

证券研究报告—动态报告/海外公司快评
美团点评-W (03690)

重大事件快评

2018年11月12日

与阿里的竞争或是持久战

证券分析师： 王学恒 010-88005382

wangxueh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514030002

事项：

- 1、阿里巴巴集团 CEO 张勇向员工发信称，宣布成立阿里本地生活服务公司，百度外卖升级为“饿了么星选”。并在双11 大促期间推出了 88vip;
- 2、美团点评 10 月完成了新一轮组织架构调整。

评论：

阿里集团成立本地生活服务公司。10月阿里巴巴成立了本地生活服务公司。该公司由饿了么和口碑两大业务合并而成，将共同着力打造领先的本地生活服务平台。阿里巴巴集团合伙人王磊担任公司总裁，向张勇汇报，并兼任饿了么 CEO；阿里巴巴集团副总裁范驰将继续带领口碑业务，向王磊汇报。此外，百度外卖正式更名“饿了么星选”。

美团点评对应的组织架构调整。10月底美团点评也完成了新的架构调整：1) 组建用户平台；2) 组建到店事业群；3) 组建到家事业群；4) 独立快驴事业部；5) 独立小象事业部；6) 成立 LBS 平台。我们认为该调整合并了酒旅事业部，使得到店的商业模式更加完整；暂时弱化了出行事业部，可以看出未来公司仍将主要精力聚焦在“吃+平台”；突出了快驴事业部的 to B 业务；更加强化数据的作用与价值，成立用户平台、LBS 平台。

Q3 第三方数据：美团份额 60%。Trustdata 显示，美团外卖在三季度继续领跑市场，饿了么用户 DAU 有所下滑，美团基本稳定。

美团与阿里的竞争是持久战。当下，资本市场有两种态度，一种是认为“细胳膊拗不过大腿”。我们认为这里低估了美团的能力：1) 美团有着外卖市场的 60% 的份额，电商领域“二选一”式的竞争压制不适合于美团；2) 王兴与美团的思路是集中精力做好 to C 的同时，强化 to B 服务，美团一直以来在 to B 上积累了大量的软件业务整合能力与行业理解；3) 数万人的地推力量，阿里的轻资产模式已经固化，无法重新复制地推模式。另一种态度则认为美团在外卖战役中轻易获胜，这也可能低估了阿里的决心：1) 阿里在本地生活服务这个战场只能进、不能退。因为这关系到阿里集团线下生态的大战略，失去了外卖就失去了即时配送网络，失去了即时配送网络就失去了生鲜电商/新零售的辐射能力。外卖在阿里的战役中是必然要保障的一环；2) 阿里巴巴有客户优势，跨行业的整合优势，尤其集中在 to C 端，它可以将 30 亿美元或者未来的更多的资金投入用户激励/骑手补贴中（就像与腾讯的微信支付一样），在边际用户（价格敏感度高，对及时性要求低）的争夺上将维持激烈。

投资建议与风险提示

我们对外卖业务的长期增长预期从首次覆盖的超预期（乐观场景）转为中观场景（行业预测场景）；并延长了美团的 breakeven 的时间至 2020 年，这里主要考虑到阿里的 to C 端补贴导致公司的用户激励成本短期无法快速下降。我们认为公司依旧处在各项业务快速发展过程中，且核心竞争力突出，上市之后的破发已经包含了部分悲观预期，给予六个月估值区间 75-80 港元，维持买入评级。

一、阿里集团成立本地生活服务公司

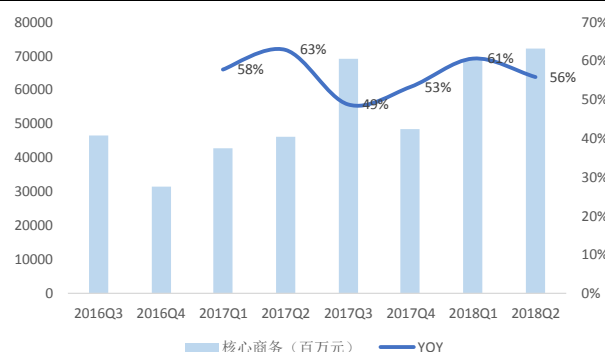
10月，阿里巴巴成立了本地生活服务公司。该公司由饿了么和口碑两大业务合并而成，将共同着力打造领先的本地生活服务平台。阿里巴巴集团合伙人王磊担任公司总裁，向张勇汇报，并兼任饿了么 CEO；阿里巴巴集团副总裁范驰将继续带领口碑业务，向王磊汇报。此外，百度外卖正式更名“饿了么星选”。

本地生活服务公司对阿里的意义

阿里二季报（截至9月30日）显示：核心电商增速同比增长下滑至56%（去年同期63%），由于单季营收不及预期，阿里巴巴还是下调了全年营收指引。随后，阿里巴巴将2019财年的收入指引区间下调至3750亿元至3830亿元，较原先的收入指引降幅为4%-6%。低于此前分析师预期的3955.3亿元。针对这一变动，阿里巴巴将此解读为：鉴于当前宏观经济条件的不确定性，最近集团决定短期内不会变现随着旗下中国零售平台用户及互动增加而递增的广告库存，希望此举可让平台上的中小企业获益。

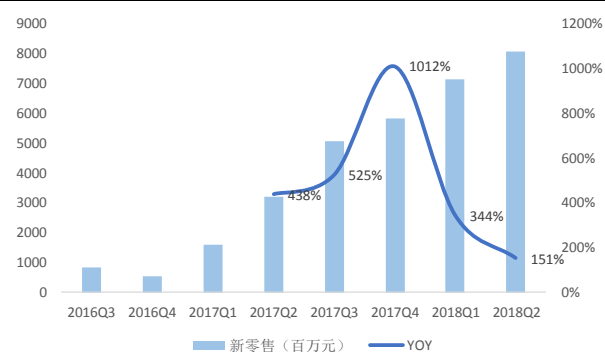
另一方面，新零售（others）的增速为151%，依旧是阿里核心电商中增长最快的板块，占到核心电商收入的11%。而且该板块的抗周期能力要强一些。CEO张勇表示：“受冲击最大的品类包括耐用消费品、大件物品以及消费电子产品。至于本地服务部门，因为这些基本上是要用户订餐及去餐厅消费的服务，所以并未受到太大影响。”因此，我们认为，接下来的几个季度，阿里将会越发重视本地服务的业务整合和份额修复。

图 1：阿里季度核心商业的收入与增速（百万元）



资料来源：阿里巴巴财报、国信证券经济研究所整理

图 2：阿里季度新零售的收入与增速（百万元）



资料来源：阿里巴巴财报、国信证券经济研究所整理

本地生活服务业务的布局

1、成立阿里本地生活服务公司。由饿了么和口碑两大业务合并组成。此前两大业务围绕餐饮，分别聚焦在外卖、到店两个主要场景。这个整合，不容忽视的特点是规格高：阿里的 CEO 张勇直接负责，张勇称：“口碑和饿了么一起在 676 个城市服务商家达到 350 万。阿里本地生活服务公司的成立，是口碑和饿了么两大业务的胜利会师。它们将共同着力打造领先的本地生活服务平台，这也是阿里巴巴集团完成对大消费领域布局的重要里程碑”。其次，是有冲劲儿。王磊今年 39 岁，是阿里巴巴最年轻的合伙人之一。自 2003 年加入阿里巴巴，王磊先后在 B2B 广告服务部、无线事业部、淘点点事业部、阿里健康等多个业务线任职。再次是整合资源多。在新零售矩阵中，有天猫、淘宝、银泰、盒马等，本地线上线下一体的新商业体，有优酷、淘票票等本地娱乐、资讯输出方，还有飞猪、口碑等本地生活选项。

2、CEO 王磊提出的重点措施。1) 对饿了么内部包括战略、业务、组织的变革，在阿里赋能之下，引领整个本地生活服务市场的数字化、产品化、线上线下融合的进程，打通会员、数据、仓配、运营、营销。2) 从五个方面帮助商户：更多的订单，更高效的配送，对商户的运营全链条进行数字化改造，完成商户供应链的升级、优化，帮助商户完成金融上的需求。3) 除餐饮商家，商超便利、果蔬医药、街边小店、线上旗舰店都正在成为平台的参与者。4) 饿了么的用户将可以从原本的一日三餐需求，拓展和丰富到全天 24 小时的各种本地服务和生活资料获取。

3、蜂鸟正在成阿里新零售基础设施。王磊将蜂鸟定义为“先进的智能运输网络”，它诞生于饿了么，但服务于全阿里。王磊披露，在过去的半年时间里，因为蜂鸟的努力，饿了么平台上接入的阿里新零售商业体，连续两个季度增长接近或者超过 50%。蜂鸟正在为包括银泰、盒马、大润发在内的全国近千家商超进行配送，也即将开始为星巴

克等全球知名品牌进行定制运输——上述数字和范围正在急剧增长和扩大——这无疑极大的扩展了这些商超的营业半径，也增强了他们获得新客和重复购买的能力。另一方面，商超外卖订单量的快速增长也正在反向推动着这些商超自身的新零售改造，对蜂鸟提供更便捷高效的响应。

4、30亿美元投资在路上。阿里及软银等投资人将为新公司投资30亿美元，恐短期之内还将延续补贴的局面，这将使得行业的用户激励成本维持较高水平。

图 3：三公里生活圈



资料来源：搜狐网，国信证券经济研究所整理

5、8月之后，阿里开始推广88VIP。88VIP会员，每年88元可以享有如下九大权益：精选品牌9.5折，天猫超市9.5折，国际直营9.5折，数码家电专享购物券，专享爆款，优酷VIP会员，饿了么超级会员，淘票票全国卡，虾米超级VIP。优酷、饿了么、虾米、淘票票四者全年VIP价格是626元，因此常用几类APP的用户有较大的办卡意愿。

图 4：88VIP 权益



资料来源：阿里巴巴，国信证券经济研究所整理

图 5：优、饿、淘、虾年卡 VIP



资料来源：阿里巴巴，国信证券经济研究所整理

二、美团的组织架构变革

美团的内部信

美团点评在 10 月 30 日又对组织体系进行了调整，原文如下：

各位同事：

为更好地践行“帮大家吃得更好，生活更好”的使命，我们将战略聚焦 **Food + Platform**，以“吃”为核心，苦练基本功，建设生活服务业从需求侧到供给侧的多层次科技服务平台。公司决定对组织体系进行如下升级：

- 1、组建用户平台，包含美团平台、点评平台、服务体验平台部等部门，全面提升用户体验和服务能力。用户平台由王慧文负责，点评平台继续由黄海负责，与王慧文搭档。
- 2、组建到店事业群，统筹到店餐饮、到店综合、住宿、境内度假、榛果、营销平台（广告平台与品牌广告）、RMS（SaaS 收银与点餐）、聚合收单等业务，加速线上线下一体化服务，进一步帮助商户提升效率。任命张川为到店事业群总裁。
- 3、组建到家事业群，统筹外卖、配送、闪购、智慧厨房等业务，持续提升即时配送能力，为用户提供更加丰富高效的到家服务。任命王莆中为到家事业群总裁。
- 4、快驴事业部，由陈旭东负责，为商家提供优质供应链服务。
- 5、小象事业部，由陈亮负责，继续深耕生鲜零售，提升消费体验。姜跃平因家庭原因转任公司高级顾问，关注公司战略和生鲜零售行业布局。
- 6、成立 LBS 平台，包含 LBS 服务、网约车、大交通、无人配送等部门，进一步增强 LBS 基础服务能力。LBS 平台由王慧文负责。
- 7、其他组织保持不变。

