



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年03月17日

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 03月14日收盘价（元） | 5.80 |
| 总市值（亿元） | 159.62 |
| 总股本（亿股） | 27.52 |

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证地产】华发股份2024年三季度报点评：业绩有所下降，销售排名提升，回购彰显发展信心-2024.10.30

【兴证地产】华发股份集团收购公司存量商品房点评：助力盘活珠海存量资产，彰显股东支持力度-2024.08.11

【兴证地产】华发股份2023年年报点评：业绩有所承压，分红率大幅提升，销售排名更进一步-2024.04.28

分析师：靳璐瑜

S0190520080003
jinluyu@xyzq.com.cn

分析师：洪波

S0190523040002
hongbo@xyzq.com.cn

华发股份(600325.SH)

2024 年年报点评：保持千亿规模，夯实发展根基

投资要点：

受毛利率下降、资产减值等影响，业绩有所下降。2024年，公司实现营业收入599.92亿元，同比-16.84%；实现归母净利润9.51亿元，同比-48.24%，扣非后同比-24.47%，降幅小于扣非前，主要因同期投资性房地产公允价值变动产生了9.8亿元收益，而2024年为2.8亿元。2024年末，公司预收楼款达873.55亿元，待结算资源充沛。归母净利润降幅大于营收的主要原因为：1) 毛利率下降：2024年公司毛利率为14.3%，同比下降3.8个百分点。2) 资产减值损失：2024年公司资产减值损失为18.4亿元，同比多损失2.5亿元。

2024年销售排名稳步提升至第10名。2024年，公司实现销售金额1054.4亿元，同比-16.3%，连续5年稳居千亿阵营，站稳行业第一梯队；实现销售面积369.6万平方米，同比-7.5%。根据克而瑞数据统计，2024年公司行业销售排名较同期提升4位至第10名，行业地位进一步提升。而进入2025年，公司开年销售表现亮眼，2月单月实现销售金额75.6亿元，同比+74.2%；1-2月累计销售金额172.2亿元，同比+58.6%。持续受益核心城市基本面改善，2025年前两月行业销售排名进一步上升至第7位。

精准投拓，拿好地，管好钱。公司投拓策略始终聚焦在一线、强二线城市，量入为出。根据中指数据统计，2024年公司拿地总金额94.5亿元，拿地力度9.0%，同比降低22.5个百分点，权益比例71.7%，同比增加1.0个百分点。城市结构上，拿地金额占比主要以珠海、上海为主。截至2024年底，公司的总土储面积共1212.5万方。分城市能级来看，一二线面积占比合计80.6%。分区域来看，长三角面积占比29.2%、珠三角面积占比21.1%。公司在2023年完成定向增发融资基础上，开展发行定向可转债工作，股权融资取得新进展。截至2024年末，公司负债指标持续优化，“三道红线”维持绿档，债务结构合理，综合融资成本稳步下降，紧抓销售回款。

推动“好房子”建设，巩固内部管控，回购彰显公司发展信心。公司以“四化”为技术支撑，打造十五优产品标准。2024年公司打通精细化管理“神经末梢”，推进公司内部管控能力和水平再上台阶。截至2025年2月28日，公司已累计完成回购金额达1993万元。

投资建议：华发股份2024年销售排名保持提升，2025年开年以来销售亮眼；回购计划彰显未来发展信心。我们调整公司2025-2026年EPS为0.35元、0.41元的预测，以2025年3月14日收盘价计算，对应的PE为16.4倍和14.0倍，维持“增持”评级。

风险提示：需求端政策力度、销售改善不及预期，集团收储落地不确定性。

主要财务指标

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元） | 59992 | 62656 | 66326 | 74119 |
| 同比增长 | -16.8% | 4.4% | 5.9% | 11.7% |
| 归母净利润（百万元） | 951 | 976 | 1140 | 1337 |
| 同比增长 | -48.2% | 2.6% | 16.8% | 17.3% |
| 毛利率 | 14.3% | 14.1% | 14.2% | 14.1% |
| ROE | 4.8% | 4.8% | 5.4% | 6.0% |
| 每股收益（元） | 0.35 | 0.35 | 0.41 | 0.49 |
| 市盈率 | 16.8 | 16.4 | 14.0 | 11.9 |

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

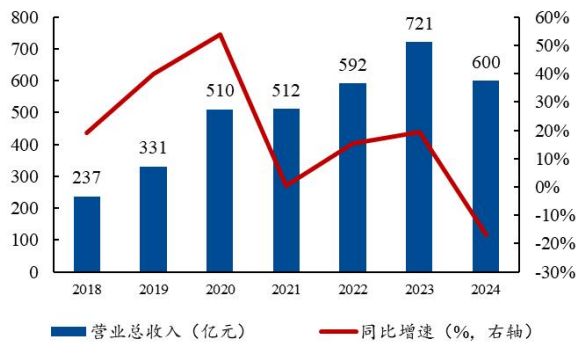
2025年3月14日，华发股份发布2024年年报。2024年，公司实现营业收入599.92亿元，同比下降16.84%；实现归母净利润9.51亿元，同比下降48.24%。

点评

1. 2024年业绩有所承压，待结算资源充足

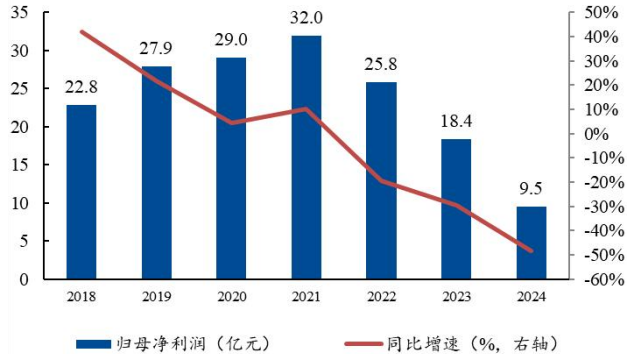
受毛利率下降、资产减值等影响，业绩有所下降。2024年，公司实现营业收入599.92亿元，同比-16.84%；实现归母净利润9.51亿元，同比-48.24%，扣非后同比-24.47%，降幅小于扣非前，主要因同期2023年非经常性损益项目中采用公允价值模式进行后续计量的投资性房地产公允价值变动产生了9.8亿元收益，而2024年为2.8亿元。加权平均净资产收益率4.39%，同比减少5.27个百分点。2024年末，公司预收楼款达873.55亿元，待结算资源充沛。归母净利润降幅大于营收的主要原因为：**1）毛利率下降**：2024年公司销售毛利率为14.3%，同比下降3.8个百分点。**2）资产减值损失**：2024年公司资产减值损失为18.4亿元，同比多损失2.5亿元。

图 1、2024 年营业收入同比减少 16.8%



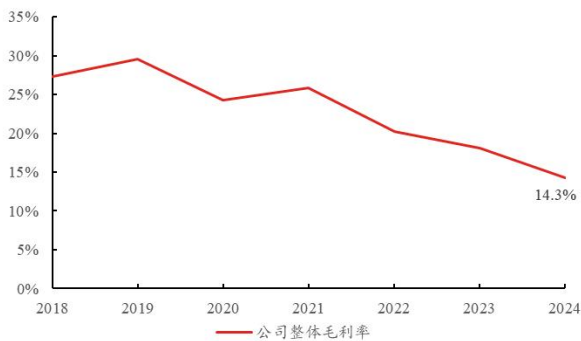
数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2024 年归母净利润同比减少 48.2%



