

00861.HK 神州控股

港股

买入 (维持)

重点发力大数据，业务结构持续优化

2022年10月12日

## 市场数据

日期	2022/10/11
收盘价 (港元)	3.12
总股本 (亿股)	16.7
流通股本 (亿股)	16.7
总市值 (亿港元)	52.2
流通市值 (亿港元)	52.2
净资产 (亿港元)	143.4
总资产 (亿港元)	285.6
每股净资产 (港元)	8.9

数据来源: Wind

## 相关报告

《神州控股 (00861.HK) 点评: 乘数字经济之风, 大数据产品业务扬帆起航》-20220528

《神州控股中报点评: 业务转型改善盈利, 大数据业务迎来机遇》-20210913

《神州控股: DaaS 赋能, 数字基建践行者》-20210424

## 海外 TMT 研究

分析师:

洪嘉骏

hongjiajun@xyzq.com.cn

SFC: BPL829

SAC: S0190519080002

联系人:

周路昀

zhouluyun@xyzq.com.cn

## 主要财务指标

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万港元)	20,539	23,189	26,405	30,449
同比增长	3.6%	12.9%	13.9%	15.3%
毛利润 (百万港元)	3,765	4,168	4,859	5,633
归母净利润 (百万港元)	712	1,198	1,375	1,630
归母净利率	3.5%	5.2%	5.2%	5.4%
基本每股盈利 (港元)	0.46	0.78	0.90	1.06

数据来源: 公司财报、兴业证券经济与金融研究院

## 投资要点

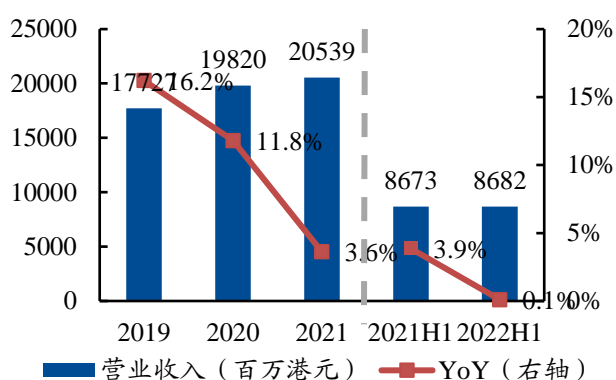
- **收入利润稳健增长。**得益于聚焦大数据战略及深耕重点行业客户, 2022H1 公司实现营业收入 86.82 亿港元, 同比增长 0.1%, 毛利润为 15.42 亿港元 (YoY-4.5%), 毛利率达到 17.8% (同比-0.9pcts)。费用率方面, 2022H1 总营运费用为 13.9 亿港元 (YoY+3.2%), 总营运费用率为 16.0% (同比+0.5pct): 1) 销售及分销费用 4.58 亿港元 (YoY-21.4%), 销售及分销费用率 5.3% (同比-1.4pct); 2) 行政费用为 1.95 亿港元 (YoY-13.0%), 行政费用率 2.2%, 同比基本持平; 3) 其他费用净额 7.36 亿港元 (YoY+36.5%), 其他费用率为 8.5% (同比+2.3pct)。受益于精细化管理策略, 2022H1 公司实现归母净利润 2.22 亿港元 (YoY+0.7%), 归母净利率为 2.6%, 同比+0.1pct。
- **数字经济价值释放, 业务结构持续优化。**2022H1 公司实现大数据业务收入 11.8 亿港元 (YoY+49.7%), 毛利率 38.0% (同比+1.5 pcts), 而软件及运营业务收入 27.6 亿港元 (YoY+3.2%), 毛利率 18.1% (同比-3.6 pcts), 传统服务业务收入 48.2 亿港元 (YoY-8.8%), 毛利率 12.3% (同比-1.8 pcts)。大数据业务发展持续亮眼: 大数据产品标准化程度提升, 毛利率 83% (YoY+16pcts); 新增知识产权 143 项, 累计达到 2392 项; 另外, 公司还通过成立三大研究院、产业孵化基金等方式持续加大技术研发。同时, 公司客户拓展持续取得突破, 近两年来, 公司 Top 30 客户收入占比增加至 47% (同比+11 pcts), CAGR +79%; 千万级以上大客户数量增加至 120 家, CAGR +12%; 新增客户数量 1648 家 (YoY+20%)。公司产品逐步完善及客户的积累推动公司业务结构持续优化, 促进公司向大数据产品逐步转型。2022H1 大数据业务收入占比由 9.1% 提升至 13.6%, 毛利占比由 17.9% 扩大至 29.1%。
- **投资建议:** 公司积极践行业务结构的调整和对数字经济业务的长期布局, 2022H1 收入和毛利端表现亮眼。下调公司 2022-2024 年营收分别为 231.9 亿/264.1 亿/304.5 亿港元, 营收增速分别为 12.9%/13.9%/15.3%, 归母净利润分别为 12.0 亿/13.8 亿/16.3 亿港元, 现价对应 PE 分别为 4.0x/3.5x/3.0x, 维持“买入”评级。

**风险提示: 1) 宏观政策变化; 2) 客户拓展不及预期; 3) 行业竞争加剧。**

### 报告正文

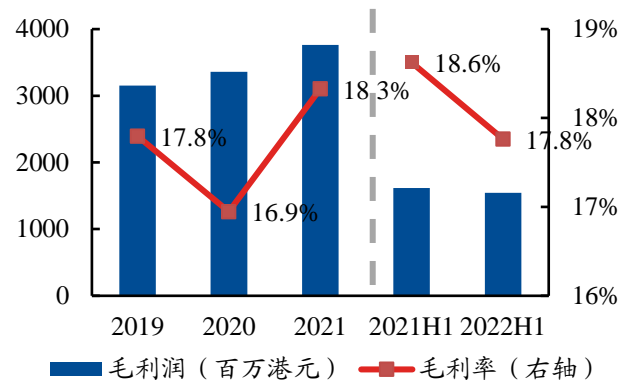
**财务状况稳健，收入利率逆势增长，费用率相对稳定。**得益于聚焦大数据战略及深耕重点行业客户，2022H1 公司实现营业收入 86.82 亿港元，同比增长 0.1%，毛利润为 15.42 亿港元（YoY-4.5%），毛利率达到 17.8%（同比-0.9pcts）。费用率方面，2022H1 总营运费用为 13.9 亿港元（YoY+3.2%），总营运费用率为 16.0%（同比+0.5pct）：1）销售及分销费用 4.58 亿港元（YoY-21.4%），销售及分销费用率 5.3%（同比-1.4pct）；2）行政费用为 1.95 亿港元（YoY-13.0%），行政费用率 2.2%，同比基本持平；3）其他费用净额 7.36 亿港元（YoY+36.5%），其他费用率为 8.5%（同比+2.3pct）。受益于精细化管理策略，2022H1 公司实现归母净利润 2.22 亿港元（YoY+0.7%），归母净利率为 2.6%，同比+0.1pct。

#### 图 1、公司营业收入及增速



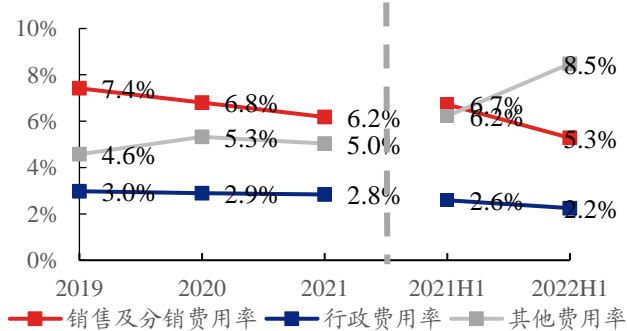
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 图 2、公司毛利润及毛利率



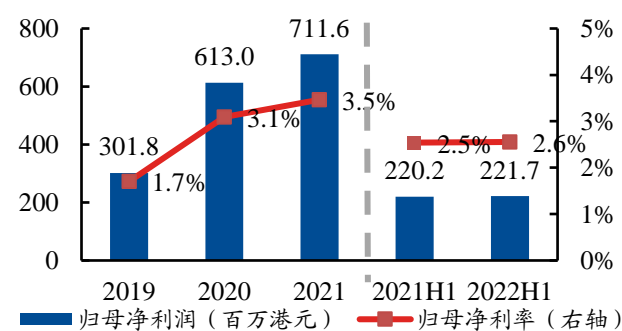
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 图 3、公司三费率



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

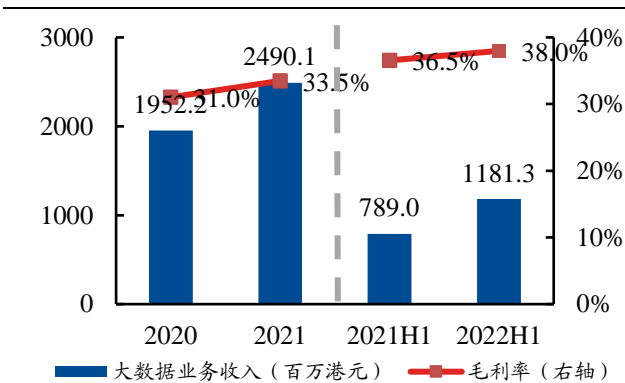
#### 图 4、公司归母净利润及归母净利率



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

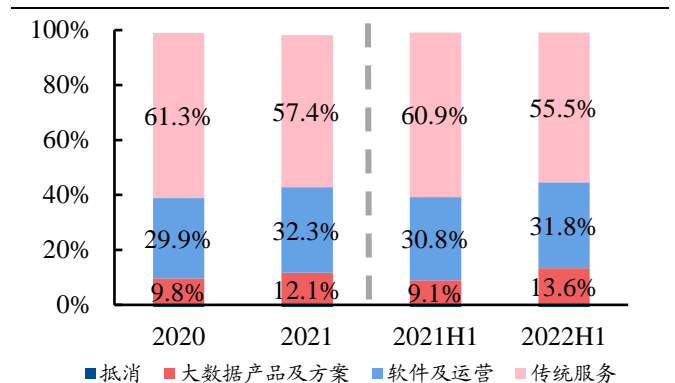
**数字经济价值释放，业务结构持续优化。**2022H1 公司实现大数据业务收入 11.8 亿港元 (YoY +49.7%)，毛利率 38.0% (同比+1.5 pcts)，而软件及运营业务收入 27.6 亿港元 (YoY+3.2%)，毛利率 18.1% (同比-3.6 pcts)，传统服务业务收入 48.2 亿港元 (YoY-8.8%)，毛利率 12.3% (同比-1.8 pcts)。大数据业务发展持续亮眼：大数据产品标准化程度提升，毛利率 83% (YoY+16pcts)；新增知识产权 143 项，累计达到 2392 项；另外，公司还通过成立三大研究院、产业孵化基金等方式持续加大技术研发。同时，公司客户拓展持续取得突破，近两年来，公司 Top 30 客户收入占比增加至 47% (同比+11 pcts)，CAGR +79%；千万级以上大客户数量增加至 120 家，CAGR +12%；新增客户数量 1648 家 (YoY+20%)。公司产品逐步完善及客户的积累推动公司业务结构持续优化，促进公司向大数据产品逐步转型。2022H1 大数据业务收入占比由 9.1% 提升至 13.6%，毛利占比由 17.9% 扩大至 29.1%。

图 5、公司大数据业务收入及毛利率情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司收入结构情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**投资建议：**公司积极践行业务结构的调整和对数字经济业务的长期布局，2022H1 收入和毛利端表现亮眼。下调公司 2022-2024 年营收分别为 231.9 亿/264.1 亿/304.5 亿港元，营收增速分别为 12.9%/13.9%/15.3%，归母净利润分别为 12.0 亿/13.8 亿/16.3 亿港元，现价对应 PE 分别为 4.0x/3.5x/3.0x，维持“买入”评级。

**风险提示：**1) 新冠疫情形势变化；2) 汇率波动风险；3) 行业竞争加剧。

## 附表

资产负债表		单位: 百万港元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	<b>15,920</b>	<b>17,112</b>	<b>19,155</b>	<b>21,091</b>	
现金及现金等价物	2,779	3,153	4,498	4,235	
存货	2,571	3,468	3,597	4,816	
应收账款及应收票据	3,860	4,277	4,674	5,148	
预付款项、按金及其它应收款项	1,330	1,484	1,664	1,888	
以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	1,074	930	900	850	
合约资产	3,479	3,131	3,248	3,654	
其他流动资产	827	670	575	500	
<b>非流动资产</b>	<b>13,681</b>	<b>14,132</b>	<b>14,938</b>	<b>15,671</b>	
物业、厂房及设备	915	934	941	957	
商誉	1,922	1,943	1,971	2,004	
其他无形资产	231	264	306	360	
投资物业	5,840	6,283	6,786	7,275	
应收账款、融资租赁款项及其他应收款项	1,164	1,282	1,482	1,721	
以公允价值计量且计入其他全面收益的金融资产	1,167	1,200	1,250	1,280	
于合营、联营公司之权益	1,905	1,660	1,520	1,250	
其他非流动资产	538	566	683	824	
<b>资产总计</b>	<b>29,601</b>	<b>31,244</b>	<b>34,093</b>	<b>36,761</b>	
<b>流动负债</b>	<b>10,902</b>	<b>11,747</b>	<b>13,655</b>	<b>15,125</b>	
应付帐款及应付票据	4,361	4,733	5,829	6,350	
其他应付款项及预提费用	2,176	2,504	2,905	3,410	
合约负债	2,329	2,574	2,957	3,410	
附息银行及其他贷款	1,823	1,750	1,700	1,650	
其他流动负债	213	186	264	304	
<b>非流动负债</b>	<b>3,831</b>	<b>3,799</b>	<b>3,845</b>	<b>3,969</b>	
附息银行及其他贷款	2,151	2,050	1,950	1,900	
递延税项负债	651	649	739	853	
租赁负债	106	93	106	122	
其他金融负债	901	984	1,023	1,064	
递延收入	23	23	26	30	
<b>负债总计</b>	<b>14,734</b>	<b>15,546</b>	<b>17,500</b>	<b>19,094</b>	
母公司股东应占权益之股本	167	167	167	167	
母公司股东应占权益之储备	9,992	10,470	10,985	11,651	
非控股权益	4,708	5,061	5,441	5,849	
<b>权益总额</b>	<b>14,867</b>	<b>15,698</b>	<b>16,592</b>	<b>17,667</b>	
<b>负债及权益合计</b>	<b>29,601</b>	<b>31,244</b>	<b>34,093</b>	<b>36,761</b>	
<b>现金流量表</b>		单位: 百万港元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>除税前溢利</b>	<b>1,142</b>	<b>1,901</b>	<b>2,181</b>	<b>2,586</b>	
折旧和摊销	315	334	369	435	
以股份支付之酬金	113	130	140	150	
投资物业之公允价值收益	-268	-289	-312	-335	
其他现金调整项	308	-284	-323	-337	
营运资本变动	-987	33	1,212	-699	
<b>经营活动所得现金流量净额</b>	<b>541</b>	<b>1,785</b>	<b>3,189</b>	<b>1,675</b>	
<b>投资活动所用现金流量净额</b>	<b>20</b>	<b>-256</b>	<b>-339</b>	<b>-393</b>	
<b>融资活动所得现金流量净额</b>	<b>-926</b>	<b>-1,225</b>	<b>-1,558</b>	<b>-1,605</b>	
汇兑变动之影响净额	68	70	53	60	
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-365</b>	<b>304</b>	<b>1,292</b>	<b>-322</b>	
现金及现金等价物期初余额	3,077	2,779	3,153	4,498	
<b>现金及现金等价物期末余额</b>	<b>2,779</b>	<b>3,153</b>	<b>4,498</b>	<b>4,235</b>	

利润表		单位: 百万港元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业收入</b>	<b>20,539</b>	<b>23,189</b>	<b>26,405</b>	<b>30,449</b>	
销售及服务成本	-16,775	-19,021	-21,547	-24,816	
<b>毛利</b>	<b>3,765</b>	<b>4,168</b>	<b>4,859</b>	<b>5,633</b>	
销售及分销费用	-1,271	-1,242	-1,584	-1,803	
行政费用	-584	-558	-713	-795	
其他费用净额	-1,033	-1,317	-1,347	-1,532	
<b>营业利润</b>	<b>877</b>	<b>1,052</b>	<b>1,215</b>	<b>1,504</b>	
其他收入及收益总计	486	529	580	624	
融资成本	-144	-136	-132	-128	
其他损益项目	-77	456	518	586	
<b>除税前溢利</b>	<b>1,142</b>	<b>1,901</b>	<b>2,181</b>	<b>2,586</b>	
所得税费用	-168	-281	-323	-383	
<b>净利润</b>	<b>974</b>	<b>1,620</b>	<b>1,858</b>	<b>2,203</b>	
<b>母公司股东应占溢利</b>	<b>712</b>	<b>1,198</b>	<b>1,375</b>	<b>1,630</b>	
基本每股盈利(港元)	0.46	0.78	0.90	1.06	
稀释每股盈利(港元)	0.46	0.78	0.89	1.06	
<b>主要财务与估值指标</b>		单位: 百万港元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>每股指标(港元)</b>					
基本每股盈利	0.46	0.78	0.89	1.06	
每股净资产	9.7	10.2	10.8	11.5	
每股经营性现金流	0.4	1.2	2.1	1.1	
<b>成长性指标</b>					
营业收入增长率	3.6%	12.9%	13.9%	15.3%	
毛利增长率	12%	11%	17%	16%	
归母净利润增长率	16%	68%	15%	19%	
<b>盈利能力指标</b>					
毛利率	18.3%	18.0%	18.4%	18.5%	
营业利润率	4.3%	4.5%	4.6%	4.9%	
净利率	4.7%	7.0%	7.0%	7.2%	
归母净利率	3.5%	5.2%	5.2%	5.4%	
归母ROA	2.5%	3.9%	4.2%	4.6%	
归母ROE	5.0%	7.8%	8.5%	9.5%	
净资产收益率	6.8%	10.6%	11.5%	12.9%	
<b>偿债能力指标</b>					
资产负债率	50%	50%	51%	52%	
流动比率	146%	146%	140%	139%	
速动比率	62%	65%	68%	63%	
<b>运营效率指标</b>					
资产周转率	71%	76%	81%	86%	
存货周转率	6.5	6.3	6.1	5.9	
应收账款及应收票据周转	5.5	5.7	5.9	6.2	
应付账款及应付票据周转率	5.1	5.1	5.0	5.0	
<b>估值指标</b>					
PE	6.8	4.0	3.5	3.0	
PB	0.5	0.4	0.4	0.4	

## 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.xyjq.com.cn](http://www.xyjq.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、Higher Key Management 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、China Shandong Hi-Speed Financial Group Limited、山东黄金集团有限公司、山海（香港）国际投资有限公司、广发控股（香港）有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、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、天津滨海新区建设投资集团有限公司、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、兰溪市交通投资建设集团有限公司、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、Ningbo Haishu Development and Construction Investment (Group) Co., Ltd.、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、兆海投资(BVI)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、周口市城市建设发展集团有限公司、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、绍兴市上虞区国有资产投资运营有限公司、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、连云港港口集团、邳州市交通控股集团有限公司、邵东市城市发展集团有限公司、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、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、郑州地产集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、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、香港象屿投资有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、晋城市国有资本投资运营有限公司、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、海宁市城市发展投资集团有限公司、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、堃博医疗控股有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、常德市城市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、厦门象屿集团有限公司、湖州吴兴经开建设发展集团有限公司、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、漳州圆山发展有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、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、镇江文化旅游产业集团有限责任公司、镇江交通产业集团有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任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

地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层

邮编: 200135

邮箱: research@xyzq.com.cn

#### 北京

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: 100020

邮箱: research@xyzq.com.cn

#### 深圳

地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼

邮编: 518035

邮箱: research@xyzq.com.cn

#### 香港(兴证国际)

地址: 香港德辅道中199号无限极广场32楼全层

传真: (852) 35095929

邮箱: ir@xyzq.com.hk