

美团 (3690 HK, 买入, 目标价: HK\$102.00)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$102.00 当前股价: HK\$78.25

股价上行/下行空间 +30%

52 周最高/最低价 (HK\$) 149.80/72.25

市值 (US\$mn) 62,575

当前发行数量(百万股) 6,267

三个月平均日交易额 (US\$mn) 531

流通盘占比 (%) 57

主要股东 (%)

腾讯控股 18

红杉资本 7

Qihui Holdings Ltd. 3

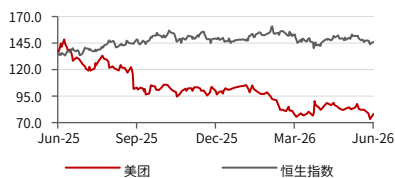
按 2026 年 6 月 1 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	102.00	120.00	-15%
2026E EPS (RMB)	(1.02)	(1.31)	22%
2027E EPS (RMB)	3.72	6.77	-45%
2028E EPS (RMB)	6.37	8.86	-28%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴证券(香港)对比市场预测(差幅%)

	2026E	2027E
营收 (RMBmn)	403,679 (-0%)	457,580 (-1%)
EPS (RMB)	(1.31) (+22%)	3.75 (-1%)

注: 所示市场预测来源于 FactSet。正差幅 = 华兴证券(香港)预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴证券(香港)预测低于市场预测。

研究团队

季迪英, CFA

香港证监会中央编号: BNC702

1Q26 点评: 预计核心本地商业下一季度将扭亏为盈

- 1Q26 核心本地商业与新业务营业亏损均明显优于预期。
- 我们预计每笔订单效益将持续逐步改善。
- 维持“买入”评级, 并将目标价从 120.00 港元下调至 102.00 港元。

此港股通报告之英文版本于 2026 年 6 月 2 日上午 8 时 10 分由华兴证券(香港)发布。中文版由华兴证券的赵冰(证券分析师登记编号: S1680519040001) 审核。如果您想进一步讨论本报告所述观点, 请与您在华兴证券的销售代表联系。

核心本地商业: 该板块 1Q26 收入同比减少 0.4%, 营业亏损为 20 亿元人民币, 两者表现均显著优于 4Q25 (收入同比下降 1.1%、亏损 100 亿元人民币)。

即时配送板块: 我们估算外卖业务订单量同比增长 10%, 但被平均订单金额低个位数的同比下降所抵消, 最终总交易金额高个位数同比增长。我们预计补贴水平仍高于去年同期, 导致外卖收入同比高个位数下降, 单均亏损为 1 元人民币 (较 4Q25 单均亏损 2 元有所收窄)。管理层表示, 美团在 30 元以上订单的市场份额保持在 70%, 整体市场份额为 55%, 与上季度持平。闪购业务方面, 我们估算该板块日订单量/总交易金额同比增长约 20%, 亏损也环比收窄约 50%至 6 亿元人民币。**展望 2Q26,** 管理层表示美团致力于捍卫其市场份额, 尤其是在高客单价的餐饮板块。但我们注意到, 整体市场竞争和补贴水平仍在下降。我们预计外卖收入将转为同比增长 1.2%, 而闪购收入同比增幅将保持在 20%的健康水平。利润方面, 我们现预测外卖/闪购的单均利润分别为+0.05 元和-0.8 元, 及时配送板块 2Q26 营业亏损将进一步收窄至 7.5 亿元人民币。

到店酒旅业务: 我们估算该板块 1Q26 收入同比增长高单位数, 经营利润率环比持平在 20%中段。管理层指出, 尽管堂食竞争日趋激烈, 但其余部分 (到店本地服务与酒旅业务) 表现稳定。我们预测 2Q26 到店酒旅业务收入将同比增长 7%, 经营利润率为 25%。综合来看, 我们预计 2Q26 核心本地商业收入将增长 5.2% (高于 1Q26 的 0.4%), 营业利润也将转正, 达到 30 亿元人民币(对比 1Q26 亏损 20 亿元)。

新业务: 1Q26 板块亏损 21 亿元人民币, 优于 4Q25 的 46.5 亿元亏损, 主要得益于小象超市扩大线下布局及 Keeta 在现有市场运营效率的提升。我们现预测 2Q26 亏损为 24 亿元人民币, 并维持 2026 年全年亏损低于 2025 年的预期。

维持“买入”评级, 并将目标价从 120.00 港元下调至 102.00 港元 (详见图表 3), 此目标价基于 15 倍 2027 年核心本地商业预测利润, 主要由于外卖与到店酒旅业务的利润复苏速度较我们最初预期更为缓慢, 我们下调了对这两项业务的利润预测。**风险提示:** 竞争加剧、宏观经济持续疲软、监管趋严, 以及新业务减亏速度慢于预期。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (RMBmn)	337,592	365,982	403,013	452,113	509,700
息税前利润 (RMBmn)	36,845	(25,041)	(11,122)	22,023	41,156
归母净利润 (RMBmn)	43,772	(18,648)	(6,405)	24,062	42,444
每股收益 (RMB)	7.03	(3.07)	(1.02)	3.72	6.37
市盈率 (x)	14.9	N/A	N/A	18.1	10.6

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。归母净利润和 EPS 按非 IFRS 准则。资料来源: FactSet, 华兴证券(美国)

财务分析

图表 1: 美团—1Q26 实际业绩与华兴证券 (美国) 预测对比

人民币百万元 (每股收益除外)	1Q26A	1Q26E	同比	差异
核心本地商业板块				
核心本地商业收入(人民币百万元)	64,063	64,229	-0.4%	0%
核心本地商业营业利润(人民币百万元)	(2,030)	(4,704)	-115%	-57%
% 经营利润率	-3.2%	-7.3%	-2414bps	416bps
新业务板块				
收入(人民币百万元)	26,976	26,679	21%	1%
新业务营业利润(人民币百万元)	(2,116)	(2,675)	7%	-21%
% 经营利润率	-8%	-10%	238bps	218bps
公司总计				
收入	91,039	90,908	5%	0%
毛利润	25,970	24,734	-20%	5%
% 毛利率	28.5%	27.2%	-892bps	132bps
销售和营销费用	22,969	25,454	8%	-10%
占收入百分比	25%	28%	726bps	-277bps
研发费用	7,043	7,091	22%	-1%
占收入百分比	8%	8%	107bps	-6bps
一般和管理费用	2,938	2,818	12%	4%
占收入百分比	3%	3%	19bps	13bps
调整后 EBIT	(6,470)	(9,279)	-161%	-30%
% 调整后 EBIT 利润率	-7.1%	-10.2%	-1931bps	310bps
核心本地商业营业利润(人民币百万元)	(2,030)	(4,704)	-115%	-57%
新业务营业利润(人民币百万元)	(2,116)	(2,675)	7%	-21%
调整后 EBITDA	(3,049)	(5,422)	-125%	-44%
% 调整后 EBITDA 利润率	-3.3%	-6.0%	-1756bps	261bps
调整后净收入/亏损比率	(4,968)	(7,286)	-145%	-32%
% 调整后净利润率	-5.5%	-8.0%	-1811bps	256bps
调整后每股收益	(0.79)	(1.16)	-145%	-32%

资料来源: 公司公告, 华兴证券 (美国) 预测

预测调整

图表 2：美团--主要预测修正

人民币百万元（每股收益除外）	2Q26E		
	原值	现值	变化
收入	99,409	101,580	2%
同比增速	8%	11%	
核心本地商业	67,617	68,728	2%
新业务	31,792	32,852	3%
调整后EBITDA	(3,998)	615	115%
核心本地商业	(1,753)	3,032	273%
新业务	(2,245)	(2,417)	-8%
% 调整后EBIT利润率	-4.0%	0.6%	463bps
核心本地商业	-2.6%	4.4%	700bps
新业务	-7.1%	-7.4%	-29bps
调整后EBITDA	(2,196)	1,647	175%
% 调整后EBITDA利润率	-2.2%	1.6%	383bps
调整后净收入/亏损	(4,286)	(733)	83%
% 调整后净利润率	-4.3%	-0.7%	359bps
调整后摊薄每股收益	(0.68)	(0.12)	83%

人民币百万元（每股收益除外）	2026E			2027E			2028E		
	原值	现值	变化	原值	现值	变化	原值	现值	变化
收入	401,007	403,013	1%	455,196	452,113	-1%	520,088	509,700	-2%
同比增速	10%	10%		14%	12%		14%	13%	
核心本地商业	276,718	274,057	-1%	311,021	297,366	-4%	354,287	327,098	-8%
新业务	124,289	128,956	4%	144,175	154,747	7%	165,802	182,602	10%
调整后EBITDA	(5,564)	(1,198)	78%	49,407	31,947	-35%	64,798	51,080	-21%
核心本地商业	3,341	8,726	161%	44,094	36,682	-17%	62,110	52,989	-15%
新业务	(8,905)	(9,924)	-11%	5,313	(4,735)	189%	2,688	(1,909)	171%
% 调整后EBIT利润率	-1.4%	-0.3%	109bps	10.9%	7.1%	-379bps	12.5%	10.0%	-244bps
核心本地商业	1.2%	3.2%	198bps	14.2%	12.3%	-184bps	17.5%	16.2%	-133bps
新业务	-7.2%	-7.7%	-53bps	3.7%	-3.1%	-674bps	1.6%	-1.0%	-267bps
调整后EBITDA	801	2,717	239%	50,119	31,879	-36%	64,774	49,022	-24%
% 调整后EBITDA利润率	0.2%	0.7%	47bps	11.0%	7.1%	-396bps	12.5%	9.6%	-284bps
调整后净收入/亏损	(8,228)	(6,405)	22%	43,728	24,062	-45%	59,069	42,444	-28%
% 调整后净利润率	-2.1%	-1.6%	46bps	9.6%	5.3%	-428bps	11.4%	8.3%	-303bps
调整后摊薄每股收益	(1.31)	(1.02)	22%	6.77	3.72	-45%	8.86	6.37	-28%

资料来源：华兴证券（美国）预测

我们预测 2Q26 /2026 年全年总收入将同比增长 11%/10%。我们目前对 2Q26 /2026 年全年调整后 EBIT 利润率的预测分别为+0.6%/-0.3%，反映了随着市场竞争的显著下降，外卖业务的每笔订单效益有所改善。在调整预测之后，我们对 2026 年调整后稀释每股收益的预测提升了 22%。

估值

我们维持“买入”评级，并将目标价从之前的 120.00 港元下调至 102.00 港元。此目标价基于 15 倍（不变）的美团 2027 年核心本地商业预测息税前利润 367 亿元人民币（之前预测为 441 亿元人民币）。核心本地商业息税前利润预测的下调主要是由于外卖与到店酒旅业务的利润复苏速度较我们最初预期更为缓慢。

图表 3: 美团—目标估值

目标价 (港元)	102
----------	-----

核心本地商业

2027 年预期调整后营业利润 (十亿元人民币)	36.7
目标 P/E (倍)	15x

当前估值

	2026E	2027E
核心业务 P/E (剔除新业务)	120x	15x
总体 P/E	NM	18x

隐含估值

	2026E	2027E
核心业务 P/E (剔除新业务)	157x	19x
总体 P/E	NM	23x

注：汇率采用 2026 年 6 月 1 日数据。人民币/美元汇率为 6.77，美元/港币汇率为 7.84，港币/人民币汇率为 0.86。

资料来源：FactSet，华兴证券（美国）预测

图表 4: 美团—可比公司估值

股票代码	公司名称	股价 (当地货币)	市值 (美元)	企业价值/销售额		销售额增速		EV/EBITDA		EBITDA利润率		P/E		净利润率		PEG	
				2025	2026E	2025	2026E	2025	2026E	2025	2026E	2025	2026E	2025	2026E	2025	2026E
3690-HK	美团	78.25	62,271	0.9x	0.8x	8%	10%	N/A	123x	-4%	1%	N/A	N/A	-5%	-2%	NA	NA
餐饮外卖行业可比公司																	
UBER-US	优步	73.30	155,373	3.1x	2.7x	18%	12%	18x	14x	17%	19%	29.9x	22.9x	10%	12%	-0.6x	0.7x
DASH-US	DoorDash (A类股)	164.73	72,429	5.1x	4.0x	28%	29%	25x	19x	20%	21%	32.6x	29.1x	16%	14%	0.6x	2.4x
DPZ-US	达美乐比萨	312.81	10,710	3.1x	2.9x	5%	6%	14x	14x	21%	21%	17.8x	16.7x	12%	12%	5.5x	2.6x
小组均值				3.8x	3.2x	17%	15%	19x	16x	19%	20%	26.8x	22.0x	13%	13%	1.9x	1.9x
旅游行业可比公司																	
BKNG-US	缤客	167.56	136,725	5.2x	4.7x	13%	9%	14x	13x	37%	37%	18.4x	16.7x	28%	28%	1.1x	1.7x
TCOM-US	携程	48.36	33,774	3.1x	2.7x	19%	14%	10x	9x	30%	30%	7.7x	11.5x	51%	30%	0.1x	-0.3x
ABNB-US	爱彼迎 (A类股)	134.69	83,912	6.1x	5.4x	10%	14%	17x	15x	35%	35%	22.1x	18.1x	31%	33%	NM	0.8x
EXPE-US	亿客行	222.99	29,422	1.9x	1.8x	8%	9%	8x	7x	24%	25%	14.4x	12.4x	14%	15%	0.6x	0.7x
小组均值				4.1x	3.7x	13%	12%	12x	11x	31%	32%	15.6x	14.7x	31%	26%	0.6x	0.7x
零售平台类可比公司																	
BABA-US	阿里巴巴	125.58	301,941	1.9x	1.8x	3%	8%	14x	10x	14%	18%	31.7x	16.3x	6%	11%	-0.5x	0.2x
JD-US	京东	29.19	43,464	0.1x	0.1x	13%	7%	10x	6x	1%	2%	10.9x	8.3x	2%	3%	-0.3x	0.3x
PDD-US	拼多多	88.13	130,636	0.9x	0.9x	10%	9%	4x	4x	3%	3%	8.2x	8.4x	25%	22%	-0.7x	-3.6x
AMZN-US	亚马逊	264.58	2,864,554	4.1x	3.5x	12%	15%	17x	14x	23%	25%	29.5x	24.0x	14%	14%	1.8x	1.0x
EBAY-US	eBay Inc.	108.66	50,853	4.9x	4.5x	8%	10%	16x	15x	31%	31%	19.7x	18.4x	23%	23%	3.5x	2.6x
ETSY-US	Etsy, Inc.	68.76	8,534	3.5x	3.6x	3%	-4%	14x	12x	26%	29%	16.2x	12.9x	18%	24%	-1.4x	0.5x
小组均值				2.6x	2.4x	8%	8%	12x	10x	16%	18%	19.4x	14.7x	15%	16%	0.4x	0.2x

注：收盘价截至 2026 年 6 月 1 日。美团、携程、京东、阿里巴巴、拼多多和亚马逊预测来自华兴证券（美国），其他公司数据来自 FactSet 一致预期。阿里巴巴财年年终为 3 月 31 日。

资料来源：FactSet，华兴证券（美国）预测

风险提示

- **竞争加剧影响市场份额和盈利能力：**到店酒旅一直以来是美团的主要盈利来源。随着其他公司进入本地服务市场并加剧竞争，我们预计美团将采取一系列措施捍卫自身的市场份额，包括降低商户费率和向用户提供补贴，因此该子业务的盈利能力可能会承压。与此同时，美团最大的收入来源为餐饮外卖业务。竞争可能会迫使美团提供与同行业公司相似甚至更高的补贴，如此可能会蚕食其自身利润。如果美团不提供相似的补贴优惠，则可能难以触达新商户和新顾客，导致增速和收入不及预期。
- **宏观经济持续疲软：**美团的一部分业务，比如到店酒旅，属于可选消费品。消费者信心不足和通胀抬头可能会促使消费者购买低价产品，拖累这些业务的收入增长。宏观经济复苏慢于预期也会压制美团的收入和经营利润率前景。
- **反垄断法趋严和劳动权益法规超预期加快推出：**美团采用与配送公司签约的形式获得骑手，而非直接聘用骑手。如果反垄断法规趋严或者行业监管机构加快推出针对骑手的劳动福利和保障，可能会增加配送骑手的成本，同时平台之间为争夺骑手会加大竞争。骑手短缺及成本增加可能会让美团无法维持现有的配送成本，导致盈利和利润率承压。
- **新业务降亏放慢使得利润率承压：**美团包括海外扩张在内的新业务正处于初期发展阶段，许多仍在亏损。潜在的降本放缓和任何投资增长可能会使得公司整体利润率面临更大压力，拉低利润。

附：财务报表

 年结: 12月
 利润表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
餐饮外卖	161,662	161,632	171,330	186,462
到店酒旅	65,127	70,179	75,794	81,857
新业务及其他	139,193	171,202	204,989	241,381
营业收入	365,982	403,013	452,113	509,700
营业成本	(253,846)	(282,491)	(207,364)	(239,703)
毛利润	112,136	120,522	158,239	183,492
管理及销售费用	(141,976)	(133,504)	(137,734)	(143,853)
其中: 研发支出	(25,998)	(29,817)	(33,693)	(37,400)
其中: 市场营销支出	(104,061)	(91,077)	(90,423)	(91,746)
其中: 管理支出	(11,916)	(12,610)	(13,618)	(14,708)
息税前利润	(25,041)	(11,122)	22,023	41,156
息税折旧及摊销前利润	(15,042)	96	33,690	53,291
利息收入	2,012	1,928	1,928	1,928
利息支出	(1,887)	(3,148)	(3,148)	(3,148)
税前利润	(24,838)	(14,350)	18,795	37,928
所得税	1,483	447	(2,234)	(3,941)
净利润	(23,354)	(13,903)	16,561	33,987
调整后息税前利润	(16,986)	(1,198)	31,947	51,080
调整后息税折旧及摊销前利润	(13,783)	2,717	31,879	49,022
调整后净利润	(18,648)	(6,405)	24,062	42,444
基本每股收益 (RMB)	(3.84)	(2.22)	2.64	5.42
稀释每股调整收益 (RMB)	(3.07)	(1.02)	3.72	6.37

资产负债表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	213,886	89,882	281,659	341,214
货币资金	196,112	72,997	265,945	325,648
应收账款	3,627	3,995	4,481	5,052
存货	1,844	2,053	1,507	1,742
其他流动资产	12,302	10,837	9,726	8,772
非流动资产	111,881	111,093	554,366	1,064,800
固定资产	22,900	20,292	470,330	978,639
无形资产	29,298	28,748	28,198	27,648
商誉	1	1	1	1
其他	39,478	41,847	35,633	38,308
资产	325,767	200,974	836,025	1,406,014
流动负债	86,161	77,699	261,725	294,680
短期借款	3,468	3,468	3,468	3,468
预收账款	17,380	10,258	9,192	8,311
应付账款	65,314	63,973	249,065	282,902
长期借款	18,789	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0
负债	105,919	78,667	262,693	295,648
股份	0	0	0	0
资本公积	311,221	311,221	311,221	311,221
未分配利润	(88,507)	(186,047)	264,977	802,010
归属于母公司所有者权益	219,848	122,307	573,332	1,110,365
少数股东权益	0	0	0	0
负债及所有者权益	325,767	200,974	836,025	1,406,014

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券(美国)预测

现金流量表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	(23,354)	(13,903)	16,561	33,987
折旧摊销	9,999	11,218	11,667	12,135
利息 (收入) / 支出	3,898	5,076	5,076	5,076
其他非现金科目	6,002	6,687	7,501	8,457
其他	(1,483)	(447)	2,234	3,941
营运资本变动	6,798	(10,536)	181,268	28,497
经营活动产生的现金流量	1,860	(1,906)	224,307	92,092
资本支出	(7,320)	(8,060)	(461,155)	(519,894)
收购及投资	(188,649)	(188,649)	(188,648)	(188,648)
处置固定资产及投资	39,337	17,052	1,989	1,990
其他	131,632	149,657	617,814	676,551
投资活动产生的现金流量	(25,000)	(30,000)	(30,000)	(30,000)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	(15,854)	0	0	0
发行 (回购) 股份	(992)	(992)	(992)	(992)
其他	(2,620)	(2,620)	(2,620)	(2,620)
筹资活动产生的现金流量	(19,465)	(3,611)	(3,611)	(3,611)
现金及现金等价物净增加额	557	557	557	557
自由现金流	(5,459)	(9,966)	(236,848)	(427,802)

关键假设

	2025A	2026E	2027E	2028E
外卖日单量 (百万笔)	67	68	72	75
外卖抽成率 (%)	14	14	14	14
总抽成率 (%)	13	14	14	14
调整后EBITDA总利润率 (%)	(4)	1	7	10

财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
YoY (%)				
营业收入	8.4	10.1	12.2	12.7
毛利润	(13.6)	7.5	31.3	16.0
息税折旧及摊销前利润	(133.4)	100.6	35,069.9	58.2
调整后息税折旧及摊销前利润	(128.1)	119.7	1,073.2	53.8
净利润	(165.2)	40.5	219.1	105.2
调整后净利润	(142.6)	65.7	475.7	76.4
稀释每股调整收益	(165.7)	42.3	219.1	105.2
调整后稀释每股调整收益	(143.6)	66.7	464.2	71.0
盈利率 (%)				
毛利率	30.6	29.9	35.0	36.0
息税折旧摊销前利润率	(4.1)	0.0	7.5	10.5
调整后息税折旧摊销前利润率	(3.8)	0.7	7.1	9.6
息税前利润率	(6.8)	(2.8)	4.9	8.1
调整后息税前利润率	(4.6)	(0.3)	7.1	10.0
净利率	(6.4)	(3.4)	3.7	6.7
调整后净利率	(5.1)	(1.6)	5.3	8.3
净资产收益率	(10.6)	(11.4)	2.9	3.1
总资产收益率	(7.2)	(6.9)	2.0	2.4
流动资产比率 (x)				
流动比率	2.5	1.2	1.1	1.2
速动比率	2.5	1.1	1.1	1.2
估值比率 (x)				
市盈率	N/A	N/A	18.1	10.6
市净率	3.1	3.5	0.8	0.4
市销率	1.2	1.1	0.9	0.8

附录

分析师声明

本人季迪英（CFA 持证人）兹此证明，本报告所表述的任何观点均准确地反映了本人个人对本报告所提及证券或发行人的观点。此外，本人报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均未及不会与本报告中所述的具体建议或观点直接或间接相关。

重要信息披露

香港分发的法律实体披露

华兴证券（香港）有限公司（“华兴证券（香港）”）获证券及期货事务监察委员会发牌从事证券交易、就证券提供意见及就机构融资提供意见的受规管活动。华兴证券（香港）的地址为香港九龙柯士甸道西 1 号环球贸易广场 81 楼 8107-08 室。本报告在香港由华兴证券（香港）负责分发。

在香港分发：本报告仅为业务涉及以主事人或代理人身份购买、出售或持有证券的专业投资者（定义见《香港证券及期货条例》（香港法例第 571 章））撰写。专业投资者以外的任何人士并非本报告的预期披露对象，亦不应依赖本报告。有关本报告的所有相关事宜及疑问，香港的专业投资者请直接联系华兴证券（香港）。

以下内容由华兴证券（香港）根据《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》（“证监会操守准则”）第 16 段的规定披露，下文以粗体字显示的术语与证监会操守准则第 16 段所定义者具有相同含义。您可登陆 www.sfc.hk 查阅证监会操守准则全文：<https://www.sfc.hk/en/>。

分析师利益冲突

就撰写本报告的分析师而言，其报酬受多种因素影响，包括分析的质量和准确性、内部/客户反馈及公司的整体收入（包括投资银行业务的收入）。本报告的分析师不会从特定投资银行交易的收入中获取报酬。

公司特定监管披露

在未来 3 个月，华兴资本预计因提供投资银行服务而从下列公司收取或有意向从该等公司收取报酬：美团（3690 HK）

华兴资本将其股票评级分为“买入”、“持有”及“卖出”。详情请见下文“股票评级和释义”及“行业评级及释义”。

股票评级和释义：公司评级：“买入”、“持有”和“卖出”评级的时间跨度为刊发初次覆盖评级或后续评级/标的公司发布目标价变动报告起的 12-18 个月。以下为 2019 年 12 月 31 日更新的评级释义：

买入--标的公司股价的预期回报有望在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限内优于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

持有--标的公司的股价预期不会在上述指定期限较标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）出现较大增幅或降幅。

卖出--标公司股价的预期回报可能在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限逊于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

暂未评级--华兴资本由于缺乏足够的基本面支撑或由于法律、监管或政策原因已暂停标的公司股票的评级及目标价（如适用）。过往评级及目标价（如适用）不应再加以依赖。“未评级”不代表推荐意见或评级。

未覆盖--华兴资本尚未就其刊发研究报告的公司。

板块评级和释义：根据情况给予所覆盖板块“增持”、“中性”或“减持”评级，评级期间为报告刊发日期起 12-18 个月。截至 2019 年 1 月 19 日，各类评级的含义如下：

增持--预期板块表现将优于相关市场。**中性**--预期板块表现将持平相关市场。**减持**--预期板块表现将逊于相关市场。

一般披露

本报告仅供机构投资者及认可投资者使用。如您并非本报告的预期接收者，务请即刻通知并将本报告直接交还华兴资本。

除了与华兴资本有关的披露，本报告的内容基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们概不保证本报告所含信息的准确性、完整性或新近度，华兴资本亦没有责任更新本报告所含观点或其它信息。本报告中的信息、观点、估算或预测均截至本报告的发表日期，且可能在未经事先通知的情况下而予以调整。我们会适时地更新我们刊发的研究报告，但各种监管规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，大部分文件将视情况不定期刊发。

我们已与研究范围内相当多的公司建立起投资银行及其他业务关系。

我们的销售人员、交易员及其他专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本报告中的观点截然相反的口头或书面的市场评论或交易策略。我们的资产管理部门和投资业务部门可能会作出与本报告中的建议或表达的观点不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已与包括华兴资本销售人员及交易员在内的我们的客户不时地展开讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的股权证券的市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师已发布的股票目标价预期相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于本报告描述的覆盖范围内股票的回报潜力。

我们及我们的联属机构、高级职员、董事和雇员，不包括本报告中署名的分析师，可能不时地在本报告所提及的证券或衍生工具（如有）中持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的主事人，或买卖上述证券或衍生工具。

第三方演讲嘉宾（包括华兴资本的其他部门人员）在华兴资本组织的会议上所阐述的观点不一定反映研究团队的观点，也并非华兴资本的正式观点。

本报告提及的任何第三方（包括销售人员、交易员及其他专业人员或彼等的家庭成员）可能会在报告提及的产品中持有头寸，与本报告署名分析师的观点不一致。

本报告不构成任何证券或相关金融工具的出售要约或购买要约邀请。本报告中所讨论的证券及相关金融工具可能不具备在所有司法管辖区及/或面向所有类型的投资者分发或出售的资格。本报告仅供参考，不构成个人投资建议，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，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。

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出现波动。过往业绩对未来表现不具指导意义，无法保证未来回报，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这些投资带来的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者应当参阅从华兴资本销售代表处取得的或通过访问 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 获取的当前期权披露文件。

对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网站上并向所有客户同步提供。华兴资本不会将所有研究内容再次分发至客户或第三方整合者，也不会对第三方整合者再次分发我方研究报告的行为负责。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您在华兴资本的销售代表。

未经华兴资本书面同意，不得重印或以任何形式再次分发本报告的任何部分。华兴资本明确禁止通过互联网或以其他方式再次分发本报告，且不对第三方的再次分发行行为承担责任。

© 2023.华兴资本.

华兴资本保留所有权利。未经华兴资本事先书面许可，不得出售、翻印或再次分发本报告或本报告的任何部分。

【转发声明】

本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）对应的英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）是由华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）分析师以英文撰写并在香港发布，本报告是由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”或“华兴证券”）依据《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》的有关要求，将转发许可范围内的英文报告翻译成中文在内地发布。本公司已与华兴证券（香港）就授权转发此类报告之事达成协议，并根据《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》相关要求报送中国证券监督管理委员会派出机构备案。本公司并无义务在转发许可范围内转发华兴证券（香港）发表的全部英文报告。

本公司已告知华兴证券（香港）分析师关于审慎使用陈述性事实信息的相关要求，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证，该等信息并未考虑到本报告接收人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供其参考之用，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员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。

本报告仅供本公司的特定授权客户使用，本公司对依法授权转发证券研究报告的内容和转发行为仅对本公司授权客户负责。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载本报告的全部或部分，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【审核声明】

本报告发布前已经过本公司证券分析师审核。负责审核的华兴证券分析师就本报告确认，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注册为证券分析师，确认以勤勉的职业态度，独立、客观地进行审核，并未因审核本报告得到直接或间接补偿。

【特别声明】

华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）为华兴证券有限公司的关联方，其持有华兴证券有限公司控股股东华兴金融服务（香港）有限公司 100% 的股权，为华兴证券有限公司的间接控股股东。

注意：本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）中，并未包含本公司转发机制未覆盖个股投资分析意见的相关内容（如适用），以及受华兴证券（香港）有关授权协议约束无法转发的 ESG Scorecard 内容。同时，本报告未包含华兴证券（香港）分析师撰写的原英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）附录中关于在香港以外地区合法发布英文报告所需披露的分析师声明、法律实体情况、特定国家及地区的情况、评级及投资银行服务的分布情况、目标公司过往的评级、股价、目标价等内容，并且本报告与英文报告中由系统自动生成的数据可能存在不一致。此外，由于本报告转发过程中可能存在一定延时，华兴证券（香港）可能已发布关于原英文报告更新版本的研究材料（根据相关法律法规，该等研究材料尚待翻译成中文并定稿）。

关于本次转发的中文报告，您可向华兴证券有限公司咨询以获取更多信息。

公司地址：上海市虹口区东大名路 1089 号北外滩来福士东塔 2301。

联系电话：400-156-8888