www.research.cicc.com

滴滴出行

中国出行释放利润，仍需关注巴西外卖减亏进度



白洋 分析员
互联网
SAC 执证编号：S0080520110002
SFC CE Ref：BGN055
yang3.bai@cicc.com.cn



王秋婷 分析员
互联网
SAC 执证编号：S0080523030001
SFC CE Ref：BTK905
qiuting.wang@cicc.com.cn

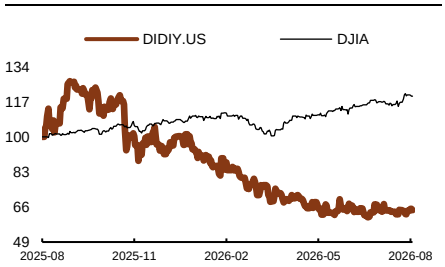


吴其坤，CFA 分析员
交运物流及出行
SAC 执证编号：S0080521020002
SFC CE Ref：BQI397
qikun.wu@cicc.com.cn

维持跑赢行业

股票代码	股票评级	目标价
DIDIY.US	→ 跑赢行业	美元 4.60

股票代码	DIDIY.US
最新收盘价	美元 3.54
52 周最高价/最低价	美元 6.99~3.30
总市值(亿)	美元 159.6



(人民币 百万)	2024A	2025A	2026E	2027E
净收入	206,799	226,701	245,701	266,227
增速	7.5%	9.6%	8.4%	8.4%
净利润	1,258	992	-3,579	4,928
增速	N.M.	-21.2%	-460.8%	N.M.
Non-IFRS 净利润	5,588	7,850	-1,888	7,077
增速	865.1%	40.5%	-124.0%	N.M.
每股净利润	0.25	0.20	-0.85	1.33
Non-IFRS 每股净利润	1.12	1.61	-0.45	1.91
每股净资产	19.79	20.10	22.89	28.29
每股销售额	41.52	46.47	58.02	71.83
每股经营现金流	1.30	1.74	1.33	3.21
市盈率	102.3	121.7	N.M.	17.6
Non-IFRS 市盈率	23.0	15.4	N.M.	12.2
市净率	1.3	1.2	1.0	0.8
市销率	0.6	0.5	0.4	0.3
平均总资产收益率	3.9%	5.2%	-1.2%	4.3%
平均净资产收益率	5.6%	8.0%	-1.9%	7.0%

资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

更多作者及其他信息请见文末披露页

业绩回顾

2Q26 集团经调整 EBITA 好于市场预期

2Q26 收入同增 11%至 625 亿元；集团经调整 EBITA 5.40 亿元，好于此前-1.28 亿元的市场预期，系国内出行利润释放。

发展趋势

中国出行业务持续释放利润。2Q 中国出行单量同增 8%至 36.5 亿单（日均 4,009 万单）；交易额同增 9%至 904 亿元，超市场预期 1%，系 ASP 同增 1%至 24.8 元，连续 3 个季度同比正增，主要由于长单占比提升以及供给质量优化；经调整 EBITA 42 亿元，超市场预期 7%，经调整 EBITA 利润率 4.6%。公司维持此前 26 年业务指引，我们预期 2026 年中国出行单量同增 8%，经调整 EBITA 利润率为 4.2%。

本季度国际业务亏损率环比收窄。2Q 国际业务交易额同增 61%至 436 亿元（恒定货币同增 53%），单量同增 29%至 14.0 亿单（日均 1,542 万单）；国际业务经调整 EBITA 亏损 29 亿元，亏损率-6.6%，环比下降，系多个城市单城模型跑通。巴西 60%以上用户同时使用出行+外卖，骑手重合度 60%以上，30 天用户留存稳定 80%以上。公司预期巴西外卖今年基本完成开城，年末年化 GTV 有望达 80 亿美元。公司维持 26 年国际 GTV 同汇率同比增长 40-50%，投入 120 亿元的预期。展望 2028 年，公司预期国际出行与外卖 GTV 达 3000 亿元，出行和金融利润分别实现 3 亿美元。巴西外卖竞争激烈，我们认为仍需关注后续减亏进度。

自动驾驶稳步推进。2Q 其他业务亏损 7.4 亿元；公司维持 26 年亏损 40 亿元的预期。截至 2Q26，公司已完成约 900 辆 Gen4 车型的量产，公司预期到 26 年底车队规模将达到 1000 辆。公司计划今年年内逐步启动对外运营。

盈利预测与估值

我们基本维持 26/27 年收入预测，基本维持 26 年非通用准则净利润预期；考虑到国际业务潜在竞争，我们下调 27 年非通用准则净利润 25%至 71 亿元。维持跑赢行业评级，由于市场对国际业务估值逻辑趋审慎，我们更改为仅对国内出行业务采用 P/E 估值法（给予 26 年国内出行业务 10x P/E），下调目标价 23%至 4.6 美元，对应 16 倍 27 年非通用准则 P/E，较当前有 30%上行空间。公司目前交易于 12 倍 27 年非通用准则 P/E。

风险

监管风险，宏观风险，竞争风险，多元经营风险。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E
利润表				
营业收入	206,799	226,701	245,701	266,227
营业成本	-168,993	-183,197	-196,986	-210,122
销售管理费用	-20,377	-31,909	-33,298	-30,510
研发费用	-7,754	-8,440	-9,339	-9,658
其他	-7,732	-6,784	-8,046	-10,149
营业利润	1,942	-3,629	-1,968	5,788
财务费用	888	2,075	1,103	844
其他利润	-1,576	943	284	0
利润总额	1,255	-611	-581	6,632
所得税	20	1,616	-2,985	-1,691
净利润	1,258	992	-3,579	4,928
少数股东损益	-16	-13	-13	-13
Non-IFRS 净利润	5,588	7,850	-1,888	7,077
EBITDA	7,353	6,495	2,724	11,056
资产负债表				
货币资金	12,555	23,808	21,046	25,827
应收账款及票据	3,493	4,649	4,039	5,106
存货	0	0	0	0
其他流动资产	53,862	50,281	53,828	57,500
流动资产合计	69,909	78,737	78,913	88,432
固定资产及在建工程	5,205	5,688	6,832	7,556
无形资产及其他长期资产	46,988	47,001	47,157	47,329
非流动资产合计	73,984	78,848	80,174	81,082
资产合计	143,893	157,585	159,086	169,514
短期借款	10,755	12,354	12,354	12,354
应付账款	4,478	4,937	5,309	5,663
其他流动负债	28,207	40,801	43,043	45,174
流动负债合计	43,440	58,092	60,705	63,190
长期借款	729	231	231	231
非流动负债合计	1,751	1,289	1,305	1,313
负债合计	45,191	59,381	62,010	64,503
少数股东权益	118	133	133	153
股东权益合计	98,584	98,071	96,943	104,858
负债及股东权益合计	143,893	157,585	159,086	169,514
现金流量表				
税前利润	1,335	-2,227	2,404	8,323
折旧和摊销	3,165	2,862	3,220	3,379
营运资本变动	-5,179	2,631	1,665	-259
其他	7,133	5,243	-1,650	439
经营活动现金流	6,455	8,508	5,639	11,882
资本开支	-2,831	-2,733	-4,545	-4,287
其他	-11,310	7,878	-2,000	-2,000
投资活动现金流	-14,142	5,145	-6,545	-6,287
股权融资	-4,549	-118	0	0
银行借款	2,780	1,042	0	0
其他	-4,833	-4,372	0	20
筹资活动现金流	-6,602	-3,449	0	20
汇率变动对现金的影响	-464	-259	0	0
现金净增加额	-14,753	9,946	-906	5,615

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	7.5%	9.6%	8.4%	8.4%
营业利润	N.M.	-286.8%	N.M.	N.M.
EBITDA	323.3%	-11.7%	-58.1%	305.9%
净利润	N.M.	-21.2%	-460.8%	N.M.
Non-IFRS 净利润	865.1%	40.5%	-124.0%	N.M.
盈利能力				
毛利率	18.3%	19.2%	19.8%	21.1%
营业利润率	0.9%	-1.6%	-0.8%	2.2%
EBITDA 利润率	3.6%	2.9%	1.1%	4.2%
净利润率	0.6%	0.4%	-1.5%	1.9%
Non-IFRS 净利润率	2.7%	3.5%	-0.8%	2.7%
偿债能力				
流动比率	1.61	1.36	1.30	1.40
速动比率	1.61	1.36	1.30	1.40
现金比率	0.29	0.41	0.35	0.41
资产负债率	31.4%	37.7%	39.0%	38.1%
净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率分析				
总资产收益率	3.9%	5.2%	-1.2%	4.3%
净资产收益率	5.6%	8.0%	-1.9%	7.0%
每股指标				
每股净利润(元)	0.25	0.20	-0.85	1.33
Non-IFRS 每股净利润(元)	1.12	1.61	-0.45	1.91
每股净资产(元)	19.79	20.10	22.89	28.29
每股销售额(元)	41.52	46.47	58.02	71.83
每股经营现金流(元)	1.30	1.74	1.33	3.21
估值分析				
市盈率	102.3	121.7	N.M.	17.6
Non-IFRS 市盈率	23.0	15.4	N.M.	12.2
市净率	1.3	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA	14.5	14.9	36.5	8.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

