

# 【广发地产 & 海外】贝壳 -W(02423.HK)/贝壳(BEKE)

## Q1 业绩超预期，26 年步入业绩释放年

### 核心观点：

- **Q1 业绩超预期，降本落地推动盈利能力回归。** 根据贝壳业绩公告，26Q1 贝壳实现 GTV 7117 亿元，同比-16%，收入 189 亿元，同比-19%，毛利 46 亿元，同比-5%，因运营费用超预期节降至 33 亿元，non-GAAP 归母净利润 16 亿元，同比+16%，业绩表现超预期。单季 non-GAAP 归母净利率回升至 8.5%，开始向 23 年高效盈利水平回归。
- **二手市占持续突破，新房业务阶段性承压。** 26Q1 存量房业务市占率达 37%，同比+4pct，实现 GTV 5344 亿元，同比-8%，主要受价格基数压制，但对应交易套数同比+12%。链家佣金率与非链家货币化率保持稳定，贡献毛利率环比+1pct 至 41.3%。新房业务由于行业加速下行阶段性承压，实现 GTV 1459 亿元，同比-37%，但新房贡献毛利润收缩至 13 亿元（占比降至 23%），对整体业绩的负面影响正在逐步缩小。
- **租赁同比翻倍，家装规模受限但利润率创新高。** 26Q1 租赁业务在管套数环比+4 万套至 74 万套，收入净额法调整情况下仍稳定在 50 亿元，贡献利润率升至 14.8%，单季贡献毛利润达 7 亿元，较 25Q1 翻倍。家装业务受新房下滑拖累，收入同比-21%至 23 亿元，但在规模受限下通过精细化运营使贡献毛利率回升至 36.2%，创历史单季新高。
- **地产量增价稳，26 年业绩释放年。** 我们预计 Q2 收入 240 亿元，经调归母净利率 10%，经调归母净利 24 亿元，同比+34%；Q3-4 收入稳定、净利率微落，经调归母净利 21 亿元、19 亿元，同比+65%、+270%。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 26-28 年经调归母净利润分别为 81 亿元、101 亿元、119 亿元，同比+61%、+25%、+18%。沿用广义现金+剔除利息利润\*经调 PE 估值方法，给予贝壳 26 年经营部分 17x 经调 PE，加回 738 亿元广义现金，对应合理总价值 1928 亿元人民币。对应港股、美股合理价值 63.20 港元/股、24.21 美元/股，维持“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：

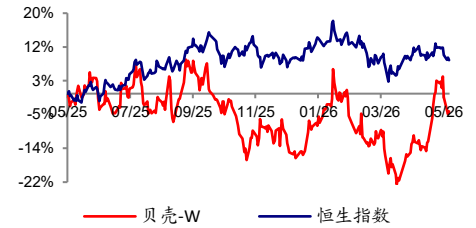
单位:人民币亿元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	935	946	885	957	1,043
增长率 (%)	20.2%	1.2%	-6.4%	8.1%	9.0%
EBITDA	59	43	92	117	140
NonGAAP 归母净利	72	50	81	101	119
增长率 (%)	-26.5%	-30.3%	61.5%	24.5%	18.0%
NonGAAP EPS(元/股)	1.99	1.43	2.32	2.89	3.41
NonGAAP PE	20.8	25.3	17.3	13.9	11.8
EV/EBITDA	22.1	26.0	13.3	10.4	8.5

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心；注：如无特殊说明，货币为人民币

识别风险，发现价值

公司评级	买入-H/买入-美股
当前价格	45.92 港元/18.72 美元
合理价值	63.20 港元/24.21 美元
前次评级	买入/买入
报告日期	2026-05-20

### 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 2026-03-18

-W(02423.HK)/贝壳(BEKE):  
业绩基本符合预期，经营能力  
稳健

【广发地产&海外】贝壳 2026-03-13

-W(02423.HK)/贝壳(BEKE):  
持续组织精简，提升经营效率

【广发地产&海外】贝壳 2026-01-25

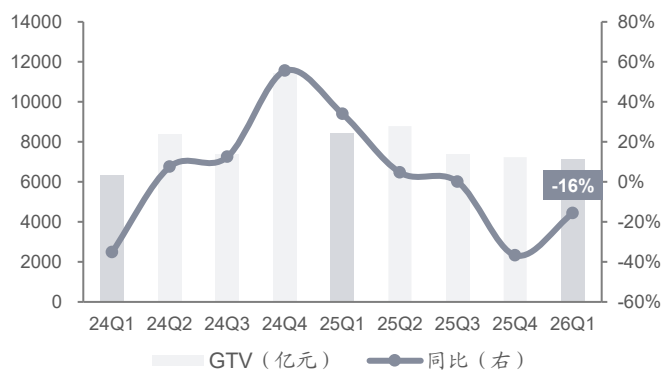
-W(02423.HK)/贝壳(BEKE)  
一洞见贝壳 系列二:如何看待  
26 年市场环境下贝壳的业绩  
弹性

