

2021年03月29日

美团点评-W (03690.HK)

公司快报

证券研究报告

美团点评 2020 年报点评：经营持续恢复，社区团购打开成长新空间

投资评级 **买入-A**
维持评级

■**业绩简述：**美团点评 2020 全年实现营业收入 1147.95 亿元/+17.7%。经调整净利润为 31.20 亿元/-33%。交易用户（近 12 个月）达 5.1 亿/+13.3%YoY/+7.2%QoQ，活跃商家数（近 12 月）达 680 万/+9.7%YoY/+4.6%QoQ；2020Q4 餐饮外卖交易笔数达 33.3 亿/+33.0%YoY，酒店预订过夜量同比增长 5.1%至 1.2 亿。现金等价物及短期投资合计 611 亿元，稳健的现金储备有助于新业务的持续拓展。

交易数据

总市值(百万港元)	1778334
流通市值(百万港元)	1556192
总股本(百万股)	5888.52
12个月价格区间	85.30-460.00

■**收入推动因素，一方面是因为国内疫情的持续减弱、经济复苏步伐加快，另一方面是公司在业务上的不断拓展。**

刘文正 分析师
SAC 执业证书编号：S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

■**餐饮外卖：全年经营利润 28.3 亿，变现率结构化改善，商家总数进一步增长。**1) 2020Q4，美团的餐饮外卖 GMV 为 1563 亿元/+39.4%，餐饮外卖收入 215 亿元/+37%；拆分来看，餐饮外卖日均交易笔数 36.2 百万笔/同比+33%，每笔餐饮外卖业务订单的平均价值为 46.9 元/同比+4.8%。2) 变现率为 13.8%/-0.2pct，其中佣金变现率 12.2%，广告变现率 1.6%；变现率整体保持相对稳定，其中佣金变现率下降 0.3pct，广告变现率提升 0.1pct，结构上有所优化。3) 外卖业务于 2020 年第四季度实现 8.8 亿元的经营利润；营业利润率 4.1%/环比+0.4pct。美团的商家总数进一步上升至 680 万家。

杜一帆 分析师
SAC 执业证书编号：S1450518080002
duyf1@essence.com.cn
021-35082088

相关报告

美团点评-W：再看美团：本地生活羽翼渐丰，生态构建迈征程/刘文正	2020-08-20
美团点评-W：美团点评 2019 年报点评：收入持续高增，规模效应带动盈利改善/刘文正	2020-04-05

■**酒旅及到店业务：全年经营利润 81.8 亿，经营持续恢复，运营提升助力营销收入快速增长。**1) 2020Q4，美团的到店、酒店及旅游业务实现收入 71.4 亿元/+12.3%。其中佣金收入 35.8 亿/+11.8%，营销收入 35.4 亿/+13.0%。其中，公司持续提升运营能力，助力到店业务佣金及营销收入增长。①主要措施有引入更多轻食餐厅、优化运营系统将更多的外卖业务商家转化为到店餐饮商家、扩大服务类别及开展主题推广活动等。②疫情持续恢复下，受疫情影响最大的酒店及旅游业务的回复逐渐步入正轨，高星级酒店业务供给及预订规模不断增长。2) 2020Q4，到店、酒店及旅游业务的营业利润为 28.2 亿元/+21%，营业利润率 39.5%/+2.8pct。营业利润率提升主要由于营销及线上流量获取的效率提高。

■**新业务：全年经营亏损-108.5 亿，社区团购业务爆发贡献较大收入增量，短期内高投入导致亏损扩大。**2020Q4 收入 92 亿元/同比+52%，营业利润率-64.9%/-43.3pct。收入增长主要为四季度快速发展的美团优选业务贡献，其他如 B2B 供应链业务及共享单车业务也有所增长；20Q4 新业务及其他分部的经营亏损 60 亿元，同比 2019 年第四季度的-13 亿元显著扩大，主要因素是①四季度美团优选业务快速拓展，预计带来亏损 40-50 亿元，目前美团优选已经扩张到全国 90%以上的市县，

未来几个季度公司会继续加大在社区团购业务的投入，该部分业务经营亏损预计将持续发生。②共享单车业务折旧计提增多。

■**费用：社区团购业务快速拓展导致三费率同比、环比均有所增长。**2020Q4 销售费用率 20.2%/同比+1.2pct；研发费用率 8.6%/+0.6pct；管理费用率 5.1%/同比+0.7pct，环比分别+3.7pct、+0.2pct、+1.1pct。各项费用率均同比、环比有所增长，主要为美团优选业务快速拓展导致相关的营销、人员费用增长以及外卖会员激励费用的增长等。

■**疫情趋缓下短期经营改善确定性强，长期增长潜力广阔。**随着疫情进一步趋缓，公司到店酒旅业务经营将持续恢复常态，短期业绩改善确定性强。长期中，受益于①公司用户规模、商家规模、订单量等经营数据持续增长；②公司在现有业务上不断优化运营能力，通过丰富产品组合及服务体验进一步满足消费者需求；④社区团购业务在四季度爆发贡献较大收入增量。

■**投资建议：买入-A 投资评级。**疫情趋缓核心业务经营稳健恢复，社区团购业务布局探索新的成成长空间，长远来看行业空间远大公司仍处于起步阶段。我们采用分部 SOTP 估值法，（具体见正文），整体对应 12 个月目标市值 22323 港币。

■**风险提示：外卖、到店需求不及预期、竞争态势恶化、新业务进展不及预期、行政监管风险、业务运营风险等。**

(百万元)	2018	2019	2020	2021E	2022E
主营收入	65,227.28	97,528.53	114,794.51	186,839.54	275,681.75
净利润	-115,274.20	2,163.67	4,707.61	-11,205.81	-5,955.04
每股收益(元)	-19.65	0.38	0.80	-1.91	-1.01
每股净资产(元)	14.72	15.66	16.61	23.41	31.22

盈利和估值	2018	2019	2020	2021E	2022E
市盈率(倍)	-11.23	578.63	335.56	-	-
市净率(倍)	16.51	15.51	17.03	12.09	9.06
净利润率	-177.0%	2.3%	4.1%	-6.0%	-2.2%
净资产收益率	-133.47%	2.43%	4.82%	-8.15%	-3.25%

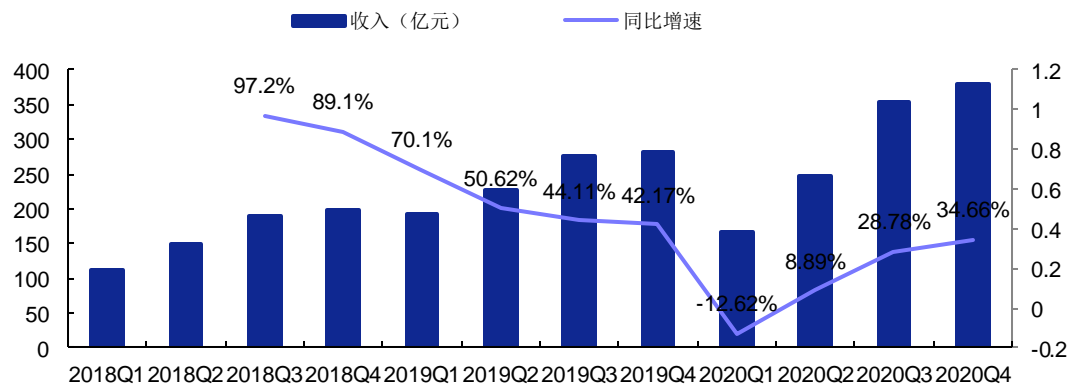
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

业绩简述: 美团点评 2020 全年实现营业收入 1147.95 亿元/+17.7%。经调整净利润为 31.20 亿元/-33%。交易用户 (近 12 个月) 达 5.1 亿/+13.3%YoY/+7.2%QoQ, 活跃商家数 (近 12 个月) 达 680 万/+9.7%YoY/+4.6%QoQ; 2020Q4 餐饮外卖交易笔数达 33.3 亿/+33.0%YoY, 酒店预订间夜量同比增长 5.1%至 1.20 亿。现金等价物及短期投资合计 611 亿元, 稳健的现金储备有助于新业务的持续拓展。