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、2024 年毛利率为 14.3%



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2024 年少数股东损益占比 32.2%



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 销售排名稳步提升，聚焦核心区域

2024 年销售排名稳步提升至第 10 名。2024 年，公司坚定贯彻落实去库存策略，以灵活高效的销售策略积极应对市场变化。全年公司实现销售金额 1054.4 亿元，同比-16.3%，连续 5 年稳居千亿阵营，站稳行业第一梯队；实现销售面积 369.6 万平方米，同比-7.5%。根据克而瑞数据统计，2024 年公司行业销售排名较同期提升 4 位至第 10 名，行业地位进一步提升。而进入 2025 年，公司开年销售表现亮眼，2 月单月实现销售金额 75.6 亿元，同比+74.2%；1-2 月累计销售金额 172.2 亿元，同比+58.6%。持续受益核心城市基本面改善，2025 年前两月行业销售排名进一步上升至第 7 位。

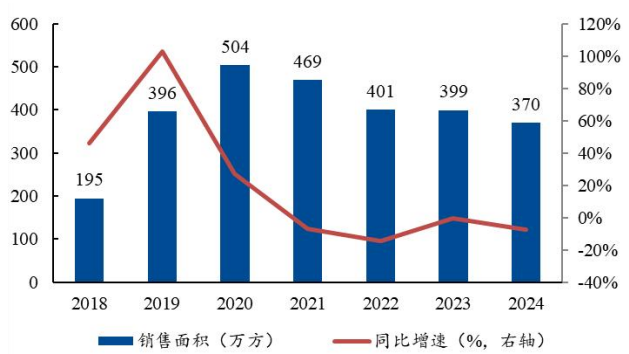
聚焦核心区域，形成“3+1”业务布局。2024 年，华东大区全年实现销售 461.73 亿元，销售占 43.79%，为公司销售奠定基石；华南大区全年实现销售 320.76 亿元，销售占比 30.42%，销售指标增势明显；珠海大区全年实现销售 249.77 亿元，销售占比 23.69%，稳居珠海龙头地位；北方区域全年实现销售 22.18 亿元，销售占比 2.10%。

图 5、2018-2024 历年销售金额（亿元）



数据来源：克而瑞，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2018-2024 历年销售面积（万方）



数据来源：克而瑞，兴业证券经济与金融研究院整理

3. 精准投拓，拿好地，管好钱

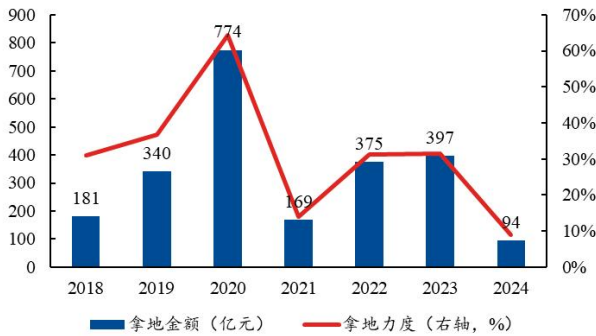
投资聚焦核心城市，精准投拓。公司投拓策略始终聚焦在一线、强二线城市，量入为出。根据中指数据，2024 年公司拿地总金额 94.5 亿元，拿地力度 9.0%，同比降低 22.5 个百分点，权益比例 71.7%，同比增加 1.0 个百分点。城市结构上，拿地金额占比主要以珠海、上海为主，其中拿地金额前三的城市分别为珠海（44.0%）、上海（36.7%）、成都（10.3%），合计占比 91.1%。

整体土储充足，主要布局一二线城市，长三角、珠三角等优质区域。截至 2024 年底，公司的总土储面积共 1212.5 万方（包括未开发土储计容建面 376.8 万方、在建面积 835.6 万方）。其中土储面积前五的城市分别为上海（12.4%）、深圳（9.5%）、武汉（8.7%）、珠海（7.9%）、鄂州（7.6%）。分城市能级来看，

一二线面积占比合计 80.6%。分区域来看，长三角面积占比 29.2%、珠三角面积占比 21.1%、华中面积占比 17.0%。

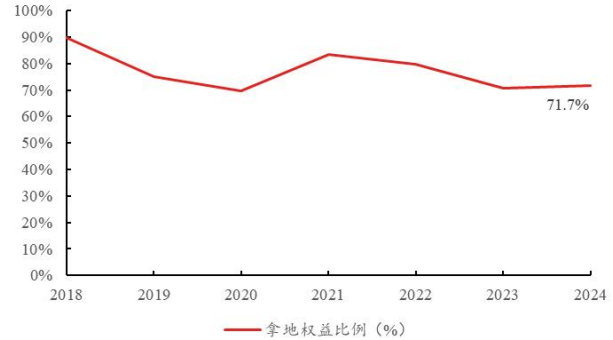
国企背景融资优势明显，三道红线延续绿档。公司紧跟国家保障性住房融资政策，融资品种持续丰富，建信华金-华发股份消费类基础设施 Pre-reits 21.25 亿元成功落地；在 2023 年完成定向增发融资基础上，开展发行定向可转债工作，股权融资取得新进展。截至 2024 年末，公司剔除预收账款的资产负债率为 62.37%，净负债率 74.88%，现金短债比 1.38，负债指标持续优化，“三道红线”维持绿档；2024 年有息负债规模 1416.1 亿元，同比下降 1.7%，长期有息负债占全部有息负债的比重为 84%，债务结构合理；综合融资成本同比下降 0.26 个百分点，进一步保障公司资金链的稳定和安全。公司始终坚持紧抓销售回款，2024 年实现回款金额 499.78 亿元。

图 7、公司历年拿地金额&拿地力度



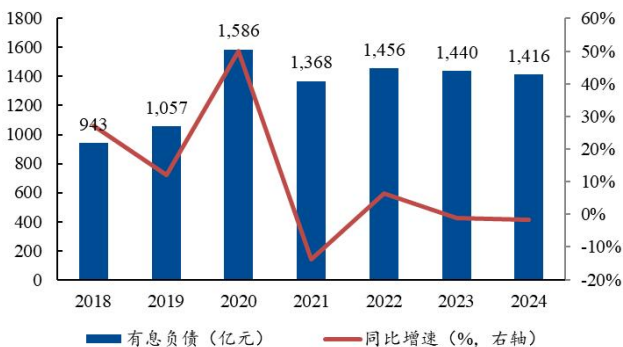
数据来源：中指，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、公司历年拿地权益比例



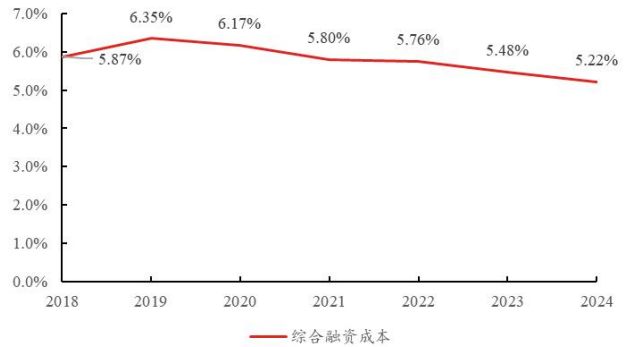
数据来源：中指，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、历年有息负债规模及增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、整体平均融资成本 (%)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4. 推动“好房子”建设，回购彰显公司发展信心

系统推动“好房子”建设，打造产品核心竞争力。以“四化”为技术支撑，在“安全、舒适、绿色、智慧”四个方面打造十五优产品标准，全力推进“四化”新型住宅产品体系研发及珠海湾试点项目建设，为中国房地产行业高质量发展新模式

提供珠海范本。与中国房地产业协会共同主编全国首个《智能家居技术应用标准》，为智能家居行业发展升级提供指引。匠心建造夯实品质基础。在建项目质量及安全文明国家、省、市级奖项数量达 130 余项。持续优化工程信息系统，推动智能建造研究试点、产学研用及技术创新工作，报告期内已授权专利 158 项，已累计取得 2 项发明、2 项软件著作权、272 项实用新型专利证书。

巩固内部管控，回购彰显公司发展信心。2024 年，公司进一步调结构、优团队、促转型、控风险、强管控，夯实管理抓细节，打通精细化管理“神经末梢”，推进公司内部管控能力和水平再上台阶。2024 年 10 月 29 日，董事局审议通过了公司使用自有资金或自筹资金回购公司股份，回购资金总额不低于 3 亿元（含本数）且不超过人民币 6 亿元，彰显公司发展信心。截至 2025 年 2 月 28 日，公司累计回购公司股份 372 万股，占公司目前总股本的比例为 0.135%，成交总金额为 1993 万元（不含印花税、交易佣金等费用）。

5. 多元并进，巩固“三大支撑”发展格局

公司在坚持深耕精品住宅主业的同时，不断做强做优商业运营、物业管理及上下游产业链等“三大支撑”，为公司可持续发展夯实基础。1) 商业运营方面：商业运营方面，公司 2024 年租金收入达 7.85 亿元，同比+15.41%，业务收入稳中有增。2024 年新开业 2 家商业中心，截至 2024 年末在营集中商业达 11 个，配套商业项目 62 个，商办项目 32 个，总商业面积达 260 万平方米。华发商办荣膺“2024 年中国不动产商管综合实力 TOP30”称号。2) 物业管理方面：物业服务方面，公司 2024 年实现物业收入 16.75 亿元，同比+18.85%，有效增厚公司效益。华发物业获得“2024 中国物业服务百强企业”第 13 名、“2024 中国物业服务百强满意度领先企业”等荣誉，行业认可度持续提升。截至 2024 年末，华发物业已进驻 40 余个城市，服务项目超过 400 个。3) 上下游产业链及境外公司：上下游产业链业务方面，营销公司在多个项目跑赢竞品，“联代”占比持续保持领先优势。优生活公司在营长租公寓门店总数达 26 家，荣获 2024 中国住房租赁广厦奖年度品牌力企业。设计公司助力公司“四化十五优”产品体系迭代升级，完成 40 余项专利挖掘及申报。华实中建通过 2023 年度广东省专精特新中小企业认定，荣获香港杰出宜居城市建筑贡献金章等四大奖项。代理公司抢抓新政机会及热点趋势，推广“以旧换新”助力主业销售。

投资建议：华发股份 2024 年销售排名保持提升，2025 年开年以来销售亮眼；回购计划彰显未来发展信心。我们调整公司 2025-2026 年 EPS 为 0.35 元、0.41 元的预测，以 2025 年 3 月 14 日收盘价计算，对应的 PE 为 16.4 倍和 14.0 倍，维持“增持”评级。

风险提示：需求端政策力度、销售改善不及预期，集团收储落地不确定性。

附表
资产负债表

单位：百万元

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 349034 | 353974 | 363504 | 388971 |
| 货币资金 | 33206 | 35311 | 27249 | 28795 |
| 交易性金融资产 | 22 | 15 | 14 | 12 |
| 应收票据及应收账款 | 1546 | 1382 | 1493 | 1697 |
| 预付款项 | 1860 | 2107 | 2062 | 2368 |
| 存货 | 247950 | 249753 | 266260 | 288656 |
| 其他 | 64451 | 65406 | 66427 | 67442 |
| 非流动资产 | 71261 | 72359 | 74837 | 74566 |
| 长期股权投资 | 28025 | 28075 | 29575 | 29625 |
| 固定资产 | 5234 | 5436 | 5410 | 5174 |
| 在建工程 | 77 | 177 | 277 | 377 |
| 无形资产 | 483 | 480 | 468 | 459 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 37442 | 38191 | 39108 | 38930 |
| 资产总计 | 420295 | 426333 | 438341 | 463537 |
| 流动负债 | 175002 | 177457 | 186241 | 206912 |
| 短期借款 | 3480 | 1980 | 980 | 1480 |
| 应付票据及应付账款 | 29078 | 34112 | 35396 | 39253 |
| 其他 | 142445 | 141365 | 149865 | 166179 |
| 非流动负债 | 120305 | 122799 | 124791 | 127825 |
| 长期借款 | 79382 | 80382 | 81382 | 83382 |
| 其他 | 40923 | 42417 | 43410 | 44443 |
| 负债合计 | 295307 | 300256 | 311032 | 334737 |
| 股本 | 2752 | 2752 | 2752 | 2752 |
| 未分配利润 | 14326 | 14859 | 15480 | 16211 |
| 少数股东权益 | 105244 | 105673 | 106113 | 106672 |
| 股东权益合计 | 124988 | 126077 | 127309 | 128800 |
| 负债及权益合计 | 420295 | 426333 | 438341 | 463537 |

现金流量表

单位：百万元

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|---------------|-------------|--------------|-------------|
| 归母净利润 | 951 | 976 | 1140 | 1337 |
| 折旧和摊销 | 482 | 553 | 603 | 594 |
| 营运资金的变动 | 13348 | -345 | -8620 | -4435 |
| 经营活动产生现金流量 | 15900 | 3502 | -4512 | -186 |
| 资本支出 | -10306 | -510 | -504 | -123 |
| 长期投资 | -13307 | -1039 | -2504 | -144 |
| 投资活动产生现金流量 | -23382 | -764 | -2866 | -39 |
| 债权融资 | 1286 | 994 | 993 | 3534 |
| 股权融资 | 9794 | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动产生现金流量 | -5419 | -630 | -678 | 1774 |
| 现金净变动 | -12904 | 2105 | -8062 | 1546 |

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 59992 | 62656 | 66326 | 74119 |
| 营业成本 | 51404 | 53837 | 56928 | 63685 |
| 税金及附加 | 2241 | 2417 | 2526 | 2826 |
| 销售费用 | 1813 | 1962 | 2072 | 2304 |
| 管理费用 | 1358 | 1441 | 1491 | 1681 |
| 研发费用 | 79 | 86 | 88 | 99 |
| 财务费用 | 512 | 315 | 339 | 404 |
| 投资收益 | 968 | 853 | 188 | 270 |
| 公允价值变动收益 | 354 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | -126 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -1840 | -1458 | -811 | -683 |
| 营业利润 | 1980 | 2041 | 2310 | 2762 |
| 营业外收支 | -18 | 27 | 25 | 11 |
| 利润总额 | 1962 | 2068 | 2335 | 2773 |
| 所得税 | 557 | 664 | 755 | 876 |
| 净利润 | 1405 | 1405 | 1580 | 1897 |
| 少数股东损益 | 453 | 429 | 440 | 559 |
| 归属母公司净利润 | 951 | 976 | 1140 | 1337 |
| EPS(元) | 0.35 | 0.35 | 0.41 | 0.49 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| 成长性 | | | | |
| 营业总收入增长率 | -16.8% | 4.4% | 5.9% | 11.7% |
| 营业利润增长率 | -65.9% | 3.1% | 13.2% | 19.5% |
| 归母净利润增长率 | -48.2% | 2.6% | 16.8% | 17.3% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 14.3% | 14.1% | 14.2% | 14.1% |
| 归母净利率 | 1.6% | 1.6% | 1.7% | 1.8% |
| ROE | 4.8% | 4.8% | 5.4% | 6.0% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 70.3% | 70.4% | 71.0% | 72.2% |
| 流动比率 | 1.99 | 1.99 | 1.95 | 1.88 |
| 速动比率 | 0.21 | 0.22 | 0.16 | 0.16 |
| 营运能力 | | | | |
| 资产周转率 | 13.8% | 14.8% | 15.3% | 16.4% |
| 每股资料(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.35 | 0.35 | 0.41 | 0.49 |
| 每股经营现金 | 5.78 | 1.27 | -1.64 | -0.07 |
| 估值比率(倍) | | | | |
| PE | 16.8 | 16.4 | 14.0 | 11.9 |
| PB | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|--|----------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 | |
| 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 | |
| | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 | |
| | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 | |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--|--|--|
| 地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元 | 地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 |
| 邮编：200135 | 邮编：100020 | 邮编：518035 |
| 邮箱： research@xyq.com.cn | 邮箱： research@xyq.com.cn | 邮箱： research@xyq.com.cn |