

抖音VS美团到店：无需担忧美团到店的长期价值

—到店行业专题

行业评级：看好

2023年2月22日

分析师 宁浮洁
邮箱 ningfujie@stocke.com.cn
电话 15751860093
证书编号 S1230522060002

分析师 刘雪瑞
邮箱 liuxuerui@stocke.com.cn
电话 13018069312
证书编号 S1230522090001

□ 抖音的核心优势在于：用户流量充沛、种草导流潜质。

- 需求角度，抖音平台适合种草，对推新品以及激发用户需求有比较大的提升，平台内容属性+AI学习匹配性更强。供给角度，连锁化率越高，新品越多，推荐效果越好。

□ 美团的坚实壁垒在于：基建完善高效、用户心智稳固。

- 1) 重基建、组织繁琐、要求精耕细作的行业中，“强分析决策力、强地推执行力”能够形成规模、网络协同效应及效率优势。
- 2) 到店核心场景为非计划性、快速决策，但作为体验类产品，口碑效应导向明显，美团积累的评价等数据为核心数据资产。

□ 到店&电商的异与同：服务的库存深度远低于电商，流量放大效应低于电商；同质化打造“搜索&工具”心智均难破局。

- 1) 服务业库存深度不足，消费者接受服务半径相对局限。在平台推荐上，内容平台不能像直播电商“货+流量”放大效应高。
- 2) 到店体验性要求高，试错成本高于电商。直播通过知名主播带货可提升信任，但本地生活多由素人主播，缺乏口碑支撑决策。
- 3) 到店是一个更重基建、组织繁琐、要求精耕细作的行业，工具属性强，多边网络效应强，同质化竞争难以破局，差异化聚焦则规模有限。

□ 未来格局判断：抖音本地生活有望占领品宣场景，到店扩容，评价+成交和内容+成交的平台都受益。

➤ 抖音在搜索心智&本地生活“货架式”基础设施搭建之前，形成的优势在于：

- 1) 品牌形象宣传阵营，比如新店宣传，持续曝光种草，进入初期价格端和地推端是竞争优势，但很容易被突破。
- 2) 库存深度比较高的服务品类，即大型连锁化和品牌化的到店服务，而更不容易抢占中小品牌及个体门店。（依赖于大型连锁门店的，空间有限，消费品品牌集中度高于本地生活品牌集中度；且服务大型连锁化企业不占主导。）

➤ 美团通过精耕细作完成本地生活的数字化，提供一站式本地生活服务，用户心智稳固，可以更乐观：

- 美团到店工具属性更强，提供展示工具+消费者搜寻比价决策工具。一站式、多而全的服务提供了全场景解决方案，用户更容易积淀。公司LBS商户定位的精准度以及商户供给的丰富度，其他新进入者很难匹敌。消费者并不一定需要第二个和美团到店类似的平台。

□ 投资建议：从行业扩容以及平台定位差异性上，我们更推荐美团，市场担忧过度，到店的影响并没有市场想象的那么高，存在较大预期差。

风险提示：政策风险；竞争加剧；新业态创新入局；战略决策风险

- 1、**政策风险**：如果相关用工社保、税收、行业竞争等政策变化，可能会给行业发展带来影响；
- 2、**竞争加剧**：如果互联网行业参与者或者跨行业企业在未来加大此类业务投入，可能会使得行业竞争加剧；
- 3、**新业态创新入局**：如果行业诞生新的业态和本地生活服务的解决方案，可能会对现有业态带来冲击；
- 4、**战略决策风险**：相关企业的战略决策方向的调整可能会对行业和公司发展带来重大影响。

目录

C O N T E N T S

01

商业模式对比：美团VS抖音

02

供给侧：抖音禀赋难敌美团基建完善高效

03

需求侧：抖音强于导流，美团心智稳固

04

电商VS到店：
商品库存深度大于服务

05

未来格局判断：
共享增长红利，抖音到店影响低于电商

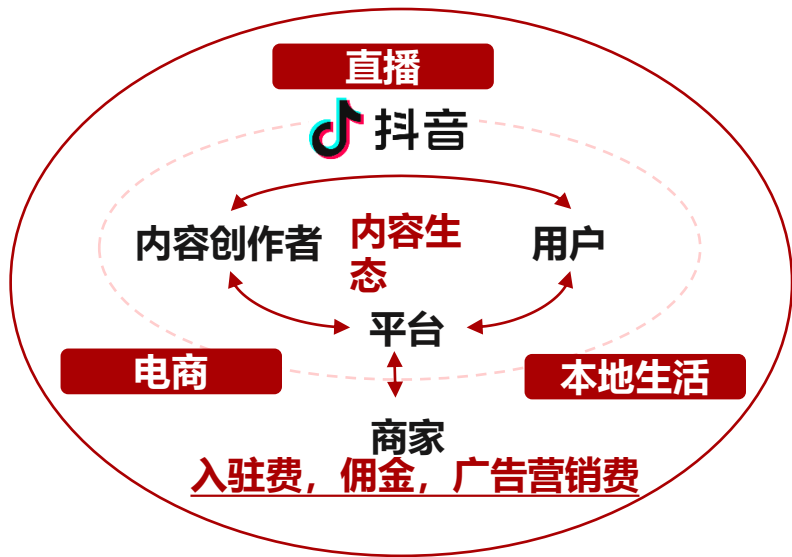
01

商业模式对比

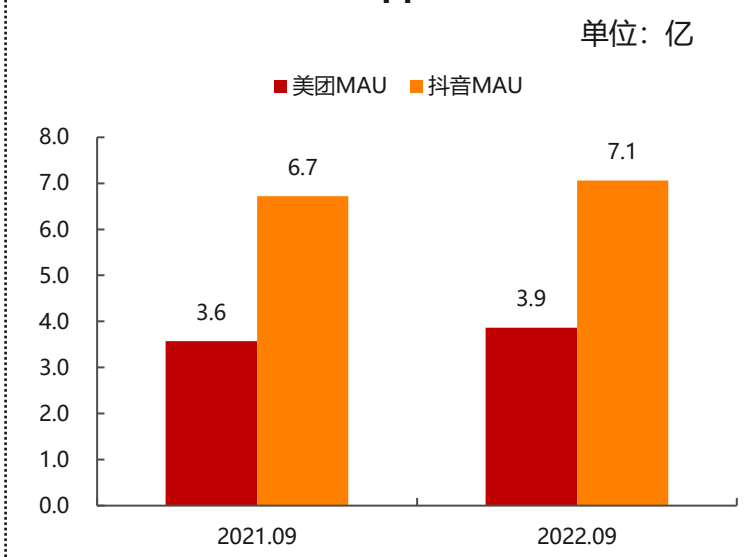
1.1 抖音：流量充沛，“内容+推荐”具备到店业务种草导流潜质

- **围绕“内容生态”的流量变现：**抖音平台主要围绕内容生态保持源源不断的公域流量盘，由此衍生出直播、电商以及本地生活为主的流量变现和辅佐业务，其中入驻费、佣金和广告营销费用是主要的收入来源。
- **抖音巨大流量加持团购业务，流量转化率不断提升。**根据QM数据，抖音2022年9月MAU超7亿，远超美团。2021年短视频用户的团购占比高达65.8%，较上一年提高1.3%，估算抖音分配至团购的MAU约4.5亿，发展本地生活业务基础良好。QM的相关报告也指出2021年年底短视频与本地生活重合用户数约为4.28亿。
- **本地生活规模进一步扩大：**据36氪数据，抖音生活服务在2022年完成了约770亿元的GMV。用户扩大的同时，本地生活开始对商家抽取佣金，费率从2.0%~8.0%，商户佣金收入进一步上升。

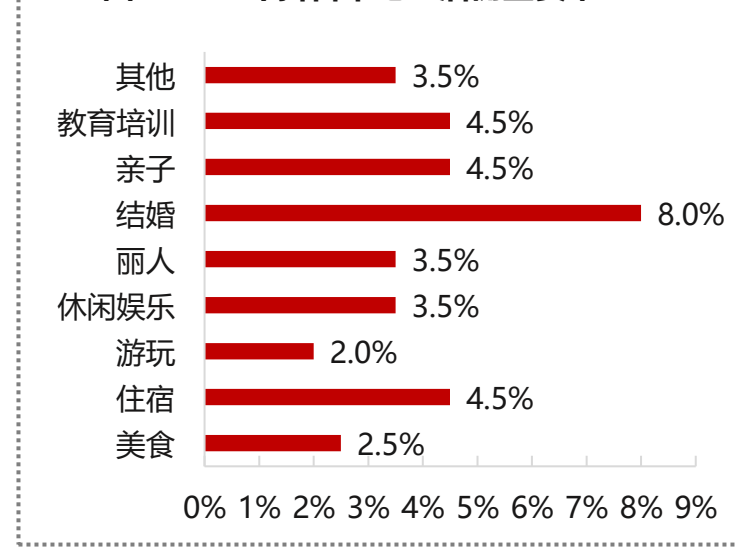
图：抖音业务板块



图：抖音独立App月活可观



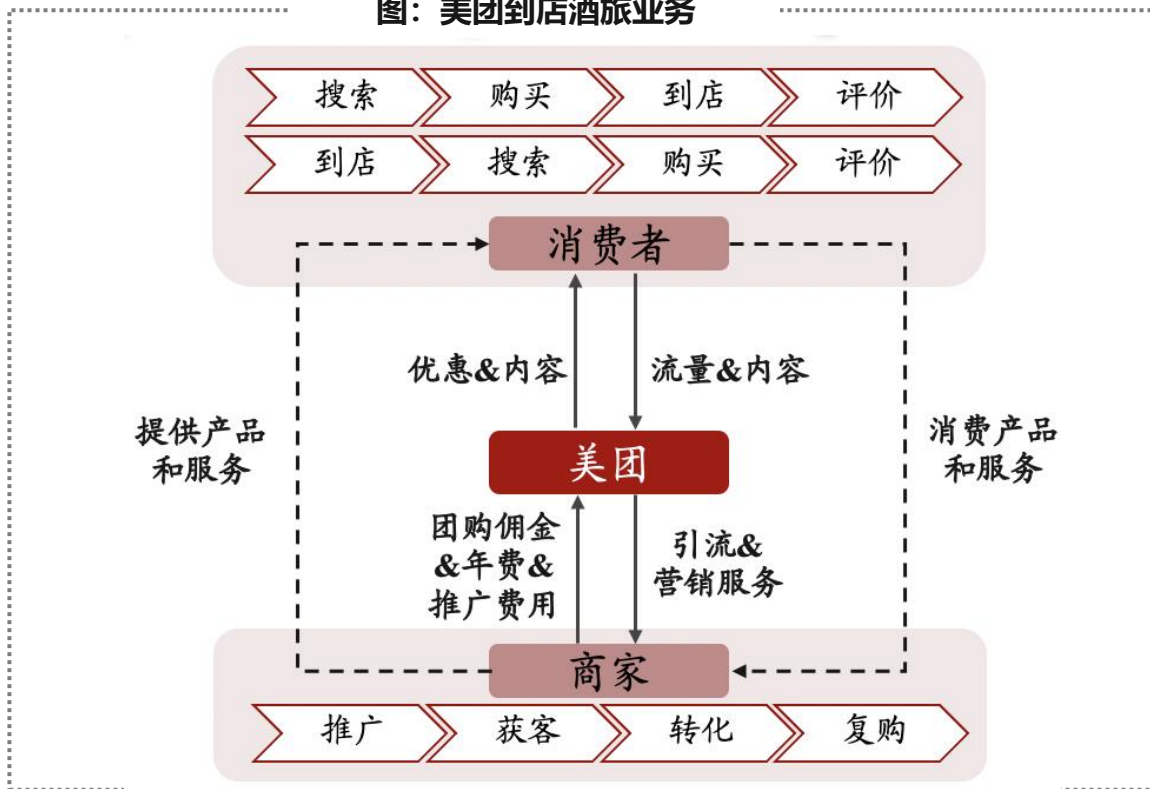
图：2022年抖音本地生活佣金费率



1.2 美团：基建完善高效，用户心智稳固，到店业务为现金牛业务

- 重基建、组织繁琐、要求精耕细作的行业中，“强分析决策力、强地推执行力”能够形成规模、网络协同效应及效率优势。21年美团年度交易用户6.91亿，人均每年消费35.8次，活跃商家880万家，建立起用户心智、商户覆盖、履约能力的核心壁垒。
- 到店核心场景为非计划性、快速决策，但作为体验类产品，口碑效应导向明显，美团积累的评价等数据为核心数据资产。
- 到店酒旅业务为核心现金牛业务：2020/2021年经营利润分别为82/141亿，经营利润率分别达38.5%/43.3%。

图：美团到店酒旅业务



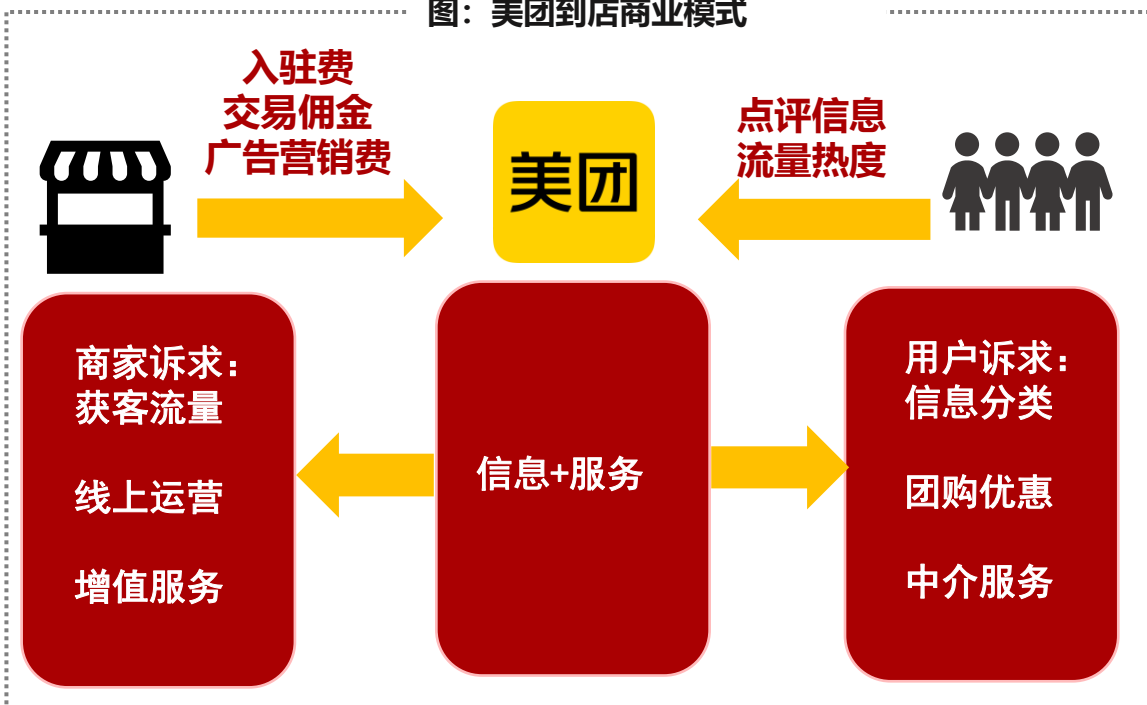
表：美团到店酒旅收入利润

	2019	2020	2021
年度交易用户数（百万人）	450.5	510.6	690.5
yoy	12.50%	13.30%	35.20%
交易用户年交易笔数（万）	27.4	28.1	35.8
yoy	15.40%	2.55%	27.20%
年度活跃商家（百万家）	6.2	6.8	8.8
yoy	7.10%	10.10%	29.20%
国内酒店间夜量（百万间）	392.5	354.5	476.9
yoy	38.20%	-9.70%	34.50%
到店酒旅营收（百万元）	22,275	21,252	32,530
yoy	40.60%	-4.60%	53.10%
佣金（百万元）	11,679	10,193	15,799
在线营销服务（百万元）	10,516	11,018	16,667
经营利润（百万元）	8,403	8,181	14,093
经营利润率	37.7%	38.5%	43.3%