滴滴是全球领先的移动出行科技平台，业务主要分为三个板块，分别为中国四轮出行业务、国际业务以及其他新业务：中国四轮出行业务涵盖网约车、线上出租车、代驾、顺风车等多元化出行服务；国际业务主要专注于拉美市场，包括网约车和外卖业务；其他新业务包括共享两轮、能源平台和车后服务、同城货运、自动驾驶等。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 1：盈利预测调整

（百万元人民币）	调整前 2026E	调整后 2026E	+/- 2026E	调整前 2027E	调整后 2027E	+/- 2027E
营业收入	244,772	245,701	0%	267,500	266,227	0%
经调整EBITA	-761	-288	n.m.	10,345	7,937	-23%
Non-IFRS净利润	-1,880	-1,888	n.m.	9,395	7,077	-25%

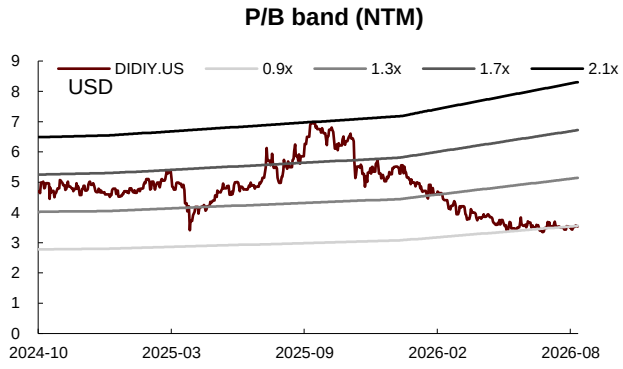
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：财务数据

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2026E	2027E
收入	**135,288**	**154,786**	**141,736**	**173,827**	**140,792**	**192,380**	**206,799**	**226,701**	**58,743**	**62,522**	**62,234**	**62,202**	**245,701**	**266,227**
中国四轮出行业务	133,207	147,940	133,645	160,521	125,931	175,034	185,741	201,915	52,200	54,778	54,392	54,077	215,447	231,006
国际业务	411	1,975	2,333	3,622	5,863	7,842	11,043	14,947	4,451	5,127	5,096	5,845	20,519	25,632
其它新业务	1,671	4,872	5,758	9,684	8,998	9,504	10,015	9,839	2,092	2,617	2,746	2,280	9,735	9,589
销售成本	**-127,842**	**-139,665**	**-125,824**	**-156,863**	**-115,781**	**-162,916**	**-168,993**	**-183,197**	**-47,300**	**-49,910**	**-50,279**	**-49,497**	**-196,986**	**-210,122**
运营和支持费用	-3,665	-4,078	-4,696	-7,525	-6,517	-7,416	-7,904	-8,420	-2,224	-2,449	-2,364	-2,612	-9,648	-10,149
营销费用	-7,604	-7,495	-11,136	-16,961	-9,756	-10,433	-11,514	-16,822	-5,088	-5,429	-6,441	-7,371	-24,329	-21,564
研发费用	-4,378	-5,347	-6,317	-9,415	-9,556	-8,934	-7,754	-8,440	-2,411	-2,376	-2,090	-2,462	-9,339	-9,658
管理费用	-4,242	-6,214	-7,551	-28,715	-16,957	-8,367	-8,863	-15,087	-2,772	-2,545	-1,826	-1,826	-8,969	-8,945
经营损益	**-12,443**	**-8,013**	**-13,788**	**-48,442**	**-17,702**	**-2,838**	**1,942**	**-3,629**	**-682**	**1,045**	**-766**	**-1,565**	**-1,968**	**5,788**
调整后EBITA	**-8,647**	**-2,764**	**-8,381**	**-19,173**	**-12,623**	**-2,085**	**4,327**	**3,671**	**177**	**540**	**-167**	**-838**	**-288**	**7,937**
净利润（亏损）	**-14,979**	**-9,733**	**-10,608**	**-49,335**	**-11,743**	**-4,752**	**1,275**	**1,005**	**-1,219**	**869**	**-1,209**	**-2,008**	**-3,566**	**4,941**
归属普通股东净利润（亏损）	**-15,642**	**-9,728**	**-10,680**	**-50,031**	**-11,720**	**-4,794**	**1,258**	**992**	**-1,220**	**866**	**-1,213**	**-2,013**	**-3,579**	**4,928**
增长分析														
收入同比增长率		14.4%	-8.4%	22.6%	-19.0%	36.6%	7.5%	9.6%	10.3%	10.8%	6.2%	6.4%	8.4%	8.4%
收入环比增长率									0.5%	6.4%	-0.5%	-0.1%		
盈利分析														
毛利率	**5.5%**	**9.8%**	**11.2%**	**9.8%**	**17.8%**	**15.3%**	**18.3%**	**19.2%**	**19.5%**	**20.2%**	**19.2%**	**20.4%**	**19.8%**	**21.1%**
营运和支持费用率	-2.7%	-2.6%	-3.3%	-4.3%	-4.6%	-3.9%	-3.8%	-3.7%	-3.8%	-3.9%	-3.8%	-4.2%	-3.9%	-3.8%
营销费用率	-5.6%	-4.8%	-7.9%	-9.8%	-6.9%	-5.4%	-5.6%	-7.4%	-8.7%	-8.7%	-10.4%	-11.9%	-9.9%	-8.1%
研发费用率	-3.2%	-3.5%	-4.5%	-5.4%	-6.8%	-4.6%	-3.7%	-3.7%	-4.1%	-3.8%	-3.4%	-4.0%	-3.8%	-3.6%
管理费用率	-3.1%	-4.0%	-5.3%	-16.5%	-12.0%	-4.3%	-4.3%	-6.7%	-4.7%	-4.1%	-2.9%	-2.9%	-3.7%	-3.4%
营业利润率	**-9.2%**	**-5.2%**	**-9.7%**	**-27.9%**	**-12.6%**	**-1.5%**	**0.9%**	**-1.6%**	**-1.2%**	**1.7%**	**-1.2%**	**-2.5%**	**-0.8%**	**2.2%**
经调整息税摊销前利润	**-6.4%**	**-1.8%**	**-5.9%**	**-11.0%**	**-9.0%**	**-1.1%**	**2.1%**	**1.6%**	**0.3%**	**0.9%**	**-0.3%**	**-1.3%**	**-0.1%**	**3.0%**
净利率	**-11.1%**	**-6.3%**	**-7.5%**	**-28.4%**	**-8.3%**	**-2.5%**	**0.6%**	**0.4%**	**-2.1%**	**1.4%**	**-1.9%**	**-3.2%**	**-1.5%**	**1.9%**
归属于普通股股东净利率	**-11.6%**	**-6.3%**	**-7.5%**	**-28.8%**	**-8.3%**	**-2.5%**	**0.6%**	**0.4%**	**-2.1%**	**1.4%**	**-1.9%**	**-3.2%**	**-1.5%**	**1.9%**

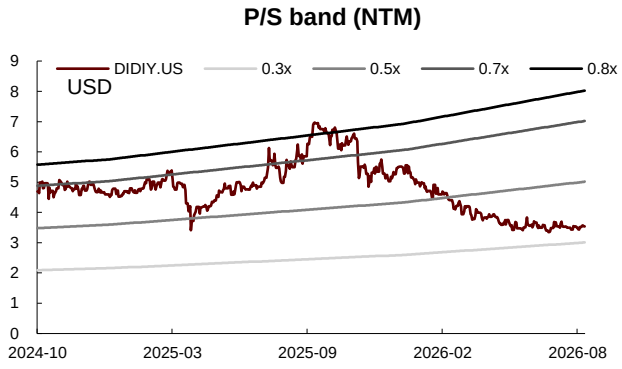
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 3：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 4：历史 P/S



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 5：可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	财报货币	收盘价	目标价	评级	市销率		非通用准则市盈率		市净率	
							2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
内容、社交和游戏												
00700.HK	腾讯控股*	HKD	CNY	441.00	666.00	跑赢行业	4.2	3.7	12.7	11.7	2.3	1.9
NTES.US	网易*	USD	CNY	124.11	171.00	跑赢行业	4.5	4.0	12.7	11.3	2.9	2.5
09999.HK	网易*	HKD	CNY	191.70	265.00	跑赢行业	4.4	4.0	N.M.	N.M.	2.9	2.5
01024.HK	快手-W*	HKD	CNY	40.82	72.80	跑赢行业	1.1	1.0	8.9	7.4	1.7	1.4
BILI.US	哔哩哔哩*	USD	CNY	17.61	25.00	跑赢行业	1.6	1.4	17.1	15.2	3.1	2.7
09626.HK	哔哩哔哩-W*	HKD	CNY	134.90	194.00	跑赢行业	1.6	1.4	16.9	15.0	3.0	2.7
ZH.US	知乎(ZHIHU)*	USD	CNY	3.17	3.70	跑赢行业	0.6	0.6	40.1	18.9	0.4	0.4
TME.US	腾讯音乐*	USD	CNY	8.46	14.30	跑赢行业	2.5	2.3	9.1	8.2	1.0	0.9
01698.HK	腾讯音乐-SW*	HKD	CNY	32.94	55.50	跑赢行业	2.5	2.3	9.2	8.2	1.0	0.9
09899.HK	网易云音乐*	HKD	CNY	115.20	224.00	跑赢行业	2.5	2.3	10.0	9.2	1.4	1.2
MOMO.US	挚文*	USD	CNY	5.87	8.70	跑赢行业	0.6	0.6	5.7	5.1	0.6	0.5
YALA.US	YALLA*	USD	USD	5.41	9.90	跑赢行业	2.8	2.4	6.0	5.5	1.0	0.8
09911.HK	赤子城科技*	HKD	USD	8.08	14.50	跑赢行业	1.1	1.0	6.8	5.8	2.9	2.1
00799.HK	IGG*	HKD	HKD	3.40	4.50	跑赢行业	0.7	0.7	6.3	6.0	1.2	1.1
JOYY.US	欢聚*	USD	USD	74.16	79.00	跑赢行业	1.7	1.6	13.9	13.0	0.6	0.7
HUYA.US	虎牙*	USD	CNY	2.38	3.60	跑赢行业	0.5	0.5	15.5	12.2	0.8	0.7
WB.US	微博*	USD	USD	7.76	11.10	跑赢行业	1.2	1.1	5.6	5.3	0.5	0.5
BIDU.US	百度*	USD	CNY	104.84	205.00	跑赢行业	1.8	1.7	12.2	10.7	0.8	0.7
09888.HK	百度集团-SW*	HKD	CNY	103.00	196.00	跑赢行业	1.9	1.8	12.3	10.8	0.8	0.7
BZ.US	BOSS 直聘*	USD	CNY	16.09	17.00	跑赢行业	5.5	4.9	13.1	11.9	2.5	2.4
06100.HK	同道猎聘*	HKD	CNY	2.10	3.90	跑赢行业	0.4	0.4	5.2	4.9	0.3	0.3
01357.HK	美图公司*	HKD	CNY	4.49	6.60	跑赢行业	3.6	3.1	14.4	12.3	1.8	1.8
META.US	脸书(META PLATFORMS)*	USD	USD	578.85	700.00	跑赢行业	5.9	4.9	14.2	12.8	4.9	3.7
GOOGL.US	谷歌*	USD	USD	343.54	407.91	跑赢行业	8.5	6.8	14.8	19.0	6.0	4.6
平均值							**2.6**	**2.3**	**12.3**	**10.4**	**1.9**	**1.6**
中值							**1.9**	**1.8**	**12.3**	**10.8**	**1.3**	**1.2**
电商和物流												
BABA.US	阿里巴巴*	USD	CNY	125.22	178.00	跑赢行业	1.7(a)	1.5(a)	19.9(a)	13.3(a)	1.7(a)	1.6(a)
09988.HK	阿里巴巴-SW*	HKD	CNY	121.90	172.00	跑赢行业	1.7(a)	1.5(a)	19.9(a)	13.3(a)	1.7(a)	1.6(a)
JD.US	京东*	USD	CNY	31.61	36.00	跑赢行业	0.2	0.2	9.1	5.7	1.2	1.0
PDD.US	拼多多*	USD	CNY	89.03	118.04	跑赢行业	1.8	1.4	8.8	5.9	1.7	1.3
VIPS.US	唯品会*	USD	CNY	14.45	17.10	跑赢行业	0.5	0.5	5.9	5.5	0.9	0.8
02618.HK	京东物流*	HKD	CNY	14.17	19.40	跑赢行业	0.3	0.3	8.4	7.4	1.3	1.1
DDL.US	叮咚买菜*	USD	CNY	2.33	3.38	跑赢行业	0.1	0.1	7.6	6.2	2.1	1.5
YMM.US	满帮集团*	USD	CNY	9.27	12.28	跑赢行业	5.5	5.0	12.4	10.2	1.5	1.4
AMZN.US	亚马逊*	USD	USD	267.28	280.00	跑赢行业	3.5	3.2	19.8	23.1	5.5	4.3
平均值							**1.7**	**1.5**	**12.4**	**10.1**	**2.0**	**1.6**
中值							**1.7**	**1.4**	**9.1**	**7.4**	**1.7**	**1.4**
本地生活、O2O 和 OTA												
03690.HK	美团-W*	HKD	CNY	91.25	125.00	跑赢行业	1.2	1.0	N.M.	17.0	3.4	2.9
TCOM.US	携程集团*	USD	CNY	45.58	55.00	跑赢行业	3.0	2.8	12.5	11.4	1.1	1.0
09961.HK	携程集团-S*	HKD	CNY	354.20	427.00	跑赢行业	3.0	2.8	12.5	11.3	1.1	1.0
00780.HK	同程旅行*	HKD	CNY	13.49	15.00	跑赢行业	1.3	1.2	7.3	6.5	1.0	0.9
DIDIY.US	滴滴出行*	USD	CNY	3.54	4.60	跑赢行业	0.4	0.3	N.M.	12.2	1.0	0.8
02643.HK	曹操出行*	HKD	CNY	14.40	50.00	跑赢行业	0.3	0.2	N.M.	26.3	N.M.	N.M.
BKNG.US	BOOKING*	USD	USD	212.26	220.00	跑赢行业	5.7	5.0	20.4	17.3	N.M.	28.6
EXPE.US	亿客行(EXPEDIA)*	USD	USD	325.57	345.00	跑赢行业	2.4	2.1	14.9	10.5	12.5	6.6
ABNB.US	爱彼迎*	USD	USD	180.09	170.00	跑赢行业	7.6	6.8	34.9	29.6	10.7	7.5
MMYT.US	MAKEMYTRIP*	USD	USD	60.31	65.00	跑赢行业	5.2(a)	4.5(a)	26.2(a)	21.8(a)	196.1(a)	34.4(a)
UBER.US	优步(UBER	USD	USD	75.36	99.40	跑赢行业	2.6	2.3	21.9	15.3	4.7	3.3
DASH.US	DOORDASH*	USD	USD	212.49	275.00	跑赢行业	5.2	4.3	30.4	23.7	7.4	5.6
平均值							**3.2**	**2.8**	**N.M.**	**16.9**	**N.M.**	**7.6**
中值							**2.8**	**2.5**	**13.7**	**16.1**	**2.3**	**3.1**

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据
标有(a)的数值所对应的年份为本列顶部所示年份之后的一年
港股收盘于北京时间 2026-08-13；美股收盘于北京时间 2026-08-12
资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

团队信息



白洋　分析员
互联网
SAC 执证编号：S0080520110002
SFC CE Ref：BGN055
yang3.bai@cicc.com.cn



王秋婷　分析员
互联网
SAC 执证编号：S0080523030001
SFC CE Ref：BTK905
qiuting.wang@cicc.com.cn



吴其坤，CFA　分析员
交运物流及出行
SAC 执证编号：S0080521020002
SFC CE Ref：BQI397
qikun.wu@cicc.com.cn



吴维佳, CFA　分析员
互联网
SAC 执证编号：S0080521010011
SFC CE Ref：BHR850
weijia.wu@cicc.com.cn



冯启斌　分析员
交运物流及出行
SAC 执证编号：S0080521090003
SFC CE Ref：BRW011
qibin.feng@cicc.com.cn



杨鑫，CFA　分析员
交运物流及出行
SAC 执证编号：S0080511080003
SFC CE Ref：APY553
xin.yang@cicc.com.cn



黄河　联系人
互联网
SAC 执证编号：S0080126070015
he.huang@cicc.com.cn



本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。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。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从https://research.cicc.com/footer/disclosures 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：金灿

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

北京 中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505 1166
传真：(86-10) 6505 1156

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 29 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市南山区科苑南路 2801 号
中金大厦 17-21 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319 5000
传真：(86-755) 8319-9229

香港
中国国际金融（国际）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

东京
中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内３丁目２番３号
丸の内二重橋ビル２１階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约
CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32nd Floor,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

伦敦
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福
China International Capital Corporation (Europe) GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。