

# 从商业模式出发，探讨互联网打车 APP 行业发展及格局变化

——嘀嗒、滴滴或陆续港股 IPO 跟踪报告

## 投资观点

**互联网打车 APP 行业空间广阔，当没有资金更雄厚的对手出现时，龙头有望实现盈利能力跃升：**互联网打车 APP 行业受益于渗透率提升，未来市场空间广阔，整体收入端有望延续快速增长；而何时能实现盈利能力跃升，则有赖于行业竞争格局趋稳；基于互联网打车 APP 壁垒较低，核心竞争要素在于资金，行业格局能否趋稳则有赖于是否会出现资金力量更加雄厚的对手。

**顺风车模式相比网约车具备优越性，渗透率提升空间更大、有机会更早盈利：**相比于出租车和网约车，顺风车目前受制于安全性问题导致渗透率偏低，但是可提供对乘客更具吸引力的价格，待行业安全环境规范后，顺风车行业整体有望快速渗透、打开市场空间；同时相比于出租车和网约车，顺风车平台不用向私家车提供高额补贴，有助于顺风车模式更早实现稳定盈利。

**烧钱获客是互联网打车 APP 平台前期做大的主要手段：**包括网约车、顺风车在内的互联网打车 APP 平台发展首要在于做大平台规模，综合司机及乘客考量因素主要包括收入/价格、应答率、安全性，烧钱获客仍是平台前期做大的主要手段，待司机及乘客通过补贴导入平台后，平台规模放大有望驱动良性循环。

**盈利跃升前提是行业格局趋稳，变局风险可能导致盈利推迟兑现：**包括网约车、顺风车在内的互联网打车 APP 平台盈利提升的前提是行业竞争格局趋稳、公司龙头地位巩固，顺风车平台有机会提高服务费率以进一步增加收入，同时逐渐减少补贴以控制成本，最终实现盈利能力提升；但是我们认为，顺风车行业仍在发展初期，新的竞争对手仍在继续涌入，叠加顺风车平台壁垒较低，导致未来行业存在变局可能，从而导致顺风车平台盈利提升机会推迟兑现的可能。

**安全问题导致顺风车发展短期受阻，需求基础不变支撑行业广阔空间：**尽管安全性问题导致顺风车行业发展短期受阻，但我们认为顺风车行业需求基础仍有支撑，顺风车受众与网约车、出租车的重合度较低，对出行价格敏感的乘客群体和希望能够分摊用车成本的私家车主群体需求仍在。目前顺风车行业渗透率较低，2019年在私人载客汽车中的渗透率仅有0.19%，伴随行业安全监管环境规范化，未来有望下沉到更多用户，吸引更多乘客及车主加入顺风车生态，驱动顺风车行业规模继续快速增长。

**恰逢滴滴下架窗口期，嘀嗒跃居顺风车 APP 行业第一大龙头，未来市场地位及变现进程仍需观察：**18年9月-19年11月为滴滴顺风车业务被迫下架的关键窗口期，嘀嗒得益于行业窗口期以及自身更高安全性，跃居中国顺风车 APP 行业第一大龙头，每月活跃私家车主和活跃顺风车乘客增速显著加快，根据弗若斯特沙利文的数据，2019年按顺风车搭乘次数计，嘀嗒出行所占市场份额为66.5%。顺风车行业仍在发展初期，新的竞争对手仍在继续涌入，包括滴滴出行重新上架顺风车业务、高德地图等打车聚合型平台等；行业壁垒较低，顺风车 APP 服务同质化、用户转化成本低，倘若出现资金更加雄厚的竞争对手通过高额补贴“烧钱”策略吸引用户，催生行业变局可能，嘀嗒的市场领先地位能否维持仍需持续观察。为抵御竞争者，嘀嗒可能采取下调服务费率、被迫提高用户补贴方式，导致其收入成长性相对放缓、盈利能力提升机会推迟兑现。

**风险分析：**价格竞争；安全监管。

## 互联网打车 APP 行业 (无评级)

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

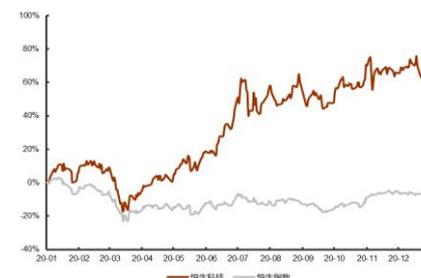
分析师：吴柳燕

执业证书编号：S0930519070004

021-52523690

wuliuyan@ebsecn.com

### 恒生科技指数与恒生指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

聚焦盈利超预期增长机会，布局硬件供应链及运营商——2021年港股科技板块投资策略 (2021-01-08)

