.78	47.00	跑赢行业	0.8	0.8	13.2	9.1	1.4	1.2
BILI.US	哔哩哔哩*	USD	CNY	15.01	25.00	跑赢行业	1.4	1.3	15.0	13.2	2.7	2.4
09626.HK	哔哩哔哩-W*	HKD	CNY	118.70	194.00	跑赢行业	1.4	1.3	15.3	13.4	2.7	2.4
ZH.US	知乎(ZHIHU)*	USD	CNY	3.50	3.70	跑赢行业	0.7	0.6	N.M.	68.7	0.5	0.5
TME.US	腾讯音乐*	USD	CNY	8.22	14.30	跑赢行业	2.5	2.2	8.9	7.9	1.0	0.9
01698.HK	腾讯音乐-SW*	HKD	CNY	31.98	55.50	跑赢行业	2.5	2.2	8.9	7.9	1.0	0.9
09899.HK	网易云音乐*	HKD	CNY	85.60	141.00	跑赢行业	1.9	1.8	9.1	8.1	1.1	0.9
MOMO.US	挚文*	USD	CNY	4.93	7.50	跑赢行业	0.5	0.5	5.3	4.4	0.5	0.4
YALA.US	YALLA*	USD	USD	5.46	8.34	跑赢行业	2.8	2.5	6.8	5.7	1.0	0.9
09911.HK	赤子城科技*	HKD	USD	9.38	14.50	跑赢行业	1.3	1.1	7.9	6.7	3.0	2.1

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

00799.HK	IGG*	HKD	HKD	3.08	4.50	跑赢行业	0.6	0.6	6.1	5.8	1.1	1.0
JOYY.US	欢聚*	USD	USD	80.38	97.00	跑赢行业	1.6	1.5	14.9	12.5	0.6	0.7
HUYA.US	虎牙*	USD	CNY	2.32	3.60	跑赢行业	0.5	0.4	15.1	11.7	0.8	0.7
WB.US	微博*	USD	USD	6.56	9.30	跑赢行业	1.0	1.0	5.6	5.3	0.4	0.4
BIDU.US	百度*	USD	CNY	89.78	205.00	跑赢行业	1.6	1.5	10.4	9.0	0.7	0.6
09888.HK	百度集团-W*	HKD	CNY	88.55	196.00	跑赢行业	1.6	1.5	10.6	9.1	0.7	0.6
BZ.US	BOSS 直聘*	USD	CNY	14.41	17.00	跑赢行业	4.8	4.2	11.3	10.1	2.2	2.0
06100.HK	同道猎聘*	HKD	CNY	2.13	3.90	跑赢行业	0.4	0.4	4.8	4.4	0.3	0.3
01357.HK	美图公司*	HKD	CNY	3.87	6.60	跑赢行业	3.2	2.7	11.8	10.3	1.6	1.5
META.US	脸书(META PLATFORMS)*	USD	USD	744.10	776.00	跑赢行业	7.5	6.3	18.2	16.4	6.3	4.8
GOOGL.US	谷歌*	USD	USD	337.83	407.91	跑赢行业	8.3	6.7	14.6	18.7	5.7	4.3
平均值							**2.5**	**2.2**	**9.5**	**12.2**	**1.8**	**1.5**
中值							**1.6**	**1.5**	**10.6**	**9.1**	**1.1**	**1.0**
电商和物流												
BABA.US	阿里巴巴*	USD	CNY	110.80	178.00	跑赢行业	1.5(a)	1.3(a)	17.2(a)	11.3(a)	1.5(a)	1.4(a)
09988.HK	阿里巴巴-SW*	HKD	CNY	109.80	172.00	跑赢行业	1.5(a)	1.4(a)	17.5(a)	11.5(a)	1.6(a)	1.4(a)
JD.US	京东*	USD	CNY	27.16	36.00	跑赢行业	0.2	0.2	7.7	5.3	1.0	0.8
PDD.US	拼多多*	USD	CNY	79.20	118.04	跑赢行业	1.6	1.3	7.6	5.4	1.5	1.2
VIPS.US	唯品会*	USD	CNY	12.37	17.10	跑赢行业	0.4	0.4	5.9	4.4	0.7	0.6
02618.HK	京东物流*	HKD	CNY	10.26	19.40	跑赢行业	0.2	0.2	6.7	5.6	0.9	0.8
DDL.US	叮咚买菜*	USD	CNY	2.28	3.38	跑赢行业	0.1	0.1	7.5	6.0	2.0	1.4
YMM.US	满帮集团*	USD	CNY	8.34	12.28	跑赢行业	4.6	4.2	11.1	9.0	1.3	1.2
AMZN.US	亚马逊*	USD	USD	249.27	280.00	跑赢行业	3.3	2.9	18.4	21.6	5.2	4.0
平均值							**1.5**	**1.3**	**11.1**	**8.9**	**1.8**	**1.4**
中值							**1.5**	**1.3**	**7.7**	**6.0**	**1.5**	**1.2**
本地生活、O2O 和 OTA												
03690.HK	美团-W*	HKD	CNY	72.85	125.00	跑赢行业	0.9	0.8	144.5	14.0	2.6	2.3
TCOM.US	携程集团*	USD	CNY	40.63	55.00	跑赢行业	2.6	2.3	10.7	9.6	1.0	0.9
09961.HK	携程集团-S*	HKD	CNY	323.40	427.00	跑赢行业	2.7	2.4	10.9	9.9	1.0	0.9
00780.HK	同程旅行*	HKD	CNY	10.53	15.00	跑赢行业	1.0	0.9	5.8	5.3	0.8	0.7
DIDIY.US	滴滴出行*	USD	CNY	3.63	4.60	跑赢行业	0.4	0.3	N.M.	12.4	1.1	0.8
02643.HK	曹操出行*	HKD	CNY	11.70	50.00	跑赢行业	0.2	0.2	N.M.	21.1	N.M.	N.M.
BKNG.US	BOOKING*	USD	USD	155.90	220.00	跑赢行业	4.2	3.7	15.0	12.7	N.M.	21.0
EXPE.US	亿客行(EXPEDIA)*	USD	USD	259.04	345.00	跑赢行业	1.9	1.7	11.9	8.4	9.9	5.2
ABNB.US	爱彼迎*	USD	USD	149.58	170.00	跑赢行业	6.3	5.7	29.0	24.6	8.9	6.2
MMYT.US	MAKEMYTRIP*	USD	USD	46.79	65.00	跑赢行业	4.0(a)	3.5(a)	20.3(a)	16.9(a)	152.2(a)	26.7(a)
UBER.US	优步(UBER TECHNOLOGIES)*	USD	USD	69.42	99.40	跑赢行业	2.4	2.1	20.2	14.1	4.3	3.0
DASH.US	DOORDASH*	USD	USD	189.27	275.00	跑赢行业	4.6	3.8	27.0	21.1	6.6	5.0
平均值							**2.6**	**2.3**	**18.3**	**14.2**	**N.M.**	**5.9**
中值							**2.5**	**2.2**	**13.4**	**13.4**	**1.8**	**2.6**

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据
标有(a)的数值所对应的年份为本列顶部所示年份之后的一年
资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

团队信息



白洋　分析员
互联网
SAC 执证编号：S0080520110002
SFC CE Ref：BGN055
yang3.bai@cicc.com.cn



肖俨衍　分析员
互联网
SAC 执证编号：S0080521010001
SFC CE Ref：BIL686
yanyan.xiao@cicc.com.cn



魏萌　分析员
互联网
SAC 执证编号：S0080524070011
SFC CE Ref：BVB685
meng.wei@cicc.com.cn



杨子捷　分析员
全球研究
SAC 执证编号：S0080524080001
SFC CE Ref：BUS854
zijie3.yang@cicc.com.cn

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。



本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从https://research.cicc.com/footer/disclosures 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：张莹

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

北京 中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505 1166
传真：(86-10) 6505 1156

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 29 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市南山区科苑南路 2801 号
中金大厦 17-21 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319 5000
传真：(86-755) 8319-9229

香港
中国国际金融（国际）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

东京
中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内３丁目２番３号
丸の内二重橋ビル２１階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约
CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32nd Floor,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

伦敦
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福
China International Capital Corporation (Europe) GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。