

【广发传媒&海外】美团-W(03690.HK)

26Q1 点评：外卖业务减亏亮眼，到店仍面临宏观及竞争压力

公司评级

买入

当前价格 76.25 港元

合理价值 115.56 港元

前次评级 买入

26Q1 业绩综述：公司发布 26Q1 业绩公告，2026Q1 实现收入 910 亿元，同比+5.6%；经营亏损 65 亿元，经调整后净亏损 50 亿元，亏损较 25Q4 显著收窄。分业务看，26Q1 核心本地商业收入 641 亿元，同比+0.1%，经营亏损 20 亿元，亏损较 25Q4 的 100 亿元大幅收窄；新业务收入 270 亿元，同比+21.3%，经营亏损 21 亿元，亦较 25Q4 的 47 亿元明显收窄。费用端看，26Q1 销售及营销费用为 230 亿元，费用率 25.2%，较 25Q4 的 34.4%环比下降 9.2pct；研发费用为 70 亿元，费用率 7.7%；管理费用为 29 亿元，费用率 3.2%。

外卖竞争边际缓和，核心业务亏损大幅收窄，新业务效率改善：26Q1 公司核心本地商业分部经营亏损大幅收窄，主要受益于外卖竞争烈度下降、补贴投放减少及经营效率优化。到店酒旅业务维持稳健增长，但仍受宏观消费疲软及竞争变化影响，利润释放节奏仍需观察。新业务方面，26Q1 新业务收入同比增长 21.3%至 270 亿元，经营亏损收窄至 21 亿元，经营亏损率改善至-7.8%；小象超市持续扩大地域覆盖，保持强劲增长势头并加强供应链能力；Keeta 依托规模效应及运营优化，在成熟市场实现运营效率显著提升，新市场在实现强劲增长的同时运营效率亦快速提升。

盈利预测和投资建议：从本地核心商业板块来看，我们认为公司在外卖业务具备较强运营壁垒，长期仍将在本地生活行业维持领先地位。短期看，外卖竞争尚未完全结束，利润仍有一定压力；若 2027 年外卖竞争格局逐步稳定，公司经营利润有望释放较大弹性。我们预计公司 2026 年收入 4042 亿元，经调整净利为亏损 21 亿元。估值方面，我们采用分部估值法，基于 2026 年预测，给予本地核心商业板块中的外卖业务 1.4xPS，对应分部估值为 2,290 亿元；给予到店酒旅业务 8xPE，对应合理价值为 1,438 亿元人民币；给予闪购 0.25xP/GTV，对应合理价值为 1,075 亿元人民币；给予新业务 1.1xPS，对应合理价值为 1,406 亿元。综上，我们调整公司合理价值至 115.56 港元/股，维持“买入”评级。

风险提示：新业务亏损超预期；到店酒旅业务竞争加剧；宏观消费恢复不及预期。

盈利预测（本表中归母净利润为经调整后口径，报告货币为人民币，港币兑人民币汇率取 0.87）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	337,592	365,982	404,191	453,921	535,523
增长率（%）	22.0%	8.4%	10.4%	12.3%	18.0%
归母净利润（百万元）	43,653	-18,648	-2,093	12,878	48,395
增长率（%）	87.7%	-	-	-	275.8%
EPS（元/股）	7.22	-3.07	-0.34	2.09	7.84
市盈率（X）	18.5	-	-	31.8	8.5

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



旷实

SAC 执证号：S0260517030002
SFC CE No. BNV294
kuangshi@gf.com.cn

相关研究

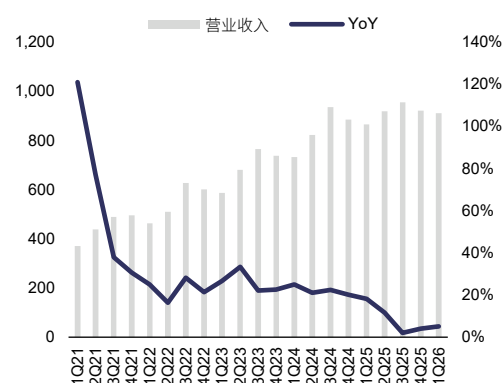
- 【广发传媒&海外】美团-W (03690.HK) :4Q25 点评:面对竞争增强长期竞争力，创造用户价值 2026-03-27
- 【广发传媒&海外】美团-W (03690.HK) :拟收购叮咚买菜，加强即时零售领域协同效应 2026-02-06
- 【广发传媒&海外】美团-W (03690.HK) :25Q4 业绩前瞻：利润依然承压，中高客单价市占稳定 2026-02-04

一、外卖 Q1 减亏亮眼，到店仍面临宏观及竞争压力

（一）26Q1 业绩概况

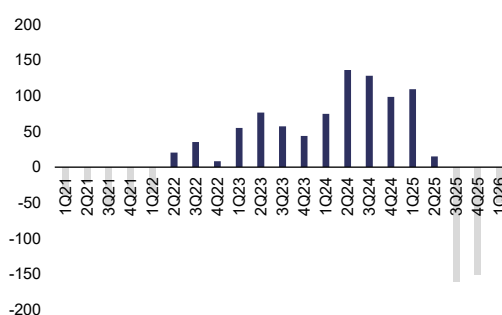
收入基本持平，亏损环比大幅收窄。2026Q1 公司实现收入 910 亿元，同比+5.6%；经营亏损 65 亿元，经营亏损率为-7.1%；经调整净亏损 50 亿元。分业务看，**（1）核心本地商业**：收入 641 亿元，同比基本持平，增速环比持续回升（25Q3/Q4 收入 yoy-2.8%/-1.1%）；经营亏损 20 亿元，环比大幅减亏（25Q3/Q4 经营亏损 140/100 亿元）。**（2）新业务**：收入 270 亿元，同比+21.3%，经营亏损 21 亿元，环比 Q4 的 47 亿亏损减亏明显。

图 1：美团单季度营收（亿元）和同比增速（%）



数据来源：美团 21-26Q1 季报、广发证券发展研究中心

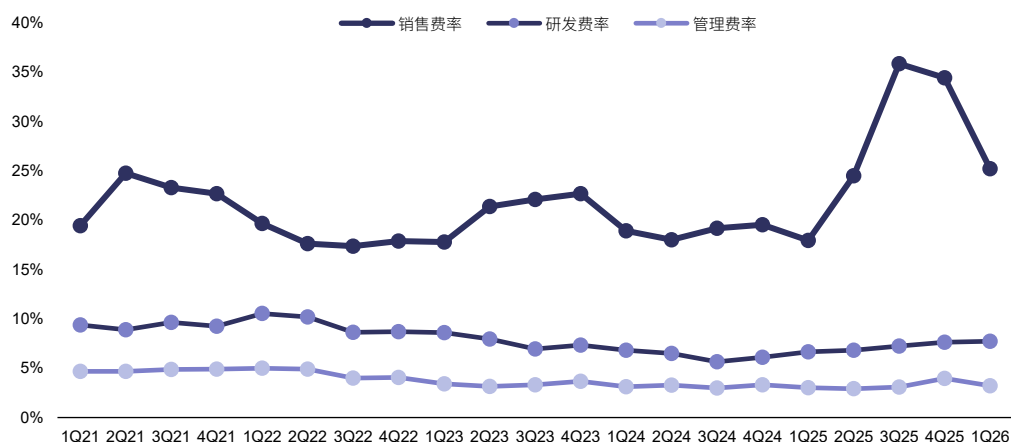
图 2：美团分季度经调整后净利润（亿元）



数据来源：美团 21-26Q1 季报、广发证券发展研究中心

期间费用看，销售费用 230 亿元，销售费率环比降至 25%（25Q3/Q4 分别为 36%/34%），研发费用 70 亿元，研发费率从去年同期 6.7%增至 7.7%，主要由于 AI 投入加大，管理费用 29 亿元，费率同比基本稳定。

图 3：美团分季度期间费用率走势（%）



数据来源：美团 21-26Q1 季报，广发证券发展研究中心

（二）核心本地商业概况

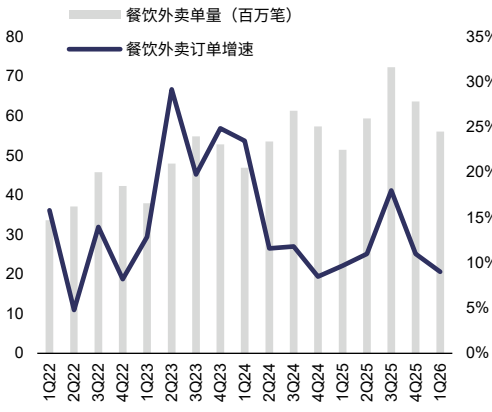
公司核心本地商业收入增速基本持平，经营亏损环比大幅收窄。2026Q1 核心本地商业收入 641 亿元，同比 +0.1%，其中配送服务收入 241 亿元（yoy-6%），商家服务收入 356 亿元（yoy+0%），商品销售收入 30 亿元（yoy+96%，主要为歪马送酒和医药自营），其他收入 14 亿元（yoy+19%）。利润端，核心本地商业经营亏损 20 亿元，较 25Q4 亏损 100 亿元显著收窄，主要由于外卖竞争烈度下降带来的补贴减少及运营效率提升。

