

行业深度报告

物流地产商业模式与投资解析

——收租资产系列报告之物流地产

行业评级：地产 强于大市（维持）

| 证券分析师

杨 侃 投资咨询资格编号：S1060514080002

王懂扬 投资咨询资格编号：S1060522070003

2023年11月22日

证券研究报告

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

投资要点

- **高标仓需求快速增长，对标海外仍有较大提升空间：**物流地产是经营专业现代化物流设施的载体，概念最早由普洛斯于20世纪80年代提出，国内物流地产于21世纪初正式起步，目前已进入从增量市场转向存量市场升级的发展阶段。近年物流设施及枢纽颇受重视，不乏减税等多项红利政策，“零售+第三方物流+高端制造”多重驱动，拉动物流地产需求增长。当前我国物流地产存在结构性问题，高标仓库紧缺与简易仓库高空置率长期共存，区域间供给需求分化，核心城市及其周边城市高标库市场长期供不应求，部分中西部二线城市存在出租率欠佳及供应过剩风险；对标国外整体运营效率及人均物流地产面积仍有提升空间。由于行业具备资产稀缺性及资金门槛高等特点，不乏众多参与者，其中外资具备先发优势，行业呈现“一超多强”格局。
- **拿地为成本端最大掣肘，基金化运作与仓储物流公募REITs注入流动性。**物流地产首要条件是选址，土地获取受政府限制较大，因物流地产土地价格更低、税收创造少且高能级城市土地紧缺，政府出让意愿不强。经营模式从轻重资产属性上可分为自持模式及基金化运作模式，自持物业模式下物流地产商以自有资金或借款购置物业，物业产权不发生更迭，可获取全周期运营利润回报，但占用资金较多，限制扩张速度，仅匹配有长期廉价资金支持的企业。基金化运作模式中投资者只负责提供资金，物流地产企业负责项目开发，并将运营收入交给基金，基金独立于企业外，始终持有项目产权，获得收入后可持续投资收购或者新建物流地产项目，形成循环，提高资金使用效率。投资者既可长期持有基金获取稳定现金流，亦可通过退出机制（如公募REITs）或者资产证券化方式获取一次性收益。
- **建议关注高标仓等优质赛道，同时关注项目地段&运营效率等指标，及宏观利率水平等。**物流不动产获险资等资金青睐，一是本轮地产供给侧出清带来优质资产的收并购机遇，二是物流地产的保值性与稳定现金流，匹配保险资金长期、低风险等属性。建议关注一线城市及周边核心卫星城优质高标仓项目，以及通过出租率等客户粘性指标关注项目运营质量，而非土地溢价与投机性。同时由于物流地产投资周期长，其定价方法采用资本化率法较多，因此其收益水平受利率影响较为显著，还需关注海内外利率走向。长期看，仓储物流还需向规模化、协同化、功能性经营转变，如与物流地产产业链融合，减少对租金单一收入模式的依赖度。
- **投资建议：**我们认为优质物流地产项目出租率高、运营稳定性强，具备长期回报率的投资价值。伴随政策支持及“零售+第三方物流+高端制造”多重驱动，物流行业长期发展仍大有可为。同时我国REITs市场不断完善，丰富存量项目的退出路径。我们认为具备土地资源与资金优势、运营能力成熟、已形成先发优势的地产商有望脱颖而出，建议关注万科A、南山控股等。
- **风险提示：**1) 国内经济增速回落，消费增速大幅下行；2) 政府工业仓储用地供给收紧；3) 利率波动影响。



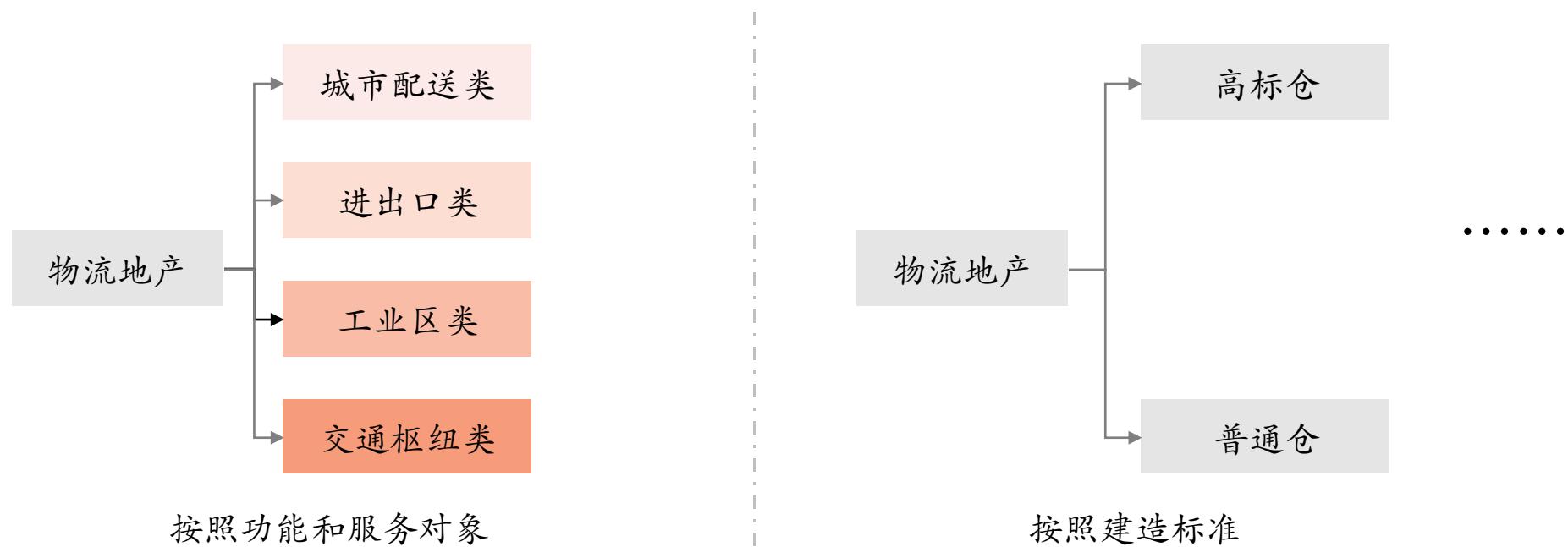
目录 CONTENTS

- 物流地产现状及格局
- 物流地产商业及运营模式
- 物流地产投资机会与要点
- 投资建议与风险提示

何为物流地产？

- 定义：物流地产是经营专业现代化物流设施的载体，分属工业地产，指物流地产企业根据物流企业客户需要，选择合适的地方，投资建设优质而完善的物流设施，是地产轻资产化的存量运营重要细分领域。现代物流地产以物流园区为核心载体，建设、运营与管理物流仓库、配送中心、分拨中心等专用物流设施，并与制造企业、物流企业、零售企业等供应链环节上的客户建立合作关系，提供包括园区租赁、园区运营、配送服务等在内的增值服务，主要经营环节包括选址拿地、开发建设、运营管理以及基金运作等。
- 仓储物流基础设施的分类口径较多，本篇报告主要以高标准物流仓储（高标仓）为主要研究对象。

物流地产分类



国内物流地产发展历程

➤ 物流地产概念最早由普洛斯于20世纪80年代提出，而后将仓储物流设施的国际标准带入国内。国内物流地产于21世纪初正式起步，兴起于电商行业发展，在2015年后增长放缓，2017-2019年出现连续3年下滑，主要系前期仓储业增速较快导致空置率上升、工矿仓储用地供应紧张、经济增速放缓等，亦反映国内物流地产行业从增量市场转向存量市场升级的发展阶段。

中国物流业固定资产投资额



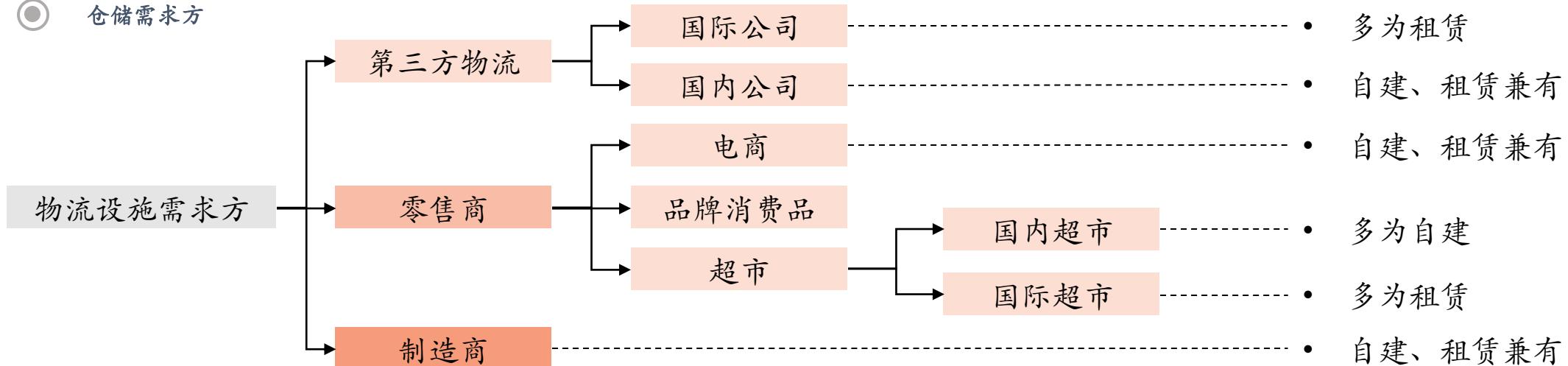
国内物流地产现状：政策鼓励支持，需求快速增长

- ▶ 政策鼓励：近年来物流设施及枢纽受到政府部门高度重视，多部门联合出台多项红利政策，如减税等，推动物流地产高速发展。
- ▶ “零售+第三方物流+高端制造”多重驱动：目前我国高端仓储需求方大致分为零售商、第三方物流、高端制造三大类。传统零售消费稳定增长，电商仓储需求强劲，快递业务放量，高端制造业升级，拉动物流地产需求。

● 近年中国物流业鼓励支持政策

时间	文件名称	内容
2020年	《物流企业大宗商品仓储用地减半征收城镇土地使用税》	自2020年1月1日起至2022年12月31日止，对物流企业自有或承租的大宗商品仓储设施用地减按所属土地等级适用税额标准的50%计征城镇土地使用税
2021年	《国家物流枢纽网络建设实施方案（2021-2025年）》	稳步推进120个左右国家物流枢纽布局建设，支持城市群内国家物流枢纽共建共享共用和一体化衔接
2021年	《“十四五”冷链物流发展规划》	到2025年布局建设100个左右国家骨干冷链物流基地，鼓励拓展冷链物流企业投融资渠道，鼓励冷链物流企业通过兼并重组、战略合作等方式优化整合资源，提升市场集中度

● 仓储需求方



国内物流地产现状：高标仓库紧缺，集中于主要城市群

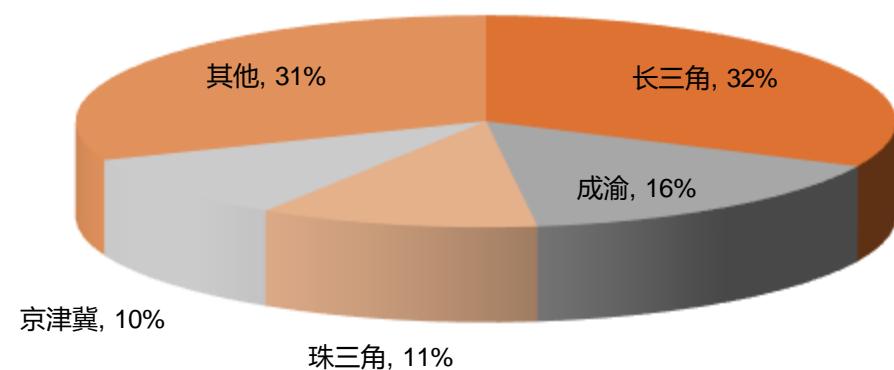
➤ 我国物流地产存在较为严重的结构性问题：

- 高标仓库紧缺与简易仓库高空置率长期共存：根据中国仓储与配送协会及戴德梁行数据，截至2022年末，我国营业性通用仓库面积约12.2亿平方米，其中高标仓约占9.3%，大量低端仓库长期闲置与高端仓储供不应求且租金连年上涨的局面长期存在。
- 区域间供给需求分化：物流地产首要条件是选址，与区域经济发展水平、产业结构和交通网络等密切相关，根据仲量联行数据，我国约70%的非保税高标库存量集中于长三角、成渝、珠三角和京津冀城市群。需求端方面，大型城市群发展持续推动消费，产业升级扩容，加速核心城市及受益需求外溢的周边卫星城物流地产需求增长；供给方面，当前物流地产用地供应日趋紧张，核心城市及其周边城市高标库市场长期供不应求。部分中西部二线城市由于电商经济及制造业转型升级相对发展较慢，存在出租率欠佳及供应过剩风险。

◎ 传统仓储VS智能仓储

智能仓储		传统仓储
空间利用率	充分利用垂直空间	需占用大面积土地，利用效率较低
储存量	远大于普通仓库，节约70%以上土地	单层仓库
储存形态	动态储存：货物在仓库内可按需自动存取	静态储存：只是货物存储的场所，保存是其主要功能
作业效率	按需自动存储，效率更高	主要依靠人力，存取速度慢
人工成本	80%的劳动力成本节约	人工成本高
环检要求	可适应多数环检	受黑暗、温度、有毒等特殊环检影响很大
可视化程度	实时录入系统，准确度高	受黑暗、温度、有毒等特殊环检影响很大
消防	具备高消防反应能力	基本无消防反应能力

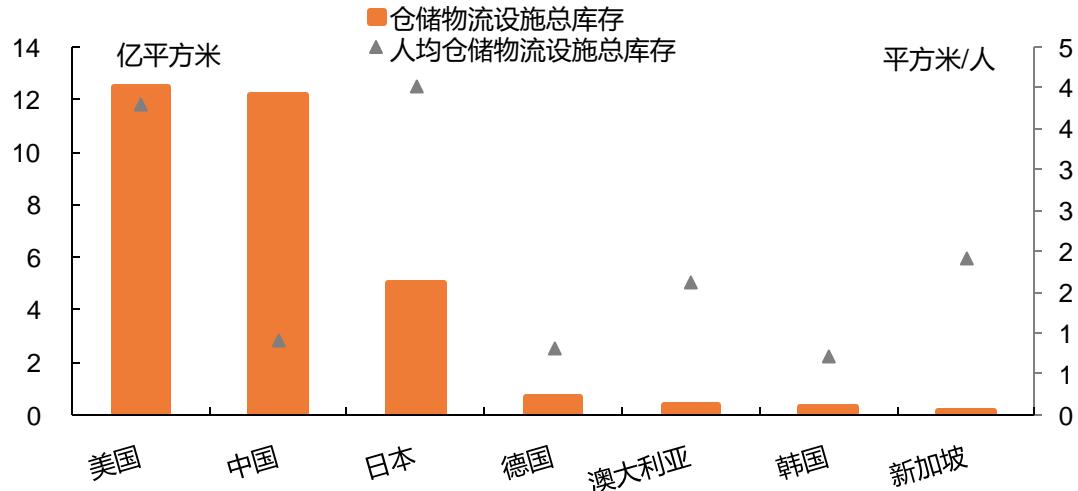
◎ 中国非保税高标库存量区域占比（截至2020年末）



国内物流地产现状：总量及运营效率对标海外仍有较大提升空间

- 对标国外，整体运营效率及人均物流地产面积仍有提升空间，根据wind以及中金普洛斯REITs招股说明书：
- **人均物流地产面积：**尽管我国物流地产存量已位居世界前列，从人均物流地产面积（中国2022年：0.9平米/人）看，横向对比发达国家日本（2018年：4平米/人）、美国（2019年：3.8平米/人）、新加坡（2019年：1.9平米/人）等仍有较大发展空间。
- **国内物流费用成本控制及经营效率进入瓶颈期：**2020年国内物流费用总额占GDP比重达到14.5%，远高于欧美国家水平，高于全球（10.8%）平均水平，且该指标近年来无明显变化，反映物流费用控制进入瓶颈期。其中从物流费用中仓储（保管）费用占GDP比重看，2021年国内该项指标为4.89%，对比美国（2022年：3%）、日本（2020年：2.8%）仍有下降空间，整体物流效率有待提升。

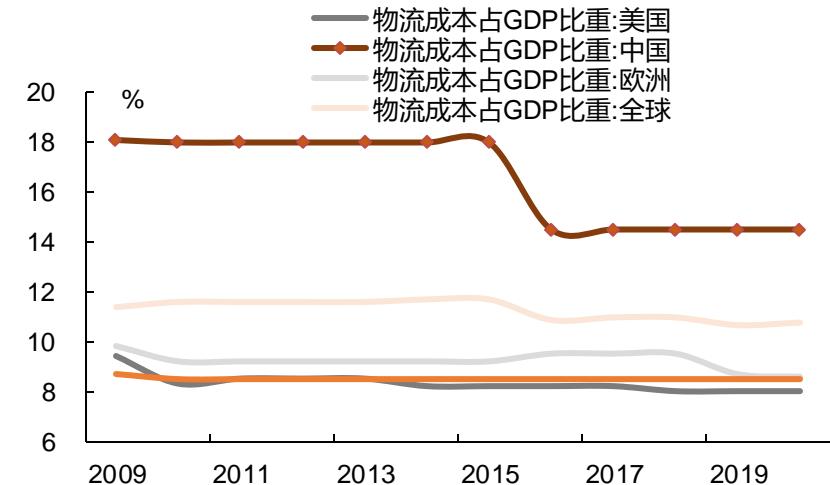
● 主要国家仓储库存及人均仓储库存对比



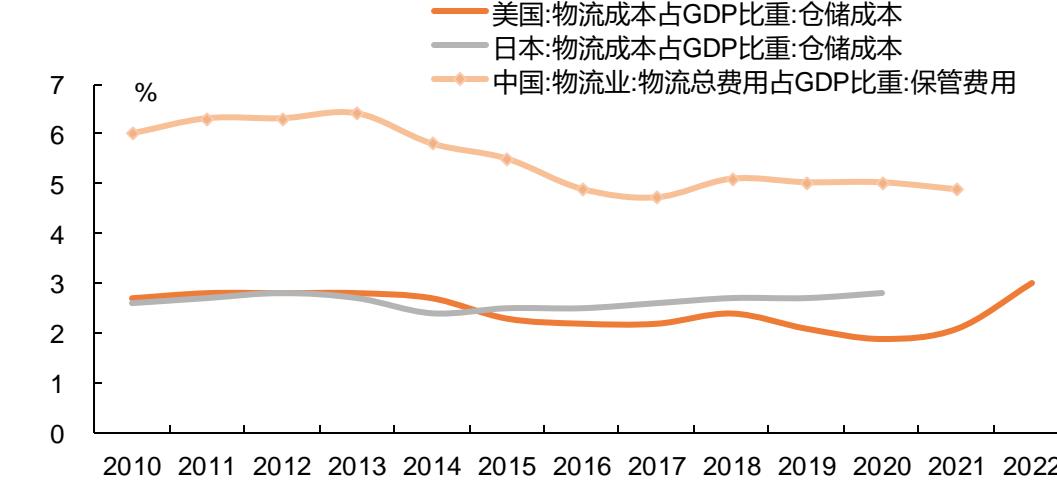
注：中国为2022年数据，日本、韩国为2018年数据；美国、新加坡、澳大利亚和德国为2019年数据；人均仓储物流设施库存为仲量联行估算值。

资料来源：wind，中金普洛斯REITs招股说明书，平安证券研究所

● 物流成本占GDP比重对比



● 仓储成本占GDP比重对比



竞争格局：参与者众多，各有优势

专业物流地产企业

- ◆ 普洛斯、安博、宇培、宝湾等

领先的仓储设施技术、管理水平以及充足资金；外资机构进入中国市场后，快速复制国外成功经验，起到标杆引领作用

传统房地产企业

- ◆ 万科、绿地等

拿地能力强，土储充裕可用于物流地产开发，资金实力雄厚可用于收购；房企自身谋求转型的“新增长点”
如万科早于2014年成立物流地产事业部，2015年成立品牌万纬物流，2017年联合厚朴投资、高瓴资本等多家机构，对物流地产行业龙头普洛斯私有化，一跃成为普洛斯最大股东；2018年并购太古实业旗下冷链物流资产包的7座冷库等

金融机构

- ◆ 平安等

物流地产具备较高的资金门槛，投资回报周期长，资金成本为金融机构优势

电商、物流企业

- ◆ 圆通、顺丰、京东、阿里、苏宁等

上下游链条齐全，自身仓储需求源源不断，物流服务个性化、专业化，合理构建“电商+物流”的生态圈，提升市场渗透率

其他，如零售企业

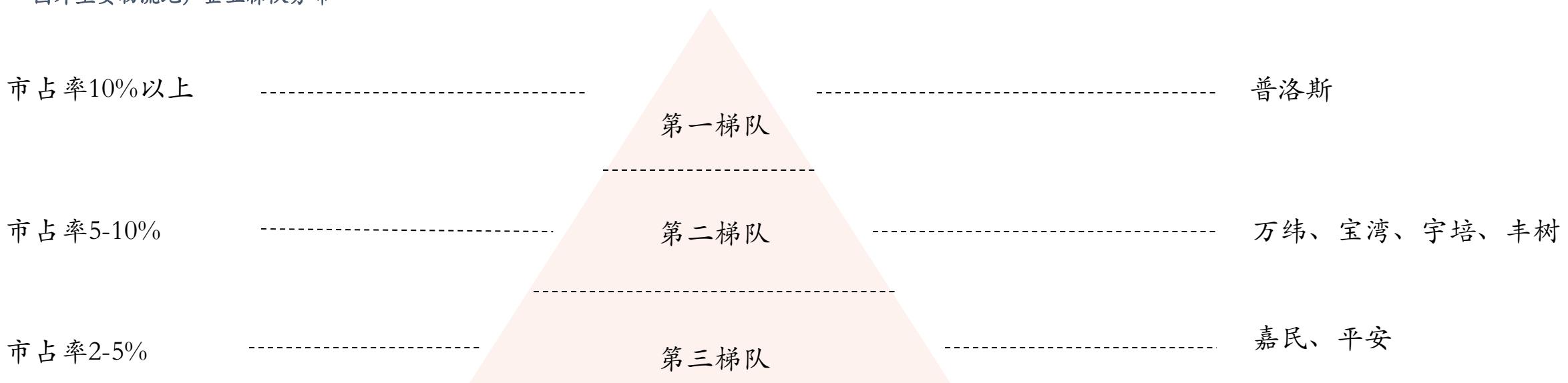
- ◆ 东百集团等

满足自身仓储需求，亦可对外租赁，有效把控成本及服务水平

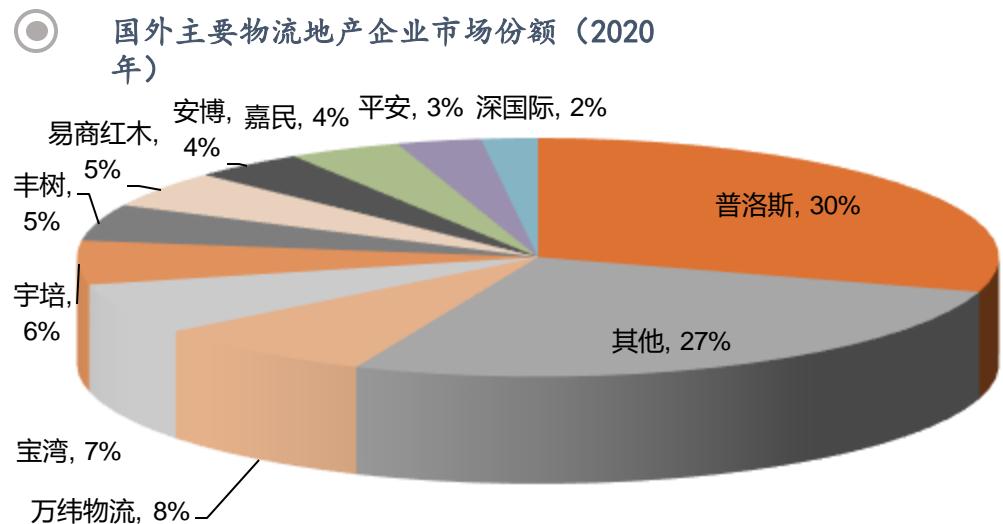
竞争格局：外资领先，呈现“一超多强”格局

➤ 外资具备先发优势，市占率领先，呈现“一超多强”格局：物流地产行业具备资产稀缺性、规模效应经济和资金门槛高等特点。早期进驻企业由于拿地优质且成本低、已具备规模优势，形成稳固护城河，后发者难以较难超越。外资受益于海外商业经济更为发达，较早前瞻性布局物流仓储，占据国内物流地产领域的半壁江山，近年来内资物流地产企业发展提速，目前已形成以普洛斯为行业龙头的“一超多强”行业竞争格局。

国外主要物流地产企业梯队分布



资料来源：戴德梁行，艾瑞咨询，平安证券研究所





目录 CONTENTS

● 物流地产现状及格局

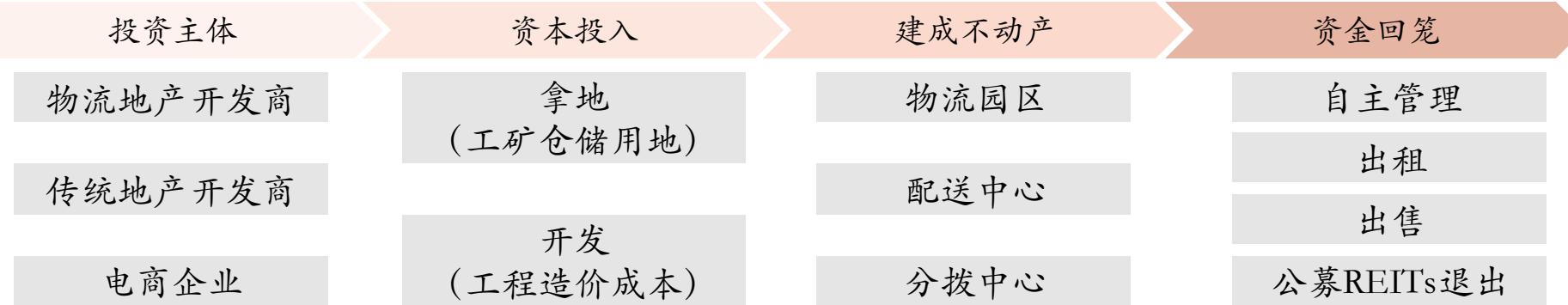
● 物流地产商业及运营模式

● 物流地产投资机会与要点

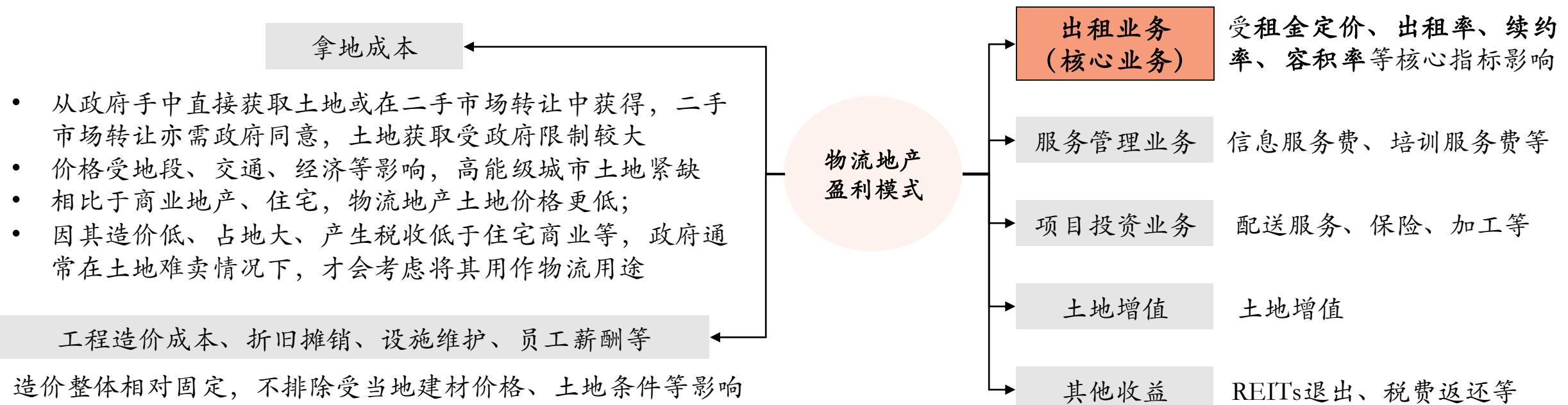
● 投资建议与风险提示

物流地产开发过程及收入成本

物流地产开发过程



物流地产收入及成本



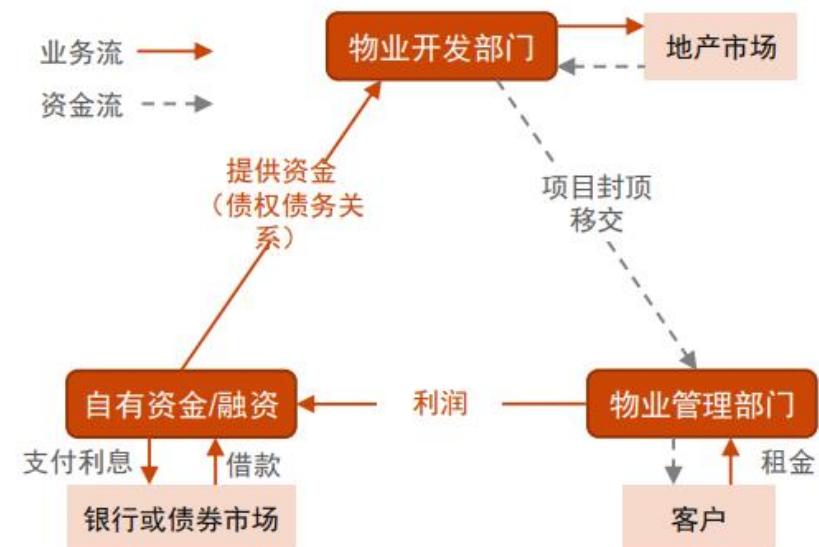
物流地产运作方式-自持模式（重资产）

- 物流地产运营模式从轻重资产属性上可分为：自持模式及基金化运作模式
- 自持物业模式：该模式下物流地产商以自有资金或借款购置物业，物业产权不发生更迭，始终由物流地产商所持有。
- 优点：可获取全周期运营利润回报，参与项目投资、开发、运营全过程，利于依托产业链发展增值业务，拓宽收入利润来源。
- 弊端：占用企业较多资金，资金沉淀成本较高，企业现金流有压力，限制其扩张速度，降低ROE水平；更加匹配有长期廉价资金支持的企业，如国企及保险背景开发商。

◎ 行业参与者商业模式

◎ 自持模式商业模式

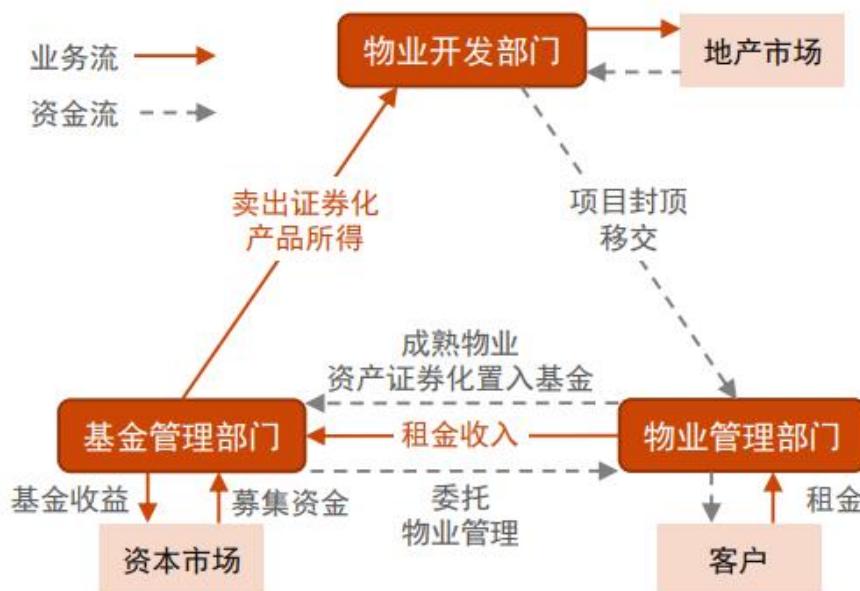
类别		商业模式
普洛斯	专业仓储物流开发运营商	基金化运作+公募REITs
宇培		自持+CMBS
万纬物流	房企旗下仓储物流开发运营商	自持+类REITs
宝湾		自持+类REITs
菜鸟	电商旗下仓储物流开发运营商	自持+基金化运作
苏宁		自持+基金化运作
平安	金融机构	基金化运作



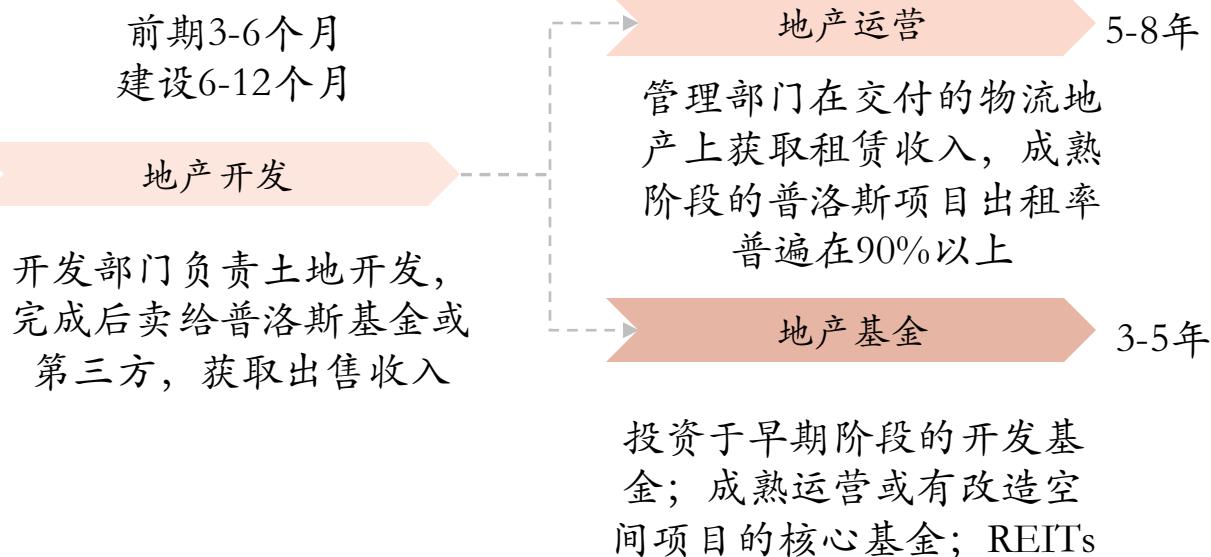
物流地产运作方式-基金化运作模式（轻资产）

- 物流地产具有重资产属性，需要投入大量资金且投资回收周期长，单纯依靠自有资金难以实现迅速扩张，因此业内企业主要通过成立物流地产基金方式对外融资。
- **基金化运作模式：**物流地产企业与其他投资者共同成立物流地产基金或合资公司，其中投资者只负责提供资金，物流地产企业负责项目开发。开发完成后，开发部门将项目移交给物流地产公司的管理部门运营，使项目达到稳定运营状态，通过仓库租赁、物业管理等服务获取运营收入，并将运营收入交给基金。整个过程中基金独立于物流地产企业，始终持有项目产权。基金获得收入后可持续投资收购或者新建物流地产项目，从而形成开发、运营和收购的循环，得以实现快速扩张。投资者既可长期持有基金获取稳定现金流，亦可通过退出机制（如公募REITs）或者资产证券化方式获取一次性收益。
- 优点：基金帮助物流地产企业实现轻资产运营，解决物流地产企业长期持有项目的资金沉淀问题，提高企业资金使用效率；同时也为追求长期稳定回报的投资人提供投资渠道。

基金化运作商业模式



普洛斯的物流地产投资周期



物流地产退出机制-仓储物流公募REITs

- 仓储物流公募REITs丰富物流地产项目退出机制：当前物流地产仍然存在投资回报周期长，营收来源单一的问题，项目的投资回收率普遍在5-7%之间，即需要十余年回收成本，对于缺乏长期持有意愿的投资者吸引力不高，接手客户有限，多为养老金等。仓储物流REITs正式落地，丰富了物流地产退出渠道，形成物流地产项目的“投资、建设、运营、退出”闭环，有助于投资人快速回笼资金，为物流地产项目投资提供更强流动性。
- 优质仓储物流公募REITs运营稳健，彰显逆周期属性：当前国内仓储物流REITs共发行3只，分别为中金普洛斯REIT、红土创新盐田港REIT、嘉实京东仓储物流封闭式REIT，其中中金普洛斯REIT、红土创新盐田港REIT已完成首次扩募。相比产业园，仓储物流REITs底层资产运营稳健，业绩更具韧性。以中金普洛斯REIT为例，截至2023Q3末，10个底层资产时点平均出租率为88.46%，较上一季度环比提升0.88pct，考虑已签订租赁协议但尚未起租的面积后，时点平均出租率为90.78%；其中首发资产的时点平均出租率为90.68%，扩募资产的时点平均出租率环比提升4.44pct至85%。

三只仓储物流公募REITs底层资产

中金普洛斯REIT	
项目	地点
普洛斯青岛前湾港国际物流园	青岛市
普洛斯(重庆)城市配送物流中心	重庆市
普洛斯江门鹤山物流园	江门市
普洛斯淀山湖物流园	昆山市
苏州望亭普洛斯物流园	苏州市
普洛斯顺德物流园	佛山市
普洛斯增城物流园	广州市
普洛斯广州保税物流园	广州市
普洛斯通州光机电物流园	北京市
普洛斯北京空港物流园	北京市

红土创新盐田港REIT	
项目	地点
现代物流中心项目	深圳市
世纪物流园项目	深圳市

嘉实京东仓储物流封闭式REIT	
项目	地点
京东重庆电子商务基地项目(中转配送中心)一期	重庆市
京东亚洲一号廊坊经开物流园	廊坊市
京东商城亚洲1号仓储华中总部建设项目	武汉市



目录 CONTENTS

● 物流地产现状及格局

● 物流地产商业及运营模式

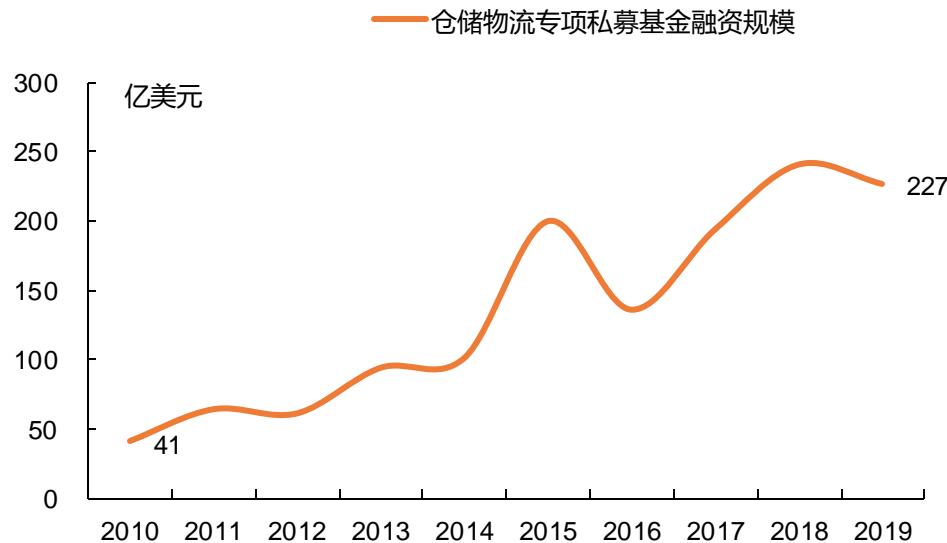
● 物流地产投资机会与要点

● 投资建议与风险提示

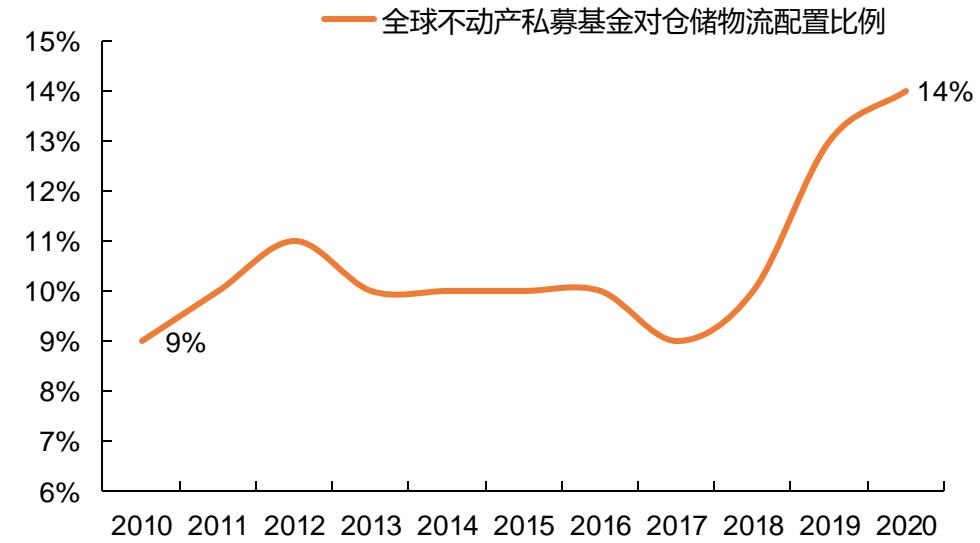
物流不动产获资金青睐，险资等积极参与

- **仓储物流专项私募基金应运而生。**根据华经产业研究院数据，截止至2020H1，全球共设立32支仓储物流专项私募基金，占不动产私募基金设立总数的11%，2010-2019年全球仓储物流专项私募基金融资规模由41亿美元增长至227亿美元，2010-2020年全球不动产私募基金对仓储物流配置比例亦从9%提升至14%。
- **险资等积极参与物流不动产投资。**一是出险房企出于流动性危机变卖核心资产，导致资产价格下跌，以保险公司为代表的机构投资者，凭借其低成本资金，具备更大买卖话语权；二是物流地产由于保值性好、现金流收入稳定，与保险资金长期、低风险属性匹配度高。且当前物流土地指标紧张，传统融资模式监管趋严，物流地产商亦倾向与投资人合作，盘活存量工业用地等，通过金融产品运作实现可持续发展。如普洛斯与中国人寿及国寿投资已建立合作，包括参与对普洛斯集团的战略投资、联合设立物流不动产基金、推进冷链物流中心项目等。未来若美元基金到期或LP退出，不乏从险资进入物流不动产投资领域机会。

● 全球仓储物流专项私募基金融资规模



● 全球不动产私募基金对仓储物流配置比例



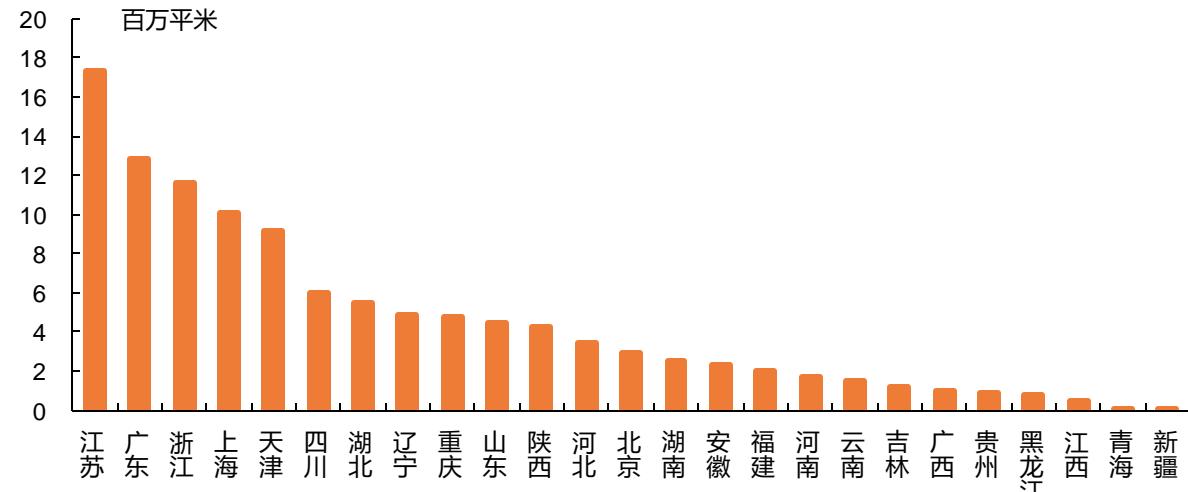
建议关注高标仓等优质赛道，同时关注项目地段&运营效率等指标

- 建议关注一线城市及周边核心卫星城优质高标仓项目：由于物流地产中高标仓建设差异较小，项目成功关键更取决于拿地选址，同时存量非高标仓改造难度较大，因而仓储用地获取为高标仓扩张的最大掣肘。一线城市坐拥大量高端制造业、电商、发达交通枢纽网络，为高标仓理想城市。但其物流用地供给稀缺，因而物流园区通常分布在核心城市边缘或卫星城市中，如靠近国道、省道、高速公路或空港、水港等区域，该类地区地价相对较低、交通便利且距离市中心较近。以长三角为例，虽人口和市场需求主要集中在上海，土地供应更多、地价更低的昆山、常熟、太仓为物流地产企业的投资重点区域，珠三角地区的佛山、东莞，环渤海地区的廊坊亦是同理，当前国内物流地产整体呈现出“立足二线，服务一线”的分布格局。
- 关注项目运营质量，而非土地溢价与投机性：不同于传统地产盈利模式，物流地产投机性较小，目前仍难以通过土地溢价、物流增值服务溢价实现盈利，仅有真正符合市场需求、运营能力好的项目方能实现租金收入增长与盈利。建议关注租金价格、出租率、租金定价模式、租金涨幅等反应市场行情及客户粘性的指标。

● 长三角存量非高标仓分布(截至2020年末)

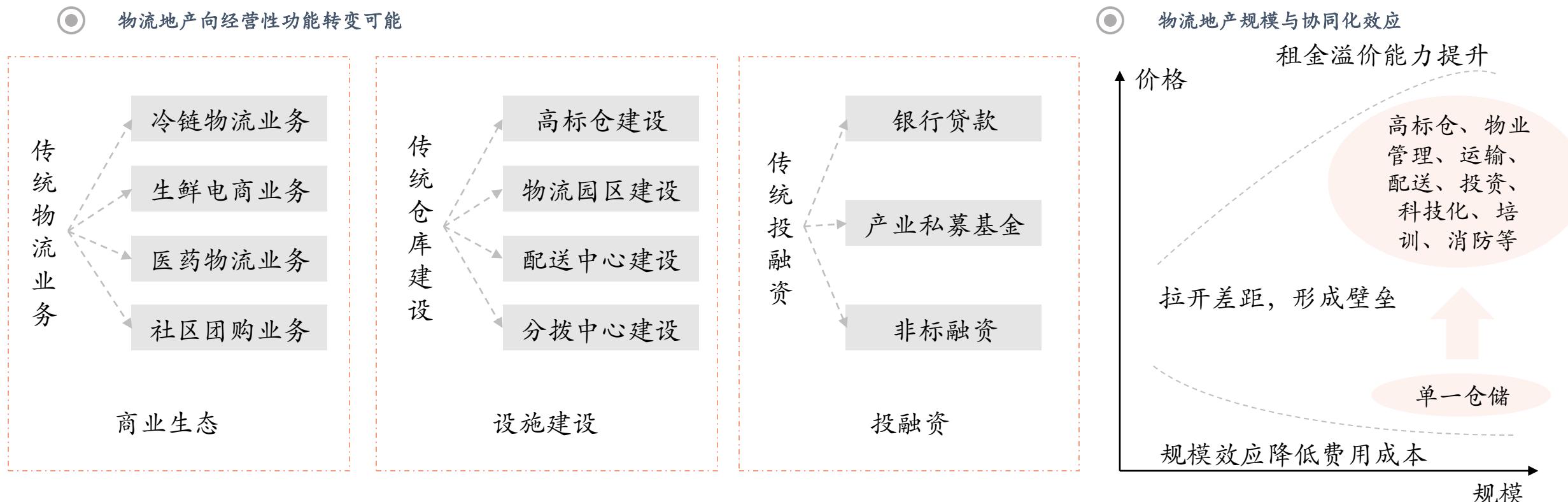


● 国内高标仓存量分布(截至2023年6月)



差异化壁垒：向规模化、协同化、功能性经营转型

➤ 长期竞争壁垒：仓储物流向规模化、协同化、功能性经营转变。由于核心区域物流用地先天供给有限，具备先发优势的物流地产商已形成资产壁垒与规模效应，庞大规模与宽广布局有助于公司形成网络效应，获取客户资源，控制成本与专业化配套管控。此外国内物流地产大多停留于“传统开发+收租”较为单一的创收模式，随着行业参与者愈发多元，有望引导行业模式的创新与转变，关注更多新兴领域和细分市场，如冷链物流、恒温仓、医药物流等，与物流地产产业链相融合，减少对租金这一单一收入模式的依赖度。



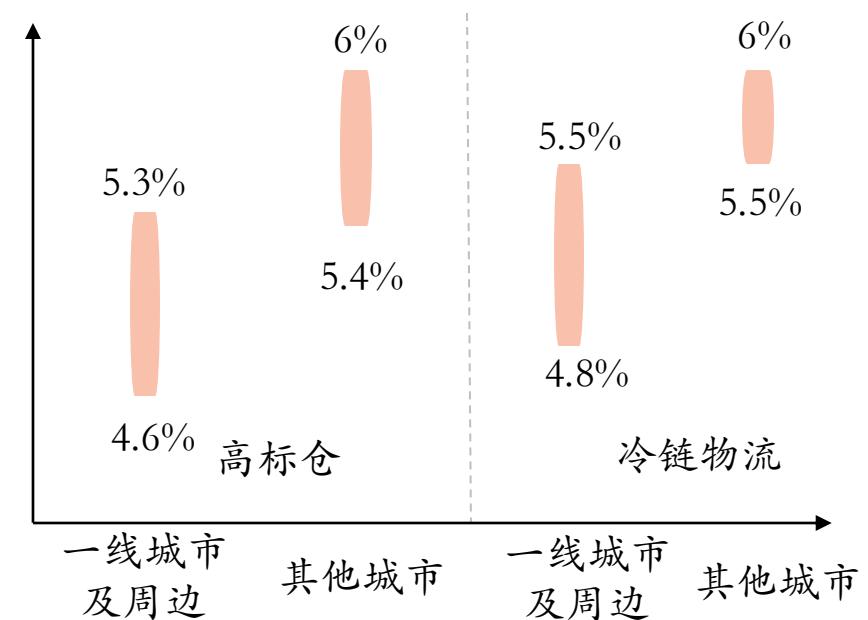
物流不动产估值受宏观环境影响较大，需关注海内外利率水平

- 物流地产投资周期较长，因此其收益水平受利率影响较为显著。物流不动产采用的估值方法有：资本化率法（Cap Rate）、市场法、现金流折现法、成本法等。其中资本化率为投资者对物流不动产估值最常用指标，适用范围较广且具备较强可比性，客观衡量投资者对租金收益回报要求；在该估值体系下，项目价值等于物业净营运收入（NOI）与资本化率（Cap Rate）之比。投资人可根据被评估资产所处宏观环境、周边市场情况、物业质量和风险偏好等因素设定Cap Rate区间，从而获得目标资产项目的定价区间。
- 短期国内物流不动产cap rate仍将维持较低水平，项目估值上涨仍需依靠自身运营能力驱动。相比写字楼和购物中心，国内物流不动产Cap Rate仍相对较高。当前国内货币政策宽松叠加资本涌入导致物流不动产估值抬升，预计一线城市及核心卫星城资本化率仍将维持较低水准，此外国内物流不动产投资者结构中不乏海外资金，还需关注海外通胀及利率环境变化。

物流地产估值方法比较

方法	方法原理	应用范围	方法缺点
Cap Rate法	$Value=NOI/Cap\ Rate$ ，投资人可根据资产所处宏观环境、周边市场情况、物业质地和风险偏好等因素综合设定Cap Rate波动区间，从而获得目标资产的定价区间	适用范围广，可用于不同城市横向比较，以及历史维度纵向比较	评估参数具备一定主观性
市场法	以近期市场上交易案例作为估值基础，对当前资产进行评估	流动性充足、交易活动和案例丰富的成熟市场	受地理位置、物业类型、建筑质量、权益状况等因素影响，同质性较弱
成本法	利用重置成本来评估资产价值，即价值=土地取得成本+建筑成本+管理费用+销售费用+利息+税费+其他成本等	交易尚不活跃、市场前景未明朗的新兴开发市场	未能真实反映资产未来的经济价值和真实收益
现金流折现法	根据资产评估期内的经营净现金流，通过设定折现率来计算净现值	适用范围广，模型逻辑	计算繁琐，且需要进行敏感性分析

高标仓VS冷链物流资本化率（2022年）



资料来源：仲量联行、戴德梁行，平安银行基础设施事业部，《通过不动产市场资本化率调研看公募REITs定价》，平安证券研究所



目录 CONTENTS

- 物流地产现状及格局
- 物流地产商业及运营模式
- 物流地产投资机会与要点
- 投资建议与风险提示

投资建议与风险提示

- **投资建议：**我们认为优质物流地产项目出租率高、运营稳定性强，具备长期回报率的投资价值。伴随政策支持及“零售+第三方物流+高端制造”多重驱动，物流行业长期发展仍大有可为。同时我国REITs市场不断完善，丰富存量项目的退出路径。我们认为具备土地资源与资金优势、运营能力成熟、已形成先发优势的地产商有望脱颖而出，建议关注万科A、南山控股等。
- **风险提示：**1) 国内经济增速回落，消费增速大幅下行：物流地产行业需求一大部分来自于电商行业、第三方物流的快速发展，若经济增速不及预期，导致消费增速下行，或对物流地产需求产生负面影响；2) 政府工业仓储用地供给收紧：存量简易仓库改造难度较大，新增工业仓储用地为物流地产项目开发主要土地来源，若未来工业仓储用地供给收紧，将对物流地产行业形成负面影响；3) 利率波动影响：物流地产作为一项长期投资，其收益水平受利率影响较为显著，如果未来国内外利率大幅波动，将对物流地产开发商的资金成本、项目估值，投资回报率等产生影响。

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
中性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
回避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
中性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。