

买入 (维持)

03690.HK 美团点评-W

港股

恢复速度超预期，增长势头将持续

目标价：152 港元

现价：125.8 港元

2020 年 05 月 26 日

市场数据

日期	20-05-25
收盘价(港元)	125.80
总股本(百万股)	5,827
流通股本(百万股)	5,091
总市值(十亿港元)	733
流通市值(十亿港元)	640
净资产(百万元)	91,990
总资产(百万元)	123,205
每股净资产(元)	15.82

数据来源: Wind

相关报告

跟踪-《“宅经济”推动用户与场景新机遇》-20200226
跟踪-《生活必需品订单量大增 4 倍, 升级推出“无接触安心送”》-20200213
跟踪-《需求短暂放缓, 用户与场景持续渗透》-20200208
深度-《生活服务 O2O 龙头, To B 业务打开利润新空间》-20190516

海外 TMT 研究

分析师:

洪嘉骏

hongjiajun@xyzq.com.cn

SFC: BPL829

SAC: S0190519080002

联系人:

李文静

liwenjing@xyzq.com.cn

SAC: S0190118090169

主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	97,529	112,821	161,110	205,528
同比增长(%)	49.5%	15.7%	42.8%	27.6%
经调整经营利润(百万元)	8,784	2,417	15,949	29,675
毛利率(%)	33.1%	30.4%	33.8%	35.4%
经调整经营利润(%)	9.0%	2.1%	9.9%	14.4%
净资产收益率(%)	2.4%	-1.4%	12.4%	19.9%
EPS(元)	0.39	-0.23	2.38	4.96
调整后 EPS(元)	0.81	0.21	2.93	5.64
每股经营现金流(元)	0.57	1.00	4.25	6.80

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **业绩超预期, 恢复速度迅速。**1Q20 收入 167.5 亿(YoY-12.8%), 超出我们预期 4%, 超出彭博一致预期 7.5%; 经调整 EBITDA 达 4131.1 万, 经调整净亏损为 2.16 亿, 去年同期为亏损 10.5 亿, 调整后净亏损率为 1.3%, 超我们预期 4.3 个 pcts, 超彭博一致预期约 6 个 pcts。
- **场景扩充叠加高端餐饮商家的入驻驱动客单价大幅提升, 外卖单量及外卖营业额现已基本恢复。**1Q20 公司餐饮外卖收入为 95 亿(YoY-11.4%), 超出我们预期 3.5 个 pcts; 交易笔数达 13.7 亿笔(YoY-17%), 由于家庭用餐等场景扩充叠加品牌商家的入驻, 客单价上升至 52 元(YoY+14.4%)。我们判断, 由于特殊期间单效下滑与额外措施, 单均配送成本达约 8 元, 目前商家数量和单量基本常态化, 预计下季将恢复同比增长。
- **到店业务仍处恢复阶段, 本地住宿间夜实现增长, 预计 2H20 恢复增长。**到店业务收入为 30.9 亿(YoY-31%), 截至 5 月初, 到店餐饮约恢复了 80%, 其他到店业务恢复约 60%, 酒店方面, 本地住宿的间夜量已实现同比增长, 而异地间夜量恢复 60%, 预计 2Q20 到店业务仍将同比下滑 16%, 但下半年到店商家会加大广告与预算抢占流量, 全年预计同比基本持平。
- **新业务扩大开支。**该业务收入 41.7 亿(YoY+5%), 经营亏损率由去年的 65% 收窄至 33%。公司计划在今年完成剩余 300 万辆旧单车的更换, 一半将于 2Q 完成, 同时还将在批量投入电动自行车, 并且加强 B2B 餐饮供应链能力, 预计今年新业务的投入将大于去年。
- **投资建议: 维持“买入”评级, 上调目标价至 152 港元。**我们看好公司在本地生活服务的龙头地位, 外卖盈利能力将随着规模效应持续提升, 数据表现与服务生态也具有巨大空间。目前基本面已从疫情撞击中触底。我们上调公司 20/21 年的营收至 1128/1611 亿元, 经调整经营利润为 24/159 亿元。根据 SOTP 估值上调公司目标价至 152 港元, 维持“买入”评级。

风险提示: 1) 政策风险; 2) 市场竞争加剧; 3) 餐饮行业景气度下行; 4) 新业务减亏不及预期



报告正文

事件：美团点评于 2020 年 5 月 25 日公布 1Q20 业绩。

业绩超预期。美团点评 1Q20 收入 167.5 亿(YoY-12.6%)，超出我们预期 4.3%，毛利润 51.96 亿，毛利率 31%；净亏损 15.8 亿经调整 EBITDA 达 4131.1 万，经调整 EBITDA 率下滑至 0.2%，经调整净亏损为 2.16 亿，去年同期为亏损 10.5 亿，调整后净亏损率为 1.3%，超我们预期 4.3 个 pcts，亏损继续缩窄。

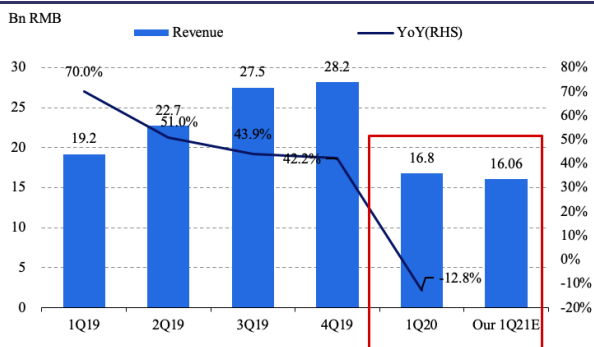
1Q20，公司销售费用率同比小幅上升 19.1%，研发费用率上升 3 个 pcts 至 13.7%，管理费用率 6.4%，由于收入低基数，同比均有上升。截至 2020 年 3 月 31 日，公司现金及现金等价物 141 亿元，短期投资 424 亿元，资金充裕；经营现金流由 4Q19 的 31 亿元转至亏损 50 亿元。

表1、美团点评实际业绩与兴业绩绩预测差异

(Mn RMB)	1Q20A	1Q20E	Diff
利润表	Mar-20	Apr-20	A/E-1
餐饮外卖	9,490	9,170	3.5%
到店，酒店及旅游	3,094	2,920	6.0%
新业务及其他	4,168	3,973	4.9%
总收入	16,752	16,063	4.3%
成本	11,556	12,043	-4.0%
毛利润	5,196	4,020	29.3%
Adjusted 标准			
EBITDA	7,254		
净利润	-216	-899	
盈利能力			
毛利率	31.0%	25.0%	6.0%
经营利润率	-10.2%		-10.2%
Adjusted 标准			
净利润率	-1.3%	-5.6%	4.3%

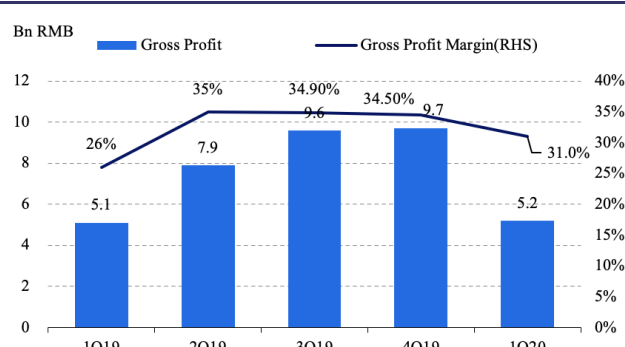
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

图1、公司季度营收及增速



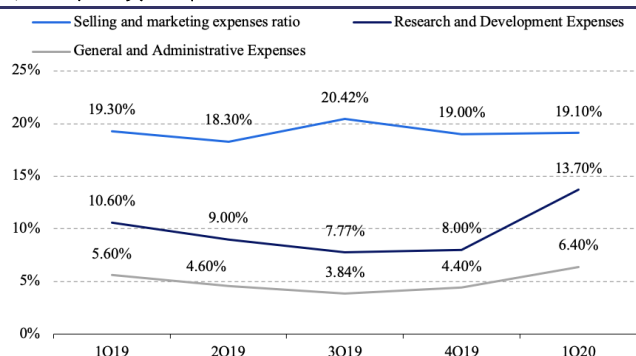
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、季度毛利及毛利率



