

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	4112.16	0.11
深证成指	15107.55	(0.09)
沪深 300	4807.31	(0.06)
中小 100	9404.74	0.55
创业板指	3677.15	(0.27)

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
综合	4.03	传媒	(1.57)
电子	2.21	钢铁	(1.44)
国防军工	1.97	建筑材料	(1.25)
房地产	1.62	美容护理	(1.03)
农林牧渔	0.88	公用事业	(0.99)

资料来源：万得，中银证券

中银晨会聚焦-20260501

■ 重点关注

【固定收益】意见分歧放大利率风险*张鹏 肖成哲。美伊冲突前景明朗前，拥有长周期前景的成长股配置方向，可能优于美债、黄金等传统避险资产。

【医药生物】三友医疗*刘恩阳 苏雪儿。公司公布 25 年年报及 26 年一季报，2025 年实现营收 5.43 亿元，同比增长 19.66%；归母净利润为 0.63 亿元，同比增长 450.20%，扣非归母净利润为 0.48 亿元，同比增长 1379.01%。

【有色金属】华友钴业*武佳雄 李扬。公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报，归母净利润同比实现较高增长；公司一体化布局不断深化，项目建设稳步推进，未来业绩有望保持增长，维持增持评级。

【电力设备】天赐材料*武佳雄 李扬。公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报，公司电解液出货量增长明显，锂电池材料业务利润率提升。

【电力设备】璞泰来*武佳雄 李扬。公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报，业绩同比实现较高增长；公司平台化布局和新产品开发持续推进，竞争优势逐步强化；维持增持评级。

【电力设备】尚太科技*武佳雄 李扬。公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报，公司推行差异化产品策略，2025 年负极材料产销规模快速增长，降本增效持续推进，未来盈利有望保持较强韧性；维持增持评级。

【社会服务】陕西旅游*李小民 宋环翔。公司发布 25 年年报及 26 年一季报。26Q1 公司实现营收 1.65 亿元，同比-21.47%；归母净利润 0.41 亿元，同比-44.57%。核心项目停演致 26Q1 业绩承压，旺季客流有望实现恢复性增长，外延整合落地有望持续增厚公司业绩，维持买入评级。

【商贸零售】中国中免*李小民 宋环翔。公司发布 2026 年一季报。26Q1 公司实现营收 169.06 亿元，同比+0.96%；归母净利润 23.48 亿元，同比+21.18%。

【社会服务】外服控股*李小民 纠泰民。公司发布 2025 年年度报告及 2026 年一季度报告。公司 2025 年实现营业收入 241.29 亿元，同比+8.17%；实现归母净利润 6.52 亿元，同比-39.96%；实现扣非归母净利 4.76 亿元，同比+4.16%。2026 年第一季度实现营业收入 66.41 亿元，同比+5.85%；实现归母净利润 2.37 亿元，同比+12.19%；实现扣非归母净利润 1.22 亿元，同比+1.74%。公司业绩维持稳健增长，我们维持买入评级。

【社会服务】兰生股份*李小民 宋环翔。公司发布 25 年年报及 26 年一季报。25 年公司实现营收 16.26 亿元，同比-1.07%，归母净利润 3.26 亿元，同比+6.16%。

【社会服务】同程旅行*李小民 宋环翔。公司发布 25 年年度业绩。25Q4 公司实现营收 48.40 亿元，同比+14.2%，经调整净利润 7.80 亿元，同比+18.1%。2025 全年合计实现营收 193.96 亿元，同比+11.9%，经调整净利润 34.03 亿元，同比+22.2%。公司主业实现稳健增长，国际化业务和酒管业务扩张有望持续增厚业绩，维持买入评级。

【房地产】华发股份*夏亦丰 许佳璐。摘要：华发股份公布 2025 年年报，公司实现营业总收入 834.3 亿元，同比增长 38.8%；归母净利润-95.0 亿元，2024 年为 9.5 亿元。公司 2025 年不派发现金红利。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

证券分析师：王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

重点关注

【固定收益】意见分歧放大利率风险——美联储4月议息会议点评

张鹏 肖成哲

美伊冲突前景明朗前，拥有长周期前景的成长股配置方向，可能优于美债、黄金等传统避险资产。

美联储4月议息会议继续按兵不动，但FOMC内部的分歧进一步显现。米兰支持降息，另外三位委员则反对政策声明包含宽松倾向的暗示，美联储议息会议自1992年10月以来首次有4位委员在决议中表达异议。

鲍威尔表示留任美联储理事。近日，美国哥伦比亚特区联邦检察官宣布停止对鲍威尔的调查，随后共和党参议员蒂利斯表示支持沃什出任新一任美联储主席。鲍威尔称在调查透明且完全的结束前，他将留在美联储理事会。美国司法部表示，除非有美联储监察长的建议，否则不会重启调查。我们认为，鲍威尔留任理事确实可能增加未来美联储政策决策的不确定性，但目前的基准假设仍是，如果美联储监察长的调查结果倾向于鲍威尔在相关事件中没有法律责任，那么美国司法部将不会重启调查，鲍威尔随后将遵循惯例辞任理事。

在美伊冲突前景明朗前，与利率关系密切的传统避险资产仍面临很大不确定性。如前期报告《冲突“冻结”与国内债市》(20260426)中提到，在几个月时间维度上（以今年美国中期选举前作为参考），美伊冲突可能向着三种情景演变：一是维持僵持状态，那么国际油价大概率高位震荡，且随着原油库存消耗，油价中枢甚至可能逐步抬升。二是冲突在几个月内结束，且海湾地区油气产能不受到严重破坏，那么油价将逐步下降。三是冲突在几个月内结束，但海湾地区油气产能受到严重破坏，油价将进一步冲高，且在高位保持更长时间。

我们认为情景一和二是更可能出现的情景，随着美伊双方更加了解彼此策略，情景三的局势严重失控风险趋于下降。但即使在情景一中，随着国际原油库存消耗，油价中枢还是可能进一步抬升。由此而产生的通胀压力仍将限制美联储重启降息。因此，美债、黄金等传统上与美债利率关系密切的避险资产，近期面临的市场风险反而较高。

拥有长周期前景的成长股可能是近期更占优的配置方向，由于存在短期通胀这个更大的不确定性因素，成长股估值的争议反而可能被市场暂时忽略。美伊冲突以来，以纳斯达克为代表的成长型股票指数的表现好于美债、黄金等传统避险资产，特别是在油价显著高于冲突前常态、但又基本保持震荡的情况下。我们认为，背后的逻辑可能在于世界经济难以长期承受由美伊冲突导致的原油供给严重短缺，只要海湾地区油气产能不遭受前述情景三描述的严重破坏，那么冲突影响就仍属于一种暂时性影响。而成长型股票作为一个资产类别，长周期视角下的业绩增长前景更可期，对暂时性影响相对不敏感。

不过，投资者也应该为情景三的局势失控风险做好准备，比如保持部分现金资产，用于在出现局势失控倾向时，在商品市场对油气相关品种进行波段操作。另外，如果出现情景二的缓和趋势，则应考虑向传统避险资产切换。因为如果短期通胀这个更大的不确定性因素明显弱化，那么对成长型股票估值的讨论可能重新被市场重视。

风险提示：国内外实体经济出现超预期变化；国内政策超预期收紧；国际地缘政治紧张局势升级等。

【医药生物】三友医疗—利润受短期因素有所影响，海外业务持续快速增长

刘恩阳 苏雪儿

公司公布25年年报及26年一季报，2025年实现营收5.43亿元，同比增长19.66%；归母净利润为0.63亿元，同比增长450.20%，扣非归母净利润为0.48亿元，同比增长1379.01%。2026Q1实现营收1.24亿元，同比增长6.13%，归母净利润0.07亿元，同比下降44.97%，扣非归母净利润0.01亿元，同比下降86.92%。考虑到公司脊柱业务恢复常态化增长，海外业务快速增长，同时，布局手术机器人+AI医疗，打开成长空间，我们持续看好公司的长期发展，维持买入评级。

支撑评级的要点

公司营收实现稳健增长，利润受短期因素有所影响。公司公布25年年报及26年一季报，2025年实现营收5.43亿元，同比增长19.66%；归母净利润为0.63亿元，同比增长450.20%，扣非归母净利润为0.48亿元，同比增长1379.01%。公司业绩实现稳定增长，主要系终端医院和渠道的进一步拓展带来脊柱业务和超声骨刀业务的进一步增长，以及法国Implanet公司收入的增加。2026Q1实现营收1.24亿元，同比增长6.13%，归母净利润0.07亿元，同比下降44.97%，扣非归母净利润0.01亿元，同比下降86.92%。一季度利润下降主要是因为本期确认股份支付费用762.69万元，欧元贬值产生汇兑损失375.40万元，导致归母净利润影响较大。细分业务来看，2025年脊柱业务实现营收3.44亿元，同比增长11.39%，创伤业务实现营收0.19亿元，同比增长2.68%。

水木天蓬超额完成业绩承诺，超声骨刀快速放量。2025 年水木天蓬实现营业收入 1.63 亿元，同比增长 38.85%，其中国内超声骨刀仅刀头耗材实现销售额 9,387.87 万元，同比增长 38.07%。实现归母净利润 7,621.03 万元，同比增长 118.05%；实现扣非归母净利润 7,230.60 万元，同比增长 74.32%，已超额完成 2025 年业绩承诺。公司将继续利用现有销售网络和渠道资源，推动水木天蓬超声骨刀业务渗透率的进一步提升。得益于海外渠道布局，水木天蓬海外业务实现销售收入 2,413.45 万元，同比增长 68.20%。未来将进一步完善欧洲、美国和亚洲等国际市场布局，实现海外市场的快速拓展，其中，美国市场销售快速增长。

海外业务持续快速增长，美国市场表现突出。2025 年 Implanet 公司实现收入 1,247.39 万欧，同比增长 33%。美国市场的开拓取得重大进展，同比增长 49%。2026Q1 公司海外业务保持持续快速增长，法国 Implanet 公司实现主营业务收入 303.1 万欧元，同比增长 18%。其中，美国市场增长尤其显著，收入同比增长 167%。2026 年 3 月，法国 Implanet 公司的 3D 打印腰椎椎间融合系统获得美国 FDA510(K) 认证，该融合器系统和此前获批的 JSS 脊柱后路钉棒系统配合使用，进一步补充公司的国际产品线，提升公司竞争力，有望加速海外市场产品放量。未来公司将加大海外市场销售投入，保持国际化业务的持续强劲增长。

布局手术机器人+AI 医疗，打开公司成长空间。2026 年 3 月，公司的春风化雨三臂脊柱手术人形机器人系统在南京鼓楼医院完成了全球首次注册临床实验入组。该产品已通过国家药监局创新通道审批，并预计于 2026 年底获美国 FDA 批准，打开长期成长天花板。同时，公司积极落实“医疗+人工智能 AI”战略布局，设立控股子公司杭州行云圭，未来将重点研究骨科智能 AI 多模态辅助诊疗领域，通过深度融合 AI 大模型与脊柱外科疗法及临床大数据和模型训练路径，实现从早期筛查、精准诊断到个性化治疗，满足更多临床需求。

估值

考虑到公司股权激励摊销费用和汇兑损益等影响，我们调整公司盈利预测，预计公司 26-28 年归母净利润为 1.13/2.04/2.86 亿元（原 26-27 年预测为 1.79/2.59）亿元，对应 EPS 分别为 0.34/0.61/0.86 元，当前股价对应 PE 分别为 51.6/28.6/20.4x，考虑到公司脊柱业务恢复常态化增长，海外业务快速增长，同时，布局手术机器人+AI 医疗，打开成长空间，我们持续看好公司的长期发展，维持买入评级。

评级面临的主要风险

集采进一步加强，对公司销售产生影响；公司国际化进展不达预期；超声骨刀放量不及预期。

【有色金属】华友钴业—26Q1 业绩同比高增，一体化优势持续释放

武佳雄 李扬

公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报，归母净利润同比实现较高增长；公司一体化布局不断深化，项目建设稳步推进，未来业绩有望保持增长，维持增持评级。

支撑评级的要点

2025 年归母净利润同比增长 47.07%：公司发布 2025 年年报，全年实现营收 810.19 亿元，同比增长 32.94%；实现归母净利润 61.10 亿元，同比增长 47.07%；实现扣非归母净利润 57.93 亿元，同比增长 52.64%。根据年报数据计算，2025Q4 公司实现归母净利润 18.94 亿元，同比增长 66.97%，环比增长 25.84%。

2026Q1 归母净利润同比增长 99.45%：公司发布 2026 年一季报，一季度实现营收 258.04 亿元，同比增长 44.62%；归母净利润 24.97 亿元，同比增长 99.45%，环比增长 31.84%；扣非归母净利润 20.70 亿元，同比增长 68.76%，环比增长 16.27%。

主要产品销量稳步增长，一体化优势持续释放：2025 年公司三元正极材料出货量突破 10 万吨，同比增长超过一倍；三元前驱体出货量同比小幅增长，产品结构持续升级、客户结构不断优化；镍产品出货量约 29.25 万金属吨，同比增长 58.72%；钴产品出货量约 4.65 万吨，同比保持稳定；碳酸锂出货量 5.44 万吨，同比增长 38.58%。公司一体化优势持续释放，镍、锂资源项目为下游产品提供具有竞争力的原料保障，锂电材料端持续开拓新客户和推动新产品量产，行业竞争力不断增强。

深化全球布局，项目建设有序推进：公司 Sorowako 项目前期工作有序开展，华星火法项目开工建设，Pomalaa 项目预计于年底前建成，津巴布韦年产 5 万吨硫酸锂项目于今年一季度建成试产，欧洲匈牙利正极材料一期项目进入产线调试阶段，重大项目的稳步推进有望为公司发展持续注入动能。

估值

结合公司年报和一季报，考虑到公司一体化优势持续释放，项目建设有序推进，未来主要产品出货量有望保持增长，我们将公司 2026-2028 年的预测每股盈利调整至 4.72/6.07/7.30 元（原 2026-2028 年预测摊薄每股收益为 4.03/4.78/-元），对应市盈率 14.3/11.1/9.3 倍；考虑当前估值已部分反应量价与产能释放预期，金属和原料价格波动仍在，维持增持评级。

评级面临的主要风险

新能源汽车与电池需求不达预期；全球钴矿与镍矿开采、投放进度超预期；价格竞争超预期；海外经营与汇率风险。

【电力设备】天赐材料—锂电池材料业务利润率提升，业绩表现亮眼

武佳雄 李扬

公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报，公司电解液出货量增长明显，锂电池材料业务利润率提升，维持增持评级。

支撑评级的要点

2025 年公司归母净利润同比增长 181.43%：公司发布 2025 年年报，全年实现营收 166.50 亿元，同比增长 33.00%；实现归母净利润 13.62 亿元，同比增长 181.43%；实现扣非归母净利润 13.60 亿元，同比增长 256.32%。根据年报数据计算，2025Q4 公司实现归母净利润 9.41 亿元，同比增长 546.39%，环比增长 516.37%；实现扣非归母净利润 9.87 亿元，同比增长 940.24%，环比增长 611.94%。

2026 年一季度公司归母净利润同比增长 1,005.75%：公司发布 2026 年一季报，一季度实现营收 66.73 亿元，同比增长 91.29%；归母净利润 16.54 亿元，同比增长 1,005.75%，环比增长 75.76%；扣非归母净利润 15.60 亿元，同比增长 1,062.23%，环比增长 58.14%。

电解液销量增长势头强劲，电池材料业务盈利能力同比提升：2025 年公司实现了锂电池材料业务的稳健增长与市场份额的进一步提升；通过积极拓展国内外市场，成功与部分国际客户深化合作，持续开拓提升海外市场份额。全年电解液销售超过 72 万吨，同比增长约 44%。锂离子电池材料业务全年实现营收 150.51 亿元，同比增长 37.14%；毛利率同比增长 3.82 个百分点至 21.27%。此外，公司通过直接销售六氟磷酸锂、LiFSI 和添加剂等电解液核心原材料，进一步提升了核心电解液材料产能利用率和市场份额。

日化业务稳健增长：2025 年公司日化材料销量突破 12 万吨，同比去年增长 10%。日化材料及特种化学品业务实现收入 12.85 亿元，同比增长 10.69%；毛利率同比下降 0.14 个百分点至 29.90%。

估值

结合公司业绩，考虑到公司电解液销量增长较快，锂电池材料业务盈利能力提升，我们将公司 2026-2028 年预测每股收益调整至 3.14/3.64/4.06 元（原预测 2026-2028 年摊薄每股收益为 0.71/1.00/-元），对应市盈率 18.9/16.3/14.6 倍；考虑到当前估值已部分反映盈利预期，相关原材料价格波动存在周期性，维持增持评级。

评级面临的主要风险

产业链需求不达预期；原材料价格出现不利波动；新能源汽车产业政策不达预期；新能源汽车产品力不达预期。

【电力设备】璞泰来—多业务协同发展，一体化布局持续推进

武佳雄 李扬

公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报，业绩同比实现较高增长；公司平台化布局和新产品开发持续推进，竞争优势逐步强化；维持增持评级。

支撑评级的要点

2025 年公司归母净利润同比增长 98.14%：公司发布 2025 年年报，全年实现营收 157.11 亿元，同比增长 16.83%；实现归母净利润 23.59 亿元，同比增长 98.14%；实现扣非归母净利润 22.19 亿元，同比增长 108.74%。

2026 年一季度公司归母净利润同比增长 44.37%：公司发布 2026 年一季报，一季度实现营收 43.51 亿元，同比增长 35.32%；归母净利润 7.04 亿元，同比增长 44.37%，环比增长 6.80%；扣非归母净利润 6.55 亿元，同比增长 38.23%，环比增长 4.22%。

涂覆加工量保持高增，基膜自供能力进一步加强：2025 年公司膜材料与涂覆事业部持续发挥一体化优势，在充分满足动力电池高端客户增量需求的同时拓展储能市场，湿法隔膜与涂覆加工业务量快速增长，基膜自给率提升，全年涂覆加工量 109.42 亿平米，同比增长 56.3%；基膜销量 14.95 亿平米，同比增长 160.5%。此外，公司持续巩固“材料+设备+工艺”的协同优势，功能性材料 PVDF、陶瓷涂覆材料等产品销售快速增长，有效贡献业绩增量。

负极业务经营情况取得改善：公司负极业务推行差异化战略，持续优化产品设计，加强工艺技术升级，实施原料处理工艺、石墨化技改、供应链管理等多种降本增效举措，聚焦主流客户对快充、长循环、高容量等新产品的需求，硅碳负极实现对消费电子客户的量产出货，经营情况取得改善。

新业务有望逐步贡献业绩增量：极片事业部依托“材料+设备+工艺”的协同布局，积极探索“整卷”交付模式，8GWh 制浆和极片涂布线产能已投产，为海内外电池厂商、车企及储能客户提供来料加工服务，有望开启新的利润增长点。

估值

结合公司年报和一季报，考虑公司一体化优势不断增强，我们将公司 2026-2028 年预测每股收益调整至 1.46/1.93/2.49 元（原 2026-2028 年预测每股收益为 1.38/1.67/-元），对应市盈率 25.8/19.5/15.1 倍，维持增持评级。

评级面临的主要风险

价格竞争超预期；新能源汽车需求不达预期；新建产能释放不达预期；新产品研发不达预期。

【电力设备】尚太科技—25 年负极销量同比高增，26Q1 减值影响利润

武佳雄 李扬

公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报，公司推行差异化产品策略，2025 年负极材料产销规模快速增长，降本增效持续推进，未来盈利有望保持较强韧性；维持增持评级。

支撑评级的要点

2025 年公司归母净利润同比增长 12.82%：公司发布 2025 年年报，全年实现营收 79.43 亿元，同比增长 51.90%；实现归母净利润 9.46 亿元，同比增长 12.82%；实现扣非归母净利润 9.64 亿元，同比增长 19.24%。

2026 年一季度公司归母净利润同比下降 24.42%：公司发布 2026 年一季报，一季度实现营收 21.95 亿元，同比增长 34.85%；归母净利润 1.81 亿元，同比减少 24.42%，环比减少 22.94%；扣非归母净利润 1.92 亿元，同比减少 22.40%，环比减少 18.24%。

负极销量快速提升，行业地位不断巩固：根据高工锂电数据显示，2025 年我国负极材料全年出货量达 290 万吨，同比增长 39%。其中人造石墨负极材料出货量达 267 万吨，同比增长 49%。2025 年公司负极材料销量 34.35 万吨，同比增长 59%，增速高于行业平均。公司规划了山西四期、五期项目，落地后将新增 40 万吨产能，有利于公司巩固市场地位和开拓客户。

成本上涨致盈利短期承压：2025 年公司负极材料毛利率同比下降 4.89 个百分点至 18.92%，主要因 2025 年下半年以来焦类原材料价格持续上升以及石墨化外协价格上涨。公司一方面积极进行工艺改进，通过提升生产效率来降低成本；一方面积极与客户展开磋商，进行合理适度的价格传导，公司未来盈利能力有望改善。

估值

结合公司年报和一季报，考虑到公司成本上涨盈利能力有所承压，调整盈利预测，我们预计公司 2026-2028 年的预测每股收益为 4.48/5.85/7.47 元，原 2026-2028 年预测每股收益为 5.13/6.36/-元，对应市盈率 18.8/14.4/11.3 倍；考虑到公司未来盈利和营收有望保持较高增长，维持增持评级。

评级面临的主要风险

原材料及电力价格波动风险，新能源汽车产业政策不达预期，新能源汽车产品力不达预期，客户集中风险，价格竞争超预期，产业链需求不达预期。

【社会服务】陕西旅游—业绩阶段性承压，关注客流修复与外延拓展

李小民 宋环翔

公司发布 25 年年报及 26 年一季报。26Q1 公司实现营收 1.65 亿元，同比-21.47%；归母净利润 0.41 亿元，同比-44.57%。核心项目停演致 26Q1 业绩承压，旺季客流有望实现恢复性增长，外延整合落地有望持续增厚公司业绩，维持买入评级。

支撑评级的要点

客流高基数、异常天气、项目停演阶段性冲击业绩。25 年公司实现营收 10.30 亿元，同比-18.45%；归母净利润 3.84 亿元，同比-24.91%；扣非归母净利润 3.83 亿元，同比-23.79%。26Q1 公司实现营收 1.65 亿元，同比-21.47%；归母净利润 0.41 亿元，同比-44.57%；扣非归母净利润 0.39 亿元，同比-47.16%。25 年公司营收和业绩下滑，主要是受到同期客流的高基数以及西安当地异常天气频发的影响。26Q1 营收和业绩进一步下滑，主要是由于高盈利项目《长恨歌》检修停演。

客流下滑致演艺索道业务承压。分业务来看，25 年旅游演艺/旅游索道/客运道路/旅游餐饮分别实现营收 6.02/3.41/0.37/0.42 亿元，同比分别-18.46%/-20.30%/-18.08%/-1.06%；毛利率分别为 74.84%/64.20%/61.74%/-7.18%，同比分别-4.57/-2.06/+5.12/+2.67pct。主业承压主要受客流下滑影响，在不利外部环境下公司积极运营，25 年华山西峰的乘索率达到 107%。

旺季客流有望实现恢复性增长，关注外延资源整合推进。据文化陕西数据，26 年清明假期，华山单日接待游客量超 2 万人次，同比增超 30%。据途牛数据，西安位列五一用户“热门客源地”的榜单前列，同程数据显示，五一期间华山景区门票预订热度不断走高，登山套票搜索量翻倍，节假日景区客流走高，有望带动主业业绩修复。此外，公司将依托华清宫、华山等核心资源，有序推进区域优质文旅资源的储备与整合，围绕主营业务延伸产业链条，提升资源配置效率与协同效应，培育新的业绩增长点。

估值

考虑到核心项目《长恨歌》停演对短期业绩造成冲击，我们预计 2026-2028 年公司归母净利润为 4.33/4.93/5.44 亿元，对应 PE 为 20.7/18.2/16.5 倍。公司依托华清宫和华山核心旅游资源，演艺及索道业务盈利能力优越，上市募投项目有序落地有望增厚业绩，打开成长空间，维持买入评级。

评级面临的主要风险

宏观经济波动风险、新项目落地进度不及预期、极端天气影响经营。

【商贸零售】中国中免—Q1 盈利能力显著改善,海南市场加速复苏

李小民 宋环翔

公司发布 2026 年一季报。26Q1 公司实现营收 169.06 亿元，同比+0.96%；归母净利润 23.48 亿元，同比+21.18%。Q1 公司的盈利能力显著改善，看好海南市场持续高景气下带来的业绩复苏，以及海外拓展带来的业绩增量，维持买入评级。

支撑评级的要点

26Q1 营收小幅增长，盈利能力显著提升。26Q1 公司实现营收 169.06 亿元，同比+0.96%；归母净利润 23.48 亿元，同比+21.18%；扣非归母净利润 23.37 亿元，同比+20.76%。业绩端增速显著高于营收，毛利率和净利率分别为 33.63%、14.02%，同比分别+0.65、+1.74pct。

离岛免税：把握新政和封关机遇，持续深化海南自贸港业务布局。据海口海关监测，26Q1 离岛免税收入为 142.08 亿元，同比+25.7%。26Q1 公司在海南地区实现营收 125.85 亿元，同比+28.26%，增速略高于海南整体市场。春节期间，海南区域各门店人气销量两旺，三亚国际免税城单日最高销售额突破 2 亿元，单日最高客流量达 9.2 万人次。

口岸免税：境外客流快速恢复，核心渠道运营能力持续提升。公司在上海机场、北京机场免税店相继实现高效转场和顺利开业，核心机场渠道运营能力进一步提升，有利于公司充分把握国际客流恢复机遇，持续升级国际航空枢纽免税购物体验。截至 3 月，上海浦东和北京首都机场的国际航线吞吐量已恢复至 19 年的 104%、69%，境外航线吞吐量已恢复至 19 年的 101%、69%。

海外拓展：收购 DFS 大中华区股权，海外业务实现历史性突破。26 年 1 月，公司与 DFS 达成协议，收购其大中华区零售业务，Q1 收购事项已完成交割。同时，公司完成向 LVMH 集团、Miller 家族增发 H 股股份，正式确立三方在全球旅游零售领域的合作伙伴关系，国际化布局和品牌协同能力进一步增强。

估值

我们预计公司 26-28 年 EPS 为 2.56/2.94/3.49 元，当前股价对应市盈率为 25.8/22.4/18.9 倍。中长期建议关注海南市场持续高景气下的业绩复苏以及海外拓展带来的业绩增量，并看好公司作为龙头企业在各渠道的完善布局，维持买入评级。

评级面临的主要风险

市场竞争加剧、消费意愿恢复不及预期、国际游客恢复不及预期。

【社会服务】外服控股—业务基本盘稳固，业绩维持稳健增长

李小民 纠泰民

公司发布 2025 年年度报告及 2026 年一季度报告。公司 2025 年实现营业收入 241.29 亿元，同比+8.17%；实现归母净利润 6.52 亿元，同比-39.96%；实现扣非归母净利润 4.76 亿元，同比+4.16%。2026 年第一季度实现营业收入 66.41 亿元，同比+5.85%；实现归母净利润 2.37 亿元，同比+12.19%；实现扣非归母净利润 1.22 亿元，同比+1.74%。公司业绩维持稳健增长，我们维持买入评级。

支撑评级的要点

核心数据稳健成长。2025 及 2026Q1，公司多项指标保持稳健增长，2025 年营收、归母净利润、扣非归母净利润分别 yoy+8.17%/-39.96%/+4.16%，2026Q1 营收、归母净利润、扣非归母净利润分别 yoy+5.85%/+12.19%/+1.74%。其中 25 年归母净利润有下滑，主要原因是 24 年存在非经常性损益（出售全资孙公司上海新世纪酒店发展有限公司 51%股权取得投资收益）。

业务基本盘稳定，整体稳中有升。2025 年各项主营业务表现稳健，同比来看人事管理收入-6.28%、毛利率+0.60pct；人才派遣收入+27.28%，毛利率-5.02pct；薪酬福利收入-2.17%，毛利率-2.03pct；招聘及灵活用工收入+6.81%，毛利率-0.23pct；业务外包收入+9.72%，毛利率+0.03pct。其中，人事管理服务、薪酬福利服务受存量客户需求、市场环境影响收入略减，但在业务外包、招聘及灵活用工、人才派遣领域，则因自身在市场持续深耕、专业化精细化运营积累、客户开拓数量增长等，业务取得了较好的成长。

数智赋能与国际化战略值得期待。智能化数字化方面，公司系统推进多维度 AI 创新。产品方面，“外服云”构筑行业级 AI 基建和能力平台；“凌佳佳”AI 求职招聘智能体助力求职和招聘双向匹配；“AI 财有道”智能分析平台构成管理分析工具。内部方面，数据中台搭建完成，业务系统上线周期缩短 60%以上，外包管理系统上线 1159 个项目，管理外包员工 3 万余人。在国际化战略上新签 90 家客户，涵盖海外雇佣、薪酬外包、管理咨询、招聘及签证服务等多元化领域，香港公司累计服务客户 57 家，新设以薪酬外包服务为主营业务的合资公司。2025 全年来看，境外收入提升 34.68%，期待其国际化战略持续推进带来的新增长点。

估值

公司业务持续稳健经营，整体稳中有升。期待数智化、国际化、专业化等战略持续指引长期稳定向好发展。考虑市场环境因素影响，我们预测 26-28 年 EPS 分别为 0.31/0.35/0.37 元，当前股价对应市盈率分别为 16.3/14.5/13.6 倍，公司当前估值水平较低，且具备良好业务增长潜力，维持买入评级。

评级面临的主要风险

经济复苏不及预期、企业招聘意愿修复不及预期。

【社会服务】兰生股份—聚焦高景气赛道，业绩实现稳健增长

李小民 宋环翔

公司发布 25 年年报及 26 年一季报。25 年公司实现营收 16.26 亿元，同比-1.07%，归母净利润 3.26 亿元，同比+6.16%。26Q1 公司实现营收 2.44 亿元，同比+5.47%，归母净利润-0.13 亿元，同比减亏 0.11 亿元。业绩持续稳健增长，公司聚焦会展生态和体育赛事业务，锚定高景气度赛道，通过内生培育和外延收购持续贡献业绩增量，维持增持评级。

支撑评级的要点

展会赛馆业务协同并进，主业毛利率同比提升。2025 年，公司共举办展会、赛事、论坛及活动等项目 58 个，展会总面积超 127 万平方米，累计吸引观众 200.2 万人次、参赛者 6.3 万人次。分业务来看，会展组织/展馆运营/会展配套服务/赛事活动分别实现营收 8.42/2.81/2.51/2.45 亿元，同比分别+10.38%/-10.22%/-31.88%/+29.32%。毛利率分别为 39.77%/41.15%/26.45%/30.14%，同比分别+3.78/+3.65/+2.74/+5.77pct。会展运营方面，WAIC 国际影响力再创新高，展览面积首次突破 7 万 m²，板块项目规模收入增加；赛事运营方面，上海马拉松作为中国唯一的雅培世界马拉松大满贯候选赛事，2025 年预报名人数达 35.6 万再创新高，赛事在国际田联全球排名中跃居第 8 位，并积极将赛事流量转化为消费增量，两大板块营收端增长较为亮眼。展馆运营方面，世博馆 25 年成功举办项目 88 个，整体出租率为 38.99%，因部分主办方业务调整，同比略有下滑。此外各业务毛利率均有所提振。

全面实施“2+3+1”战略，期待马拉松大满贯赛事入选。会展生态方面，公司始终围绕“AI 科技、体育赛事”两大核心领域，做强展馆运营、IP 运营、会展服务三大支柱业务，发挥香港公司国际总部作用。赛事业务方面，“上马”于 2024 年正式成为世界马拉松大满贯候选赛事，并于 2025 年通过第一阶段评估，若 26 年赛期评估达标，将在 27 年正式加入雅培世界马拉松大满贯，届时赛事升级，有望带动整体赞助收入提升。

估值

公司聚焦会展生态和体育赛事业务，锚定高景气度赛道，存量业务有望稳健增长，并通过内生培育和外延收购持续贡献业绩增量。我们预计公司 26-28 年的 EPS 分别为 0.46/0.51/0.55 元，对应 P/E 分别为 21.4/19.6/17.9 倍，维持增持评级。

评级面临的主要风险

宏观经济下行、外延扩张不及预期、金融资产公允价值变动风险。

【社会服务】同程旅行—万达酒管并表增厚业绩，核心 OTA 主业稳健增长

李小民 宋环翔

公司发布 25 年年度业绩。25Q4 公司实现营收 48.40 亿元，同比+14.2%，经调整净利润 7.80 亿元，同比+18.1%。2025 全年合计实现营收 193.96 亿元，同比+11.9%，经调整净利润 34.03 亿元，同比+22.2%。公司主业实现稳健增长，国际化业务和酒管业务扩张有望持续增厚业绩，维持买入评级。

支撑评级的要点

核心 OTA 业务稳健增长，万达酒管并表增厚业绩。25Q4 核心 OTA 实现营收 40.62 亿元，同比+17.5%；全年实现营收 164.71 亿元，同比+16.0%。分业务来看，1) 住宿预订：25Q4 实现营收 13.10 亿元，同比+15.4%，年度住宿间夜量创历史新高，且高品质酒店间夜量占比显著提升。2) 交通票务：25Q4 实现营收 18.36 亿元，同比+6.5%。其中国内业务积极拓展出行资源与丰富产品供给，国际业务通过实施审慎的补贴策略与丰富增值产品供给，实现了业务量与收入的均衡增长。3) 其他业务：25Q4 实现营收 9.17 亿元，同比+53.0%，主要是由于万达酒管于 25 年 10 月正式并表增厚业绩，万达酒管旗下有知名的高端及豪华酒店品牌，收购后有助于丰富公司的酒店品牌矩阵，强化市场布局。截至 12 月底，公司在营运的酒店超过 3000 家，另有超过 1800 家酒店在筹备中。此外，25Q4 度假业务实现营收 7.78 亿元，同比-0.3%，主要是由于东南亚及日本地区旅游需求疲弱造成负面影响，全年来看降幅逐季收窄。

Q4 经营利润受减值影响，长期利润率持续改善。25Q4 公司的经营利润率为 7.2%，同比-4.0pct，主要是由于度假业务产生的一次性商誉减值 4.5 亿元。剔除非经常性因素之后，长期来看，公司的盈利能力仍持续上行，25 年全年公司的毛利率为 66.3%，同比+2.2pct；经调整净利润率为 17.5%，同比+1.5pct。

估值

公司坐享 OTA 下沉市场行业红利，国际化业务持续扩张，万达酒管并表强化市场布局，有望共同推动公司业绩增长。我们预计 26-28 年公司归母净利润为 31.55/37.90/45.70 亿元，经调整净利润 38.82/45.68/54.14 亿元，对应经调整 P/E 分别为 9.3/7.9/6.6 倍，维持买入评级。

评级面临的主要风险

行业竞争加剧、上游供应商挤压利润、大股东流量及库存依赖度较高。

【房地产】华发股份—营收增长但业绩亏损；经营性现金流改善

夏亦丰 许佳璐

摘要：华发股份公布 2025 年年报，公司实现营业总收入 834.3 亿元，同比增长 38.8%；归母净利润-95.0 亿元，2024 年为 9.5 亿元。公司 2025 年不派发现金红利。

公司营收稳步增长，但业绩亏损，主要是由于结算利润率下滑、计提减值增加、投资收益减少、利息费用增加、公允价值收益减少。2025 年公司营业收入 834.3 亿元，同比增长 38.8%，主要是由于结转规模增加，2025 年公司结转面积 257 万平，同比增长 3.8%，结转收入 728 亿元，同比增长 30.6%。归母净利润-95.0 亿元（24 年：9.5 亿元），业绩亏损主要是因为：1）结算利润率下滑，公司毛利率为 8.7%，同比下降 5.6 个百分点。2）受市场环境的影响，计提资产和信用减值损失合计约 65 亿元，同比增加 45 亿元，资产减值损失占存货的比重为 3.0%，同比提升 2.3 个百分点。3）受整体房地产市场行情影响，公司部分投资性房地产的公允价值预期下降，2025 年公司公允价值变动收益为-11.4 亿元，2024 年为 3.5 亿元。3）对合联营公司的投资收益减少，投资收益为-4.3 亿元，2024 年为 9.7 亿元。4）公司总资产规模下降，符合利息资本化条件的房地产项目减少，2025 年利息资本化减少，费用化利息支出增加，公司财务费用 16.4 亿元，同比大幅增加 221%，财务费用率为 2.0%，同比提升 1.1 个百分点。由于亏损，公司净利率与归母净利润率分别为-11.7%、-11.4%，同比分别下降 14.0、13.0 个百分点。截至 2025 年末，公司预收账款 439 亿元，同比下降 46.3%，预收账款/营业收入仅 0.53X，同比下降 0.61X。

不过，公司销管费用管控能力有所提升。总部“大部制”改革取得阶段性成果，职能部门实现大幅压减；稳步推进“并区并城”，撤销大区管理建制，新打造七大片区公司，管理半径进一步缩短。同时，持续精简编制、提升人效，深化薪酬体系改革。通过上述举措，公司自 2023 年起公司管理、销售费用连续 3 年下降。其中，25 年管理费用 12.2 亿元，同比下降 10%，管理费用率 1.5%，同比下降 0.8 个百分点；销售费用 16.8 亿元，同比下降 7%，销售费用率 2.0%，同比下降 1.0 个百分点。

融资成本相较于其他央国企更高，但有所下降。截至 2025 年末，公司有息负债 1252 亿元，同比下降 0.2%，其中一年内到期的有息负债占比 28%，同比提升 9 个百分点。2025 年末公司剔除预收款后的资产负债率为 64.5%，同比提升 2.2 个百分点，净负债率为 88.8%，同比提升 15.0 个百分点，现金短债比为 0.8X，同比下降 0.6X，“三道红线”为“黄档”房企。公司近年来融资成本下降，截至 2025 年末公司平均融资成本为 4.88%，较 2024 年末下降 0.34 个百分点。2025 年公司发行国内债券、ABS、ABN 合计 130.7 亿元，其中一般公司债 41.3 亿元，超短期融资债券 10 亿元，一般中期票据 13.6 亿元，ABS、ABN 16.6 亿元；私募债 1.25 亿元，可转债 48 亿元；2026 年 1-3 月发行一般公司债、一般中期票据合计 8.2 亿元。

公司持续推进现金流管理，经营活动现金流改善。截至 2025 年末，公司货币资金 281 亿元，同比下降 15.5%。2025 年公司经营性现金流净流入 199 亿元，同比增长 25.0%，销售回款（销售商品、提供劳务收到的现金）375 亿元，同比下降 24.9%，公司聚焦签约质量，狠抓资金回笼，2024、2025 连续两年销售回款率均超 100%；土地和建安支出（购买商品、接受劳务支付的现金）152 亿元，同比下降 39.9%。2025 年公司筹资性现金流净流出 103 亿元（2024 年净流出 54 亿元），主要是融资净流入减少所致。

公司高度重视市值管理，发布未来股东回报规划。由于 2025 年亏损，公司不派发现金红利。但公司已经制定《未来三年（2026-2028 年）股东回报规划》，明确 2026-2028 年每年以现金分红方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的 10%，且未来三年以现金的方式累计分配的利润不少于未来三年实现的年均可分配利润的 30%。

2026 年 2 月，华发股份发布 2026 年度定增预案，预计募集资金不超过 30 亿元，定增价格 4.21 元/股，拟发行股份数量合计不超过 7.13 亿股，且不超过发行前公司总股本的 30%。发行对象为公司控股股东珠海华发集团有限公司（华发集团），其将以现金方式全额认购。募集资金将全部用于珠海、绍兴、成都、杭州等地的 9 个房地产开发项目。

房地产开发业务：1）销售：2025 年公司实现销售金额 786 亿元，同比下降 25.5%，销售排名为第 11 位，较 2024 年下降了一个名次；销售面积 300 万平，同比下降 18.9%；销售均价 2.62 万元/平，同比下降 8.1%；权益销售金额 503 亿元，销售权益比例为 64%，同比下降 2 个百分点。具体来看，2025 年销售中有 81% 的销售额由 4 个一线城市，以及杭州、成都、南京、西安、武汉 5 个重点二线城市及大本营珠海贡献。珠海销售金额与面积稳居全市榜首，整体市场占有率约 48%；南京、无锡销售排名分列全市第 2、第 3 位，头部地位持续巩固，成都、广州等高能级城市亦跻身全市十强。根据克而瑞，2026 年 1-3 月公司销售金额 102 亿元，同比下降 65.4%，销售面积 35 万平，同比下降 67.7%，销售均价 2.92 万元/平，同比增长 7.0%，销售权益比例 60%，同比下降 3 个百分点，销售排名第 15 名。2）拿地：根据克而瑞，2025 年公司拿地金额 62 亿元，同比下降 34.4%，拿地强度（拿地金额/销售金额）为 8%，同比下降 1 个百分点；2026Q1 公司拿地金额 19 亿元，同比下降 2.5%，拿地强度 19%，同比提升 12 个百分点。3）土地储备：截至 2025 年末，土地储备（待开发土地计容建面）314 万平，同比下降 16.6%，在建面积 570 万平。

公司积极盘活存量资产，实现部分资金回流。公司 2025 年通过用地收储、调规变性的方式实现 4 个资产盘活，回笼资金 57 亿元。珠海新经济总部大厦及研发中心 2 宗地块在珠海首批实现专项债收储，深圳前海冰雪世界 7 宗商业用地成为深圳单笔最大金额的专项债收储项目（政府收储总金额 44.05 亿元，资产账面价值 58.41 亿元，以 75 折收购），武汉都荟天地 AB 北地块成功实现商改住、收调供的创新盘活。

物业管理方面，华发物业稳健发展。2025 年营业收入 19.3 亿元，同比增长 15.4%，在管面积超 5948 万平，合约面积 6456 万平，目前服务覆盖 44 座城市、超 445 个项目、逾 26 万户业主。同时，加速项目外拓步伐，年内成功中标海南省博物馆、雄安体育中心等多个标杆项目。

投资建议与盈利预测：

在当前市场状况下，公司早期获取的高价地项目面临严重的减值压力，公司不得不在 2025 年计提了较多的资产减值损失，导致出现了上市以来的首次亏损。不过，公司 2025 年结算收入仍正增长，且经营性现金流净额保持正向，销售规模仍维持在行业前 20。此外，2026 年 2 月公司发布了定增预案，后续若能落地，大股东将以现金全额认购，向市场传递了较强的支持信号。考虑到当前行业销售持续低迷，且根据年报最新情况，我们下调 2026-2027 年盈利预测，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 798 / 732 / 709 亿元，同比增速分别为 -4% / -8% / -3%；归母净利润分别为 -41.2 / 0.9 / 6.0 亿元，同比增速分别为 57% / 102% / 588%；对应 EPS 分别为 -1.50 / 0.03 / 0.22 元。当前股价对应的 PB 分别 1.8X / 1.8X / 1.6X。我们下调公司评级至“增持”评级。

评级面临的主要风险：

销售与结算不及预期；房地产调控超预期收紧；融资收紧；多元业务发展不及预期。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛 S1300520100001 tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com
 张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com
 刘立品 S1300521080001 lipin.liu@bocichina.com
 陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com
 郭军 S1300519070001 Jun.guo@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com
 张鹏 S1300520090001 peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com
 徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com
 郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com
 徐亚 S1300521070003 ya.xu@bocichina.com
 高天然 S1300522100001 tianran.gao@bocichina.com

金融工程研究团队

郭策 S1300522080002 ce.guo@bocichina.com
 李腾 S1300522080001 tengli@bocichina.com

非银金融研究团队

张天愉 S1300521100002 tianyu.zhang@bocichina.com

医药生物研究团队

刘恩阳 S1300523090004 enyang.liu@bocichina.com
 苏雪儿 S1300526030001 xueer.su@bocichina.com

地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com
 许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

轻工纺服研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com
 许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

电新研究团队

武佳雄 S1300523070001 jiexiong.wu@bocichina.com
 李扬 S1300523080002 yang.li@bocichina.com

机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com
 曹鸿生 S1300523070002 hongsheng.cao@bocichina.com

化工研究团队

余嫒嫒 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com
 徐中良 S1300524050001 zhongliang.xu@bocichina.com
 范琦岩 S1300525040001 qiyan.fan@bocichina.com
 赵泰 S1300525100001 tai.zhao@bocichina.com

食品饮料研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com
 李育文 S1300526030002 yuwen.li@bocichina.com

农林牧渔研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com
 李育文 S1300526030002 yuwen.li@bocichina.com

社会服务团队

李小民 S1300522090001 xiaomin.li@bocichina.com
 宋环翔 S1300524080001 huanxiang.song@bocichina.com
 纠泰民 S1300524040001 taimin.jiu@bocichina.com

计算机研究团队

苏凌瑶 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com
 郑静文 S1300525010001 jingwen.zheng@bocichina.com

电子研究团队

苏凌瑶 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com
 茅珈恺 S1300525110002 jiakai.mao@bocichina.com
 周世辉 S1300525080001 shihui.zhou@bocichina.com

通信研究团队

吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com

交通运输研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com
 何贯嘉 S1300525040002 guanjia.he@bocichina.com

有色金属研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com
 何贯嘉 S1300525040002 guanjia.he@bocichina.com

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东

银城中路 200 号

中银大厦 39 楼

邮编 200121

电话：（8621）68604866

传真：（8621）58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号

中银大厦二十楼

电话：（852）39886333

致电香港免费电话：

中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065

中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065

新加坡客户请拨打：8008523392

传真：（852）21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号

中银大厦二十楼

电话：（852）39886333

传真：（852）21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区

西单北大街 110 号 8 层

邮编：100032

电话：（8610）83262000

传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司

2/F, 1Lothbury

London EC2R7DB

United Kingdom

电话：（4420）36518888

传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号

7BryantPark 15 楼

NY10018

电话：（1）2122590888

传真：（1）2122590889

中银国际（新加坡）有限公司

注册编号 199303046Z

新加坡百得利路四号

中国银行大厦四楼（049908）

电话：（65）66926829/65345587

传真：（65）65343996/65323371