



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年09月09日

基础数据

09月08日收盘价(元)	71.50
总市值(亿元)	1,479.23
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 年报点评: 口岸盈利强劲恢复, 离岛有望迎来转折-2025.04.01

【兴证社服&零售】中国中免 2024 三季报点评: 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

分析师: 代凯燕

S0190519050001
daiky@xyzq.com.cn

分析师: 彭心瑶

S0190525060007
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 2025 年半年报, Q2 营收降幅收窄, 净利相对承压: 中国中免 2025H1 分别实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 281.51 亿元/26.00 亿元/25.95 亿元, 同比分别变动-9.96%/-20.81%/-19.84%。其中 2025Q2, 分别实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 114.05 亿元/6.62 亿元/6.60 亿元, 同比分别变动-8.45%/-32.21%/-29.72%。
- 海南销售降幅收窄+口岸免税保持增长, 支撑免税销售大盘。1)分地区来看, 公司 2025 上半年海南/上海/其他地营收同比分别-10.45%/-19.18%/+4.38%。公司在海南市场的优势地位进一步巩固, 报告期内市场占有率同比提升近 1 个百分点;2)分产品来看, 公司 2025 上半年免税业务、有税业务营同比分别-6.13%/-21.50%。结合海南营收降幅来看, 口岸免税增长可观, 而有税业务受外部因素调整有所承压。
- 成本计提及折扣加力下毛利率小幅走低; 销售费用率及研发费用率抬升, 联营投资收益减少, 致使净利率下滑。1)公司 2025 上半年毛利率/净利率分别为 32.77%/10.32%, 同比分别-0.77pct/-1.34pct。毛利率略有下滑, 判断主要系受成本计提及折扣加力影响。净利率较毛利率有所下行主要系销售费用率及研发费用率抬升, 联营投资收益减少。2) 2025Q2, 公司毛利率/净利率分别为 32.45%/7.46%, 同比变动-1.42pct/-2.27pct, 环比变动-1.42pct/-4.82pct。销售费用、研发费用、资产减值损失增加致使净利润进一步下滑。
- 海南销售降幅收窄, 日上上海受有税拖累, 其他口岸保持稳步增长。子公司来看, 2025 上半年三亚市内免税店/海免公司/日上上海/海口免税城/中免国际/其他营收同比分别-13.71%/-8.80%/-19.18%/+0.42%/-5.81%/+5.63%。对应归母净利润分别同比变动-86%/-71%/+100%/-634%/-15%/+19%。离岛免税方面, 三亚市内免税店收入降幅有所收窄, 海口免税城在周边基础设施不断完善、场内奢牌增加、政府旅游消费宣传加力下营收实现增长, 且净利润率均有小幅提升。口岸方面, 日上上海受有税销售下滑拖累。其他口岸销售保持稳步增长, 利润提振显著。
- 估值与评级: 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 42.85/47.04/51.48 亿元, 2025 年 9 月 8 日股价对应 PE 为 34.0/31.0/28.3 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	55134	59051	62867
同比增长	-16.4%	-2.4%	7.1%	6.5%
归母净利润(百万元)	4267	4285	4704	5148
同比增长	-36.4%	0.4%	9.8%	9.4%
毛利率	32.0%	31.8%	31.9%	32.1%
ROE	7.7%	7.6%	8.0%	8.4%
每股收益(元)	2.06	2.07	2.27	2.49
市盈率	34.2	34.0	31.0	28.3

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 2025 年半年报：中国中免 2025H1 分别实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 281.51 亿元/26.00 亿元/25.95 亿元，同比分别变动 -9.96%/-20.81%/-19.84%。其中 2025Q2，分别实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 114.05 亿元/6.62 亿元/6.60 亿元，同比分别变动 -8.45%/-32.21%/-29.72%。

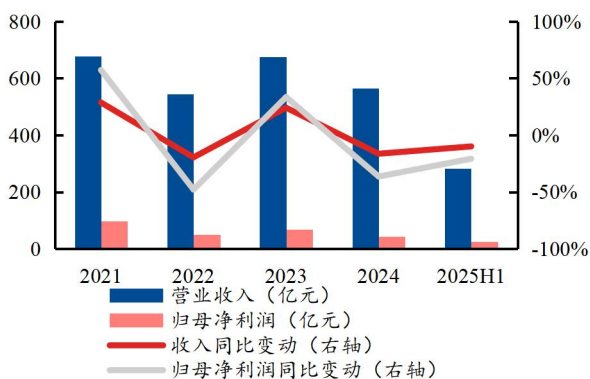
点评

公司整体财务情况

海南销售降幅收窄+口岸免税保持增长，支撑免税销售大盘。

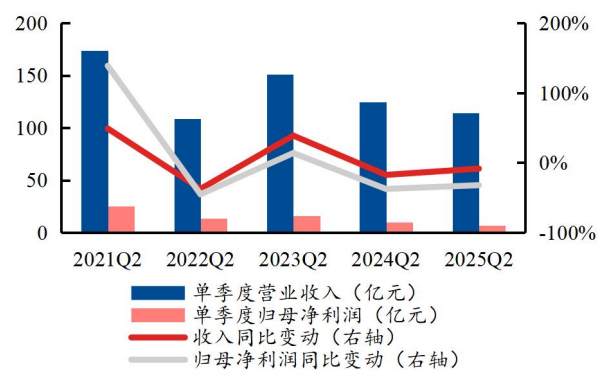
- 公司 2025 上半年实现营业收入 281.51 亿元，同比-9.96%。
- 分季度来看，公司 2025 年 Q1、Q2 分别实现营收 167.46 亿元/114.05 亿元，同比分别-10.96%/-8.45%。
- 分地区来看，公司 2025 上半年海南/上海/其他地区分别实现营收 150.31 亿元/68.70 亿元/61.16 亿元，同比分别-10.45%/-19.18%/+4.38%。2025 年 1-6 月海南免税销售额 167.59 亿元，同比下降 9.2%。其中 2025 年 4-6 月海南免税销售额 56.93 亿元，同比下降 4.3%。海南离岛免税销售呈现企稳态势，公司在海南市场的优势地位进一步巩固，报告期内市场占有率同比提升近 1 个百分点。
- 分产品来看，公司 2025 上半年免税业务、有税业务分别实现营收 203.43 亿元/71.89 亿元，同比分别-6.13%/-21.50%。结合海南营收降幅来看，口岸免税增长可观，而有税业务受外部因素调整有所承压。
- 分渠道来看，公司线下、线上分别实现营业收入 197.03 亿元/78.28 亿元。

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

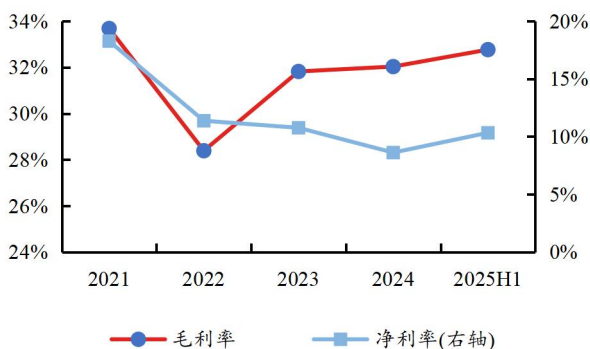
成本计提及折扣加力下公司 2025 上半年毛利率小幅下滑

- 公司 2025 上半年毛利率为 32.77%，同比-0.77pct。毛利率有所下滑，判断主要系成本计提及折扣有所加力。
- 分产品毛利率来看，免税/有税 2025 上半年毛利率分别为 39.01%/13.12%，分别同比-0.50 pct /-4.25pct。有税业务毛利率下滑较多，或主要系收入下滑较多而部分成本相对刚性及折扣加力所致。
- 2025Q2 来看，公司毛利率为 32.45%，同比变动-1.42pct，环比变动-0.53pct。

销售费用率及研发费用率抬升，联营投资收益减少，致使净利率下滑

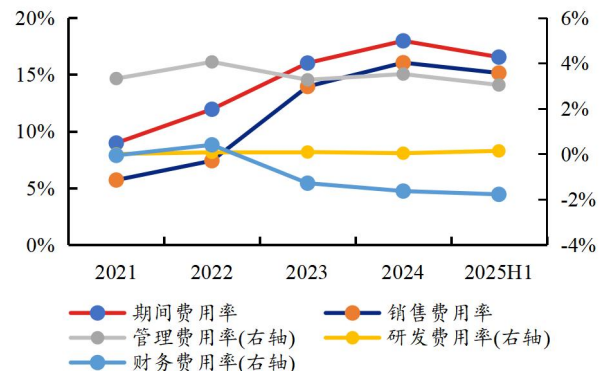
- 公司 2025 上半年净利率为 10.32%，同比-1.34pct。净利率较毛利率有所下行主要系销售费用率、研发费用率有所增长，联营企业贡献投资收益有所减少。
- 公司 2025 上半年期间费用 46.56 亿元，占收入端比重为 16.54%，同比+0.20 pct。细分来看，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 15.14%/3.04%/0.14%/-1.78%，同比分别+0.31pct/+0.03pct/+0.13pct/-0.27 pct。
- 2025Q2 来看，公司净利率为 7.46%，同比变动-2.27pct，环比变动-4.82pct，销售费用、研发费用、资产减值损失增加致使净利润进一步下滑。
- 公司 2025Q2 期间费用率为 19.52%，同比变化+0.70pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.10%/3.80%/0.23%/-2.61%，同比分别变动 +0.26pct/0.05pct/+0.23pct/+0.17pct。

