下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

公司评级

买入

当前价格 9.29 元

合理价值 14.07 元

前次评级 买入

招商积余（001914.SZ）

费用率改善对冲毛利率下行，拓展提速，第三方贡献增大

收入利润均正增长，费用率改善对冲毛利率下行影响。根据公司中报，26 年上半年招商积余实现营收 97.7 亿元，同比+7.3%，毛利 10.7 亿元，同比-2.8%，核心经营利润（毛利-四费）7.6 亿元，同比+6.8%，归母净利润 5.0 亿元，同比+5.0%，扣非归母净利润 4.9 亿元，同比+8.2%。公司毛利率承压，26 年上半年整体毛利率 11.0%，同比-1.1pct，但费用率改善承托整体利润增长，四费费率 3.2%，同比下降 1.1pct，其提质增效效果持续显现。

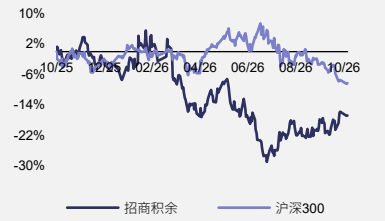
除基础物管外各业务收入均下降，主要业务毛利率承压。26 年上半年基础物管收入 75.3 亿元，同比+10.0%；专业化服务收入为 19.5 亿元，同比-3.0%，其中平台增值服务、专业增值服务分别收入 1.6、17.8 亿元，同比分别-27%、持平；资管业务收入 2.9 亿元，其中商业运营、持有出租分别收入 0.9、2.1 亿元，同比分别-6%、-3%。利润率方面，26 年上半年公司基础物管及专业化服务毛利率均承压下行，资管毛利率则相对平稳。基础物管业务中，住宅、非住宅业务毛利率分别为 10.6%、10.3%，同比分别下降 0.1pct、1.6pct，非住业务则受竞争烈度提升影响毛利率更为承压。

基础物管外拓提速，资管业务运营表现平稳。经营表现来看，上半年基础物管业务管理规模增长，外拓提速，公司新签合同额 20.9 亿元，同比增长 19%，第三方拓展占比达 97%，贡献显著提升。截至 26H1，公司在管面积 4.07 亿平，同比增长 10%，其中控股股东、第三方在管面积分别+5%、+13%，第三方占比提升。资管业务则表现相对平稳，上半年在管面积、出租率较 25 年末基本持平，客流、销售额同比分别+15%、+12%，但租金端承压下行。

盈利预测与投资建议。公司主营业务规模及盈利能力仍处于稳步改善通道，预计 26-27 年归母净利润 9.6 亿元、10.3 亿元，同比+46.1%、+8.1%，对应 10.4x、9.6xPE，给予公司对应 26 年归母净利润 15.5 倍 PE 估值，对应合理价值 14.07 元/股，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。

相对市场表现



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**	1,595	1,686
归母净利润	840	655	**956**	1,034	1,117
增长率（%）	14.2%	-22.1%	**46.1%**	8.1%	8.0%
EPS（元/股）	**0.79**	**0.62**	**0.91**	**0.98**	**1.06**
市盈率（P/E）	13.3	17.2	**10.4**	9.6	8.9
ROE（%）	8.0%	6.1%	**8.4%**	8.5%	8.7%
EV/EBITDA	5.5	4.3	**2.2**	1.3	0.4

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

郭镇

SAC 执证号：S0260514080003
SFC CE No. BNN906
guoz@gf.com.cn

谢淼

SAC 执证号：S0260522070007
SFC CE No. BVB342
xiemiao@gf.com.cn

相关研究

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	2026-04-21
招商积余（001914.SZ）：营收利润同增，经营稳健	2025-11-07

下载日志已记录，仅供内部参考

目录索引

一、收入利润均正增长，费用率改善对冲毛利率下行影响 4

二、除基础物管外各业务收入均下降，主要业务毛利率承压 5

三、基础物管外拓提速，资管业务运营表现平稳 6

四、盈利预测与估值 7

五、风险提示 8

下载日志已记录，仅供内部参考

图表索引

图 1：招商积余营业收入（亿元）及增速 4
图 2：招商积余核心经营净利润（亿元）及增速 4
图 3：招商积余归母净利润（亿元）及增速 4
图 4：招商积余收入、利润增速对比 4
图 5：招商积余总体及分业务毛利率 5
图 6：招商积余销售管理费用率及财务费用率 5
图 7：招商积余应收账款（亿元）及增速 5
图 8：招商积余经营性现金流净额 5

表 1：招商积余公司各主营业务收入及毛利率 6
表 2：招商积余基础物业管理情况 6
表 3：招商积余资产管理情况 7

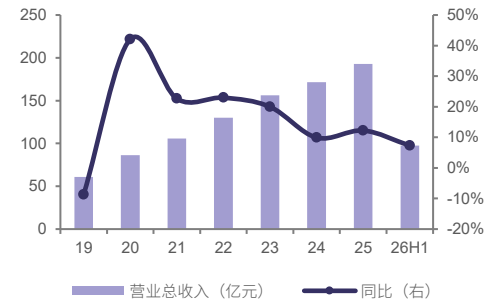


下载日志已记录，仅供内部参考

一、收入利润均正增长，费用率改善对冲毛利率下行影响

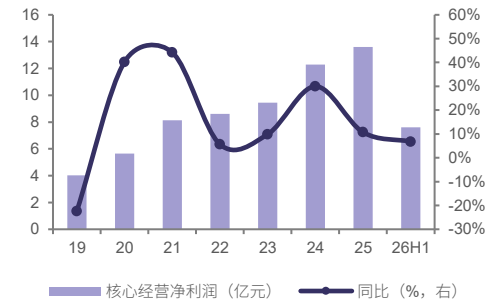
根据公司中报，26 年上半年招商积余实现营收 97.7 亿元，同比+7.3%，毛利 10.7 亿元，同比-2.8%，核心经营利润（毛利-四费）7.6 亿元，同比+6.8%，净利润 5.2 亿元，同比+6.6%，归母净利润 5.0 亿元，同比+5.0%，扣非归母净利润 4.9 亿元，同比+8.2%，公司毛利率承压，但费用率改善承托整体业绩。

图 1：招商积余营业收入（亿元）及增速



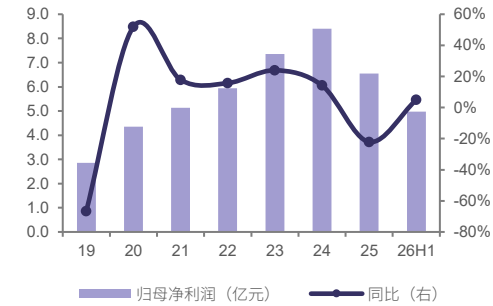
数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 2：招商积余核心经营净利润（亿元）及增速



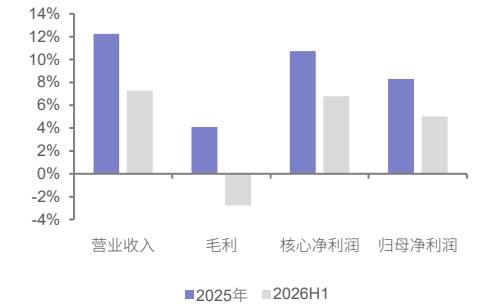
数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 3：招商积余归母净利润（亿元）及增速



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 4：招商积余收入、利润增速对比



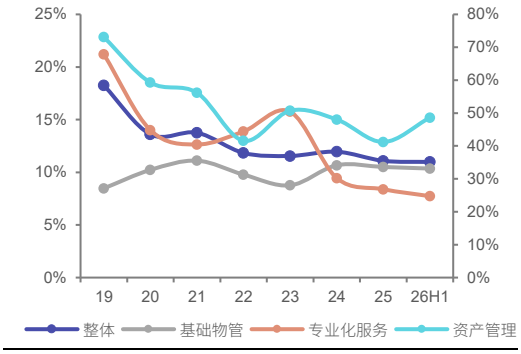
数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

毛利率总体承压，除资管业务外主要业务毛利率下滑。26 年上半年公司整体毛利率 11.0%，同比-1.1pct，其中基础物管毛利率 10.4%，同比-1.2pct，专业服务毛利率 7.7%，同比-2.0pct，资管业务毛利率 48.6%，同比持平。

费用率改善承托业绩。26 年上半年公司四费费率 3.2%，同比下降 1.1pct，其中销管费率下降 1.1pct，财务费率下降 0.1pct，公司费率自 23 年起持续下降，提质增效效果持续显现。

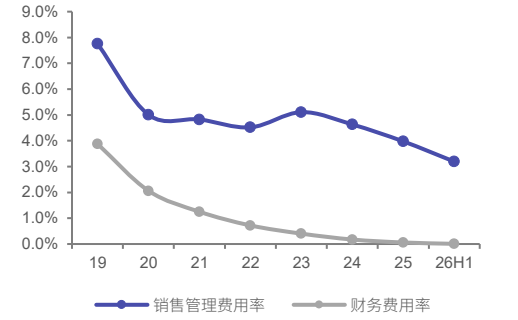
下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：招商积余总体及分业务毛利率



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

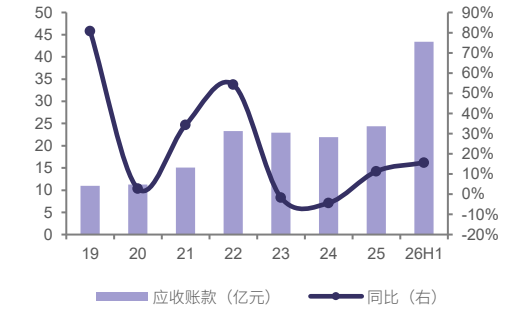
图 6：招商积余销售管理费用率及财务费用率



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

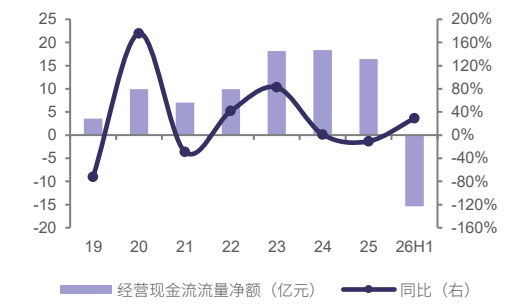
应收增长超过应付，现金流流出增多。26 年上半年公司经营性现金流净额为-15.4 亿元，较 25 年同期多流出 3.4 亿元，主要由于应收增速高于应付，26 年上半年公司应收净增 20 亿元，应付净增 6 亿元，截至 26 年中期账面货币资金 40.6 亿元，较 25 年末下降 15.6 亿元。

图 7：招商积余应收账款（亿元）及增速



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

图 8：招商积余经营性现金流净额



数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

二、除基础物管外各业务收入均下降，主要业务毛利率承压

拆分收入来看，除基础物管外，其余业务收入均承压下滑。26 年上半年基础物管收入 75.3 亿元，同比+10.0%；专业化服务收入为 19.5 亿元，同比-3.0%，其中平台增值服务、专业增值服务分别收入 1.6、17.8 亿元，同比分别-27%、持平；资管业务收入 2.9 亿元，其中商业运营、持有出租分别收入 0.9、2.1 亿元，同比分别-6%、-3%。

拆分利润率来看，26 年上半年公司基础物管及专业化服务毛利率均承压下行，资管毛利率则相对平稳。拆分细项来看，基础物管业务中，住宅、非住宅基础物管毛利率分别为 10.6%、10.3%，同比分别下降 0.1pct、1.6pct，住宅物管波动幅度相对较小，而非住业务则受竞争烈度提升影响毛利率下行明显。

专业化服务业务中，平台增值业务毛利率有所提升，26H1 达到 12.5%，较 25 年同期提升 1.5pct，专业增值服务则下降 2.2pct 至 7.3%。

资管业务方面，26 年上半年公司资管业务毛利率表现平稳，其中商业运营业务毛利率提升 2.5pct 至 29.5%，持有出租业务毛利率则下降 1.4pct 至 56.6%。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：招商积余公司各主营业务收入及毛利率

	2021	2022	2023	2024	2025	25H1	26H1
营业收入（亿元）	105.9	130.2	156.3	171.7	192.8	91.1	97.7
1.物业管理	99.1	125.0	147.6	164.9	186.0	88.6	94.8
1.1 基础物业管理	78.0	100.6	121.1	134.0	142.8	68.5	75.3
住宅	27.7	31.5	34.0	37.3	41.9	19.3	21.7
非住宅	50.4	69.0	87.1	96.7	100.9	49.2	53.6
1.2 专业化服务	21.1	24.5	26.5	30.9	43.2	20.1	19.5
平台增值服务	2.7	5.8	5.8	5.4	5.4	2.3	1.6
专业增值服务	18.4	18.7	20.6	25.5	37.9	17.8	17.8
2.资产管理	5.6	4.7	7.0	6.7	6.7	3.1	2.9
商业运营	0.6	1.0	2.4	2.3	2.4	0.9	0.9
持有出租	5.0	3.6	4.5	4.4	4.2	2.1	2.1
营业收入增速	22.6%	23.0%	20.0%	9.9%	12.3%	16.2%	7.3%
1.物业管理	23.3%	26.2%	18.0%	11.7%	12.8%	17.5%	7.0%
1.1 基础物业管理	20.7%	28.9%	20.4%	10.6%	6.6%	7.7%	10.0%
住宅	34.0%	14.0%	7.8%	9.7%	12.4%	12.2%	12.3%
非住宅	14.5%	37.1%	26.2%	11.0%	4.3%	6.1%	9.1%
1.2 专业化服务	34.0%	16.2%	8.1%	16.7%	40.1%	70.3%	-3.0%
平台增值服务	494.0%	116.9%	1.4%	-8.2%	0.2%	-11.3%	-27.3%
专业增值服务	20.5%	1.6%	10.2%	23.8%	48.5%	92.9%	0.0%
2.资产管理	28.3%	-16.4%	50.1%	-4.0%	0.0%	5.9%	-4.1%
商业运营	162.6%	75.7%	138.7%	-7.3%	6.3%	30.7%	-6.1%
持有出租	21.0%	-27.2%	25.1%	-2.3%	-4.2%	-2.2%	-3.2%
毛利率	13.8%	11.8%	11.6%	12.0%	11.1%	12.1%	11.0%
1.物业管理	11.4%	10.6%	10.0%	10.4%	10.0%	11.1%	9.8%
1.1 基础物业管理	11.1%	9.8%	8.8%	10.7%	10.5%	11.6%	10.4%
住宅	6.6%	9.1%	7.9%	10.9%	11.4%	10.7%	10.6%
非住宅	13.6%	10.1%	9.1%	10.6%	10.2%	11.9%	10.3%
1.2 专业化服务	12.6%	13.9%	15.8%	9.5%	8.4%	9.7%	7.7%
平台增值服务	4.8%	6.0%	8.5%	10.5%	10.0%	11.0%	12.5%
专业增值服务	13.8%	16.3%	17.8%	9.2%	8.2%	9.5%	7.3%
2.资产管理	56.2%	41.6%	50.7%	48.1%	40.9%	48.6%	48.6%
商业运营	41.9%	29.6%	44.1%	44.4%	18.6%	26.9%	29.5%
持有出租	57.9%	45.0%	54.3%	49.9%	54.0%	58.0%	56.6%

数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

三、基础物管外拓提速，资管业务运营表现平稳

经营表现来看，上半年基础物管业务管理规模增长，外拓提速，公司新签合同额 20.9 亿元，同比增长 19%，来自控股股东、外拓的新签合同额分别-64%、+28%，第三方拓展占比达 97%，贡献显著提升。截至 26H1，公司在管面积 4.07 亿平，同比增长 10%，增速较 25 年（+3%）明显提升，其中控股股东、第三方在管面积分别+5%、+13%，第三方占比提升。资管业务则表现相对平稳，上半年在管面积、出租率较 25 年末基本持平，客流、销售额同比分别+15%、+12%，但租金端承压下行。

表 2：招商积余基础物业管理情况

	2021	2022	2023	2024	2025	25H1	26H1
期末管理面积（万方）	**28,103**	**31,144**	**34,489**	**36491**	**37720**	**36849**	**40710**
同比	47%	11%	11%	6%	3%	-4%	10%
其中：住宅面积	11,545	12,844	13,141	13,770	14,743	14,097	15,413
其中：非住宅面积	16,558	18,300	21,349	22,722	22,977	22,752	25,297
来自控股股东管理面积（万方）	9,070	10,653	11,947	13,199	13,667	13,027	13,691
同比	24%	17%	12%	10%	4%	2%	5%
其中：来自控股股东-住宅	7,474	8,406	9,031	9,982	10,354	10,057	10,619
其中：来自控股股东-非住宅	1,596	2,247	2,916	3,217	3,313	2,971	3,072
外拓管理面积（万方）	19,033	20,491	22,543	23,293	24,052	23,821	27,019

下载日志已记录，仅供内部参考

同比	61%	8%	10%	3%	3%	-7%	13%
其中：外拓-住宅	4,071	4,438	4,110	3,788	4,389	4,040	4,794
其中：外拓-非住宅	14,962	16,053	18,432	19,505	19,664	19,782	22,225
净增面积（万方）	**9,013**	**3,041**	**3,345**	**2002**	**1228**	**357**	**2990**
同比	136%	-66%	10%	-40%	-39%	-91%	737%
其中：住宅面积（万方）	1932	1299	297	629	973	327	670
其中：非住宅面积（万方）	7082	1742	3049	1373	255	30	2320
其中：控股股东净增面积	1,766	1,583	1,294	1,252	469	-171	24
其中：外拓净增面积	7,247	1,458	2,051	750	759	528	2,967
单位管理面积收入（元/平/月）	**3.50**	**3.36**	**3.42**	**3.54**	**3.75**	**3.75**	**3.55**
同比	-10%	-4%	2%	4%	6%	20%	-5%
新签合同额（亿元）	**30.5**	**33.1**	**40.4**	**40.3**	**44.8**	**17.6**	**20.9**
同比	24%	9%	22%	0%	11.2%	-6.8%	18.7%
其中：住宅新签合同额	8.0	6.3	5.8	5.7	7.3	3.4	2.6
其中：非住宅新签合同额	22.5	26.9	34.6	34.6	37.5	14.3	18.3

数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

表 3：招商积余资产管理情况

	2021	2022	2023	2024	2025	25H1	26H1
在管项目数（个）	**44**	**52**	**70**	**70**	**73**	**72**	**73**
自营项目	4	3	3	3	3	3	3
受托招商蛇口项目	35	45	58	59	59	60	59
轻资产管理输出项目	5	4	9	8	11	9	11
营业/管理面积（万方）	179	293	397	393	395	397	395
可出租面积（万方）	59	49	47	47	47	47	47
出租率	**98.0%**	**97.0%**	**96.0%**	**96.0%**	**93.0%**	**93.0%**	**94.0%**

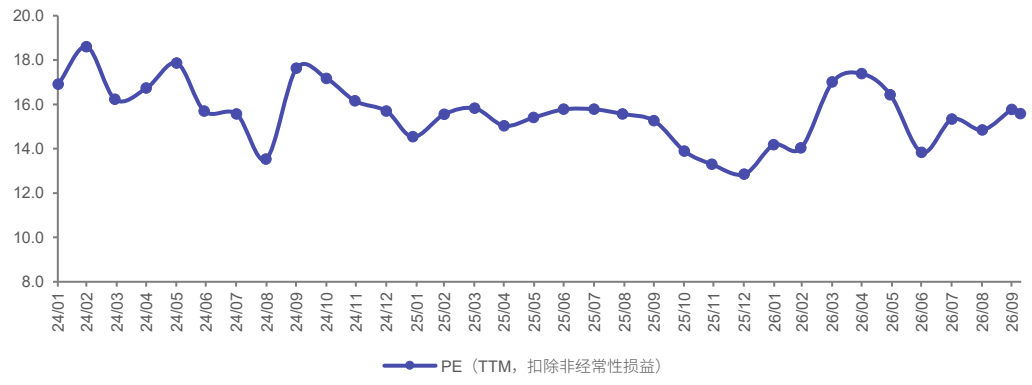
数据来源：公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

四、盈利预测与估值

总体来看，公司主营业务规模及盈利能力仍处于稳步改善通道，费用率改善及拓展加速对冲利润率下行。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、10.3 亿元，同比+46.1%、+8.1%，对应 PE 为 10.4x、9.6x。

合理价值方面，24 年以来公司 PE 估值水平基本稳定在 13-19 倍之间，平均估值倍数为 15.5 倍 PE（TTM），给予公司对应 26 年归母净利润 15.5 倍 PE 估值，对应每股合理价值 14.07 元/股，维持“买入”评级。

图 9：招商积余 PE（TTM，扣除非经常性损益）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

资产负债表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	**9,304**	**10,278**	**11,228**	**12,577**	**14,038**
货币资金	4,670	5,623	6,805	8,159	9,530
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	1,098	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	**19,161**	**20,072**	**20,931**	**22,206**	**23,591**
流动负债总额	**7,011**	**8,015**	**8,282**	**8,828**	**9,419**
短期借款	149	0	0	0	0
应付及预收	4,090	4,778	4,884	5,252	5,639
其他	2,772	3,236	3,398	3,576	3,780
非流动负债总额	**1,549**	**1,199**	**1,118**	**1,118**	**1,124**
长期借款	663	317	317	317	317
应付债券	0	0	0	0	0
其他	886	882	801	801	807
负债总额	**8,560**	**9,214**	**9,399**	**9,946**	**10,543**
股本	1,060	1,054	1,054	1,054	1,054
其他	9,389	9,671	10,339	11,063	11,845
归母权益合计	10,449	10,724	11,393	12,117	12,899
少数股东权益	151	134	138	144	149
负债和股东权益	**19,161**	**20,072**	**20,931**	**22,206**	**23,591**

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	142
销售费用	115	110	100	105	112
管理费用	602	580	594	663	697
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**	**1,287**	**1,393**	**1,503**
营业外收支	3	-6	-6	-7	-6
利润总额	1,139	950	1,281	1,386	1,497
所得税费用	269	292	320	346	374
合并净利润	**869**	**658**	**961**	**1,039**	**1,123**
少数股东损益	29	3	5	5	6
归母净利润	**840**	**655**	**956**	**1,034**	**1,117**
EPS（元/股）	0.79	0.62	0.91	0.98	1.06

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	**1,834**	**1,641**	**1,556**	**1,672**	**1,770**
合并净利润	869	658	961	1,039	1,123
折旧摊销	127	108	88	73	63
营运资金变动	770	542	310	426	388
其他	0	0	0	0	15
投资活动现金流净额	**-121**	**51**	**102**	**3**	**-54**
资本性开支	-23	-11	0	0	0
投资	-7	-38	3	0	-57
其他	-91	100	99	3	2
融资活动现金流净额	**-1,465**	**-737**	**-380**	**-321**	**-345**
股本融资	37	2	0	0	0
债权融资	-1,156	-316	-82	0	0
股利分配与偿付利息	-300	-321	-298	-321	-345
其他	-46	-102	-1	0	0
现金净增加额	**249**	**954**	**1,278**	**1,354**	**1,370**
期初现金余额	**4,324**	**4,573**	**5,527**	**6,805**	**8,159**
期末现金余额	**4,573**	**5,527**	**6,805**	**8,159**	**9,530**

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%	8.2%	7.9%
归母净利增长率	14.2%	-22.1%	46.1%	8.1%	8.0%
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%	4.7%
ROE	8.0%	6.1%	8.4%	8.5%	8.7%
偿债能力					
资产负债率	44.7%	45.9%	44.9%	44.8%	44.7%
有息负债率	4.2%	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	144.0	159.3
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	0.98	1.06
每股净资产	9.85	10.18	10.81	11.50	12.24
每股经营现金流	1.73	1.56	1.48	1.59	1.68
估值比率					
PE	13.3	17.2	10.4	9.6	8.9
PB	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.5	4.3	2.2	1.3	0.4

下载日志已记录，仅供内部参考

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　苹 ：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。

分析师及联系人



郭镇

SAC 执证号：S0260514080003
SFC CE No. BNN906
guoz@gf.com.cn



谢淼

SAC 执证号：S0260522070007
SFC CE No. BVB342
xiemiao@gf.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

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

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

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。