让我们继续坚持以客户为中心，长期有耐心。既往不恋，纵情向前！

王兴

2018 年 10 月 30 日

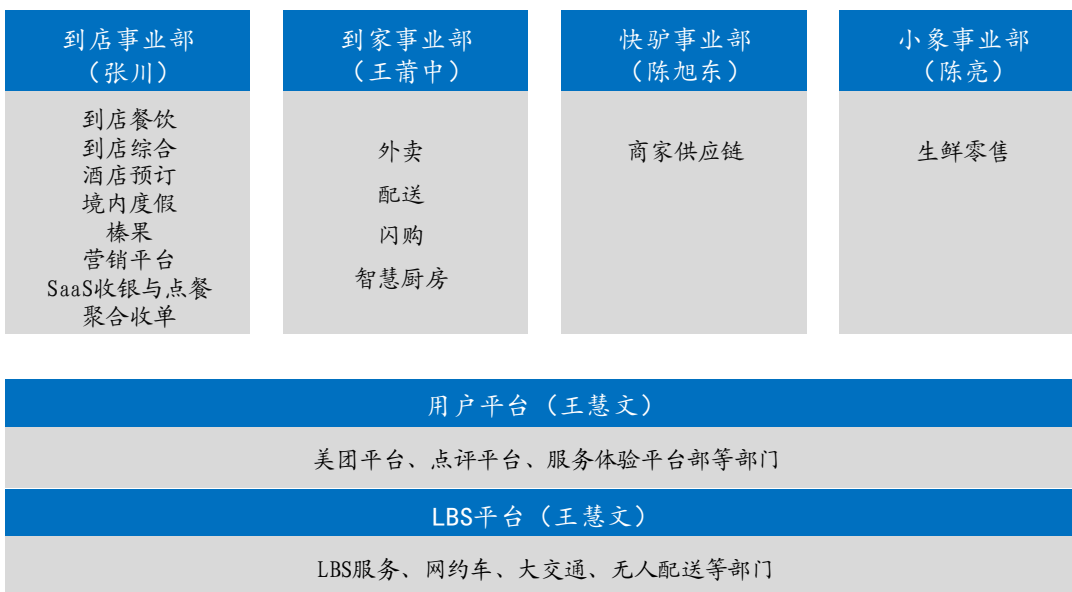
组织架构调整的意义

图 6：调整前的组织架构



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 7：调整后的组织架构



资料来源：国信证券经济研究所整理

此次美团组织架构的调整有以下几个特点：

- 1、合并了酒旅事业部，使得到店的商业模式更加完整；
- 2、暂时弱化了出行事业部，可以看出未来公司仍将主要精力聚焦在“吃+平台”；
- 3、突出了快驴事业部的 to B 业务；
- 4、探索小象生鲜零售的新模式；
- 5、更加强化数据的作用与价值，成立用户平台、LBS 平台。

结合王兴在乌镇互联网大会（11月7-9日）上的发言：王兴认为，分为需求侧的数字化和供给侧的数字化。需求侧的数字化比较容易实现，而供给侧的数字化刚刚开始。他以餐厅举例称，吃饭的人是需求侧，而餐厅就是供给侧，但餐厅涉及很多链条，要采购东西、雇服务员、购买设备，在供给侧分很多层次。因此数字化进度相对慢一些，需要逐步把整个链条的数字化完整打通。

美团将会更加倾尽力量在 2B 数字化与生态建设。

三、三季度行业数据回顾以及未来展望

Q3 外卖行业数据回顾

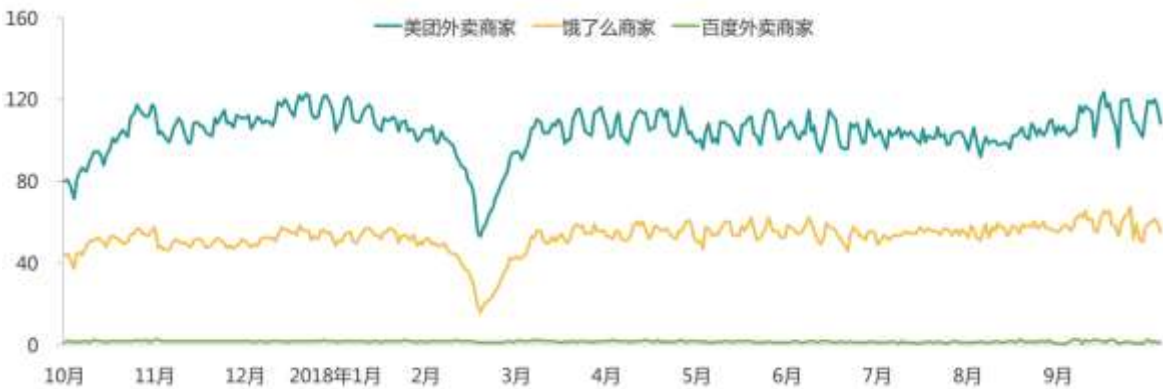
外卖行业的 DAU 基本与去年同期相似（饿了么 Q3 下滑明显），百度垫底。因此，从数据上我们可以看出：外卖用户的增长比我们此前发布的报告（外卖的高增长情景）要低，我们将修正长期营收增速判断。

图 8: 外卖用户 DAU 走势 (万)



资料来源: Trustdata, 国信证券经济研究所整理

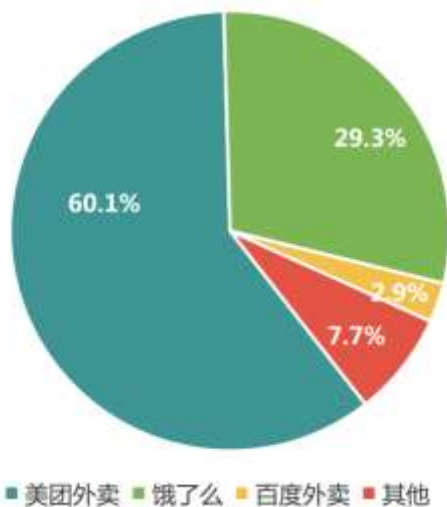
图 9: 外卖商家 DAU 走势 (万)



资料来源: Trustdata, 国信证券经济研究所整理

基本形成了 6: 4 竞争格局, 美团 60%, 饿了么+百度 40%。

图 10: 外卖交易额占比



资料来源: Trustdata, 国信证券经济研究所整理

未来展望：美团应对阿里竞争，论持久战

当下，资本市场有两种态度，一种是认为“细胳膊拗不过大腿”。将美团比作京东，阿里巴巴这座大山挡在面前京东显得无法逾越。我们认为这里低估了美团的能力：

- 第一，美团有着外卖市场的60%的份额，是主导者而非跟随者，电商领域“二选一”式的竞争压制不适合于美团；
- 第二，王兴与美团的思路是集中精力做好to C的同时，强化to B服务，美团一直以来在to B上积累了大量的软件业务整合能力，尤其是餐饮行业，可谓是大众点评（03年至今）积累了长达15年之久的行业理解；
- 第三，数万人的地推力量，这是阿里巴巴不曾拥有的独特资源（未来也不会有），阿里的轻资产模式已经固化，无法重新复制地推模式。

另一种观点是：王兴既然带领美团在千团大战中取得成功，未来一定会在外卖战役中轻易获胜。我们认为，这也可能低估了阿里的决心。

第一，前文所述，阿里在本地生活服务这个战场只能进、不能退。因为这关系到阿里集团线下生态的大战略，失去了外卖就失去了即时配送网络，失去了即时配送网络就失去了生鲜电商/新零售的辐射能力。因此，外卖在阿里的战役中是必然要保障的一环；

第二，阿里巴巴有客户优势，跨行业的整合优势，尤其集中在to C端，它可以投入30亿美元或者未来的更多的资金投入用户激励/骑手补贴中（就像与腾讯的微信支付一样），这样，在边际用户（价格敏感度高，对及时性要求低）的争夺上将维持激烈。

四、投资建议与风险提示

投资建议

基于1) 外卖用户的DAU在一年之内并没有出现大幅度的量的增长；2) 阿里的本地生活服务公司的成立；

我们对外卖业务的长期增长预期从首次覆盖的超预期（乐观场景）转为中观场景（行业预测场景）；并延长了美团的breakeven的时间至2020年，这里主要考虑到阿里的to C端补贴导致公司的用户激励成本短期无法快速下降。

