

2026年05月21日

招商蛇口 (001979.SZ)

投资评级：买入（维持）

——深耕核心城市，央企平台优势凸显

证券分析师

邓力

SAC: S1350525070006

dengli@jzsec.com

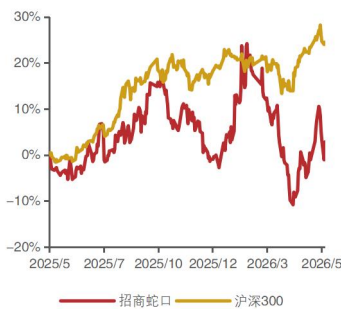
陈颖

SAC: S1350525110002

chenying02@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年05月19日

收盘价(元)	9.04
一年内最高/最低(元)	11.10/7.80
总市值(百万元)	81,504.93
流通市值(百万元)	76,058.80
总股本(百万股)	9,016.03
资产负债率(%)	67.20
每股净资产(元/股)	10.82

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **深耕大湾区的央企综合运营平台。**招商蛇口是招商局集团旗下房地产业务运营平台，公司以开发业务、资产运营、物业服务为三大核心支柱，持续构建“租购并举、轻重结合”的多元业务格局。过去几年，面对行业调整压力，公司主动优化资产结构：一方面，积极化解历史包袱，2020-2025年期间累计计提资产减值及信用减值合计约269亿元，计提规模在央企房企中处于领先水平；另一方面，公司在投资端持续优化，聚焦核心城市、并提升拿地权益比例。展望未来，我们认为，公司将依托招商局集团的产业协同与融资优势，继续深耕大湾区、长三角以及成渝等核心经济圈，夯实央企综合运营平台的长期竞争力。
- **短期业绩受行业调整影响，历史包袱已大幅减轻。**2015-2021年，公司营收、归母净利润CAGR分别为+21.8%、+13.5%，业绩规模稳步提升；2022-2025年，公司营收、归母净利润CAGR分别为-5.4%、-37.8%，受房地产行业调整影响，业绩有所承压。2020-2025年，公司累计计提信用减值损失56亿元、资产减值损失213亿元，合计约269亿元，减值计提力度在央企房企中位居前列，历史包袱已大幅减轻。2026Q1，公司实现营业收入236.7亿元，同比+15.7%；归母净利润0.39亿元，同比-91.2%，利润下滑主要源于：1) 开发业务项目结转节奏存在季节性波动；2) 房地产项目结转毛利率同比下降；3) 投资收益同比减少。截至2026Q1末，公司并表合同负债为1275亿元，对2025年并表营业收入的覆盖倍数约为0.82倍。
- **销售规模稳居行业前列，拿地聚焦并强度提升。**根据克而瑞数据，2015-2024年，公司销售金额CAGR达16.0%，销售排名从第14位提升至第5位。2025年，公司实现销售金额1960亿元，同比-10.6%，优于百强房企整体表现（同比-20%），行业排名提升至第4。2025年，公司持续深耕核心城市，在上海、深圳、成都等10个城市实现全口径销售金额排名TOP3。投资端，公司坚持聚焦核心、以销定投、精挑细选的投资策略，2025年拿地金额约938亿元，同比+93%，拿地强度达48%，同比提升26pct；其中“核心10城”投资占比接近90%，一线城市投资占比达63%。截至2025年末，公司拥有未竣工土储面积2211万平方米，对2025年销售面积覆盖倍数约3.1倍，土储资源充裕且优质。
- **融资优势显著，重视股东回报。**截至2025年末，公司剔除预收账款的资产负债率64.2%、净负债率72.5%、现金短债比1.19，三道红线持续保持绿档；综合资金成本为2.74%，较2024年末下降25bp，融资成本保持行业领先水平；银行融资占比为64%，一年内到期有息债务占比为24%，债务结构稳健合理。此外，公司重视股东回报：1) 2025年，完成120亿元存量永续债全面清零，降低了永续债利息对归母净利润的摊薄影响；2) 自2024年11月以来，公司累计回购股份超4400万股，回购金额达4.3亿元；3) 2022-2025年，公司维持40%以上的高派息比率，体现公司在行业调整期依然坚持“稳经营、重回报”价值取向。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为16.04、18.90、22.63亿元，同比分别+56.6%、+17.9%、+19.7%，EPS分别为0.18、0.21、0.25元，对应5月19日的股价PE为50.82、43.12、36.02倍，2026年PB为0.83倍。我们选取同为央企股东背景、且土储重点布局一二线城市的保利发展、中国海外发展及建发国际集团作为可比公司。考虑招商蛇口拥有充裕且优质的一二线核心城市土储，尤其在粤港澳大湾区资源禀赋突出，在当前行业调整、分化加剧的背景下，公司有望凭借低融资成本优势与核心城市聚焦战略，在存量竞争阶段率先受益，实现业绩的稳步修复与估值重估，维持“买入”评级。

