

# 美团——移动互联网下半场的无边界巨人

**束海峰**

**执业编号：S0360514060001**

**联络电话：010-66500831**

**李妍**

**执业编号：S0360517080002**

**联络电话：021-20572557**

**王薇娜**

**执业编号：S0360517040002**

**联络电话：010-66500993**

**联系人：靳相宜**

**联系电话：13311377396**

**邮箱：jinxiangyi@hcyjs.com**

本报告由华创证券有限责任公司编制

报告仅供华创证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。报告信息均来源于公开资料，华创对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。

请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。

www.hczq.com

## 前言

- 美团是移动互联网的服务赛道上的超级平台,生活服务行业具有25-30万亿的市场空间,目前线上化率不到15%。美团作为行业内的唯一超级平台,或将有可能成长为BAT之后的第四级。
- 无边界、重协同是公司的核心竞争力。美团重视平台本身的协同能力,无边界的扩展,不停的寻找可盈利的业务, **形成客流和营收的内部循环系统。**
- 餐饮外卖业务有望迎来GMV高速增长,成为平台的流量运营支柱。我们判断2020年外卖业务GMV有望达到5500亿元,美团总GMV有望达到1.5万亿元。
- B端红利料将是平台未来最大看点。 **生活服务平台模式本质为供给决定需求。**

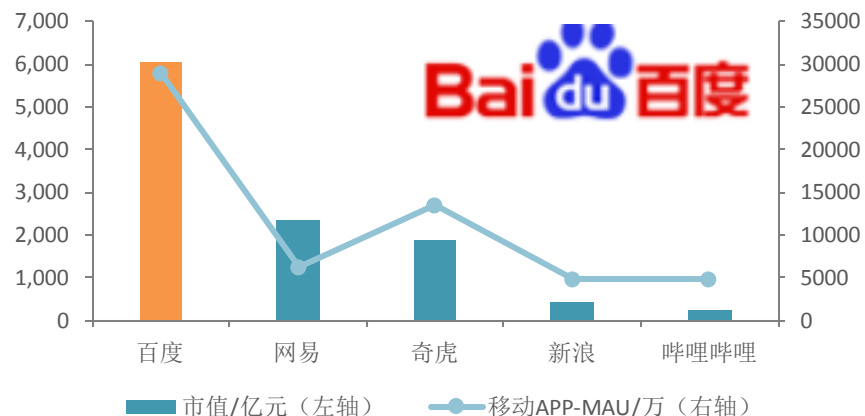
- 美团商业模式
- 美团基本情况
- 餐饮外卖业务
- 酒旅到店业务及其他
- 摩拜、打车及生鲜

## SECTION 1

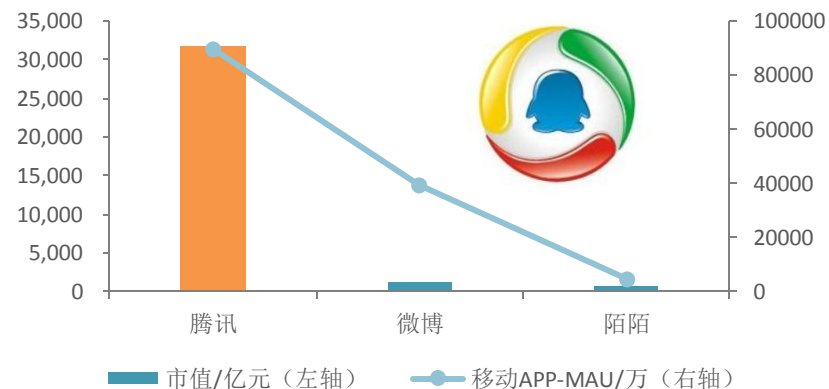
---

# 美团商业模式

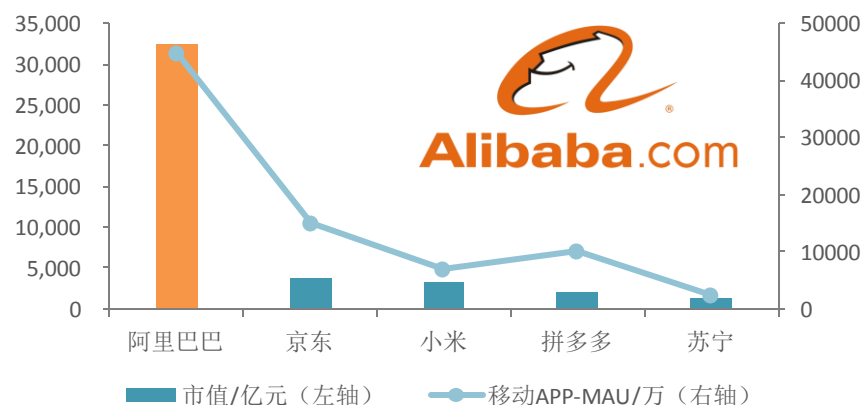
## 人与信息的连接



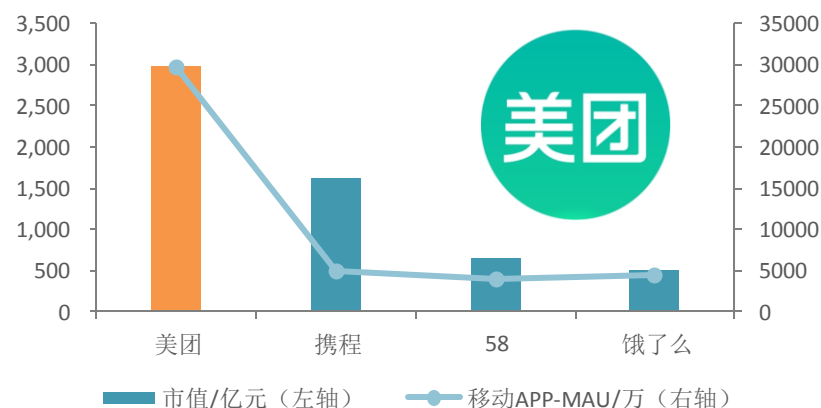
## 人与人的连接



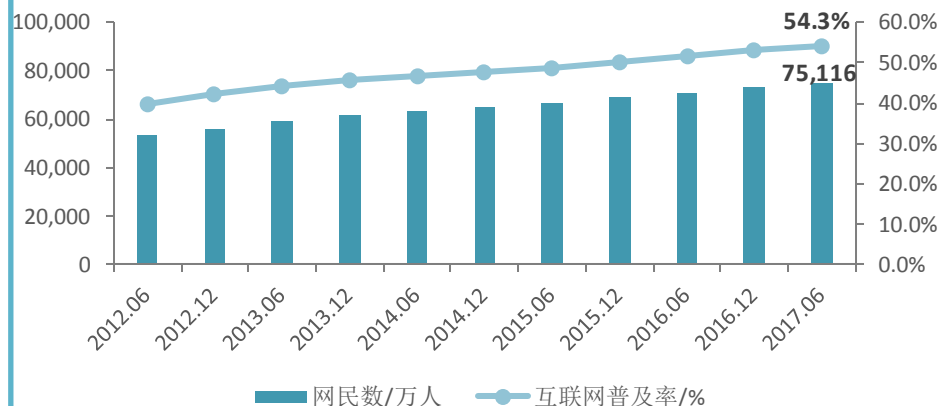
## 人与商品的连接



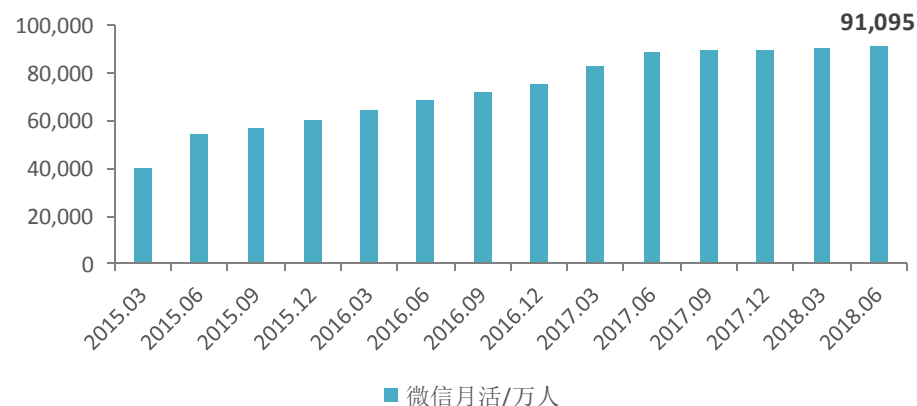
## 人与服务的连接



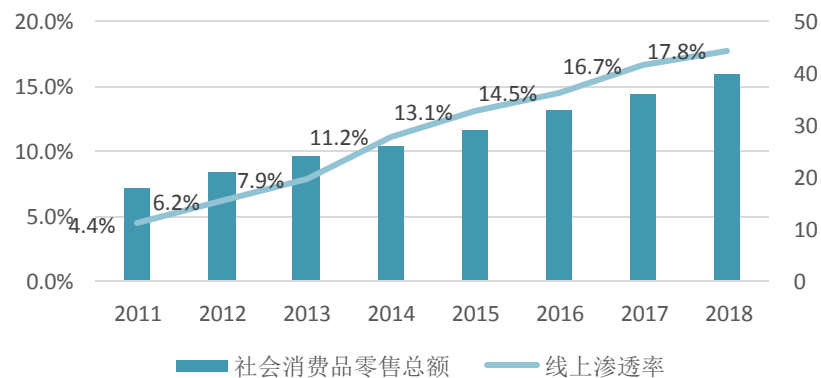
## 信息娱乐在线渗透率



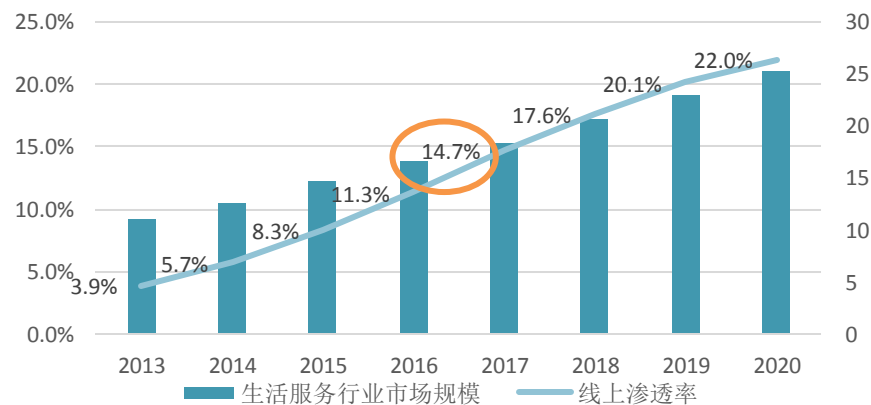
## 社交网络在线渗透率



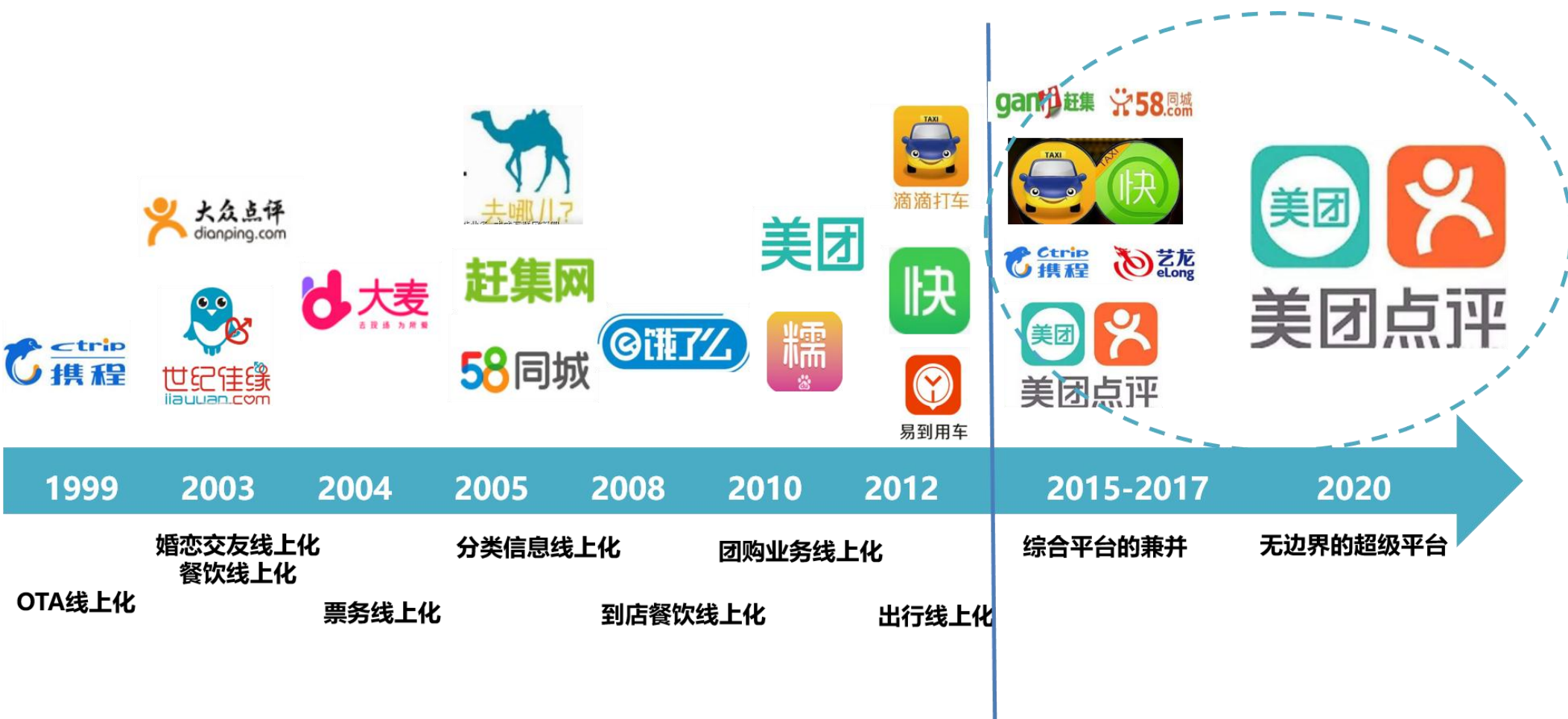
## 零售业市场规模与线上渗透率



## 生活服务行业市场规模与线上渗透率



图表：各垂直领域走向综合平台，最后融合成为超级平台



图表3：主要在线服务公司基本情况对比

公司名称	领域	市值/亿美元	月均MAU（万） (2017-12)	GMV/亿元	成立时间	2017年营收/亿元
新美大	综合服务生活电商	IPO申报阶段	2980	3570	2010年	339.3
58同城/赶集	在线分类信息	98	249	100	2005年	100.9
携程/去哪儿	在线酒旅	247	1500	6000	1999年	267.8
滴滴快滴	本地出行		1200	1650	2012年	
飞猪	在线酒旅	阿里旗下，未上市	228		2014年	
饿了么	在线外卖	2018年被阿里收购	51.6	1490	2008年	
百度外卖	在线外卖	2017年被饿了么收购	10.2		2014年	
大麦网	在线票务	阿里旗下，未上市			2004年	

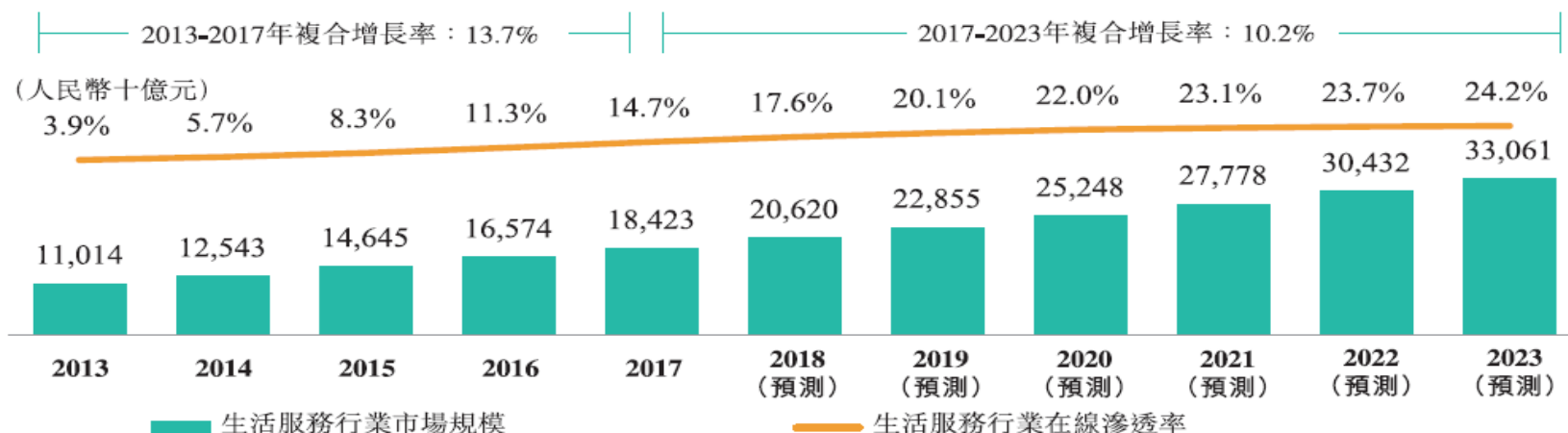
资料来源：wind，企业官网，极光大数据，Trustdata。市值、GMV、MAU均为2017年年末数据。



	人	量	利	额
市场有多大	10亿用户 1200万商户	/	/	20万亿
线上有多大	4亿用户 660万商户	/	/	3-4万亿
 我有多大	3亿用户 550万商户	4500万/日	36%	3600亿

资料来源：IPO招股说明书，艾瑞咨询，CNNIC, 美团日订单量包含摩拜单车日订单量

生活服务行业市场规模（交易额）及线上化率





资料来源：美团招股说明书

	吃	住	行	娱	其他
全量GMV	3.98万亿 (餐饮)	0.4万亿 (酒店住宿)	/	/	/
线上GMV	1.1万亿 (餐饮)	0.12万亿 (酒店住宿)	0.27万亿 互联网出行	0.28万亿 (娱乐美业婚庆等)	1.7万亿
美团GMV	2400亿 (到店餐饮+外卖)	400亿 (酒店住宿)	280亿 (打车及其他)	490亿 (到店综合业务)	/

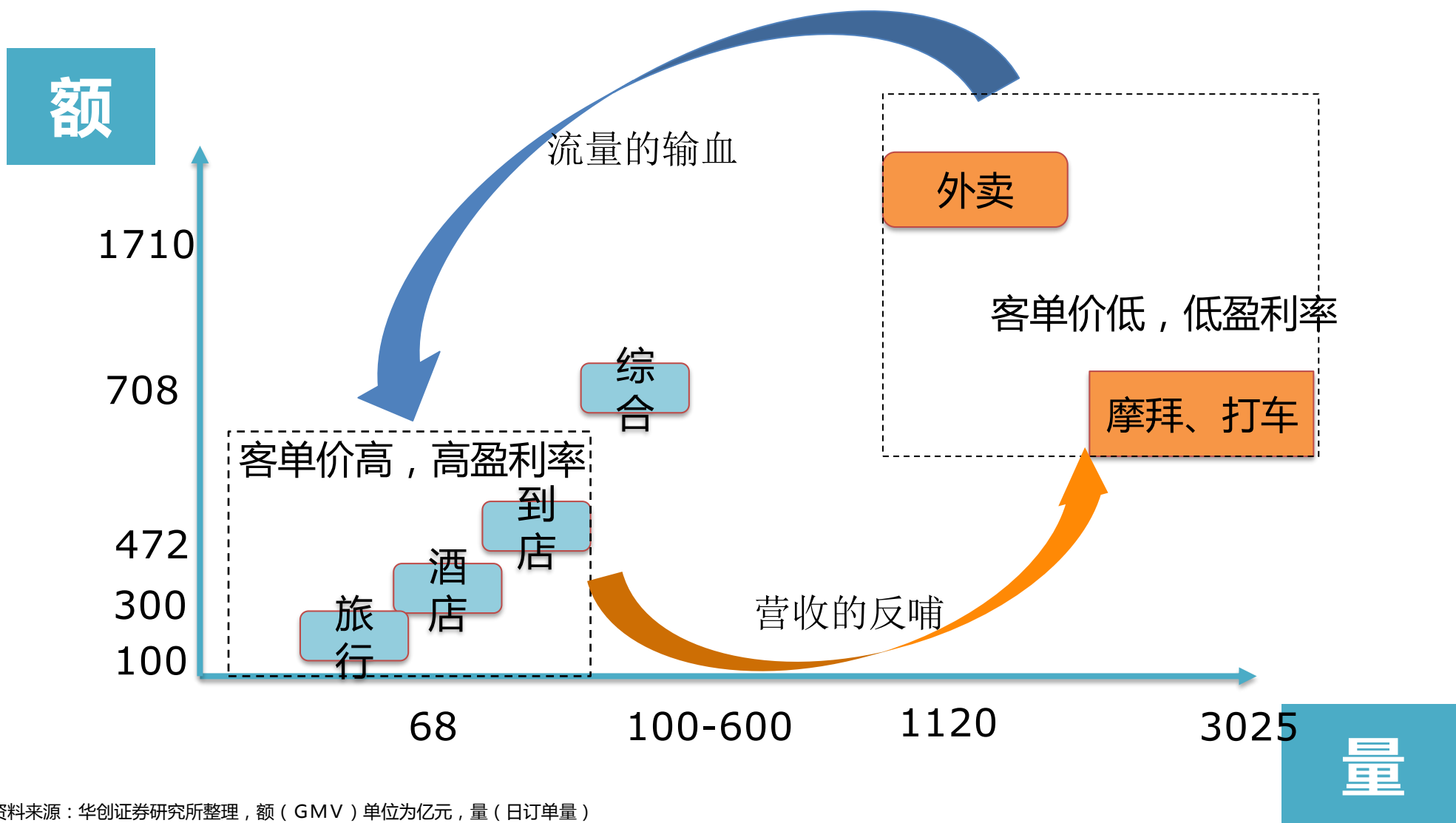
资料来源：美团招股说明书，CNNIC、中商产业研究院，美团GMV为2017年数据，分解各项为2017年数据

# 美团各业务人量利额四维度评估

		人	量	利	额	
	到家（外卖）	商家：550万 用户：2.5亿	1120万	8%	2017	2020E
					1710亿	5449亿
	到店 传统团购业务	用户：2.4亿	100万-600万	80%以上	2017	2020E
					1180亿	5445亿
	酒旅	酒店数：33.9万	68万	80%以上	2017	2020E
					400亿	1531亿
	出行	用户数：2亿	3000万（摩拜） 25万（打车）	45%	2017	2020E
					100亿	2053亿

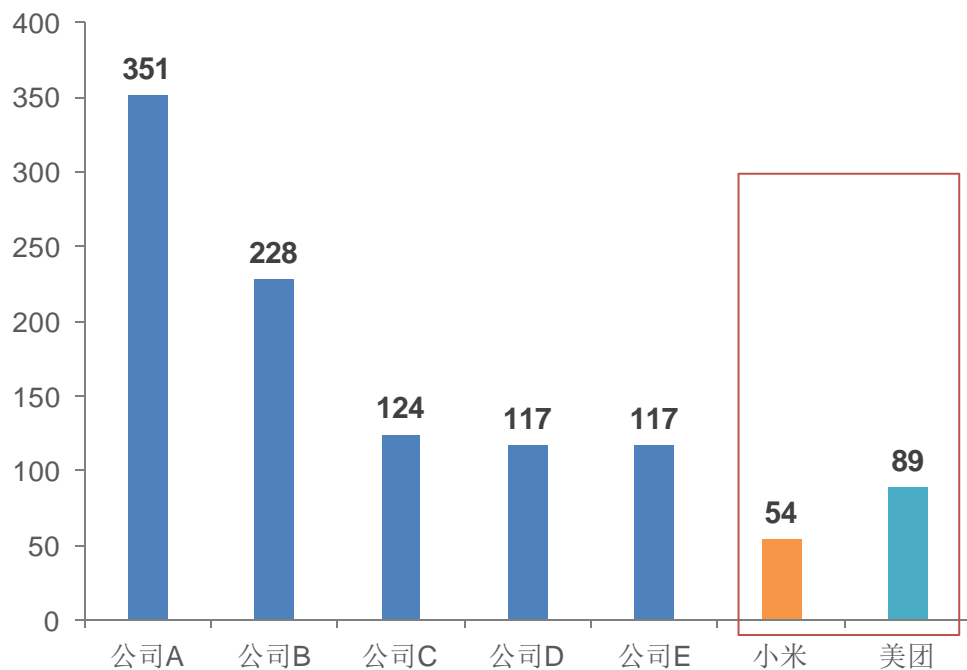
资料来源：美团招股说明书，酒店产权网研究中心、携程年报、华创证券研究所测算、量为单日订单量，酒旅量为间夜量，GMV为年度GMV，数据除出行外，皆为2017年数据

# 美团基本商业模式——美团的内部流量循环生态

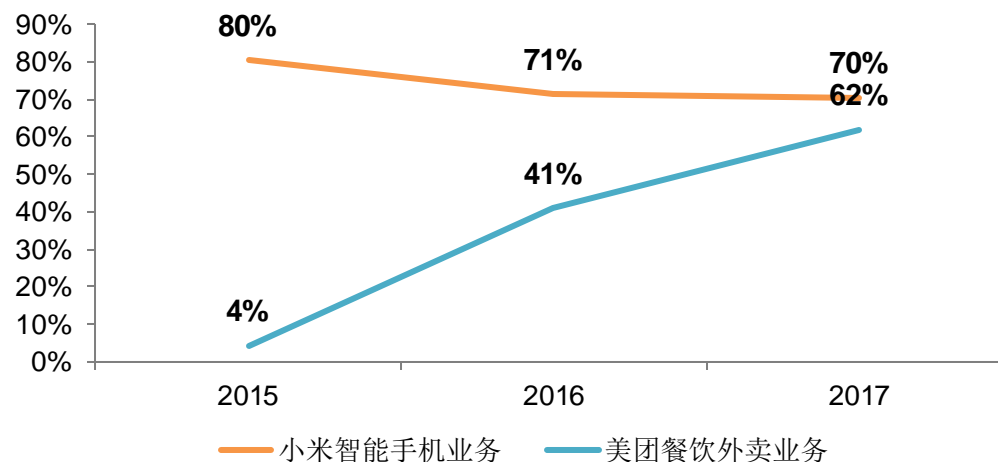




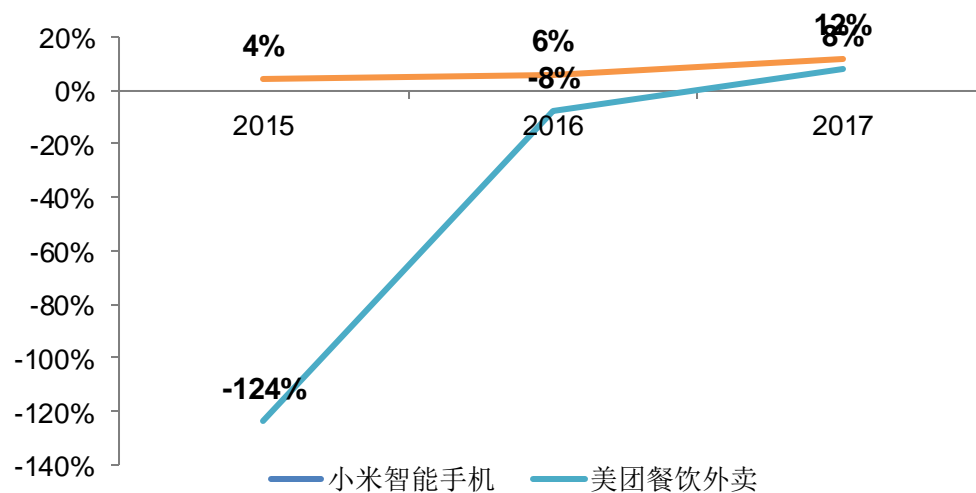
图表：2017年主要互联网公司获取新客月活成本比较（单位：元）



图表：小米智能手机业务占收比与美团餐饮外卖业务占收比较



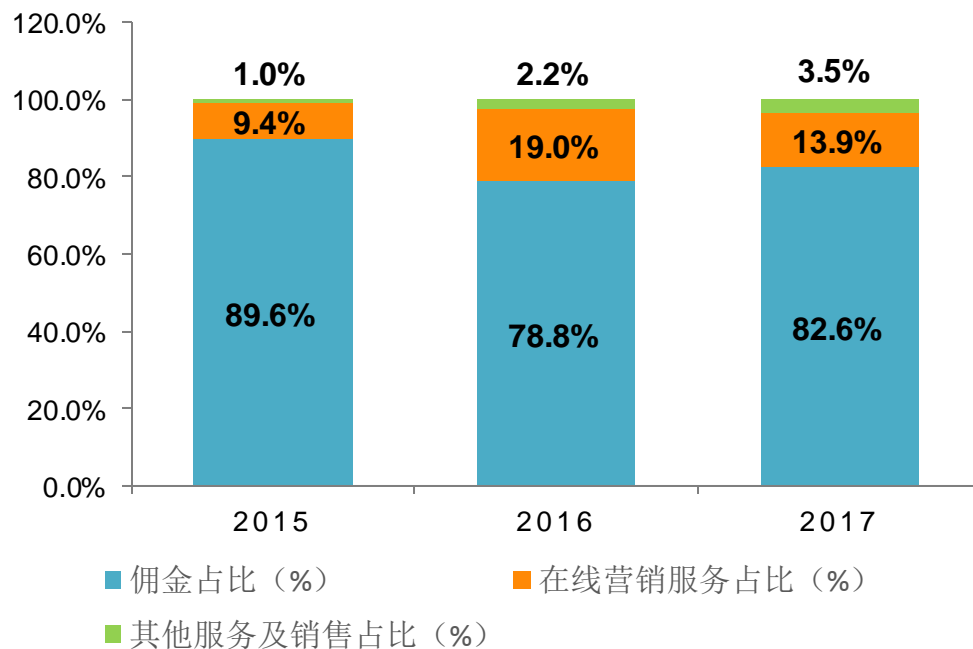
图表：小米智能手机业务与美团餐饮外卖业务毛利率比较



# 以佣金为核心的收入构成

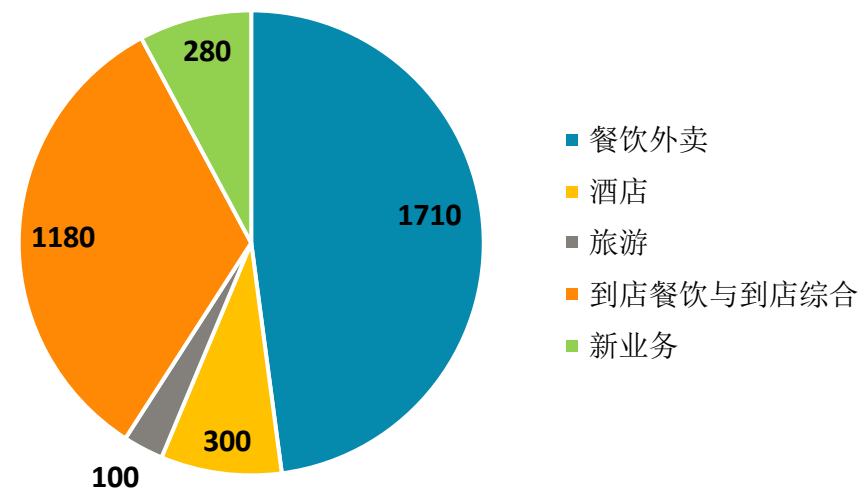
$$\text{收入} = \text{GMV} * \text{佣金提成} + \text{广告费} + \text{其他服务}$$

图表：2015-2017年美团收入结构（单位：元）



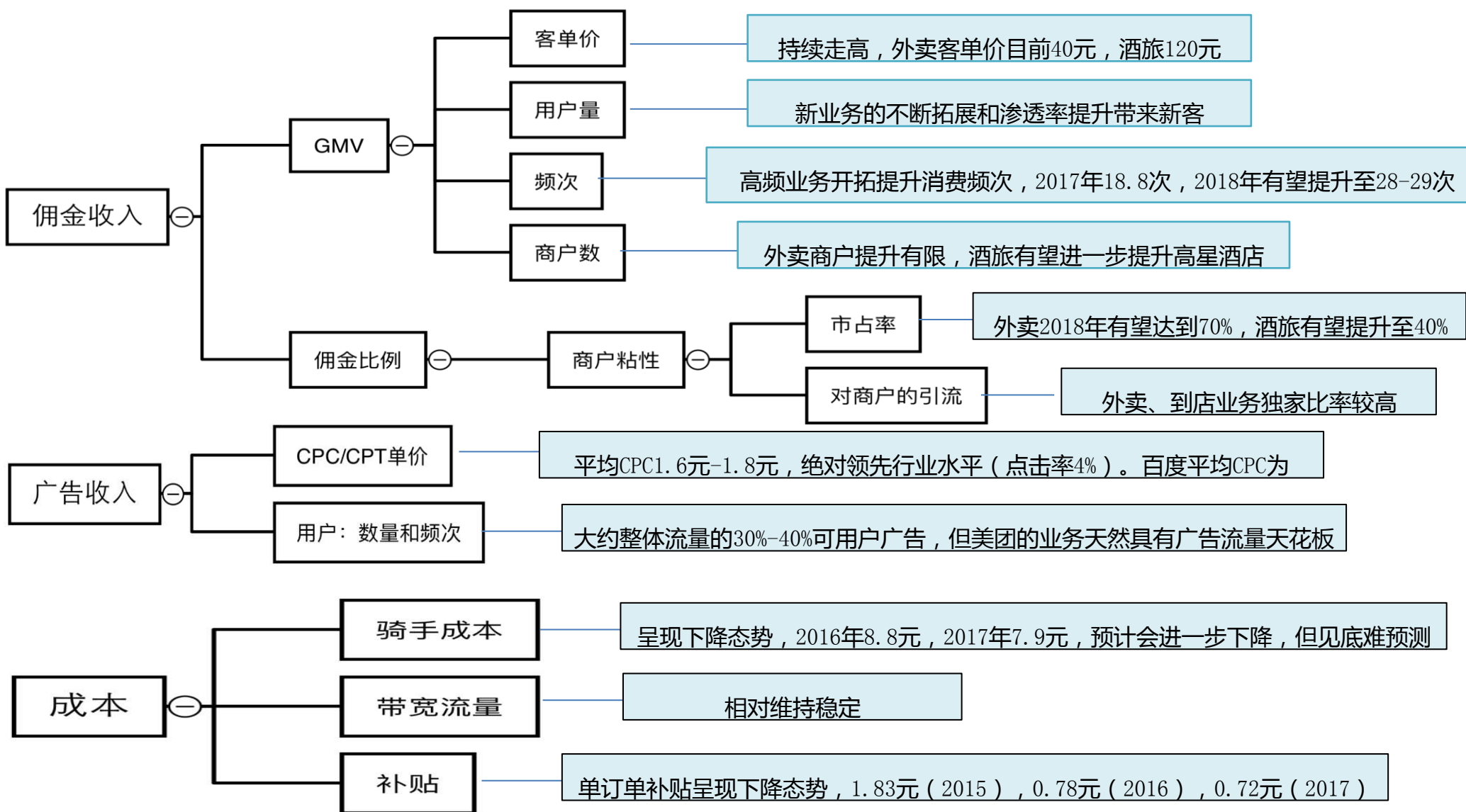
资料来源：美团招股说明书

图表：美团2017年各项业务GMV（单位：亿元）



资料来源：美团招股说明书

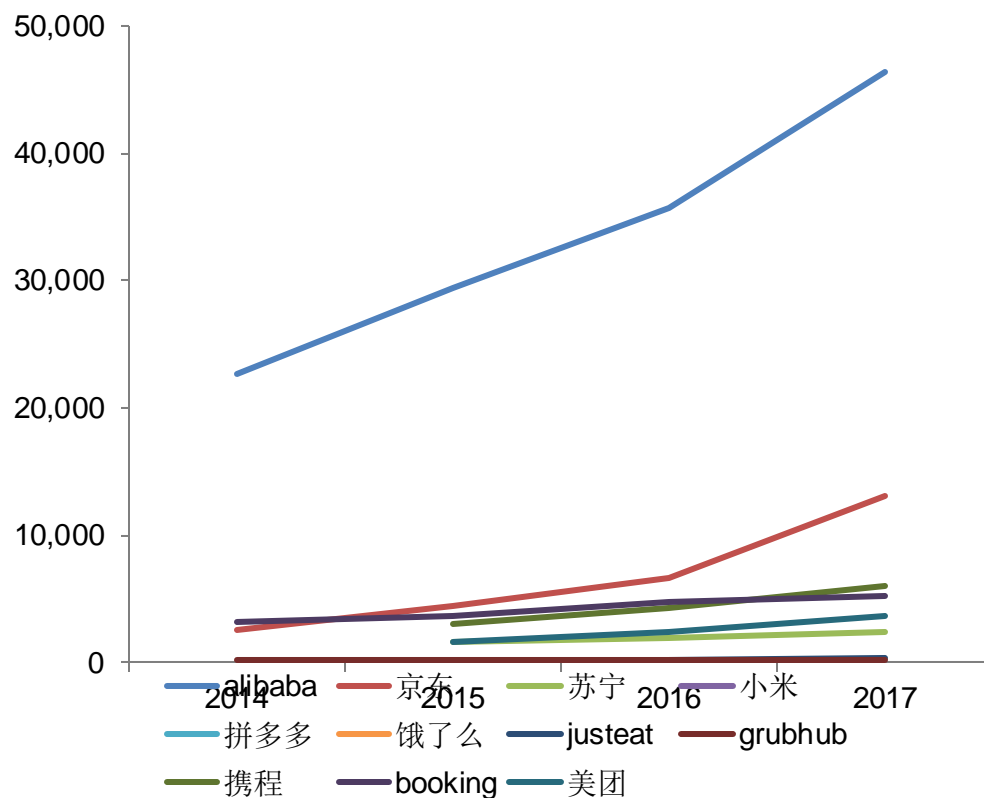
# 美团的主要收入与成本结构——供给决定需求



# 超级平台的核心指标——GMV、MAU

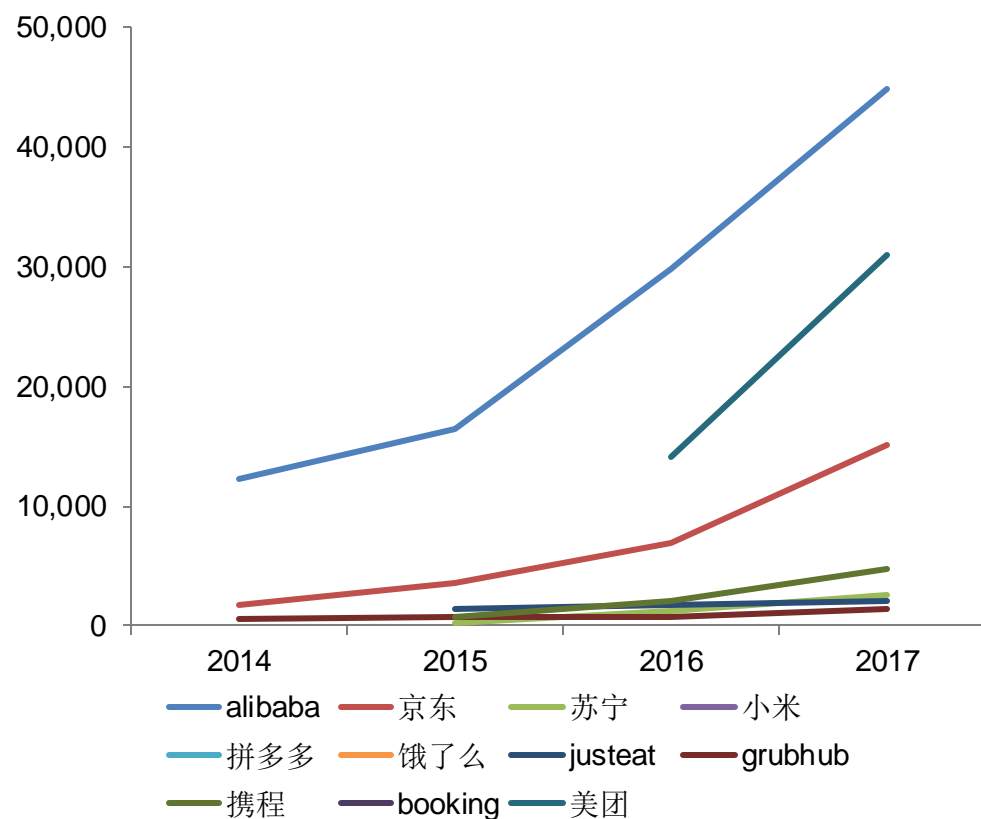
- 美团GMV 3570亿元，位居阿里巴巴、京东、携程、booking之后
- 美团平台MAU: 3.1亿，仅次于阿里巴巴

图表：2014-2017年可比平台GMV（单位：亿元）



数据来源：Wind/ 公司年报/公司官网/华创证券

图表：2014-2017年可比平台MAU（单位：万）



数据来源：Wind/ 公司年报/公司官网/华创证券



图表：同类公司估值比较

行业分类	公司名称	市值（亿元）	P/GMV	P/MAU	PE 2018	PE 2019	PE 2020	PS 2018	PS 2019	PS 2020
电商	阿里巴巴	28498	0.61	0.64	30.82	23.70	18.15	8.23	5.97	4.57
	京东	3854	0.30	0.25	64.07	39.67	27.06	0.77	0.61	0.51
	苏宁	1144	0.47	0.45	38.55	51.11	37.79	0.51	0.41	0.33
	小米	3588	1.48	0.50	50.79	29.45	22.95	2.34	1.79	1.42
外卖	饿了么	579	0.39	0.13						
	Justeat	466	1.61	0.22	45.34	34.89	26.33	8	6.56	5.58
	Grubhub	407	1.65	0.28	62.78	49.23	38.16	10.35	8.22	6.66
OTA	booking	5538	1.05	3.82	22.85	19.92	17.46	6.65	5.88	5.2
	携程	1479	0.25	0.31	36.64	26.87	19.62	5.14	4.09	3.44
均值			0.87	0.73	43.98	34.4	25.9	5.25	4.19	3.46

数据来源：美团招股说明书，wind，各公司财报，华创证券研究所测算

图表：美团GMV及估值

GMV/亿元			估值（亿元）		
2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
6863	10257	14978	5971	8924	13031

数据来源：美团招股说明书，wind，华创证券研究所测算

# 美团各业务GMV 模型

图表：美团各业务GMV 模型

业务分项	单位：人民币亿元	2017	2018E	2019E	2020E
餐饮外卖	餐饮业交易额	39844	44000	47680	51897
	餐饮外卖线上化率	8%	10%	12%	15%
	外卖市场线上总交易额	3148	4400	5722	7785
	美团市占率	54%	68%	70%	70%
	<b>美团外卖GMV</b>	<b>1710</b>	<b>2992</b>	<b>4005</b>	<b>5449</b>
到店餐饮 (含到店综合)	到店餐饮线上交易额	7450	10890	14460	18150
	美团市占率	16%	20%	25%	30%
	<b>美团到店GMV</b>	<b>1180</b>	<b>2178</b>	<b>3615</b>	<b>5445</b>
酒旅	酒旅行业交易额	4044	6250	6800	7430
	酒旅行业线上化率	32%	36%	39%	41%
	酒旅行业线上总交易额	1278	2231.25	2632	3061
	美团市占率	31%	40%	45%	50%
	<b>美团酒旅GMV</b>	<b>400</b>	<b>892.5</b>	<b>1184</b>	<b>1531</b>
出行	出行业务线上交易额	2700	4050	5265	6845
	美团市占率	4%	12%	20%	30%
	<b>美团出行GMV</b>	<b>100</b>	<b>500</b>	<b>1053</b>	<b>2053</b>
	<b>其他业务</b>	<b>180</b>	<b>300</b>	<b>400</b>	<b>500</b>
合计	<b>美团GMV合计</b>	<b>3570</b>	<b>6863</b>	<b>10257</b>	<b>14978</b>

资料来源：美团招股说明书，艾瑞咨询、滴滴财报、携程财报

## 营销服务

- 效果广告
- 商户竞价排名广告

## 物流服务

- 美团专送
- 快送
- 众包

- 佣金收入：2017年19亿
- 广告收入：2017年36亿

## 经营服务

- 预订业务：国内竞争对手“美味不用等”估值30亿
- 点菜业务

## 金融服务

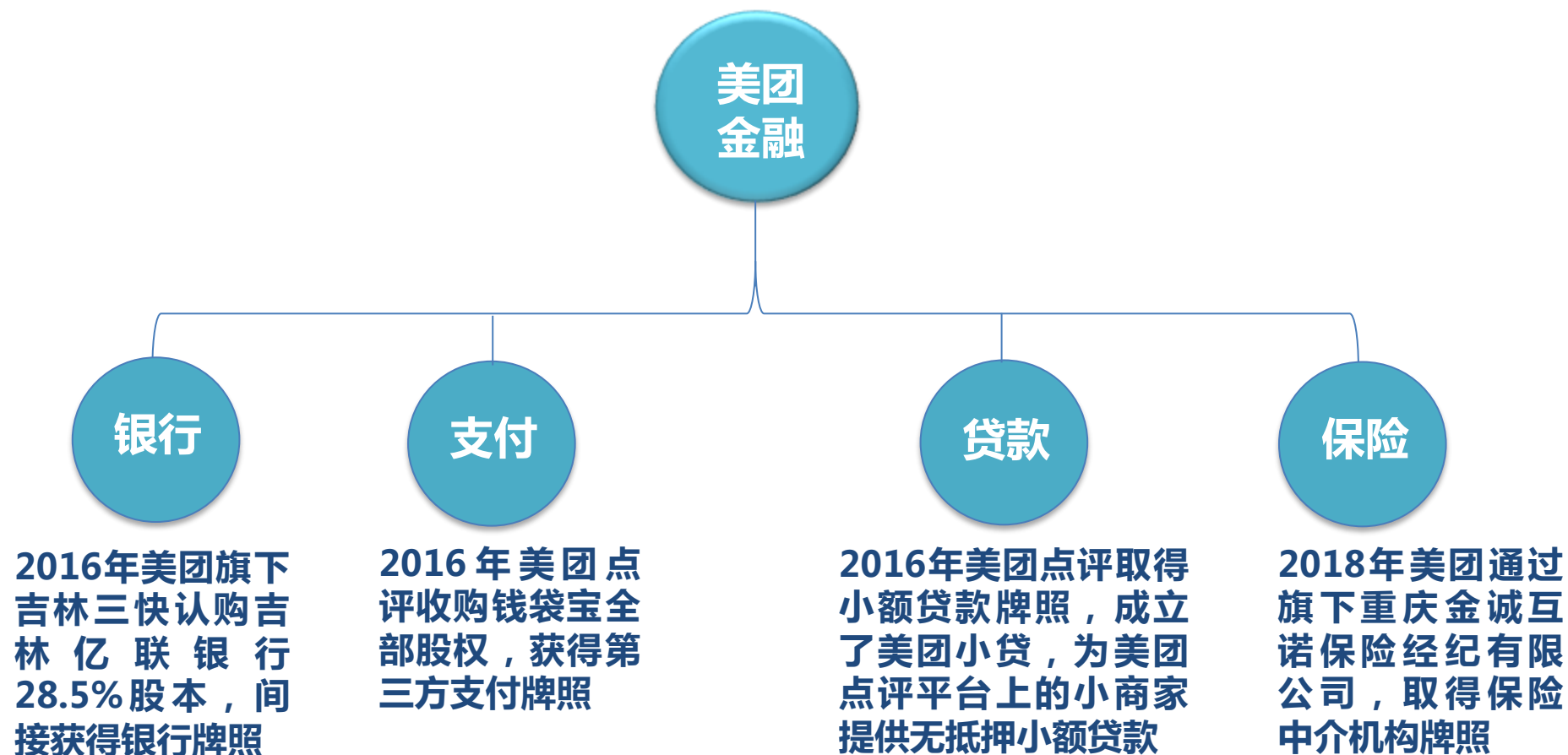
- 银行
- 支付
- 贷款
- 保险业务

## IT 服务

- POS
- 美团支付
- ERP系统

- 供应链服务收入——建立点餐、预订、收银、POS、CRM、统一的收费方案
- 金融服务收入——商户贷款、支付各项业务

## 2017年美团注册了北京美团金融科技有限公司



## 无边界

- 业务发展没有边界，吃、住、行、购、娱无死角覆盖

## 长尾打败核心

- 避开BAT正面战场，利用长尾打败核心，利用下沉打败集中

既往不念  
纵情向前

## 追求复用

- 用人效率——美团用人的核心思路是人的复用，从客服到配送，强调人的复用，人效成本
- 成本效率——较低的流量成本与获客成本
- 时间效率——开展新业务善用闪电战

## 相互协同

- 吃住行娱购场景本身具有相互转化属性
- 高频业务带动低频业务，盈利补血非盈利业务具有持久作战能力

## SECTION 2

---

# 美团基本情况

图表：美团发展历程



数据来源：美团招股说明书，华创证券整理

# 美团管理团队——王兴的自己人们



王兴，联合创始人  
执行董事首席执行官兼董事长

## 前端业务



王慧文  
外卖、出行业务



陈亮  
酒旅业务



张川  
到店业务

## 后端业务



黄海  
点评平台  
广告业务



陈亮  
美团平台



罗道锋  
数据与研发



陈少晖  
战略投资



穆荣均  
金融业务



刘琳  
人力资源



1

2004年

多多友

- SNS 网站
- 失败

2

2004年

游子图

- SNS 网站
- 失败

3

2005年

校内网

- 上市后于17年市值缩水八成，唯一亮点人人游戏拆分
- 团队没问题，方向没问题，就是缺钱

4

2007年

饭否

- 2009年关停后，一年后复活，如今艰难的活着
- 不缺钱，团队也可以，产品不错，时机也好，不懂政治

5

2007年

海内网

- 2009年关闭
- 不缺钱，方向没问题，团队也没问题，政治上也没问题，但产品不行

6

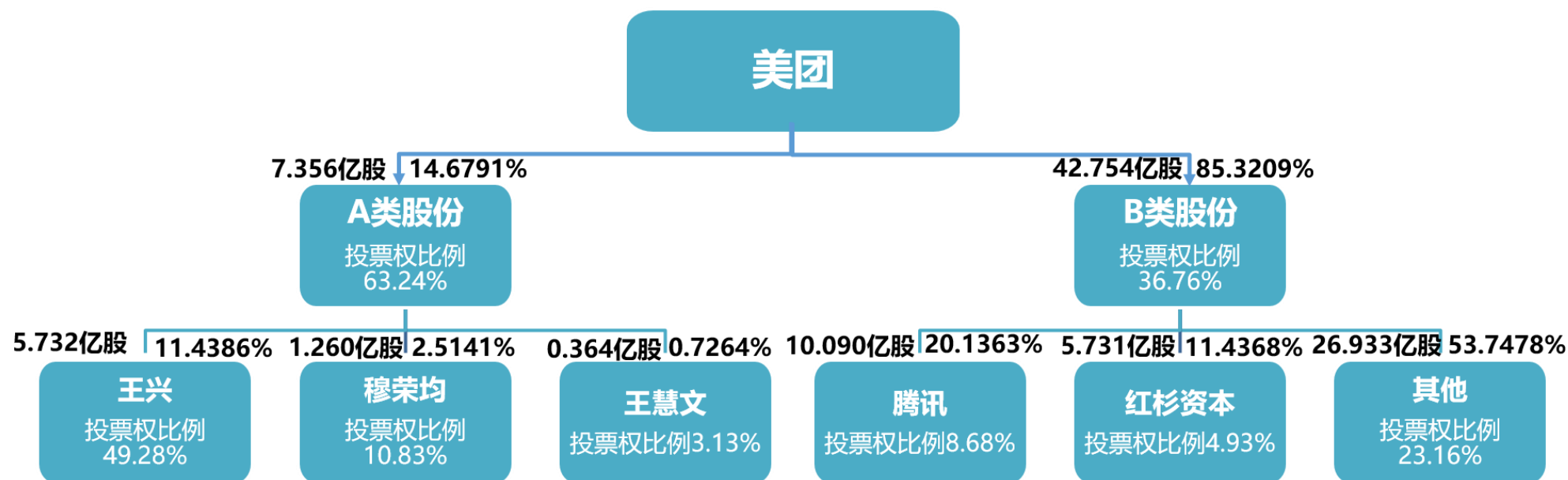
2010年

美团

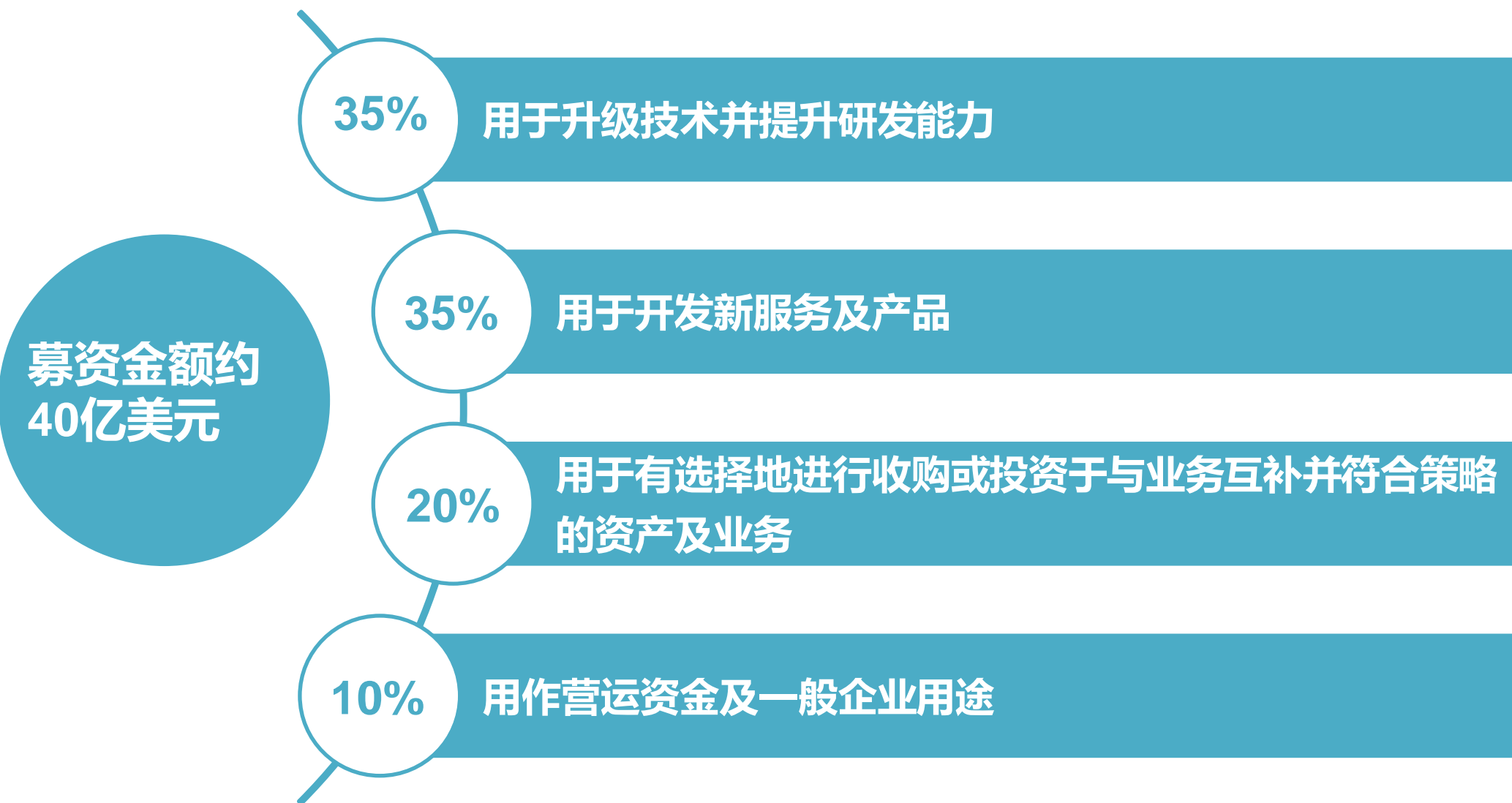
- 大众服务类平台
- 6月25日 港股IPO

- 美团采用“同股不同权”的机构，分为A类股份和B类股份。A类股份每股有10票投票权，B类有1票。创始人王兴、穆荣均、王慧文为A类股份。其他机构持B类股份。
- 王兴为最主要控股股东。共同创办人、执行董事、行政总裁兼董事会主席王兴将经由两个中介实体Crown Holdings及 Shared Patience拥有5.73亿股A类股份的权益，为最主要控股股东。

图表：美团股权及投票权结构



数据来源：美团招股说明书，华创证券整理



- 基础业务分为：到家（大零售）、到店、酒旅和出行四大板块。
- 以美团、点评、外卖等几个核心平台为主，开展各项基础业务。
- 平台MAU: 3.1亿。美团外卖2.5亿，美团2.4亿，点评0.7亿。

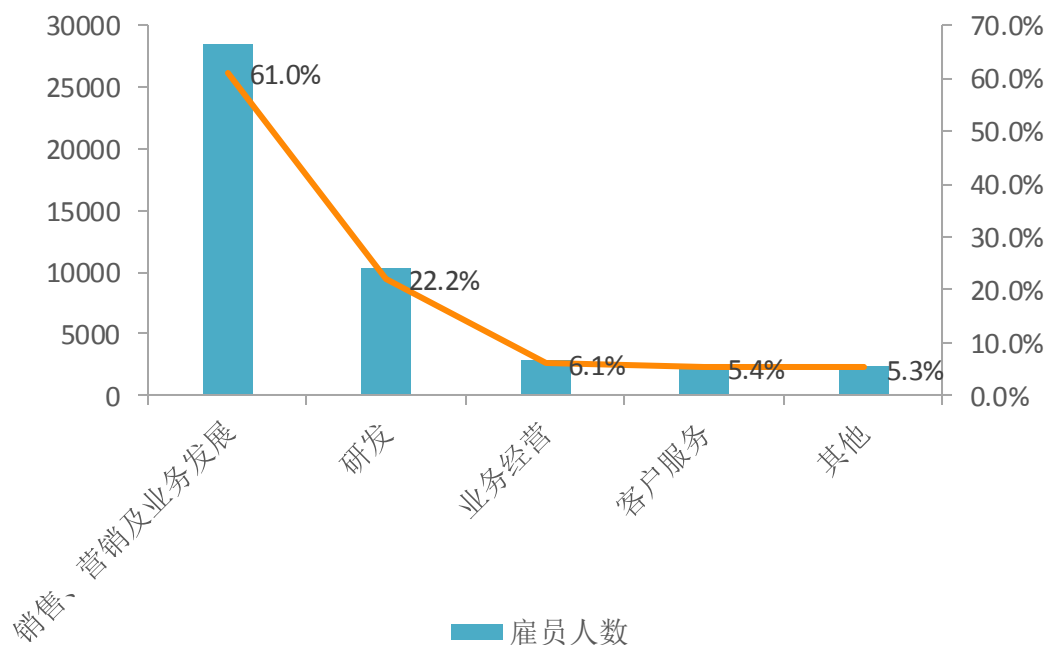
图表：新美大基础业务结构



# 员工总数及分布——BD（地面销售）占比60%

- 基础业务分为：到家（大零售）、到店、酒旅和出行四大板块。
- 以美团、点评、外卖等几个核心平台为主，开展各项基础业务。
- 平台MAU: 3.1亿。美团外卖2.5亿，美团2.4亿，点评0.7亿。

图表：公司员工种类分布情况



数据来源：美团招股说明书

图表：主要平台公司员工及薪酬情况

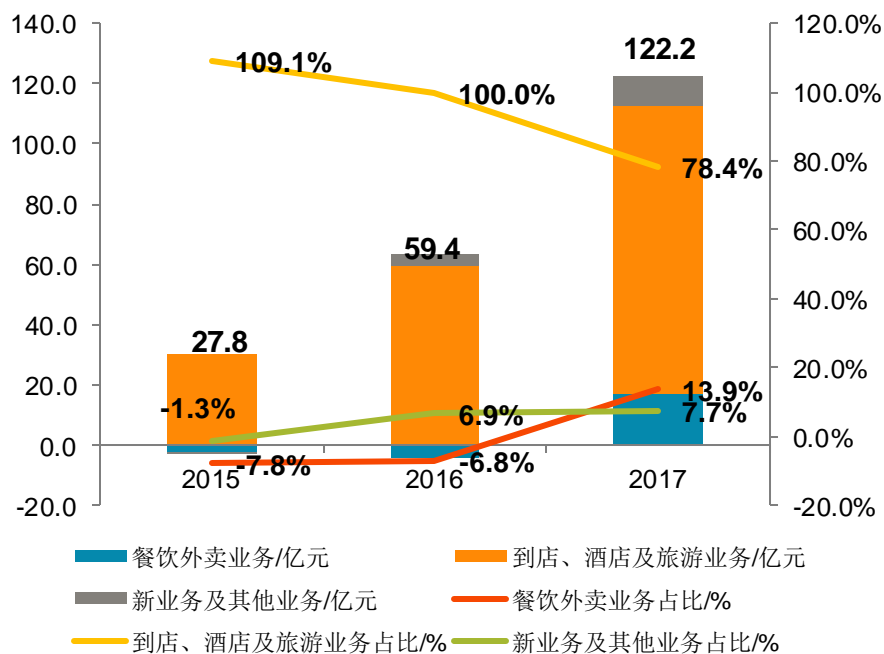
公司名称	员工数（万人）	平均年薪
美团	4.6	11万
腾讯	4.5	54万-78万
阿里巴巴	5.0	60-80
百度	3.9	50-70万
携程	3.7	

数据来源：美团招股说明书，阿里巴巴年报，腾讯年报，百度年报，华创证券研究所

# 近三年的营业收入和毛利结构

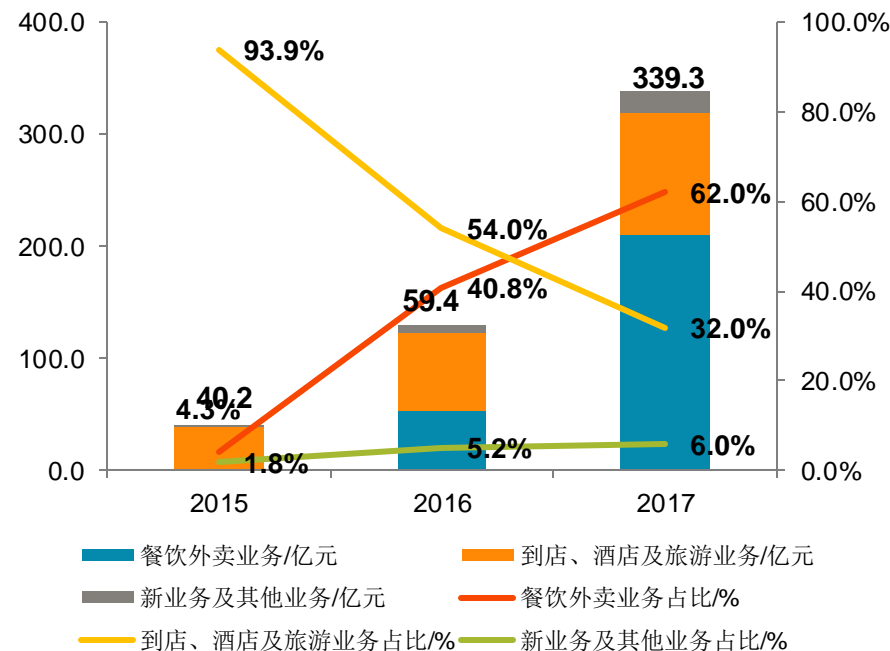
- 主要收入来自于佣金和广告。
- 餐饮外卖业务毛利较低但增速迅猛，为收入主要来源，但属于重资产（配送成本高）业务，毛利2017年转正8%
- 到店酒旅业务贡献了主要利润来源。属于轻资产业务，高毛利88%

图表：2015-2017年美团分业务毛利及占比



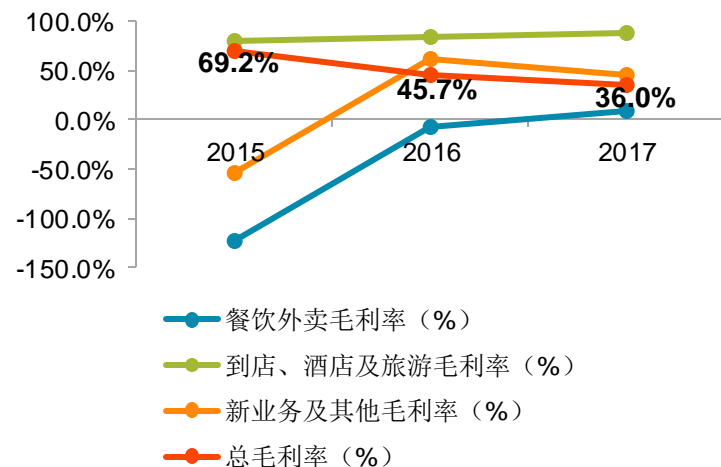
数据来源：IPO招股说明书，华创证券

图表：2015-2017年美团分业务营业收入及占比



数据来源：IPO招股说明书，华创证券

图表：2015-2017年美团毛利率变动比



数据来源：IPO招股说明书，华创证券

# 餐饮外卖业务收入VS 成本

收入

=

GMV

\* 佣金提成  
11.8%

+

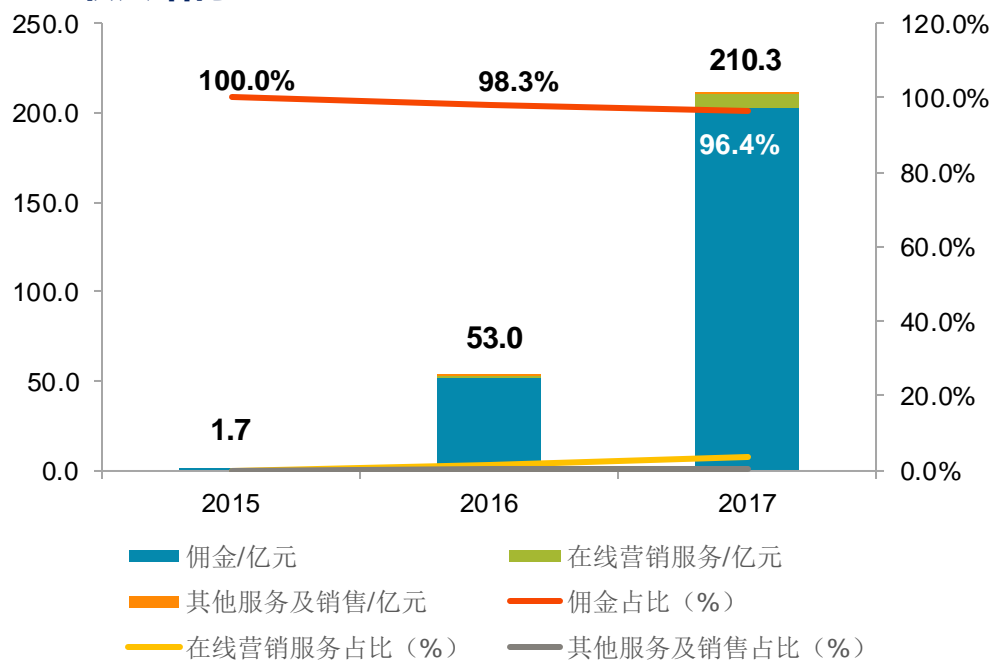
广告费

+

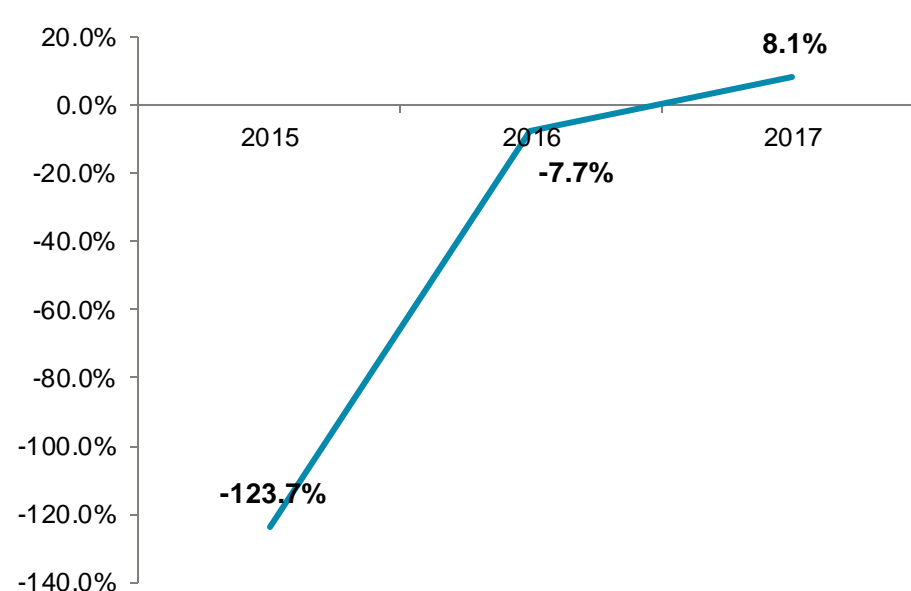
其他服务  
用户收费

- 2017年外卖收入210亿元，增长296.8%，占总收入比62%。
- 佣金收入202亿，广告收入7.1亿。
- 2017年餐饮外卖GMV 1710亿元，平均客单价41元，平均佣金提成 11.8%

图表：2015-2017年美团餐饮外卖业务营业收入结构



图表：2015-2017年美团餐饮外卖业务毛利率



数据来源：IPO招股说明书，华创证券

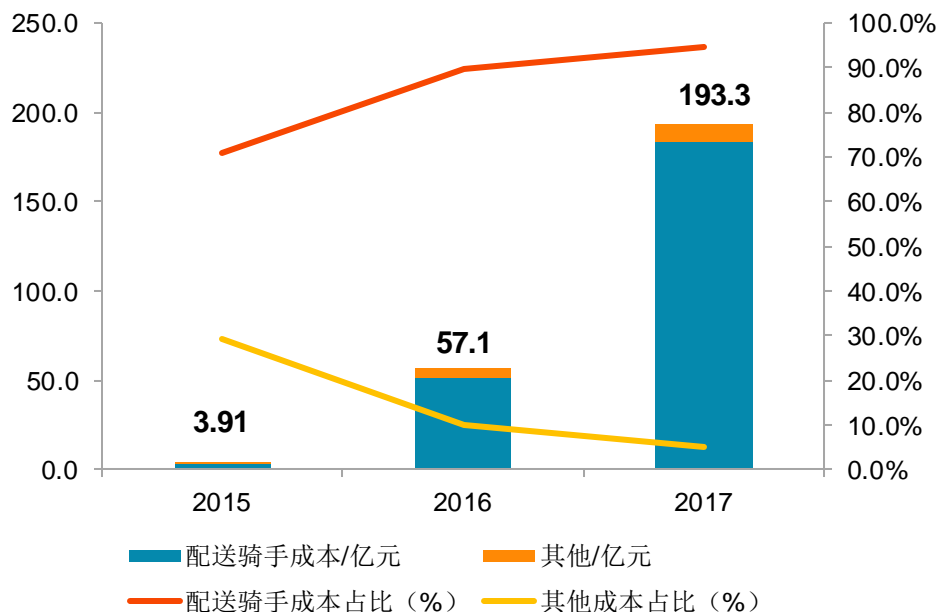
数据来源：IPO招股说明书，华创证券

# 餐饮外卖业务收入VS 成本

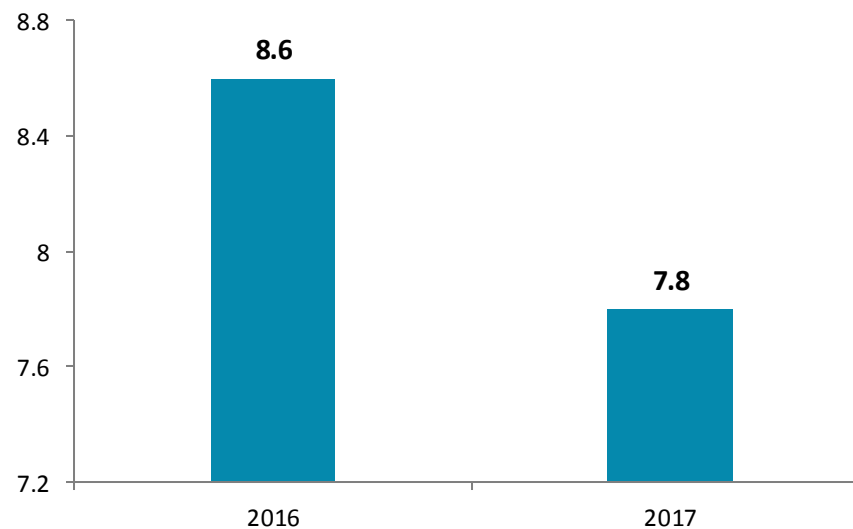
$$\text{成本} = \text{配送成本} + \text{其他成本}$$

- 成本主要为配送骑手成本，占比95%。2017年餐饮外卖成本193亿元，同比增长239%。
- 平均每单配送成本7.8元
- 补贴成本计入三项费用

图表：2015-2017年美团餐饮外卖业务营业成本结构



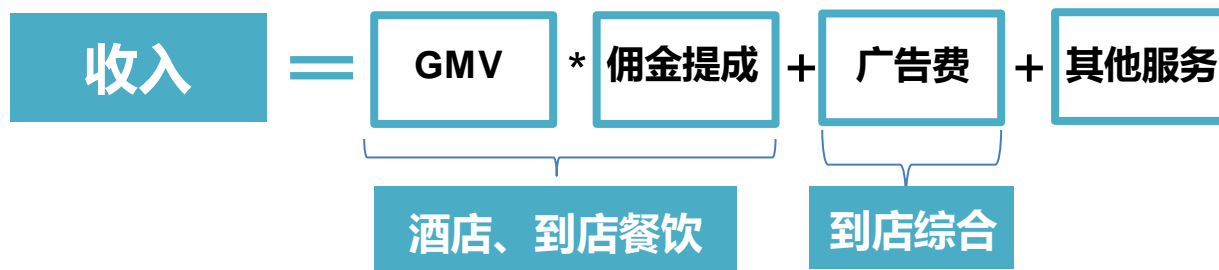
图表：每单配送骑手成本/元



数据来源：IPO招股说明书，华创证券

数据来源：IPO招股说明书，华创证券

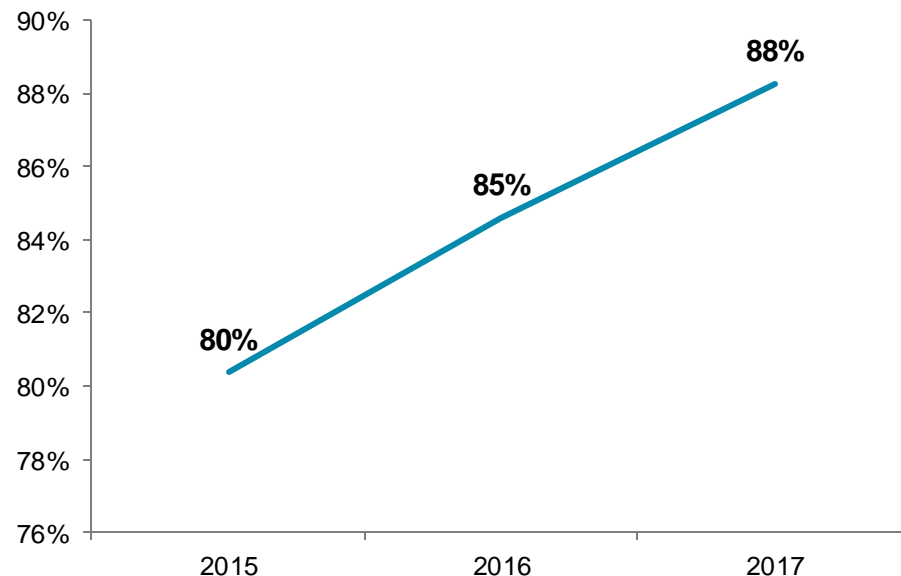
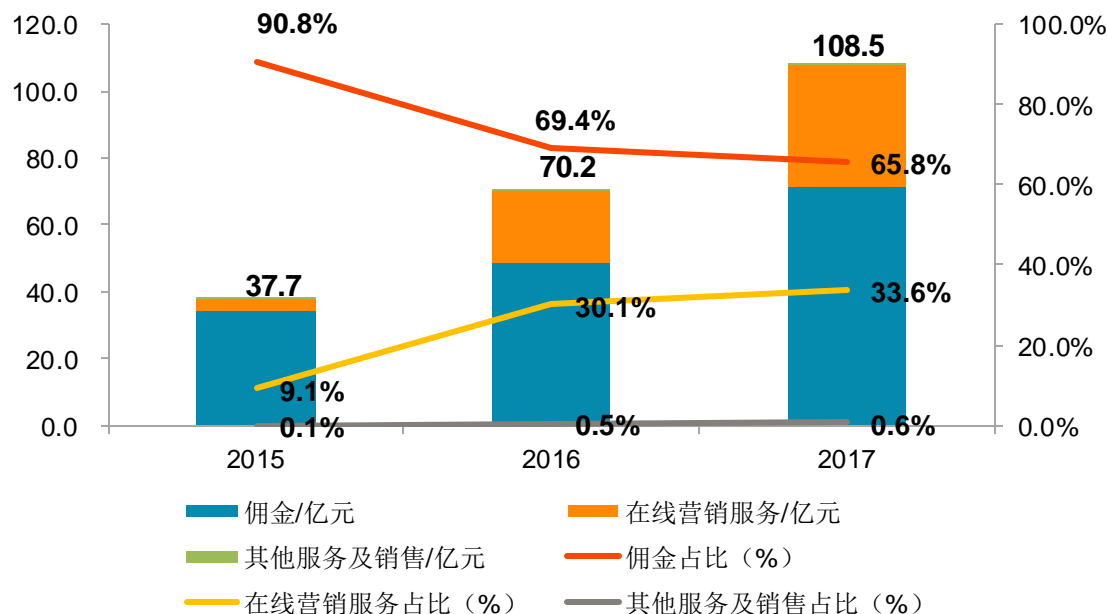




- 2017年收入109亿元，占总收入比54.6%。其中广告收入占比较高，33.6%。
- 2017年到店、酒旅及到店业务GMV为1580亿元，酒店间夜量为2.05亿，平均间夜单价为120-150元。
- 酒旅业务GMV：400亿元，到店业务GMV：1200亿元

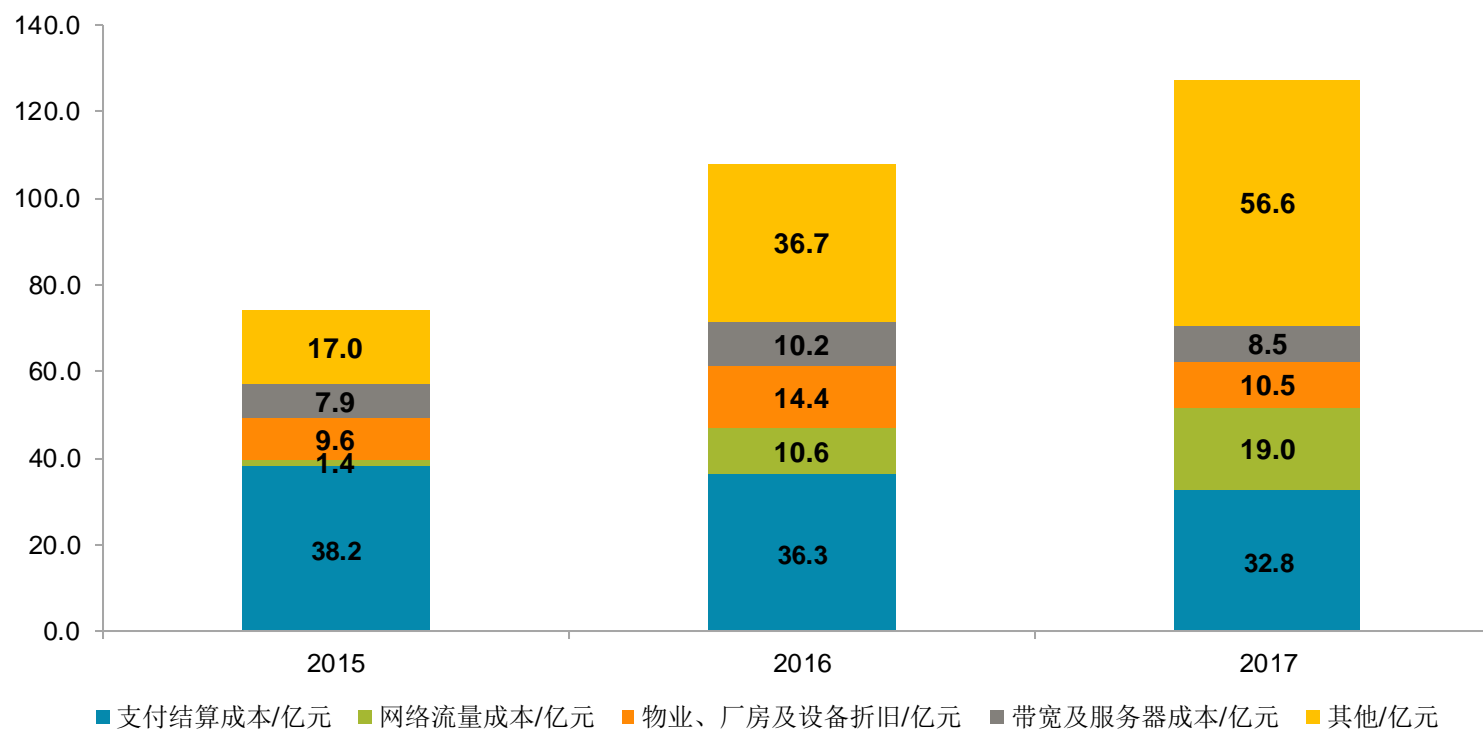
图表：2015-2017年美团酒旅到店及其他业务营业收入结构

图表：2015-2017年美团酒旅到店及其他业务毛利率



$$\text{成本} = \text{支付结算} + \text{网络流量} + \text{物业/宽带} + \text{其他服务}$$

图表：2015-2017年美团酒旅到店及其他业务营业成本结构

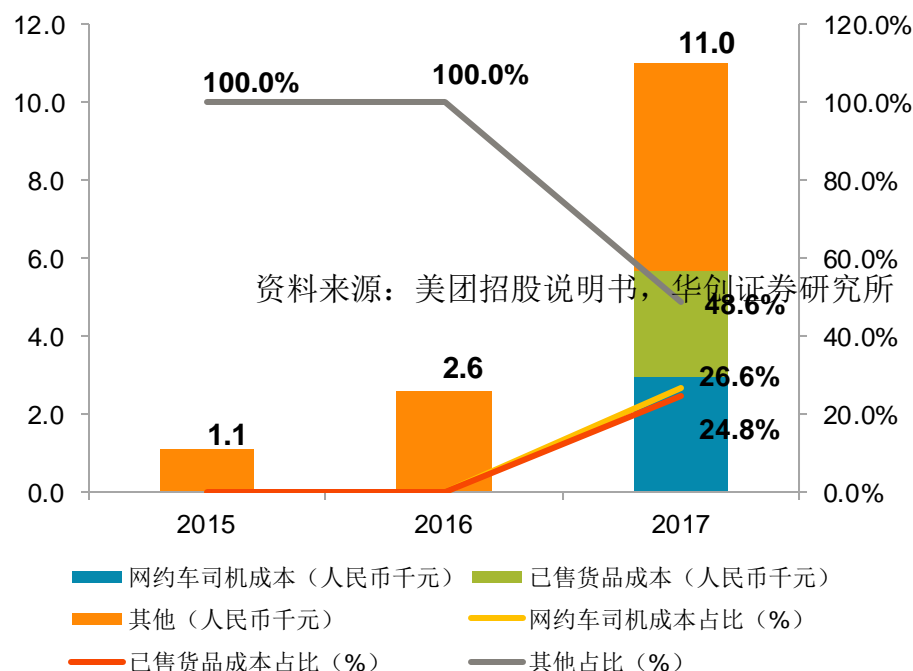


资料来源：美团招股说明书，华创证券研究所

# 新业务（生鲜超市、交通票务、共享单车及打车）收入

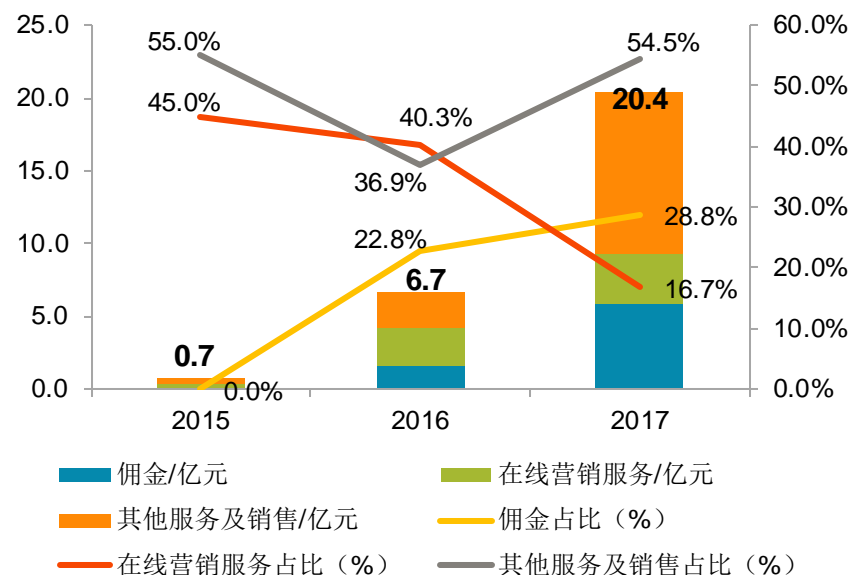
- 新业务收入增长迅猛，在总收入中占比不断增加。  
2017年新业务收入20亿元，增幅206.1%。佣金收入增长迅速。
- 毛利略有下降，主要由于2017年进入打车领域，新加入网约车司机成本2.9亿元。
- 成本主要为网约车司机成本，占比26.6%。

图表：2015-2017年新业务分部成本情况



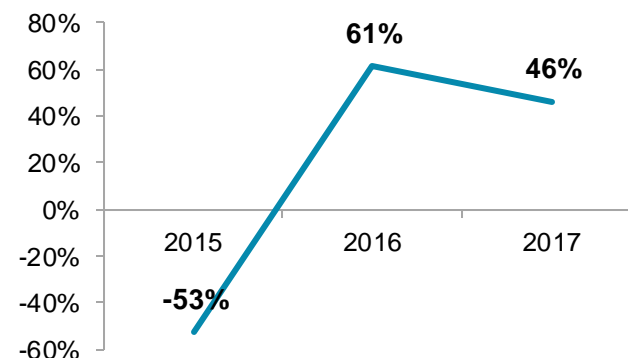
资料来源：美团招股说明书，华创证券研究所

图表：2015-2017年新业务分部收入结构



资料来源：美团招股说明书，华创证券研究所

图表：新业务分部毛利率情况

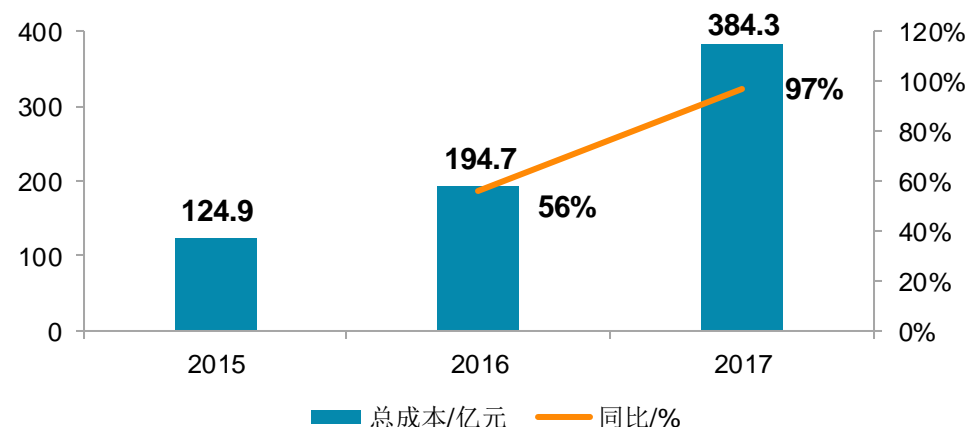


资料来源：美团招股说明书，华创证券研究所

# 各业务销售成本以及三项费用

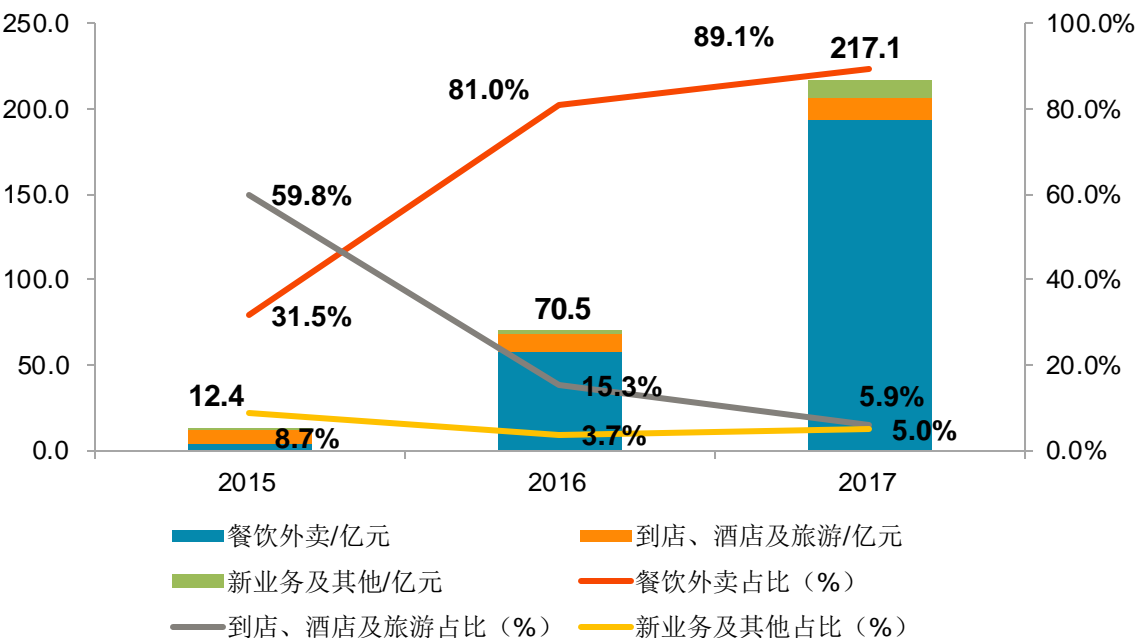
- 总成本：分项业务销售成本+三项费用。2017年总成本384亿，同比增长97%，主要来自于餐饮外卖骑手成本的增加。
- 三项费用率快速下降，营销费用开支率2017年降至32%。
- 用户补贴计入营销费用，每笔交易补贴金额15-17年为：1.8元、0.8元、0.7元。

图表：2015-2017年美团总成本及增幅



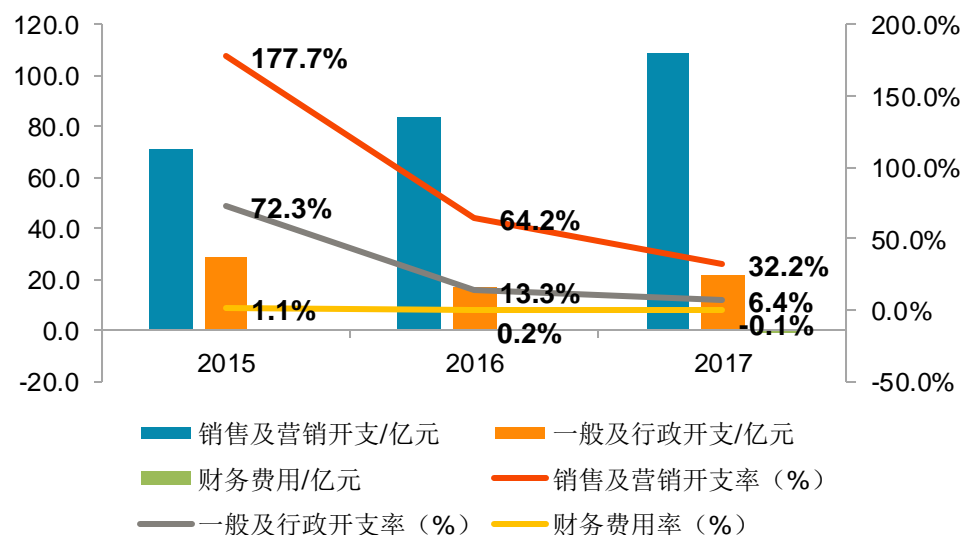
资料来源：美团招股说明书，华创证券研究所

图表：2015-2017年各分项业务销售成本



资料来源：美团招股说明书，华创证券研究所

图表：2015-2017年三项费用情况



资料来源：美团招股说明书，华创证券研究所

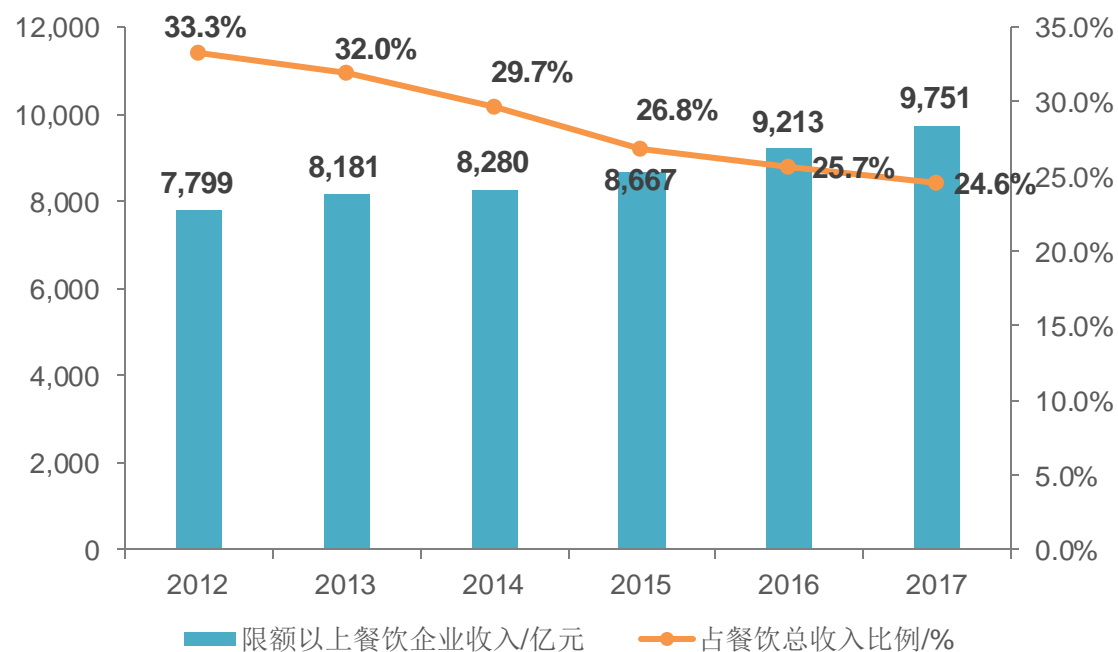
## SECTION 3

---

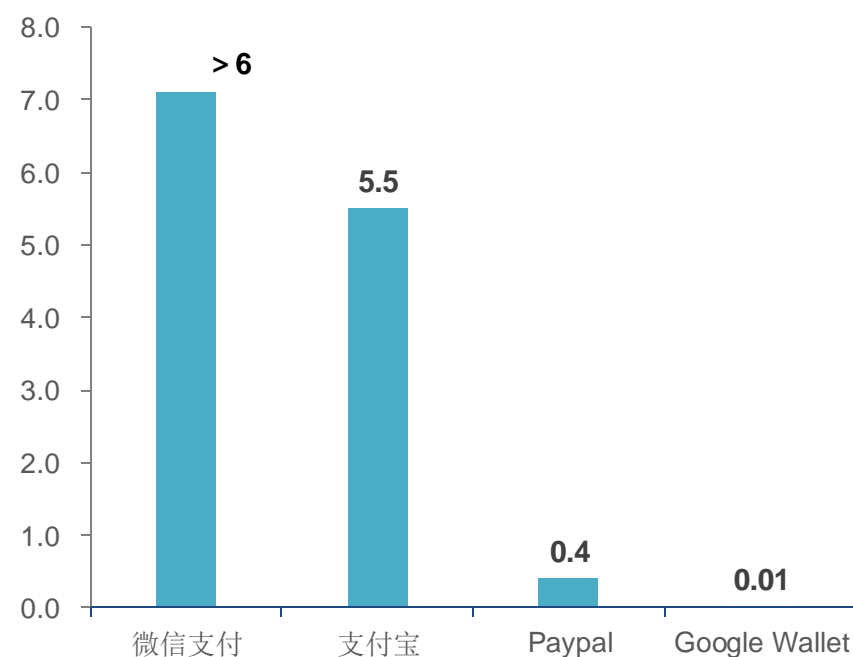
# 餐饮外卖业务

## 中国线上支付集中程度远远超过餐饮企业集中度

图表：2012-2017年中国限额以上餐饮企业收入及其占餐饮总收入比例

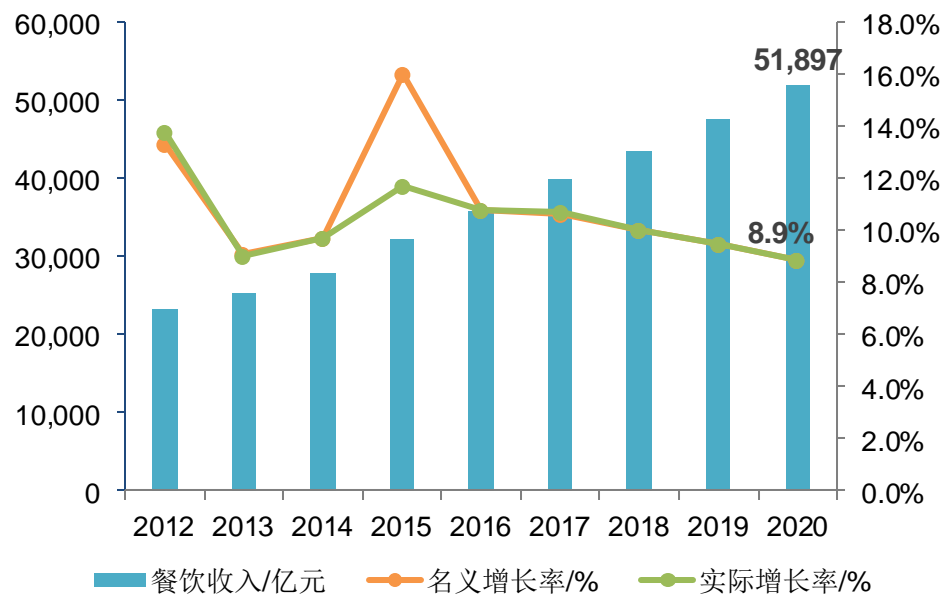


图表：2017年12月中美移动支付代表产品MAU规模对比（亿人）



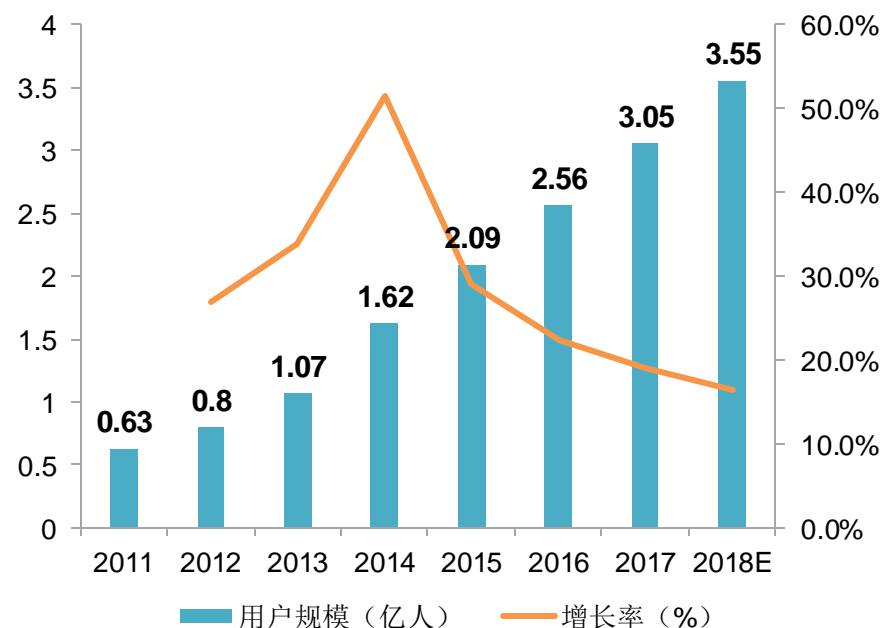
- 总量：2018年，我国餐饮业收入将达到4.4万亿。预计2020年规模将达5.2万亿，增速10%。
- 线上化率：2017年外卖规模3500亿（美团点评2017年GMV+饿了么及百度外卖2017年GMV），线上化率7.9%。
- 预估外卖总量：假设餐饮外卖渗透率能够达到10%，那么整体外卖行业市场将为5200亿。

图表：2012-2020年中国餐饮收入规模及增速



资料来源：美团点评研究院、艾瑞咨询

图表：2011-2018年中国在线餐饮外卖行业用户规模

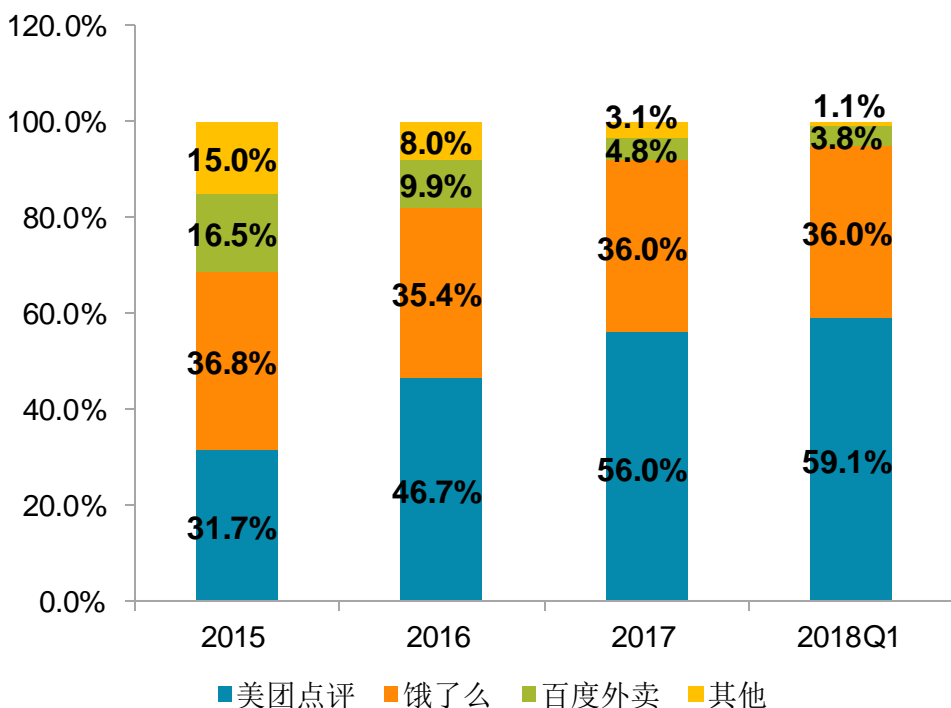


资料来源：美团点评研究院、艾瑞咨询

# 餐饮外卖业务——市场竞争格局, 7-2-1市场格局逐渐明晰

- 外卖竞争格局从541格局到6-3-1格局，美团与饿了么双雄角逐。7-2-1市场格局逐渐明晰。
- 若维持70%的市场份额，则预估美团餐饮外卖GMV2020年可达5449亿元。

图表：2015-2018Q1在线餐饮外卖行业竞争格局（按交易金额计算）



资料来源：艾瑞咨询，相关新闻，美团招股说明书

图表：美团、饿了么、百度外卖3家基本数据对比

	美团	饿了么	百度外卖
上线时间	2013年11月	2009年4月	2014年5月
GMV/亿	1710	1490	331
在线商家数/万	550	330	
日活跃商家/万	109	50	
活跃用户数/亿	2.5	2.4	1.2
支付方式	美团支付、微信支付、Apple Pay、支付宝	支付宝/花呗、银行卡、Apple Pay、QQ钱包	百度钱包、支付宝、微信支付、Apple Pay
变现渠道	平台佣金、广告收入、配送费、服务抽成	平台佣金、广告收入、配送费、供应链交易佣金	平台佣金、广告收入、配送费

资料来源：艾瑞咨询，相关新闻，美团招股说明书



# 餐饮外卖业务——饿了么近3年融资总计200亿元，以600亿元被阿里收购



- 饿了么 阿里赋能：2018年4月，饿了么成为阿里系的一员，将赋能阿里原有的口碑、盒马鲜生，形成阿里对本地生活服务领域的拓展。

图表：饿了么融资历程

序号	轮次	日期	募集资金总额	投资方
1	A轮	2011年03月	数百万美元	金沙江创投
2	B轮	2013年01月	数百万美元	经纬中国、金沙江创投
3	C轮	2013年11月	2500万美元	红杉资本中国、经纬中国、金沙江创投
4	D轮	2014年05月	8000万美元	大众点评网
5	E轮	2015年01月	3.5亿美元	中信产业基金、腾讯、京东、大众点评网、红杉资本中国
6	F轮	2015年08月	6.3亿美元	华联股份、中信产业基金、华人文化产业基金、腾讯、京东、红杉资本中国。
7	战略投资	2015年11月		滴滴出行
8	F轮+	2016年04月	12.5亿美元	阿里巴巴与蚂蚁金服
9	战略投资	2017年06月	10亿美元	阿里巴巴
10	并购	2018年04月	95亿美元	阿里巴巴与蚂蚁金服

# 四面三层模型——餐饮外卖业务

人

量

利

额

总量  
(餐饮行业)

商家：660万  
用户：8亿

7000亿

50%-70%

2018

4.4万亿

2020E

5.2万亿

在线化

商家：550万  
用户：3.55亿

90亿

8%

2018

4400亿

2020E

7785亿

我有多大

商家：550万  
用户：2.5亿

40.9亿

8%-10%

2018

2992亿

2020E

5449亿

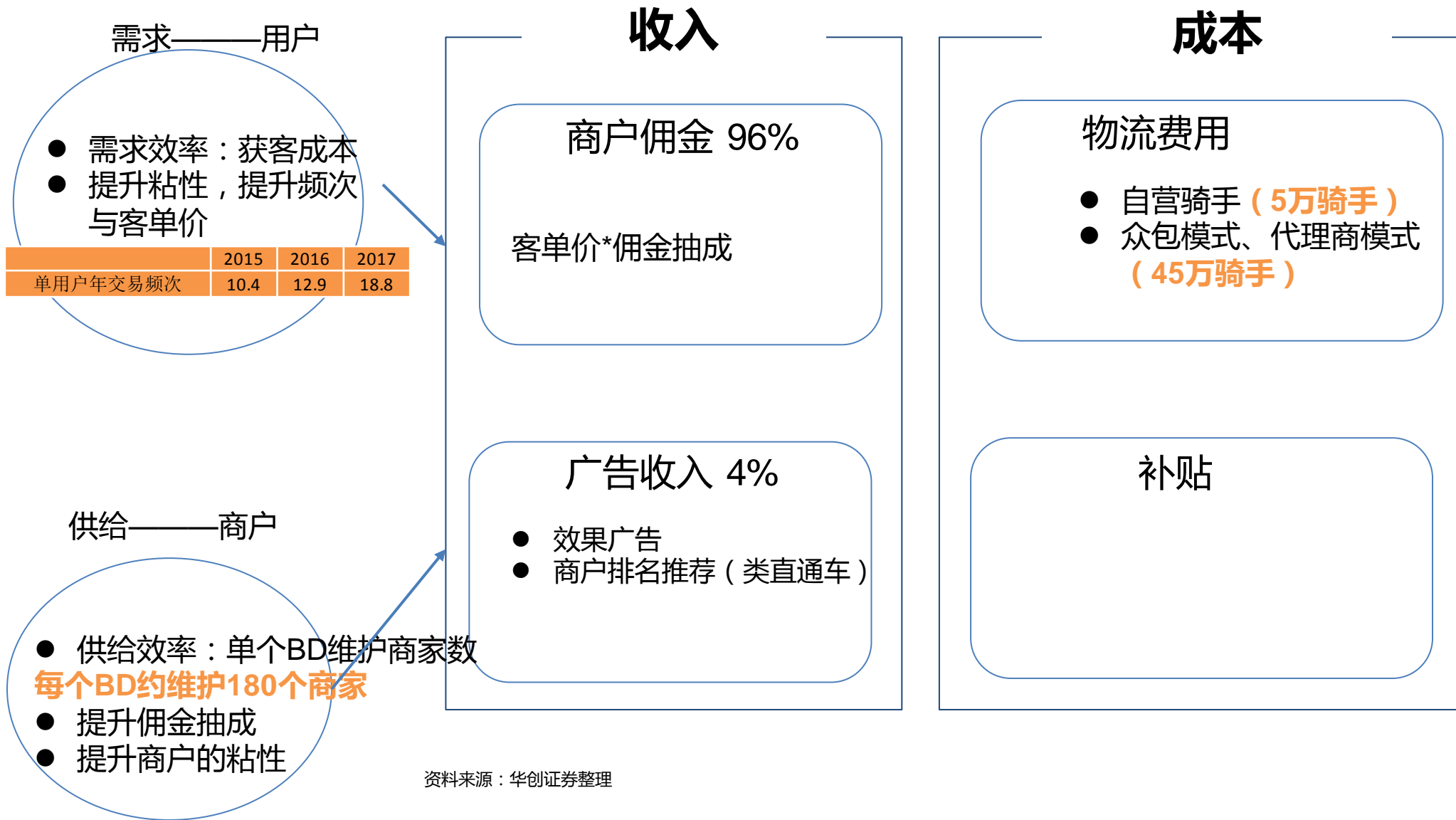
- 整体行业线上化率低，总量大，美团市占率超60%，GMV 增长潜力大
- 行业平均佣金抽成：7%—15%
- 行业平均客单价：40-50元

- 以2020年5449亿GMV来估算，佣金抽成15%左右，餐饮外卖2020年佣金收入为：817亿
- 预估2020年日均外卖交易笔数可达3000万次左右，年订单量可达106亿次。
- 配送成本考虑到未来人工成本的增加，成本下降有限。

图表：餐饮外卖业务营收预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
外卖服务交易金额/亿			1710	2992	4005	5449
日均餐饮外卖交易笔数/百万	1.7	4.3	11.2	19.1	22.9	29.3
全年餐饮外卖交易笔数/百万	621	1570	4088	6958	8344	10685
全年餐饮外卖配送量/百万		593	2319	3479	4172	5342
每单平均单价/元			41.8	43	48	51
每单配送骑手成本/元		8.7	7.9	7.5	7	7
佣金抽成			11.9%	12.0%	13.0%	15.0%
佣金收入/亿	1.7	52	203	359	521	817
广告收入/亿	0.0	0.8	7.1	15.0	20.0	26.0
其他收入/亿	0.0	0.1	0.4	1.5	3.0	5.0
配送成本/亿	3	51	183	261	292	374
其他成本/亿	1	6	10	18	33	59
毛利率	-125%	-8%	8%	27%	42%	51%

提升货币化率主要依靠：迅速提升市场份额，提升议价能力与佣金率+变单一佣金收入为多元化收入（在线营销广告收入等）



# 餐饮外卖业务——一单外卖的拆解



图表：一单外卖的拆解（美团负责配送以及不负责配送情况）

		美团负责配送（占比50%）		美团不负责配送（占比50%）	
		收入	成本	收入	成本
餐费	67.9元	$(67.9+6)*11\%=7.6$ 元		$67.9*11\%=7.4$ 元	
包装费	5元	用户承担		用户承担	
配送费	6元	商家承担，计入餐费		骑手成本7.8元	
美团补贴	3元	补贴成本3元		用户承担	
商家补贴	5元	商家承担		商家承担	
合计		8.1元	7.7元	7.4元	3元

资料来源：美团APP、IPO招股说明书

外卖是餐厅的纯增量，未来佣金额度可进一步提高

延长了经营时间

- 堂食高峰12:00 到 13:30，外卖集中在10:00到12:00

拓宽了辐射范围

- 堂食客群集中在周边一公里，外卖配送范围则在周边3-5公里

丰富产品线

- 正餐餐厅可推出夜宵、下午茶等外卖产品

提升餐厅平效、人效：

## 外卖业务提升坪效

- 金百万望京店，营业面积是2000平方米。
- 传统正餐月营业额200万元。
- 2015年10月提供外卖服务，外卖月营业额近100万元。而这100万元的营业额由9个员工创造
- 人效达到原来的5倍，店面平效提高3到5倍。

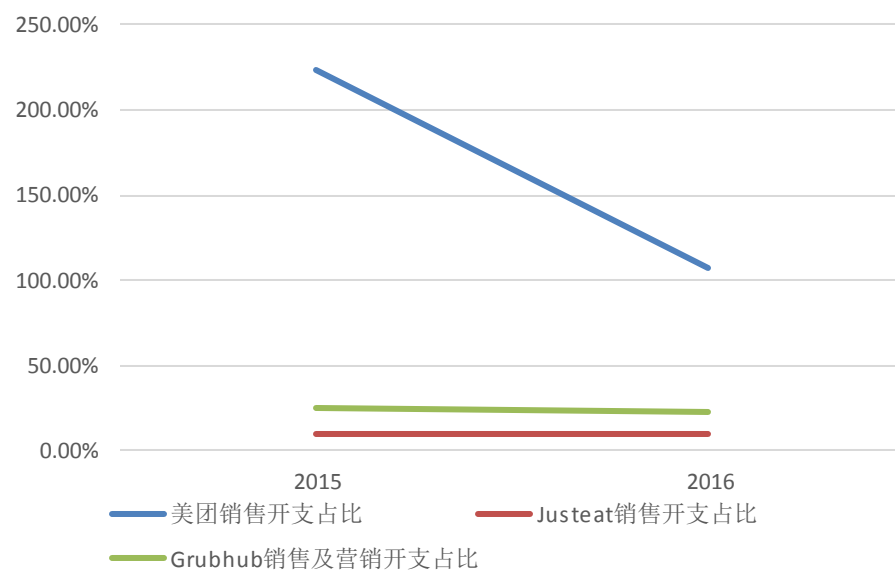
■ 与英美成熟外卖平台对比，美团外卖客单价，佣金比例以及毛利率都有提升空间

图表：外卖类公司商业模式比较

	2014	2015	2016	2017
GMV/亿元				
美团			520	1710
justeat	100	163	220	294
grubhub	109	153	206	
佣金比例				
美团				11.8%
justeat	13%	13%	14%	15%
grubhub	14%	15%	16%	18%
收入/亿元				
美团		1.7	53	210
justeat	15	24	33	
grubhub	16	23	34	
客单价/元				
美团				40
justeat	163	170	161	170
grubhub	164	184	206	205
毛利率				
美团		-124%	-8%	8%
justeat	90%	90%	90%	91%
grubhub				

资料来源：招股说明书，公司财报，华创研究所

图表：三家外卖公司销售开支占比



JUST EAT

grubHub  
happy eating

资料来源：招股说明书，公司财报，华创研究所

## SECTION 4

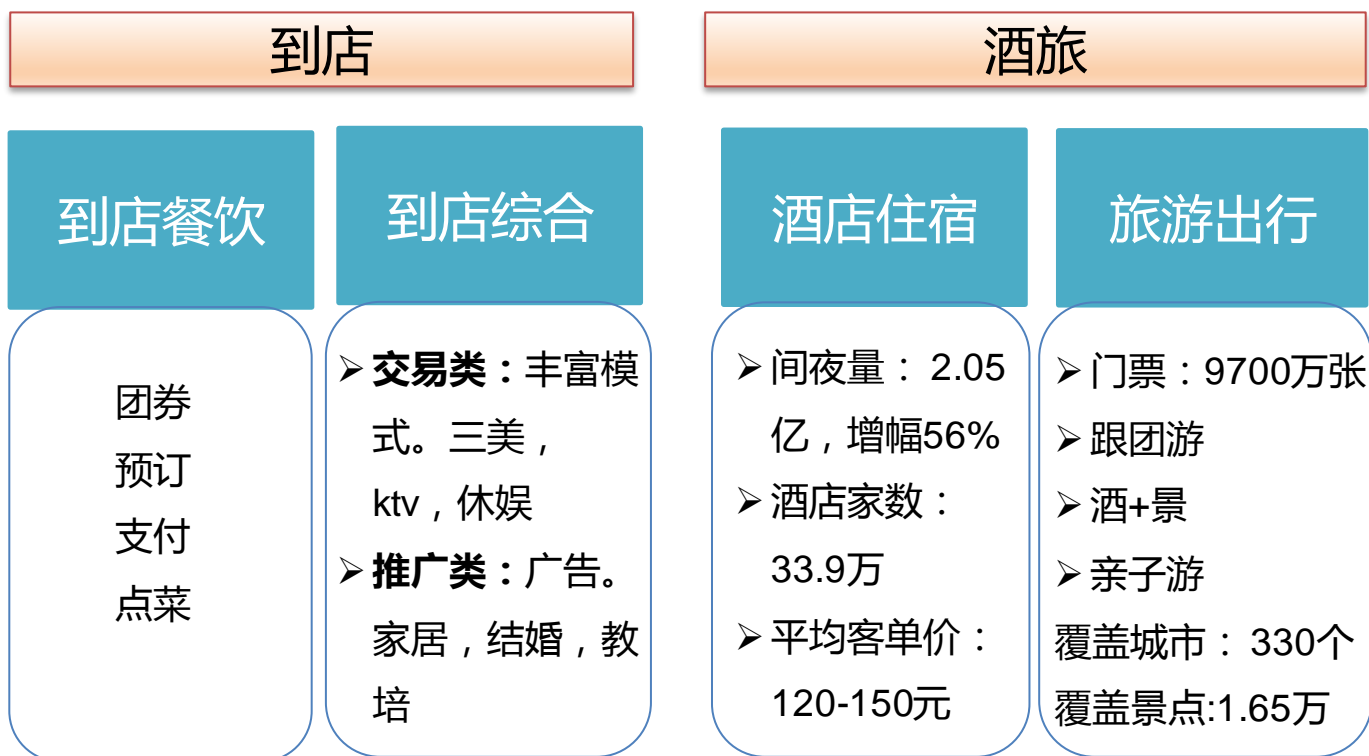
---

# 酒旅到店业务及其他

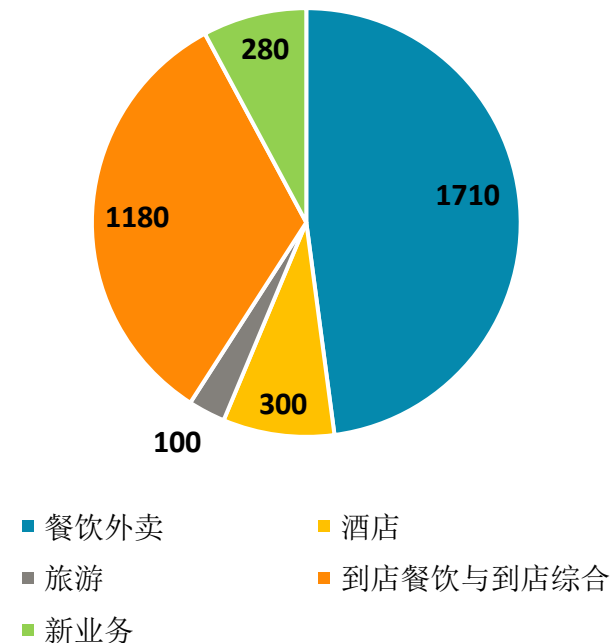


- 到店、酒店及旅游业务包括到店、酒店预订和旅游出行三大类业务。
- 到店业务为核心业务，占美团2017年全年GMV33%，仅次于餐饮外卖48%。酒店业务占比8%，旅游占比3%。
- 到店部分属于美团最传统的团购业务，分为到店餐饮和到店综合，消费者可以搜索和发现商家信息，进行预订、购买电子代金券、在线点餐、在线支付及撰写评论。

图表：美团到店、酒旅业务及其他业务结构

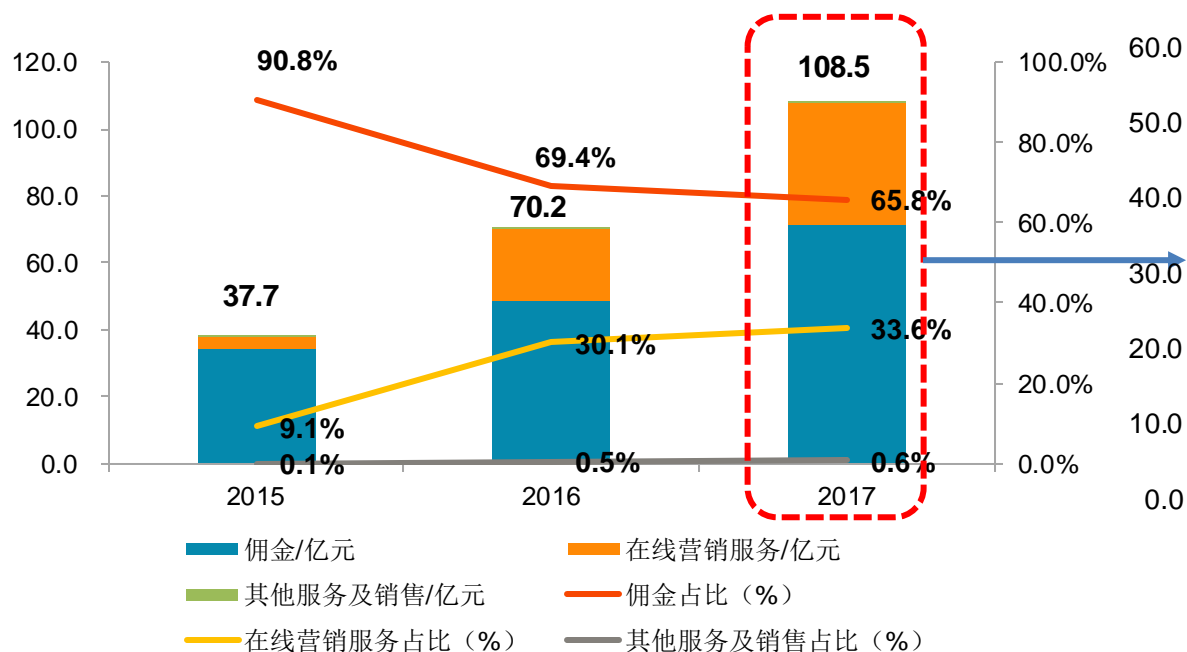


图表：美团2017年各项业务GMV（单位：亿元）

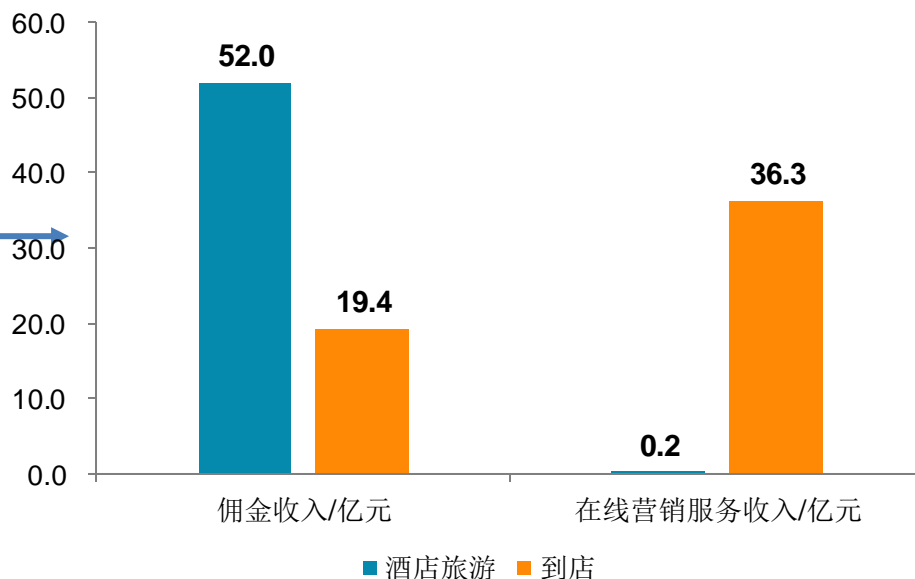


- 根据2017年酒旅和到店业务的GMV估算，酒旅业务GMV400亿，到店业务GMV1180亿，以酒旅佣金抽成比例13%（携程15%）估算
- 酒旅贡献了主要的佣金收入占比72%，到店业务贡献主要在线营销收入，占比99%。

图表：2015-2017年美团酒旅到店及其他业务营业收入结构



图表：2017年酒店旅游与到店收入拆分



资料来源：美团招股说明书，华创证券研究所

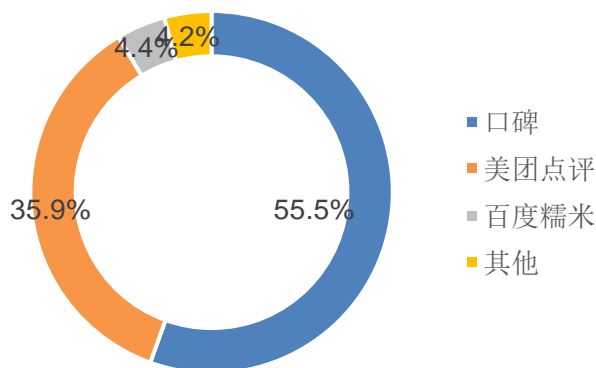
资料来源：美团招股说明书，华创证券研究所

# 到店业务——美团传统发迹团购业务，目前仍然强势



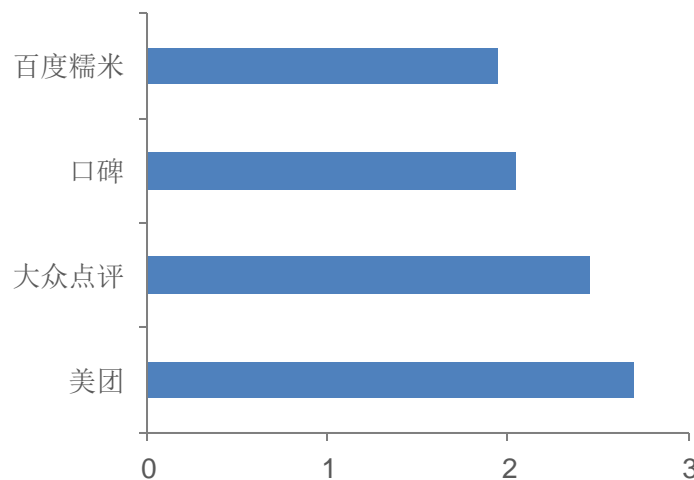
- 自2010年3月团购平台美团网上线，经历了短短7年的到店团购发展史，团购行业已经迅速迭代整合，美团点评经历了早期千团大战，与口碑、糯米三足鼎立，再到美团与点评合并，糯米退出到店业务，目前美团点评与口碑双雄逐鹿，从MAU来看，美团点评占优。

图表：2017年中国到店O2O市场交易份额



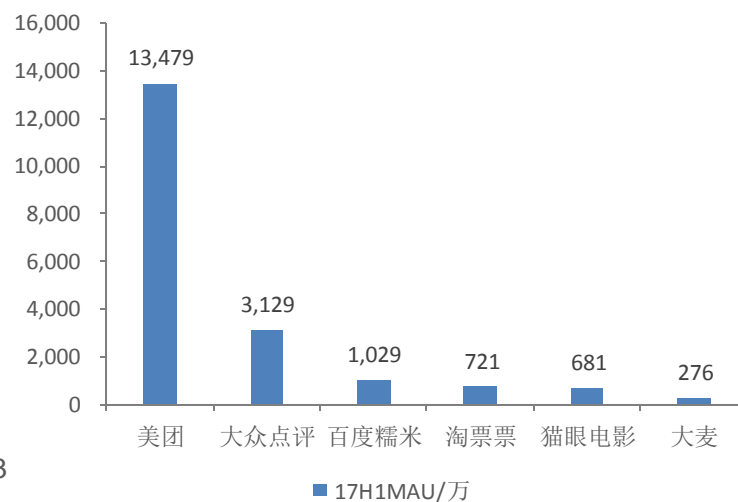
资料来源：易观，华创证券研究所

图表：17H1到店客户端人均单日启动次数



资料来源：易观，华创证券研究所

图表：17H1生活服务平台MAU美团占优



资料来源：易观，华创证券研究所

图表：美团点评VS口碑

	美团点评	口碑
优势/壁垒	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 优先攻城略地，庞大的商户基数、品类、地域覆盖</li> <li>➢ 强大的地推团队、执行力</li> <li>➢ 随时间沉淀的用户及黏性，品牌效应</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 基于阿里消费体系的用户积累，支付宝在移动支付90%的渗透率、一级入口位置。</li> <li>➢ 阿里消费数据积累及大数据挖掘能力</li> <li>➢ 蚂蚁金服线下业务资源和团队</li> </ul>
巨头背景	腾讯战略投资并开放入口	阿里巴巴和蚂蚁金服共同出资
资本/资金支持	融资总额已达300亿元人民币，现金储备超30亿美元	2017年1月，完成11亿美元融资

资料来源：易观，华创证券研究所

# 到店业务——市场竞争格局，对商家的差异化服务已经初现

HUA CHUANG SECURITIES

- 供给决定需求——美团专注于toB 端的
- 糯米退出到店业务，专注于信息导流，商家竞价排名广告业务
- 经历两年的摸索和试错，到店业务巨头的差异化赋能路径已趋明晰



将线上流量转移至线下，再向产业链纵深延

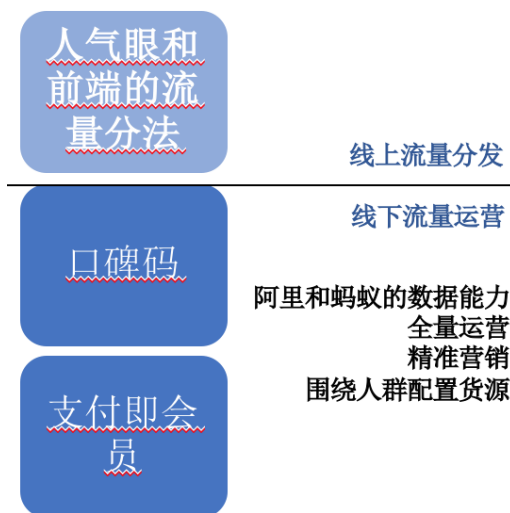
向线下导流



产业深度结合：助力线下商业IT化、信息化全产业链的能力输出价值



将线下的流量转移至线上，以线上流量做补给，侧重运营线下流量

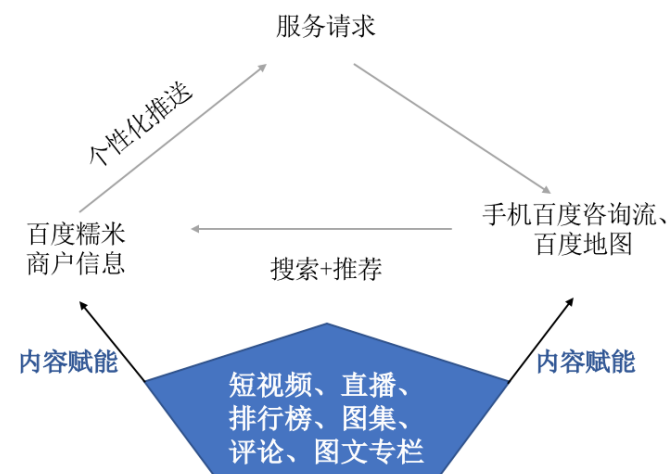


阿里和蚂蚁的数据能力  
全量运营  
精准营销  
围绕人群配置货源

通过帮助商家运营线下流量达到提高客单、提升复购、增加营收的目的



服务内容化+信息流广告，洞察需求提高转化



为商家实现内容化营销、广告服务

收入

=

GMV

\*

佣金提成

+

广告费

+

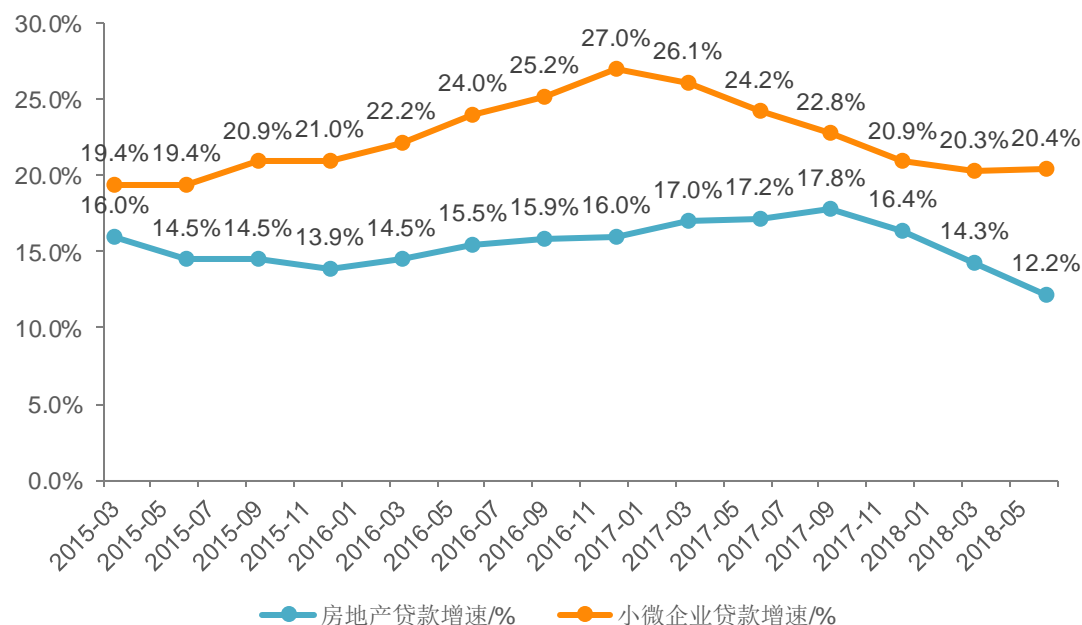
其他服务

+

金融服务  
供应链服务

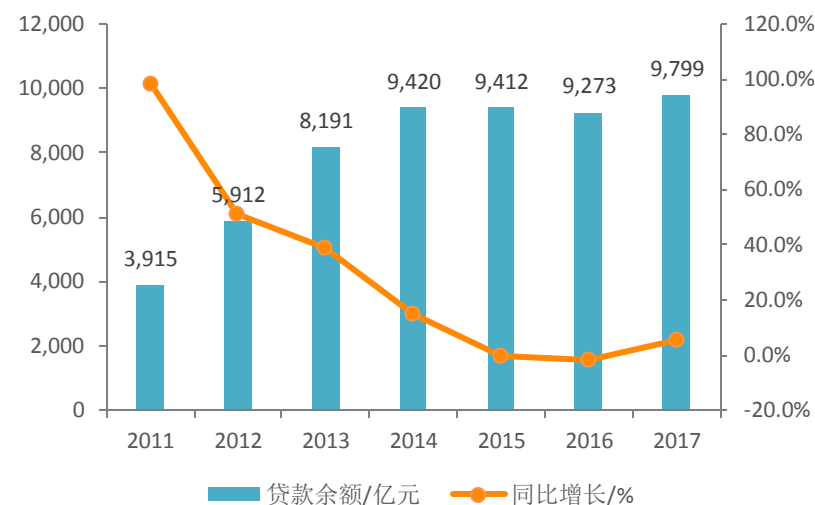
- 我国小微企业法人约有2800万户，个体工商户约6200万户，中小微企业占全部市场主体的比重超过90%。

图表：2015年以来小微企业和房地产贷款增速比较



资料来源：中国人民银行，前瞻产业研究院

图表：小额贷款行业贷款余额年度变化趋势



资料来源：中国人民银行，前瞻产业研究院

- 小微业务是小型企业、微型企业、家庭作坊式企业、个体工商户的简称。根据工信部分类标准，餐饮行业内，从业人员为10~100人，营业收入达到100~2000万的企业称为小微企业。
- 截至2017年末，我国小微企业法人约有2800万户，个体工商户约6200万户，中小微企业占全部市场主体的比重超过90%，贡献了全国80%以上的就业，70%以上的发明专利，60%以上的GDP和50%以上的税收。
- 小微企业经营风险大、财务信息私密性强、内部管理欠规范，一直以来存在着融资难、融资贵的大问题。

图表：小额企业风险分析

图表：《中小企业划型标准规定》中小微企业标准

	小型企业		微型企业	
	从业人员	营业收入/万元	从业人员	营业收入/万元
制造业	300	2000	20	300
批发业	20	5000	5	
零售业	50	500	10	100
农林牧渔业		500		50
餐饮业	100	2000	10	100

资料来源：工信部2011[300]号文件

## 经营风险大

- 小微企业规模小，经营收益不确定性强，抵抗外部冲击能力弱。
- 近30%私营小微企业2年内消失，近60%在5年内消失。

## 信息不对称

- 小微企业的经营和财务信息私密性强，不利于贷款行的调查

## 管理欠规范

- 小微企业多为家庭式，管理人员少，管理能力较低

# 2017年以来政府连续出台政策，解决小微企业融资问题

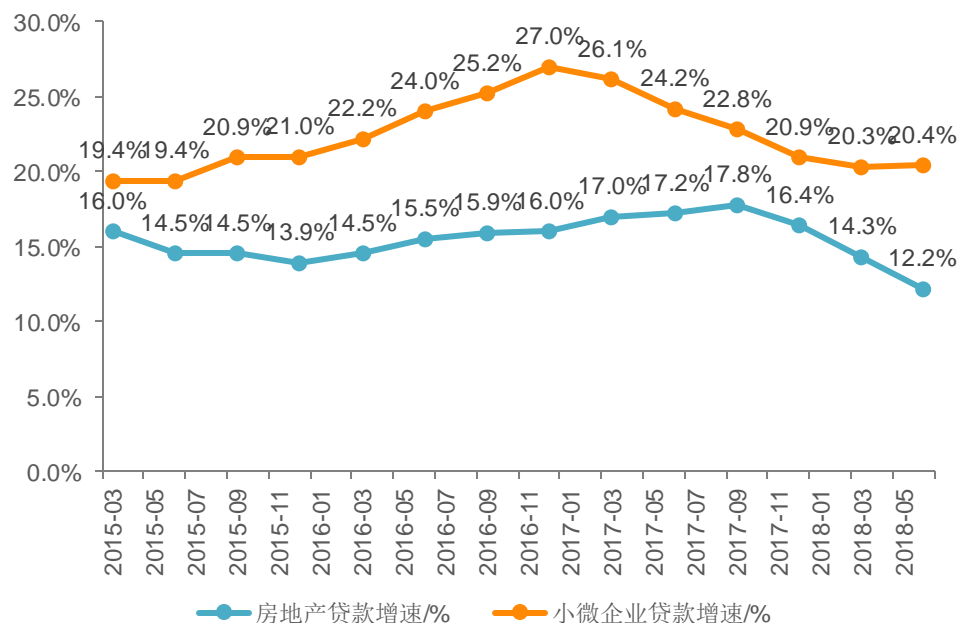
图表：政府连续出台小微企业方面政策

时间	机构	政策文件	政策内容
2017-01-13	银监会	《关于进一步加强商业银行小微企业授信尽职免责工作的通知》	完善商业银行小微企业授信业务管理机制，推动小微企业金融服务持续健康发展。
2017-03-30	银监会	关于做好2017年小微企业金融服务工作的通知	努力实现“三个不低于”目标：小微企业贷款增速不低于各项贷款平均增速、户数不低于上年同期户数、申贷获得率不低于上年同期水平的总体目标。
2017-05-04	银监会	提高小微企业信贷服务效率，合理压缩获得信贷时间实施方案	增加小微企业信息采集方式和渠道，改进小微企业信贷管理制度和信用评价模型，优化信贷审批流程，提升信贷服务效率，提升小微企业信贷服务质量。
2017-05-22	央行、工信部、 财政部、商务部 等	《小微企业应收账款融资专项行动工作方案（2017-2019年）》	开展应收账款融资宣传推广活动。支持政府采购供应商依法依规开展融资。发挥供应链核心企业引领作用。优化金融机构等资金提供方应收账款融资业务流程。推进应收账款质押和转让登记。优化企业商业信用环境。
2017-10-20	财政部	关于延续小微企业增值税政策的通知	自2018年1月1日至2020年12月31日，继续对月销售额2万元（含本数）至3万元的增值税小规模纳税人，免征增值税。
2017-10-26	财政部	关于支持小微企业融资有关税收政策的通知	自2017年12月1日至2019年12月31日，对金融机构向农户、小型企业、微型企业及个体工商户发放小额贷款取得的利息收入，免征增值税。自2018年1月1日至2020年12月31日，对金融机构与小型企业、微型企业签订的借款合同免征印花税。
2018-02-11	银监会	关于2018年推动银行业小微企业金融服务高质量发展的通知	努力实现“两增两控”目标：单户授信总额1000万元以下（含）小微企业贷款同比增速不低于各项贷款同比增速，有贷款余额的户数不低于上年同期水平；“两控”即合理控制小微企业贷款资产质量水平和贷款综合成本水平。
2018-04-26	国务院	国务院常务会议	再推出7项减税措施，支持创业创新和小微企业发展。加强对小微企业的普惠金融服务，力争到三季度末小微企业融资成本有较明显降低。
2018-06-26	央行	定向降准支持市场化法治化“债转股”和小微企业融资	下调存款准备金率0.5个百分点。中小银行应将降准资金主要用于小微企业贷款，着力缓解小微企业融资难融资贵问题。此次降准可释放小微信贷资金约2000亿。



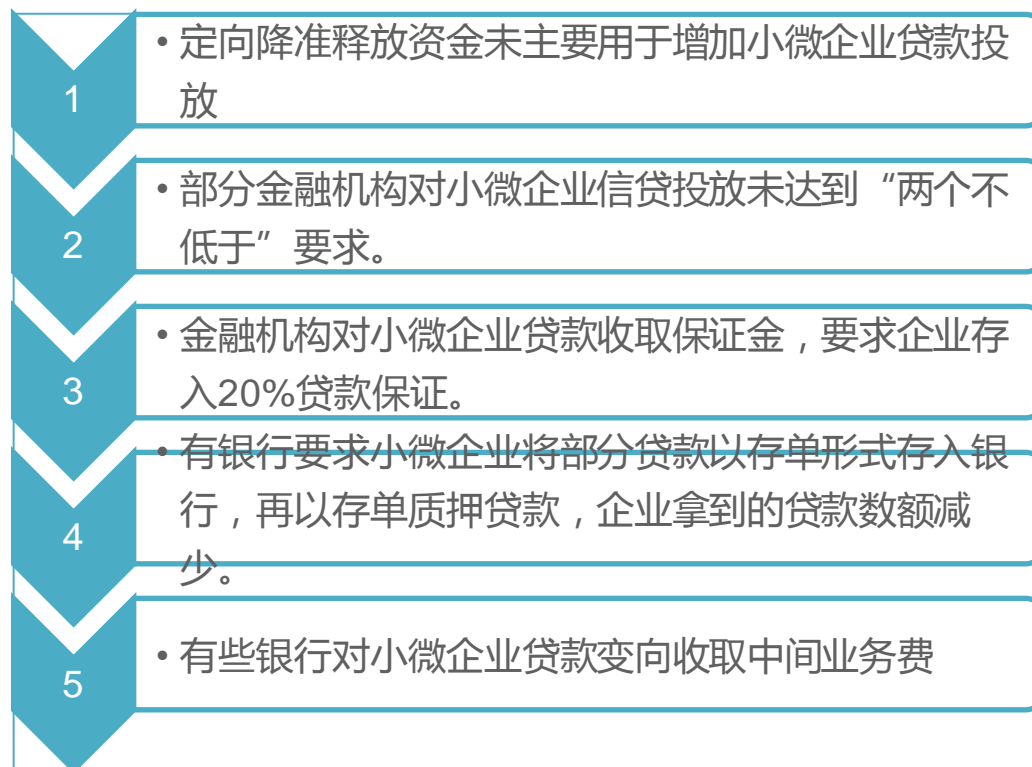
- 商业银行逐利，小微企业贷款成为“任务”。尽管政策利好，但在很多商业银行看来，小微是高投入低回报的贷款。和房地产贷款比较，在国家鼓励小微企业发展，打压房地产行业的背景下，2015年以来，房地产贷款增速都超出小微企业贷款，资金还在大量流入房地产这样更能赚钱的行业。
- 根据湖北省襄阳市审计局的调研报告，小微企业融资难融资贵存在一系列症结，若不解决，即便央行降准，小微企业还是难以融资，因此小微企业的贷款需求迫切，需求端利好美团。

图表：2015年以来小微企业和房地产贷款增速比较



资料来源：Wind，华创证券

图表：小微企业融资难融资贵之症结所在

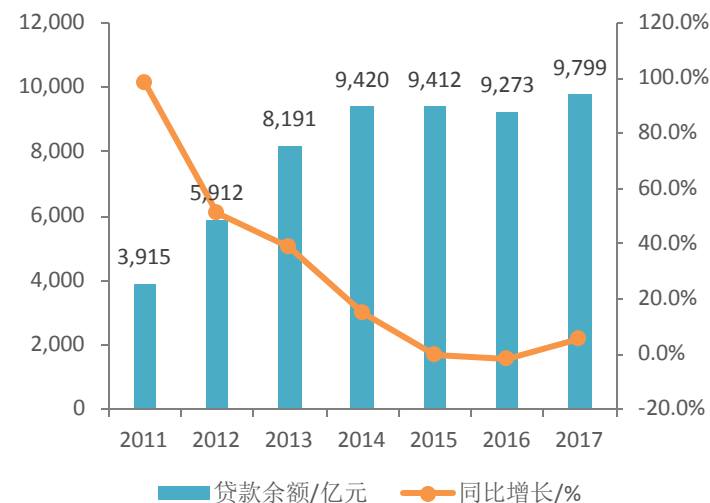


资料来源：湖北省襄阳市审计局，华创证券

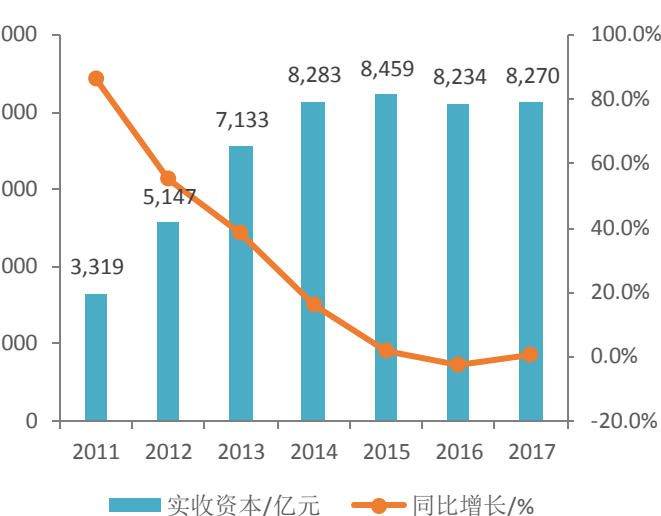


- 贷款余额和实收资本出现“双增长”，行业重现回暖趋势。而企业数量仍在减少，小贷公司机构退出潮仍在继续。受监管政策趋紧的影响，小额贷款行业面临发展的寒冬期，未来，小额贷款行业在经历整顿后，发展将更趋规范化。

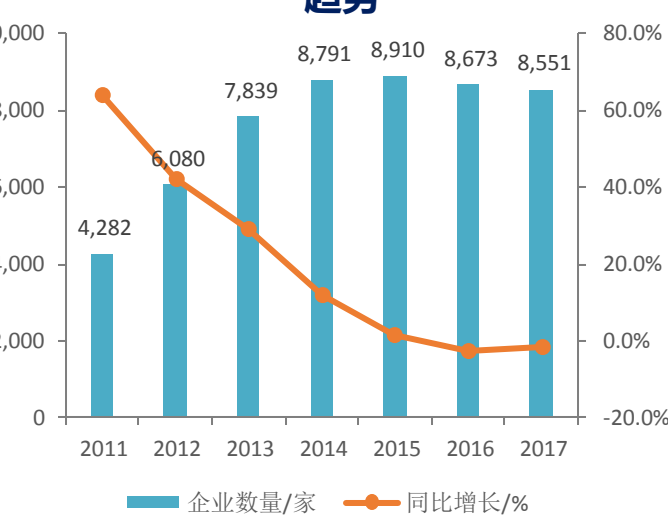
图表：小额贷款行业贷款余额年度变化趋势    图表：小额贷款行业实收资本变化趋势    图表：小额贷款行业企业数量年度变化趋势



资料来源：中国人民银行，前瞻产业研究院



资料来源：中国人民银行，前瞻产业研究院



资料来源：中国人民银行，前瞻产业研究院

- 小贷公司发展面临困境，未来发展注重拓宽融资渠道和业务转型，将不断向规范化和规模化发展，美团凭借其超大体量优势，有望在供给端占据可观的市场份额。

图表：小贷公司发展面临困境

## 运营资本获取困难

- 小额贷款公司从单一大股东处获得资金支持还是受到限制；
- 银行渠道的融资困难，小额贷款被视为高风险，且小额贷款公司从银行业金融机构获得融入资金的余额，不得超过资本净额的50%，且不能向超过两个银行业金融机构贷款。

## 业务经营监管限制多

- 同一借款人的贷款余额不得超过小额贷款公司资本净额的5%；
- 贷款利率的24%和36%两条红线以及各地区也有不同的利率限制。

## 行业竞争激烈

- 政策支持小微企业，银行机构迫于“任务”注重小微企业贷款；
- P2P网贷平台抢夺市场

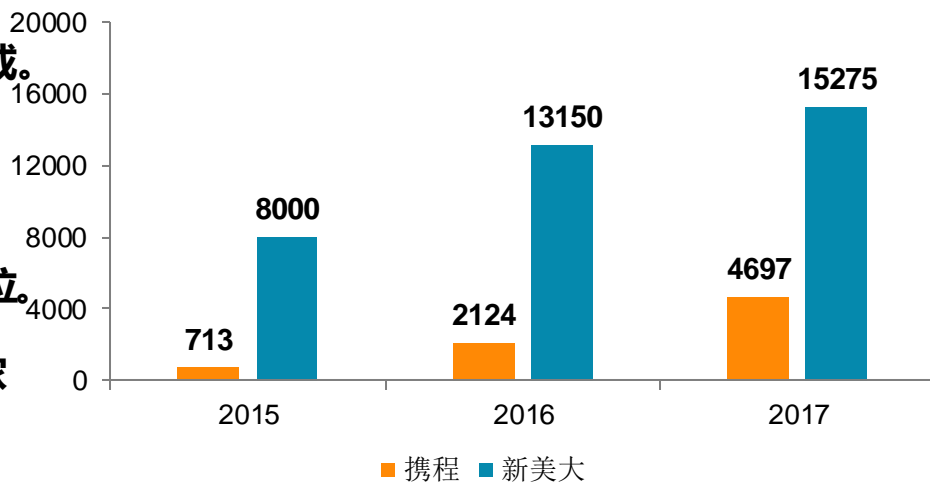
■ 美团活跃用户为携程3倍。

■ 将携程主营收入由航空机票、酒店、商务个人旅行、及其他构成。  
将携程酒旅与美团酒旅收入拆分对比，美团收入为携程的一半。

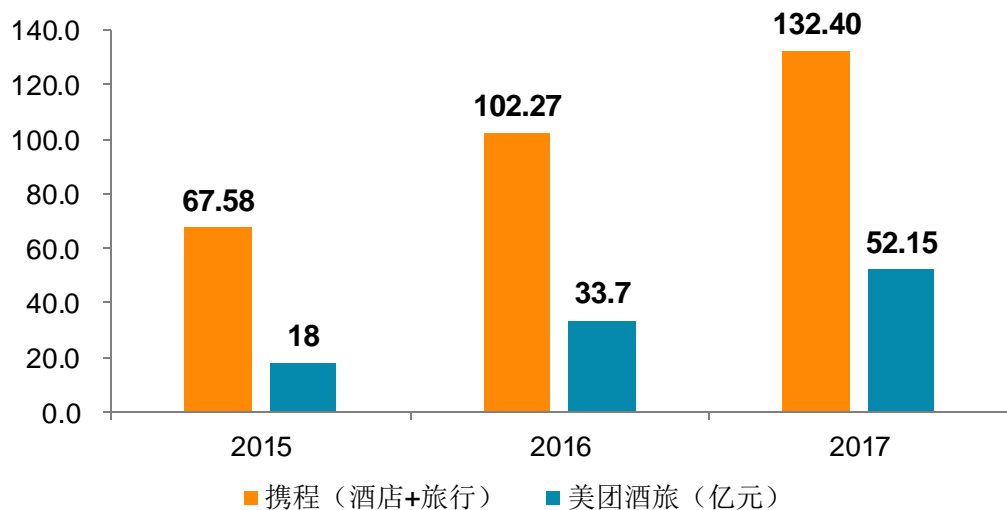
■ 美团GMV 与收入皆为携程一半，但订单量与间夜量超过携程，  
反映出美团强大的流量资源以及在中低端酒店市场中的霸主地位。

■ 截止2017年底，美团点评的酒店合作商约34万家，携程100万家

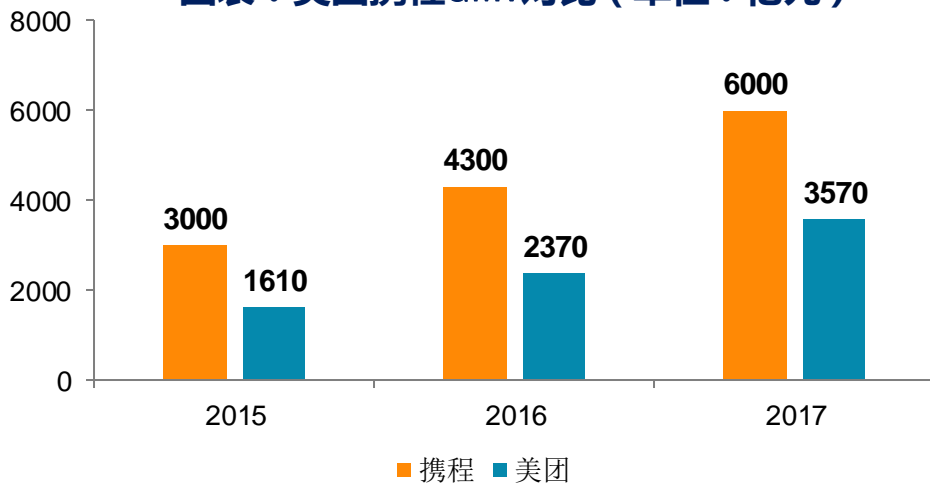
图表：美团携程MAU对比（单位：万）



图表：美团酒旅与携程酒旅收入（单位：亿元）

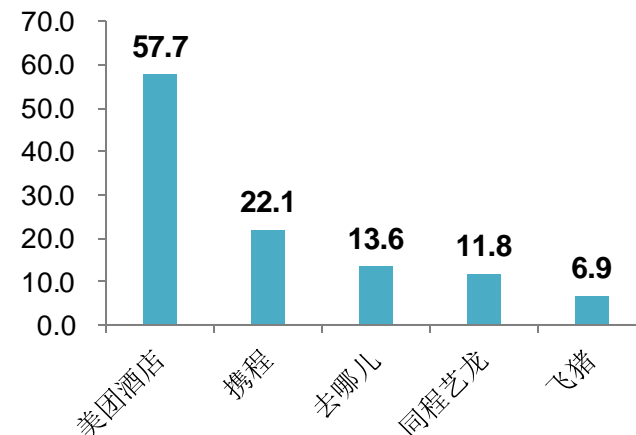


图表：美团携程GMV对比（单位：亿元）



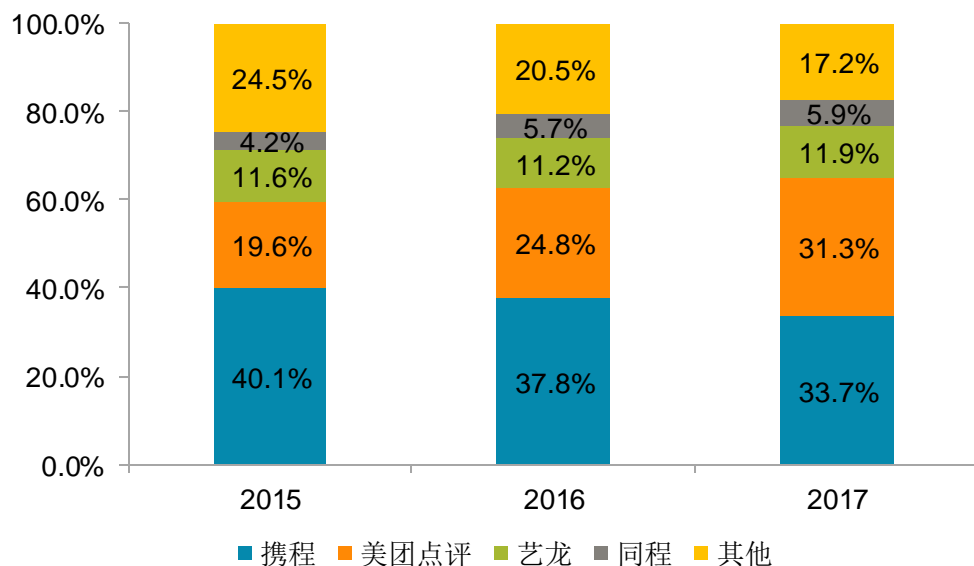
- 市占率上，17年携程系占据33.7%，美团点评占据31.3%市场份额，具备一定的竞争优势。
- 15-17年追赶携程缩小差距。按国内间夜量计，美团是中国第二大酒店预订平台，2017年，在美团平台上预订的国内酒店间夜量共计约2.05亿，较2016年增长56%，与携程几乎各占30%市场份额。按照酒店零售金额计，2017年，美团占中国酒店市场份额的26.5%。
- 2018Q1，间夜量首超携程全系。2018Q1，美团酒店订单量位居TOP1，2018年3月，美团以2270万的单月间夜量首次超过携程、去哪儿、同程艺龙的总和。同时，今年第一季度美团酒店以5770万的订单总量位居行业第一。

图表：2018年Q1在线酒店累计订单量（百万）



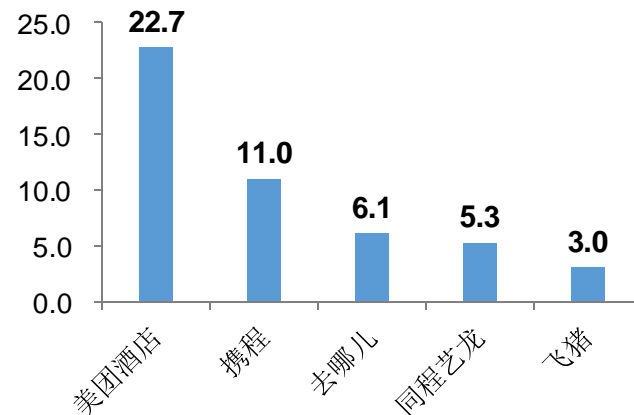
资料来源：艾瑞数据，华创研究所

图表：2015-2017年到店、酒旅行业竞争格局



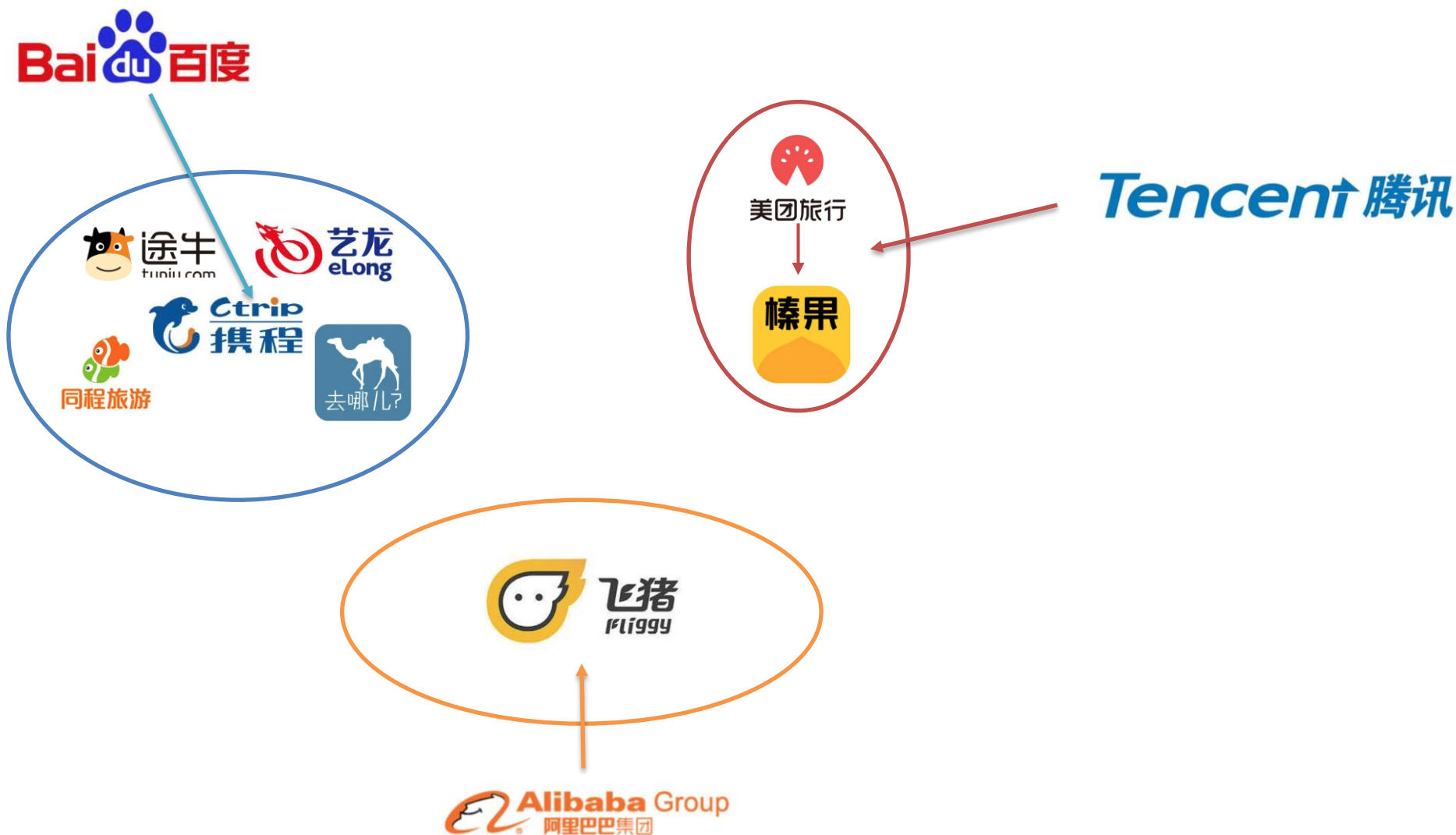
资料来源：艾瑞数据，华创证券

图表：2018年3月在线酒店预订平台间夜量（百万）



资料来源：TrustData，华创研究所

图表：BAT巨头布局OTA情况

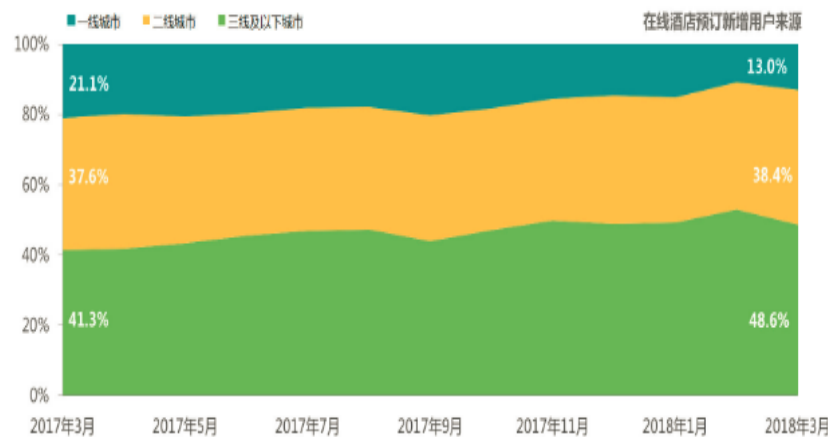


# 消费升级覆盖至地级城市，美团拥有地域优势

■ 在线酒店预订用户规模持续增长，2018Q1月均MAU超过7500万，酒店预订市场如火如荼。旅游领域的消费升级逐步覆盖至低级城市，三线及以下城市用户规模占比正在迅速提升至近半，2018年Q1，累计新增用户达到2372万，增量巨大，近一半新增用户来自三线及以下城市。

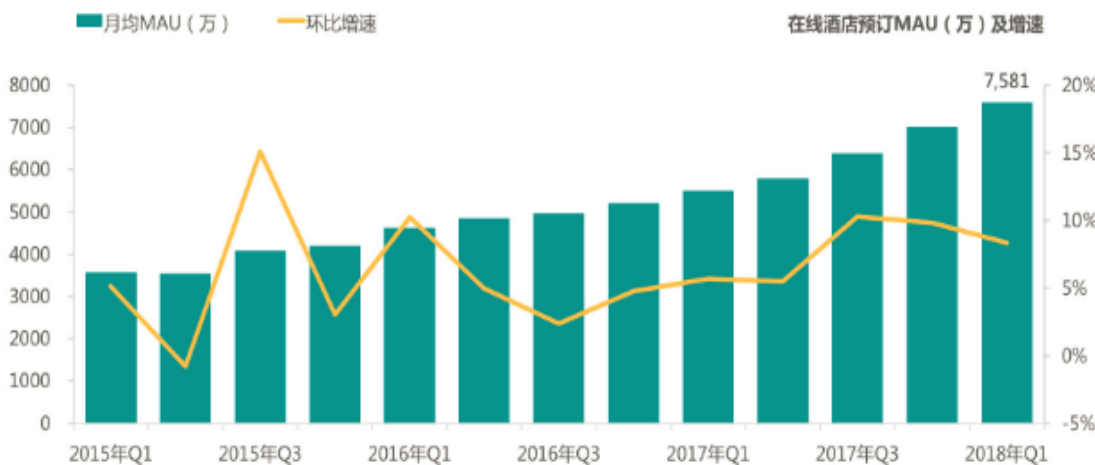
■ 相比携程系，美团凭借团购基础在中低端市场有突出优势。美团于2016年下半年凭借着在低端团购酒店建立的优势强势转入在线预付模式，并进军中高端酒店市场，美团“三高三低”核心发展原则——“高品质、低价格”，“高科技、低毛利”，“高效率、低成本”将更契合低级城市用户需求。

图表：三线及以下城市用户规模占比正在迅速提升至近半



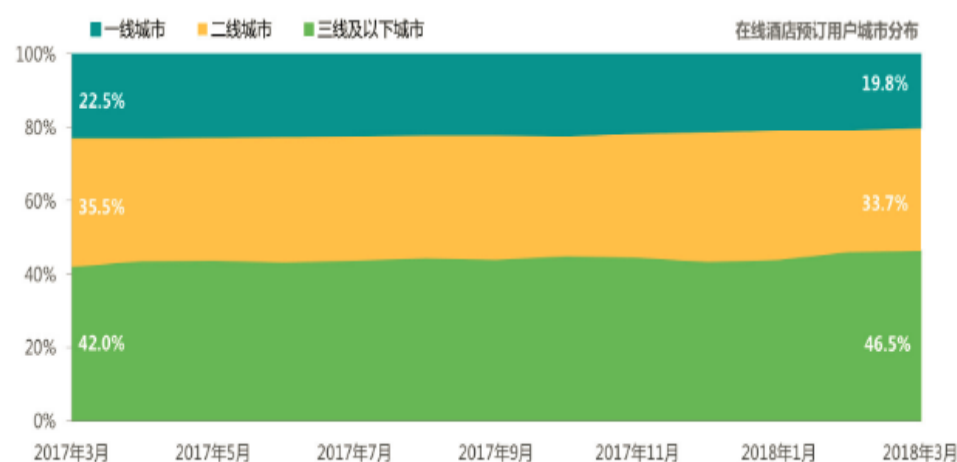
数据来源:Trustdata，华创证券

图表：在线酒店预订用户规模持续增长



数据来源:Trustdata，华创证券

图表：近一半新增用户来自三线及以下城市

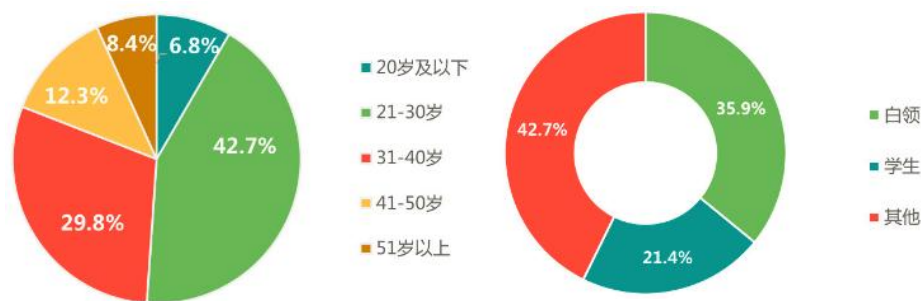


数据来源:Trustdata，华创证券

# 精准把握用户变化趋势，美团拥有用户结构优势

■ 在线酒店预订用户呈现年轻化、高学历、白领化特征，在线酒店预订用户中，30岁以下用户占比为49.5%，本科及以上学历用户占比超过58%，白领和学生占比分别为42.7%和35.9%。

图表：在线酒店预订用户呈现年轻化、高学历、白领化特征



数据来源:Trustdata，华创证券

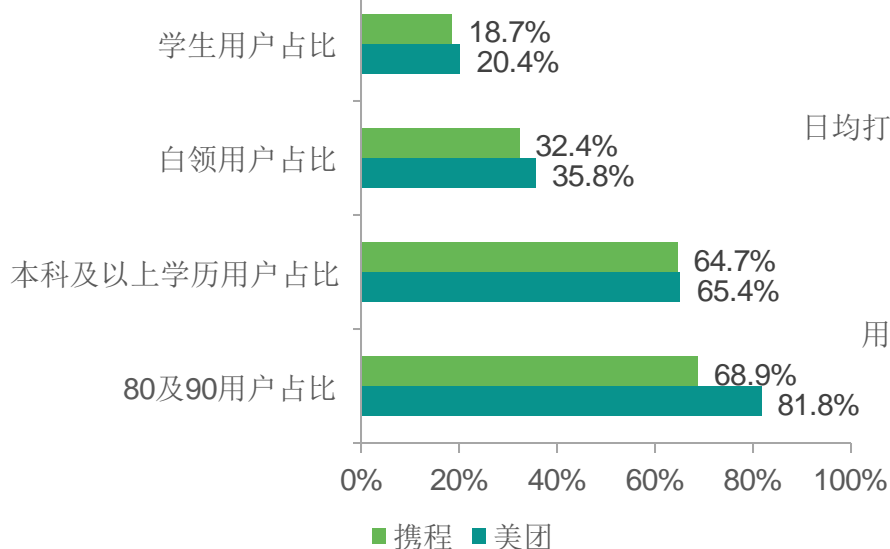
■ 精准把握用户变化趋势，美团有望进一步领先携程。美团的年轻用户、高学历用户及白领用户占比均排国内首位，携程对应排名分别为第8、第2和第5名，此外，携程在学生用户占比上同样落后于美团，用户结构差异将导致二者差距有望进一步扩大。

■ 用户获取和维系能力均优于携程。美团在用户粘性及APP日均打开次数均领先携程，2018年2月-3月，二者APP重合用户中超40%用户选择只用美团酒店，20.5%仅使用携程。

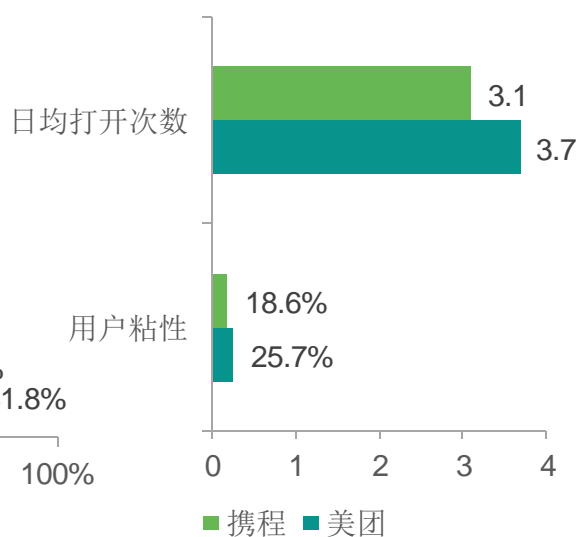
图表：美团、携程用户结构对比

图表：美团在用户粘性及APP日均打开次数领先携程

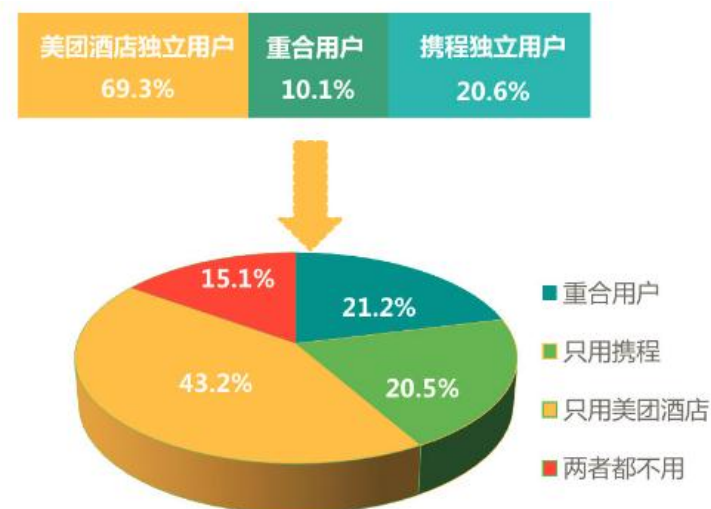
图表：2018年2月-3月美团和携程重合用户去向



数据来源:Trustdata，华创证券



数据来源:Trustdata，华创证券



数据来源:Trustdata，华创证券

## SECTION 5

---

# 摩拜、打车及生鲜



- 27亿全资收购摩拜，完善本地服务生态布局。
- 阿里控股OFO，形成市场抗衡
- 摩拜2亿用户，将成为美团业务的另一个巨大流量入口。

图表：ofo单车与摩拜单车结构关系对比



数据来源: 美团招股说明书, 华创证券研究所

图表：ofo单车与摩拜单车基本数据对比

	ofo单车	摩拜单车
用户量	2亿	2亿
开通城市	250	200
日订单量	3200万	3000万
单车数量	1000万	620万

数据来源: 美团招股说明书,ofo官网,华创证券



## 增加出行场景

摩拜有望成为美团到店、到家、旅行各场景的最佳连接，助其抢占“最后一公里出行”，结合美团自身丰富的吃喝玩乐消费场景，建构本地生活服务生态闭环。

## 增加支付场景

强化移动支付平台，完善支付、信用等场景，增加移动支付入口，有助于美团以至腾讯在移动支付领域获得更大的市场份额，为进军金融领域奠定基础。

## 两大场景 两大价值

## 用户价值

一方面有助于美团扩大用户体量，根据梅特卡夫法则，网络价值以用户数量的平方的速度增长。另一方面摩拜每天产生40TB的精准出行大数据，包括车辆数据、骑行数据、环境数据、人流量数据等，有助于美团精准把握用户需求，提升平台综合实力。

## 摩拜盈利价值

共享单车行业进入理性成熟期，摩拜向服务生态盈利转变。根据信通院报告，共享单车已成为三大公共出行方式之一，预计到2020年，共享单车企业将创造经济产值714亿元，经济产值将增至800亿元。相比ofo，摩拜正由垄断行业盈利向服务生态盈利转变，料将不断为美团创造其商业价值。

- 2017年经调整后净亏损29亿，亏损不断收窄
- 可转换可赎回优先股151亿

图表：2015-2017年美团基本财务数据

单位：人民币亿元	2015	2016	2017
营业收入	40.2	129.9	339.3
销售成本	-12.4	-70.5	-217.1
毛利	27.8	59.4	122.2
经营亏损	-84.7	-62.6	-38.3
年内亏损	-105.2	-57.9	-189.9
可转换可赎回优先股之公允价值变动	-7.3	-43.1	-151.4
经调整后亏损净额	-59.1	-53.5	-28.5

# 附件一基本财务报表信息

公司17年底的现金和短期投资（银行理财）合计达到452亿，支付摩拜收购款后仍有198亿流动资产净额



## 财务摘要

(单位：人民币千元)	2015年	2016年	2017年
持续经营业务			
营业收入	4,018,959	12,988,077	33,927,987
销售成本	(1,239,504)	(7,046,841)	(21,708,483)
毛利	2,779,455	5,941,236	12,219,504
销售及营销开支	(7,140,962)	(8,337,132)	(10,908,688)
研发开支	(1,204,033)	(2,366,674)	(3,646,634)
一般及行政开支	(2,905,420)	(1,722,605)	(2,171,408)
按公允价值计量且变动计入当期损益的投资只公允价值变动	46,953	23,550	472,874
其他（亏损）/收益净额	(49,928)	206,212	208,260
经营亏损	(8,473,935)	(6,255,413)	(3,826,092)
财务收入	13,541	21,681	60,885
财务成本	(56,561)	(55,981)	(19,214)
可转换可赎回优先股只公允价值变动	(725,113)	(4,313,365)	(15,138,824)
应占以权益法入账的投资之亏损	(661)	(28,018)	(10,418)
除所得税前亏损	(9,242,729)	(10,631,096)	(18,933,663)
所得税抵免/（开支）	11,648	(267,903)	(54,218)
持续经营业务年内亏损	(9,231,081)	(10,898,999)	(18,987,881)
已终止经营业务（亏损）/盈利	(1,288,257)	5,104,001	0
年内亏损	(10,519,338)	(5,794,998)	(18,987,881)
<b>以下人士应占亏损：</b>			
贵公司权益持有人	(10,519,338)	(5,789,900)	(18,916,617)
非控股权益	0	(5,098)	(71,264)
	(10,519,338)	(5,794,998)	(18,987,881)
<b>贵公司权益持有人应占亏损支每股亏损</b>			
每股基本及摊薄（亏损）/盈利			
持续经营业务	(8.68)	(7.50)	(12.37)
已终止经营业务	(1.21)	3.52	0.00
总计	(9.89)	(3.98)	(12.37)

## 资产负债表（简表）

(单位：人民币千元)	2015年	2016年	2017年
非流动资产	21,015,464	28,082,028	29,196,028
流动资产	21,874,383	23,634,532	54,438,135
总资产	42,889,847	51,716,560	83,634,163
非流动负债	50,316,796	64,815,964	103,618,175
可转换可赎回优先股	49,874,217	62,412,889	101,418,292
流动负债	10,242,723	12,475,947	20,517,370
负债总额	60,559,519	77,291,911	124,135,545
总权益及负债	42,889,847	51,716,560	83,634,163
股本	93	93	98
股份溢价	8,463,931	8,567,622	9,338,529
其他储备	(476,367)	(2,742,872)	466,103
累计亏损	(25,657,329)	(31,447,229)	(50,363,846)
贵公司权益持有人应占权益	(17,669,672)	(25,622,386)	(40,559,116)
非控股权益	0	47,035	57,734
总权益	(17,669,672)	(25,575,351)	(40,501,382)

## 现金流量表

(单位：人民币千元)	2015年	2016年	2017年
经营活动所用现金流量净值	(4,004,434)	(1,918,024)	(310,200)
投资活动所得/所用现金流量净值	852,664	(9,556,784)	(15,157,090)
融资活动所得现金流量净值	18,505,796	3,805,222	25,507,781
现金及现金等价物增加/（减少）净值	15,354,026	(7,669,586)	10,040,491
年初现金及现金等价物	1,331,301	16,804,326	9,376,575
现金及现金等价物汇兑收益/亏损	118,999	241,835	(8,227)
年末现金及现金等价物	16,804,326	9,376,575	19,408,839

## 收入确认方法

### 餐饮外卖业务 (佣金)

商家根据平台上交易用户交易额的一定百分比支付佣金，若美团不承担配送，商家仅支付平台费用，订单提交及付款时确认平台佣金收入，若美团承担配送，商家支付平台费用和配送服务费用，交易完成后确认收入，从用户的现金付款中扣除收入应占款项后，其余作为应付商家款项。

### 到店、酒店及 旅游(佣金)

交易用户使用代金券及预订以消费货物或服务时确认佣金收入，如入住酒店时、旅行团出发日期收取的现金付款初始入账为“交易用户预付款”，确认收入后，剩余入账为应付商家款项。

### 在线营销服务

客户根据营销效果付款时，当用户点击平台上客户的链接或事先约定数量的用户浏览营销者信息后确认收入；客户根据信息在平台上出现时长付费时，收入按照合约服务期间一定比例基准予以确认，该期间以信息首次被展示的日期开始计算；客户根据年度计划缴纳年费时，当提供营销服务时确认收入；营销期间支付对价时，收到付款时确认为递延收入。

### 其他服务与销 售

于提供服务或将产品控制权转移至客户是确认收入，如中小型商家融资服务中收取贷款安排费或确认利息收入，网约车服务中将私家车部分的用户的付款确认为收入。

## 激励机制（即激励的会计处理方法）

### 餐饮外卖

当负责配送时，提供给交易用户的交易被视为向客户的付款且按逐个交易基准记录为收入的较少，超过从交易用户收取的金额被记作销售及营销开支；不负责配送时，激励被记作销售及营销开支；对于众包配送平台，不负责配送时，激励从收入中扣除，负责配送时，激励被确认为销售成本。

### 到店、酒店 及旅游

激励被记为销售及营销开支。

### 新业务及其 他

对网约车交易用户提供激励，作为收入的扣减，对司机的激励作为销售成本。用户退款过程中若没有获得商家的退款，平台向交易用户的退款或激励被记录为收入的减少。向交易用户提供的激励在其被应用于购买时进行会计处理。

## ■ 新业务竞争加剧风险，现金流管控风险，成本风险

**束海峰**

**通信组首席分析师**

**执业编号：S0360514060001**

**联络电话：010-66500831**

**邮箱：shuhaifeng@hcyjs.com**

**李妍**

**执业编号：S0360517080002**

**联络电话：021-20572557**

**邮箱：liyan@hcyjs.com**

**王薇娜**

**执业编号：S0360517040002**

**联络电话：010-66500993**

**邮箱：wangweina@hcyjs.com**

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。