

君亭酒店 (301073.SZ)

收入持续亮眼，关注利润修复弹性

核心观点:

- **公司发布 23 年报及 24 年一季报:** (1) **23 年:** 收入 5.3 亿元, 同增 56.2%, 较 19 年同增 39.9%; 归母净利润 3052 万元, 同增 2.6%, 较 19 年同减 57.8%; 扣非归母净利润 2759 万元, 同增 8.3%, 较 19 年同减 57.3%。(2) **23Q4:** 收入 1.5 亿元, 同增 61.5%; 归母净利润 655 万元, 同增 71.4%; 扣非归母净利润 554 万元, 同增 48.3%。(3) **24Q1:** 收入 1.6 亿元, 同增 67.3%; 归母净利润 466 万元, 同增 13.9%; 扣非归母净利润 467 万元, 同增 52.5%。
- **直营酒店量价均超疫情前。**据公司财报, (1) **23 年:** RevPAR 为 332.8 元, 恢复至 19 年 116%, ADR 为 490.5 元, 恢复至 19 年 115%, Occ 为 68%, 恢复至 19 年 101%。(2) **24Q1:** RevPAR 为 314.8 元, 同增 12%, 恢复至 19Q1 的 121%, ADR 为 512.0 元, 同增 15%, 恢复至 19Q1 的 121%, Occ 为 61.5%, 同减 2pp, 恢复至 19Q1 的 100%。
- **签约及拓店节奏稳健。**据公司财报, (1) **23 年:** 新签约酒店 55 家 (君澜/君亭/景澜分别 27/12/16 家), 新开业酒店 34 家 (君澜/君亭/景澜分别 16/9/9 家), 其中新开业直营店 6 家。(2) **24Q1:** 新签约 3 家 (均为景澜), 新开业君澜 3 家、君亭 1 家, 17 家君澜酒店管理团队已入场筹备开业。截至期末开业酒店数 219 家, 待开业酒店数 177 家。(3) **24 年:** 目标签约酒店 60 家, 新开业 63 家。
- **分红与投资者共享收益。**据公司利润分配预案, 2023 年度公司拟每 10 股派发现金股利 1.5 元 (含税), 分红总额 2917 万元, 占 23 年归母净利润的 95.6%, 当前股价对应股息率 0.56%。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 24-26 年归母净利润为 1.4、2.0、2.6 亿元, 分别同增 360%、41%、32%。考虑公司业绩弹性及高成长性, 给予公司 24 年 42 倍 PE, 合理价值为 30.30 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动; 行业竞争加剧; 拓店进展低于预期。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	342	534	799	1008	1218
增长率 (%)	23.2%	56.2%	49.7%	26.1%	20.9%
EBITDA (百万元)	157	250	350	419	496
归母净利润 (百万元)	30	31	140	198	261
增长率 (%)	-19.4%	2.6%	359.6%	41.4%	31.8%
EPS (元/股)	0.18	0.16	0.72	1.02	1.34
市盈率 (P/E)	389.44	141.81	37.01	26.18	19.86
ROE (%)	3.1%	3.1%	12.5%	15.1%	16.6%
EV/EBITDA	55.27	20.70	16.66	13.52	10.99

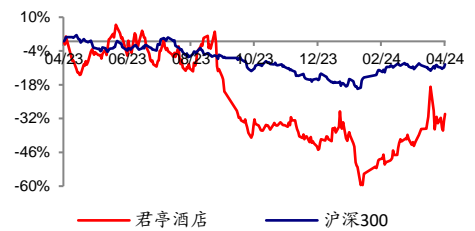
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	26.70 元
合理价值	30.30 元
前次评级	买入
报告日期	2024-04-26

相对市场表现



分析师:

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001



SFC CE No. AOB364



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

相关研究:

- 君亭酒店 (301073.SZ): 经营修复亮眼, 拓店及签约蹄疾步稳 2023-09-04
- 君亭酒店 (301073.SZ): 短期业绩压力仍存, 23Q1 恢复超疫前水平 2023-05-07

目录索引

一、23 年收入超疫情前，利润有所承压.....	4
二、经营表现亮眼，签约及拓店节奏稳健.....	6
三、盈利预测和投资建议.....	8
四、风险提示.....	10

图表索引

图 1: 公司营业收入及增速	4
图 2: 公司单季度营业收入及增速	4
图 3: 公司归母净利润及增速	4
图 4: 公司单季度归母净利润及增速	4
图 5: 公司扣非归母净利润及增速	5
图 6: 公司单季度扣非归母净利润	5
图 7: 公司毛利率及归母净利率	5
图 8: 公司单季度毛利率及归母净利率	5
图 9: 公司期间费用率	6
图 10: 公司单季度期间费用率	6
图 11: 公司上市以来现金分红总额及分红比例	6
图 12: 公司未分配利润	6
图 13: 公司直营酒店年度运营指标	7
图 14: 公司直营酒店季度运营指标	7
图 15: 公司开业酒店数 (单位: 家)	7
图 16: 公司开业酒店客房数 (单位: 万间)	7
图 17: 公司待开业酒店数 (单位: 家)	8
图 18: 公司待开业酒店客房数 (单位: 万间)	8
表 1: 公司主营业务拆分及收入预测	9
表 2: 可比公司盈利预测与估值 (截至 24 年 4 月 26 日收盘)	10

一、23年收入超疫情前，利润有所承压

公司发布23年报及24年一季度报：

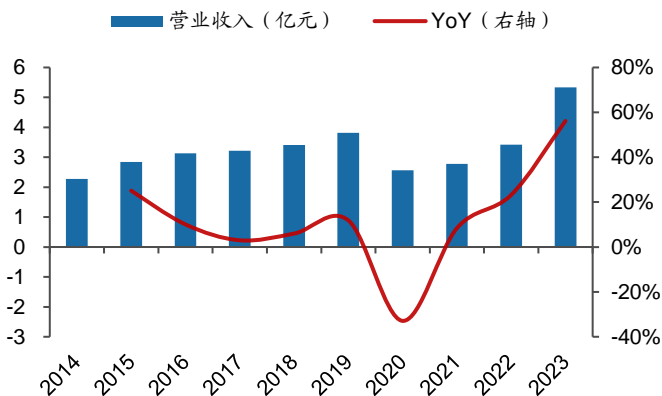
(1) 23年：收入5.3亿元，同增56.2%，较19年同增39.9%；归母净利润3052万元，同增2.6%，较19年同减57.8%；扣非归母净利润2759万元，同增8.3%，较19年同减57.3%。

(2) 23Q4：收入1.5亿元，同增61.5%；归母净利润655万元，同增71.4%；扣非归母净利润554万元，同增48.3%。

(3) 24Q1：收入1.6亿元，同增67.3%；归母净利润466万元，同增13.9%；扣非归母净利润467万元，同增52.5%。

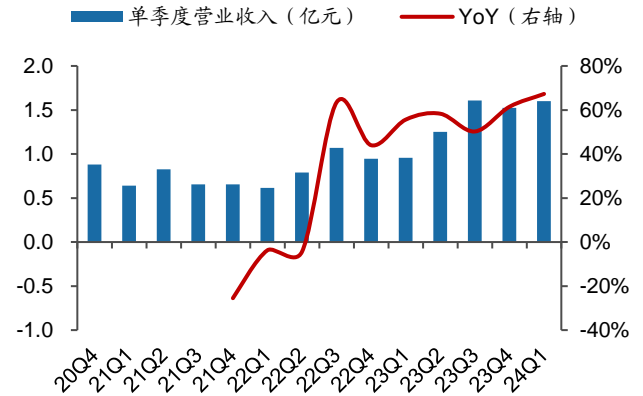
据公司财报，23年利润有所承压主因：(1) 新增直营酒店较多，筹建期间租金费用较高，管理费用同增3851万元。(2) 汇和转租商业物业退还业主，1035万元租金差额计入当期损益。24年利润扰动因素减少，预计有较大修复弹性。

图1：公司营业收入及增速



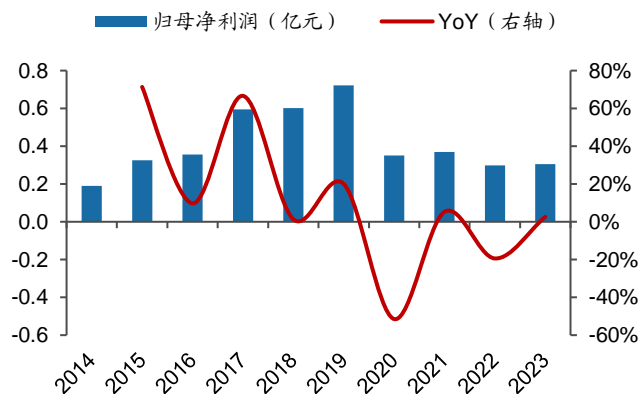
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：公司单季度营业收入及增速



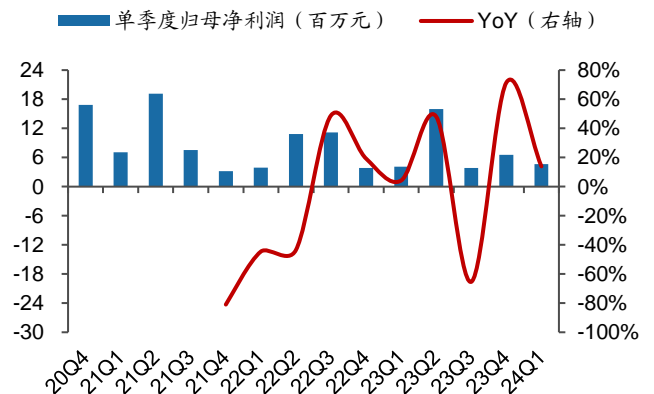
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：公司归母净利润及增速



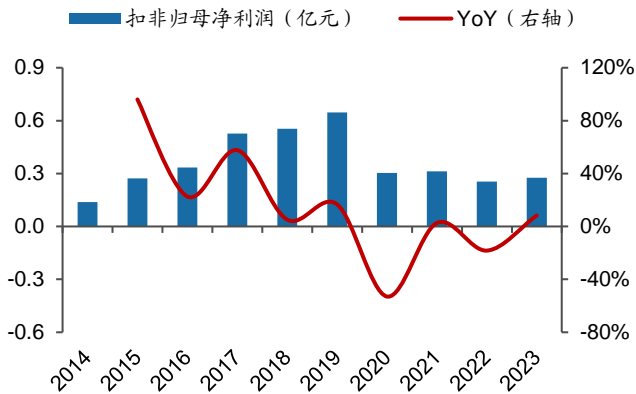
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：公司单季度归母净利润及增速



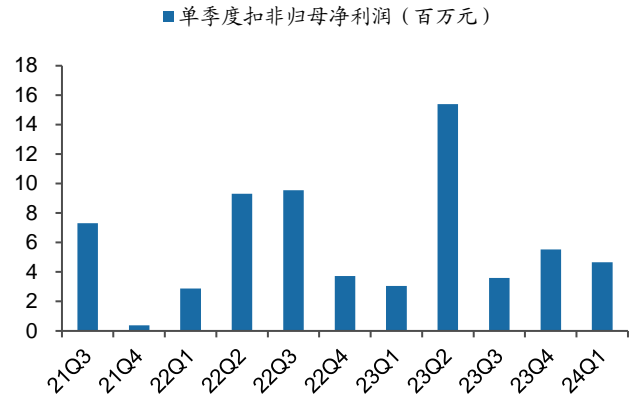
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5: 公司扣非归母净利润及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 公司单季度扣非归母净利润



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

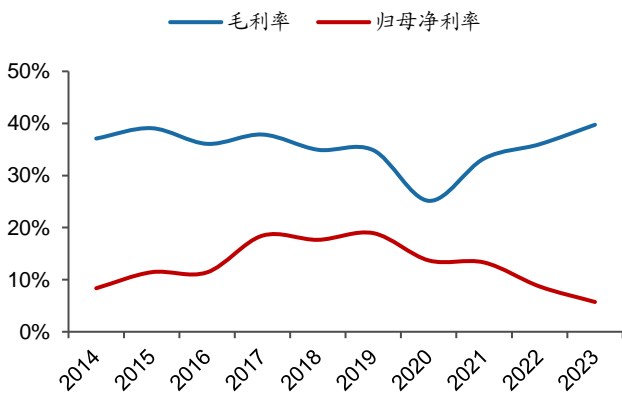
费用端仍有较大改善空间:

(1) 23年: 毛利率为39.7%, 同比+3.7pp, 较19年同比+4.9pp; 期间费用率为29.2%, 同比+4.7pp, 较19年同比+16.7pp, 其中销售/管理/财务费用率分别为8.4%/14.6%/6.1%, 分别同比+1.9pp/+3pp/-0.2pp, 较19年同比+2.7pp/+8.6pp/+5.3pp。综合影响下, 23年归母净利率为5.7%, 同比-3.0pp, 较19年同比-13.2pp。

(2) 23Q4: 毛利率为35.4%, 同比-0.3pp; 期间费用率为31.5%, 同比+5.0pp, 其中销售/管理/财务费用率分别为10.9%/13.6%/7.0%, 同比+3.3pp/+1.2pp/+0.4pp。综合影响下, 23Q4归母净利率为4.3%, 同比+0.2pp。

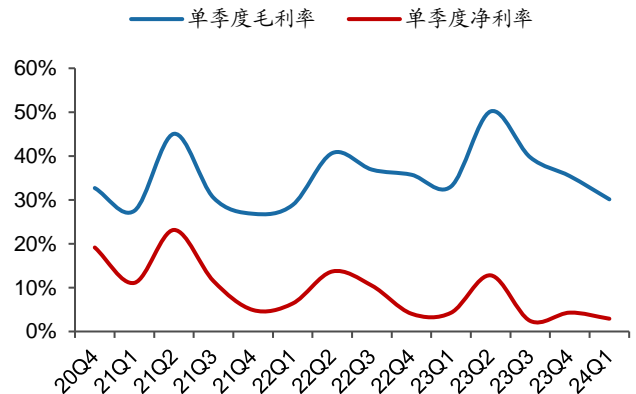
(3) 24Q1: 毛利率为30.1%, 同比-2.9pp, 预计主要受直营店爬坡影响; 期间费用率为26.4%, 同比-0.1pp, 其中销售/管理/财务费用率分别为7.6%/12.3%/6.5%, 同比+0.3pp/-2.2pp/+1.8pp。综合影响下24Q1归母净利率为2.9%, 同比-1.4pp。

图7: 公司毛利率及归母净利率



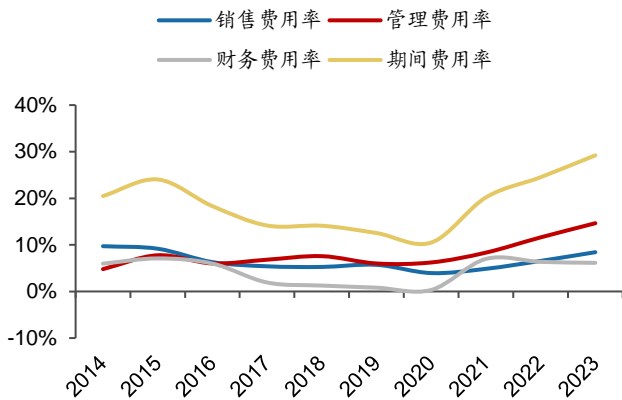
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 公司单季度毛利率及归母净利率



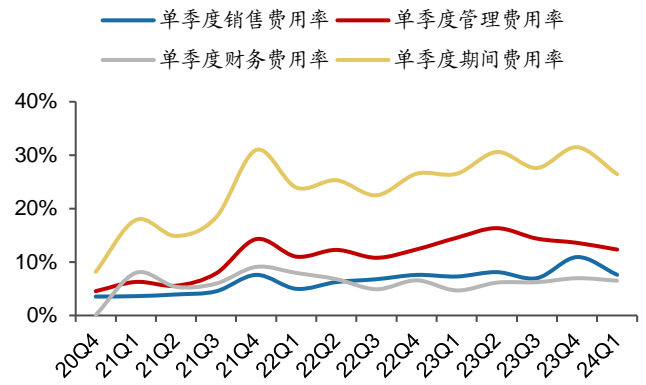
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图9：公司期间费用率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

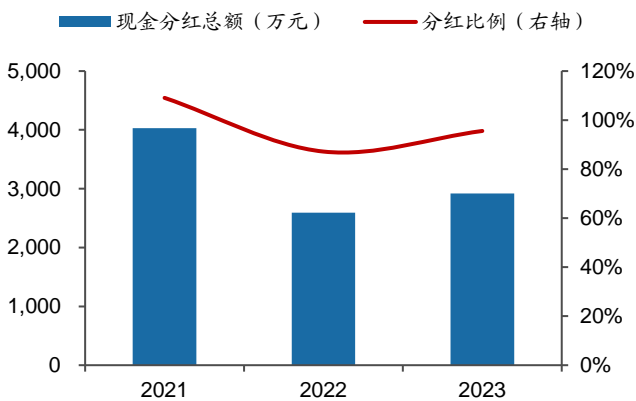
图10：公司单季度期间费用率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

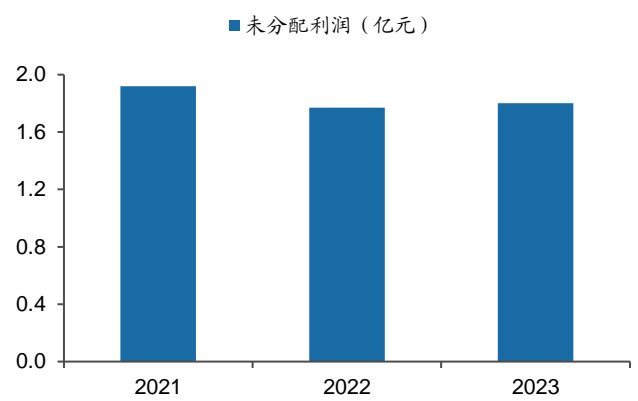
分红与投资者共享收益。据公司利润分配预案，2023年度公司拟每10股派发现金股利1.5元（含税），分红总额2917万元，占23年归母净利润的95.6%，当前股价对应股息率0.56%。

图11：公司上市以来现金分红总额及分红比例



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图12：公司未分配利润



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、经营表现亮眼，签约及拓店节奏稳健

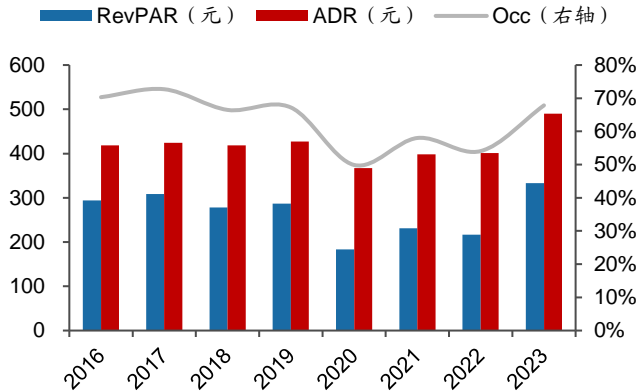
直营酒店量价均超疫情前。据公司财报：

(1) **23年**：RevPAR为332.8元，恢复至19年116%，其中ADR为490.5元，恢复至19年115%，Occ为67.9%，恢复至19年101%。

(2) **24Q1**：RevPAR为314.8元，同增12%，恢复至19Q1的121%，其中ADR为512.0元，同增15%，恢复至19Q1的121%，Occ为61.5%，同减2pp，恢复至19Q1的100%。从代表性酒店经营表现看，上海中星君亭、上海柏阳君亭23Q1改造升级

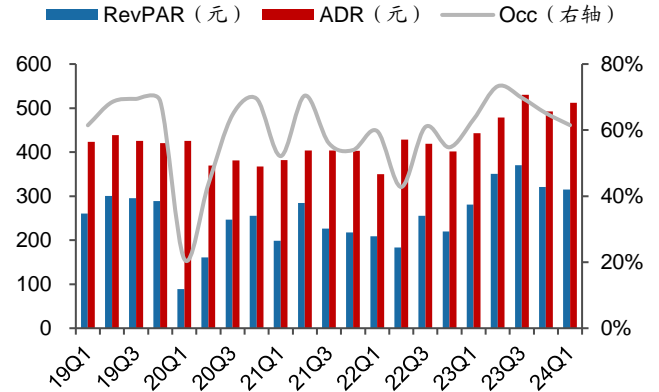
后经营表现亮眼，其中上海中星君亭RevPAR保持在550元左右，达19年同期水平；上海Pagoda君亭RevPAR同增9.6%，较19Q1同增21.3%，主因Occ大幅增长；杭州千越君亭、杭州芯君亭、杭州Pagoda君亭RevPAR分别较19Q1同增48.7%、42.6%、18.5%；成都Pagoda RevPAR保持在720元，同增约20%，Occ稳定在92%+；重庆大世界君亭酒店开业首月Occ达60%+。

图13: 公司直营酒店年度运营指标



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图14: 公司直营酒店季度运营指标



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

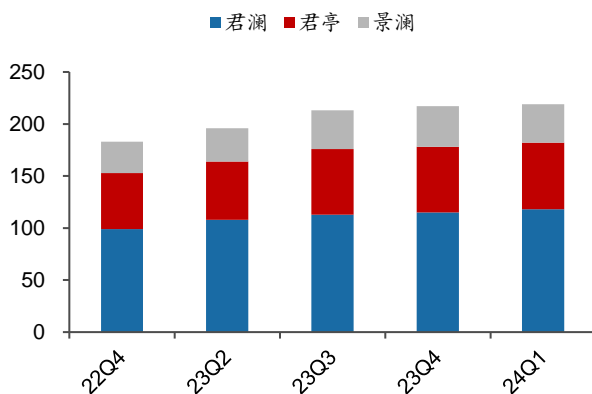
签约及拓店节奏稳健。据公司财报:

(1) 23年: 新签约酒店55家(君澜/君亭/景澜分别27/12/16家), 新开业酒店34家(君澜/君亭/景澜分别16/9/9家), 其中新开业直营店6家(农历年口径, 含24年1月开业的重庆大世界君亭酒店和杭州成均君亭酒店)。

(2) 24Q1: 新签约3家(均为景澜), 新开业君澜3家、君亭1家, 17家君澜酒店管理团队已入场筹备开业。截至期末开业酒店数219家, 待开业酒店数177家。

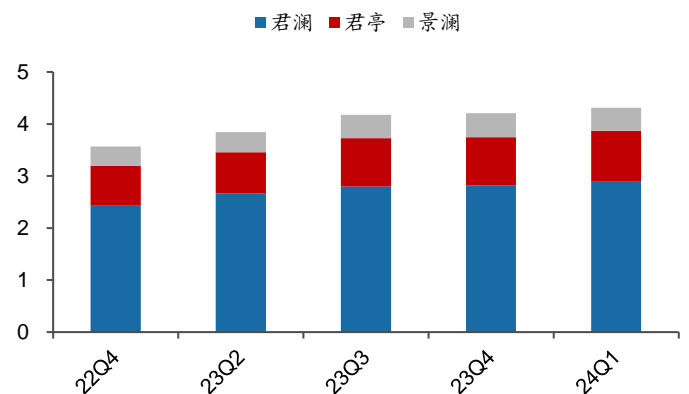
(3) 24年: 目标签约酒店60家, 新开业63家。

图15: 公司开业酒店数(单位: 家)



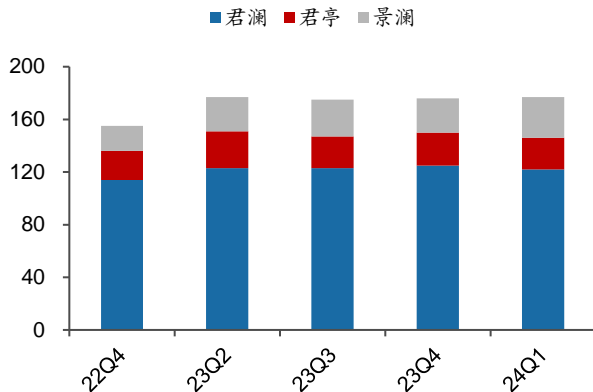
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图16: 公司开业酒店客房数(单位: 万间)



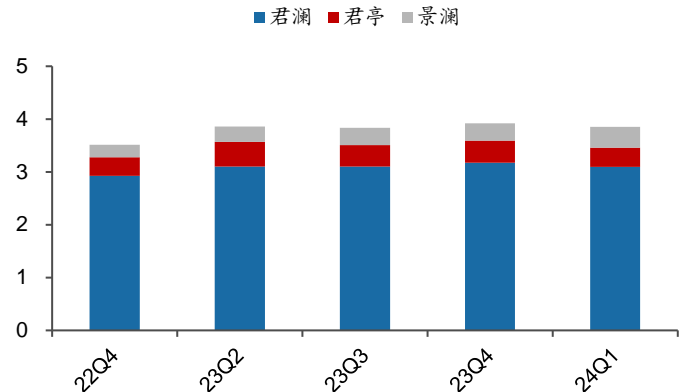
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图17: 公司待开业酒店数 (单位: 家)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图18: 公司待开业酒店客房数 (单位: 万间)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

我们对公司各业务发展做如下假设:

(1) 酒店运营 (直营): 经营层面, 公司新开直营店爬坡顺利, 同时存量门店更新改造有望驱动入住率与房价上行, 据公司财报, 24Q1公司直营店RevPAR同增12%, 恢复至19Q1的121%, ADR同增15%, 恢复至19Q1的121%, Occ同减2pp, 恢复至19Q1的100%。我们预计ADR持续提升将成为公司RevPAR增长的主要驱动力, 旅游景气延续背景下, Occ预计企稳, 预计24-26年RevPAR分别为384.7、432.1、471.7元, 分别同增15.6%、12.3%、9.2%。拓店层面, 预计24-26年展店节奏稳健, 直营店分别为24、26、28家, 每年净增2家。综合上述假设, 24-26年酒店运营业务收入预计为6.35、7.76、9.15亿元, 分别同增52.3%、22.1%、17.9%。

(2) 酒店管理 (委管&特许): 随着休闲度假需求提升, 公司旗下委管酒店经营持续向好, 据公司财报, 24Q1君澜大饭店系列营收同增7.5%, 君澜度假酒店营收同增2.4%, 宜兴隐龙谷君澜度假酒店、海南香水湾君澜度假酒店、国寿君澜大饭店、七仙岭君澜度假酒店等16店营收超预算指标, 安徽区域君澜·淮南迎宾馆、山东区域青岛即墨君澜度假酒店、崂山君澜度假酒店等营收及RevPAR均实现上涨。后续公司有望加速管理输出, 据公司财报, 24年公司目标签约酒店60家, 新开业酒店63家 (23年为签约55家、新开业34家), 且预计以委管店为主。综合考虑公司管理酒店经营向好及拓店加速, 预计24-26年酒店管理收入为1.64、2.32、3.03亿元, 分别同增40.1%、41.6%、30.8%。

综上, 预计公司24-26年实现收入7.99、10.08、12.18亿元, 分别同增49.7%、26.1%、20.9%, 考虑经营优化与规模扩张有望优化各项成本费用率, 利润扰动因素减少有望带来较大业绩修复弹性, 预计归母净利润分别为1.40、1.98、2.61亿元, 分别同增359.6%、41.4%、31.8%。

表 1: 公司主营业务拆分及收入预测

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	382	256	278	342	534	799	1,008	1,218
YoY	11.9%	-32.9%	8.4%	23.2%	56.2%	49.7%	26.1%	20.9%
营业成本 (百万元)	249	192	185	219	322	467	573	675
YoY	12.0%	-22.9%	-3.4%	18.2%	47.0%	45.1%	22.7%	18.0%
毛利率	34.9%	25.1%	33.3%	36.0%	39.7%	41.6%	43.2%	44.6%
YoY	-0.1%	-9.7%	8.1%	2.7%	3.7%	1.9%	1.6%	1.4%
1.酒店运营 (直营)								
营业收入 (百万元)	367	241	247	258	417	635	776	915
YoY	10.6%	-34.2%	2.4%	4.4%	61.7%	52.3%	22.1%	17.9%
营业成本 (百万元)	243	188	180	191	294	431	524	615
YoY	11.9%	-22.5%	-4.2%	6.1%	53.8%	46.3%	21.6%	17.4%
毛利率	33.8%	22.0%	27.0%	25.8%	29.4%	32.2%	32.5%	32.8%
YoY	-0.8%	-11.8%	5.0%	-1.2%	3.6%	2.8%	0.3%	0.3%
RevPAR (元)	287.1	183.2	231.2	217.0	332.8	384.7	432.1	471.7
YoY	3.2%	-36.2%	26.2%	-6.1%	53.4%	15.6%	12.3%	9.2%
ADR (元)	427.2	367.1	398.3	401.2	490.5	564.0	631.7	688.6
YoY	2.0%	-14.0%	8.5%	0.7%	22.3%	15.0%	12.0%	9.0%
Occ	67.2%	49.9%	58.0%	54.1%	67.9%	68.2%	68.4%	68.5%
YoY	0.7%	-17.3%	8.1%	-4.0%	13.8%	0.4%	0.2%	0.1%
直营门店数 (家)	15	16	15	16	22	24	26	28
净增数 (家)	1	1	-1	1	6	2	2	2
2.酒店管理 (委管&特许)								
营业收入 (百万元)	15	15	31	84	117	164	232	303
YoY	54.8%	-0.1%	105.6%	175.6%	39.1%	40.1%	41.6%	30.8%
营业成本 (百万元)	6	3	5	27	27	36	49	61
YoY	15.3%	-39.2%	41.7%	464.3%	-0.3%	31.5%	35.2%	24.6%
毛利率	62.0%	76.8%	84.0%	67.3%	76.6%	78.0%	79.0%	80.0%
YoY	13.0%	14.9%	7.2%	-16.7%	9.3%	1.4%	1.0%	1.0%

数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

考虑公司业绩修复的高弹性以及未来的高成长性, 我们采用PEG估值法进行估值。酒店行业成本相对刚性, 而公司直营店收入及利润占比高, 疫情期间利润基数较低, 疫后快速拓店成本摊销及开办费用侵蚀利润, 难以反映出公司真实经营水平, 我们预计随着公司直营店拓店节奏趋稳使得费用端压力减小、新开直营店爬坡顺利并逐步进入盈利期, 后续业绩具有较高修复弹性。对比可比公司(锦江/首旅/华住), 公司体量较小, 成长性更为显著, 据Wind一致预期, 可比公司24-26年归母净利润CAGR为12%-14%, 我们预测君亭酒店24-26年归母净利润CAGR为37%; 最新市值对应可比公司PE18-22倍, PEG为1.4-1.5, 我们给予君亭酒店2024年42倍PE, 对应2024年PEG为1.1, 合理价值为30.30元/股, 维持“买入”评级。

表 2: 可比公司盈利预测与估值 (截至 24 年 4 月 26 日收盘)

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				24-26 CAGR	PE			PEG 2024E
			2024E	2025E	2026E	2024E		2025E	2026E		
锦江酒店	600754.SH	295	1,584	1,889	2,027	13%	19	16	15	1.4	
首旅酒店	600258.SH	168	939	1,088	1,178	12%	18	15	14	1.5	
华住集团-S	01179.HK	933	4,328	4,956	5,632	14%	22	19	17	1.5	

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、风险提示

(一) 宏观经济波动

若经济增速放缓、通货膨胀加剧、居民可支配收入增长不及预期,可能导致整体消费需求增长势头下滑,从而对酒店需求产生负面影响。

(二) 市场竞争加剧

酒店行业短期市场需求总量难以出现大幅增长,存量竞争较为激烈,若公司无法通过门店网络拓展、产品结构升级提升自身竞争力,将在竞争中处于不利地位。

(三) 门店拓展不及预期

公司业绩增长主要来自酒店数量扩张,包括直营门店和委管店等。若公司门店开拓速度不及预期,门店扩张速度放缓,将影响公司未来业绩增长。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	824	650	715	843	1,024
货币资金	678	487	542	659	830
应收及预付	69	84	88	94	99
存货	1	7	8	9	10
其他流动资产	76	73	77	82	84
非流动资产	1,198	1,775	1,792	1,808	1,832
长期股权投资	6	7	7	7	7
固定资产	8	17	22	26	29
在建工程	15	79	57	41	31
无形资产	62	62	62	63	63
其他长期资产	1,107	1,610	1,644	1,671	1,703
资产总计	2,022	2,425	2,507	2,651	2,856
流动负债	239	306	286	266	243
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	35	60	53	46	39
其他流动负债	204	246	232	220	204
非流动负债	823	1,143	1,093	1,043	993
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	823	1,143	1,093	1,043	993
负债合计	1,062	1,449	1,378	1,309	1,235
股本	130	194	194	194	194
资本公积	636	571	571	571	571
留存收益	208	212	353	551	812
归属母公司股东权益	973	978	1,118	1,317	1,578
少数股东权益	-13	-2	11	26	43
负债和股东权益	2,022	2,425	2,507	2,651	2,856

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	342	534	799	1008	1218
营业成本	219	322	467	573	675
营业税金及附加	1	1	2	2	2
销售费用	22	45	50	61	73
管理费用	40	78	80	100	119
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	22	33	22	20	16
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	1	2	2	1
营业利润	42	52	186	260	339
营业外收支	1	1	1	1	1
利润总额	43	52	187	260	339
所得税	10	10	34	47	61
净利润	33	42	153	213	278
少数股东损益	3	12	13	15	17
归属母公司净利润	30	31	140	198	261
EBITDA	157	250	350	419	496
EPS (元)	0.18	0.16	0.72	1.02	1.34

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	120	245	290	349	413
净利润	33	42	153	213	278
折旧摊销	96	158	141	140	140
营运资金变动	-27	2	-27	-32	-32
其它	18	42	22	27	26
投资活动现金流	-27	-174	-151	-153	-163
资本支出	-93	-199	-129	-132	-142
投资变动	52	0	-2	-2	-2
其他	14	25	-20	-18	-19
筹资活动现金流	363	-261	-84	-80	-78
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	505	0	0	0	0
其他	-143	-261	-84	-80	-78
现金净增加额	456	-191	55	116	171
期初现金余额	222	678	487	542	659
期末现金余额	678	487	542	659	830

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	23.2%	56.2%	49.7%	26.1%	20.9%
营业利润	2.2%	23.4%	259.9%	39.3%	30.5%
归母净利润	-19.4%	2.6%	359.6%	41.4%	31.8%
获利能力					
毛利率	36.0%	39.7%	41.6%	43.2%	44.6%
净利率	9.6%	7.9%	19.2%	21.2%	22.8%
ROE	3.1%	3.1%	12.5%	15.1%	16.6%
ROIC	2.5%	3.3%	7.4%	9.2%	10.8%
偿债能力					
资产负债率	52.5%	59.8%	55.0%	49.4%	43.3%
净负债比率	110.7%	148.5%	122.1%	97.5%	76.2%
流动比率	3.45	2.13	2.50	3.17	4.21
速动比率	3.26	1.94	2.28	2.91	3.90
营运能力					
总资产周转率	0.20	0.24	0.32	0.39	0.44
应收账款周转率	7.36	7.61	10.40	12.69	14.70
存货周转率	240.18	85.06	64.60	67.34	69.12
每股指标 (元)					
每股收益	0.18	0.16	0.72	1.02	1.34
每股经营现金流	0.99	1.26	1.49	1.79	2.12
每股净资产	8.06	5.03	5.75	6.77	8.11
估值比率					
P/E	389.44	141.81	37.01	26.18	19.86
P/B	8.70	4.51	4.64	3.94	3.29
EV/EBITDA	55.27	20.70	16.66	13.52	10.99

资发批零与社会服务行业研究小组

- 嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 王薇：高级分析师，武汉大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 杨起帆：高级研究员，香港大学金融硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 投

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				

利律主体声明

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。