# 目录

<b>1、 嘀嗒出行简介.....</b>	<b>4</b>
1.1、 公司历史 .....	4
1.2、 股权结构 .....	4
1.3、 业务结构 .....	5
<b>2、 互联网打车 APP 前期烧钱做大后，何时能实现盈利跃升？ .....</b>	<b>6</b>
2.1、 烧钱获客是平台前期做大的主要手段.....	7
2.2、 平台盈利跃升的前提是行业格局趋稳.....	8
2.3、 行业变局风险可能导致盈利推迟兑现.....	9
<b>3、 顺风车市场相比网约车有错位，需求基础不变支撑行业广阔空间 .....</b>	<b>9</b>
3.1、 安全问题导致行业发展短期受阻.....	10
3.2、 需求基础仍有支撑，行业空间依然广阔.....	10
<b>4、 嘀嗒暂居顺风车 APP 龙头，未来行业存在变局可能 .....</b>	<b>11</b>
4.1、 恰逢滴滴下架窗口期，嘀嗒跃居行业第一大龙头 .....	11
4.2、 新竞争者仍在涌入，催生行业变局可能.....	11
<b>5、 风险分析 .....</b>	<b>12</b>

## 图目录

---

图 1：嘀嗒出行股权结构（截至 2020 年 9 月） .....	5
图 2：嘀嗒出行业务结构图.....	5
图 3：1H20 嘀嗒出行营收结构.....	5
图 4：顺风车平台服务费率逐渐提升，毛利率快速上升 .....	6
图 5：顺风车行业商业模式.....	7
图 6：嘀嗒出行对乘客和司机的补贴和奖励（单位：万元） .....	8
图 7：随着平台规模提升，嘀嗒服务费率提高.....	9
图 8：顺风车渗透率较低，未来渗透率提升有望打开行业成长空间.....	10
图 9：滴滴暂时退出顺风车市场后，嘀嗒用户快速提升 .....	11

## 表目录

---

表 1：嘀嗒出行业务里程碑.....	4
表 2：嘀嗒出行融资历史.....	4

# 1、 嘀嗒出行简介

## 1.1、 公司历史

嘀嗒出行于 2014 年创立，同年公司推出基于应用程序的顺风车平台，将私家车主与具有相近出行路线的乘客联结起来。2017 年，公司推出智慧出租车服务，发展出租车网约服务业务、以及出租车扬招优化服务。成立以来公司已进行五轮融资，吸引了蔚来资本、IDG、崇德投资、易车等机构或企业投资者的投资。

表 1：嘀嗒出行业务里程碑

时间	业务里程碑
2014 年	公司成立，并成立中国营运实体北京畅行，同年推出基于应用程序的顺风车平台
2016 年	在既有顺风车业务的基础上开发多个变现渠道
2017 年	启动双管齐下的战略，推出智慧出租车服务
2017 年 10 月	推出出租车网约服务
2018 年 8 月	推出凤凰出租车云平台
2019 年 8 月	出租车网约服务开始在若干选定城市变现
2019 年 8 月	通过嘀嗒出行微信小程序推出出租车智慧码
2019 年 11 月	推出出租车打车助手
2020 年 7 月	引入一键式打车功能升级出租车打车助手
2020 年	随着西安项目获得当地部门和行业协会的认可，开始在全国范围推广智慧出租车策略

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

表 2：嘀嗒出行融资历史

融资轮数	时间	投资人	投资总额
A 轮	2014 年 12 月 4 日	IDG 资本	300 万美元
B 轮	2015 年 2 月 2 日	易车	2000 万美元
C 轮	2015 年 4 月 30 日、 2015 年 5 月 21 日 及 2015 年 6 月 26 日	崇德投资、IDG 资本、挚信资本、易车网	1 亿美元
D 轮	2017 年 8 月 1 日	蔚来资本	2 亿人民币
E 轮	2018 年 5 月 31 日 及 2018 年 6 月 20 日	蔚来资本、国创中鼎	8058 万美元及 3.5 亿人民币