1. 经营随疫情趋缓继续恢复, 加码社区团购不断扩展新边界

2020Q4 收入继续快速恢复。 一方面是因为国内疫情的持续减弱、经济复苏步伐加快, 另一方面是公司在业务上的不断拓展。具体体现在①公司用户规模、商家规模、订单量等经营数据继续增长; ②公司在现有业务上不断优化运营能力, 通过丰富产品组合及服务体验进一步满足消费者需求; ④社区团购业务在四季度爆发贡献较大收入增量。

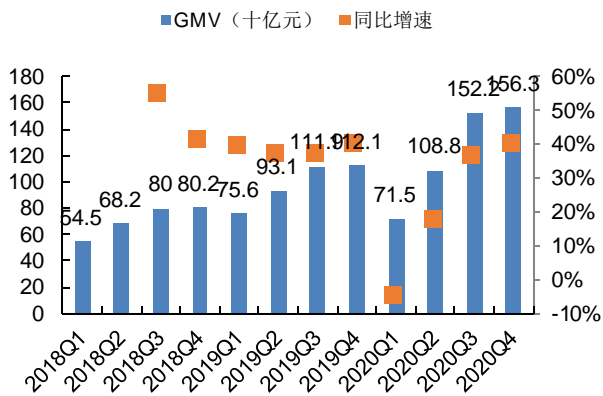
图 1: 2020Q4 公司收入同比+34.66%



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

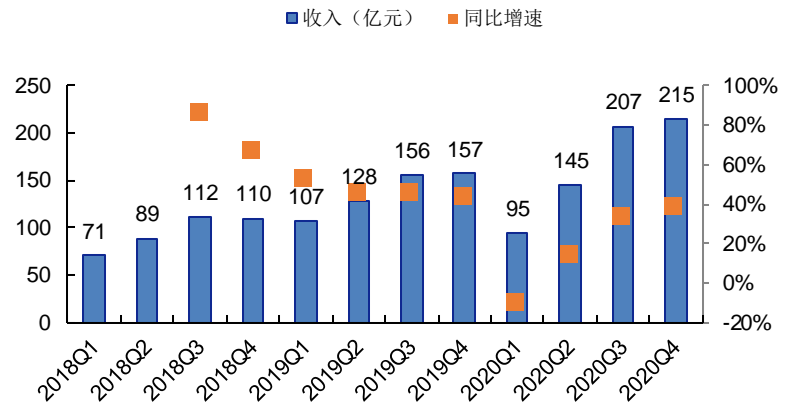
外卖: 2020Q4, 美团的餐饮外卖 GMV 为 1563 亿元/+39.4%, 餐饮外卖收入 215 亿元/+37%; 拆分来看, 餐饮外卖日均交易笔数 36.2 百万笔/同比+33%, 每笔餐饮外卖业务订单的平均价值为 46.9 元/同比+4.8%。推动外卖订单量增长主因: ①低线城市的渗透率提升, 2020 年大多数新用户来自三线及以下城市②公司的高效营销活动。例如, 公司通过会员制度持续提升高潜力消费者的交易频次, 月均会员数量较 2019 年提升 200%以上; 扩大消费场景, 早餐、下午茶及夜宵的订单量以高于午餐及晚餐的速度增长③配送服务优化带动三公里以外订单占比提升, 进一步满足消费者多元化需求。④疫情加快了更多餐厅的运营数字化, 平台上餐厅的整体质量进一步提升。美团的商家总数进一步上升至 680 万家。单价上升主因: 订单结构变化, 更多交易用户订单从品牌餐厅下单, 推动平均单价的提升。

图 2：外卖业务 GMV



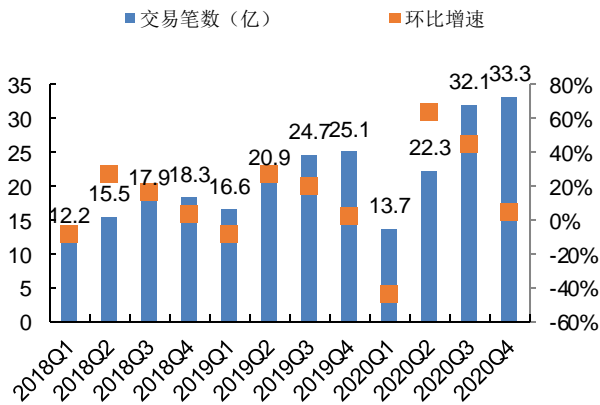
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：外卖业务收入



