

审慎推荐（下调）

业绩高增超预期，疫情下尽显强者风范

目标股价：53.65 港元

当前股价：50.45 港元

碧桂园服务 06098.HK

基础数据

流通市值 (百万港元)	139,210
企业价值 (百万港元)	135,341
账面价值 (百万港元)	2,647
发行股份 (百万股)	2,759.4
公众持股比例 (%)	46.2
近 3 月平均日交易量(百万港元)	283.05
主要股东持股比例 (%)	
杨惠妍	52.6

股价表现 (%)

	1M	3M	12M
相对表现	2.27	40.24	117.61
绝对表现	2.64	39.62	109.86
近 12 月最高价(港元)	20-08-31	56.50	
近 12 月最低价(港元)	19-09-16	21.85	

近一年股价走势图



数据来源：贝格数据，克而瑞证券

相关报告

- 1、《碧桂園服务 06098.HK：2019 年业绩远超预期，全城物管布局树立行业典范》2020-03-30
- 2、《碧桂園服务 06098.HK：物业管理行业的领军者》2019-10-27

分析师 王祎馨

执业证号：BPR543

852-25105555

zoe.wang@cricsec.com

分析师 李蒙，CFA

执业证号：APQ664

852-25105555

meng.li@cricsec.com

- 调高目标价至 53.65 港元/股，下调评级至“审慎推荐”。**碧桂园服务于近期发布了 2020 年中期业绩，收入和利润增速皆超预期。其中物管业务拓展按预期推进，社区增值服务高速增长，非业主增值服务和三供一业受疫情影响表现略逊于预期。基于中期业绩，我们上调了财务预测，给予公司目标价 53.65 港元/股，对应 2020-21 年 PE 为 54.2x 和 40.1x。
- 2020 年中期业绩超预期：**2020H1 实现收入 62.7 亿元，同比增长 78.4%；归母净利润 13.1 亿元，同比增长 61.0%。截至 2020 年 6 月底，碧桂园服务收费面积 3.2 亿方，相较 2019 年底增长了 15.7%；合约面积 7.5 亿方，相较 2019 年底增长了 8.9%。业绩优秀主要因为：1) 收入占比最大的物管服务收入保持同比 57.3% 的高增速，受益于社保减免及政府补贴毛利率同比提升 2.4ppt 至 38.1%；2) 四个核心板块中毛利率最高的社区增值服务收入同比提升 96.2%，且毛利率提升 3.1ppt 至 65.9%；3) 组织结构优化见成效，SG&A 占收入比重同比下降 2.7ppt 至 11.1%。
- 社区增值服务增长强势，收购城市纵横打造传媒联盟。**2020H1 社区增值服务收入 6.0 亿元，同比增长 96.1%。此外，公司于 2020 年 7 月以 5.2 亿元收购了城市纵横 65% 股权，我们认为这一并购体现了碧桂园服务在社区增值服务上“走出社区边界，达成业务联盟”的战略方向。
- 三供一业毛利率下滑，效率有待改善。**三供一业 2020H1 收入 9.2 亿元，占总收入的比重达 14.7%，相较 2019H1 大幅提升 12.9ppt。受疫情影响，三供一业板块 2020H1 毛利率 5.6%，相较 2019 全年下滑 2.0ppt，也拉低了公司 2020H1 整体毛利率。
- 上调盈利预测。**基于中期业绩，我们上调 2020-21 年收入至 139.9 亿元和 189.8 亿元，同比分别增长 45.1% 和 35.6%，相较旧预测增多 0.7% 和 3.8%。预计 2020-21 年归母净利润 24.9 亿元和 33.6 亿元，同比分别增长 48.8% 和 35.0%，相较旧预测上调 13.4% 和 14.7%。
- 风险提示：**碧桂园集团竣工不及预期；三供一业开展不顺

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
主营收入	3,121.9	4,675.3	9,644.9	13,990.4	18,976.7
折旧摊销息税前利润	600.2	1,045.1	2,125.3	3,545.7	4,732.8
息税前利润	581.1	1,012.1	1,976.4	3,308.7	4,463.2
净利润	401.7	923.2	1,670.7	2,459.8	3,319.9
每股收益 (港元)	N.A.	0.40	0.69	0.99	1.34
每股经营性现金流 (港元)	N.A.	0.67	1.34	1.30	1.68
每股股息 (港元)	N.A.	0.10	0.17	0.25	0.33
每股市资产净值 (港元)	N.A.	1.01	2.34	3.15	5.66
市盈率 (x)	N.A.	126.7	73.3	50.9	37.7
市现率 (x)	N.A.	75.5	37.6	38.7	30.0
股息收益率 (%)	N.A.	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%
市净率 (x)	N.A.	50.19	21.57	16.01	8.92
EV/sales (x)	37.7	24.3	12.3	8.7	6.4
EV/EBITDA (x)	196.2	108.8	56.0	34.4	25.7
EV/EBIT (x)	202.6	112.3	60.3	36.8	27.3

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院 注：计算每股指标时皆采用最新总股数

公司财务数据

利润表

会计年度,
百万人民币

	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	3,122	4,675	9,645	13,990	18,977
营业成本	(2,086)	(2,914)	(6,593)	(9,237)	(12,450)
毛利润	1,036	1,762	3,052	4,753	6,527
销售及管理费用	(469)	(786)	(1,274)	(1,603)	(2,113)
息税折旧及摊销前利润	600	1,045	2,125	3,546	4,733
折旧	19.1	32.9	148.9	236.9	269.7
息税前利润	581	1,012	1,976	3,309	4,463
净利息费用	35.0	53.8	91.9	92.2	129.0
应占联营公司损益	(7.9)	3.4	7.8	8.6	9.5
其他收入	14.3	36.9	198.5	158.8	50.0
税前利润	608	1,069	2,076	3,409	4,602
所得税	(168)	(135)	(358)	(852)	(1,150)
少数股东损益	38.7	11.1	47.7	97.3	131.3
归母净利润	402	923	1,671	2,460	3,320
股利	(96)	(237)	(411)	(615)	(830)
新增留存收益	306	686	1,260	1,845	2,490

核心业务数据

会计年度	2017	2018	2019	2020E	2021E
收费面积(百万平方米)	122.8	181.5	276.1	366.1	466.1
收费面积中第三方占比(%)	10.9	19.9	26.1	32.0	35.8
合约面积(百万平方米)	329.5	505.0	684.7	894.8	1,109.9
三供一业收入占比(%)	-	-	15.7	16.9	16.1
物业管理服务毛利率(%)	29.4	31.9	30.2	33.5	33.0
社区增值服务毛利率(%)	57.7	66.1	66.2	66.0	66.0
毛利率(%)	122.8	181.5	276.1	366.1	466.1
税息折旧及摊销前利润率(%)	10.9	19.9	26.1	32.0	35.8
息税前利润率(%)	329.5	505.0	684.7	894.8	1,109.9
净利率(%)	-	-	15.7	16.9	16.1
净资产收益率(%)	29.4	31.9	30.2	33.5	33.0
已动用资本回报率(%)	57.7	66.1	66.2	66.0	66.0
资产收益率(%)	33.2	37.7	31.6	34.0	34.4
流动比率(x)	19.2	22.4	22.0	25.3	24.9
利息备付率(x)	18.6	21.6	20.5	23.6	23.5
负债股权比率(%)	12.9	19.7	17.3	17.6	17.5
净负债/(现金)	28.3	40.8	31.1	33.2	25.0
净负债/股权(%)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	227.7

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

资产负债表

会计年度, 百万人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E
现金及等价物	2,634	3,869	6,914	10,344	12,456
应收账款	712	788	2,004	3,488	4,731
存货	6	8	14	32	44
其他流动资产	3	5	1,293	2,437	3,141
流动资产总计	3,356	4,671	10,224	16,302	20,371
固定资产	79	113	312	360	371
其他长期资产	43	738	1,733	4,239	5,409
资产总计	3,477	5,522	12,269	20,900	26,151
合同负债	557	1,000	1,618	2,347	2,932
应付账款	1,315	2,060	4,690	6,803	8,500
其他流动负债	49	67	119	3,762	503
流动负债总计	1,921	3,127	6,427	12,912	11,936
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	14	65	162	162	162
总负债	1,935	3,192	6,590	13,075	12,098
股本	0	2	1,757	1,826	1,826
留存收益	921	1,658	3,085	4,800	10,359
资本公积	500	601	532	778	1,110
少数股东权益	121	69	306	422	758
股东权益总计	1,542	2,330	5,680	7,826	14,053
负债和股东权益	3,477	5,522	12,269	20,900	26,151

现金流量表

会计年度, 百万人民币	2017	2018	2019E	2020E	2021E
息税折旧及摊销前利润	600	1,045	2,125	3,546	4,733
运营资金变动	436	617	1,528	447	457
其他	(150)	(113)	(396)	(752)	(1,012)
经营活动现金流	885	1,549	3,257	3,241	4,178
资本支出	(59)	(78)	(107)	(200)	(200)
投资变动	25	(598)	(3,733)	(2,591)	(1,251)
其他	2	324	2,221	0	0
投资活动现金流	(33)	(352)	(1,619)	(2,791)	(1,451)
股权融资	10	(105)	1,647	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
股息及其他筹资支出	(3)	143	(240)	2,980	(615)
筹资活动现金流	7	38	1,407	2,980	(615)
现金净增加额	860	1,235	3,045	3,430	2,111

碧桂园服务 2020 年中报点评

2020 年中期业绩：碧桂园服务 2020H1 实现收入 62.7 亿元，同比增长 78.4%；归母净利润 13.1 亿元，同比增长 61.0%。截至 2020 年 6 月底，收费面积 3.2 亿方，相较 2019 年底增长了 15.7%；合约面积 7.5 亿方，相较 2019 年底增长了 8.9%。

公司业绩优秀主要因为：1) 收入占比最大的物管服务收入保持同比 57.3% 的高增速，且毛利率提升 2.4ppt 至 38.1%，其中社保减免及政府补贴约拉升 1 个 ppt；2) 四个核心板块中毛利率最高的社区增值服务收入同比 +96.1%，且毛利率提升 3.1ppt 至 65.9%；3) 公司组织结构优化效果显现，SG&A 占收入比重同比下降 2.7ppt 至 11.1%。

外拓能力增强，第三方占比提升。截至 2020 年 6 月底，公司收费面积已达 3.2 亿平，相较 2019 年底增长 15.7%，即净增加 4,335 万方，已完成全年目标的 48%。2020 年上半年新增收费面积中 68% 来自碧桂园集团，占比相较 2019H1 下降 8.3ppt。公司市场外拓能力不断增强，2020 上半年新增面积中有 800 多万方来自市场外拓，已超过 2019 年全年的新增外拓面积。截至 2020 年 6 月底，公司收费面积中第三方占比达 26.9%，相较 2019 年底提升 0.8ppt。

平均物管费小幅上涨 1.9%。2020H1 公司整体平均物管费达 2.17 元/平方米*月，相较 2019H1 上涨 1.9%。主要因为：1) 新交付的一手楼盘单价相较以往更高；2) 2020 年上半年新收购的上海金晨物业在管楼盘定位高端，上海地区楼盘平均物管费达 4.2 元/平方米*月；3) 部分在管楼盘提价。

社区增值服务增长强势。2020H1 社区增值服务收入 6.0 亿元，同比增长 96.2%。其中增值创新服务（包括社区团购、生活驿站等适配业主本地消费需求的服务）和拎包入住服务表现亮眼，2020H1 分别创收 1.7 亿元和 1.2 亿元，同比增长 375.5% 和 213.5%，占当期社区增值服务收入的 28.6% 和 20.5%（2019 同期占比分别为 11.8% 和 12.8%）。值得一提的是，公司于 2020 年 7 月以 5.2 亿元收购了城市纵横 65% 股权，相当于 10.5x 的 2019 年 PE。城市纵横是电梯传媒广告领域的头部企业，截至 2020 年 6 月，在全国 245 个城市拥有 214 万块广告位。碧桂园服务拟通过收购城市纵横，形成突破碧桂园社区的全国物业管理传媒联盟。管理层预计到 2023 年，社区传媒广告板块能创造 10 亿元净利润。我们认为这一并购体现了碧桂园服务在社区增值服务上“走出社区边界，达成业务联盟”的战略方向。

非业主增值服务受疫情影响增速放缓。2020H1 非业主增值服务收入 6.7 亿元，同比增长 13.2%，低于其他业务增速。主要因为新冠疫情严重的 2 月 3 月，全国工地均停工，非业主增值服务中的案场协销和开荒清洁等业务基本停滞。

三供一业毛利率下滑，效率有待改善。2020H1 三供一业整体毛利率 5.6%，低于 2019 年的 8.6%，主要因为受疫情影响，开支上升。三供一业中的物管服务毛利率远低于碧桂园服务原有物管服务，主要因为：1) 三供一业中管理的小区建成时间较早，单价低；2) 小区内设备老旧，维护成本高。

城市运营服务拓展加速，目标**2023**年收入超越基础物管。自2018年发布“城市共生计划”以来，公司在城市服务方面承接的项目不断加码，2018年承接了2个项目，2019年4个，2020年上半年已承接了6个城市项目，分别是：山西省寿阳县、天津市军粮城、大连市金普新区、衢州交投集团、云南陆良滇中健康城、陕西白鹿仓集团。公司管理层预计**2023**年城市服务收入将超越基础物管收入（物管板块2019年收入58亿元，2020年我们预计达84亿元）。

表1：碧桂园服务**2019H1&2020H1**收入及毛利率拆分

	2019H1	2020H1	2020H1 vs 2019H1
总收入（百万元）	3,515.7	6,271.3	+78.4%
物业管理服务	2,542.1	3,999.4	+57.3%
社区增值服务	307.2	602.6	+96.1%
非业主增值服务	595.7	674.4	+13.2%
三供一业	65.2	923.1	+1315.8%
其他服务	5.5	71.8	+1209.3%
毛利率	39.2%	37.2%	-2.0ppt
物业管理服务	35.7%	38.1%	+2.4ppt
社区增值服务	62.8%	65.9%	+3.1ppt
非业主增值服务	42.3%	46.3%	+4.0ppt
三供一业	N.A.	5.6%	N.A.
其他服务	N.A.	66.4%	N.A.

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

毛利率下滑，实际税率上升，归母净利润率下滑2.3ppt。三供一业毛利率下滑且收入占比大幅提升，使得公司整体毛利率下滑2.0ppt至37.2%。公司上半年压缩了部门数量，优化人员结构，组织改革成效显现，SG&A占收入比例下降2.8ppt至11.1%。此外，因为高新技术企业资格到期，2020H1实际税率上升9.2ppt至26.4%。综上原因，2020H1归母净利润率小幅下滑2.3ppt至21.0%。值得注意的是，公司2020H1应收账款占当期收入的比例为54.5%，相较2019H1提升17.1ppt。我们认为这是受疫情影响，部分业务账期拉长所致，公司营运资本情况需在未来重点关注。

表2：碧桂园服务**2019H1&2020H1**利润表核心数据

单位：百万元	2019H1	2020H1	2020H1 vs 2019H1
收入	3,515.7	6,271.3	+78.4%
成本	(2,137.8)	(3,938.7)	+84.2%
毛利润	1,377.9	2,332.5	+69.3%
毛利率	39.2%	37.2%	-2.0ppt
经营性费用	(485.5)	(693.4)	+42.8%
其他收入/支出	36.1	117.9	+226.4%
经营性利润	928.5	1,757.1	+89.2%
经营性利润率	26.4%	28.0%	+1.6ppt
财务费用/收入	67.8	51.0	-24.8%
所得税	(171.5)	(478.5)	+179.0%
少数股东损益	9.3	20.4	+119.7%
归母净利润	816.9	1,314.8	+61.0%
归母净利率	23.2%	21.0%	-2.3ppt

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

基于中报业绩，我们调整了盈利预测模型。上调 2020-21 年收入至 139.9 亿元和 189.8 亿元，同比增长 45.1% 和 35.6%，相较于旧预测分别增多 0.7% 和 3.8%。其中物业管理服务板块，预计平均物管费略有上升，故 2020-21 年物管收入相较于旧预测小幅上调 3.4% 和 5.3%。社区增值服务 2020H1 增长强劲，我们上调了该板块增速预期，预计 2020-21 年社区增值服务收入分别为 14.5 亿元和 23.1 亿元，同比增速为 67.2% 和 60.0%，相较于旧预测分别上调 7.8% 和 11.3%。鉴于非业主增值服务受疫情影响较大，我们下调了该板块的增速预期，预计 2020-21 年非业主增值服务收入分别为 16.4 亿元和 21.3 亿元，同比增速 15.0% 和 30.0%，相较于旧预测皆下调 11.5%。三供一业板块受到疫情影响，进展情况不及原预期，故 2020 年收入相较于旧预测下调 5.9% 至 23.7 亿元。2021 年预计将有所改善，收入达 30.5 亿元，相较于此前预测小幅上调 3.0%。

预计 2020 全年归母净利润同比增速近 50%。三供一业毛利率下滑会拉低公司整体毛利率，毛利率较高的社区增值服务收入占比提升会拉高整体毛利率，我们预计两者对冲后整体毛利率仍将有提升。预计 2020-21 年公司整体毛利率小幅提升至 34.0% 和 34.4%，相较于旧预测分别提升 2.4ppt 和 1.8ppt。公司组织改革成效已开始显现，我们认为 2020-21 年 SG&A 占收入的比例将下降至 11.5% 和 11.1%，相较于旧预测下降 1.7ppt 和 2.1ppt。谨慎考虑，2020 年实际税率采用 25.0%，相较于旧预测提升 2.0ppt。2021 年实际税率新旧预测皆为 25.0%。综合以上变动，预计 2020-21 年归母净利润将为 24.6 亿元和 33.2 亿元，同比增长 47.2% 和 35.0%，相较于旧预测分别上调 12.2% 和 13.5%。预计 2020-21 年归母净利润率为 17.6% 和 17.5%，相较于旧预测上调 1.8ppt 和 1.5ppt。

表 3：关键指标新旧预测变动

	新预测		旧预测		新相较于旧的变动		
	2019	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
总收入（百万元）	9,644.9	13,990.4	18,976.7	13,893.1	18,289.5	0.7%	3.8%
物业管理	5,817.0	8,436.7	11,383.9	8,157.0	10,814.4	3.4%	5.3%
社区增值服务	865.2	1,446.2	2,314.0	1,341.0	2,078.6	7.8%	11.3%
非业主增值服务	1,422.1	1,635.4	2,126.0	1,848.7	2,403.3	-11.5%	-11.5%
三供一业	1,515.4	2,370.6	3,051.3	2,518.5	2,962.5	-5.9%	3.0%
其他服务	25.4	101.5	101.5	27.9	30.7	263.6%	230.6%
合约面积（百万方）	684.7	894.8	1,109.9	864.4	1,049.1	3.5%	5.8%
在管面积（百万方）	276.1	366.1	466.1	366.1	466.1	0.0%	0.0%
毛利润	3,052.2	4,753.2	6,526.6	4,387.0	5,957.0	8.3%	9.6%
毛利率	31.6%	34.0%	34.4%	31.6%	32.6%	+2.4ppt	+1.8ppt
息税前利润（EBIT）	1,976.4	3,308.7	4,463.2	2,815.0	3,866.1	17.5%	15.4%
息税前利润率	20.5%	23.6%	23.5%	20.3%	21.1%	+3.4ppt	+2.4ppt
归母净利润	1,670.7	2,459.8	3,319.9	2,193.3	2,924.2	12.2%	13.5%
归母净利率	17.3%	17.6%	17.5%	15.8%	16.0%	+1.8ppt	+1.5ppt

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

注：上一次预测日期为 3 月 29 日

调高目标价至 **53.65** 港元/股，下调评级至“审慎推荐”。公司的中期业绩体现了其持续高增长的能力，故我们上调了 2020-21 年的收入增速预期，从原先的 **44.0%** 和 **31.6%** 上调至 **45.1%** 和 **35.6%**，并将 2022-2030 年的收入增速从原先的“**3.8%~31.6%**”调高至“**5.5%~34.2%**”。此外，参考 Bloomberg 上碧桂园服务的最新 beta，我们将 beta 从 **1.1** 下调至 **0.96**。调整后的 DCF 模型显示，碧桂园服务整体估值 **1,332.5** 亿元，即每股 **53.65** 港元，对应当前股价有 **6.4%** 的涨幅空间，下调至“审慎推荐”评级。

表 4：目标价对应估值

	PE	PS		PB		EV/EBITDA		
目标价	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
53.65 港元/股	54.2	40.1	10.6	7.9	17.0	9.5	35.6	25.5

数据来源：克而瑞证券研究院

表 5：DCF 估值模型主要数据

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
收入	9,645	13,990	18,977	25,470	33,748	43,950	55,908	68,989	81,902	92,633	101,129	106,695	108,829
收入同比增速	106.3%	45.1%	35.6%	34.2%	32.5%	30.2%	27.2%	23.4%	18.7%	13.1%	9.2%	5.5%	2.0%
经营性利润	1,976	3,309	4,463	5,948	7,827	10,142	12,836	15,602	18,245	20,326	21,857	22,714	22,241
经营性利润率	20.5%	23.6%	23.5%	23.4%	23.2%	23.1%	23.0%	22.6%	22.3%	21.9%	21.6%	21.3%	20.4%
税率	17.2%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
税后净经营利润	1,636	2,482	3,347	4,461	5,870	7,606	9,627	11,702	13,683	15,244	16,393	17,035	16,681
折旧与摊销	149	237	270	385	434	480	519	544	549	528	490	439	381
经营性现金流净额	1,785	2,718	3,617	4,846	6,304	8,086	10,146	12,246	14,233	15,772	16,883	17,475	17,062
资本性支出及对外投资	(3,840)	(2,791)	(1,451)	(750)	(600)	(600)	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)
营运资本变动	1,528	447	457	566	518	479	454	444	367	355	346	336	150
自由现金流	(527)	375	2,622	4,662	6,222	7,966	10,100	12,190	14,100	15,627	16,729	17,311	16,712

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 6：DCF 估值模型主要结果

单位：百万元	数值
2020-2030 年现值	53,677
永续经营部分现值	70,241
企业价值	123,918
净负债 / (现金)、对外投资等调整项	(9,328)
内在价值	133,246
股份数 (百万股)	2,759
每股价值 (元)	48.29
人民币兑港币汇率	1.11
每股价值 (港元)	53.65

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

评级指南及免责声明

披露事项

本报告由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟上述被研究公司及其子公司和/或关联公司有以下关系：

克而瑞及其子公司，母公司和关联公司跟在该报告中提及过的公司及其子公司和/或关联公司有正常业务关系和/或股权关系。

分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证：

本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见；分析师的薪酬不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系；分析师并不直接受其他业务部门监管，除了向 CEO 直接汇报外，分析师亦无须向其他业务主管汇报；分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券；分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司；分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。

克而瑞制定了政策和程序，以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序，并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。

在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序 (Chinese Wall)，以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价的表现：

强烈推荐：公司股价涨幅（复权后）超 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅（复权后）介于 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度（复权后）介于±5%之间

回避：公司股价跌幅（复权后）超 5%以上

免责声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)无权代表上述被研究公司，其股东，及其关联公司，或与此有关的任何其他人提供任何信息或陈述或保证。特别是，本文所表达的意见，估算和预测完全是本文作者的意见，估计和推测，而不是作为上述被研究公司，其股东，及其关联公司或任何其他人或作为任何发售的管理人或承销商的意见，估计和推测。

本报告基于其作者认为可靠的信息，但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实，以及其中所表达的意见，估计，预测和推测，截至本报告日期，如有变更，恕不另行通知。对于本报告所含信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不应依赖于这些信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，而且克而瑞证券有限公司，上述被研究公司，其股东，或任何其他人，对于因使用本报告或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失，均不承担任何责任。

本报告不构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽的一部分，本文作本报告中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础，也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定，必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息为依据。

本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考，不得以任何目的复制，分发或直接或间接传递给任何其他人或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国，加拿大或日本取得或传送，也不得在美国，加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人(根据 1933 年美国证券法修订版 S 条例的含义)。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制，持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。

本报告在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本报告所载之意见，估计，预测和推测(如有)为我们截至本报告日期基于可能不准确或整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前，客户应考虑该等意见是否适合其特定情况，并在必要时寻求专业建议。

预测，推测和估值纯属猜测，且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测，推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测，推测或估值或其相关假设将会实现。

本报告乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人士或机构均不得复制，分发，传阅，广播或作任何商业用途，而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本报告内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险，过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情，包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779)，为香港证券及期货事务监察委员会持牌人，获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类(证券交易)、第 4 类(就证券提供意见)及第 9 类(提供资产管理)受规管活动。