

3690.HK 美团点评

建议：积极关注

“Food+超级平台” ——全场景生活服务流量总入口

2018年9月10日

招股数据

日期	2018.9.10
招股价(港元)	60-72
总股本(亿股)	54.9
发行后市值(亿港元)	3295-3954
每股净资产(元)	N.A.
PB (IPO后)	N.A.

数据来源：招股说明书

相关报告

海外 TMT 研究

分析师：

张忆东

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人：

王文洲

wangwenzhou@xyzq.com.cn

SFC: ARO923

SAC: S0190118060102

投资要点

- **目标“Food+超级平台”，定位“吃住行游购娱”全场景。**美团点评是国内领先 O2O 生活服务电商平台。2017 年完成 GMV 3,570 亿元(人民币，下同)，交易笔数近 60 亿(日均 1,900 万)，辐射范围超过 2,800 个市县，约 440 万线下商户。公司拥有 3.4 亿的高粘性用户，(即平均每 4 个中国人就有一个在美团消费过)，这也构成了公司最大核心价值。
 - **手握利矛——高频消费，“攻城略地”，往低频渗透。**美团以高频业务餐饮外卖(17 年占比 62%，毛利占比 13.91%)起家，圈住高粘性流量，拓展低频业务。17 年美团酒店预订业务 80% 新增用户来自于自身高频导流，极大降低了低频业务获客成本，其新业务品类拓展和地域复制上效率在混合业态的零售市场铸成壁垒优势，成功在生活服务的各领域实现多元化拓展。
 - **为商户提供全方位解决方案，筑高行业壁垒，生活服务生态建成，建议积极申购。**为了提升其自身壁垒，美团还为合作商户提供精准在线营销/实时配送/基于云的企业资源规划系统/聚合支付/供应链金融等以提高供给端忠诚度(活跃商家比例从 15 年的 66% 攀升到 17 年的 80%)。
- 考虑到公司的行业地位和生态初步建成的优势，我们预测公司估值 3590 亿港元，对应股价 65.38 港元，建议积极关注。
- **风险提示：**政策风险；消费水平下降；行业竞争激烈；摩拜协同不及预期。

公司名称	美团点评
股票代码	3690.HK
招股截止时间	2018 年 9 月 12 日
上市日期	2018 年 9 月 20 日
发行股数(亿股)	4.80
--香港发售数(亿股)	0.24
--国际配售数(亿股)	4.56
发行后总股本(亿股)	54.9
发行价范围(港元/每股)	60-72
发行后市值(亿港元)	3295-3954
联席保荐人	高盛，摩根士丹利，美银美林
联席账簿管理人	华兴资本，UBS，招商证券国际，工银国际，农银国际，招银国际，交银国际，海通国际等
会计师	罗兵威永道会计师事务所



目 录

1、美团点评：独占鳌头的一站式生活服务 O2O.....	- 4 -
1.1、公司概况.....	- 4 -
1.2、公司主要 APP 介绍.....	- 6 -
1.3、商业模式分析：To C 内容+运营，To B 科技+服务，内生增长强劲.....	- 7 -
1.4、主要竞争对手.....	- 9 -
2、主营业务分析：外卖高增长吸流量，生活服务贡献利润.....	- 10 -
2.1、餐饮外卖：收入增长两年 CAGR=997%，配送和补贴导致不盈利.....	- 11 -
2.2、生活服务 O2O：高毛利高增长现金牛，科技是增长新动力.....	- 13 -
2.3、新业务及其他：交通出行难盈利，商家赋能增长空间大.....	- 17 -
3、未来计划及募集资金用途.....	- 18 -
4、财务分析及分部估值.....	- 18 -
4.1、主要财务指标.....	- 18 -
4.2、收购摩拜单车对公司产生的影响.....	- 20 -
4.3、分部估值.....	- 22 -
5、风险提示.....	- 22 -

图 1、公司收入结构及总交易额.....	- 4 -
图 2、公司年度交易用户数及活跃商家数.....	- 4 -
图 3、公司发展历程.....	- 5 -
图 4、IPO 后公司同股不同投票权的股权架构.....	- 5 -
图 5、公司 To C 的 App.....	- 7 -
图 6、公司 To B 的 App.....	- 7 -
图 7、公司商业模式.....	- 8 -
图 8、消费者对内容和服务的需求扩大.....	- 9 -
图 9、餐饮企业数字化转型趋势.....	- 9 -
图 10、2018 智慧餐饮行业内现有玩家.....	- 10 -
图 11、公司业务版图.....	- 10 -
图 12、公司 2017 年交易额结构.....	- 10 -
图 13、公司 2017 年收入结构.....	- 10 -
图 14、公司 2017 年毛利润结构.....	- 10 -
图 15、外卖业务收入及毛利率.....	- 11 -
图 16、餐饮外卖收入占比和毛利润占比.....	- 11 -
图 17、餐饮外卖的收入构成.....	- 11 -
图 18、在线订餐市场规模及渗透率.....	- 12 -
图 19、中国外卖活跃用户增速放缓.....	- 12 -
图 20、2018Q1 中国外卖市场份额（交易额）.....	- 12 -
图 21、外卖行业四部门平衡.....	- 12 -
图 22、美团外卖、饿了么、百度外卖 MAU.....	- 12 -
图 23、2018 年外卖商家版 App 月独立设备数.....	- 12 -
图 24、骑手成本占餐饮外卖销售成本比重.....	- 13 -
图 25、交易用户激励额周转率.....	- 13 -
图 26、餐饮外卖毛利润减去补贴后变动.....	- 13 -
图 27、到店、酒店及旅游收入及毛利率.....	- 14 -
图 28、到店、酒店及旅游收入构成.....	- 14 -
图 29、消费者对餐饮需求结构变化趋向多元化.....	- 14 -
图 30、美团酒店市场份额（按交易额计）.....	- 15 -

图 31、	美团酒店收入及毛利率	- 15 -
图 32、	美团酒店平均间夜单价及变现率	- 16 -
图 33、	美团酒店平均间夜单价相对较低	- 16 -
图 34、	国内在线住宿市场规模（按交易额）	- 16 -
图 35、	出境游市场份额	- 17 -
图 36、	国内游市场份额	- 17 -
图 37、	周边游市场份额	- 17 -
图 38、	新业务及其他收入及毛利率	- 17 -
图 39、	新业务及其他收入占比及毛利润占比	- 17 -
图 40、	新业务及其他业务收入结构	- 18 -
图 41、	IPO 募集资金用途	- 18 -
图 42、	公司收入变化	- 19 -
图 43、	公司毛利润变化	- 19 -
图 44、	公司收入及增速	- 19 -
图 45、	公司收入结构变化	- 19 -
图 46、	公司净亏损	- 19 -
图 47、	公司调整后净亏损	- 19 -
图 48、	公司变现率	- 20 -
图 49、	公司毛利率	- 20 -
图 50、	公司三费水平	- 20 -
图 51、	公司经调整 EBITDA 及经调整 EBITDA 比率	- 20 -
图 52、	摩拜单车交易用户押金	- 21 -
图 53、	摩拜单车 4 月 4 日至 4 月 30 日亏损	- 21 -
图 54、	物业厂房及设备在收购摩拜后大幅提高	- 21 -
图 55、	商誉在收购摩拜后大幅提高	- 21 -
图 56、	流动资产净额在收购摩拜后大幅降低	- 22 -
图 57、	流动比率在收购摩拜后大幅降低	- 22 -
表 1、	公司收入结构及毛利润结构	- 4 -
表 2、	公司高管团队	- 6 -
表 3、	大众点评及美团所覆盖的场景	- 7 -
表 4、	大众点评和美团的差异	- 7 -
表 5、	分部估值	- 22 -

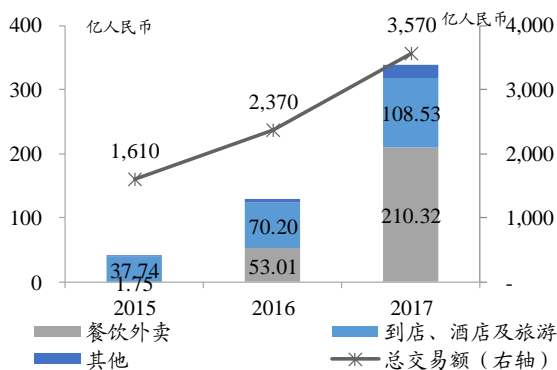
报告正文

1、美团点评：独占鳌头的一站式生活服务 O2O

1.1、公司概况

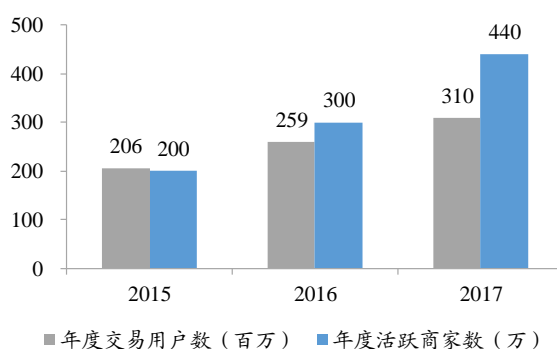
公司是中国领先的 O2O 生活服务电子商务平台。公司的发展策略以大众、刚需、高频的生活服务品类为切入点，自高频场景向低频场景做业务拓展，目前已在高频核心品类中确立了市场领先地位。2017 年，公司平台上完成的交易笔数超过 58 亿，交易金额达约人民币 3,570 亿元，辐射超过 2,800 个市县，3.1 亿交易用户及 440 万活跃商家。公司致力于用科技连接消费者和商家，帮助消费者获取商家信息、做出知情决策、完成线上线下交易，享受实时配送服务，并进一步扩展至多元生活和旅游服务。

图1、公司收入结构及总交易额



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、公司年度交易用户数及活跃商家数



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

表1、公司收入结构及毛利润结构

业务	收入			年收入占比		
	2015A	2016A	2017A	2015A	2016A	2017A
餐饮外卖	1.75	53.01	210.32	4.35%	40.81%	61.99%
到店、酒店及旅游	37.74	70.20	108.53	93.90%	54.05%	31.99%
新业务及其他	0.70	6.67	20.43	1.75%	5.14%	6.02%
业务	毛利润			年毛利润占比		
	2015A	2016A	2017A	2015A	2016A	2017A
餐饮外卖	-2.16	-4.06	16.99	-7.78%	-6.83%	13.91%
到店、酒店及旅游	30.33	59.39	95.79	109.12%	99.96%	78.39%
新业务及其他	-0.37	4.08	9.41	-1.34%	6.87%	7.70%

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

美团点评是 2015 年“美团”与“大众点评”合并成立的新公司，至今在餐饮 O2O 领域已有 15 余年的经验积累。2003 年，大众点评创立，快速成长为国内领先的餐饮第三方评价网站；2010 年，美团创立，成为中国最早的独立团购网站；2012 年，电影购票场景迅速被大众点评、美团等 O2O 平台占领；2013 年，外卖元年，美团外卖、饿了么、淘点点与百度外卖展开了激烈的“百团大战”，烧钱模式持续到了 2015 年，美团和大众点评合并成立美团点评；此后，公司为提高收入降低成本，并为商家推出了一系列专业服务，包括基于云的 ERP、聚合支付、供应链金

融解决方案等；同时，公司基于高频餐饮流量，向低频场景做业务拓展，相继开发了网约车、食品杂货店、非餐饮外卖及共享单车业务。

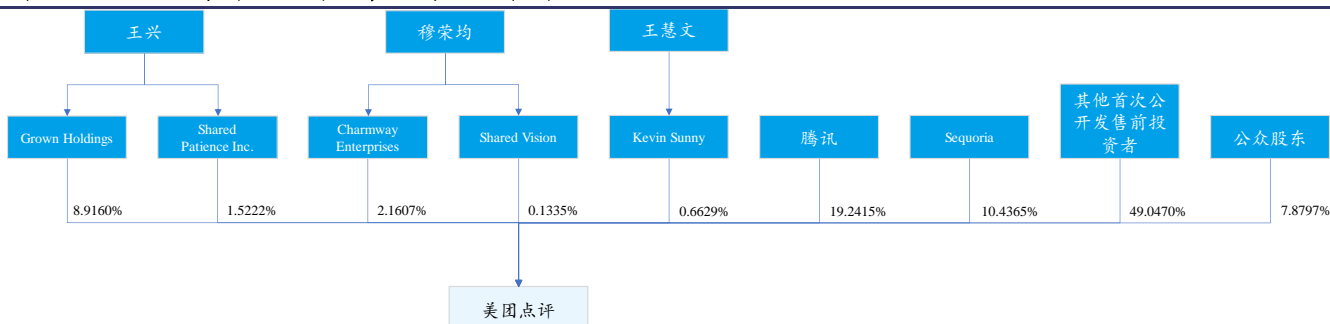
图3、公司发展历程



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

同股不同权的股权架构：腾讯是第一大股东，王兴为实际控制人。公司 IPO 后股权架构中，腾讯占股 19.2415%，是公司第一大股东，CEO 王兴通过 Crown Holdings 及 Shared Patience 占股 10.4382%，红杉资本占股 10.4365%，穆荣均占股 2.2942%，王慧文占股 0.6629%，其他首次公开发售前投资者占股 49.0470%，公众股东占股 7.8797%。根据公司同股不同权的股权架构，在投票权上，A 类股每股有 10 票，B 类股每股有 1 票，公司管理层王兴、穆荣均、王慧文持有 A 类股，腾讯、红杉资本及其他投资者持有的是 B 类股，王兴投票权占比 47.3%，是公司实际控制人。穆荣均的投票权占比约 10.4%，王慧文投票权占比约 3.0%。

图4、IPO 后公司同股不同投票权的股权架构



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

腾讯作为第一大股东，是公司强大的合作伙伴，为公司 App 提供了微信和 QQ 的社交流量入口，并且为公司云服务和支付服务等领域提供技术支持。未来公司与腾讯的合作关系有望进一步加强，2018 年起，公司委聘腾讯为公司的核心营销及宣传服务提供商，与腾讯的业务合作将进一步增强。在公司与腾讯订立的框架协议中，营销及宣传服务、云服务及技术服务、支付服务在未来三年关联交易额度的年度上限明显提高。

公司高管团队经验丰富，王兴的个人品牌有利于公司形象建设。公司高管团队由王兴、穆荣均、王慧文、陈少辉和陈亮组成。王兴 2015 年在中国 40 位 40 岁以下的商界精英中排名第三，并于当年被评选为 2015 中国互联网十大风云人物。连续创业的经历为王兴积累了丰富的市场经验和商业嗅觉，加之研发背景出身，王兴的个人品牌逐渐获得市场认可，对美团点评的市场形象形成积极影响。

表2、公司高管团队

姓名	年龄	职位	角色及职责	简介
王兴	39	联合创始人、执行董事、首席执行官兼董事长	负责整体战略规划、业务方向及公司管理	清华大学电子工程学士，美国特拉华大学计算机工程硕士。参与创立校内网，2005 年 12 月至 2007 年 4 月担任首席执行官。校内网后更名为人人网（纽交所代码：RENN）2007 年 5 月参与创立饭否网(fanfou.com)，并于 2007 年 5 月至 2009 年 7 月期间负责该公司的管理及经营
穆荣均	38	联合创始人、执行董事兼高级副总裁	负责本公司的金融服务及公司事务	清华大学自动化工程学士，清华大学计算机科学与技术硕士 2005 年 7 月至 2007 年 5 月在百度公司担任高级软件工程师及项目经理 饭否网的联合创始人，并于 2007 年 5 月至 2009 年 7 月担任该公司技术总监
王慧文	39	联合创始人、执行董事兼高级副总裁	负责本公司的实时配送及部分新业务	清华大学电子工程学士 参与创立校内网，并于 2005 年 12 月至 2006 年 10 月以联合创始人身份在该公司任职。后更名为人人网（纽交所代码：RENN）参与创立了淘房网(taofang.com)，并于 2009 年 1 月至 2010 年 10 月期间以联合创始人身份在该公司任职
陈少晖	37	首席财务官兼高级副总裁	负责本公司的财务、战略规划、投资及资本市场活动	北京大学经济学学士，哈佛大学工商管理硕士 2004 年 6 月至 2005 年 10 月担任科尔尼管理咨询公司分析师 2005 年 10 月至 2008 年 8 月担任美国中经合集团投资经理 2011 年 1 月至 2014 年 10 月担任腾讯投资执行董事
陈亮	38	高级副总裁	负责本公司的酒店及旅游业务	华南理工大学机电工程学士 2002 年 8 月至 2004 年 11 月担任广州通信研究所的软件工程师 2004 年 11 月至 2005 年 12 月担任深圳天时通科技有限公司首席技术官 2005 年 12 月参与创立了校内网，2006 年 1 月至 2006 年 10 月在该公司任职。后来更名为人人网（纽交所代码：RENN）。 2007 年 5 月至 2008 年 6 月担任北京雅虎网信息技术有限公司通信事业部研发经理。 2008 年 6 月参与创立淘房网(taofang.com)，并于 2008 至 2010 年间在该公司工作。

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、公司主要 APP 介绍

公司以美团和大众点评为中心，根据业务开发出一系列 App。

To C 端，美团，按 2017 年交易金额排名，为中国领先的生活服务在线交易平台；大众点评，按 2017 年月度活跃用户数排名，为中国领先的生活信息在线探索平台；此外，还有实时配送服务品牌美团外卖，共享单车服务品牌摩拜单车，同城速递服务平台美团跑腿，生鲜杂货提供商小象生鲜，民宿短租榛果民宿，以及美团打车等。

To B 端，公司为方便商家线上经营，为商家开发了一系列 App 的商家版本，如美团外卖商家版、点评商家版、美团酒店商家版等，在配送服务领域，公司还为配送员开发了接单管理 App 美团专送骑手版和美团众包。

图5、公司 To C 的 App

	美团：中国领先的生活服务在线交易平台
	大众点评：中国领先的生活信息在线探索平台
	美团外卖：实时配送服务品牌
	摩拜单车：共享单车服务品牌
	美团跑腿：同城速递服务平台
	小象生鲜：通过线下门店及移动应用提供生鲜杂货
	榛果民宿：提供民宿短租预订服务
	美团打车：提供试点网约车服务

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司 To B 的 App

	美团外卖商家版：美团外卖商家业务管理系统的移动及个人电脑门户
	美团专送骑手版：美团专送骑手的移动应用程序
	开店宝：商家管理美团点评平台服务（包括团购套餐及电子代金券、在线订位及在线订购）的移动及个人电脑入口
	美团管家：美团点评商家运行管理系统的移动及个人电脑入口
	美团酒店商家版：酒店商家管理美团点评平台服务酒店商家管理美团点评平台服务（包括酒店预订、评论管理、报告及数据分析）的移动及个人电脑入口
	别样红：适于酒店的云端物业管理系统
	快驴进货：餐厅供应链服务及解决方案
	美团众包：同城速递服务平台

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

表3、大众点评及美团所覆盖的场景

大类场景	细分领域
外卖餐饮	正餐、简餐、下午茶、商超、果蔬生鲜、奶茶果汁、甜点饮品、餐食配送
到店餐饮	挑选餐厅、定位查找、预定、排号等位、点菜、餐后点评
在线交通	摩拜单车、火车票、机票、船票、机票+酒店套餐、接送机、当地包车、城际交通
酒店住宿	经济型酒店、高星级酒店、公寓式酒店、度假酒店、榛果民宿
在线旅游	周边游、出境游，景点+酒店套餐、景点门票、温泉滑雪、周边跟团、景点美食
学习培训	艺术培训、职业技术、外语培训、升学辅导、驾校、兴趣生活
生活服务	洗衣护理、快照摄影、文印图文、便民服务、居家维修、送水送奶、保姆陪护
丽人服务	美容 SPA、美甲美睫、瑜伽、医学美容、舞蹈、韩式定妆、纹身、纤体瘦身
宠物生活	宠物医院、购宠、食品用品、宠物洗澡、宠物美容、宠物寄养、宠物摄影
汽车服务	美容洗车、维修保养、汽车配件、年检、停车场、租车、服务区、4S 店
母婴亲子	儿童乐园、儿童摄影、月子会所、早教中心、幼儿才艺、孕妇摄影、母婴购物
婚庆服务	婚纱摄影、个性写真、婚纱礼服、婚庆公司、西服定制、彩妆造型、婚宴

资料来源：大众点评，美团，兴业证券经济与金融研究院整理

表4、大众点评和美团的差异

	大众点评	美团
		
首页：	功能目录+视频 feed 流	首页：功能目录+餐饮商家推荐
视频：	餐饮旅游短视频推荐	附近：美食、生活服务、酒店、休闲娱乐等商家推荐
发布：	拍视频、传照片、写点评	发现：视频及文章 feed 流
关注：	微信好友及关注的博主在点评的动态	订单：历史订单信息
我的：	个人信息、订单管理	我的：个人信息
	除 O2O 团购以外，更注重生活服务社交	专注 O2O 团购

资料来源：大众点评，美团，兴业证券经济与金融研究院整理

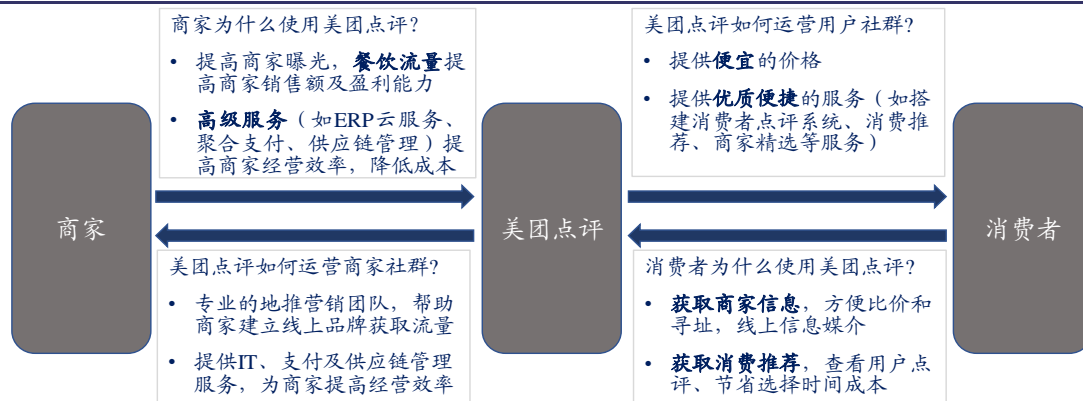
1.3、商业模式分析：To C 内容+运营，To B 科技+服务，内生增长强劲

美团点评是在互联网红利下，商业模式创新的成果。公司借助互联网搭建了线上

信息聚合平台，实现了消费者与商家、消费者与消费者、商家与商家之间的交互，分别在消费者端和商家端解决了三个痛点：

- 1. 信息交互：提高了商家和消费者之间信息互通的效率。**利用互联网信息传递的优势，解决了线下生活服务提供商（如餐饮、商超、美容美发等商家）和客户之间信息交互效率低、互动难的痛点。
- 2. 消费者端：内容+运营。提高了商家信息透明度，优化消费体验。**通过建立点评机制，解决了消费者和商家信息不对称，宣传与实物相差过大的痛点。同时公司进一步利用点评机制进行商品推荐，消费者找到满意商品的时间获得缩减。
- 3. 商家端：科技+服务。评论反馈帮助商家认识市场，规模经济降低单个商家运维成本。**平台产生的优质评论有助于商家在经营上及时做出调整，解决了消费者认知延迟的痛点。向商家提供包括基于云计算的 ERP、聚合支付、供应链管理等服务，利用规模经济降低了单个商家为获得相应服务的开支。

图7、公司商业模式



资料来源：兴业证券经济与金融研究院绘制

（一）商业模式中普通服务内生增长强，专业服务是变现窗口。

普通服务通过“点评”系统建立信任体系，数据的商业价值显著。普通服务即充当线上信息媒介，连接消费者和商家，方便商家信息分发，促进买卖双方交流互动，反映在 App 上就是商家信息展示功能，搜索功能和评论功能。普通服务是 O2O 平台发展的基石，解决了消费者和商家双方的基本需求，能够吸引新生流量，但普通服务缺乏变现方式。美团点评在普通服务上通过强化“点评”功能，在实现了基础的信息媒介功能以外，做强了消费者与消费者之间的交流互动，这在很大程度上强化了商品信息的透明度和真实性，建立了以评论为基础的信任体系。评论的真实性是评论内容的价值所在，平台建立了一套具有内生增长的机制，激励消费者发布真实有效的评论，这些评论的商业价值离不开平台的信用背书，评论内容如果离开了美团点评，商业价值将大大降低。

专业服务体现规模经济优势，技术驱动服务质量提升。专业服务即在普通服务之上，平台为商家/消费者提供的能够提高经营效率/购买体验的服务。在商家端，具

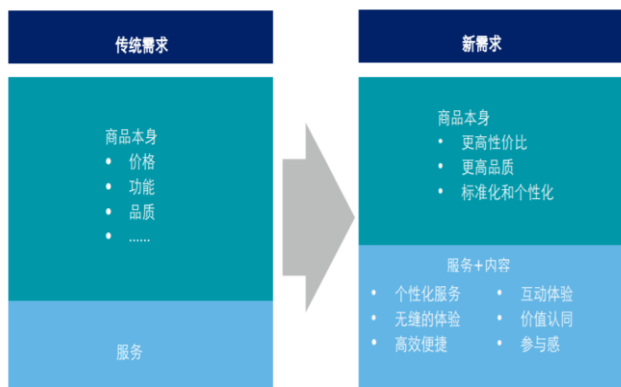
体体现为平台为商家提供的基于云的 ERP 服务、即时配送基础设施、精准在线营销服务、聚合支付系统等，单独商家使用以上服务将产生较高的投入，平台集中部署配送网络、云计算服务等将体现规模经济优势。在消费者端，专业服务即提供促进消费体验的服务和内容，具体体现为根据消费习惯的精准推荐算法，为消费者选择商品降低了时间成本。即时配送路线优化算法，云计算 ERP 系统开发，基于大数据的精准推荐算法都是公司的技术竞争优势，筑高了行业进入门槛。

(二) 消费者需求变化趋向多样化，商家数字化转型需求持续，专业服务将提高平台议价能力。

消费者需求多样化：消费者的消费需求发生了较大的变化，影响消费者消费的因素正在从商品本身，逐渐向商品、服务、内容变化，并且后两者正占据越来越大的比重。据阿里研究院和德勤研究的报告，80 后将占据绝大部分消费者群体，而新一代群体对商品本身的需求进一步提高，对服务及内容的需求快速扩大，个性化服务、互动体验、参与感等在消费决策中变得越来越重要，而美团点评正是迎合了这一需求。

商家数字化转型需求：科技进步带来了经营效率的提高，餐饮企业数字化转型是必然趋势，ERP 系统将有助于餐饮企业经营，将逐渐成为大多数餐饮企业的必然选择。此外，外卖服务、ERP 开发、营销等专业服务的外包将提高餐饮企业的经营效率。商家端对专业服务需求在上升，将为美团点评提高议价能力。

图8、消费者对内容和需求的需求扩大



资料来源：阿里研究院，德勤研究，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、餐饮企业数字化转型趋势



资料来源：德勤研究，兴业证券经济与金融研究院整理

1.4、主要竞争对手

公司各细分业务所在行业竞争激烈。公司主要的竞争对手为阿里巴巴集团。外卖业务的主要竞争对手为饿了么、口碑外卖以及进军外卖行业的滴滴出行等。酒店旅游业务的主要竞争对手有携程、途牛、驴妈妈等。网约车业务的竞争对手有滴滴出行等。共享单车业务的竞争对手主要有 ofo 等。

图10、2018 智慧餐饮行业内现有玩家



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

2、主营业务分析：外卖高增长吸流量，生活服务贡献利润

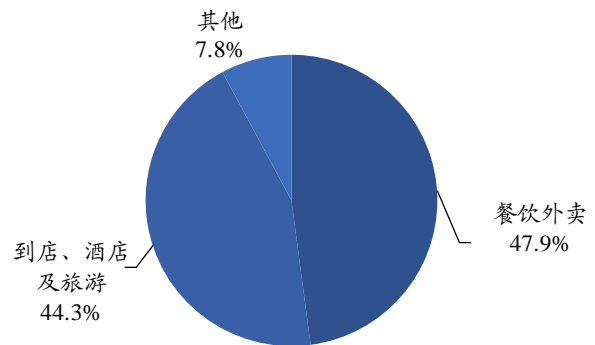
公司收入按业务分为：1) 餐饮外卖；2) 到店、酒店及旅游；3) 新业务及其他。
按收入类型分为：1) 佣金收入；2) 在线营销服务收入；3) 其他服务及销售收入。

图11、公司业务版图



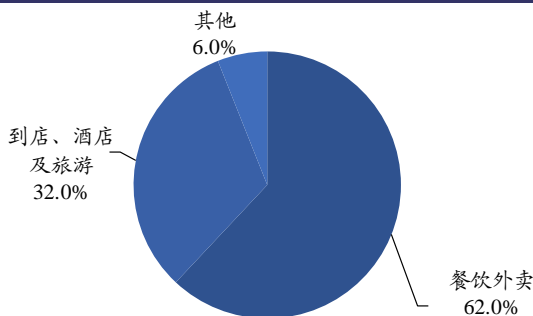
资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、公司 2017 年交易额结构



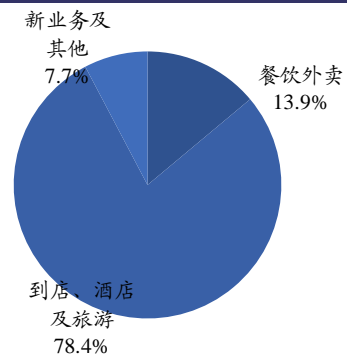
资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、公司 2017 年收入结构



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、公司 2017 年毛利润结构



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1、餐饮外卖：收入增长两年 CAGR=997%，配送和补贴导致不盈利

餐饮外卖业务快速扩张，2017 年毛利率首次转正，收入占比 62%。公司餐饮外卖业务收入增长十分亮眼，从 2015 年的 1.75 亿增长到 2017 年的 210.32 亿人民币，2015-2017 收入复合年增长率为 997%，快速扩张的同时，毛利率也相对得到了改善，从 2015 年毛损率-123.75%增长到 2017 年毛利率 8.08%，由负转正，但仍是相对低的水平。餐饮外卖收入占比近两年来快速提高，但毛利润占比低，考虑到交易用户激励主要用于促进餐饮外卖业务，餐饮外卖业务目前没有为公司带来直接的利润。

图15、外卖业务收入及毛利率

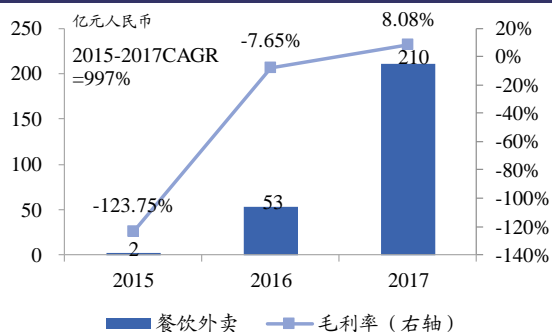
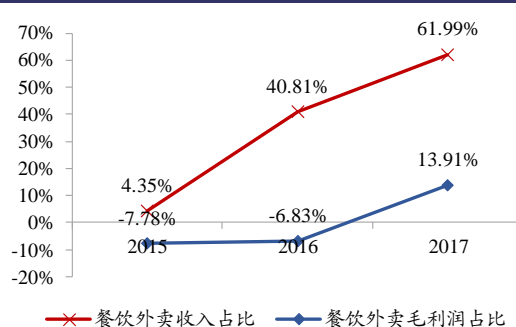


图16、餐饮外卖收入占比和毛利润占比

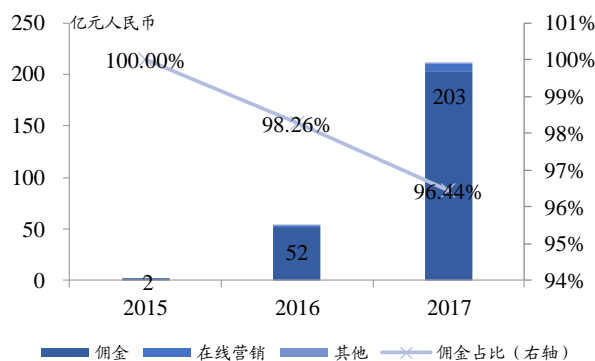


资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

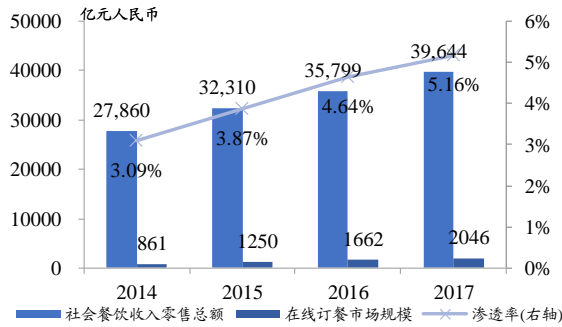
佣金收入未来将稳中有升，由外卖交易额驱动，交易额受整体市场影响。外卖佣金收入是平台交易额乘佣金率，佣金率相对固定，随着行业进入头部整合阶段，头部平台议价能力提高，佣金率有上升的趋势。外卖平台交易额，自下而上的影响因素有：补贴、配送服务质量、外卖商家数量和质量、平台客服质量、平台 APP 使用体验等，自下而上的影响因素是外卖餐饮行业内各平台竞争的关键要素；自上而下的有：天气、餐饮 GDP 变化、居民消费水平变化、餐饮消费习惯变化等，自上而下的影响因素会影响外卖行业整体市场容量。根据美团点评研究院的预测，2018 年在线订餐市场交易规模和用户规模都将稳中有升。

图17、餐饮外卖的收入构成



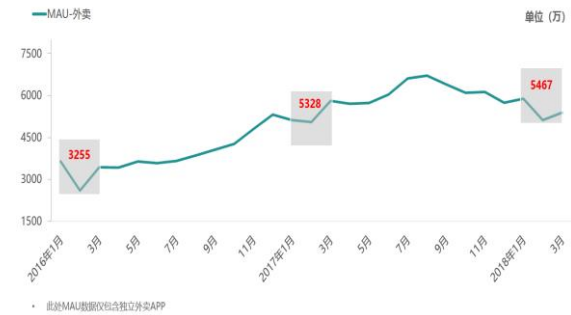
资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、在线订餐市场规模及渗透率



资料来源：国家统计局，美团点评研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

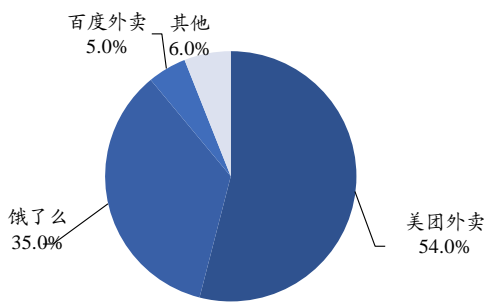
图19、中国外卖活跃用户增速放缓



资料来源：Trustdata，兴业证券经济与金融研究院整理

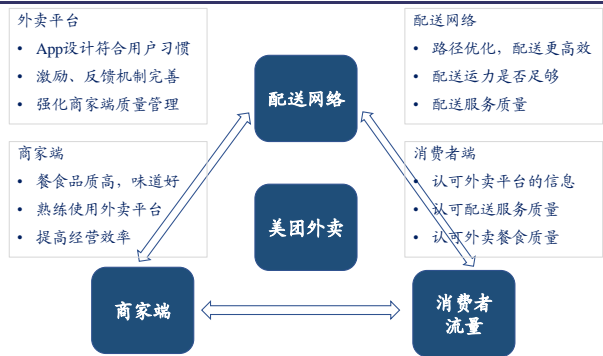
美团外卖国内市占率第一，商家、骑手、消费者、平台互相认可的结果。根据Trustdata的统计，2018Q1按交易额计量，美团外卖占中国外卖市场份额54%，市占率绝对第一，行业第二饿了么占比35%。餐饮外卖主要有四个参与方，分别是商家、骑手、消费者和平台，市占率第一是四方互相认可的结果。

图20、2018Q1中国外卖市场份额（交易额）



资料来源：Trustdata，兴业证券经济与金融研究院整理

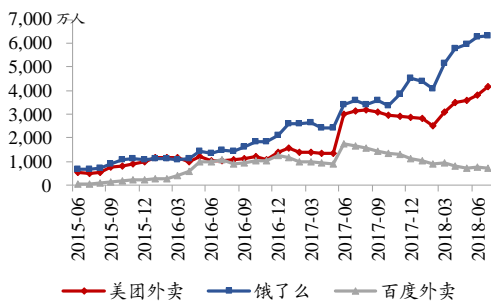
图21、外卖行业四部门平衡



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

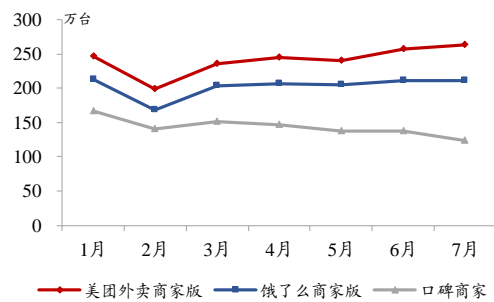
美团外卖消费者端MAU低于饿了么，行业第二，商家端资源行业领先。美团外卖消费者端MAU受即期交易用户激励影响明显，和当期补贴正相关，截至2018年6月，美团外卖MAU达到4143万人，饿了么6321万人。在商家端，美团外卖商家版月独立设备数明显高于饿了么，2017年7月达到263万人，连续7个月稳居行业第一，商家端用户数稳定性较高，行业第一的地位将延续。

图22、美团外卖、饿了么、百度外卖 MAU



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：不包括美团、大众点评等外卖入口的MAU

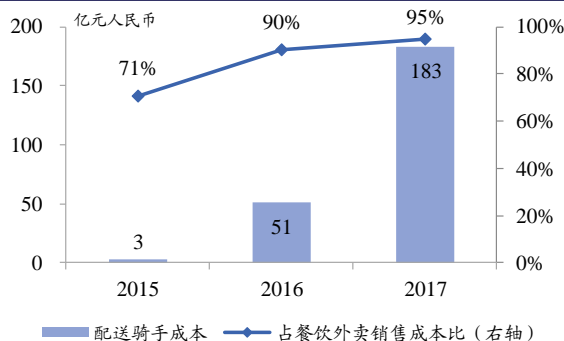
图23、2018年外卖商家版App月独立设备数



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

骑手成本是外卖业务主要成本，技术进步将带来降本增效。配送网络的骑手成本占外卖业务成本比重不断上升，2017 年达到 95%，严重影响外卖业务毛利。2017Q4，配送网络日均活跃骑手数量达到 53.1 万人，已是世界规模最大的同城即时配送网络。实时智能调度系统能够完成骑手路线优化，提高配送效率，从而降低平均配送费，公司依托不断迭代的人工智能技术和已有的训练数据库，有望让智能调度系统更加智能和高效，进而降低公司配送网络成本。

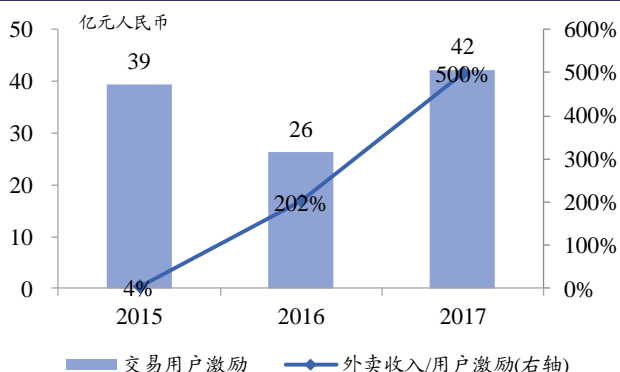
图24、骑手成本占餐饮外卖销售成本比重



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

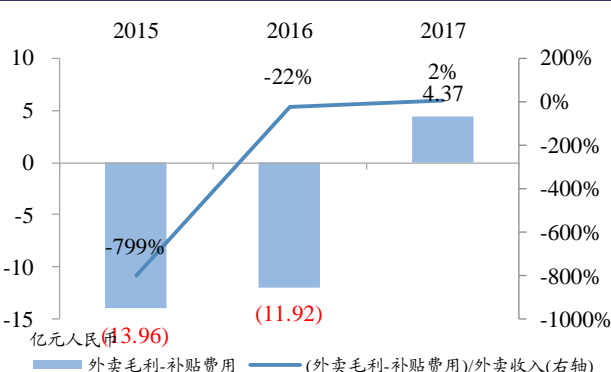
交易用户激励周转率高，外卖毛利润扣除确认为营销开支的交易用户激励后，17 年盈利 4.37 亿。交易用户激励是外卖业务争夺外卖市场份额的必要手段，美团点评在 15/16/17 年在交易用户激励上分别花费 39/26/42 亿元人民币，随着行业竞争格局进入头部整理阶段，未来交易用户激励预计不会大幅增长，趋于稳定。交易用户激励周转率过去三年逐年升高，2017 年达到 500% 的水平，随着外卖业务高附加值业务的发展，交易用户激励周转率有望进一步提高。

图25、交易用户激励额周转率



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、餐饮外卖毛利润减去补贴后变动

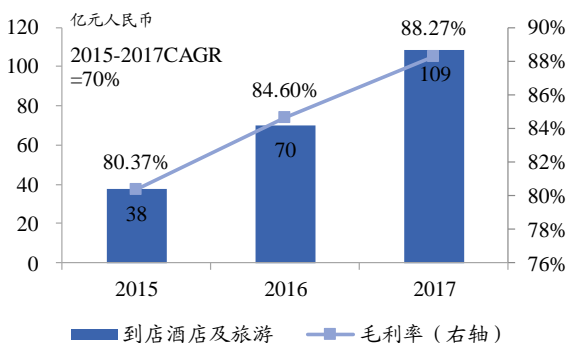


资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理
 注：假设补贴费用为交易用户激励*30%。2017 年平台订单量 70% 公司配送，非公司配送订单交易用户激励确认为营销开支

2.2、生活服务 O2O：高毛利高增长现金牛，科技是增长新动力

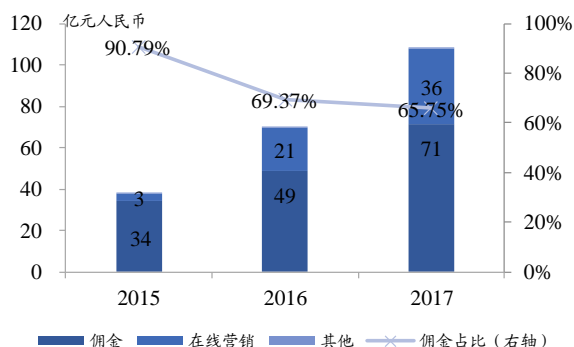
到店、酒店及旅游业务是公司大部分毛利润来源，收入增长稳定。佣金是主要收入来源，在线营销收入快速扩大，O2O 平台广告变现潜力超过市场预期。

图27、到店、酒店及旅游收入及毛利率



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、到店、酒店及旅游收入构成



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

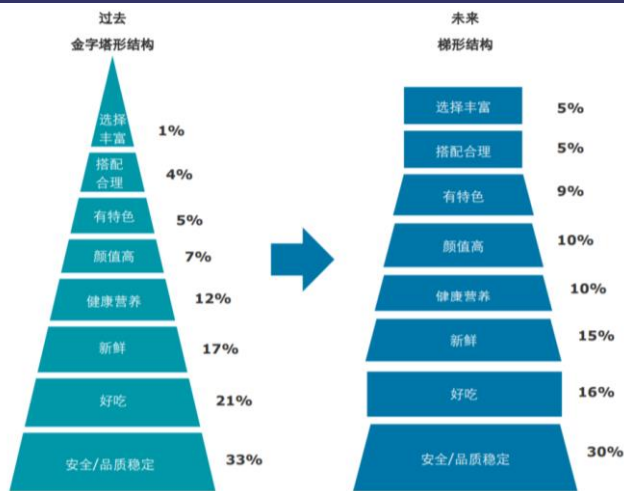
2.2.1、到店餐饮：消费者需求变化+企业数字化转型推进渗透率提高

公司经营着全国最大的到店餐饮服务平台，为数量庞大的消费者群体和商家群体提供服务。我们认为到店餐饮的收入占到店、酒店及旅游收入的80%。而收入取决于平台对消费者和商家提供的服务质量。

公司为餐饮消费者提供的服务以信息服务为主，对消费者的吸引力来自于优惠的价格和全方位的信息。公司为到店餐饮商家提供营销服务和IT服务，提高商家经营效率，核心议价能力来自于平台流量和技术实力。

公司提供的服务顺应消费者和商家需求变化，消费者对服务将更加看重，商家数字化进程是必然趋势。根据CCFA的数据，消费者对餐饮的需求近年来产生了结构性变化，消费者对食品安全、品质以及口味等基础需求都相对降低，对选择丰富、搭配合理、有特色等高级需求的重视程度相对提升，公司的服务顺应这一需求的变化。数字化管理将为商家提高经营效率，形成竞争优势，是必然趋势。消费者需求变化+企业数字化进程推进将驱动餐饮O2O渗透率提高。

图29、消费者对餐饮需求结构变化趋向多元化



资料来源：CCFA，兴业证券经济与金融研究院整理

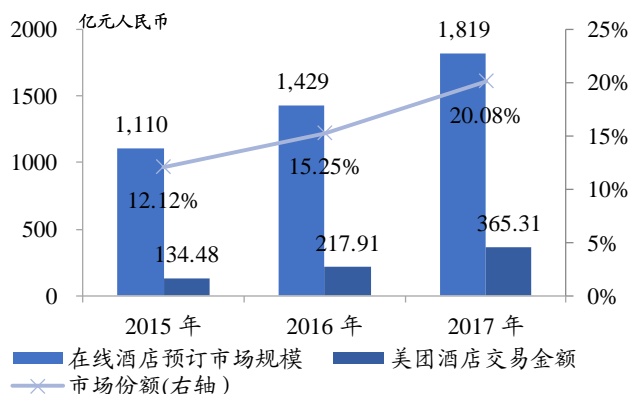
2.2.2、酒店旅游：场景向外延伸，未来三年增量收入看点

酒店旅游是公司业务场景向低频延伸的第一步。截至2017年12月31日，公司已与中国约339,200家酒店保持合作关系。该业务的客户一部分从到店餐饮流量导流而来（美团和大众点评均有酒店旅游预订入口），一部分由公司地推获得。该业务的发展顺应公司从高频到低频的发展战略，而高频到低频中间如何转化，转化效率如何，是目前公司酒旅业务关注的重点。

公司战略上重视酒旅发展，未来两到三年将是公司业务看点。2017年12月，公司内部组织升级，美团点评将聚焦到店、到家、旅行、出行四大LBS场景升级前台业务体系强化中后台支撑和保障能力，升级公司综合管理体系。并形成了四大事业群，分别由张川、陈亮、王慧文担任总裁。公司战略上重视酒旅业务，凭借公司已有的实力，未来在酒旅市场的份额有望提高。

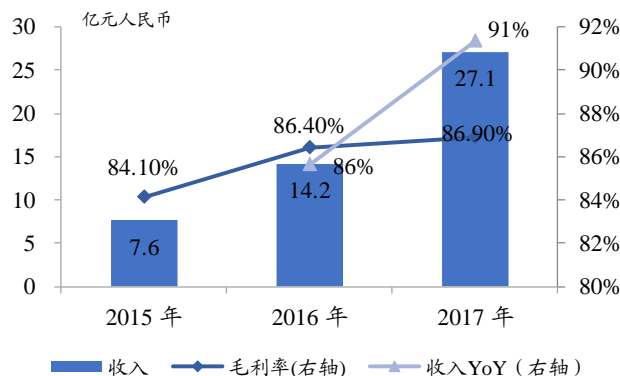
（一）酒店：收入增长快，间夜量大，但间夜单价低，议价能力弱

图30、美团酒店市场份额（按交易额计）



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

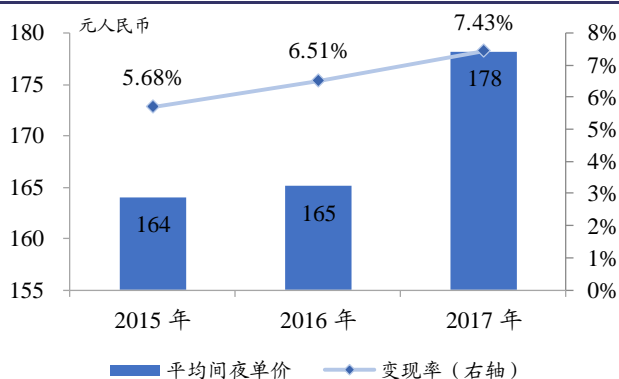
图31、美团酒店收入及毛利率



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

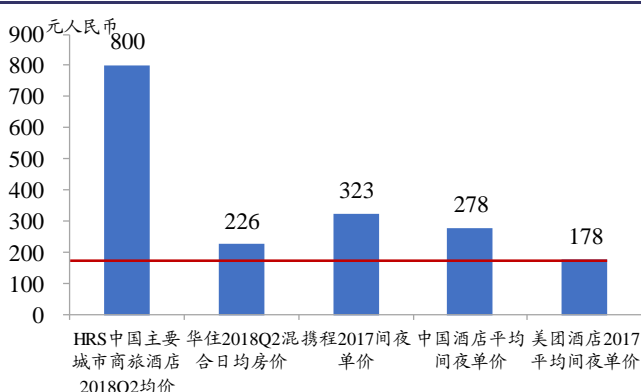
间夜单价178元，低价酒店为公司贡献大部分间夜。2017年，在公司平台上预订的国内酒店间夜量共计约2.05亿。同期国内在线酒店预订市场规模1819亿元人民币，国内全市场间夜量6.54亿间，平均间夜单价278.13元。美团酒店预订2017年市场份额（按交易额计）20.08%，2017美团酒店业务交易额约365.31亿元人民币，变现率7.43%，2017年公司酒店业务收入为27.13亿元，占“到店、酒店及旅游”业务收入比重为25%。平均每间夜单价178元，低于行业中其他酒店预订商家的平均间夜单价。

图32、美团酒店平均间夜单价及变现率



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图33、美团酒店平均间夜单价相对较低

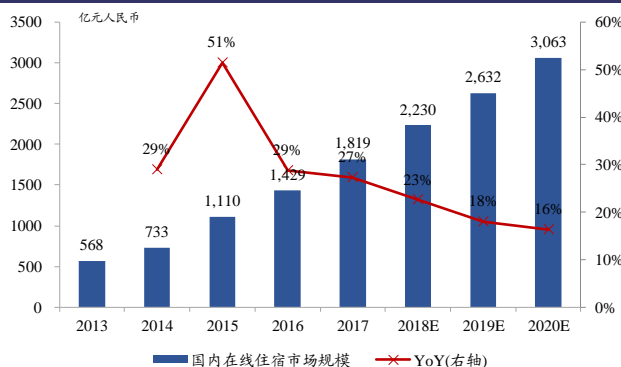


资料来源：HRS，华住财报，携程财报，美团点评招股书，同程艺龙招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

注：携程2017年在线酒店国内收入71.38亿元，假设佣金率为10%，交易额为713.8亿；美团招股书中披露2017国内行业第一间夜量市占率33.7%，推算出携程2017年间夜量2.2亿。

向高价酒店领域渗透将驱动酒店业务收入。随着公司战略上大力发展酒旅业务，酒店预订业务预计能从提高间夜量（市场影响力，吸引流量）、到提高收入、再到提高利润转变，平局间夜单价预计将随着公司业务推进有上升的趋势，高价酒店占比将提高，这将真正驱动酒旅业务对公司业绩的贡献。根据艾瑞咨询的数据，国内在线住宿市场规模（按交易额）2017年增速27%，未来市场增速预计相对稳定，将利于公司酒店业务发展。

图34、国内在线住宿市场规模（按交易额）



资料来源：艾瑞咨询，同程艺龙招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）旅游：生活服务能力圈内，从周边游做起

公司旅游业务初具规模，收入由景点门票和旅行套票构成。截至2017年12月31日，公司覆盖全国约330个城市及约16,500个景点。为消费者提供购买全国景点及短途旅行套票的便利、安全又便宜的途径。2017年，公司售出约9,700万张国内景点门票。

从周边游切入旅游市场，生活服务场景延伸。公司2017年4月20日发布美团旅行，以“玩出当地味”为slogan，致力于为年轻旅行者打造一站式旅游平台。基于公司已有的到店餐饮流量，进入酒旅等泛生活场景公司有先天优势。在旅游市场

中，按照距离远近可分为周边游、国内游和出境游，其中周边游出行耗费时间和金钱更少，是相对低成本的出行选择，更具生活气息，出行频次更高，但行业进入门槛也相对较低。目前周边游市场主要玩家为驴妈妈，占据41%的份额，美团点评进入周边游市场的核心优势在于其流量聚合APP美团和大众点评在生活服务领域积累的线上流量，而前期靠到店餐饮积累的流量是否能有效向周边游转化，是接下来公司旅游业务的看点。

图35、出境游市场份额

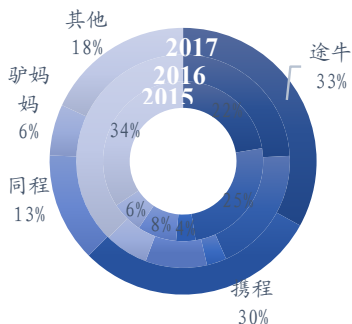


图36、国内游市场份额

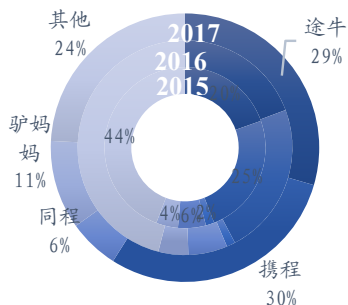
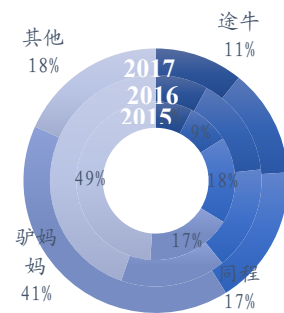


图37、周边游市场份额



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、新业务及其他：交通出行难盈利，商家赋能增长空间大

公司的新业务及其他业务主要包括**生鲜超市及其他非餐饮外卖服务、交通票务、共享单车及试点网约车服务**。收入组成主要有(1)基于云计算的ERP系统；(2)聚合支付服务；(3)供商家使用的供应链方案；(4)中小商家融资服务；(5)本地交通服务；及(6)其他产品及服务。

收入占比小，但增长迅速，毛利率较高。公司新业务及其他收入2015-2017年复合增长率达到438%，2017年收入20亿元人民币，收入占比7.7%。毛利率水平2017年达到46%，相对较高，但该业务毛利润占公司总体毛利润比例仅6%，占比较小。由于新业务波动性较大，该部分业务有较高的不确定性。

图38、新业务及其他收入及毛利率

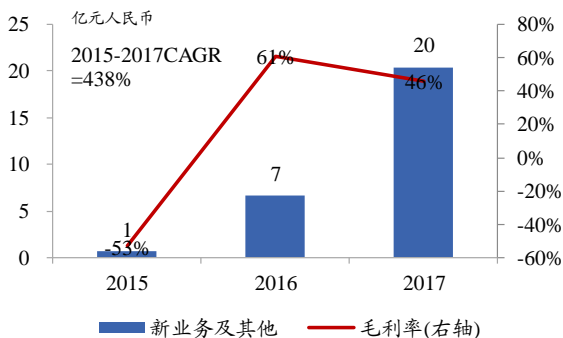
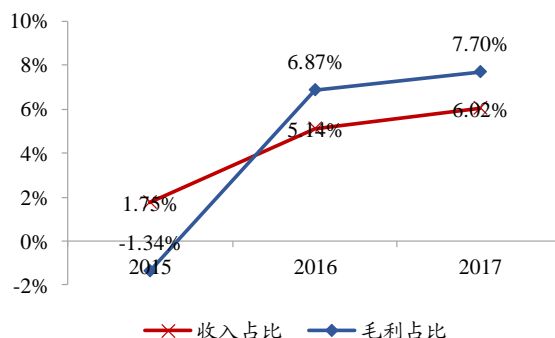


图39、新业务及其他收入占比及毛利润占比

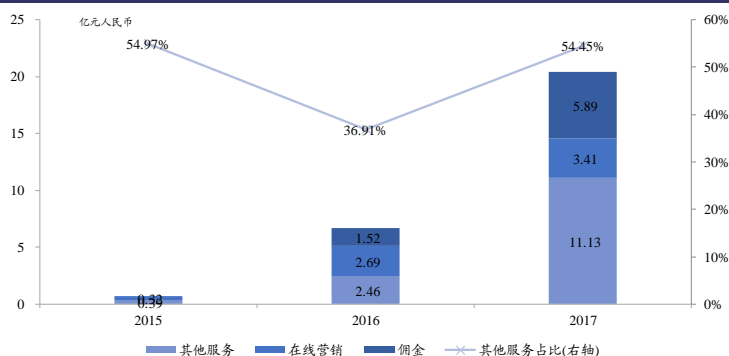


资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

其他服务收入占比过半并由技术驱动，交通出行业务带动佣金收入。在新业务及其他业务的收入结构中，其他服务收入占比在 2017 年达到 54.45%，是主要收入来源。其他服务收入主要包括对商家提供的基于云计算的 ERP 云服务、聚合支付服务及供应链解决方案等，这部分业务是为商家提供 IT 服务外包，核心竞争力在于公司的技术实力。此外，交通出行业务方面，公司 2017 年推出试点美团打车业务，2018 年收购摩拜单车，随着打车业务试点城市逐渐铺开，预计会给公司带来较大的佣金收入，而共享单车业务目前的盈利模式尚不清晰，未来共享单车业务为公司贡献的收入或将体现在广告收入上。

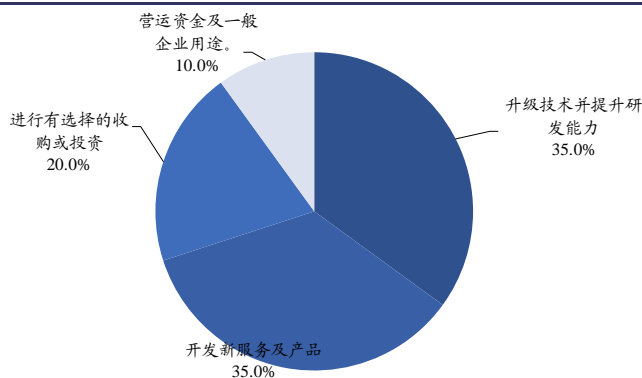
图40、新业务及其他业务收入结构



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

3、未来计划及募集资金用途

图41、IPO 募集资金用途



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

4、财务分析及分部估值

4.1、主要财务指标

公司收入高速增长，2017 年总收入达到 339 亿元(人民币，下同)，同比增长 161.2%。其中餐饮外卖贡献主要增量收入，2017 年餐饮外卖收入达到 210 亿元，同比增长 296.8%。到店酒店及旅游收入 2017 年达到 108.53 亿元，同比增长 54.61%，新业务及其他 2017 年收入达到 20.43 亿元，同比增速 206.13%。

图42、公司收入变化

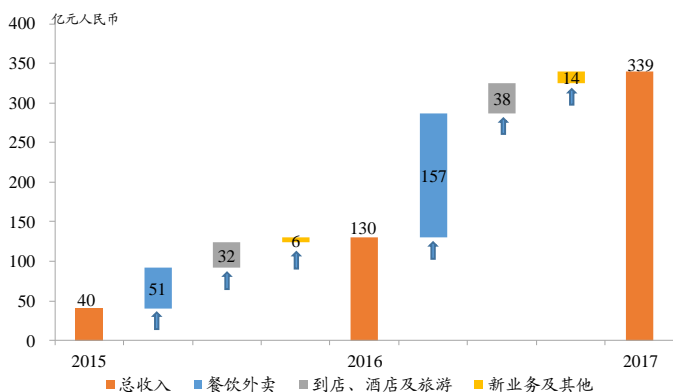
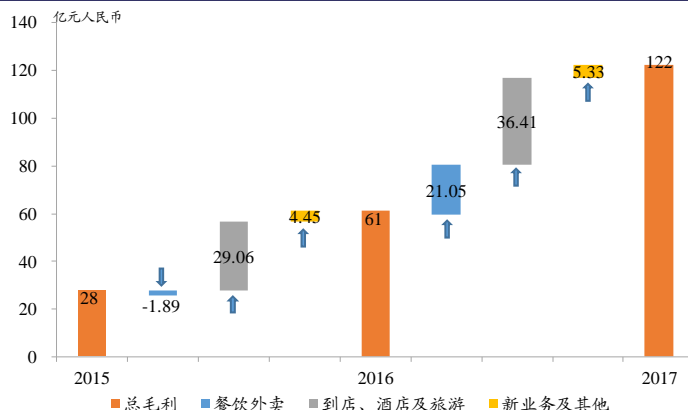


图43、公司毛利润变化



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

由于餐饮外卖业务的高速增长，公司的收入结构近三年发生了较大的变化。餐饮外卖业务收入占比从2015年4.35%增长到2017年61.99%，而到店、酒店及旅游业务收入占比相应下滑，从2015年93.90%下降到2017年31.99%，新业务及其他收入占比稳中有升，从2015年1.75%上升到2017年6.02%。

图44、公司收入及增速

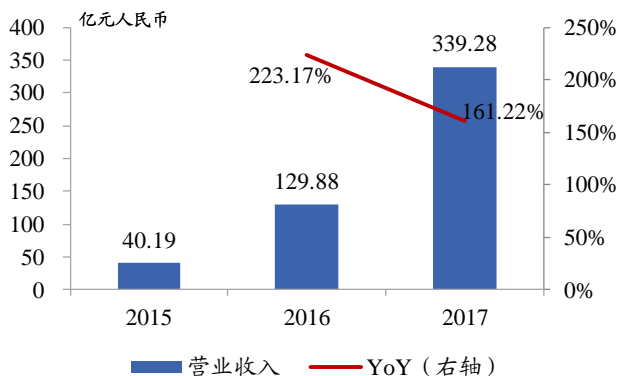
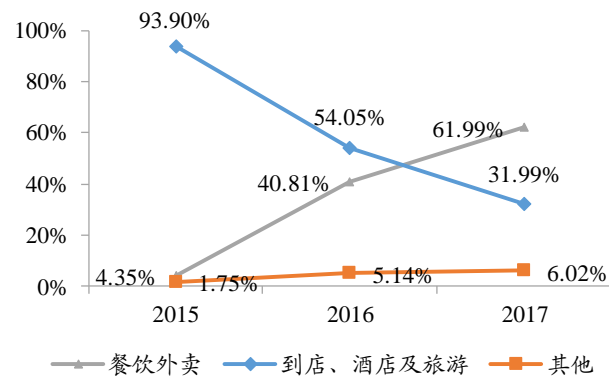


图45、公司收入结构变化



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图46、公司净亏损

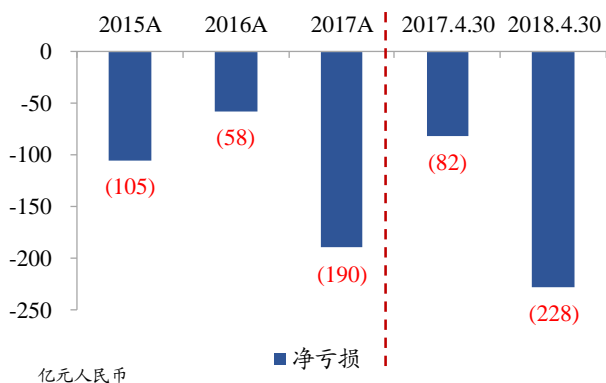
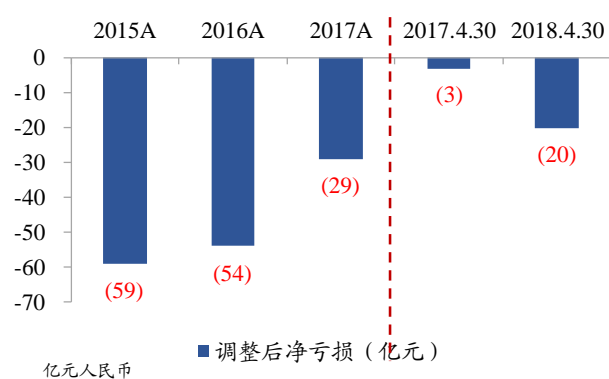


图47、公司调整后净亏损



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

变现率逐年提高，2018年前四个月已提高至11%的水平，印证了平台议价能力的提升。但公司毛利率因为餐饮外卖业务快速扩张而持续降低，2018年前四个月下降到26%，而餐饮外卖业务仍处于扩张期，毛利率2017年首次转正，仅为8.08%，预计随着骑手配送效率的提高，和外卖补贴效率的提高，餐饮外卖业务毛利率有望改善。除餐饮外卖业务以外，公司其他业务毛利率水平相对较高，到店、酒店及旅游业务的毛利率17年88.27%，新业务及其他同期毛利率46.03%。

图48、公司变现率

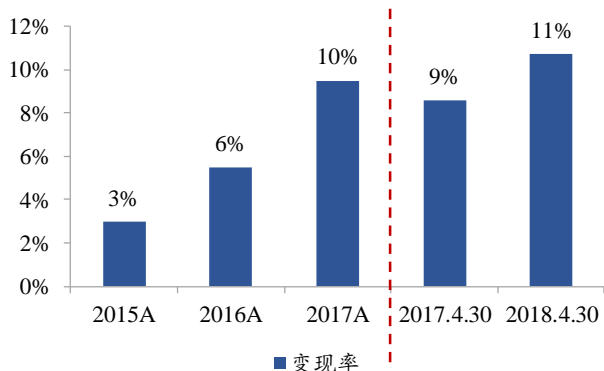
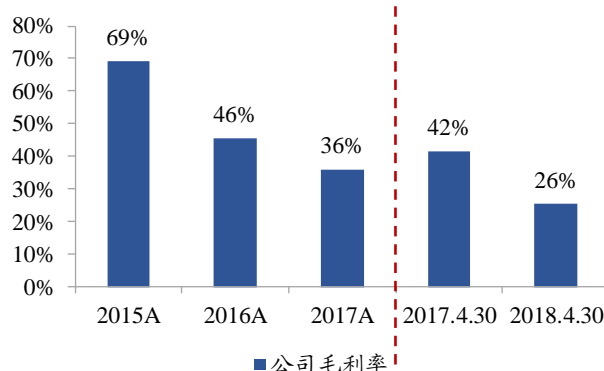


图49、公司毛利率

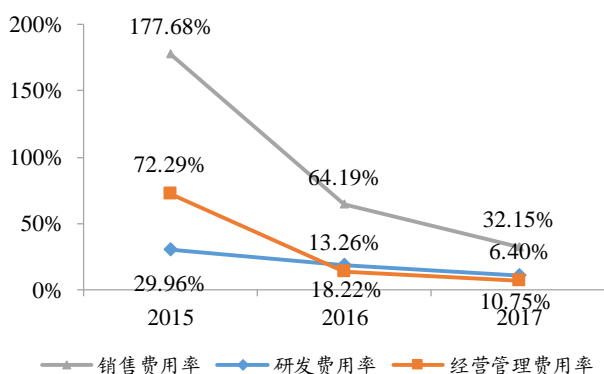


资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

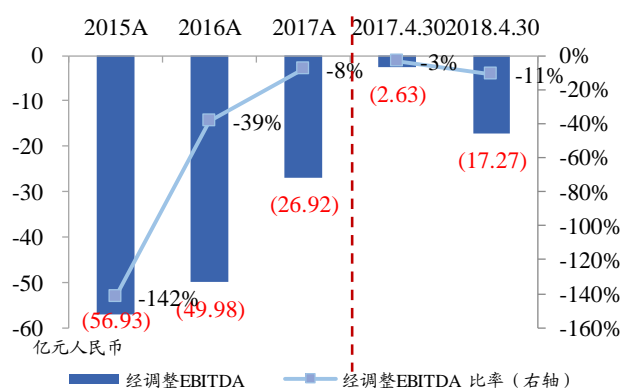
公司三费比率逐年降低，体现了公司三费控制良好，2017年销售费用率降低至32.15%，回到相对合理水平，而研发费用率仅10.75%，管理费用率6.40%，在较低的水平。公司经调整EBITDA逐年改善，2017年亏损规模缩小至26.92亿元，趋势健康。

图50、公司三费水平



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图51、公司经调整EBITDA及经调整EBITDA比率



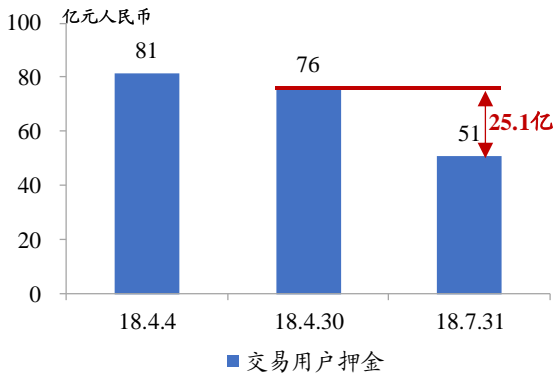
资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、收购摩拜单车对公司产生的影响

摩拜单车短期对公司毛利润产生不利影响。公司于2018年4月收购共享单车服务提供商摩拜单车，截至2018年7月31日，摩拜单车的交易用户押金相对于4月30日减少25.1亿元，由于交易用户押金和活跃单车用户正相关，这将影响摩拜单车未来的盈利能力。仅2018年4月4日至4月30日，摩拜单车收入1.47亿元，同期单车及汽车折旧3.96亿元，经营成本1.58亿元，毛损4.07亿元，毛损主要

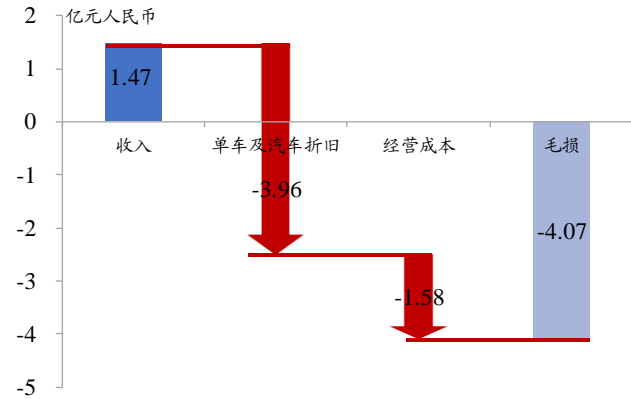
来源于所收购单车车队折旧增加。随着交易用户押金的减少，而已投入单车的折旧将会持续，预计摩拜单车毛损将进一步扩大，将对公司毛利润产生不利影响。

图52、摩拜单车交易用户押金



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

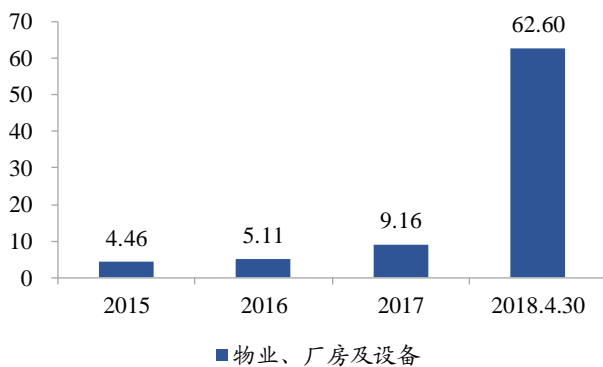
图53、摩拜单车 4 月 4 日至 4 月 30 日亏损



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

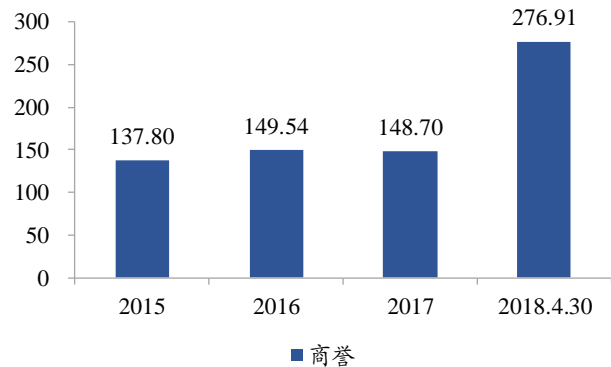
收购摩拜后公司固定资产及商誉大幅提高，其中固定资产折旧速度较快，128 亿商誉值得关注。摩拜单车 2018 年 4 月 4 日收购时物业厂房及设备为 53.49 亿元，4 月 4 日至 4 月 30 日摩拜单车产生折旧 3.96 亿元，26 天折旧率高达 7.4%，共享单车过快的折旧将影响公司未来整体盈利水平。收购摩拜产生了 128 亿元商誉，公司商誉主要来源于 2015 年与大众点评，2016 年与钱袋宝的战略性交易，收购摩拜后，公司商誉从 148.7 亿元大幅提高至 276.9 亿元，摩拜单车若业绩表现不及预期，对公司商誉会产生影响。

图54、物业厂房及设备在收购摩拜后大幅提高



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图55、商誉在收购摩拜后大幅提高



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图56、流动资产净额在收购摩拜后大幅降低

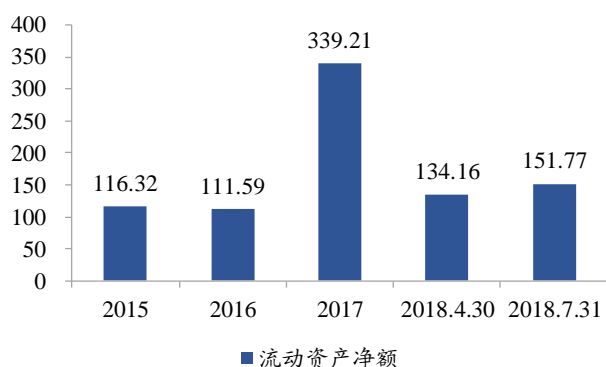
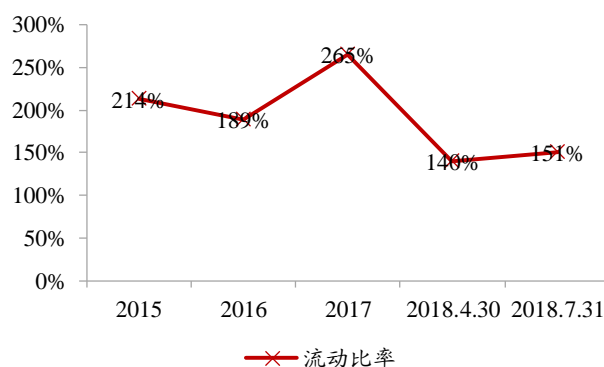


图57、流动比率在收购摩拜后大幅降低



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

长期来看，摩拜单车凭借其高频出行的属性，或将成为公司外卖业务之外另一个高频生活服务场景，契合公司以高频打低频战略，将为公司带来更多的新用户。此外，共享单车业务将再次扩大公司业务版图，为公司全场景生活服务平台的定位再加一码。

4.3、分部估值

表5、分部估值

核心业务	估值核心参数	估值（亿美元）	对标公司
美团外卖	饿了么 2018 年 4 月估值 95 亿美元, 美团餐饮外卖 2018Q1 市占率 54%，饿了么同期市占率为 35%	219.86	饿了么
到店餐饮	净利润=33 亿人民币；PE=40	193.27	
酒店旅游	净利润=11 亿人民币；PE=30	40.26	途牛、携程
摩拜单车	2018 年 4 月收购时净资产 27 亿元人民币	3.95	ofo
合计		457.34	
对应港元价值	股价：65.38HKD	3590.12 亿港元	
招股价对应估值区间	招股价：60~72 港元/股	3295~3954 亿港元	

资料来源：兴业证券经济与金融研究院预测

注：1USD=7.85HKD=6.83RMB

5、风险提示

- 1) 食品配送行业监管政策风险；
- 2) 居民消费水平下降的风险；
- 3) 外卖行业过度竞争的风险；
- 4) 摩拜单车亏损超预期的风险。

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大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、毅蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司和永续农业发展有限公司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《证券交易法》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。