请务必阅读末页的免责声明

## 一、一季度业绩超预期，降本落地推动盈利能力回归

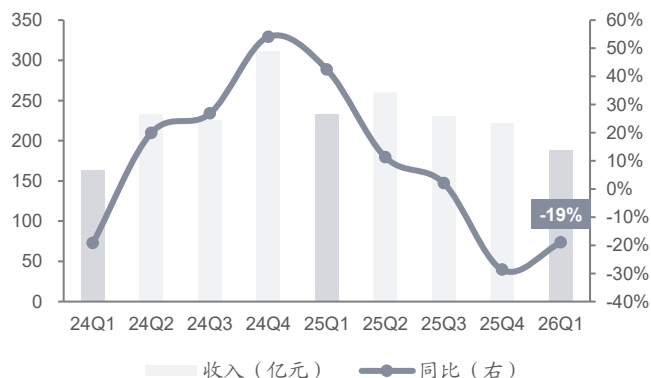
26Q1贝壳GTV为7117亿元，同比-16%，收入189亿元，同比-19%，毛利润46亿元，同比-5%，nonGAAP经营利润17亿元，同比+45%，nonGAAP归母净利润16亿元，同比+16%，业绩超预期。

图 1: 贝壳GTV及增速



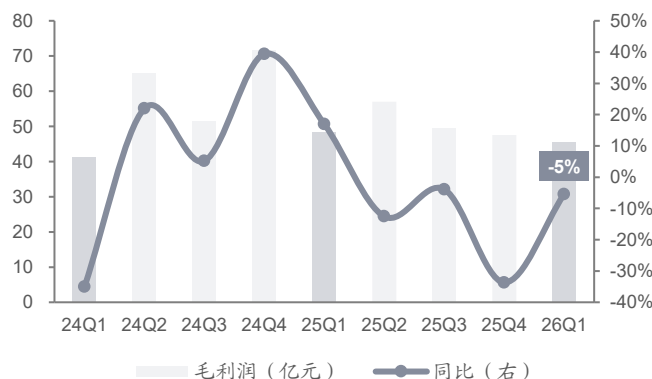
数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

图 2: 贝壳收入及增速



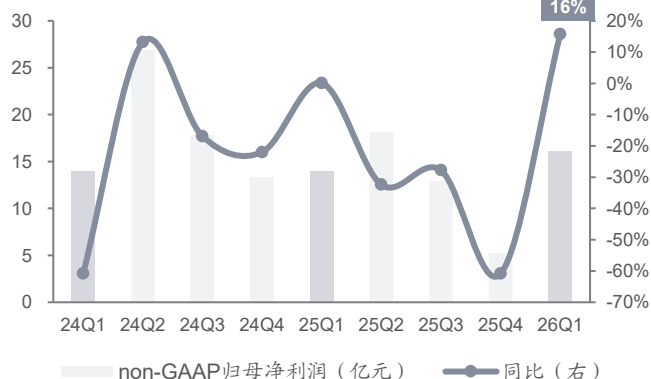
数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

图 3: 贝壳毛利润及增速



数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

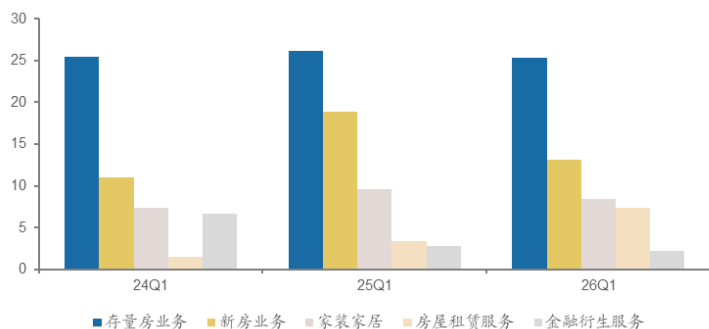
图 4: 贝壳non-GAAP归母净利润及增速



数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

26Q1各业务条线贡献毛利润57亿元，同比-4亿元，其中租赁业务贡献毛利润同比+4亿元，存量房、新房、家装、其他业务分别-1亿元、-6亿元、-1亿元、-1亿元。

图 5: 分业务贡献毛利润 (亿元) 拆分



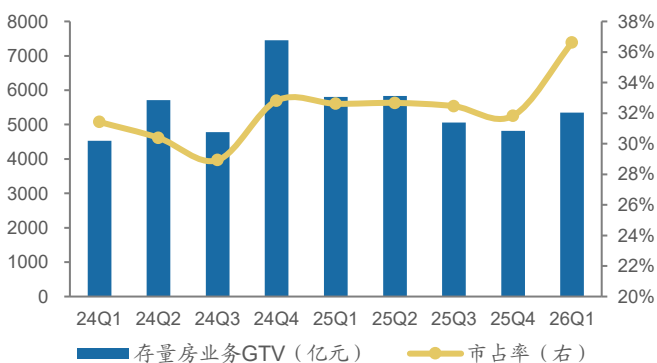
贡献毛利润 (亿元)	23Q1	24Q1	25Q1	26Q1
合计	75	52	61	57
同比	118%	-30%	17%	-7%
一赛道	71	43	48	41
同比	109%	-39%	11%	-15%
存量房业务	45	25	26	25
新房业务	23	11	19	13
金融衍生服务	3	7	3	2
二赛道	3	9	13	16
同比	1580%	152%	48%	22%
家装家居	4	7	10	8
房屋租赁服务	-1	1	3	7

数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

存量房业务方面, 市占持续突破, 降本推动利润率回升。26Q1实现GTV 5344 亿元, 同比-8%, 主要为Q1价格基数压力拖累, GTV对应交易套数+12%、套均价-18%。26Q1市占率37%, 同比+4pct, 仍在突破。26Q1链家佣金率2.54%, 非链家货币化率0.39%, 均维持稳定, 贡献毛利润率41.3%, 环比+1pct, 同比+3pct。

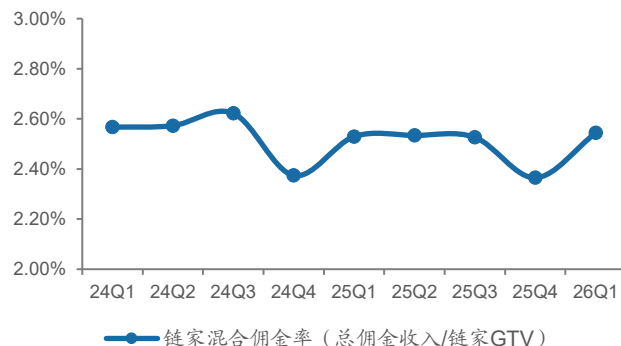
新房业务方面, 阶段性有压力, 贡献利润占比已收缩至23%。26Q1实现GTV 1459亿元, 同比-37%, 市占率9.8%, 同比-3pct, 佣金率3.49%, 维持稳定, 贡献利润率25.7%, 同比+2pct。26Q1新房业务贡献毛利润收缩至13亿元, 贡献占比23%, 业绩影响在缩小。

图 6: 存量房业务GTV及市占率



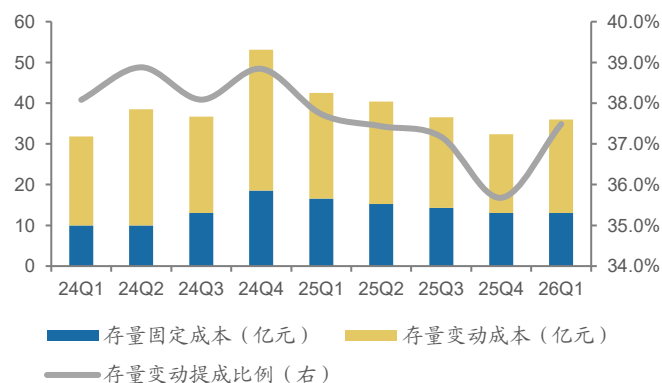
数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

图 7: 链家混合佣金率



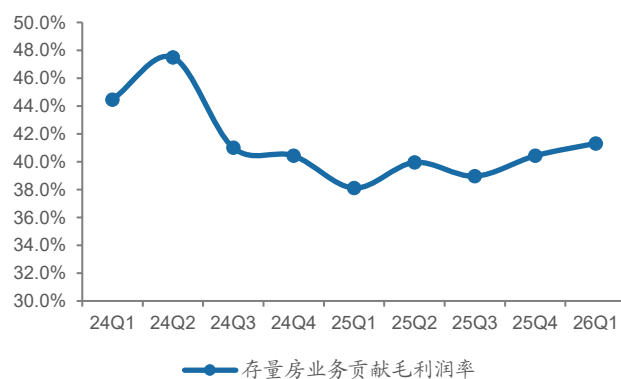
数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

图 8: 存量房业务固定成本及变动成本



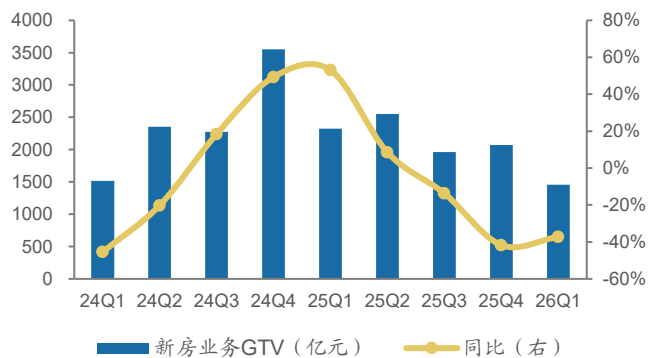
数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

图 9: 存量房业务贡献毛利润率



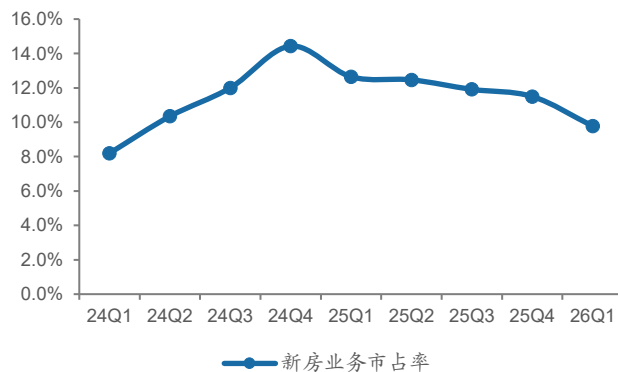
数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

图 10: 新房业务GTV及增速



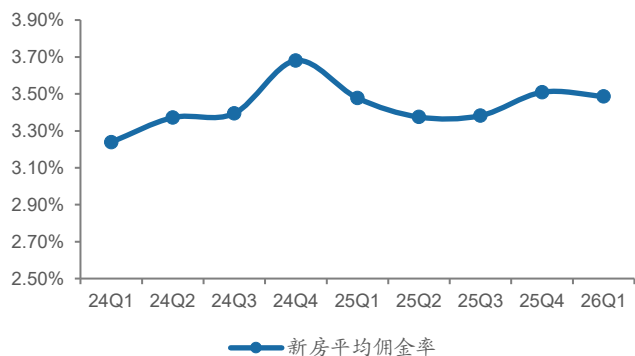
数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

图 11: 新房业务市占率



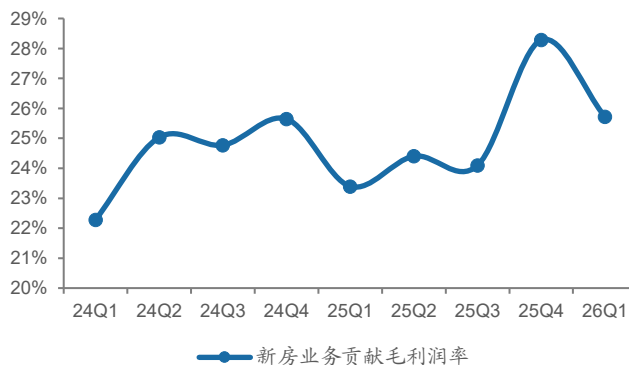
数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

图 12: 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 13: 新房业务贡献毛利润率



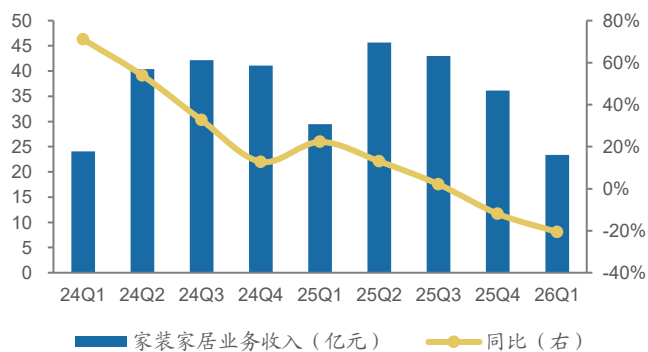
数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

新业务方面, 租赁业务发展迅猛, 家装业务维持稳定。

26Q1租赁业务收入50亿元, 同比-1.5%, 在收入净额法调整影响下仍稳定, 在管套数增长至74万套, 环比+4万套, 贡献利润率升至14.8%, 贡献毛利润单季增长至7亿元, 较25Q1翻倍。

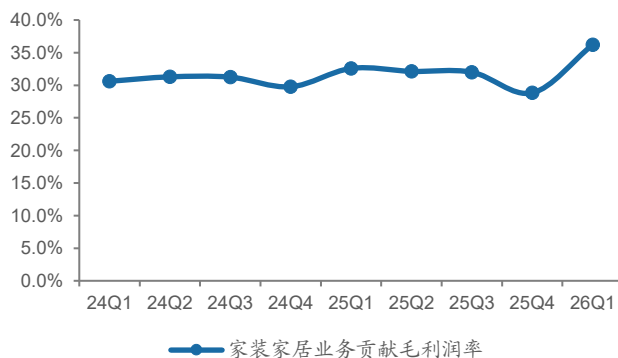
家装业务26Q1收入23亿元, 同比-21%, 受新房市场持续下滑影响压力较大, 贡献毛利润回升至36.2%, 规模受限的情况下利润率为历史单季最高。

图 14: 家装家居业务收入及同比



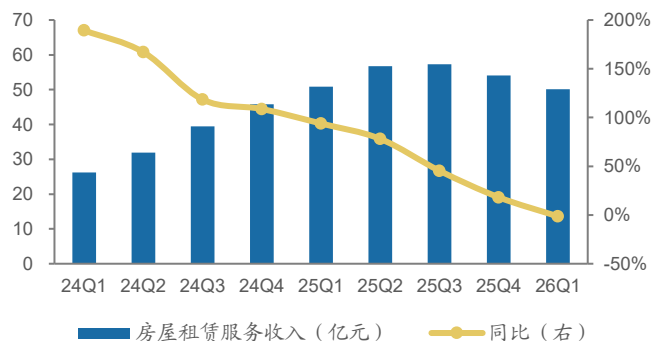
数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

图 15: 家装家居业务贡献毛利润率



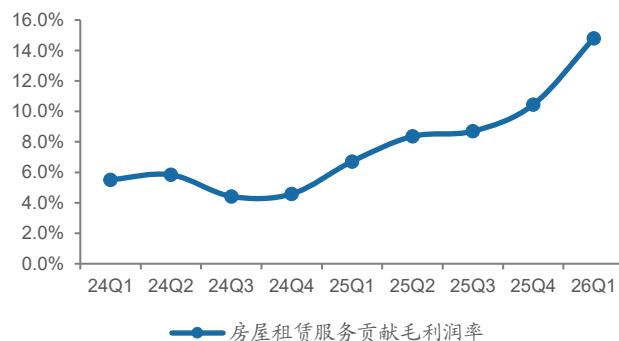
数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

图 16: 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

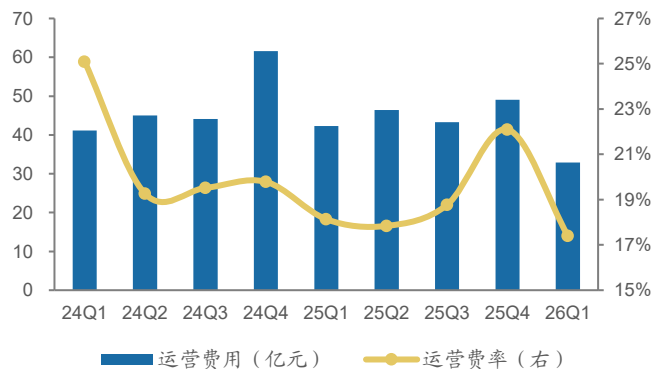
图 17: 房屋租赁服务业务贡献毛利润率



数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

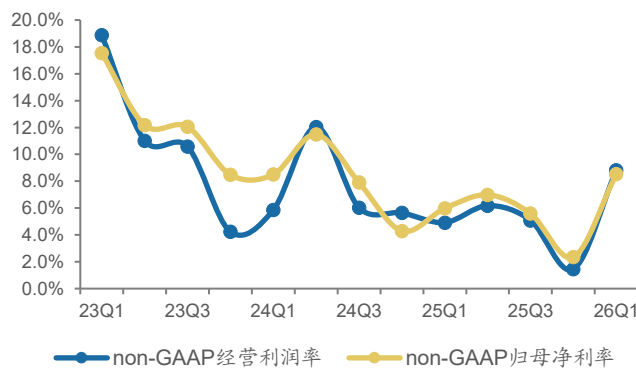
运营费用节降超预期, nonGAAP归母净利率开始回归23年水平。26Q1单季运营费用降至33亿元(25年季度平均45亿元, Q4为49亿元), nonGAAP运营费用降至30亿元(25年季度平均42亿元, Q4为46亿元)。26Q1单季nonGAAP归母净利率回升至8.5%, 开始向23年盈利水平回归。

图 18: 贝壳运营费用及运营费率



数据来源: 贝壳财报, 广发证券发展研究中心

图 19: 贝壳non-GAAP口径经营利润率及归母净利率



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

26年年内来看, Q2地产市场量增价稳, 业绩释放确定性较强, 预计26Q2收入240亿元, 同比-8%, 经调归母净利率进一步回升至10%, 对应经调归母净利润24亿元, 同比+34%。在下半年市场维持稳定的情况下, 假设26Q3-4实现收入分别为225亿元、232亿元, 分别同比-2%、+5%, Q3为交易淡季, 假设经调归母净利率回落至9.5%, Q4一般存在年终奖等一次性支出, 假设经调归母净利率回落至8.3%, 对应Q3-4的经调归母净利润分别为21亿元、19亿元, 同比+65%、+270%。

贝壳强经营能力, 将充分受益26年市场企稳。历史地产交易量回升过程中, 贝壳承接市场增量需求能力较强, 叠加执行力带来的降本落地, 26年将是贝壳的业绩释放年, 后续地产市场的进一步企稳+新业务的成长, 将带来未来业绩增量, 预计26-28年贝壳经调归母净利润81亿元、101亿元、119亿元, 同比+61%、+25%、+18%。

表1: 贝壳盈利预测

单位: 亿元	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	26Q1	26Q2E	26Q3E	26Q4E
GTV	31429	33494	31833	32546	35134	38231	7117	8916	8084	8428
增速	20%	7%	-5%	2%	8%	9%	-16%	1%	10%	16%

主营业务收入(+)	778	935	946	885	957	1043	189	240	225	232
增速	28.2%	20.2%	1.2%	-6.4%	8.1%	9.0%	-19.0%	-7.9%	-2.5%	4.6%
收入/GTV	2.5%	2.8%	3.0%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.8%	2.8%
存量房业务	280	282	250	261	282	312	61	70	65	64
新房业务	306	337	306	289	297	302	51	88	72	78
家装家居	109	148	154	126	130	140	23	32	36	36
房屋租赁服务	61	143	219	197	234	276	50	47	49	51
新兴业务及其他	23	25	16	13	13	13	3	3	3	3
主营业务分配成本(-)	513	655	691	618	663	719	132	166	157	162
主营业务贡献利润	265	279	254	268	294	324	57	73	68	70
贡献利润率	34.0%	29.9%	26.9%	30.2%	30.7%	31.1%	29.9%	30.5%	30.3%	30.1%
存量房业务贡献利润	132	122	98	111	124	143	25	31	28	27
新房业务贡献利润	81	83	76	74	75	77	13	23	18	20
家装家居贡献利润	31	45	48	46	48	51	8	11	13	13
房屋租赁服务贡献利润	-1	7	19	28	38	45	7	6	7	8
新兴业务及其他贡献利润	21	21	12	9	9	9	2	2	2	2
门店+其他成本(-)	48	50	52	43	43	42	11	11	11	11
门店成本(-)	29	29	29	23	22	22	6	6	6	6
其他成本(-)	19	21	24	21	20	20	5	5	5	5
毛利	217	229	202	224	252	282	46	62	58	59
增速	57.6%	5.6%	-11.9%	10.9%	12.2%	12.1%	-5.4%	9.0%	16.5%	24.1%
毛利率	27.9%	24.6%	21.4%	25.3%	26.3%	27.0%	24.1%	25.9%	25.6%	25.4%
运营费用(-)	169	192	181	150	152	159	33	38	38	42
运营费用率	21.8%	20.5%	19.1%	17.0%	15.8%	15.3%	17.4%	15.9%	16.7%	18.0%
经营利润	48	38	21	74	100	123	13	24	20	17
增速	-675.9%	-21.5%	-43.9%	250.8%	35.1%	22.8%	115.5%	127.6%	228.0%	-
经营利润率	6.2%	4.0%	2.2%	8.4%	10.5%	11.8%	6.7%	10.1%	8.9%	7.4%
经调经营利润	87	69	42	90	116	139	17	28	24	21
non-GAAP 经营利润率	11.2%	7.4%	4.5%	10.1%	12.1%	13.3%	8.8%	11.7%	10.6%	9.1%
其他收入总额(+)	31	31	26	22	23	23	6	6	6	6
所得税费用(-)	20	28	17	31	38	45	6	9	8	7
净利润	59	41	30	66	85	101	13	20	17	15
净利率	7.6%	4.4%	3.2%	7.4%	8.9%	9.7%	6.6%	8.5%	7.7%	6.7%
归母净利润	59	41	30	66	85	101	13	20	17	15
增速		-30.9%	-26.3%	119.5%	29.7%	19.0%	46.7%	56.5%	131.6%	1657.1%
归母净利率	7.6%	4.3%	3.2%	7.4%	8.9%	9.7%	6.6%	8.5%	7.7%	6.7%
经调整归母净利润	98	72	50	81	101	119	16	24	21	19
增速	243.1%	-26.5%	-30.3%	61.5%	24.5%	18.0%	15.7%	33.8%	65.2%	270.3%
non-GAAP 归母净利率	12.6%	7.7%	5.3%	9.2%	10.5%	11.4%	8.5%	10.1%	9.5%	8.3%

数据来源：贝壳财报，广发证券发展研究中心

公司合理价值方面，我们沿用此前估值方法，考虑贝壳强现金+轻资产运营的特点，采用现金+剔除利息后的利润\*经调PE的方法给予贝壳估值。

美团、阿里巴巴、腾讯三家平台公司市值剔除广义现金、利润剔除利息收入后计算的经调PE（26E）平均为17x，贝壳剔除利息收入后的利润为70亿元，我们按17x给予26年经营部分合理价值1190亿元，再加上738亿元的广义现金资产，对应合理总价值为1928亿元人民币。按港元兑人民币汇率0.87、美元兑人民币汇率6.84换算，对应港股、美股合理价值63.20港元/股、24.21美元/股，维持“买入”评级。

表2：贝壳估值指标比较（截至5月20日）

单位：人民币亿元	03690.HK	09988.HK	00700.HK	平台平均	02423.HK
	美团	阿里巴巴	腾讯		贝壳
广义现金资产	1900	8231	5809	-	738
26年以来日均市值	4685	23629	42436	-	1362
广义现金占市值比例	41%	35%	14%	-	54%
扣广义现金市值	2784	15397	36627	-	626
26E 归母净利	18	1036	2535	-	81
26E 剔除利息收入归母净利	3	880	2356	-	70
<b>PE (26E)</b>	-	23	17	<b>20</b>	<b>17</b>
<b>经调 PE (26E)</b>	-	17	16	<b>17</b>	<b>9</b>

数据来源：各公司财报，Wind，广发证券发展研究中心；注：美团、阿里、腾讯预测数据为 Wind 一致预期，贝壳为广发地产团队预测

### 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:人民币亿元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产合计</b>	<b>766</b>	<b>681</b>	<b>716</b>	<b>758</b>	<b>810</b>
现金及现金等价物	203	159	182	197	220
应收账款及票据	55	39	39	41	43
存货	16	29	18	20	21
其他	492	454	477	500	525
<b>非流动资产合计</b>	<b>565</b>	<b>485</b>	<b>497</b>	<b>510</b>	<b>524</b>
固定资产净值	24	21	20	21	22
长期投资	238	201	212	222	233
商誉及无形资产	290	245	247	249	251
其他	14	18	18	18	18
<b>资产总额</b>	<b>1,331</b>	<b>1,167</b>	<b>1,212</b>	<b>1,268</b>	<b>1,335</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>527</b>	<b>424</b>	<b>433</b>	<b>438</b>	<b>444</b>
短期借款	3	7	5	5	5
应付账款及票据	95	61	73	76	82
其他	430	356	355	357	357
<b>非流动负债合计</b>	<b>90</b>	<b>77</b>	<b>75</b>	<b>74</b>	<b>74</b>
长期借款	0	4	2	2	1
其他非流动负债	90	73	73	73	73
<b>总负债</b>	<b>617</b>	<b>501</b>	<b>508</b>	<b>513</b>	<b>518</b>
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	717	670	709	761	821
其他	-3	-6	-6	-6	-6
归母权益总额	713	664	704	755	816
少数股东权益	1	1	1	1	1
<b>股东权益合计</b>	<b>714</b>	<b>665</b>	<b>705</b>	<b>756</b>	<b>817</b>
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>1,331</b>	<b>1,167</b>	<b>1,212</b>	<b>1,268</b>	<b>1,335</b>

**利润表**

单位:人民币亿元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>主营收入</b>	<b>935</b>	<b>946</b>	<b>885</b>	<b>957</b>	<b>1,043</b>
营业成本	705	744	661	705	761
毛利	229	202	224	252	282
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	78	73	59	61	63
行政管理费用	90	81	69	71	74
研发费用	23	26	22	19	21
其他营业费用合计	2	1	0	0	1
<b>营业利润</b>	<b>38</b>	<b>21</b>	<b>74</b>	<b>100</b>	<b>123</b>
利息收入	13	8	15	15	15
利息支出	0	0	0	0	0
权益性投资损益	0	-1	0	0	0
其他非经营性损益	11	12	8	9	9
除税前利润	69	47	96	123	146
所得税	28	17	31	38	45
<b>合并净利润</b>	<b>41</b>	<b>30</b>	<b>66</b>	<b>85</b>	<b>101</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>41</b>	<b>30</b>	<b>66</b>	<b>85</b>	<b>101</b>
NonGAAP 归母净利润	72	50	81	101	119

**现金流量表**

单位:人民币亿元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>94</b>	<b>-4</b>	<b>87</b>	<b>85</b>	<b>101</b>
合并净利润	41	30	66	85	101
折旧与摊销	10	11	10	8	8
营运资本变动	19	-67	19	0	0
其他非经营性调整	24	23	-8	-9	-9
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-94</b>	<b>59</b>	<b>-34</b>	<b>-34</b>	<b>-36</b>
处置固定资产收益	0	0	8	9	9
资本性支出	-10	-6	-11	-11	-11
投资资产支出	-85	65	-31	-32	-34
其他	1	0	0	0	0
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-58</b>	<b>-98</b>	<b>-31</b>	<b>-35</b>	<b>-41</b>
长期债权融资	0	9	-2	-1	0
股权融资	-51	-66	0	0	0
支付股利	-28	-29	-26	-34	-41
其他	21	-13	-2	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>-56</b>	<b>-44</b>	<b>22</b>	<b>16</b>	<b>23</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>259</b>	<b>203</b>	<b>159</b>	<b>182</b>	<b>197</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>203</b>	<b>159</b>	<b>182</b>	<b>197</b>	<b>220</b>

**主要财务比率**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
主营收入增长率	20.2%	1.2%	-6.4%	8.1%	9.0%
营业利润增长率	-21.5%	-43.9%	250.8%	35.1%	22.8%
NonGAAP 业绩增速	-26.5%	-30.3%	61.5%	24.5%	18.0%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.6%	21.4%	25.3%	26.3%	27.0%
NonGAAP 净利率	7.7%	5.3%	9.2%	10.5%	11.4%
NonGAAP ROE	10.1%	7.6%	11.5%	13.4%	14.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.3%	43.0%	41.9%	40.4%	38.8%
有息负债率	0.2%	1.0%	0.6%	0.5%	0.4%
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.7	1.8
利息保障倍数	384.3	481.2	331.6	621.8	839.3
<b>营运能力</b>					
应收账款周转天数	16.7	18.0	16.0	15.5	15.0
存货周转天数	4.1	10.8	10.0	10.0	10.0
应付账款周转天数	40.4	37.6	39.5	39.0	39.0
<b>每股指标</b>					
NonGAAP EPS	1.99	1.43	2.32	2.89	3.41
每股净资产	19.68	18.95	20.15	21.61	23.35
每股经营现金流	2.61	-0.11	2.49	2.43	2.88
<b>估值比率</b>					
NonGAAP PE	20.8	25.3	17.3	13.9	11.8
PB	2.1	1.9	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	22.1	26.0	13.3	10.4	8.5

## 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。
- 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。
- 胡 正 维：资深分析师，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，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，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。