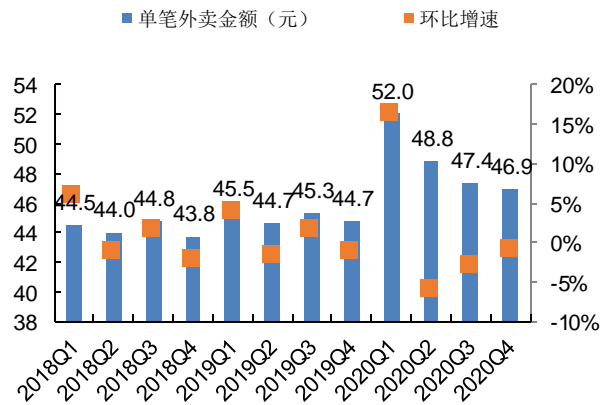
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：外卖业务交易笔数



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

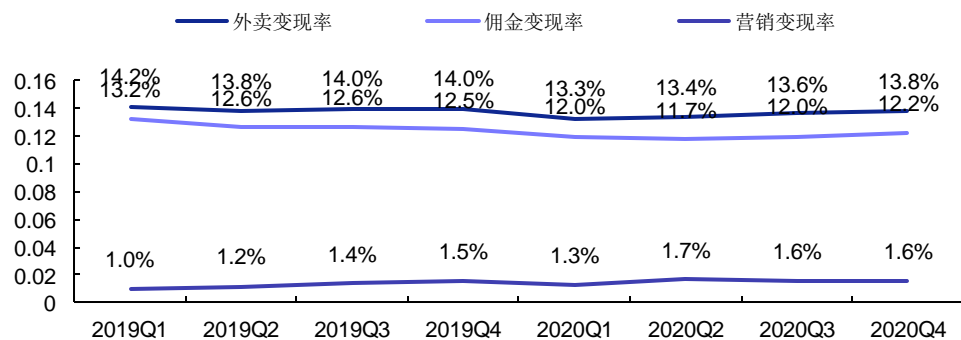
图 5：单笔外卖金额



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

变现率为 13.8%/-0.2pct，其中佣金变现率 12.2%，广告变现率 1.6%。变现率整体保持相对稳定，其中佣金变现率下降 0.3pct，广告变现率提升 0.1pct；公司佣金率下降是品牌商家占比提升拉高了客单价（2020Q4 客单价提升 4.8%）及公司提高了对商家的补贴；营销变现率继续保持同比改善，在线营销服务收入实现了同比 41% 的快速增长。从长期看，佣金率的下降有助于降低商家对于平台的怨意，变现率通过营销提升有助于，实则是结构上的改善，有助于平台生态的良性发展。

图 6：外卖业务变现率

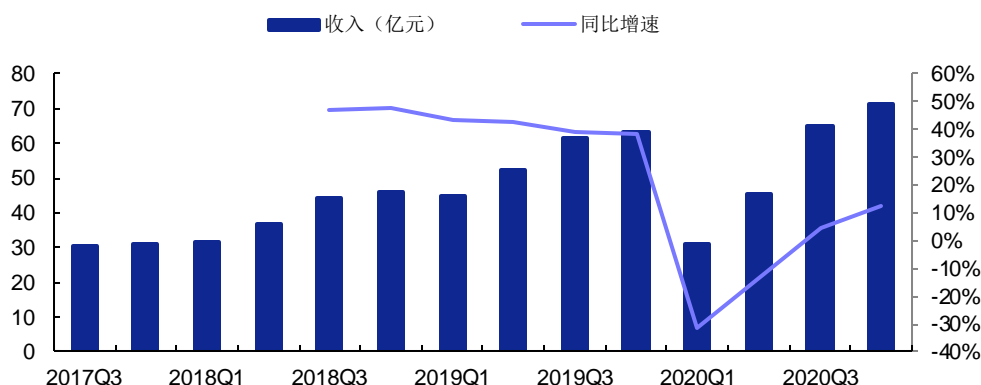


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

餐饮外卖业务于 2020 年第四季度实现 8.8 亿元的经营利润; 营业利润率 4.1%/ 环比+0.4pct。 营业利润率上升, 每单营业利润 0.265 元 (2019 年同期 0.192 元)。主要原因: ① 订单组合的优化, 高变现率订单占比提升; ② 规模效应及配送网络的优化导致每单配送成本下降。

到店酒旅: 2020Q4, 美团的到店、酒店及旅游业务实现收入 71.4 亿元/+12.3%。 其中佣金收入 35.8 亿/+11.8%, 营销收入 35.4 亿/+13.0%。

图 7: 酒旅到店业务收入

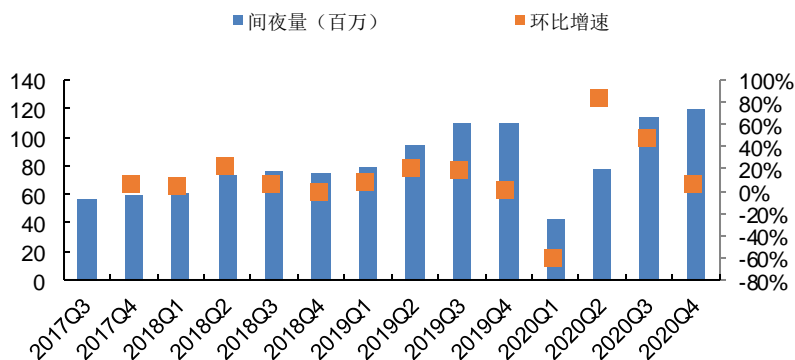


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

公司运营能力不断提升, 到店业务佣金及营销增长仍有较大潜力。① 引入更多轻食餐厅, 随着城市中消费者对健康饮食的关注, 此举有助于进一步扩大商家规模、增加订单数量; ② 优化运营系统将更多的外卖业务商家转化为到店餐饮商家, 提高到店营销产品交叉销售机会; ③ 扩大服务类别, 拓展的汽车服务、密室逃脱、医美销售额变现亮眼; ④ 开展主题推广活动, 公司在四季度举行的“双十一狂欢节”、“双十二狂欢节”、“中秋国庆假日嗨吃节”等广受好评, 进一步满足消费者需求及促进本地消费。

酒店及旅行预订持续恢复, 2020Q4 美团国内酒店间夜量 1.2 亿间/+8.8%。疫情持续恢复下, 受疫情影响最大的酒店及旅游业务的回复逐渐步入正轨; 此外, 公司持续拓展高星级酒店业务, 其供给及预订规模不断增长, 2020Q4 高星级酒店过夜量占比超过 15%, 五星级酒店过夜量同比增长超过 100%。

图 8: 美团平台预定的酒店间夜量

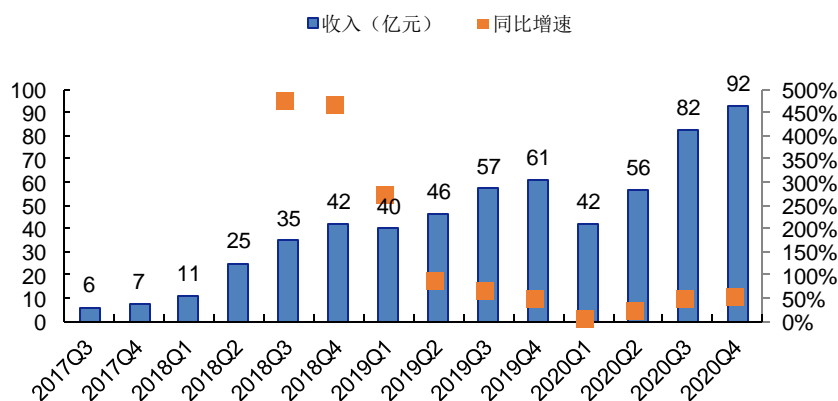


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2020Q4,到店、酒店及旅游业务的营业利润为28.2亿元/+21%,营业利润率39.5%/+2.8pct。营业利润率提升主要由于营销及线上流量获取的效率提高,部分被线下推广开支增加所抵消。

新业务及其他分部: 2020Q4 收入 92 亿元/同比+52%, 营业利润率-64.9%/-43.3pct。收入增长主要为四季度快速发展的美团优选业务贡献,其他如 B2B 供应链业务及共享单车业务也有所增长; 20Q4 新业务及其他分部的经营亏损 60 亿元, 同比 2019 年第四季度的-13 亿元显著扩大。主要因素是①四季度美团优选业务快速拓展,预计带来亏损 40-50 亿元,目前美团优选已经扩张到全国 90%以上的市县,未来几个季度公司会继续加大在社区团购业务的投入,该部分业务经营亏损预计将持续发生。②共享单车业务亏损加大,主要为恶劣天气导致的周转率下滑以及 2020 年下半年大量购买资产导致的折旧增长。

图 9: 新业务板块收入增长趋势

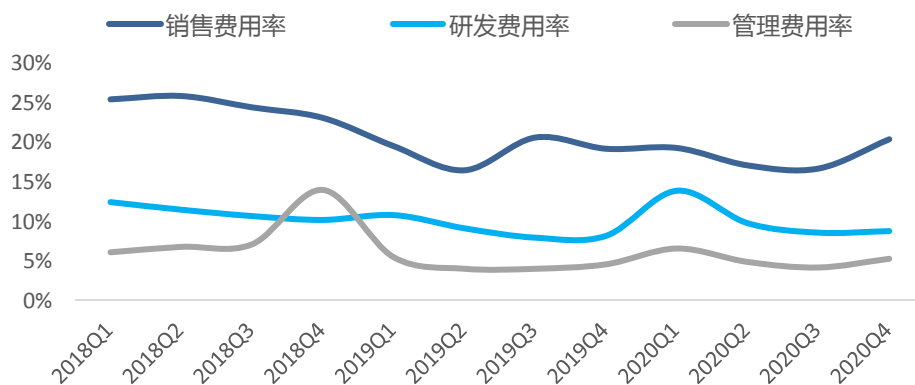


资料来源:公司公告,安信证券研究中心

2. 社区团购业务快速拓展导致三费率同比、环比均有所增长

2020Q4 销售费用率 20.2%/同比+1.2pct; 研发费用率 8.6%/+0.6pct; 管理费用率 5.1%/同比+0.7pct, 环比分别+3.7pct、+0.2pct、+1.1pct。各项费用率均同比、环比有所增长,主要为美团优选业务快速拓展导致相关的营销、人员费用增长以及外卖会员激励费用的增长等。

图 10: 2020Q4 期间费用率同比、环比均有所增长



资料来源:公司公告,安信证券研究中心

3. 投资建议

疫情趋缓下短期经营改善确定性强，长期增长潜力广阔。随着疫情进一步趋缓，公司到店酒旅业务经营将持续恢复常态，短期业绩改善确定性强。长期中，受益于①公司用户规模、商家规模、订单量等经营数据持续增长；②公司在现有业务上不断优化运营能力，通过丰富产品组合及服务体验进一步满足消费者需求；③社区团购业务在四季度爆发贡献较大收入增量。

投资建议：买入-A 投资评级。疫情趋缓核心业务经营稳健恢复，社区团购业务布局探索新的成长空间，长远来看行业空间远大公司仍处于起步阶段。我们采用分部 SOTP 估值法，考虑到不同业务盈利能力和特点：

- 1) 餐饮外卖：业务仍处于快速增长期，预计 2021/2022 盈利+124 亿/+197 亿，给与 2021 年 65 倍 P/E 估值。
 - 2) 到店酒旅：到店酒旅业务进入盈利阶段，预计 2021/2022 盈利+124 亿/+163 亿，给与 2021 年 45 倍 P/E 估值。
 - 3) 新业务：目前仍处于快速发展及投入期，预计 2021/2020 年收入分别为 500 亿/1000 亿，分别亏损 320 亿/亏损 400 亿，给与 6x2022E P/S。
- 整体对应 12 个月目标市值 22323 港币（汇率 1 人民币=1.19 港币）。

