



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025年03月27日

### 基础数据

03月26日收盘价(港元)	25.85
总市值(亿港元)	1,843.35
总股本(亿股)	71.31

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关研究

【兴证海外地产】华润置地(01109.HK)2024中期业绩点评: 提升经营性业务收入占比-2024.08.29

【兴证海外地产】华润置地(01109.HK)2023年度业绩点评: 大力发展资管业务, 打造第二增长曲线-2024.03.29

### 分析师: 宋健

S0190518010002  
BMV912  
songjian@xyzq.com.cn

### 分析师: 孙钟涟

S0190521080001  
请注意: 孙钟涟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。  
sunzhonglian@xyzq.com.cn

## 华润置地(01109.HK)

# 多元化高质量发展, 股东回报有保障

### 投资要点:

- **2024年度业绩符合预期:** 公司2024年营收2788亿元, 同比增长11.0%, 其中经常性业务收入合计416.5亿元, 同比增长6.6%, 占营业额14.9%。股东应占核心净利润为254.2亿元, 同比减少8.5%, 经常性核心净利润占比达到40.7%; 公司末期每股派息1.119元, 加上中期派息, 公司全年累计每股派息1.319元, 公司年度业绩符合预期。
- **利润率有望触底回升:** 公司2024年综合毛利率为21.6%, 同比降低3.6个百分点, 主要由于开发销售业务毛利率同比下降3.9个百分点至16.8%。经营性不动产业务(不含酒店)的毛利率为75.7%, 继续保持较高水平。公司的核心净利率为9.1%, 同比减少1.9个百分点。随着销售端毛利率企稳, 我们预计公司未来利润率能够逐步回升。
- **谨慎补充土储, 存货结构优化:** 公司2024年合约销售2611亿元, 同比减少15.0%, 但规模仍处于行业领先水平。在土地市场公司保持审慎, 全年仅新增393万平方米的土储, 公司总土储进一步降低至5194万平方米, 其中开发销售业务土储面积为4390万平方米, 一二线城市占比71%。
- **稳健扩张购物中心规模:** 公司2024年新开16个购物中心, 在营数量达到92个, 出租率仍保持在97.1%的较高水平。截至2024年底, 购物中心租金收入193.5亿元, 同比增长8.4%, 为公司贡献稳定的现金流和利润。公司将继续实施“一城多汇”及“多城多汇”的布局策略, 将保持每年新开5-6个的节奏, 稳健扩张规模。
- **融资成本新低:** 截至2024年底, 公司的杠杆水平继续下降, 净负债率为31.9%, 同比降低0.7个百分点。受益国内较低的融资环境和公司较高的信用评级, 公司的平均融资成本同比降低0.45个百分点至3.11%。
- **维持“买入”评级:** 我们预计公司2025/2026年的营业收入为2575/2517亿元, 同比减少7.6%/2.3%; 核心净利润251/260亿元, 同比减少1.2%和增长3.6%, 维持“买入”评级。公司持续回报股东, 保持稳健的派息政策, 当前股价年化股息收益率超过5%。
- **风险提示:** 宏观经济增长放缓、行业调控政策放松不及预期、流动性宽松不及预期、公司销售不及预期、租金收入不及预期、人民币贬值。

### 主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	2,788	2,575	2,517	2,568
同比增长(%)	11.0	-7.6	-2.3	2.0
核心净利润(亿元)	254	251	260	277
同比增长(%)	-8.5	-1.2	3.6	6.6
毛利率(%)	21.6	21.0	21.9	22.6
核心净利率(%)	9.1	9.8	10.3	10.8
净资产收益率(%)	9.5	9.0	8.8	8.8
每股核心收益(元)	3.56	3.52	3.65	3.89
每股股息(元)	1.32	1.30	1.35	1.44