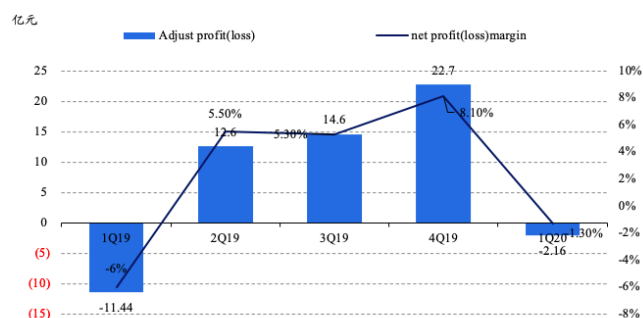
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、季度费用率



















资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司调整后净利润及利润率



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

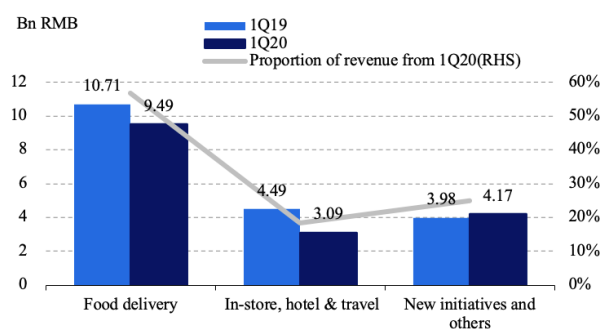
表2、美团点评季度经营数据一览

	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	趋势
公司总交易额(亿元)	1041	1041	1082	1237	1457	1380	1384	1592	1946	1899	715.04	
餐饮外卖	518	570	545	682	800	802	756	931	1119	1121	715.04	
到店、酒店及旅游	433	399	403	425	493	447	464	513	639	604		
其他	90	72	134	130	164	131	164	148	188	174		
变现率	9.29%	10.06%	10.42%	12.18%	13.09%	14.35%	13.90%	14.26%	14.13%	14.83%	14.73%	
餐饮外卖	11.67%	11.62%	12.95%	13.06%	13.97%	13.72%	14.20%	13.80%	13.92%	14.00%	13.30%	
到店、酒店及旅游	6.98%	7.78%	7.79%	8.64%	9.00%	10.28%	9.70%	10.20%	9.70%	10.04%		
其他	6.74%	10.39%	8.07%	19.17%	21.15%	32.08%	24.20%	31.20%	30.51%	34.98%		
公司交易笔数(亿笔)	12.04	13.54	12.24	15.49	17.88	18.32	17.00	21.00	25.00	25.05	13.75	
餐饮外卖	12.04	13.54	12.24	15.49	17.88	18.32	17.00	21.00	25.00	25.05	13.75	
平均单笔交易额(元)	43.02	42.09	44.51	44.02	44.76	43.77	44.47	44.33	44.76	44.80	52.04	
餐饮外卖	43.02	42.09	44.51	44.02	44.76	43.77	44.47	44.33	44.76	44.80	52.04	
在线商家数量(百万)	2.93	3.10	3.40	3.57	3.82	4.00	4.12	4.23	4.36	4.51	4.49	
交易用户数(亿人)	3.80	4.40	4.70	5.10	5.50	5.80	5.80	5.90	5.90	6.20	6.10	
活跃商家数(百万)	17.10	18.80	20.30	21.40	22.70	23.80	24.80	25.50	26.50	42.20	26.20	
每位交易用户平均每年交易笔数(笔)	17.10	18.80	20.30	21.40	22.70	23.80	24.80	25.50	26.50	42.20	26.20	

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

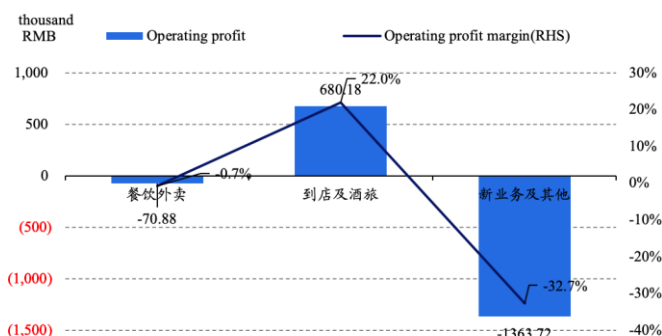
分部收入：1Q20，公司餐饮外卖收入为95亿(YoY-11.4%)，占比56.6%；到店、酒店及旅游业务收入为30.9亿(YoY-31.1%)，占比由4Q19的22.6%下滑至18.45%；新业务及其他收入为41.7亿(YoY+4.9%)，占比24.9%，略有抬升。**按类型划分：**1Q佣金收入减少17.9%至108亿元，在线营销服务收入28亿元，同比持平，其他服务及销售收入下滑3.7%至28.8亿元。

图5、季度分部收入



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、季度分部经营利润

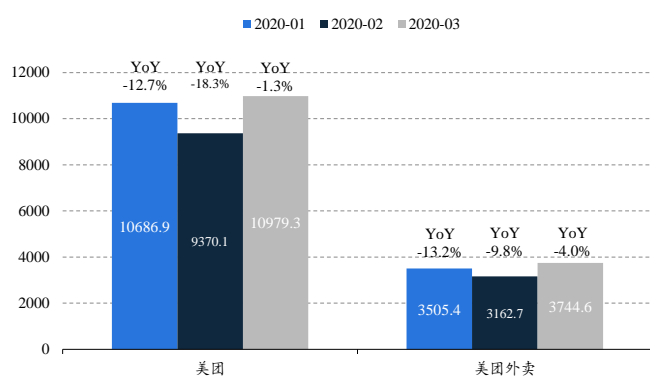


资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

餐饮外卖业务：客单价大幅提升，交易笔数如预期下滑 17%。美团 1Q20 餐饮外卖收入为 95 亿(YoY-11.4%)，超出我们预期 3.5 个 pcts；经营亏损 7,088 万元(YoY-54.0%)，OPM 由-1.4%同比收窄至-0.7%。1Q 餐饮外卖业务的 GTV 同比减少 5.4%至 715 亿元，交易笔数达 13.7 亿笔，同比下滑 17.3%，，但客单价涨幅明显，由去年同期 44.47 元/笔上升到 52.04 元/笔，同比上升 14.4%；此外餐饮外卖变现率同比由 14.2%下滑至 13.3%。此外公司 1Q20 仍实现用户&商家数双增长。活跃商家数为 610 万，环比下降 10 万，同比上升 5%，此外交易用户数为 4.49 亿人，同比上升 8.9%，环比几乎持平。

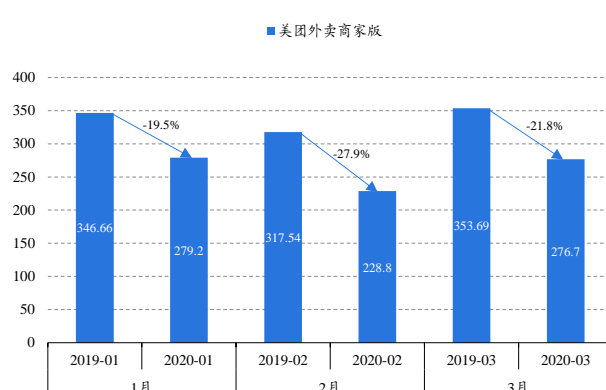
复苏情况：外卖单量及外卖营业额已基本恢复增长。QuestMobile 数据显示，由于线下活动受限，3 月外卖服务行业用户规模则同比减少 3263 万人(YoY-22.4%)。较 1-2 月有所回升据美团外卖 4 月 22 日发布的外卖复苏报告显示，复工复产后，美团外卖单量相比疫情高峰期增长 230%，且已恢复至疫情前单量的近 8 成。其中，7 成商户外卖单量恢复 60%以上，3 成商户实现反超。在人口密集、经济发达的一线城市，餐饮商家快速恢复经营，外卖订单量遥遥领先。据哗啦啦大数据显示，截止 5 月 24 日，外卖单量及外卖营业额已基本恢复增长

图7、美团及美团外卖 APP 1-3 月 MAU (万人)



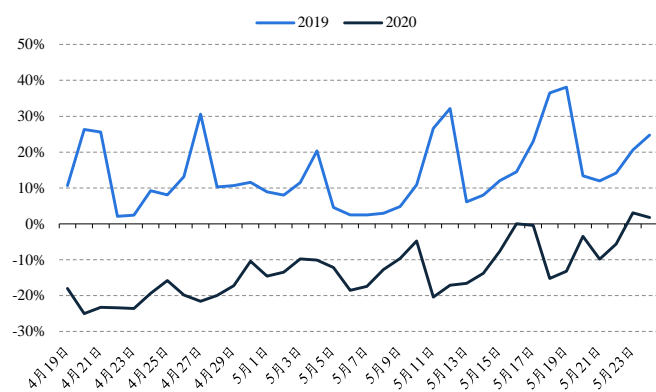
资料来源：易观，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、美团外卖商家版 APP 1-3 月 MAU (万人)



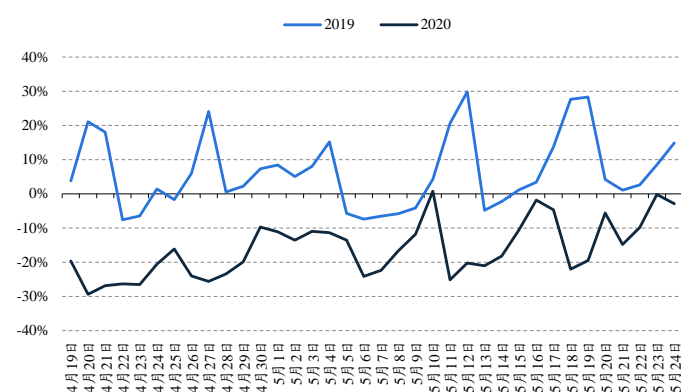
资料来源：易观，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、外卖单量增长趋势对比(2019年&2020年对比当年1月1日的涨跌)



资料来源：哗啦啦大数据，兴业证券经济与金融研究院整理

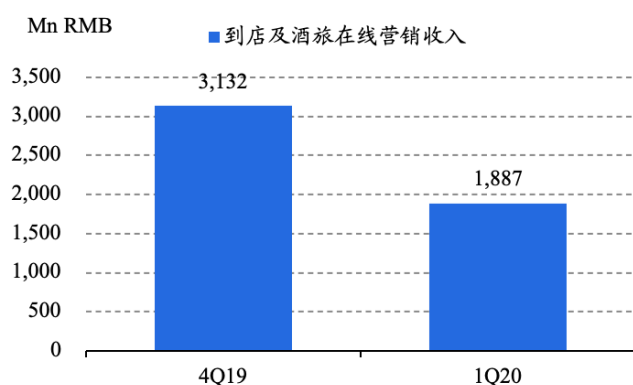
图10、外卖营业额增长趋势对比(2019年&2020年对比当年1月1日的涨跌)



资料来源：哗啦啦大数据，兴业证券经济与金融研究院整理

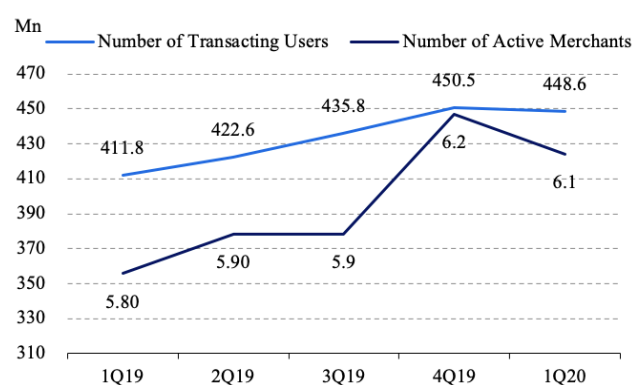
到店、酒店及旅游业务：仍处恢复阶段。公司 1Q20 到店、酒店及旅游业务收入为 30.9 亿(YoY-31.1%)，经营利润 6.8 亿(YoY-57.3%)，经营利润率由去年下滑 13.5 个 pcts 至 22.0%。在线营销收入同比下滑 8.2%，环比下滑 39.8%。其中到店及酒旅在线营销收入环比下滑 39.8%。到店餐饮 5 月初约恢复了 80%，其他到店恢复约 60%。此外国内酒店间夜量同比下滑 45.5%至 4280 万，受影响严重。截止 3 月底，本地住宿的间夜量已实现同比增长，而异地间夜量恢复 60%，预计 2Q20 到店业务仍将同比下滑，预计 20 年全年同比基本持平。