餐饮外卖 3-5 月行业竞争边际显著缓和，竞争优势持续强化。2026Q1 公司经营亏损环比大幅收窄，管理层表示得益于行业竞争缓和趋势下配送大幅减亏。单均亏损看，基于前述趋势，外卖 UE 有望持续环比回升及转正，主要由于单均价环比回升企稳以及补贴持续收窄，下半年为外卖旺季。我们认为仍需动态观察竞争进展，长期看美团在运营效率方面竞争优势稳定。

美团闪购专注提升规模与市占，预计即时零售竞争持续时间长于外卖，预计业务未来几个季度仍将小幅亏损。2026Q1 闪购仍保持稳健收入增速，我们认为主要受益于：（1）在高烈度竞争环境下仍保持广告货币化率持续提升，反映市场仍有渗透率提升空间；（2）自营类酒水和医药业务持续快速增长，同比增速接近翻倍。我们认为利润角度看美团闪购亏损可控，竞争角度看对手亦看重非餐零售市场争夺，预计未来美团闪购仍将以扩大业务规模与市占率为主要目标，同时保持亏损可控。

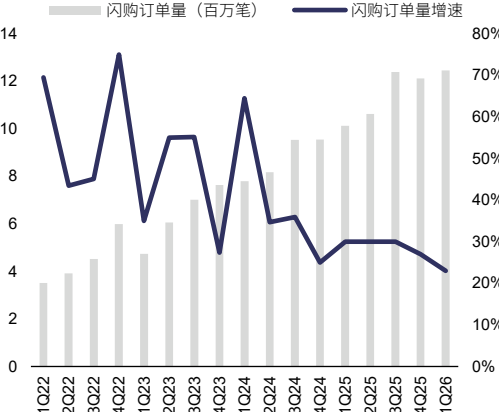
竞争影响到店业务利润释放，公司持续收窄低效投入优化经营效率。2026Q1 公司到店、酒店及旅游业务持续巩固一站式本地服务平台定位，依托供给侧优化与精细化投入，核心品类实现稳步增长。

图 4：餐饮外卖单量（百万笔）和订单增速（%）预估



数据来源：美团 21-26Q1 季报、广发证券发展研究中心

图 5：美团闪购订单量（百万笔）及同比增速（%）预估



数据来源：美团 21-26Q1 季报、广发证券发展研究中心

（三）新业务

Keeta 与小象带动亏损环比收窄。2026Q1 新业务收入 270 亿元，同比+21.3%；经营亏损 21 亿元，较 25Q4 亏损 47 亿元显著收窄。新业务收入增长主要来自食杂零售和海外业务扩张，亏损收窄主要来自 Keeta 效率改善、小象运营效率提升，以及 25Q4 新开国家前置投入影响消退。

表 1：美团分业务的营业利润（亿元，人民币）和营业利润率（%）

业绩分拆	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
核心本地商业收入	606.82	693.73	655.67	639.74	653.47	674.47	648.35	640.63
同比增速	18.52%	20.25%	18.93%	17.11%	7.69%	-2.78%	-1.12%	0.14%
核心本地商业 OP	152.34	145.82	129.00	134.91	37.21	-140.71	-100.46	-20.30
核心本地商业 OPM（%）	25.10%	21.02%	19.68%	20.97%	5.69%	-20.86%	-15.49%	-3.17%
新业务收入	215.69	242.04	229.20	222.32	264.93	280.41	272.62	269.76
同比增速	28.66%	28.91%	23.46%	19.21%	22.83%	15.85%	18.94%	21.33%
新业务 OP	-13.14	-10.26	-21.76	-22.73	-18.81	-12.78	-46.50	-21.16
新业务 OPM（%）	-6.09%	-4.24%	-9.49%	-10.23%	-7.10%	-4.56%	-17.06%	-7.84%

数据来源：美团财报，广发证券发展研究中心

二、盈利预测和投资建议

盈利预测：从美团本地核心商业板块来看，我们依然认为公司在外卖业务有较强的运营壁垒，长期依然会在本地生活行业维持领先的地位。看向 2Q（通常是利润较好的季度），伴随季节性利好，竞争态势缓和，以及公司持续提升经济模型，我们预计公司有望实现单季度盈利。到店业务方面，公司持续挖掘下沉市场潜力，会员体系持续获得进展，“美团会员”拉动交叉销售。虽然竞争趋势在发生变化，我们预计 2026 年到店业务依然保持稳定的经营利润率，长期我们预计利润水平有望回升。我们预计闪购业务 2026 年依然保持单量和 GTV 较

快速增长。对于新业务，26 年全年伴随沙特、中国香港等区域经济模型转好，单均亏损收窄。虽然小象业务持续拓城，将增加亏损，但我们认为这部分亏损将与海外业务盈利改善抵消，因此新业务 26 年全年亏损力度少于 25 年。整体上，我们认为外卖竞争尚没有结束，美团外卖利润依然承压，我们预计 26 年经调整后净利润可能延续亏损趋势。若 27 年外卖的竞争格局稳定，美团恢复常态化经营，预计利润将有较大弹性。

投资建议：我们采用 2026 年预测给予美团估值，我们认为短期的竞争不影响公司长期营收水平，基于用户规模的扩大以及长期空间延展，且考虑未来市场竞争将逐步理性化，我们判断未来公司外卖利润水平长期将回到正常化水平。我们给予 2026 年本地核心商业板块中的外卖业务 1.4x PS，对应分部估值为 2290 亿元。我们给予 2026 年本地核心商业板块的到店酒旅业务 8xPE，对应合理价值为 1438 亿元。我们给予本地核心商业板块中的闪购业务 2026 年 0.25 倍 P/GTV，对应合理价值为 1,075 亿元。

新业务方面，我们预计 2026 年新业务收入可达到 1278 亿元，我们整体给予 PS 估值 1.1x，对应合理价值为 1406 亿元人民币。

综上，我们采取分部估值法，预计公司 26 年收入 4042 亿元；经调整净利为亏损 21 亿元；根据 SOTP 估值调整公司合理价值至 115.56 港元/股（港币兑人民币汇率取 0.87）。维持“买入”评级。

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	2024Q4A	2024A	2025Q1A	2025Q2A	2025Q3A	2025Q4A	2025A	2026Q1A	2026Q2E
核心本地商业收入	655.67	2502.47	639.74	653.47	674.47	648.35	2616.02	640.63	685.66
增长率（%）	18.93%	20.95%	17.11%	7.69%	-2.78%	-1.12%	4.54%	0.14%	4.92%
新业务收入	229.20	873.44	222.32	264.93	280.41	272.62	1040.29	269.76	328.52
增长率（%）	23.46%	25.07%	19.21%	22.83%	15.85%	18.94%	19.10%	21.33%	24.00%
营业收入总计	884.87	3375.92	862.06	918.40	954.88	920.96	3659.82	910.39	1014.17
增长率（%）	20.07%	21.99%	17.64%	11.66%	2.04%	4.08%	8.40%	5.60%	10.43%
核心本地商业 OP	129.00	524.15	134.91	37.21	-140.71	-100.46	-69.05	-20.30	32.21
新业务 OP	-21.76	-72.73	-22.73	-18.81	-12.78	-46.50	-100.82	-21.16	-23.41

数据来源：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：2026/6/06）

所处行业	公司名称	总市值 (百万美元)	收入 (百万美元)		经调整后净利润 (百万美元)		PS		PE	
			2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
外卖行业										
	Takeaway.com	4,001	4,602.00	5,053.00	-59.73	0.31	0.87	0.79	-66.98	12906.45
	Uber	146,991	58,081.04	66,782.94	6,635.88	8,857.67	2.53	2.20	22.15	16.59
	Doordash	69,746	17,592.84	21,182.16	2,019.61	3,003.39	3.96	3.29	34.53	23.22
本地生活										
	Groupon	703.8	519.67	556.67	-5.21	35.37	1.35	1.26	-135.09	19.90
	Yelp	1,299	1,466.36	1,512.09	214.17	232.5	0.89	0.86	6.07	5.59
	ANGI	261	985.13	1,005.13	10.29	32.94	0.27	0.26	25.39	7.93
	Zillow	8,229	2,978.43	3,368.40	542.33	667.95	2.76	2.44	15.17	12.32
	Lyft	5,484	7,302.74	8,218.86	517.32	710.00	0.75	0.67	10.60	7.72
酒旅 OTA 平台										
	Ctrip.com	29,084	10,458.05	11,811.51	2,872.91	3,225.28	2.78	2.46	10.12	9.02
	Booking	129,784	29,368.94	32,045.71	8,172.38	9,190.21	4.42	4.05	15.88	14.12
	Expedia	27,267	16,007.62	17,144.56	2,327.71	2,664.91	1.70	1.59	11.71	10.23
	TripAdvisor	1,391	1,882.07	1,969.14	149	179.71	0.74	0.71	9.33	7.74
电商平台										
	阿里巴巴	299,635	166,581.55	186,285.78	16,075.54	21,807.33	1.80	1.61	18.64	13.74
	京东	39,868	204,925.26	217,921.17	4,616.28	6,113.08	0.19	0.18	8.64	6.52
	拼多多	122,241	71,097.51	79,828.64	15,510.97	18,900.30	1.72	1.53	7.88	6.47
总市值			GMV(百万美元)		经调整后净利润 (百万美元)		P/GMV		PE	
(百万美元)			2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
即时零售										
	Instacart	9,749	41,655.92	45,391.26	630.53	754.48	0.23	0.21	15.46	12.92

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心
注：表中盈利预测为 Bloomberg 一致预期预测数据

表 4：美团分部估值情况

业务类型	外卖	到店酒旅	闪购	新业务
26 年预计营收（亿元人民币）	1,636	714	413	1,278
估值参考	参考 PS1.4x	参考 PE8x	0.25xP/GTV	参考 PS1.1x
26 年预计经营利润（亿元人民币）	-69.64	179.70	-35.75	-89.63
合理估值（亿元人民币）	2,290	1,438	1,075	1,406
合理总价值（亿元人民币）			6,209	
汇率 HKD/CNY			0.87	
合理总价值（亿港元）			7,136	
总股本（百万股）			6,175	
每股合理价值（港元/股）			115.56	

数据来源：广发证券发展研究中心

三、风险提示

新业务亏损超预期：海外外卖伴随继续在海湾五国以及巴西等地拓展，其投入力度扩大，亏损或超市场预期。

竞争风险：阿里巴巴持续在外卖和即时配送业务投入，对美团带来竞争压力。抖音到店业务竞争对到店利润率带来压力。

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：百万元					
至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产合计	209,735	225,057	223,143	238,598	300,502
现金及现金等价物	70,834	106,771	93,857	95,727	140,810
应收账款及票据	2,653	3,323	3,310	3,717	4,386
存货	1,734	3,013	2,662	2,955	3,341
其他	134,514	111,951	123,315	136,198	151,965
非流动资产合计	114,620	121,853	124,003	125,877	126,070
固定资产净值	18,315	38,705	37,191	35,079	30,937
长期投资	50,840	45,945	49,624	53,625	57,978
商誉及无形资产	35,719	30,221	30,206	30,190	30,173
其他	9,746	6,982	6,982	6,982	6,982
资产总额	324,355	346,910	347,146	364,475	426,572
流动负债合计	107,936	123,542	135,001	148,886	167,623
短期借款	1	3,468	2,428	1,699	1,189
应付账款及票据	41,761	45,483	48,922	54,313	61,410
其他	66,174	74,591	83,651	92,873	105,023
非流动负债合计	43,815	72,381	72,381	72,381	72,381
长期借款	1,175	18,789	18,789	18,789	18,789
其他非流动负债	42,640	53,591	53,591	53,591	53,591
总负债	151,751	195,922	207,382	221,267	240,003
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	181,927	151,410	139,823	143,266	186,625
其他	-9,265	-365	0	0	0
归母权益总额	172,663	151,046	139,823	143,267	186,626
少数股东权益	-59	-58	-59	-58	-57
股东权益合计	172,604	150,988	139,765	143,208	186,569
负债及股东权益合计	324,355	346,910	347,146	364,475	426,572

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	337,592	364,855	404,191	453,921	535,523
营业成本	207,807	253,846	284,691	316,064	357,361
毛利	129,785	111,009	119,500	137,857	178,162
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	63,975	102,934	90,864	90,784	92,646
行政管理费用	10,729	11,916	13,084	14,694	14,995
研发费用	21,054	25,998	30,653	34,424	35,345
其他营业费用合计	0	324	0	0	0
营业利润	34,027	-30,164	-15,101	-2,046	35,177
利息收入	1,291.81	2,011.54	1,504.71	1,421.88	1,774.03
利息支出	1,336.93	1,885.90	1,027.89	1,001.36	982.79
权益性投资损益	1,186	79	-908	250	250
其他非经营性损益	2,677	2,729	2,511	2,511	2,511
除税前利润	37,985	-24,838	-10,914	3,243	40,837
所得税	2,177	-1,483	674	-200	-2,523
合并净利润	35,808	-23,354	-11,588	3,444	43,360
少数股东损益	1	1	0	0	1
归母净利润	35,807.18	-23,355.02	-11,587.51	3,443.59	43,358.94
NonGAAP 归母净利	43,653	-18,648	-2,093	12,878	48,395

现金流量表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	57,147	-13,815	6,997	22,579	66,064
合并净利润	35,808	-23,354	-11,588	3,444	43,360
折旧与摊销	8,421	10,199	11,655	13,259	14,789
营运资本变动	6,466	-1,056	7,505	7,636	9,693
其他非经营性调整	6,452.69	396.90	-575.31	-1,759.85	-1,778.42
投资活动现金流净额	10,205	29,773	-18,208	-18,979	-19,489
处置固定资产收益	897	440	2,511	2,511	2,511
资本性支出	-10,999	-13,271	-10,126	-11,132	-10,629
投资资产支出	20,383	42,534	-9,685	-10,608	-11,621
其他	-75	70	-908	250	250
融资活动现金流净额	-30,415	21,243	-1,703	-1,730	-1,493
长期债权融资	17,445.15	28,177.82	0.00	0.00	0.00
股权融资	-25,938	-309	365	0	0
支付股利	0	0	0	0	0
其他	-21,922	-6,626	-2,068	-1,730	-1,493
现金净增加额	37,494	35,937	-12,915	1,871	45,083
期初现金余额	33,340	70,834	106,771	93,857	95,727
期末现金余额	70,834	106,771	93,857	95,727	140,810

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
主营收入增长率	22.0%	8.1%	10.8%	12.3%	18.0%
营业利润增长率	325.3%	-	-	-	-
NonGAAP 业绩增速	87.7%	-	-	-	275.8%
获利能力					
毛利率	38.4%	30.6%	29.6%	30.4%	33.3%
NonGAAP 净利率	12.9%	-5.1%	-0.5%	2.8%	9.0%
NonGAAP ROE	25.3%	-12.3%	-1.5%	9.0%	25.9%
偿债能力					
资产负债率	46.8%	56.5%	59.7%	60.7%	56.3%
有息负债率	0.4%	6.4%	6.1%	5.6%	4.7%
流动比率	1.9	1.8	1.7	1.6	1.8
利息保障倍数	28.3	-14.5	-13.1	0.7	38.6
营运能力					
应收账款周转天数	2.88	2.95	2.95	2.95	2.95
存货周转天数	2.63	3.37	3.37	3.37	3.37
应付账款周转天数	56.08	61.86	61.86	61.86	61.86
每股指标					
NonGAAP EPS	7.22	-3.05	-0.34	2.09	7.84
每股净资产	28.56	24.71	22.64	23.20	30.22
每股经营现金流	9.45	-2.26	1.13	3.66	10.70
估值比率					
NonGAAP PE	18.3	-	-	31.8	8.5
PB	4.6	3.6	2.9	2.9	2.2
EV/EBITDA	15.7	-	-	23.9	5.5

广发传媒与互联网行业研究小组

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。

廖志国：联席首席分析师，硕士，毕业于莫纳什大学，2025年6月加入广发证券，曾任职于华创证券研究所，4年证券行业研究经验。

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。

罗悦纯：资深分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。

黄静仪：高级研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



旷实

SAC 执证号：S0260517030002

SFC CE No. BNV294

kuangshi@gf.com.cn

联系人：
黄静仪
huangjingyi@gf.com.cn

广发证券	买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
行业投资评级说明	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	买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
公司投资评级说明	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	地址	邮政编码	客服邮箱
	广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
	深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
	北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
	上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
	香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

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。