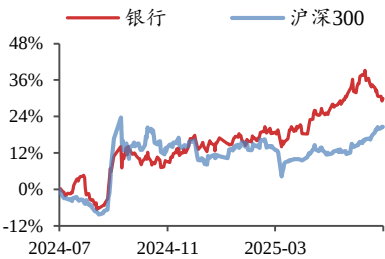


银行

2025 年 07 月 31 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《资产负债结构转化中的银行利率风险估值——行业深度报告》-2025.7.25

《短贷提振货币派生，中小行腾退高息存款影响配债——6 月央行信贷收支表要点解读》-2025.7.15

《信贷季节性回暖，存款“活期化”初现——6 月金融数据点评》-2025.7.15

坚守“绝对收益”的现实与未来

——理财 2025H1 半年报解读

刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

吴文鑫（分析师）

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790524060002

● 负债端：偏好短期低波，逐步降低收益率预期

理财规模增至历史高点，但增速放缓。截至 2025Q2 末理财规模为 30.67 万亿元，yoy+7.5%。高基数和增长催化剂减少的影响下，预计 2025 年全年理财增量不及 2024 年，全年增速或维持 7.5% 左右。

现金管理类规模下降、“最小持有期”固收类产品高增。封闭式产品期限拉长，但规模增长较为较慢，反映居民对于理财流动性的要求仍然较高。新发募集情况较好，投资者或已能接受理财收益率的同步自然下降。

● 资产端：欠配压力大，增配高流动性资产

2025Q2 增配现金及银行存款>公募基金>同业存单。存款无波动、上量快，价格也有性价比。公募基金仓位的增长也反映理财欠配压力大。委外整改压力下，理财或主动收缩信用债敞口、增加利率债波段交易。**（1）现金及银行存款：**无波动、免利息收入增值税（%）。2025Q2 增量约 9100 亿元，占比总投资资产增量的超一半。该项占比连续 3 个季度下降后首次上升，或反映理财目前对于回撤的容忍度仍然很低；**（2）同业存单：**高流动性、免利息收入增值税（%），同期限信用债税后收益率或不及 NCD；**（3）公募基金：**理财对信用债 ETF、主动管理类基金需求或均较高。截至 2025Q2 末理财持有的公募基金为 1.38 万亿元，持仓占比 4.20%，为历史最高值，主要是看重基金的投研能力、方便申赎等优势；**（4）债券：**收缩信用债敞口、增加利率债波段交易。信用债票息吸引力不断下降，理财转向增加利率债的波段交易，如 7 月底利率债阶段性回调将给理财带来较好的增配机会。

● 竞争格局：头部效应明显，中小行加速“退场”

股份行理财子坐稳头把交椅。截至 2025 年 5 月末规模前三的理财公司仍为招银理财、兴银理财、信银理财，主要受益于零售客群基础好、集团协同优势明显，加上近年大力开拓代销渠道。考虑到近年银行业表内存贷增速放缓，头部理财子的规模诉求或仍然较强。

中小银行主动退出，市占率降至 10%。2024 年初至今未新增理财公司的牌照，中小银行纷纷主动转为纯代销，2025 年 6 月末理财公司的代销机构增至 594 家。银行代销可增厚中收、承接存款“搬家”资金，招商银行 2025Q1 单季代销理财收入同比高增近 40%，中小银行利用区域内优势可挖掘更多长尾客群。

● 小结：“存款搬家”趋势下，我们认为低波理财将是最主要的承接方

我们看好理财的稳步增长，但增量或不及 2024 年。资产端的欠配压力持续增大，主要体现在：（1）存量高息协议存款（借道保险资管）集中到期；（2）信托平滑&估值规范，未来理财平抑净值波动能力大幅减弱；（3）短期限信用债获取难度增加，需通过加大配置公募基金、利率债交易的方式增厚收益。直投长期信用债或信用下沉的可能性不大。

风险提示：经济增速不及预期；金融监管趋严；理财子牌照发放收紧等。

目 录

1、 负债端：偏好短期低波，逐步降低收益率预期.....	3
1.1、 理财规模增至历史高点，但增速放缓.....	3
1.2、 收益率平稳下降或成常态，新发募集情况较好.....	4
2、 资产端：欠配压力大，增配高流动性资产.....	4
2.1、 Q2 增配资产：存款>公募基金>同业存单.....	4
2.2、 直投债权类减少，支持实体比例走低.....	6
3、 竞争格局：头部效应明显，中小行加速“退场”.....	7
3.1、 理财公司：国股行理财子规模优势稳固.....	7
3.2、 中小银行：清零预期下主动退出，市占率降至 10%.....	8
4、 小结：与存款客群高度重合，坚守绝对收益定位.....	11
5、 风险提示.....	12
附表：理财持仓一览.....	12

图表目录

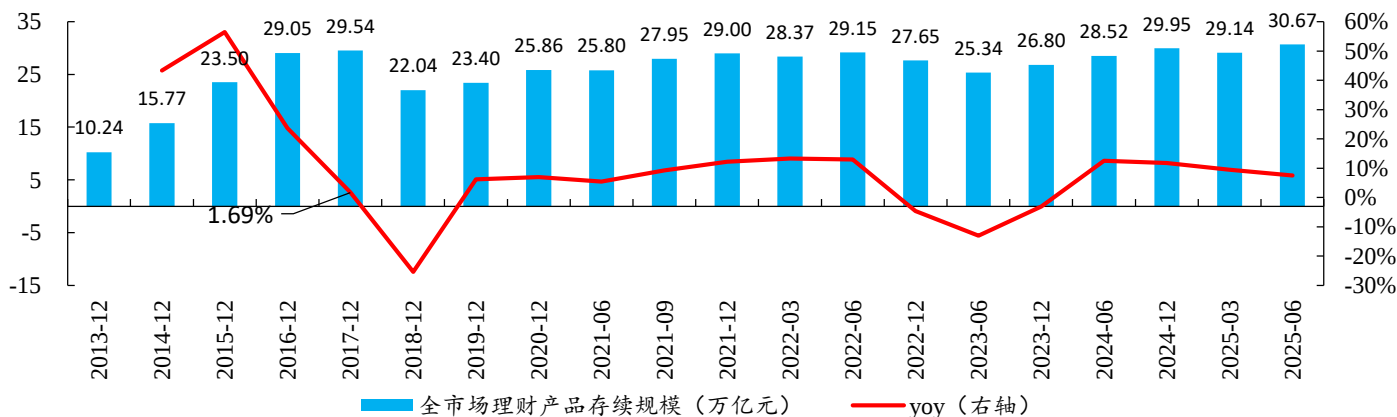
图 1： 截至 2025Q2 末理财规模为 30.67 万亿元，较年初增长约 7200 亿元，yoy+7.5%（万亿元）.....	3
图 2： 2025 年 1-5 月最小持有期固收产品增长最快（亿元）.....	3
图 3： 新发的封闭式理财产品期限边际拉长.....	3
图 4： 2024 年理财产品加权平均年化收益率同比下降.....	4
图 5： 2024H2 理财募集资金的规模环比基本平稳.....	4
图 6： 截至 2025 年 6 月，固收类理财收益率比 3Y 定存实际利率高出约 80BP.....	4
图 7： 截至 2025Q2 末，持仓比例环比上升的主要有现金及银行存款、公募基金、同业存单等（万亿元）.....	5
图 8： 2025Q2 理财新增投资资产 1.8 万亿元中，现金及银行存款占一半，公募基金、同业存单增量亦居前（万亿元）.....	6
图 9： 理财现券净买入中，同业存单和利率债为主要资产（亿元）.....	6
图 10： 2025Q2 末理财支持实体经济比例继续下降（万亿元）.....	7
图 11： 2025Q2 末，理财支持实体占社融存量的比例仍处低位.....	7
图 12： 截至 2025-05 末规模前三的理财公司仍为股份行理财子（万亿元）.....	7
图 13： 按发行方：头部股份行理财子和城商行理财子的代销渠道较广（统计日为 2025-07-30）.....	8
图 14： 按发行方：非母行机构代销的产品数量比例来看，区域性城商行理财子领先（统计日为 2025-07-30）.....	8
图 15： 截至 2025Q2 末，银行机构理财规模为 3.64 万亿元，占全市场 12.15%.....	9
图 16： 尚未获得理财子牌照的银行中，仅一家规模超 1000 亿（统计截至 2025-05 末）.....	9
图 17： 2024 年下半年共有 21 家中小银行退出理财市场.....	10
图 18： 2024 年“正转向纯代销的银行”至少 39 家，截至 2025Q2 末“已转向纯代销的银行”或有 344 家.....	10
图 19： 无理财子牌照的银行机构存续产品数量不断下降.....	11
图 20： 无理财子牌照的银行机构平均单家规模较小.....	11
图 21： 2025Q2 末理财公司合作的代销机构增长至 562 家.....	11
图 22： 招商银行 2025Q1 代销理财收入同比高增近 40%.....	11
附表：理财持仓一览（穿透后口径）.....	12

1、负债端：偏好短期低波，逐步降低收益率预期

1.1、理财规模增至历史高点，但增速放缓

截至 2025Q2 末理财规模为 30.67 万亿元，年内增长 7200 亿元，yoy+7.5%。Q2 通常为理财规模增长的“旺季”，低利率环境下居民财富管理需求释放，理财增长较为顺利，目前已增长至理财历史最高值。考虑到 Q2 末回表力度通常同比略降且不及 Q1，预计回表规模为 1 万亿元。这部分规模若在 7 月初恢复，7 月中旬或已增长至 31.67 万亿元左右。但高基数和增长催化剂减少的影响下，我们预计 2025 年全年理财增量不及 2024 年，或为 2 万亿元，2025 年末理财增速或维持 7.5% 左右。

图1：截至 2025Q2 末理财规模为 30.67 万亿元，较年初增长约 7200 亿元，yoy+7.5%（万亿元）

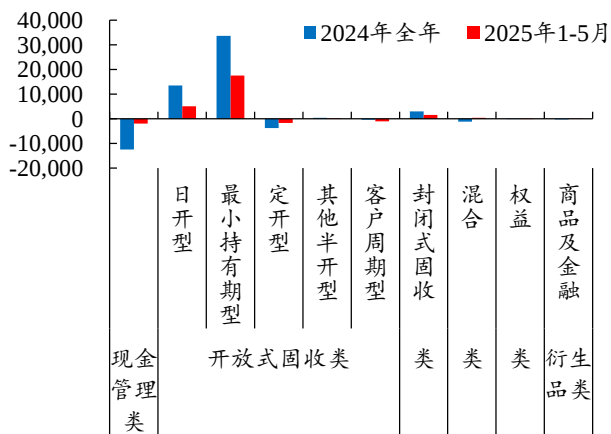


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

现金管理类规模下降、“最小持有期”固收类产品高增。随着收益率的持续走低，现金管理类产品规模仍为负增长，截至 2025Q2 末降至 6.4 万亿元，同比下降 14.55%；开放式固收类产品仍为增长主力，随着年底保险协议存款部分集中到期，该类产品收益率也将继续下降，但流动性优势明显，短期内仍将受到居民投资者的青睐。

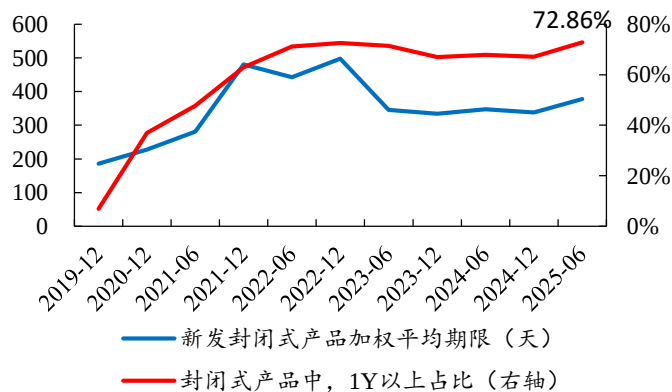
封闭式产品期限拉长，但规模增长较为一般。资产荒下理财公司发行封闭式产品的意愿提升，2025 年上半年封闭式产品的新发期限边际拉长，但从销售情况来看，封闭式产品增长仍然较慢，反映居民对于理财流动性的要求仍然较高。

图2：2025 年 1-5 月最小持有期固收产品增长最快(亿元)



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：2025 年 6 月初该数据未更新，故选取前五个月数据）

图3：新发的封闭式理财产品期限边际拉长

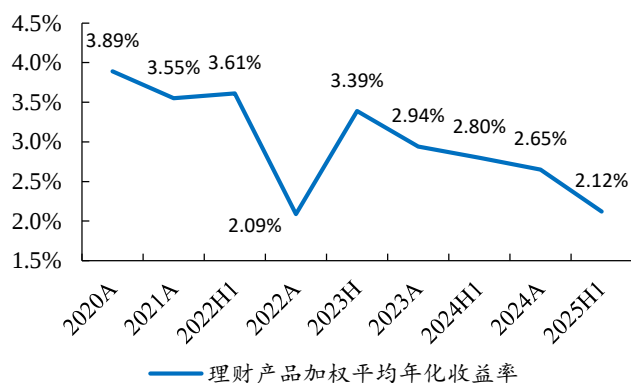


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

1.2、收益率平稳下降或成常态，新发募集情况较好

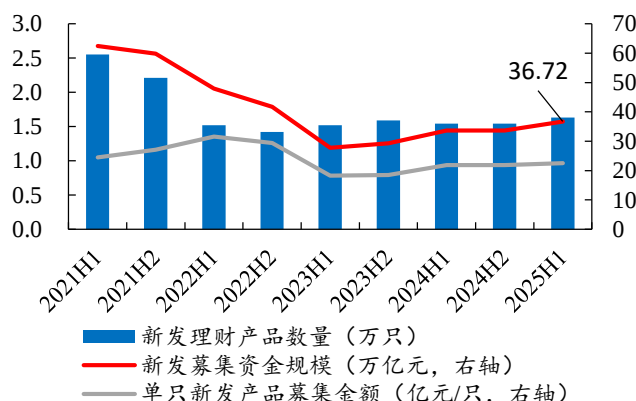
2025 年上半年理财产品兑付收益率平均为 2.12%，较 2024 年全年下降 53BP。受存款利率下降、2025Q1 债市回调等因素的影响，2025 年上半年理财平均每月的兑付收益率为 2.12%，较 2024 年全年下降 53BP，降幅似乎较大。但新发产品的募集情况仍然较好，上半年新发理财产品数量同比增长近 6%，新发产品募集资金同比增长 9%，平均单只募集 22.53 亿元，同比增长 3%。低利率环境下，随着存款利率不断下降，固收类理财收益率较 3Y 定存实际利率仍有 80BP 收益优势，相比之下理财流动性也更高，也就是说投资者或已能接受理财收益率的同步自然下降。

图4：2024 年理财产品加权平均年化收益率同比下降



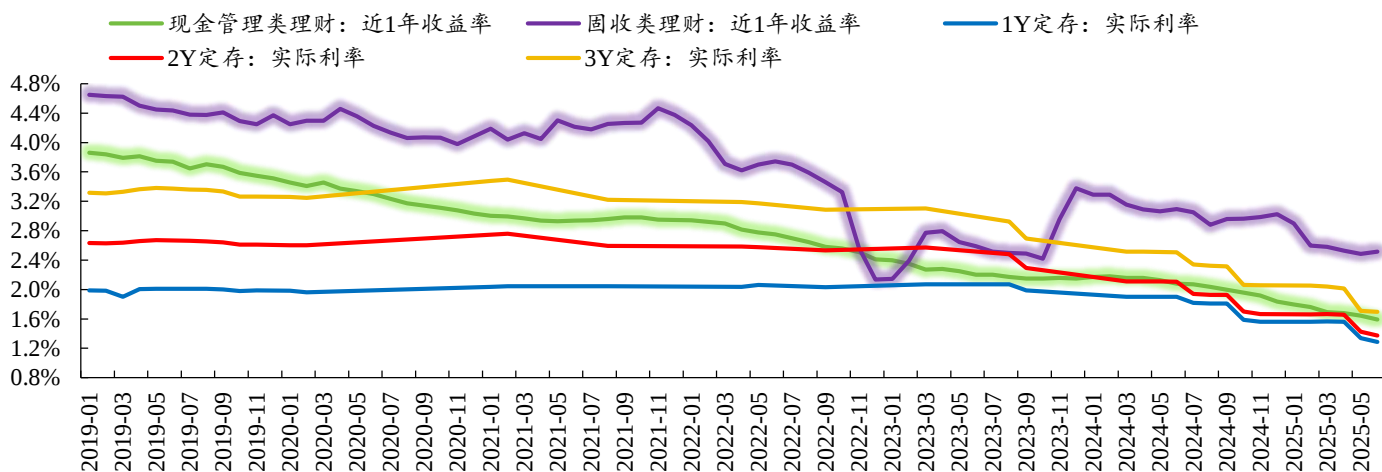
数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图5：2024H2 理财募集资金的规模环比基本平稳



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图6：截至 2025 年 6 月，固收类理财收益率比 3Y 定存实际利率高出约 80BP



数据来源：融 360、普益标准、开源证券研究所

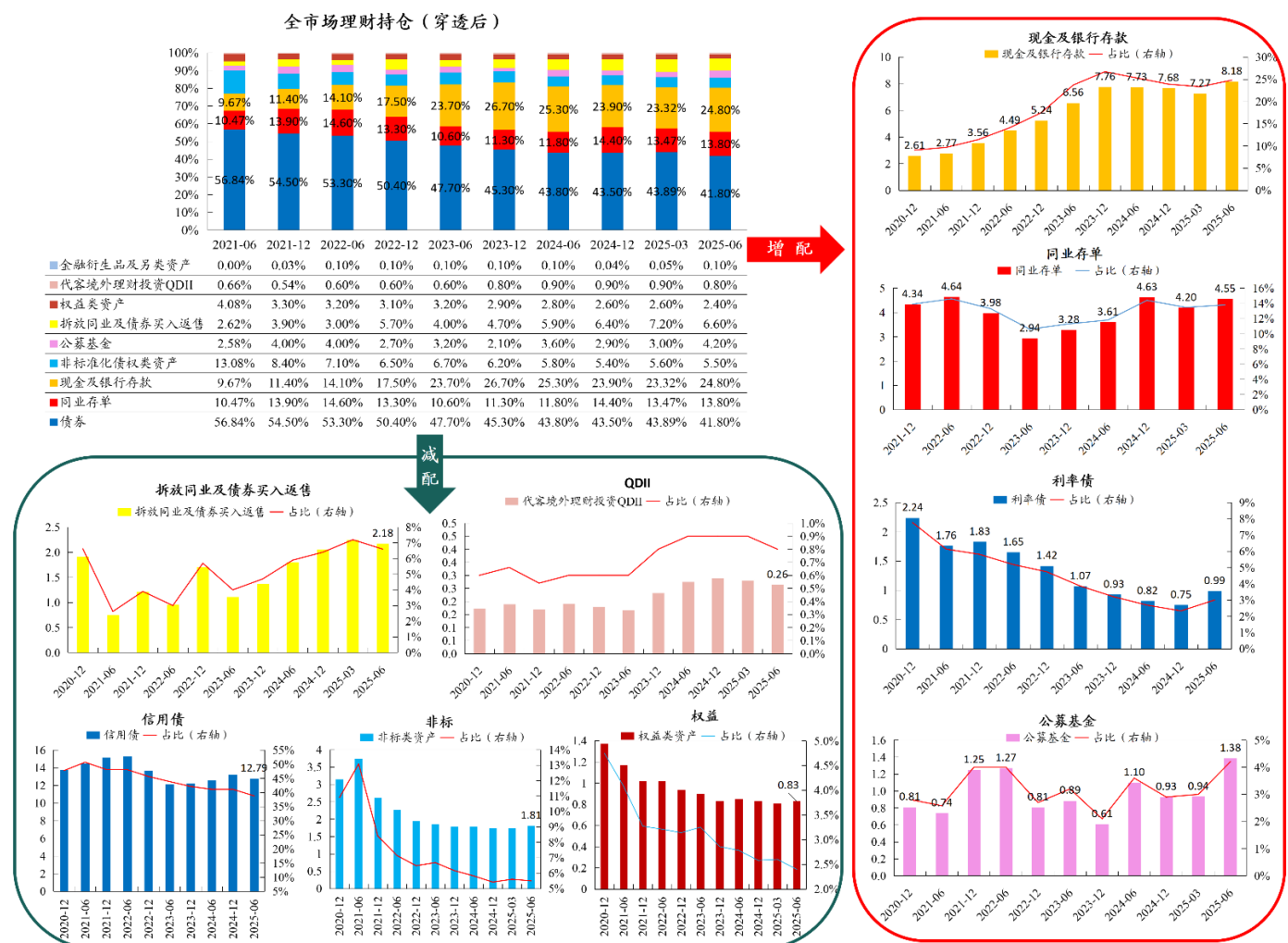
2、资产端：欠配压力大，增配高流动性资产

2.1、Q2 增配资产：存款>公募基金>同业存单

2025Q2 增配高流动性资产：现金及银行存款>公募基金>同业存单。上半年理财的欠配压力较大，低利率环境下坚守“低波”定位。尽管存款收益率下降较多，

但横向对比各类资产来看，存款仍有较高性价比。公募基金仓位的增长也反映理财欠配压力大，以公募基金快速建仓的需求较大。

图7：截至 2025Q2 末，持仓比例环比上升的主要有现金及银行存款、公募基金、同业存单等（万亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

现金及银行存款：无波动、免利息收入增值税（%）。截至 2025Q2 末，现金及银行存款环比上升 1.48pct 至 24.80%，规模增量约 9100 亿元，占比总投资资产增量的超一半。该项占比连续 3 个季度下降后首次上升，或反映理财目前对于回撤的容忍度仍然很低。2025Q1 债市回调叠加信托平滑工具的整改，理财主动收缩风险敞口，通过降久期、增配存款来巩固“绝对收益”定位。但本轮增配的存款主要是同业存款，不同于 2024 年之前的保险协议存款，其收益率与同业存单接近，反映理财正在调低对收益率的要求，换取流动性和安全性。

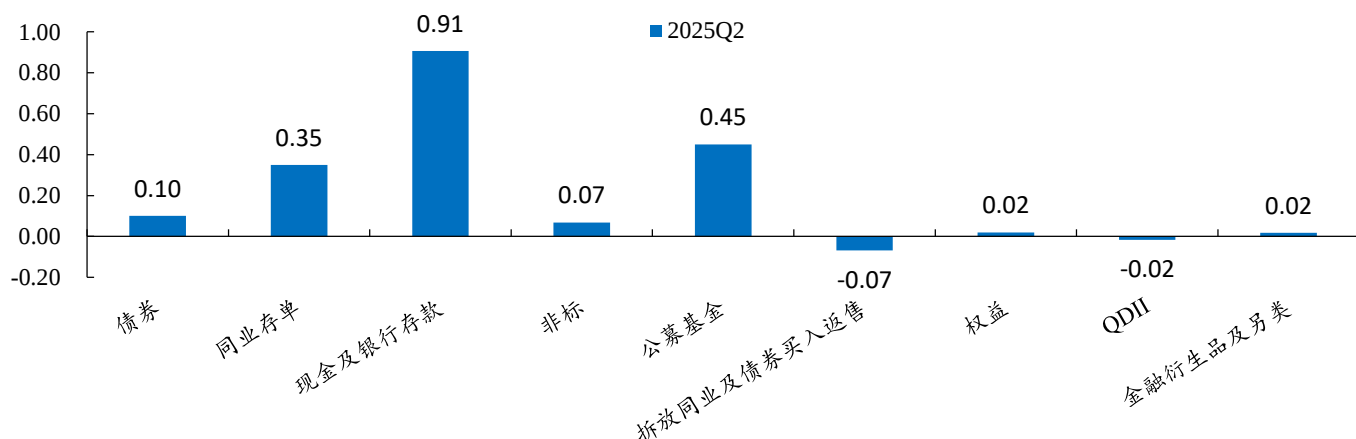
同业存单：高流动性、免利息收入增值税（%）。截至 2025Q2 末，同业存单占比微升至 13.80%，同业存单和存款均无需缴纳 3% 的利息收入增值税，因此同业存单税后收益率或阶段性高于同期限信用债。但同业存单的价格随市场环境波动，不如存款稳定，因此主要被当作流动性调节工具。

公募基金：理财对信用债 ETF、主动管理类基金需求或均较高。截至 2025Q2 末理财持有的公募基金为 1.38 万亿元，持仓占比 4.20%，为历史最高值，较 2025Q1 末上升 1.2pct。信用债 ETF 在上半年快速增长，由于流动性好、费率低、可质押等

优点，理财或有较多增配。此外，理财对于中长债基、混合债基等主动管理型债基仍有较大需求，主要是看重基金的投研能力、方便申赎等优势。

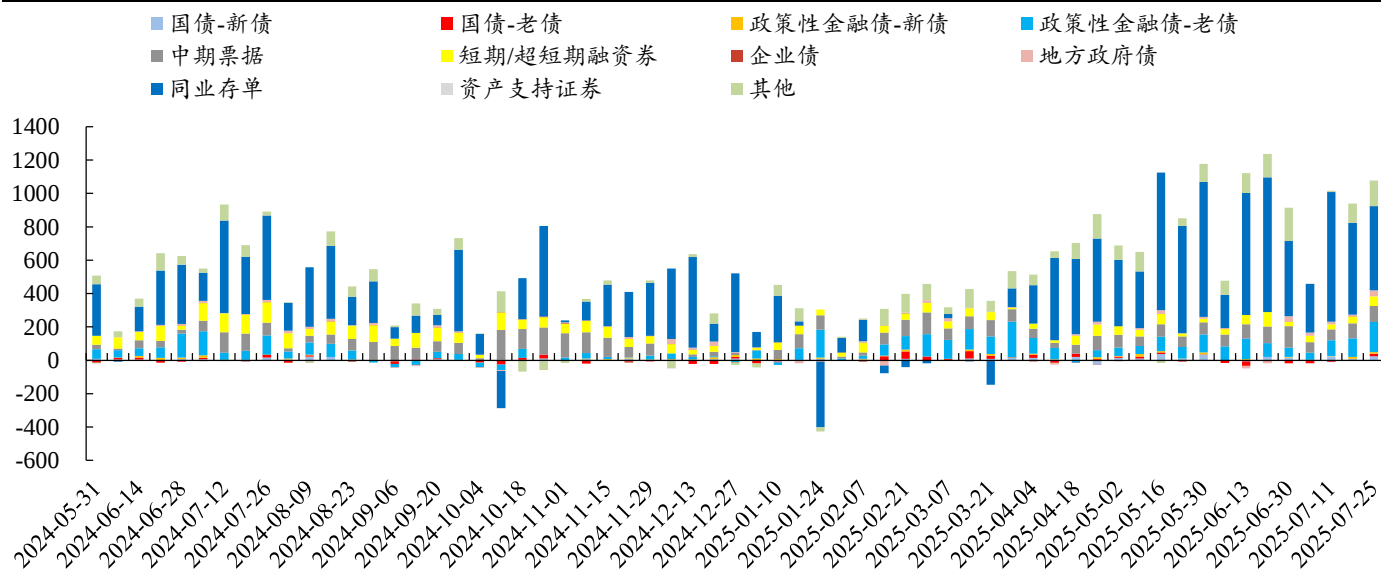
债券：收缩信用债敞口、增加利率债波段交易。2024Q2 末理财持有的利率债近 1 万亿元，占 3.00%，较年初上升 0.67pct；信用债 12.79 万亿元，占 38.79%，较年初下降 2.32pct。信托整改压力+短期限信用债发行降速，理财对于信用债仓位更为谨慎，偏向于通过公募基金增配信用债；信用债票息吸引力不断下降，理财转向增加利率债的波段交易，如 7 月底利率债阶段性回调将给理财带来较好的增配机会，现券数据来看理财净买入利率债规模边际提升。

图8：2025Q2 理财新增投资资产 1.8 万亿元中，现金及银行存款占一半，公募基金、同业存单增量亦居前（万亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图9：理财现券净买入中，同业存单和利率债为主要资产（亿元）



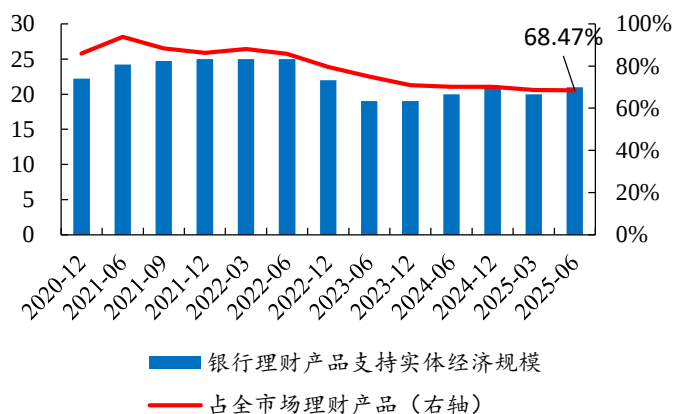
数据来源：CFETS、开源证券研究所

2.2、直投债权类减少，支持实体比例走低

理财支持实体经济的比例继续下降。截至 2024 年 6 月末，理财通过债券、非标、

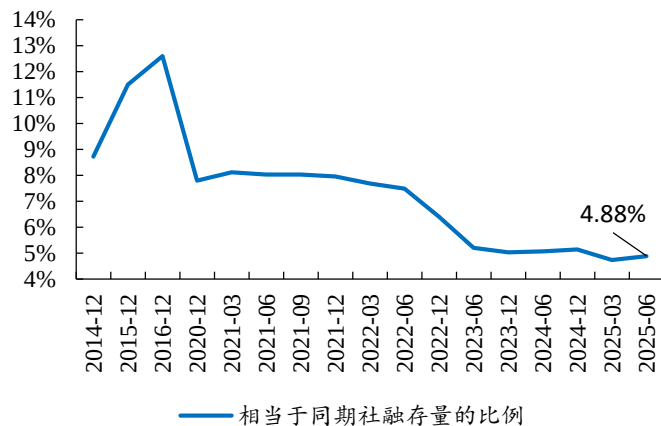
未上市公司股权等资产支持实体经济的比例降至 68%，为有统计以来新低；理财支持实体规模占同期社融存款的比例为 4.88%，环比小幅上升但仍处于历史较低水平，主要是理财主动减少直投信用债而通过基金间接投资，以避免较大的市场波动。但公募基金在理财持仓披露时无需穿透，故理财支持实体经济的比例在读数上有所下降。

图10：2025Q2 末理财支持实体经济比例继续下降（万亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图11：2025Q2 末，理财支持实体占社融存量的比例仍处低位



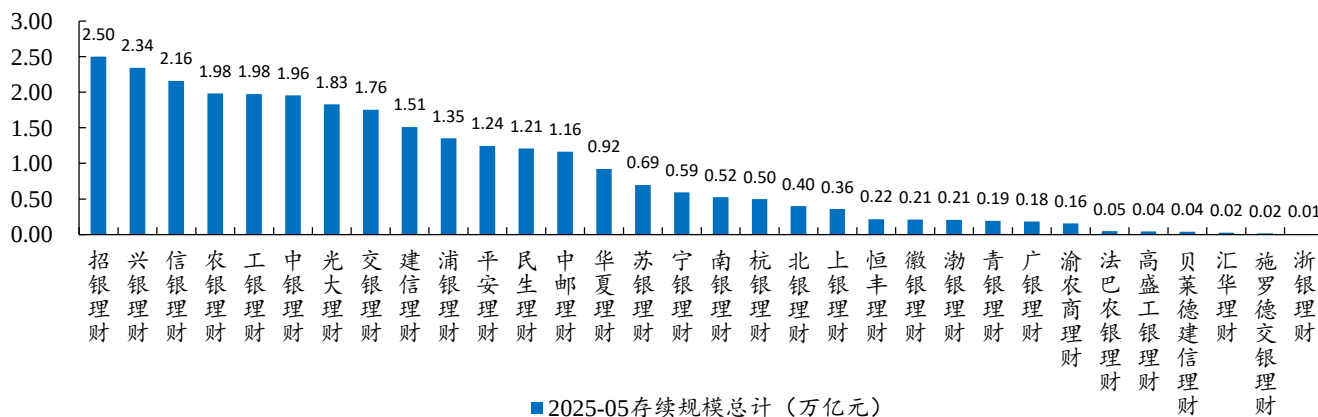
数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

3、竞争格局：头部效应明显，中小行加速“退场”

3.1、理财公司：国股行理财子规模优势稳固

股份行理财子坐稳头把交椅，或仍有一定规模诉求。截至 2025 年 5 月末规模前三的理财公司仍为招银理财、兴银理财、信银理财，顺位未发生变化。股份行理财子零售客群基础好、集团协同优势明显，加上近年大力开拓代销渠道，短期内增长势头仍然强劲。考虑到近年银行业表内存贷增速放缓，头部银行依靠理财业务加大客户粘性，理财的规模诉求或仍然较强，短期内将更多迎合投资者的偏好，发行适配低风险偏好客群的产品。

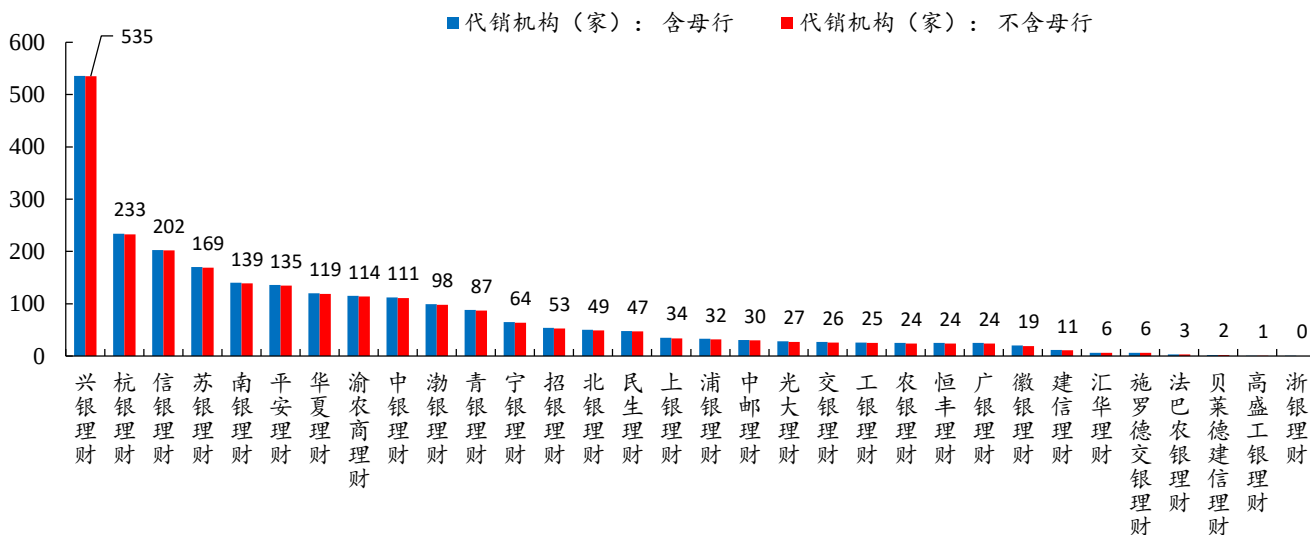
图12：截至 2025-05 末规模前三的理财公司仍为股份行理财子（万亿元）



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：因 2025-06 规模未有效更新，故仅展示至 2025-05 末；图中展示 32 家已开业的理财公司）

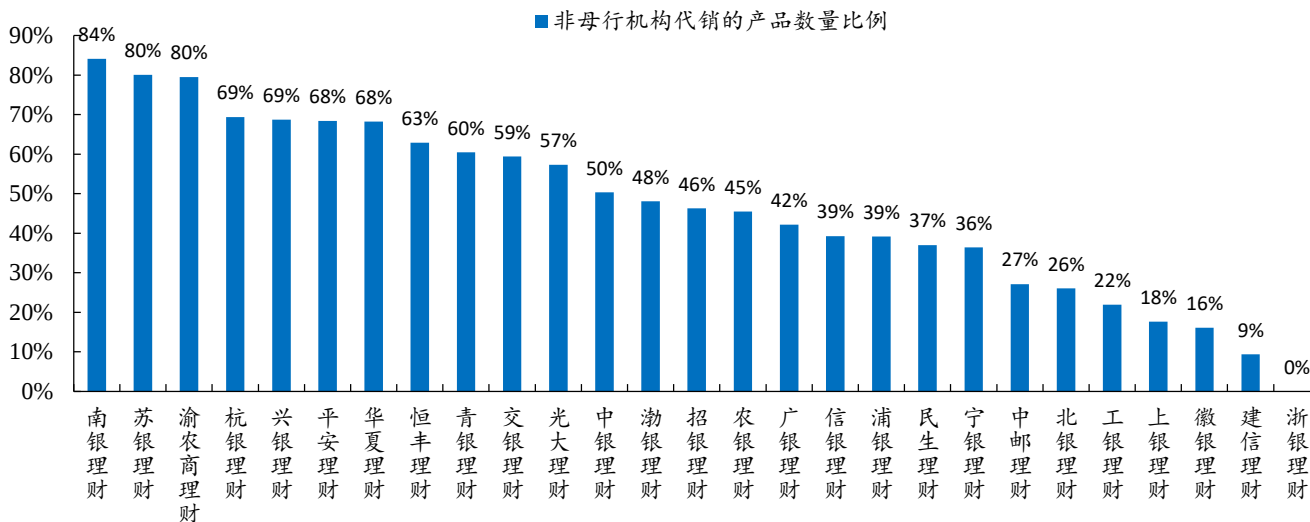
头部股份行&城农商行理财子积极开辟代销渠道。截至 2025-07-30，母行以外代销机构数量居前的为兴银理财、杭银理财、信银理财；母行以外代销的产品数量比例居前的为南银理财、苏银理财、渝农商理财。这些机构受益于同业合作优势、财富客群基础，近年通过开拓渠道为规模增长助力。

图13：按发行方：头部股份行理财子和城商行理财子的代销渠道较广（统计日为 2025-07-30）



数据来源：普益标准、开源证券研究所

图14：按发行方：非母行机构代销的产品数量比例来看，区域性城商行理财子领先（统计日为 2025-07-30）

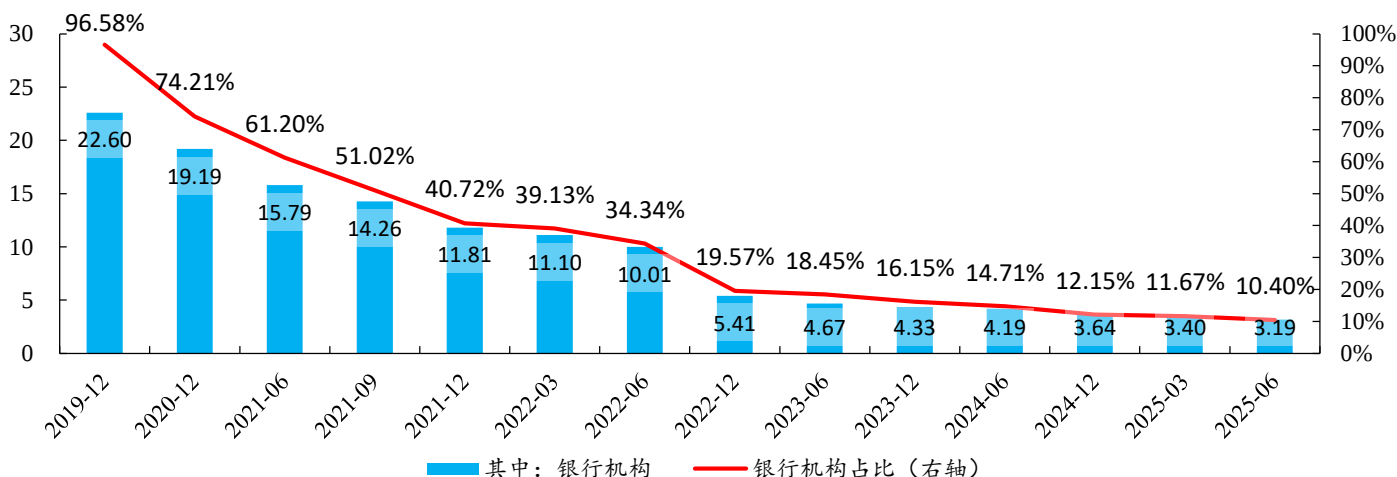


数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：图中不含合资理财公司）

3.2、中小银行：清零预期下主动退出，市占率降至 10%

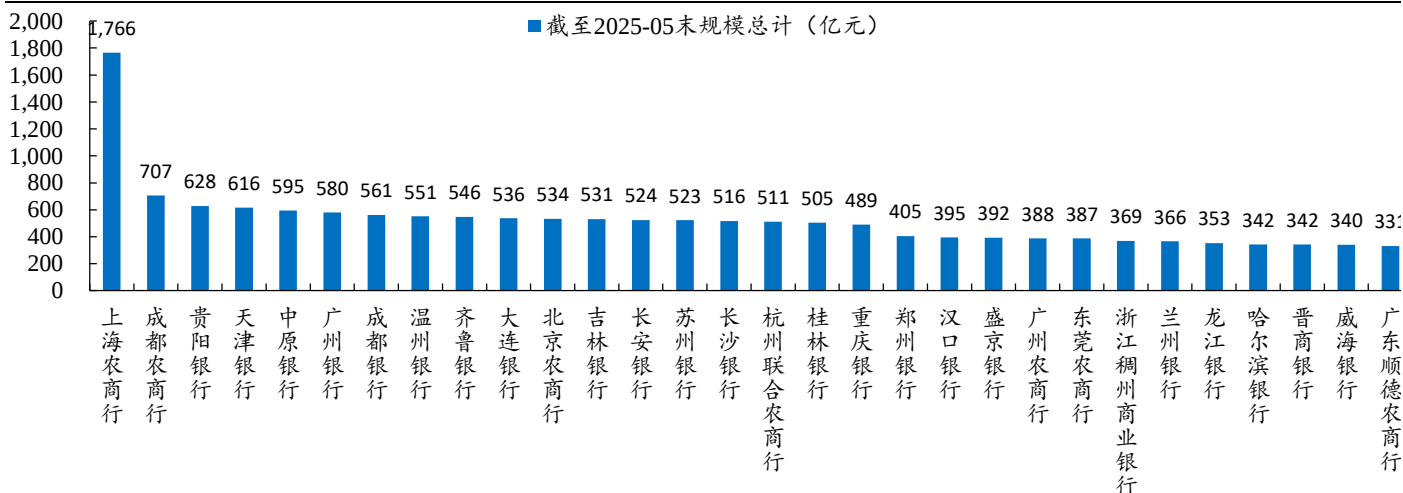
理财子牌照继续“惜发”，2026 年底前中小行或面临“清零”压力。2024 年初至今未新增理财公司的牌照发放，预计监管态度仍然较紧，中小行获批难度仍然较大。截至 2025Q2 末银行机构理财规模为 3.19 万亿元，占全市场 10.4%，占比较 Q1 末下降超 1pct。

图15：截至 2025Q2 末，银行机构理财规模为 3.64 万亿元，占全市场 12.15%



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所（注：银行机构包括无理财子牌照的银行、有理财子牌照的母行，后者规模较小，可忽略）

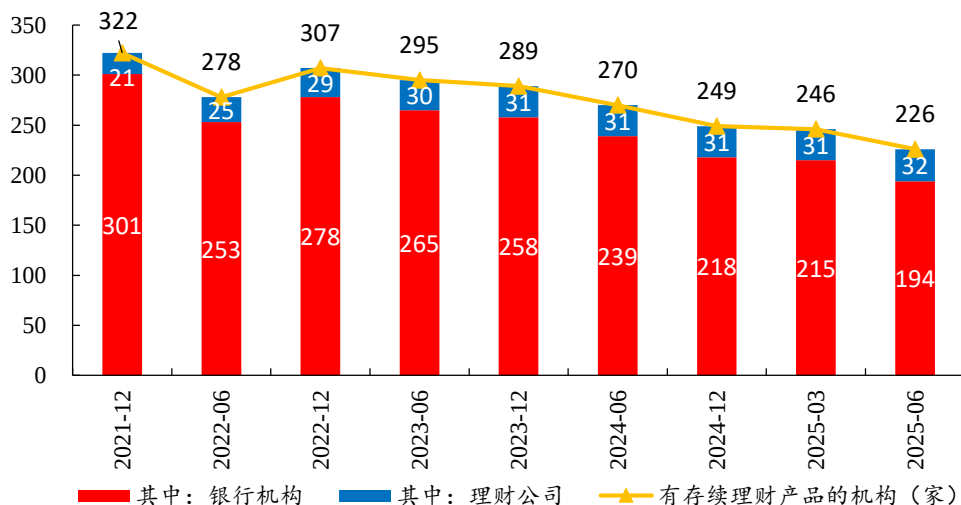
图16：尚未获得理财子牌照的银行中，仅一家规模超 1000 亿（统计截至 2025-05 末）



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：因 2025-06 规模未有效更新，故仅展示至 2025-05 末；图中仅展示规模 TOP30 银行）

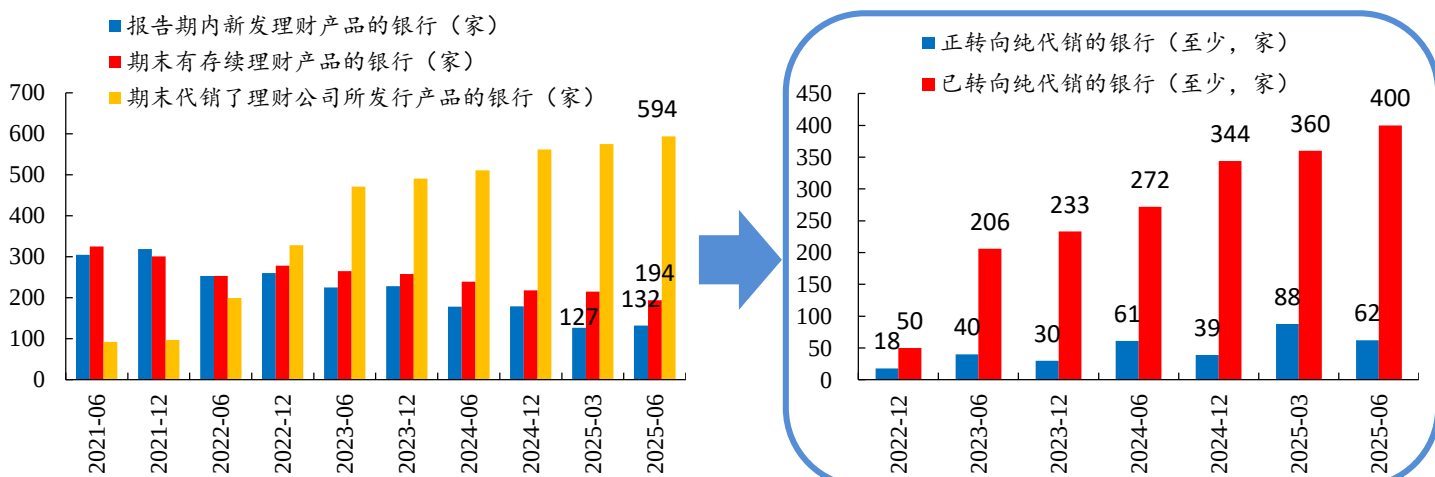
中小银行持续退出理财市场。2024 年 6 月下旬，根据中国证券报报道，目前有部分省份要求未设立理财子公司的银行在 2026 年底前逐步压降存量理财业务规模。截至 2025Q2 末共有 194 家银行机构有存续的理财产品，较 2025Q1 末减少 21 家，不少银行提前主动退出理财市场。目前国有行和股份行均已获得理财子牌照，未获得理财子牌照的银行均为城农商行。

图17：2024年下半年共有21家中小银行退出理财市场



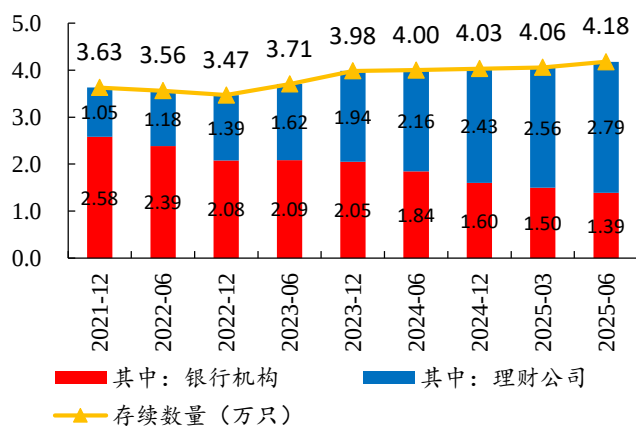
数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所（注：理财公司不含未开业的浙银理财）

图18：2024年“正转向纯代销的银行”至少39家，截至2025Q2末“已转向纯代销的银行”或有344家

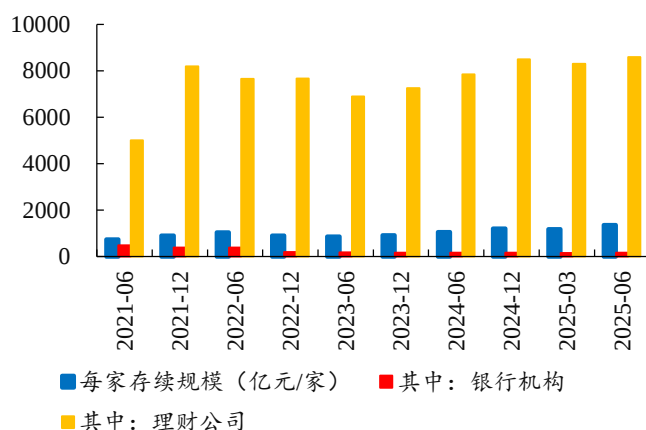


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所（注：“正转向纯代销的银行”=期末有存续理财产品的银行数量-报告期内新发了产品的银行数量；“已转向纯代销的银行”=期末代销了理财公司产品的银行数量-有存续理财产品的银行数量；计算值或与实际值有所差异）

城农商行理财业务规模效应不足，纷纷转为纯代销。截至2025Q2末，中小银行存续的产品数量为1.39万只，较2025Q1末下降1.1万只。城农商行发行的产品线较为单一，单家规模小、单只规模小，盈利能力不足。主动退出理财市场后大多转为纯代销，丰富产品货架的方式加强客户粘性，有助于理财子增加城农商行的代销渠道，加大对长尾客群的理财营销。

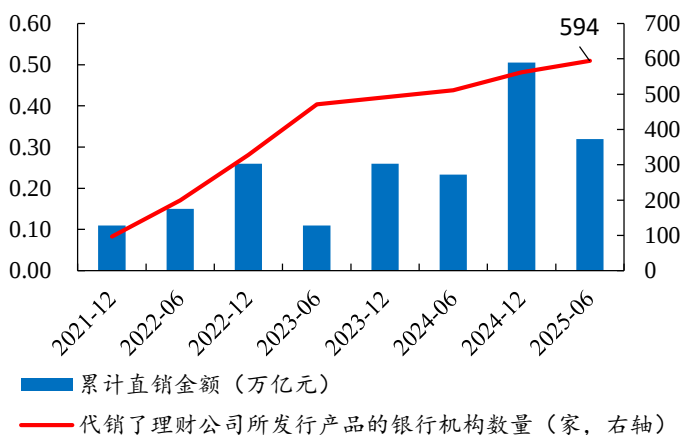
图19：无理财子牌照的银行机构存续产品数量不断下降


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

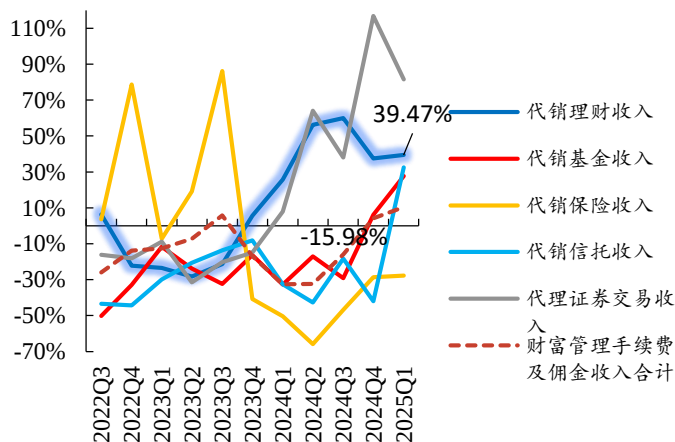
图20：无理财子牌照的银行机构平均单家规模较小


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

银行代销可显著增厚中收，承接存款“搬家”资金。2025年6月末理财公司的代销机构增至594家，延续增长态势；直销金额也同比有所上升。未来中小银行若转型纯代销，可较好承接居民存款“搬家”的需求，若前期客户基础较好，有望带来亮眼的代销收入，如招商银行2025Q1单季代销理财收入在2024Q1基数较高的情况下仍然同比增长近40%。

图21：2025Q2末理财公司合作的代销机构增长至562家


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图22：招商银行2025Q1代销理财收入同比高增近40%


数据来源：银行财报、开源证券研究所

4、小结：与存款客群高度重合，坚守绝对收益定位

“存款搬家”趋势下，我们认为低波理财将是最主要的承接方，主要由于理财依托银行的渠道优势、理财客群和存款客群的高度重合。因此我们看好理财的稳步增长，但增量或不及2024年。但资产端的欠配压力持续增大，主要体现在：

- 1、**存量高息协议存款（借道保险资管）集中到期**，高息低波资产难以获得；协议存款到期后若置换为同业存款，两者收益差距或大于100BP；后续同业定存利率若被监管收紧，将加大低波资产的欠配；
- 2、**信托平滑工具整改、估值方式规范**，年底前若整改完毕，从2026年开始理

财在债市调整中平抑净值波动能力大幅减弱，负债端可能变得不够稳定；挖掘存款、非标等无波动资产的意愿增长，但实体需求较弱使得这些资产的供给不足；

3、**短期限信用债发行降速、票息降低**，理财配置需求难以得到满足，需通过加大配置公募基金、利率债交易的方式增厚收益；

4、**受制于理财客群的风险偏好，权益类资产规模仍然较小**，理财难以享受权益市场的结构性上涨机会，多资产投资受限。

随着投资者降低对理财产品的收益预期，理财公司仍将坚守“绝对收益”定位，对于同业存单、短期限信用债和债基仍需求较大。但直投长期信用债或信用下沉的可能性不大，或更多通过公募基金或基金专户实现。

5、风险提示

经济增速不及预期，低利率环境加大理财欠配压力：若经济增速不及预期，低利率环境下理财欠配压力增大；

金融监管趋严，资产端可选范围缩窄：委外整改使得理财管理净值难度增加；

理财子牌照发放收紧：目前尚未获批成立理财子公司的银行，或面临着理财存量规模受限、增量产品无法发行等风险。

附表：理财持仓一览

附表：理财持仓一览（穿透后口径）

理财持仓（穿透后，万亿元）	2020-12	2021-06	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2025-03	2025-06
现金及银行存款	2.61	2.77	3.56	4.49	5.24	6.56	7.76	7.73	7.68	7.27	8.18
同业存单	18.53	3.00	4.34	4.64	3.98	2.94	3.28	3.61	4.63	4.20	4.55
债券		16.29	17.00	16.95	15.10	13.21	13.16	13.39	13.98	13.68	13.78
其中：利率债	2.24	1.76	1.83	1.65	1.42	1.07	0.93	0.82	0.75	-	0.99
信用债	13.77	14.53	15.17	15.29	13.68	12.15	12.24	12.57	13.21	-	12.79
非标准化债权类资产	3.14	3.75	2.62	2.26	1.95	1.86	1.80	1.78	1.74	1.75	1.81
公募基金	0.81	0.74	1.25	1.27	0.81	0.89	0.61	1.10	0.93	0.94	1.38
拆放同业及债券买入返售	1.91	0.75	1.22	0.95	1.71	1.11	1.37	1.80	2.06	2.24	2.18
权益类资产	1.37	1.17	1.03	1.02	0.93	0.89	0.84	0.85	0.83	0.81	0.83
代客境外理财投资QDII	0.17	0.19	0.17	0.19	0.18	0.17	0.23	0.28	0.29	0.28	0.26
金融衍生品及另类资产	0.01	0.00	0.01	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.01	0.02	0.03
总投资资产合计	28.84	28.66	31.19	31.81	29.96	27.7	29.06	30.56	32.13	31.17	32.97
现金及银行存款	9.1%	9.7%	11.4%	14.1%	17.5%	23.7%	26.7%	25.3%	23.9%	23.3%	24.8%
同业存单	64.3%	10.5%	13.9%	14.6%	13.3%	10.6%	11.3%	11.8%	14.4%	13.5%	13.8%
债券		56.8%	54.5%	53.3%	50.4%	47.7%	45.3%	43.8%	43.5%	43.9%	41.8%
其中：利率债	7.8%	6.1%	5.9%	5.2%	4.7%	3.9%	3.2%	2.7%	2.3%	-	3.0%
信用债	47.7%	50.7%	48.6%	48.1%	45.7%	43.9%	42.1%	41.1%	41.1%	-	38.8%
非标准化债权类资产	10.9%	13.1%	8.4%	7.1%	6.5%	6.7%	6.2%	5.8%	5.4%	5.6%	5.5%
公募基金	2.8%	2.6%	4.0%	4.0%	2.7%	3.2%	2.1%	3.6%	2.9%	3.0%	4.2%
拆放同业及债券买入返售	6.6%	2.6%	3.9%	3.0%	5.7%	4.0%	4.7%	5.9%	6.4%	7.2%	6.6%
权益类资产	4.8%	4.1%	3.3%	3.2%	3.1%	3.2%	2.9%	2.8%	2.6%	2.6%	2.5%
代客境外理财投资QDII	0.6%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%
金融衍生品及另类资产	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
占比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn