www.research.cicc.com

腾讯控股

AI 投入坚定，静待业务成果



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

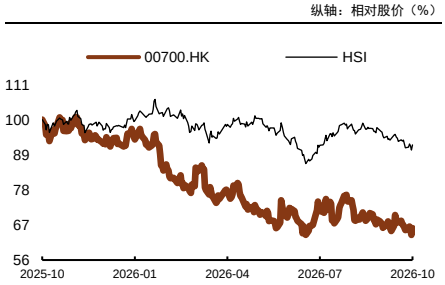


魏萌 分析员
互联网
SAC 执证编号：S0080524070011
SFC CE Ref：BVB685
meng.wei@cicc.com.cn

维持跑赢行业

股票代码	股票评级	目标价
00700.HK	→ 跑赢行业	港币 666.00

股票代码	00700.HK
最新收盘价	港币 424.80
52 周最高价/最低价	港币 661.30~411.00
总市值(亿)	港币 38,625.4



(人民币 百万)	2024A	2025A	2026E	2027E
净收入	660,257	751,766	824,564	903,145
增速	8.4%	13.9%	9.7%	9.5%
净利润	194,073	224,842	222,548	226,112
增速	68.4%	15.9%	-1.0%	1.6%
Non-IFRS 净利润	222,703	259,626	266,549	276,451
增速	41.2%	16.6%	2.7%	3.7%
每股净利润	20.63	24.32	24.61	25.57
Non-IFRS 每股净利润	23.67	28.09	29.47	31.26
每股净资产	112.02	134.26	162.21	191.45
每股销售额	70.18	81.32	91.17	102.12
每股经营现金流	27.48	32.78	37.63	36.82
市盈率	19.3	15.7	14.9	13.9
Non-IFRS 市盈率	16.9	13.6	12.4	11.4
市净率	3.6	2.8	2.3	1.9
市销率	5.7	4.7	4.0	3.5
平均总资产收益率	13.3%	13.6%	12.5%	11.8%
平均净资产收益率	23.1%	22.6%	19.7%	17.5%

资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

公司动态

公司近况

我们更新对腾讯的追踪，公司主营的游戏、广告、金融和企服业务延续高质量增长，大模型、Agent布局加速。

评论

国内游戏、金融平稳增长，广告、云增长动能持续。1）游戏：我们预计 3Q国内游戏收入同增 11%，长青游戏基本盘稳健，关注IP衍生新品长线运营表现；我们预计 3Q海外游戏收入同比降低 4%，主要系高基数影响。**2）广告：**我们预计 3Q广告收入同增 19%，短期宏观有所压力，但视频号加载率提升，AI提效，海外游戏IAA收入等积极因素依然在。**3）FBS：**我们预计 3Q金融与企业服务收入同增 11%，受宏观与消费情绪影响，我们预计金融科技增速平稳；我们预计企业服务收入同增超 30%，我们预计2H云计算仍有望进一步提速，AI相关收入有所贡献。此外，主业毛利率稳中向好，自研游戏和视频号广告占比提升有望驱动毛利率优化。

模型、Agent进展加速，今明两年仍是投入期。模型层，8 月底公司发布并开源混元Hy4 preview模型，规模和能力相较前一代跃升，今年 2 月以来，混元平均每两个月迭代一次大版本，节奏明显加速。Agent产品侧，6 月以来“小微”测试范围持续扩大，WorkBuddy用户访问量在同类产品名列前茅，公司预计其商业化反馈良好，付费从少数长期用户向多种类个人提效、企业提效延伸。公司预计 3-4Q为AI新产品重点投入期，当前以补贴与免费方式获取用户，催化需求持续上行，为后续付费转化打下基础，且 27 年AI新业务的投入规模可能更大，我们预计AI投入加大对短期利润造成压力，我们预计 3Q经调整营业利润同比降低 1%。我们认为AI发展即将进入应用驱动为主阶段，而腾讯拥有丰富场景和生态优势，有望在AI应用时代把握先机，迎来价值重估。

盈利预测与估值

我们维持 26、27 年收入预测不变，考虑到AI投入集中在 2H和 27 年，我们下调 26、27 年Non-IFRS盈利预测 1%和 2%至 2,665 和 2,765 亿元。维持“跑赢行业”评级及目标价 666 港元，对应 20x/19x 26e/27e Non-IFRS P/E，较当前股价有 57%上行空间。当前交易于 12x/11x 26e/27e Non-IFRS P/E。

风险

宏观经济不确定性；监管因素；成本或费用率高于预期。

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(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E
利润表				
营业收入	660,257	751,766	824,564	903,145
营业成本	-311,011	-329,173	-352,035	-374,664
销售管理费用	-149,149	-177,854	-220,692	-279,422
研发费用	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
营业利润	208,099	241,562	254,728	253,575
财务费用	-11,981	-15,130	-12,731	-14,450
其他利润	45,367	50,817	36,666	41,500
利润总额	241,485	277,249	278,663	280,625
所得税	-45,018	-47,448	-50,861	-50,512
净利润	194,073	224,842	222,548	226,112
少数股东损益	2,394	4,959	5,254	4,000
Non-IFRS 净利润	222,703	259,626	266,549	276,451
EBITDA	287,426	326,965	335,129	367,745
资产负债表				
货币资金	132,519	141,041	167,641	245,234
应收账款及票据	48,203	49,930	54,765	59,984
存货	440	530	581	637
其他流动资产	315,018	403,959	399,213	412,450
流动资产合计	496,180	595,460	622,200	718,305
固定资产及在建工程	80,185	149,905	231,740	317,537
无形资产及其他长期资产	196,127	205,999	217,363	236,590
非流动资产合计	1,284,815	1,443,526	1,592,791	1,760,695
资产合计	1,780,995	2,038,986	2,214,991	2,479,000
短期借款	52,885	42,618	42,618	42,618
应付账款	118,712	121,127	129,539	137,866
其他流动负债	225,312	249,006	269,755	290,424
流动负债合计	396,909	412,751	441,912	470,909
长期借款	277,107	334,573	252,936	261,083
非流动负债合计	330,190	385,170	306,015	314,916
负债合计	727,099	797,921	747,928	785,825
少数股东权益	80,348	86,913	86,913	86,913
股东权益合计	1,053,896	1,241,065	1,467,063	1,693,175
负债及股东权益合计	1,780,995	2,038,986	2,214,991	2,479,000
现金流量表				
税前利润	241,485	277,249	278,663	280,625
折旧和摊销	45,941	49,716	56,466	65,150
营运资本变动	10,193	12,733	10,135	9,586
其他	-39,098	-36,646	-4,937	-29,763
经营活动现金流	258,521	303,052	340,327	325,597
资本开支	-62,927	-87,482	-106,176	-115,605
其他	-59,260	-118,250	-127,935	-142,546
投资活动现金流	-122,187	-205,732	-234,111	-258,151
股权融资	-100,399	-70,591	0	0
银行借款	-107	52,325	-79,616	10,147
其他	-75,988	-68,889	0	0
筹资活动现金流	-176,494	-87,155	-79,616	10,147
汇率变动对现金的影响	359	-1,643	0	0
现金净增加额	-40,160	10,165	26,600	77,593

