

贝壳-W (02423.HK)

2024 年营收稳步增长，盈利水平略下滑

优于大市

核心观点

公司营收稳步增长，主要受益于存量房交易回暖和新赛道业务快速发展。 2024 年，公司实现 GTV 交易总额 33494 亿元，同比+7%，其中，存量房业务 GTV 占比为 67%，同比提升 2.5pct；2024 年，公司实现营业收入 935 亿元，同比+20%，其中新赛道业务收入占比 34%，同比提升 9pct。公司的营收增速高于 GTV 增速，主要因为货币化率较高的新赛道业务发展较快。

公司盈利水平略下滑。 2024 年，公司实现归母净利润 41 亿元，同比-29%，归母净利率 4.3%，同比下降 3pct；实现经调整归母净利润 72 亿元，同比-26%，经调整归母净利率 7.7%，同比下降 5pct。2024 年，公司整体毛利率 25%，同比下降 3pct；贡献利润率 30%，同比下降 4pct。公司盈利水平出现下滑，一方面是因为贡献利润率较低的房屋租赁业务扩张、贡献利润率较高的新兴业务收缩，另一方面受一次性奖金支出和费用计提的影响。

存量房业务表现与地产政策节奏一致。 2024 年，公司存量房业务交易总额 22465 亿元，同比+11%，市占率 24%，同比提升 2pct，主要得益于 5 月和 9 月密集出台利好政策带来的成交回暖。存量房业务收入 282 亿元，同比+1%，货币化率 1.26%略有下降，主要因为：（1）链家交易额占比下降带来结构性影响；（2）自 2023 年 9 月链家在北京下调了存量房佣金费率；（3）若干增值服务取消减少了收入。存量房业务贡献利润率 43.0%，同比降低 4pct，主要是链家经纪人数量增加及员工福利改善带来固定薪酬成本增加。

新房业务市占率和货币化率持续提升。 2024 年，公司新房业务实现 GTV 交易总额 9700 亿元，同比-3%；新房市占率 11.0%，同比提升 2pct，其中 Q4 单季度市占率攀升至 14%。2024 年，公司新房业务收入为 337 亿元，同比+10%；货币化率 3.5%，同比提升 0.4pct，其中 Q4 单季度货币化率高达 3.7%，创历史新高，主要得益于公司相对房企较强的议价能力。2024 年，公司新房业务贡献利润率 24.8%，同比下降 2pct，但 Q4 单季度贡献利润率回升至 25.6%。

新赛道业务保持良好的增速势头。 2024 年，公司家装家居业务交易总额 169 亿元，同比+27%；家装家居业务收入 148 亿元，同比+36%；货币化率 87%，同比提升 6pct；贡献利润率 31%，同比提升 2pct。2024 年，公司新兴业务及其他交易总额 1160 亿元，同比+18%；其中，房屋租赁服务收入 143 亿元，同比+135%，贡献利润率 5%，同比提升 6pct；金融服务等其他服务业务收入 25 亿元，同比+9%，虽然贡献利润率高达 86%，但公司为压降风险主动收缩。

门店和经纪人数量还在扩张，预期市占率将持续提升。 截至 2024 年末，公司门店数量为 5.2 万家，同比+18%；经纪人数量为 50 万人，同比+17%；店均人数 10 人，同比持平；自 2022 年以来经营规模持续修复。2024Q4，公司活跃门店和活跃经纪人占比分别为 96%和 89%，保持高位；通过贝壳或链家移动应用程序访问平台的月活用户数为 4320 万人，同比持平。

投资建议： 受益于地产利好政策出台和新赛道业务增长，2024 年公司收入稳步提升，但盈利能力略有下滑。考虑到公司业务结构调整和规模扩张期间的经营磨合，我们略下调盈利预测，预计公司 2025-2026 年的经调整归母净利润分别为 82/89 亿元（前值 92/95 亿元），每股收益分别为 2.27/2.45 元，对应当前股价 PE 分别为 21.7/20.1 倍，维持“优于大市”评级。

公司研究 · 海外公司财报点评

房地产 · 房地产服务

证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

证券分析师：王粤雷
0755-81981019
wangyuelei@guosen.com.cn
S0980520030001

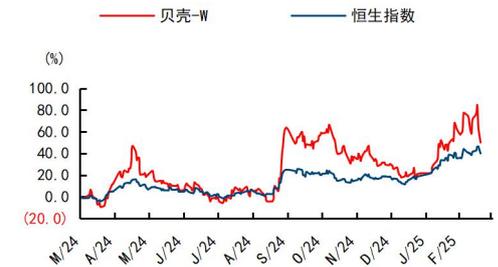
证券分析师：王静
021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn
S0980522100002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	54.65 港元
总市值/流通市值	197929/190057 百万港元
52 周最高价/最低价	73.50/32.75 港元
近 3 个月日均成交额	406.77 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《贝壳-W (02423.HK) -Q3 营收利润环比回落，新房业务持续跑赢市场》——2024-11-26
- 《贝壳-W (02423.HK) -Q2 营收净利同环比均改善，彰显行业龙头业绩弹性》——2024-08-14
- 《贝壳-W (02423.HK) -新赛道业务成长平滑主航道收入波动，利润率环比持平》——2024-05-28
- 《贝壳-W (02423.HK) -龙头经营优势彰显，盈利能力逆势提升》——2024-03-20
- 《贝壳-W (02423.HK) -Q3 业绩保持平稳，“两翼”业务收入高增》——2023-11-12

风险提示：经济增速放缓、地产政策收紧、楼市热度下降、存量房交易佣金费率下行、新房市占率提升不及预期、新赛道业务盈利不及预期等。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	77,777	93,457	105,251	116,247	126,898
(+/-%)	28.2%	20.2%	12.6%	10.4%	9.2%
经调整归母净利润(百万元)	9,792	7,198	8,211	8,859	9,696
(+/-%)	243.1%	-26.5%	14.1%	7.9%	9.5%
每股收益(元)	2.70	1.99	2.27	2.45	2.68
EBIT Margin	6.3%	4.2%	5.0%	5.1%	5.4%
净资产收益率 (ROE)	13.9%	10.0%	11.1%	11.2%	11.4%
市盈率 (PE)	18.2	24.7	21.7	20.1	18.4
EV/EBITDA	36.0	45.1	35.2	32.8	29.9
市净率 (PB)	2.47	2.50	2.33	2.17	2.01

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

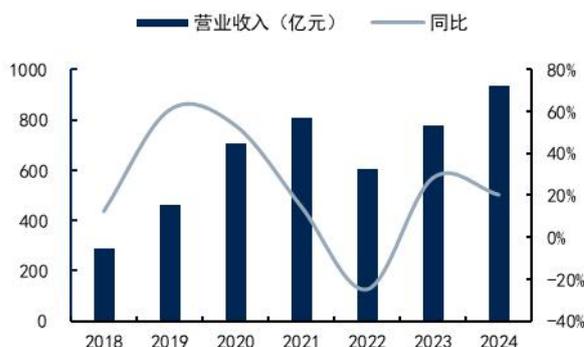
公司营收稳步增长，主要受益于存量房交易回暖和新赛道业务快速发展。2024 年，公司实现 GTV 交易总额 33494 亿元，同比+7%，其中，存量房业务 GTV 占比为 67%，同比提升 2.5pct。2024 年，公司实现营业收入 935 亿元，同比+20%，其中新赛道业务（家装家居、房屋租赁和新兴业务）收入占比 34%，同比提升 9pct。公司的营收增速高于 GTV 增速，主要因为货币化率较高的新赛道业务发展较快。

图1: 公司历年交易总额 GTV 及同比



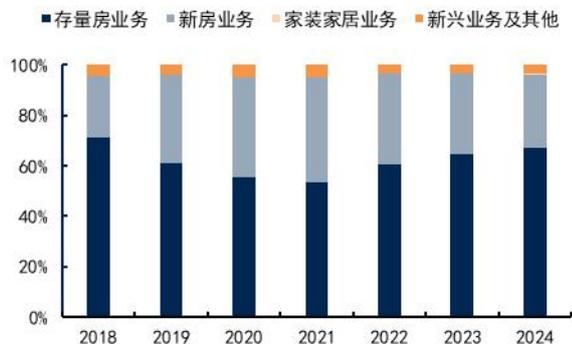
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 公司历年营业收入及同比



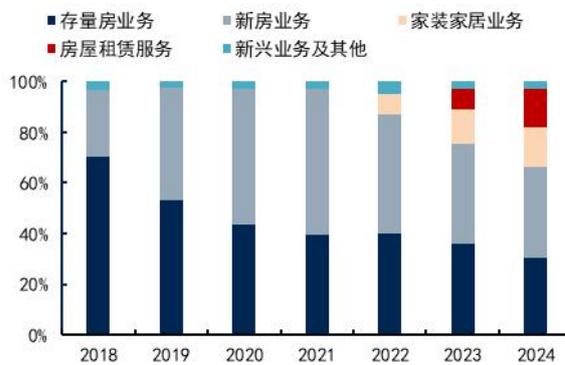
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3: 公司历年各业务类型交易总额 GTV 占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 公司历年各业务类型营业收入占比



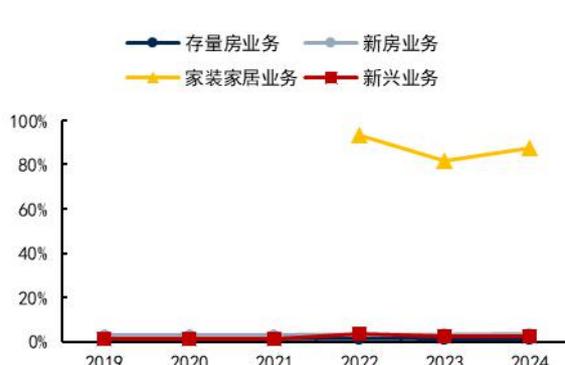
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5: 公司历年货币化率



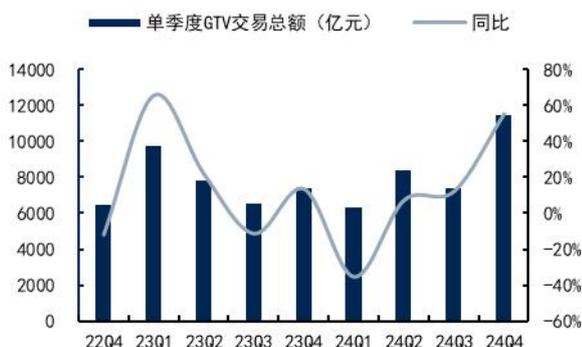
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 公司历年各业务类型货币化率



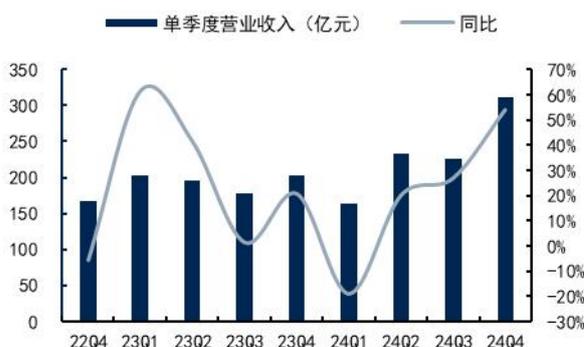
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 公司单季度交易总额 GTV 及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度营业收入及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图9: 公司单季度各业务类型交易总额 GTV 占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 公司单季度各业务类型营业收入占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

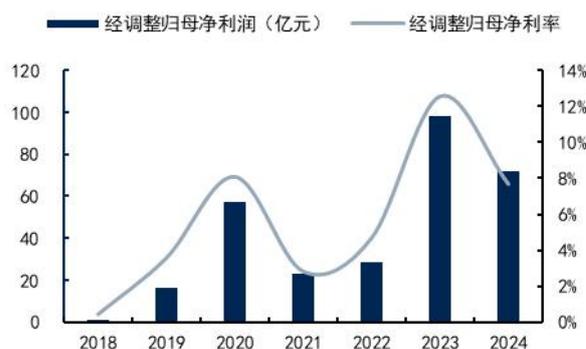
公司盈利水平略下滑。2024 年，公司实现归母净利润 41 亿元，同比-29%，归母净利率 4.3%，同比下降 3pct；实现经调整归母净利润 72 亿元，同比-26%，经调整归母净利率 7.7%，同比下降 5pct。2024 年，公司整体毛利率 25%，同比下降 3pct；贡献利润率 30%，同比下降 4pct。公司盈利水平出现下滑，一方面是因为贡献利润率较低的房屋租赁业务扩张、贡献利润率较高的新兴业务收缩，另一方面受一次性奖金支出和费用计提的影响。

图11: 公司历年归母净利润及归母净利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 公司历年经调整归母净利润及经调整归母净利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图13: 公司历年毛利率和贡献利润率



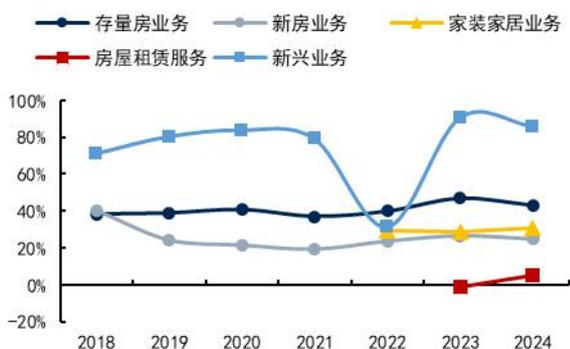
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: 公司历年销售管理研发费率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图15: 公司历年各业务类型贡献利润率



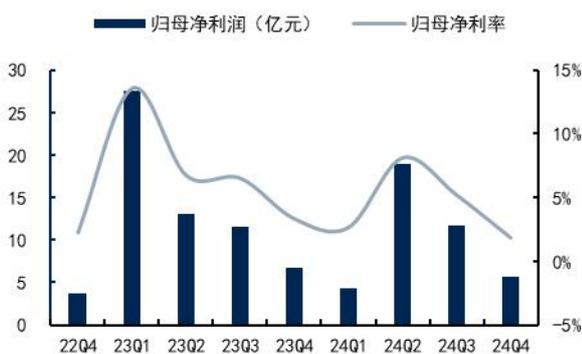
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图16: 公司历年各业务类型贡献利润占比



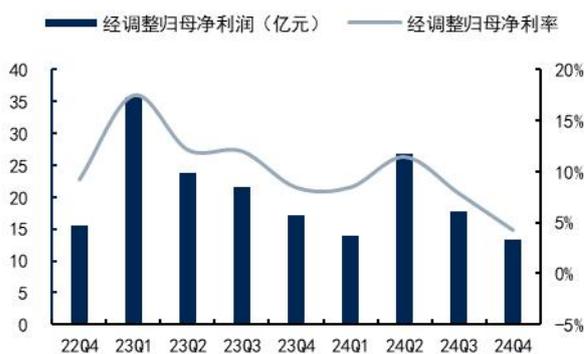
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图17: 公司单季度归母净利润及归母净利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图18: 公司单季度经调整归母净利润及经调整归母净利率



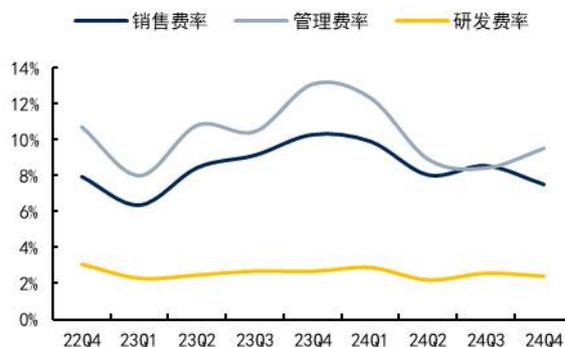
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图19: 公司单季度毛利率和贡献利润率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

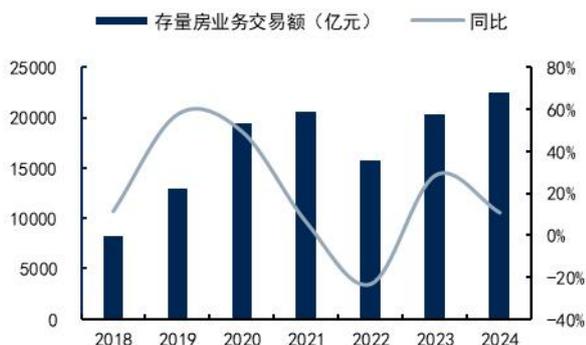
图20: 公司单季度销售管理研发费率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

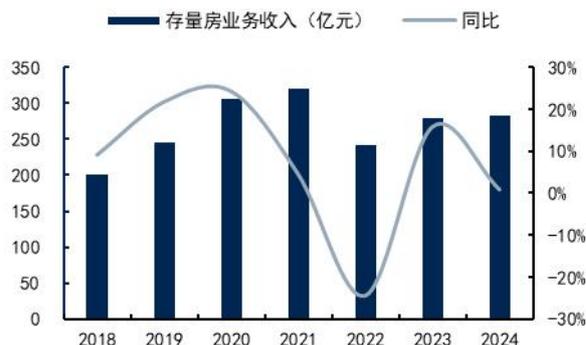
存量房业务表现与地产政策节奏一致。2024年，公司存量房业务交易总额22465亿元，同比+11%，市占率24%，同比提升2pct，主要得益于5月和9月密集出台利好政策带来的成交回暖。2024年，公司存量房业务收入282亿元，同比+1%，货币化率1.26%略有下降，主要因为：（1）链家交易额占比下降带来结构性影响；（2）自2023年9月链家在北京下调了存量房佣金费率；（3）若干增值服务取消减少了收入。2024年，公司存量房业务贡献利润率43.0%，同比降低4pct，主要是链家经纪人数量增加及员工福利改善带来固定薪酬成本增加。

图21: 存量房业务历年交易总额及同比



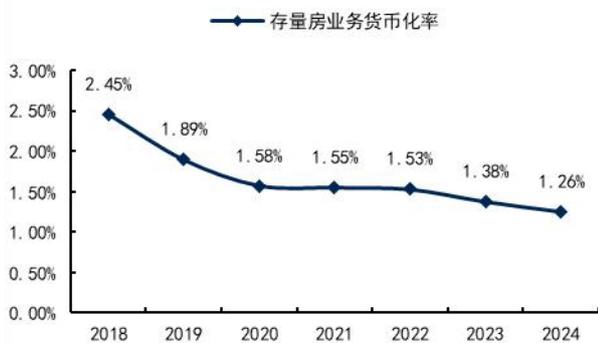
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图22: 存量房业务历年收入及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图23: 存量房业务历年货币化率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图24: 存量房业务历年贡献利润率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图25: 存量房业务历年链家交易额占比



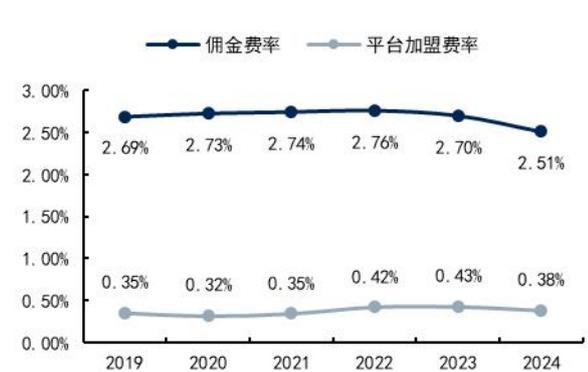
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图26: 存量房业务历年平台费、加盟费收入占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图27: 存量房业务历年佣金费率和平台加盟费率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图28: 存量房业务历年平台加盟费率



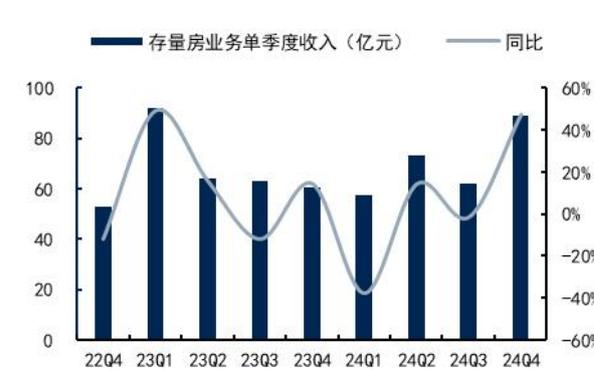
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图29: 存量房业务单季度交易总额及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图30: 存量房业务单季度收入及同比



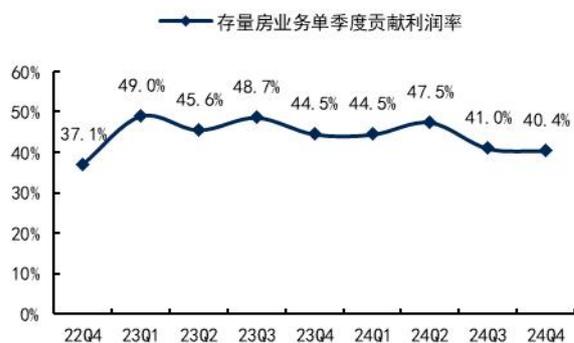
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图31: 存量房业务单季度货币化率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图32: 存量房业务单季度贡献利润率



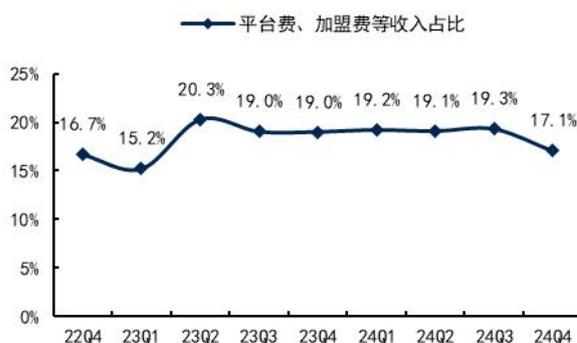
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图33: 存量房业务单季度链家交易额占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

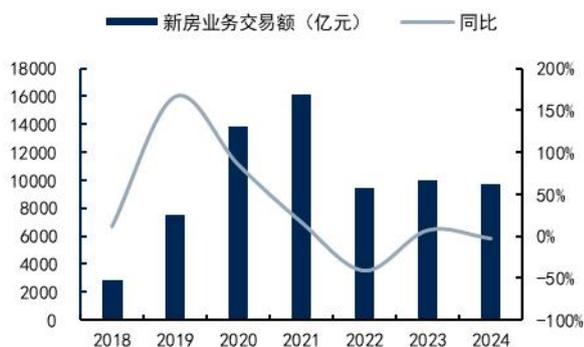
图34: 存量房业务单季度平台费、加盟费收入占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

新房业务市占率和货币化率持续提升。2024年,公司新房业务实现GTV交易总额9700亿元,同比-3%;新房市占率11.0%,同比提升2pct,其中Q4单季度市占率攀升至14%。2024年,公司新房业务收入为337亿元,同比+10%;货币化率3.5%,同比提升0.4pct,其中Q4单季度货币化率高达3.7%,创历史新高,主要得益于公司相对房企较强的议价能力。2024年,公司新房业务贡献利润率24.8%,同比下降2pct,但Q4单季度贡献利润率回升至25.6%。

图35: 新房业务历年交易总额及同比



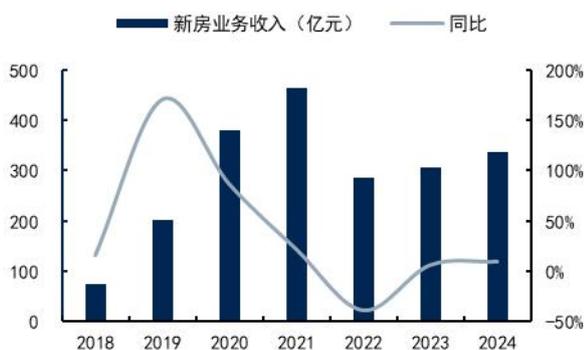
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图36: 新房业务历年交易额市占率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图37: 新房业务历年收入及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图38: 新房业务历年货币化率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图39: 新房业务历年贡献利润率



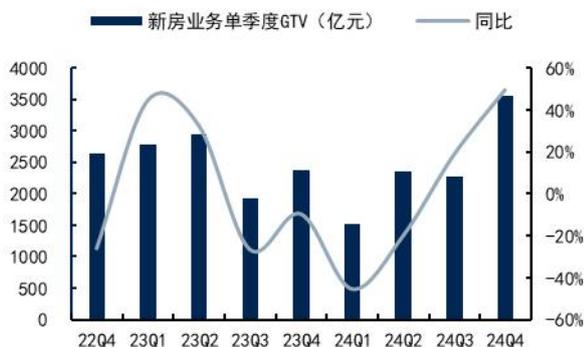
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图40: 新房业务历年链家交易额占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图41: 新房业务单季度交易总额及同比



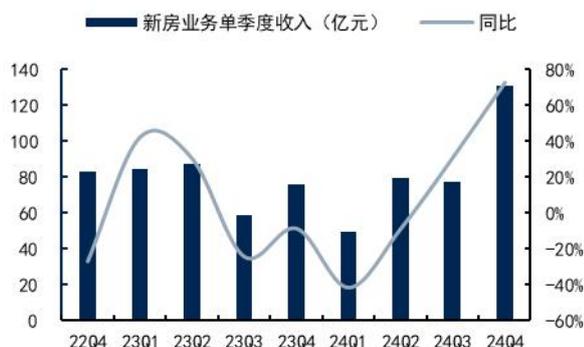
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图42: 新房业务单季度交易额市占率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图43: 新房业务单季度收入及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图44: 新房业务单季度货币化率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图45: 新房业务单季度贡献利润率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

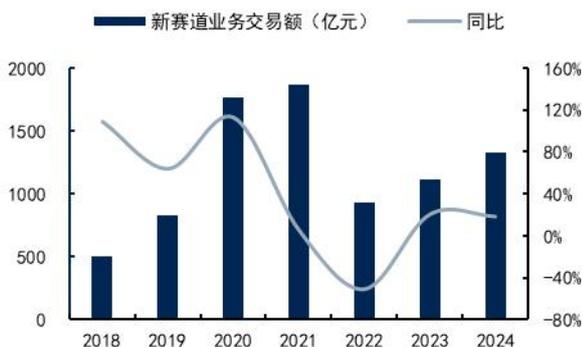
图46: 新房业务单季度链家交易额占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

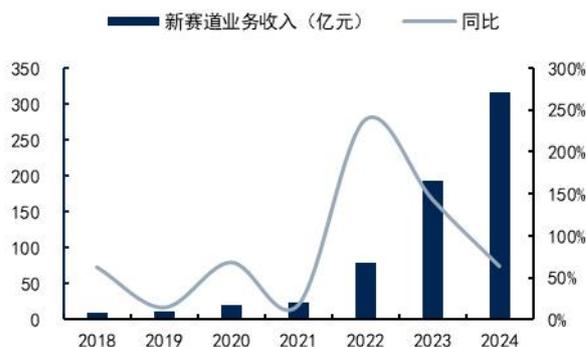
新赛道业务保持良好的增速势头。2024 年，公司家装家居业务交易总额 169 亿元，同比+27%；家装家居业务收入 148 亿元，同比+36%；货币化率 87%，同比提升 6pct；贡献利润率 31%，同比提升 2pct。2024 年，公司新兴业务及其他交易总额 1160 亿元，同比+18%；其中，房屋租赁服务收入 143 亿元，同比+135%，贡献利润率 5%，同比提升 6pct；金融服务等其他服务业务收入 25 亿元，同比+9%，虽然贡献利润率高达 86%，但公司为压降风险主动收缩。

图47: 公司历年新赛道业务交易额及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图48: 公司历年新赛道业务收入及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图49: 公司历年新赛道业务货币化率



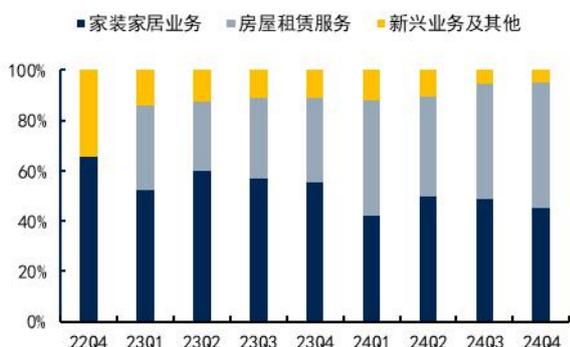
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图50: 公司历年新赛道业务贡献利润率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图51: 公司单季度新赛道各业务类型营业收入占比



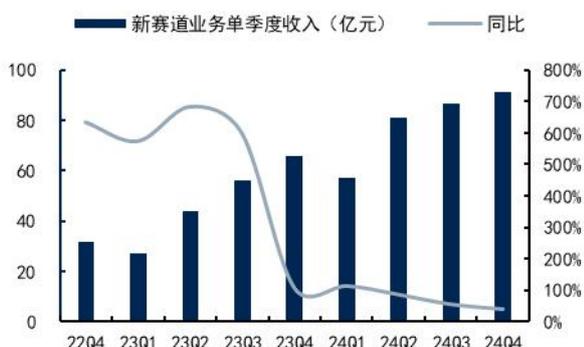
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图52: 公司单季度新赛道各业务类型贡献利润占比



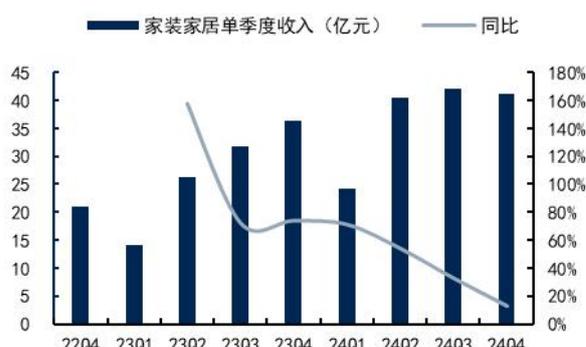
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图53: 公司单季度新赛道业务收入及同比



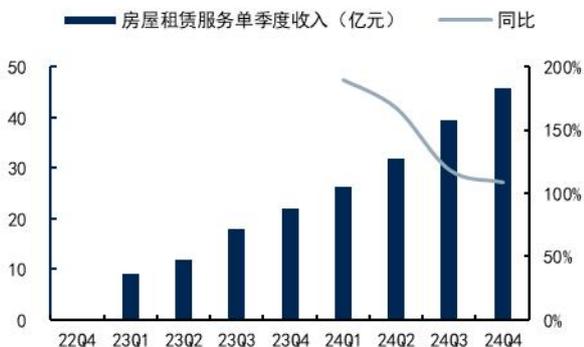
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图54: 家装家居业务单季度收入及同比



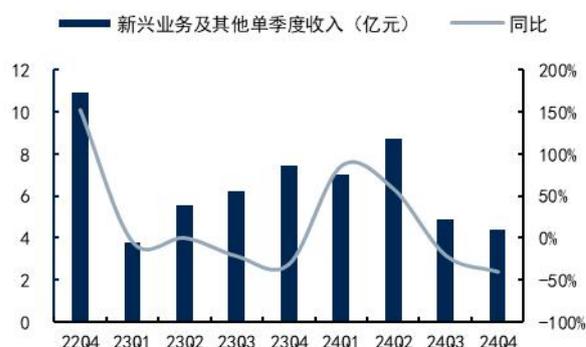
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图55: 房屋租赁业务单季度收入及同比



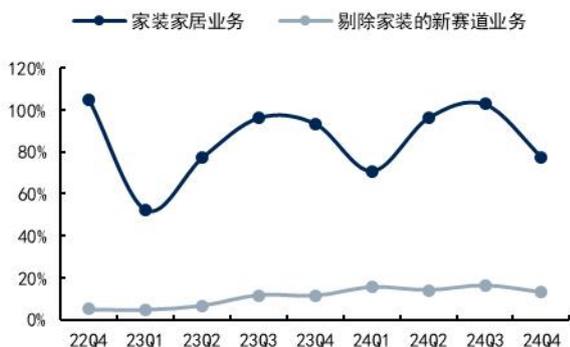
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图56: 新兴业务及其他单季度收入及同比



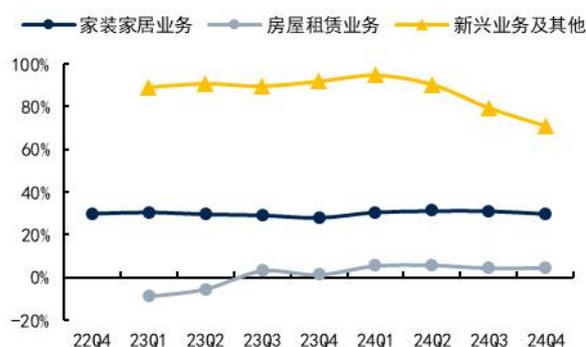
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图57: 公司单季度新赛道各业务类型货币化率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

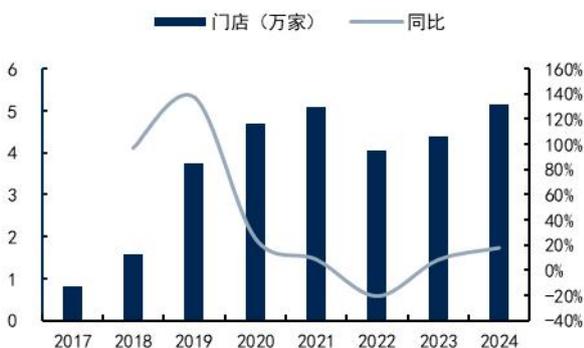
图58: 公司单季度新赛道各业务类型贡献利润率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

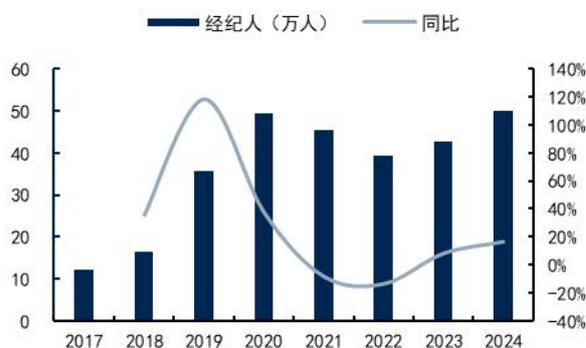
门店和经纪人数量还在扩张, 预期市占率将持续提升。截至 2024 年末, 公司门店数量为 5.2 万家, 同比+18%; 经纪人数量为 50 万人, 同比+17%; 店均人数 10 人, 同比持平; 自 2022 年以来经营规模持续修复。2024Q4, 公司活跃门店和活跃经纪人占比分别为 96%和 89%, 保持高位; 通过贝壳或链家移动应用程序访问平台的月活跃用户数为 4320 万人, 同比持平。

图59: 公司历年门店数量及同比



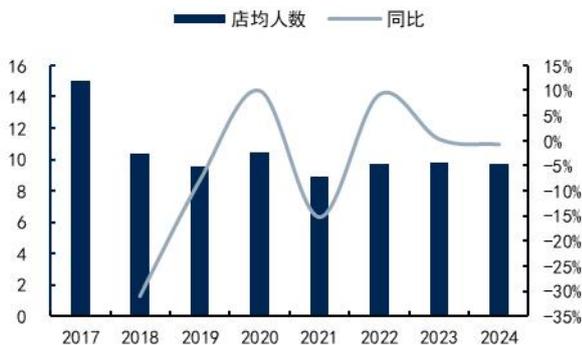
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图60: 公司历年经纪人数量及同比



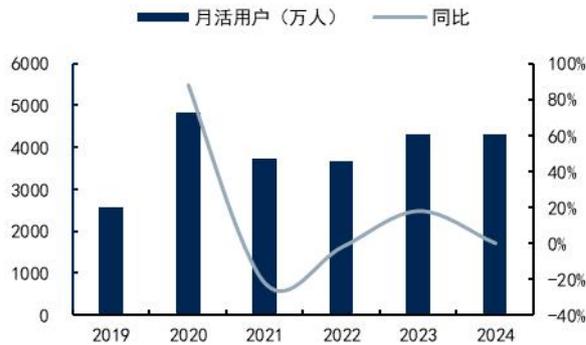
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图61: 公司历年店均人数及同比



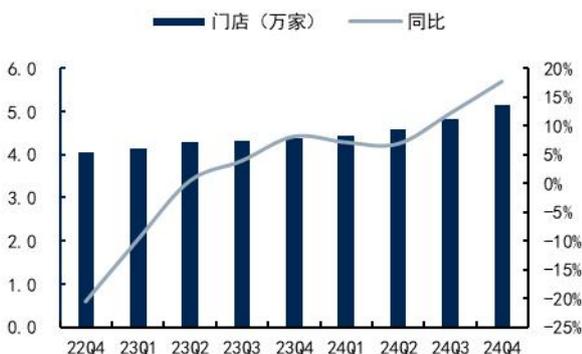
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图62: 公司历年月活用户及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图63: 公司各季度末门店数量及同比



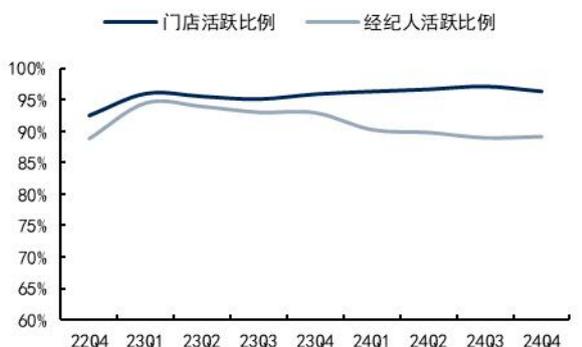
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图64: 公司各季度末经纪人数量及同比



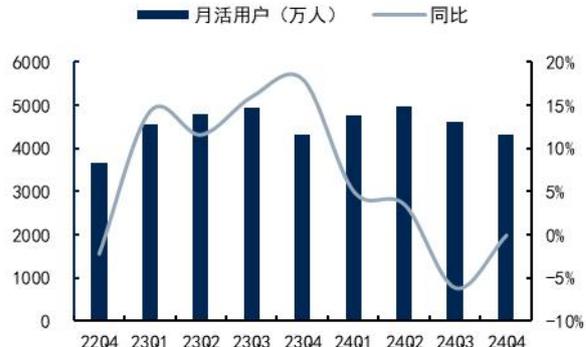
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图65: 公司单季度门店和经纪人活跃比例



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图66: 公司单季度月活用户数及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：受益于地产利好政策出台和新赛道业务增长，2024 年公司收入稳步提升，但盈利能力略有下滑。考虑到公司业务结构调整和规模扩张期间的经营磨合，我们略下调盈利预测，预计公司 2025-2026 年的经调整归母净利润分别为 82/89 亿元（前值 92/95 亿元），每股收益分别为 2.27/2.45 元，对应当前股价 PE 分别为 21.7/20.1 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：经济增速放缓、地产政策收紧、楼市热度下降、存量房交易佣金费率下行、新房市占率提升不及预期、新赛道业务盈利不及预期等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	19635	11443	21096	31405	42306	营业收入	77777	93457	105251	116247	126898
应收款项	8337	12130	13661	15088	16470	营业成本	56059	70513	81024	89374	97200
存货净额	304	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	7192	8858	9976	11019	12028	销售费用	6654	7783	7789	8602	9390
流动资产合计	69754	76603	88905	101683	114976	管理费用	10174	11244	11157	12322	13451
固定资产	1965	2400	2944	3454	3930	财务费用	(1263)	(1260)	(316)	(516)	(728)
无形资产及其他	23542	29002	27552	26102	24652	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	25071	25144	25144	25144	25144	资产减值及公允价值变动	0	0	300	300	300
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	970	1693	0	0	0
资产总计	120332	133149	144544	156382	168702	营业利润	7123	6870	5899	6764	7884
短期借款及交易性金融负债	290	288	288	288	288	营业外净收支	761	0	800	800	800
应付款项	7362	10521	12075	13341	14528	利润总额	7884	6870	6699	7564	8684
其他流动负债	31871	41935	46751	51650	56270	所得税费用	1994	2792	1675	1891	2171
流动负债合计	39524	52744	59115	65279	71086	少数股东损益	6	13	13	15	17
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	经调整归母净利润	9792	7198	8211	8859	9696
其他长期负债	8607	8957	8957	8957	8957	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	8607	8957	8957	8957	8957	经调整归母净利润	9792	7198	8211	8859	9696
负债合计	48131	61701	68072	74236	80043	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	101	124	137	152	169	折旧摊销	1402	1402	1707	1740	1773
股东权益	72100	71324	76335	81994	88490	折旧摊销	1402	1402	1707	1740	1773
负债和股东权益总计	120332	133149	144544	156382	168702	公允价值变动损失	0	0	(300)	(300)	(300)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(1263)	(1260)	(316)	(516)	(728)
每股收益	2.70	1.99	2.27	2.45	2.68	营运资本变动	1718	8344	3722	3696	3415
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	(1755)	(7497)	(3187)	(3185)	(3183)
每股净资产	19.91	19.69	21.08	22.64	24.43	经营活动现金流	11158	9447	10153	10809	11401
ROIC	16%	9%	17%	25%	38%	资本开支	(1331)	(1837)	(500)	(500)	(500)
ROE	8%	6%	7%	7%	8%	其它投资现金流	(2647)	(7541)	0	0	0
毛利率	28%	25%	23%	23%	23%	投资活动现金流	(3977)	(9378)	(500)	(500)	(500)
EBIT Margin	6%	4%	5%	5%	5%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	8%	6%	7%	7%	7%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	28%	20%	13%	10%	9%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
经调整归母净利润增长率	243%	-26%	14%	8%	9%	其它融资现金流	(6962)	(5795)	0	0	0
资产负债率	40%	46%	47%	48%	48%	融资活动现金流	(6962)	(5795)	0	0	0
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	219	(5726)	9653	10309	10901
P/E	18.2	24.7	21.7	20.1	18.4	货币资金的期初余额	19413	19635	11443	21096	31405
P/B	2.5	2.5	2.3	2.2	2.0	货币资金的期末余额	19635	11443	21096	31405	42306
EV/EBITDA	36.0	45.1	35.2	32.8	29.9	企业自由现金流	0	10235	8890	9397	9830
						权益自由现金流	0	689	9128	9784	10376

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032