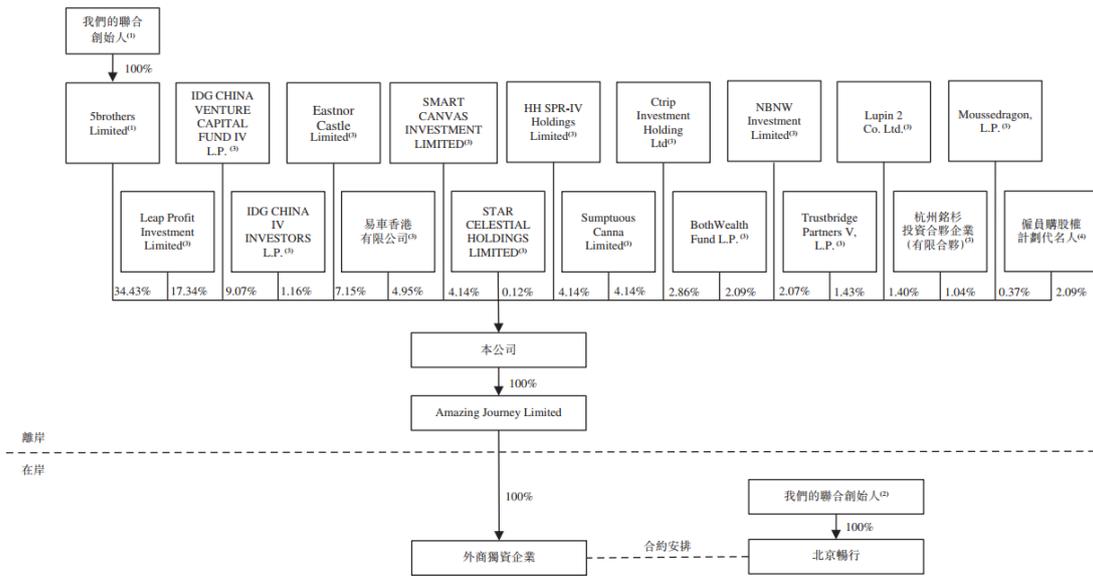
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

## 1.2、 股权结构

公司的控股股东为五位联合创始人（包括宋中杰、李金龙、朱敏、段剑波及李跃军）。截至 2020 年 9 月，五位联合创始人通过各自的控股公司合计持有 34.4% 的股权，占投票权的 50%。五位联合创始人中四位曾任职于谷歌，拥有丰富的互联网经验。

蔚来资本通过 Leap Profit Investment Limited、Smart Canvas Investment Limited 和 Star Celestial Holdings Limited 合计持有公司 21.6% 的股权，是嘀嗒最大的外部股东，蔚来汽车创始人李斌任公司非执行董事。IDG 通过 IDG China Venture Capital Fund IV, L.P. 及 IDG China IV Investors L.P. 合计持有公司 10.23% 股权。易车持有公司 4.95% 股权。

图 1：嘀嗒出行股权结构（截至 2020 年 9 月）



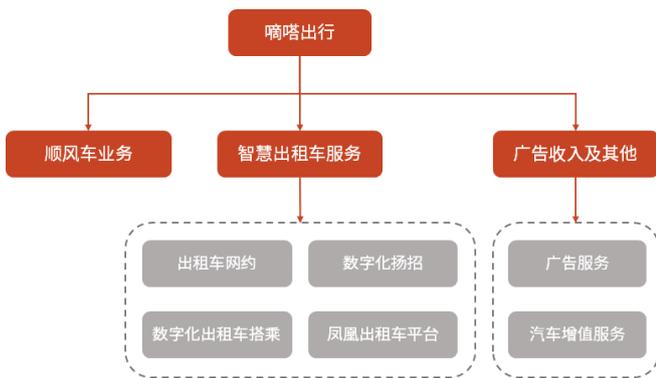
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

### 1.3、业务结构

公司收入由顺风车业务、智慧出租车服务和广告收入及其他三个板块构成，其中顺风车业务于 2016 年开始陆续变现，1H20 占营收比重为 88%，是公司目前的核心业务。

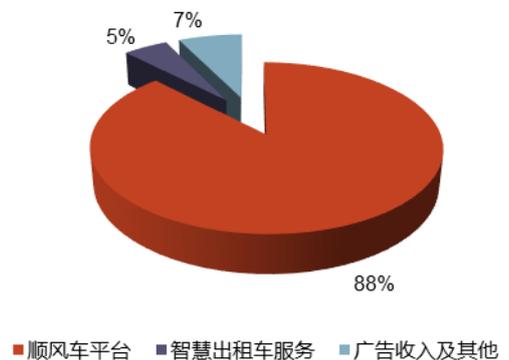
公司 2017 年推出智慧出租车业务，并于 2019 年 8 月开始变现，截至 2020 年 6 月 30 日在 86 个城市提供了出租车网约服务，目前只在 34 个城市向出租车司机收取服务费，因此目前出租车业务收入占比还不高，1H20 收入占比仅有 5%。

图 2：嘀嗒出行业务结构图



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 3：1H20 嘀嗒出行营收结构

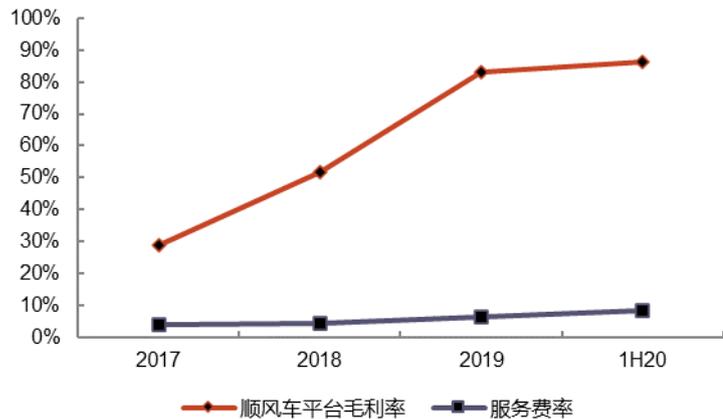


资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

由于顺风车业务属于轻资产业务，公司不拥有或租赁车队车辆，也不承担任何拥车费用，营业成本主要由付款处理成本构成，因此公司的毛利率较高。2017-1H20 随着业务平台规模放大和应答率提升，公司平均服务费率从 3.7% 提升到 8.3%，驱动

公司顺风车业务收入规模扩张，而向第三方支付平台支付的平均付款处理费率整体保持稳定，因此顺风车业务的毛利率从 2017 年的 29% 快速提升至 1H 2020 的 86.3%。而智慧出租车服务由于 2019 年 8 月份才在部分城市变现，目前变现率还不高，因此 1H 2020 的毛利率仅有 31.1%。

图 4：顺风车平台服务费率逐渐提升，毛利率快速上升



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

## 2、 互联网打车 APP 前期烧钱做大后，何时能实现盈利跃升？

### 1、 顺风车模式相比网约车模式具备一定优越性，存在更大渗透率提升空间、有机会更早实现稳定盈利。

顺风车平台是将私家车主与具有相近出行路线的乘客联结起来，由于私家车向用户收取的乘车费用通常为出行成本的分担，而非其收入的主要来源，因此相比于出租车和网约车，顺风车可以提供对乘客更具吸引力的价格，有助于顺风车行业整体快速渗透、打开市场空间；同时相比于出租车和网约车，顺风车平台不用向私家车提供高额补贴，有助于顺风车模式更早实现稳定盈利。

### 2、 与网约车相同，烧钱获客同样是顺风车平台做大的主要手段

顺风车平台将私家车主与具有相近出行路线的乘客联结起来，乘客选择平台主要考虑应答率、价格 and 安全性，司机则主要考虑应答率、服务费率和补贴。

在导入期，互联网打车 APP 平台通常以补贴的方式吸引用户留存，并对司机收取较低的服务费，随着平台的乘客和司机增加，有助于平台应答率提高，这将进一步增加对乘客和司机的吸引力，平台规模随之扩大，进入良性循环中。

### 3、 互联网打车 APP 平台盈利跃升的前提是行业格局趋稳

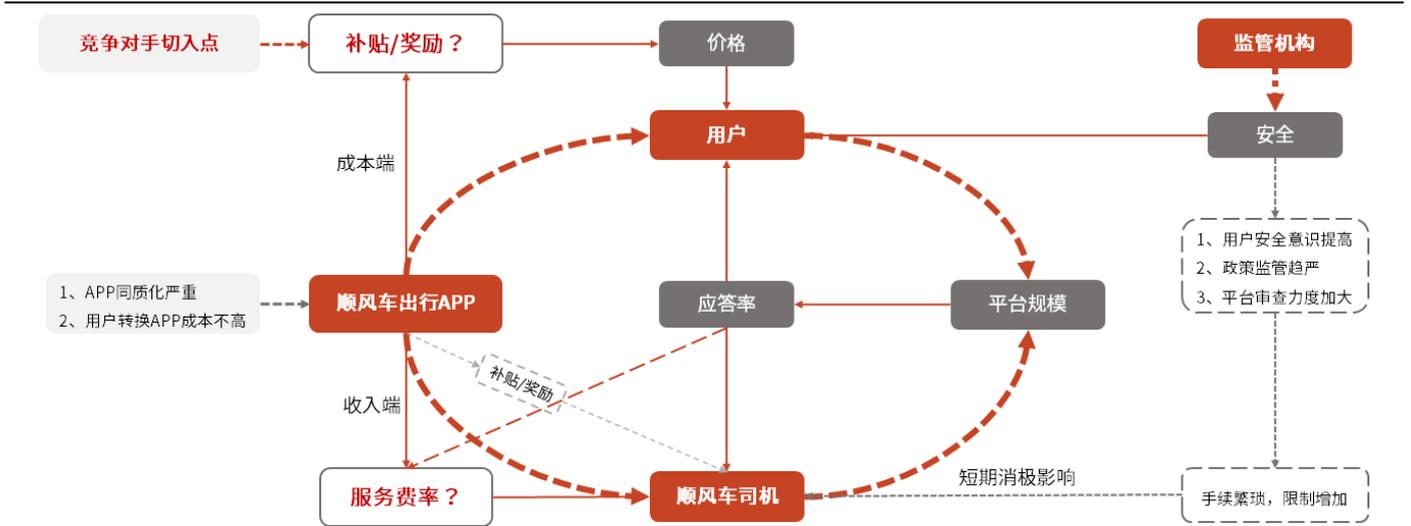
顺风车平台收益主要来自于向私家车主收取服务费，且相比网约车模式，顺风车平台由于不需要对司机进行高额补贴，因此能够更快实现盈利。待高应答率和平台规

模形成，在行业格局趋稳、公司龙头地位巩固的前提下，顺风车平台有机会提高服务费率以进一步增加收入，同时逐渐减少补贴以控制成本，最终实现盈利能力提升。

1) 从司机端来看，公司对司机收取的服务费率有机会维持在较高水平而不会大幅下滑，则收入可以随着行业发展保持快速增长，而其轻资产运营模式使得其在形成一定规模后能有较高的毛利率；

2) 从乘客端来看，公司对乘客的补贴会逐渐减少甚至取消补贴，则销售费用会维持在较低位置。

图 5：顺风车行业商业模式



资料来源：嘀嗒出行，光大证券研究所整理

#### 4、模式壁垒低+新竞争者涌入，变局风险可能导致盈利推迟兑现

包括网约车、顺风车在内的互联网打车 APP 平台盈利提升的前提是行业竞争格局趋稳、公司龙头地位巩固；但是我们认为，顺风车行业仍在发展初期，新的竞争对手仍在继续涌入，叠加顺风车平台壁垒较低，导致未来行业存在变局可能，从而导致顺风车平台盈利提升机会推迟兑现的可能。采取烧钱补贴获客是顺风车平台前期做大的主要模式，顺风车平台同质化严重、用户转化成本不高导致用户粘性其实较低，如果有资金雄厚的竞争者通过更高的补贴吸引用户，则可能导致原平台用户流失、平台规模缩小、应答率下降，原平台竞争力减弱，导致原有竞争格局容易发生变动。

### 2.1、烧钱获客是平台前期做大的主要手段

包括网约车、顺风车在内的互联网打车 APP 平台发展的首要在于做大平台规模，综合顺风车司机及乘客考量因素主要包括收入/价格、应答率、安全性，因此烧钱获客仍是平台前期做大的主要手段，待司机及乘客通过补贴导入平台后，平台规模放大有望驱动良性循环。对于顺风车平台来说，其收益来自于向私家车主收取服务费，而服务费率与交易额挂钩。平台竞争力形成的首要在于平台规模的形成，这一方面有利于形成良性循环进一步扩大平台规模，另一方面也有利于服务费增加从而进而进一步增加收入。

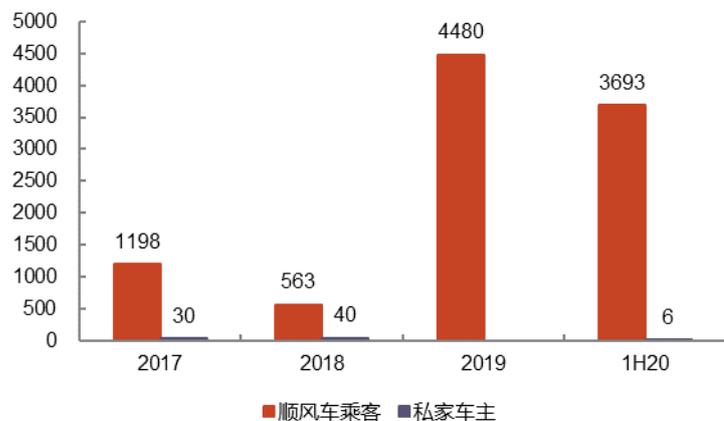
对于乘客来说，司机应答率、价格和安全性是影响其选择 APP 的主要因素。

- 1) 价格：顺风车平台相比出租车和网约车更优惠，有一定的价格优势，而不同的顺风车 APP 之间的价格竞争力主要来自于平台对乘客的补贴和奖励，因此平台可以通过补贴提升对乘客的吸引力。
- 2) 应答率：应答率提升需要平台里有足够的注册司机和运营车辆，否则就可能导致乘客在高峰时期打不到车或者等待时间过长，影响用户体验，降低用户留存率。
- 3) 安全性：一些安全事故发生后，用户的安全意识增加，会偏好安全机制更完善的平台。

对于司机来说，是否在该平台注册、留存取决于注册便利性、收入和乘客应答率。

- 1) 注册便利性：顺风车平台强调安全性，如果平台安全审核流程过于复杂繁琐，可能会导致一部分司机放弃注册。
- 2) 收入：平台补贴、服务费率是影响司机收入的两大因素。平台可以通过提供补贴增加司机收入以增强对司机的吸引力，但相比于乘客，由于私家车主要是为了分摊出行成本而非盈利，因此补贴对顺风车司机的激励作用比较有限，平台对司机的补贴和奖励并不高，根据嘀嗒披露的数据可以印证这一点；另外服务费率也是影响收入的重要因素，较低的服务费率也容易吸引私家车主。
- 3) 应答率：乘客应答率的提高则有赖于整个平台规模的形成。

图 6：嘀嗒出行对乘客和司机的补贴和奖励（单位：万元）



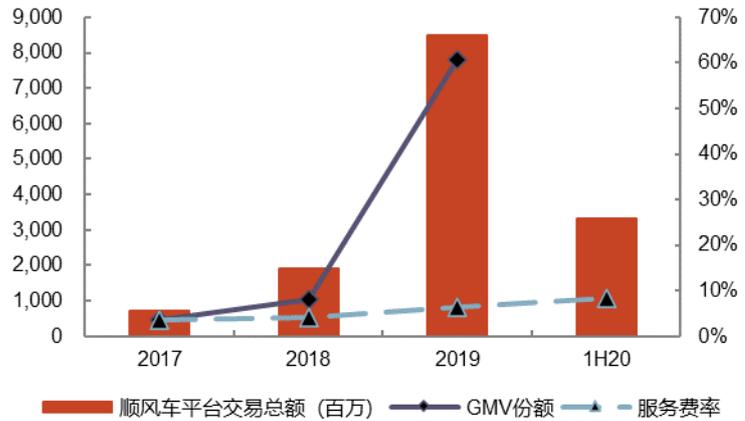
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

## 2.2、平台盈利跃升的前提是行业格局趋稳

导入期：基于乘客和司机的需求特点，顺风车平台企业在最初进入行业时，通过向乘客和司机提供补贴和奖励推动平台规模做大、良性循环形成：随着平台的乘客和司机增加，应答率相应会提高，这将进一步增加对乘客和司机的吸引力，平台规模随之扩大，进入良性循环中。同时在平台导入期，平台对司机收取的服务费也较低，在早期的推广阶段，平台会免除对司机的服务费收取以吸引车主，根据嘀嗒数据，嘀嗒在 2014 年进入顺风车行业，2016 年才开始变现，2017 年嘀嗒的 GMV 份额仅有 3.6%，因此服务费率也比较低，仅有 3.7%。

成长期：随着应答率的提升和规模的扩大，平台有机会逐渐提高服务费率直至稳定。根据弗若斯特沙利文统计，2019 年嘀嗒在中国顺风车行业 GMV 份额已经高达 60.7%，2019 年/1H20 嘀嗒的服务费率分别提升至 6.3%/8.3%。随着用户规模的扩大和服务费率的提高，平台有望进入盈利阶段。

图 7：随着平台规模提升，嘀嗒服务费率提高



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

### 2.3、行业变局风险可能导致盈利推迟兑现

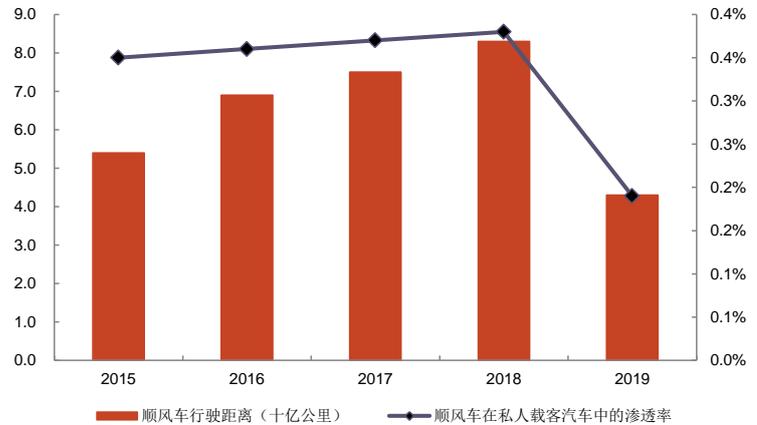
包括网约车、顺风车在内的互联网打车 APP 服务同质化和用户低转化成本导致 APP 平台壁垒较低，原有竞争格局易被新的价格竞争者扰动。

由于 APP 提供的服务同质化严重，而用户获得服务只需要下载一个 APP 或者使用应用小程序，在不同 APP 之间的转化成本不高，因此顺风车平台的用户粘性较差。且 APP 开发并没有很高的技术壁垒，行业进入门槛低，因此行业竞争较为激烈。根据弗若斯特沙利文的数据，2019 年中国智能手机用户平均安装 4.5 个手机出行应用程序，其中包括 2.9 个手机打车应用程序。由于用户粘性较差，市场竞争者通过更高的补贴就容易吸引用户，导致原有竞争格局容易发生变动。

## 3、顺风车市场相比网约车有错位，需求基础不变支撑行业广阔空间

尽管安全性问题导致顺风车行业发展短期受阻，但我们认为顺风车的受众与网约车、出租车的重合度较低，其底层需求仍在。目前顺风车行业渗透率较低，据弗若斯特沙利文统计，2019 年在私人载客汽车中的渗透率仅有 0.19%，伴随行业安全监管环境规范化，未来有望下沉到更多用户，吸引更多乘客及车主加入顺风车生态，驱动顺风车行业规模继续快速增长。

图 8：顺风车渗透率较低，未来渗透率提升有望打开行业成长空间



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，光大证券研究所

### 3.1、 安全问题导致行业发展短期受阻

安全问题发生会对乘客留存产生负面影响，随之的政策监管趋严、平台审核力度加大也不利于吸引私家车主，进而导致行业规模增长受阻。

顺风车安全性问题引发外部监管、用户、平台单方面变化：1) 用户安全意识增强，顺风车的接纳度暂时降低；2) 政策监管趋严，对顺风车行业限制增加，对安全监管规则更加完善，包括要求平台对顺风车每日接单数量有所限制，对司机也进行了更严格的审查；3) 平台对司机的审查力度加大，使得不愿处理繁琐流程的司机放弃进入顺风车行业，以上都将对行业规模造成负面影响。2018 年滴滴发生了两次重大安全事故，除了导致滴滴的顺风车业务下架外，也重创了顺风车行业，2019 年顺风车的行驶距离从 18 年的 83 亿公里大幅下滑至 43 亿公里，在私人载客汽车行驶距离中的渗透率降到了 0.19%。

### 3.2、 需求基础仍有支撑，行业空间依然广阔

对出行价格敏感的乘客群体和希望能够分摊用车成本的私家车主群体一直存在，因此顺风车的基本需求面仍有支撑。

从乘客端来看，根据弗若斯特沙利文的报告，顺风车的定价仅为当地出租车价格的 0.3 倍至 0.5 倍，作为对出租车和网约车这两种出行方式的补充，顺风车很好地覆盖了对价格敏感的乘客的出行需求。

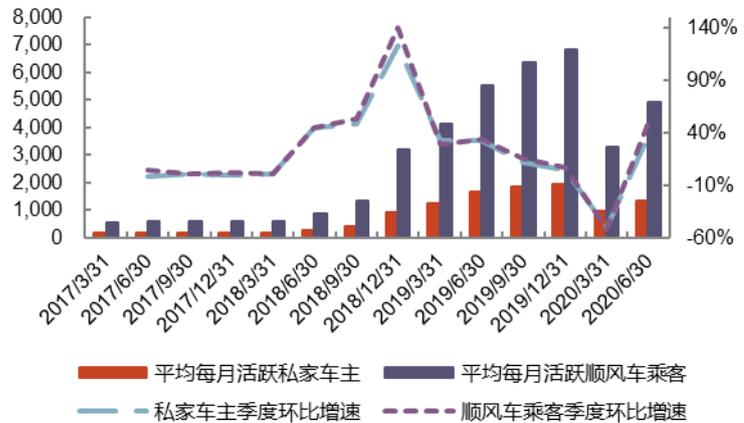
从司机端来看，顺风车行业是供给端的增量市场，满足的是司机分担路费的需求，与出租车和网约车所面向的司机受众群体有所不同。

## 4、 嘀嗒暂居顺风车 APP 龙头，未来行业存在变局可能

### 4.1、 恰逢滴滴下架窗口期，嘀嗒跃居行业第一大龙头

2018年8月27日，滴滴的顺风车业务因安全问题暂时下线；在滴滴顺风车业务下线的重要窗口期内，嘀嗒跃居为顺风车 APP 行业第一大龙头，每月活跃私家车主和活跃顺风车乘客增速显著加快，2018年12季度环比增速分别为123%和141%。根据弗若斯特沙利文的数据，2019年按顺风车搭乘次数计算，嘀嗒出行所占市场份额为66.5%，处于市场领先地位。在行业龙头地位巩固的前提下，嘀嗒有机会逐渐提升服务费用率并降低补贴，以提升盈利能力。

图9：滴滴暂时退出顺风车市场后，嘀嗒用户快速提升



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所；左轴单位为千人

### 4.2、 新竞争者仍在涌入，催生行业变局可能

顺风车行业仍在发展初期，新的竞争对手仍在继续涌入，包括滴滴出行重新上架顺风车业务、高德地图等打车聚合型平台等。若竞争者通过高额补贴这种“烧钱”策略吸引用户，若嘀嗒补贴力度不及竞争对手，则其领先地位容易被削弱；若嘀嗒同样提升补贴，则会对利润造成负面影响。

顺风车平台壁垒较低，如前文所述，顺风车平台的技术含量和用户粘性都不高，实际上行业的门槛在于资金优势，因此如果市场内有资金更加雄厚的竞争对手，就有可能通过对用户进行高额补贴/奖励，同时采取低服务费率策略，对于新增乘客及用户吸引力更强、同时嘀嗒顺风车平台的原有乘客和司机存在迁移可能，进而导致嘀嗒平台领先地位受到削弱。

而嘀嗒为了抵御竞争者，可能会采取两个举措：一是下调服务费率，这将直接影响其营收成长性及盈利能力；二是被迫提高对用户的补贴，这将导致嘀嗒的销售费用率提高进而影响净利润。

## 5、 风险分析

---

- 1、**价格竞争**：若竞争者通过高额补贴抢占市场份额，可能影响行业整体格局变化，互联网打车 APP 行业龙头地位或受到削弱，盈利能力提升机会推迟兑现。
- 2、**安全监管**：2018 年 8 月因安全问题滴滴曾下架顺风车业务，若行业将来继续出现安全问题，可能导致监管政策进一步趋严，导致顺风车行业渗透率不及预期。

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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会与，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版权所有。保留一切权利。

## 联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场  
1 期写字楼 48 层

上海



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

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景  
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