

光銀國際研究  
中國物業管理行業

# 行业报告 — 中国物业管理行业

陈惠杰  
高级分析师

[Dominic.chan@cebi.com.hk](mailto:Dominic.chan@cebi.com.hk)

(852) 2916-9631

2022年4月12日

## 主要数据

2022E 平均市盈率 (x)	9.64
2022E 平均市净率 (x)	2.13
2022E 平均股息收益率 (%)	3.38

资料来源：彭博、光银国际

## 板块表现 (%)

1个月	6.7
3个月	-7.6
今年以来	-31.0

资料来源：彭博

## 2022年中国物管行业展望及2021年业绩总结

- 2021年物管企业收入高速增长
- 在管面积与合约面积不断扩张
- 行业毛利率承压
- 市场预测2022年盈利增长40.1%
- 物管板块2022年预测市盈率9.6倍

**中国物管行业2021年保持快速增长：**2021年物业企业收入普遍维持高速增长，行业规模快速扩大。综合而言，收入规模最大的是碧桂园服务，期内营业收入288.43亿元人民币，同比增长84.9%，合景悠活录得最高增速114.5%，总收入为32.55亿元人民币，祈福生活服务录得最低增速2.38%。净利润方面，碧桂园服务盈利规模最大，期内盈利40.33亿元人民币，同比增长50.15%。除佳兆业美好、鑫苑服务、中奥到家、祈福生活服务、第一服务外，其他物业公司均录得利润同比上升。当中，融创服务录得净利润最高增速112.3%，而佳兆业美好净利润下降幅度最大，为74.77%，主要因为期内录得1.59亿元投资损失。

**在管面积与合约面积不断扩张：**2021年物业企业均录得不同程度在管面积与合约面积增长。除了关联方交付的方式外，大部分企业亦通过提升第三方自主外拓能力，将自主外拓作为最主要的新业务来源。亦有部分物业企业通过并购实现规模快速扩张，如年内碧桂园服务收购蓝光嘉宝服务，远洋服务收购红星物业等。

**毛利率普遍承压：**2021年物业企业平均毛利率下跌0.37个百分点。大型物管企业方面，碧桂园服务毛利率30.7%，同比下降3.3个百分点，雅生活服务下跌2.15个百分点至27.5%。相反，华润万象生活毛利率同比上升4.1个百分点至31.1%。综合而言，兴业物联毛利率降幅最大，下降7.39个百分点，而宋都服务在利率承压的环境下录得最高毛利率增长，为5.87个百分点。

**市场预测2022年盈利增长40.1%：**根据彭博综合预测，预期2022年物管整体收入同比增长41%，2022年盈利同比增长40.1%。展望2022年，市场预测物管整体增长放缓，期内收入同比增长32.6%，盈利同比增长32.8%。

**物管板块2022年预测市盈率9.6倍：**今年以来物管板块表现较差，整个板块下跌31%。现价预测2022年市盈率9.6倍，市帐率2.1倍。

**行业风险包括：**1) 项目拓展不及预期，2) 物业管理成本大幅上升，3) 增值服务与商业服务消费不急预期，4) 新冠肺炎疫情持续。

各物业管理公司 2021 年业绩简单总结：

**碧桂园服务(6098 HK)** 2021 年营业收入为 288.43 亿元人民币，同比增长 84.9%，2021 年净利润 40.33 亿元人民币，同比增长 50.15%。物业管理服务、社区增值服务及非业主增值服务分别占总收入约 47.8%、11.5%及 9.3%。其中，在管面积达 765.7 百万平方米，合约面积达 1437.9 百万平方米，毛利率 30.7%，同比下降 3.3 个百分点。

**雅生活服务(3319 HK)** 2021 年营业收入为 140.8 亿元人民币，同比增长 40.43%，2021 年净利润 23.08 亿元人民币，同比增长 31.58%。物业管理服务、社区增值服务及非业主增值服务分别占总收入约 61.5%、33.5%及 5%。其中，在管面积达 488.9 百万平方米，合约面积达 663.1 百万平方米，毛利率 27.5%，同比下降 2.15 个百分点。

**华润万象生活(1209 HK)** 2021 年营业收入为 88.75 亿元人民币，同比增长 30.82%，2021 年净利润 17.25 亿元人民币，同比增长 110.8%。物业管理服务、社区增值服务及非业主增值服务分别占总收入约 42%、4.3%及 9%。其中，在管面积达 164.8 百万平方米，合约面积达 185.9 百万平方米，毛利率 31.1%，同比上升 4.15 个百分点。

**绿城服务(2869 HK)** 2021 年营业收入为 125.66 亿元人民币，同比增长 24.35%，2021 年净利润 8.46 亿元人民币，同比增长 19.15%。物业管理服务、社区增值服务及非业主增值服务分别占总收入约 61.8%、22.6%及 15.6%。其中，在管面积达 301.4 百万平方米，合约面积达 347.4 百万平方米，毛利率 18.54%，同比下降 0.49 个百分点。

**世茂服务(873 HK)** 2021 年营业收入为 84.25 亿元人民币，同比增长 67.64%，2021 年净利润 11.3 亿元人民币，同比增长 63%。物业管理服务、社区增值服务及非业主增值服务分别占总收入约 49.7%、29.8%及 10.3%。其中，在管面积达 240 百万平方米，合约面积达 308 百万平方米，毛利率 27.5%，同比下降 3.89 个百分点。

**保利物业(6049 HK)** 2021 年营业收入为 107.8 亿元人民币，同比增长 34.1%，2021 年净利润 8.45 亿元人民币，同比增长 25.37%。物业管理服务、社区增值服务及非业主增值服务分别占总收入约 61.9%、16.7%及 21.3%。其中，在管面积达 465.3 百万平方米，合约面积达 656.2 百万平方米，毛利率 18.68%，同比上升 0.03 个百分点。

**融创服务(1516 HK)** 2021 年营业收入为 79 亿元人民币，同比增长 70.88%，2021 年净利润 12.76 亿元人民币，同比增长 112.3%。物业管理服务、社区增值服务及非业主增值服务分别占总收入约 57.4%、6.4%及 34%。其中，在管面积达 217.4 百万平方米，

合约面积达 358 百万平方米，毛利率 31.5%，同比上升 3.91 个百分点。

**中海物业(2669 HK)** 2021 年营业收入为 94.42 亿元人民币，同比增长 44.26%，2021 年净利润 9.84 亿元人民币，同比增长 40.57%。物业管理服务及社区增值服务及分别占总收入约 70%及 27.6%。其中，在管面积达 260 百万平方米，毛利率 17.4%，同比下降 0.87 个百分点。

**新城悦服务(1755 HK)** 2021 年营业收入为 43.51 亿元人民币，同比增长 51.81%，2021 年净利润 5.25 亿元人民币，同比增长 16.15%。物业管理服务及社区增值服务分别占总收入约 48.4%及 21%。其中，在管面积达 153.5 百万平方米，合约面积达 278.8 百万平方米，毛利率 30.9%，同比上升 0.1 个百分点

**建业新生活(9983 HK)** 2021 年营业收入为 35.99 亿元人民币，同比增长 35.58%，2021 年净利润 6.19 亿元人民币，同比增长 44.96%。物业管理服务、社区增值服务及非业主增值服务分别占总收入约 36.8%、23.9%及 23.6%。其中，在管面积达 135.8 百万平方米，合约面积达 236.8 百万平方米，毛利率 32.9%，同比上升 0.48 个百分点。

**永升生活服务(1995 HK)** 2021 年营业收入为 47 亿元人民币，同比增长 50.64%，2021 年净利润 6.17 亿元人民币，同比增长 58.21%。物业管理服务、社区增值服务及非业主增值服务分别占总收入约 56.5%、23.4%及 18.4%。其中，在管面积达 101.6 百万平方米，合约面积达 181.2 百万平方米，毛利率 31.4%，同比上升 1.8 个百分点。

**卓越商企服务(6989 HK)** 2021 年营业收入为 34.67 亿元人民币，同比增长 37.31%，2021 年净利润 5.1 亿元人民币，同比增长 56.92%。物业管理服务及社区增值服务分别占总收入约 75.9%及 14.2%。其中，在管面积达 32.0 百万平方米，合约面积达 22.5 百万平方米，毛利率 27.7%，同比上升 4.1 个百分点。

**合景悠活(3913 HK)** 2021 年营业收入为 32.55 亿元人民币，同比增长 114.57%，2021 年净利润 6.74 亿元人民币，同比增长 108.67%。住宅物业管理服务和非住宅物业管理及商业营运服务分别占总收入约 80.2%及 10%。其中，在管面积达 206 百万平方米，合约面积达 278 百万平方米，毛利率 37.7%，同比下降 4.4 个百分点。

**宝龙商业(9909 HK)** 2021 年营业收入为 24.64 亿元人民币，同比增长 28.27%，2021 年净利润 4.38 亿元人民币，同比增长 43.61%。商业运营服务及住宅物业管理服务分别占总收入约 81.8%及 18%。其中，在管面积达 9.93 百万平方米，合约面积达 14 百万平方米，毛利率 33.4%，同比上升 2.45 个百分点。

**远洋服务(6677 HK)** 2021年营业收入为29.66亿元人民币，同比增长46.6%，2021年净利润4.4亿元人民币，同比增长70.8%。物业管理服务、社区增值服务及非业主增值服务分别占总收入约53.5%、26.3%及19.5%。其中，在管面积达73.5百万平方米，合约面积达105.9百万平方米，毛利率28%，同比上升2.73个百分点。

**时代邻里(9928 HK)** 2021年营业收入为27.2亿元人民币，同比增长54.72%，2021年净利润3.08亿元人民币，同比增长32.19%。物业管理服务、社区增值服务及非业主增值服务分别占总收入约57.9%、18%及14.6%。其中，在管面积达105.5百万平方米，合约面积达132百万平方米，毛利率27.3%，同比下降2.9个百分点。

**佳兆业美好(2168 HK)** 2021年营业收入为26.66亿元人民币，同比增长54.1%，2021年净利润0.56亿元人民币，同比下降74.7%。物业管理服务及社区增值服务分别占总收入约44.9%及6.8%。其中，在管面积达90.3百万平方米，合约面积达126.8百万平方米，毛利率29.6%，同比下降0.9个百分点。

**滨江服务(3316 HK)** 2021年营业收入为13.99亿元人民币，同比增长45.73%，2021年净利润3.21亿元人民币，同比增长45.91%。物业管理服务、社区增值服务及非业主增值服务分别占总收入约60%、9.86%及29.94%。其中，在管面积达29.9百万平方米，合约面积达49.8百万平方米，毛利率32.1%，同比上升1.1个百分点。

**正荣服务(3316 HK)** 2021年营业收入13.36亿元人民币，同比增长21.12%，2021年净利润1.74亿元人民币，同比增长1.16%。物业管理服务、社区增值服务及非业主增值服务分别占总收入约49.3%、19.8%及27.7%。其中，在管面积达71百万平方米，合约面积达104.1百万平方米，毛利率32%，同比下降2.8个百分点。

**鑫苑服务(1895 HK)** 2021年营业收入7.7亿元人民币，同比增长16.67%，2021年净利润1.2亿元人民币，同比下降13.04%，毛利率34.6%，同比下降5.4个百分点。

**中奥到家(1538 HK)** 2021年营业收入18.73亿元人民币，同比增长6.91%，2021年净利润1.06亿元人民币，同比下降19.7%。物业管理业务、清洁及绿化业务及地产代理业务分别占总收入约71.8%、10%及8.8%。其中，在管面积达66.1百万平方米，合约面积达72.2百万平方米，毛利率23.7%，同比下降2.14个百分点。

**祈福生活服务(3686 HK)** 2021年营业收入4.31亿元人民币，同比增长2.38%，2021年净利润0.81亿元人民币，同比下降37.2%。

其中，合约面积达 9.64 百万平方米，毛利率 45.2%，同比上升 1.5 个百分点。

**星盛商业(6668 HK)** 2021 年营业收入 5.72 亿元人民币，同比增长 29.4%，2021 年净利润 1.85 亿元人民币，同比增长 45.67%。委托管理服务、品牌及管理输出服务及整租服务分别占总收入约 61.36%、30%及 3.8%。其中，在管面积达 1.8 百万平方米，合约面积达 3.9 百万平方米，毛利率 57.7%，同比上升 1.4 个百分点。

**建发物业(2156 HK)** 2021 年营业收入 15.57 亿元人民币，同比增长 51.46%，2021 年净利润 1.6 亿元人民币，同比增长 50.94%。物业管理服务、社区增值服务及非业主增值服务分别占总收入约 48.7%、16.3%及 34.9%。其中，在管面积达 33 百万平方米，合约面积达 73.8 百万平方米，毛利率 25%，同比上升 0.5 个百分点。

**金融街物业(1502 HK)** 2021 年营业收入 13.2 亿元人民币，同比增长 16.7%，2021 年净利润 1.37 亿元人民币，同比上升 31.73%。其中，在管面积达 33.5 百万平方米，合约面积达 36.2 百万平方米，毛利率 19.9%，同比下降 1.68 个百分点。

**第一服务(2107 HK)** 2021 年营业收入 11.2 亿元人民币，同比增长 45.12%，2021 年净利润 0.35 亿元人民币，同比下降 63.2%。物业管理服务、绿色人居解决方案及增值服务分别占总收入约 54.5%、18.5%及 27.8%。其中，在管面积达 52.1 百万平方米，合约面积达 74 百万平方米，毛利率 29.9%，同比下降 4.74 个百分点。

**弘阳服务(1971 HK)** 2021 年营业收入 11.3 亿元人民币，同比增长 47.15%，2021 年净利润 1.28 亿元人民币，同比增长 83.8%。物业管理服务、社区增值服务及非业主增值服务分别占总收入约 66.6%、17.4%及 16%。其中，在管面积达 36.4 百万平方米，合约面积达 52.6 百万平方米，毛利率 28.4%，同比上升 0.49 个百分点。

**银城生活服务(1922 HK)** 2021 年营业收入 13.51 亿元人民币，同比增长 40.44%，2021 年净利润 0.88 亿元人民币，同比增长 31.3%。物业管理服务及社区增值服务分别占总收入约 80.1%及 19.8%。其中，在管面积达 58 百万平方米，合约面积达 61.9 百万平方米，毛利率 16.2%，同比下降 0.7 个百分点。

**佳源服务(1153 HK)** 2021 年营业收入 8.2 亿元人民币，同比增长 33.3%，2021 年净利润 1 亿元人民币，同比增长 53.8%。物业管理服务、社区增值服务及非业主增值服务分别占总收入约 79.1%、7.4%及 13.4%。其中，在管面积达 41.9 百万平方米，合约面积达 62.7 百万平方米，毛利率 31.5%，同比上升 1.08 个百分点。

**和泓服务(6093 HK)** 2021年营业收入7.67亿元人民币，同比增长84.4%，2021年净利润0.86亿元人民币，同比增长53.57%。物业管理服务、社区增值服务及非业主增值服务分别占总收入约68.8%、17.7%及13%。其中，在管面积达34百万平方米，合约面积达26.1百万平方米，毛利率34.5%，同比下降1.31个百分点。

**兴业物联(9916 HK)** 2021年营业收入2.81亿元人民币，同比增长31.9%，2021年净利润0.55亿元人民币，同比增长11.1%。物业管理及增值服务及物业工程服务分别占总收入约79.4%及18%。其中，在管面积达6.6百万平方米，合约面积达10.6百万平方米，毛利率33.3%，同比下降7.39个百分点。

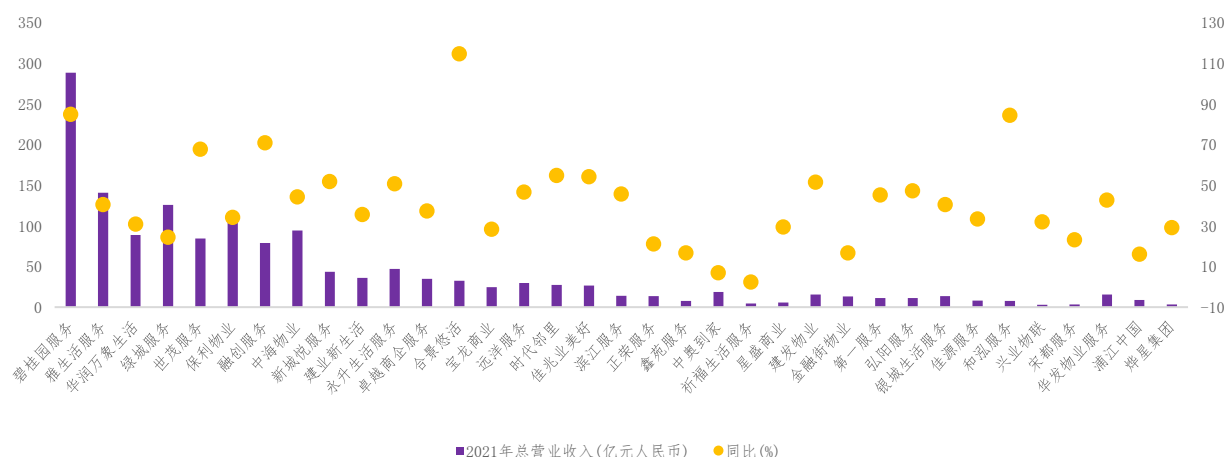
**宋都服务(9608 HK)** 2021年营业收入3.16亿元人民币，同比增长23.1%，2021年净利润0.54亿元人民币，同比上升65.6%。物业管理服务、社区增值服务及非业主增值服务分别占总收入约54.5%、11.3%及28.6%。其中，在管面积达9.2百万平方米，合约面积达12.1百万平方米，毛利率36.2%，同比上升5.87个百分点。

**华发物业服务(982 HK)** 2021年营业收入15.5亿元人民币，同比增长42.7%，2021年净利润1.88亿元人民币，同比增长97.1%。其中，在管面积达20.3百万平方米，合约面积达38.6百万平方米，毛利率27.08%，同比下降0.82个百分点。

**浦江中国(1417 HK)** 2021年营业收入8.86亿元人民币，同比增长15.9%，2021年净利润0.39亿元人民币，同比增长50%，毛利率14.3%，同比下降1.1个百分点。

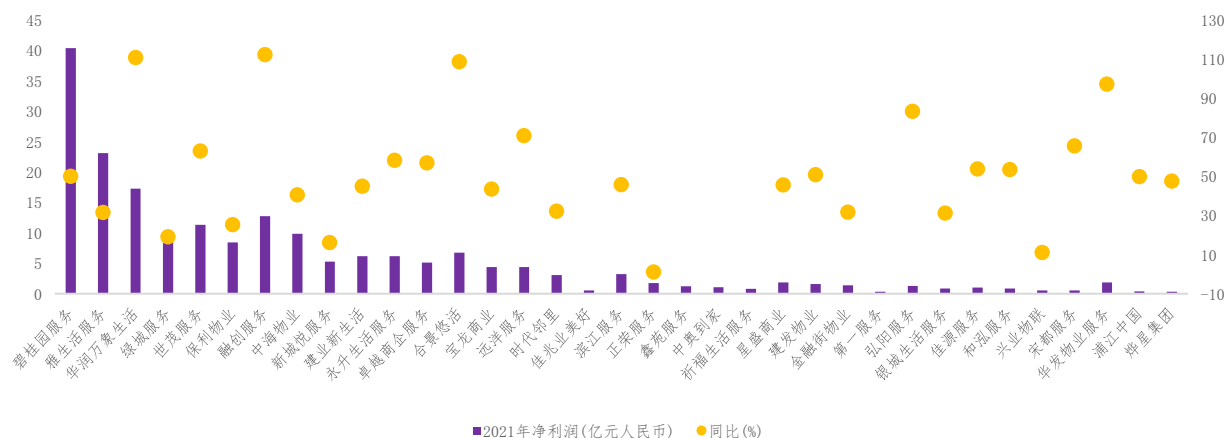
**焯星集团(1941 HK)** 2021年营业收入3.37亿元人民币，同比上升29.1%，2021年净利润0.31亿元人民币，同比下跌47.6%。物业管理服务、物业开发商相关服务及物业开发商相关服务分别占总收入约77%、12.9%及10%。其中，在管面积达11.8百万平方米，合约面积达14.2百万平方米，毛利率26.6%，同比上升2.32个百分点。

图表 1：中国物管企业 2021 年收入（亿元人民币）与同比增速（%）



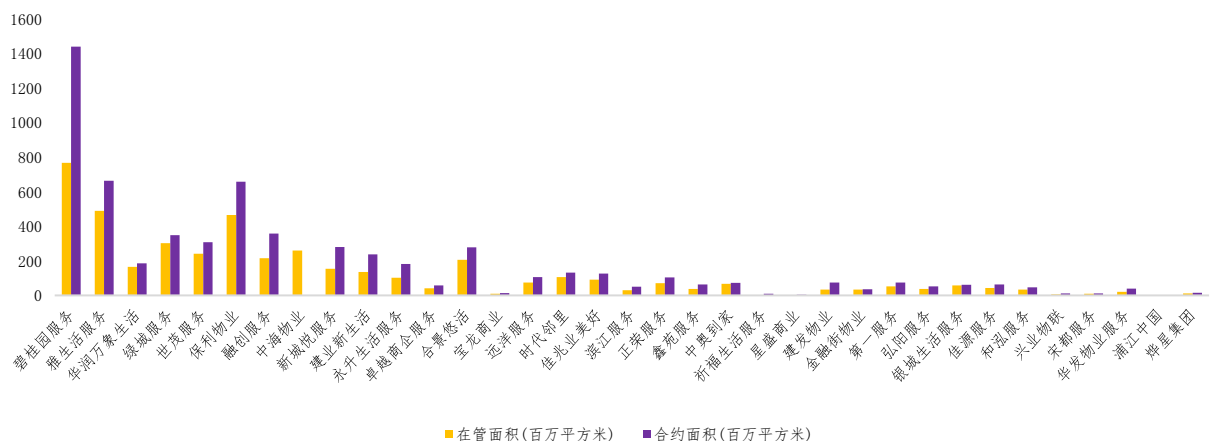
资料来源：公司公告，光银国际

图表 2：中国物管企业 2021 年净利润（亿元人民币）与同比增速（%）



资料来源：公司公告，光银国际

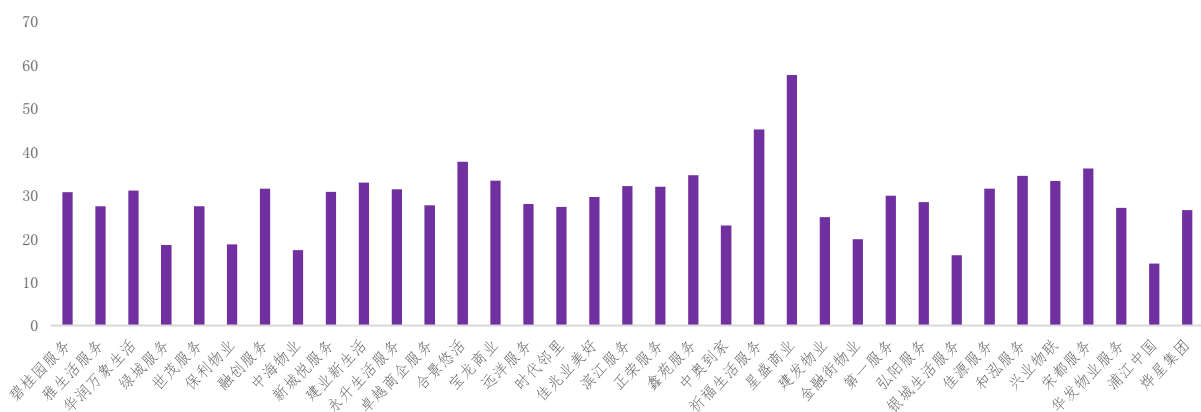
图表 3：中国物管企业 2021 年在管面积与合约面积（百万平方米）



资料来源：公司公告，光银国际



图表 4：中国物管企业 2021 年毛利率 (%)

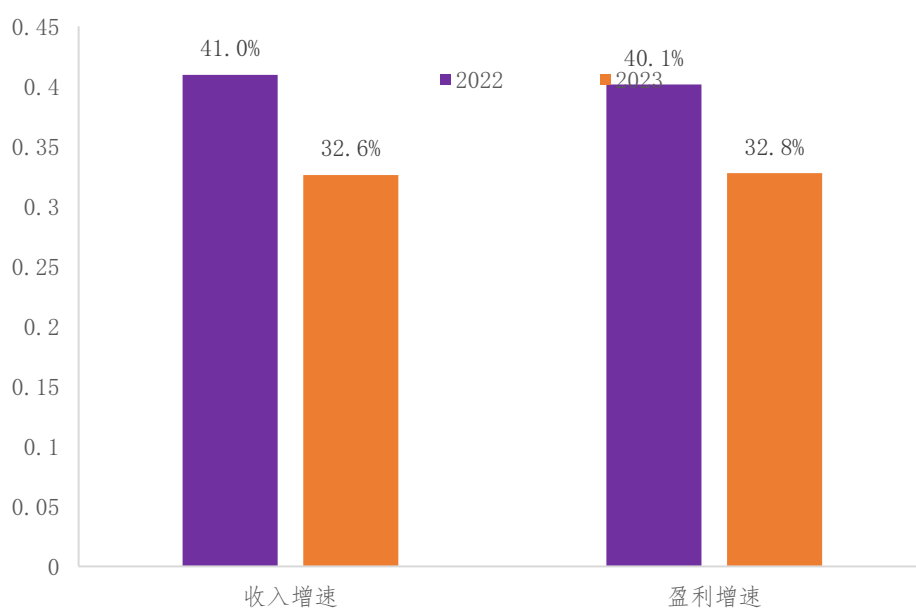


资料来源：公司公告，光银国际

### 2022 年物管盈利预期增长 40.1%

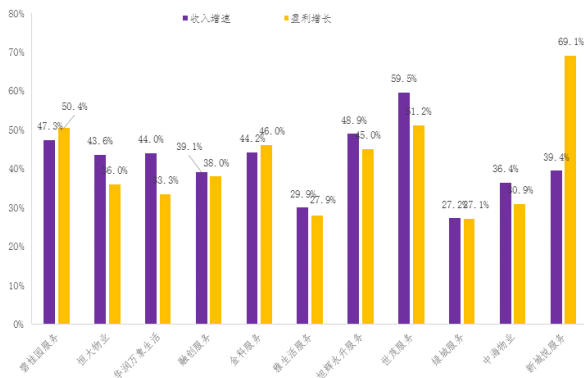
根据彭博综合预测，预期 2022 年物管整体收入同比增长 41%，2022 年盈利同比增长 40.1%。展望 2022 年，市场预测物管整体增长放缓，期内收入同比增长 32.6%，盈利同比增长 32.8%。

图表 5：物管板块 2022/2023 年收入及盈利预测 (%)



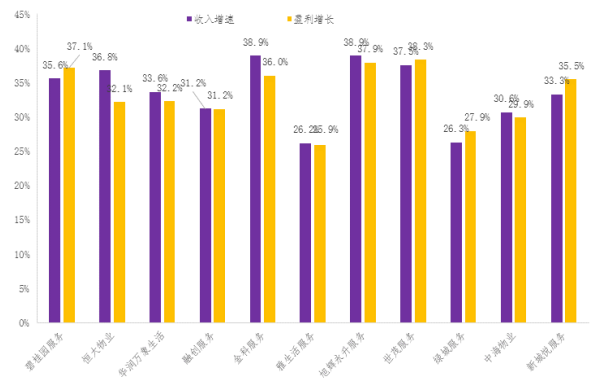
资料来源：彭博、光银国际

图表 6：2022 年重点物管企业收入及盈利增速



资料来源：彭博、光银国际

图表 7：2023 年重点物管企业收入及盈利增速



资料来源：彭博、光银国际

图表 8：中国物管企业估值表（截至 2022 年 4 月 8 日）

代码	名称	股价 (当地货币)	市盈率			市帐率			股息率	市值 (百万港元)
			2021	2022E	2023E	2020	2021E	2022E		
香港上市同业										
物业管理公司										
6098 hk equity	碧桂园服务	40.10	22.85	15.99	11.60	2.74	2.50	2.11	1.51	121886.34
6666 hk equity	恒大物业	2.30	5.87	5.58	4.25	1.71	1.57	1.18	1.82	24864.87
1209 hk equity	华润万象生活	41.45	41.86	31.50	23.73	5.20	4.64	4.06	1.12	88789.25
1516 hk equity	融创服务	5.34	9.31	6.76	5.17	1.40	1.15	1.00	4.28	14684.14
9666 hk equity	金科服务	30.35	14.58	9.95	7.30	2.01	1.73	1.47	3.97	18932.59
3319 hk equity	雅生活服务	13.96	6.30	4.96	3.94	1.34	1.17	0.97	6.31	18374.81
1995 hk equity	旭辉永升服务	12.28	25.59	17.84	12.96	3.28	3.24	2.69	1.65	20224.27
873 hk equity	世茂服务	5.03	8.01	5.15	3.66	1.09	0.95	0.78	4.94	11427.64
2869 hk equity	绿城服务	8.60	25.36	20.03	15.72	3.07	2.84	2.60	2.62	26551.76
2669 hk equity	中海物业	9.95	32.64	24.92	19.12	10.70	8.10	6.15	1.22	32112.63
1755 hk equity	新城悦服务	11.04	13.45	8.20	6.04	3.17	2.43	1.87	3.52	8913.35
9909 hk equity	宝龙商业	8.82	9.07	6.41	4.85	1.65	1.38	1.16	7.16	4969.62
3913 hk equity	合景悠活	3.57	8.01	6.15	4.99	1.54	1.30	1.10	5.60	6555.61
2048 hk equity	易居企业控股	1.04	-	-	-	0.91	-	-	1.57	1644.12
6989 hk equity	卓越商企服务	4.79	8.68	5.76	4.31	1.28	1.17	1.04	-	5430.55
6049 hk equity	保利物业服务股份有限公司	56.60	28.67	22.52	17.67	3.58	3.18	2.76	-	29880.00
9983 hk equity	建业新生活	4.40	6.81	5.06	3.87	1.44	1.22	1.03	-	5241.76
9928 hk equity	时代邻里	2.45	5.72	4.39	3.50	0.98	0.82	0.68	-	2207.91
6677 hk equity	远洋服务	3.87	8.09	5.93	4.32	1.47	1.32	1.19	-	4357.12
1778 hk equity	彩生活	0.62	1.42	-	-	0.17	-	-	-	922.27
3316 hk equity	滨江服务	23.50	13.02	11.13	7.95	5.48	4.42	3.42	-	6343.54
6958 hk equity	正荣服务	1.13	4.71	2.06	1.50	0.58	0.49	0.40	-	1027.13
3662 hk equity	奥园健康	1.86	3.46	2.89	2.03	0.98	0.89	0.72	-	1350.83
2168 hk equity	佳兆业美好	7.89	15.90	1.71	1.12	0.74	-	-	-	1120.38
108 hk equity	国锐地产	1.11	82.18	-	-	0.91	-	-	-	3519.31
2156 hk equity	建发物业	4.30	24.82	-	-	4.40	-	-	-	5478.67
1153 hk equity	佳源服务	3.38	16.55	-	-	2.77	-	-	-	2067.58
1971 hk equity	弘阳服务	3.05	8.18	4.34	3.01	1.32	1.70	1.41	-	1269.90
1922 hk equity	银城生活服务	3.40	7.87	6.07	4.66	2.87	2.01	1.53	-	857.56
1895 hk equity	鑫苑服务	2.02	7.18	-	-	0.97	-	-	-	1145.22
733 hk equity	合富辉煌	1.17	-	-	-	0.27	-	-	-	808.98
6093 hk equity	和泓服务	4.10	21.69	-	-	3.61	-	-	-	2324.00
2146 hk equity	荣万家	3.96	2.61	-	-	0.67	-	-	-	1488.96
2107 hk equity	第一服务控股	0.86	19.19	-	-	1.07	-	-	-	840.00
3992 hk equity	创毅控股	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1417 hk equity	浦江中国	1.58	16.60	-	-	2.18	-	-	-	729.00
1538 hk equity	中奥到家	0.54	3.52	-	-	0.42	-	-	-	461.46
1502 hk equity	金融街物业	3.21	6.92	5.67	4.91	0.84	0.78	0.67	-	1172.79
9608 hk equity	宋都服务	0.10	4.86	-	-	0.87	-	-	-	329.60
3686 hk equity	祈福生活服务	0.48	4.88	-	-	0.70	-	-	-	487.56
9916 hk equity	兴业物联	0.92	5.49	-	-	0.81	-	-	-	368.00
1941 hk equity	烨星集团	0.42	4.45	-	-	0.52	-	-	-	168.20
平均数			14.26	9.64	7.29	1.99	2.13	1.75	3.38	11739.74

资料来源：彭博、光银国际

## 行业风险

行业风险包括：1) 项目拓展不及预期，2 物业管理成本大幅上升，3) 增值服务与商业服务消费不急预期，4) 新冠肺炎疫情持续。

## 重要披露及免责声明

本报告由光银国际资本有限公司(“光银国际资本”)撰写生产和分发,并由香港证监会监管。本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息,光银国际资本及其附属公司(统称为“光银国际”)力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。

本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要,并不构成个人投资建议,客户据此投资,责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。光银国际及其各自的公司董事、员工及代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。

本报告的内容不代表光银国际的建议,也不构成与上述有关证券的任何买卖/交易协议。本报告不拟作为买入或卖出要约,也不打算招揽购买或出售上述证券。证券价格可能上下波动。可能变得毫无价值。购买和出售证券可能会产生损失,而不是利润。

研究报告所载的资料及意见,如有任何更改,本司将不作另行通知。此外,光银国际的销售人员,交易员或其他持牌人员可能提供口头或书面市场评论或交易想法,这些意见可能与本报告中提出的建议和意见不一致,并得出不同的结论。光银国际可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本报告仅向特定客户传送,未经光银国际书面授权许可,任何人不得引用、转载以及向第三方传播,否则可能将承担法律责任。在一些司法管辖区域内,针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取管道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令光银国际受制于任何注册或领牌规定,则本研究报告不适用于该等司法管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。

本报告仅提供给香港客户,不会提供给美国客户。编制本报告的分析师未在美国注册或获得美国金融业监管局的分析师资格。

## 特殊披露

分析师，陈惠杰(香港证监会中央编号:APP609)作为香港证监会持牌人及本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析师之个人意见。分析师亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析师并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析师及分析师之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级定义

买入	未来十二个月预期回报高于10%
持有	未来十二个月预期回报在-10%和10%之间
卖出	未来十二个月预期回报低于-10%

股票评级的解释：(i) 买入：股票投资回报在未来12个月的潜在涨幅超过10%；(ii) 持有：股票投资回报在未来12个月的潜在变幅在-10%至+10%之间及(iii) 卖出：股票投资回报在未来12个月的潜在跌幅超过10%

行业评级的解释 (i) 超配：行业投资回报在未来12个月的潜在涨幅超过10%；(ii) 中性：行业投资回报在未来12个月的潜在变幅在-10%至+10%之间；(iii) 低配：行业投资回报在未来12个月的潜在跌幅超过10%及(iv) 未评级：光银国际并未给予行业投资评级

光银国际可能在过去12个月内与报告中公司有投资银行业务或其他业务关系（如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或自营买卖证券），同时亦有可能持有财务权益及/或证券/或衍生工具。投资者务请注意光银国际或会存在利益冲突，可能影响本报告的客观性。

版权所有光银国际。未经光银国际书面许可，禁止任何形式的发布，转载，发行，引用。