

# 美团-W (03690.HK)

## 会员体系深化全域协同，业务生态加速破壁融合

优于大市

### ◆ 公司研究 · 海外公司快评

### ◆ 互联网 · 互联网 II

### ◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师:	曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	执证编码: S0980511040003
证券分析师:	张鲁	010-88005377	zhanglu5@guosen.com.cn	执证编码: S0980521120002
证券分析师:	张伦可	0755-81982651	zhanglunke@guosen.com.cn	执证编码: S0980521120004
证券分析师:	陈淑媛	021-60375431	chenshuyuan@guosen.com.cn	执证编码: S0980524030003
证券分析师:	杨玉莹		yangyuying@guosen.com.cn	执证编码: S0980524070006

### 事项:

- 2025年3月31日，美团会员体系全面升级，以“神券”作为核心权益，构建了涵盖吃、住、行、游、娱、购、医等全方位生活场景的会员权益体系。
- 据上证报消息，原大众点评、SaaS等业务负责人、美团高级副总裁张川转任公司顾问，其中点评事业部并入“核心本地商业”，由美团平台负责人李树斌兼任点评事业部负责人。

### 国信社服观点

**1、美团的新会员体系有何特点？原付费会员模式转变为积分制，新会员体系分为六大等级，分为普通、白银、黄金、铂金、黑金和黑钻六大级别，用户需通过累积成长值（成长值通过消费和做任务获得）提升会员等级。在不做任务情况下，用户年消费1万元可成为黑金会员，年消费3万元则可成为黑钻会员。新会员实现了不同业务板块的权益打通。**据美团APP显示，首期上线权益囊括“神券”、酒店权益（免费升房、免费早餐、折扣预订）、出行权益（机场贵宾厅、机票退改礼包、火车抢票卡）、生活权益（免费充电宝、影音VIP）四大板块，会员等级越高可享受的权益越多，其中黑钻会员可享19.9元购买“神券”年卡、无限次酒店免费升房及免费早餐、专属客服等权益。此外，霸王餐、热门餐厅免排队、休闲娱乐、医疗健康等增量权益也在筹备上线中。

**2、美团历史上会员策略复盘：从垂直深耕到破壁融合。**早期美团的外卖、到店餐饮、酒旅等业务均为独立会员体系，用户虽同在美团平台上消费，但需在不同业务中积累权益，不同板块业务的权益并未打通。**2023年8月，美团的会员红包与天天神券合并为“神会员”，意在简化商户的营销流程，也让公司资源投放更加聚焦，起到了在激烈竞争市场下稳固外卖业务基本盘的作用；2024年7月“神会员”升级，场景延伸至到店到家更多品类，在持续挖潜外卖同时，公司希望以高频的外卖带动到店的低频消费，2024年财报显示到店订单量同增超65%，协同效果显著。但客观而言，“神会员”主要作用也还是提供适用于多业务板块的优惠券，而非将各业务的会员体系融合打通；2025年3月美团新会员积分体系推出，新会员将可享受包含外卖、酒店、出行、生活在内的打包权益，会员体系首次走向全面协同，实现了真正意义上的业务间破壁融合，且积分会员模式（等级越高、权益越好）预计也将带动消费的金额与频次的提升。**

**3、投资建议：**我们维持公司2025-2027年调整后净利润预测515/653/787亿元，对应PE值14.8/11.7/9.7x。回顾过往，本地生活赛道始终在竞争合作中向前发展，为应对消费变化趋势和多元化的竞争格局，公司升级会员体系以实现本地生活业务间的进一步协同发展，同时内部积极迭代组织架构适应战略变化。我们分析认为会员体系的推出有望加速公司本地生活消费闭环形成，业务飞轮形成后有望对后续增长持续提供强支撑，维持公司“优于大市”评级，建议关注本轮港股超跌后的反弹机会。

**风险提示：**1) 消费力承压可能导致经营不及预期；2) 政策风险、监管风险、舆论风险等；3) 行业竞争出现新变化；4) 技术变革带来的潜在风险等。

评论：

◆ 美团以积分制重塑会员体系，多端业务整合覆盖全生活场景

2025年3月31日，升级版美团会员正式推出，新会员体系以“神券”（原“神会员”）作为通用权益，同步联动各业务，并覆盖吃、住、行、游、娱、购、医等全生活场景的会员权益体系。

新会员体系分为六大等级，付费会员模式转变为积分制。会员等级分为普通、白银、黄金、铂金、黑金和黑钻六大级别，每一个等级均设有小星级划分，用户需通过累积成长值提升会员等级，从而享受更高等级的更多权益。只要用户在2024年1月1日之后，曾在美团平台使用支付功能完成任意金额大于零的有效订单（不包括话费充值、猫眼、火车票等虚拟或特殊业务），即可成为美团会员。如下图所示，不同等级会员对应不同的“成长值”，“成长值”由用户通过消费和做任务获得，每消费1元获得1个成长值。即在不做任务的情况下，用户一年消费1万元可成为黑金会员；年消费3万元则成为黑钻会员。

图1：美团会员等级对照表（成长值=消费分+任务分）

1.会员等级对照表：

大等级	普通会员	白银会员	黄金会员	铂金会员	黑金会员	黑钻会员
成长值	0 ~ 499	500 ~ 1999	2000 ~ 4999	5000 ~ 9999	10000 ~ 29999	30000+
等级标识						

资料来源：美团，国信证券经济研究所整理

首期上线权益囊括四大板块，更多板块权益仍在筹备中。一期权益主要包括“神券”权益、酒店权益（免费升房、免费早餐、折扣预订）、出行权益（机场贵宾厅、机票退改礼包、火车抢票卡）、生活权益（免费充电宝、影音VIP）等。其中黑钻会员可享19.9元购买“神券”年卡、无限次酒店免费升房及免费早餐、专属客服等权益。此外，霸王餐、热门餐厅免排队、休闲娱乐、医疗健康等新权益也在筹备中，未来将联合品牌商户开发独家权益。原“神会员”已经于3月24日重新回归为“神券”和“神券包”，并成为全新“美团会员”的全局性权益。

表1：美团不同会员等级对应不同权益

权益大类	权益	普通会员	白银会员	黄金会员	铂金会员	黑金会员	黑钻会员
神券权益(2项)	会员神券包	会员神券包 ¥2.99/6张/月	会员神券包 ¥2.99/6张/月	会员神券包 ¥2.99/6张/月	铂金神券包 ¥2.99/15张/月	黑金神券包 ¥2.99/25张/月	黑钻神券包 ¥19.99/年=99张/月 ¥2.99/25张/月
	每日领券	✓	✓	✓	✓	✓	✓
酒店权益(7项)	酒店预订折扣	9.5折起	9折起	9折起	8.5折起	8.5折起	8.5折起
	免费升房	—	1次/年	1次/半年	1次/季度	2次/季度	不限次
	酒店免费早餐	1次/年	1次/半年	1次/季度	2次/季度	2次/季度	不限次
	延迟退房	1次/年	1次/半年	1次/季度	不限次	不限次	不限次
	提前入住	—	1次/半年	1次/季度	2次/季度	2次/季度	不限次
	酒店无忧取消	—	—	—	—	—	2次/季度
	酒店欢迎水果	—	—	1次/半年	1次/季度	2次/季度	2次/季度
出行权益(4项)	机场贵宾厅	—	—	—	—	—	1次/半年
	机票安心退	—	—	—	—	1次/半年	1次/季度
	机票免费改签	—	—	—	—	1次/半年	1次/季度
生活权益(1项)	火车抢票卡	—	—	—	1次/半年	1次/季度	2次/季度
	免费充电宝	—	—	—	—	2次/月	4次/月
影音权益(1项)	腾讯视频3日卡	—	—	—	—	—	1次/周
客服权益(1项)	尊享客服	—	—	—	—	—	✓

资料来源：美团，国信证券经济研究所整理

**表2: 美团酒店权益 VS 华住集团会员权益**

		权益	普通会员	白银会员	黄金会员	铂金会员	黑金会员	黑钻会员
美团	达成条件	达成条件	0-499 元	500-1999 元	2000-4999 元	5000-9999 元	10000-29999 元	30000+元
	预订权益	酒店预订折扣	9.5 折起	9 折起	9 折起	8.5 折起	8.5 折起	8.5 折起
	入住权益	免费升房	—	1 次/年	1 次/半年	1 次/季度	2 次/季度	不限次
		酒店免费早餐	1 次/年	1 次/半年	1 次/季度	2 次/季度	2 次/季度	不限次
		延迟退房	1 次/年	1 次/半年	1 次/季度	不限次	不限次	不限次
		提前入住	—	1 次/半年	1 次/季度	2 次/季度	2 次/季度	不限次
		酒店无忧取消	—	—	—	—	—	2 次/季度
		酒店欢迎水果	—	—	1 次/半年	1 次/季度	2 次/季度	2 次/季度
		权益	星会员	银会员	金会员	铂金会员		
达成条件	达成条件	免费注册;永久有效	非会员/星会员 49 元购买;累计 3 个定级银会员;1 年有效	非会员/星会员 219 元购买;累计 10 个定级金会员;1 年有效	非会员/星会员 170 元购买升级;累计 10 个定级间夜;1 年有效	非会员/星会员 170 元购买;累计 10 个定级间夜;1 年有效	Noshow≤3;	
华住集团	预订权益	房费折扣	9.8 折	9.2 折	8.8 折	8.5 折		
	入住权益	积分兑房	—	—	7 折	6 折		
		28 会员日积分兑房	—	—	—	5 折		
		免费早餐	—	—	1 份	2 份		
		预订保留	18:00	19:00	20:00	20:00		
	入住权益	延迟退房	—	13:00	14:00	14:00		
		免费 WIFI	✓	✓	✓	✓		
		★提前入住	—	—	—	—	✓	
★客房升级		—	—	—	—	✓		
	客服热线优先接听	—	—	—	—	✓		

资料来源: 美团, 华住集团官网, 国信证券经济研究所整理

注: 假设每晚价格为 500 元, 则华住集团的会员等级与美团会员等级可较好对应

**表3: 美团飞机出行权益 VS 中国东方航空会员权益**

		权益	普通会员	白银会员	黄金会员	铂金会员	黑金会员	黑钻会员				
美团	达成条件	达成条件	0-499 元	500-1999 元	2000-4999 元	5000-9999 元	10000-29999 元	30000+				
	出行权益	机场贵宾厅	—	—	—	—	—	1 次/半年				
		机票安心退	—	—	—	—	1 次/半年	1 次/季度				
		机票免费改签	—	—	—	—	1 次/半年	1 次/季度				
		火车抢票卡	—	—	—	1 次/半年	1 次/季度	2 次/季度				
		权益	1 星	2 星	3 星	4 星	5 星	6 星	银卡	金卡	白金卡	
中国东方航空	达成条件	定级次数	/	3	5	7	9	11	13	25	45	
		定级里程	/	4500	6500	8500	10500	12500	15000	25000	55000	
		年消费金额	<3000	3000	5500	8500	12000	16000	20000	40000	100000	
		中国东方航空 2025 年星级、等级会员升级标准: 自 2025 年 1 月 1 日 (含) 起, 会员在连续的 12 个自然月之内, 累计的定级次数+年消费金额或者定级里程+年消费金额满足以下标准, 即可升级为星级、等级会员										
中国东方航空	贵宾休息室 (以机场实际情况为准) *	—	—	—	—	—	—	—	—	公务舱 / 金银会员贵宾休息室 (两舱金卡可携贵宾休息室 (本人) 同行者, 经济舱金卡限本人)	头等 / 公务舱、白金贵宾休息室 (携带同行者)	
	优先登机	—	—	—	—	—	—	—	—	第三顺位	第二顺位	第一顺位
	优先中转柜台 (在有条件的机场提供)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	有条件提供	有条件提供
	行李优先	—	—	—	—	—	—	—	—	✓	✓	✓

资料来源: 美团, 东方航空官网, 国信证券经济研究所整理

### ◆ 美团历史会员策略复盘：从外卖垂直深耕到本地生活业务的破壁融合

早期各核心业务均为独立会员体系，业务板块间联动弱。外卖、到店餐饮、酒旅等业务均为独立会员体系，比如外卖的“神会员”主打付费优惠券包、到店的会员卡提供折扣套餐与优先预订权益、酒旅会员计划包含积分兑换与专属折扣等。用户虽同在美团平台上消费，但实际是在不同业务中积累各自的权益，体验也较为碎片化。但自 2023 年 8 月开始，美团的会员运营策略已经逐渐尝试走向全场景整合，具体打法如下：

1、2023 年 8 月（会员红包与天天神券合并为“神会员”）：2023 年 8 月 1 日之前，美团外卖有会员红包和天天神券两套主要营销体系，统一合并为“神会员”后，用户可以免费领取有门槛的神券或者付费购买无门槛的神券券包，其中无门槛神券基础面额 5 元，在膨胀场景下可以变为更大金额、最高 20 元。新的神会员体系下，商户营销路径大幅简化（不必纠结参加哪个活动），公司也能更好地聚焦资源投放，在彼时激烈的市场竞争环境下，起到了稳固外卖基本盘的作用。

2、2024 年 7 月（“神会员”升级，场景延伸至到店到家更多品类）：2024 年 7 月 4 日，美团“神会员”全新升级，升级后它由外卖业务拓展到了美团 13 项服务，包括酒店、美食团购、居家装修等，融合了到家与到店业务神券的基础面额为 5 元，其中外卖神券的膨胀额度最高仍为 20 元，其他品类上限自定，最高为 100 元。此次“神会员”的升级，实际是在持续挖掘核心主业外卖消费潜力的同时，促进不同品类之间的交叉协同价值，以外卖的高频带动酒店的低频，最终旨在建立起核心本地商业业务的护城河。

“神会员”升级后效果显著，但仍未实现跨品类的权益互通。据公司 2024 年财报电话会披露，自“神会员”从外卖拓展至所有主要品类并拓展到全国后，到店订单量同增超 65%，协同效果显著，使用神券下单的单量在总本地商业订单的占比已超 40%。而且，神会员有效把用户流量引流至更广泛的品类。但客观而言，“神会员”主要作用还是提供跨平台的优惠券，并没有把美团各业务的会员体系整合在一起。

3、2025 年 3 月（会员积分制推出，旨在实现业务间生态破壁）：2025 年公司推出的新会员体系，以会员积分模式将各业务条线权限进行内部串联。会员等级分层后，高等级会员的折扣以及权益会更多，形成“用得更多、省得多”的体验，进而提升消费的金额与频次。且会员体系扩充了更多创新权益，进一步完善会员价值生态。

表4：2023 年以来美团会员运营策略变化

	2023 年 8 月	2024 年 7 月	2025 年 3 月
具体措施	会员红包与天天神券合并为“神会员”	“神会员”升级，场景延伸至到店到家更多品类	全新会员体系，不同业务会员权益打通
措施效果	在彼时激烈的市场竞争环境下，起到了稳固外卖基本盘的作用，是后续推行内部业务协同的基础	持续挖掘核心主业外卖消费潜力的同时，促进不同品类之间的交叉协同价值，以外卖的高频带动酒店的低频。	有望提升消费的金额与频次，且会员体系扩充了更多创新权益，权益体系打通进一步完善会员价值生态。

资料来源：美团，国信证券经济研究所整理

组织架构跟随调整，实现业务板块间的协同效率提升。据上证报消息，美团 CEO 王兴于 2025 年 4 月 3 日下午发布全员信，宣布原大众点评、SaaS 等业务负责人、美团高级副总裁张川转任公司顾问，其中点评事业部并入“核心本地商业”，由 S-team 成员、美团平台负责人李树斌兼任点评事业部负责人；原 SaaS 事业部负责人肖飞则担任“软硬件服务”负责人。而早在 2024 年 2 月，美团便将到店与到家事业群合并为“核心本地商业”。过去 2 年的美团组织架构变革，核心逻辑是通过业务整合（本地生活聚焦）与能力拆分（软硬件独立）提升效率，本次组织架构调整，将使组织架构进一步扁平化，有助于提升决策效率，加快业务响应速度。

### ◆ 投资建议：会员体系助力本地生活业务破壁融合，业务飞轮有望加速，维持“优于大市”评级

我们维持公司 2025-2027 年调整后净利润预测 515/653/787 亿元，对应 PE 值 14.8/11.7/9.7x。回顾过往，本地生活赛道始终在竞争合作中向前发展，为应对消费变化趋势和多元化的竞争格局，公司升级会员体系以实现本地生活业务间的进一步协同发展，同时内部积极迭代组织架构适应战略变化。我们分析认为会员体系的推出有望加速公司本地生活消费闭环形成，业务飞轮形成后有望对后续增长持续提供强支撑，故维持公司“优于大市”评级，建议关注本轮港股超跌后的反弹机会。

**◆ 风险提示**

1、消费力承压可能导致经营不及预期；2、政策风险、监管风险、舆论风险等；3、行业竞争出现新变化；4、技术变革带来的潜在风险等。

**相关研究报告：**

《美团-W (03690.HK) -核心本地业务发展顺利，关注 25 年 AI 助手推出以及出海情况》 ——2025-04-01  
《美团-W (03690.HK) -核心主业增长靓丽，出海提速助力中线成长》 ——2025-03-27  
《美团-W (03690.HK) -DoorDash AI 布局提供发展借鉴，外卖核心竞争力依旧稳固》 ——2025-02-19  
《美团-W (03690.HK) -京东外卖 0 佣金点评：创新型业务资源投入有限，不影响美团外卖核心竞争力》 ——2025-02-13  
《美团-W (03690.HK) -三季报经调整业绩高增长，预计出海扩张有望提速》 ——2024-12-03

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	70834	96836	136780	196466	营业收入	337592	396333	467672	542500
应收款项	20208	35833	42283	49048	营业成本	207807	241366	282942	319804
存货净额	1734	3159	3709	4194	销售费用	63975	77681	87455	96022
其他流动资产	19550	59450	70151	81375	管理及研发费用	31783	37255	43494	43400
<b>流动资产合计</b>	<b>209735</b>	<b>292687</b>	<b>369814</b>	<b>471352</b>	资产减值及公允价值变动	417	(112)	(111)	(110)
固定资产	30239	26177	21061	14837	其他损益净额	5240	3884	3884	3884
无形资产及其他	30230	30219	30282	30425	营业利润	39684	43802	57555	87048
投资性房地产	34351	34351	34351	34351	财务费用	45	1291	1471	0
长期股权投资	19800	19800	19850	19900	权益性投资收益	250	250	250	250
<b>资产总计</b>	<b>324355</b>	<b>403234</b>	<b>475358</b>	<b>570865</b>	利润总额	37985	42760	56335	87298
短期借款及交易性金融负债	1	12295	10539	7612	<b>所得税费用</b>	<b>2177</b>	<b>3848</b>	<b>5352</b>	<b>8642</b>
应付款项	41968	44226	48222	50331	少数股东损益	1	1	2	3
其他流动负债	65967	77169	89718	99515	归属于母公司净利润	35807	38910	50981	78652
<b>流动负债合计</b>	<b>107936</b>	<b>133689</b>	<b>148479</b>	<b>157458</b>	<b>经调整净利润</b>	<b>43772</b>	<b>51523</b>	<b>65312</b>	<b>78699</b>
长期借款及应付债券	1175	1175	1175	1175					
其他长期负债	42640	56854	63206	71078					
<b>长期负债合计</b>	<b>43815</b>	<b>58029</b>	<b>64381</b>	<b>72253</b>					
<b>负债合计</b>	<b>151751</b>	<b>191718</b>	<b>212860</b>	<b>229711</b>					
少数股东权益	(59)	(58)	(56)	(53)					
股东权益	172663	211573	262554	341207					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>324355</b>	<b>403234</b>	<b>475358</b>	<b>570865</b>					
关键财务与估值指标					现金流量表(百万元)				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
经调整 EPS	7.16	8.43	10.69	12.88	净利润	35807	38910	50981	78652
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值准备	0	0	0	0
每股净资产	28.26	34.63	42.97	55.85	折旧摊销	8421	12272	13668	15134
ROIC	70%	51%	58%	91%	公允价值变动损失	(417)	112	111	110
ROE	21%	18%	19%	23%	财务费用	45	1291	1471	0
毛利率	38%	39%	40%	41%	营运资本变动	27332	(29277)	5196	1305
EBIT Margin	12%	11%	12%	16%	其它	(13996)	1	2	3
EBITDA Margin	13%	13%	14%	18%	<b>经营活动现金流</b>	<b>57147</b>	<b>22019</b>	<b>69958</b>	<b>95204</b>
收入增长	22%	17%	18%	16%	资本开支	(25239)	(8311)	(8726)	(9163)
净利润增长率	158%	9%	31%	54%	其它投资现金流	20455	0	(19482)	(23378)
资产负债率	47%	48%	45%	40%	<b>投资活动现金流</b>	<b>10205</b>	<b>(8311)</b>	<b>(28258)</b>	<b>(32591)</b>
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	权益性融资	0	0	0	0
P/E	17.5	14.8	11.7	9.7	负债净变化	565	0	0	0
P/B	4.4	3.6	2.9	2.2	支付股利、利息	0	0	0	0
EV/EBITDA	23	19	15	11	其它融资现金流	(31545)	12294	(1756)	(2928)
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(30415)</b>	<b>12294</b>	<b>(1756)</b>	<b>(2928)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>37494</b>	<b>26002</b>	<b>39944</b>	<b>59686</b>
					货币资金的期初余额	33340	70834	96836	136780
					货币资金的期末余额	70834	96836	136780	196466
					企业自由现金流	47923	14544	62226	85706
					权益自由现金流	16901	27677	61538	84610

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032