



美团 (3690.HK): 反垄断立项调查, 短期估值承压, 仍需等待更好投资时机

维持“持有”评级和目标价 326.0 港元。

- 事件:** 4月26日, 美团称已接到国家市场监督管理总局通知, 依法对公司涉嫌垄断行为立案调查。公司将积极配合监管部门调查, 进一步提升业务合规管理水平, 保障用户以及各方主体合法权益, 促进行业长期健康发展, 切实履行社会责任。此外, 公司目前各项业务正常运行。
- 点评:** 自从去年下半年开始, 针对互联网平台经济的反垄断政策趋严。去年12月阿里巴巴被正式立案调查后, 市场或对其他互联网巨头被调查或有所预期 (相关解读详见报告《[阿里巴巴 \(9988.HK\) 182 亿罚款事件解读: 利空出尽?](#)》)。从潜在的处罚结果来看, 除及时规范竞争行为之外, 或以罚款为主, 但罚款金额较以往更为严厉 (参照阿里巴巴)。阿里巴巴的罚款金额为2019年境内销售额的4%, 若按相同口径计算, 美团可能面临的处罚金额为40~50亿元。具体比例或有差异, 《反垄断法》第四十七条规定, 罚款金额为上一年销售额1%~10% (对应11~115亿)。时点方面, 从阿里巴巴被立案调查到公布处罚结果, 历时三个多月, 我们认为在处罚结果落地之前, 美团估值仍将面临一定压力。
- 社区电商仍有待观察:** 我们认为在反垄断政策趋严的大背景下, 公司在社区电商的扩张力度或将有所减缓, 行业竞争格局短时期内仍不确定。我们看好其在社区电商的长线布局, 以打造餐饮外卖之后新的流量入口, 但短期内竞争激烈且难以盈利, 或导致公司全年利润率承压。
- 维持“持有”评级和目标价 326.0 港元:** 考虑到反垄断政策影响以及社区电商竞争激烈等因素, 我们认为公司股价短期上升空间有限, 仍需耐心等待更好的投资时机。我们仍维持“持有”评级, 基于分部加总法的目标价维持 326.0 港元。
- 投资风险:** 人力成本上升; 竞争激烈; 政策不确定性。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2018-2022E)

| 人民币百万元 | FY18 | FY19 | FY20 | FY21E | FY22E |
|-----------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 65,227 | 97,529 | 114,795 | 176,912 | 247,934 |
| 营收增速 | 92.3% | 49.5% | 17.7% | 54.1% | 40.1% |
| 调整后净利润 | (8,346) | 4,657 | 3,121 | (1,688) | 11,437 |
| 调整后净利率 | -12.8% | 4.8% | 2.7% | -1.0% | 4.6% |
| 调整后 EPS | (3.06) | 0.79 | 0.53 | (0.29) | 1.93 |
| 调整后 PE(x) | NM | 372.9 | 556.5 | NM | 151.8 |

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

赵丹

互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超

助理分析师

charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2021年4月27日

评级 持有

| | |
|-------------------|------------|
| 目标价 (港元) | 326.0 |
| 潜在升幅/降幅 | +6.9% |
| 目前股价 (港元) | 305.0 |
| 52 周内股价区间 (港元) | 99.5-460.0 |
| 总市值 (百万港元) | 1,828,987 |
| 近 3 月日均成交额 (百万港元) | 9,970 |

注: 截至 2021 年 4 月 26 日收盘价

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

相关报告:

《[美团 \(3690.HK\): 重注下的社区电商尚待观察, 下调至“持有”评级](#)》(2021-03-29)

《[美团点评 \(3690.HK\): 有限半径, 无限覆盖](#)》(2020-06-10)

财务报表分析与预测

利润表

| 人民币百万元 | FY18 | FY19 | FY20 | FY21E | FY22E |
|-------------|-----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业总收入 | 65,227 | 97,529 | 114,795 | 176,912 | 247,934 |
| 销售成本 | (50,122) | (65,208) | (80,744) | (125,665) | (167,701) |
| 毛利率 | 23.2% | 33.1% | 29.7% | 29.0% | 32.4% |
| 销售费用 | (15,872) | (18,819) | (20,883) | (32,362) | (44,200) |
| 销售费用率 | 24.3% | 19.3% | 18.2% | 18.3% | 17.8% |
| 研发费用 | (7,072) | (8,446) | (10,893) | (16,913) | (18,851) |
| 研发费用率 | 10.8% | 8.7% | 9.5% | 9.6% | 7.6% |
| 管理费用 | (5,610) | (4,402) | (5,594) | (8,394) | (8,934) |
| 管理费用率 | 8.6% | 4.5% | 4.9% | 4.7% | 3.6% |
| 营业利润 | (11,086) | 2,680 | 4,330 | (6,421) | 8,249 |
| 财务费用 | (45) | (191) | (370) | (300) | (400) |
| 财务费用率 | 0.1% | 0.2% | 0.3% | 0.2% | 0.2% |
| 其他费用 | (104,654) | 107 | 264 | - | - |
| 税前利润 | (115,491) | 2,762 | 4,438 | (6,221) | 8,749 |
| 所得税 | (2) | (526) | 270 | 933 | (1,312) |
| 有效所得税率 | 0.0% | 19.0% | -6.1% | 15.0% | 15.0% |
| 税后利润 | (115,493) | 2,236 | 4,708 | (5,288) | 7,437 |
| 少数股东权益 | - | - | - | - | - |
| 归属于普通股股东净利润 | (115,493) | 2,236 | 4,708 | (5,288) | 7,437 |
| 净利润率 | -177.1% | 2.3% | 4.1% | -3.0% | 3.0% |

资产负债表

| 人民币百万元 | FY18 | FY19 | FY20 | FY21E | FY22E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 现金及现金等价物 | 17,044 | 13,396 | 17,094 | 14,521 | 28,492 |
| 应收款项 | 466 | 677 | 1,031 | 983 | 1,305 |
| 短期投资 | 41,830 | 49,436 | 43,999 | 43,999 | 43,999 |
| 存货 | 400 | 275 | 466 | 466 | 466 |
| 流动资产合计 | 73,149 | 82,135 | 88,306 | 85,685 | 99,979 |
| 固定资产 | 3,979 | 5,376 | 13,917 | 14,116 | 14,415 |
| 无形资产 | 33,876 | 32,700 | 31,676 | 31,676 | 31,676 |
| 预付款项 | 867 | 1,762 | 8,789 | 8,789 | 8,789 |
| 长期投资 | 8,345 | 9,450 | 23,438 | 23,438 | 23,438 |
| 非流动资产合计 | 47,512 | 49,878 | 78,269 | 78,468 | 78,767 |
| 资产总计 | 120,662 | 132,013 | 166,575 | 164,153 | 178,745 |
| 短期借款 | 1,800 | 3,553 | 6,395 | 4,500 | 4,500 |
| 贸易应付账款 | 5,341 | 6,766 | 11,967 | 11,967 | 11,967 |
| 应付商家款项 | 7,596 | 7,495 | 9,415 | 15,384 | 22,539 |
| 交易用户预付款及押金 | 6,568 | 6,348 | 6,530 | 6,530 | 6,530 |
| 流动负债合计 | 31,825 | 36,593 | 51,148 | 55,221 | 62,377 |
| 长期借款 | 470 | 467 | 1,957 | 750 | 750 |
| 递延税项负债 | 1,196 | 1,388 | 756 | 756 | 756 |
| 非流动负债合计 | 2,327 | 3,366 | 17,793 | 16,585 | 16,585 |
| 负债总计 | 34,152 | 39,959 | 68,941 | 71,807 | 78,963 |
| 普通股股东权益 | 86,504 | 92,112 | 97,693 | 92,405 | 99,841 |
| 少数股东权益 | 5 | (58) | (59) | (59) | (59) |
| 总权益 | 86,510 | 92,054 | 97,634 | 92,346 | 99,783 |
| 负债和所有者权益合计 | 120,662 | 132,013 | 166,575 | 164,153 | 178,745 |

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

| 人民币百万元 | FY18 | FY19 | FY20 | FY21E | FY22E |
|--------------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 税前利润 | (115,491) | 2,762 | 4,438 | (6,221) | 8,749 |
| 折旧及摊销 | 5,367 | 4,846 | 3,751 | 3,801 | 4,701 |
| 财务成本 | 62 | 220 | - | - | - |
| 营运资金变动 | (4,987) | (2,645) | 1,565 | 6,017 | 6,834 |
| 支付税费 | (199) | (463) | 270 | 933 | (1,312) |
| 经营现金流 | (9,180) | 5,574 | 10,024 | 4,530 | 18,971 |
| 购买物业、厂房及设备净额 | (2,186) | (2,923) | (4,000) | (4,000) | (5,000) |
| 购买无形资产, 净额 | (66) | (15) | - | - | - |
| 投资净额 | (14,424) | (14,279) | (7,180) | - | - |
| 利息收益 | 533 | 1,316 | - | - | - |
| 股息收益 | 66 | 14 | - | - | - |
| 投资现金流 | (23,439) | (10,174) | (4,000) | (4,000) | (5,000) |
| 借款, 净额 | 1,248 | 1,390 | 4,333 | -3,102 | 0 |
| 财务成本 | (62) | (219) | - | - | - |
| 支付股息 | (4) | - | - | - | - |
| 融资现金流 | 29,295 | 1,114 | 4,333 | (3,102) | - |
| 现金及现金等价物净流量 | (3,323) | (3,486) | 4,661 | (2,573) | 13,971 |
| 年初现金及现金等价物 | 19,409 | 17,044 | 13,396 | 17,094 | 14,521 |
| 汇率变动影响 | 958 | (162) | (964) | - | - |
| 年末现金及现金等价物 | 17,044 | 13,396 | 17,094 | 14,521 | 28,492 |

主要财务比率

| | FY18 | FY19 | FY20 | FY21E | FY22E |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 | (42.4) | 0.4 | 0.8 | (0.9) | 1.3 |
| 每股自由现金流 | (4.2) | 0.4 | 1.0 | 0.1 | 2.4 |
| 每股账面价值 | 31.8 | 16.0 | 16.9 | 16.0 | 17.3 |
| 估值 (倍) | | | | | |
| 调整后目标P/E | NM | 372.9 | 556.5 | NM | 151.8 |
| 目标P/B | 9.2 | 18.9 | 17.8 | 18.8 | 17.4 |
| 目标P/S | 12.2 | 17.8 | 15.1 | 9.8 | 7.0 |
| 盈利能力比率 | | | | | |
| 毛利率 | 23.2% | 33.1% | 29.7% | 29.0% | 32.4% |
| 经营利润率 | -17.0% | 2.7% | 3.8% | -3.6% | 3.3% |
| 净利润率 | -177.1% | 2.3% | 4.1% | -3.0% | 3.0% |
| ROE | -502.7% | 2.5% | 5.0% | -5.6% | 7.7% |
| 盈利增长 | | | | | |
| 营业收入增长率 | 92.3% | 49.5% | 17.7% | 54.1% | 40.1% |
| 营业利润增长率 | 189.8% | N/A | 61.6% | N/A | N/A |
| 净利润增长率 | 508.3% | N/A | 110.5% | N/A | N/A |
| 偿债能力指标 | | | | | |
| 资产负债率 | 28.3% | 30.3% | 41.4% | 43.7% | 44.2% |
| 现金比率 | 53.6% | 36.6% | 33.4% | 26.3% | 45.7% |
| 流动比率 | 229.8% | 224.5% | 172.6% | 155.2% | 160.3% |

图表 2: 美团估值-分部加总法

| 业务 (人民币百万) | 2021E | | 估值方法 | | 估值 |
|-------------------|---------|--------|------|-----|------------------|
| | 收入 | 经营利润 | P/E | P/S | |
| 餐饮外卖 | 103,762 | | | 8 | 830,100 |
| 到店、酒店和旅游 | 29,237 | 12,279 | 30 | | 368,382 |
| 新业务 | 43,912 | | | 10 | 439,124 |
| 市值(人民币 百万) | | | | | 1,735,176 |
| 港元/人民币 | | | | | 0.86 |
| 市值(港元 百万) | | | | | 1,904,193 |
| 股数(百万) | | | | | 5,845 |
| 目标价(港元) | | | | | 326 |

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 可比公司估值比较

| 股票代码 | 公司名称 | 市值 (百万美元) | 股价 (当地货币) | P/S | P/E(市盈率) | | | |
|---------------------|---------|--------------|--------------|------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| | | | | | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
| HK 9988 HK EQUITY | 阿里巴巴 | 634,441 | 227.0 | 4.6 | N/A | N/A | 23.2 | 21.1 |
| HK 700 HK EQUITY | 腾讯 | 767,194 | 620.5 | 8.4 | 34.1 | 28.2 | 32.8 | 26.7 |
| HK 3690 HK EQUITY | 美团 | 237,054 | 312.4 | 8.4 | 233.6 | 306.2 | N/A | 171.3 |
| CH 002352 CH EQUITY | 顺丰 | 45,231 | 64.4 | 1.4 | 28.2 | 53.8 | 50.9 | 31.7 |
| US TCOM US EQUITY | 携程 | 24,783 | 39.2 | 6.5 | 28.9 | N/A | 81.3 | 23.4 |
| HK 780 HK EQUITY | 同程艺龙 | 5,652 | 20.0 | 4.2 | 37.9 | 84.2 | 23.7 | 17.6 |
| US UBER US EQUITY | UBER | 107,579 | 57.6 | 6.7 | N/A | N/A | N/A | N/A |
| US GRUB US EQUITY | GRUBHUB | 6,605 | 70.8 | 3.0 | N/A | N/A | 166.7 | 63.2 |
| US GRPN US EQUITY | Groupon | 1,353 | 46.7 | 1.4 | 37.9 | N/A | 266.6 | 13.4 |
| 平均 | | | | 5.0 | 66.8 | 118.1 | 92.2 | 46.1 |

注: E= Bloomberg; N/A 代表公司亏损或无一致预测, 4月26日数据

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 美团



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 互联网行业覆盖公司

| 股票代码 | 公司 | 现价 (交易货币) | 评级 | 目标价 (交易货币) | 评级及目标价 发布日期 | 行业 |
|------------------|------|--------------|----|---------------|----------------|--------|
| 3690 HK Equity | 美团 | 302.0 | 持有 | 326.0 | 29/3/2021 | 本地生活服务 |
| 700 HK Equity | 腾讯 | 620.0 | 买入 | 700.0 | 13/11/2020 | 游戏 |
| 9988 HK Equity | 阿里巴巴 | 216.0 | 买入 | 335.0 | 27/8/2020 | 电商 |
| 1024 HK Equity | 快手 | 280.0 | 持有 | 310.0 | 15/3/2021 | 短视频 |
| 780 HK Equity | 同程艺龙 | 17.6 | 买入 | 18.0 | 10/09/2020 | OTA |
| 8083 HK Equity | 有赞 | 2.5 | 买入 | 4.0 | 2/3/2021 | SaaS |
| 2013 HK Equity | 微盟 | 17.8 | 买入 | 15.7 | 21/12/2020 | SaaS |
| 3888 HK Equity | 金山软件 | 51.5 | 买入 | 52.0 | 21/12/2020 | SaaS |
| 600588 CH Equity | 用友 | 35.2 | 买入 | 54.0 | 21/12/2020 | SaaS |
| 268 HK Equity | 金蝶 | 24.4 | 买入 | 31.0 | 21/12/2020 | SaaS |
| 909 HK Equity | 明源云 | 35.8 | 买入 | 58.0 | 21/12/2020 | SaaS |

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 4 月 26 日收盘价

图表 6: 损益表

| 人民币百万元 | FY18 | FY19 | FY20 | FY21E | FY22E |
|-------------------|------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 损益表 | | | | | |
| 餐饮外卖 | 38,143 | 54,843 | 66,265 | 103,762 | 145,583 |
| 到店酒店 | 15,840 | 22,275 | 21,252 | 29,237 | 34,595 |
| 新业务 | 11,244 | 20,410 | 27,277 | 43,912 | 67,757 |
| 收入合计 | 65,227 | 97,529 | 114,795 | 176,912 | 247,934 |
| 同比增长 | 92% | 50% | 18% | 54% | 40% |
| 成本 | (50,122) | (65,208) | (80,744) | (125,665) | (167,701) |
| 毛利润 | 15,105 | 32,320 | 34,050 | 51,247 | 80,233 |
| 毛利率 | 23% | 33% | 30% | 29% | 32% |
| 销售费用 | (15,872) | (18,819) | (20,883) | (32,362) | (44,200) |
| 研发费用 | (7,072) | (8,446) | (10,893) | (16,913) | (18,851) |
| 管理费用 | (5,610) | (4,402) | (5,594) | (8,394) | (8,934) |
| 其他 | 2,363 | 2,026 | 7,649 | - | - |
| 营业利润 | (11,086) | 2,680 | 4,330 | (6,421) | 8,249 |
| 营业利润率 | -17% | 3% | 4% | -4% | 3% |
| 利息收入 | 294 | 166 | 214 | 500 | 900 |
| 融资成本 | (45) | (191) | (370) | (300) | (400) |
| 其他 | (104,654) | 107 | 264 | - | - |
| 税前利润 | (115,491) | 2,762 | 4,438 | (6,221) | 8,749 |
| 所得税开支 | (2) | (526) | 270 | 933 | (1,312) |
| 税后利润 | (115,493) | 2,236 | 4,708 | (5,288) | 7,437 |
| 净利润率 | -177% | 2% | 4% | -3% | 3% |
| 非控股权益 | - | - | - | - | - |
| 归属普通股股东净利润 | (115,493) | 2,236 | 4,708 | (5,288) | 7,437 |
| 非通用会计准则 | | | | | |
| 以股份为基础的酬金 | 1,865 | 2,191 | 3,277 | 3,600 | 4,000 |
| 调整后经营利润 | (9,221) | 4,871 | 7,608 | (2,821) | 12,249 |
| 调整后经营利润率 | -14% | 5% | 7% | -2% | 5% |
| 调整后净利润 | (8,346) | 4,657 | 3,121 | (1,688) | 11,437 |
| 调整后净利润率 | -13% | 5% | 3% | -1% | 5% |

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 7: 资产负债表和简明现金流量表

| 人民币百万元 | FY18 | FY19 | FY20 | FY21E | FY22E |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 资产负债表 | | | | | |
| 流动资产 | | | | | |
| 现金及现金等价物 | 17,044 | 13,396 | 17,094 | 14,521 | 28,492 |
| 应收账款及其他应收 | 466 | 677 | 1,031 | 983 | 1,305 |
| 预付款项、押金及其他资产 | 9,065 | 9,591 | 12,940 | 12,940 | 12,940 |
| 短期投资 | 41,830 | 49,436 | 43,999 | 43,999 | 43,999 |
| 受限制现金 | 4,256 | 8,760 | 12,776 | 12,776 | 12,776 |
| 分类为持作出售资产 | 88 | - | - | - | - |
| 存货 | 400 | 275 | 466 | 466 | 466 |
| 流动资产合计 | 73,149 | 82,135 | 88,306 | 85,685 | 99,979 |
| 非流动资产 | | | | | |
| 物业、厂房及设备 | 3,979 | 5,376 | 13,917 | 14,116 | 14,415 |
| 无形资产 | 33,876 | 32,700 | 31,676 | 31,676 | 31,676 |
| 递延税项资产 | 445 | 590 | 449 | 449 | 449 |
| 按权益法列账的投资 | 2,103 | 2,284 | 13,181 | 13,181 | 13,181 |
| 按公允价值计量计入当期损益金融资产 | 6,242 | 7,166 | 10,257 | 10,257 | 10,257 |
| 预付款项、押金及其他资产 | 867 | 1,762 | 8,789 | 8,789 | 8,789 |
| 非流动资产合计 | 47,512 | 49,878 | 78,269 | 78,468 | 78,767 |
| 总资产 | 120,662 | 132,013 | 166,575 | 164,153 | 178,745 |
| 流动负债 | | | | | |
| 银行借贷 | 1,800 | 3,553 | 6,395 | 4,500 | 4,500 |
| 贸易应付账款 | 5,341 | 6,766 | 11,967 | 11,967 | 11,967 |
| 应付商家款项 | 7,596 | 7,495 | 9,415 | 15,384 | 22,539 |
| 交易用户预付款 | 3,226 | 3,856 | 4,308 | 4,308 | 4,308 |
| 交易用户押金 | 3,341 | 2,492 | 2,222 | 2,222 | 2,222 |
| 其他应付款项及应计费用 | 7,362 | 7,864 | 10,557 | 10,557 | 10,557 |
| 递延收入 | 3,158 | 4,567 | 5,053 | 5,053 | 5,053 |
| 流动负债合计 | 31,825 | 36,593 | 51,148 | 55,221 | 62,377 |
| 非流动负债 | | | | | |
| 借款 | 470 | 467 | 1,957 | 750 | 750 |
| 递延税项负债 | 1,196 | 1,388 | 756 | 756 | 756 |
| 递延收入 | 625 | 389 | 167 | 167 | 167 |
| 其他非流动负债 | 36 | 1,122 | 14,913 | 14,913 | 14,913 |
| 非流动负债合计 | 2,327 | 3,366 | 17,793 | 16,585 | 16,585 |
| 总负债 | 34,152 | 39,959 | 68,941 | 71,807 | 78,963 |
| 股本 | 258,285 | 260,360 | 263,155 | 263,155 | 263,155 |
| 其他储备 | (5,741) | (4,447) | (6,262) | (6,262) | (6,262) |
| 累计亏损 | (166,039) | (163,801) | (159,201) | (164,489) | (157,052) |
| 公司拥有人应占权益 | 86,504 | 92,112 | 97,693 | 92,405 | 99,841 |
| 非控股权益 | 5 | (58) | (59) | (59) | (59) |
| 总权益 | 86,510 | 92,054 | 97,634 | 92,346 | 99,783 |
| 现金流量表 | | | | | |
| 经营活动所得现金流量净额 | (9,180) | 5,574 | 8,475 | 4,530 | 18,971 |
| 投资活动现金流量净额 | (23,439) | (10,174) | (21,232) | (4,000) | (5,000) |
| 融资活动所得现金流量净额 | 29,295 | 1,114 | 17,418 | (3,102) | - |
| 现金及现金等价物增加净额 | (3,323) | (3,486) | 4,661 | (2,573) | 13,971 |
| 年初现金及现金等价物 | 19,409 | 17,044 | 13,396 | 17,094 | 14,521 |
| 汇率变动影响 | 958 | (162) | (964) | - | - |
| 年末现金及现金等价物 | 17,044 | 13,396 | 17,094 | 14,521 | 28,492 |

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(腾讯 700.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