风险提示。行业复苏进度不及预期；资产减值风险二次冲击；战略资源价值释放时滞与不确定性。

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	178,948	154,728	145,671	141,081	140,798
同比增长率(%)	2.25%	-13.53%	-5.85%	-3.15%	-0.20%
归母净利润(百万元)	4,039	1,024	1,604	1,890	2,263
同比增长率(%)	-36.09%	-74.65%	56.65%	17.87%	19.69%
每股收益(元/股)	0.45	0.11	0.18	0.21	0.25
ROE(%)	3.64%	1.05%	1.63%	1.90%	2.24%
市盈率(P/E)	20.18	79.61	50.82	43.12	36.02

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 16.04、18.90、22.63 亿元，同比分别 +56.6%、+17.9%、+19.7%，EPS 分别为 0.18、0.21、0.25 元，对应 5 月 19 日的股价 PE 为 50.82、43.12、36.02 倍，2026 年 PB 为 0.83 倍。我们选取同为央企股东背景、且土储重点布局一二线城市的保利发展、中国海外发展及建发国际集团作为可比公司。考虑招商蛇口拥有充裕且优质的一二线核心城市土储，尤其在粤港澳大湾区资源禀赋突出，在当前行业调整、分化加剧的背景下，公司有望凭借低融资成本优势与核心城市聚焦战略，在存量竞争阶段率先受益，实现业绩的稳步修复与估值重估，维持“买入”评级。

关键假设

分业务来看，我们预计开发业务短期仍受房地产周期调整影响，2026–2028 年结转收入或仍面临一定压力，因此我们预计 2026–2028 年开发业务收入分别同比-8.0%、-5.0%、-1.5%；城市服务方面，参照并表子公司招商积余 Wind 一致预期的预测，预计公司 2026–2028 年城市服务收入增速分别为+8.0%、+7.5%、+7.0%；资产运营业务方面，考虑商业、写字楼等相关业务当前收入规模相对稳定，我们预计 2026–2028 年收入增速均为+1%。

毛利率方面，我们预计 2026–2028 年公司整体毛利率为 14.1%、14.3%、14.4%；费用率方面，销售费用率预计维持在 2.59%，管理费用率稳定在 1.32%。此外，受房地产周期调整影响，我们预计 2026–2028 年资产减值损失分别为 29.1 亿元、21.2 亿元、7.0 亿元，信用减值损失分别为 7.3 亿元、5.6 亿元、2.8 亿元。

投资逻辑要点

1) 销售规模稳居行业前列，拿地聚焦核心一二线城市且拿地强度有所提升；2) 公司历史包袱已大幅减轻，我们预计后续业绩有望领先大部分同行见底；3) 融资优势显著，重视股东回报。

核心风险提示

行业复苏进度不及预期；资产减值风险二次冲击；战略资源价值释放时滞与不确定性。

内容目录

1. 多元业务协同的央企综合开发运营商	5
2. 短期业绩受行业调整影响，历史包袱已大幅减轻	6
3. 销售规模稳居行业前列，拿地聚焦并强度提升	8
4. 融资优势显著，重视股东回报	9
5. 盈利预测与评级	10
5.1. 盈利预测	10
5.2. 投资建议	10
6. 风险提示	11

图表目录

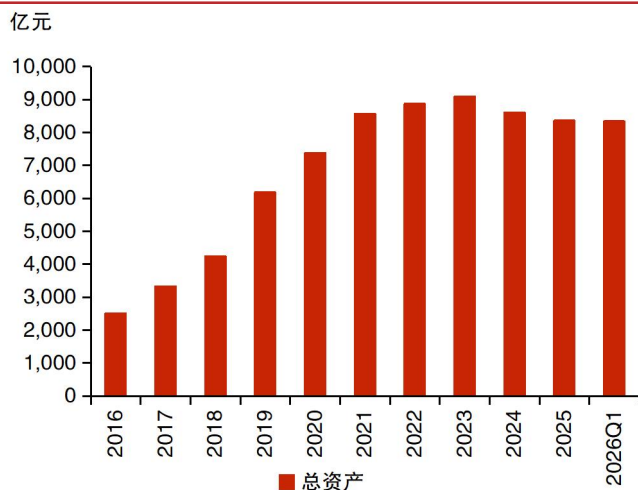
图表 1: 公司总资产	5
图表 2: 公司归母净资产	5
图表 3: 公司营收和同比增速	6
图表 4: 公司归母净利润和同比增速	6
图表 5: 公司毛利率和归母净利率	7
图表 6: 公司销售、财务和管理费用率	7
图表 7: 公司资产减值损失和信用减值损失情况	7
图表 8: 公司全口径销售金额和同比增速	8
图表 9: 公司全口径拿地金额和同比增速	8
图表 10: 公司拿地强度	8
图表 11: 公司净负债率	9
图表 12: 剔除预收账款后的资产负债率	9
图表 13: 现金短债比	9
图表 14: 公司有息负债及短债占比	9
图表 15: 可比公司估值表	10

1. 多元业务协同的央企综合开发运营商

招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“招商蛇口”）为招商局集团旗下地产上市平台，是国内领先的综合开发运营服务商。公司以开发业务、资产运营、物业服务三大核心业务为支柱，持续构建“租购并举、轻重结合”的多元业务格局。

其中，开发业务主营以住宅为主的可售型商品房的开发与销售，此外还包括代建业务；资产运营业务包括集中商业、产业办公、公寓酒店等持有物业运营与资产管理以及会展和邮轮业务；物业服务业务包括基础物业管理、平台增值服务及专业增值服务等。凭借央企背景、稳健的经营风格及多元业务布局，招商蛇口在行业调整期仍保持较强的抗周期能力。2025年，公司以1960亿元的全口径销售金额首次冲进全国百强房企销售榜TOP4，排名逆势创历史新高。截至2026Q1末，公司总资产为8335亿元，归母净资产为976亿元。

图表 1：公司总资产



资料来源：WIND，华源证券研究所

图表 2：公司归母净资产



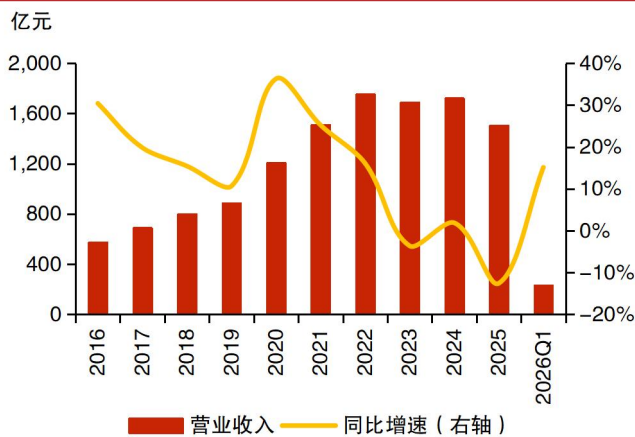
资料来源：WIND，华源证券研究所

2. 短期业绩受行业调整影响，历史包袱已大幅减轻

根据公司公告，2015–2021 年，公司营业收入及归母净利润 CAGR 分别为+21.8%及+13.5%，整体业绩规模随房地产行业扩张保持稳步增长；2022–2025 年，在房地产行业进入调整周期背景下，公司营业收入及归母净利润 CAGR 分别降至–5.4%及–37.8%，业绩阶段性承压。2025 年，公司实现营业收入 1547 亿元，同比下降 13.53%；归母净利润 10.24 亿元，同比下降 74.65%，主要由于开发业务结转规模下降以及投资收益同比减少所致。

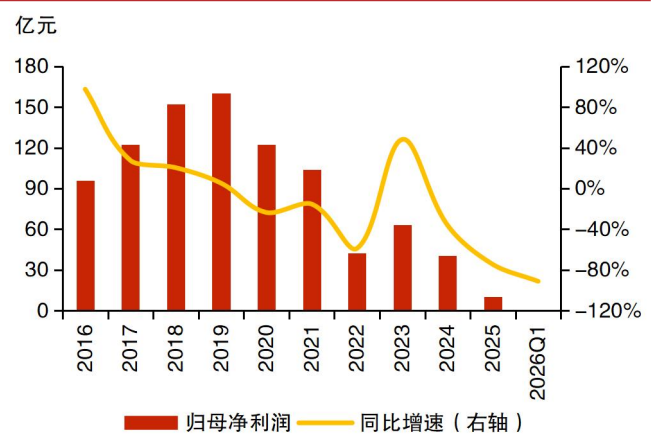
2026 年一季度，公司实现营业收入 236.7 亿元，同比增长 15.7%；归母净利润 0.39 亿元，同比下降 91.2%；扣非后归母净亏损 3.75 亿元（去年同期盈利 3.86 亿元），基本每股收益 0.004 元，同比下降 90%。同期归母净利率为 0.17%，同比下降 2.01 个百分点。利润端承压，主要由于开发业务项目结转节奏存在季节性波动，房地产项目结转毛利率同比下滑，以及投资收益减少等因素影响。截至 2026 年一季度末，公司并表合同负债为 1275 亿元，较 2025 年末增长 1.2%，对应 2025 年并表营业收入覆盖倍数约 0.82 倍。

图表 3：公司营收和同比增速



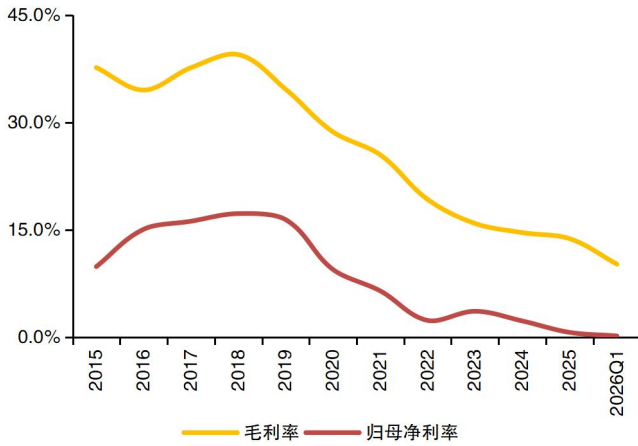
资料来源：WIND，华源证券研究所

图表 4：公司归母净利润和同比增速



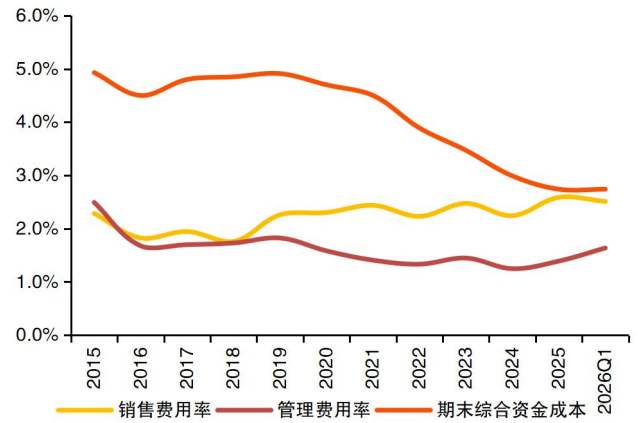
资料来源：WIND，华源证券研究所

图表 5：公司毛利率和归母净利率



资料来源：WIND，华源证券研究所

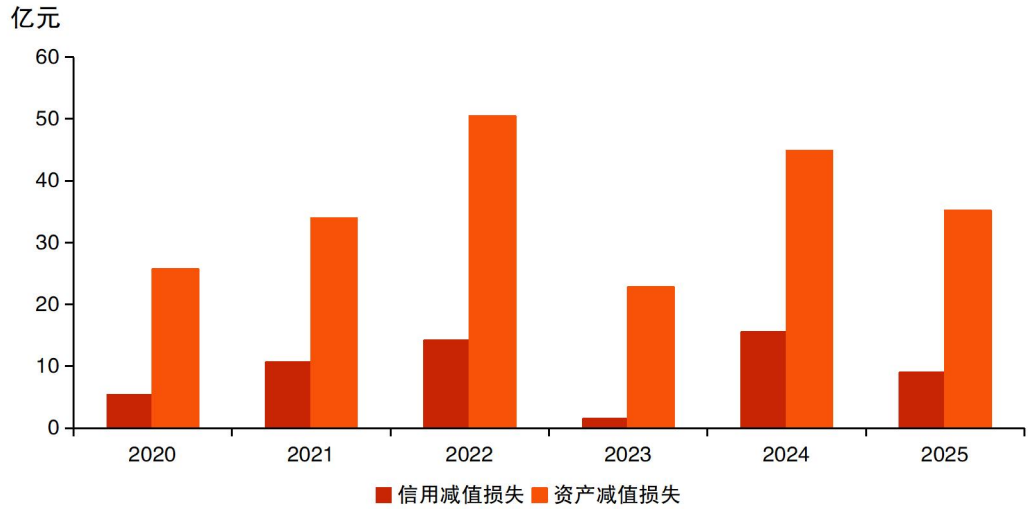
图表 6：公司销售、财务和管理费用率



注：1) 因公司的 2026 年一季报并未披露具体的期末综合资金成本，故上图中 2026Q1 末综合资金成本为 2025 年期末综合资金成本；2) 管理费用率为剔除研发费用后的管理费用率。
资料来源：WIND，华源证券研究所

2020–2025 年，公司累计计提信用减值损失 56 亿元、资产减值损失 213 亿元，合计约 269 亿元，资产计提减值力度在央国企房企中位居前列，历史包袱已大幅减轻。

图表 7：公司资产减值损失和信用减值损失情况



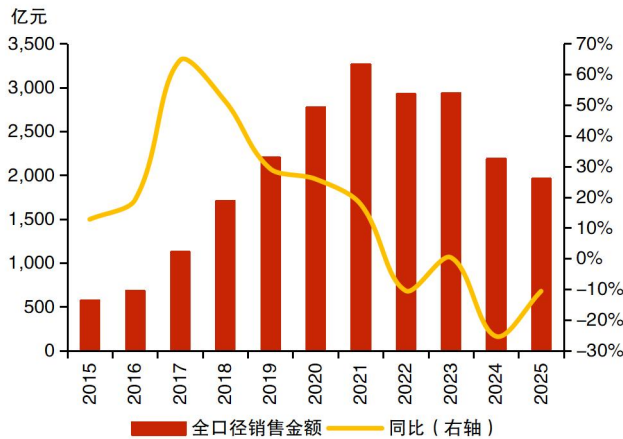
资料来源：公司公告，华源证券研究所

3. 销售规模稳居行业前列，拿地聚焦并强度提升

根据克而瑞的统计，2015–2024 年，公司销售金额 CAGR 达 16.0%，销售排名从第 14 位提升至第 5 位。2025 年，公司实现销售金额 1960 亿元，同比-10.6%，优于百强房企整体表现（同比-20%），行业整体排名提升一位至第四位。公司 2025 年在上海、深圳、成都、西安、长沙、南京、郑州、苏州、佛山、南通 10 个城市实现全口径销售金额排名前三，全国重点 30 城中进入当地 TOP5 的城市共计 15 个，在核心城市具备一定的深耕优势。

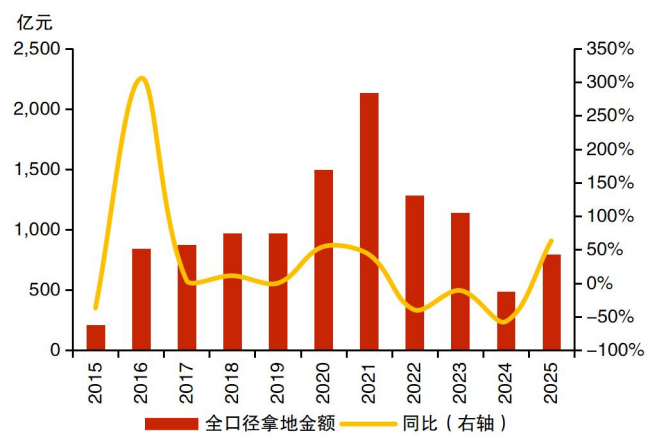
公司坚持聚焦核心、以销定投、精挑细选的投资策略。2025 年，公司全口径拿地金额约 938 亿元，同比+93%，对应拿地强度为 48%，同比提升 26pct；公司在“核心 10 城”的投资占比接近 90%，其中在一线城市的投资占公司全部投资额的 63%，比 2024 年进一步提升，先后获取上海 5 宗，深圳、北京、成都、杭州各 3 宗，西安 2 宗优质土地。截至 2025 年末，公司拥有未竣工土储面积 2211 万平方米，对 2025 年销售面积的覆盖倍数为 3.1 倍，土储资源优质且充裕。

图表 8：公司全口径销售金额和同比增速



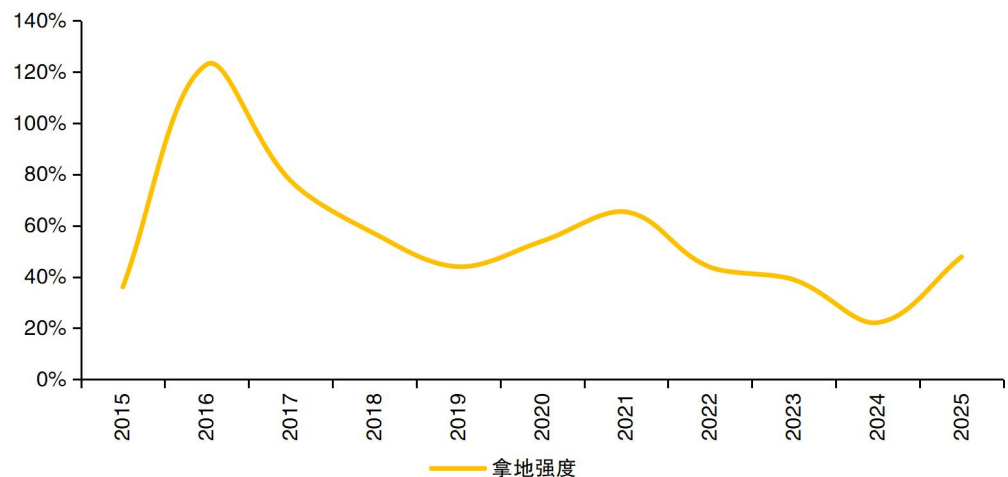
资料来源：WIND，华源证券研究所

图表 9：公司全口径拿地金额和同比增速



资料来源：WIND，华源证券研究所

图表 10：公司拿地强度



注：拿地强度=全口径拿地金额/全口径销售金额

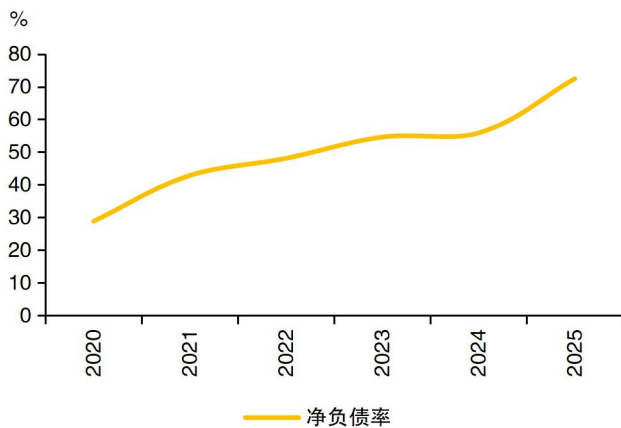
资料来源：WIND，华源证券研究所

4. 融资优势显著，重视股东回报

截至 2025 年末，公司剔除预收账款的资产负债率 64.2%、净负债率 72.5%、现金短债比 1.19，三道红线持续保持绿档。截至 2025 年末，公司银行融资占比为 64%，一年内到期有息债务占比为 24%，债务结构稳健合理。同时，公司依托优质资信优势，持续优化融资成本，2025 年新增公开市场融资 179.4 亿元，票面利率均处于同期行业内最低区间；年末综合资金成本 2.74%，较年初下降 25BP，继续保持行业领先水平。

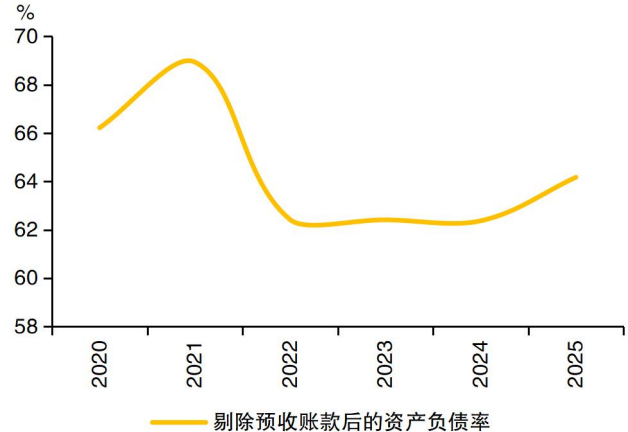
公司重视股东回报：1) 2025 年，完成 120 亿元存量永续债全面清零，降低了永续债利息对归母净利润的摊薄影响；2) 自 2024 年 11 月以来，公司累计回购股份超 4400 万股，回购金额达 4.3 亿元；3) 2022-2025 年，公司维持 40% 以上的高派息比率，体现公司在行业调整期依然坚持“稳经营、重回报”价值取向。

图表 11：公司净负债率



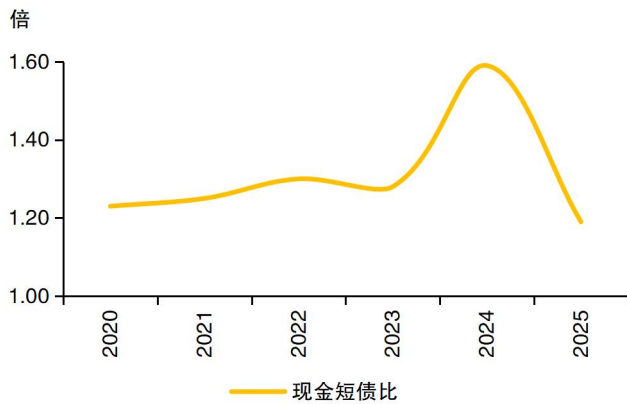
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 12：剔除预收账款后的资产负债率



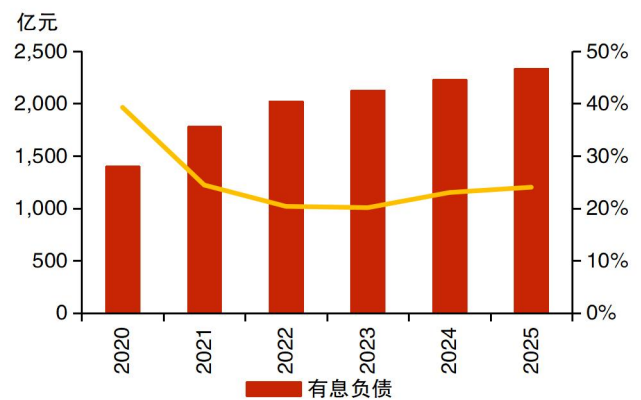
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 13：现金短债比



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 14：公司有息负债及短债占比



资料来源：公司公告，华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

5.1. 盈利预测

收入预测方面，我们预计公司 2026–2028 年营业收入为 1457、1411、1408 亿元，对应同比增速分别为–5.9%、–3.2%、–0.2%。分业务来看，我们预计开发业务短期仍受房地产周期调整影响，2026–2028 年结转收入或仍面临一定压力，因此我们预计 2026–2028 年开发业务收入分别同比–8.0%、–5.0%、–1.5%；城市服务方面，参照并表子公司招商积余 Wind 一致预期的预测，预计公司 2026–2028 年城市服务收入增速分别为+8.0%、+7.5%、+7.0%；资产运营业务方面，考虑商业、写字楼等相关业务当前收入规模相对稳定，我们预计 2026–2028 年收入增速均为+1%。

毛利率方面，我们预计 2026–2028 年公司整体毛利率为 14.1%、14.3%、14.4%；费用率方面，销售费用率预计维持在 2.59%，管理费用率稳定在 1.32%。此外，受房地产周期调整影响，我们预计 2026–2028 年资产减值损失分别为 29.1、21.2、7.0 亿元，信用减值损失分别为 7.3、5.6、2.8 亿元。

5.2. 投资建议

基于前述假设，我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 16.04、18.90、22.63 亿元，同比分别+56.6%、+17.9%、+19.7%，EPS 分别为 0.18、0.21、0.25 元，对应 5 月 19 日的股价 PE 为 50.82、43.12、36.02 倍，2026 年 PB 为 0.83 倍。我们选取同为央企股东背景、且土储重点布局一二线城市的保利发展、中国海外发展及建发国际集团作为可比公司。考虑招商蛇口拥有充裕且优质的一二线核心城市土储，尤其在粤港澳大湾区资源禀赋突出，在当前行业调整、分化加剧的背景下，公司有望凭借低融资成本优势与核心城市聚焦战略，在存量竞争阶段率先受益，实现业绩的稳步修复与估值重估，维持“买入”评级。

图表 15：可比公司估值表

股票代码	股票名称	总市值 (亿元, 交易货币)	收盘价 (元, 交易货币)	EPS (人民币, 元)			P/E			2026E PB
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	
600048.SH	保利发展	739	6.17	0.12	0.17	0.23	50.41	36.79	27.37	0.38
0688.HK	中国海外发展	1,739	15.89	1.13	1.15	1.18	12.22	12.07	11.75	0.38
1908.HK	建发国际集团	365	16.31	1.62	1.74	1.89	8.75	8.17	7.52	0.74
	平均						23.79	19.01	15.55	0.50
001979.SZ	招商蛇口	815	9.04	0.18	0.21	0.25	50.82	43.12	36.02	0.83

注：1) 除招商蛇口盈利预测来自华源证券研究所外，其他公司的盈利预测及 PB 均为 WIND 一致预期（截至 5 月 19 日）的数据；
 2) 以上测算中涉及港币对人民币汇率均为 1HKD=0.87RMB。

资料来源：WIND，华源证券研究所

6. 风险提示

行业复苏进度不及预期风险：宏观经济修复节奏若持续低于市场普遍预期，或中央及地方政府推出的房地产支持性政策在终端销售上的传导效果不明显，将直接影响公司住宅销售的去化速度和定价弹性，从而给回款和业绩增长带来压力。

资产减值风险二次冲击：尽管公司已根据审慎原则进行了较为充分的存货跌价和资产减值准备计提，但如果全国或核心城市房价出现超乎预期的深度调整，尤其是针对存量未开发或待建项目，公司仍存在需要进行二次、甚至追加减值计提的可能，这可能会对当期净利润造成直接、非现金性的冲击。

战略资源价值释放时滞与不确定性：公司独有的深圳前海等战略性土储资源，其价值释放高度依赖于国家级规划的调整、地方政府相关政策最终落地以及与合作方的复杂协商进程。这些因素均存在不确定性和时间滞后性，可能导致战略性土地储备的开发进度和预期利润兑现慢于预期。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	86,127	104,118	111,613	116,221
应收票据及账款	3,679	3,114	3,016	3,010
预付账款	8,285	6,324	6,125	6,113
其他应收款	98,943	93,181	90,245	90,064
存货	362,324	331,921	320,920	319,908
其他流动资产	27,173	23,888	23,135	23,089
流动资产总计	586,531	562,547	555,055	558,405
长期股权投资	72,731	72,547	72,369	72,191
固定资产	12,602	12,094	11,880	11,941
在建工程	286	1,737	2,259	2,114
无形资产	1,712	1,657	1,632	1,636
长期待摊费用	1,059	1,019	979	915
其他非流动资产	160,490	157,870	155,527	153,464
非流动资产合计	248,881	246,925	244,647	242,260
资产总计	835,412	809,472	799,701	800,665
短期借款	2,954	2,804	2,654	2,504
应付票据及账款	50,302	47,385	45,814	45,670
其他流动负债	314,619	290,682	281,253	280,507
流动负债合计	367,875	340,871	329,722	328,681
长期借款	186,612	186,612	186,612	186,612
其他非流动负债	9,545	9,545	9,545	9,545
非流动负债合计	196,157	196,157	196,157	196,157
负债合计	564,032	537,028	525,879	524,838
股本	9,016	9,016	9,016	9,016
资本公积	20,312	20,312	20,312	20,312
留存收益	68,325	69,211	70,256	71,506
归属母公司权益	97,652	98,539	99,583	100,834
少数股东权益	173,727	173,905	174,239	174,993
股东权益合计	271,379	272,444	273,822	275,827
负债和股东权益合计	835,412	809,472	799,701	800,665

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	704	1,773	2,210	3,005
折旧与摊销	4,283	4,443	4,600	4,808
财务费用	2,509	1,964	1,766	1,669
投资损失	-708	68	68	73
营运资金变动	-991	15,121	3,989	367
其他经营现金流	3,897	-3	6	1
经营性现金净流量	9,693	23,364	12,639	9,922
投资性现金净流量	-2,287	-2,542	-2,381	-2,483
筹资性现金净流量	-21,795	-2,832	-2,762	-2,831
现金流量净额	-14,402	17,990	7,496	4,608

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	154,728	145,671	141,081	140,798
营业成本	133,441	125,065	120,920	120,539
税金及附加	4,300	4,938	4,782	4,772
销售费用	4,002	3,767	3,649	3,641
管理费用	2,037	1,918	1,858	1,854
研发费用	114	115	111	111
财务费用	2,509	1,964	1,766	1,669
资产减值损失	-3,517	-2,913	-2,116	-704
信用减值损失	-894	-728	-564	-282
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	708	-68	-68	-73
公允价值变动损益	517	-11	0	0
资产处置收益	49	28	28	28
其他收益	71	135	135	135
营业利润	5,261	4,346	5,409	7,315
营业外收入	207	244	244	244
营业外支出	288	306	306	306
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	5,181	4,285	5,347	7,254
所得税	4,477	2,503	3,123	4,237
净利润	704	1,782	2,224	3,017
少数股东损益	-320	178	334	754
归属母公司股东净利润	1,024	1,604	1,890	2,263
EPS(元)	0.11	0.18	0.21	0.25

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	-13.53%	-5.85%	-3.15%	-0.20%
营业利润增长率	-41.55%	-17.39%	24.45%	35.25%
归母净利润增长率	-74.65%	56.65%	17.87%	19.69%
经营现金流增长率	-69.67%	141.04%	-45.91%	-21.49%
盈利能力				
毛利率	13.76%	14.15%	14.29%	14.39%
净利率	0.45%	1.22%	1.58%	2.14%
ROE	1.05%	1.63%	1.90%	2.24%
ROA	0.12%	0.20%	0.24%	0.28%
估值倍数				
P/E	79.61	50.82	43.12	36.02
P/S	0.53	0.56	0.58	0.58
P/B	0.83	0.83	0.82	0.81
股息率	0.57%	0.88%	1.04%	1.24%
EV/EBITDA	31	33	30	25

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。