



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 04 月 01 日

基础数据

03 月 28 日收盘价（元）	61.61
总市值（亿元）	1,274.62
总股本（亿股）	20.69

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证社服&零售】中国中免 2024 季报点评：促销致使毛利率承压，10 月销售降幅有望收窄 -2024.11.11

【兴证社服&零售】中国中免 2024 中报点评：口岸店贡献增长动能，市内店落地有望核心受益-2024.09.10

【兴证社服&零售】中国中免 2023 年报点评：全年分红超预期，存货逐季减少 -2024.04.01

分析师：代凯燕

S0190519050001

daiky@xyzq.com.cn

研究助理：彭心瑶

pengxinyao@xyzq.com.cn

中国中免(601888.SH)

口岸盈利强劲恢复，离岛有望迎来转折

投资要点：

- 中国中免发布 2024 年年报，高基数及折扣加力下，Q4 营收降幅扩大：公司 2024 年分别实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 564.74 亿元/42.67 亿元/41.44 亿元，同比分别-16.38%/-36.44%/-37.70%。公司 Q4 分别实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 134.53 亿元/3.48 亿元/2.71 亿元，同比分别-19.46%/-76.93%/-81.42%。
- 海南免税市场份额提升，口岸免税实现强势增长。1) 分地区看，公司 2024 年海南地区、上海地区分别实现营收 288.92 亿元/160.35 亿元，同比分别变化-27.13%/-10.02%。相比 2024 年海南离岛免税购物金额同比-29.3%，公司免税业务在海南的优势地位进一步稳固，市场份额同比提升近 2pct。2) 分产品来看，公司 2024 年免税业务、有税业务分别实现营收 386.66 亿元/170.95 亿元，同比分别变化-12.58%/-23.49%。结合海南营收降幅来看，口岸免税增长可观。
- 口岸修复带动免税业务占比提升，助力公司毛利率稳中有升；租赁费用率及职工薪酬率抬升，致使净利率略有下滑。1) 公司 2024 年毛利率/净利率分别为 32.03%/8.61%，同比分别+0.21pct/-2.15pct。毛利率稳中有升，判断主要系口岸客流持续恢复及口岸渠道进一步拓展，带动毛利较高的免税业务占比提升所致。净利率较毛利率有所下行主要系租赁费及职工薪酬推动销售费用率增长，其中租赁费增长判断主要系口岸客流恢复致使对应租金增加，员工人数减少下职工薪酬率上行，判断主要系费用相对收入呈现刚性。2) 2024Q4，公司毛利率/净利率分别为 28.54%/4.10%，同比变动-3.50pct/-6.94pct，环比变动-3.50pct/-1.55pct。Q4 周年庆等各类促销活动投入下，公司单季度毛利率环比下行，同时存货减值计提增长致使净利润进一步承压。
- 海南免税承压，日上盈利翻倍，口岸持续修复。子公司来看，2024 年，三亚免税店/海免公司/日上上海/海口免税城/中免国际/其他营收分别同比变动-28%/-28%/-10%/-18%/-19%/+31%，对应归母净利润分别同比变动-86%/-71%/+100%/-634%/-15%/+19%。其中日上上海在机场口岸出入境客流持续恢复下，实现盈利倍增。
- 估值与评级：2025 年 1-3 月海南销售降幅已明显收窄，展望全年，伴随同期基数逐步走低、政府及公司的加力提振，对应海南销售压力有望减轻。同时口岸免税同店持续修复，口岸及市内店新渠道陆续开拓，公司基本面转折或已在即。预计 2025-2027 年公司归母净利润为 47.29/54.03/61.04 亿元，2025 年 3 月 28 日股价对应 PE 为 27.0/23.6/20.9 倍。维持“增持”评级。
- 风险提示：政策变化风险、消费提振不及预期、投资不及预期、行业竞争加剧风险

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	56474	61502	66709	71719
同比增长	-16.4%	8.9%	8.5%	7.5%
归母净利润（百万元）	4267	4729	5403	6104
同比增长	-36.4%	10.8%	14.2%	13.0%
毛利率	32.0%	32.3%	32.5%	32.8%
ROE	7.7%	8.3%	9.0%	9.7%
每股收益（元）	2.06	2.29	2.61	2.95
市盈率	29.9	27.0	23.6	20.9

数据来源：携宁，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

事件

中国中免发布 2024 年年报：公司 2024 年分别实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 564.74 亿元/42.67 亿元/41.44 亿元，同比分别-16.38%/-36.44%/-37.70%。公司 Q4 分别实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 134.53 亿元/3.48 亿元/2.71 亿元，同比分别-19.46%/-76.93%/-81.42%，环比分别+14.44%/-45.35%/-57.26%。公司拟每 10 股派息 10.5 亿元，合计分红 21.72 亿元，股利支付率达 51%。

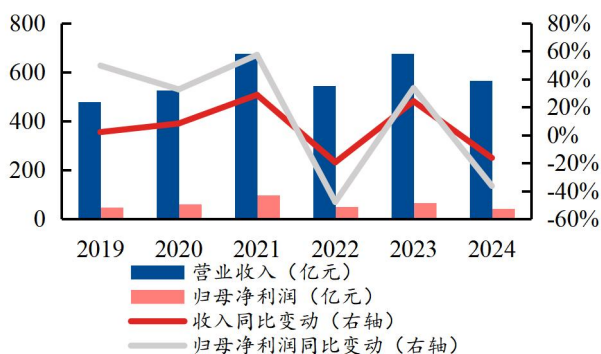
点评

公司整体财务情况

高基数及折扣加力下，Q4 营收降幅扩大；分结构看，海南免税市场份额提升，口岸免税实现强势增长

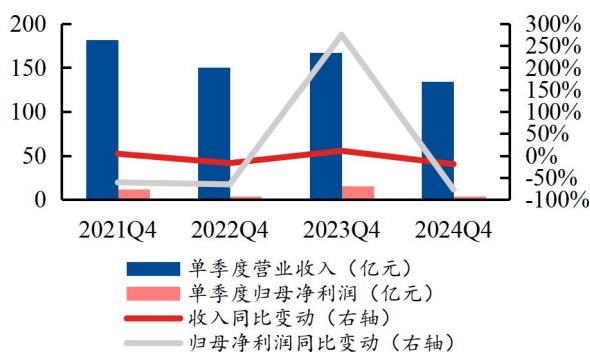
- 公司 2024 年实现营业收入 564.74 亿元，同比-16.38%。
- 分季度来看，公司 2024 年 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营收 188.07 亿元/124.58 亿元/117.56/134.53 亿元，同比分别-9.45%/-17.44%/-21.52%/-19.46%。
- 分地区来看，公司 2024 年海南地区、上海地区分别实现营收 288.92 亿元/160.35 亿元，同比分别变化-27.13%/-10.02%。相比 2024 年海南离岛免税购物金额同比-29.3%，公司免税业务在海南的优势地位进一步稳固，市场份额同比提升近 2 个百分点。
- 分产品来看，公司 2024 年免税业务、有税业务分别实现营收 386.66 亿元/170.95 亿元，同比分别变化-12.58%/-23.49%。结合海南营收降幅来看，口岸免税增长可观。

图 1、公司营业收入及归母净利润情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司单季度营业收入及归母净利润情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

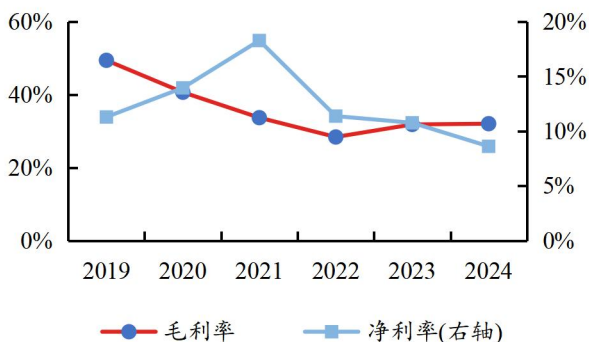
口岸修复带动免税业务占比提升，公司 2024 年毛利率稳中有升

- 公司 2024 年毛利率为 32.03%，同比+0.21pct。毛利率稳中有升，判断主要系口岸客流持续恢复及口岸渠道进一步扩展，带动毛利较高的免税业务占比进一步提升所致。
- 分产品毛利率来看，免税/有税 2024 年毛利率分别为 39.50%/13.45%，分别同比+0.01/-1.80pct。有税毛利率有所下滑，或主要系折扣加力所致。
- 2024Q4 来看，公司毛利率为 28.54%，同比变动-3.50pct，环比变动-3.50pct。Q4 周年庆等各类促销活动投入下，公司单季度毛利率环比下行。