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	8.4%	13.9%	9.7%	9.5%
营业利润	30.0%	16.1%	5.5%	-0.5%
EBITDA	46.5%	13.8%	2.5%	9.7%
净利润	68.4%	15.9%	-1.0%	1.6%
Non-IFRS 净利润	41.2%	16.6%	2.7%	3.7%
盈利能力				
毛利率	52.9%	56.2%	57.3%	58.5%
营业利润率	31.5%	32.1%	30.9%	28.1%
EBITDA 利润率	43.5%	43.5%	40.6%	40.7%
净利润率	29.4%	29.9%	27.0%	25.0%
Non-IFRS 净利润率	33.7%	34.5%	32.3%	30.6%
偿债能力				
流动比率	1.25	1.44	1.41	1.53
速动比率	1.25	1.44	1.41	1.52
现金比率	0.33	0.34	0.38	0.52
资产负债率	40.8%	39.1%	33.8%	31.7%
净债务资本比率	18.7%	19.0%	8.7%	3.5%
回报率分析				
总资产收益率	13.3%	13.6%	12.5%	11.8%
净资产收益率	23.1%	22.6%	19.7%	17.5%
每股指标				
每股净利润(元)	20.63	24.32	24.61	25.57
Non-IFRS 每股净利润(元)	23.67	28.09	29.47	31.26
每股净资产(元)	112.02	134.26	162.21	191.45
每股销售额(元)	70.18	81.32	91.17	102.12
每股经营现金流(元)	27.48	32.78	37.63	36.82
估值分析				
市盈率	19.3	15.7	14.9	13.9
Non-IFRS 市盈率	16.9	13.6	12.4	11.4
市净率	3.6	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	12.4	11.1	10.5	9.4
股息收益率	0.9%	1.1%	0.0%	0.0%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

腾讯成立于 1998 年 11 月，是目前中国市值最大的互联网公司之一。其主要经营的领域包括即时通讯，网络游戏，音乐、视频、网文等在线娱乐平台，金融科技和企业服务等。腾讯旗下产品——微信和 QQ 是中国用户数量第一和第二的即时通讯产品；腾讯是中国最大的客户端游戏市场和移动游戏运营商。除此之外，腾讯在各个领域进行了重要战略投资，包括曾投资 B2C 电商京东，拼多多，美团，滴滴，快手等。目前腾讯的主要收入来自于网络游戏，广告，社交增值业务，金融科技和云服务等。

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：公司盈利预测

（百万元人民币）	调整前 2026E	调整后 2026E	+/- 2026E	调整前 2027E	调整后 2027E	+/- 2027E
营业收入	827,697	824,564	0%	901,244	903,145	0%
毛利润	474,466	472,530	0%	527,876	528,482	0%
Non-IFRS净利润	270,163	266,549	-1%	281,707	276,451	-2%

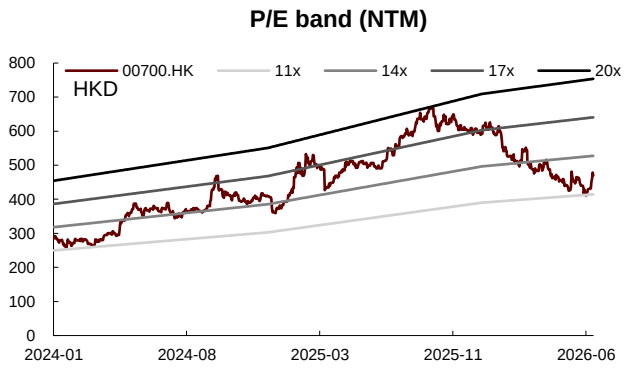
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：财务数据

利润表（百万人民币）	2021	2022	2023	2024A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	2025A	1Q26A	2Q26A	3Q26E	4Q26E	2026E	2027E
营业收入	**560,118**	**554,552**	**609,015**	**660,257**	**180,022**	**184,504**	**192,869**	**194,371**	**751,766**	**196,458**	**204,785**	**209,978**	**213,343**	**824,564**	**903,145**
营业成本	-314,174	-315,806	-315,906	-311,011	-79,529	-79,491	-84,071	-86,082	-329,173	-85,193	-86,352	-89,271	-91,219	-352,035	-374,664
毛利总额	**245,944**	**238,746**	**293,109**	**349,246**	**100,493**	**105,013**	**108,798**	**108,289**	**422,593**	**111,265**	**118,433**	**120,707**	**122,125**	**472,530**	**528,482**
销售费用	-40,594	-29,229	-34,211	-36,388	-7,866	-9,410	-11,468	-12,983	-41,727	-11,343	-11,869	-13,019	-13,227	-49,458	-54,189
管理费用	-89,847	-106,696	-103,525	-112,761	-33,664	-31,921	-34,259	-36,283	-136,127	-33,800	-38,808	-47,011	-51,615	-171,234	-225,234
营业利润	**271,620**	**110,827**	**160,074**	**208,099**	**57,566**	**60,104**	**63,554**	**60,338**	**241,562**	**67,375**	**67,276**	**61,728**	**58,349**	**254,728**	**253,575**
财务费用（净值）	-7,114	-9,352	-12,268	-11,981	-3,860	-3,941	-3,756	-3,573	-15,130	-2,979	-2,979	-3,360	-3,413	-12,731	-14,450
投资收益（联营企业）	-16,444	-16,129	5,800	25,176	4,581	4,473	7,854	6,832	23,740	3,620	-9,993	7,200	7,500	8,327	24,500
净利润	**224,822**	**188,243**	**115,216**	**194,073**	**47,821**	**55,628**	**63,133**	**58,260**	**224,842**	**58,093**	**56,022**	**55,498**	**52,935**	**222,548**	**226,112**
Non-IFRS 净利润	**123,788**	**115,468**	**157,688**	**222,703**	**61,329**	**63,052**	**70,551**	**64,694**	**259,626**	**67,905**	**68,415**	**66,977**	**64,559**	**266,549**	**276,451**
增长分析															
收入同比增长	16.2%	-1.0%	9.8%	8.4%	12.9%	14.5%	15.4%	12.7%	13.9%	9.1%	11.0%	8.9%	9.8%	9.7%	9.5%
收入环比增长					4.4%	2.5%	4.5%	0.8%		1.1%	4.2%	2.5%	1.6%		
Non-IFRS净利润同比增长	0.9%	-6.7%	36.6%	41.2%	22.0%	10.0%	18.0%	17.0%	16.6%	10.7%	8.5%	-5.1%	-0.2%	2.7%	3.7%
Non-IFRS净利润环比增长					10.9%	2.8%	11.9%	-8.3%		5.0%	0.8%	-2.1%	-3.6%		
盈利分析															
毛利率	43.9%	43.1%	48.1%	52.9%	55.8%	56.9%	56.4%	55.7%	56.2%	56.6%	57.8%	57.5%	57.2%	57.3%	58.5%
总费用率	-4.6%	23.1%	21.8%	21.4%	23.8%	24.3%	23.5%	24.7%	24.1%	22.3%	25.0%	28.1%	29.9%	26.4%	30.4%
销售费用率	7.2%	5.3%	5.6%	5.5%	4.4%	5.1%	5.9%	6.7%	5.6%	5.8%	5.8%	6.2%	6.2%	6.0%	6.0%
管理费用率	16.0%	19.2%	17.0%	17.1%	18.7%	17.3%	17.8%	18.7%	18.1%	17.2%	19.0%	22.4%	24.2%	20.8%	24.9%
营业利润率	48.5%	20.0%	26.3%	31.5%	32.0%	32.6%	33.0%	31.0%	32.1%	34.3%	32.9%	29.4%	27.3%	30.9%	28.1%
净利润率	40.1%	33.9%	18.9%	29.4%	26.6%	30.2%	32.7%	30.0%	29.9%	29.6%	27.4%	26.4%	24.8%	27.0%	25.0%
Non-IFRS净利润率	22.1%	20.8%	25.9%	33.7%	34.1%	34.2%	36.6%	33.3%	34.5%	34.6%	33.4%	31.9%	30.3%	32.3%	30.6%
有效税率	8.2%	10.2%	26.8%	18.6%	21.6%	16.8%	13.1%	17.6%	17.1%	19.7%	16.8%	18.2%	18.2%	18.3%	18.0%

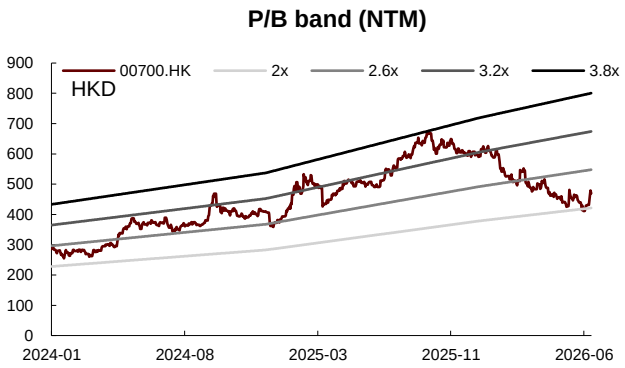
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 3：历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 4：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，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。

