

王府井 (600859.SH)

业务结构持续优化，看好中长期免税布局

核心观点：

- **业绩概况。**公司发布 2024 年三季报，前三季度实现营收 84.99 亿元，同比-8.27%，归母净利润 4.27 亿元，同比-34.13%；其中 24Q3 实现营收 24.64 亿元，同比-14.61%，归母净利润 1.34 亿元，同比+2.53%。
- **高毛利业务占比提升支撑盈利能力保持稳健。**根据公司公告，毛利率较高的购物中心、奥莱业态收入占比持续提升，支撑公司毛利率保持稳健，24 前三季度/24Q3 毛利率分别为 40.17%/38.29%，同比-0.98/-1.1pct。24Q3 销售/管理/财务费用率分别为 16.35%/13.02%/2.19%，同比+1.81/+1.77/-0.96pct，归母净利率 5.42%，同比+0.9pct。
- **资产结构持续优化。**公司公告：(1) 拟通过北京产权交易所公开挂牌转让北京王府井百货商业物业管理有限公司 100% 股权；(2) 拟启动对王府井集团股份有限公司北京西单商场部分房屋建筑物及附属物的拆除重建工作，并对楼体拆除后无使用价值的固定资产进行报废处置，预计本次处置固定资产净损失不超过 9,472 万元。
- **看好中长期免税业务布局机会。**根据公司季报，公司于报告期内中标哈尔滨太平国际机场、牡丹江海浪国际机场出境免税项目，免税品经营渠道布局进一步拓宽；8 月财政部等五部门联合印发《关于完善市内免税店政策的通知》，通知规定了 6 家现有的市内免税店和 12 家可转型为市内免税店的外汇商品免税店的管理暂行办法，以及在广州等 8 个城市各设立一家市内免税店，公司根据政策要求积极推动相关工作。
- **盈利预测：**根据三季报情况，我们调整盈利预测，预计 24-26 年归母净利润分别为 6.1/7.0/7.7 元，同比-14.2%/+14.4%/+10.7%，考虑公司有税业务跟随宏观经济稳步恢复，免税业务具备资质稀缺属性以及市内免税店新政落地有望支撑行业增量空间，参考可比公司，给予公司 24 年 32xPE，对应合理价值 17.16 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**免税业务不及预期、竞争加剧，有税业务恢复不及预期等。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	10800	12224	11419	12266	12939
增长率（%）	-15.3%	13.2%	-6.6%	7.4%	5.5%
EBITDA（百万元）	2463	3348	3237	3678	3947
归母净利润（百万元）	195	709	609	696	771
增长率（%）	-85.5%	264.1%	-14.2%	14.4%	10.7%
EPS（元/股）	0.17	0.63	0.54	0.61	0.68
市盈率（P/E）	163.60	25.55	29.86	26.10	23.57
ROE（%）	1.0%	3.6%	3.0%	3.3%	3.5%
EV/EBITDA	12.60	5.17	5.80	5.12	4.97

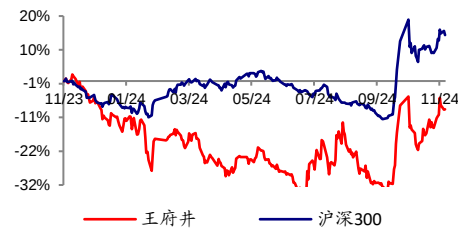
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	16.01 元
合理价值	17.16 元
前次评级	买入
报告日期	2024-11-13

相对市场表现



分析师：

嵇文欣



SAC 执证号：S0260520050001



SFC CE No. AOB364



021-38003653

分析师：

孟鑫



SAC 执证号：S0260523120001



021-38003580



mengxin@gf.com.cn

请注意，孟鑫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活动。

相关研究：

目录索引

一、24Q3 出入境免税高增长，离岛免税短期仍承压	4
二、盈利预测和投资建议	6
三、风险提示	8

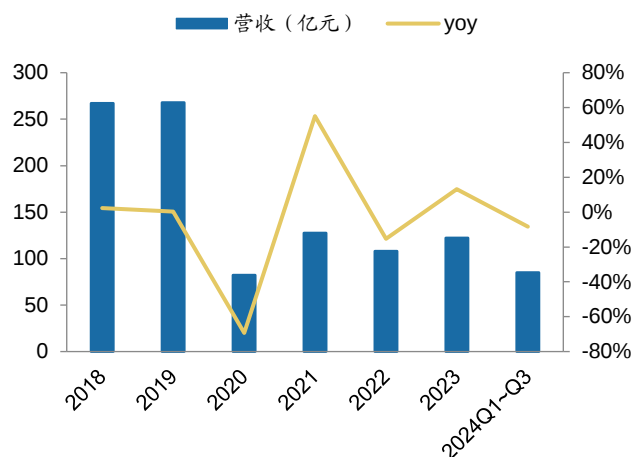
图表索引

图 1: 中国中免营收及增速	4
图 2: 中国中免归母净利润及增速	4
图 3: 中国中免毛利率	4
图 4: 中国中免费用率	4
图 5: 上海机场月度国际客流持续恢复	5
图 6: 海南离岛免税购物金额月度数据	5
表 1: 收入成本拆分	6
表 2: 可比公司估值	8

一、24Q3：业务结构持续优化，看好中长期免税布局

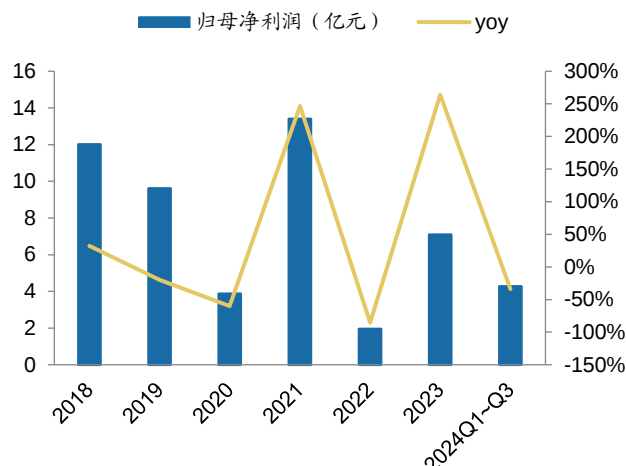
公司发布2024年三季报，前三季度实现营收84.99亿元，同比-8.27%，归母净利润4.27亿元，同比-34.13%；其中24Q3实现营收24.64亿元，同比-14.61%，归母净利润1.34亿元，同比+2.53%。

图 1：王府井营收及增速



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

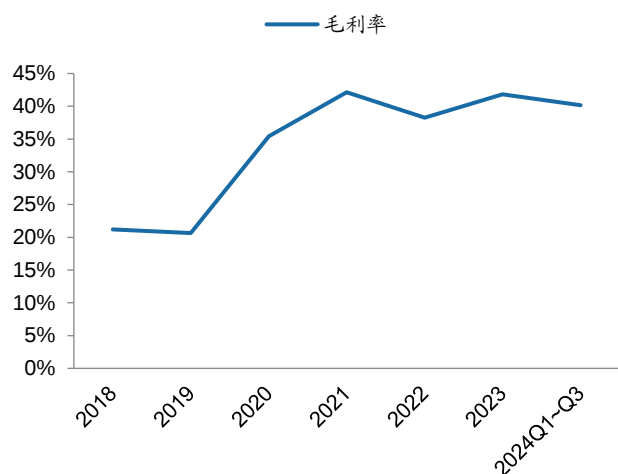
图 2：王府井归母净利润及增速



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

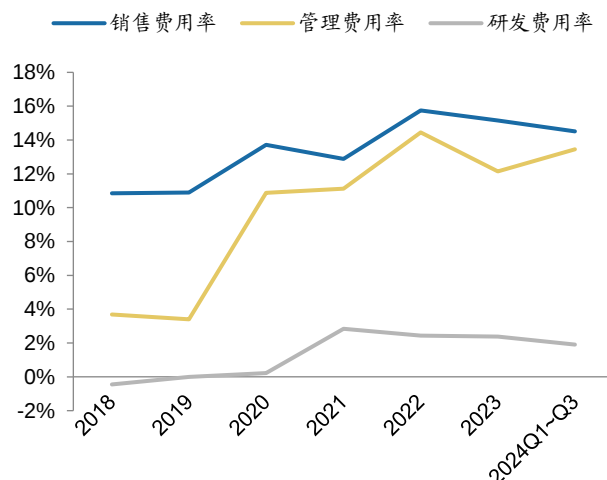
高毛利业务占比提升支撑盈利能力保持稳健。根据公司经营数据公告，分业态看，截止24Q3公司百货/购物中心/奥特莱斯/专业店/免税业态分别实现营收32.42/22.54/16.50/10.78/2.04 亿元，同比分别 -15.45%/-1.58%/+4.37%/-4.97%/+68.62%，毛利率较高的购物中心、奥莱业态收入占比持续提升，支撑公司毛利率保持稳健，24前三季度/24Q3毛利率分别为40.17%/38.29%，同比-0.98/-1.1pct。24Q3销售/管理/财务费用率分别为16.35%/13.02%/2.19%，同比+1.81/+1.77/-0.96pct，归母净利率5.42%，同比+0.9pct。

图 3：王府井毛利率



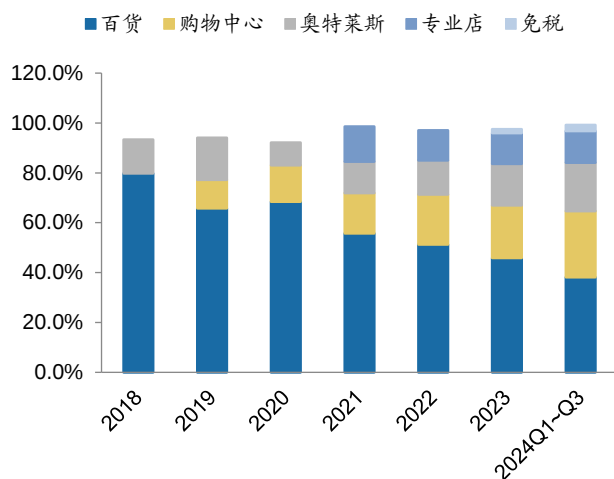
数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图 4：王府井费用率



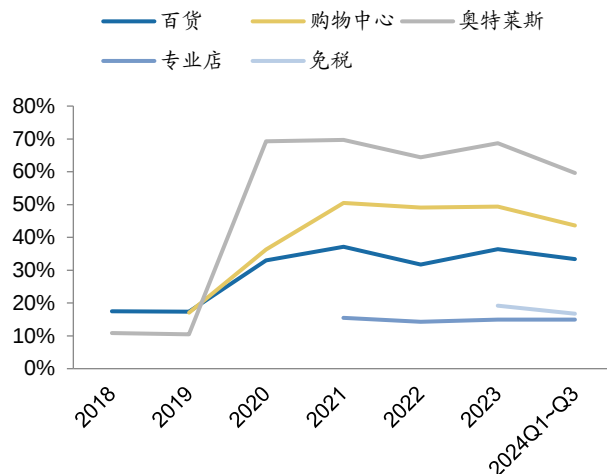
数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图 5：王府井毛利率分业态营收占比



数据来源：公司经营数据公告，广发证券发展研究中心

图 6：王府井毛利率分业态毛利率

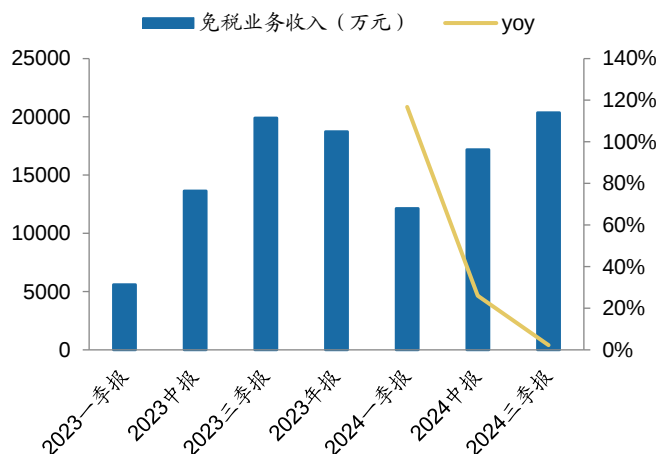


数据来源：公司经营数据公告，广发证券发展研究中心

资产结构持续优化。公司在披露三季报同时公告：（1）拟通过北京产权交易所公开挂牌转让北京王府井百货商业物业管理有限公司100%股权；（2）拟启动对王府井集团股份有限公司北京西单商场部分房屋建筑物及附属物的拆除重建工作，并对楼体拆除后无使用价值的固定资产进行报废处置，预计本次处置固定资产净损失不超过9,472万元，有望推动公司资产结构持续优化，提升资产质量。

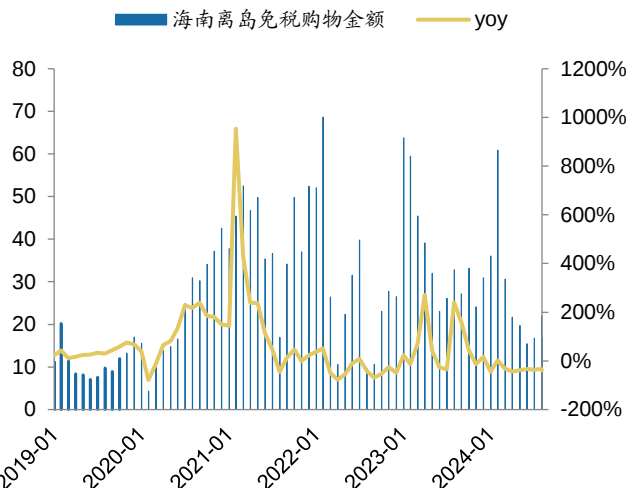
离岛免税业务前三季度仍实现正增长，看好公司中长期免税产业布局机会。根据海南海关数据，2024前三季度海南离岛免税购物金额呈现下滑趋势。公司万宁免税城于23Q1开业，低基数下24年前三季度仍实现收入正增长。公司于8月中标哈尔滨太平国际机场、牡丹江海浪国际机场出境免税项目，免税店种类进一步丰富，未来有望受益于国际客流持续恢复，贡献免税业务增量业绩。行业政策层面，8月27日市内店免税新政出台，公司持续推动市内免税相关布局工作，我们认为公司优质物业基础以及运营经验优势突出，未来有望形成离岛+市内+机场口岸免税全方位布局。

图 7：王府井免税业务营收及增速



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图 8：海南离岛免税购物金额（单位：亿元）



数据来源：海口海关，广发证券发展研究中心

二、盈利预测和投资建议

我们按照业态对公司进行拆分假设，核心假设逻辑为2024年受制于消费力疲软，公司整体收入增长承压，但结构持续优化，高毛利的奥莱、购物中心仍具有增长韧性，营收占比持续提升，2025年起受益于宏观经济稳步回暖、居民消费力改善实现营收稳步恢复，此外根据公司公告，超市业态公司考虑其发展前景以及旗下合营超市经营现状，经审慎评估，已终止业务并实施退出，2024年初至今超市业务已不再并表或披露，因此盈利预测不再包含超市业务24-26年收入。毛利率方面，2024年单一业态毛利率有所下降受制于销售规模下滑以及成本刚性，后续有望跟随销售回暖逐步恢复，总体结构优化带动公司未来三年整体毛利率稳步改善。

（1）百货：预计24-26年营收分别为49.36/52.42/54.63亿元，同比-12.00%/+6.21%/+4.21%，毛利率分别为34.99%/34.99%/34.99%。

（2）购物中心：预计24-26年营收分别为24.34/25.96/27.38亿元，同比-5.66%/+6.65%/+5.50%，毛利率43.85%/43.90%/43.96%。

（3）奥特莱斯：预计24-26年收入分别为21.11/23.66/25.96亿元，同比+3.76%/+12.11%/+9.69%，毛利率分别为65.20%/65.27%/65.34%。

（4）专业店：预计24-26年收入分别为14.37/14.56/14.67亿元，同比-4.74%/+1.28%/+0.80%，毛利率分别为12.31%/12.35%/12.40%。

（5）免税：预计24-26年收入分别为5.01/6.07/6.75亿元，同比+167.71%/+21.00%/+11.24%，毛利率分别为19.69%/22.69%/27.69%。

表 1: 收入成本拆分（单位：亿元）

	2023	2024E	2025E	2026E
百货				
收入	56.09	49.36	52.42	54.63
增长率	6.22%	-12.00%	6.21%	4.21%
成本	35.65	65.70	69.61	72.71
毛利	20.44	17.27	18.34	19.12
毛利率(%)	36.44%	34.99%	34.99%	34.99%
购物中心				
收入	25.80	24.34	25.96	27.38
增长率	7.69%	-5.66%	6.65%	5.50%
成本	13.06	13.67	14.56	15.35
毛利	12.74	10.67	11.40	12.04
毛利率(%)	49.39%	43.85%	43.90%	43.96%
奥特莱斯				
收入	20.34	21.11	23.66	25.96
增长率	35.09%	3.76%	12.11%	9.69%
成本	20.34	7.34	8.22	9.00
毛利	13.98	13.76	15.45	16.96
毛利率(%)	68.72%	65.20%	65.27%	65.34%
专业店				
收入	15.09	14.37	14.56	14.67
增长率	16.35%	-4.74%	1.28%	0.80%

成本	12.83	12.60	12.76	12.85
毛利	2.26	1.77	1.80	1.82
毛利率(%)	14.99%	12.31%	12.35%	12.40%
免税				
收入	1.87	5.01	6.07	6.75
增长率	-	167.71%	21.00%	11.24%
成本	1.51	4.03	4.69	4.88
毛利	0.36	0.99	1.38	1.87
毛利率(%)	19.19%	19.69%	22.69%	27.69%
超市				
收入	3.75	-	-	-
增长率	-18.51%	-	-	-
成本	3.23	-	-	-
毛利	0.52	-	-	-
毛利率(%)	13.96%	-	-	-
合计				
收入	122.24	114.19	122.66	129.39
增长率	13.19%	-6.59%	7.42%	5.48%
成本	71.10	65.70	69.61	72.71
毛利	51.14	48.49	53.05	56.68
毛利率	41.84%	42.47%	43.25%	43.81%

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

（4）费用率：预计24-26年销售费用率分别为15.7%/15.5%/15.2%，管理费用率分别为12.5%/12.3%/12.25%。

综上，我们预计公司24-26年营收分别为114.19/122.66/129.39亿元，同比-6.59%/+7.42%/+5.48%，归母净利润分别为6.09/6.96/7.71亿元，同比-14.20%/+14.40%/+10.71%。

公司历史估值存在一定溢价原因分析：我们选取中国中免、天虹股份作为可比公司，根据历史预测PE估值数据，2020~2022年王府井预测PE水平大概在可比公司预测PE的1.1~1.9倍，2023年业绩普遍显著恢复，估值水平基本相当，我们认为王府井相较可比公司存在估值溢价的原因在于：**1）稀缺免税品经营资质：**公司于2020年6月公告获得免税品经营资质，成为A、H股除中国中免唯一一家拥有免税业务资质的上市公司。2023Q1公司万宁王府井免税城开业，收入实现快速增长，2024年离岛免税行业整体下滑，而公司免税收入仍实现逆势高增长，同时毛利率逆势改善。**2）有税业务结构优化：**公司有税业务由早期传统百货业态为主，逐步向高毛利购物中心、奥特莱斯转型，业务结构相较百货零售业态存在显著优势。

可比公司估值：我们选取中国中免、天虹股份作为可比公司，短期看公司有税业务受制于消费力承压，百货业态出现较明显营收下滑，而购物中心、奥特莱斯等业态仍保持一定韧性，免税业态低基数下保持良好正增长。考虑公司有税业务跟随宏观经济稳步恢复，同时免税业务具备资质稀缺属性，市内店免税店新政落地有望支撑行业增量空间，相较行业竞争对手公司免税业务自2023Q1开始运营，规模基数仍较低，2024全年预计继续实现逆势正增长，中长期业绩弹性供需可观，参考可比公司

估值，给予公司24年32xPE，对应合理价值17.16元/股，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

公司名称	公司代码	业务类型	市值（亿元）	净利润（百万元）			PE估值水平		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
中国中免	601888.SH	免税	1540	5597.02	6648.71	7610.59	27.51	23.16	20.23
天虹股份	002419.SZ	零售	64	191.8	222.2	248.4	33.27	28.74	25.69

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

备注：盈利预测来自 iFinD 一致预测。

三、风险提示

（一）免税业务增长不及预期风险

目前公司免税业态销售以万宁王府井免税城为主，销售趋势与海南离岛免税销售趋势直接相关，根据海口海关数据，2024年初至今海南离岛免税购物金额出现较明显下滑，未来销售恢复增长幅度存在一定不确定性。

（二）行业竞争加剧风险

根据国家统计局数据，2015-2023年中国零售业限额以上法人单位数量波动上升，行业竞争或存在加剧可能性。

（三）有税业务恢复不及预期风险

有税业务恢复依赖于消费力改善，存在一定不确定性。

资产负债表

单位: 百万元

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12,633	14,134	11,356	13,704	11,834
货币资金	9,997	11,119	9,143	10,611	9,807
应收及预付	565	747	576	735	575
存货	1,657	1,825	1,257	1,912	1,077
其他流动资产	415	443	380	445	375
非流动资产	25,254	26,987	27,662	28,239	28,988
长期股权投资	1,873	1,985	1,985	1,985	1,985
固定资产	8,208	7,926	8,223	8,425	8,692
在建工程	220	301	268	300	340
无形资产	1,143	1,090	1,114	1,219	1,406
其他长期资产	13,809	15,684	16,072	16,310	16,565
资产总计	37,887	41,122	39,017	41,943	40,822
流动负债	7,778	8,889	6,754	7,424	5,467
短期借款	197	203	203	205	208
应付及预收	2,173	2,984	1,759	2,648	1,126
其他流动负债	5,408	5,702	4,792	4,571	4,134
非流动负债	10,166	11,794	11,244	12,744	12,744
长期借款	738	637	587	587	587
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9,428	11,157	10,657	12,157	12,157
负债合计	17,944	20,683	17,998	20,168	18,211
股本	1,135	1,135	1,135	1,135	1,135
资本公积	10,160	10,149	10,149	10,149	10,149
留存收益	7,847	8,443	9,062	9,768	10,549
归属母公司股东权益	19,142	19,727	20,264	20,970	21,751
少数股东权益	801	712	755	805	860
负债和股东权益	37,887	41,122	39,017	41,943	40,822

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,641	3,604	1,716	3,199	2,714
净利润	136	760	652	746	826
折旧摊销	1,910	1,932	1,918	2,127	2,199
营运资金变动	-782	489	-1,353	-232	-914
其它	376	424	498	559	603
投资活动现金流	-1,488	-1,033	-2,571	-2,717	-2,963
资本支出	-728	-902	-2,304	-2,535	-2,697
投资变动	-550	0	-264	-175	-260
其他	-210	-131	-3	-8	-7
筹资活动现金流	-4,852	-1,628	-1,121	986	-554
银行借款	-1	-95	-50	2	3
股权融资	71	0	0	0	0
其他	-4,921	-1,533	-1,071	984	-557
现金净增加额	-4,683	946	-1,977	1,469	-804
期初现金余额	13,827	9,143	10,090	8,113	9,582
期末现金余额	9,143	10,090	8,113	9,582	8,778

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-15.3%	13.2%	-6.6%	7.4%	5.5%
营业利润	-71.7%	114.2%	-15.2%	16.5%	11.1%
归母净利润	-85.5%	264.1%	-14.2%	14.4%	10.7%
获利能力					
毛利率	38.3%	41.8%	42.5%	43.2%	43.8%
净利率	1.3%	6.2%	5.7%	6.1%	6.4%
ROE	1.0%	3.6%	3.0%	3.3%	3.5%
ROIC	0.5%	2.9%	2.8%	3.1%	3.4%
偿债能力					
资产负债率	47.4%	50.3%	46.1%	48.1%	44.6%
净负债比率	90.0%	101.2%	85.6%	92.6%	80.5%
流动比率	1.62	1.59	1.68	1.85	2.16
速动比率	1.35	1.32	1.42	1.52	1.87
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.30	0.29	0.29	0.32
应收账款周转率	28.22	27.28	36.46	26.07	40.41
存货周转率	6.52	6.70	9.08	6.41	12.01
每股指标 (元)					
每股收益	0.17	0.63	0.54	0.61	0.68
每股经营现金流	1.45	3.18	1.51	2.82	2.39
每股净资产	16.86	17.38	17.85	18.48	19.16
估值比率					
P/E	163.60	25.55	29.86	26.10	23.57
P/B	1.67	0.92	0.90	0.87	0.84
EV/EBITDA	12.60	5.17	5.80	5.12	4.97

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10800	12224	11419	12266	12939
营业成本	6665	7110	6570	6961	7271
营业税金及附加	276	355	343	368	388
销售费用	1701	1854	1793	1901	1967
管理费用	1560	1484	1427	1509	1585
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	262	291	323	379	451
资产减值损失	-69	-31	-26	-25	-23
公允价值变动收益	-55	-18	-20	-20	-20
投资净收益	300	17	17	12	13
营业利润	539	1154	979	1140	1266
营业外收支	-6	55	9	-10	-15
利润总额	533	1208	988	1130	1251
所得税	397	448	336	384	425
净利润	136	760	652	746	826
少数股东损益	-58	51	43	50	55
归属母公司净利润	195	709	609	696	771
EBITDA	2463	3348	3237	3678	3947
EPS (元)	0.17	0.63	0.54	0.61	0.68

广发批零与社会服务行业研究小组

嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020 年加入广发证券发展研究中心。

方心诣：联席首席分析师，北京大学硕士，曾任职于嘉实基金研究部、天风证券。2024 年加入广发证券发展研究中心。

孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023 年加入广发证券发展研究中心。

包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

杨起帆：高级研究员，香港大学金融硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

罗艺：研究员，武汉大学经济学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。