租赁费用率及职工薪酬率抬升，致使净利率略有下滑

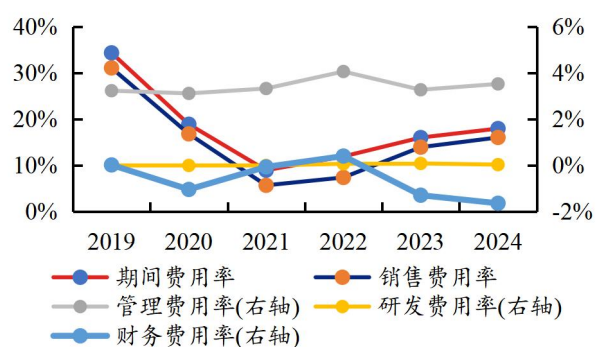
- 公司 2024 年净利率为 8.61%，同比-2.15pct。净利率较毛利率有所下行主要系租赁费及职工薪酬推动销售费用率有所增长，其中租赁费增长判断主要系口岸客流恢复致使对应租金有所增加，员工人数减少下职工薪酬率上行，判断主要系费用相对收入刚性所致。
- 公司 2024 年期间费用 101.49 亿元，占收入端比重为 17.97%，同比+1.95 pct。细分来看，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 16.05%/3.52%/0.04%/-1.63%，同比分别+2.10pct/+0.25pct/-0.05pct/-0.35pct。
- 2024Q4 来看，公司净利率为 4.10%，同比变动-6.94pct，环比变动-1.55pct，折扣加力及存货减值致使净利润进一步承压。
- 公司 2024Q4 期间费用率为 19.19%，同比变化+1.76pct，其中销售/管理/财务费用率分别为 16.85%/4.25%/-1.99%，同比分别变动+2.00pct/+0.25pct/-0.28pct。

图 3、公司毛利率及净利率变动情况



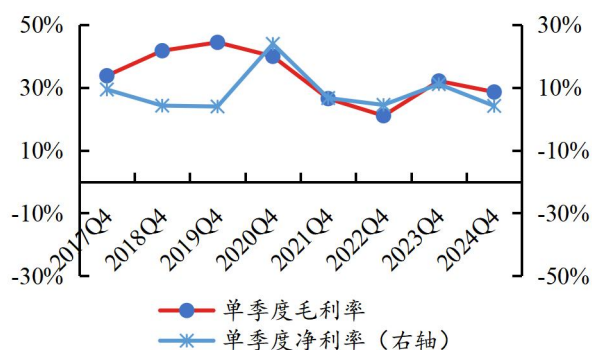
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司期间费用率变化



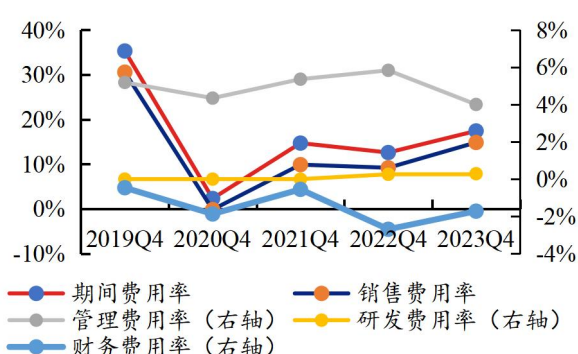
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、公司单季度毛利率及净利率变动情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司单季度期间费用率变化



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司 2024 年每股经营性现金流净额为 3.84 元，同比少流入 3.47 元。

- 2024 年公司经营活动净现金流同比减少 47.51%，主要系由于报告期内销售收款减少所致。
- 分季度来看，公司 2024 年 Q1/Q2/Q3/Q4 每股经营性现金流分别为 2.56 元/-0.48 元/0.38 元/1.37 元，同比分别-1.03 元/-1.04 元/-1.97 元/+0.56 元。

子公司财务情况

海南免税承压，日上盈利翻倍，口岸持续修复

- 子公司营收来看，2024 年三亚免税店/海免公司/日上上海/海口免税城/中免国际/其他营收分别为 204 亿元/36 亿元/160 亿元/56 亿元/371 亿元/109 亿元，分别同比变动-28%/-28%/-10%/-18%/-19%/+31%。
- 子公司归母净利润来看，2024 年三亚免税店/海免公司/日上上海/海口免税城/中免国际/其他归母净利润分别为 3.67 亿元/0.58 亿元/5.13 亿元/-1.76 亿元/17.03 亿元/18.02 亿元，分别同比变动-86%/-71%/+100%/-634%/-15%/+19%。其中日上上海在北、上机场口岸出入境客流持续恢复下，盈利实现倍增。
- 子公司归母净利率来看，2024 年三亚免税店/海免公司/日上上海/海口免税城/中免国际/其他归母净利率分别为 1.80%/1.62%/3.20%/-3.16%/4.58%/16.54%，同比分别变化-7.53pct/-2.41pct/+1.76pct/-3.64pct/+0.25pct/+0.07pct。

表 1、中国中免子公司经营情况

公司	项目	2023H1	2023H2	2023	2024H1	2024H2	2024
三亚	营业收入 (亿元)	168.76	114.89	283.64	119.86	84.32	204.18
市内	YOY	9.91%	-22.84%	-6.22%	-28.97%	-26.61%	-28.01%

免税店	净利润 (亿元)	16.88	9.59	26.47	6.43	-2.04	4.38
	YOY	-0.31	884.32%	3.59%	-61.92%	-121.31%	-83.44%
	净利率 (%)	10.00%	8.35%	9.33%	5.36%	-2.42%	2.15%
	归母净利润 (亿元)	16.88	9.59	26.47	5.37	-1.70	3.67
	YOY	-31.33%	884.32%	3.59%	-68.20%	-117.68%	-86.13%
	归母净利率 (%)	10.00%	8.35%	9.33%	4.48%	-2.01%	1.80%
海免公司	营业收入 (亿元)	28.09	21.09	49.18	20.02	15.51	35.54
	YOY	-18.78%	-3.24%	-12.77%	-28.72%	-26.42%	-27.74%
	净利润 (亿元)	2.90	0.98	3.89	1.20	0.05	1.26
	YOY	-28.99%	-68.82%	-46.32%	-58.60%	-94.48%	-67.67%
	净利率 (%)	10.34%	4.66%	7.90%	6.01%	0.35%	3.54%
	归母净利润 (亿元)	1.48	0.50	1.98	0.51	0.07	0.58
	YOY	-18.62%	-69.45%	-42.71%	-65.66%	-86.41%	-70.91%
	归母净利率 (%)	5.27%	2.38%	4.03%	2.54%	0.44%	1.62%
日上上海	营业收入 (亿元)	81.97	96.24	178.21	85.00	75.34	160.35
	YOY	50.30%	10.73%	25.99%	3.70%	-21.71%	-10.02%
	净利润 (亿元)	0.16	4.88	5.04	8.13	5.41	13.55
	YOY	-96.59%	-35.11%	-59.12%	4845.87%	10.90%	168.54%
	净利率 (%)	0.20%	5.07%	2.83%	9.57%	7.18%	8.45%
	归母净利润 (亿元)	0.08	2.49	2.57	3.10	2.76	5.13
	YOY	-96.59%	-35.11%	-59.10%	3599.41%	10.90%	99.59%
	归母净利率 (%)	0.10%	2.59%	1.44%	3.65%	3.66%	3.20%
海口免税城公司	营业收入 (亿元)	-	-	68.38	30.43	25.31	55.74
	YOY	-	-	-	-	-	-18.49%
	净利润 (亿元)	-	-	0.33	-4.30	2.75	-1.55
	YOY	-	-	-	-	-	-569.01%
	净利率 (%)	-	-	0.48%	-0.14	10.87%	-3%
	归母净利润 (亿元)	-	-	0.33	-4.31	1.40	-1.76
	YOY	-	-	-	-	-	-633.59%
	归母净利率 (%)	-	-	0.48%	-14.17%	5.54%	-3.16%
中免国际	营业收入 (亿元)	253.30	207.23	460.53	225.49	145.97	371.47
	YOY	-	-	9.57%	-	-29.56%	-19.34%
	净利润 (亿元)	17.65	2.33	19.97	17.79	1.85	19.64
	YOY	-	-	65.21%	-	-20.52%	-1.66%
	净利率 (%)	6.97%	1.12%	4.34%	7.89%	1.27%	5.29%
	归母净利润 (亿元)	17.65	2.33	19.97	15.20	0.94	17.03
	YOY	-	-	65.21%	-	-59.46%	-14.75%
	归母净利率 (%)	6.97%	-2.63%	4.34%	2.63%	0.65%	4.58%
其他	营业收入 (亿元)	-	-	95.98	57.33	51.60	108.93
	YOY	-	-	-	-	-	30.72%
	净利润 (亿元)	-	-	36.93	25.01	4.13	11.34
	YOY	-	-	-	-	-	-27.21%
	净利率 (%)	-	-	38%	44%	8%	10%
	归母净利润 (亿元)	-	-	15.81	12.96	6.36	18.02

YOY	-	-				19.28%
归母净利率 (%)	-	-	16.47%	22.60%	12.33%	16.54%

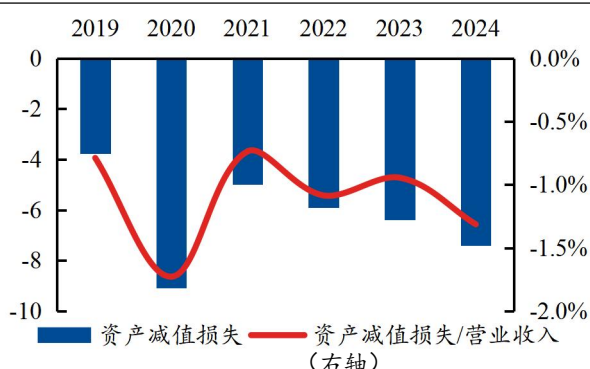
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

其他重要财务数据

资产减值/营收略有增长：2024 年公司资产减值损失 7.42 亿元，占收入比重提升了 0.4pct，主要是存货跌价准备计提有所增长。其中 2024Q4 资产减值损失 3.54 亿元，占收入比重提升了 2pct。

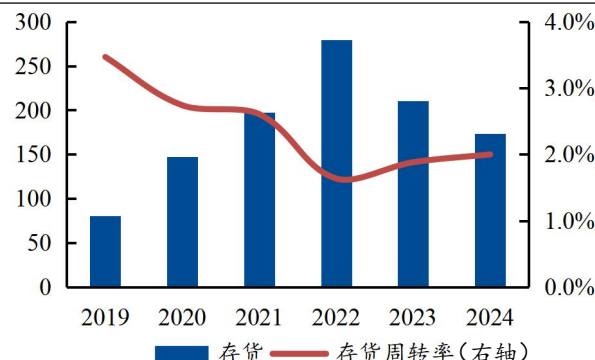
库存周转略有加快：2024 年公司存货达 173.48 亿元，同比减少 17.6%，环比减少 7.16%，存货周转率为 2.0%，较去年同期增加 0.1pct，判断系公司精细化库存管理，运营效率有所提升。

图 7、公司资产减值损失情况（亿元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、公司存货及周转情况（亿元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

主要经营情况进展

1) 口岸免税渠道：2024 年，公司成功中标广州白云国际机场 T1 航站楼出境免税店、昆明长水国际机场出境免税店、山东港口青岛邮轮母港客运中心出境免税店等 10 个机场及口岸免税项目经营权，公司在国内大中型机场及口岸的渠道优势进一步巩固。同时，受益于免签国家范围持续扩容、过境免签政策不断优化和国际客运航班量的持续增加，公司境内出入境免税门店销售实现大幅增长。

2) 市内免税渠道：公司全力推进原有市内免税店转型升级，完成北京、上海、三亚、大连、青岛、哈尔滨 6 家经营协议签署并实现大连市内免税店焕新开业，中标广州、深圳、西安、福州、成都、天津 6 家新增城市市内免税店经营权。

3) 境外免税渠道：公司有序推进海外业务布局，实现新加坡樟宜机场精品品类店、香港国际机场精品品类店、日本东京银座珠宝类品牌免税专柜以及斯里兰卡免税

店开业，并中标中国船舶集团旗下 H1509 号邮轮免税店经营权，重点市场实现突破。

4) 有税业务：公司积极探索有税业务发展模式，与甘肃省民航机场集团有限公司合作，共同推进兰州中川国际机场 T3 航站楼旅游零售商业项目；与上港集团瑞泰发展有限责任公司合作，共同推进位于上海吴淞口国际邮轮港附近的长滩商业综合体项目；与上海虹桥机场、哈尔滨太平机场签署有税经营租赁协议，积极探索餐饮等新兴有税业务。

5) 在建项目进展：三亚国际免税城一期 2 号地酒店项目攻克钢结构技术难题，实现英迪格酒店主体结构封顶；三亚国际免税城三期项目推进地下结构施工，局部达到正负零；海口国际免税城项目地块一完成各专项工程收尾施工，地块四完成酒店主体结构封顶。

估值与评级：2025 年 1-3 月海南销售降幅已明显收窄，展望全年，伴随同期基数逐步走低、政府及公司的加力提振，对应海南销售压力有望减轻。同时口岸免税同店持续修复，口岸及市内店新渠道陆续开拓，公司基本面转折或已在即。预计 2025-2027 年公司归母净利润为 47.29/54.03/61.04 亿元，2025 年 3 月 28 日股价对应 PE 为 27.0/23.6/20.9 倍。维持“增持”评级。

风险提示：政策变化风险、消费提振不及预期、投资不及预期风险、行业竞争加剧风险

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	55960	60147	64638	69007
货币资金	34817	37786	41039	44797
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	67	70	78	86
预付款项	839	833	901	964
存货	17348	18221	19213	20086
其他	2889	3236	3409	3075
非流动资产	20300	20071	20190	20718
长期股权投资	3670	4170	4570	4870
固定资产	6088	6389	6743	7299
在建工程	972	536	418	459
无形资产	1940	1973	2003	2031
商誉	823	823	823	823
其他	6807	6181	5634	5236
资产总计	76260	80218	84828	89725
流动负债	10969	11893	12783	13567
短期借款	233	283	333	383
应付票据及应付账款	4717	5124	5541	5931
其他	6020	6487	6910	7254
非流动负债	4343	4543	4943	5343
长期借款	2567	2667	2867	3067
其他	1776	1876	2076	2276
负债合计	15312	16436	17726	18910
股本	2069	2069	2069	2069
未分配利润	33361	34876	36718	38799
少数股东权益	5852	6460	7128	7844
股东权益合计	60948	63782	67102	70815
负债及权益合计	76260	80218	84828	89725

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	4267	4729	5403	6104
折旧和摊销	1543	1579	1681	1822
营运资金的变动	808	-740	-796	-274
经营活动产生现金流量	7939	6713	7501	8926
资本支出	-1118	-370	-820	-1270
长期投资	247	-600	-500	-400
投资活动产生现金流量	-454	-1308	-1753	-2298
债权融资	-83	250	450	450
股权融资	16	0	0	0
融资活动产生现金流量	-4367	-2339	-2495	-2870
现金净变动	3021	2969	3252	3758

数据来源：携宁、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

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	56474	61502	66709	71719
营业成本	38385	41637	45029	48195
税金及附加	1268	1384	1501	1614
销售费用	9063	9717	10340	10973
管理费用	1989	2122	2268	2424
研发费用	20	25	27	29
财务费用	-923	-341	-372	-403
投资收益	64	62	67	72
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	3	3	3	3
资产减值损失	-742	-400	-400	-400
营业利润	6178	6777	7753	8742
营业外收支	-30	-20	-20	-20
利润总额	6148	6757	7733	8722
所得税	1286	1419	1663	1901
净利润	4862	5338	6071	6820
少数股东损益	595	609	668	716
归属母公司净利润	4267	4729	5403	6104
EPS(元)	2.06	2.29	2.61	2.95

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-16.4%	8.9%	8.5%	7.5%
营业利润增长率	-28.8%	9.7%	14.4%	12.7%
归母净利润增长率	-36.4%	10.8%	14.2%	13.0%
盈利能力				
毛利率	32.0%	32.3%	32.5%	32.8%
归母净利率	7.6%	7.7%	8.1%	8.5%
ROE	7.7%	8.3%	9.0%	9.7%
偿债能力				
资产负债率	20.1%	20.5%	20.9%	21.1%
流动比率	5.10	5.06	5.06	5.09
速动比率	3.26	3.27	3.31	3.40
营运能力				
资产周转率	72.8%	78.6%	80.8%	82.2%
每股资料(元)				
每股收益	2.06	2.29	2.61	2.95
每股经营现金	3.84	3.24	3.63	4.31
估值比率(倍)				
PE	29.9	27.0	23.6	20.9
PB	2.3	2.2	2.1	2.0

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%
	行业评级	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
		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 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

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	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	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	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn