

【广发传媒 & 海外】美团-W (03690.HK)

本地商业效率提升，出海有望成为增长动能

核心观点：

- **24Q3 业绩：**公司发布 24Q3 业绩公告，Q3 实现营收 935.77 亿元（人民币，下同），同增 22.38%；GAAP 归母净利润 128.65 亿元；NON-GAAP 净利润为 128.29 亿元，NON-GAAP 归母净利率为 13.71%。分业务看，24Q3 核心本地商业实现收入 693.73 亿元（YOY+20.25%），OP 145.82 亿元（YOY+44.44%）。新业务收入 242.04 亿元（YOY+28.91%），新业务 OP-10.26 亿元。期间费用来看，公司 Q3 销售费用为 179.53 亿元，研发费用为 52.93 亿元，管理费用为 27.98 亿元。
- **本地核心商业强韧劲，新业务持续减亏。**24Q3，即时配送交易单数为 70.78 亿单，YoY+14.54%。外卖业务呈现新的增长机会，在供给侧，神枪手项目激发消费者需求，进一步拓展品牌卫星店。闪购业务三季度继续发展，供给和消费场景不断拓展，推动供给侧进一步提升。到店酒旅业务需求强劲增长，年度交易用户及年度活跃商家数创新高。新业务方面，美团优选的亏损继续环比收窄，由于效率提升和健康增长，除了美团优选外的其他新业务作为一个整体在第三季度实现了盈利。
- **盈利预测与投资建议。**公司本地商业运营稳健，效率持续提升。到店业务今年以来深度挖掘下沉市场潜力，神会员体系打通到家和到店措施取得初步成效，订单量强劲增长。新业务方面，公司旗下 Keeta 于 24 年 10 月在沙特阿拉伯首都利雅得正式上线。我们认为出海有望成为公司新业务的增长动能。综上，我们预计美团 24-25 年收入为人民币 3365、3966 亿元；经调整净利为人民币 459、571 亿元。我们上调公司合理价值至 189.36 港元/股。公司核心主业业务壁垒深、盈利能力稳健。闪购业务快速增长且拓展海外外卖业务，长期前景看好。维持“买入”评级。
- **风险提示。**新业务发展速度低于预期，本地业务竞争，监管等风险。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	219,955	276,745	336,549	396,595	468,457
增长率 (%)	22.8%	25.8%	21.6%	17.8%	18.1%
EBITDA	2,666	20,363	50,712	61,622	73,955
NonGAAP 归母净利	2,851	23,253	45,936	57,058	69,043
增长率 (%)	-	715.6%	97.5%	24.2%	21.0%
NonGAAP EPS(元/股)	0.46	3.72	7.38	9.17	11.10
NonGAAP PE	350.3	20.3	21.1	17.0	14.0
NonGAAP ROE (%)	2.2%	15.3%	24.0%	23.4%	22.2%
EV/EBITDA	374.2	22.5	18.5	14.5	11.2

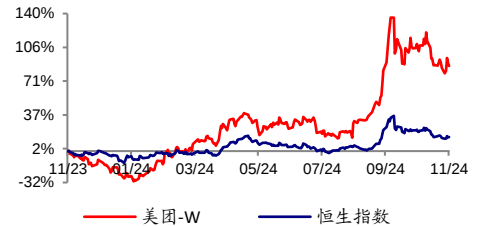
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	168.70 港元
合理价值	189.36 港元
前次评级	买入
报告日期	2024-12-01

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师：

周喆



SAC 执证号：S0260523050003



SFC CE No. BJD408



010-59136890



zhouzhe@gf.com.cn

分析师：

章驰



SAC 执证号：S0260523080001



021-38003814



gfzhangc@gf.com.cn

请注意，章驰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活动。

相关研究：

【广发传媒&海外】美团-W 2024-08-31

(03690.HK)：本地核心商业强韧劲，新业务提效减亏

【广发传媒&海外】美团-W 2024-06-11

(03690.HK)：核心本地商业盈利释放，新业务加速减亏

【广发传媒&海外】美团-W 2024-05-16

(03690.HK)：美团系列报告

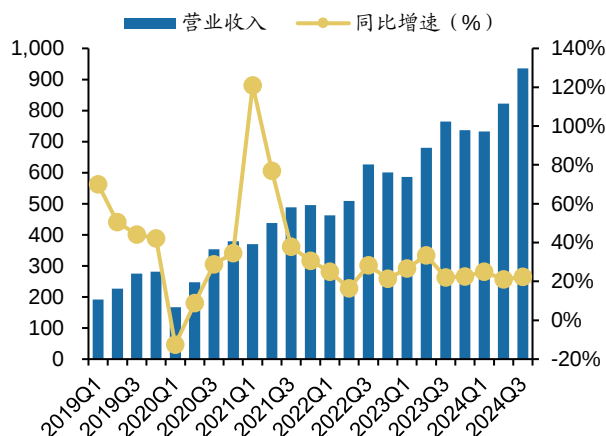
之二：社团业务回归理性，

注重降本增效

一、核心本地商业表现稳健，新业务减亏明显

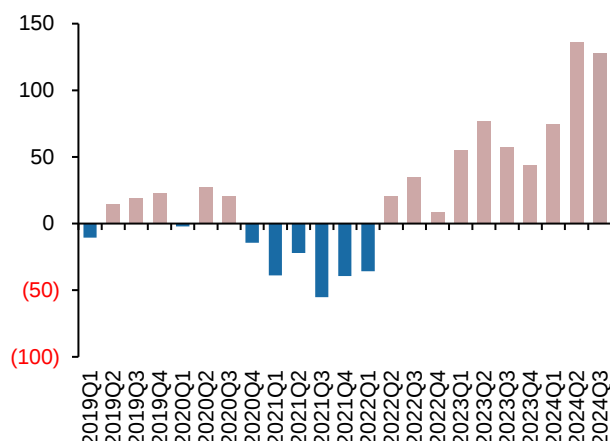
24Q3业绩概况：根据公司三季报，2024Q3实现营收人民币935.77亿元（人民币，下同），同增22.38%；GAAP归母净利润为128.65亿元，GAAP净利率为13.75%；NON-GAAP归母净利润为128.29亿元，NON-GAAP归母净利率为13.71%。分业务来看，24Q3核心本地商业板块收入和经营利润均超预期，实现收入693.73亿元（YOY+20.25%），OP145.82亿元（YOY+44.44%），OPM同比提升3.52pct至21.02%。即时配送单量为70.78亿，同比增长14.54%。新业务实现收入242.04亿元（YOY+28.91%），新业务OP -10.26亿元，OPM同比收窄22.99pct至-4.24%。期间费用来看，销售费用为179.53亿元，销售费用率为19.19%；研发费用为52.93亿元，研发费用率为5.66%；管理费用为27.98亿元。

图1：美团单季度营收（亿元）和同比增速（%）



数据来源：美团 19-24 季报，广发证券发展研究中心

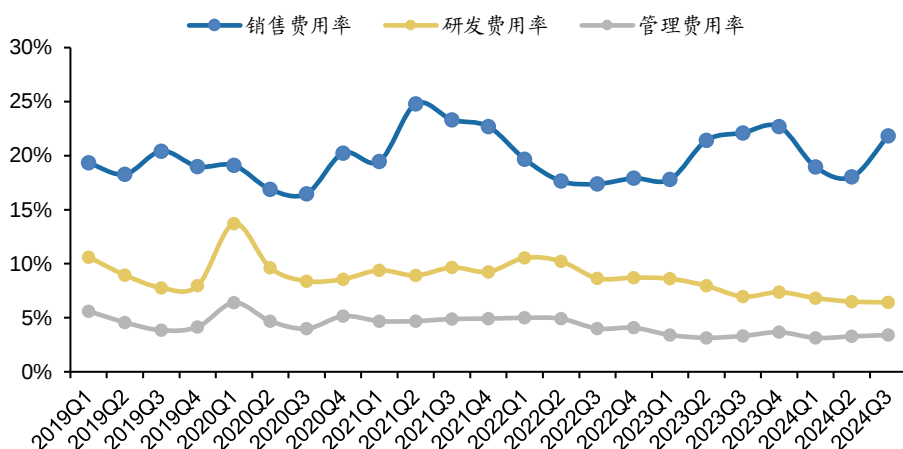
图2：美团分季度Non-GAAP归母净利润（亿元）



数据来源：美团 19-24 季报，广发证券发展研究中心

在费用上，公司24Q3公司销售费用由23Q3的169亿元增长6.2%至24Q3的180亿元，主要是广告投放及交易用户激励及雇员薪酬增长。研发开支53亿元，研发费用率下降1.3pct至5.7%。一般及行政开支由23Q3的25亿元增长至24Q3的28亿元，管理费用率约3%，同比保持稳定。

图3：美团分季度期间费用率走势（%）



数据来源：美团 19-24 季报，广发证券发展研究中心

公司核心本地商业收入保持稳健增长，OPM同比提升。24Q3收入为693.73亿元，同比增长22.38%，核心本地商业OP增长44.44%，OPM同比提升3.52pct。同时，新业务收入保持同比较高增速，且整体减亏明显。

表1：美团分业务的营业利润（亿元，人民币）和营业利润率（%）

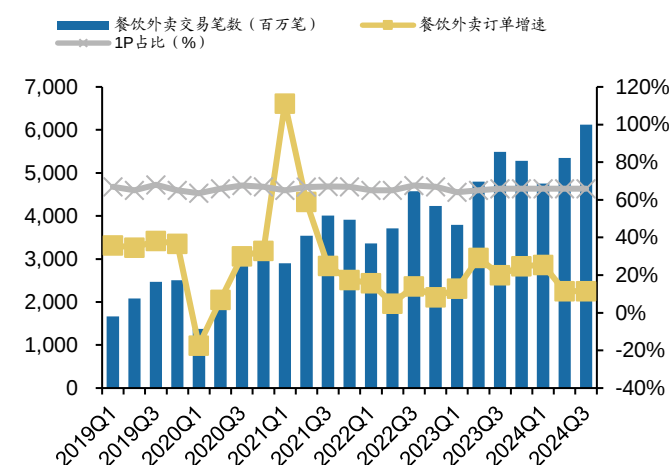
业绩分析	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	YoY	QoQ
核心本地商业收入	463.28	434.73	428.85	512.00	576.91	551.31	546.26	606.82	693.73	22.38%	13.77%
核心本地商业 OP	93.21	72.15	94.45	111.39	100.96	80.19	96.99	152.34	145.82	44.44%	-4.27%
核心本地商业 OPM (%)	20.12%	16.60%	22.02%	21.75%	17.50%	14.55%	17.76%	25.10%	21.02%	3.52pct	-4.08pct
新业务收入	162.91	166.56	157.32	167.65	187.75	185.65	186.50	215.69	242.04	28.91%	12.22%
新业务 OP	-67.71	-63.65	-50.29	-51.93	-51.12	-48.33	-27.57	-13.14	-10.26	79.93%	21.94%
新业务 OPM (%)	-41.56%	-38.21%	-31.97%	-30.98%	-27.23%	-26.03%	-14.78%	-6.09%	-4.24%	22.99pct	1.85pct

数据来源：美团 22-24 季报，广发证券发展研究中心

即时配送订单保持稳健增长，运营效率提升。24Q3美团核心本地商业板块收入同比增长20.25%至693.73亿元，环比增长14.32%；其中，配送服务收入277.84亿元，佣金收入260.80亿元，在线营销服务收入134.24亿元，其他服务及销售收入20.85亿元。核心本地商业实现经营利润145.82亿元，同增44.44%，经营利润率同比提升3.52pct至21.02%。分业务来看，餐饮外卖业务呈现新的增长机会。优化产品模式，深入产业链，助力商家提升效率。在供给侧，持续提升运营效率，改善用户体验，神枪手项目激发消费者需求。三季度进一步拓展品牌卫星店，成为连锁餐饮品牌的新增长动力。闪购业务三季度继续发展，用户数及交易频次均实现两位数的同比增长。供给和消费场景不断拓展，消费者的用户体验改善，需求也不断变化，推动供给侧进一步提升。根据公司三季报，24Q3，即时配送交易单数为70.78亿单，YoY+14.54%。

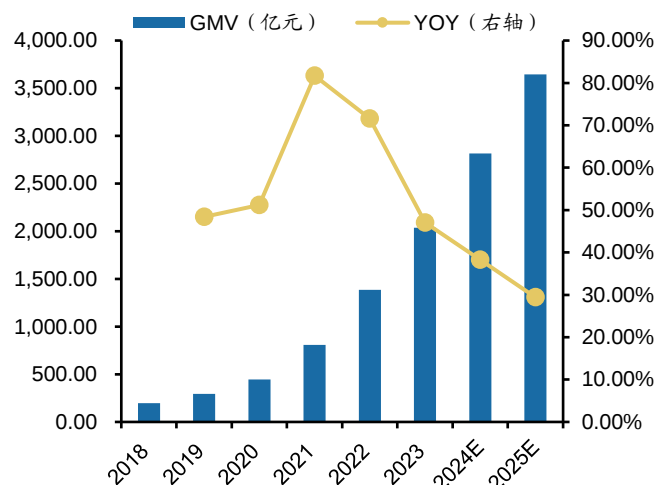
到店酒旅业务需求强劲增长，年度交易用户及年度活跃商家数创新高。到店业务方面，提供直播、“特价团购”、定制化营销策略及线上运营工具，提供“秒提”服务，提升运营效率，扩展“神会员”计划至全国，优化补贴策略。三季度国内酒店间夜量持续稳定增长，通过会员计划、营销活动及“酒店+X”产品，持续加强与连锁酒店的合作，同时抓住下沉市场及年轻群体中的优势，巩固市场地位。

图4：餐饮外卖单量（百万笔）和订单增速（%）预估



数据来源：美团 19-24 季报，广发证券发展研究中心

图5：美团闪购GMV（亿元，人民币）及同比增速（%）预估



数据来源：美团 18-24 季报，广发证券发展研究中心

新业务包含美团优选、美团买菜、美团单车、美团充电宝等新商业模式业务，其中零售业务为新业务的主要板块。24Q3新业务收入同比增长28.91%至242.04亿元，经营亏损10.26亿元，同比环比亏损均大幅度收窄，经营亏损环比改善21.94个百分点。三季度美团优选的亏损继续环比收窄。由于效率提升和健康增长，除了美团优选外的其他新业务作为一个整体在第三季度实现了盈利。十月份，Keeta在沙特阿拉伯首都利雅得正式上线，随着公司加速出海，且海外外卖稳态GTV利润率高于国内，出海有望成为新业务的增长动能。

二、盈利预测和投资建议

即时配送订单稳健增长，盈利能力稳健。美团外卖在Q3实现了单量稳健增长，“拼好饭”在用户端持续优化体验，在商家端通过选品、流量扶持及补贴等策略协助商家。同时公司推出“品牌卫星店”，“神会员”保持了单量的稳健增长。展望Q4，我们认为宏观环境仍然有一定压力，我们预期Q4外卖单量增速略有收窄。在单均效率上，公司持续提升自身运营效率，盈利能力预计保持稳健。

本地生活服务需求强劲，到店业务增长强劲。美团推出“特价团购”、“神会员”、“到店秒提”等产品，从供给端和需求端顺应当前消费者更注重性价比的趋势，并且为商家提供更多样化的营销工具，提升广告变现能力。因此我们认为本地生活竞争尽管尚未走到终局，但美团的优势和壁垒持续凸显。公司推出“神会员”覆盖多种品类，推动用户在美团体系下形成粘性，实现产品的交叉购买，我们对公司本地核心商业收入的增长及盈利能力保持信心，相较上次报告，我们小幅上调公司24年核心本地商业及OP。

新业务方面，提升运营效率，积极推动海外市场增长。根据公司三季报，三季度公司新业务减亏明显，一方面来源于美团优选亏损的持续收窄，除了社区团购以外的新业务经营情况较好，并实现盈利。小象超市、快驴、SAAS、充电宝等新业务均实现健康增长和效率提升。十月份，Keeta在沙特阿拉伯首都利雅得正式上线，公司积极推动外卖出海，实现进一步的成长，我们预期随着海外外卖投入的持续提升，25年新业务亏损略有扩大。