图 3、公司毛利率及净利率变动情况



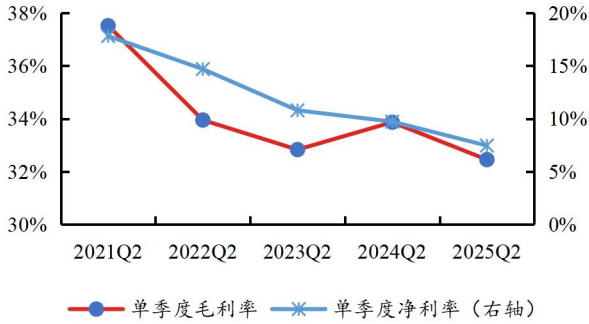
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司期间费用率变化



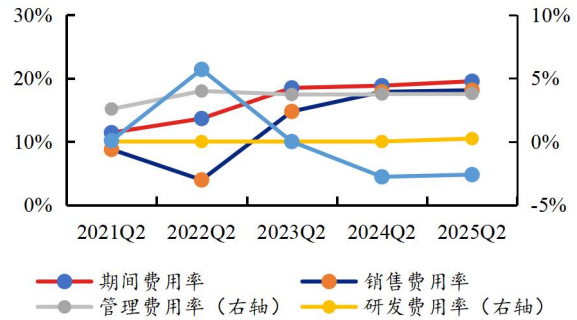
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

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

子公司财务情况

海南销售降幅收窄，日上上海受有税拖累，其他口岸保持稳步增长

- 营收来看，2025 上半年三亚市内免税店/海免公司/日上上海/海口免税城/中免国际/其他分别实现营收 103.43 亿元/18.26 亿元/68.70 亿元/30.56 亿元/212.38 亿元 /60.56 亿元，同比分别 -13.71%/-8.80%/-19.18%/+0.42%/-5.81%/+5.63%。离岛免税方面，三亚市内免税店收入降幅有所收窄，略低于全省表现，海口免税城在周边基础设施不断完善、场内奢牌增加、政府旅游消费宣传加力下营收实现增长。口岸方面，日上上海受有税销售下滑拖累，其他口岸销售保持稳步增长。
- 净利润来看，2025 上半年三亚市内免税店/海免公司/日上上海/海口免税城/中免国际/其他净利润分别为 6.05 亿元/0.57 亿元/3.66 亿元/-4.24 亿元/ 10.32 亿元/12.69 亿元，分别同比变动-5.83%/-52.19%/-54.95%/1.47%/-42.01%/+75.91%。三亚市内免税店净利润降幅收窄明显，日上上海受有税业务拖累下滑较多，海口免税城小幅减亏，其他口岸利润提振显著。
- 净利润率来看，2025 上半年三亚免税店/海免公司/日上上海/海口免税城/中免国际/其他净利率分别为 5.85%/3.15%/5.33%/-13.86%/4.86%/20.95%，同比分别变化+0.49pct/-2.86pct/-4.24pct/+0.27pct/-3.03pct/+8.37pct。

表 1、中国中免子公司经营情况

公司	项目	2023H1	2023H2	2023	2024H1	2024H2	2024	2025H1
三亚市内免税店	营业收入 (亿元)	168.76	114.89	283.64	119.86	84.32	204.18	103.43
	YOY	9.91%	-22.84%	-6.22%	-28.97%	-26.61%	-28.01%	-13.71%
	净利润 (亿元)	16.88	9.59	26.47	6.43	-2.04	4.38	6.05
	YOY	-0.31	884.32%	3.59%	-61.92%	-121.31%	-83.44%	-5.83%
	净利率 (%)	10.00%	8.35%	9.33%	5.36%	-2.42%	2.15%	5.85%

海免公司	营业收入 (亿元)	28.09	21.09	49.18	20.02	15.51	35.54	18.26
	YOY	-18.78%	-3.24%	-12.77%	-28.72%	-26.42%	-27.74%	-8.80%
	净利润 (亿元)	2.90	0.98	3.89	1.20	0.05	1.26	0.57
	YOY	-28.99%	-68.82%	-46.32%	-58.60%	-94.48%	-67.67%	-52.19%
	净利率 (%)	10.34%	4.66%	7.90%	6.01%	0.35%	3.54%	3.15%
日上上海	营业收入 (亿元)	81.97	96.24	178.21	85.00	75.34	160.35	68.70
	YOY	50.30%	10.73%	25.99%	3.70%	-21.71%	-10.02%	-19.18%
	净利润 (亿元)	0.16	4.88	5.04	8.13	5.41	13.55	3.66
	YOY	-96.59%	-35.11%	-59.12%	4845.87%	10.90%	168.54%	-54.95%
	净利率 (%)	0.20%	5.07%	2.83%	9.57%	7.18%	8.45%	5.33%
海口免税城公司	营业收入 (亿元)	-	-	68.38	30.43	25.31	55.74	30.56
	YOY	-	-	-	-	-	-18.49%	0.42%
	净利润 (亿元)	-	-	0.33	-4.30	2.75	-1.55	-4.24
	YOY	-	-	-	-	-	-569.01%	-1.47%
	净利率 (%)	-	-	0.48%	-14%	10.87%	-3%	-14%
中免国际	营业收入 (亿元)	253.30	207.23	460.53	225.49	145.97	371.47	212.38
	YOY	-	-	9.57%	-	-29.56%	-19.34%	-5.81%
	净利润 (亿元)	17.65	2.33	19.97	17.79	1.85	19.64	10.32
	YOY	-	-	65.21%	-	-20.52%	-1.66%	-42.01%
	净利率 (%)	6.97%	1.12%	4.34%	7.89%	1.27%	5.29%	4.86%
其他	营业收入 (亿元)	-	-	95.98	57.33	51.60	108.93	60.56
	YOY	-	-	-	-	-	30.72%	5.63%
	净利润 (亿元)	-	-	36.93	25.01	4.13	11.34	12.69
	YOY	-	-	-	-	-	-27.21%	75.91%
	净利率 (%)	-	-	38%	44%	8%	10%	21%

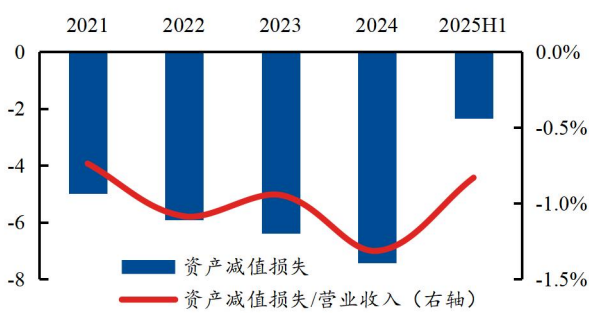
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

其他重要财务数据

资产减值/营收小幅增长：2025 上半年公司资产减值损失 2.34 亿元，占收入比重提升了 0.1pct，主要是存货跌价准备计提有所增长。其中 2025Q2 资产减值损失 1.07 亿元，占收入比重提升了 0.2pct。

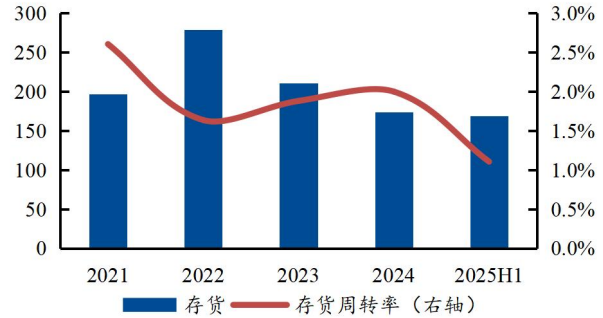
库存周转略有加快：2025 上半年公司存货达 168.88 亿元，同比减少 11.19%，环比减少 7.22%，存货周转率为 1.1%，较去年同期增加 0.1pct，判断系公司精细化库存管理，运营效率有所提升。

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：报告期内公司成功中标香港国际机场 MCM 快闪店、澳门 M8 市内免税店、澳门国际机场香化标段、广州白云国际机场 T3 航站楼出境免税店等多家口岸免税店的经营权，进一步强化在大型国际机场及口岸的渠道优势。海外方面，公司首次进入越南市场，河内内排国际机场与富国国际机场免税店顺利开业。

2) 市内免税渠道：继大连后，青岛、厦门、哈尔滨等市内店焕新开业，并通过布局离境退税，有效吸引外籍人员入境消费；6 家新增城市市内免税店的开业筹备工作稳步推进，广深两店预计均在 8 月落地开业。市内店以“免税基因+国潮出海”为核心定位，着力构建“免税+有税”“线下+线上”“进口+国产”的零售新场景。

3) 有税业务：积极探索机场商业新模式，与甘肃民航机场集团有限公司携手打造兰州中川国际机场 T3 航站楼有税商业项目，有序推进上海长滩商业综合体项目。

4) 商品结构&自有品牌：加大国潮香化、3C 数码、健康、潮玩、户外运动等品类引进力度，上半年新增引进近 200 个品牌，推出自有品牌“中免健康”，聚焦养生滋补与康养升级，近 40 款产品热销。

5) 在建项目进展：海口国际免税城项目地块二（悦领湾项目）、地块三（悦澜庭项目）已完工并推进产品销售，地块一已竣备完工，地块四完成酒店主体结构封顶。三亚国际免税城一期 2 号地项目酒店部分筒间钢结构及混凝土浇筑已施工完成，正在进行悬挑部位钢结构施工。

估值与评级：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

42.85/47.04/51.48 亿元，2025 年 9 月 8 日股价对应 PE 为 34.0/31.0/28.3 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	58160	61710	65021
货币资金	34817	37752	40434	43462
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	67	63	70	76
预付款项	839	752	804	854
存货	17348	16466	17123	17703
其他	2889	3127	3279	2927
非流动资产	20300	19983	20101	20629
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	6093	5545	5148
资产总计	76260	78143	81811	85651
流动负债	10969	10996	11683	12291
短期借款	233	283	333	383
应付票据及应付账款	4717	4627	4948	5253
其他	6020	6086	6402	6656
非流动负债	4343	4072	4162	4262
长期借款	2567	2417	2457	2507
其他	1776	1655	1705	1755
负债合计	15312	15068	15845	16554
股本	2069	2069	2069	2069
未分配利润	33361	34604	36208	37963
少数股东权益	5852	6403	6984	7588
股东权益合计	60948	63075	65966	69097
负债及权益合计	76260	78143	81811	85651

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	4267	4285	4704	5148
折旧和摊销	1543	1579	1681	1822
营运资金的变动	808	201	-627	-123
经营活动产生现金流量	7939	7174	6860	7972
资本支出	-1118	-375	-820	-1270
长期投资	247	-600	-500	-400
投资活动产生现金流量	-454	-1303	-1753	-2298
债权融资	-83	-36	140	150
股权融资	16	0	0	0
融资活动产生现金流量	-4367	-2719	-2425	-2646
现金净变动	3021	2935	2682	3027

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	55134	59051	62867
营业成本	38385	37602	40213	42687
税金及附加	1268	1241	1329	1415
销售费用	9063	8518	9064	9681
管理费用	1989	1880	2002	2125
研发费用	20	17	24	25
财务费用	-923	-350	-396	-431
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	-350	-400	-400
营业利润	6178	6096	6651	7219
营业外收支	-30	-20	-20	-20
利润总额	6148	6076	6631	7199
所得税	1286	1239	1346	1447
净利润	4862	4836	5285	5752
少数股东损益	595	551	581	604
归属母公司净利润	4267	4285	4704	5148
EPS(元)	2.06	2.07	2.27	2.49

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%	-2.4%	7.1%	6.5%
营业利润增长率	-28.8%	-1.3%	9.1%	8.5%
归母净利润增长率	-36.4%	0.4%	9.8%	9.4%
盈利能力				
毛利率	32.0%	31.8%	31.9%	32.1%
归母净利率	7.6%	7.8%	8.0%	8.2%
ROE	7.7%	7.6%	8.0%	8.4%
偿债能力				
资产负债率	20.1%	19.3%	19.4%	19.3%
流动比率	5.10	5.29	5.28	5.29
速动比率	3.26	3.53	3.55	3.63
营运能力				
资产周转率	72.8%	71.4%	73.8%	75.1%
每股资料(元)				
每股收益	2.06	2.07	2.27	2.49
每股经营现金	3.84	3.47	3.32	3.85
估值比率(倍)				
PE	34.2	34.0	31.0	28.3
PB	2.6	2.6	2.5	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.xyq.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@xyq.com.cn	邮箱： research@xyq.com.cn	邮箱： research@xyq.com.cn