

01209.HK 华润万象生活

港股通 (沪、深)

买入 (维持)

## 业绩高速增长, 派息率提升

2024年03月29日

## 市场数据

日期	2024.03.28
收盘价(港元)	24.75
总股本(亿股)	22.82
总市值(亿港元)	564.92
总资产(亿元)	277.83
净资产(亿元)	159.48
每股净资产(元)	6.99

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《商业运营快速恢复, 积极拓展新赛道》20230902

《持续受益线下复苏和购物中心高端化》20230406

《迈向行业第一梯队》20220902  
《市场化拓展成果显著》20220405

《业务结构优化, 盈利能力提升》20210827

## 海外房地产研究

## 分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

## 孙钟连

sunzhonglian@xyzq.com.cn

SAC: S0190521080001

请注意: 孙钟连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

## 投资要点

- 2023年业绩好于预期, 派息率提升:** 公司2023年营业收入147.7亿元, 同比增长22.9%; 其中住宅物业管理和商业运营及物业管理的收入分别为96.0和51.7亿元, 分别同比增长23.1%和22.6%。归母核心净利润为29.2亿元, 同比增长31.2%, 业绩好于预期。公司末期每股派息0.481元, 加上中期每股派息0.223元, 全年每股派息为0.704元, 派息率由45%提升至55%。
- 盈利能力持续提升:** 公司2023年毛利率为31.8%, 同比提升1.7个百分点。其中购物中心的毛利率提升9.5个百分点至71.9%, 写字楼的毛利率提升1.5个百分点至35.6%。公司的归母核心净利率为19.8%, 同比提升1.3个百分点, 盈利能力持续提升。
- 商管业务毛利占比进一步提升:** 从营收结构来看, 公司2023年住宅物业管理和商业运营管理的占比分别为65%和35%, 与2022年基本一致。从毛利结构来看, 商业运营管理的毛利贡献进一步提升, 由2022年的59%提升至64%。
- 购物中心消费复苏强劲, 项目储备充足:** 公司的开业购物中心数量为98个, 另有3个分租项目。2023年全年实现零售额1812亿元, 同比增长43.3%, 实现强劲复苏。公司继续发力轻资产外拓, 全年新获取14个项目。截至2023年底, 购物中心储备项目达到83个, 预计未来3-5年将实现开业, 驱动公司的业绩持续稳健增长。
- 维持“买入”评级:** 我们预计公司2024/2025年的营业收入为175.6/207.7亿元, 同比增长18.9%/18.3%; 核心净利润35.5/42.5亿元, 同比增长21.7%/19.7%, 维持“买入”评级, 公司目前股价对应2024/2025年PE为14.5/12.1倍。
- 风险提示:** 商场出租率及租金收入不及预期; 商场开业进展不及预期; 轻资产业务推进不及预期; 物业管理收缴率不及预期。

## 主要财务指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	14,767	17,560	20,772	24,216
同比增长(%)	22.9	18.9	18.3	16.6
归母核心净利润(亿元)	2,920	3,553	4,254	4,962
同比增长(%)	31.2	21.7	19.7	16.6
毛利率(%)	31.8	32.3	32.6	32.7
归母核心净利率(%)	19.8	20.2	20.5	20.5
净资产收益率(%)	19.4	21.2	23.0	24.1
每股核心收益(元)	1.28	1.56	1.86	2.17
每股股息(分)	70	95	114	133

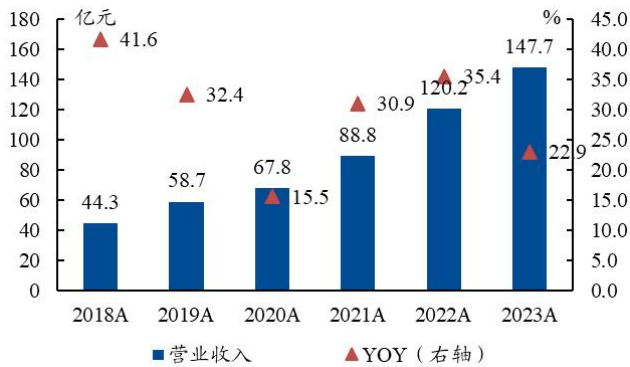
来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

### 报告正文

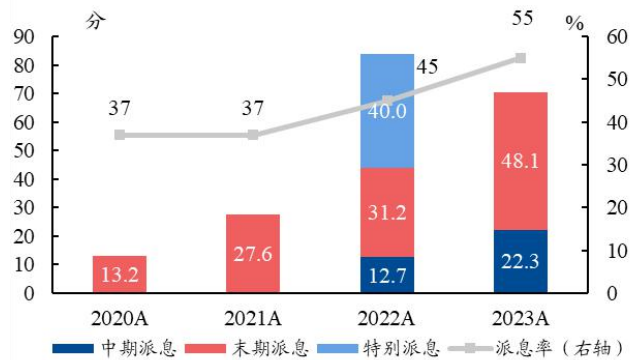
- **2023 年业绩好于预期，派息率提升：**公司 2023 年营业收入 147.7 亿元，同比增长 22.9%；其中住宅物业管理和商业运营及物业管理的收入分别为 96.0 和 51.7 亿元，分别同比增长 23.1%和 22.6%。归母核心净利润为 29.2 亿元，同比增长 31.2%，业绩好于预期。公司末期每股派息 0.481 元，加上中期每股派息 0.223 元，全年每股派息为 0.704 元，派息率由 45%提升至 55%。

#### 图 1、营业占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

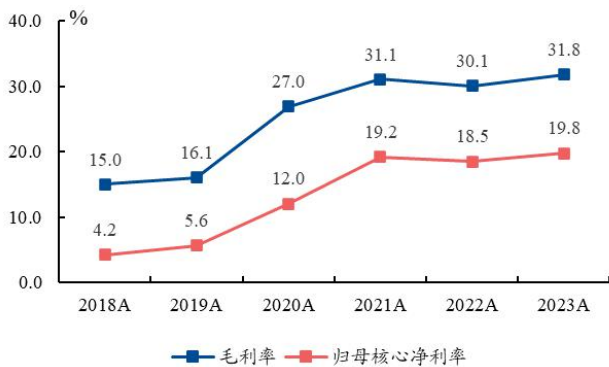
#### 图 2、每股派息



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **盈利能力持续提升：**公司 2023 年毛利率为 31.8%，同比提升 1.7 个百分点。其中购物中心的毛利率提升 9.5 个百分点至 71.9%，写字楼的毛利率提升 1.5 个百分点至 35.6%。公司的归母核心净利率为 19.8%，同比提升 1.3 个百分点，盈利能力持续提升。

#### 图 3、毛利率和核心净利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

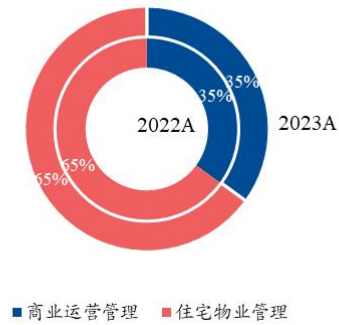
#### 图 4、核心净利润



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

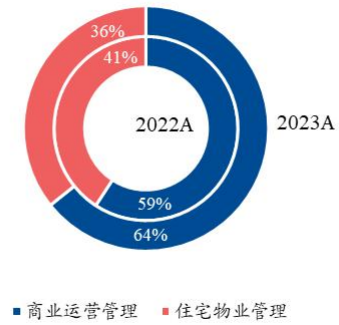
- **商管业务毛利占比进一步提升**：从营收结构来看，公司 2023 年住宅物业管理和商业运营管理的占比分别为 65%和 35%，与 2022 年基本一致。从毛利结构来看，商业运营管理的毛利贡献进一步提升，由 2022 年的 59%提升至 64%。

图 5、公司的营收结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司的毛利结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **购物中心消费复苏强劲，项目储备充足**：公司的开业购物中心数量为 98 个，另有 3 个分租项目。2023 年全年实现零售额 1812 亿元，同比增长 43.3%，实现强劲复苏。公司继续发力轻资产外拓，全年新获取 14 个项目。截至 2023 年底，购物中心储备项目达到 83 个，预计未来 3-5 年将实现开业，驱动公司的业绩持续稳健增长。

图 7、在管项目数量



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

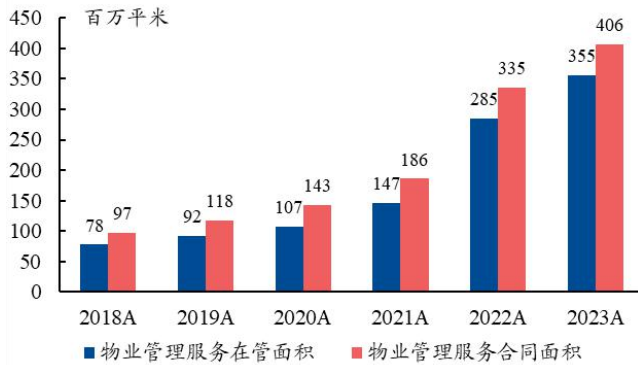
图 8、购物中心零售额



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

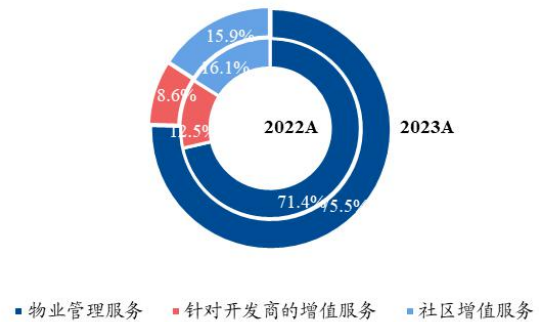
- **住宅物业管理服务保持规模增长：**截至 2023 年底，公司的在管和合同面积分别达到 3.55 和 4.06 亿平方米，分别同比增长 24.6%和 21.2%，继续保持行业头部水平。分业务板块看，物业管理服务、针对开发商的增值服务和社服增值服务的收入分别为 72.45、8.29 和 15.26 亿元，分别同比增长 30%、下降 14.8% 和增长 21.5%，收入占比分别达到 75.5%、8.6%和 15.9%。

图 9、物业管理服务在管及合约面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、住宅物业管理服务收入占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **维持“买入”评级：**我们预计公司 2024/2025 年的营业收入为 175.6/207.7 亿元，同比增长 18.9%/18.3%；核心净利润 35.5/42.5 亿元，同比增长 21.7%/19.7%，维持“买入”评级，公司目前股价对应 2024/2025 年 PE 为 14.5/12.1 倍。
- **风险提示：**商场出租率及租金收入不及预期；商场开业进展不及预期；轻资产业务推进不及预期；物业管理收缴率不及预期。

## 附表

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>19,518</b>	<b>22,383</b>	<b>25,712</b>	<b>29,434</b>
应收账款	1,996	1,924	2,219	2,521
预付款项及其他应收账款	1,621	1,684	1,935	2,189
其他流动资产	4,322	4,413	4,464	4,521
现金及现金等价物	11,580	14,362	17,093	20,202
<b>非流动资产</b>	<b>8,265</b>	<b>8,265</b>	<b>8,265</b>	<b>8,265</b>
物业、厂房及设备	552	552	552	552
投资物业	3,788	3,788	3,788	3,788
无形资产	1,574	1,574	1,574	1,574
递延税项资产	117	117	117	117
其他非流动资产	2,234	2,234	2,234	2,234
<b>资产总计</b>	<b>27,783</b>	<b>30,648</b>	<b>33,977</b>	<b>37,699</b>
<b>流动负债</b>	<b>8,340</b>	<b>9,605</b>	<b>11,020</b>	<b>12,509</b>
应付款项	1,546	1,532	1,764	2,010
其他应付款	4,121	4,236	4,601	4,913
合约负债	2,172	3,336	4,154	5,085
租赁负债	266	266	266	266
应付税项	235	235	235	235
<b>非流动负债</b>	<b>3,408</b>	<b>3,408</b>	<b>3,408</b>	<b>3,408</b>
租赁负债	2,267	2,267	2,267	2,267
其他非流动负债	1,140	1,140	1,140	1,140
<b>负债合计</b>	<b>11,747</b>	<b>13,013</b>	<b>14,428</b>	<b>15,917</b>
股本	0.15	0.15	0.15	0.15
储备	15,948	17,547	19,461	21,694
股东权益	15,948	17,547	19,461	21,695
少数股东权益	88	88	88	88
<b>总权益</b>	<b>16,036</b>	<b>17,635</b>	<b>19,549</b>	<b>21,782</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>27,783</b>	<b>30,648</b>	<b>33,977</b>	<b>37,699</b>

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
税前利润	3,912	4,675	5,598	6,530
利息收入	-425	-484	-561	-643
所得税开支	-969	-1,122	-1,343	-1,567
营运资金的变动	-634	1,183	817	876
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,884</b>	<b>4,252</b>	<b>4,510</b>	<b>5,196</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1,290</b>	<b>484</b>	<b>561</b>	<b>643</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-1,607</b>	<b>-1,954</b>	<b>-2,340</b>	<b>-2,729</b>
现金净变动	-1,013	2,782	2,731	3,109
汇兑变动	0	0	0	0
现金的期初余额	12,593	11,580	14,362	17,093
现金的期末余额	11,580	14,362	17,093	20,202

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>14,767</b>	<b>17,560</b>	<b>20,772</b>	<b>24,216</b>
营业成本	10,073	11,895	13,994	16,302
其它收入	577	584	661	743
销售费用	285	263	312	363
管理费用	950	1,141	1,350	1,574
<b>营业利润</b>	<b>3,870</b>	<b>4,675</b>	<b>5,598</b>	<b>6,530</b>
财务费用	117	117	117	117
其它经营开支	86	53	62	73
<b>税前盈利</b>	<b>3,912</b>	<b>4,675</b>	<b>5,598</b>	<b>6,530</b>
所得税	969	1,122	1,343	1,567
税后盈利	2,943	3,553	4,254	4,962
少数股东损益	14	0	0	0
<b>核心净利润</b>	<b>2,920</b>	<b>3,553</b>	<b>4,254</b>	<b>4,962</b>
<b>核心EPS(元)</b>	<b>1.28</b>	<b>1.56</b>	<b>1.86</b>	<b>2.17</b>
<b>每股派息(元)</b>	<b>0.70</b>	<b>0.95</b>	<b>1.14</b>	<b>1.33</b>

## 主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入	22.9	18.9	18.3	16.6
经营利润	35.2	20.8	19.7	16.6
核心净利润	31.2	21.7	19.7	16.6
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	31.8	32.3	32.6	32.7
核心净利率	19.8	20.2	20.5	20.5
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	42.3	42.5	42.5	42.2
流动比率	2.3	2.3	2.3	2.4
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	53.2	57.3	61.1	64.2
应收帐款周转率	8.3	9.0	10.0	10.2
<b>每股资料(元)</b>				
每股核心收益	1.28	1.56	1.86	2.17
每股净资产	6.99	7.69	8.53	9.50
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	18	14	12	10
PB	3.2	2.9	2.6	2.4

### 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:沪深两市以沪深300指数为基准;北交所市场以北证50指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;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%
		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.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.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 Jinjiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd. 成都经开资产管理集团有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、Chouzhou International Investment Ltd. 桐庐新城发展投资有限公司、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务隶属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、安庆盛唐投资控股集团有限公司、巨星传奇集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、如皋市经济贸易开发有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、中国信达(香港)控股有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd. 成都银行股份有限公司、成都新津城市产业发展集团有限公司、滁州经济技术开发总公司、珠海华发集团有限公司、华发投控 2022 年第一期有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、平安国际融资租赁有限公司、上海银行杭州分行、湖州南洋振浔污水处理有限公司、湖州吴兴交通旅游投资发展集团有限公司、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天然气有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股(香港)投资有限公司、中国国新控股有限责任公司、国晶资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、多想云控股有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团(国际)有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、连云港港口集团、山海(香港)国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、湖州燃气股份有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆农村商业银行股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、Zhejiang Boxin BVI Co Ltd.、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新钢都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产经营管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、云南省能源投资集团有限公司、Yunnan Energy Investment Overseas Finance Company Limited、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、乌鲁木齐高新投资发展集团有限公司、CMS International Gemstone Limited.、招商证券国际有限公司、中国光大银行、台州市城市建设投资发展集团有限公司、合肥市产业投资控股(集团)有限公司、XianJin Industry Investment Company Limited、SDOE Development I Company Limited、山东海洋集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、武汉葛化集团有限公司、杭州上城区城市建设综合开发有限公司、Zhejiang Baron BVI Co Ltd.、江苏华靖资产经营有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、上饶市城市建设投资开发集团有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、仪征市城市国有资产投资发展(集团)有限公司、广西金融投资集团有限公司、广西投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、青岛国信发展(集团)有限责任公司、常德市城市发展集团有限公司、郴州市福天建设发展有限公司、扬州江淮建设发展有限公司、济南天桥产业发展集团有限公司、成都东进淮州新城投资集团有限公司、平潭综合实验区城市发展集团有限公司、陕西榆神能源开发建设集团有限公司、福建漳州城投集团有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

国有资本投资运营(集团)有限公司、澳门国际银行股份有限公司、大丰银行股份有限公司、升辉清洁集团控股有限公司、BPHL Capital Management LTD、北京建设(控股)有限公司、北京控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、苏州苏高新集团有限公司、SND International Bvi Co Ltd、广州开发区控股集团有限公司、泸州航空发展投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司、Jinan Urban Construction International Investment Co., Limited、龙川海外投资有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、宁乡市水务建设投资有限公司、华通国际投资控股有限公司、青岛华通国有资本投资运营集团有限公司、四川简州空港农业投资发展集团有限公司、永州市零陵资产经营有限责任公司、中金公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、金龙山实业(英属维尔京群岛)有限公司、济南章丘控股集团有限公司、Shanghai Investment Co., Limited、青岛军民融合发展集团有限公司、华信药业(香港)有限公司、泰州华信药业投资有限公司、泸州白酒产业发展投资集团有限公司、天风证券、三明市城市建设发展集团有限公司、Zhejiang Anji Construction Development Hong Kong Co Ltd、浙江安吉国控建设发展集团有限公司、陕西金融资产管理股份有限公司、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、曲阜兴达投资发展有限公司、沂晟国际有限公司、临沂市城市建设投资集团有限公司、长沙蓝月谷智造产业投资有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、海垦国际资本(香港)有限公司、海南省农垦投资控股集团有限公司、阜宁县城发控股集团有限公司、菏泽财金投资集团有限公司、鹤山市公营资产经营有限公司、四川纳兴实业集团有限公司、水发集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、茂名港集团有限公司、江苏荃信生物医药股份有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、众创(香港)科技有限公司、海通恒信、HAITONG UT BRILLIANT LIMITED、Vertex Capital Investment Limited、五矿地产有限公司、南平武夷发展集团有限公司、洛阳国苑投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、Jinjiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、江苏海晟控股集团有限公司、RONGHE INTERNATIONAL INDUSTRY CO., LTD.、青岛西海岸新区融合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

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

---

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

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

---