表 2：美团分业务的营业收入、营业利润预测（亿元，人民币）和同比增速（%）

财务指标	2023Q3	2023Q4	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4E	2024E	2025E
核心本地商业收入	576.91	551.31	2069.07	546.26	606.82	693.73	652.98	2499.79	2942.02
增长率（%）	24.53%	26.82%	28.71%	27.38%	18.52%	20.25%	18.44%	20.82%	17.69%
新业务收入	187.75	185.65	698.37	186.50	215.69	242.04	224.68	865.70	1023.93
增长率（%）	15.25%	11.46%	17.98%	18.55%	28.66%	28.92%	21.02%	23.96%	18.28%
营业收入总计	764.67	736.96	2767.44	732.76	822.51	935.77	877.66	3365.49	3965.95
增长率（%）	22.11%	22.56%	25.82%	22.56%	25.82%	22.11%	19.09%	21.61%	17.84%
核心本地商业 OP	100.96	80.19	386.99	96.99	152.34	145.82	115.23	510.35	587.67
新业务 OP	-51.12	-48.33	-201.67	-27.57	-13.14	-10.26	-21.53	-78.94	-92.98

资料来源：美团财报，广发证券发展研究中心

表 3：所属行业其他公司的估值比较（样本日期：2024/11/30）

所处行业	公司名称	总市值 (百万美元)	收入 (百万美元)		归母净利润 (百万美元)		PS		PE	
			2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
外卖行业	Delivery Hero	11785	13168.88	14711.70	(530.52)	8.11	0.89	0.80	-	1453.20
	Takeaway.com	3252	5458.46	5576.82	(389.08)	(179.51)	0.60	0.58	-	-
本地生活	Groupon	373	489.67	491.33	(8.72)	6.47	0.76	0.76	-	57.65
	Yelp	2516	1400.30	1475.36	249.14	258.71	1.80	1.71	10.10	9.72

ANGI	925	1171.60	1077.60	47.17	30.93	0.79	0.86	19.61	29.90
Zillow	19592	2220.38	2536.92	343.17	423.02	8.82	7.72	57.09	46.32
Lyft	7201	5788.15	6645.59	360.04	485.77	1.24	1.08	20.00	14.82
商户服务行业									
Square	54885	24344.45	27165.52	2259.62	2956.52	2.25	2.02	24.29	18.56
Global Payments	30275	9189.03	9554.62	2951.77	3111.71	3.29	3.17	10.26	9.73
酒旅OTA平台									
Ctrip.com	44660	7291.63	8420.60	2432.27	2604.96	6.12	5.30	18.36	17.14
Booking	172168	23427.55	25421.63	6266.36	6879.84	7.35	6.77	27.48	25.03
Expedia	23695	13579.28	14672.57	1572.96	1756.19	1.74	1.61	15.06	13.49
TripAdvisor	1997	1824.63	1937.75	170.25	182.92	1.09	1.03	11.73	10.92
电商平台									
阿里巴巴	205484	138444.01	150294.49	20975.08	23038.80	1.48	1.37	9.80	8.92
京东	58820	157060.40	166411.32	5995.07	6394.63	0.37	0.35	9.81	9.20
拼多多	134100	55166.63	67801.32	16872.79	19633.53	2.43	1.98	7.95	6.83

资料来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

注：表中盈利预测为一致预期预测数据

盈利预测与投资建议：从美团本地核心商业板块来看，公司本地商业运营稳健，单量保持温和增长，运营效率持续提升，美团拼好饭、神会员等创新产品以及精细化补贴工具也进一步帮助平台精准匹配用户需求。到店业务方面，美团在今年以来深度挖掘下沉市场潜力，用“特价团购”维持低价心智，神会员体系打通到家和到店的措施取得初步成效，到店业务订单量强劲增长。我们对公司到店业务OPM逐步改善保持乐观。到店、酒店和旅游业务竞争格局改善对利润率带来正向影响。闪购业务仍能保持单量和GTV较快增速。因此，相较于上一次报告，我们上调24年本地核心商业的整体盈利水平。

我们给予2024年本地核心商业板块中的餐饮外卖业务17xPE，与前次报告的估值水平持平，对应分部估值为5536亿元。到店酒旅运营稳定，维持前次报告本地核心商业板块到店酒旅业务15xPE，对应合理价值为2740亿元人民币。闪购业务仍能保持单量和GTV较快增速，我们给予本地核心商业板块中的闪购业务2024年0.3倍PGMV，对应合理价值为845亿元。

新业务方面，我们预计2024年新业务收入可达865.7亿元，其中新业务（不含社区团购）收入可达563亿元。快驴、买菜、出行等新业务，参考海外商户服务公司平均PS，考虑到公司新业务重心聚焦优选和出海，同时国内出行行业竞争激烈，我们给予PS估值2x，对应合理价值为1125亿元人民币。社区团购由于增速下降，公司也在持续迭代策略优化该业务的运营，按0.2x PGMV给予395亿元人民币合理价值。

综上，预计24-25年收入3365、3966亿元；经调整净利为459、571亿元，小幅上调公司合理价值至189.36港元/股（港币兑人民币汇率取0.9236）。公司核心主业业务壁垒深、盈利能力稳健。闪购业务快速增长且拓展海外外卖业务，长期前景看好。维持“买入”评级。

表 4: 美团分部估值情况

业务类型	本地核心商业 (餐饮外卖)	本地核心商业 (到店酒旅)	本地核心商业 (闪购)	新兴业务 (不含社区团购)	社区团购
24 年预计营收 (亿元人民币)	1662	566	271	563	303
估值参考	参考 PE 17x	参考 PE 15x	0.3xPGMV	参考 PS 2x	0.2xPGMV
24 年预计经营利润 (亿元人民币)	325.67	182.69	1.99	9.68	(88.62)
合理估值 (亿元人民币)	5536	2740	845	1125	395
合理总价值 (亿元人民币)	10642				
汇率 HKD/CNY	0.9236				
合理总价值 (亿港元)	11523				
总股本 (百万股)	6,085				
每股合理价值 (港元/股)	189.36				

资料来源: 广发证券发展研究中心

三、风险提示

新业务发展速度低于预期: 目前社区团购, 供应链管理, 企业服务, 海外外卖等新兴业务, 可能因为相关领域的业务和管理经验不足导致其业务增速低于预期。

竞争风险: 抖音等竞争对手发力本地生活业务, 凭借算法和用户基础优势, 提供个性化推荐, 或对美团到店业务形成一定挤占和挑战。

监管: 政府对外卖行业加强监管, 公司长期提高核心业务变现率或控制成本能力方面存在不确定因素。

资产负债表

单位:人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	143,145	183,116	209,644	278,626	367,517
现金及现金等价物	20,159	33,340	31,762	77,645	139,126
应收账款及票据	2,053	2,743	3,274	3,771	4,481
存货	1,163	1,305	1,404	1,577	1,781
其他	119,771	145,729	173,204	195,633	222,130
非流动资产合计	101,336	109,913	106,960	103,463	100,987
固定资产净值	10,557	13,598	13,616	13,630	13,641
长期投资	45,332	49,987	51,860	53,817	55,705
商誉及无形资产	35,749	36,198	29,362	23,894	19,519
其他	9,698	10,130	12,122	12,122	12,122
资产总额	244,481	293,030	316,604	382,089	468,504
流动负债合计	76,430	100,874	94,838	107,368	126,586
短期借款	17,562	19,322	821	821	821
应付账款及票据	17,379	22,981	24,191	26,761	30,560
其他	41,489	58,572	69,826	79,786	95,205
非流动负债合计	39,345	40,199	30,596	30,596	30,596
长期借款	1,549	610	610	610	610
其他非流动负债	37,796	39,589	29,986	29,986	29,986
总负债	115,775	141,073	125,435	137,964	157,182
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	139,466	162,443	203,416	257,609	327,227
其他	-10,705	-10,430	-12,243	-13,437	-15,797
归母权益总额	128,762	152,013	191,173	244,173	311,431
少数股东权益	-56	-57	-4	-47	-109
股东权益合计	128,706	151,956	191,169	244,126	311,322
负债及股东权益合	244,481	293,030	316,604	382,089	468,504

利润表

单位:人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	219,955	276,745	336,549	396,595	468,457
营业成本	158,202	179,554	206,466	222,536	253,657
毛利	61,753	97,191	130,083	174,059	214,800
其他收入	121	105	0	0	0
营销费用	39,745	58,617	64,113	83,010	96,797
行政管理费用	9,772	9,372	10,736	13,881	23,423
研发费用	20,740	21,201	21,270	27,762	32,792
其他营业费用合计	0	0	0	0	0
营业利润	-8,382	8,107	33,965	49,406	61,788
利息收入	658	819	1,322	2,196	4,366
利息支出	1,583	1,424	333	55	55
权益性投资损益	36	1,213	718	891	1,034
其他非经营性损益	1,282	3,047	5,721	2,380	3,279
除税前利润	-6,756	14,022	41,393	54,818	70,412
所得税	-70	165	381	571	728
合并净利润	-6,685	13,857	41,012	54,247	69,684
少数股东损益	1	2	39	53	67
归母净利润	-6,686	13,856	40,973	54,194	69,617
NonGAAP 归母净利	2,851	23,253	45,936	57,058	69,043

现金流量表

单位:人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	11,411	40,522	48,991	67,373	84,010
合并净利润	-6,685	13,857	41,012	54,247	69,684
折旧与摊销	9,730	7,997	10,308	8,945	7,854
营运资本变动	-813	13,476	3,777	7,397	10,730
其他非经营性调整	9,181	5,194	-6,106	-3,216	-4,258
投资活动现金流净额	-14,714	-24,664	-29,937	-20,144	-19,985
处置固定资产收益	408	301	5,721	2,380	3,279
资本性支出	-5,731	-6,880	-3,490	-3,490	-3,490
投资资产支出	-10,923	-20,950	-21,290	-19,925	-20,808
其他	1,533	2,865	-10,877	891	1,034
融资活动现金流净额	-9,990	-2,781	-20,632	-1,346	-2,543
长期债权融资	23,706	39,753	0	0	0
股权融资	170	193	14	-96	-129
支付股利	0	0	0	0	0
其他	-33,866	-42,727	-20,646	-1,250	-2,415
现金净增加额	-12,355	13,181	-1,578	45,883	61,481
期初现金余额	32,513	20,159	33,340	31,762	77,645
期末现金余额	20,159	33,340	31,762	77,645	139,126

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
主营收入增长率	22.8%	25.8%	21.6%	17.8%	18.1%
营业利润增长率	-64.4%	-196.7%	319.0%	45.5%	25.1%
NonGAAP 业绩增速	-	715.6%	97.5%	24.2%	21.0%
获利能力					
毛利率	28.1%	35.1%	38.7%	43.9%	45.9%
NonGAAP 净利率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
NonGAAP ROE	2.2%	15.3%	24.0%	23.4%	22.2%
偿债能力					
资产负债率	47.4%	48.1%	39.6%	36.1%	33.5%
有息负债率	7.8%	6.8%	0.5%	0.4%	0.3%
流动比率	1.9	1.8	2.2	2.6	2.9
利息保障倍数	-4.5	8.7	121.5	955.4	1198.9
营运能力					
应收账款周转天数	3.4	3.6	3.5	3.4	3.4
存货周转天数	2.6	2.6	2.4	2.6	2.5
应付账款周转天数	39.5	46.1	42.2	43.3	43.4
每股指标					
NonGAAP EPS	0.46	3.72	7.38	9.17	11.10
每股净资产	20.80	24.33	30.73	39.24	50.04
每股经营现金流	1.84	6.49	7.87	10.83	13.50
估值比率					
NonGAAP PE	350.3	20.3	21.1	17.0	14.0
PB	7.8	3.1	5.1	4.0	3.1
EV/EBITDA	374.2	22.5	18.5	14.5	11.2

广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。

叶 敏 婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

徐 呈 隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

周 喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

章 驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。

毛 玥：高级分析师，上海交通大学管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

黄 静 仪：研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。