

房地产
行业专题报告



2026 年 05 月 22 日

报表端继续承压，基本面筑底在望

——25 年报及 26 年一季报总结

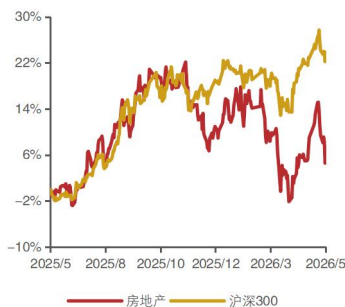
投资评级：看好（维持）

证券分析师

邓力
SAC: S1350525070006
dengli@jzsec.com
陈颖
SAC: S1350525110002
chenying02@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



- **25 年板块营收仍处下行区间，收入端及利润端仍承压。**2025 年，房地产板块平均营业收入 167.8 亿元，同比-19.0%，降幅较 2024 年收窄 2.4pct。2026Q1，板块平均营业收入 25.2 亿元，同比-22.3%，增速较 2025 年进一步回落 3.3pct。2025 年，板块营业收入同比下降，主要反映 2022-2024 年地产销售调整逐步传导至结算端；2026Q1 收入增速阶段性回落，显示结算端仍受到前期销售表现影响。2025 年，房地产板块归母净利润为负，主要源于营收下滑、毛利率下降、费用率提升、减值比例提升等因素，2026Q1，板块归母净利润继续为负，主要源于营收下滑以及费用率继续提升等因素。
- **25 年毛利率小幅下行，费用率与减值比例抬升。**2025 年，房地产板块毛利率为 13.2%，较 2024 年下降 0.8pct；三项费用率为 10.9%，较 2024 年提升 1.2pct；减值损失/营业收入为 12.9%，较 2024 年提升 5.1pct；归母净利率为-12.5%，较 2024 年下降 3.9pct。2026Q1，板块毛利率为 14.6%，较 2025 年提升 1.4pct；三项费用率为 13.3%，较 2025 年继续提升；减值损失/营业收入为 0.29%，较 2025 年明显下降；归母净利率为-3.9%，降幅较 2025 年收窄 8.6pct。2025 年板块毛利率小幅下行，主要系 2022-2024 年行业销售承压、去化压力较大，部分房企通过价格让利促进销售，使得相关项目在后续结转时毛利率处于相对低位。减值比例继续提升，主要源于前期房价调整及项目去化压力影响，部分房企基于审慎原则加大存货跌价及相关资产减值计提。归母净利率仍为负且降幅扩大，除收入及毛利端承压外，二线房企费用摊薄与减值计提压力相对更高，也是板块盈利承压的重要结构性因素。
- **杠杆整体平稳，净负债率继续提升。**2025 年，房地产板块资产负债率为 76.0%，较 2024 年基本持平；剔除预收款后的资产负债率为 72.5%，较 2024 年提升 1.3pct；净负债率为 98.9%，较 2024 年提升 11.2pct；现金短债比为 0.8 倍，较 2024 年下降 0.1 倍。2026Q1，板块资产负债率为 75.7%，较 2025 年下降 0.2pct；剔除预收款后的资产负债率为 72.3%，较 2025 年下降 0.2pct；净负债率为 100.7%，较 2025 年提升 1.9pct；现金短债比为 0.7 倍，较 2025 年基本持平。2025 年，板块资产负债率整体基本稳定，但剔除预收款后的资产负债率继续提升，主要源于销售端调整、现房销售比例提升及预售回款规模下降，导致预收款占资产比例有所回落。净负债率提升并非源于有息负债规模扩张，而是主要受货币资金下降及盈利承压下归母净资产收缩影响，导致杠杆率被动抬升。现金短债比较 2024 年小幅下降，主要源于市场下行导致销售回款走弱、融资端仍偏紧等因素。
- **投资分析意见。**我们认为，2026 年，三大趋势值得期待：1）房地产调整有望进入尾声：复盘全球主要经济体房地产危机，平均跌幅 35%，平均调整时间 6 年，当前我国实际房价调整的长度与深度均已相对充分。2）“好房子”结构性机会：我国房地产市场进入结构分化阶段，中央层面高频提及建设好房子，在政策导向和供需结构变化的契机之下，高品质住宅或将迎来发展浪潮。3）香港楼市复苏延续：多重利好因素的共同推动下，香港私人住宅市场情绪已逐步修复，我们认为港资发展商有望迎来新一轮价值重估。我们维持房地产“看好”评级，建议关注：1）港资发展商：新鸿基地产、恒基地产、新世界发展、嘉里建设、信和置业；2）地产开发：华润置地、招商蛇口、建发国际集团；3）地产转型：西藏城投；4）二手房中介：贝壳；5）物管企业：招商积余、华润万象生活。
- **风险提示：房地产量价超预期下行、房地产融资资金趋紧、房地产政策不及预期**

内容目录

1. 经营端：收入与盈利仍处调整期，政策支持下关注边际改善	4
1.1. 营收：收入端仍处调整期，政策传导有望推动边际改善	4
1.2. 归母净利润：25 年归母净利润继续为负，源于毛利率下降，减值提升等	5
1.3. 毛利率：结算利润率仍处低位，2026Q1 边际改善	6
1.4. 费用率：25 年费用率整体抬升，其中一线小于二线	6
1.5. 减值比例：25 年减值比例提升，源于房价继续下行	7
1.6. 归母净利率：盈利能力仍承压，二线房企拖累相对明显	7
2. 信用端：杠杆水平整体平稳，现金回款压力仍待改善	9
2.1. 资产负债率：整体杠杆率保持平稳	9
2.2. 净负债率：净负债率继续提升，或源于净资产下降	10
2.3. 现金短债比：现金短债比回落，或源于销售回款走弱	11
2.4. 销售回款：销售回款继续走弱，源于新房销售市场仍承压	11
3. 投资分析意见	13
4. 风险提示	14

图表目录

图表 1: 房地产板块平均营业收入同比增速	5
图表 2: 房地产板块平均归母净利润（单位：亿元）	5
图表 3: 房地产板块毛利率走势	6
图表 4: 房地产板块费用率走势	7
图表 5: 房地产板块减值损失/营业收入	7
图表 6: 房地产板块归母净利率走势	8
图表 7: 房地产板块资产负债率走势	9
图表 8: 房地产板块剔除预收款的资产负债率走势	10
图表 9: 房地产板块净负债率走势	10
图表 10: 房地产板块现金短债比走势	11
图表 11: 板块销售商品、提供劳务收到的现金同比增速	12
图表 12: 板块销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	12

1. 经营端：收入与盈利仍处调整期，政策支持下关注边际改善

2025 年，房地产板块平均营业收入 167.8 亿元，同比-19.0%，降幅较 24 年收窄 2.4pct；平均归母净利润-21.0 亿元，较 24 年多亏损 3.3 亿元。26Q1，板块平均营业收入 25.2 亿元，同比-22.3%，降幅较 2025 年整体扩大 3.3pct；平均归母净利润-1.0 亿元，较去年同期少亏损 0.2 亿元。2025 年房地产板块收入降幅较 2024 年有所收窄，2026Q1 收入继续下行，源于 22 年以来销售端持续下行，导致项目结算下行。2025 年，房地产板块归母净利润为负，主要源于营收下滑、毛利率下降、费用率提升、减值比例提升等因素，2026Q1，板块归母净利润继续为负，主要源于营收下滑以及费用率继续提升等因素。

2025 年，房地产板块毛利率为 13.2%，较 2024 年下降 0.8pct；三项费用率为 10.9%，较 2024 年提升 1.2pct；减值损失/营业收入为 12.9%，较 2024 年提升 5.1pct；归母净利率为-12.5%，较 2024 年下降 3.9pct。26Q1，板块毛利率为 14.6%，较 2025 年整体提升 1.4pct；三项费用率为 13.3%，较 2025 年提升 2.4pct；减值损失/营业收入为 0.29%，较 2025 年下降 12.6pct；归母净利率为-3.9%，较 2025 年提升 8.6pct。2025 年房地产板块毛利率下行，主要源于 2022-2024 年行业销售承压、去化压力较大，部分房企通过价格让利促进销售，使得相关项目在后续结转时毛利率处于相对低位。减值损失占营业收入比例继续提升，主要源于前期房价调整及项目去化压力影响，部分房企基于审慎原则加大存货跌价及相关资产减值计提。归母净利率仍为负，且降幅较 2024 年进一步扩大，主要系收入端仍处调整期，叠加费用率及减值比例抬升，对盈利形成持续压制。

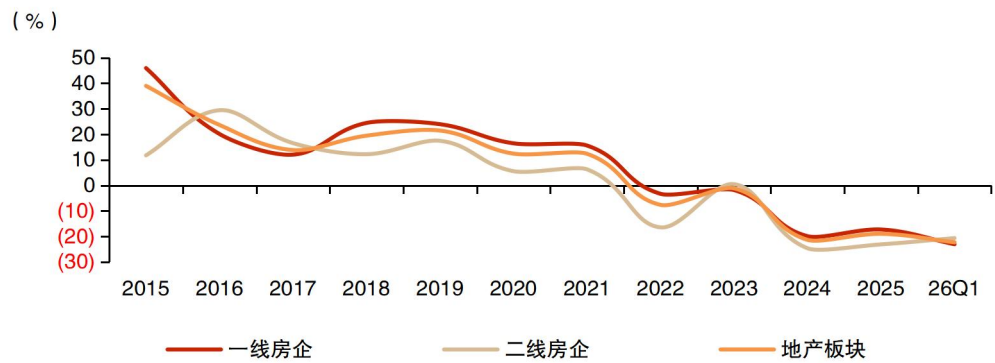
1.1. 营收：收入端仍处调整期，政策传导有望推动边际改善

2025 年，房地产板块平均营业收入 167.8 亿元，同比-19.0%，降幅较 2024 年收窄 2.4pct。2026Q1，房地产板块平均营业收入 25.2 亿元，同比-22.3%，降幅较 2025 年扩大 3.3pct。

分结构来看，2025 年，一线、二线房企营业收入同比分别-17.3%、-23.1%，降幅分别较 2024 年收窄 2.6pct、1.5pct。2026Q1，一线、二线房企营业收入同比分别为-23.1%、-20.6%，降幅分别较 2025 年扩大 5.8pct、收窄 2.5pct。

2025 年房地产板块收入降幅较 2024 年有所收窄，2026Q1 收入继续下行，源于 22 年以来销售端持续下行，导致项目结算下行。

图表 1：房地产板块平均营业收入同比增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

注：一线房企包括万科A、招商蛇口、保利发展、金地集团、滨江集团、新城控股、华发股份、绿地控股共 8 家公司，其余为二线房企。

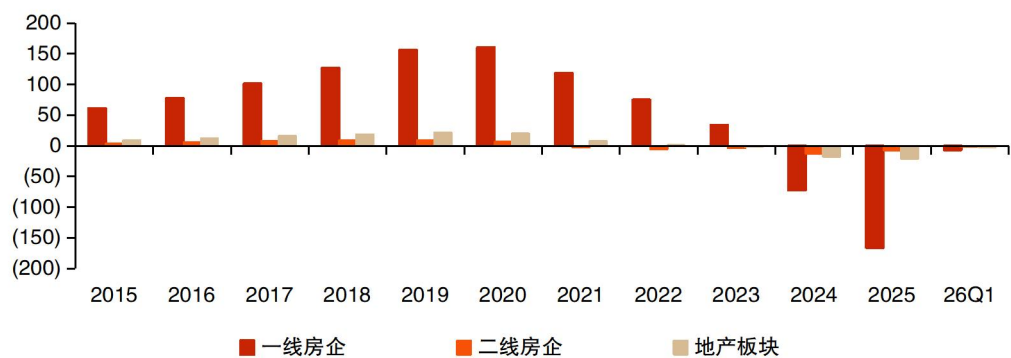
1.2. 归母净利润：25 年归母净利润继续为负，源于毛利率下降，减值提升等

2025 年，房地产板块平均归母净利润-21.0 亿元，亏损较 24 年扩大 3.3 亿元。2026Q1，房地产板块平均归母净利润-1.0 亿元，较去年同期亏损减少 0.2 亿元。

分结构来看，2025 年，一线、二线房企平均归母净利润分别为-165.9、-7.3 亿元，分别较 2024 年亏损扩大 93.5 亿元、亏损减少 5.2 亿元。2026Q1，一线、二线房企归母净利润分别为-6.6、-0.5 亿元，分别较 2025Q1 亏损扩大 2.5 亿元、亏损减少 0.5 亿元。

2025 年，房地产板块归母净利润为负，主要源于营收下滑、毛利率下降、费用率提升、减值比例提升等因素，2026Q1，板块归母净利润继续为负，主要源于营收下滑以及费用率继续提升等因素。

图表 2：房地产板块平均归母净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

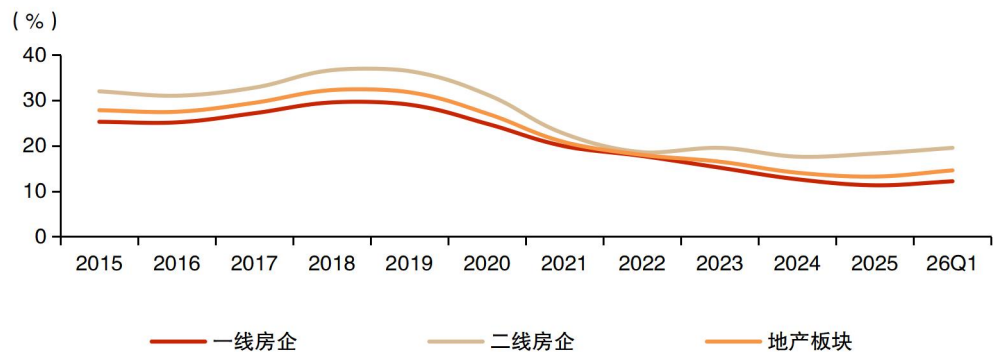
1.3. 毛利率：结算利润率仍处低位，2026Q1 边际改善

2025 年，房地产板块毛利率为 13.2%，较 2024 年下降 0.8pct。2026Q1，房地产板块毛利率为 14.6%，较 2025 年提升 1.4pct。

分结构来看，2025 年，一线、二线房企毛利率分别为 11.3%、18.3%，分别较 2024 年下降 1.3pct、提升 0.7pct。2026Q1，一线、二线房企毛利率分别为 12.2%、19.5%，分别较 2025 年提升 0.9pct、提升 1.2pct。

2025 年房地产板块毛利率下行，主要源于 2022–2024 年行业销售承压、去化压力较大，部分房企通过价格让利促进销售，使得相关项目在后续结转时毛利率处于相对低位。2026Q1，板块毛利率较 2025 年有所回升，源于核心城市成交表现改善、22 年之后拿地项目利润率边际改善，推动板块盈利能力边际修复。

图表 3：房地产板块毛利率走势



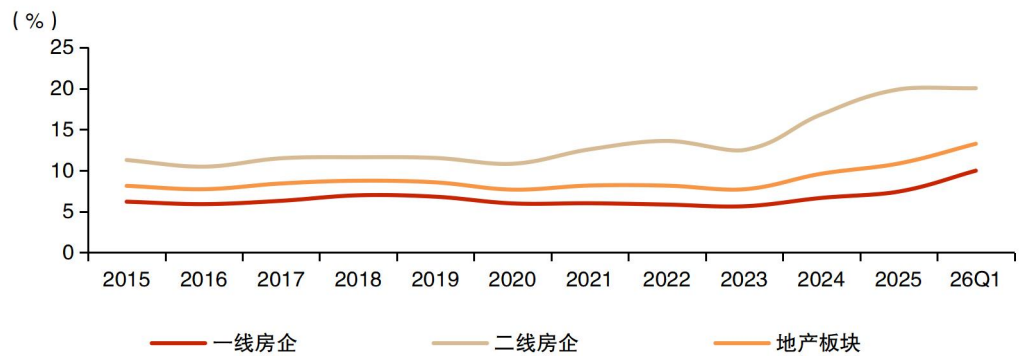
资料来源：Wind，华源证券研究所

1.4. 费用率：25 年费用率整体抬升，其中一线小于二线

2025 年，房地产板块三项费用率为 10.9%，较 2024 年提升 1.2pct。2026Q1，房地产板块三项费用率为 13.3%，较 2025 年提升 2.4pct。

分结构来看，2025 年，一线、二线房企三项费用率分别为 7.4%、19.9%，分别较 2024 年提升 0.8pct、提升 3.0pct。2026Q1，一线、二线房企三项费用率分别为 10.0%、20.0%，分别较 2025 年提升 2.6pct、提升 0.1pct。其中，一线费用率好于二线费用率，主要源于一线房企融资渠道更丰富、融资成本更低，以及土储质量更高，销售费用率管控更强。

图表 4：房地产板块费用率走势



资料来源：Wind，华源证券研究所

1.5. 减值比例：25 年减值比例提升，源于房价继续下行

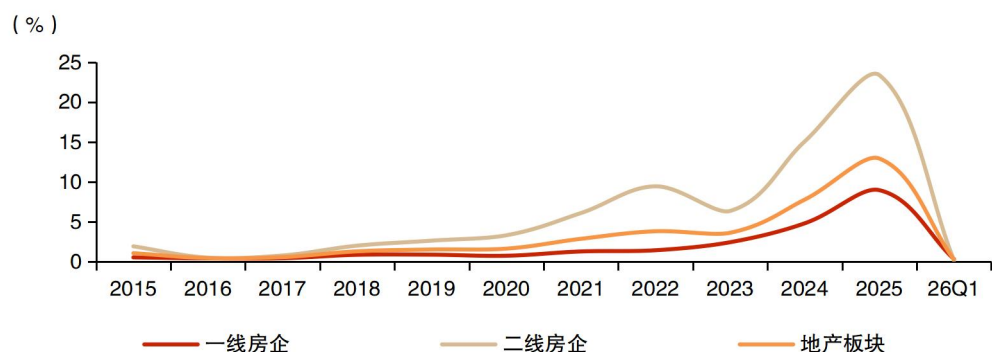
2025 年，房地产板块减值损失/营业收入为 12.9%，较 2024 年提升 5.1pct。2026Q1，房地产板块减值损失/营业收入为 0.29%，较 2025 年下降 12.6pct。

分结构来看，2025 年，一线、二线房企减值损失/营业收入分别为 9.0%、23.4%，分别较 2024 年提升 4.2pct、提升 8.3pct。2026Q1，一线、二线房企减值损失/营业收入分别为 0.33%、0.18%，分别较 2025 年下降 8.6pct、下降 23.2pct。

2025 年，房地产板块减值损失占营业收入比例继续提升，主要源于前期房价调整及项目去化压力影响，部分房企基于审慎原则加大存货跌价及相关资产减值计提。2026Q1，板块减值损失/营业收入较 2025 年明显下降，一方面与房企减值计提多集中于年末有关，另一方面也反映前期风险释放后，当期减值压力阶段性减轻。

*注：减值损失包括资产减值损失、信用减值损失。

图表 5：房地产板块减值损失/营业收入



资料来源：Wind，华源证券研究所

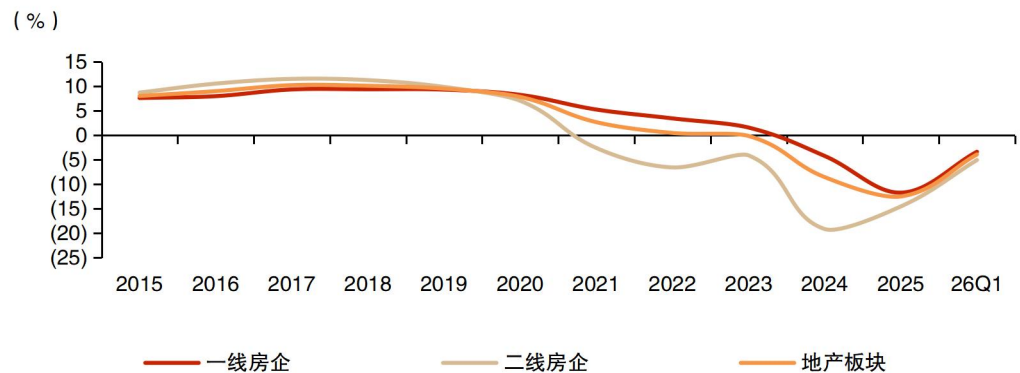
1.6. 归母净利润率：盈利能力仍承压，二线房企拖累相对明显

2025 年，房地产板块归母净利率为-12.5%，较 2024 年下降 3.9pct。2026Q1，房地产板块归母净利率为-3.9%，较 2025 年提升 8.6pct。

分结构来看，2025 年，一线、二线房企归母净利率分别为-11.7%、-14.5%，分别较 2024 年下降 7.5pct、提升 4.6pct。2026Q1，一线、二线房企归母净利率分别为-3.4%、-5.1%，分别较 2025 年提升 8.4pct、9.5pct。

2025 年，房地产板块归母净利率仍为负，且降幅较 2024 年进一步扩大，主要系收入端仍处调整期，叠加费用率及减值比例抬升，对盈利形成持续压制；其中二线房企费用摊薄与减值计提压力相对更高，是板块盈利承压的重要结构性因素。

图表 6：房地产板块归母净利率走势



资料来源：Wind，华源证券研究所

2. 信用端：杠杆水平整体平稳，现金回款压力仍待改善

2025 年，房地产板块资产负债率为 76.0%，较 2024 年基本持平；剔除预收款的资产负债率为 72.5%，较 2024 年提升 1.3pct；净负债率为 98.9%，较 2024 年提升 11.2pct；现金短债比为 0.8 倍，较 2024 年下降 0.1 倍。26Q1，板块资产负债率为 75.7%，较 2025 年下降 0.2pct；剔除预收款的资产负债率为 72.3%，较 2025 年下降 0.2pct；净负债率为 100.7%，较 2025 年提升 1.9pct；现金短债比为 0.7 倍，较 2025 年基本持平。2025 年，房地产板块净负债率有所抬升，主要并非源于有息负债规模扩张，而是受归母净资产下降影响。现金短债比较 2024 年小幅下降，主要源于市场下行导致销售回款走弱、融资端仍偏紧等因素。

2.1. 资产负债率：整体杠杆率保持平稳

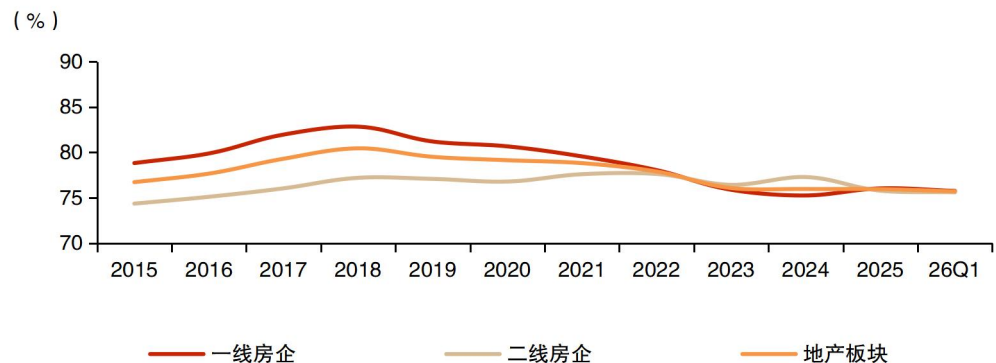
2025 年，房地产板块资产负债率为 76.0%，较 2024 年基本持平。2026Q1，房地产板块资产负债率为 75.7%，较 2025 年下降 0.2pct。

分结构来看，2025 年，一线、二线房企资产负债率分别为 76.0%、75.8%，分别较 2024 年提升 0.8pct、下降 1.5pct。2026Q1，一线、二线房企资产负债率分别为 75.8%、75.6%，分别较 2025 年下降 0.3pct、下降 0.2pct。

2025 年，房地产板块剔除预收款的资产负债率为 72.5%，较 2024 年提升 1.3pct。2026Q1，房地产板块剔除预收款的资产负债率为 72.3%，较 2025 年下降 0.2pct。

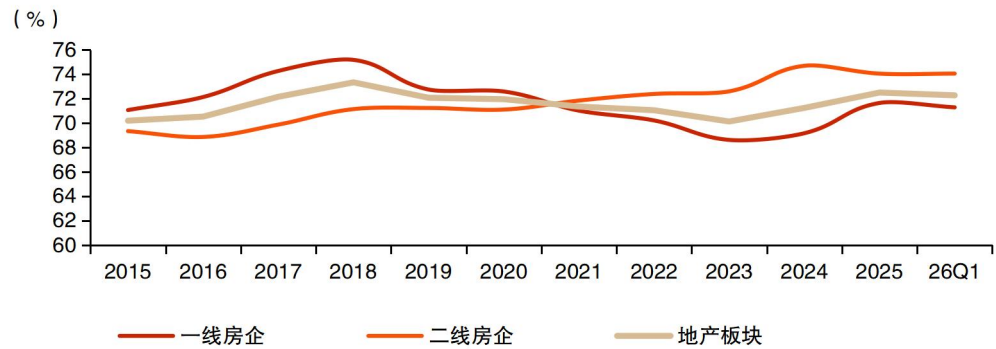
分结构来看，2025 年，一线、二线房企剔除预收款的资产负债率分别为 71.6%、74.0%，分别较 2024 年提升 2.5pct、下降 0.6pct。2026Q1，一线、二线房企剔除预收款的资产负债率分别为 71.3%、74.0%，分别较 2025 年下降 0.4pct、基本持平。

图表 7：房地产板块资产负债率走势



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：房地产板块剔除预收款的资产负债率走势



资料来源：Wind，华源证券研究所

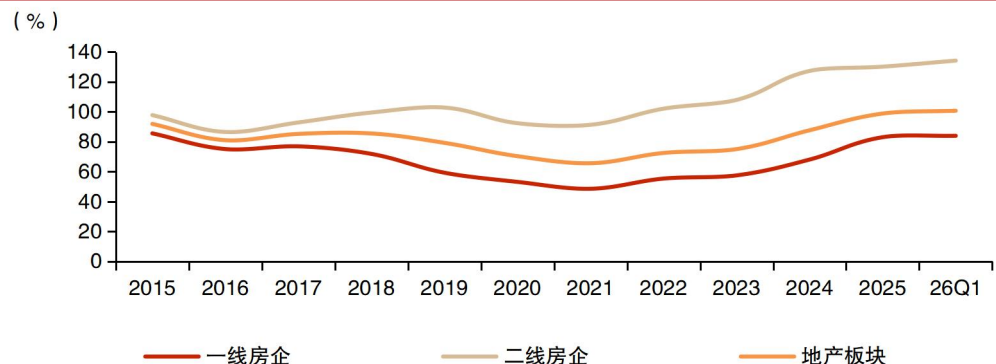
2.2. 净负债率：净负债率继续提升，或源于净资产下降

2025 年，房地产板块净负债率为 98.9%，较 2024 年提升 11.2pct。2026Q1，房地产板块净负债率为 100.7%，较 2025 年提升 1.9pct。

分结构来看，2025 年，一线、二线房企净负债率分别为 83.0%、130.2%，分别较 2024 年提升 14.9pct、提升 2.8pct。2026Q1，一线、二线房企净负债率分别为 84.0%、134.2%，分别较 2025 年提升 0.9pct、提升 4.0pct。

2025 年，房地产板块净负债率有所抬升，主要并非源于有息负债规模扩张，而是受归母净资产下降影响。从债务结构看，2025 年板块长期有息负债、短期有息负债均较 2024 年有所下降，净有息负债规模亦小幅回落，但在盈利承压、归母净资产下降背景下，净负债率被动抬升。

图表 9：房地产板块净负债率走势



资料来源：Wind，华源证券研究所

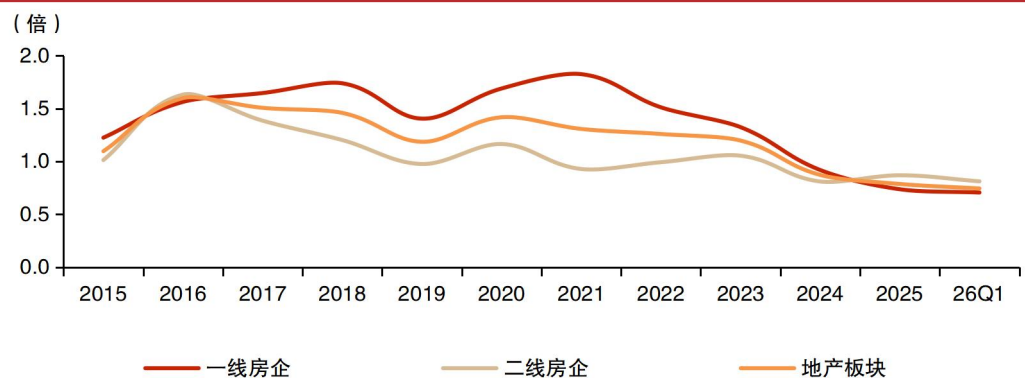
2.3. 现金短债比：现金短债比回落，或源于销售回款走弱

2025 年，房地产板块现金短债比为 0.8 倍，较 2024 年下降 0.1 倍。2026Q1，房地产板块现金短债比为 0.7 倍，较 2025 年基本持平。

分结构来看，2025 年，一线、二线房企现金短债比分别为 0.7 倍、0.9 倍，分别较 2024 年下降 0.2、提升 0.1 倍。2026Q1，一线、二线房企现金短债比分别为 0.7 倍、0.8 倍，分别较 2025 年基本持平、下降 0.1 倍。

2025 年，房地产板块现金短债比较 2024 年小幅下降，主要源于市场下行导致销售回款走弱、融资端仍偏紧等因素，因而货币资金降幅大于短期有息负债降幅，导致现金对短债的覆盖能力有所减弱；2026Q1 现金短债比保持相对稳定。

图表 10：房地产板块现金短债比走势



资料来源：Wind，华源证券研究所

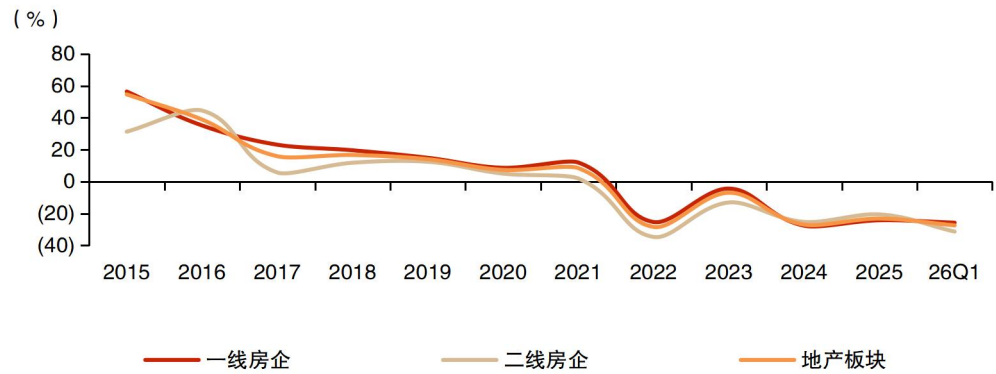
2.4. 销售回款：销售回款继续走弱，源于新房销售市场仍承压

2025 年，房地产板块销售商品、提供劳务收到的现金同比-23.1%，较 2024 年提升 3.8pct；销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入为 70.5%，同比 2024 年下降 3.8pct。2026Q1，房地产板块销售商品、提供劳务收到的现金同比-27.4%，较 2025 年下降 4.2pct；销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入为 66.2%，同比 2025 年下降 4.3pct。

分结构来看，2025 年，一线、二线房企销售商品、提供劳务收到的现金同比分别为-24.2%、-20.5%，分别较 2024 年提升 3.4pct、提升 4.7pct；一线、二线房企销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入分别为 68.5%、75.9%，分别同比 2024 年下降 6.5pct、提升 2.5pct。2026Q1，一线、二线房企销售商品、提供劳务收到的现金同比分别为-25.7%、-31.3%，分别较 2025 年下降 1.5pct、下降 10.8pct；一线、二线房企销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入分别为 69.7%、58.9%，分别同比 2025 年提升 1.2pct、下降 17.1pct。

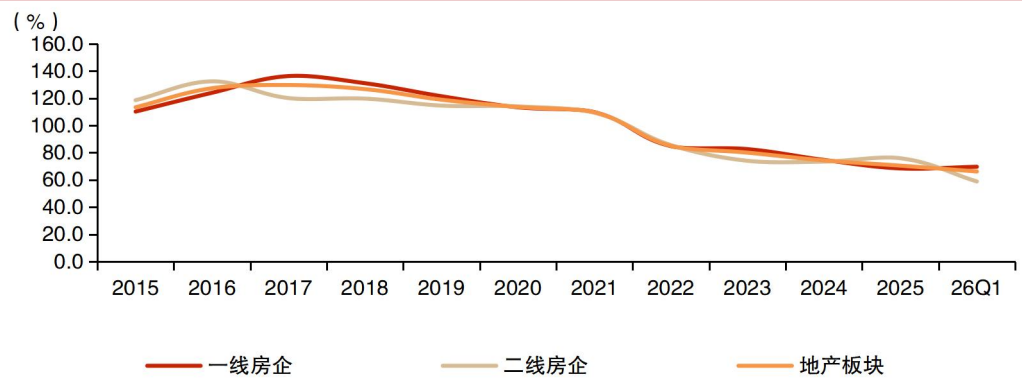
2025 年，房地产板块销售回款同比增速仍为负，但较 2024 年有所改善，反映回款降幅边际收窄；但销售回款/营业收入较 2024 年下降，主要系销售回款降幅仍大于收入降幅，回款对收入的覆盖能力有所减弱。

图表 11：板块销售商品、提供劳务收到的现金同比增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 12：板块销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入



资料来源：Wind，华源证券研究所

3. 投资分析意见

我们认为，2026 年，三大趋势值得期待：1）房地产调整有望进入尾声：复盘全球主要经济体房地产危机，平均跌幅 35%，平均调整时间 6 年，当前我国实际房价调整的长度与深度均已相对充分。2）“好房子”结构性机会：我国房地产市场进入结构分化阶段，中央层面高频提及建设好房子，在政策导向和供需结构变化的契机之下，高品质住宅或将迎来发展浪潮。3）香港楼市复苏延续：多重利好因素的共同推动下，香港私人住宅市场情绪已逐步修复，我们认为港资发展商有望迎来新一轮价值重估。我们维持房地产“看好”评级，建议关注：1）港资发展商：新鸿基地产、恒基地产、新世界发展、嘉里建设、信和置业；2）地产开发：华润置地、招商蛇口、建发国际集团；3）地产转型：西藏城投；4）二手房中介：贝壳；5）物管企业：招商积余、华润万象生活。

4. 风险提示

- 1) 房地产量价超预期下行，房企销售回款进一步下行，导致经营现金流走弱；
- 2) 房地产融资资金趋紧，房企受限资金占比提升，导致房企资金端进一步承压；
- 3) 房地产政策不及预期，城市更新及房地产收储政策推进不及预期等。

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 股市场基准为沪深 300 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。