


**公司评级**      **买入（维持）**

报告日期      2026 年 05 月 20 日

**基础数据**

|                  |          |
|------------------|----------|
| 05 月 19 日收盘价（港元） | 45.58    |
| 总市值（亿港元）         | 1,538.26 |
| 总股本（亿股）          | 33.75    |

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-W 2025Q4 业绩点评：盈利能力结构性改善，经营杠杆有望提升-2026.03.18

【兴证海外地产】贝壳-W：业绩超预期，两翼业务迎来转折点-2025.11.13

【兴证海外地产】贝壳-W 2025Q2 业绩点评：运营提效在路上，扩大回购额度-2025.09.05

**分析师：宋健**

S0190518010002

BMV912

songjian@xyzq.com.cn

**分析师：孙钟涟**

S0190521080001

请注意：孙钟涟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

**贝壳-W(02423.HK)**

# 成本端结构性改善，兑现利润释放预期

**投资要点：**

- **2026Q1 公司业绩超预期，运营提效传导至利润率端：**2026Q1 公司实现总收入 189 亿元，同比下降 19.0%；经调整归母净利润 16.1 亿元，同比增长 15.7%，显著超出市场预期。利润端的强劲表现主要得益于公司卓越的成本费用管控，2026Q1 公司运营费用同比下滑 22.3%至 32.87 亿元；综合毛利率达 24.1%，同比提升 3.4 个百分点；经调整经营利润率达 8.8%，同比提升 3.9 个百分点，两项指标均创过去七个季度新高。
- **存量房贡献利润率提升：**2026Q1 公司存量房业务 GTV 为 5344 亿元，同比下降 7.9%；实现收入 61 亿元，同比下降 10.7%。尽管 GTV 和收入因房价同比下行承压，但 2026Q1 公司存量房业务贡献利润率同比提升 3.2 个百分点至 41.3%，体现了公司在存量房业务领域持续的运营效率优化和成本结构改善。
- **新房 GTV 受高基数影响大幅下行，预计 Q2 该影响消退后新房 GTV 同比表现有所修复：**2026 Q1 新房业务 GTV 同比下降 37.2%至 1459 亿元，主要受 2025 年同期基数较高影响；新房业务收入为 51 亿元，同比下降 37.0%，和 GTV 降幅匹配。即使新房业务收入承压，公司通过优化渠道管理和成本控制，新房业务贡献利润率同比提升 2.3 个百分点至 25.7%，延续了盈利能力改善的良好势头。
- **两翼业务模型日益成熟：**1) 2026Q1 公司家装家居业务实现收入 23 亿元，同比下降 20.6%，主要因公司主动收缩城市范围并关闭低效业务；此外，通过供应链集采等方式，家装家居业务贡献利润率同比提升 3.6 个百分点至 36.2%。2) 2026Q1 公司房屋租赁服务收入为 50 亿元，同比下降 1.5%，主要因净额法记账收入占比提升；对应贡献利润率也同比大幅提升 8.1 个百分点至 14.8%，业务模型已日趋成熟。
- **维持“买入”评级：**2026Q1 的业绩表现是公司内部改革积极推进，开始释放利润的积极信号，公司盈利能力有望持续提升。基于公司 2026Q1 的超预期表现以及二手房成交量自 5 月起较往年更具韧性的表现，我们上调盈利预测，预计公司 2026/2027/2028 年经调整归母净利润分别为 71/84/89 亿元，分别同比+41.4%/+18.5%/+6.4%。公司作为行业龙头，自身  $\alpha$  属性强，同时有望受益于地产行业止跌回稳带来的  $\beta$  弹性，维持“买入”评级，截至 2026 年 5 月 19 日收盘价对应 2026/2027/2028 年 PE 为 19/16/14 倍。
- **风险提示：**地产行业止跌回稳不及预期、费用端提质增效不及预期、两翼业务盈利进度不及预期。

**主要财务指标**

| 会计年度         | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（亿元）    | 946   | 856   | 858   | 898   |
| 同比增长（%）      | 1.2   | -9.5  | 0.2   | 4.6   |
| 经调整归母净利润（亿元） | 50    | 71    | 84    | 89    |
| 同比增长（%）      | -30.3 | 41.4  | 18.5  | 6.4   |
| 毛利率（%）       | 21.4  | 25.8  | 27.2  | 27.7  |
| ROE（%）       | 4.3   | 7.8   | 8.7   | 10.3  |
| 经调整每股收益（元）   | 1.46  | 2.11  | 2.57  | 2.80  |
| 市盈率          | 28    | 19    | 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

**附表**
**资产负债表**

单位:亿元人民币

| 会计年度           | 2025A        | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>681</b>   | <b>778</b>   | <b>860</b>   | <b>962</b>   |
| 短期投资           | 396          | 396          | 396          | 396          |
| 短期融资应收款        | 14           | 12           | 12           | 13           |
| 应收账款           | 39           | 64           | 65           | 67           |
| 现金及现金等价物       | 78           | 122          | 197          | 294          |
| 其他流动资产         | 155          | 183          | 189          | 192          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>485</b>   | <b>482</b>   | <b>480</b>   | <b>479</b>   |
| 物业、厂房及设备       | 21           | 19           | 19           | 18           |
| 使用权资产          | 191          | 191          | 191          | 191          |
| 长期投资           | 201          | 201          | 201          | 201          |
| 无形资产           | 7            | 5            | 4            | 3            |
| 商誉             | 47           | 47           | 47           | 47           |
| 其他非流动资产        | 18           | 18           | 18           | 18           |
| <b>资产总计</b>    | <b>1,167</b> | <b>1,260</b> | <b>1,340</b> | <b>1,441</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>424</b>   | <b>447</b>   | <b>444</b>   | <b>456</b>   |
| 应付款项           | 180          | 209          | 207          | 214          |
| 合同负债           | 57           | 60           | 60           | 63           |
| 租赁负债的即期部分      | 107          | 107          | 107          | 107          |
| 其他流动负债         | 81           | 71           | 70           | 73           |
| <b>非流动负债</b>   | <b>77</b>    | <b>77</b>    | <b>77</b>    | <b>77</b>    |
| 租赁负债           | 70           | 70           | 70           | 70           |
| 递延所得税负债        | 3            | 3            | 3            | 3            |
| 其他非流动负债        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>负债合计</b>    | <b>501</b>   | <b>524</b>   | <b>521</b>   | <b>534</b>   |
| 本公司拥有人应占权益     | 664          | 735          | 818          | 907          |
| 少数股东权益         | 1            | 1            | 1            | 1            |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>665</b>   | <b>736</b>   | <b>819</b>   | <b>907</b>   |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>1,167</b> | <b>1,260</b> | <b>1,340</b> | <b>1,441</b> |

**现金流量表**

单位:亿元人民币

| 会计年度              | 2025A      | 2026E     | 2027E      | 2028E      |
|-------------------|------------|-----------|------------|------------|
| <b>税前利润</b>       | <b>47</b>  | <b>93</b> | <b>115</b> | <b>143</b> |
| 折旧及摊销             | 9          | 11        | 11         | 10         |
| 所得税开支             | -17        | -39       | -48        | -55        |
| 股权激励费用            | 19         | 16        | 16         | 0          |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>-4</b>  | <b>53</b> | <b>85</b>  | <b>107</b> |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>59</b>  | <b>-9</b> | <b>-10</b> | <b>-10</b> |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>-98</b> | <b>0</b>  | <b>0</b>   | <b>0</b>   |
| 现金净变动             | -43        | 45        | 75         | 97         |
| 现金的期初余额           | 203        | 159       | 204        | 279        |
| 现金的期末余额           | 159        | 204       | 279        | 376        |

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            | 2025A      | 2026E      | 2027E      | 2028E      |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>946</b> | <b>856</b> | <b>858</b> | <b>898</b> |
| 营业成本            | 744        | 635        | 625        | 649        |
| 销售费用            | 73         | 52         | 48         | 46         |
| 管理费用            | 81         | 73         | 69         | 59         |
| 研发费用            | 26         | 21         | 17         | 16         |
| <b>营业利润</b>     | <b>21</b>  | <b>75</b>  | <b>100</b> | <b>127</b> |
| 净利息收入           | 8          | 5          | 5          | 5          |
| 其他损益            | 18         | 12         | 10         | 11         |
| <b>税前盈利</b>     | <b>47</b>  | <b>93</b>  | <b>115</b> | <b>143</b> |
| 所得税             | -17        | -39        | -48        | -55        |
| 净利润             | 30         | 55         | 67         | 89         |
| 归母净利润           | 30         | 55         | 67         | 89         |
| <b>经调整归母净利润</b> | <b>50</b>  | <b>71</b>  | <b>84</b>  | <b>89</b>  |

**主要财务比率**

| 会计年度           | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长性(%)</b>  |       |       |       |       |
| 营业收入           | 1.2   | -9.5  | 0.2   | 4.6   |
| 营业利润           | -43.9 | 257.2 | 32.0  | 27.8  |
| 经调整归母净利润       | -30.3 | 41.4  | 18.5  | 6.4   |
| <b>盈利能力(%)</b> |       |       |       |       |
| 毛利率            | 21.4  | 25.8  | 27.2  | 27.7  |
| 经调整归母净利润率      | 5.3   | 8.3   | 9.8   | 10.0  |
| ROE            | 4.3   | 7.8   | 8.7   | 10.3  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 43.0  | 41.6  | 38.9  | 37.0  |
| 流动比率(倍)        | 1.6   | 1.7   | 1.9   | 2.1   |
| <b>营运能力(次)</b> |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 0.8   | 0.7   | 0.7   | 0.6   |
| 应收账款周转率        | 24.0  | 13.4  | 13.1  | 13.4  |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |
| 经调整每股收益        | 1.46  | 2.11  | 2.57  | 2.80  |
| 每股净资产          | 17.8  | 19.7  | 21.9  | 24.3  |
| <b>估值比率(倍)</b> |       |       |       |       |
| PE             | 28    | 19    | 16    | 14    |
| PB             | 2     | 2     | 2     | 2     |

## 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](http://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鹤山市公营资产经营有限公司、水发国际控股(BVI)有限公司、水发集团有限公司、华发投控2022年第一期有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、珠海华发集团有限公司、扬州市城建国有资产控股(集团)有限责任公司、广盈投资有限公司、广州金融控股集团有限公司、昆山万源通电子科技股份有限公司、瀚天成电子科技(厦门)股份有限公司、北京同仁堂医养投资股份有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、中海油服、美格智能、思源电气、国泰君安国际控股有限公司、博纳西亚(杭州)医药科技股份有限公司、聚辰半导体股份有限公司、青岛平度控股集团有限公司、铜陵中旭产业投资有限公司、中金公司、环太湖国际投资有限公司、嵊州市投资控股有限公司、湖州南太湖国有控股集团有限公司、长春市城市发展投资控股(集团)有限公司、长发控股(香港)有限公司、愉欣国际有限公司、越秀地产、紫金矿业、厦门睿云联创新科技股份有限公司、内江投资控股集团有限公司、成都银行、东台市城市建设投资发展集团有限公司、东台市城兴投资发展有限公司、重庆三峡银行股份有限公司、重庆新双圈城市建设开发有限公司、民生商银国际控股有限公司、民银国际融资(香港)有限公司、天风证券、天风国际证券集团有限公司、兴业银行、瑛泰医疗、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营(集团)有限公司、江苏银行股份有限公司、高邮市城市建设投资集团有限公司、红星冷链(湖南)股份有限公司、米多多集团股份有限公司、淄博市张店区国有资产运营有限公司、盐城市大丰区海城实业发展有限公司、江苏银行、海南橡胶、合盛农业有限公司、成都兴城投资集团有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、龙南旅游发展投资(集团)有限责任公司、广州开发区控股集团有限公司、澄达国际有限公司、江阴国有资本控股(集团)有限公司、盐城市大丰区城市发展投资控股集团有限公司、盐城市大丰区诸城实业发展有限公司、东台惠民城镇化建设集团有限公司、淄博高新国际投资有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、四川港荣投资发展集团有限公司、上海银行、临工重机股份有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、泰州化工新材料产业发展集团有限公司、安徽华恒生物科技股份有限公司、环世国际物流控股有限公司、圣火科技集团有限公司、芯迈半导体技术(杭州)股份有限公司、迈威(上海)生物科技股份有限公司、土耳其主权基金、黄山旅游集团有限公司、Heshan Public Asset Management Co., Ltd.、SHUIFA INTERNATIONAL HOLDINGS (BVI) CO., LTD.、SHUIFA GROUP CO., LTD.、Huafa Investment Holding 2022 I Company Limited、Zhangzhou Jiulongjiang Group Co. Ltd.、Zhuhai Huafa Group Co Ltd.、YANGZHOU URBAN CONSTRUCTION STATE-OWNED ASSETS HOLDING (GROUP) CO., LTD.、GUANG YING INVESTMENT LIMITED、Guangzhou Finance Holdings Group Co., Ltd.、Kunshan Wanyuantong Electronic Technology Co., Ltd.、Epiworld International Co., Ltd.、Beijing Tong Ren Tang Healthcare Investment Co., Ltd.、Chengdu Aerotropolis City Development Group Co., Ltd.、Science City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、HUAIBEI PUBLIC UTILITY ASSETS OPERATION CO., LTD.、Huaibei City Construction Investment Holding Group Company Limited、Vertex Capital Investment Ltd.、Guangzhou Industrial Investment Fund Management Co., Ltd.、Shaoxing Shangyu State-owned Capital Investment and Operation Co. Ltd.、COSL SINGAPORE CAPITAL LTD.、CHINA OILFIELD SERVICES、MEIG、SIEYUAN ELECTRIC、Giantec Semiconductor Corporation、QINGDAO PINGDU HOLDINGS GROUP CO., LTD.、Tongling Zhongxu Industrial Investment Co., Ltd.、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、CHINA INTERNATIONAL CAPITAL CORPORATION、HUANTAIHU INTERNATIONAL INVESTMENT CO., LTD.、SHENGZHOU INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、HUZHOU NANTAIHU STATE-OWNED GROUP CO., LTD.、CHANGCHUN URBAN DEVELOPMENT & INVESTMENT HOLDINGS (GROUP) CO., LTD.、JOY DELIGHT INTERNATIONAL LIMITED、YUEXIU PROPERTY、ZIJIN MINING、Akuvox (Xiamen) Networks Co., Ltd.、NEIJIAN INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、BANK OF CHENGDU、DONGTAI URBAN CONSTRUCTION INVESTMENT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、DONGTAI CHENGXING INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LTD.、Chongqing Three Gorges Bank Co Ltd.、Chongqing Xinshuangquan Urban Construction And Development Co Ltd.、CMBC International Holdings、CMBC International Funding (HK) Limited、TIANFENG SECURITIES、TF International Securities Group Limited、TFI Overseas Investment Limited、INDUSTRIAL BANK、INT MEDICAL、UETD CONSTRUCTION & DEVELOPMENT STATE-OWNED CAPITAL INVESTMENT OPERATION (GROUP) CO., LTD.、Bank of Jiangsu Co., Ltd Yangzhou Branch、GAOYOU CITY CONSTRUCTION INVESTMENT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Hongxing Coldchain (Hunan) Co., Ltd.、Miduoduo Group Inc.、Zibo Zhangdian District State-owned Assets Operation Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Haicheng Industrial Development Co., Ltd.、BANK OF JIANGSU、CHINA HAINAN RUBBER INDUSTRY、HALCYON AGRICULTURE CORPORATION LIMITED、CHENGDU XINGCHENG INVESTMENT GROUP

CO., LTD.、 Jiangxi Provincial Credit Financing Guarantee Group Co., Ltd.、 LONGNAN TOURISM DEVELOPMENT AND INVESTMENT GROUP CO., LTD.、 Guangzhou Development District Holding Group Limited、 Chengda International Co., Limited、 Jiangyin State-owned Assets Holding (Group) Co., Ltd.、 Yancheng Dafeng Urban Development Investment Holding Group Co., Ltd.、 Yancheng Dafeng Xiecheng Industrial Development Co., Ltd.、 Dongtai Huimin Urbanization Construction Group Co Ltd、 Dongtai Urban Construction and Investment Group Co Ltd、 Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、 Zibo Hi-Tech State-Owned Capital Investment Co., Ltd.、 SICHUAN GLOPORT INVESTMENT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、 BANK OF SHANGHAI、 Lingong Heavy Machinery Co., Ltd.、 TAIXING RUNJIA HOLDINGS CO., LTD.、 TAIZHOU CHEMICAL NEW MATERIALS INDUSTRY DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、 Anhui Huaheng Biotechnology Co., Ltd.、 Worldwide Logistics Holding Inc.、 Holyfire Technology Group Limited、 Silicon Magic Semiconductor Technology (Hangzhou) Co., Ltd.、 Mabwell (Shanghai) Bioscience Co., Ltd.、 Turkey Wealth Fund、 Huangshan Tourism 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

### 北京

地址：北京市朝阳区建国门外大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元  
邮编：100020  
邮箱：research@xyzq.com.cn

### 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

### 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