

【广发地产 & 海外】贝壳-W (02423.HK) / 贝壳 (BEKE.N)

经营表现超预期，归母净利率环比回升

核心观点:

- 经营表现持续超预期，新兴外各条线贡献毛利均增长。根据贝壳业绩公告，25Q1 贝壳实现 GTV 8437 亿元，同比+34%，收入 233 亿元，同比+42%，归母净利润 9 亿元，同比+98%，经调整归母净利润 14 亿元，同比+0.1%。分业务贡献毛利来看，Q1 贝壳除收缩高风险合作的新兴业务贡献毛利下滑外，各条线均增长，存量房经纪、新房经纪、家装家居、房屋租赁服务贡献毛利同比+3%、+72%、+30%、+136%。
- 存量房经纪经营稳健，薪酬成本提升压降利润率。25Q1 存量房 GTV 5803 亿元，同比+28%，行业规模+16%，二手市占率 35%，环比+2%。Q1 活跃经纪人单季增 4.6 万人，上一增长高点为 23Q1 (6.2 万人)，贝壳在市场回弹时市占更有弹性。Q1 存量房贡献毛利率 38%，同比-6pct，主要为链家平均薪酬比例升至 76%，23、24 年为 64%、69%。
- 新房经纪经营表现超预期，3P 门店补贴增多。25Q1 新房实现 GTV 2322 亿元，同比+53%，行业规模同比-1%，新房市占率 12.6%，较 24 年平均+1.2pct，环比-1.8pct。25Q1 新房业务毛利率 23%，同比+1pct，环比-2pct，Q1 3P 外部分佣比例升至 85.3%，24 年平均 83.7%。
- 家装规模暂缓做利润，租赁规模利润双升。25Q1 家装收入 29 亿元，同比+22%，毛利率 32.6%，同比+2pct，创新高。租赁服务收入 51 亿元，同比+94%，毛利率 6.7%，同比+1pct，规模&利润率均创新高。
- 费用管控加强，其他收入稳定，净利率环比回升。25Q1 运营费用率 18.1%，同比-7.0pct，其他收入 8 亿元，同比持平，环比增 2 亿元，经调归母净利率 6.0%，同比下滑 2.5pct，环比回升 1.7pct。
- 盈利预测与投资建议。预计 25-26 年经调归母净利 77 亿元、103 亿元，同比+6%、+34%，参考互联网成长期估值给予 25 年 26xPE，对应合理价值 60.00 港元/股、23.05 美元/股，给予“买入”评级。
- 风险提示。市场规模不及预期，各条线市占不及预期，费用超预期等。

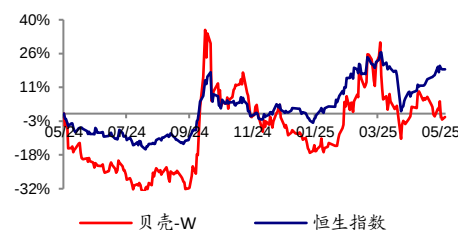
盈利预测:

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	77777	93457	107648	120878	136392
增长率 (%)	28%	20%	15%	12%	13%
EBITDA (百万元)	8497	7118	8152	11573	15452
归母净利润 (百万元)	5883	4065	5436	8067	11076
增长率 (%)	-524%	-31%	34%	48%	37%
EPS (元/股)	1.58	1.12	1.51	2.24	3.07
市盈率 (x)	29.67	41.80	31.06	20.93	15.25
市净率 (x)	2.34	2.37	2.38	2.31	2.17

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入-H/买入-美股
当前价格	49.80 港元/19.23 美元
合理价值	60.00 港元/23.05 美元
前次评级	买入/买入
报告日期	2025-05-19

相对市场表现



分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003



SFC CE No. BNN906



021-38003639

guoz@gf.com.cn

分析师:

李怡慧



SAC 执证号: S0260524040001



SFC CE No. BVI219



021-38003636

liyihui@gf.com.cn

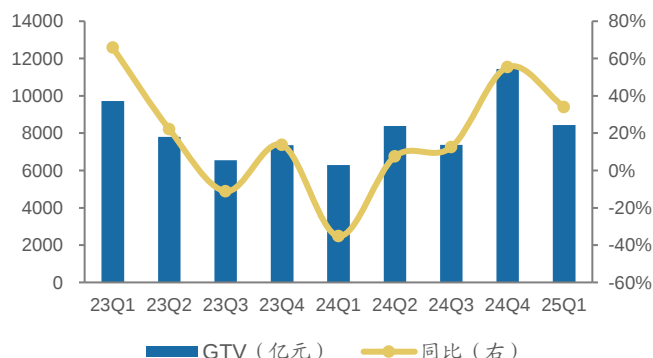
相关研究:

- 【广发地产&海外】贝壳-W (02423.HK) / 贝壳 (BEKE.N): 经营表现亮眼, 费用开支前置 2025-03-23
- 【广发海外】贝壳-W (02423.HK): 故道鼎盛, 新途星海 2025-03-05

一、经营表现超预期，归母净利率环比回升

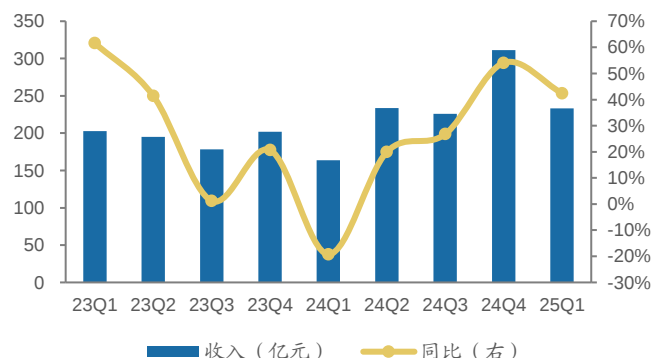
25Q1贝壳实现GTV 8437亿元，同比增长34%，收入233亿元，同比增长42%，毛利润48亿元，同比增长17%，经营利润6亿元，24Q1为0.1亿元，归母净利润9亿元，同比增长98%，经调整归母净利润14亿元，同比增长0.1%。

图 1：贝壳GTV及增速



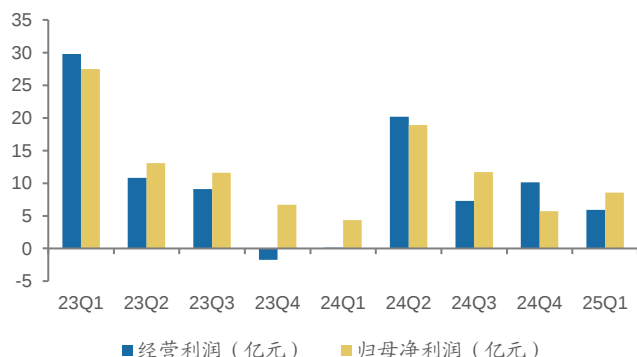
数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

图 2：贝壳收入及增速



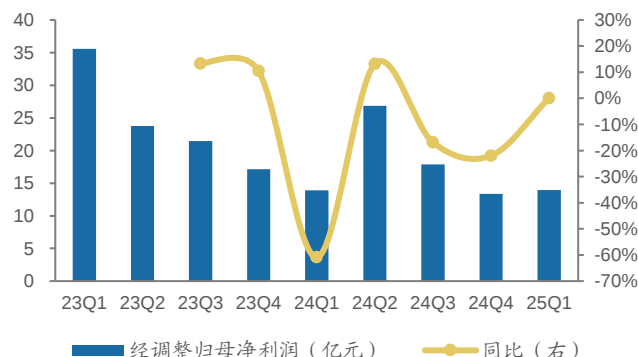
数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

图 3：贝壳经营利润vs归母净利润



数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

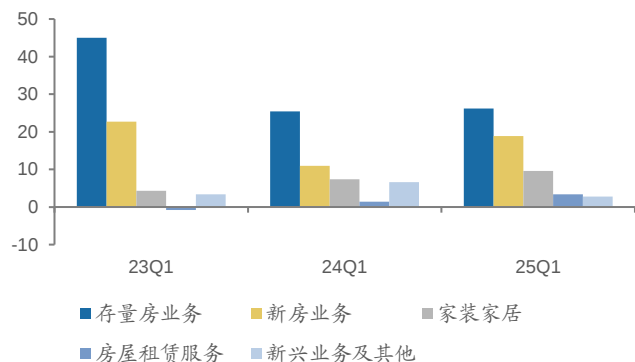
图 4：贝壳经调归母净利润及增速



数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

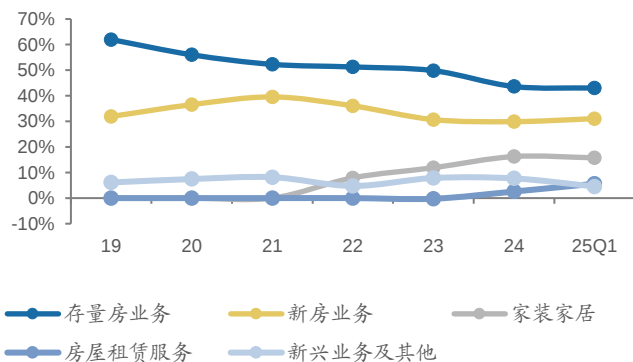
25Q1贝壳除收缩高风险合作的新兴业务贡献毛利润下滑外，各条线贡献利润均有增长。存量房经纪、新房经纪、家装家居、房屋租赁服务、新兴业务贡献毛利润分别为26亿元、19亿元、10亿元、3亿元、3亿元，同比+3%、+72%、+30%、+136%、-58%。

图 5：各条线贡献毛利润（亿元）



数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

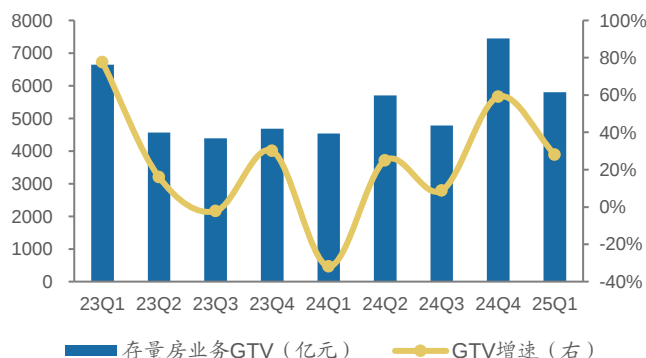
图 6：各条线贡献毛利润占比



数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

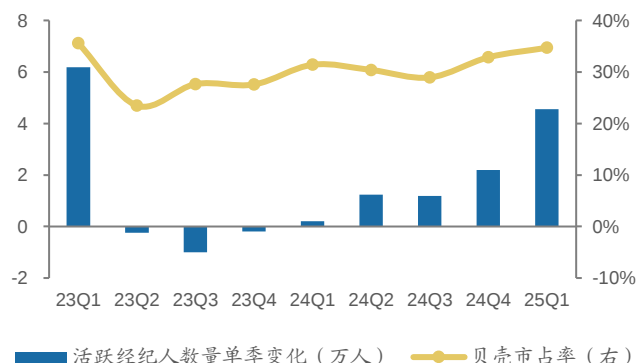
存量房经纪经营稳健拓展，提佣比例提升压降利润率。25Q1存量房分部实现GTV 5803亿元，同比+28%，行业规模+16%。GTV中3P门店贡献占比62%，达到历史新高。根据我们的测算，贝壳二手房市占率35%，环比24Q4提升2pct。25Q1末贝壳活跃经纪人49万人，单季增长4.6万人，较24年季均1.2万人的增速明显提升，上一个增长高点为23Q1（6.2万人），依靠平台运营的扩容能力，贝壳在市场回弹时期市占更有弹性。25Q1链家混合佣金率2.53%，较24Q4回升0.16pct。

图 7：存量房业务GTV及同比



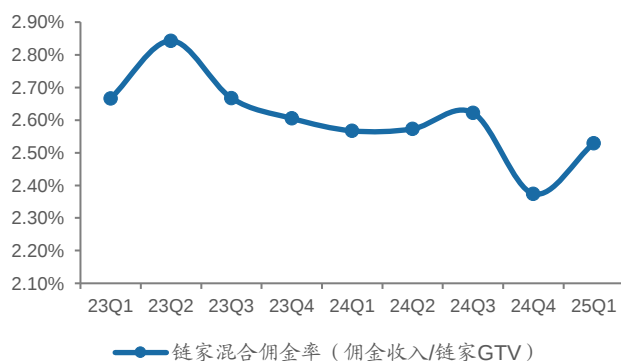
数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

图 8：活跃经纪人变动数量及存量房业务市占率



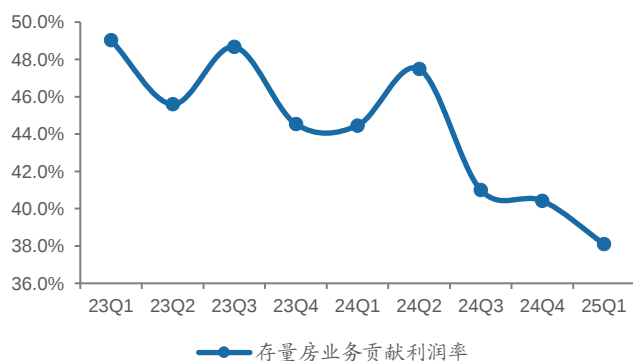
数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

图 9：链家混合佣金率



数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

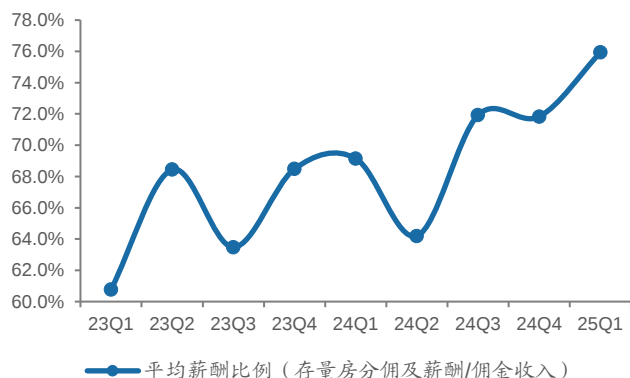
图 10：存量房业务贡献毛利润率



数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

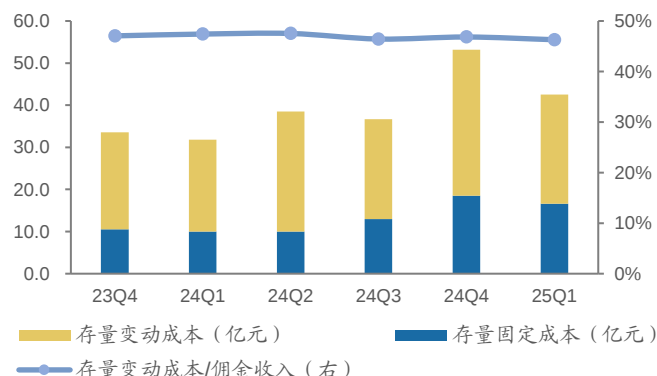
25Q1存量房贡献利润率38%，同比-6pct，主要为链家经纪人平均薪酬比例明显提升影响，25Q1平均薪酬比例76%，23、24年平均分别为64%、69%。平均薪酬比例的提升主要来自固定成本的提升，24Q3开始链家经纪人扩招，加上上海链家固定底薪薪酬制度改革的影响，链家平均薪酬比例提升。

图 11: 存量房1P业务平均薪酬比例



数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

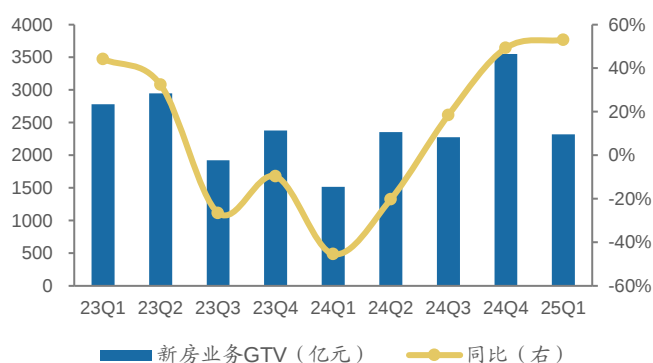
图 12: 存量房业务固定成本及变动成本



数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

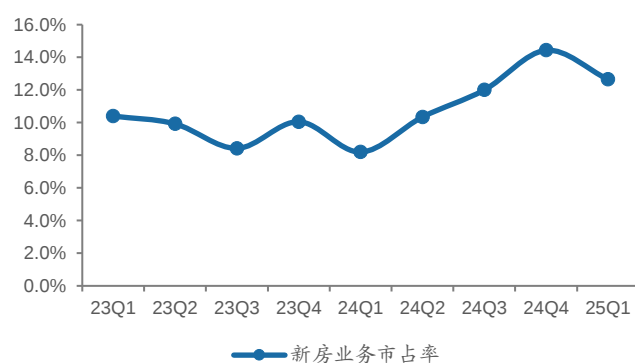
新房经纪经营表现超预期，3P门店补贴增多。25Q1新房实现GTV 2322亿元，同比+53%，行业规模同比-1%，3P维持83%的高贡献比例。Q1新房市占率12.6%，较24年平均提升1.2pct，环比回落1.8pct，市占较稳定。Q1新房佣金率3.48%，新房市场稳定情况下较24Q4小幅回落0.20pct。25Q1新房业务贡献利润率23%，同比+1pct，环比回落2pct，3P门店补贴增多影响下，25Q1对3P的外部分佣比例升至85.3%，24年平均83.7%。

图 13: 新房业务GTV及增速



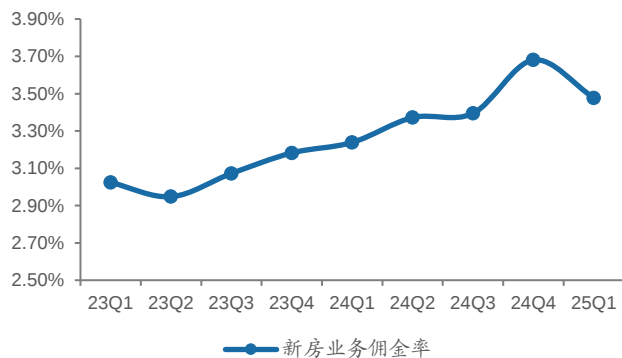
数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

图 14: 新房业务市占率



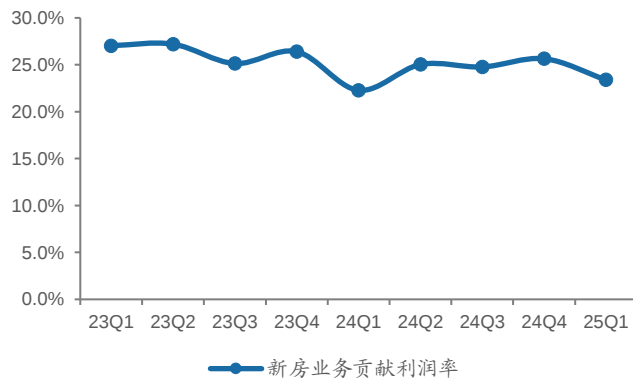
数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

图 15: 新房业务佣金率



数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

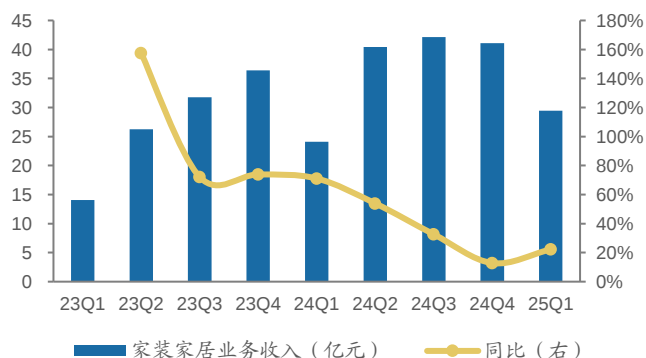
图 16: 新房业务贡献毛利润率



数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

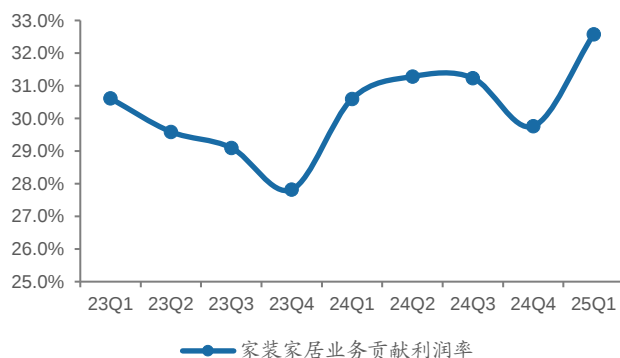
家装规模暂缓做利润, 房屋租赁服务规模利润双升。25Q1家装收入29亿元, 同比+22%, 较24Q2-4平均41亿元的收入有所下滑, 毛利率32.6%, 同比+2.0pct, 达到历史新高, 家装精细化管理成果显著。Q1房屋租赁服务收入51亿元, 同比+94%, 毛利率6.7%, 同比+1.2pct, 规模&利润率均创新高。

图 17: 家装家居业务收入及同比



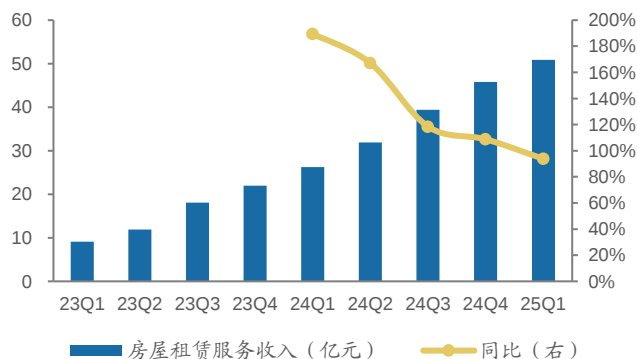
数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

图 18: 家装家居业务贡献毛利润率



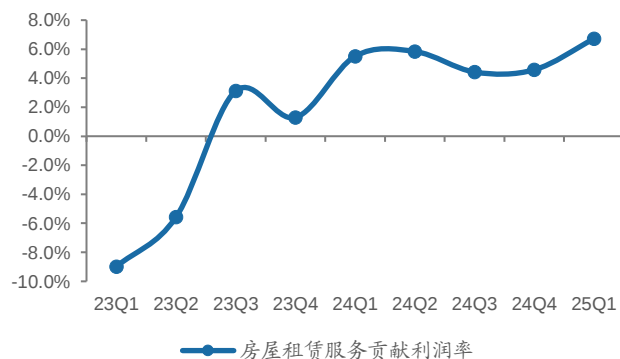
数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

图 19: 房屋租赁服务业务收入及同比



数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

图 20: 房屋租赁服务业务贡献毛利润率

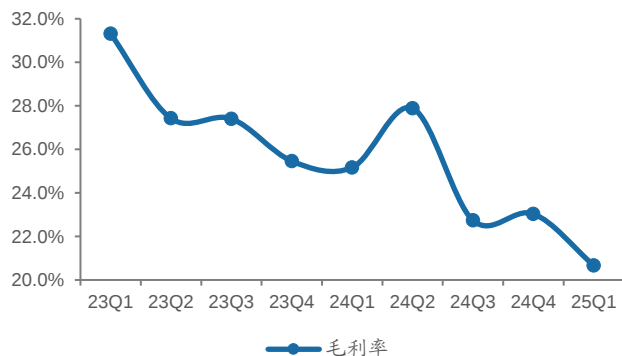


数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

毛利率结构性下降, 运营费用率下降抵消部分影响。25Q1毛利率20.7%, 同比

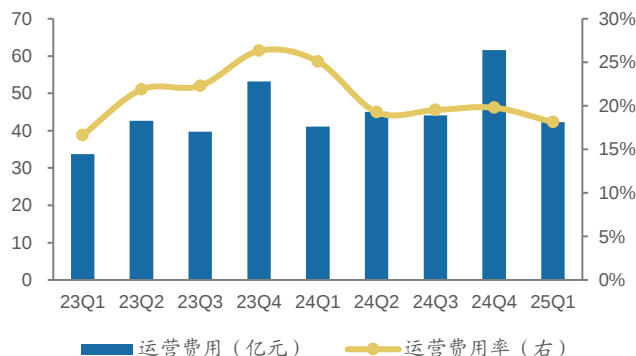
-4.5pct，除存量房利润率下滑影响外，更多为低毛利的新房及房屋租赁服务业务收入占比提升影响。运营费用42亿元，运营费用率18.1%，同比下降7.0pct，其中管理费、销售费率、研发费率分别为8.0%、7.6%、2.5%，同比下降4.3pct、2.3pct、0.4pct。24Q1在高运营费用的影响下经营利润率仅0.1%，25Q1经营利润率2.5%。

图 21：贝壳整体毛利率



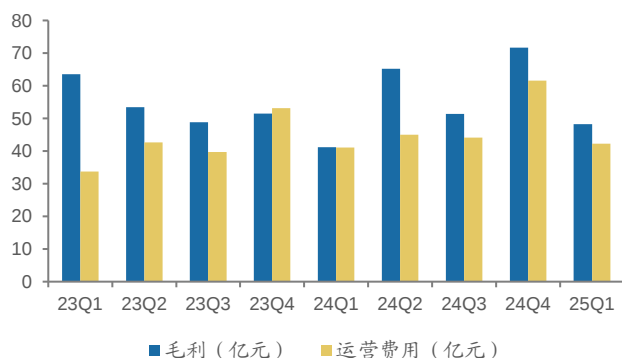
数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

图 22：运营费用及运营费用率



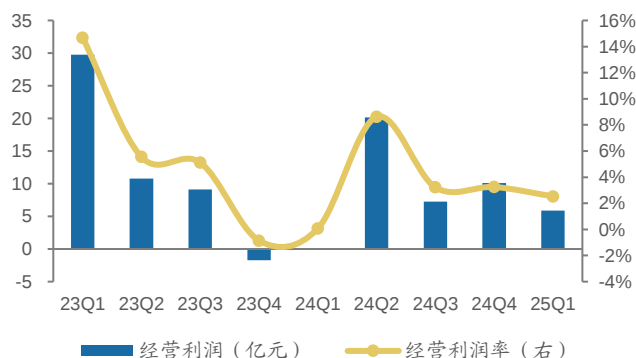
数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

图 23：毛利润vs运营费用



数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

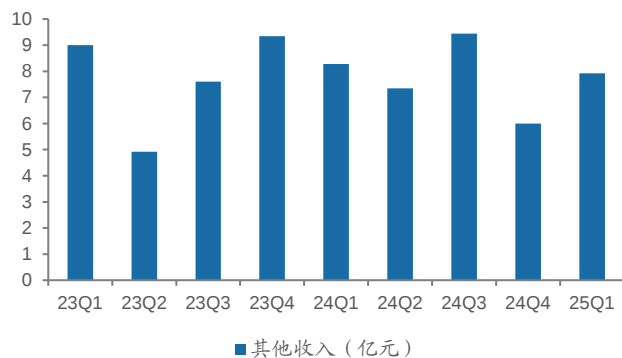
图 24：经营利润及经营利润率



数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

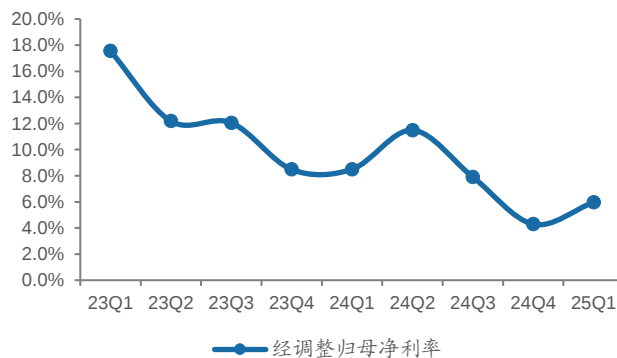
其他收入稳定，净利润规模稳定。25Q1贝壳其他收入8亿元，同比持平，环比增加2亿元。归母净利润规模9亿元，同比增加4亿元，环比增长3亿元。经调归母净利润14亿元，同比持平，环比增长1亿元，经调归母净利率6.0%，同比下滑2.5pct，环比回升1.7pct。

图 25: 其他收入



数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

图 26: 经调整归母净利润率



数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

二、盈利预测和投资建议

一赛道经纪业务持续巩固现有优势,二赛道家装规模基础上利润管理持续精进,租赁规模拓展迅速,未来经纪业务提佣比例回归均值、运营费用进一步摊薄将带动净利率的改善,预计25-26年归母净利54亿元、81亿元,同比+34%、+48%,经调整归母净利77亿元、103亿元,同比+6%、+34%,参考互联网成长期估值给予25年26xPE,按照港币兑人民币汇率0.92及美元兑人民币汇率7.2换算,对应合理价值60.00港元/股、23.05美元/股,给予“买入”评级。

表1: 贝壳盈利预测

单位: 亿元	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
GTV	21277	34991	38535	26096	31429	33494	35512	37758	39755
主营业务收入(+)	460	705	808	607	778	935	1076	1209	1364
增速	60.6%	53.2%	14.6%	-24.9%	28.2%	20.2%	15.2%	12.3%	12.8%
收入/GTV	2.2%	2.0%	2.1%	2.3%	2.5%	2.8%	3.0%	3.2%	3.4%
主营业务分配成本(-)	306	482	581	419	513	655	789	872	976
主营业务成本占比	66.5%	68.3%	72.0%	69.1%	66.0%	70.1%	73.3%	72.1%	71.6%
主营业务贡献利润	154	223	226	188	265	279	288	337	388
贡献利润率	33.5%	31.7%	28.0%	30.9%	34.0%	29.9%	26.7%	27.9%	28.4%
存量房业务贡献利润	96	125	118	96	132	122	112	127	138
新房业务贡献利润	49	81	89	68	81	83	90	98	103
家装家居贡献利润			0	15	31	45	55	74	100
房屋租赁服务贡献利润					-1	7	17	23	31
新兴业务及其他贡献利润	9	17	18	9	21	21	13	15	16
门店成本(-)	31	32	38	33	29	29	29	29	29
其他成本(-)	11	22	30	16	19	21	23	25	27
门店+其他成本占比	9.0%	7.7%	8.4%	8.2%	6.1%	5.3%	4.8%	4.5%	4.1%
毛利	113	169	158	138	217	229	236	283	332
增速	64.0%	49.6%	-6.2%	-12.9%	57.6%	5.6%	2.7%	20.2%	17.3%

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

毛利率	24.5%	23.9%	19.6%	22.7%	27.9%	24.6%	21.9%	23.4%	24.4%
运营费用 (-)	131	140	172	146	169	192	185	199	211
运营费用率	28.4%	19.9%	21.3%	24.1%	21.8%	20.5%	17.2%	16.5%	15.5%
经营利润	-18	28	-14	-8	48	38	51	84	121
增速		-259.2%	-147.7%	-38.5%	-675.9%	-21.5%	34.3%	65.9%	44.2%
经营利润率	-3.9%	4.0%	-1.7%	-1.4%	6.2%	4.0%	4.7%	6.9%	8.9%
其他收入总额 (+)	5	15	25	11	31	31	30	31	32
所得税费用 (-)	9	16	17	17	20	28	26	34	43
净利润	-22	28	-5	-14	59	41	54	81	111
净利率	-4.7%	3.9%	-0.6%	-2.3%	7.6%	4.4%	5.1%	6.7%	8.1%
归母净利润 (亿元)	-41	7	-5	-14	59	41	54	81	111
增速						-30.9%	33.7%	48.4%	37.3%
归母净利率	-8.8%	1.0%	-0.6%	-2.3%	7.6%	4.3%	5.0%	6.7%	8.1%
经调整归母净利润 (亿元)	-2	28	23	29	98	72	77	103	129
增速			-17.8%	24.4%	243.1%	-26.5%	6.4%	34.0%	25.5%
经调归母净利率	-0.5%	4.0%	2.8%	4.7%	12.6%	7.7%	7.1%	8.5%	9.5%

数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

三、风险提示

（一）二手房市场规模及市占拓展不及预期

二手房市场交易量增长不及预期，二手房价格降幅高于预期，以及贝壳市占率拓展速度不及预期，将影响贝壳存量房业务贡献毛利润规模。

（二）新房市场恢复不及预期

新房市场加速下滑或者新房价格超预期下跌，将导致新房市场成交规模不及预期，将影响贝壳新房业务贡献毛利润规模。

（三）家装家居业务市占拓展不及预期

家装家居业务客户反馈不及预期，导致贝壳家装家居业务市占拓展较慢，将影响贝壳家装家居业务条线贡献毛利润规模。

（四）运营费用投入超预期

若由于平台建设及新业务拓展等需要，贝壳运营费用的投入规模超预期，将导致贝壳归母净利润表现低于预期。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	69754	76603	74821	77852	81710
货币资金	25857	20301	20672	23357	25147
应收及预付	8290	12149	13154	13726	13726
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	35606	44153	40995	40769	42837
非流动资产	50578	56546	61229	65233	71429
长期股权投资	23571	23790	25780	27036	30463
固定资产	1965	2400	2340	2304	2282
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	5924	5635	5502	5377	5258
其他长期资产	19118	24721	27607	30516	33425
资产总计	120332	133149	136050	143085	153139
流动负债	39524	52744	51933	55193	58844
短期借款	290	288	278	268	258
应付及预收	19504	25406	24926	24912	24992
其他流动负债	19730	27050	26729	30013	33594
非流动负债	8607	8957	13055	14620	16184
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8607	8957	13055	14620	16184
负债合计	48131	61701	64989	69813	75028
股本	0.48	0.46	0.45	0.43	0.42
资本公积	77528	72438	66778	61163	55259
留存收益	-5429	-1115	4158	11983	22727
归属母公司股东权益	72100	71324	70937	73147	77986
少数股东权益	101	124	125	125	125
负债和股东权益	120332	133149	136050	143085	153139

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	77777	93457	107648	120878	136392
营业成本	56059	70513	84088	92556	103178
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	6654	7783	7993	8733	9275
管理费用	8237	8961	8101	8612	9056
研发费用	1937	2283	2409	2585	2780
财务费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	4797	3765	5058	8392	12103
营业外收支	3087	3105	2961	3056	3229
利润总额	7884	6870	8018	11448	15333
所得税	1994	2792	2582	3381	4257
净利润	5890	4078	5437	8067	11076
少数股东损益	-6	-13	0	0	0
归属母公司净利润	5883	4065	5436	8067	11076
EBITDA	8497	7118	8152	11573	15452
EPS（元）	1.58	1.12	1.51	2.24	3.07

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	11414	9447	6569	11038	14488
净利润	5890	4078	5437	8067	11076
折旧摊销	1402	1012	1094	1061	1041
营运资金变动	2075	1925	-595	1354	2316
其它	2047	2431	634	557	55
投资活动现金流	-3977	-9378	1744	-412	-4756
资本支出	-874	-1037	-900	-900	-900
投资变动	-2454	-6348	2644	488	-3856
其他	-650	-1993	0	0	0
筹资活动现金流	-7218	-5795	-7942	-7942	-7942
银行借款	-329	-2	-10	-10	-10
股权融资	-5151	-5101	-5101	-5101	-5101
其他	-1738	-691	-2831	-2831	-2831
现金净增加额	263	-5556	371	2685	1790
期初现金余额	25594	25857	20301	20672	23357
期末现金余额	25857	20301	20672	23357	25147

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	28%	20%	15%	12%	13%
营业利润增长	-676%	-22%	34%	66%	44%
归母净利润增长	-524%	-31%	34%	48%	37%
获利能力					
毛利率	28%	25%	22%	23%	24%
净利率	8%	4%	5%	7%	8%
ROE	8%	6%	8%	11%	14%
ROIC	15%	13%	18%	27%	36%
偿债能力					
资产负债率	40%	46%	48%	49%	49%
净负债比率	-35%	-28%	-29%	-32%	-32%
流动比率	176%	145%	144%	141%	139%
速动比率	165%	133%	132%	130%	128%
营运能力					
总资产周转率	68%	74%	80%	87%	92%
应收账款周转率	21	22	18	18	19
存货周转率	-	-	-	-	-
每股指标（元）					
每股收益	1.58	1.12	1.51	2.24	3.07
每股经营现金流	3.07	2.61	1.82	3.06	4.02
每股净资产	19.36	19.68	19.69	20.31	21.65
估值比率					
P/E	29.67	41.80	31.06	20.93	15.25
P/B	2.34	2.37	2.38	2.31	2.17
EV/EBITDA	17.60	22.16	18.82	13.08	9.71

广发房地产行业研究小组

郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，11 年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。

邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，6 年房地产研究经验，2018 年进入广发证券发展研究中心。

张 春 娥：资深分析师，厦门大学经济学硕士，7 年房地产研究经验，2021 年进入广发证券发展研究中心。

谢 淼：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

李 怡 慧：资深分析师，伦敦政治经济学院硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

辛 恬：高级分析师，澳大利亚国立大学会计学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

胡 正 维：高级分析师，复旦大学国际商务硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。