

游戏占比持续下降 小程序及全球化是亮点

——腾讯控股 (0700.HK) 19Q3 业绩点评

海外公司动态

腾讯公布 19Q3 业绩。公司实现营收 972 亿元，YoY+21%；归母净利润 204 亿元，YoY-13%；non-IFRS 归母净利润 244 亿元，YoY+24%。

◆游戏持续占比下降，收入结构更多元，IFRS 归母净利润下滑因去年同期美团投资收益影响。1) 在收入端：金融科技与企业服务收入同比增长 36% 至 268 亿元，占总收入比 28% (QoQ +2pct)，已接近游戏的 29%；增值服务收入同比增长 15% 至 506 亿元；广告收入同比增长 13% 至 184 亿元；2) 在利润端：IFRS 净利润包含非现金投资收益，18Q3 美团上市增益较多，高基数下 19Q3 有所下滑；non-IFRS 归母净利同比增长 24%，体现业务本身成长依然稳健。

◆金融科技与企业服务已成为最重要的收入增长点。1) Q3 云服务高速增长。C2B 产业互联网驱动行业数字化需求，带来 Q3 云服务收入同比增长 80% 至 47 亿元；2) 金融科技收入约 221 亿元同比增长 29%：用户活跃度与交易量增加驱动收入增长，规模效益带来利润率提升。

◆游戏全球化战略值得关注，广告或将回暖。1) 19Q3 网络游戏收入 286 亿元，同比增长 11% (QoQ+3pct)。其中海外 Q3 收入近 30 亿，贡献游戏收入占比超 10%。《PUBG Mobile》使得公司 IP 开发实力广受认可，《COD Mobile》标志公司跻身全球顶尖开发商之列；后续还将通过与 Nintendo 合作开发美国主机游戏市场；2) Q3 社交广告同比增长 32% (QoQ+4pct)，媒体广告同比下滑 28%。10 月后播出环境已出现边际宽松，预计 Q4 广告将逐步回暖；“企鹅号”内容中台推送短视频的精准度与播放量提升，有助于媒体广告库存增加。

◆小程序日活超 3 亿，商业化能力逐渐提高。1) 微信及 Wechat 合并月活跃用户数达 11.51 亿，同比增长 6%，小程序日活跃用户数超过 3 亿；2) 小程序商业化表现提升：小程序交易（中长尾小程序日均商业交易笔数同比增加超过一倍）和小程序广告方面表现提升。

◆重申“买入”评级。公司游戏业务收入占比持续下降，业务呈现多元化。其中，云业务高速增长，金融业务具有显著的规模效益是未来看点，广告业务或逐步回暖，而递延收入创新高将在未来释放。维持公司 19/20/21 年收入预测 3,948、4,943、5963 亿元人民币，non-IFRS 净利润分别为 990、1,333、1,559 亿元；维持“买入”评级。

◆风险提示：宏观经济增速下行、流量红利见顶、竞争风险、估值压力

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元 RMB)	2,378	3,127	3,948	4,943	5,963
营业收入增长率	56.48%	31.52%	26.25%	25.22%	20.63%
Non-IFRS 净利润(亿元 RMB)	651	775	990	1,333	1,559
EPS (港元)	8.56	9.33	11.56	15.55	18.19
P/E (港元汇率 0.895)	42	39	28	21	18

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 13 日

买入 (维持)

当前价/目标价：327.4/416.0 港元

分析师

孔蓉 (执业证书编号：S0930517120002)
021-52523837
kongrong@ebcn.com

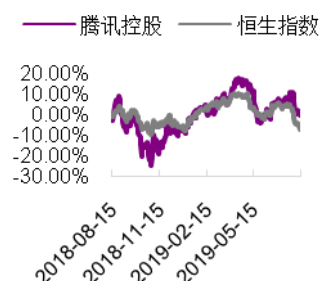
联系人

乐济铭
021-52523797
lejiming@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)：95.55
总市值(亿港元)：31,569.72
一年最低/最高(港元)：251.4/400.4
近 3 月换手率：11.0%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.28	0.45	3.17
绝对	-8.43	-9.38	-4.96