图11、到店及酒旅在线营销收入



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

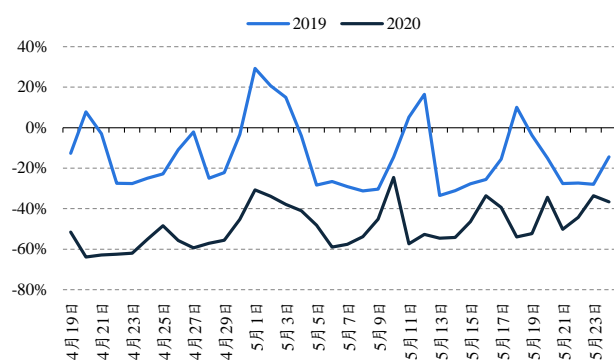
图12、平台交易用户数及活跃商家数(季度)



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

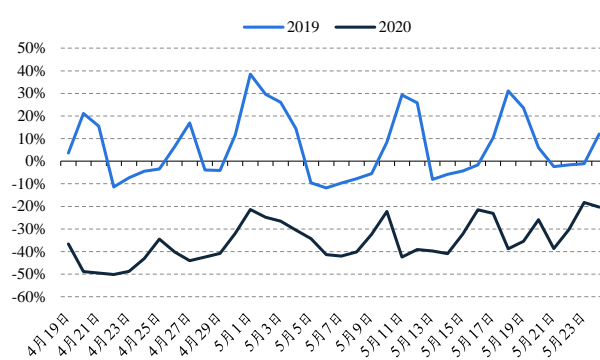
到店餐饮单量已回升至近七成水平，据哗啦啦 5 月 24 日经营数据显示，与 2020 年 1 月 1 日相比，全国餐饮门店营业率超过 92%，营业额下降 40%，客流量下降 32%；与去年同期相比，同店营业额增长 24.69%，到店账单数增长 38.32%，门店外卖单量增长 103%。4 月整体账单流水、账单数与营业门店数呈增长趋势，账单流水已回升至今年 1 月 1 日的近五成水平，账单数已回升至今年 1 月 1 日的近七成水平，营业门店数已回升至今年 1 月 1 日的超九成水平，预计 5 月底将恢复超 6 成。

图13、账单流水增长趋势对比(2019年&2020年对比当年1月1日的涨跌)



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

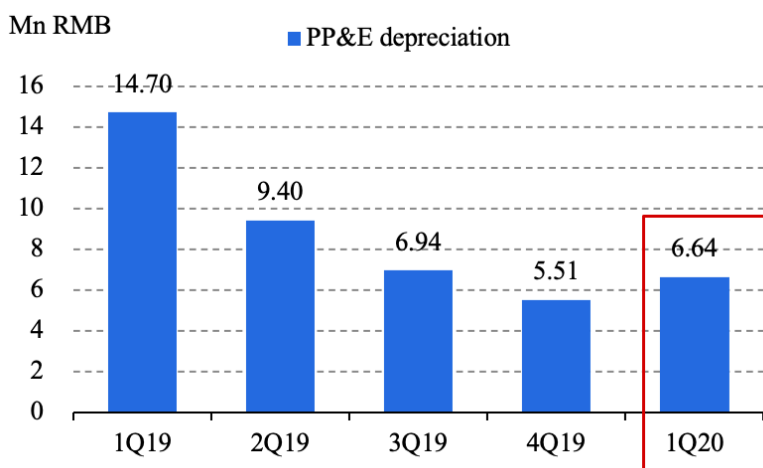
图14、账单数增长趋势对比(2019年&2020年对比当年1月1日的涨跌)



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

新业务：增加开支，加大业务范围。美团 1Q20 新业务及其他收入超出预期 5 个 pcts，达 41.68 亿(YoY+4.9%)，新业务及其他经营亏损 13.6 亿元(去年同期为-25.8 亿元)，经营利润率由去年同期-65.0%收窄至 32.7%。本季度物业厂房及设备折旧为 6.64 亿，4Q19 为 5.51 亿，1Q19 为 14.7 亿，环比小幅上升，同比大幅缩窄。公司计划在今年内完成剩余 300 万辆旧自行车的更换，预计一半以上的替换将在 2Q 完成，同时公司还将在 2Q 推出 10 万辆+电动自行车，除此之外公司还将在今年扩大美团买菜的业务范围，加强 B2B 餐饮供应链能力。

图15、物业厂房及设备折旧



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

投资建议：维持“买入”评级，上调目标价至 152 港元。我们看好公司在本地生活服务的龙头地位，外卖盈利能力将随着规模效应持续提升，数据变现与服务生态也具有巨大空间。目前基本面已从疫情撞击中触底。我们上调公司 20/21 年的营收至 1128/1611 亿元，经调整经营利润为 24/159 亿元。根据 SOTP 估值上调公司目标价至 152 港元，维持“买入”评级。

表3、美团点评公司财务预测

(人民币 百万元)	FY19A	FY20E	FY21E	4Q19A	1Q20A	2Q20E	3Q20E	4Q20E
利润简表	Dec/19	Dec/20	Dec/21	Dec/19	Mar/20	Jun/20	Sep/20	Dec/20
餐饮外卖								
交易金额	392,700	486,493	636,564	112,100	71,504	110,528	149,403	155,057
YoY	38.9%	23.9%	30.8%	39.8%	-5.4%	18.7%	33.5%	38.3%
变现率	14.0%	13.5%	14.3%	14.0%	13.3%	13.5%	13.5%	13.5%
收入	54,843	65,444	90,836	15,716	9,490	14,903	20,144	20,907
YoY	43.8%	19.3%	38.8%	42.8%	-11.4%	16.0%	29.3%	33.0%
占比	56.2%	58.0%	56.4%	55.8%	56.6%	60.4%	58.1%	57.0%
调整后经营利润	1,069	1,583	9,075	482	-71	435	696	522
调整后经营利润率	1.9%	2.4%	10.0%	3.1%	-0.7%	2.9%	3.5%	2.5%
到店、酒店及旅游								
交易金额	222,100	218,016	288,089	60,400	30,343	43,197	69,689	74,788
YoY	25.6%	-1.8%	32.1%	35.1%	-34.6%	-15.8%	9.1%	23.8%
变现率	10.0%	10.2%	11.5%	10.5%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
收入	22,275	22,238	33,080	6,357	3,095	4,406	7,108	7,628
YoY	40.6%	-0.2%	48.8%	38.4%	-31.1%	-16.0%	15.0%	20.0%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

占比	22.8%	19.7%	20.5%	22.6%	18.5%	17.8%	20.5%	20.8%
调整后经营利润	7,715	6,293	11,892	2,327	680	1,146	2,026	2,441
调整后经营利润率	34.6%	28.3%	36.0%	36.6%	22.0%	26.0%	28.5%	32.0%
新业务及其他								
收入	20,410	25,139	37,195	6,086	4,168	5,382	7,435	8,154
YoY	81.5%	23.2%	48.0%	44.8%	4.9%	16.7%	29.6%	34.0%
占比	20.9%	22.3%	23.1%	21.6%	24.9%	21.8%	21.4%	22.2%
调整后经营利润	0	-5,458	-5,018	-1,327	-1,364	-1,507	-1,487	-1,101
调整后经营利润率	0.0%	-21.7%	-13.5%	-21.8%	-32.7%	-28.0%	-20.0%	-13.5%
合计								
交易金额	682,100	776,334	1,028,800	189,900	113,757	169,102	240,334	253,141
YoY	32.3%	13.8%	32.5%	37.6%	-17.8%	6.2%	23.5%	33.3%
变现率	14.3%	14.5%	15.7%	14.8%	14.7%	14.6%	14.4%	14.5%
收入	97,529	112,821	161,110	28,158	16,754	24,691	34,687	36,689
YoY	49.5%	15.7%	42.8%	42.2%	-12.6%	8.8%	26.2%	30.3%
毛利	32,320	34,307	54,389	9,718	5,196	7,172	10,967	11,764
毛利率	33.1%	30.4%	33.8%	34.5%	31.0%	29.0%	31.6%	32.1%
调整后净利润	4,657	1,199	16,821	2,270	-216	-29	1,036	1,459
调整后净利润率	4.8%	1.1%	10.4%	8.1%	-1.3%	-0.1%	3.0%	4.0%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	82,135	92,690	122,292	165,655	
存货	527	627	852	1,060	
贸易应收款项	677	807	2,054	1,469	
预付款项、押金及其他资产	9,591	15,679	22,390	28,563	
短期投资	49,436	51,907	54,503	57,228	
受限制现金	8,760	8,760	8,760	8,760	
现金及现金等价物	13,396	14,910	33,733	68,575	
非流动资产	49,878	48,426	49,280	48,855	
物业、厂房及设备	5,376	4,623	5,305	4,692	
无形资产	32,700	31,535	30,363	29,236	
递延税项资产	590	537	537	537	
采用权益法核算的投资	2,284	2,706	3,033	3,364	
按公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	7,166	7,524	7,901	8,296	
预付款项、押金及其他资产	1,762	1,499	2,141	2,732	
资产总计	132,013	141,116	171,572	214,511	
流动负债	36,593	44,098	57,238	67,182	
贸易应付款项	6,766	8,366	11,372	14,147	
应付商家款项	7,495	9,704	12,104	13,814	
交易用户预付款	3,856	4,859	6,439	7,781	
其他应付款项及应计费用	7,237	11,282	16,111	18,684	
借款	3,553	4,263	5,116	6,139	
递延收入	4,567	4,997	5,470	5,990	
非流动负债	3,366	3,413	3,464	3,520	
递延税项负债	1,388	1,388	1,388	1,388	
递延收入	389	389	389	389	
其他非流动负债	130	130	130	130	
负债合计	39,959	47,511	60,702	70,703	
本公司权益持有人应占权益	92,112	93,666	110,934	143,874	
股本及股份溢价	260,360	260,360	260,360	260,360	
其它储备	-4,447	-1,568	1,976	6,292	
累计亏损	-163,801	-165,127	-151,403	-122,779	
非控股权益	-58	-61	-63	-66	
总权益	92,054	93,605	110,871	143,808	
负债及权益合计	132,013	141,116	171,572	214,511	
现金流量表					
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
税前利润	2,762	-1,322	13,653	28,479	
折旧和摊销	4,025	4,091	3,952	4,048	
营运资金的变动	-3,854	488	3,462	2,534	
经营活动产生现金流量	2,765	5,725	24,466	39,205	
投资活动产生现金流量	-9,917	-6,027	-6,342	-5,197	
融资活动产生现金流量	5,445	1,815	699	834	
现金净变动	-1,708	1,513	18,823	34,842	
现金的期初余额	17,044	13,396	14,910	33,733	
现金的期末余额	13,396	14,910	33,733	68,575	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
收入	97,529	112,821	161,110	205,528	
销售成本	-65,208	-78,514	-106,721	-132,760	
毛利	32,320	34,307	54,389	72,768	
销售及营销开支	-18,819	-20,802	-24,274	-28,058	
研发开支	-8,446	-5,544	-7,190	-8,023	
一般及行政开支	-4,339	-10,722	-10,520	-9,512	
按公允价值计量且其变动计入当期损益的投资之公允价值变动	78	358	376	395	
其他(亏损)/收入净额	2,531	990	990	990	
EBIT	2,680	-1,413	13,771	28,559	
调整后经营利润	8,784	2,417	15,949	29,675	
税前亏损	2,762	-1,322	13,653	28,479	
所得税	-526	-7	68	142	
净利润	2,236	-1,329	13,721	28,621	
非控股权益	-3	-3	-3	-3	
本公司权益持有人调整后净利润	2,239	-1,326	13,724	28,624	
	4,657	1,199	16,821	32,400	
EPS(元)	0.39	-0.23	2.38	4.96	
调整后 EPS(元)	0.81	0.21	2.93	5.64	

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性				
收入增长率	49.5%	15.7%	42.8%	27.6%
毛利润增长率	114.0%	6.1%	58.5%	33.8%
盈利能力(%)				
毛利率	33.1%	30.4%	33.8%	35.4%
净利率	2.3%	-1.2%	8.5%	13.9%
ROE	2%	-1%	12%	20%
ROA	1.7%	-0.9%	8.0%	13.3%
偿债能力				
净资产负债率	43.4%	50.8%	54.8%	49.2%
资产负债率	30.3%	33.7%	35.4%	33.0%
流动比率	2.24	2.10	2.14	2.47
速动比率	1.97	1.73	1.73	2.02
营运能力				
资产周转率	73.9%	79.9%	93.9%	95.8%
应收帐款周转率	144.11	139.87	78.45	139.87
每股资料(元)				
每股收益	0.4	-0.2	2.4	5.0
调整后每股收益	0.8	0.2	2.9	5.6

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。