仅供内部参考，请勿外传

非银金融 | 证券 II

金融|公司专题报告

2026 年 09 月 07 日

广发证券(000776.SZ)

——从海外资管经验看公募股权价值重估

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

陆韵婷

SAC：S1350525050002

luyunting@huayuanstock.com

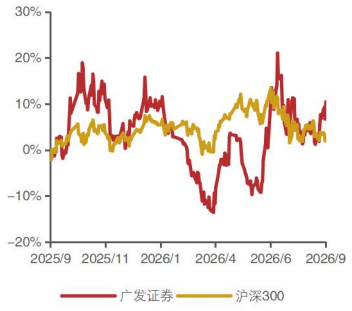
沈晨

SAC：S1350525090002

shenchen@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 09 月 03 日
收盘价（元）	22.15
一年内最高/最低（元）	25.43/17.66
总市值（百万元）	173,320.33
流通市值（百万元）	173,320.33
总股本（百万股）	7,824.85
资产负债率（%）	84.59
每股净资产（元/股）	17.66

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **当前市场通常以传统券商 PB 框架评价广发证券，但其旗下广发基金和参股的易方达基金作为国内头部公募基金，具备轻资本、高盈利性和长期成长属性；若参考海外资管公司估值体系，广发证券存在从纯券商向综合金融平台重估的空间。**

- **资管行业长期扩容和头部集中趋势明确，易方达和广发基金有望持续受益。**美国资管行业过去 20 年实现长期增长，2000-2025 年美国注册投资公司总规模由约 7.3 万亿美元增至 45.1 万亿美元，CAGR 约 7.6%；与此同时，行业集中度明显提升，2005-2023 年 CR5 由 35%升至 56%。国内公募基金仍处于较快发展阶段，2020-2025 年行业资产净值 CAGR 达 13.2%，2021-2025 年公募基金 CR5 由 28.0%升至 40.1%。参考美国经验，我们认为指数化、降费和规模效应将推动行业份额进一步向头部集中，非货基规模位居行业前三的易方达和广发基金有望持续获取增量份额。

- **海外头部资管凭借高盈利、稳定现金流和高股东回报获得较高估值，国内头部公募具备较强可比性。**2015-2025 年，三家美国头部上市资管公司 BlackRock、Invesco 和 T. Rowe Price 的平均 PE 分别约 21、13、14 倍。我们认为，海外资管机构可以获得较高估值的原因在于资管业务【高盈利、稳定现金流、高股东回报】的三大属性。对比来看，2015-2025 年易方达基金、广发基金营业收入 CAGR 分别达 12.6%、11.3%，高于三家海外可比公司；2016-2025 年平均净利润率分别达 29.4%、28.7%，与海外头部资管接近。我们认为，易方达基金和广发基金兼具较强成长性和盈利能力，具备参考海外资管公司采用 PE 估值的基础。

- **关于被动化投资趋势加深带来的行业长期费率下行的影响，我们认为，这或许不会改变头部公募长期盈利逻辑，规模优势的重要性反而进一步提升。**长期来看，被动化仍可能压低行业综合费率，但其本质是降低单位 AUM 盈利能力，而非改变头部资管公司的盈利模式。美国过去二十年在指数化率提升、费率持续下降的同时，行业 AUM 和头部机构利润仍实现长期增长；对于易方达和广发基金而言，领先的管理规模、品牌、投研、渠道及产品布局有望通过 AUM 增长、份额提升和成本摊薄较大程度抵消费率下行影响，盈利能力仍具较强韧性。

- **盈利预测与评级：分部估值有望重估广发证券持有的优质公募资产，维持“买入”评级。**我们认为，市场通常主要以传统券商 PB 框架评价广发证券，但其持有的易方达基金和广发基金均为国内头部公募，商业模式和估值体系与传统证券业务存在明显差异，更适合采用 PE 进行独立估值。预计 2026 年两家公募基金合计贡献广发证券归母净利润约 37 亿元，给予 15 倍 PE；预计 2026 年末剔除相关公募资产后的剩余净资产约 1757 亿元，给予 1 倍 PB。广发证券的大资管护城河持续巩固，财富管理转型成果兑现，我们看好公司收费类业务的领先优势，维持“买入”评级。

- **风险提示。权益市场大幅波动，资本市场改革进度不及预期，宏观经济波动风险，**

跨市场选择可比公司的风险

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	26,422	35,493	47,545	52,543	55,849
同比增长率（%）	17%	34%	34%	11%	6%
归母净利润（百万元）	9,637	13,702	20,624	24,858	27,500
同比增长率（%）	38%	42%	51%	21%	11%
每股收益（元/股）	1.15	1.68	2.51	3.03	3.37
ROE（%）	7.5%	10.2%	14.0%	14.7%	14.3%
市盈率（P/E）	19.3	13.2	8.8	7.3	6.6

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

仅供内部参考，请勿外传

投资案件

投资评级与估值

我们认为，市场通常主要以传统券商 PB 框架评价广发证券，但其持有的易方达基金和广发基金均为国内头部公募，商业模式和估值体系与传统证券业务存在明显差异，更适合采用 PE 进行独立估值。预计 2026 年两家公募基金合计贡献广发证券归母净利润约 37 亿元，给予 15 倍 PE；预计 2026 年末剔除相关公募资产后的剩余净资产约 1757 亿元，给予 1 倍 PB，维持“买入”评级。

关键假设

假设 2026 年权益市场保持较高活跃度，预计易方达基金和广发基金净利润同比增长 55%，给予广发证券公募业务 15 倍 PE、其余证券业务 1 倍 PB。

投资逻辑要点

我们认为，广发证券当前仍主要以传统券商 PB 框架定价，但其持有的易方达基金、广发基金均为国内头部公募，具备轻资本、高盈利和长期成长属性。两家基金的成长性和盈利能力与海外头部资管公司可比性较强，具备独立 PE 估值基础，维持“买入”评级。

核心风险提示

权益市场大幅波动，资本市场改革进度不及预期，宏观经济波动风险，跨市场选择可比公司的风险

内容目录

1. 资管行业长期扩容，头部集中趋势明确 6
2. 基于高盈利、现金流和高分红特性，海外头部资管获得较高估值 8
2.1. 海外头部资管公司：高盈利、现金流稳定、高股东回报 8
2.2. 易方达和广发基金：头部地位稳固，盈利能力与海外相近 10
2.3. 被动化趋势：对头部公募盈利能力影响有限 11
3. 盈利预测与评级 12
4. 风险提示 13

图表目录

图表 1： 美国资管行业规模长期增长（十亿美元，%）.....6
图表 2： 2005-2023 年美国资管市场集中度变化情况.....6
图表 3： 美国主动资管市场格局（%）.....7
图表 4： 美国被动资管市场格局（%）.....7
图表 5： 中国公募基金资产净值快速增长（亿元，%）.....7
图表 6： 国内股票和混合型基金市场的行业格局（%）.....7
图表 7： 国内股票和混合型基金市场的行业格局（%）.....8
图表 8： 指数型基金规模占比呈上升趋势（%）.....8
图表 9： 美股头部上市资管公司 PE（TTM）保持较高水平.....8
图表 10： 2026 年以来美股头部上市资管公司和纳斯达克指数的涨幅表现（%）.....8
图表 11： 资管行业经营利润率韧性较强，且在市场行情好的时候改善明显（%）.....9
图表 12： BlackRock 的经营性净现金流在大多年份均实现同比正增长（百万美元）.....9
图表 13： 受市场行情波动影响较小，BlackRock 资金净流入长期为正.....9
图表 14： BlackRock 具有很强的现金流回报能力（十亿美元，%）.....10
图表 15： 易方达和广发基金的净利润率水平相比海外资管公司也处于较高水平（%）11
图表 16： 2015-2025 年易方达基金营业收入和净利润变化情况（万元，%）.....11
图表 17： 2015-2025 年广发基金营业收入和净利润变化情况（万元，%）.....11
图表 18： 公募基金业务可比公司估值表.....12
图表 19： 其他业务可比公司估值表.....13

1. 资管行业长期扩容，头部集中趋势明确

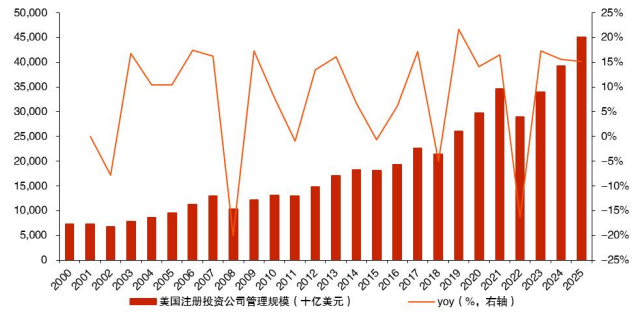
海外经验表明，资管行业长期具备规模扩张与头部集中两大特征。国内公募仍处于扩容阶段，行业集中度近年来已有明显提升，易方达基金和广发基金凭借领先的规模、品牌、渠道和产品布局，有望持续享受行业增长红利。

美国资管行业在过去 20 年实现长期增长。根据 ICI 数据，美国注册投资公司总规模由 2000 年的约 7.3 万亿美元增长至 2025 年的 45.1 万亿美元，期间 CAGR 约为 7.6%。其中，除 2008 年金融危机和 2022 年市场调整导致阶段性回落外，行业大部分年份规模基本保持增长趋势。

在行业规模扩张的同时，美国资管市场份额持续向头部机构集中。2005–2023 年，美国资管行业 CR5 由 35%提升 21pct 至 56%，截至 2025 年 8 月 31 日，CR4 已达到约 58%。我们认为，头部集中趋势背后反映的是资管行业不断强化的规模经济：随着管理规模扩大，头部机构可以更有效地摊薄投研、系统、合规和运营等固定成本，并依托品牌、渠道和产品体系优势持续获取资金流入。

指数化投资的发展进一步强化了资管行业的规模优势。过去二十年，美国资管行业由主动管理加速向指数化投资迁移。2005 年，美国指数型产品规模仅约 0.87 万亿美元，至 2025 年，指数型产品规模已经达到 19.3 万亿美元，超过主动产品规模。从市场格局来看，被动资管市场的集中度明显高于主动资管市场，截至 2025 年 8 月，美国被动资管市场 CR5 达 89%，远高于主动资管市场 47%的 CR5 水平。

图表 1：美国资管行业规模长期增长（十亿美元，%）



资料来源：ICI，华源证券研究所

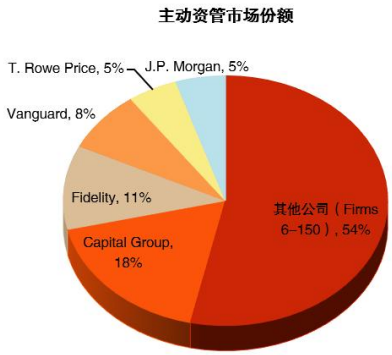
图表 2：2005-2023 年美国资管市场集中度变化情况

Grouping	2005	2016	2023
5 Largest Fund Families	35%	45%	56%
10 Largest Fund Families	48%	55%	~65%
Firms Ranked 11-25	21%	~18%	~14%

资料来源：ICI，华源证券研究所

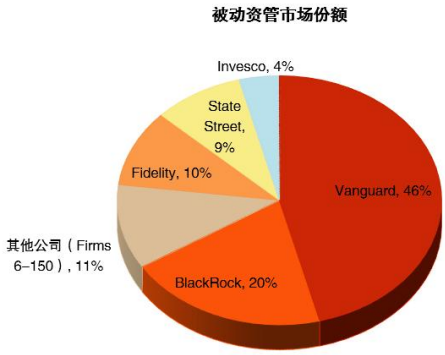
仅供内部参考，请勿外传

图表 3：美国主动资管市场格局（%）



资料来源：Morningstar，华源证券研究所
备注：数据截至 2025 年 8 月

图表 4：美国被动资管市场格局（%）



资料来源：Morningstar，华源证券研究所
备注：数据截至 2025 年 8 月

中国公募基金市场发展迅速。2000–2025 年，中国公募基金资产净值实现了 27.5%的 CAGR，初期由于基数较低发展速度较快，近五年（2020–2025 年）CAGR 为 13.2%，高于美国市场同期增速。

国内公募基金行业集中度近年来已明显提升，规模优势的重要性逐步增强。以管理费率较高的股票和混合型基金管理规模计算，2021–2025 年，国内公募基金 CR5 由 28.0%提升至 40.1%，接近美国基金行业 2005 年前后集中度水平。我们认为，随着行业被动化趋势加深、产品体系不断丰富以及运营和渠道能力的重要性提升，具备规模、品牌、投研及渠道优势的头部基金公司有望持续获取增量份额。

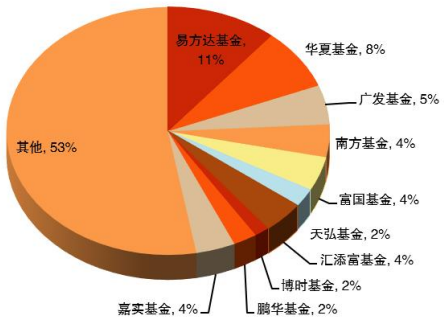
并且，指数化加速有望进一步强化头部集中趋势。2021–2025 年，国内指数型基金规模占非货基规模的比例由 13.3%提升至 32.3%。随着 ETF 市场持续扩容和长期资金加快入市，被动产品有望成为公募基金行业的重要增长方向。考虑到被动产品更加依赖规模、产品布局和运营效率，行业竞争或进一步向规模化和平台化方向演进。

图表 5：中国公募基金资产净值快速增长（亿元，%）



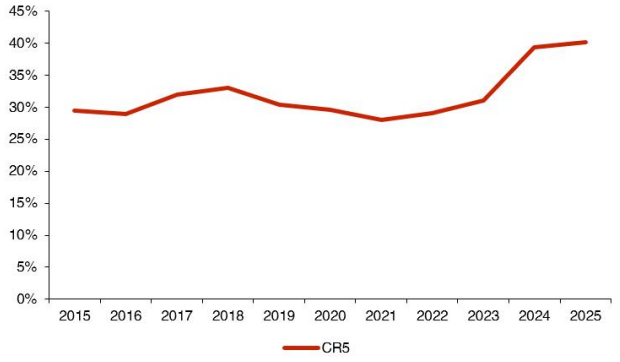
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 6：国内股票和混合型基金市场的行业格局（%）



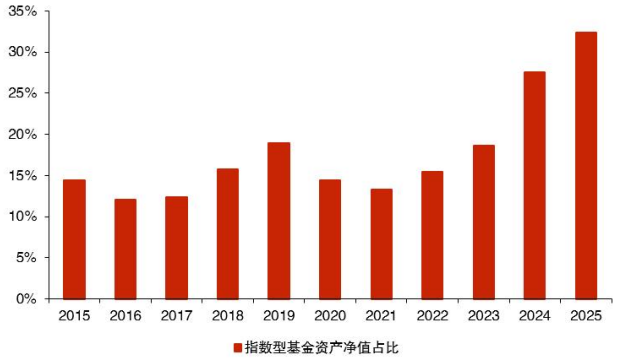
资料来源：wind，华源证券研究所
备注：数据截至 2026/6/30

图表 7：国内股票和混合型基金市场的行业格局（%）



资料来源：wind，华源证券研究所
备注：CR5 的计算口径为年末股票型和混合型基金资产净值最高的 5 家公募基金在行业股票型和混合型基金资产净值中的占比

图表 8：指数型基金规模占比呈上升趋势（%）



资料来源：wind，华源证券研究所

2. 基于高盈利、现金流和高分红特性，海外头部资管获得较高估值

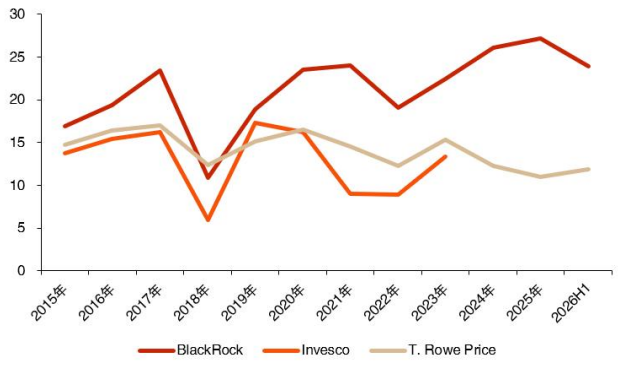
本节我们以美股三家上市资管公司为案例，选取被动资管行业排名前 5 的 BlackRock、Invesco 和主动资管行业排名前 5 的 T. Rowe Price（排名截至 2025 年 8 月数据），探讨海外资管公司获得较高估值的原因。

2.1. 海外头部资管公司：高盈利、现金流稳定、高股东回报

海外头部资管公司长期享受估值溢价。BlackRock、Invesco、T. Rowe Price 于 2015-2026H1 的 PE（TTM）均值分别达到了 21、13、14 倍，且在 2018 年、2022 年美股三大指数当年度涨跌幅为负时，BlackRock 和 T. Rowe Price 的 PE 仍达到 10 倍以上。

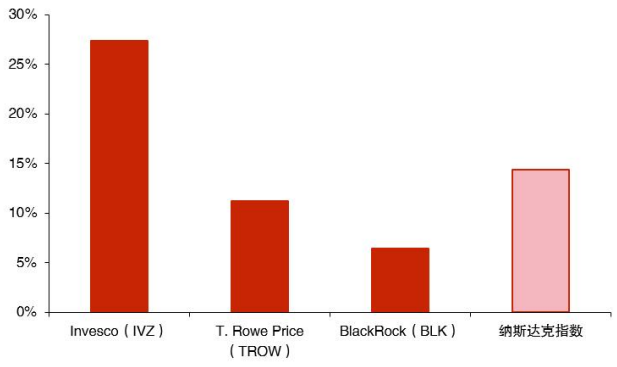
在本轮由科技股和 AI 产业趋势驱动的美股上涨行情中，部分美国上市资管公司也取得超额收益。2026 年以来，纳斯达克指数上涨 14.4%，而代表性上市资管公司中，Invesco、T. Rowe Price、BlackRock 分别上涨 27.4%、11.2%、6.4%（数据截至 2026/9/3）。

图表 9：美股头部上市资管公司 PE（TTM）保持较高水平



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 10：2026 年以来美股头部上市资管公司和纳斯达克指数的涨幅表现（%）



资料来源：wind，华源证券研究所
备注：涨跌幅计算截至 2026/9/3 收盘价

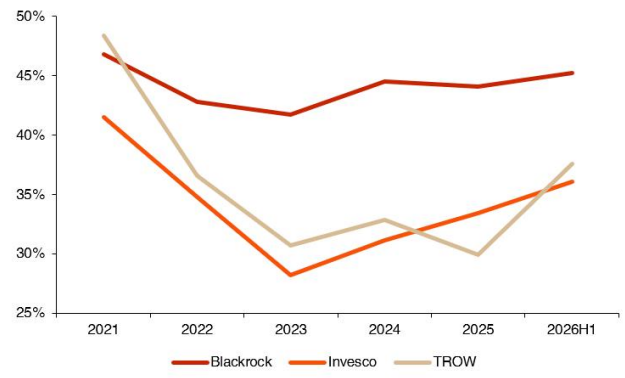
我们认为，海外资管行业可以获得较高估值的原因主要有三点：高盈利能力、现金流稳定以及较高的分红水平。

1、与券商业务不同的是，资管业务属于轻资本业务，天然具备更高的盈利性。2021-2025 年，BlackRock、Invesco 和 T. Rowe Price 的营运利润率均值分别为 44.0%、33.8%、35.7%，并且 2026 年以来受益于权益市场行情，上半年的营运利润率分别提升到 45.2%、36.0%、37.6%。

2、资管有较多存量业务，即使在行情不佳的情况下依然有较为稳定的管理费收入，在市场行情较好时则有更多的资金净流入，具有“弱周期、高弹性”的盈利模式。2015 年以来，BlackRock 的经营性净现金流呈现增长态势，即使在 2018、2022 年市场行情不佳时依旧保持正向现金净流入。

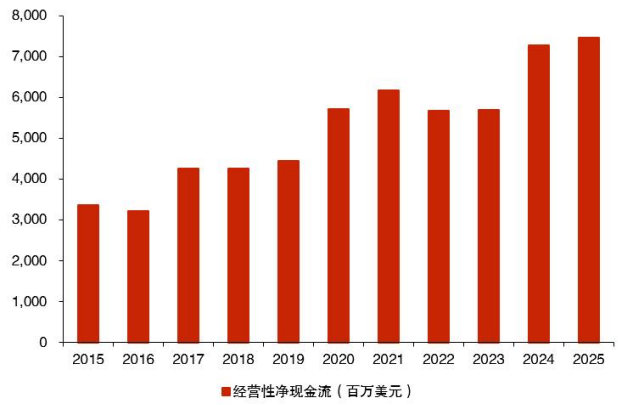
3、由于自由现金流水平较高，资管行业通常可以给予较多的股东回馈。2020-2025 年，BlackRock 的现金分红+回购口径的整体分红率分别为 76%、63%、94%、82%、74%、95%。

图表 11：资管行业经营利润率韧性较强，且在市场行情好的时候改善明显（%）



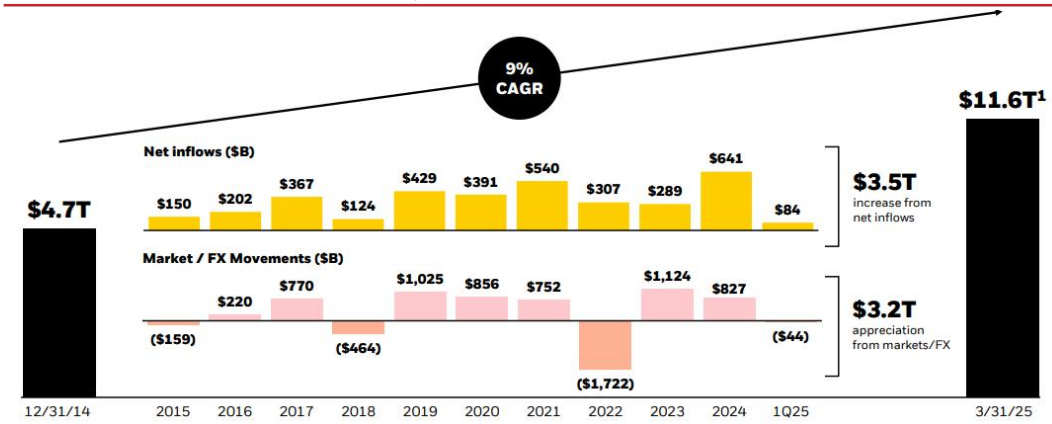
资料来源：各公司官网，华源证券研究所
备注：经营利润率为调整后口径

图表 12：BlackRock 的经营性净现金流在大多年份均实现同比正增长（百万美元）



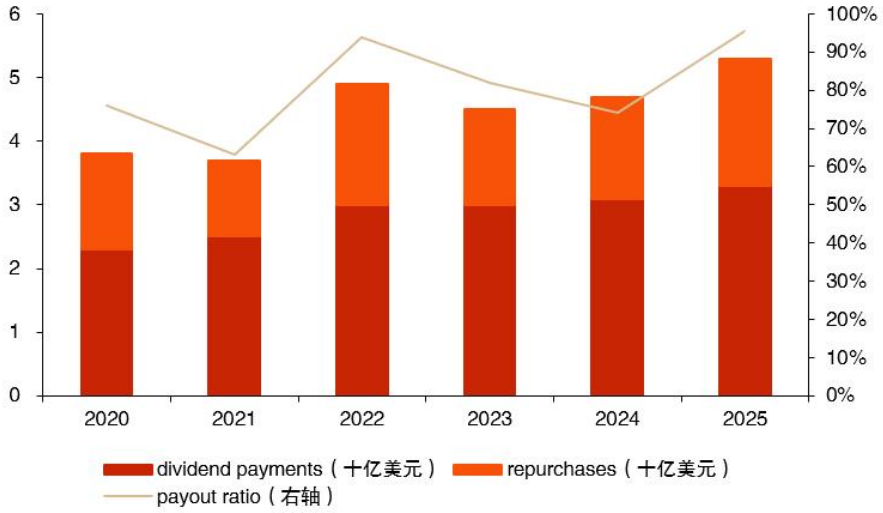
资料来源：BlackRock 官网，华源证券研究所

图表 13：受市场行情波动影响较小，BlackRock 资金净流入长期为正



资料来源：BlackRock 官网，华源证券研究所

图表 14：BlackRock 具有很强的现金流回报能力（十亿美元，%）



资料来源：BlackRock 官网，华源证券研究所

2.2. 易方达和广发基金：头部地位稳固，盈利能力与海外相近

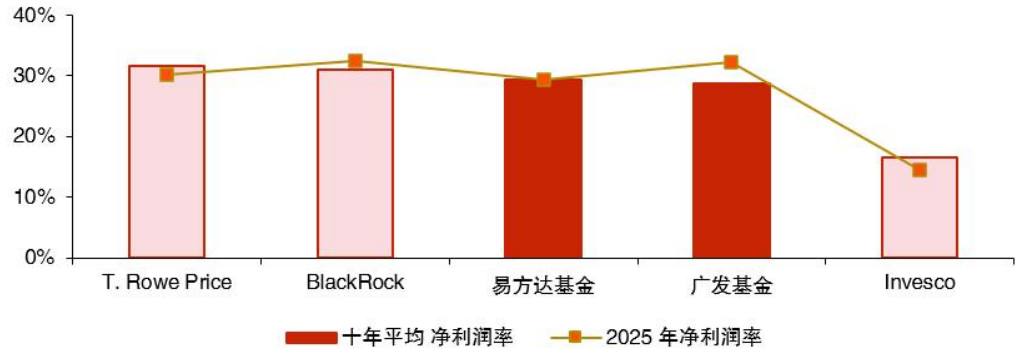
易方达基金和广发基金为国内公募基金的头部，非货基规模近五年位列行业前三。以非货基管理规模来看，易方达基金自 2015 年以来持续保持行业第 1，广发基金自 2015 年的第 11 位提升，自 2021 年开始持续保持行业第 3 名的位置。

从财务数据来看，易方达基金和广发基金的营收 CAGR 高于部分海外头部资管公司。2015–2025 年，BlackRock、Invesco、T. Rowe Price 的营业总收入 CAGR 分别为 7.8%、2.2%、5.7%。而易方达基金和广发基金的营业总收入在 2015–2025 年分别实现 12.56%、11.32%的 CAGR。

从盈利能力来看，国内头部公募同样具备明显的轻资本、高盈利特征。2016–2025 年，易方达基金和广发基金净利润率均值分别达到 29.4%和 28.7%。尽管 2022 年以来受权益市场波动及行业降费影响，净利润率阶段性回落，但仍长期维持较高水平，体现出较强的盈利韧性；2025 年下半年以来，国内股票和混合型新发基金份额开始底部回升，两家公司的净利润率分别恢复至 29.3%和 32.2%，盈利弹性亦较强。横向对比来看，易方达基金和广发基金的净利润率都与海外头部资管公司的水平非常接近。

仅供内部参考，请勿外传

图表 15：易方达和广发基金的净利润率水平相比海外资管公司也处于较高水平（%）



资料来源：各公司官网，ifind，华源证券研究所
备注：海外资管公司的净利润率采用的是经调整归母净利润计算口径；十年平均净利润率为 2016-2025 年的净利润率平均值

图表 16：2015-2025 年易方达基金营业收入和净利润变化情况（万元，%）



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 17：2015-2025 年广发基金营业收入和净利润变化情况（万元，%）



资料来源：ifind，华源证券研究所

2.3. 被动化趋势：对头部公募盈利能力影响有限

短期来看，国内公募基金三阶段费率改革均已落地，监管降费对盈利的影响已经逐渐消除。2025 年 12 月，证监会正式发布《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》，自 2026 年 1 月 1 日起实施，标志着公募基金三阶段费率改革全面落地，短期来看监管强制降费的影响或已消除。

长期来看，被动化投资趋势加深或仍可能推动行业综合费率继续下行，但降费本质上降低的是单位 AUM 盈利能力，并未改变头部资管公司的长期盈利模式。美国过去二十年同样经历指数化率持续提升和管理费率长期下降，但行业 AUM 和头部机构利润仍实现长期增长。

我们认为，费率下降实际上进一步强化了资管行业的规模效应：在单位 AUM 收入下降后，管理规模、成本摊薄能力及持续获取资金流入的能力变得更加重要，行业份额因此更容易向头部机构集中。因此，降费背景下我们更看重头部基金公司的规模优势，易方达基金和广发基金非货基规模近五年来位居国内公募行业前三，具备较强的品牌、渠道、投研及产品

布局优势，在行业规模持续增长、指数化深化和集中度提升过程中，有望通过 AUM 增长及市场份额提升抵消费率下降的影响，并实现稳定现金流和长期增长。

3. 盈利预测与评级

我们认为，广发证券更适用于分部估值，分部估值能够更充分体现其参控股的两家公募基金股权的价值。广发基金、易方达基金作为轻资本、高盈利的头部资管机构，长期净利润率保持较高水平，且具备行业扩容和集中度提升带来的成长空间，更适合参考海外上市资管公司采用 PE 估值；传统证券业务资本占用较高，盈利与市场环境相关性较强，更适合采用 PB 估值。

1）公募基金业务：

2025 年易方达和广发基金合计贡献广发证券归母净利润 23.63 亿元，考虑到今年权益市场行情较好，公募基金管理规模有望得到资金净流入+股票市值增长双重贡献，且 2026 年开始费率或维持平稳。广发基金、易方达基金 2026H1 分别实现净利润 24.59、23.33 亿元，同比分别+108%、+24%，我们预计 2026 年易方达基金和广发基金贡献归母净利润同比增长 55%，合计达约 102 亿元净利润，对应贡献归母净利润约 37 亿元。

我们采取 PE 估值，参考美国上市资管公司估值，头部资管公司的 PE 在 2015-2025 年期间可达 10-30 倍；考虑易方达基金和广发基金的头部地位，我们给予广发证券公募基金业务 15 倍 PE 估值，对应市值 549 亿元。

2）其他业务：

我们预计 2026 年末公司归母净资产将达 1895 亿元，若假设广发基金 2026 年净资产同比增长 15%，假设公司对易方达基金长期股权投资的账面价值同比增长 5%，预计 2026 年末剩余净资产规模为 1757 亿元。我们采取 PB 估值，参考可比公司估值，给予公司剩余业务 1 倍 PB 估值，对应 1757 亿元市值。

广发证券的大资管护城河持续巩固，财富管理转型成果兑现，我们看好公司收费类业务的领先优势，维持广发证券“买入”评级。

图表 18：公募基金业务可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 2026-9-3	2015-2025 年 PE 均值	当前 PE
BLK.N	BlackRock	1126.15	21.07	26.5
TROW.O	T. Rowe Price	110.88	14.32	10.9
IVZ.N	Invesco	32.71	13.36	-

资料来源：wind，华源证券研究所
注：收盘价为美元；Invesco 当前 PE TTM 为负，主要受 2025Q4 约 18 亿美元非现金无形资产减值影响，表格中不显示数值

图表 19：其他业务可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	BPS			PB		
		2026-9-3	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
600030.SH	中信证券	27.86	20.01	21.64	23.42	1.39	1.29	1.19
601688.SH	华泰证券	19.50	21.85	23.70	25.69	0.89	0.82	0.76
601995.SH	中金公司	33.68	26.39	28.47	30.64	1.28	1.18	1.10
601211.SH	国泰海通	17.69	19.92	21.45	23.14	0.89	0.82	0.76
	平均					1.11	1.03	0.95

资料来源：wind，华源证券研究所
注：收盘价为元，BPS 单位为元/股，可比公司的盈利预测来自 wind 一致预期

4. 风险提示

权益市场大幅波动：公司经纪、两融、自营投资及公募基金等业务均与资本市场表现相关，若权益市场出现大幅调整，可能导致交易活跃度下降、投资收益承压，并通过基金净值下跌和申赎变化影响广发基金、易方达基金的管理规模及收入，对公司整体业绩形成压力。

资本市场改革进度不及预期：公司财富管理、投行业务及公募基金业务的发展受资本市场制度改革和中长期资金入市进程影响较大。若相关改革推进速度低于预期，或市场活跃度和居民权益资产配置提升幅度有限，可能影响公司各项业务规模扩张及估值修复进程。

宏观经济波动风险：若宏观经济增长低于预期，居民风险偏好下降可能影响证券交易、基金申购及财富管理需求，对公司各项业务可能会产生不利影响。

跨市场选择可比公司的风险：由于不同市场在监管环境、会计口径、业务结构、流动性偏好上存在差异，估值标准或存在差异。

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	195735	240460	270184	290021
其中：客户资金存款	170268	212446	239368	256124
结算备付金	49870	107174	104104	111847
其中：客户备付金	39112	93726	88908	95132
融出资金	144024	154723	160538	166524
金融投资	483335	576852	607911	631819
其中：交易性金融资产	362400	471119	494675	509516
债权投资	1	5	10	10
其他债权投资	90424	61488	64563	67791
其他权益工具投资	30510	44239	48663	54503
其他资产	102521	149779	199519	246532
总资产	975484	1228987	1342256	1446743
代理买卖证券款	227639	312421	341954	365891
卖出回购金融资产款	193579	212937	223584	234763
应付债券	138511	177295	195024	210626
其他负债	253297	329286	362215	391192
负债合计	813026	1031939	1122777	1202472
归属于母公司所有者权益合计	156111	189470	211037	234876
少数股东权益	6346	7579	8441	9395

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	35493	47545	52543	55849
手续费及佣金净收入	18869	23506	25557	27397
经纪业务手续费净收入	9597	12107	13232	13913
投资银行业务手续费净收入	884	1017	1139	1196
资产管理和基金管理业务手续费净收入	7703	9629	10373	11410
其他	685	753	813	878
利息净收入	2225	1876	1955	1874
利息收入	12256	12434	12953	13171
减：利息支出	10032	10558	10998	11297
投资净收益+公允价值变动损益	8421	23063	25204	26328
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	1391	1808	2025	2228
汇兑净收益	-68	-1200	-500	-100
其他收益	520	100	109	117
其他业务收益	169	200	217	233
资产处置收益	9	0	0	0
营业支出	16700	19929	20435	21146
营业利润	18793	27616	32108	34703
利润总额	17973	27562	32048	34640
减：所得税	3021	4961	4807	4503
净利润	14952	22601	27241	30136
减：少数股东损益	1251	1977	2383	2637
归属于母公司所有者的净利润	13702	20624	24858	27500

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测



仅供内部参考，请勿外传

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）。