



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025年05月18日

基础数据

5月16日收盘价(美元)	19.23
总市值(亿美元)	231
总股本(亿股)	36.02

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证海外地产】贝壳: 2024Q4 营收超预期, 验证 alpha 能力-2025.03.21

【兴证海外地产】贝壳(BEKE.N)2024Q3 业绩点评: 受益政策利好, 增加投入巩固市场地位-2024.11.23

【兴证海外地产】贝壳(BEKE.N)2024Q2 业绩点评: 2024Q2 业绩超预期, 回购扩容提升股东回报-2024.08.14

分析师: 孙钟连

S0190521080001

请注意: 孙钟连并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管的活动。

sunzhonglian@xyzq.com.cn

分析师: 宋健

S0190518010002

BMV912

songjian@xyzq.com.cn

贝壳(BEKE.N)

2025Q1 业绩超预期, 二赛道盈利能力提升

投资要点:

- **2025Q1 公司 GTV、收入表现超预期:** 2025Q1 公司实现总 GTV 同比增长 34.0%至 8437 亿元, 其中二手房 GTV 同比增长 28.1%至 5803 亿元、新房 GTV 同比增长 53.0%至 2322 亿元, 表现超预期, α 能力持续得到验证; 基于超预期的 GTV 表现, 公司 2025Q1 实现营收 233 亿元, 同比增长 42.4%, 高于 Bloomberg 一致预期 4%。
- **多因素下公司 2025Q1 Non-GAAP 归母净利润超预期:** 1) 公司毛利率虽然下滑但符合预期: 2025Q1 公司实现综合毛利率为 20.7%, 同比下降 4.5 个百分点, 主要因存量房薪酬机制较去年同期调整, 固定成本提升令存量房业务贡献利润率下滑。2) 费用投入更加克制: 2025Q1 公司 Non-GAAP OPEX 为 38 亿元, 同比仅增长 10.8%, 运营费用增幅小于收入增幅, 费用投入更加克制。基于较强的经营杠杆, 公司 2025Q1 Non-GAAP 营业利润同比增长 19.6%至 11.5 亿元。3) 有效税率同环比均大幅下滑: 2025Q1 公司有效税率为 38%, 同比下降约 10 个百分点, 环比下降约 26 个百分点。4) 基于经营杠杆和有效税率下滑, 2025Q1 公司实现 Non-GAAP 归母净利润 14 亿元, 同比持平, 高于 Bloomberg 一致预期 22%。
- **新房 take rate 维持高位, 存量房 take rate 因结构性因素略降:** 2025Q1 公司存量房综合 take rate 为 1.18%, 同比下降 0.12 个百分点, 主要因非链家的存量房 GTV 占比同比提升。2025Q1 公司新房 take rate 为 3.48%, 同比增加 0.24 个百分点, 仍维持高位区间。
- **二赛道贡献利润率提升:** 1) 2025Q1 公司实现家装家居收入 29.45 亿元, 同比增长 22.3%; 家装家居贡献利润率同比提升 2.0 个百分点至 32.6%, 主要因材料集采比例提升。2) 2025Q1 公司实现房屋租赁服务收入 50.88 亿元, 同比增长 93.8%, 主要因在管房源数量增长; 基于规模效应以及部分新模式业务以净收入模式入账, 房屋租赁服务的贡献利润率同比提升 1.2 个百分点至 6.7%。
- **估值与评级:** 公司有望受益于地产行业止跌回稳带来的 β , 同时市场份额有望继续提升加强 α , 我们预计公司 2025/2026/2027 年经调整归母净利润分别为 77/102/122 亿元, 分别同比+6.5%/+33.5%/+19.3%, 维持“买入”评级, 截至 2025 年 5 月 16 日股价对应 2025/2026/2027 年 PE 为 22/16/14 倍。
- **风险提示:** 市场份额提升不及预期、GTV 表现不及预期、地产行业止跌回稳不及预期、一二赛道新增费用投入回报不及预期。

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	935	1,117	1,278	1,408
同比增长(%)	20.2	19.5	14.4	10.2
经调整归母净利润(亿元)	72	77	102	122
同比增长(%)	-26.5	6.5	33.5	19.3
毛利率(%)	24.6	21.4	21.6	21.8
经调整归母净利率(%)	7.7	6.9	8.0	8.7
经调整每股收益(元)	2.03	2.12	2.83	3.37
市盈率	23	22	16	14

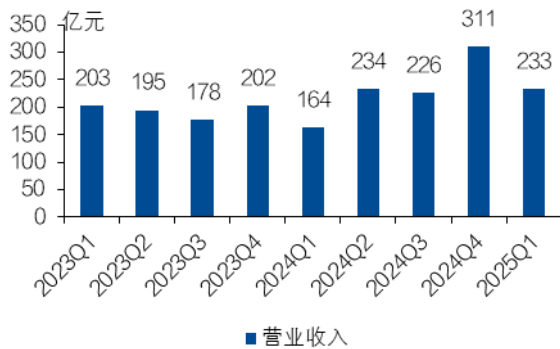
数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

点评

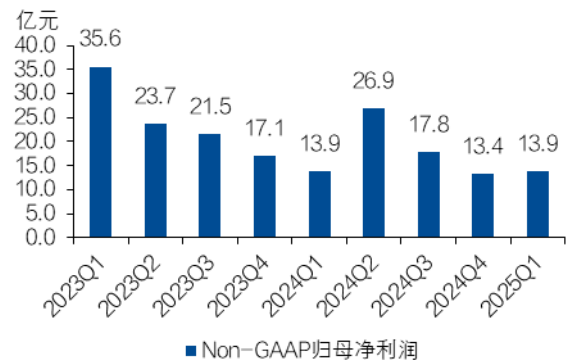
- **2025Q1 公司 GTV、收入表现超预期：**2025Q1 公司实现总 GTV 同比增长 34.0%至 8437 亿元，其中二手房 GTV 同比增长 28.1%至 5803 亿元、新房 GTV 同比增长 53.0%至 2322 亿元，表现超预期， α 能力持续得到验证；基于超预期的 GTV 表现，公司 2025Q1 实现营收 233 亿元，同比增长 42.4%，高于 Bloomberg 一致预期 4%。

图1、公司季度营业收入



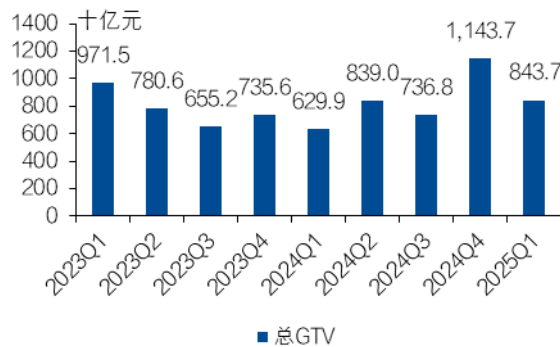
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、公司季度经调整归母净利润



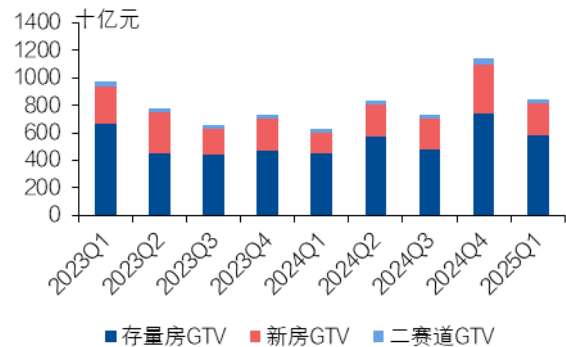
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、公司季度 GTV



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司季度 GTV 结构

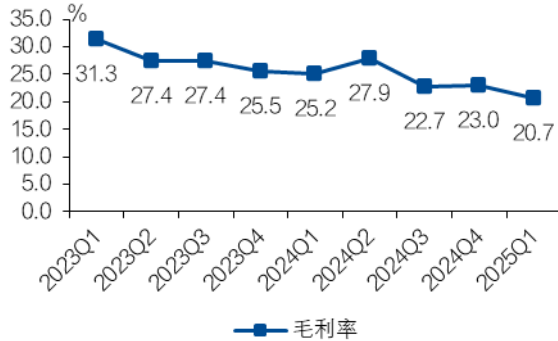


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **多因素下公司 2025Q1 Non-GAAP 归母净利润超预期：**1) 公司毛利率虽然下滑但符合预期：2025Q1 公司实现综合毛利率为 20.7%，同比下降 4.5 个百分点，主要因存量房薪酬机制较去年同期调整，固定成本提升令存量房业务贡献利润率下滑。2) 费用投入更加克制：2025Q1 公司 Non-GAAP OPEX 为 38 亿元，同比仅增长 10.8%，运营费用增幅小于收入增幅，费用投入更加克制。基于较强的经营杠杆，公司 2025Q1 Non-GAAP 营业利润同比增长 19.6%至 11.5 亿元。3) 有效税率同环比均大幅下滑：2025Q1 公司有效税率为 38%，同比下降约 10 个百分点，环比下降约 26 个百分点。4) 基于经营

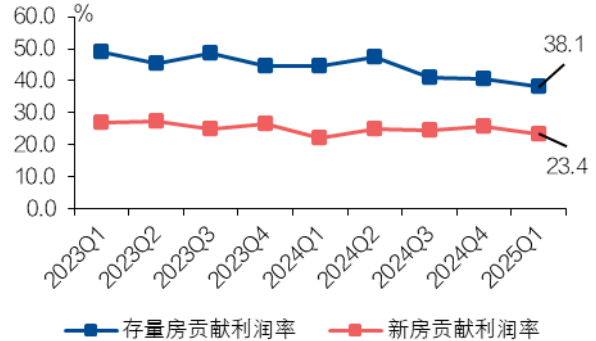
杠杆和有效税率下滑，2025Q1 公司实现 Non-GAAP 归母净利润 14 亿元，同比持平，高于 Bloomberg 一致预期 22%。

图5、公司季度毛利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

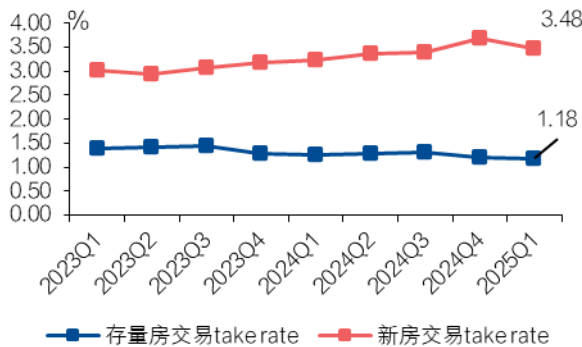
图6、公司季度贡献利润率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

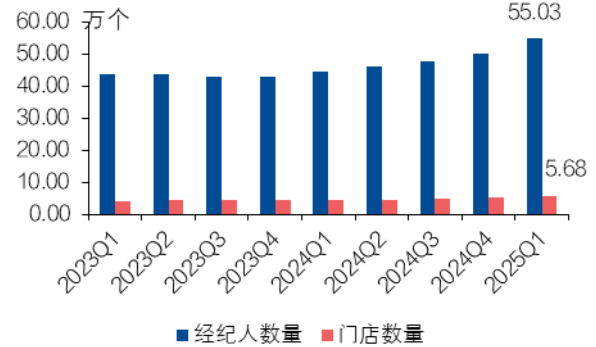
- **新房 take rate 维持高位，存量房 take rate 因结构性因素略降：**2025Q1 公司存量房综合 take rate 为 1.18%，同比下降 0.12 个百分点，主要因非链家的存量房 GTV 占比同比提升。2025Q1 公司新房 take rate 为 3.48%，同比增加 0.24 个百分点，仍维持高位区间。

图7、公司新房和存量房 take rate



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、公司季度门店和经纪人数量



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **二赛道贡献利润率提升：**1) 2025Q1 公司实现家装家居收入 29.45 亿元，同比增长 22.3%；家装家居贡献利润率同比提升 2.0 个百分点至 32.6%，主要因材料集采比例提升。2) 2025Q1 公司实现房屋租赁服务收入 50.88 亿元，同比增长 93.8%，主要因在管房源数量增长；基于规模效应以及部分新模式业务以净收入模式入账，房屋租赁服务的贡献利润率同比提升 1.2 个百分点至 6.7%。
- **回购回馈长期股东：**2025Q1 公司累计回购金额为 1.39 亿美元，回购股数约占 2024 年末已发行总股本的 0.6%。自

年 Q1 末，公司累计回购 3.5 亿股，约为回购计划启动期初总股本的 9.6%，总回购金额为 17.65 亿美元。

- **估值与评级：**公司有望受益于地产行业止跌回稳带来的 β ，同时市场份额有望继续提升加强 α ，我们预计公司 2025/2026/2027 年经调整归母净利润分别为 77/102/122 亿元，分别同比+6.5%/+33.5%/+19.3%，维持“买入”评级，截至 2025 年 5 月 16 日股价对应 2025/2026/2027 年 PE 为 22/16/14 倍。
- **风险提示：**市场份额提升不及预期、GTV 表现不及预期、地产行业止跌回稳不及预期、费用投入回报不及预期。

附表
资产负债表

单位:亿元人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	766	916	1,081	1,254
短期投资	413	413	413	413
短期融资应收款	28	4	5	5
应收账款	55	90	99	108
现金及现金等价物	114	237	374	518
其他流动资产	155	172	191	210
非流动资产	565	560	557	555
物业、厂房及设备	24	21	19	19
使用权资产	234	234	234	234
长期投资	238	238	238	238
无形资产	9	6	5	4
商誉	48	48	48	48
其他非流动资产	14	14	14	14
资产总计	1,331	1,476	1,638	1,809
流动负债	527	596	657	707
应付款项	257	290	326	356
合同负债	61	78	89	99
租赁负债的即期部分	137	137	137	137
其他流动负债	73	91	104	115
非流动负债	90	90	90	90
租赁负债	86	86	86	86
递延所得税负债	3	3	3	3
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	617	686	747	796
本公司拥有人应占权益	713	789	891	1,012
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	714	790	892	1,013
负债及权益合计	1,331	1,476	1,638	1,809

现金流量表

单位:亿元人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
税前利润	69	84	120	148
折旧及摊销	8	13	11	11
股权激励费用	32	23	24	25
经营活动产生现金流量	94	108	148	154
投资活动产生现金流量	-94	14	-10	-10
融资活动产生现金流量	-58	0	0	0
现金净变动	-56	122	137	144
现金的期初余额	259	203	325	462
现金的期末余额	203	325	462	606

数据来源: wind、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:亿元人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	935	1,117	1,278	1,408
营业成本	705	878	1,002	1,101
销售费用	78	77	78	79
管理费用	90	80	80	81
研发费用	23	25	24	24
营业利润	38	56	94	124
净利息收入	13	11	11	11
其他损益	18	17	15	14
税前盈利	69	84	120	148
所得税	-28	-31	-42	-52
净利润	41	53	78	96
归母净利润	41	53	78	96
经调整归母净利润	72	77	102	122

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性(%)				
营业收入	20.2	19.5	14.4	10.2
营业利润	-21.5	49.7	66.4	31.7
经调整归母净利润	-26.5	6.5	33.5	19.3
盈利能力(%)				
毛利率	24.6	21.4	21.6	21.8
经调整归母净利率	7.7	6.9	8.0	8.7
ROE	5.7	7.0	9.3	10.1
偿债能力				
资产负债率(%)	46.3	46.5	45.6	44.0
流动比率(倍)	1.5	1.5	1.6	1.8
营运能力(次)				
资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	17.0	12.4	12.9	13.1
每股资料(元)				
经调整每股收益	2.03	2.12	2.83	3.37
每股净资产	19.1	21.2	23.9	27.1
估值比率(倍)				
PE	23	22	16	14
PB	7	7	6	5

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.xyzq.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。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与福建漳龙集团有限公司、焦作市国有资本运营（控股）集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、山东黄金集团有限公司、双城(重庆)信用增进股份有限公司、成都天府大港集团有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、成都兴锦建设投资集团有限责任公司、贵溪经开控股发展集团有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、信华达投资发展有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、凉山州发展(控股)集团有限责任公司、滕州信华投资集团有限公司、三水国际发展有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、金峰有限公司、越秀房产信托基金、越秀房托资产管理有限公司、福建省晋尚控股集团有限公司、唐山控股发展集团股份有限公司、唐山国际投资(香港)有限公司、淮安开发控股有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、保定国家高新技术产业开发区发展有限公司、都江堰市城乡建设集团有限公司、河南航空港投资集团有限公司、河南省中豫融资担保有限公司、泉州市南翼投资集团有限公司、济源济康科技有限公司、兰溪市国有资本运营有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、福建石狮国有资本运营集团有限责任公司、福建红树林投资集团有限公司、漳州市龙海区国有资产投资经营有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、滨江国投有限公司、泰州港城投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、滕州信华投资集团有限公司、青岛蓝谷投资发展集团有限公司、重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、北京银行、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、湖北省联合发展投资集团有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、萍乡市城市建设投资集团有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、沂盛（维尔京）国际有限公司、山东沂蒙产业集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、兖矿集团（开曼群岛）有限公司、山东能源集团有限公司、南阳城投控股有限公司、科学城(广州)融资租赁有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮北市建设投资有限责任公司、稠州国际投资有限公司、江门高新技术工业园有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、安徽海螺水泥股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、四川省金玉融资担保有限公司、天门市农业发展有限公司、徽商银行股份有限公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、盐城高新区投资集团有限公司、浙江德盛（BVI）有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、三水国际发展有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、唐山国控集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、贵溪市发展投资集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、河南中豫信用增进有限公司、南阳交通控股集团有限公司、中原大禹国际（BVI）有限公司、中原资产管理集团有限公司、宜昌高新投资开发有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、福清市国有资产运营投资集团有限公司、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、漳州高鑫发展有限公司、郑州地铁集团有限公司、漳州圆山发展有限公司、靖江港口集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、徽商银行、烟台国丰投资控股集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、万晟国际（维尔京）有限公司、平度市城市开发集团有限公司、XD民生银行、新沂市交通文旅集团有限公司、常德财鑫融资担保有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、黄石产投控股集团有限公司、赤壁城市发展集团有限公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、江苏银行、无锡恒廷实业有限公司、四海国际投资有限公司、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、济南章丘控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、中国信达(香港)控股有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、资阳发展投资集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、南京银行、淄博市城市资产运营集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、中原豫资投资控股集团有限公司、九江银行、南昌金开集团有限公司、无锡市交通产业集团有限公司、保定市国控集团有限责任公司、海翼

(香港)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、重庆新双圈城市建设开发有限公司、山东高速集团、青岛军民融合发展集团有限公司、泰兴市港口集团有限公司、Fujian Zhanglong Group Co., Ltd.、Jiaozuo State-owned Capital Operation (Holding) Group Co., Ltd.、LinyiCityDevelopment InternationalCo.,Limited、LINYI CITY DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Shandong Gold Group Co., Ltd.、Chengdu-Chongqing Bond Insurance Co., Ltd.、SDG Finance Limited、Chengdu Tianfu Dagang Group Co., Ltd.、Chengdu Economic Development Industrial Investment Group Co., Ltd.、China Great Wall International Holdings VI Limited、China Great Wall AMC (International) Holdings Company Limited、Knowledge City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、Chongqing San Xia Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Chengdu Xingjin Construction Investment Group Co., Ltd.、Guixi Jingkai Holding Development Group Co., Ltd.、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Jiangsu Zenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Zhangzhou Transportation Development Group Co., Ltd.、Chongqing Xingnong Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Liangshan Development (Holdings) Group Co., Ltd.、TENGGZHOU XINHUA INVESTMENT GROUP CO., LTD.、SAN SHUI INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、Huzhou Wuxing State-Owned Capital Investment Development Co., Ltd.、Moon King Limited、YUEXIU REIT、Yuexiu REIT Asset Management Limited、FUJIAN JINSHANG HOLDING GROUP CO., LTD. (FUJIAN JINSHANG HOLDING GROUP)、Tangshan Holding Development Group Co., LTD.、Tangshan International Investment (Hong Kong) Co., Ltd.、Huai'an Development Holdings Co Ltd.、XIANGYU INVESTMENT (BVI) CO., LTD.、FOSHAN GAOMING CONSTRUCTION INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Baoding National Hi-tech Industry Development Zone Development Co Ltd.、Dujiangyan Urban and Rural Construction Group Co., Ltd.、Henan Airport Investment Group Co., Ltd.、Henan Zhongyu Financing Guarantee Co., LTD.、QUANZHOU NANYI INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiyuan city Jikang technology Co., LTD.、Lanxi State-owned Capital Operation Co., Ltd.、LANXI TRANSPORTATION CONSTRUCTION INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Qingdao Jimo District Urban Development Investment Co., Ltd.、ZHUZHOU CITY CONSTRUCTION DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、FUJIAN SHISHI STATE-OWNED CAPITAL OPERATION GROUP CO., LTD.、FUJIAN MANGROVE INVESTMENT GROUP CO., LTD.、ZHANGZHOU LONGHAI STATE-OWNED ASSETS INVESTMENT AND OPERATION CO., LTD.、ZHEJIANG CHANGXING FINANCIAL HOLDINGS GROUP CO., LTD.、BINJIANG GUOTOU LIMITED、TAIZHOU GANGCHENG INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Yangzhou Economic Development Zone Co., Ltd.、Zibo City Asset Operation Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、QINGDAO JIAOZHOU URBAN DEVELOPMENT AND INVESTMENT CO., LTD.、CHONGQING HECHUAN CITY CONSTRUCTION INVESTMENT (GROUP) CO., LTD.、BANK OF BEIJING、XIANGTAN ZHENXIANG STATE-OWNED ASSETS MANAGEMENT INVESTMENT CO., LTD.、HUBEI UNITED DEVELOPMENT INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Shengzhou Urban Construction Investment Development Group Co., Ltd.、LISHUI ECONOMIC AND TECHNOLOGICAL DEVELOPMENT ZONE INDUSTRIAL DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、NANYANG URBAN INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、SCIENCE CITY (GUANGZHOU) FINANCIAL LEASING CO., LTD.、SCIENCE CITY (GUANGZHOU) INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiangmen High-tech Industrial Park Co., Ltd.、Anhui Conch Material Technology Co., Ltd.、ANHUI CONCH CEMENT COMPANY LIMITED、BrainAurora Medical Technology Limited、SICHUAN JINYU FINANCING GUARANTEE CO., LTD.、TIANCHANG AGRICULTURAL DEVELOPMENT CO., LTD.、Huishang Bank Corporation Limited、Hubei Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Fuzhou Digital Economy Investment Group Co., Ltd.、Chongqing Xingnong Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Chongqing Sanxia Financing Guarantee Group Corporation、Chongqing Fengdu Cultural And Tourism Group Co., Ltd.、Zhejiang DES (BVI) Co., Ltd.、Hangzhou Fuyang Transportation Development Investment Group Co., Ltd.、SAN Shui International Development Co Ltd (BVI)、Jiangsu Jiangyan Economic Development Group Co., LTD.、Huaiyuan County New Urbanization Construction Co. Ltd.、ANHUI XIHU INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Huabei City Construction Investment Holding Group Company Limited.、Quzhou Qutong Transportation Investment Development Co., Ltd.、Chengdu Wuhou Industrial Development Investment Management Group Co., Ltd.、Wenzhou Lucheng District State-owned Holding Group Co., Ltd.、Shandong Mingshui Guokai Development Group Co., Ltd.、Mixin International Trading Co., Limited.、ZHONGYUAN DAYU INTERNATIONAL (BVI) CO., LTD.、ZHONGYUAN ASSET MANAGEMENT CO., LTD.、Yichang High-tech Investment Development Co., Ltd.、Chengdu Transportation Investment Group Co., Ltd.、Binzhou Bincheng Economic Development Investment Company Limited.、Fuqing State-owned Assets Operation Investment Group Co., Ltd.、Huaiyuan County New Urbanization ConstructionCo.Ltd.、HUISHANG BANK、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD.、YANTAI GUOFENG INVESTMENT HOLDINGS GROUP CO., LTD.、JINAN HI-TECH HOLDING GROUP CO., LTD.、Luoyang Guosheng Investment Holding Group Co., Ltd.、CHINA MINSHENG BANKING、CHANGDE CAIXIN FINANCING GUARANTEE CO., LTD.、HUNAN RUIXIN INDUSTRIAL OPERATION MANAGEMENT CO., LTD.、Ganzhou Urban Investment Holding Group Co., Ltd.、BANK OF JIANGSU.、Fujian Jinjiang Construction Investment Holding Group Co., Ltd.、Miluo River Holding Group Limited.、China Cinda 2020 I Management Ltd.、BANK OF NANJING.、Zibo City Asset Operation Group Co., Ltd.、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd.、Zhongyuan Yuze Investment Holding Group Co., Ltd.、BANKOFJIUJIANG.、JINAN SHIZHONG FINANCE INVESTMENT GROUP CO., LTD.、ZHENGJIN FINANCIAL INTERNATIONAL (BVI) CO., LIMITED.、Shenghai Investment Co.,Limited.、Coastal Emerald Limited.、Shandong Hi-Speed Group Co., Ltd.、QINGDAO MILITARY-CIVILIAN INTEGRATION DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.有投资银行业务关系。

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，并应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反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）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层

邮编：200135

邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼

邮编：518035

邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

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

邮编：100020

邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层

邮编：518035

邮箱：ir@xyzq.com.hk