

美团 1Q21 深度点评：核心业务增长加快，新业务生态价值显现



核心观点

- **Q1 交易用户数及交易笔数高速增长，收入增长可观。** 21Q1 交易用户数同比提升 26.9%至 5.7 亿，新增用户 5700 万，其中一半来自美团优选；交易用户平均交易笔数同比提升 16.4%至 30.5 次/年；活跃商家数同比提升 16.4%至 710 万，创历史新高。21Q1 实现收入 370.16 亿元，yoy+120.9%； 21Q1 经调整净亏损-38.92 亿元，亏损加大。
- **外卖业务：得益于消费端、商家端和配送端的持续加强，21Q1 收入和外卖订单量均显著提升，变现率回升。** 在“本地过年”政策号召下，消费端、商家端及配送端三大优势驱动，21Q1 收入同比增加 120.9%至 370.16 亿元。在外卖会员制度、消费端营销与优化、商家端进一步拓展的加持下，21Q1 订单量同比提升 111.2%至 29.03 亿，交易金额同比提升 99.6%至 142.7 亿。
- **到店、酒旅业务：全面复苏，高星酒店业务增速强劲，到店 GTV 创新高。** Q1 收入同比上升 112.7%至 65.84 亿元，经营利润同比增长 304%至 27.48 亿元；佣金实现收入 32.56 亿元，同比提升 172%，环比下降 9.1%；在线营销服务及其他业务实现收入 33.29 亿元，同比提升 75.4%，环比下降 6.3%，由于商家经营情况的复苏，在线营销活跃商家数目及各商家所贡献收入增加。
- **新业务：零售三架马车齐头并进，投资力度加大，交易用户增速加快，美团优选业务亏损加大，Q2 或将持续。** Q1 新业务收入同比增长 136.5%达 99 亿元，主要受零售业务、B2B 餐饮供应链服务及共享骑行业务的增长所推动；美团优选累积用户达 1 亿带动整体交易用户提升；营业亏损达 80 亿元，经营利润率降低至-81.6%，其中主要是来自于对美团优选的投资，社区团购业务处于焦灼竞争期，加之夏季冷链投入加大，Q2 亏损或继续提升。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 21-23 年每股收益 -2.60/-0.22/2.75 元（原预测 21-23 为 -0.09/2.82/8.50 元），采取分部估值，维持外卖业务 4.9x PS，预计 22 年收入 1337 亿 CNY；到店及酒旅维持 48.2x PE，预计 22 年实现利润 210 亿 CNY；新业务只考虑社区团购估值，给予 0.6x P/GMV，预计 22GMV 2096 亿，公司合理估值为 21672 亿 HKD，目标价 355 元 HKD，维持“买入”评级。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	97,529	114,795	176,741	250,329	333,696
同比增长	49.50%	17.70%	53.96%	41.64%	33.30%
营业利润（百万元）	2,680	4,330	(14,902.7)	-1,228	15,879
同比增长	124.20%	61.58%	-444.17%	-91.76%	-1393.24%
归属母公司净利润（百万元）	2,239	4,708	(15,860.4)	-1,357	16,788
同比增长	155.80%	110.31%	-436.86%	-91.45%	-1337.59%
每股收益（元）	0.38	0.78	(2.60)	(0.22)	2.75
毛利率	33.14%	29.66%	21.73%	26.87%	31.59%
净利率	4.77%	2.72%	-6.24%	1.98%	7.42%
净资产收益率	2.51%	4.96%	-17.21%	-1.52%	16.14%
市盈率（倍）	647.2	311.9	(94.3)	(1,102.1)	89.0
市销率（倍）	14.5	12.5	8.5	6.0	4.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2021年06月09日）	293.2 元
目标价格	355 元
52 周最高价/最低价	460/152.1 元
总股本/流通 H 股（万股）	611,112/543,287
H 股市值（百万元港币）	1,791,780
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2021 年 06 月 09 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-5.97	3.68	-2.91	93.53
相对表现	-4.08	3.22	-2.8	78.82
恒生指数	-1.89	0.46	-0.11	14.71



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 项雯倩

021-63325888*6128
xiangwenqian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020003
香港证监会牌照：BQP120

证券分析师 李雨琪

021-63325888-3023
liyueqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520050001
香港证监会牌照：BQP135

证券分析师 吴丛露

wuconglu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520020003
香港证监会牌照：BQJ931

联系人 詹博

021-63325888*3209
zhanbo@orientsec.com.cn

联系人 韩旭

hanxu3@orientsec.com.cn

相关报告

美团 4Q20 点评：核心业务稳固，新业务社区团购有望成为第二增长曲线 2021-04-01

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1. 整体经营情况：Q1 收入同比大幅提升，新增交易用户数量及平均交易笔数双创新高.....	4
2. 外卖业务：Q1 收入同比大幅增长，订单量和交易金额显著提升，经营利润率持续上升	6
3. 到店、酒店和旅游业务:Q1 全面复苏，高星酒店业务增速强劲，到店 GTV 创新高	9
4. 新业务：零售三驾马车齐头并进，投资力度加大，交易用户增速加快.....	12
5. 盈利预测与投资建议.....	16
风险提示.....	18

图表目录

图 1: 公司年化交易用户数 (百万) 及增速 (%)	4
图 2: 每位交易用户年平均交易笔数及增速 (%)	4
图 3: 互联网平台 21Q1 新增用户数对比 (万)	4
图 4: 公司年化活跃商家数 (百万) 及增速 (%)	4
图 5: 公司收入 (百万) 及增速 (%)	5
图 6: 公司经调整净利润 (百万) 及利润率 (%)	5
图 7: 外卖交易日单量 (百万) 及增速 (%)	6
图 8: 外卖业务单位订单金额 (元/单) 及增速 (%)	6
图 9: 外卖交易金额 (十亿) 及增速	7
图 10: 外卖业务的变现率 (%)	7
图 11: 外卖经营利润 (百万) 及经营利润率	8
图 12: 单均营业利润 (百万) 及 yoy (%)	8
图 13: 外卖分业务收入 (百万) 及货币化率 (%)	8
图 14: 美团客单价、骑手成本 (%)	8
图 15: 外卖商家服务费收取模式对比	9
图 16: 酒店间夜量 (百万) 及增速	10
图 17: 到店及酒旅业务的收入 (百万) 及增速	10
图 18: 到店酒旅分业务收入 (百万) 及 yoy (%)	10
图 19: 到店酒旅经营利润 (百万) 及经营利润率 (%)	10
图 20: 新业务收入 (百万) 及增速	12
图 21: 新业务经营利润 (百万) 及经营利润率	12
图 22: 社区团购主要玩家经营策略及进度	13
图 23: 社区团购小程序 DAU (万人)	15
图 24: 社区团购小程序 MAU (万人)	15
图 25: 社区团购小程序月人均使用次数 (次)	15
图 26: 社区团购小程序 2 月留存率 (%)	15
表 1: 分业务板块收入、营业利润及利润率	5
表 2: 本地生活主要玩家进展表	11
表 3: 核心假设及盈利预测变动分析表	16
表 4: 主要财务数据变动分析表	17
表 3: 公司分部估值	18

1. 整体经营情况：Q1 收入同比大幅提升，新增交易用户数量及平均交易笔数双创新高

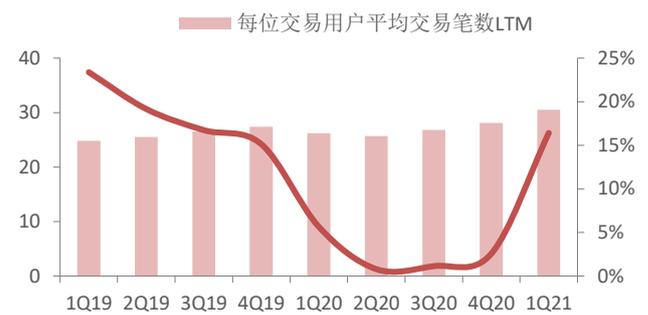
交易用户数及单用户平均交易笔数、活跃商家数均同比上升：21Q1 交易用户数达 5.7 亿（yoy+26.9%，qoq+11.5%），新增用户 5870 万，创历史新高，且横向对比其他互联网平台，美团 Q1 新增用户数远超其他平台；同时，交易用户平均交易笔数并未受到新增用户影响而降低，而是由 20Q4 的 28.1 笔提高至 21Q1 的 30.5 笔(yoy+16.4%)，单用户新增交易笔数 2.4 笔，创历史新高；活跃商家数 710 万，yoy+16.4%，qoq+4.4%。过去两季度增长新用户 1 亿人，其中 50%来自于美团优选，推测交易用户平均交易笔数增加也和优选业务高频属性相关。交易用户数及平均交易笔数双增长推高总交易笔数同增 47.7%，环增 21%至 173.64 亿笔。**交易用户的成长主要得益于：**1) 持续有效的餐饮外卖会员制度使交易用户数及交易笔数健康增长；2) 春节不打烊活动使外卖，到店及美团买菜业务都获得强劲增长；3) 美团优选的持续投入带来新增用户及交易量。

图 1：公司年化交易用户数（百万）及增速（%）



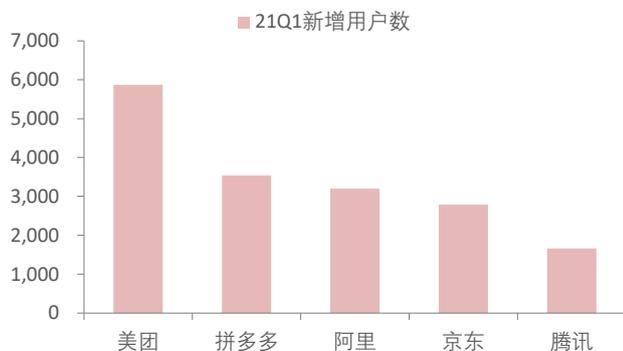
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：每位交易用户年平均交易笔数及增速（%）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：互联网平台 21Q1 新增用户数对比（万）



注：其他平台为交易用户数，腾讯为 MAU

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：公司年化活跃商家数（百万）及增速（%）

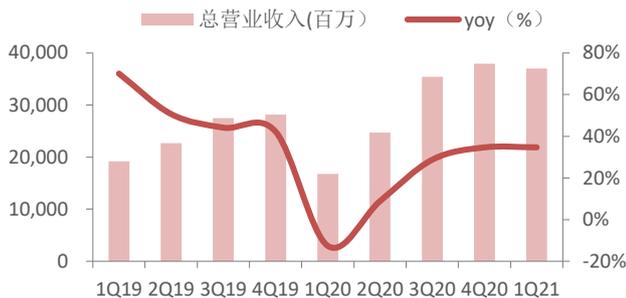


资料来源：公司公告，东方证券研究所

21Q1 同比大幅回升，环比在业务淡季各项收入仍保持稳定，相比同业表现良好。公司 21Q1 实现收入 370.16 亿元，yoy+120.9%，qoq-2.4%，环比微降主要是因为第一季度相较第四季度为业务淡季，横向对比阿里本地生活，收入同比增加 49.7%，环比下降 13.2%，表现更优。分业务类型来看，美团佣金服务收入 yoy+117.2%至 234.54 亿元，占比 63.4%微降，在线营销服务收入 yoy+97.8%至 56.65 亿元，占比 15.3%微降，利息收入 yoy-17.4%至 1.75 亿元，占比 0.5%，其他服务及销售 yoy+168.4%至 77.21 亿元，占比 20.9%提升。21Q1 由于新业务，尤其是美团优选投入及亏损带来整体亏损增加，经调整净亏损额为-38.92 亿，去年同期为-2.16 亿元，经调整 EBITDA 为-23.83 亿元，去年同期 0.41 亿元。

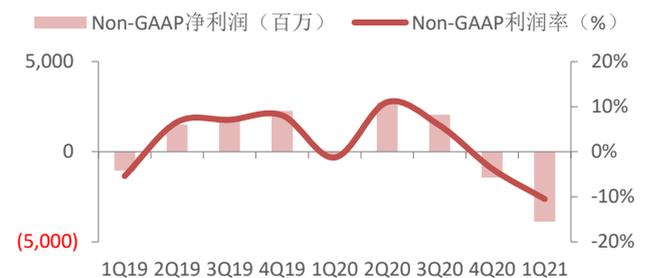
分板块来看，公司外卖、到店酒店及旅游和新业务的业务收入在 21Q1 均实现同比大幅增长，老业务利润率稳定，新业务收入占比提升。外卖业务、到店及酒店旅游业务及新业务的收入分别为 205.75 亿元、65.84 亿元，同比上升 116.8%、112.8%。外卖及到店及酒店旅游经营利润率较为稳定，为 5.4%、41.7%。在公司加大投资的战略下，新业务实现快速增长，收入同比上升 136.45%至 98.56 亿元，新业务收入占比也在提升。公司加大零售业务的投入，且该业务还处于初期建设期，导致新业务分部经营利润率由-32.7%下降至-81.6%。

图 5：公司收入（百万）及增速（%）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：公司经调整净利润（百万）及利润率（%）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 1：分业务板块收入、营业利润及利润率

单位：百万/%	20Q1	20Q4	21Q1	21Q1 yoy
外卖				
收入	9,490	21,538	20,575	116.8%
营业利润	-71	882	1116	-
OPM	-0.7%	4.1%	5.4%	6.2%
到店&酒旅				
收入	3,095	7,135	6,584	112.7%
营业利润	680	2,822	2,748	304.0%
OPM	22.0%	39.5%	41.7%	19.8%
新业务				
收入	4,168	9,244	9,856	136.5%
营业利润	-1,364	-6,003	-8,044	489.9%

	OPM	-32.7%	-64.9%	-81.6%	-48.9%
综合					
	收入	16,754	37,918	37,016	120.9%
	营业利润	-1,716	-2,853	-4,767	177.9%
	OPM	-10.2%	-7.5%	-12.9%	-2.6%

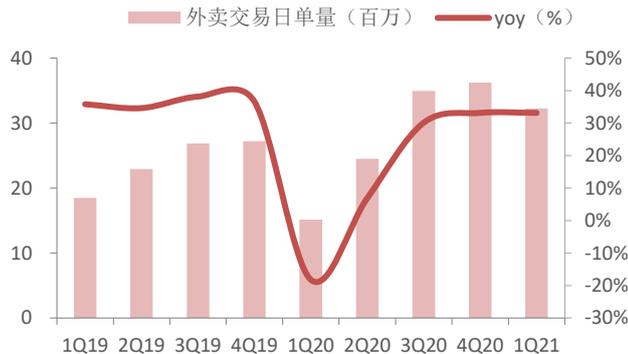
资料来源：公司公告，东方证券研究所

此外，在现金流及账上资金方面，由于新业务亏损带来的税前亏损扩大，21Q1 经营活动现金流量净额为-44.30 亿元，至 3 月 31 日，公司 21Q1 账上流动资金及资本 531.2 亿元，其中现金及现金等价物 177.9 亿元，短期理财投资 353.3 亿元。

2. 外卖业务：Q1 收入同比大幅增长，订单量和交易金额显著提升，经营利润率持续上升

外卖业务收入大幅增长，经营利润率持续上升。21Q1 外卖业务收入 205.75 亿元，同比增长 116.8%，环比增长 4.1%，占总收入的 55.6%，利润率为 5.4%。由于在消费端、商家端以及配送端保持强劲优势且互相加强，21Q1 餐饮外卖业务实现稳健增长。

图 7：外卖交易日单量（百万）及增速（%）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：外卖业务单位订单金额（元/单）及增速（%）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

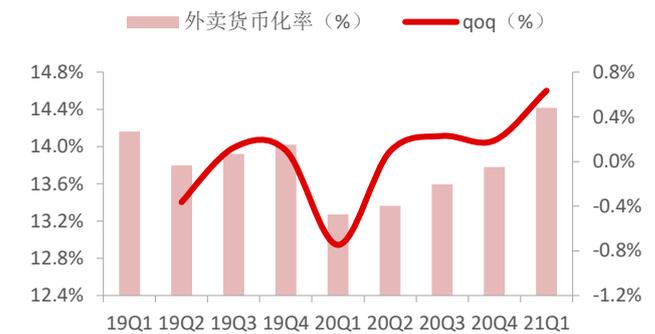
得益于需求供给两端数量、质量同发展，外卖订单量和交易金额同比提升。21Q1 订单量 29.03 亿，日订单量达 0.32 亿，同比提升 113.5%，主要由于 20Q1 疫情导致单量下滑明显，环比下降 12.9%，主要由于第一季度相较第四季度是外卖业务的淡季，外卖交易金额达 1427 亿，同比提升 99.6%，环比下降 8.7%。订单量的提升驱动因素有三：①**有效的餐饮外卖会员制度**：公司持续推进会员制度，叠加各类推广活动和消费场景的优化效应，实现季度交易用户数及其购买频次均同比增长。②**消费端的服务范围进一步扩大**：首先，餐饮外卖服务范围从日常工作扩展至家庭聚会。响应“本地过年”的号召，餐饮外卖服务需求量较往年同期明显增长，春节期间推出“春节不打烊”活动，与数百万商户合作，为消费者提供优质商品外卖服务。其次，公司持续消费场景时间及空间上双向突

破，**时间上**，目前早餐、下午茶及宵夜的消费场景快速增长，**空间上**，远距离配送服务持续优化，占比进一步提升。**③平台上餐饮外卖供给的种类丰富、质量提高**：餐饮外卖年度活跃商家及年度广告商家数目在 21Q1 达到历史最高。优质商家销量增加，销量占比进一步扩大。“餐饮新掌柜”计划，加强培养数字化人才，推动餐饮行业数字化运营时代建设。

在配送端，响应“本地过年”政策号召，率先部署运营力量，满足消费者需求。“同舟计划”持续推行，为骑手提供福利，春节假期间为外卖骑手提供福利与激励超过人民币 5 亿元。升级骑手硬件设施，保障配送效率及安全，如：智能头盔和外卖取货储物柜。

图 9：外卖交易金额（十亿）及增速

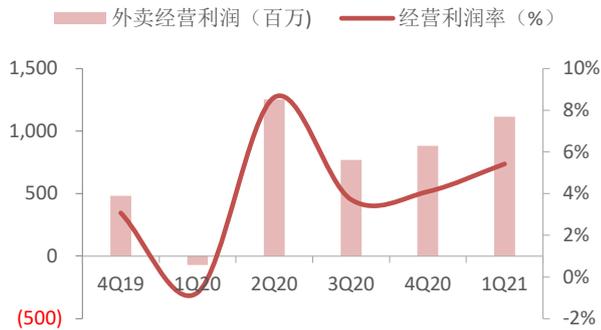

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：外卖业务的变现率（%）


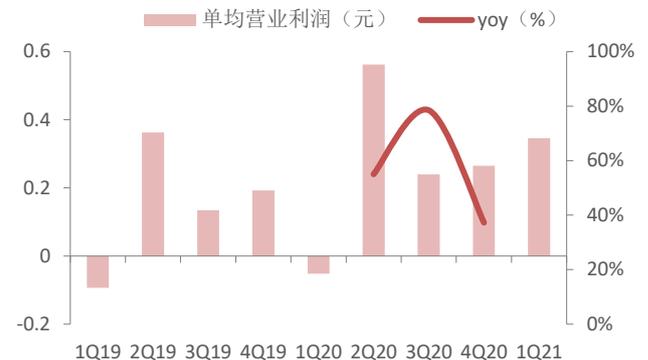
资料来源：公司公告，东方证券研究所

用户端客单价同比微降，商家端外卖变现率改善，外卖业务利润率大幅增长，单均营业利润提升。由于去年疫情期间商家端供给结构中的中小商家及校园商家供给减少，导致高客单订单比重加大，拉高去年客单价基准线，本季度伴随中小商家供给恢复，外卖客单价同比下滑 5.5%至 49.2 元/单。外卖变现率恢复常态，环比提升 0.6%至 14.4%，经营利润同比扭亏转盈，经营利润率由同期-0.7%，上升至 5.4%，环增 45.1%，21Q1 单均营业利润为 0.38 元。主要由于疫情好转，本季度在用户和商家补贴上减弱。外卖会员制度及营销活动促使交易用户数目及交易频次增加，带动订单量及收入增长，佣金收入增加 114.5%至人民币 184 亿元。同时，疫情后活跃商家获取线上流量意愿增强致使单商家贡献营销收入增加，在线营销服务收入增加 138.4%至人民币 22 亿元。

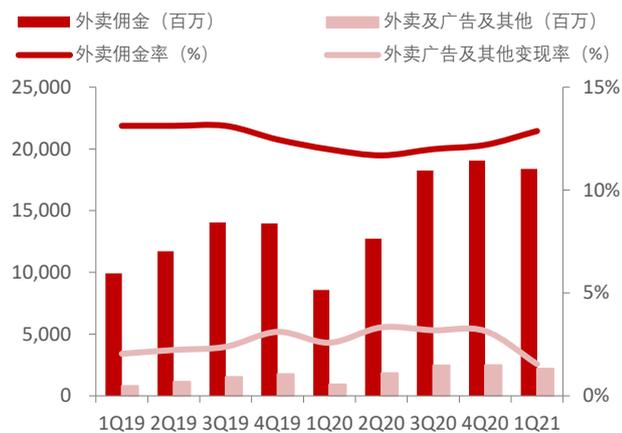
骑手成本相对稳定，21Q1 主要由于春节补贴带动单均骑手成本增加。由于春节假期间为外卖骑手提供福利与激励超过人民币 5 亿元，单均配送成本同比环比有所增加，我们判断未来骑手成本下探空间不大，骑手成本波动大多来自于季节性补贴，未来无人配送及自提柜的推行或将提高配送效率，拉低配送成本。

图 11：外卖经营利润（百万）及经营利润率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 12：单均营业利润（百万）及 yoy (%)


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 13：外卖分业务收入（百万）及货币化率 (%)


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 14：美团客单价、骑手成本 (%)


注：骑手成本为根据总成本及 1P 单量粗略估算

资料来源：公司公告，东方证券研究所

一刀切式费率向阶梯费率转变，平台费率趋于透明化，差异化收费标准，三公里内订单降费明显，远距离费率提升。平台将以往固定的“平台服务费”拆分为“技术服务费”和“履约服务费”，其中“技术服务费”为实际佣金，而“履约服务费”为配送成本，按距离、时段和价格阶梯计费。技术服务费是固定成本，履约服务费只有商家选择美团配送时才会产生。对于低客单价和近距离订单，费率改革后相对过去更低，主体订单，即三公里内的订单，费率下降最为明显。对于远距离订单及特殊时段订单，出于骑手远距离安全性等角度，费率改革后佣金率上升。新政策下，外卖商户或将考虑缩短配送半径，三公里内的订单或将更加集中，更有效匹配供需两侧，从而推动平台配送效率的提高。短期而言，对变现率影响有限；长期来看，随远距离订单占比提高，新费率政策或有助于提高佣金收入。

图 15：外卖商家服务费收取模式对比



数据来源：美团公众号，东方证券研究所

3. 到店、酒店和旅游业务:Q1 全面复苏，高星级酒店业务增速强劲，到店 GTV 创新高

到店酒旅业务稳步恢复，Q1 得益于疫情的有效管控增速稳定。Q1 收入同比上升 112.7%至 65.84 亿元，经营利润同比增长 304%至 27.48 亿元；佣金实现收入 32.56 亿元，同比提升 172%，环比下降 9.1%；在线营销服务及其他业务实现收入 33.29 亿元，同比提升 75.4%，环比下降 6.3%，由于商家经营情况的复苏，在线营销活跃商家数目及各商家所贡献收入增加。

到店春节期间交易金额及交易量增速达到历史新高。供需两端良性发展，Q1 交易金额两年 CAGR 达到 30%，聚餐活动全面复苏，轻餐消费场景维持高增长，进一步增加了平台的优质供给，并继续渗透更高质量的连锁餐厅，3 月更新了包含 22 个境内城市及 3 个境外城市的 2021 年【黑珍珠】榜单；受疫情影响最大的休闲及娱乐类别在该季度恢复疫情前正常增长，两年 CAGR 也超 30%。Q1 推出了多个营销及推广节，帮助提升商户的广告预算，高品质商家以及中小商家覆盖方面的竞争优势不断提升。

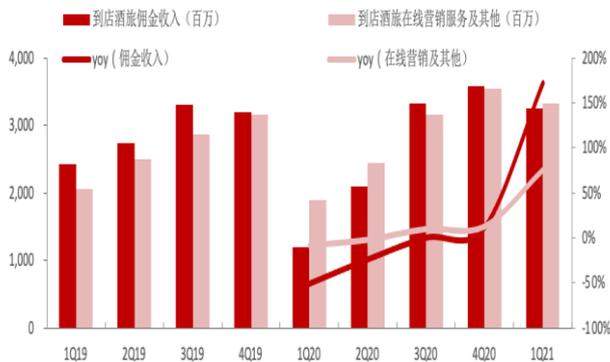
酒店需求端：Q1 间夜量同比增长 136%达 1 亿，供给端：酒店供给多样化加深。在三四线城市中渗透率进一步提升，品牌认知度增加；在高星级酒店方面，占比超过 16.7%，未来将继续加大供应链管理、客户服务、用户体验等方面的投资，五星级酒店间夜量 2 年 CAGR 达到 70%，四星级酒店间夜量 CAGR 约 130%。

图 16：酒店间夜量（百万）及增速

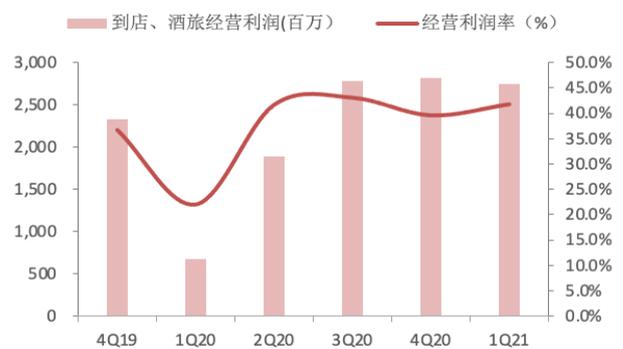

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 17：到店及酒旅业务的收入（百万）及增速


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 18：到店酒旅分业务收入（百万）及 yoy (%)


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 19：到店酒旅经营利润（百万）及经营利润率 (%)


资料来源：公司公告，东方证券研究所

本地生活竞争加剧，越来越多平台推出本地生活团购功能，短期内由于商家供给问题不会对美团造成威胁。本地生活领域业务，各平台主要通过地推吸引 B 端商家、种草争抢 C 端客户，并内测功能正式入局。我们按照地推、种草以及内测三个阶段的内容，对本地生活领域新布局玩家抖音、快手以及哈啰进行分析。

在地推阶段，抖音于 2018 年 6 月至 2020 年 9 月，上线并不断完善“企业号”服务，开始在商家端探索，逐步构建起简单的本地生活框架。在种草阶段，抖音于 2019 年底到今年 5 月，先后上线并推广达人探店业务，同时与维京合作，推出“心动餐厅”“外卖团购榜”评选等，助力引流。今年 2 月，抖音启动“优惠团购”及地图服务内测业务，进一步深耕本地生活领域。

快手在 2020 年 3 月至今年 5 月，开展地推，与同程艺龙等多个 OTA 平台达成合作发力旅游业务，并与餐饮品牌合作开展“517 吃货节”，助力餐饮团购业务；后期进行内测，新增“本地生活”板块，并开展同城团购功能灰度测试，于近期进驻微信小程序，加快本地生活场景布局。

哈啰于 20 年底至今年 2 月，进行地推，重点布局酒店业务，开通预定酒店服务。今年 2 月至 4 月，开启内测阶段，在全国多地开城，推出团购到店餐饮套餐，内测本地生活业务。目前本地生活领域成为各大巨头争抢的新风口，以抖音快手为代表的短视频平台通过改变之前图文种草到短视频种草引流的逻辑尚待完善；而以出行为主的哈啰，希望通过借鉴拼多多社交裂变式引流方式和复制美团平台建设，达到在本地生活领域成功赶超其他玩家的策略，还有待观察。

因此，短期内，美团作为本地生活领域的霸主地位难以撼动，**作为生活服务平台，供给端是否丰富是用户是否选择使用及留存的重要因素**，目前就出现很多在抖音上通过视频产生团购兴趣，但在美团上进行搜索下单的行为，而供给端的积累不止是取决于线上流量，更多来源于线下地推的拉新和维护，在这一点上美团的地位短期内显然难以撼动，但是长期来看，随着越来越多新玩家入局，本地生活市场竞争加剧，未来将呈现更多新可能。

表 2：本地生活主要玩家进展表

公司	时间	阶段	时间描述
抖音	2018 中旬	团队构建	成立 POI (Point of Interest) 团队，正式试水本地业务。
	2018.6-2019.2	地推	上线“企业号”和“抖店”，商家端探索，构建简单的本地生活业务框架。
	2019.3-2020.9	地推	完善“企业号”服务，上线团购、酒店预定、门票预定等业务，抖音企业号数量突破 500 万
	2019.10-2020.11	种草	上线并推广达人探店等种草业务，推出“心动餐厅”榜单评选等，助力引流
	2020.8-2021.5	种草	与维京合作，推出“生活服务场景接入方案”、内测“外卖团购榜”，搭建起覆盖超过 60 个城市，100 余家抖音本地生活服务解决方案落地提供商的城市服务网络。
	2021.1	团队构建	字节跳动商业化部成立了专门拓展本地生活业务的“本地直营业务中心”
快手	2021.2-2021.4	内测	内测“优惠团购”及地图服务
	2020.3-2021.5	地推	与同程艺龙、去哪儿网等 OTA 平台达成合作，并通过后者发力本地旅游业务，与云海肴、呷哺呷哺、肯德基、华莱士等数十个餐饮品牌联合推出了 517 吃货节活动，逐步搭建起本地生活的产品供应链基础。
	2020.7-2021.5	内测	新增“本地生活”板块，开展同城团购功能灰度测试，正式入局本地生活服务领域；进驻微信小程序，“吃喝玩乐在快手”，加快本地生活场景布局

哈啰

2020.12-2021.2

地推

着力布局酒店业务，2021年2月在官方公众号宣布，用户可以通过哈啰出行预订酒店

2021.2-2021.4

内测

哈啰到店团购业务在沈阳、珠海、汕头、广州、上海等开城，推出餐饮为主的各类到店团购套餐，用户在哈啰出行 App 或哈啰生活公众号内可直接下单。

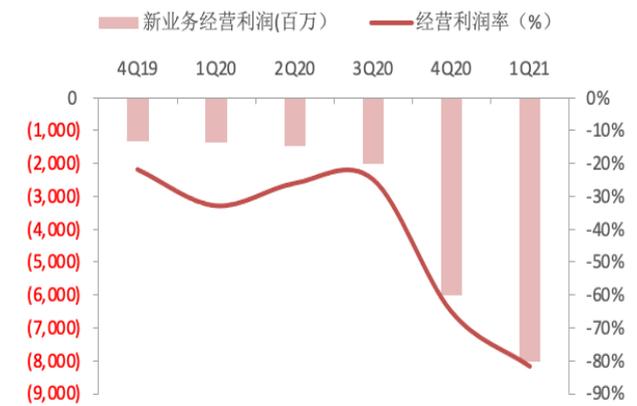
数据来源：36kr, Tech 星球等，东方证券研究所

4. 新业务：零售三驾马车齐头并进，投资力度加大，交易用户增速加快

Q1 新业务收入同比增长 136.5%达 99 亿元，主要受零售业务、B2B 餐饮供应链服务及共享骑行业务的增长所推动；营业亏损达 80 亿元，经营利润率降低至-81.6%，主要是来自于对美团优选的投资。Q1 总交易用户数增长 5800 万，创历史新高，一半得益于美团优选业务。优选业务帮助平台获取下沉市场的更多用户，对新用户未来可以实现平台产品的交叉销售，进一步提升外卖以及到店酒旅业务的向下渗透率。

图 20：新业务收入（百万）及增速


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 21：新业务经营利润（百万）及经营利润率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

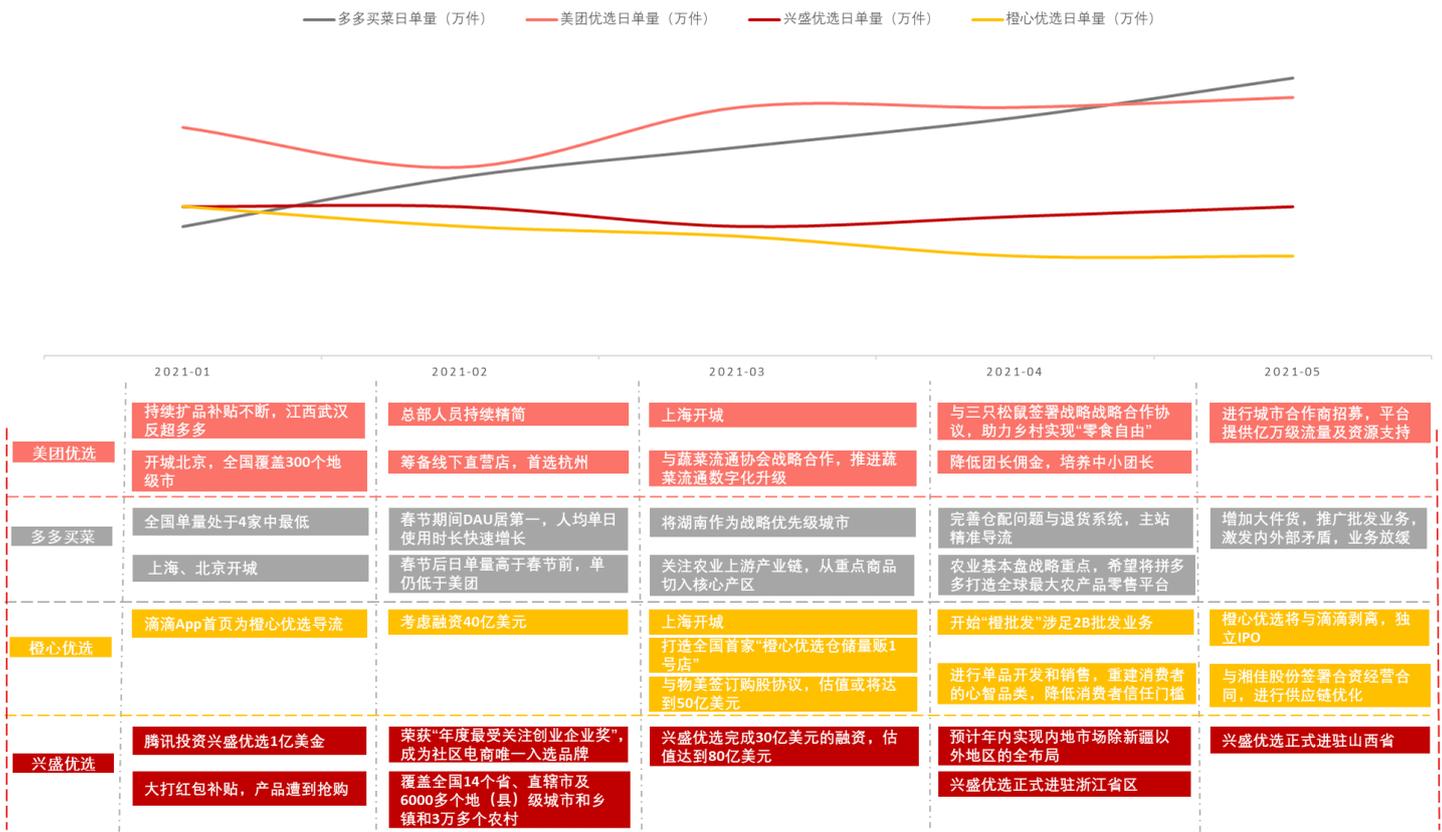
其中，零售三驾马车齐头并进，用户数量增速迅猛创新高。

- **美团闪购**：将更多资源分配至如超级市场、鲜花及包装水果等品类，促进季内业务增长。同时紧跟年轻一代不断演变的消费趋势，对节日商品及礼物当日送达的偏好进行跟踪。在就地过年政策下，更多餐饮外卖的用户转化为美团闪购用户。闪购客单价、商品数量急速增加，季度交易用户数增长创历史新高，达到 7000 万。
- **美团买菜**：春节期间，持续优化扩大了北京、上海、广州和深圳包括仓库等硬件设备。同时也调整了价格策略以应对不断增长的需求。得益于供需两端共同发力，本地化过年导致生鲜

需求提升，前置仓密度及 SKU 数量增加带来供给密度及多样性增加，季度交易用户同比增加逾 400%，交易频次有所改善，实现较高的经营效率及更好的 UE。

- **美团优选：**社区团购业务进一步扩张，涵括 2,600 个市县，基本上完成全国覆盖的目标，累计交易用户超过 1 亿人。尽管因春节假期季节性因素导致二月零售出现淡季，但元宵后需求逐渐恢复，季内仍持续健康增长，整体业绩表现与增长非常强劲。同时，持续探索多种用户获取策略，实现了良好的用户增长，且用户留存及交易频次均稳步增加。中心仓、网格仓以及采购的效率有所提升，UE 模型持续改善。未来几个季度会专注于提高团长覆盖率、提高用户增长速度、以及增强下沉市场渗透率。

图 22：社区团购主要玩家经营策略及进度



资料来源：36kr, Tech 星球等，东方证券研究所

2020 上半年各平台探索中发展，各家都在全方位布局，竞争加剧，但同时基于公司历史经验及组织架构不同，各平台发展策略出现分化：

1) 美团优选：上下游业务双线发力 深化下沉市场渗透。美团优选春节前基本实现全国县市村镇的全覆盖，春节期间对单量发起冲刺，超越多多买菜。因对仓配端补贴力度较小，节后单量一度下降

较多，后逐渐改善回升，稳定头部位置。美团上游与蔬菜流通协会战略合作，通过优选“农鲜直采”计划，加大源头直采力度，推进新技术试点落地、培养农村电商人才、搭建下沉市场农产品流通体系。下游进一步精细化运营，降低团长佣金率，加强对中小团长的培养，逐步提升团效与团长流量。同时持续放权，加快城市代理合作商招募，加深下沉市场渗透。美团的策略重点自始至终围绕着精益化运营，提高服务质量及履约体验方面展开，这可能得益于其总部统管的方式，使得上下策略更为一致，对业务发展也更加可控。

2) 多多买菜：经营模型持续优化 销售体量逐步提升。多多年前策略与美团相似，基本实现全国全覆盖，同时在春节期间冲刺单量，拉长补贴战线，节后单量实现飞速跃升，一度与美团十分接近。3-4月期间，抓紧仓配物流改善，仓储系统加入调拨管理和订单计时等功能，两个月内及时履约率优化20%，达到90%上下。5月开始增加大件货物单量，持续拉升GMV，试图对美团实现超越。**冲大件策略为多多带来如下收益：**1) 有效提高单量以及客单价，提升GMV，帮助稳定增量以应对即将到来的夏天淡季。2) 试水批发业务，加强ToB联系，B端业务单量稳定，有利赛道业务拓展与供应链体系重塑。**同时，弊端也逐渐显露**，对比美团逐渐增加大件货量的同时进行大件货补贴，缓慢延伸品类，多多对于大件货采取短期大量冲单策略，现有仓配模型无法支撑短期大量大件的履约，造成履约时效极速下降，11点履约率降低一半以上；同时网格仓亏损加重，整个仓网体系良性运转受到影响。而此激进策略的制定，背后可能是由于多多省区负责人制度的KPI考核影响，各省区赛马制PK方式使得对GMV的追求更为激进，但多多发现问题较为及时，现在已停止冲大件的策略。

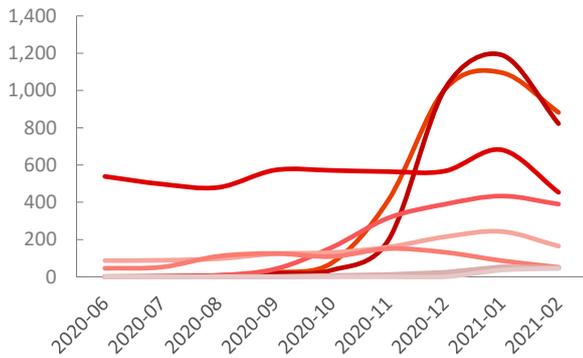
3) 橙心优选：加大流量支持，进行多方向尝试。年初滴滴在App首页增加橙心优选入口，为其引流，同时加大线下广告投放力度。随后橙心进行了多方尝试，降低补贴，调整UE模型，学习美团策略，开始优化商品质量与履约模型；打造线下“仓储量贩1号店”，并与物美签订购股协议；跟进多多策略，下放权力，划分大区，权责自治，同时试水批发板块，开始“橙批发”业务；并与湘佳股份签署合资经营合同，进行供应链优化等。近期，滴滴公开声明橙心优选将与滴滴剥离，独立进行IPO。

4) 兴盛：持续融资跟进，经营范围逐步扩大。兴盛上半年持续获得总额超30亿美元的融资，并正式进驻了浙江和山西省，向更广的城市范围铺开。兴盛优选的组织架构特色使其无法效仿多多灵活的区域自治制度，也缺少美团运营算法支持的中央机制，因此兴盛的扩张策略力求稳定，除了稳住优势区域的头部地位之外，扩张时对团长进行面签发展，合同制管理，佣金较高，团长带来的下沉市场流量较为稳定，上品与团长逐步增加，前行脚步稳扎稳打。

根据目前日单量划分，美团优选和多多买菜处于第一梯队，橙心优选与兴盛优选处于第二梯队，第一梯队单量为第二梯队的一倍左右，目前单量仍然处于焦灼追赶期。从小程序月活用户数来看，美团优选1月用户数9000多万，比多多买菜和兴盛优选高出近一半，从日活用户数来看，美团优选日活用户数从去年11月开始与其他平台拉开差距，1月日活用户数最高，在1100万附近；从月人均使用次数来看，兴盛优选用户使用频次最高，2月人均使用13.7次；美团优选紧随其后，人均10.3次；多多买菜最低，人均使用7.2次，相比之下用户粘性略差；从留存率来看，兴盛留存率最高，美团优选紧追其后，多多买菜留存率相对最低。而夏季来临，如何保证履约效率及商品质量或成为拉开差距的关键。

图 23：社区团购小程序 DAU (万人)

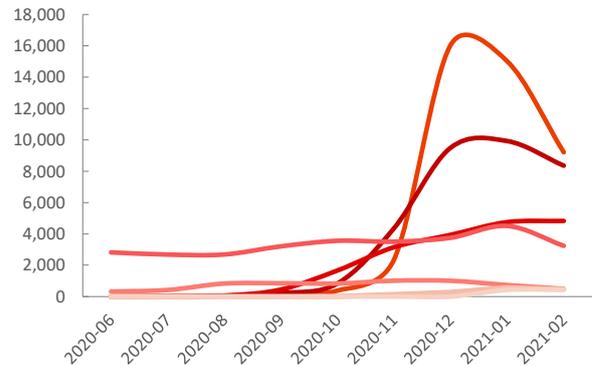
— 美团优选 — 橙心优选 — 兴盛优选 — 多多买菜
— 十荟团 — 同程生活 — 盒马集市 — 京喜拼拼



资料来源：Questmobile，东方证券研究所

图 24：社区团购小程序 MAU (万人)

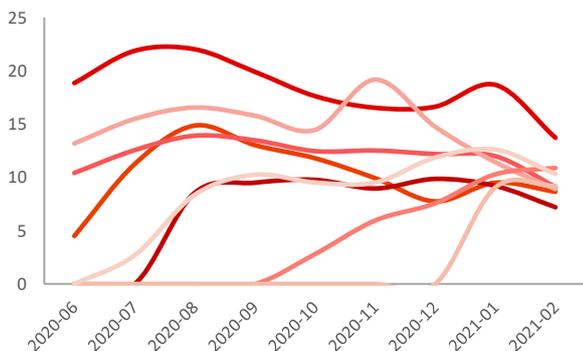
— 橙心优选 — 美团优选 — 多多买菜 — 兴盛优选
— 十荟团 — 同程生活 — 盒马集市 — 京喜拼拼



资料来源：Questmobile，东方证券研究所

图 25：社区团购小程序月人均使用次数 (次)

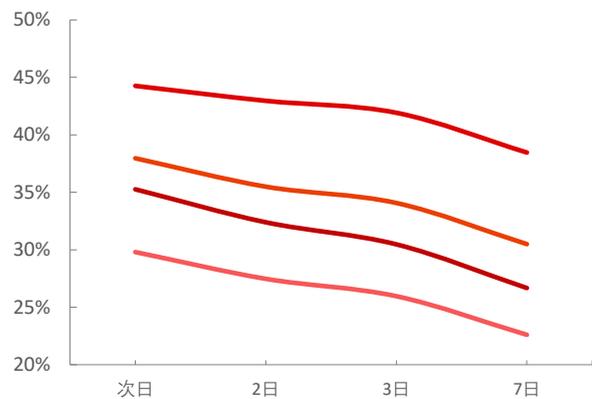
— 橙心优选 — 多多买菜 — 兴盛优选 — 十荟团
— 同程生活 — 盒马集市 — 京喜拼拼 — 美团优选



资料来源：Questmobile，东方证券研究所

图 26：社区团购小程序 2 月留存率 (%)

— 美团优选 — 橙心优选 — 兴盛优选 — 多多买菜



资料来源：Questmobile，东方证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

➤ 外卖业务：

(1) 上调 21-22 年的日单量假设，是由于是因为公司 2021 年的市占率及日单量的提升速度超出我们此前预期，前期疫情加速了餐饮企业的线上化率及其促进用户外卖消费行为的培养，且新业务带来下沉市场用户的转化，我们预计未来日单量的提升会持续加速。

(2) 下调 21-22 年的单单价假设，是由于公司 Q1 客单价提升速度不达此前预期，原因有二，其一供给端中小商家疫情后恢复，中小商家及校园订单会拉低客单价，其二需求端未来用户增长的主要动力来自于低线城市，其中大多数新用户来自三线及以下城市，未来公司持续挖掘下沉市场拓展业务规模，通常低线市场客单价更低，因此低线市场的占比提升一定程度会放缓客单价提升速度。

(3) 上调了 21 年变现率假设，疫情期间，为保证商家经营稳定性并扶持优质商家，平台给予商家一定的返佣优惠，今年返佣逐步减少，预计佣金率有望恢复至历史较好水平，同时疫情后商家数字化营销意愿加强，外卖广告变现率有望提速，综合带来变现率提升。

➤ 到店、酒店及旅游业务：

上调了 21-22 年的到店及旅游货币化率假设，由于疫情加速商家数字化运营意愿，对公司利润率提高有帮助的商家数量增长，未来到店货币化率有望持续提高。

➤ 新业务：

新业务中增长速度不达预期，尤其是美团优选业务的发展，因此下调新业务收入假设，同时由于新业务（美团优选、电单车、快驴、团好货）还处于业务初期，初期成本大，尤其是美团优选业务初期建设成本及加盟费分成高，公司明确表示会持续加大新业务的投入等，未来亏损将加剧，毛利率加速下降。

且新业务初期补贴费用，广告推广费用等伴随业务扩张加速增加，尤其是美团优选业务方面的营销推广费用，明显拉高整体销售费用。

2021-2022 年业务在疫情后恢复正常，且由于前期疫情催化作用下，用户端，消费者对到家服务的依赖程度提升，商家端，线下商户数字化的进程加速，平台端，外卖规模效应显现，新业务打入下沉市场获得新增用户，预计 2021-2022 年收入业绩增长加速；同时由于公司新业务扩张战略，对新业务投入持续加大，而新业务由于处于发展初期，前期建设投入及推广费用高，短期将对利润造成一定负面影响，长期将促进利润规模加速提升。因此，我们预计公司 2021~2023 年实现收入 1,767/2,503/3,337 亿元，实现净利润-159/14/168 亿元，实现 Non-GAAP 净利润-110/50/248 亿元，每股收益-2.60/-0.22/2.75 元。

表 3：核心假设及盈利预测变动分析表

MN/CNY (标注除外)	调整前 (21/4/1)		调整后	
	2021E	2022E	2021E	2022E
核心假设				
外卖日单量 (百万)	38.5	48.1	39.8	51.8
变动幅度			3.45%	7.65%

外卖单单价（元/单）	50.8	51.8	48.3	49.3
变动幅度			-4.91%	-4.88%
外卖 GTV（bn）	713.1	909.2	702.2	931.2
变动幅度			-1.52%	2.42%
外卖变现率(%)	13.9%	14.5%	14.2%	14.4%
变动幅度			2.36%	-0.74%
酒店货币化率（%）	8.06%	8.16%	8.10%	8.20%
变动幅度			0.50%	0.49%
酒店间夜数	496	596	500	600
变动幅度			0.83%	0.70%
到店及旅游货币化率	12.58%	12.88%	13.20%	13.60%
变动幅度			4.93%	5.59%
新业务收入（百万）	51,230	93,556	42,982	74,028
变动幅度			-16.10%	-20.87%
新业务毛利率(%)	-19.36%	0.41%	-38.17%	-11.65%
销售费用（百万）	-23,935	-30,067	-32,003	-38,176
变动幅度			33.71%	26.97%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 4：主要财务数据变动分析表

MN/CNY（标注除外）	调整前（21/4/1）		调整后	
	2021E	2022E	2021E	2022E
营业收入	156,802	196,054	176,741	250,329
变动幅度			12.72%	27.68%
营业利润	20,776	32,439	-14,903	-1,228
变动幅度			-171.73%	-103.79%
归属母公司净利润	16,604	25,934	-15,860	-1,357
变动幅度			-195.52%	-105.23%
经调整归属净利润	19,440	29,272	-11,035	4,967
变动幅度			-156.76%	-83.03%
每股收益（元）	2.9	4.5	(2.60)	(0.22)
变动幅度			-191.06%	-104.99%
毛利率(%)	39.09%	40.88%	21.73%	26.87%
变动幅度			-44.41%	-34.27%
归属净利率(%)	10.59%	13.23%	-8.97%	-0.54%
变动幅度			-184.74%	-104.10%
经调整归属净利率(%)	12.40%	14.93%	-6.24%	1.98%
变动幅度			-150.36%	-86.71%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

我们采取分部估值法对公司进行估值。由于 2021 年公司新业务扩张影响，公司业绩将受到不稳定性影响，同时由于可比公司所属的海外各国的疫情的严重程度不一样，导致 2021 年各公司的业绩及估值可比程度较低，因此我们选择 2022 年的预期及可比估值。

对于盈利水平尚未稳定的外卖业务，我们继续采取 PS 估值，维持上次 22 年外卖业务 4.9x PS 估值，预计外卖业务 2022 年实现收入 1337 亿元，对应市值 7957 亿 HKD；到店、酒店和旅游业务的盈利能力已经比较稳定，因此我们继续采用 PE 估值，维持上次 22 年 48.2x PE，我们预计到店和酒旅业务 2022 年实现税后利润 210 亿，对应市值 12264 亿 HKD。新业务仅对社区团购进行估值，维持上次新业务 0.6x P/GMV 估值，对应市值 1452 亿 HKD，公司合理估值水平为 21672 亿 HKD，目标价 355 元 HKD，维持“买入”评级。

表 5：公司分部估值

2022E 分部估值	22E 营业收入 /GMV (亿 CNY)	22E 税后经营利润 (亿 CNY)	22 年 PS/PGMV	22 年 PE	企业价值 (亿 CNY)	企业价值 (亿 HKD)	目标价 (港元/股)
外卖	1,337	-	4.9x	-	6,554	7,957	
到店、酒店旅游业务	-	210	-	48.2x	10,101	12,264	
新业务-社区团购	2,096	-	0.6x		1,196	1,452	
合计						21,672	355

资料来源：公司公告，东方证券研究所

风险提示

政策管控：反垄断政策及禁止低价倾销政策的管理，可能会对公司经营产生一定影响。

市场竞争加剧：公司的在本地生活市场目前处于领先地位，未来竞争对手如抖音，阿里巴巴，有可能会加大对本地生活版块的扶持和补贴力度，公司市场份额有下降的风险。

外卖佣金率提升不及预期：去年 4 月初公司受到广东餐饮协会投诉，要求降低佣金率，虽然发生在疫情期间商户经营困难的特殊情况下，但不能排除之后发生类似事件，且 2021 年《加快培育新型消费方案》中提到降低平台交易和支付成本，引导外卖等合理优化佣金费用，未来佣金率提升有提升不及预期的。

新业务增长不及预期：美团社区团购、团好货、快驴、共享单车、充电宝等新业务处于初期发展阶段，尤其是社区团购目前各大互联网巨头入场竞争风险加剧，新业务发展有可能不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	13,396	17,094	1,799	1,772	19,778	营业收入	97,529	114,795	176,741	250,329	333,696
限制现金	8,760	12,776	19,670	27,859	37,138	营业成本	(65,208)	(80,744)	(138,340)	(183,056)	(228,292)
短期投资	49,436	43,999	43,999	43,999	43,999	销售费用	(18,819)	(20,883)	(32,003)	(38,176)	(49,076)
预付款项、押金等其他	10,543	14,438	22,228	31,484	41,969	管理费用	(4,339)	(5,594)	(7,863)	(11,012)	(14,512)
流动资产合计	82,135	88,306	87,697	105,114	142,883	研发费用	(8,446)	(10,893)	(15,023)	(20,902)	(27,530)
物业、厂房及设备	5,376	13,917	21,427	30,349	40,456	资产减值损失	2,609	8,117	1,786	1,790	1,794
无形资产	32,700	31,676	31,676	31,676	31,676	营业利润	2,680	4,330	(14,903)	(1,228)	15,879
权益法计入投资	2,284	13,181	13,840	14,532	15,259	利息收入	(25)	(156)	(54)	(56)	(58)
公允价值计的金融资产及其他	7,166	10,257	10,462	10,671	10,885	可转换可赎回优先股公					
非流动资产合计	49,878	78,269	91,059	106,127	123,116	允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	132,013	166,575	178,755	211,241	265,999	权益法计投资亏损	107	264	0	0	0
贸易应付款项	6,766	11,967	18,425	26,096	34,787	利润总额	2,762	4,438	(14,956)	(1,284)	15,821
应付商家款项	7,495	9,415	14,496	20,531	27,368	所得税	(526)	270	(909)	(78)	962
交易用户预付款	3,856	4,308	6,633	9,394	12,523	净利润	2,236	4,708	(15,865)	(1,362)	16,783
其他应付款项及应计费用	7,237	10,557	16,254	23,022	30,689	少数股东	(3)	(1)	(5)	(5)	(5)
借款及其他	11,238	14,901	18,058	21,750	25,894	归属母公司净利润	2,239	4,708	(15,860)	(1,357)	16,788
流动负债合计	36,593	51,148	73,865	100,792	131,261	Non-GAAP 归母净利润	4,657	3,121	(11,035)	4,967	24,768
非流动负债	3,366	17,793	18,291	18,882	18,404	每股收益 (元)	0.38	0.78	(2.60)	(0.22)	2.75
非流动负债合计	3,366	17,793	18,291	18,882	18,404						
负债合计	39,959	68,941	92,156	119,674	149,664						
股本	0	0	0	0	0						
股份溢价	260,360	263,155	263,155	263,155	263,155						
其他储备	(4,447)	(6,262)	(1,431)	4,897	12,883						
累计亏损	(163,801)	(159,201)	(175,061)	(176,417)	(159,629)						
股东权益合计	92,112	97,693	86,663	91,636	116,409						
少数股东	(58)	(59)	(64)	(69)	(74)						
负债及股东权益	132,013	166,575	178,755	211,241	265,999						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	2,762	4,438	(14,956)	(1,284)	15,821
折旧摊销	4,846	5,194	6,299	7,347	8,562
SBC	2,191	3,277	4,831	6,329	7,985
投资损失	(292)	(854)	0	0	0
营运资金变动	(2,645)	1,896	2,561	2,706	2,658
其他	(1,287)	(5,476)	451	1,892	3,615
经营活动现金流	5,574	8,475	(816)	16,991	38,642
资本支出	(4,303)	(10,993)	(13,809)	(16,269)	(18,669)
短期&长期投资	(7,180)	(6,414)	(659)	(692)	(727)
其他	1,309	(3,825)	(331)	(393)	(445)
投资活动现金流	(10,174)	(21,232)	(14,799)	(17,354)	(19,841)
债券融资	1,638	5,233	320	336	353
股权融资	370	499	0	0	0
筹资活动现金流	1,114	17,418	320	336	(795)
汇率变动影响	(173)	(964)	0	0	0
现金净增加额	(3,659)	3,697	(15,294)	(27)	18,006

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	49.5%	17.7%	54.0%	41.6%	33.3%
营业利润	124.2%	61.6%	-444.2%	91.8%	1393.2%
归属于母公司净利润	155.8%	-33.0%	-453.6%	145.0%	398.6%
获利能力					
毛利率	33.1%	29.7%	21.7%	26.9%	31.6%
净利率	4.8%	2.7%	-6.2%	2.0%	7.4%
ROE	2.5%	5.0%	-17.2%	-1.5%	16.1%
ROIC	1.7%	2.8%	-8.9%	-0.6%	6.3%
偿债能力					
资产负债率	30.3%	41.4%	51.6%	56.7%	56.3%
净负债率	28.8%	53.1%	104.3%	128.7%	111.6%
流动比率	224.5%	172.6%	118.7%	104.3%	108.9%
速动比率	221.9%	169.7%	115.6%	101.0%	105.5%
营运能力					
应收账款周转率	10.46	10.19	10.76	10.40	10.14
存货周转率	-	-	-	-	-
总资产周转率	0.77	0.77	1.02	1.28	1.40
每股指标 (元)					
每股收益	0.38	0.78	(2.60)	(0.22)	2.75
每股经营现金流	2.05	1.41	(0.13)	2.78	6.32
每股净资产	33.82	16.27	14.18	14.99	19.05
市盈率	647.20	311.93	(94.26)	(1102.06)	89.05
市销率	14.47	12.46	8.46	5.97	4.48
EV/EBITDA	130.51	221.30	(256.11)	360.09	90.16
EV/EBIT	366.49	486.76	(147.86)	(1794.62)	138.77

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn