

1-3 月百强全口径销售额同比-7%，销售面积同比-19%

——百强房企销售跟踪（2025 年 3 月）

要点

1-3 月百强房企全口径销售额同比-7.3%，较 1-2 月同比降幅扩大 4.2pct。

1) 2025 年 3 月，TOP10 房企的全口径销售金额、权益销售金额、全口径销售面积分别为 1,771 亿元、1,253 亿元、766 万平，同比分别为-15.6%、-18.1%、-28.5%，环比分别为+78.0%、+73.6%、+62.7%。

2) 2025 年 1-3 月，TOP10 房企的全口径销售金额、权益销售金额、全口径销售面积分别为 3,779 亿元、2,727 亿元、1,756 万平，同比分别为-8.4%、-6.9%、-23.8%，累计同比较 1-2 月变化-7.5pct、-12.2pct、-4.0pct。

3) 2025 年 3 月，TOP100 房企的全口径销售金额、权益销售金额、全口径销售面积分别为 3,445 亿元、2,540 亿元、1,641 万平，同比分别为-12.1%、-11.0%、-23.7%，环比分别为+73.9%、+78.0%、+53.2%。

4) 2025 年 1-3 月，TOP100 房企的累计全口径销售金额、权益销售金额、全口径销售面积分别为 7,847 亿元、5,767 亿元、3,931 万平，同比分别为-7.3%、-5.0%、-19.2%，累计同比较 1-2 月变化-4.2pct、-5.2pct、-3.6pct。

5) 2025 年 1-2 月，TOP10/20/50/100 房企的销售金额（权益销售金额口径）集中度分别为 14.4%、19.8%、26.2%、31.5%，同比提升 1.1pct、1.0pct、0.4pct、1.0pct，环比下降 0.8pct、0.3pct、0.7pct、0.4pct。

6) 2025 年 3 月，TOP50 房企中的 48 家房企（2 家由于历史数据不足未纳入统计，下同）全口径销售金额同比平均值为+35.5%，中位数为+1.4%；1-3 月，TOP50 房企中的 48 家房企全口径销售金额同比平均值为+11.7%，中位数为+0.5%。

7) 2025 年 3 月，20 家主流房企全口径销售金额单月同比为正的有 8 家，当月同比表现较好的有：中建壹品（全口径销售金额同比+458%，权益销售金额同比+781%）、越秀地产（全口径销售金额同比+58%，权益销售金额同比+58%）、华发股份（全口径销售金额同比+29%，权益销售金额同比+16%）。

投资建议：回顾 2024 年，房地产行业优化政策密集出台。4 月政治局会议提出“研究消化存量房产”；5 月提出 3000 亿元保障性住房再贷款，取消按揭贷款利率下限；9 月政治局会议提出“促进房地产市场止跌回稳”，统一下调按揭首付比例最低至 15%，地方政府“因城施策”差异化调整本地首付比例和按揭利率；10 月提出支持专项债收购存量土地、收购存量商品房用于保障房，通过货币化安置新增 100 万套城中村及危旧房改造；11 月继续优化房地产有关税收政策，12 月中央经济工作会议提出大力实施城市更新；得益于“一揽子政策组合”的精准发力，2024 年四季度房地产市场热度明显提升。展望 2025 年，随着前期政策的持续落地，地方政府楼市调控自主性提升，区域分化和城市分化进一步加深，部分高能级城市将逐步实现“止跌回稳”。

建议关注两条主线：1) 看好具备片区综合开发能力，积极参与城中村改造和城市更新，产品美誉度较高，销售排名持续提升的稳健龙头房企，建议关注中国海外发展、招商蛇口、保利发展、中国金茂、绿城中国、越秀地产、滨江集团、华发股份；2) 消费类商业公募 REIT 积极推进，看好先发布局多元赛道，存量商业地产资源丰富，具备商业运营品牌核心竞争力的房企，建议关注华润置地、龙湖集团、新城控股。

风险分析：房地产行业宽松政策推进不及预期风险，房地产市场需求不及预期风险，房地产企业项目竣工不及预期风险，房地产企业多元化业务经营不佳风险等。

房地产（地产开发）
增持（维持）

作者

分析师：何缅甸

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebscn.com

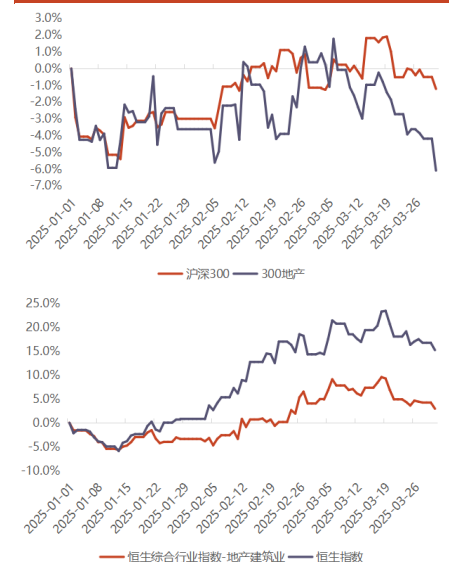
分析师：韦勇强

执业证书编号：S0930524070010

021-52523810

weiyongqiang@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

20250304 1-2 月百强权益销售金额基本持平，销售面积收缩明显——百强房企销售跟踪（2025 年 1 月）

20250206 开年楼市销售表现平稳，1 月百强房企权益销售金额同比-1%——百强房企销售跟踪（2025 年 1 月）

1、百强房企 1-3 月全口径销售金额累计同比-7.3%，较 1-2 月同比降幅有所扩大

1.1 TOP10/20/50/100 房企的整体销售情况

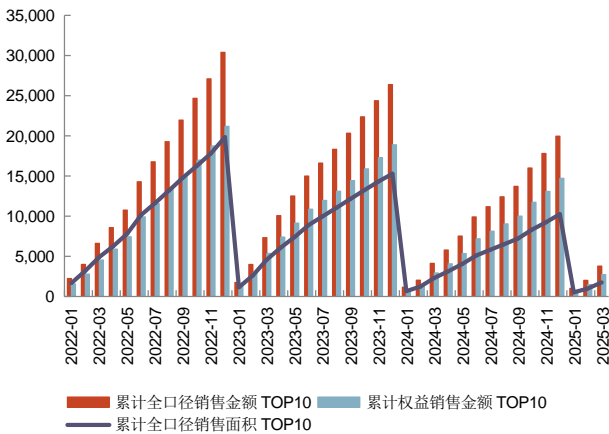
根据克而瑞数据中心发布的数据统计：

►TOP10 房企

2025 年 3 月，TOP10 房企的全口径销售金额、权益销售金额、全口径销售面积分别为 1,771 亿元、1,253 亿元、766 万平，同比分别为-15.6%、-18.1%、-28.5%，环比分别为+78.0%、+73.6%、+62.7%。

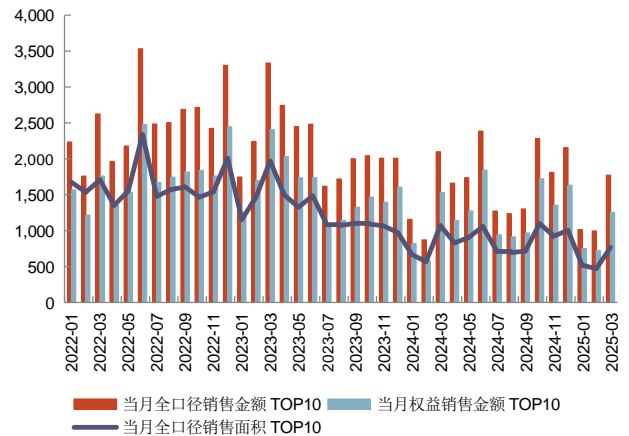
2025 年 1-3 月，TOP10 房企的全口径销售金额、权益销售金额、全口径销售面积分别为 3,779 亿元、2,727 亿元、1,756 万平，同比分别为-8.4%、-6.9%、-23.8%，累计同比较 1-2 月变化-7.5pct、-12.2pct、-4.0pct。

图 1：TOP10 房企累计销售规模



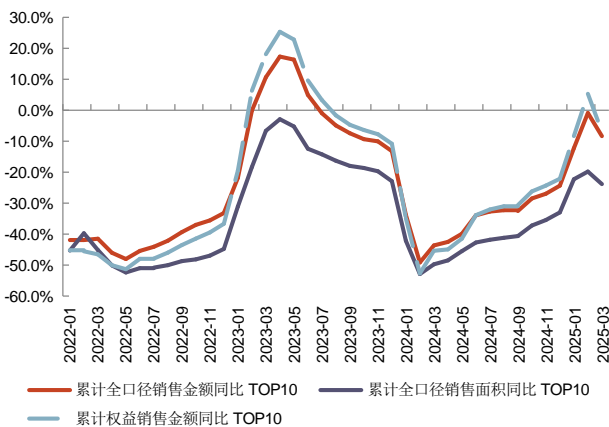
资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；单位：亿元，万平方米

图 2：TOP10 房企单月销售规模



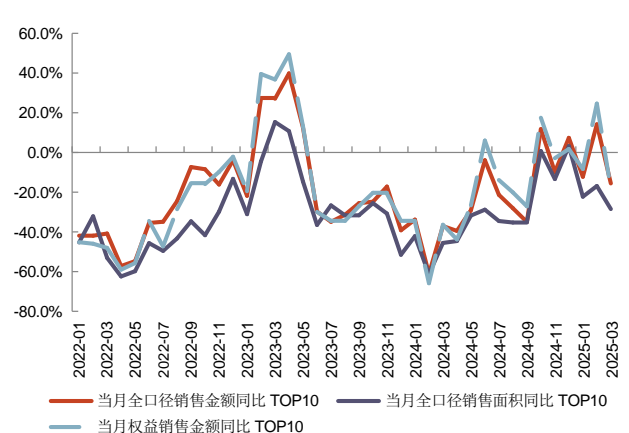
资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；单位：亿元，万平方米

图 3：TOP10 房企累计销售同比



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

图 4：TOP10 房企单月销售同比



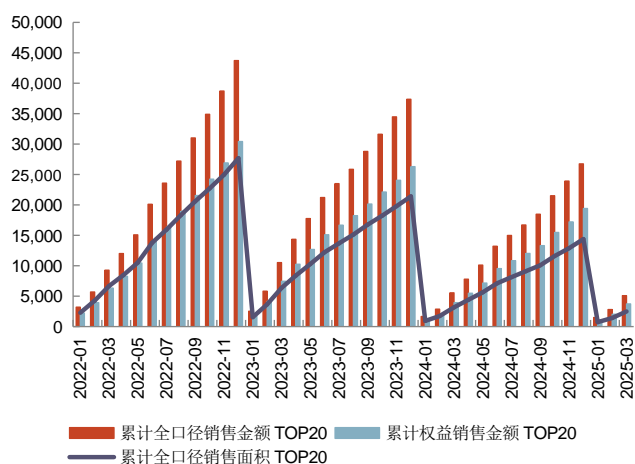
资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

►TOP20 房企

2025年3月，TOP20房企的全口径销售金额、权益销售金额、全口径销售面积分别为2,282亿元、1,700亿元、1,078万平，同比分别为-15.0%、-12.7%、-24.8%，环比分别为+74.5%、+76.7%、+59.4%。

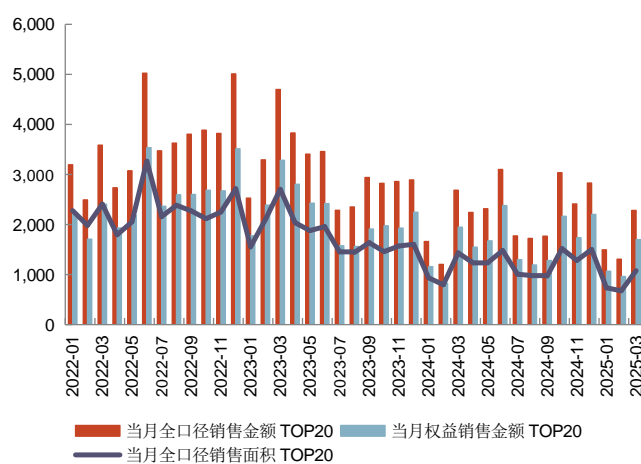
2025年1-3月，TOP20房企的累计全口径销售金额、权益销售金额、全口径销售面积分别为5,085亿元、3,729亿元、2,489万平，同比分别为-8.4%、-5.2%、-21.4%，累计同比较1-2月变化-6.2pct、-7.4pct、-2.8pct。

图 5：TOP20 房企累计销售规模



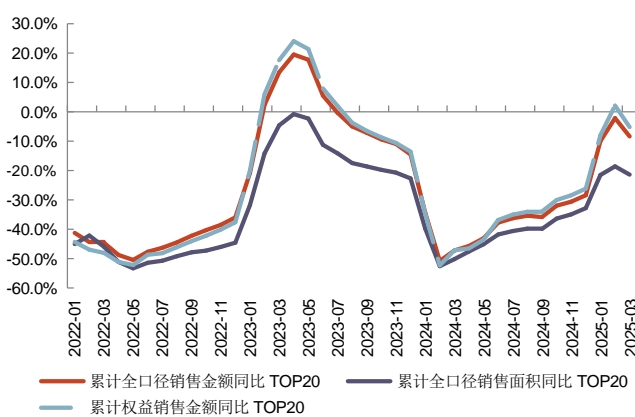
资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；单位：亿元，万平方米

图 6：TOP20 房企单月销售规模



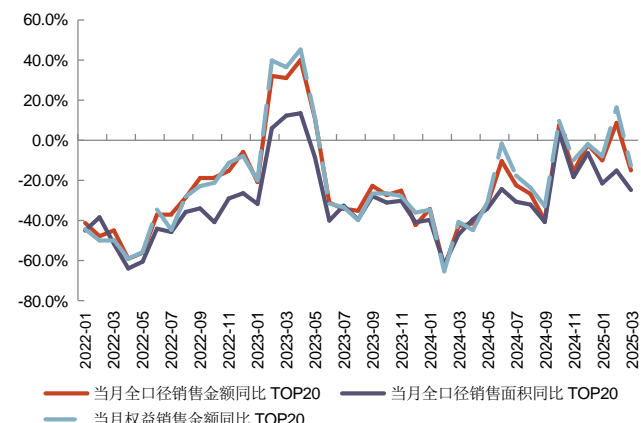
资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；单位：亿元，万平方米

图 7：TOP20 房企累计销售同比



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

图 8：TOP20 房企单月销售同比



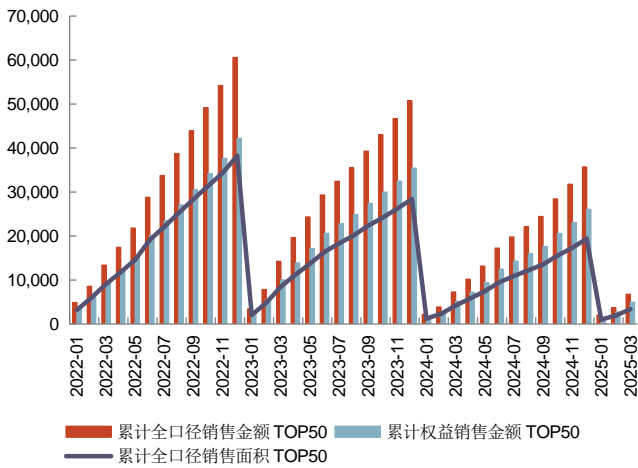
资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

►TOP50 房企

2025 年 3 月，TOP50 房企的全口径销售金额、权益销售金额、全口径销售面积分别为 3,035 亿元、2,237 亿元、1,435 万平，同比分别为-10.8%、-8.5%、-23.6%，环比分别为+80.2%、+86.6%、+55.9%。

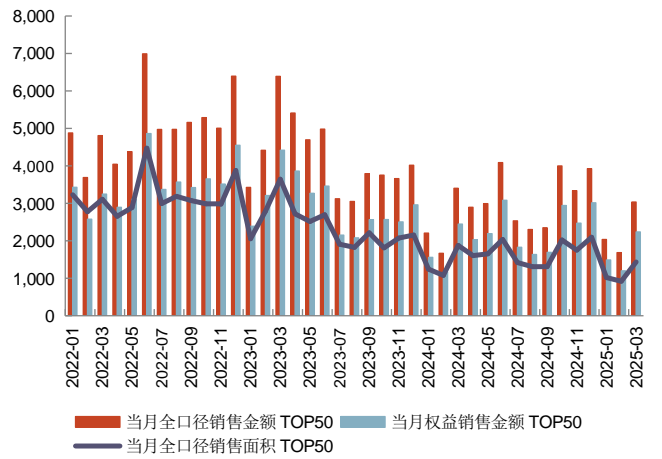
2025 年 1-3 月，TOP50 房企的累计全口径销售金额、权益销售金额、全口径销售面积分别为 6,755 亿元、4,925 亿元、3,374 万平，同比分别为-7.1%、-4.7%、-19.6%，累计同比较 1-2 月变化-3.2pct、-3.4pct、-3.2pct。

图 9：TOP50 房企累计销售规模



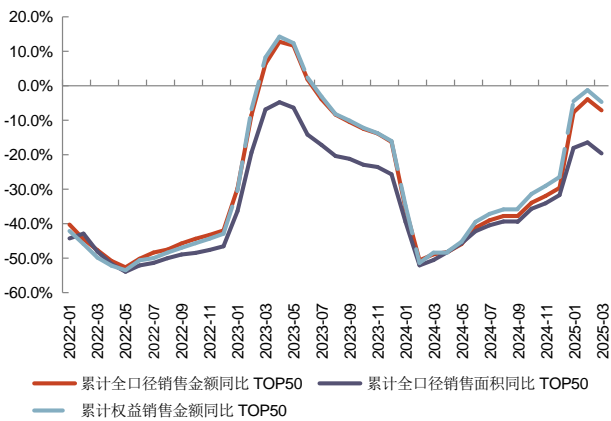
资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；单位：亿元，万平方米

图 10：TOP50 房企单月销售规模



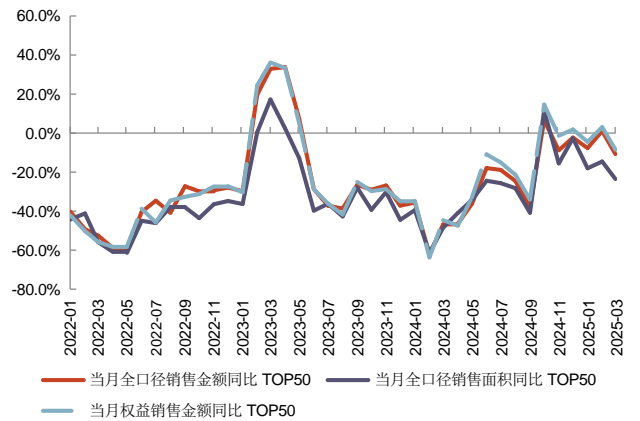
资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；单位：亿元，万平方米

图 11：TOP50 房企累计销售同比



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

图 12：TOP50 房企单月销售同比



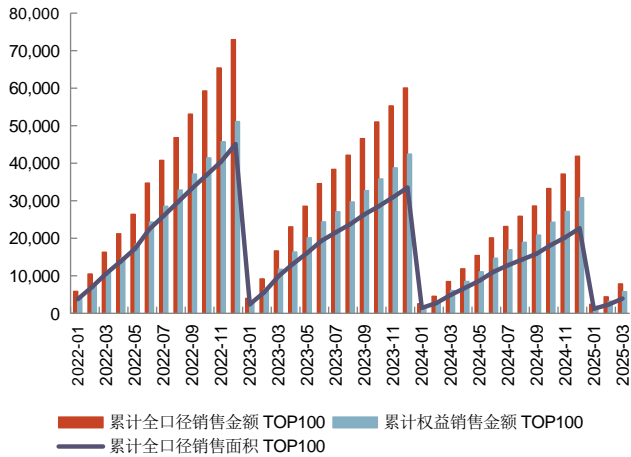
资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

►TOP100 房企

2025 年 3 月，TOP100 房企的全口径销售金额、权益销售金额、全口径销售面积分别为 3,445 亿元、2,540 亿元、1,641 万平，同比分别为-12.1%、-11.0%、-23.7%，环比分别为+73.9%、+78.0%、+53.2%。

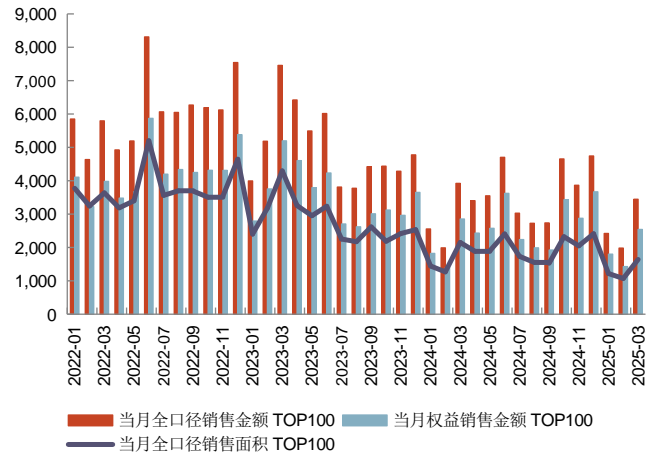
2025 年 1-3 月，TOP100 房企的累计全口径销售金额、权益销售金额、全口径销售面积分别为 7,847 亿元、5,767 亿元、3,931 万平，同比分别为-7.3%、-5.0%、-19.2%，累计同比较 1-2 月变化-4.2pct、-5.2pct、-3.6pct。

图 13: TOP100 房企累计销售规模



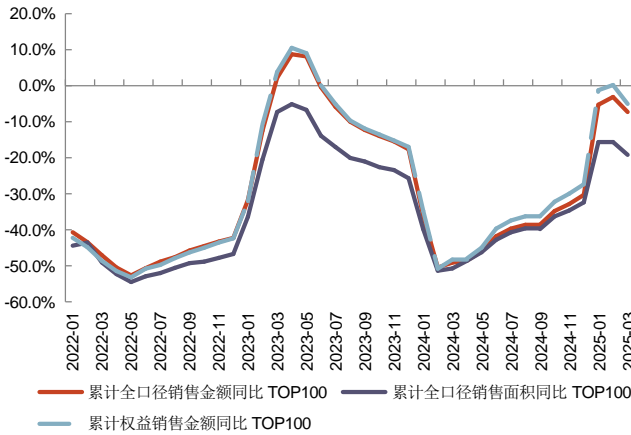
资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；单位：亿元，万平方米

图 14: TOP100 房企单月销售规模



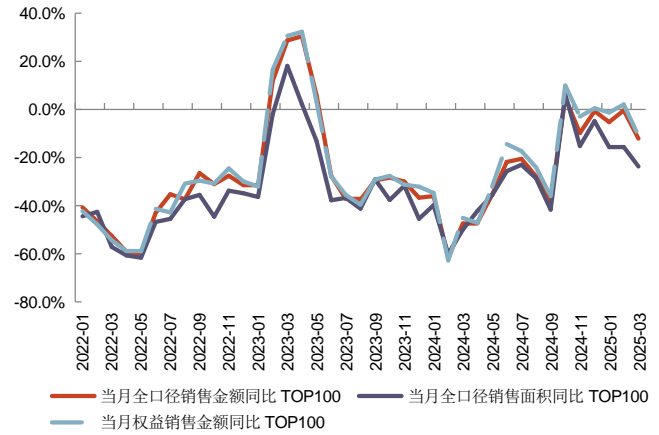
资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；单位：亿元，万平方米

图 15: TOP100 房企累计销售同比



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

图 16: TOP100 房企单月销售同比



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

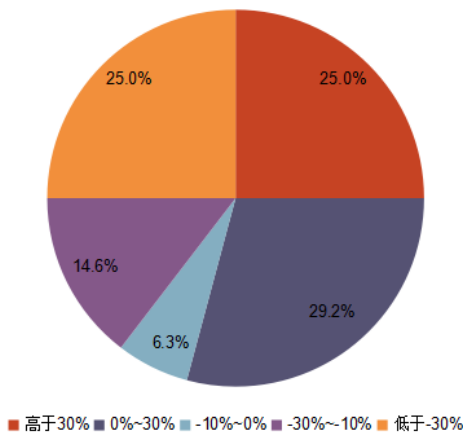
1.2 TOP50 房企全口径销售金额明细情况

根据克而瑞数据中心发布的数据统计：

2025年3月，TOP50房企中的48家房企（2家由于历史数据不足未纳入统计）全口径销售金额同比平均值为+35.5%，中位数为+1.4%，其中同比高于30%、0%~30%、-10%~0%、-30%~-10%、低于-30%的公司分别有12、14、3、7、12家，在48家房企中占比分别为25.0%、29.2%、6.3%、14.6%、25.0%。

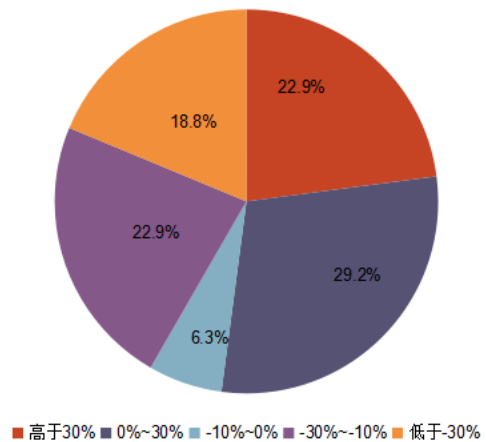
2025年1-3月，TOP50房企中的48家房企（2家由于历史数据不足未纳入统计）全口径销售金额同比平均值为+11.7%，中位数为+0.5%，其中同比高于30%、0%~30%、-10%~0%、-30%~-10%、低于-30%的公司分别有11、14、3、11、9家，在48家房企中占比分别为22.9%、29.2%、6.3%、22.9%、18.8%。

图 17: TOP50 房企 2025 年 3 月全口径销售金额同比分布



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理，口径为 TOP50 房企中的 48 家房企（2 家由于历史数据不足未纳入统计）

图 18: TOP50 房企 2025 年 1-3 月全口径销售金额同比分布



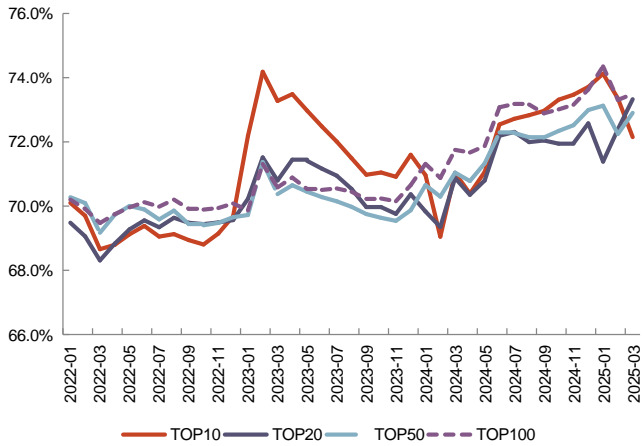
资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理，口径为 TOP50 房企中的 48 家房企（2 家由于历史数据不足未纳入统计）

1.3 房地产行业销售权益和操盘情况

2025年1-3月，TOP10/20/50/100房企累计销售金额权益比例分别为72.1%、73.3%、72.9%、73.5%，同比变动+1.1pct、+2.5pct、+1.9pct、+1.7pct；环比变动-1.2pct、+0.9pct、+0.7pct、+0.2pct；

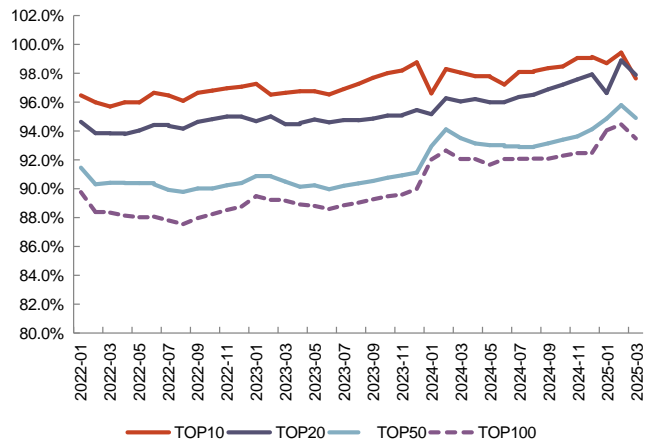
2025年1-3月，TOP10/20/50/100房企累计销售金额操盘比例分别为97.6%、97.9%、94.9%、93.5%；同比变化-0.4pct、+1.8pct、+1.4pct、+1.4pct，环比下降1.8pct、1.0pct、0.9pct、1.0pct。

图 19: TOP10/20/50/100 房企累计销售金额权益比例



资料来源: 克而瑞数据中心, 光大证券研究所整理

图 20: TOP10/20/50/100 房企累计销售金额操盘比例



资料来源: 克而瑞数据中心, 光大证券研究所整理

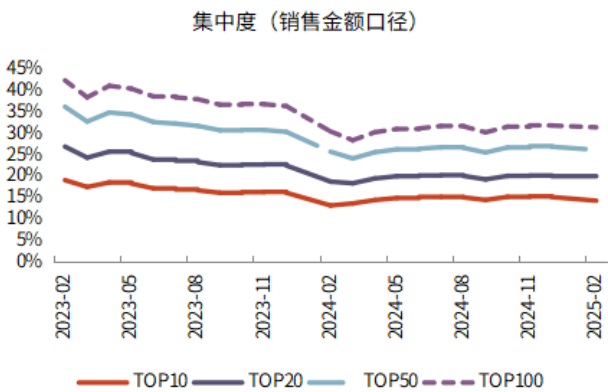
1.4 房地产行业销售集中度情况

根据克而瑞数据中心发布的数据统计:

2025 年 1-2 月, TOP10/20/50/100 房企的销售金额(权益销售金额口径)集中度分别为 14.4%、19.8%、26.2%、31.5%, 同比提升 1.1pct、1.0pct、0.4pct、1.0pct, 环比下降 0.8pct、0.3pct、0.7pct、0.4pct, 集中度同比提升, 环比有所下降。

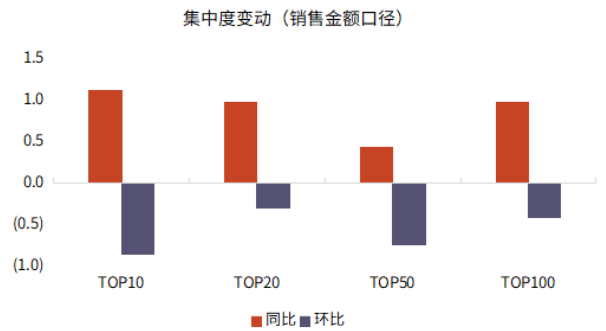
注: 房企集中度计算公式为“各梯队房企累计权益口径销售金额/全国商品房累计销售金额”。

图 21: TOP10/20/50/100 房企累计销售金额集中度 (%)



资料来源: 克而瑞数据中心, 光大证券研究所整理
注: 数据截至 2025 年 2 月

图 22: TOP10/20/50/100 房企累计销售金额集中度同比、环比



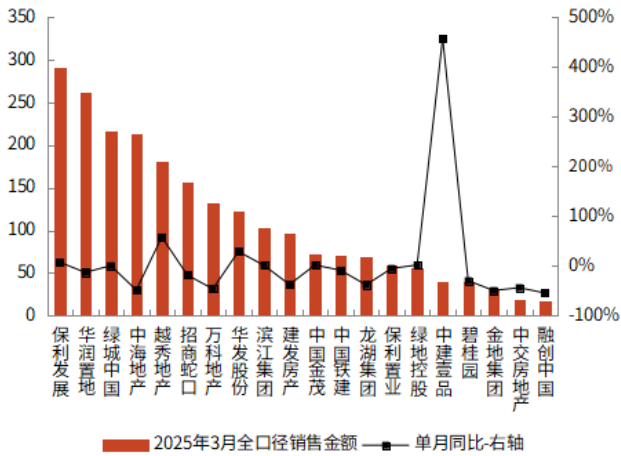
资料来源: 克而瑞数据中心, 光大证券研究所整理
注: 数据截至 2025 年 2 月; 单位: pct.

1.5 20 家主流重点房企的销售变化情况

根据克而瑞数据中心发布的数据统计：

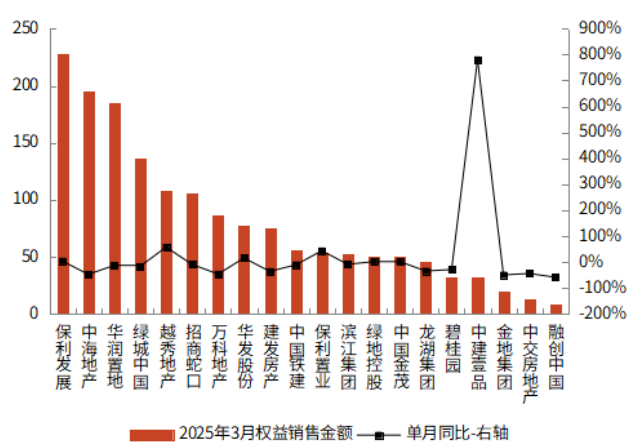
2025 年 3 月，20 家主流房企全口径销售金额单月同比为正的有 8 家，当月表现较好的有：中建壹品（全口径销售金额单月同比+458%，权益销售金额单月同比+781%）、越秀地产（全口径销售金额单月同比+58%，权益销售金额单月同比+58%）、华发股份（全口径销售金额单月同比+29%，权益销售金额单月同比+16%）。

图 23：20 家主流重点房企 2025 年 3 月全口径销售金额



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；单位：亿元

图 24：20 家主流重点房企 2025 年 3 月权益销售金额



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；单位：亿元

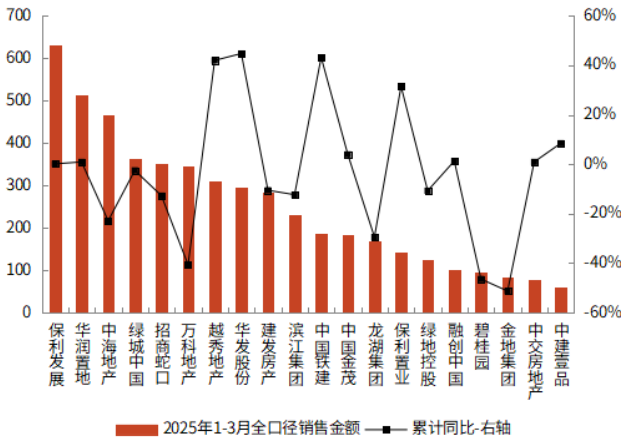
表 1：20 家主流重点房企当月销售金额

企业简称	全口径销售金额 (亿元)			权益销售金额 (亿元)		
	2025 年 3 月	2024 年 3 月	单月同比	2025 年 3 月	2024 年 3 月	单月同比
保利发展	290.0	270.0	7.4%	228.1	219.0	4.2%
中海地产	212.1	412.0	-48.5%	195.2	370.8	-47.4%
华润置地	261.0	300.1	-13.0%	184.2	211.0	-12.7%
万科地产	132.0	245.2	-46.2%	85.8	159.4	-46.2%
招商蛇口	156.2	191.5	-18.4%	106.1	116.5	-8.9%
绿城中国	216.5	215.5	0.5%	136.6	163.2	-16.3%
建发房产	96.8	154.6	-37.4%	75.4	117.6	-35.9%
越秀地产	180.1	114.0	58.0%	108.0	68.4	57.9%
滨江集团	103.2	102.1	1.1%	51.9	56.8	-8.6%
华发股份	122.7	95.1	29.0%	77.5	66.9	15.8%
龙湖集团	68.9	111.2	-38.0%	45.7	69.6	-34.3%
中国金茂	71.8	70.5	1.8%	49.6	48.6	2.1%
中国铁建	70.0	76.7	-8.7%	56.3	62.8	-10.4%
金地集团	31.0	61.3	-49.4%	19.2	38.0	-49.5%
绿地控股	56.0	55.0	1.8%	50.4	49.5	1.8%
碧桂园	38.7	55.1	-29.8%	32.1	45.1	-28.8%
保利置业	58.9	62.0	-5.0%	53.5	37.2	43.8%
融创中国	16.0	35.1	-54.4%	8.0	19.3	-58.5%
中建壹品	39.6	7.1	457.7%	31.7	3.6	780.6%
中交房地产	18.9	33.6	-43.8%	12.9	23.0	-43.9%
合计	2,240.4	2,667.7	-16.0%	1,608.2	1,946.3	-17.4%

资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

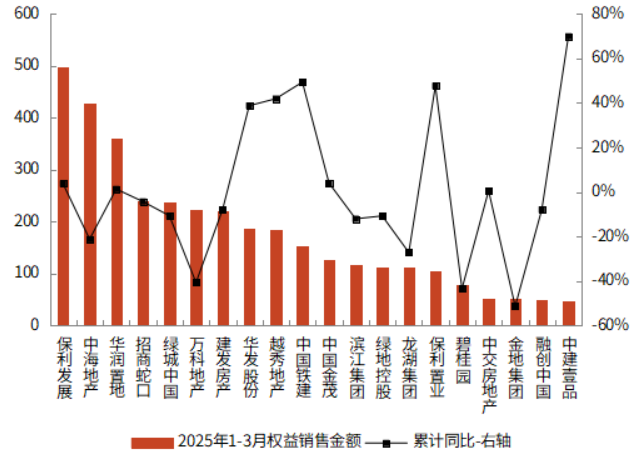
2025年1-3月，20家主流房企全口径销售金额累计同比为正的有10家，累计表现较好的有：华发股份（全口径销售金额累计同比+45%，权益销售金额累计同比+39%）、中国铁建（全口径销售金额累计同比+43%，权益销售金额累计同比+49%）、越秀地产（全口径销售金额累计同比+42%，权益销售金额累计同比+42%）。

图 25：20 家主流重点房企 2025 年 1-3 月全口径销售金额



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；单位：亿元

图 26：20 家主流重点房企 2025 年 1-3 月权益销售金额



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；单位：亿元

表 2：20 家主流重点房企累计销售金额

企业简称	全口径销售金额 (亿元)			权益销售金额 (亿元)		
	2025年1-3月	2024年1-3月	累计同比	2025年1-3月	2024年1-3月	累计同比
保利发展	630.0	629.0	0.2%	496.0	478.0	3.8%
中海地产	464.2	602.0	-22.9%	427.1	541.8	-21.2%
华润置地	512.0	507.3	0.9%	359.9	355.1	1.4%
万科地产	344.1	579.7	-40.6%	223.7	376.8	-40.6%
招商蛇口	350.7	401.8	-12.7%	238.4	249.0	-4.3%
绿城中国	362.6	371.9	-2.5%	237.6	265.9	-10.6%
建发房产	281.9	315.1	-10.5%	219.6	238.2	-7.8%
越秀地产	308.1	217.0	42.0%	184.8	130.2	41.9%
滨江集团	230.8	263.2	-12.3%	115.6	131.4	-12.0%
华发股份	294.9	203.7	44.8%	186.8	134.6	38.8%
龙湖集团	167.3	237.1	-29.4%	111.5	153.0	-27.1%
中国金茂	183.0	176.0	4.0%	126.3	121.4	4.0%
中国铁建	186.3	130.1	43.2%	152.8	102.3	49.4%
金地集团	81.5	167.3	-51.3%	50.5	103.7	-51.3%
绿地控股	125.0	140.0	-10.7%	112.5	126.0	-10.7%
碧桂园	94.7	176.8	-46.4%	77.7	137.2	-43.4%
保利置业	142.0	108.0	31.5%	104.7	70.9	47.7%
融创中国	100.4	99.1	1.3%	50.2	54.5	-7.9%
中建壹品	58.8	54.2	8.5%	46.9	27.6	69.9%
中交房地产	76.0	75.3	0.9%	51.7	51.4	0.6%
合计	4,994.3	5,454.6	-8.4%	3,574.3	3,849.0	-7.1%

资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

2、投资建议

回顾 2024 年，房地产行业优化政策密集出台。4 月政治局会议提出“研究消化存量房产”；5 月提出 3000 亿元保障性住房再贷款，取消按揭贷款利率下限；9 月政治局会议提出“促进房地产市场止跌回稳”，统一下调按揭首付比例最低至 15%，地方政府“因城施策”差异化调整本地首付比例和按揭利率；10 月提出支持专项债收购存量土地、收购存量商品房用于保障房，通过货币化安置新增 100 万套城中村及危旧房改造；11 月继续优化房地产有关税收政策，12 月中央经济工作会议提出大力实施城市更新；得益于“一揽子政策组合”的精准发力，2024 年四季度房地产市场热度明显提升。展望 2025 年，随着前期政策的持续落地，地方政府楼市调控自主性提升，区域分化和城市分化进一步加深，部分高能级城市将逐步实现“止跌回稳”。

建议关注两条主线：

- 1) 看好具备片区综合开发能力，积极参与城中村改造和城市更新，产品美誉度较高，销售排名持续提升的稳健龙头房企，建议关注中国海外发展、招商蛇口、保利发展、中国金茂、绿城中国、越秀地产、滨江集团、华发股份；
- 2) 消费类商业公募 REIT 积极推进，看好先发布局多元赛道，存量商业地产资源丰富，具备商业运营品牌核心竞争力的房企，建议关注华润置地、龙湖集团、新城控股。

3、风险分析

房地产行业宽松政策推进不及预期风险：若房地产宽松政策推行速度及落地效果不及预期，或导致居民及企业信心修复缓慢、房地产销售市场回暖滞缓，进而影响企业销售回款，拉长房地产开发运营周期，加大企业资金压力。

房地产市场的需求不及预期风险：若就业情况恶化或导致部分居民薪资缩水及家庭可支配收入下降，或影响居民购房需求及居民部门结构性信用扩张以及按揭贷款偿还，将延缓房地产销售修复的进度。

房地产企业信用风险：部分房企仍将面对债务到期高峰，现金流管理能力较弱及负债结构较差的房企债务违约风险增加，或将提升房地产行业经营风险。

房价下行超预期风险：若各能级城市新房及二手房市场价格持续超预期大幅下行，或将降低居民购房意愿，同时增加居民按揭断供等风险，或将影响房地产市场供需两端恢复进度，增加系统性风险。

房地产企业项目竣工不及预期风险：部分房企或因为供应链账款支付延迟等因素，拖缓公司施工进度，影响竣工规模并导致企业业绩兑现不及预期的风险。

房地产企业多元化业务经营不佳风险：房企多元业态可能受宏观经济环境变化或行业竞争环境恶化等因素影响，出现多元业务经营效果不及预期、投资回报收益率表现不佳，从而出现公司整体经营业绩下滑的风险。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP