

招商积余 (001914.SZ)

衡阳项目处置一次性影响利润, 管理效率提升

核心观点:

- **收入增长利润下降, 衡阳项目处置影响利润表现。**根据公司年报, 25 年营业收入 192.7 亿元, 同比+12.2%, 归母净利润 6.55 亿元, 同比-22.1%, 剔除衡阳中航项目处置影响 (2.56 亿元) 后, 归母净利润为 9.11 亿元, 同比+8.3%。25 年现金分红 2.74 亿元, 对应分红比例 41.9%。
- **基础物管业务稳定增长、资管收入利润下降。**25 年公司物业管理业务总收入 186 亿元, 同比增长 12.8%, 增速走扩 1.7pct, 其中基础物业管理收入 143 亿元, 同比增长 6.6%; 平台增值服务 5.37 亿元, 同比持平; 专业增值服务 37.86 亿元, 同比增长 48%, 为全年最大业务亮点; 资管收入则下降 0.7%, 其中商业运营增长 6%, 持有物业出租及运营下降 4%。25 年整体毛利率 11.1%, 同比下降 0.9pct, 三项业务毛利率均有不同程度下滑。费用率来看, 25 年公司运营能力提升, 四费综合降幅达到 0.8pct, 25 年人均管理面积 9100 平, 同比增长 10.2%。
- **新拓、外拓提速, 基础物管稳健, 资管业务承压。**根据公司年报, 25 年新增签约额 44.8 亿元, 同比+11%, 新拓提速, 其中住宅、非住同比分别+28%、+8%, 按来源分股东、外拓分别-7%、+13%, 22 年以来公司维持外拓增长、股东方下降的态势。25 年公司商业运营管理面积同比+1%、管理收入同比+6%, 但毛利率同比下降; 酒店、购物中心、商业出租率相对稳定, 而写字楼及住宅出租率面临近 10pct 的降幅。
- **盈利预测与投资建议。**公司收款质量提高, 现金流管理质量改善, 管理质量提升, 且公司也在加强向外拓展的能力和质量。整体上 25 年经营质量改善升级效果显著的一年。预计 26-27 年归母净利润 9.6 亿元、10.2 亿元, 同比+46.1%、6.9%, 对应 11.3x、10.6xPE, 维持合理价值 13.94 元/股不变, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**劳务成本上升、服务合同被终止或未续期、降本增效不及预期、行业政策风险。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	17,172	19,273	20,827	22,385	24,022
增长率 (%)	9.9%	12.2%	8.1%	7.5%	7.3%
EBITDA	1,325	1,388	1,569	1,579	1,650
归母净利润	840	655	956	1,022	1,090
增长率 (%)	14.2%	-22.1%	46.1%	6.9%	6.7%
EPS (元/股)	0.79	0.62	0.91	0.97	1.03
市盈率 (P/E)	13.3	17.2	11.3	10.6	9.9
ROE (%)	8.1%	6.1%	8.4%	8.4%	8.5%
EV/EBITDA	5.5	4.3	2.7	1.8	0.9

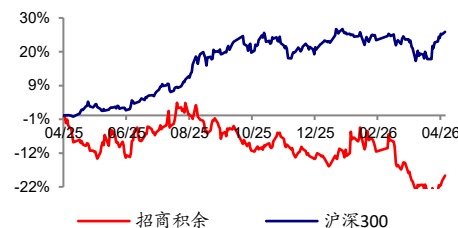
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	10.28 元
合理价值	13.94 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-21

相对市场表现



分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003

SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师:

谢淼



SAC 执证号: S0260522070007

SFC CE No. BVB342



021-38003637



xiemiao@gf.com.cn

相关研究:

招商积余 (001914.SZ): 营收利润同增, 经营稳健	2025-11-07
招商积余 (001914.SZ): 增值服务表现亮眼, 发力存量住宅市场	2025-09-04
招商积余 (001914.SZ): 利润双位数增长, 新签合同同比转正	2025-05-06

目录索引

一、收入增长利润下降，衡阳项目处置影响利润表现	4
二、基础物管业务稳定增长、资管收入利润下降	4
三、新拓、外拓提速，基础物管稳健，资管业务承压	7
四、盈利预测和投资建议	8
五、风险提示	9