4. 风险提示

- 1) 外卖、到店需求不及预期。
- 2) 竞争态势恶化。
- 3) 新业务进展不及预期。
- 4) 行政监管风险。
- 5) 业务运营风险等。

表 1: 利润表 (亿元)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
营业收入							
主营营业收入	129.9	339.3	652.3	975.3	1147.9	1868.4	2756.8
YoY		161.22%	92.25%	49.52%	17.70%	62.76%	47.55%
毛利率							
主营业务收入	129.9	339.3	652.3	975.3	1147.9	1868.4	2756.8
主营业务毛利	59.4	122.2	151.0	323.2	340.5	448.4	744.3
毛利率	45.7%	36.0%	23.2%	33.1%	29.7%	24.0%	27.0%
营业成本							
销售成本	-70.5	-217.1	-501.2	-652.1	-807.4	-1420.0	-2012.5
YoY		208.06%	130.89%	30.10%	23.83%	75.86%	41.73%
期间费用							
销售费用	-83.4	-109.1	-158.7	-188.2	-208.8	-380.0	-523.8
占总营收比例	64.17%	32.15%	24.33%	19.30%	18.19%	20.34%	19.00%
研发费用	-23.7	-36.5	-70.7	-84.5	-108.9	-141.3	-193.0
占总营收比例	18.22%	10.75%	10.84%	8.66%	9.49%	7.56%	7.00%
管理费用	-17.2	-21.7	-58.3	-43.4	-55.9	-85.2	-128.7
占总营收比例	13.26%	6.40%	8.94%	4.45%	4.87%	4.56%	4.67%
其他收入-经营	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.0
其他经营净收益	2.1	2.1	7.5	25.3	31.6	25.0	27.3
财务收入	0.2	0.6	2.9	1.7	2.1	3.0	5.3
财务费用	-0.6	-0.2	-0.4	-1.9	-3.7	-2.0	-1.9
金融工具公允价值变动产生之收益/(亏损)	0.2	4.7	18.4	0.8	0.5	0.8	0.8
营业利润 (百万元)	-62.6	-38.3	-110.9	26.8	43.3	-131.1	-69.6
税前利润	-106.3	-189.3	-1154.9	27.6	44.4	-131.1	-69.6
所得税税率	-2.52%	-0.29%	0.00%	19.05%	-6%	15%	15%
所得税开支	-2.7	-0.5	0.0	-5.3	2.7	-19.0	-10.4
净利润	-57.9	-189.9	-1154.9	22.4	47.1	-112.1	-59.2
YoY		-227.7%	-508.2%	101.9%	110.5%	-338.0%	-47.2%
净利率	-44.6%	-56.0%	-177.1%	2.3%	4.1%	-6.0%	-2.1%
少数股东损益	-0.1	-0.7	-0.2	0.0	-0.7	0.0	0.0
占净利润比重		0.4%	0.0%	-0.1%	-1.49%	0.00%	0.00%
归母净利润	-57.9	-189.2	-1154.8	22.4	47.8	-112.1	-59.2
YoY		-226.7%	-510.5%	101.9%	91.4%	-334.5%	-47.2%
调整后归母净利润	-57.9	-188.7	-1152.9	21.6	47.8	-112.1	-60.2
YoY		-225.9%	-511.0%	101.9%	91.43%	-334.54%	-46.31%

资料来源: 招股书, 公司财报, 安信证券研究中心

表 2: 资产负债表 (亿元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产						
现金及现金等价物	194.1	170.4	134.0	170.9	230.4	532.2
交易性金融资产	25.1					
其他短期投资	274.3	455.9	494.4			
应收款项合计	30.3	56.6	102.7	10.3	10.7	14.0
应收账款及票据	4.3	4.7	6.8	6.6	10.3	13.6
其他应收款	25.9	52.0	95.9	0.5	0.4	0.4
存货	0.9	4.0	2.8	4.7	4.7	4.7
其他流动资产	44.6	44.5	87.6	697.2	697.2	697.2
流动资产合计	569.2	731.5	821.4	883.1	942.9	1247.9
非流动资产						
固定资产净值	9.2	39.8	53.8	139.2	226.5	342.8
权益性投资	19.5	21.0	22.8	131.8	131.8	131.8
持有至到期投资				-	-	-
可供出售投资				-	-	-
其他长期投资	60.6	63.2	71.7	-	-	-
商誉及无形资产	198.5	338.8	327.0	316.8	285.1	256.6
土地使用权				-	-	-
其他非流动资产	4.2	12.4	23.5	194.9	256.1	321.8
非流动资产合计	292.0	475.1	498.8	782.7	899.5	1053.0
总资产	861.2	1206.6	1320.1	1665.7	1842.4	2301.0
流动负债						
应付账款及票据	26.7	53.4	67.7	162.7	220	150
应交税金	8.3	7.4	0.9	1.5	1.7	1.9
交易性金融负债						
短期借贷及长期借贷当期	1.6	18.0	35.5	64.0	10	10
到期部分						
其他流动负债	168.6	239.4	261.8	284.8	284.8	284.8
流动负债合计	205.2	318.3	365.9	511.5	288.8	288.3
非流动负债						
长期借贷		4.7	4.7	19.6	19.6	19.6
其他非流动负债	1036.2	18.6	29.0	158.4	158.4	158.4
非流动负债合计	1036.2	23.3	33.7	177.9	177.9	177.9
总负债	1241.4	341.5	399.6	689.4	466.7	466.2
股东权益						
优先股						
普通股股本						
储备	-400.6	946.2	921.1			
库存股						
其他综合性收益	-5.0	-81.2				
普通股权益总额	-405.6	865.0	921.1			
归属母公司股东权益	-405.6	865.0	921.1			
少数股东权益	0.6	0.1	-0.6	-0.6		
股东权益合计	-405.0	865.1	920.5	976.3	1,375.7	1,834.8
总负债及总权益	836.3	1206.6	1320.1	1,665.7	1,842.4	2,301.0

资料来源: 招股书, 公司财报, 安信证券研究中心

表 3: 现金流量表 (百万元)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
将净利润调整为经营活动的现金流量						
净利润	-189.2	-1154.8	2,238.8	4707.60	-173.74	23304.78
加: 折旧与摊销	8.4	53.7	4,845.8	5140.23	6155.13	6906.64
营运资本变动	25.1	-49.9	-2,645.5	-50.00	-60.00	-60.00
其他非现金调整	152.5	1059.2	1,135.1	50.00	30.00	30.00
经营活动产生的现金流量净额	-3.1	-91.8	5,574.2	8,475.01	5,951.39	30,181.42
投资活动						
出售固定资产收到的现金	0.0	0.2	62.3			
减: 资本性支出	7.5	22.8	3,001.7	-21217.00	35.00	45.00
投资减少	523.1	786.9	170,571.9	95.00	105.00	115.00
减: 投资增加	667.3	929.7	177,786.9	80.00	90.00	90.00
其他投资活动产生的现金流量净额	0.1	-69.0	-19.5	6.00	8.00	8.00
投资活动产生的现金流量净额	-151.6	-234.4	-10,174.0	-21232.00	-12.00	-12.00
筹资活动						
债务增加	3.1	27.8	4,107.0	17340.08	85.00	85.00
减: 债务减少		10.6	893.8	75.00	75.00	75.00
股本增加	259.7	286.7	444.9			
减: 股本减少	6.5	8.5				
支付的股利合计		0.0				
其他筹资活动产生的现金流量净额	-1.3	-2.4	-2,543.9	-3.00	-3.00	-3.00
筹资活动产生的现金流量净额	255.1	293.0	1,114.3	17,418.08	7.00	7.00
现金净流量:						
汇率变动影响	-0.1	10.1	-173.4	-963.70		
其他现金流量调整		-0.5	11.5			
现金及现金等价物净增加额	100.3	-23.7	-3,647.5	4,661.07	5,946.39	30,177.42
现金及现金等价物期初余额	93.8	194.1				
现金及现金等价物期末余额	194.1	170.4	17,043.7	13,396.19	17,093.56	23,039.95

资料来源: 招股书, 公司财报, 安信证券研究中心

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先恒生指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先恒生指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与恒生指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后恒生指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后恒生指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于恒生指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于恒生指数波动;

■ 分析师声明

刘文正、杜一帆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034