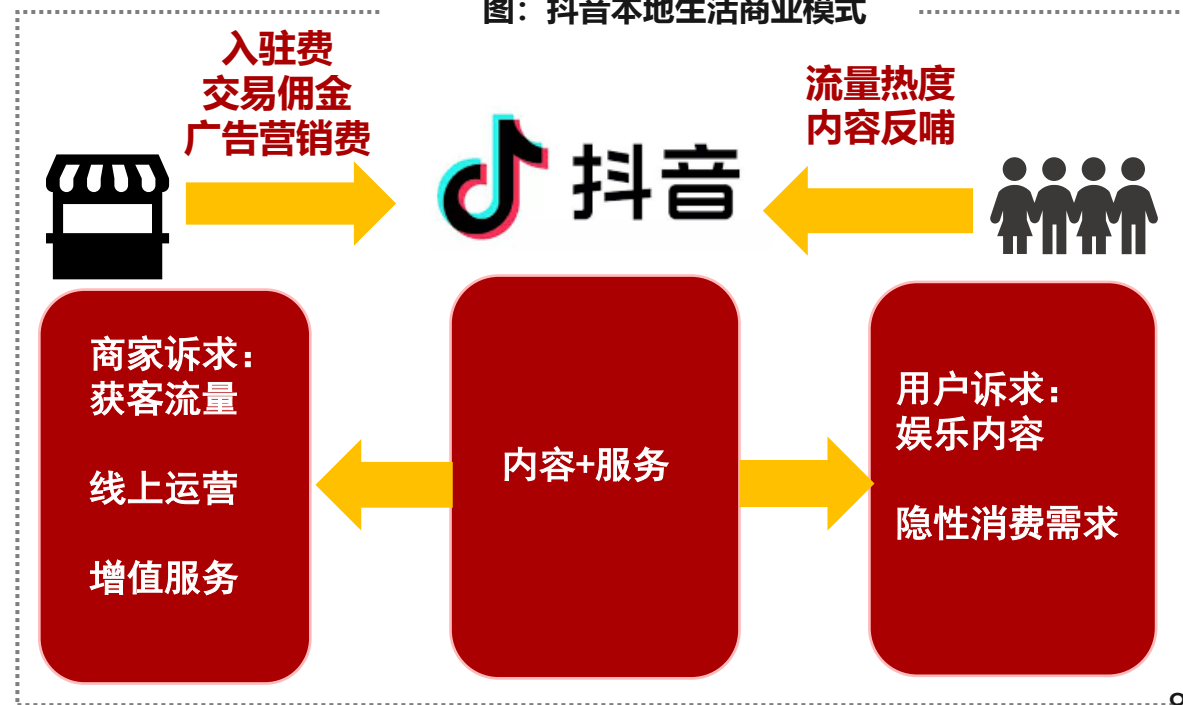
1.3 美团到店vs抖音本地生活

- **美团：“服务+信息”，飞轮效应驱动持续迭代：**商家从平台购买广告营销和线上运营服务，利用“O2O”模式突破地域位置的局限。消费者为平台提供点评信息和流量，平台依靠团购优惠和商家信息持续吸引消费者，实现平台自我的信息迭代，从而吸引更多商家入驻，扩大供给侧的变现规模，形成商家和消费者之间围绕平台的较强粘性。
- **抖音：“货找人”，内容驱动消费的价值已经得到认可：**针对的消费者需求是隐性，平台的流量推送机制是结合短视频内容和推荐算法“种草”挖掘出被动的购买选择。小红书和抖音等内容平台的兴起背后是流量转为购买行为的证实，本地生活依托“娱乐+随机”的推荐机制错位点评系统的强目的性。

图：美团到店商业模式



图：抖音本地生活商业模式



美团

庞大的商户数量
点评系统心智地位稳定
强大的BD运营团队

中小商户为主
垂直类信息源相对单一

提升低线城市渗透率
丰富推荐机制与内容形式

VS

核心驱动竞争力

局限性

未来增长方向

抖音

流量大盘稳定增长
种草经济与优质内容相
辅相成

折扣券核销率偏低
商家的优质内容门槛高

平衡流量和供给侧匹配
平衡不同业务库存，库存深度不同，
变现效率不同

02

供给侧

2.1 供给侧商家运营：抖音短时间难敌美团

□ 美团依靠外卖业务先发优势，成熟的地推团队+丰富的商家运营经验，构建商家端运营壁垒。

- 起步2012年，历经千团大战，美团“地推铁军”已布局2800个县级市，构建成熟的标准化培训和管理体系，能快速实现优质商家供给。美团积累了商家运营与管理经验，运营模型已经过市场反复矫正，商家独占性提高，构筑了美团独有的BD运营壁垒。

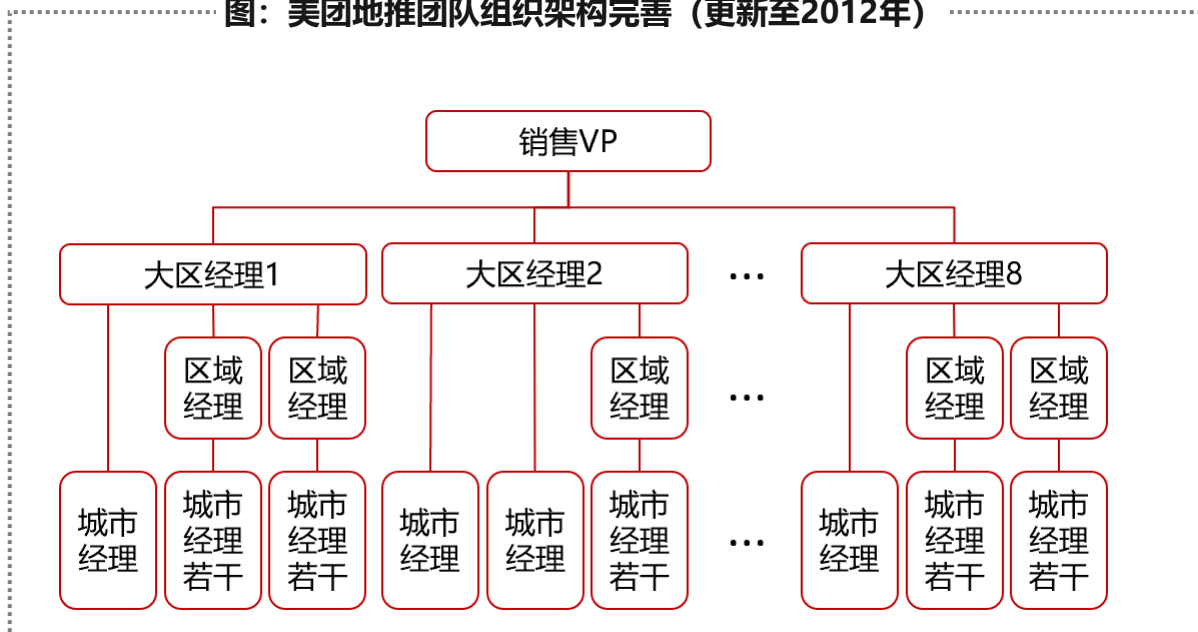
□ 抖音服务商体系起步晚，规模和布局尚处于劣势，商家运营禀赋短时间难以快速积累。

- 抖音广告起家，商家端推新和运营经验欠缺，并短时间难以快速积累。后续搭建服务商体系提升商家运营能力，形成平台—服务商—商家的垂直考核管理架构。

图：抖音商家数量和运营团队均处于劣势



图：美团地推团队组织架构完善（更新至2012年）



2.1 供给侧商家运营：抖音短时间难敌美团

	美团	抖音
入驻流程	共3步 时长2-8个工作日	共4步 时长约2-6个工作日
商家红利	开店宝帮助商家评价管理、精准营销等	四大平台帮助广告投放、数据分析、人货撮合等
BD招聘	重经验，统计日美团BD招聘岗位仅24个	服务商体系需求大，统计日抖音招聘岗位124个

图：美团BD招聘要求重经验经历，需求低于抖音

美团BD招聘要求（闪购城市业务BD）

- 1.优秀的沟通服务能力，掌握商家新签的逻辑和方法动作，高效完成新签任务；
- 2.较好的分析和能力，熟悉商家运营和品类运营的基本逻辑和方法，具有独立分析门店问题的能力，帮助商家上线爬坡；
- 3.协同能力强，有较好的团队意识，与合作部门共创解决方案，承接需求并落地执行；
- 4.学习能力强，对于没做过的事物能够快速吸收经验并有推陈出新的主动意识。

抖音BD招聘要求（BD到餐）

- 1、一年及以上的BD餐饮行业陌拜和地推经验，且具有餐饮行业客户资源；
- 2、具备较强的客情维护能力、谈判能力和问题解决能力，有短视频内容营销经验的优先；
- 3、熟悉餐饮行业，对店铺运营、活动运营、内容创意有一定知识或经验；
- 4、具备较强的学习能力，思维敏捷，有要性，吃苦耐劳，抗压能力强。

美团商家入驻流程

图：商家入驻效率美团略优于抖音



抖音商家入驻流程



图：商家红利倾向有差异，美团倾向商家经营全面支持，抖音专于流量与数据支持

美团商家红利（开店宝APP）



抖音商家红利（巨量千川、抖店罗盘、抖店、巨量百应）



2.1 美团地推与BD团队成熟，禀赋难以超越

- 美团商户推新模型成熟，能快速开辟高质量商户，经历市场多次矫正，多次胜出。
- 地推端商户运营模型效率高，本地关系积累，商户的平台粘性高。BD运营质量积累需要时间，美团禀赋短时间难以超越。疫情下商家多端经营，导致商家粘性与独占性降低，但商家入驻后短期依靠流量扶持得到高ROI，长期依靠平台模型，商家单位广告支出带来的产品收入。

图：BD团队建设随美团发展历程不断完善



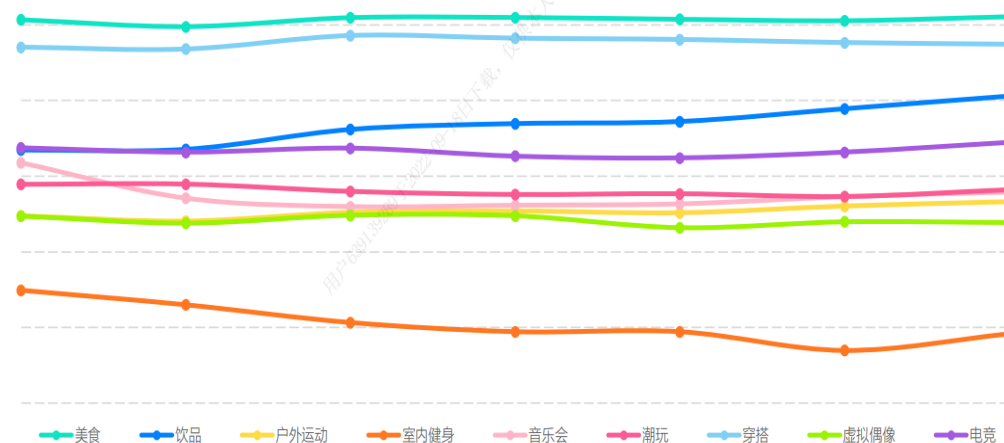
□ 美团：已成功布局到二级市场，一线优势明显，服务全品类中小商家。

- 美团到店覆盖所有一二线商户，且流量最大，但商家拓展增速放缓。头部商家多为连锁品牌，私域流量强，不合作OTA平台。
- 中小商家与美团合作紧密，包括广告、团购、配送等深度合作。

□ 抖音：高线聚焦网红和头部连锁店，流失较多中小商家。

- 36氪数据表明，2022年之后流量将由全品类持续投入收缩聚焦一线餐饮酒旅GTV和用户渗透率快速爆发。
- 抖音主要营销模式为兴趣推荐，聚焦网红与头部连锁店更易提高视频内容质量，助力抖音自身声量增长，但造成较多中小商家流失。此外一些到综业务，亦与兴趣有关，适合抖音营销。

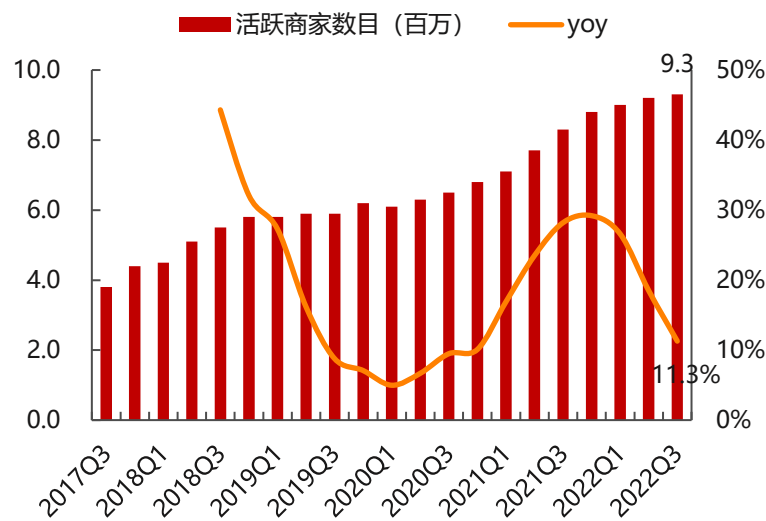
图：抖音用户潮流相关内容视频播放量走势



表：商家画像对比

	美团	抖音
主打品类	全品类（主要聚焦餐饮酒旅）	聚焦餐饮娱乐
目标客群	全线中青年消费群体	二线及以下城市年轻群体
商家数量	约930万（截至2022Q3）	100万（截止2023年2月）
商家分布	接近全线分布	一线新一线全覆盖、二线部分
商家类型	头部与中小商家均合作	聚焦网红与头部连锁
商业模式	评价体系、搜索页推广	兴趣推荐、视频推广、直播带货
盈利模式	佣金+服务+广告收入	佣金+达人直播+视频推广收入
引流方式	低价+社交媒体+评价推荐	超低价+社交媒体+视频推荐
页面展示	分类搜索为主+算法推荐	算法推荐为主+分类搜索

图：美团活跃商家数增速放缓（单位：百万）



图：本地生活页面对比



03

需求侧

□ 用户需求逻辑：美团计划性搜索需求，抖音冲动消费挖掘潜在需求。

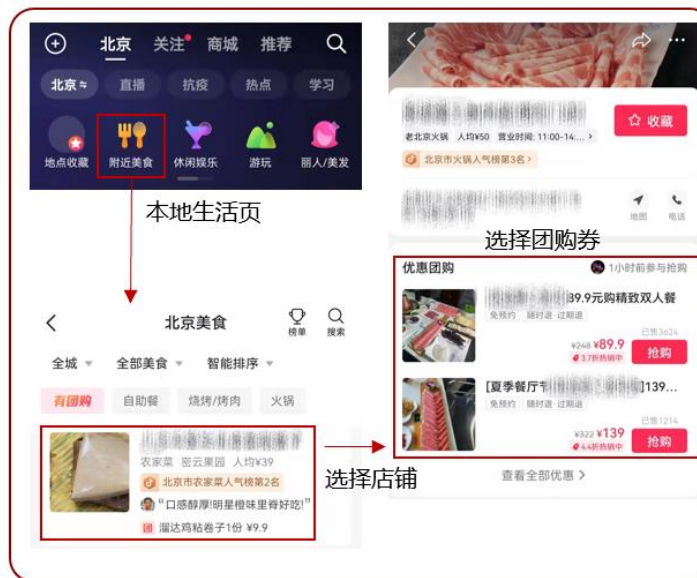
□ 用户心智：美团点评已形成的用户心智抖音短期难以超越。

- 大众以及美团主站的到店业务已经形成用户心智，找店心智+交易闭环=核销复购高。艾媒咨询数据显示，2020年美团点评在生活服务平台的首选率约63.4%。2019年美团到店酒旅GMV达到2221亿元。2020/2021年到店酒旅增速分别为-4.6%/53.1%。
- 抖音本地生活兴趣推荐为主，短视频内容分类占比，到店业务视频的广告加载比例，业务发展初期可以通过补贴拉升GMV，但复购率以及核销率仍需观察。据36氪数据，抖音生活服务在2022年完成了约770亿元的GMV。

图：抖音本地生活与美团用户APP团购路径对比

抖音

途径一：本地生活页直达



途径二：达人链接



美团

主页菜单直达



3.2 平台需要长时间才能建立流量入口的用户心智

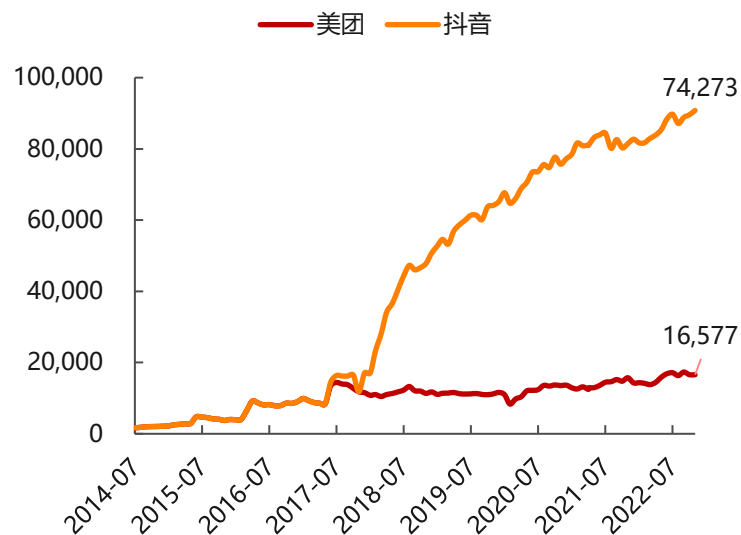
□ 用户数量：抖音活跃用户数远超美团，美团交易用户庞大。

- 抖音作为视频内容平台，有大量的全站流量，其用户日均使用时长达到了105分钟，美团只有16分钟，抖音活跃用户数远超美团。抖音巨大的流量为其核心优势，但并非所有抖音用户都选择团购，美团的交易用户数2022年Q3达到了6.87亿，虽增速减缓但仍有较大体量。

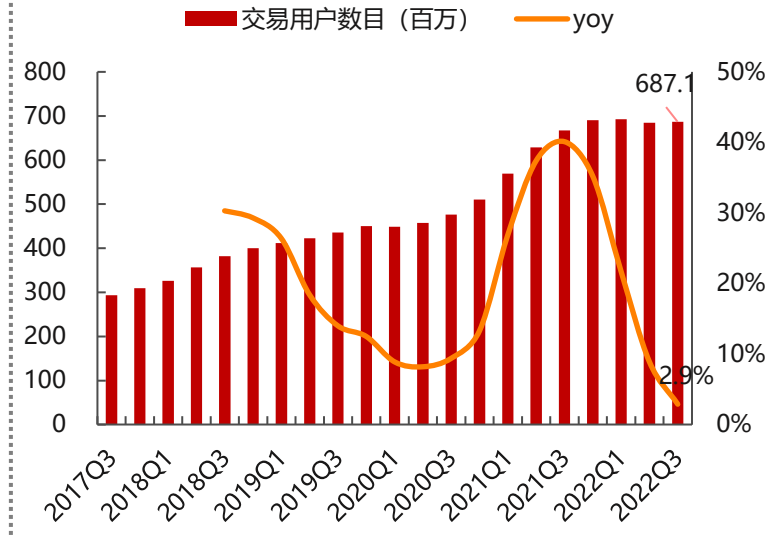
□ 用户画像：女性用户比例超男性，抖音更具用户年轻化。

- 美团性别与年龄比例较抖音更均衡，用户分布广但数量不及抖音，抖音以年轻化的视频内容吸引了更多30岁以下的年轻群体，但较美团用户消费力欠缺，交易转化率不高。

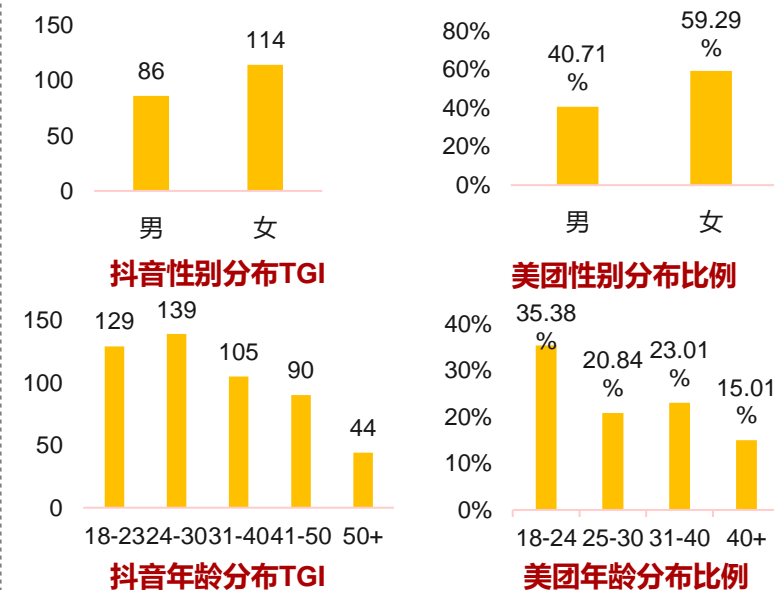
图：抖音活跃用户数远超美团



图：美团交易用户数庞大



图：用户画像对比



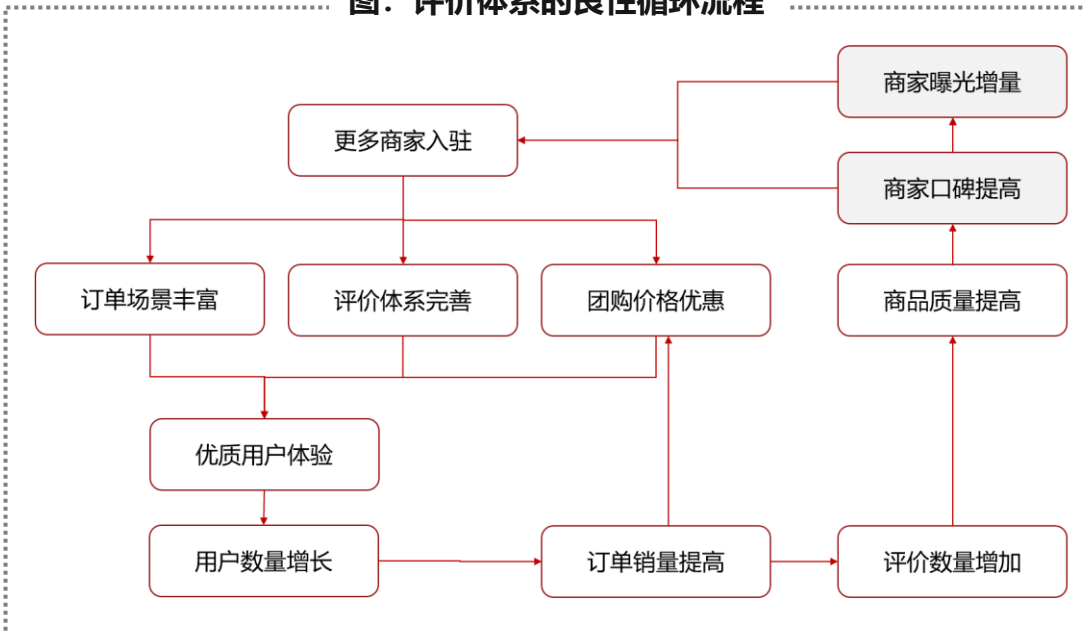
美团评价体系完善，已养成用户消费决策习惯。

- 美团继承大众点评用户评论体系，能够较好的体现商家口碑，有复利效应，形成私域流量运营，商家愿意长期投入。由于本地生活消费频次低，优质评论难以短时间积累，引入达人点评，购买MCN填补评价，减少时间成本。

抖音评价体系不完善，转型后有所改善。

- 抖音评价体系不完善，覆盖商家数、评价数量、评价质量远低于美团。
- 今年转型至全域兴趣电商，商家类型变动，多为全国性的连锁品牌，弥补了现有评价体系的缺点。抖音等级和积分，评价机制完善，内容与激励正相关，玩家粘性提高。

图：评价体系的良性循环流程



图：美团评价体系完善程度优于抖音

抖音评价界面

评价数少，仅有百分比推荐数

评价指标单一，仅区分好中差评

评价内容不清晰，质量好坏参差，参考图较少



美团评价界面

包含整体、口碑、服务、性价比、环境多维度评分

评价数量多、指标丰富，提取评论关键词方便用户查找

评价内容翔实、图文并茂、高质量评论数量多

商家即时回应，长期投入经营



04

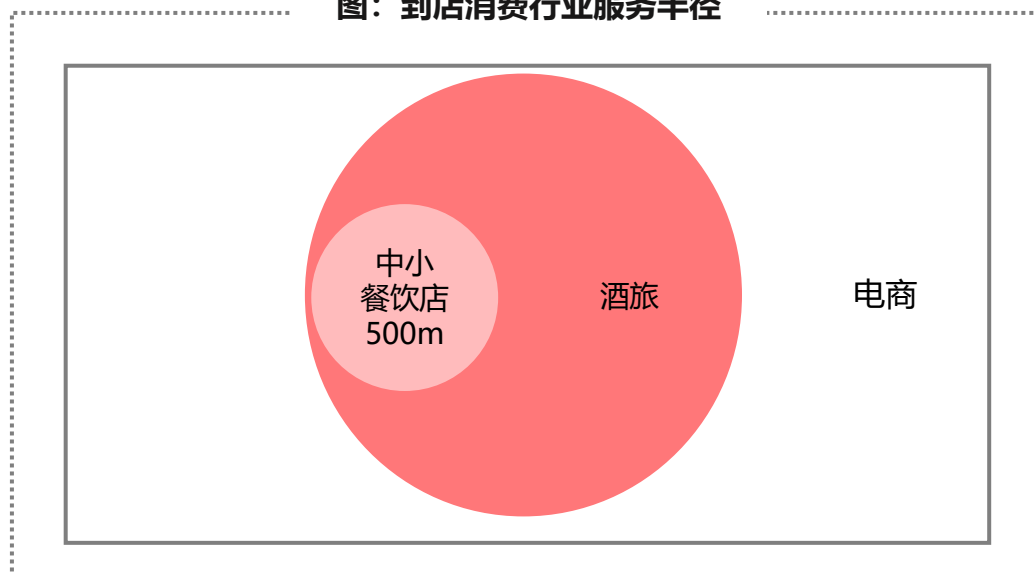
**电商VS服务：
商品库存深度大于服务**

4.1 不同点：服务业务库存深度低于电商，放大效应需求弱

□ 服务业务库存深度不足，消费者接受服务半径相对局限。平台推荐上，内容平台不如直播电商“货+流量”放大效应高。

- 抖音直播电商是中心化的，特点是爆发力强，单品容易打爆。
- 餐厅每天可以提供的桌数有限，但商品可以提供的库存（库存可数万件等，弹性较大）
- 服务规模效应远低于商品，规模越大，成长增加的陡峭斜率高于商品；
- **消费者到餐、酒旅、到店综合的服务半径，一般情况下到餐<到店综合（娱乐、医美等）<酒旅<电商。**根据美团研究院数据，传统中小餐饮门店的服务半径一般为500米左右。一些社区服务类型门店服务范围亦多在居民15mins生活圈。但在电商场景下，消费者可以不考虑场地的距离限制。

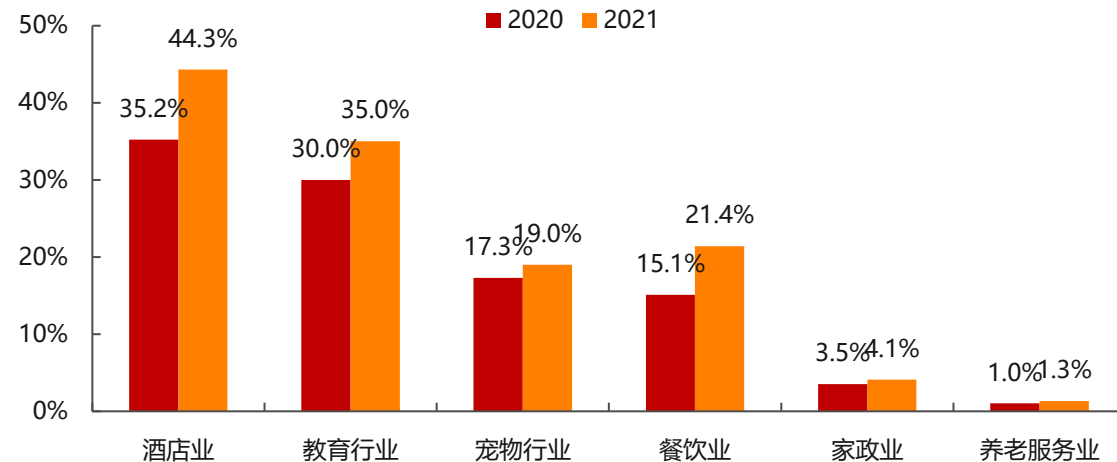
图：到店消费行业服务半径



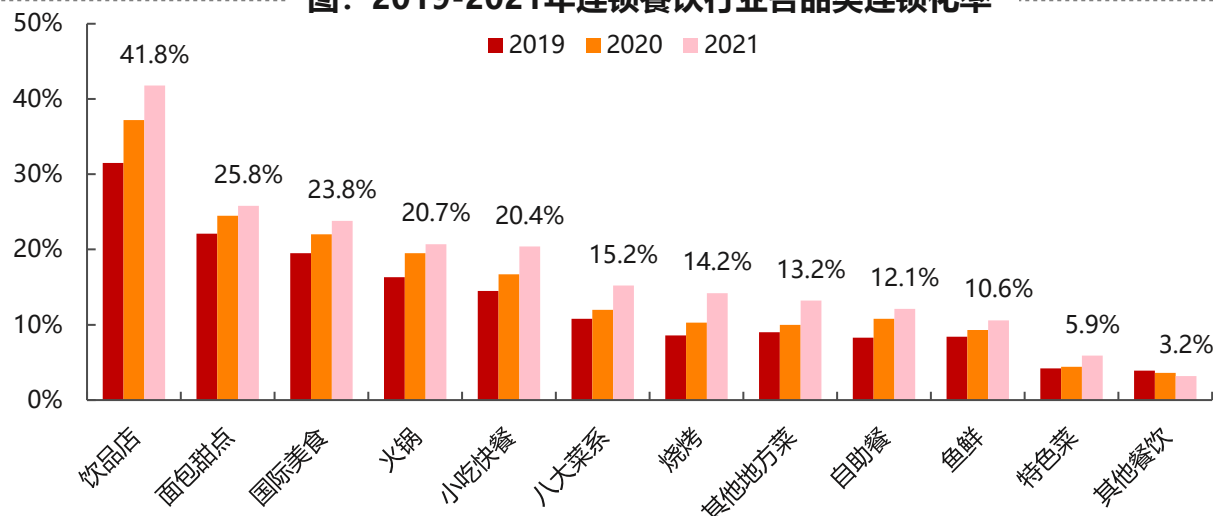
4.2 不同点：到店体验性强&试错成本高，口碑评价更加驱动决策

- **到店体验性要求高，试错成本高于电商。** 餐饮等无法退货，电商由于七天无理由退货及运费险等试错成本很低。
- 直播电商中非知名品牌亦可通过知名主播带货可提升信任，但到店团购多由素人带货，缺乏口碑支撑决策。
- **到店服务业务非标性较强，连锁化率低。** 商品零售的品牌化程度高，家电、食品饮料、美妆等集中度较高。到店服务可分成三类：到店餐饮，酒旅及到店综合。偏高的饮品/酒店连锁化率也仅42%/35%，中餐等连锁化率较低。连锁化率高低和数字化高低相关度较高，宠物/餐饮/家政/养老等生活服务业数字化水平均处于较低水平。

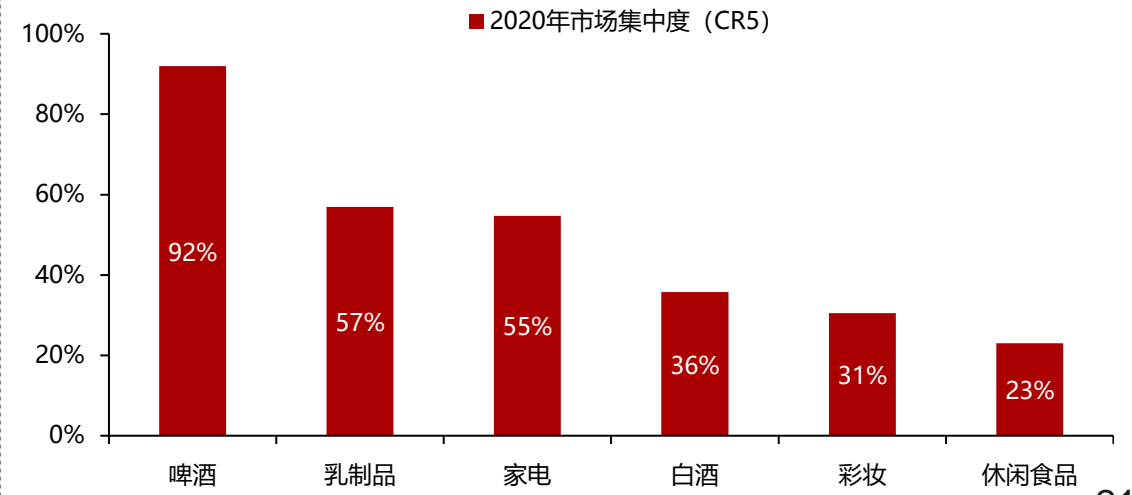
图：生活服务业数字化率



图：2019-2021年连锁餐饮行业各品类连锁化率



图：中国消费商品行业市场集中度



4.3 相同点：重复建立“搜索+工具”心智属同质化竞争，难以破局

- 和淘系等货架电商类似的，工具属性强，均形成了较强的“多而全”的用户心智。到店是一个更重基建、组织繁琐、要求精耕细作的行业，多边网络效应更强。
- 从电商、外卖及其他平台来看，同质化竞争难以破局，差异化聚焦则规模有限。
 - 阿里/京东/拼多多形成差异化竞争，尽管拼多多前期成长斜率高，但市场份额依然和淘系存在较大差距。
 - 阿里本地生活FY21/FY22分别实现收入315/435亿，同比增长24%/23%，而美团2020/2021年核心本地商业（餐饮外卖+到店酒旅）整体收入875/1288亿，同比增长13%/47%。

表：电商平台GMV数据情况（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
阿里年度GMV	30,920	37,670	48,200	57,270	65,890	74,940	
yoy	26.5%	21.8%	28.0%	18.8%	15.1%	13.7%	
淘宝年度GMV	18,770	22,020	26,890	31,150	33,870		
yoy	17.5%	17.3%	22.1%	15.8%	8.7%		
天猫年度GMV	12,150	15,650	21,310	26,120	32,020		
yoy	43.4%	28.8%	36.2%	22.6%	22.6%		
拼多多年度GMV			1,412	4,716	10,066	16,676	24,410
yoy				234.0%	113.4%	65.7%	46.4%
京东年度GMV		9,392	12,945	16,769	20,854	26,125	32,970
yoy			37.8%	29.5%	24.4%	25.3%	26.2%

05

未来格局

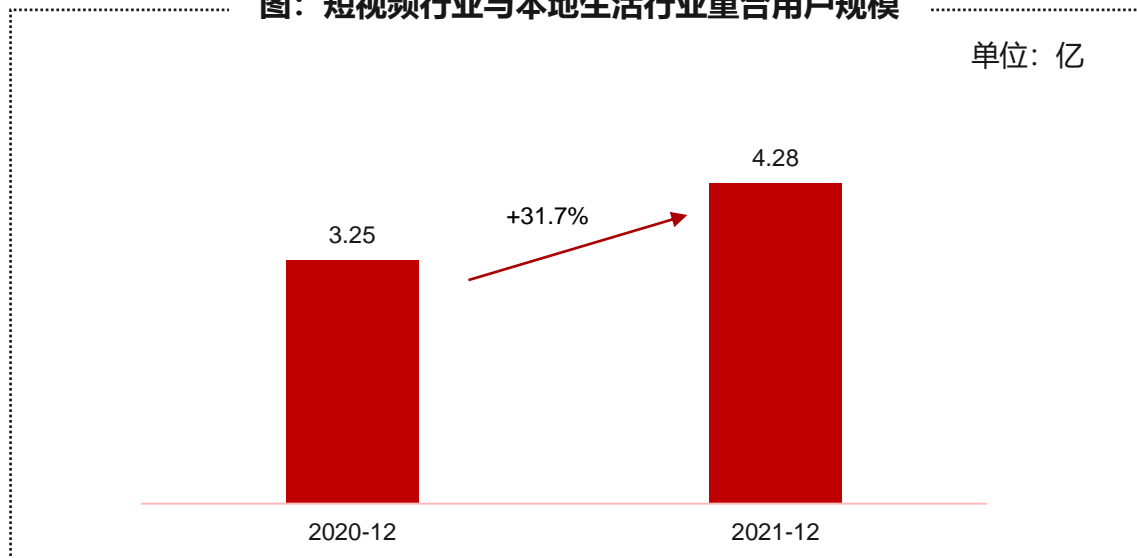
差异化共享行业增长红利

抖音到店影响低于电商

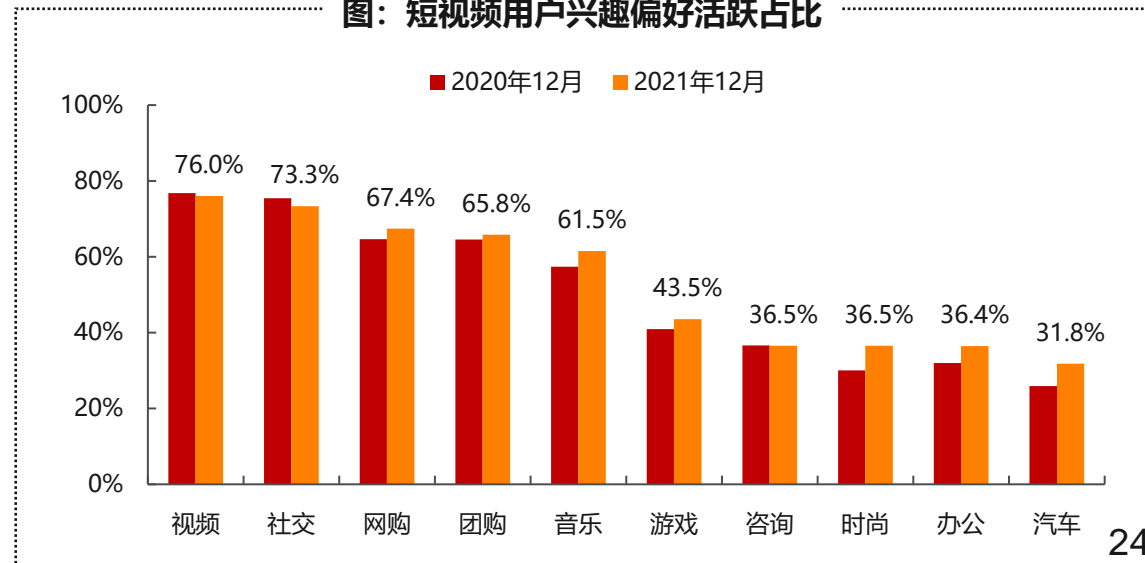
5.1 抖音本地生活有望占领品宣场景，新业态前期成长斜率极高

- 抖音利用短视频优势，激发潜在消费需求&持续曝光种草，有望占领品宣场景。与美团等传统工具型到店平台不同，抖音的到店业务强调用短视频激发用户发的潜在消费需求，比如新店宣传，持续曝光种草，一定程度上避开与美团直接竞争。
- 门店类型方面，连锁品牌在抖音平台更为受益。库存深度比较高的服务品类，即大型连锁化和品牌化的到店服务，而更不容易抢占中小品牌及个体门店。依赖于大型连锁门店的，空间有限，消费品品牌集中度高于本地生活品牌集中度；且服务大型连锁化企业不占主导。
- “短视频+到店”新业态发展前期成长斜率高。据抖音生活服务官方，22年1月整体GMV同比增长234倍。截至22年3月，超过70万个本地生活服务商家入驻合作。截至2023年1月，商家门店覆盖所在城市超过370个，合作门店超100万。

图：短视频行业与本地生活行业重合用户规模



图：短视频用户兴趣偏好活跃占比



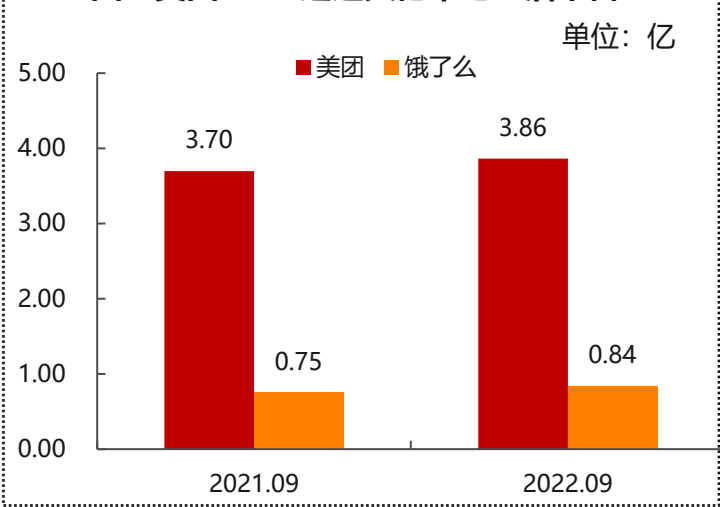
5.2 抖音到店影响远小于电商，到店行业扩容，平台共享红利

- ❑ **美团抢占先机，联手大众点评，强者恒强。**本地生活业务马太效应显著，消费者倾向于选择商家收录全、用户规模大的平台。美团先发优势，模型和机制被市场检验矫正，地位难撼动。消费者也不需要第二个相似的平台。
- ❑ **美团通过精耕细作完成本地生活数字化，提供一站式服务，用户心智稳固。**美团到店工具属性强，提供展示工具+消费者搜寻比价决策工具。提供全景解决方案，用户更容易积淀。LBS商户定位精准度以及商户供给的丰富度，其他新进入者很难匹敌，虽然抖音已积累超70万家商户，但不足美团1/10。
- ❑ **本地生活市场到店渗透率低，平台差异化竞争、共享行业增量红利。**根据艾瑞咨询，2020年我国本地生活市场19.5万亿，预计2025年35.3万亿，当前渗透率仅为12.7%。

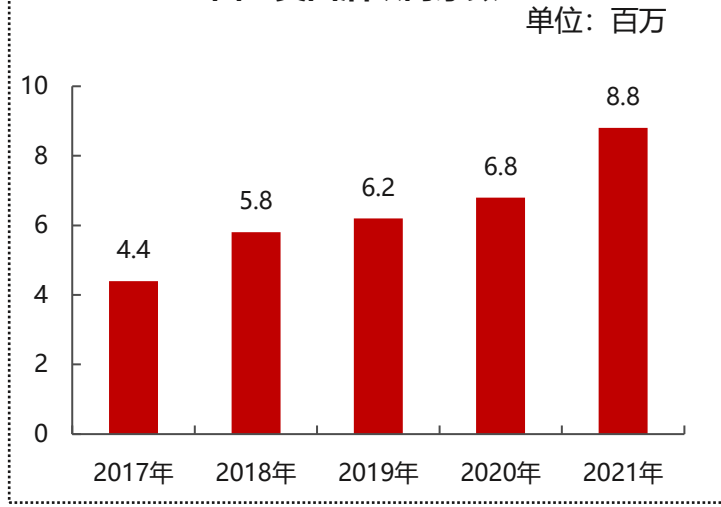
图：抖音差异化竞争



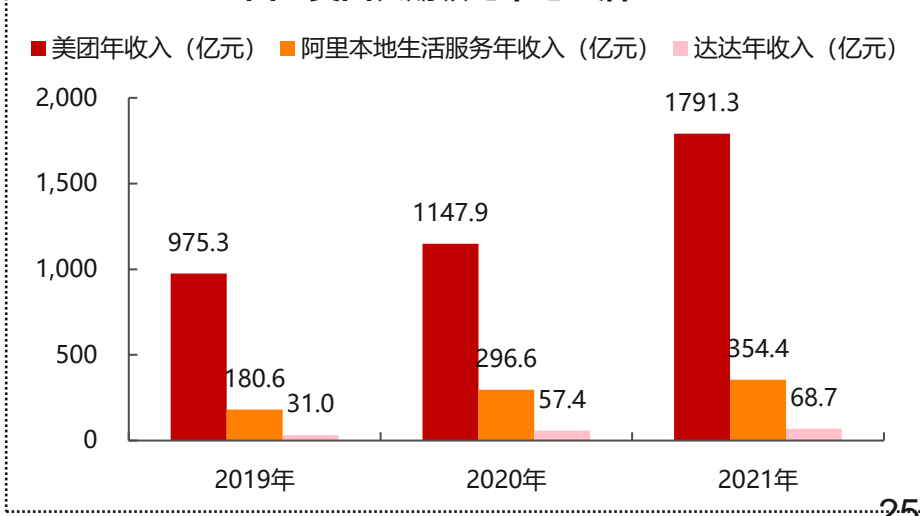
图：美团MAU远超其他本地生活平台



图：美团活跃商家数



图：美团长期领跑本地生活



5.3 美团部分场景受到挑战，抖音入局促进美团到店业务转型

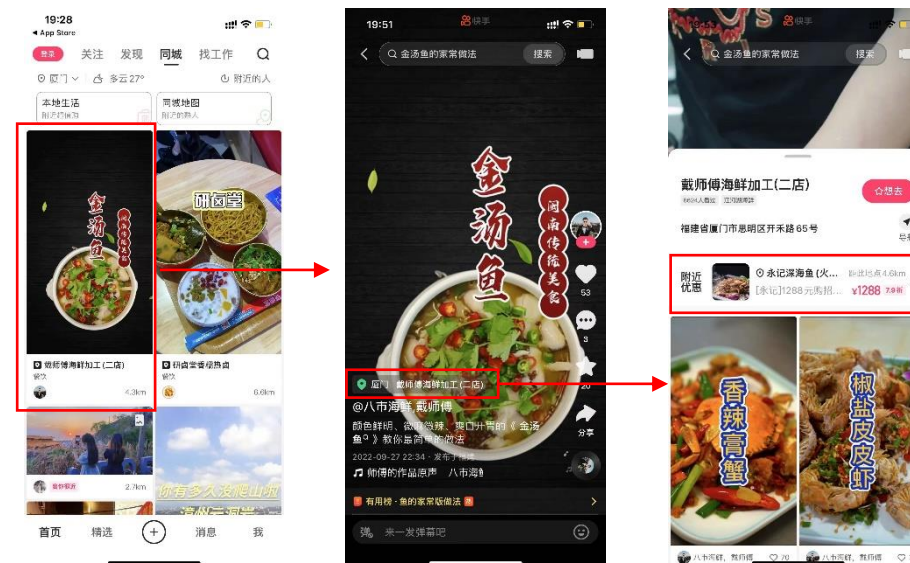
□ 抖音的兴趣电商业态引领“线上内容种草+线下实体消费”的本地生活新模式，美团积极拓展商业模式，应对短视频冲击

- ✓ 为应对抖音在本地生活业务的持续加码和流量分成，美团不只限于大众点评模式下完善的图文评价体系，在推荐板块更加注重短视频内容的推荐。
- ✓ 美团在2021年已经开始内测进行短视频入口的内测，其短视频内容多为本地生活服务种草，并在视频底部设置商家链接，但目前尚未正式投入使用。
- ✓ 美团也于2021年年底与快手达成合作，在快手平台上上线美团小程序，从快手短视频可以直接进行团购下单，但目前快手短视频内容与美团的结合深度不足，引流能力有限。

图：美团商家推荐内容多元化发展



图：受抖音入局影响，美团与快手达成合作



美团小程序入口

- 1、**政策风险**：如果相关用工社保、税收、行业竞争等政策变化，可能会给行业发展带来影响；
- 2、**竞争加剧**：如果互联网行业参与者或者跨行业企业在未来加大此类业务投入，可能会使得行业竞争加剧；
- 3、**新业态创新入局**：如果行业诞生新的业态和本地生活服务的解决方案，可能会对现有业态带来冲击；
- 4、**战略决策风险**：相关企业的战略决策方向的调整可能会对行业和公司发展带来重大影响。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）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，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>