图表索引

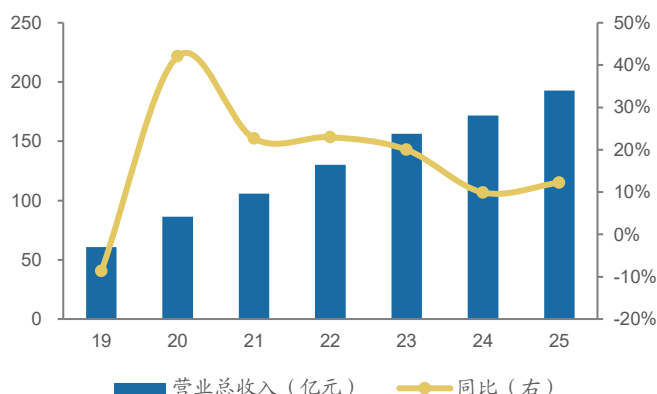
图 1: 招商积余营业收入 (亿元) 及增速	4
图 2: 招商积余归母净利润 (亿元) 及增速	4
图 3: 招商积余经营性现金流净额 (亿元) 及增速	4
图 4: 招商积余现金分红 (亿元) 及分红比例	4
图 5: 招商积余销售管理费用率及财务费用率	6
图 6: 招商积余人均管理面积 (平) 及增速	6
图 7: 招商积余资产及信用减值 (亿元) 及占比	6
图 8: 招商积余净利率及归母净利率	6
图 9: 招商积余 PE 估值 (TTM, 扣非归母净利润)	8
表 1: 招商积余公司各主营业务收入及毛利率	5
表 2: 招商积余基础物业管理情况	7
表 3: 招商积余资产管理情况	8

一、收入增长利润下降，衡阳项目处置影响利润表现

根据公司年报，25年招商积余实现营业收入192.7亿元，同比增长12.2%，净利润6.6亿元，同比下降24.3%，归母净利润6.55亿元，同比下降22.1%，剔除衡阳中航项目处置影响（2.56亿元）后，归母净利润规模为9.11亿元，同比增长8.3%；盈利表现基本符合预期。

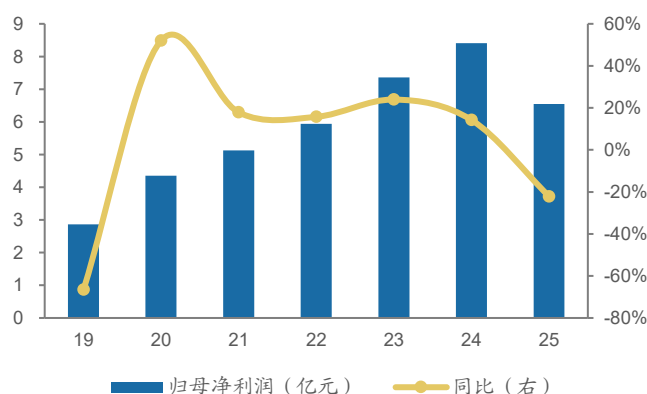
25年公司经营性现金流净额为16.41亿元，有息负债下降至5.4亿元，货币现金年内新增近10亿达到56.23亿元。25年公司计划现金分红2.74亿元，对应分红比例41.9%。

图 1：招商积余营业收入（亿元）及增速



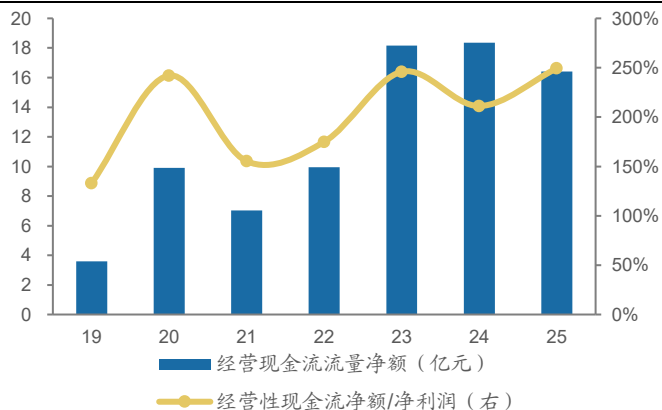
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 2：招商积余归母净利润（亿元）及增速



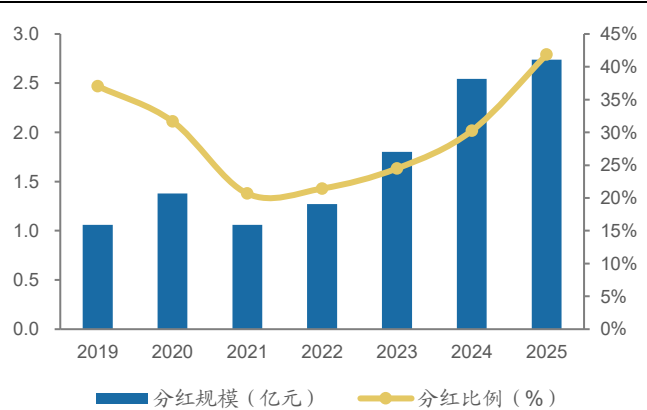
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 3：招商积余经营性现金流净额（亿元）及增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 4：招商积余现金分红（亿元）及分红比例



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

二、基础物管业务稳定增长、资管收入利润下降

主营业收入方面，25年公司物业管理业务总收入186亿元，同比增长12.8%，增速较24年走扩1.7个百分点，略低于25年上半年增长。其中基础物业管理收入143亿元，同比增长6.6%；平台增值服务5.37亿元，同比持平；专业增值服务37.86亿元，同比增长48%，为全年最大业务亮点；资管收入则下降0.7%，其中商业运营增长6%，持有物业出租及运营下降4%。

毛利润及毛利率来看，25年公司整体毛利润21.4亿元，同比增长4.1%，其中基础物业管理毛利润增长8.2%，资管业务毛利润下降15%。

25年整体毛利率11.1%，同比下降0.9pct，三项业务毛利率均有不同程度下滑，其中基础物管、专业化服务、资管业务毛利率同比分别下降0.2pct、1.1pct、6.9pct，行业大势下毛利率依然承压。

表 1：招商积余公司各主营业务收入及毛利率

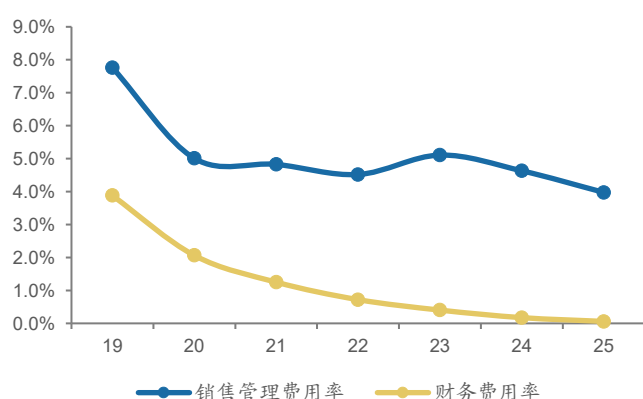
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入（亿元）	86.4	105.9	130.2	156.3	171.7	192.8
1.物业管理	80.4	99.1	125.0	147.6	164.9	186.0
1.1 基础物业管理	64.6	78.0	100.6	121.1	134.0	142.8
住宅	20.6	27.7	31.5	34.0	37.3	41.9
非住宅	44.0	50.4	69.0	87.1	96.7	100.9
1.2 专业化服务	15.7	21.1	24.5	26.5	30.9	43.2
平台增值服务	0.4	2.7	5.8	5.8	5.4	5.4
专业增值服务	15.3	18.4	18.7	20.6	25.5	37.9
2.资产管理	4.3	5.6	4.7	7.0	6.7	6.7
商业运营	0.2	0.6	1.0	2.4	2.3	2.4
持有出租	4.1	5.0	3.6	4.5	4.4	4.2
3.其他业务	1.7	1.3	0.5	1.7	0.1	0.0
营业收入增速		22.6%	23.0%	20.0%	9.9%	12.3%
1.物业管理		23.3%	26.2%	18.0%	11.7%	12.8%
1.1 基础物业管理		20.7%	28.9%	20.4%	10.6%	6.6%
住宅		34.0%	14.0%	7.8%	9.7%	12.4%
非住宅		14.5%	37.1%	26.2%	11.0%	4.3%
1.2 专业化服务		34.0%	16.2%	8.1%	16.7%	40.1%
平台增值服务		494.0%	116.9%	1.4%	-8.2%	0.2%
专业增值服务		20.5%	1.6%	10.2%	23.8%	48.5%
2.资产管理		28.3%	-16.4%	50.1%	-4.0%	0.0%
商业运营		162.6%	75.7%	138.7%	-7.3%	6.3%
持有出租		21.0%	-27.2%	25.1%	-2.3%	-4.2%
3.其他业务		-24.1%	-56.4%	209.8%	-91.4%	-68.3%
毛利率	13.6%	13.8%	11.8%	11.6%	12.0%	11.1%
1.物业管理	11.0%	11.4%	10.6%	10.0%	10.4%	10.0%
1.1 基础物业管理	10.2%	11.1%	9.8%	8.8%	10.7%	10.5%
住宅	6.7%	6.6%	9.1%	7.9%	10.9%	11.4%
非住宅	11.9%	13.6%	10.1%	9.1%	10.6%	10.2%
1.2 专业化服务	14.0%	12.6%	13.9%	15.8%	9.5%	8.4%
平台增值服务	9.5%	4.8%	6.0%	8.5%	10.5%	10.0%
专业增值服务	14.1%	13.8%	16.3%	17.8%	9.2%	8.2%
2.资产管理	59.3%	56.2%	41.6%	50.7%	48.1%	40.9%

商业运营	26.7%	41.9%	29.6%	44.1%	44.4%	18.6%
持有出租	61.0%	57.9%	45.0%	54.3%	49.9%	54.0%
3.其他业务	21.9%	9.5%	46.4%	-15.4%	60.0%	1.8%

资料来源：公司年报，广发证券发展研究中心

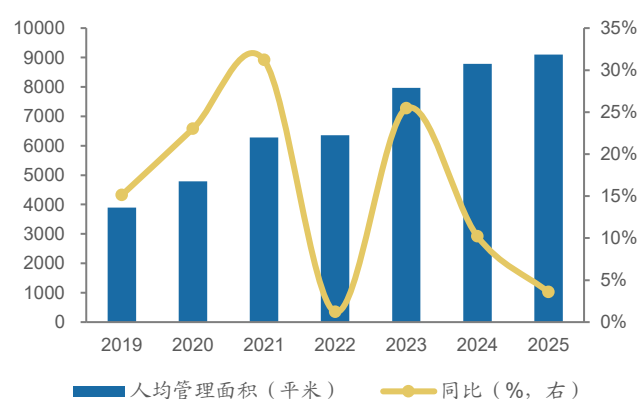
提质增效效果显现。费用率来看，25年公司运营能力提升，销售管理费用率、研发费用率均为0.4%，同比分别下降0.7pct、0.1pct，叠加财务费用的下降，四费综合降幅达到0.8pct。提质增效、集中采购等管理手段使得公司整体运营效率提升，25年人均管理面积9100平，同比增长10.2%。

图 5：招商积余销售管理费用率及财务费用率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

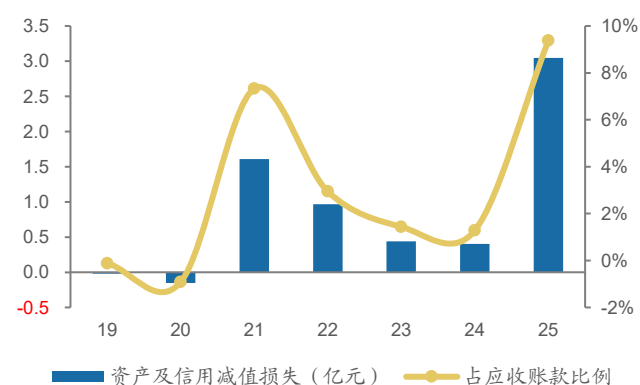
图 6：招商积余人均管理面积（平）及增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

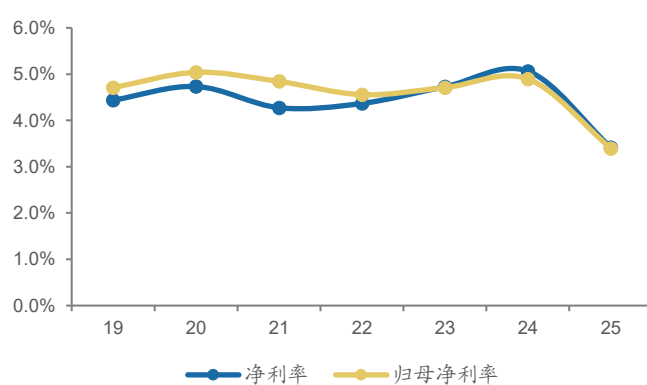
资产减值影响最终利润率表现。收入增长利润下降主要自于减值，25年公司计提信用及资产减值3.05亿元（24年同期为0.40亿元），叠加所得税同比8.5%的上升，使得整体净利率、归母净利率同比分别下降1.6pct、1.5pct至3.4%。

图 7：招商积余资产及信用减值（亿元）及占比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 8：招商积余净利率及归母净利率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

三、新拓、外拓提速，基础物管稳健，资管业务承压

新拓、外拓提速，住宅成25年主要增长来源。根据公司年报，25年新拓速度有所提升，新增签约额44.8亿元，同比+11%，其中住宅、非住同比分别+28%、+8%，按来源分股东、外拓分别-7%、+13%，22年以来公司维持外拓增长、股东方下降的态势。

截至25年末公司在管面积3.77亿平，同比增长3%，21年以来在管面积增速持续放缓，其中住宅、非住面积增速分别+7%、+1%，办公、园区面积增长明显，而政府、公建、学校、商业、城市空间等子业态存在不同幅度的退出。

表 2：招商积余基础物业管理情况

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
期末管理面积（万方）	15,266	19,090	28,103	31,144	34,489	36,491	37,720
同比（右）	25%	25%	47%	11%	11%	6%	3%
其中：住宅面积	7,653	9,614	11,545	12,844	13,141	13,770	14,743
其中：非住宅面积	7,613	9,476	16,558	18,300	21,349	22,722	22,977
来自控股股东管理面积（万方）	6,244	7,304	9,070	10,653	11,947	13,199	13,667
同比（右）	16%	17%	24%	17%	12%	10%	4%
其中：来自控股股东-住宅	5,175	5,953	7,474	8,406	9,031	9,982	10,354
其中：来自控股股东-非住宅	1,068	1,351	1,596	2,247	2,916	3,217	3,313
外拓管理面积（万方）	9,022	11,786	19,033	20,491	22,543	23,293	24,052
同比（右）	32%	31%	61%	8%	10%	3%	3%
其中：外拓-住宅	2,478	3,661	4,071	4,438	4,110	3,788	4,389
其中：外拓-非住宅	6,545	8,125	14,962	16,053	18,432	19,505	19,664
净增面积（万方）	3,046	3,824	9,013	3,041	3,345	2,002	1,228
同比（右）	94%	26%	136%	-66%	10%	-40%	-39%
其中：住宅面积（万方）	1,054	1,961	1,932	1,299	297	629	973
其中：非住宅面积（万方）	1,992	1,863	7,082	1,742	3,049	1,373	255
其中：控股股东净增面积	860	1,060	1,766	1,583	1,294	1,252	469
其中：外拓净增面积	2,186	2,764	7,247	1,458	2,051	750	759
单位管理面积收入（元/平/月）	5.08	3.90	3.50	3.36	3.42	3.54	3.75
同比（右）	-1%	-23%	-10%	-4%	2%	4%	6%
新签合同额（亿元）	22.1	24.6	30.5	33.1	40.4	40.3	44.8
同比（右）	38%	11%	24%	9%	22%	0%	11.2%
其中：住宅新签合同额	4.1	6.1	8.0	6.3	5.8	5.7	7.3
其中：非住宅新签合同额	18.0	18.5	22.5	26.9	34.6	34.6	37.5

资料来源：公司年报，广发证券发展研究中心

资管业务毛利下降，非热点业态压力较大。资管业务方面，25年公司商业运营管理面积同比小幅增长1%、管理收入同比+6%，但毛利率同比下降25.9pct至18.6%，

下降较为明显；持有出租业务面积同比持平、收入下降4%，整体毛利同比增长4%，酒店、购物中心、商业出租率相对稳定，而写字楼及住宅出租率面临近10pct的降幅。

表 3：招商积余资产管理情况

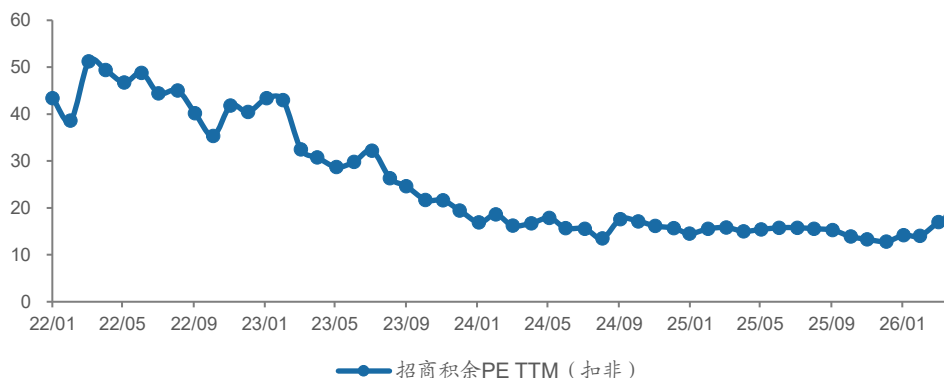
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
资产管理总收入（亿元）	6.17	4.34	5.56	4.65	6.98	6.70	6.66
同比	-2%	-30%	28%	-16%	50%	-4%	-1%
商业运营收入（亿元）	0.64	0.22	0.58	1.03	2.45	2.27	2.41
持有出租收入（亿元）	5.53	4.12	4.98	3.63	4.54	4.43	4.25
毛利率	73.1%	59.3%	56.2%	41.6%	50.7%	48.1%	41.2%
商业运营毛利率	66.6%	26.7%	41.9%	29.6%	44.1%	44.4%	18.6%
持有出租毛利率	73.8%	61.0%	57.9%	45.0%	54.3%	49.9%	54.0%
在管项目数（个）	16	26	44	52	70	70	73
自营项目	4	4	4	3	3	3	3
受托招商蛇口项目	4	18	35	45	58	59	59
轻资产管理输出项目	8	4	5	4	9	8	11
营业/管理面积（万方）	143	136	179	293	397	393	395
可出租面积（万方）	59	59	59	49	47	47	47
出租率	96.0%	95.0%	98.0%	97.0%	96.0%	96.0%	93.0%

资料来源：公司年报，广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

截至25年末公司应付账款36.7亿元，较24年上升6.9亿元，而应收账款仅较24年上升1.1亿元，收款质量提高，且延缓了供应商付款节奏，现金流管理质量显著改善。货币现金增加，有息负债降低，管理质量提升，且公司也在加强向外拓展的能力和数量。整体上25年经营质量改善升级效果显著的一年。

图 9：招商积余PE估值（TTM，扣非归母净利润）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

预计26-27年营业收入208亿元、224亿元，同比+8.1%、+7.5%，归母净利润

9.6亿元、10.2亿元，同比+46.1%、6.9%，维持合理价值13.94元/股不变，维持“买入”评级。

五、风险提示

未来依然存在人力成本上升对标的公司的盈利水平造成不利影响的可能。

公司提供的物业服务基于签署的物业服务合同。虽然公司的品牌影响力、高水平服务能力、质量控制能力能较好地保障标的公司被选聘的持续性，但仍可能存在服务合同被终止或未能续期风险，从而对业务发展、经营业绩及财务状况造成不利影响。

公司降本增效可能不及预期，继而影响公司经营情况。

物业管理行业受国家相关法律法规及政策的监管，相关法律法规及政策的变动会对公司主营业务产生一定影响，例如物业服务费的限价规定、房地产行业的限制政策。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	9,210	10,278	11,310	12,650	14,092
货币资金	4,669	5,623	6,887	8,232	9,584
应收及预付	2,391	2,685	2,354	2,395	2,437
存货	1,146	1,044	1,182	1,160	1,246
其他	1,005	927	887	863	826
非流动资产总额	9,856	9,794	9,702	9,629	9,553
长期股权投资	106	118	115	115	117
固定资产	595	564	528	493	458
在建工程	0	0	0	0	0
使用权资产	96	69	49	34	24
无形资产	24	21	18	15	12
其他	9,035	9,021	8,992	8,971	8,941
资产总额	19,067	20,072	21,013	22,279	23,645
流动负债总额	6,947	8,015	8,282	8,828	9,419
短期借款	149	0	0	0	0
应付及预收	4,034	4,778	4,884	5,252	5,639
其他	2,764	3,236	3,398	3,576	3,780
非流动负债总额	1,549	1,199	1,199	1,199	1,206
长期借款	663	317	317	317	317
应付债券	0	0	0	0	0
其他	886	882	882	882	889
负债总额	8,496	9,214	9,481	10,027	10,624
股本	1,060	1,054	1,054	1,054	1,054
其他	9,359	9,671	10,340	11,055	11,818
归母权益合计	10,419	10,724	11,393	12,109	12,872
少数股东权益	151	134	138	144	149
负债和股东权益	19,067	20,072	21,013	22,279	23,645

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	17,172	19,273	20,827	22,385	24,022
营业成本	15,119	17,136	18,494	19,892	21,363
营业税金及附加	109	138	123	132	144
销售费用	115	110	99	112	120
管理费用	602	580	594	672	722
研发费用	78	76	73	101	108
财务费用	30	11	8	7	10
资产信用减值损失	-40	-305	-189	-125	-112
公允价值变动收益	1	-15	0	0	0
投资收益	5	3	4	3	2
营业利润	1,136	956	1,288	1,377	1,467
营业外收支	3	-6	-6	-7	-6
利润总额	1,139	950	1,282	1,370	1,461
所得税费用	269	292	320	342	365
合并净利润	869	658	961	1,027	1,096
少数股东损益	29	3	5	5	5
归母净利润	840	655	956	1,022	1,090
EPS (元/股)	0.79	0.62	0.91	0.97	1.03

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	1,836	1,641	1,556	1,659	1,743
合并净利润	869	658	961	1,027	1,096
折旧摊销	127	108	88	73	63
营运资金变动	772	542	310	426	388
其他	0	0	0	0	15
投资活动现金流净额	-94	51	102	3	-54
资本性开支	-23	-11	0	0	0
投资	-7	-38	3	0	-57
其他	-64	100	99	3	2
融资活动现金流净额	-1,495	-737	-298	-317	-337
股本融资	7	2	0	0	0
债权融资	-1,156	-316	0	0	0
股利分配与偿付利息	-300	-321	-298	-317	-337
其他	-46	-102	-1	0	0
现金净增加额	248	954	1,360	1,345	1,352
期初现金余额	4,324	4,573	5,527	6,887	8,232
期末现金余额	4,572	5,527	6,887	8,232	9,584

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	9.9%	12.2%	8.1%	7.5%	7.3%
营业利润增长率	24.1%	-15.8%	34.7%	6.9%	6.6%
归母净利润增长率	14.2%	-22.1%	46.1%	6.9%	6.7%
获利能力					
毛利率	12.0%	11.1%	11.2%	11.1%	11.1%
净利率	5.1%	3.4%	4.6%	4.6%	4.6%
ROE	8.1%	6.1%	8.4%	8.4%	8.5%
偿债能力					
资产负债率	44.6%	45.9%	45.1%	45.0%	44.9%
有息负债率	4.3%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5
利息保障倍数	25.2	51.1	135.3	142.5	155.8
营运能力					
应收账款周转率	7.7	8.3	10.0	10.6	11.3
存货周转率	13.2	16.4	15.7	17.1	17.1
应付账款周转率	5.1	4.7	5.1	5.1	5.1
每股指标					
每股收益	0.79	0.62	0.91	0.97	1.03
每股净资产	9.83	10.18	10.81	11.49	12.22
每股经营现金流	1.73	1.56	1.48	1.57	1.65
估值比率					
PE	13.3	17.2	11.3	10.6	9.9
PB	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.5	4.3	2.7	1.8	0.9

广发房地产行业研究小组

郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，11 年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。

邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，6 年房地产研究经验，2018 年进入广发证券发展研究中心。

谢 淼：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

李 怡 慧：资深分析师，伦敦政治经济学院硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

胡 正 维：资深分析师，复旦大学国际商务硕士，2022 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。