图表 5：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	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	424.80	666.00	跑赢行业	4.0	3.5	12.4	11.4	2.3	1.9
NTES.US	网易*	USD	CNY	119.60	171.00	跑赢行业	4.3	3.8	12.6	10.7	2.8	2.3
09999.HK	网易*	HKD	CNY	193.50	265.00	跑赢行业	4.4	4.0	N.M.	N.M.	2.9	2.4
01024.HK	快手-W*	HKD	CNY	30.10	47.00	跑赢行业	0.8	0.7	12.9	8.9	1.4	1.2
BILI.US	哔哩哔哩*	USD	CNY	14.85	25.00	跑赢行业	1.4	1.2	14.8	13.0	2.7	2.3
09626.HK	哔哩哔哩-W*	HKD	CNY	120.40	194.00	跑赢行业	1.4	1.3	15.5	13.6	2.8	2.4
ZH.US	知乎(ZHIHU)*	USD	CNY	3.42	3.70	跑赢行业	0.7	0.6	N.M.	67.1	0.5	0.5
TME.US	腾讯音乐*	USD	CNY	7.96	14.30	跑赢行业	2.4	2.1	8.6	7.6	1.0	0.9
01698.HK	腾讯音乐-SW*	HKD	CNY	31.84	55.50	跑赢行业	2.5	2.2	8.9	7.8	1.0	0.9
09899.HK	网易云音乐*	HKD	CNY	83.80	141.00	跑赢行业	1.9	1.7	8.9	8.0	1.1	0.9
MOMO.US	挚文*	USD	CNY	4.68	7.50	跑赢行业	0.5	0.5	5.0	4.2	0.4	0.4
YALA.US	YALLA*	USD	USD	5.38	8.34	跑赢行业	2.8	2.4	6.7	5.6	1.0	0.9
09911.HK	赤子城科技*	HKD	USD	9.48	14.50	跑赢行业	1.3	1.1	7.9	6.8	3.0	2.1
00799.HK	IGG*	HKD	HKD	2.98	4.50	跑赢行业	0.6	0.6	5.9	5.6	1.1	1.0
JOYY.US	欢聚*	USD	USD	80.85	97.00	跑赢行业	1.6	1.5	15.0	12.5	0.6	0.7
HUYA.US	虎牙*	USD	CNY	2.24	3.60	跑赢行业	0.5	0.4	14.5	11.3	0.7	0.7
WB.US	微博*	USD	USD	6.44	9.30	跑赢行业	1.0	1.0	5.5	5.2	0.4	0.4
BIDU.US	百度*	USD	CNY	83.92	205.00	跑赢行业	1.5	1.4	9.8	8.4	0.6	0.6
09888.HK	百度集团-W*	HKD	CNY	83.00	196.00	跑赢行业	1.5	1.4	9.9	8.6	0.6	0.6
BZ.US	BOSS 直聘*	USD	CNY	15.18	17.00	跑赢行业	5.1	4.4	11.9	10.6	2.3	2.1
06100.HK	同道猎聘*	HKD	CNY	2.02	3.90	跑赢行业	0.4	0.3	4.5	4.2	0.3	0.3
01357.HK	美图公司*	HKD	CNY	3.77	6.60	跑赢行业	3.1	2.6	11.5	10.0	1.5	1.5
META.US	脸书(META PLATFORMS)*	USD	USD	720.89	776.00	跑赢行业	7.3	6.1	17.7	15.9	6.1	4.7
GOOGL.US	谷歌*	USD	USD	348.29	407.91	跑赢行业	8.6	6.9	15.2	19.5	5.9	4.5
平均值							**2.5**	**2.2**	**9.4**	**12.0**	**1.8**	**1.5**
中值							**1.6**	**1.5**	**9.9**	**8.9**	**1.1**	**0.9**
电商和物流												
BABA.US	阿里巴巴*	USD	CNY	105.70	178.00	跑赢行业	1.5(a)	1.3(a)	15.1(a)	10.5(a)	1.4(a)	1.3(a)
09988.HK	阿里巴巴-SW*	HKD	CNY	107.00	172.00	跑赢行业	1.5(a)	1.3(a)	15.7(a)	10.9(a)	1.5(a)	1.4(a)
JD.US	京东*	USD	CNY	26.91	36.00	跑赢行业	0.2	0.2	7.6	5.3	1.0	0.8
PDD.US	拼多多*	USD	CNY	78.26	118.04	跑赢行业	1.6	1.3	7.5	5.3	1.5	1.1
VIPS.US	唯品会*	USD	CNY	12.72	17.10	跑赢行业	0.4	0.4	6.1	4.5	0.8	0.7
02618.HK	京东物流*	HKD	CNY	10.31	19.40	跑赢行业	0.2	0.2	6.7	5.7	0.9	0.8
DDL.US	叮咚买菜*	USD	CNY	2.06	3.38	跑赢行业	0.1	0.1	6.8	5.4	1.9	1.3
YMM.US	满帮集团*	USD	CNY	8.33	12.28	跑赢行业	4.6	4.1	11.1	9.0	1.3	1.2
AMZN.US	亚马逊*	USD	USD	254.06	280.00	跑赢行业	3.4	3.0	18.8	22.0	5.3	4.1
平均值							**1.5**	**1.3**	**10.6**	**8.7**	**1.7**	**1.4**
中值							**1.5**	**1.3**	**7.6**	**5.7**	**1.4**	**1.2**
本地生活、O2O 和 OTA												
03690.HK	美团-W*	HKD	CNY	71.50	125.00	跑赢行业	0.9	0.8	141.8	13.7	2.6	2.2
TCOM.US	携程集团*	USD	CNY	37.96	55.00	跑赢行业	2.5	2.2	10.0	9.0	0.9	0.8
09961.HK	携程集团-S*	HKD	CNY	304.40	427.00	跑赢行业	2.5	2.3	10.3	9.3	1.0	0.8
00780.HK	同程旅行*	HKD	CNY	10.04	15.00	跑赢行业	1.0	0.9	5.5	5.0	0.8	0.6
DIDIY.US	滴滴出行*	USD	CNY	3.61	4.60	跑赢行业	0.4	0.3	N.M.	12.3	1.1	0.8
02643.HK	曹操出行*	HKD	CNY	12.00	50.00	跑赢行业	0.2	0.2	N.M.	21.7	N.M.	N.M.
BKNG.US	BOOKING*	USD	USD	159.97	220.00	跑赢行业	4.3	3.8	15.3	13.1	N.M.	21.6
EXPE.US	亿客行(EXPEDIA)*	USD	USD	270.13	345.00	跑赢行业	2.0	1.8	12.4	8.7	10.4	5.4
ABNB.US	爱彼迎*	USD	USD	163.23	170.00	跑赢行业	6.9	6.2	31.7	26.9	9.7	6.8
MMYT.US	MAKEMYTRIP*	USD	USD	43.53	65.00	跑赢行业	3.8(a)	3.3(a)	18.9(a)	15.8(a)	141.6(a)	24.8(a)
UBER.US	优步(UBER TECHNOLOGIES)*	USD	USD	70.24	99.40	跑赢行业	2.5	2.1	20.4	14.2	4.4	3.1
DASH.US	DOORDASH*	USD	USD	191.71	275.00	跑赢行业	4.7	3.9	27.4	21.4	6.7	5.1
平均值							**2.6**	**2.3**	**18.2**	**14.3**	**N.M.**	**5.9**
中值							**2.5**	**2.2**	**13.9**	**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
港股收盘于北京时间 2026-10-09；美股收盘于北京时间 2026-10-08
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。

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。

在本报告发布之日，中金公司或其关联机构为下述证券的做市商：腾讯控股-H。

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：赵静

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。