我们认为公司依旧处在各项业务快速发展过程中，且核心竞争力突出，上市之后的破发已经包含了部分悲观预期，给予六个月估值区间75-80港元，维持买入评级。

表 1：公司收入预测（亿元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入	40	130	339	664	1092	1636	2419	3348	4396
YOY		223%	161%	96%	64%	50%	48%	38%	31%
餐饮外卖	2	53	210	433	704	1048	1497	1945	2387
YOY		2933%	297%	106%	63%	49%	43%	30%	23%
到店、酒店及旅游	38	70	109	143	168	200	236	273	311
YOY		86%	55%	32%	17%	19%	18%	15%	14%
到店&旅游	30	56	81	100	106	118	131	145	158
YOY		86%	45%	22%	6%	11%	11%	10%	9%
酒店	8	14	27	43	62	82	105	128	153
YOY		86%	91%	59%	43%	33%	28%	22%	20%
新业务及其他	1	7	20	89	220	387	685	1130	1698
YOY		854%	206%	334%	148%	76%	77%	65%	50%
向商家提供的服务	0	1	9	38	128	238	458	802	1264
YOY		NA	1481%	322%	237%	86%	93%	75%	58%
向消费者提供的服务	1	6	11	34	69	123	197	296	400
YOY		773%	87%	200%	100%	80%	60%	50%	35%
共享单车	0	0	0	16	23	26	29	32	35
YOY		NA	NA	NA	42%	13%	11%	10%	8%

资料来源：国信证券经济研究所预测

表 2: 毛利率预测 (亿元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
毛利	28	59	122	134	269	497	784	1078	1386
毛利率	69.2%	45.7%	36.0%	20.2%	24.6%	30.4%	32.4%	32.2%	31.5%
餐饮外卖	-2.2	-4.1	17.0	56.3	136.2	315.2	544.0	773.1	1007.1
毛利率	-124%	-8%	8%	13%	18%	26%	30%	31%	31%
到店、酒店及旅游	30.3	59.4	95.8	125.5	148.4	177.7	209.5	242.9	278.5
毛利率	80%	85%	88%	88%	89%	89%	89%	89%	90%
到店&旅游	23.9	47.1	72.2	88.7	95.4	106.2	118.2	130.3	142.4
毛利率	79%	84%	89%	89%	90%	90%	90%	90%	90%
酒店	6.4	12.3	23.6	36.7	53.1	71.6	91.3	112.6	136.1
毛利率	84%	86%	87%	85%	86%	87%	87%	88%	89%
新业务及其他	-0.4	4.1	9.4	-47.5	-15.6	4.3	30.9	62.1	100.4
毛利率	-53%	67%	82%	-69%	-13%	2%	11%	15%	18%
向商家提供的服务	0.0	0.0	2.3	3.5	4.6	6.6	11.5	18.1	27.2
毛利率	NA	-2%	26%	20%	16%	17%	20%	22%	24%
向消费者提供的服务	-0.4	4.1	7.1	-12.0	6.9	14.8	27.6	47.4	71.9
毛利率	-53%	67%	62%	-35%	10%	12%	14%	16%	18%
共享单车	0.0	0.0	0.0	-39.1	-27.0	-17.1	-8.2	-3.3	1.3
毛利率	0%	0%	0%	-239%	-117%	-65%	-28%	-10%	4%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

表 3: 利润预测 (亿元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入	40	130	339	664	1092	1636	2419	3348	4396
YOY		223%	161%	96%	64%	50%	48%	38%	31%
营业成本	12	70	217	530	823	1139	1634	2269	3010
毛利	28	59	122	134	269	497	784	1078	1386
毛利率	69%	46%	36%	20%	25%	30%	32%	32%	32%
销售费用	-71.4	-83.4	-109.1	-146.2	-196.5	-278.1	-338.6	-401.7	-439.6
销售费用率	-178%	-64%	-32%	-22%	-18%	-17%	-14%	-12%	-10%
研发费用	-12.0	-23.7	-36.5	-76.4	-98.3	-130.9	-169.3	-217.6	-263.8
研发费用率	-30%	-18%	-11%	-12%	-9%	-8%	-7%	-7%	-6%
管理费用	-29.1	-17.2	-21.7	-39.9	-50.2	-70.4	-96.7	-123.9	-153.9
管理费用率	-72%	-13%	-6%	-6%	-5%	-4%	-4%	-4%	-4%
调整税前利润	-92.4	-106.3	-189.3	-126.5	-73.5	21.0	184.4	342.1	539.2
调整后净利润(剔除上市权益变化)	-92.3	-109.0	-189.9	-128.2	-73.5	17.9	156.8	290.8	458.3
YOY		18%	74%	-32%	-43%	-124%	778%	85%	58%
EPS (港币)	-2.16	-1.19	-3.90	-6.57	-1.49	0.39	3.25	5.92	9.35

资料来源: 国信证券经济研究所预测

风险提示

外卖市场的竞争保持激烈态势,使得公司的高额补贴持续;公司未来可能涉足部分盈利前景未见明朗的市场而导致亏损增加;美联储加息导致全球股票市场的系统性风险。

财务预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	19409	38211	41542	60317	营业收入	33928	66441	109178	163609
应收款项	3026	4152	3831	3500	营业成本	(21708)	(53021)	(82277)	(113889)
存货净额	88	174	270	373	毛利	12220	13420	26901	49720
其他流动资产	31915	40745	43833	47089	销售费用	(10909)	(14617)	(19652)	(27813)
流动资产合计	54438	83281	89475	111279	管理费用	(5818)	(11627)	(14848)	(20124)
固定资产	1073	2135	3461	5134	EBITDA	(1230)	(12687)	(7365)	2137
无形资产及其他	19853	19159	18495	17870	折旧摊销	(8443)	(931)	(1029)	(1149)
其他长期资产	8270	15687	15687	15687	EBIT	(9673)	(13619)	(8394)	988
非流动资产合计	29196	36982	37643	38691	其他净收入	0	0	0	0
资产总计	83634	120263	127118	149970	经营利润	(4507)	(12824)	(7599)	1782
短期借款及交易性金融负债	162	0	0	0	财务费用	42	87	125	160
应付款项	3495	5796	8991	12442	营业外净收支	0	0	0	0
其他流动负债	16861	35608	46617	64589	税前利润	(18934)	(12650)	(7349)	2102
流动负债合计	20517	41403	55608	77031	所得税费用	(54)	(167)	0	(315)
长期借款及应付债券	0	(101418)	(101418)	(101418)	少数股东损益	0	0	0	0
其他长期负债	103618	103618	103618	103618	归属于母公司净利润	(18988)	(12817)	(7349)	1786
长期负债合计	103618	2200	2200	2200					
负债合计	124136	43604	57808	79231	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	58	58	58	58	净利润	(18988)	(12817)	(7349)	1786
股东权益	(40559)	76601	69252	70681	资产减值准备	0	0	0	0
负债和股东权益总计	83634	120263	127118	149970	折旧摊销	8443	931	1029	1149
					公允价值变动损失	14468	0	0	0
关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E	财务费用	(42)	(87)	(125)	(160)
每股收益	-3.46	-2.33	-1.34	0.33	营运资本变动	41634	11007	11341	18394
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.07	其它	0	0	0	0
每股净资产	-7.39	13.95	12.61	12.87	经营活动现金流	45558	(879)	5021	21329
ROIC	8%	17%	9%	-2%	资本开支	10674	(1300)	(1690)	(2197)
ROE	47%	-17%	-11%	3%	其它投资现金流	(14774)	0	0	0
毛利率	36%	20%	25%	30%	投资活动现金流	(3668)	(8717)	(1690)	(2197)
净利率	-56.0%	-19.3%	-6.7%	1.1%	权益性融资	0	28560	0	0
EBIT Margin	-29%	-20%	-8%	1%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	-4%	-19%	-7%	1%	支付股利、利息	0	0	0	(357)
收入增长	161%	96%	64%	50%	其它融资现金流	(31858)	(162)	0	0
净利润增长率	--	--	--	-124%	融资活动现金流	(31858)	28398	0	(357)
资产负债率	148%	36%	46%	53%	现金净变动	10032	18802	3331	18775
P/S	8.4	4.3	2.6	1.7	货币资金的期初余额	9377	19409	38211	41542
P/E	-15.0	-22.3	-38.9	159.9	货币资金的期末余额	19409	38211	41542	60317
P/B	-7.0	3.7	4.1	4.0	企业自由现金流	51051	(3160)	2286	18186
EV/EBITDA	-333.1	-26.0	-46.6	170.8	权益自由现金流	19174	(3234)	2411	18322

资料来源：国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《美团点评首次覆盖报告：无边界，有取舍》——2018-9-28

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，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。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但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，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

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头寸并进行交易，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。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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 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 楼

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