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

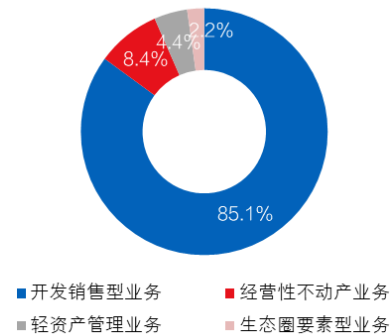
- **2024 年度业绩符合预期：**公司 2024 年营收 2788 亿元，同比增长 11.0%，其中经常性业务收入合计 416.5 亿元，同比增长 6.6%，占营业额 14.9%。股东应占核心净利润为 254.2 亿元，同比减少 8.5%，经常性核心净利润占比达到 40.7%；公司末期每股派息 1.119 元，加上中期派息，公司全年累计每股派息 1.319 元，公司年度业绩符合预期。
- **业务多元化发展：**公司的开发销售型业务、经营性不动产业务、轻资产管理业务和生态圈要素型业务收入分别为 2371.5、233.0、121.3 和 62.2 亿元，分别同比增长 11.8%、4.8%、14.0%和 0.5%，其中经常性收入占总营收比例为 14.9%。

图1、营业收入



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

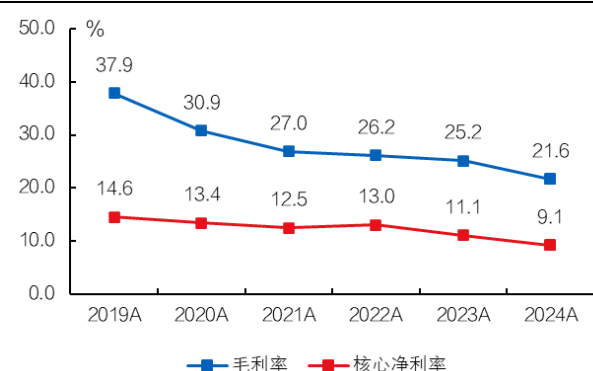
图2、营收结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

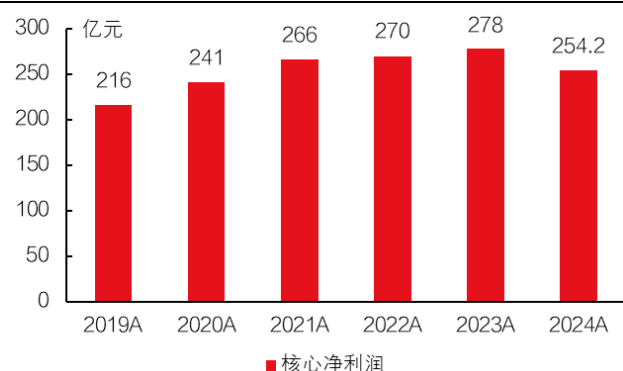
- **利润率有望触底回升：**公司 2024 年综合毛利率为 21.6%，同比降低 3.6 个百分点，主要由于开发销售业务毛利率同比下降 3.9 个百分点至 16.8%。经营性不动产业务（不含酒店）的毛利率为 75.7%，继续保持较高水平。公司的核心净利率为 9.1%，同比减少 1.9 个百分点。随着销售端毛利率企稳，我们预计公司未来利润率能够逐步回升。

图3、利润率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

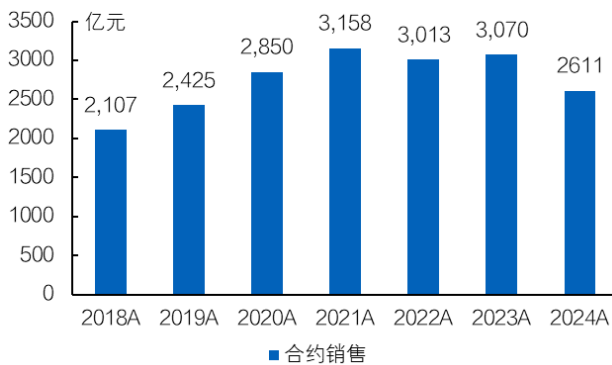
图4、核心净利润



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

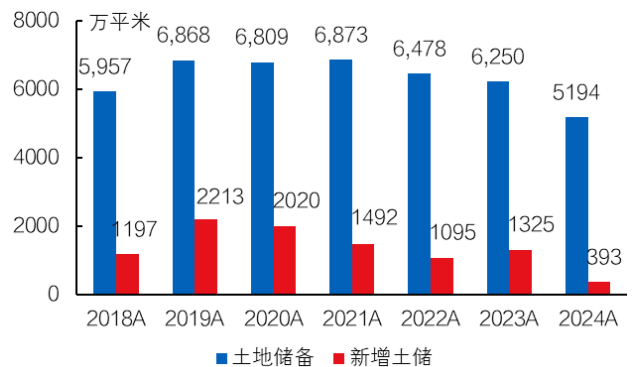
- **谨慎补充土储，存货结构优化：**公司 2024 年合约销售 2611 亿元，同比减少 15.0%，但规模仍处于行业领先水平。在土地市场公司保持审慎，全年仅新增 393 万平方米的土储，公司总土储进一步降低至 5194 万平方米，其中开发销售业务土储面积为 4390 万平方米，一二线城市占比 71%。

图5、合约销售



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

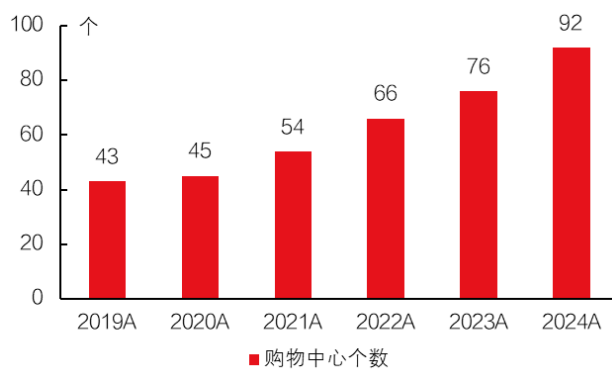
图6、土地储备



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

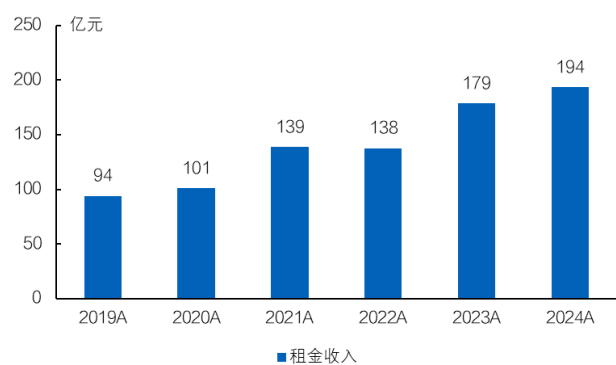
- **稳健扩张购物中心规模：**公司 2024 年新开 16 个购物中心，在营数量达到 92 个，出租率仍保持在 97.1%的较高水平。截至 2024 年底，购物中心租金收入 193.5 亿元，同比增长 8.4%，为公司贡献稳定的现金流和利润。公司将继续实施“一城多汇”及“多城多汇”的布局策略，将保持每年新开 5-6 个的节奏，稳健扩张规模。

图7、购物中心数量



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

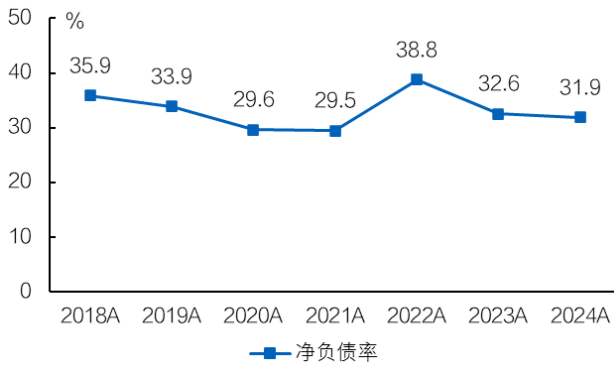
图8、租金收入



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

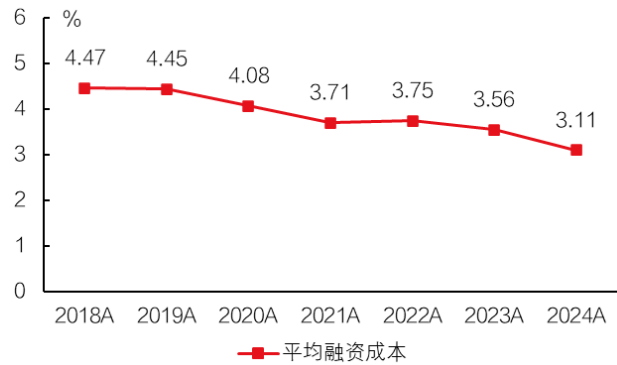
- **融资成本新低:**截至2024年底,公司的杠杆水平继续下降,净负债率为31.9%,同比降低0.7个百分点。受益国内较低的融资环境和公司较高的信用评级,公司的平均融资成本同比降低0.45个百分点至3.11%。

图9、净负债率



数据来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图10、平均融资成本



数据来源: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2025/2026年的营业收入为2575/2517亿元,同比减少7.6%/2.3%;核心净利润251/260亿元,同比减少1.2%和增长3.6%,维持“买入”评级。公司持续回报股东,保持稳健的派息政策,当前股价年化股息收益率超过5%。
- **风险提示:**宏观经济增长放缓、行业调控政策放松不及预期、流动性宽松不及预期、公司销售不及预期、租金收入不及预期、人民币贬值。

**附表**

资产负债表					利润表				
单位:亿元人民币					单位:亿元人民币				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>7,104</b>	<b>7,768</b>	<b>7,893</b>	<b>8,104</b>	<b>营业收入</b>	<b>2,788</b>	<b>2,575</b>	<b>2,517</b>	<b>2,568</b>
应收账款	528	572	458	395	管理费用	60.0	54.1	52.8	53.9
其他应收款	578	578	578	578	财务费用	31.8	20.7	21.5	22.3
其他流动资产	251	251	251	251	其它收益	66.9	68.6	74.0	83.4
<b>非流动资产</b>	<b>4,180</b>	<b>4,387</b>	<b>4,609</b>	<b>4,849</b>	<b>营业利润</b>	<b>532.3</b>	<b>486.9</b>	<b>505.3</b>	<b>539.6</b>
物业厂房及设备	150	151	152	153	公允价值变动	77.9	0.0	0.0	0.0
使用权资产	50	50	50	50	投资收益	(0.0)	25.0	25.0	25.0
投资物业	2,712	2,918	3,140	3,379	其它经营开支	31.8	20.7	21.5	22.3
于联合营公司的权益	851	851	851	851	<b>税前盈利</b>	<b>582.3</b>	<b>492.2</b>	<b>509.8</b>	<b>543.3</b>
其他非流动资产	365	365	365	365	所得税	245.5	206.7	214.1	228.2
递延税项资产	51	51	51	51	税后盈利	336.8	285.5	295.7	315.1
<b>资产总计</b>	<b>11,284</b>	<b>12,154</b>	<b>12,502</b>	<b>12,953</b>	少数股东损益	81.0	34.3	35.5	37.8
<b>流动负债</b>	<b>5,034</b>	<b>5,655</b>	<b>5,701</b>	<b>5,836</b>	<b>核心净利润</b>	<b>254.2</b>	<b>251.2</b>	<b>260.2</b>	<b>277.3</b>
短期借款	694	737	736	732	<b>核心 EPS(元)</b>	<b>3.56</b>	<b>3.52</b>	<b>3.65</b>	<b>3.89</b>
应付账款	1,335	1,848	1,786	1,807	每股股息(分)	132	130	135	144
应付税项	310	310	310	310					
合同负债	2,155	2,219	2,330	2,447	<b>主要财务比率</b>				
其他流动负债	531	531	531	531	<b>会计年度</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>非流动负债</b>	<b>2,283</b>	<b>2,340</b>	<b>2,442</b>	<b>2,545</b>	<b>成长性(%)</b>				
长期借款	1,904	1,961	2,062	2,166	营业收入	11.0	-7.6	-2.3	2.0
长期应付款	18	18	18	18	核心净利润	-8.5	-1.2	3.6	6.6
递延所得税负债	279	279	279	279					
<b>负债合计</b>	<b>7,317</b>	<b>7,994</b>	<b>8,143</b>	<b>8,381</b>	<b>盈利能力(%)</b>				
股本	7	7	7	7	毛利率	21.6	21.0	21.9	22.6
储备	2,718	2,877	3,041	3,215	核心净利率	9.1	9.8	10.3	10.8
少数股东权益	1,242	1,277	1,312	1,350	ROE	9.5	9.0	8.8	8.8
<b>股东权益合计</b>	<b>3,967</b>	<b>4,160</b>	<b>4,359</b>	<b>4,572</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>负债及权益合计</b>	<b>11,284</b>	<b>12,154</b>	<b>12,502</b>	<b>12,953</b>	净负债率(%)	30.4	32.6	24.0	20.4
					流动比率	1.4	1.4	1.4	1.4
					速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>现金流量表</b>	单位:亿元人民币								
<b>会计年度</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>营运能力(次)</b>				
税前利润	582	492	510	543	资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
折旧和摊销	9	9	9	9	应付账款周转率	1.1	1.1	1.1	1.1
公允价值变动损益	0	0	0	0	应收账款周转率	5.3	4.5	5.5	6.5
财务费用	19	21	21	22					
所得税开支	-245	-207	-214	-228	<b>每股资料(元)</b>				
营运资金的变动	580	-202	224	25	每股核心收益	3.56	3.52	3.65	3.89
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>425</b>	<b>178</b>	<b>661</b>	<b>488</b>	每股净资产	38.2	40.4	42.7	45.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-340</b>	<b>-216</b>	<b>-232</b>	<b>-249</b>					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>102</b>	<b>-14</b>	<b>-18</b>	<b>-25</b>	<b>估值比率(倍)</b>				
现金净变动	186	-52	412	214	PE	6.5	6.6	6.4	6.0
现金的期初余额	1,127	1,313	1,261	1,673	PB	0.7	0.6	0.6	0.6
现金的期末余额	<b>1,313</b>	<b>1,261</b>	<b>1,673</b>	<b>1,887</b>					

数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算



## 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 XIANGYU INVESTMENT (BVI) CO., LTD.、佛山市高明建设投资集团有限公司、淮安开发控股有限公司、都江堰市城乡建设集团有限公司、保定国家高新技术产业开发区发展有限公司、河南航空港投资集团有限公司、河南省豫融担保有限公司、济源济康科技有限公司、泉州市南翼投资集团有限公司、兰溪市国有资本运营有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、枣庄市基础设施投资发展集团有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、嵊州市交通投资发展集团有限公司、嵊州市投资控股有限公司、福建石狮国有资本运营集团有限责任公司、湖南金霞发展集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、福建红树林投资集团有限公司、漳州市龙海区国有资产投资经营有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、滨江国投有限公司、GF Financial Holdings BVI Ltd.、广发证券、广发证券、泰州港城投资集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、湖州吴兴经开建设投资发展集团有限公司、申万宏源(国际)集团有限公司、申万宏源证券有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、郑州建中建设开发(集团)有限责任公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、景德镇市城市发展集团有限责任公司、成都东方广益投资有限公司、青岛蓝谷投资发展集团有限公司、滕州信华投资集团有限公司、重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司、淄博市淄川区财金控股有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、北京银行、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、湖北省联合发展投资集团有限公司、萍乡市城市建设投资集团有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、沂盛(维尔京)国际有限公司、山东沂蒙产业集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、兖矿集团(开曼群岛)有限公司、山东能源集团有限公司、科学城(广州)融资租赁有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、南阳城投控股有限公司、淮南市投资控股集团有限公司、淮北市建设投资有限责任公司、稠州国际投资有限公司、江门高新技术工业园有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、安徽海螺水泥股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、天长市农业发展有限公司、四川省金玉融资担保有限公司、徽商银行股份有限公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、盐城高新区投资集团有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、浙江德盛(BVI)有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、三水国际发展有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、唐山国控集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、贵溪市发展投资集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、Mixin International Trading Co., Limited、河南中豫信用增进有限公司、南阳交通控股集团有限公司、宜昌高新投资开发有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、福清市国有资产营运投资集团有限公司、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、郑州市金水控股集团有限公司、郑州地铁集团有限公司、漳州圆山发展有限公司、漳州高鑫发展有限公司、靖江港口集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、徽商银行、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD.、烟台国丰投资控股集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、万晟国际(维尔京)有限公司、新沂市交通文旅集团有限公司、XD 民生银行、常德财鑫融资担保有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、黄石产投控股集团有限公司、赤壁城市发展集团有限公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、江苏银行、无锡恒廷实业有限公司、四海国际投资有限公司、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、济南章丘控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd.、中国信达(香港)控股有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、资阳发展投资集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、南京银行、淄博市城市资产运营集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd.、中原豫资投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、九江银行、无锡市交通产业集团有限公司、保定市国控集团有限责任公司、海翼(香港)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、重庆新双圈城市建设开发有限公司、Shenghai Investment Co., Limited、Coastal Emerald Limited、山东高速集团、青岛军民融合发展集团有限公司、泰兴市港口集团有限公司、潍坊市城区西部投资发展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以及法律声明

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、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号世界财富大厦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  
邮编：518035  
邮箱：ir@xyzq.com.hk