资料来源：Wind

相关研报

关于腾讯的五问五答——腾讯控股 (0700.HK) 动态跟踪暨 19Q2 业绩点评
..... 2019-08-18

转型周年考，腾讯产业互联网进展如何？——腾讯控股 (0700.HK) 转型一周跟踪点评
..... 2019-10-10

1、Q3 业绩点评：游戏收入占比持续下降 金融科技与企业服务是新增长点

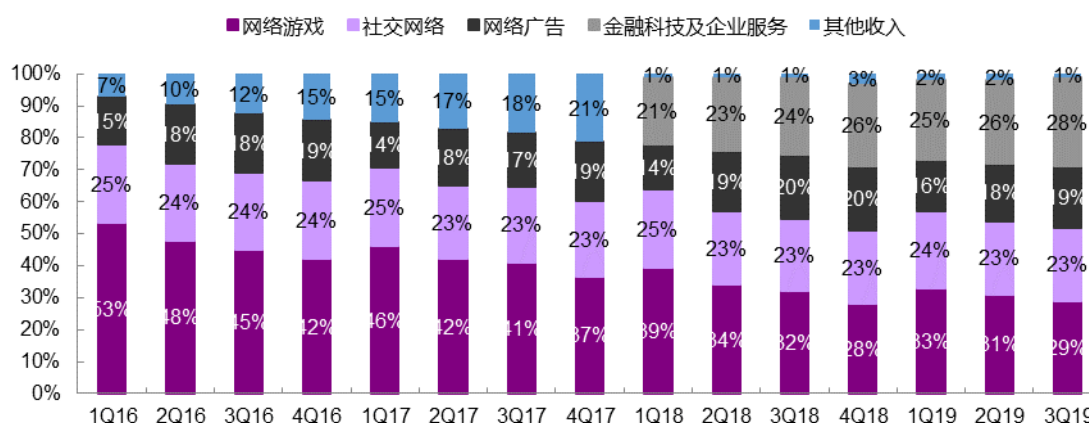
3Q19 公司实现营收 972 亿元人民币，同比增长 21%；实现归母净利润 204 亿元，同比下滑 13%。Non-IFRS 归母净利润 244 亿元，同比增长 24%。

增值服务业务收入同比增长 15%至人民币 506 亿元。**1) 网络游戏收入**同比增长 11%至 286.04 亿元；该增长主要来源于主要游戏如《王者荣耀》、《PUBG MOBILE》及《和平精英》的良好表现；但重要 PC 端游如《DNF》的下跌抵消了智能手机游戏带来的增长。**2) 社交网络收入**同比增长 21%至人民币 220 亿元，主要由于订购视频流媒体及直播等数字内容服务的收入增长，增值服务订购用户同比增长 11%至 1.806 亿。其中，腾讯视频付费用户同比增长 22%至 1.002 亿，腾讯音乐订购账户数同比增长 42%至 3450 万。

网络广告业务收入同比增长 13%至人民币 184 亿元。**1) 媒体广告收入**同比下滑 28%至 36.5 亿元，主要受宏观经济增速下行拖累，以及重要剧目的排播难以确定导致招商不佳影响。**2) 社交及其他广告收入**增长 32%至 147 亿元，主要得益于广告库存及曝光量提升以及移动广告联盟的收入贡献。

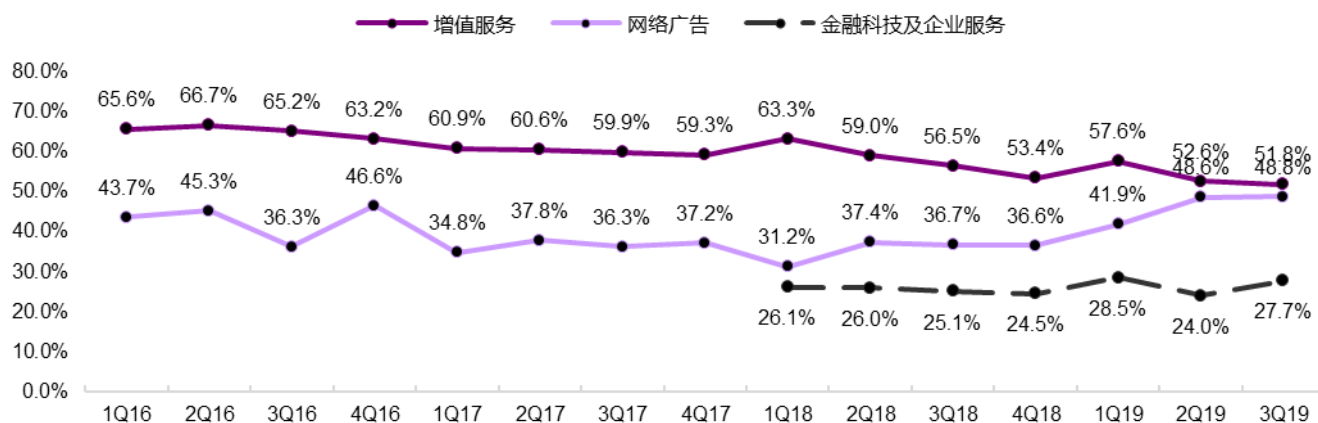
金融科技及企业服务业务同比增长 36%至 268 亿元。**1) 本季度首次披露云服务收入**具体数值：Q3 云服务收入同比增长 80%至 47 亿元，主要由于现有客户使用量增加，以及教育、金融、民生服务及零售业的客户基础扩大。**2) 金融科技收入**约 221 亿元，较 18Q3 的约 171 亿元增长 29%；考虑到去年金融科技收入中包含备付金利息收入，剔除该因素影响后实际增速更高。高增速主要来源于用户使用率的提高带来的规模效益，以及财富管理业务发展驱动的总客户资产增长。

图 1：16Q1-3Q19 公司收入结构



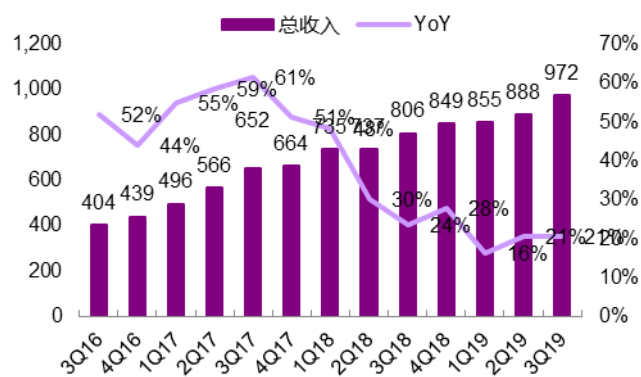
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2: 2016Q1-2019Q3 各业务分部毛利率情况



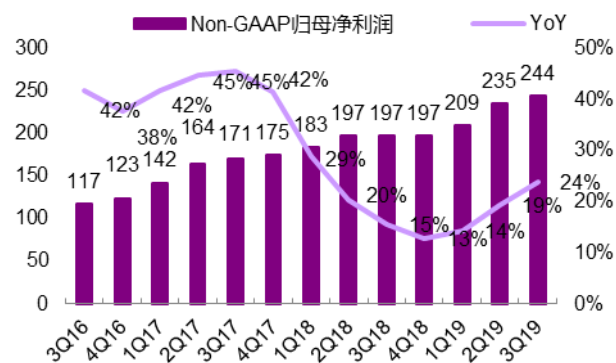
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 3: 3Q16-3Q19 收入及增速 (单位: 亿元人民币)



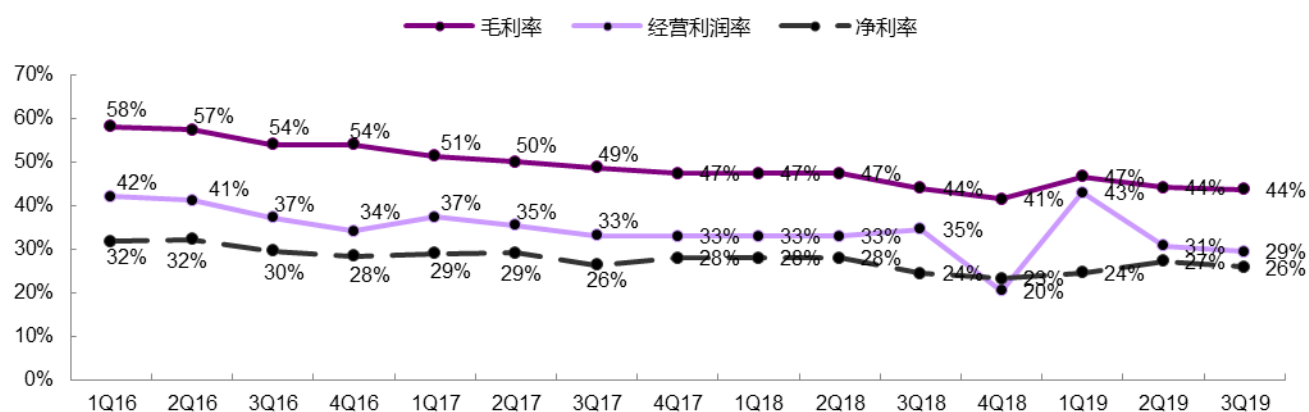
资料来源: 公司公告

图 4: 3Q16-3Q19 Non-IFRS 归母净利润及增速 (单位: 亿元人民币)



资料来源: 公司公告

图 5: 1Q16-3Q19 毛利率、经营利润率、净利率变化



资料来源: 公司公告 (注: 净利率为非通用会计准则, 归母口径)

1.1、网络游戏：国际化是亮点和未来重要方向 递延收入创新高待逐步释放

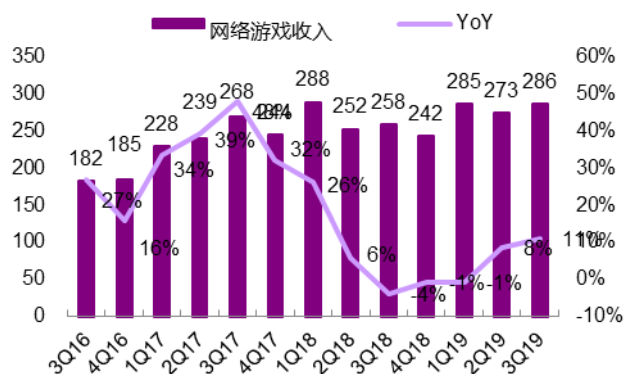
1.1.1、19Q3 网络游戏收入 286 亿元，同比增长 11%。

端游收入 115 亿元，同比下降 7%，环比下跌 2%；公司需要“下一款大作”。1)《地下城与勇士》进入生命周期后期：Q3 游戏 11 周年庆内容更新后，付费用户数量不及去年，玩家的逐步流失可能是长期趋势；2)《英雄联盟》自走棋模式《云顶之弈》在自走棋品类取得了全球领先地位，且增加了《英雄联盟》用户的使用市场，扩大了国际收入；在国内《英雄联盟》的活跃用户及收入流水同比有所增长。

手游收入总额（含应用宝发行）243 亿元，同比增长 25%；全球化的 IP 合作开发和全球发行将持续巩固腾讯的平台地位。1)《和平精英》夏季内容更新提升了用户活跃度，整季贡献流水收入，但仍处于确认递延收入的初期阶段；2)《王者荣耀》DAU 保持稳健，季票购买用户增加；3)全球布局成为下一阶段亮点：海外 Q3 收入近 30 亿，国际市场贡献游戏收入占比超 10%。公司的游戏研发与发行能力被海外顶级游戏公司认可，与动视暴雪合作开发的《COD Mobile》推出一个月下载量超过 1 亿，是下载量最大的智能手机游戏之一；《PUBG MOBILE》的 MAU 数量同比增长一倍。

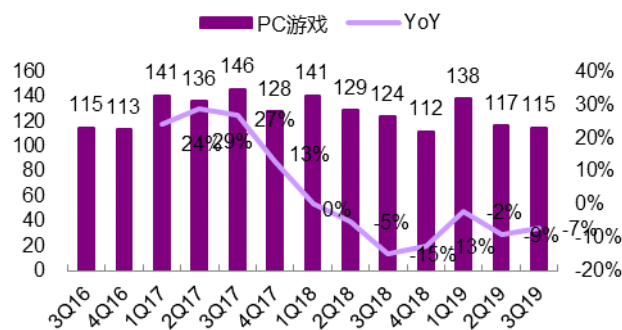
流动负债项下的递延收入在 Q3 末达 545 亿元，同比增长 30%，绝对值与季度增速续创历史新高，期待后续利润释放。递延收入体现了公司重磅游戏较强的货币化能力和公司在游戏行业的龙头地位。

图 6：3Q16-3Q19 网络游戏收入&增速（单位：亿人民币）



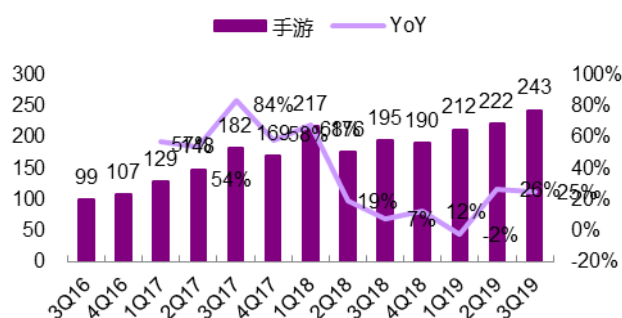
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 7：3Q16-3Q19 端游收入&增速（单位：亿人民币）



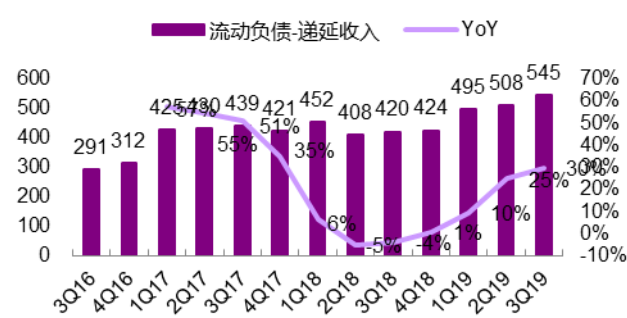
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 8: 3Q16-3Q19 手游收入&增速 (单位: 亿元人民币)



资料来源: 公司公告 (手游收入包括属于社交网络业务的智能手机游戏收入)

图 9: 3Q16-3Q19 公司递延收入&增速(单位: 亿人民币)



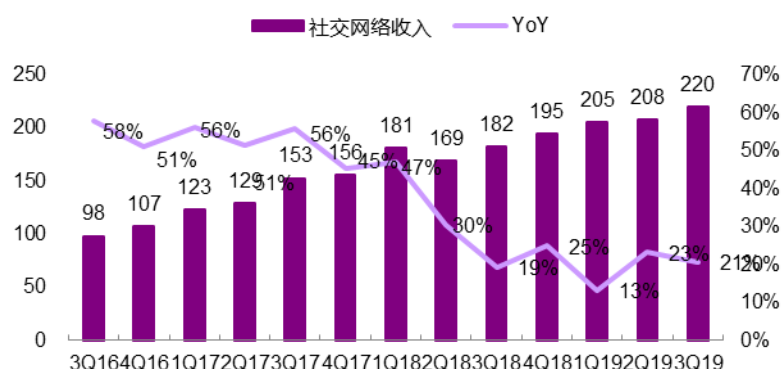
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

1.2、数字内容: 视频付费用户过亿 音乐付费用户快速增长

19Q3 社交网络收入增长 21%至 220 亿元, 主要由于订购视频流媒体及直播等数字内容服务的收入增长, 增值服务订购用户同比增长 11%至 1.806 亿。其中, 腾讯视频付费用户同比增长 22%至 1.002 亿, 腾讯音乐订购账户数同比增长 42%至 3450 万。

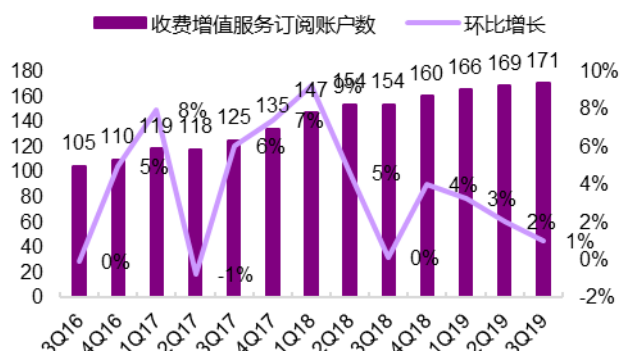
内容中台逐步整合成型, 分发精准度有所提升。腾讯的内容中台“企鹅号”发布的短视频及小视频的每日播放量迅速增长, 主要受益于精细化的内容运营, 以及将内容精准分发至高 DAU 平台 (如腾讯视频、QQ 看点及手机浏览器) 的技术进一步成熟。

图 10: 3Q16-3Q19 社交网络收入 (亿元人民币)



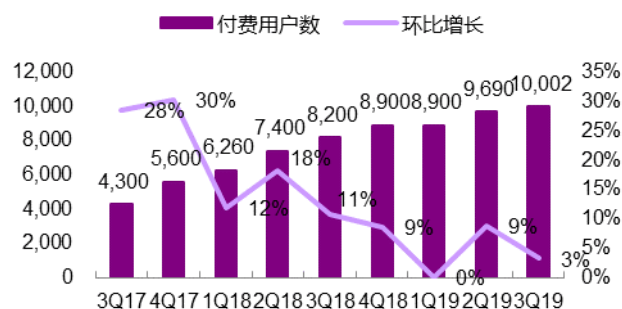
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 11: 收费增值服务订阅账户数 (单位: 百万个)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 12: 腾讯视频付费用户数 (单位: 万人)

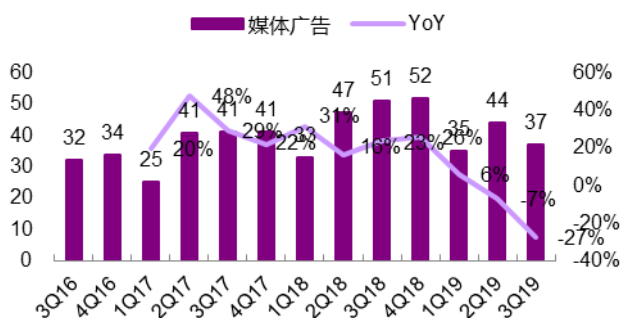


资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

1.3、网络广告: 社交广告增速超预期, 媒体广告继续疲弱

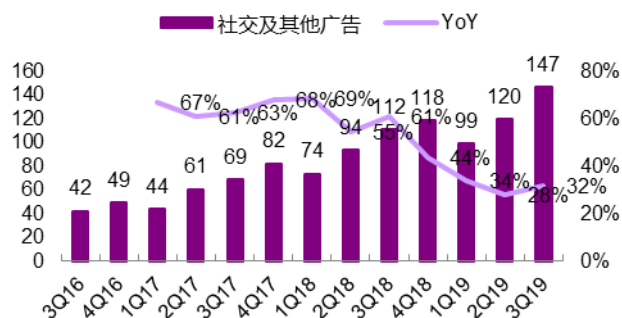
19Q3 网络广告收入 184 亿人民币, 同比增长 13%, 整体收入增速环比下行, 不及市场预期。1) 媒体广告收入 37 亿元, 同比下降 28%, 环比下降 17%。内容排播的不确定性导致视频招商广告收入下跌。2) 社交及其他广告收入 147 亿元, 同比增速 32%, 环比上升 23%。微信朋友圈的广告收入随广告库存及曝光量增加而上升; 通过简化广告格式及增加视频广告库存, 移动广告联盟收入上升。微信小程序开始尝试广告变现, 公司本季推出了插屏广告及视频贴片广告, 小程序广告收入有所增加。

图 13: 3Q16-3Q19 媒体广告收入 (亿元人民币)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 14: 3Q16-3Q19 社交广告收入 (亿元人民币)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

1.4、金融科技与企业服务：云服务高速增长 金融收入高速增长是未来看点

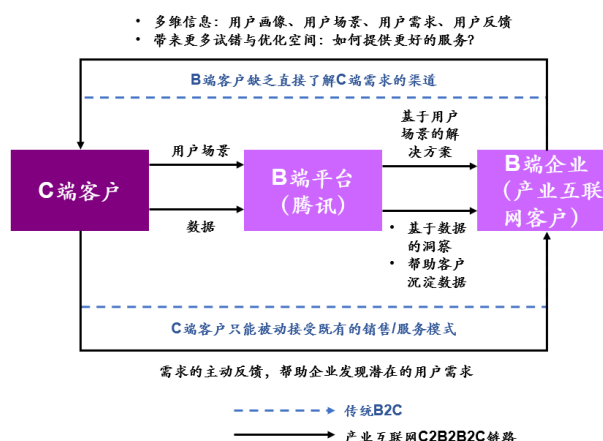
19Q3 金融科技及企业服务业务同比增长 36%至 268 亿元，占总收入比为 28%（环比提升 2pct），已接近游戏的 29%。

1.4.1、C2B 产业互联网驱动云服务高速增长 80%

本季度首次披露云服务收入具体数值：Q3 云服务收入同比增长 80%至 47 亿元。我们重申此前深度跟踪报告的观点：腾讯云的高速成长主要由 C2B 产业互联网带来的行业数字化需求驱动。

通过 C2B 产业互联网，公司扩大了在教育、金融、民生服务及零售业的客户基础；我们在《转型周年考，腾讯产业互联网进展如何？》已作详细论述。金融领域的案例如与泰康保险在保险、医疗、养老、医保等领域的全面战略合作；民生领域如智慧广东项目、国家政务服务平台小程序；智慧零售打造了沃尔玛、优衣库、绫致时装和永辉超市等诸多标杆案例；教育领域 Q3 公司获得了深圳罗湖区智慧教育云平台的营运合约，是中国教育垂直领域的大型纯软件项目。

图 15：腾讯产业互联网 C2B2B2C 链路示意



资料来源：光大证券研究所整理

1.4.2、金融收入继续高速增长，利润率提高体现规模效益

金融科技收入约 221 亿元，较 18Q3 的约 171 亿元增长 29%；考虑到去年金融科技收入中包含备付金利息收入，剔除该因素影响后实际增速或接近 50%。

用户活跃度与交易量增加驱动收入增长，规模效益带来利润率提升。1) 随着用户活动及现金流转增加，微信支付生态系统日益蓬勃：日活跃账户数、每名用户交易量、各行业活跃商户数均有所增加，使得商业支付交易笔数（尤其是线下场景）及交易金额均有大幅增长；2) 金融科技业务具有显著的规模效益：当用户逐步习惯于将资金留存在公司支付系统内，公司支付系统的资金流转成本将降低，减少公司的提现收入及银行手续费，Q3 公司金融科技与企业服务分部毛利率环比提升 3.7pct 至 27.7%。3) 随着用户忠诚度的提高，越来越多的用户资金通过腾讯生态系统流转，公司的金融科技服务得

到进一步推广，提升了该业务的利润率。尤其是在财富管理方面，理财通用户数同比翻倍，驱动总客户资产的增长。

1.5、小程序日活超3亿 商业化能力逐渐提高

我们在《关于腾讯的五问五答》对于微信小程序生态成为“生态系统”的逻辑得到验证且其商业化表现能力正在提高。

微信实际上已经成为我们数字化生活和资源的管理平台：**1) 数字化社交资源**：微信月活 Q3 达 11.51 亿，中国的相当大部分的私人社交关系和工作社交关系均在微信平台上完成与沉淀；**2) 数字化公共服务资源**：如智慧政务（线上办事）和智慧医疗（线上挂号、病历管理）；**3) 数字化商业资源**：购物、打车、支付、金融服务等。

小程序生态将进一步成为社会功能的线上化载体，不断强化微信操作系统的功能性。从上节数据来看：**1) 更多样化的社会功能以小程序为载体被用户使用**，必然能够提高社会的运营效率和社会资源的使用效率，实质上**为社会创造了增量价值**；**2) 头部小程序的娱乐属性逐步削弱**，而工具属性逐步增强：生活服务、移动购物、实用工具等应用均具有较强的使用刚性与粘性，进一步强化了微信作为操作系统的功能性。

微信全局浮窗支持小程序，一次性最多支持 5 个，是微信操作系统战略的有克制的推进。作为操作系统，必然对于运行在其上的程序同时具有规范和支持职能，2019 年该系统为完善职能将有如下改进：**1) 规范性方面**：完善小程序评价体系，便于用户作出选择；**2) 支持性方面**：实现微信搜索直达、探索新的分发体系、推出一次性消息订阅能力，从而**增强小程序的触达率**；全局浮窗支持小程序，便于用户回流。

小程序商业化表现提升体现在 3 个方面：

1) 交易方面，根据公司财报数据显示，中长尾小程序日均商业交易笔数同比增加超过一倍：期间推出了[服务商成长计划]，为服务商提高培训及开放工具和[微信行业助手]，加强对小程序主的支持，获得相关业务分析数据提高运营效率；

2) 广告方面，根据公司财报数据显示，小程序广告表现能力正在持续提升：受惠于日活跃账户数及广告普光的的增长，以及新的插屏广告及视频贴片广告，微信小程序广告收入有所增加；

3) 从小程序“买买买”的双十一报告，可以看到小程序也已逐渐成为微信用户的新潮流，受用户追捧：品牌自营类小程序与用户直接互动，参与品牌多，玩法丰富，零售渠道类小程序，在去年基础上继续加码。如双十一期间（2019 年 11 月 1 日-11 日）品牌自营全品类：超过 1 亿次用户访问了品牌自营小程序；每天访问的零售渠道比去年增加了近一倍如便利店、超市、生鲜果蔬。

1.5.1、微信及小程序的变现逻辑：物联网时代的 iOS

如何给微信及小程序生态估值？承接上文的论述，我们提供一个新的思考角度：在 PC 和桌面互联网时代，Windows 操作系统成就了微软（2009 年全球市值最大科技公司）；在智能手机和移动互联网时代，iOS/App Store

成就了苹果（2019 年全球市值最大科技公司）；在物联网时代，微信作为数字化社会资源的操作系统，给腾讯带来的市值空间值得深入思考。

图 16：2009 与 2019 年全球市值前十公司

2009		Prior decade	2019		Prior decade
1.	PetroChina	n/a	1.	Apple	# 11
2.	Exxon Mobil	# 9	2.	Microsoft	# 3
3.	Microsoft	# 1	3.	Amazon	# 101
4.	ICBC China	n/a	4.	Alphabet	# 10
5.	BHP Billiton	# 260	5.	Facebook	n/a
6.	Walmart	# 5	6.	Berkshire H.	# 26
7.	CCB	n/a	7.	Alibaba	n/a
8.	Petrobras	# 241	8.	Tencent	# 168
9.	HSBC	# 42	9.	J&J	# 16
10.	Alphabet	n/a	10.	Visa	# 94

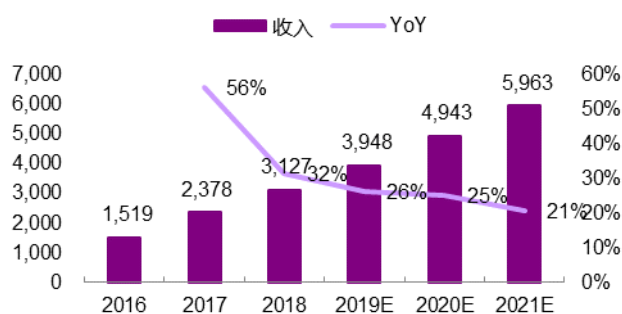
资料来源:BCG 市值日期:2009 年为年末;2019 年为 4 月 10 日 注:右侧“Prior decade”为十年前排名

落地到变现方式上，参照 Windows/iOS 的商业逻辑，我们推测微信若作为操作系统，其变现的主要方式在于技术授权与提供支持服务收取订阅费。1) Windows 在微软全面转向云服务提供之前主要通过商业授权变现，2005 年授权收入占比 30.3%；目前作为微软云服务整体解决方案的重要组成部分，以订阅的形式进行变现；2) iOS 本身免费，但以苹果产品独占的形式驱动苹果移动产品的销售获取硬件利润；在智能手机市场饱和后，基于 iOS 的生态苹果开始全面拓展服务收入，包括软件商店 App Store 分成收入、Apple Music 音乐订阅收入及 Apple TV 流媒体视频订阅收入等；3) 企业微信目前通过收取服务费形成收入；未来随着小程序商业化的推进，技术服务费、交易抽佣、金融服务费均是可能的变现途径。

2、盈利预测&投资建议

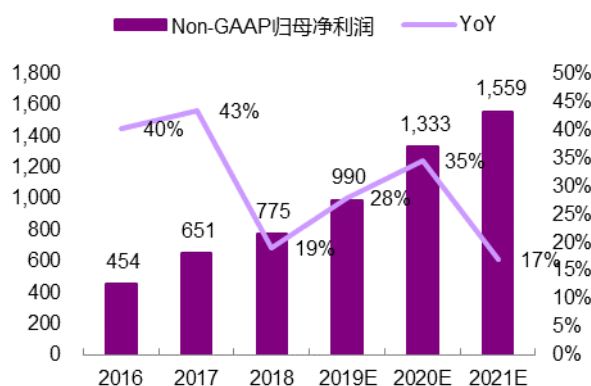
公司游戏业务收入占比持续下降，业务呈现多元化。其中，云业务高速增长随未来产业互联网业务收入推进预计持续高速增长，金融业务具有显著的规模效益是未来看点，广告业务或逐步回暖，而递延收入创新高将在未来逐步释放利润。维持公司 19/20/21 年收入预测 3,948、4,943、5,963 亿元人民币，Non-IFRS 净利润分别为 990、1,333、1,559 亿元；维持“买入”评级。

图 17：2016-2021E 收入及增速（亿元人民币）



资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

图 18：2016-2021E Non-IFRS 归母净利润及增速（亿元人民币）



资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

3、风险提示

- 1) 宏观经济增速下行趋势尚未见到明显企稳迹象，公司广告业务预计将持续承压；
- 2) 中国移动互联网用户数及用户时长基本见顶，对于公司游戏、数字内容和广告业务均有负面影响；
- 3) 金融科技及企业服务业务面临来自海外云服务巨头如 AWS、微软，以及国内具有先发优势的阿里云的竞争；
- 4) 收入及利润的增速下行可能对公司估值产生一定压力。

利润表 (亿元 RMB)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,378	3,127	3,948	4,943	5,963
营业成本	-1,208	-1,706	-2,174	-2,646	-3,201
利息收入	39	46	55	69	78
其他收益净额	201	167	118	148	119
销售及市场推广开支	-177	-242	-340	-426	-477
一般及行政开支	-331	-415	-513	-643	-775
经营利润	903	976	1,094	1,446	1,706
财务成本净额	-29	-47	0	0	0
分占联营公司及合营公司亏损	8	15	0	0	0
除税前盈利					
所得税开支	-157	-145	-164	-217	-256
期内盈利	725	800	930	1,229	1,450
归母净利润	715	787	902	1,193	1,450

资产负债表 (亿元 RMB)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	5,547	6,366	7,851	9,662	11,699
现金、现金等同及短期投资	1,429	1,778	2,669	3,503	4,752
应收账款与票据	165	218	275	344	415
库存	3	4	5	6	8
其他短期资产	187	246	311	389	469
总计流动资产	1,784	2,246	3,260	4,243	5,644
财产、厂房及设备, 净值	319	394	459	533	614
长期投资	1,385	1,529	1,777	2,350	2,703
其他长期资产	2,058	2,197	2,355	2,535	2,739
总负债	2,776	3,425	4,101	4,855	5,659
应付与应计账款	892	1,261	1,617	1,957	2,361
短期债务	204	226	262	347	399
其他短期负债	421	554	700	876	1,057
总计流动负债	1,517	2,041	2,579	3,180	3,817
长期债务	1,115	1,226	1,349	1,483	1,632
其他长期负债	144	158	174	191	211
总股东权益	2,771	2,940	3,749	4,806	6,040
股本与资本公积	222	122	122	122	122
留存收益	2,027	2,731	3,540	4,597	5,830
其他股东权益	312	68	68	68	68
少数/非控制性权益	210	21	21	21	21

现金流量表 (亿元 RMB)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,178	1,324	1,468	1,805	2,142
净利润	715	787	902	1,193	1,450
折旧、摊销	97	134	160	208	259
非现金营运资本变动	356	390	378	368	432
非现金项目	10	13	28	37	0
投资活动产生现金流	-1,378	-492	-631	-1,035	-896
固定及无形资产变动	-202	-266	-296	-371	-447
长期投资净变动	-467	-144	-248	-573	-353
收购与剥离净现金	-709	-83	-87	-91	-96
其他	0	0	0	0	0
融资活动现金流	408	-483	54	65	2
已付股利	-80	-96	-121	-172	-218
债务(偿付)所得现金	224	133	159	219	200
股权(回购)现金	49	-100	0	0	0
其他融资活动	215	-419	16	17	19
净现金流	208	349	891	835	1,249

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	56.5%	31.5%	26.3%	25.2%	20.6%
净利润增长率	76.3%	10.4%	16.2%	32.2%	18.0%
Non-IFRS 净利润增长率	43.4%	19.0%	27.9%	34.6%	16.9%
EBITDA 增长率	43.4%	0.1%	20.3%	33.0%	23.1%
EBIT 增长率	32.7%	15.3%	20.5%	33.6%	22.8%
估值指标					
PE	42	39	28	21	18
PB	11	10	8	6	5
EV/EBITDA	41	41	34	26	21
EV/EBIT	56	49	40	30	25
盈利能力 (%)					
毛利率	49.2%	45.5%	44.9%	46.5%	46.3%
EBITDA 率	37.7%	28.7%	27.4%	29.1%	29.7%
EBIT 率	27.9%	24.4%	23.3%	24.9%	25.3%
税前净利润率	37.1%	30.2%	27.7%	29.3%	28.6%
税后净利润率 (归属母公司)	30.5%	25.6%	23.6%	24.9%	24.3%
ROA	13.1%	12.6%	11.8%	12.7%	8.6%
ROE (归属母公司) (摊薄)	26.2%	27.2%	24.8%	25.6%	24.0%
偿债能力					
流动比率	1.2	1.1	1.3	1.3	1.5
速动比率	1.05	0.98	1.14	1.21	1.35
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS(人民币元)	7.60	8.28	10.37	13.95	16.31
EPS(港元)	8.56	9.33	11.56	15.55	18.19
每股红利(人民币元)	0.85	1.01	1.26	1.80	2.28

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