

买入 (维持)

03690.HK 美团-W

港股

目标价: 253.4 港元

现价: 190.1 港元

## 外卖强势复苏, 二季度业绩或超预期

2022年7月28日

## 市场数据

日期	2022/7/27
收盘价(港元)	190.10
总股本(亿股)	61.87
流通股本(亿股)	61.87
总市值(万亿港元)	1.17
流通市值(万亿港元)	1.17
净资产(亿元)	1210.88
总资产(亿元)	2308.80
每股净资产(元)	19.60

数据来源: Wind

## 相关报告

跟踪-《核心业务盈利提升, 新业务有序推进》-20220330

跟踪-《骑手就业新政策推动配送生态演进》-20210514

跟踪-《外卖和到店业务符合预期, 社区电商战略性投入持续扩大》-20210328

深度-《生活服务 O2O 龙头, To B 业务打开利润新空间》-20190516

## 海外 TMT 研究

分析师:

洪嘉骏

hongjiajun@xyzq.com.cn

SFC: BPL829

SAC: S0190519080002

求培培

qiupei@xyzq.com.cn

SAC: S0190521090003

请注意: 求培培并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管的活动

## 主要财务指标

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	179,128	218,977	309,998	408,758
同比增长	56%	22%	42%	32%
经调整净利润(百万元)	-15,572	-6,872	27,730	52,753
经调整净利润率	-8.69%	-3.14%	8.95%	12.91%
ROE	-18.75%	-14.04%	13.69%	23.56%
经调整 EPS(元)	-2.58	-1.14	4.59	8.74

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院

## 投资要点

- **外卖恢复或好于预期, 单量预计同比增长 3%。**3-6 月全国餐饮行业收入分别为 2935/2609/3012/3766 亿元 (YoY-16.4%/-22.7%/-21.1%/-4.0%), 5-6 月环比改善加速, 7 月有望恢复至疫情前水平。预计美团 Q2 外卖收入有望增长约 13% 达到 261 亿元。拆分来看, 单量预计同比增长约 3% 至 36.4 亿单, 主要由 6 月单量恢复拉动 (预计 YoY+10%); 疫情期间配送端补贴下降一定程度上会拉高货币化率。预计经营利润为 32.3 亿元 (YoY+32.2%), 盈利改善主因疫情期间相关激励活动减少, 营销费用减少, 部分抵消骑手一次性防控措施成本与纾困政策实施带来的负面影响。
- **堂食放开、消费券发放助力到店业务恢复。**各地防疫工作进展顺利, 北京、上海分别自 6 月 6 日、6 月 29 日起有序恢复餐饮堂食, 推动居民开展线下消费。此外, 22Q2 以来近 20 个省市发布消费券相关政策, 使用范围主要集中在到店餐饮、商超零售等居民日常高频消费领域。预计 2022Q2 美团到店酒旅业务收入同比减少约 20% 至 68.8 亿元, 经营利润率将维持在 41% 左右。
- **闪购保持高增长, 新业务亏损预计持续收窄。**预计分部收入将同比增长约 37.6% 至 165.6 亿元, 经营利润约 -79.0 亿元, 相比 22Q1 的 -90.3 亿元亏损进一步收窄, 对应经营利润率为 -47.7%, 根据凯度消费者指数数据, 即时零售销售额在 2022 年 4/5 月同比增长 20%/23%。美团闪购网络效应强劲, 用户数与商家数增加形成良性循环。据美团闪购统计, 520 期间, 闪购美妆产品、数码商品的订单量分别比去年同期增长近 2 倍、5 倍。预期闪购未来收益表现会与外卖业务类似, 具备获取更高 AOV 和广告收入的潜力。
- **投资建议:**公司主营业务在疫情后复苏确定性高, 新业务中闪购高速增长、优选经营效率持续改善, 二季度业绩表现或好于市场预期, 预计 2022Q2 营收同比增长约 13.0% 至 495 亿元, 维持公司“买入”评级, 目标价 253.4 港元。

**风险提示:** 1) 疫情反复; 2) 消费者购买力下滑; 3) 餐饮行业复苏不及预期; 4) 新业务减亏不及预期

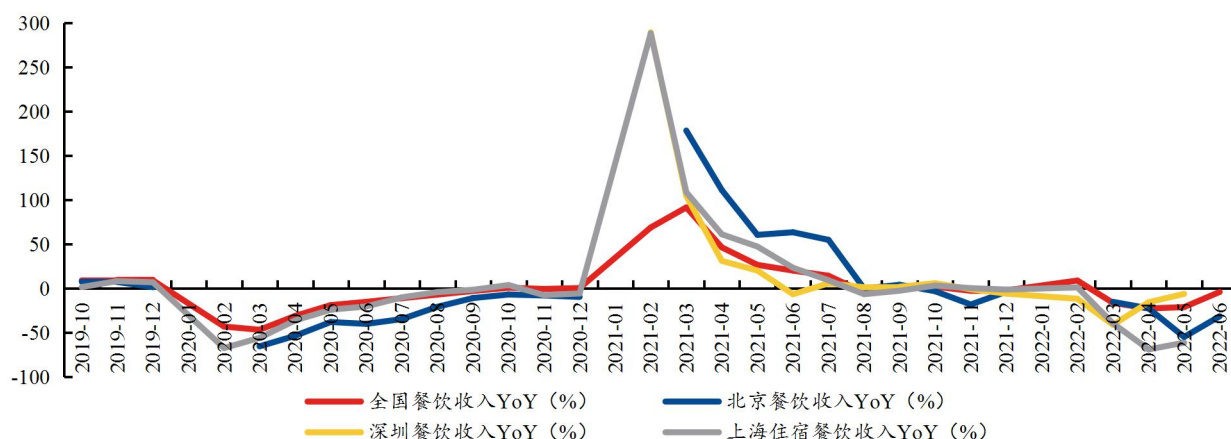
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 报告正文

**收入增速放缓，亏损大幅收窄。**我们预计公司 22Q2 实现营业收入 495.1 亿元 (YoY+13%)，高于彭博一致预期的 485 亿元，主要由于外卖业务疫后快速复苏，以及新业务中商品零售业务收入显著提升。经调整净利润为-12.9 亿元，亏损同比和环比均有所收窄，主要受益于外卖及优选业务 UE 模型的优化。

**外卖恢复或好于预期，单量预计同比增长 3%。**全国餐饮业自五月下旬呈现复苏态势，根据国家统计局数据，3-6 月全国餐饮行业收入分别为 2935/2609/3012/3766 亿元 (YoY-16.4%/-22.7%/-21.1%/-4.0%)，5-6 月环比改善加速，7 月有望恢复至疫情前水平。预计美团 Q2 外卖收入有望增长约 13%至 261 亿元。拆分来看，单量预计同比增长约 3%至 36.4 亿单，主要由 6 月单量恢复拉动 (预计 YoY+10%)；AOV 有所提升，主因中小商户占比下降，客单价被动提升；同时疫情期间配送端补贴下降一定程度上会拉高货币化率。预计经营利润为 32.3 亿元 (YoY+32.2%)，主因疫情期间相关激励活动减少，营销费用减少，部分抵消骑手一次性防控措施成本与纾困政策实施带来的负面影响。

图 1、社会零售餐饮收入同比增速



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

**堂食放开、消费券发放助力到店业务恢复。**各地防疫工作进展顺利，北京、上海分别自 6 月 6 日、6 月 29 日起有序恢复餐饮堂食，推动居民开展线下消费。此外，22Q2 以来近 20 个省市发布消费券相关政策，使用范围主要集中在到店餐饮、商超零售等居民日常高频消费领域。根据北大光华-蚂蚁金服消费券研究团队的数据统计，政府每 1 元的消费补贴能够带来平均 3.5 元以上的新增消费，在高频率的消费场景拉动效果更为明显，预计头部平台将受益。预计 2022Q2 美团到店酒旅业务收入同比减少约 20%至 68.8 亿元，经营利润率将维持在 41%左右。

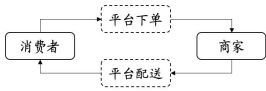
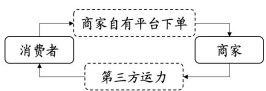

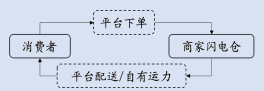
表 1、22Q2 部分城市消费券投放情况

城市	消费券名称	投放金额(人民币)	投放领域
北京	绿色节能消费券	-	电器
天津	河西区消费券	-	外卖
	南开区消费券	2000 万	到店餐饮、商超零售
	政府消费券	200 万(四轮合计)	到店餐饮、商超零售
重庆	“送惠九龙”惠民消费券	-	酒旅
	建行数字人民币专券	1000 万	到店餐饮、商超零售
	联动银行优惠券	5000 万	到店餐饮、商超零售、汽油
	“我爱南沙”消费券	1000 万	外卖、到店餐饮
广州	南沙区文旅体消费券	300 万	文化、酒旅、体育
	羊城荔湾欢乐购消费券	-	线上消费
	建行数字人民币优惠券	1000 万	商超零售、农产品帮扶

资料来源: 各省市本地宝, 兴业证券经济与金融研究院整理

**疫情加速零售业务向万物到家转化。**封控期间, 考虑到配送时间及区域限制问题, 居民更多通过即时零售来满足购物需求。根据凯度消费者指数数据, 即时零售销售额在 2022 年 4/5 月同比增长 20%/23%。其中 O2O 渠道增长明显, 截止 2022 年 4 月 22 日的一个月, 通过 O2O 平台完成的即时零售次数占比达到 24.2%, 相比截止当日一年的 14.7% 大幅提升。“万物到家”心智叠加高效履约能力, 美团闪购表现出强劲的网络效应, 单量实现高增长。用户增加带动更多品类商家入驻平台, SKU 种类更加多元化, 进一步提升用户粘性并刺激非餐需求。据美团闪购统计, 520 期间, 闪购美妆产品、数码商品的订单量分别比去年同期增长近 2 倍、5 倍; 万物到家逐步从必需品走向常态消费。随着公司投入更多资源来增加客户使用与商家入驻, 预期其未来收益表现会与外卖业务类似, 具备获取更高 AOV 和广告收入的潜力。美团闪购重点发展闪电仓模式, 截止 2022 年 6 月, 美团闪电仓项目已覆盖全国 100 多个城市, 合作商家超 500 家, 建仓超 1000 家, SKU 突破至 3000-5000 个。

表 2、即时零售模式对比

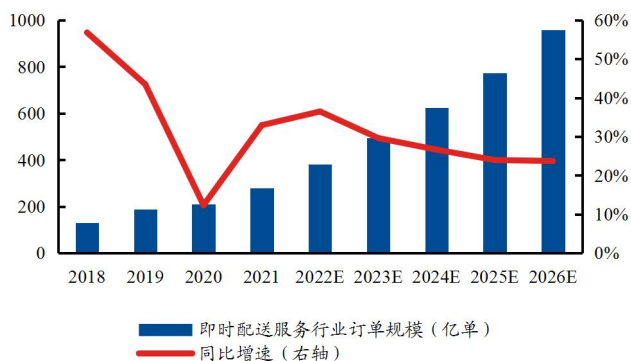
	平台-配送模式	自营-配送模式	自营前置仓模式	美团闪电仓模式
流程				
主要产品品类	餐饮外卖	商超零售	生鲜	快消、日用等长尾商品
商家运营模式	线上线下结合	线上线下结合	仅线上或线上线下结合	仅线上
运营时间	24 小时	正常工作时间	正常工作时间	24 小时
库存稳定性	低	低	高	高
SKU 品类	多	多	少	多
商品所有权	商家	商家	平台	商家
代表公司	美团外卖、饿了么、达达	淘鲜达、盒马	叮咚买菜、每日优鲜、盒马	美团闪购

资料来源: 美团闪电仓公众号, 兴业证券经济与金融研究院整理

**新业务 Q2 亏损预计将继续收窄。**美团闪购、买菜短期单量与 AOV 或有明显提升, 我们预计分部收入将同比增长约 37.6% 至 165.6 亿元, 经营利润约 -79.0 亿元, 相

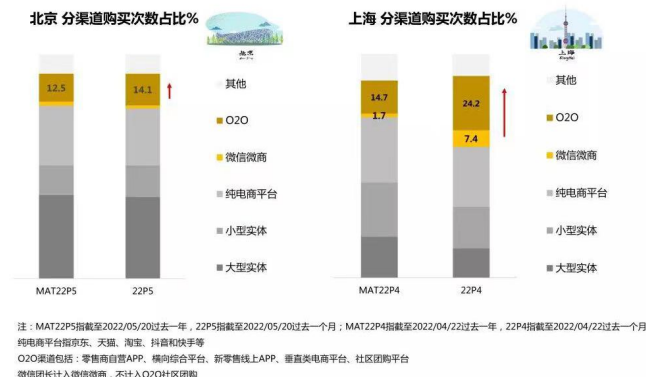
比 22Q1 的 -90.3 亿元进一步收窄，对应经营利润率为 -47.7%，主要得益于美团优选、美团买菜经营效率的持续改善。

图 2、中国即时配送服务行业订单规模



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、北京、上海即时零售分渠道购买次数占比



资料来源：凯度消费者指数，兴业证券经济与金融研究院整理

**风险提示：**

- 1) 疫情反复；
- 2) 消费者购买力下滑；
- 3) 餐饮行业复苏不及预期；
- 4) 新业务减亏不及预期。

## 附表

资产负债表				
单位:人民币百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>147,829</b>	<b>158,628</b>	<b>191,727</b>	<b>243,588</b>
存货	682	1095	1550	2044
贸易应收款项	1,793	2,190	3,100	4,088
预付款项、押金及其他资产	15,282	24,331	34,444	45,418
短期投资	84,282	92,710	100,127	106,135
受限制现金	13,277	13,277	13,277	13,277
现金及现金等价物	32,514	25,025	39,229	72,627
<b>非流动资产</b>	<b>92,825</b>	<b>108,320</b>	<b>130,739</b>	<b>161,559</b>
物业、厂房及设备	22,814	35,714	54,339	81,065
无形资产	31,049	31,294	31,540	31,787
递延税项资产	1,378	1,378	1,378	1,378
采用权益法核算的投资按公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	13,869	14,169	14,469	14,769
预付款项、押金及其他资产	14,300	15,730	17,303	19,033
预付款项、押金及其他资产	3,381	3,981	5,636	7,432
<b>资产总计</b>	<b>240,653</b>	<b>266,947</b>	<b>322,466</b>	<b>405,147</b>
<b>流动负债</b>	<b>68,593</b>	<b>100,669</b>	<b>132,725</b>	<b>167,194</b>
贸易应付款项	15,166	18,056	23,071	28,645
应付商家款项	10,951	19,900	27,171	33,100
交易用户预付款	5,171	8,706	11,888	14,481
其他应付款项及应计费用	18,401	24,331	34,444	45,418
借款	11,565	21,898	27,900	36,788
递延收入	5,478	5,917	6,390	6,901
<b>非流动负债</b>	<b>46,504</b>	<b>56,182</b>	<b>62,184</b>	<b>71,072</b>
应付票据	30,383	30,383	30,383	30,383
递延税项负债	895.691	895.691	895.691	895.691
其他非流动负债	10,588	10,588	10,588	10,588
<b>负债合计</b>	<b>115,097</b>	<b>156,850</b>	<b>194,909</b>	<b>238,266</b>
<b>本公司权益持有人应占权益</b>	<b>125,613</b>	<b>110,154</b>	<b>127,614</b>	<b>166,937</b>
股本及股份溢价	311,222	311,222	311,222	311,222
其它储备	-2,867	-2,867	-2,867	-2,867
累计亏损	-182,742	-198,201	-180,741	-141,418
<b>非控股权益</b>	<b>-57</b>	<b>-57</b>	<b>-57</b>	<b>-57</b>
<b>总权益</b>	<b>125,557</b>	<b>110,097</b>	<b>127,557</b>	<b>166,881</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>240,653</b>	<b>266,947</b>	<b>322,466</b>	<b>405,147</b>

现金流量表				
单位:人民币百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
税前利润	-23,566	-15,938	20,303	45,725
折旧和摊销	8,928	2,395	2,738	3,131
营运资金的变动	7,209	11,284	12,920	11,331
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-4,011</b>	<b>-1,781</b>	<b>33,118</b>	<b>53,785</b>
投资活动产生现金流量	-58,492	-25,718	-30,919	-38,163
融资活动产生现金流量	78,598	20,010	12,004	17,777
现金净变动	16,095	-7,488	14,203	33,399
现金的期初余额	17,094	32,514	25,025	39,229
<b>现金的期末余额</b>	<b>32,514</b>	<b>25,025</b>	<b>39,229</b>	<b>72,627</b>

利润表				
单位:人民币百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>收入</b>	<b>179,128</b>	<b>218,977</b>	<b>309,998</b>	<b>408,758</b>
销售成本	-136,654	-162,506	-207,636	-257,804
毛利	42,474	56,471	102,362	150,954
销售及营销开支	-40,683	-43,795	-46,500	-59,270
研发开支	-16,676	-19,708	-23,250	-28,613
一般及行政开支	-8,613	-10,949	-15,500	-20,438
按公允价值计量且其变动计入当期损益的投资之公允价值变动	815.747	2300	3000	3000
其他(亏损)/收入净额	-185.734	0	0	0
<b>经营利润</b>	<b>-23,127</b>	<b>-15,681</b>	<b>20,113</b>	<b>45,633</b>
<b>税前利润</b>	<b>-23,566</b>	<b>-15,938</b>	<b>20,303</b>	<b>45,725</b>
所得税	30.279	478.136	-2842.367	-6401.456
<b>净利润</b>	<b>-23,536</b>	<b>-15,460</b>	<b>17,460</b>	<b>39,323</b>
非控股权益	2.181	0	0	0
本公司权益持有人	-23,538	-15,460	17,460	39,323
<b>调整后净利润</b>	<b>-15,572</b>	<b>-6,872</b>	<b>27,730</b>	<b>52,753</b>
<b>经调整 EPS(元)</b>	<b>-2.58</b>	<b>-1.14</b>	<b>4.59</b>	<b>8.74</b>

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
收入增长率	56.04%	22.25%	41.57%	31.86%
毛利润增长率	24.74%	32.95%	81.26%	47.47%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	23.71%	25.79%	33.02%	36.93%
经调整净利润率	-8.69%	-3.14%	8.95%	12.91%
ROE	-18.75%	-14.04%	13.69%	23.56%
ROA	-9.78%	-5.79%	5.41%	9.71%
<b>偿债能力</b>				
净资产负债率	91.67%	142.47%	152.80%	142.78%
资产负债率	47.83%	47.80%	47.80%	47.80%
流动比率	2.2	1.6	1.4	1.5
<b>每股资料(元)</b>				
EPS	-3.90	-2.56	2.89	6.51
调整后 EPS	-2.58	-1.14	4.59	8.74

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyqz.com.cn](http://www.xyqz.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 China Great Wall International Holdings VI Limited、Coastal Emerald Limited、上海中南金石企业管理有限公司、山东高速集团有限公司、China Shandong Hi-Speed Financial Group Limited、山东黄金集团有限公司、广发控股（香港）有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、中国光大教育集团控股有限公司、中原证券股份有限公司、丹阳投资集团有限公司、云南省交通投资建设集团有限公司、太原国有投资集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、无锡惠山高科有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、东航海外（香港）有限公司、兰溪市交通投资建设集团有限公司、四海国际投资有限公司、宁波旷世智源工艺设计股份有限公司、平湖市国有资产控股集团有限公司、归创通桥医疗科技股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、交运燃气有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、农银国际控股有限公司、华立大学集团有限公司、华鲁控股集团有限公司、如东县鑫鑫交通工程建设投资有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、成都高新投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、西安市灞桥投资控股集团有限公司、西安航天城市发展控股集团有限公司、许昌市投资总公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、旷世控股有限公司、周口市城建投资发展有限公司、和誉开曼有限责任公司、宜昌高新投资开发有限公司、尚晋（国际）控股有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、武汉金融控股（集团）有限公司、河南投资集团有限公司、河南铁路投资有限责任公司、环龙控股有限公司、环球新材国际控股有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、远东宏信有限公司、邳州市交通控股集团有限公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、Linyi City Development International Co., Limited、临沂城市发展集团有限公司、Linyi City Development Group Co., Ltd、信银（香港）投资有限公司、南京牛首山文化旅游集团有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、南京溧水城市建设集团有限公司、南洋商业银行有限公司、建发物业发展集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司、重庆市南岸区城市建设发展（集团）有限公司、香港國際（青島）有限公司、HONGKONG INTERNATIONAL (QINGDAO) COMPANY LIMITED、晋江市路桥建设开发有限公司、Jinjiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、朗诗绿色生活服务有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、泰安市城市投资发展有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、烟台市蓬莱区城市建设投资集团有限公司、珠海华发实业股份有限公司、珠海华发集团有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、安博医疗控股有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮南建设发展控股（集团）有限公司、湖州吴兴经开建设发展集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Huzhou Gas Co., Ltd.、湖南湘江新区发展集团有限公司、集友银行有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、新奥天然气股份有限公司、ENN Natural Gas Co., Ltd.、新奥能源控股有限公司、ENN Energy Holdings Limited、溧源国际有限公司、LIYUAN INTERNATIONAL CO., LIMITED、漳州市交通发展集团有限公司、

潍坊滨海投资发展有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、德信服务集团有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司有投资银行业务关系。

### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。分析中所做的回报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。本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。本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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深圳	香港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	传真：（852）35095929
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk