

社服行业

01880.HK 中国中免

中国免税市场稳固龙头标的

2022年8月17日

无评级

投资要点

- **中国旅游集团中免股份有限公司**（下称“中国中免”或“公司”）成立于1984年，历经40年发展与结构重组，公司已经成为全球最大的旅游零售运营商。公司以免税业务为核心。是中国唯一的全牌照免税运营商，运营渠道涵盖口岸店、离岛店、市内店、邮轮店、机上店和外轮供应店等。
- **免税市场空间广阔**。全球旅游零售市场持续扩张，销售收入2021年达到2720亿元，公司的销售收入市场份额占到25%，位列全球第一。亚洲旅游零售市场销售收入2021A达到2180亿元，占到全球旅游零售市场的80%。中国旅游零售市场销售收入2021A达到810亿元，占到亚洲市场的37%；预计到2026年中国市场有望达到4510亿元，占到亚洲市场的56%，对应2021-2026年CAGR为41%，增速领先全球。中国的免税市场收入2021A为480亿元，占到中国旅游零售市场规模的60%，占到全球及亚洲免税市场的29%和34%。至2026年，中国免税市场收入有望达到3330亿元，占到中国旅游零售市场规模的74%，占到全球及亚洲免税市场的45%和58%。对应2021-2026年CAGR为47%。
- **建议投资者“申购”**。公司2021年的营业收入为677亿元人民币，归母净利润为97亿元，按发售价格143.50、154.50、165.50港元，发售股份数量1.03亿股、发行后股本20.55亿股（绿鞋前）计算，发行后市值为2949、3175、3401亿港元，对应2021年PE为26、28、30倍，A股601888.SH当前（2022/8/17）PE ttm为46倍，H股发行有一定折让。公司是全球旅游零售第一大运营商，也是中国免税市场绝对龙头，市场份额达到86%。我们认为随着疫情缓和、受益于免税政策支持，公司的免税收入有较大增长弹性，其中海南离岛店单个贡献高、盈利能力强，将是收入利润增长的主要驱动，免税业务利润率较高，毛利率达到37%（2021A），随着免税收入和占比增长，有望加速利润增长。我们建议投资者“申购”。

招股数据

日期

招股价(港元)	143.50~165.50
总股本(亿股)	20.55
发行后市值(亿港元)	2949~3401
每股净资产(元)	15.45
PB (IPO后)	7.99~9.21

相关报告

海外社服研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

严宁馨

yanningxin@xyzq.com.cn

SAC: S0190521010001

请注意: 严宁馨并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管的活动

公司名称 中国中免

股票代码 01880.HK

招股截止时间 8月18日

上市日期 8月25日

发行股数(亿股) 1.03

--香港发售数(亿股) 0.0514

--国际配售数(亿股) 0.9762

发行后总股本(亿股) 20.55

发行价范围(港元/每股) 143.50~165.50

发行后市值(亿港元) 2949~3401

联席保荐人 中金公司、UBS

联席账簿管理人 建银国际、中信证券、海通国际、农银国际、中银国际、交银国际、招银国际、中信建投国际、DBS、国泰君安国际、工银国际

会计师 毕马威会计师事务所

来源: 招股书, 兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示: 疫情反复、宏观经济增长放缓、免税政策变化、行业竞争加剧、到访客流不及预期

报告正文

1、公司概况

中国旅游集团中免股份有限公司（下称“中国中免”或“公司”）成立于1984年，历经40年发展与结构重组，公司已经成为全球最大的旅游零售运营商。其重组可以大致分为三个阶段：（1）1984年，中国免税品公司经国务院授权正式成立，归属国家旅游局管理；后更名为中国免税品（集团）总公司，成为中央直接管理的企业。（2）2008年，公司与中国国际旅行社总社有限公司完成战略重组，中免公司成为中国国旅股份有限公司（简称“中国国旅”）旗下全资子公司之一。（3）2019年，中国国旅剥离旅行社业务，聚焦免税业务，后公司更名为“中国旅游集团中免股份有限公司”，简称“中国中免”。

表 1、中国中免重组历程

年份	历史
阶段一：中国免税品（集团）总公司（1984年-2007年）	
1984	经中国国务院授权成立中国免税品公司，归属国家旅游局管理
1999	更名为中国免税品（集团）总公司，与国家旅游局脱钩，成为中央直接管理的企业
2004	开始与中国国际旅行社总社进行战略重组，共同组建国旅集团
2007	更名为中国免税品（集团）有限责任公司，标志着集团改制工作取得阶段性成果
阶段二：中国国旅股份有限公司的全资子公司（2008年-2018年）	
2008	中国国旅股份有限公司成立，拥有中国国际旅行社总社有限公司和中国免税品（集团）有限责任公司两家全资子公司
2009	中国国旅在A股上市，股票代码“601888.SH”
阶段三：中国旅游集团中免股份有限公司（2019年至今）	
2019	中国国际旅行社总社有限公司将100%股权转让给控股股东，从而剥离了旅行社业务，聚焦到旅游零售业务上来
2020	中国国旅股份有限公司更名为“中国旅游集团中免股份有限公司”，证券简称由“中国国旅”变更为“中国中免”，证券代码保持“601888.SH”不变
2022	在香港主板发行H股上市，股票代码“01880.HK”

资料来源：公司官网，招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

据弗若斯特沙利文资料，按照销售收入计算，公司2021年占全球旅游零售行业市场份额的24.6%，近两年跃升至全球第一。公司以免税业务为核心。是中国唯一的全牌照免税运营商，运营渠道涵盖口岸店、离岛店、市内店、邮轮店、机上店和外轮供应店等。在World Brand Lab发布的《中国最具价值品牌》报告中，中国中免位居2021年中国500最具价值品牌旅游服务行业第一。

表 2、中国中免业务发展历程

年份	历史
1989	在香港设立办事处，加大免税品的海外采购和配送力度
1990	设立中国第一家市内免税店—北京市内免税店
1996	设立亚洲第一家边境免税店—中免集团黑河免税店
2005	在深圳、上海、青岛、大连四家海关监管物流中心形成了覆盖全国的免税配送体系

2006	首次在海外市场建立销售终端
2011	设立中国首家实施离岛免税购物政策的免税店—三亚市内免税店
2017	收购日上中国 51% 股权，其主要负责北京首都国际机场免税店的运营
2017	与拉格代尔旅游零售组成合资公司，成功中标香港国际机场免税烟酒标段
2018	收购日上上海 51% 股权，其主要负责上海浦东国际机场免税店的运营
2018	与皇权澳门 (KPM) 成立合资公司，获得澳门机场 5 年免税经营牌照
2019	公司海南运营总部正式挂牌成立，成为首家总部进驻海南的中央企业
2020	收购海南省免税品有限公司 51% 股权，增加了公司海南的离岛免税业务
2020	中免大会员系统正式上线，实现了线上线下、境内境外、免税有税互通的突破

资料来源：公司官网，招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

剥离旅行社业务后，公司大部分收入来自向客户出售免税及有税商品。2021 年公司免税销售占比收入 63.4%，其中香化/时尚品及配饰/烟酒/食品及其他分别占比 34.1%/26.0%/2.7%/0.6%，这些零售客户主要来自跨境或出入离岛目的地旅客的线下消费，线上销售仅占比免税销售总额的 19.3%。2021 年公司有税销售占比 35.5%，其中 98.2% 为针对过去 180 日内曾到访海南的旅客的线上销售。

表 3、公司主营业务（按商品类型划分）

主营业务	概述	服务对象	2021A (亿元)	占比 (%)
免税商品	香化	香氛、皮肤护理、身体护理、眼部化妆品、唇部化妆品、脸部化妆品、指甲油、护发商品、化妆工具、香水套装、护肤套装和化妆套装等	231	34.1
	时尚品及配饰	服装、鞋类、手袋、行李箱、太阳镜、发饰、时尚饰品、皮带和围巾、珠宝腕表等	176	26.0
	烟酒	香烟、雪茄、雪茄配件、干邑、威士忌、伏特加、白兰地、朗姆酒和龙舌兰酒等	18	2.7
	食品及其他	包装食品、零食、保健品、婴儿护理、玩具、旅游配件、体育用品、家庭用品、厨具和小型电器等	4	0.6
有税商品	有税时尚品及饰品、有税烟酒、有税食品及其他	过去 180 日内曾到访海南的旅客（线上），机场国内出发/到达区，火车站	240	35.5
其他	主要包括来自广告牌租金的收入及来自海南投资物业的租金收入		7	1.1

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

疫情后离岛销售占比显著提升。截至 2019 年度，公司收入仍高度集中于传统销售渠道，即口岸免税店。疫情爆发后，公司及时调整销售策略，专注于扩大海南的离岛销售及线上销售。截至 2021 年末，公司口岸免税店/离岛店/市内免税店销售占比分别为 25.1%/69.5%/1.6%。

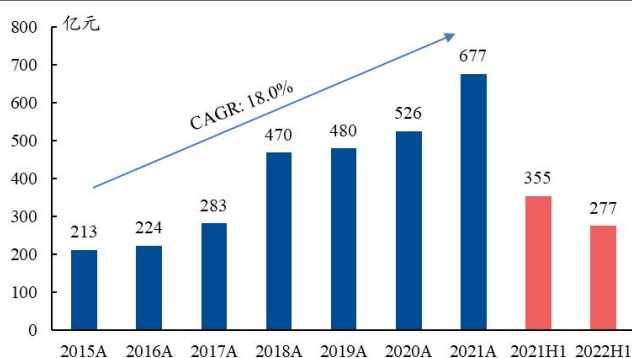
表 4、公司主营业务（按零售渠道划分）

主营业务	概述	服务对象	2021A (亿元)	占比 (%)
口岸免税店	机场	机场的“出入境”旅游零售商店	169	24.9
	陆路边境及其他	其他主要枢纽的“出入境”旅游零售商店，如陆路边境、火车站、跨境汽车站和港口等	1	0.2
离岛店	离岛销售（海南）	在指定区域（海南）经营免税与旅游零售业务的旅游零售商店	471	69.5
	线上销售	含免税线上销售及有税线上销售		
市内免税店	位于市中心的旅游零售商店	即将出境的外籍人士，及近期归国的本国人士	11	1.6
其他	邮轮、渡轮或飞机上的旅游零售商店	乘坐相应交通工具前往目的地的乘客	25	3.7

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

营业收入保持高增长：公司 2021 年的营业总收入 677 亿元，同比增长 28.7%，2015-2021 年 CAGR 为 18.0%。若剔除旅游服务业务，公司商品贸易部分营业收入 2015-2021 年 CAGR 达 33.5%。2022H1 国内疫情致使客流大幅下降，公司 3-5 月份的经营受到较大冲击，上半年营业收入为 277 亿元，同比下降 22.2%。

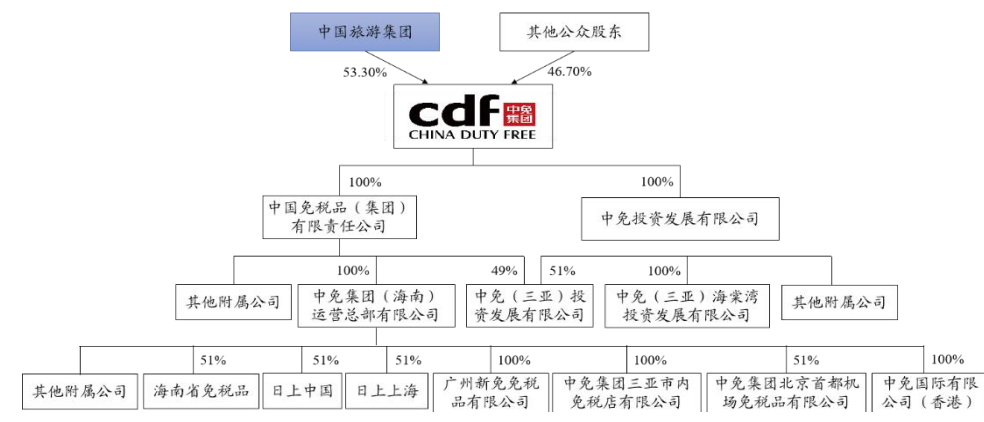
图 1、营业收入持续增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

国资委控股的国有企业：公司是国务院国资委控制及监管的国有企业，自 2009 年公司战略重组完成及中国国旅上市后，中国旅游集团始终为公司控股股东。2009 年至 2012 年，中国旅游集团股份持有量为 61.35%；2013 年 7 月，公司定向增发 0.96 亿股份，持有量被稀释至 55.3%；2019 年 2 月，中国旅游集团将其持有的公司 2% 股权无偿划转给海南省国资委持有，中国旅游集团持股比例变为 53.3%，持续至今。

图 2、中国中免目前的股权架构



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

管理团队经验丰富。目前公司董事会由 7 名成员组成，其中 3 位为执行董事，4 位为非执行董事。

彭辉先生，59 岁，执行董事兼董事会主席，主要负责提供战略意见及制订公司的发展计划。彭先生毕业于中欧国际工商管理学院工商管理专业，于 1991 年 7 月加入公司，在免税行业拥有丰富经验，曾在公司担任市场部干部、总经理办公室副主任、国产品部经理、总经理助理、副总经理、董事、中国国旅集团有限公司副总裁、党委委员、中国国际旅行社总社有限公司董事等职务。

陈国强先生，57 岁，执行董事兼总经理，主要负责公司的整体管理和运营。陈先生于 1987 年 8 月加入公司，在免税业务的管理和运营方面拥有丰富经验，曾在公司担任采购部副经理、业务一部副经理、进出口部总经理、酒水营销分公司总经理兼进出口业务分公司总经理、市场部总监、奥运项目部总监、旅游零售部总监等职务。

王轩先生，53 岁，执行董事兼常务副总经理，主要负责公司的日常管理和运营、商业投资业务、战略投资、政策研究等工作。王先生于 2005 年 3 月加入公司。曾在公司担任总经理助理兼投资管理部总监、三亚市内免税店董事长兼总经理、国旅(三亚)投资有限公司董事长等。

张润钢先生，63 岁，非执行董事。张先生在酒店及旅游业拥有丰富经验。曾担任中国国家旅游局质量规范与管理司副司长、北京首旅酒店(集团)股份有限公司董事长等。

王斌先生，56 岁，非执行董事。王先生在会计和财务方面拥有丰富经验，是中国

注册会计师协会非执业会员，曾担任对外经贸大学国际商学院教授、北京商学院会计系任副主任、北京工商大学会计学院任副院长及多家上市公司的非执行董事。

刘燕女士，56岁，非执行董事。刘女士毕业于北京大学国际金融法专业，博士，曾担任北京大学法学院教授，博士生导师，北京大学公司财务与法律研究中心主任，兼任中国证券法学研究会常务理事、中国财税法学研究会常务理事等。

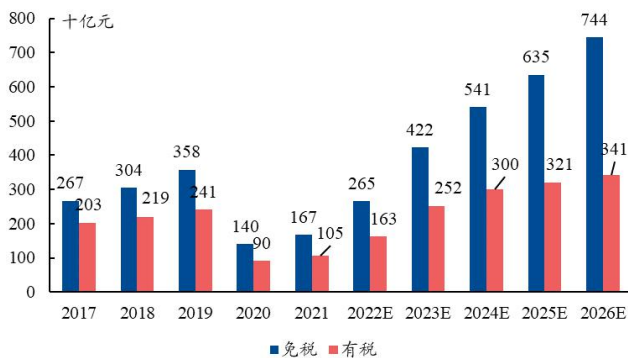
葛明先生，70岁，非执行董事。葛先生曾担任安永华明会计师事务所董事长和主任会计师、中国注册会计师协会常务理事、中国证监会第二届上市公司并购重组专家咨询委员会委员，以及多家上市公司的独立非执行董事。

2. 中国免税市场龙头位置稳固；全球旅游零售市场份额第一

全球旅游零售市场持续扩张，中免市占率第一。新冠疫情冲击之下，全球旅游零售市场销售收入2020年大幅下降，2021年平稳回升，达到2720亿元，其中免税和有税占61%和39%。随着全球疫情逐步进入常态化管制阶段，预计市场规模将保持增长趋势，2026年全球旅游零售市场销售收入有望超过1万亿元，对应2021-2026年CAGR为32%，其中免税和有税占69%和31%。

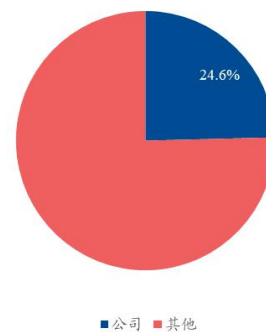
中免是全球第一大旅游零售商。市场集中度较高，公司的销售收入市场份额占到25%，位列全球第一。

图3、全球旅游零售市场规模（2021A）：免税1670亿元+有税1050亿元



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、中国中免全球市占率25%（2021A）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

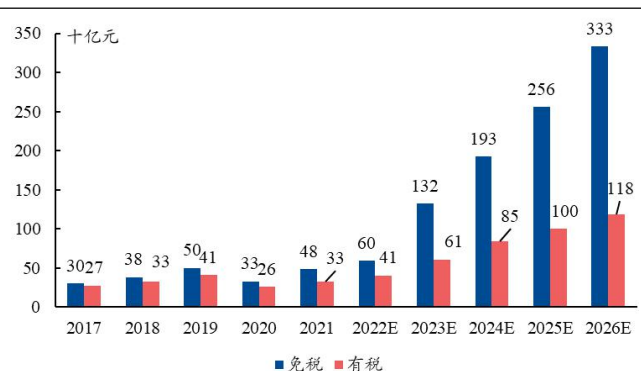
中国旅游零售是全球消费大国。亚洲旅游零售市场销售收入2021A达到2180亿元，占到全球旅游零售市场的80%；预计到2026年亚洲市场规模有望达到8090亿元，占到全球旅游零售市场的75%，对应2021-2026年CAGR为30%。中国旅游零售市场销售收入2021A达到810亿元，占到亚洲市场的37%；预计到2026年中国市场有望达到4510亿元，占到亚洲市场的56%，对应2021-2026年CAGR

为 41%，增速领先全球。

免税鼓励政策持续落地+如若疫情逐步缓和，受益于旅游消费、尤其高端香化配饰烟酒购物需求增长，中国的免税市场在接下来几年里有望迎来爆发式增长。中国的免税市场收入 2021A 为 480 亿元，占到中国旅游零售市场规模的 60%，占到全球及亚洲免税市场的 29%和 34%。至 2026 年，中国免税市场收入有望达到 3330 亿元，占到中国旅游零售市场规模的 74%，占到全球及亚洲免税市场的 45%和 58%。对应 2021-2026 年 CAGR 为 47%。

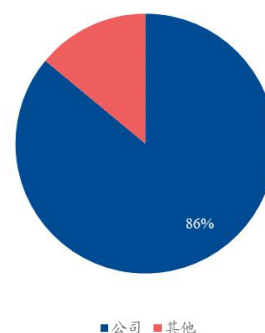
公司在中国免税市场龙头位置稳固。中国中免是中国唯一覆盖全免税零售渠道的运营商，免税零售网点在中国处于第一的位置。2021 年，中免的免税零售收入为 413 亿元，在中国市场份额达到接近 9 成的水平。

图 5、中国旅游零售市场规模（2021A）：免税 480 亿元+有税 330 亿元



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、中国中免在中国免税市场的市占率达到 86%（2021A）

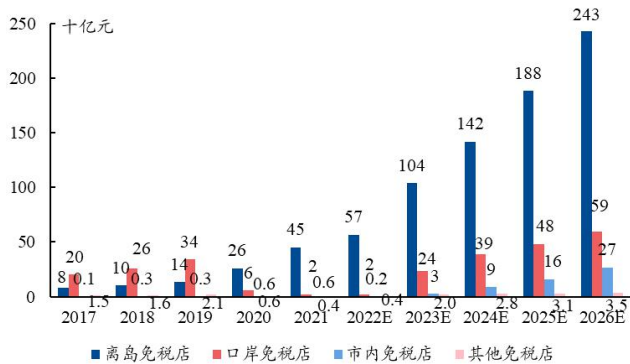


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

中国免税市场中，离岛免税增速最高。截至 2021A，中国免税市场结构按渠道划分，离岛免税、口岸免税、市内免税和其他免税分别占 94%、4%、1%、1%。2021 年离岛免税收入为 450 亿元，预计到 2026 年将增长至 2430 亿元，对应 2021-2026 年 CAGR 为 40%。

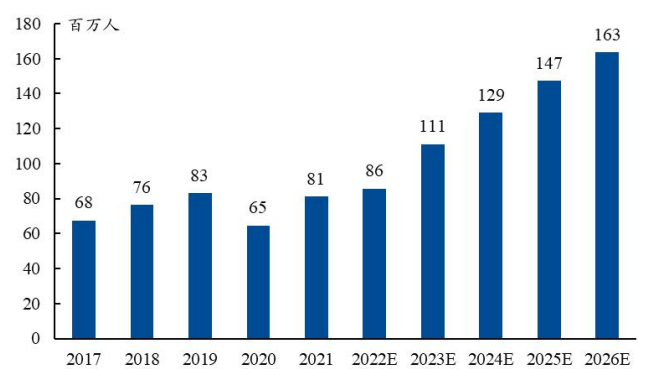
疫后海南旅客到访人数相应迅速回升，2021 年到访人次超过 8000 万人，同比增长 25%。

图 7、离岛免税市场规模高速扩张



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

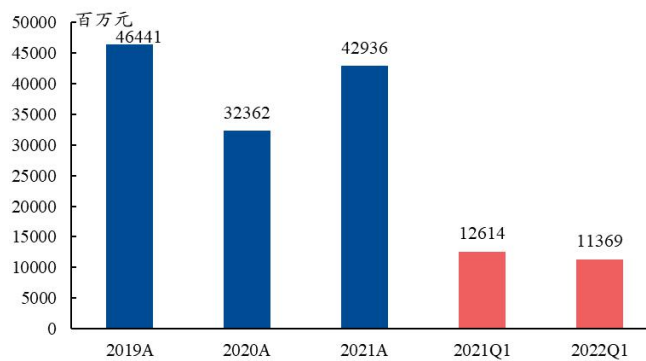
图 8、海南旅客到访人次持续增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司大部分收入都来自于免税，同时离岛店是主要的成长驱动因素。2021 年，公司的免税收入达到 429 亿元，同比增长 32.7%。2019 年前，公司的免税收入占比达到 95%+，疫后受到阶段性冲击有所下降，2021 年占 63%，随着疫情缓和，免税收入占比有望回升。同时免税毛利率高，2021A 毛利率为 37%，而有税部分毛利率为 24%，随着收入反弹、免税占比回升，有望进一步拉动利润增长。

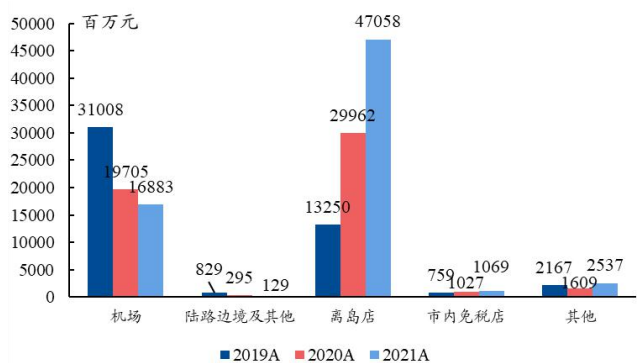
图 9、公司的免税收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

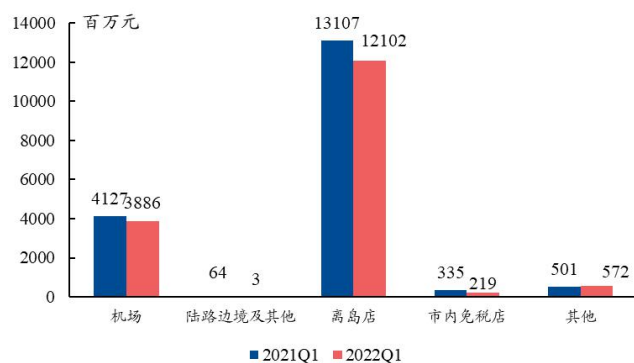
公司目前有 5 个离岛店，2021A 离岛店收入达到 471 亿元，同比增长 57%，占总收入比例达到 70%；2022Q1 离岛店收入为 121 亿元，同比下降 8%。2011 年公司在三亚开设第一家离岛店，2014 年三亚国际免税城开业，零售面积 7 万+平米，2021 年收入规模达到 348 亿元，销售规模全国第一。

图 10、公司的各项业务收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、公司的离岛店收入是营收主要贡献来源



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的零售网点遍布全国，免税门店数量全国第一。截至目前，公司店铺数量为 193 间，分布于全国 100 个城市。其中包括 123 个口岸免税店、5 个离岛店、11 个市内免税店、其他 2 个游轮免税店 2 个机上免税店 40 个外轮免税店和 10 个有税店。按境内外划分，公司在内地以外亦拥有 9 家免税店，分布在中国港澳、柬埔寨等地。

图 12、公司的店铺目前分布情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在海南的另一离岛免税店海口国际免税城目前正在建设，零售面积 15 万平米，预计今年下半年也将开业，离岛店数量将增至 6 个。

表 5、2022 年开店计划

名称/地点	销售面积 (平米)	预计开业年份
海口国际免税城	150,000	2022
威海港客运站	200	2022
杭州机场 T4 航站楼出发区免税店	3,561	2022
杭州机场 T4 航站楼到达区免税店	111	2022

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的门店客单价高，客流量大，免税毛利率高，盈利能力较强，目前各门店的盈亏平衡期平均在 2-3 年，投资回收期在 4-8 年。

表 6、门店盈亏平衡和回收期

	盈亏平衡期	投资回收期
口岸免税店	2-3 年	4-8 年
离岛店		
旅游零售综合体	2 年	5 年
其他离岛店	2 年	5-6 年
其他	1-3 年	4-6 年

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的单店创收能力持续提升，尤其离岛店。2021 年公司的平均单店创收为 3.5 亿元，同比增长 30%；离岛店达到 94 亿元，同比增长 57%。

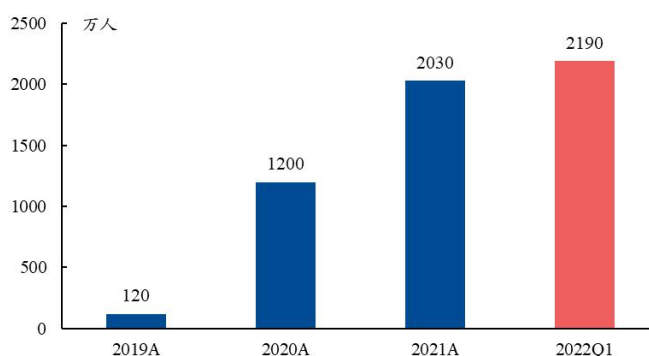
表 7、整体单店创收持续增长

单店收入/年 (百万元)	2019A	2020A	2021A
整体	241	270	351
yoy		12%	30%
机场	517	328	291
yoy		-36%	-11%
陆路边境及其他	13	4	2
yoy		-64%	-56%
离岛店	3312	5992	9412
yoy		81%	57%
市内免税店	76	103	97
yoy		35%	-5%
其他	37	30	47
yoy		-19%	58%
中国大陆	230	266	346
yoy		16%	30%
中国香港、中国澳门及海外	505	355	456
yoy		-30%	28%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

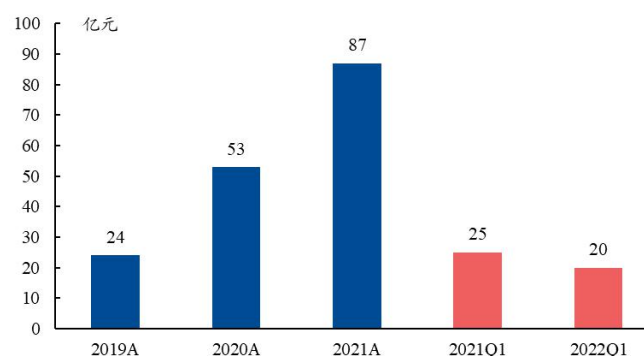
同时公司也在积极发展线上零售渠道，完善数字化购物平台。公司的线上平台订单数量 2022Q2 同比增长超过 80%，截至 2022Q1 公司的线上平台注册会员数量达到 2190 万人。

图 13、注册会员数量持续增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、预购交易金额

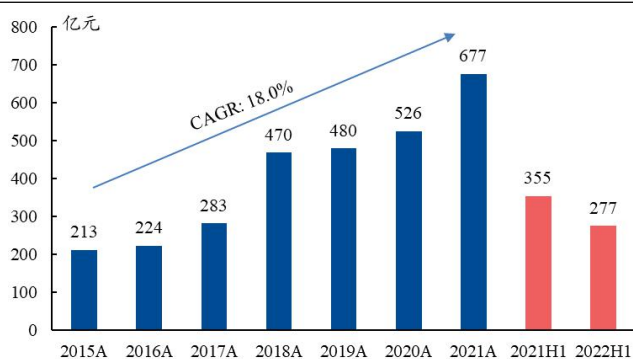


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3. 财务分析

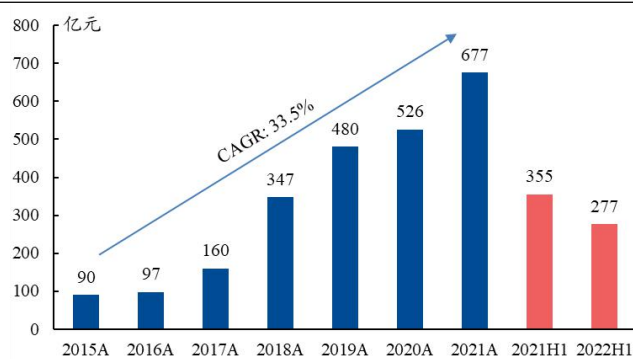
营业收入保持高增长：公司 2021 年的营业总收入 677 亿元，同比增长 28.7%，2015-2021 年 CAGR 为 18.0%。2019 年公司剥离旅游服务业务，将重心聚焦到旅游零售业务上。若剔除旅游服务业务，公司商品贸易营业收入 2015-2021 年 CAGR 达 33.5%。2022H1 国内疫情多点散发、多地频发，客流大幅下降，公司 3-5 月份的经营受到较大冲击符合预期，上半年营业收入为 277 亿元，同比下降 22.2%。

图 15、营业收入（含旅游服务）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

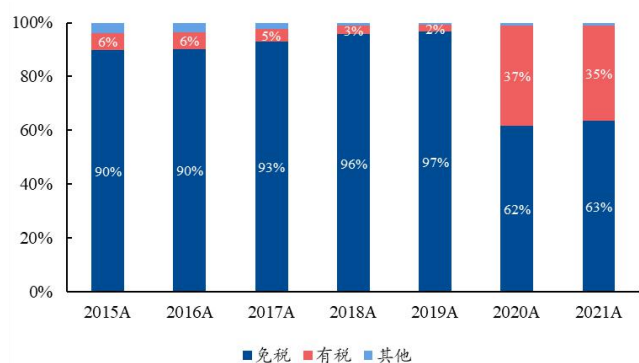
图 16、营业收入（不含旅游服务）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

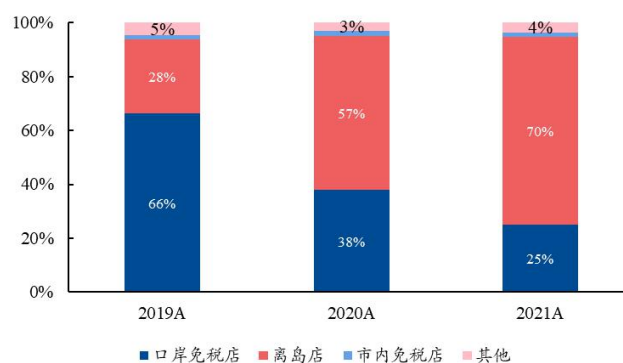
离岛店销售占比持续提升：截至 2021 年末，公司免税/有税销售占比分别为 63%/35%，口岸免税店/离岛店/市内免税店销售占比分别为 25%/70%/2%。

图 17、营业收入按业务占比拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、营业收入按零售渠道划分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

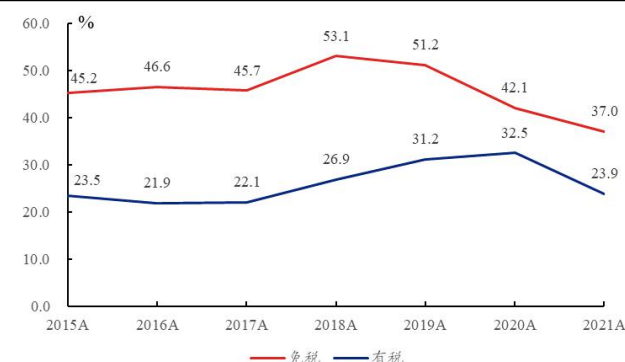
毛利率近两年有所下降，随着疫情缓和有望迎来回升。2021 年公司商品销售毛利润为 223 亿元，整体毛利率为 32.9%，同比下降 6.0%。分业务类型看，2021 年公司免税/有税毛利率分为 37.0%/23.9%，同比下降 5.1%/8.6%。

图 19、商品贸易毛利润及毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、商品贸易毛利率按业务类型划分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

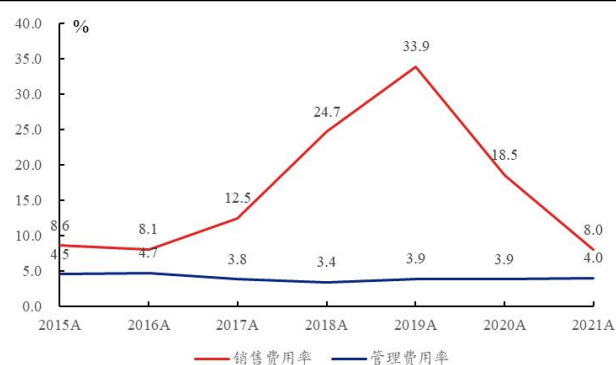
销售费用率下降，经营利润率增长。2021 年公司经营利润为 149 亿元，同比增长 54.0%；经营利润率为 22.1%，同比提升 3.7 个百分点。近两年公司销售及推广费用中的租金开支部分大幅减少，销售费用率从 2019 年的 33.9% 下降至 2021 年的 8.0%；管理费用主要由员工成本构成（占 50%+），近两年基本保持稳定。

图 21、经营利润及经营利润率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、销售及管理费用率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

归母净利润、净利率持续增长：2021 年公司归母净利润为 97 亿元，归母净利率为 14.4%，同比提升 3.1 个百分点。ROA 及 ROE 分别为 19.3% 及 38.0%。2022H1 受到疫情影响公司各项指标均有阶段性承压，归母净利率/ROA/ROE 分别为 14.2%/7.2%/12.6%。

图 23、公司归母净利润及归母净利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、ROA&ROE



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、估值及申购建议

● 基石投资者

目前公司 IPO 已获得 9 家基石投资者累计 62.38 亿港元的认购，在超额配股权未行使情况下，若发售价格分别为 165.60（发售价格上限）、154.50（发售价格中位数）和 143.50（发售价格下限）港元，则基石投资者认购的股份数量分别为 3769、4037 和 4367 万股，占发行后总股本的 1.8%、2.0%、2.1%。基石投资者分别为中国国有企业混合所有制改革基金有限公司、AMOREPACIFIC 集团、融实国际控股有限公司、中环海运（香港）有限公司、上海机场投资建设有限公司、泸州老窖股份有限公司、中国国有企业结构调整基金股份有限公司、海南自由贸易港建设投资基金有限公司、Oaktree 基金。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

中国国有企业混合所有制改革基金有限公司是经国务院批准设立的国家级基金，注册在上海自贸试验区临港新片区，总规模约 2000 亿元，首期募集资金 707 亿元。中国国有企业混合所有制改革基金计划认购金额为 11.77 亿港元，按发行价格 165.50、154.50、143.50 港元计算，预计将认购 7,114,600、7,621,100 或 8,205,300 股，分别占发行股份的 6.9%、7.4%及 8.0%以及发行完成后总股本的 0.3%、0.4%及 0.4%。

AMOREPACIFIC 集团是韩国享誉全球的化妆品集团公司，成立于 1945 年，旗下拥有 Laneige/Iope/Hera 等众多子品牌。AMOREPACIFIC 集团计划认购金额为 7.85 亿港元，按发行价格 165.50、154.50、143.50 港元计算，预计将认购 4,743,000、5,080,700 或 5,470,200 股，分别占发行股份的 4.6%、4.9%及 5.3%以及发行完成后总股本的 0.2%、0.2%及 0.3%。

融实国际控股有限公司是国家开发投资集团有限公司在香港注册成立的境外全资子公司，主要负责集团境外资金业务开展与管理，承担集团境外资本投资功能。融实国际控股有限公司计划认购金额为 7.85 亿港元，按发行价格 165.50、154.50、143.50 港元计算，预计将认购 4,743,000、5,080,700 或 5,470,200 股，分别占发行股份的 4.6%、4.9%及 5.3%以及发行完成后总股本的 0.2%、0.2%及 0.3%。

中环海运（香港）有限公司是一家以从事其他水上运输服务为主的企业。中环海运（香港）有限公司计划认购金额为 7.85 亿港元，按发行价格 165.50、154.50、143.50 港元计算，预计将认购 4,743,000、5,080,700 或 5,470,200 股，分别占发行股份的 4.6%、4.9%及 5.3%以及发行完成后总股本的 0.2%、0.2%及 0.3%。

上海机场投资建设有限公司是上海机场(集团)有限公司的全资附属公司，而上海机场(集团)有限公司则由上海国有资产管理监督管理委员会控制。上海机场投资建设有限公司计划认购金额为 7.77 亿港元，按发行价格 165.50、154.50、143.50 港元计算，预计将认购 4,695,700、5,030,000 或 5,415,600 股，分别占发行股份的 4.6%、4.9%及 5.3%以及发行完成后总股本的 0.2%、0.2%及 0.3%。

泸州老窖股份有限公司是具有 400 多年酿酒历史的国有控股上市公司。泸州老窖股份有限公司计划认购金额为 6.22 亿港元，按发行价格 165.50、154.50、143.50 港元计算，预计将认购 3,756,500、4,023,900 或 4,332,400 股，分别占发行股份的 3.7%、3.9%及 4.2%以及发行完成后总股本的 0.2%、0.2%及 0.2%。

中国国有企业结构调整基金股份有限公司是一家在中国注册的公司，国务院国有资产监督管理委员会通过多家国有企业间接持有其约 58%的股权。中国国有企业结构调整基金计划认购金额为 6.00 亿港元，按发行价格 165.50、154.50、143.50 港元计算，预计将认购 3,625,300、3,883,400 或 4,181,100 股，分别占发行股份的 3.5%、3.8%及 4.1%以及发行完成后总股本的 0.2%、0.2%及 0.2%。

海南自由贸易港建设投资基金有限公司是由海南省政府出资设立，按市场化方式运作的省级政府投资基金母基金，基金规模为 100 亿元，主要投向自贸港重点产业、重点园区和重大项目三大领域。海南自由贸易港建设投资基金计划认购金额为 3.92 亿港元，按发行价格 165.50、154.50、143.50 港元计算，预计将认购 2,371,500、2,540,300 或 2,735,100 股，分别占发行股份的 2.3%、2.5%及 2.7%以及发行完成后总股本的 0.1%、0.1%及 0.1%。

Oaktree 基金是一家全球投资管理公司。Oaktree 基金计划认购金额为 3.14 亿港元，按发行价格 165.50、154.50、143.50 港元计算，预计将认购 1,897,200、2,032,300 或 2,188,000 股，分别占发行股份的 1.8%、2.0%及 2.1%以及发行完成后总股本的 0.1%、0.1%及 0.1%。

● 募集资金用途说明

假设发售价为每股发售股份 154.50 港元（中位数），经扣除就全球发售已付及应付的包销费、佣金及估计开支，并假设超额配股权未获行使，预计将收取的全球发售所得款项净额将约为 155.38 亿港元，募集资金计划用作：

(1) **巩固国内渠道（约 48.8%）**，主要包括：扩建海口国际免税城（约 26.3%）；11 家市内免税店的翻新、采购及运营（约 7.5%）；扩建三亚国际免税城（约 7.5%）；投资约 20 间有税旅游零售项目（约 3.7%）；投资主要机场的约八间免税店（约 3.0%）；投资约 20 间其他口岸免税店（约 0.7%）。

(2) **拓展海外渠道（约 22.5%）**，主要包括：开设约六间海外市内免税店（约 8.2%）；选择性地收购两至三间海外旅游零售运营商（约 7.5%）；扩展海外口岸免税店（约 4.5%）；扩展六间的邮轮免税店（约 2.2%）。

(3) **改善供应链效率（约 13.5%）**，主要包括：投资开发物流中心（约 6.7%）；巩固上游采购体系（约 5.2%）；升级现有供应链（约 1.5%）。

(4) 升级信息技术系统（约 1.5%）。

(5) 市场推广和进一步完善会员体系（约 3.7%）。

(6) 作补充流动资金及其他一般公司用途，包括但不限于通过对中免国际有限公司增资进行（约 10%）。

● 估值与申购建议

公司 2021 年的营业收入为 677 亿元人民币，归母净利润为 97 亿元，按发售价格 143.50、154.50、165.50 港元，发售股份数量 1.03 亿股、发行后股本 20.55 亿股（绿鞋前）计算，发行后市值为 2949、3175、3401 亿港元，对应 2021 年 PE 为 26、28、30 倍，A 股 601888.SH 当前（2022/8/17）PE ttm 为 46 倍，H 股发行有一定折让。

公司是全球旅游零售第一大运营商，也是中国免税市场绝对龙头，市场份额达到 86%。我们认为随着疫情缓和、受益于免税政策支持，公司的免税收入有较大增长弹性，其中海南离岛店单个贡献高、盈利能力强，将是收入利润增长的主要驱动，免税业务利润率较高，毛利率达到 37%（2021A），随着免税收入和占比增长，有望加速利润增长。我们建议投资者“申购”。

5、风险提示

疫情反复：疫情爆发具备一定不确定性，若疫情反复不断，将影响旅游出行人数和居民消费意愿，将对公司经营造成负面影响。

宏观经济增长放缓：出行旅游、商品消费都与我国经济情况息息相关，有一定周期性。

免税政策变化：如果政策变化，如免税购物补贴下降等，将削减消费者的购物意愿。

行业竞争加剧：目前公司是免税市场第一大市场份额参与主体，如若参与门槛降低，或将带来竞争加剧。

到访客流不及预期：如果旅客出游意愿下降，公司门店到访人数下降，或将对营业收入造成一定影响。

表 8、附录：公司部分门店一览

城市	门店	类型	开业时间	经营面积（平米）	覆盖品牌数量（个）
厦门	星旅邮轮鼓浪屿号邮轮免税店	邮轮免税店	2019	300	
香港	cdf Beauty（香港市内店）	市内免税店	2019	1000	近 45
香港	香港国际机场免税店	机场免税店	2018	3400	
杭州	杭州萧山机场免税店	机场免税店	2018	1207	
澳门	澳门国际机场免税店	机场免税店	2018	1100	
无锡	无锡中免免税品有限公司扬泰机场免税店	机场免税店	2018	195	100 余
成都	成都机场进境免税店二期香化店	机场免税店	2018	282	20 余
南通	南通兴东机场免税店	机场免税店	2018	100	
深圳	深圳湾口岸免税店	边境免税店	2018	54	100 余
霍尔果斯	霍尔果斯国际边境合作中心免税店	边境免税店	2018	400	
厦门	大西洋号邮轮免税店	邮轮免税店	2018	400	
西安	武汉天河机场免税店	机场免税店	2017	527	
成都	成都机场进境免税店一期烟酒店	机场免税店	2017	172	近 70
腾冲	腾冲猴桥口岸免税店	边境免税店	2017	107	
东莞	广东外供东莞港供船免税店	外轮供应免税店	2017		
广州	广东外供广州港供船免税店	外轮供应免税店	2017		
湛江	广东外供湛江港供船免税店	外轮供应免税店	2017		
桂林	桂林中免广旅免税品有限公司	机场免税店	2016	258	100 余
黄山	黄山国际机场免税店	机场免税店	2016	65	
青岛	青岛邮轮母港免税店	外轮供应免税店	2016	258	
无锡	无锡中免免税品有限公司常州机场免税店	机场免税店	2015	150	近 140
泉州	泉州晋江国际机场出境店	机场免税店	2015	140	
厦门	厦门航空机上免税店	机上免税店	2015		
厦门	厦门航空中免免税品有限公司	机上免税店	2015		
平潭	平潭客运站免税店	客运站免税店	2015	360	
徐州	徐州观音机场免税店	机场免税店	2014	100	
德宏	章凤口岸免税店	边境免税店	2014	330	100 余
临沧	孟定清水河口岸免税店	边境免税店	2014	80	
日照	日照外轮供应免税店	外轮供应免税店	2014		
宁德	宁德中免免税品供应有限公司	外轮供应免税店	2014		
烟台	烟台外轮供应免税店	客运站免税店	2014	40	
天津	天津中免免税品有限责任公司东疆邮轮母港免税店	客运站免税店	2014	189	
三亚	三亚国际免税城（海棠湾免税购物中心）	市内免税店	2014	72000	近 300
无锡	无锡中免免税品有限公司盐城机场免税店	机场免税店	2013	72	近 130
揭阳	中免集团揭阳潮汕机场免税店	机场免税店	2013	228	
牡丹江	中免集团牡丹江机场免税品有限公司	机场免税店	2013	100	
银川	中免银川机场免税品有限公司	机场免税店	2013	122	
阿勒泰	塔克什肯口岸免税店	边境免税店	2013	100	
喀什	红其拉甫口岸免税店	边境免税店	2013	40	100 余
普洱	勐阿口岸免税店	边境免税店	2013	538	120 余
西双版纳	打洛口岸免税店	边境免税店	2013	260	100 余
威海	威海东免免税店	客运站免税店	2013	80	
临沧	南伞口岸免税店	边境免税店	2012	200	
海口	海口美兰机场免税店	机场免税店	2011	14000	
无锡	无锡机场免税店	机场免税店	2010	215	200 余
乌鲁木齐	伊尔克什坦口岸出境免税店	边境免税店	2010	40	
吉木乃	吉木乃口岸免税店	边境免税店	2010	140	
伊犁州	都拉塔口岸免税店	边境免税店	2010	104	
天津	天津国际邮轮母港免税店	客运站免税店	2010	800	
东乌珠穆沁旗	东乌珠穆沁旗中免嘉誉免税品有限公司	边境免税店	2009	200	

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

塔城	塔城免税店	边境免税店	2009	217	
白山	长白口岸免税店	边境免税店	2009	72	
深圳	大铲湾供船免税店	外轮供应免税店	2009	24	
洋浦经济开发区	洋浦中免免税品有限公司	外轮供应免税店	2009	603	
营口	营口外轮供应鲅鱼圈免税店	外轮供应免税店	2009		
柬埔寨	柬埔寨	机场免税店	2008		
广州	广州机场免税店	机场免税店	2008	1036	
深圳	福田口岸免税店	边境免税店	2008	140	100 余
博尔塔拉蒙古自治州	阿拉山口口岸免税店	边境免税店	2008	300	
深圳	赤湾港供船免税店	外轮供应免税店	2008	21	
大连	大连中免友谊外轮供应免税店	外轮供应免税店	2008	500	
唐山	唐山中免曹妃甸分公司	外轮供应免税店	2008	360	近 60
日照	日照港客运站免税店	客运站免税店	2008	78	
威海	威海机场免税店	机场免税店	2007	152	
深圳	文锦渡口岸免税店	边境免税店	2007	65	
克州	吐尔尕特口岸免税店	边境免税店	2007	40	近 100
霍尔果斯	霍尔果斯口岸免税店	边境免税店	2007	40	
深圳	沙头角口岸免税店	边境免税店	2007	165	
珠海	中国免税(横琴出境店)	边境免税店	2007	110	
文山	天保口岸免税店	边境免税店	2007	300	100 余
深圳	蛇口供船免税店	外轮供应免税店	2007	14	
广州	广州外轮供应免税店	外轮供应免税店	2007	70	
西安	西安咸阳国际机场出境免税店	机场免税店	2006	600	200 余
乌鲁木齐	乌鲁木齐市中免免税品有限责任公司	机场免税店	2006	670	近 300
同江	同江边境免税店	边境免税店	2006	70	
图们	图们口岸免税店	边境免税店	2006	68	
珠海	中国免税(拱北店)	边境免税店	2006	168	
大连	友谊外供购物中心	外轮供应免税店	2006		
秦皇岛	唐山市中免免税品有限公司秦皇岛分公司	外轮供应免税店	2006	80	近 200
荣成	荣成外轮供应免税店	外轮供应免税店	2006	100	
福州	福州东免免税品有限公司	机场免税店	2005	300	
海口	海航中免美兰机场免税店	机场免税店	2004	600	
长春	长春机场免税店	机场免税店	2004	110	
沧州	黄骅港免税店	外轮供应免税店	2004	180	
威海	荣成中免免税品有限公司	客运站免税店	2004	20	
深圳	深圳市罗湖中免免税店	边境免税店	2003	100	100 余
大连	大连港客运站免税店	客运站免税店	2003	93	近 200
深圳	皇岗口岸免税店	边境免税店	2002	150	
萝北	萝北免税店	边境免税店	2002	114	近 50
深圳	蛇口邮轮中心免税店	边境免税店	2002	410	
拉萨	西藏拉萨机场免税店	机场免税店	2001	55	
呼和浩特	呼和浩特机场免税店	机场免税店	2001	80	
密山	密山中免免税品有限责任公司	边境免税店	2001	100	近 100
哈尔滨	哈尔滨北鹅航空公司机上免税店	机上免税店	2001		
广州	广州南航航空公司机上免税店	机上免税店	2001		
锦州	锦州中免免税品有限公司	外轮供应免税店	2001		
长沙	长沙黄花国际机场免税店	机场免税店	2000	506	
南昌	南昌昌北国际机场免税店	机场免税店	2000	90	
太原	太原武宿国际机场免税店	机场免税店	2000	108	130 余
红河	河口边境免税店	边境免税店	2000	555	
瑞丽	畹町口岸免税店	边境免税店	2000	200	100 余
上海	日上免税行	机场免税店	1999	19003	
温州	温州中免免税品有限公司	机场免税店	1999	115	

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

烟台	烟台莱山机场免税店	机场免税店	1999	140	100 余
抚远	抚远免税店	边境免税店	1999	65	
丹东	丹东中免公路口岸免税店	边境免税店	1999	240	
东宁	东宁边境免税店	边境免税店	1999	198	
满洲里	满洲里中免免税品有限责任公司	边境免税店	1999	500	近 230
瑞丽	瑞丽免税购物中心	边境免税店	1999	3050	300 余
上海	上海东方航空机上免税店	机上免税店	1999		
宁波	宁波外轮供应免税品店	外轮供应免税店	1999		
东莞	东莞市京港免税店	外轮供应免税店	1999	30	
三亚	三亚机场免税店	机场免税店	1998	240	
石家庄	石家庄正定国际机场免税店	机场免税店	1998	100	
牡丹江	绥芬河公路免税店	边境免税店	1998	517	
牡丹江	绥芬河铁路免税店	边境免税店	1998	145	
厦门	厦门中免免税品有限公司	外轮供应免税店	1998	300	
锡林郭勒盟	二连浩特边境免税店	边境免税店	1997	395	
台州	台州外轮供应免税店	外轮供应免税店	1997		
东莞	东莞火车站免税店	火车站免税店	1997		
黑河	黑河边境免税店	机场免税店	1996	1000	
东兴	东兴口岸免税店	边境免税店	1996	306	114
广州	广州东火车站免税店	火车站免税店	1979	220	

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 China Great Wall International Holdings VI Limited、Coastal Emerald Limited、山东仙境控股有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、山东高速集团有限公司、山东黄金集团有限公司、广发控股(香港)有限公司、中国长城资产(国际)控股有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、中国景大教育集团控股有限公司、中原证券股份有限公司、丹阳投资集团有限公司、云南省交通投资建设集团有限公司、太原国有投资集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、无锡惠山高科有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、四海国际投资有限公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、宁波旷世智源工艺设计股份有限公司、平湖市国有资产控股集团有限公司、归创通桥医疗科技股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、交运燃气有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、农银国际控股有限公司、华立大学集团有限公司、华鲁控股集团有限公司、如东县金鑫交通工程建设投资有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、成都高新投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、江苏句容投资集团有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、西安市灞桥投资控股集团有限公司、西安航天城市发展控股集团有限公司、许昌市投资总公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、旷世控股有限公司、周口市城建投资发展有限公司、和誉开曼有限责任公司、宜昌高新投资开发有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、武汉金融控股(集团)有限公司、河南投资集团有限公司、河南铁路投资有限责任公司、环龙控股有限公司、环球新材国际控股有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、远东宏信有限公司、邳州市交通控股集团有限公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、Linyi City Development International Co., Limited、临沂城市发展集团有限公司、Linyi City Development Group Co., Ltd、信银(香港)投资有限公司、南京牛首山文化旅游集团有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、南京溧水城市建设集团有限公司、南洋商业银行有限公司、建发物业发展集团有限公司、恒源国际发展有限公司、Heng Yuan International Company Ltd、济南高新控股集团有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司、重庆市南岸区城市建设发展(集团)有限公司、香港國際(青島)有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、Jinjiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、朗诗绿色生活服务有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、珠海华发实业股份有限公司、珠海华发集团有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、蚌埠博医疗控股有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮南建设发展控股(集团)有限公司、湖州吴兴经开建设投资发展集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、湖南湘江新区发展集团有限公司、集友银行有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、溧源国际有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、德信服务集团有限公司、蓬莱阁(烟台市蓬莱区)旅游有限责任公司、镇江国有投资控股集团有限

公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，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。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。分析中所做的回报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。本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。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深圳	香港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	传真：（852）35095929
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk