

分析师：张洋
登记编码：S0730516040002
zhangyang-yjs@ccnew.com 021-50586627

券商板块 2024 年 12 月回顾及 2025 年 1 月前瞻

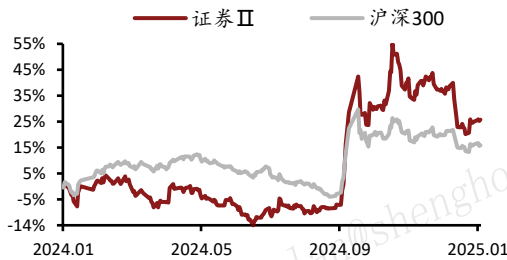
——券商板块月报

证券研究报告-行业月报

同步大市(维持)

证券 II 相对沪深 300 指数表现

发布日期：2025 年 01 月 24 日



资料来源：聚源、中原证券研究所

相关报告

《证券 II 行业月报：券商板块 2024 年 11 月回顾及 12 月前瞻》 2024-12-27

《证券 II 行业年度策略：经营环境转暖，盈利预期向上》 2024-12-05

《证券 II 行业月报：券商板块 2024 年 10 月回顾及 11 月前瞻》 2024-11-27

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

- **券商板块 2024 年 12 月行情回顾：**12 月券商指数整体尚能维持强势震荡，但月末波动率快速放大，并呈现破位调整之势。中信二级行业指数证券 II 全月下跌 3.86%，跑输沪深 300 指数 4.33 个百分点。12 月券商板块在连续修复反弹后出现全面调整，板块平均 P/B 的震荡区间收窄至 1.494-1.602 倍。
- **影响上市券商 2024 年 12 月月度经营业绩的核心要素：**(1) 权益震荡转弱、固收涨势扩大，自营业务环比将实现增长。(2) 经纪业务景气度虽然明显回落，但仍维持在年内的次高位以及近年来的相对高位水平。(3) 两融余额仍有小幅走高，但对上市券商单月经营业绩的边际贡献度进一步收窄。(4) 股权融资进一步回升、债权融资维持高位，投行业务总量将回升至年内的次高位。
- **上市券商 2025 年 1 月业绩前瞻：**自营：各主要权益类指数同步出现不同程度的回落调整，固收类指数由前期的快速上涨转为高位横向震荡。整体看，权益自营环比仍有下行压力，固收自营的景气度环比显著回落，上市券商自营业务环比将出现较为明显的下滑，同比将实现明显改善。经纪：全市场日均股票成交量进一步下滑，经纪业务景气度环比仍将出现较为明显的回落。两融：两融余额有所松动，两融业务的边际贡献将由正小幅转负。投行：股权融资规模将创近年来新高，并将带动行业投行业务总量连续第三个月实现环比回升。整体经营业绩：综合目前市场各要素的最新变化，预计 2025 年 1 月上市券商母公司口径单月整体经营业绩环比将出现一定幅度的下滑，但同比实现增长的确定性较强。
- **投资建议：**2025 年 1 月以来券商指数破位回调，板块的平均 P/B 由月初的接近 1.50 倍最低回落至 1.34 倍，目前回升至 1.40 倍附近。展望 2025 年，包括资本市场在内的后续增量政策仍有望在合适的时机持续出台，证券行业的整体经营环境有望持续回暖。目前券商指数已进入大区间震荡的整固期，静待下一轮上涨周期的开启。在充分换手整固后，伴随着后续增量政策的持续推出、市场的再度转强以及情绪的再度回升，叠加行业基本面的持续改善，券商板块有望迎来业绩与估值的“戴维斯双击”，并有望向上挑战 2 倍 P/B 的近年来估值高位，板块内个股均有阶段性投资机会，积极保持对券商板块的持续关注并择机再度布局。

风险提示：1.权益及固收市场波动导致证券行业基本面改善的程度不及预期；2.股价短期波动风险；3.资本市场改革的政策效果不及预期

1. 2024 年 12 月券商板块行情回顾

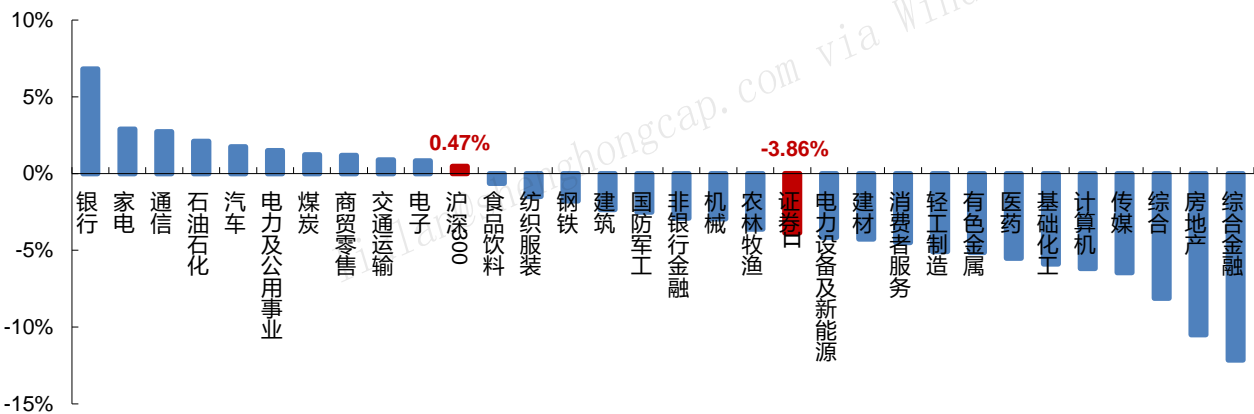
1.1. 12 月券商指数整体尚能维持强势震荡，但月末呈现破位调整之势

2024 年 12 月券商指数上旬跟随各权益类指数再度小幅震荡走高，但成交量相较前期出现明显萎缩；临近中旬，券商指数出现单日较大幅度高开后的持续低走行情，随即于中旬再度展开回落整理，调整的节奏相对较为平稳；进入下旬，伴随着成交量的进一步萎缩，券商指数呈现窄幅震荡，波动率明显收敛；最后一个交易日，券商指数出现单日明显下跌。12 月券商指数整体尚能维持强势震荡，但月末波动率快速放大，并呈现破位调整之势。

中信二级行业指数证券 II 全月下跌 3.86%，跑输沪深 300 指数（上涨 0.47%）4.33 个百分点，在连续三个月实现上涨后出现首次回调；与 30 个中信一级行业指数相比，排名第 19 位，环比下降 13 位。

中信二级行业指数证券 II 全月振幅为 11.14%，环比明显收窄；共成交 1.24 万亿元，环比-42.6%，出现明显缩量。

图 1：2024 年 12 月中信二级行业指数证券 II 涨跌幅为 -3.86%



资料来源：Wind、中原证券研究所

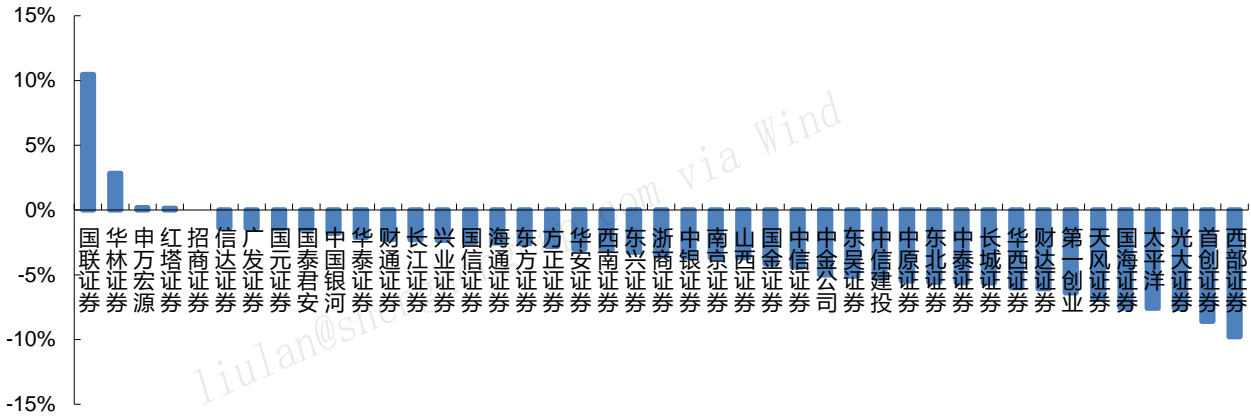
1.2. 12 月券商板块在连续修复反弹后出现全面调整

2024 年 12 月，43 家单一证券业务上市券商中仅有 4 家实现上涨，环比-23 家。其中，涨跌幅前 5 位分别为国联证券（10.46%）、华林证券（2.82%）、申万宏源（0.19%）、红塔证券（0.12%）、招商证券（0.00%）；涨跌幅后 5 位分别为西部证券（-9.77%）、首创证券（-8.60%）、光大证券（-7.60%）、太平洋（-7.59%）、国海证券（-7.56%）。12 月共 25 家上市券商的月度表现跑赢券商指数，环比+17 家，占比 58.1%。

12 月券商板块在连续修复反弹后，出现全面调整。其中，头部券商在连续三个月表现强势后出现明显分化，个别前期领涨的龙头券商本月处于板块涨跌幅的下半分位，仍有过半数个股跑赢券商指数并处于板块涨跌幅的上半分位，维持相对强势的表现；中小及弹性券商在保持

分化的同时环比表现有所转弱，除个别个股逆市走强维持板块热度外，过半数个股处于板块涨幅的下半分位，且跌幅明显大于券商指数的跌幅，是券商板块全月回落调整的主力。12月券商板块结构性行情的力度进一步转弱、范围进一步收窄。

图 2：2024 年 12 月券商板块个股涨跌幅

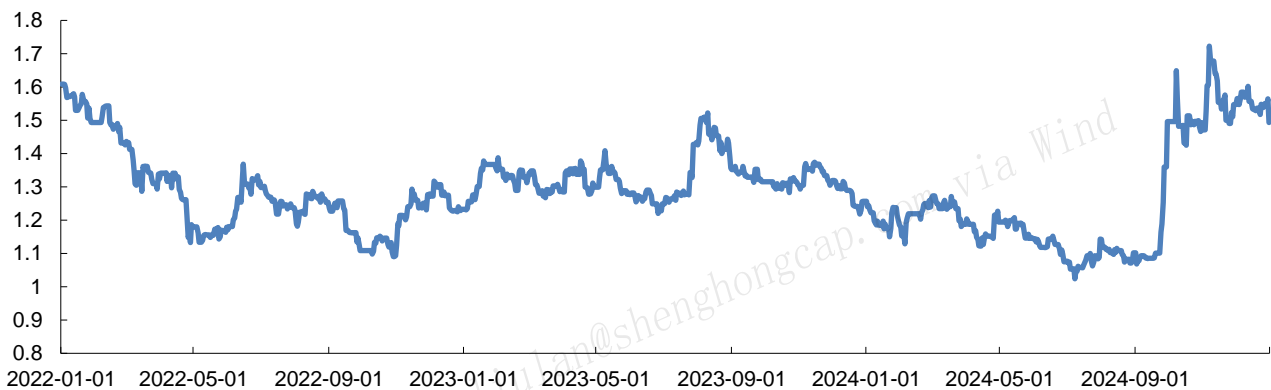


资料来源：Wind、中原证券研究所

1.3. 2024 年 12 月券商板块平均 P/B 的震荡区间为 1.494-1.602 倍

2024 年 12 月券商板块的平均 P/B 最高为 1.602 倍，最低为 1.494 倍，P/B 震荡区间的上限环比降低、下限环比提高，波动区间环比收窄。截至 2024 年 12 月 31 日收盘，券商板块的平均 P/B 为 1.494 倍，再度降至 2016 年以来板块 1.55 倍的平均估值以下。

图 3：2022 年 1 月-2024 年 12 月券商板块平均 P/B



资料来源：Wind、中原证券研究所

2. 影响 2024 年 12 月上市券商月度经营业绩的核心要素

2.1. 权益震荡转弱、固收涨势扩大

2024 年 12 月各主要权益类指数上月同步小幅走高，进入中旬后再度温和回落，下旬均

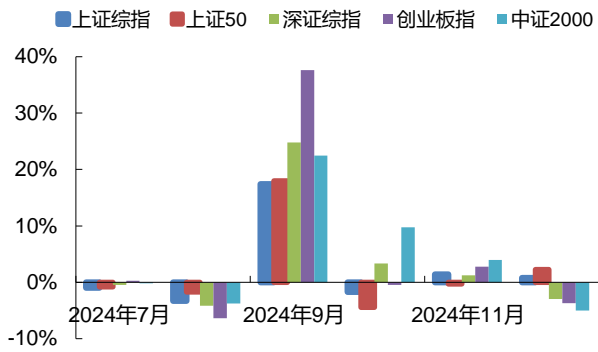
处于横向窄幅震荡、波动率收敛；最后一个交易日，各权益类指数同步向下破位调整。同时，各权益类指数间的分化现象有所加剧，短期强弱再度明显易位。其中，代表价值类风格的上证 50 指数、沪深 300 指数在上旬小幅走强，中旬回落的幅度相对较小，下旬再度震荡走高，月末向下破位的力度相对较弱，短期格局由前期的最为弱势逐渐转强；代表赛道类成长风格的创业板成分指数全月基本维持横向震荡，波动幅度明显收敛，月末向下破位的力度相对较强，全月以最低点收盘，短线格局明显转弱；代表小微市值风格的中证 2000 指数上半月延续了前期的强势，突破 11 月的高点再度刷新本轮反弹修复以来新高，但下半月后趋势快速转弱，连续出现较大幅度的单日调整，不仅将上半月的涨幅完全回吐，而且全月以明显下跌报收，指数波动率未同步其他权益类指数出现收敛，仍保持着较高的指数弹性。

具体指数涨跌幅为：上证指数上涨 0.76%、深证综指下跌 2.95%、上证 50 指数上涨 2.28%、沪深 300 指数上涨 0.47%、创业板指下跌 3.71%、中证 A500 指数下跌 0.25%、中证 1000 指数下跌 3.74%、中证 2000 指数下跌 4.98%。上市券商权益类自营业务中，以市场中性策略为代表的量化投资对冲端中证 500、中证 1000 股指期货的跌幅均大于股票现货组合的跌幅，同时股指期货保持贴水状态，全月投资收益的展望偏乐观。方向性业务方面，下半月以银行为代表的高股息板块在相对沉寂一段时间后再度明显走强，以人工智能产业链为代表的成长、题材类板块在上半月短暂活跃后，下半月集体进入快速退潮期。除个别高股息板块外，月内市场热点的持续性普遍不强，板块切换速度快，对节奏把握及方向判断的要求高，上市券商方向性权益自营的操作难度进一步加大。此外，由于各主要权益类指数于月末出现破位下跌，指数化投资也较难实现良好收益。预计 12 月上市券商权益类自营业务环比将有所承压，且上市券商间将保持分化。

12 月固定收益类指数上月延续了缓步震荡走高的趋势，进入中旬后涨势明显增强、涨幅持续扩大。其中，十年期国债期货指数在中旬出现跳空上涨后，连续刷新历史新高，全月上涨 1.70%，创 2021 年 7 月以来最大单月涨幅；中证全债（净）指数虽然前期走势偏弱，但进入 12 月即明显转强，连续多日出现跳空且幅度较大的上涨，同步十年期国债期货指数连续刷新历史新高，并创 2008 年 12 月以来最大单月涨幅。12 月行业固定收益类自营业务的经营环境进一步升温，景气度于年末达到全年顶峰，并将持续贡献上市券商月度投资收益的主要增量。

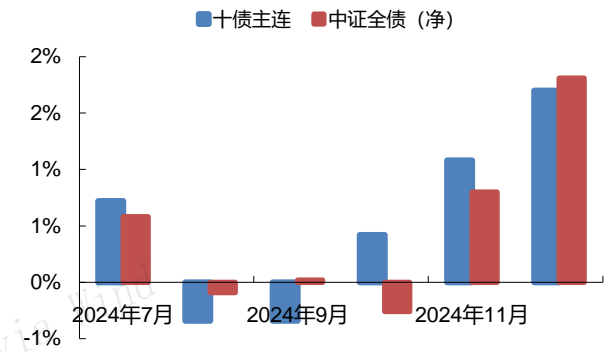
整体看，12 月权益自营环比将有所承压，固收自营的景气度达到全年顶峰，上市券商自营业务的月度投资收益总额环比将在固收自营的带动下实现增长。

图 4：各主要权益类指数涨跌幅



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 5：十债主连、中证全债（净）指数涨跌幅



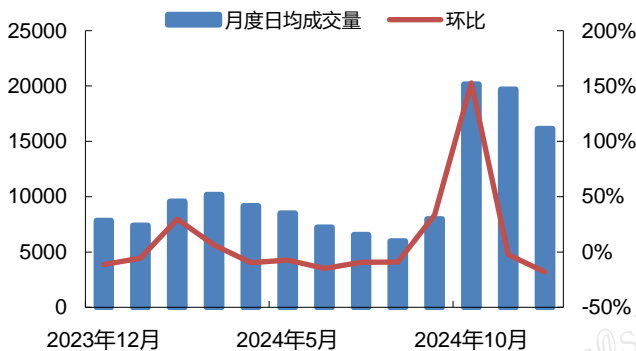
资料来源：Wind、中原证券研究所

2.2. 经纪业务景气度仍维持在近年来的相对高位水平

2024 年 12 月全市场日均股票成交量为 16114 亿元，环比-18.12%，同比+105.8%；月度股票成交总量为 35.45 万亿元，环比-14.22%，同比+115.6%。

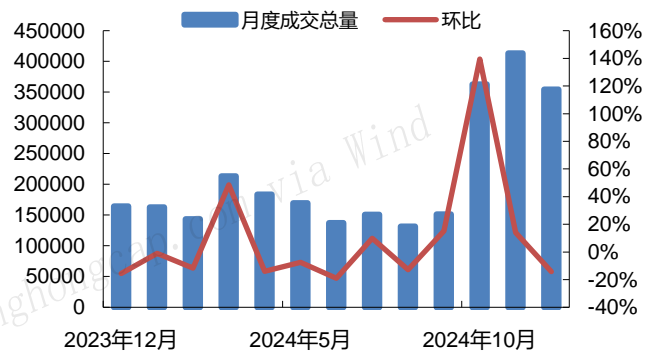
12 月各权益类指数的涨跌幅相对收敛、波动率明显下降。同时，高股息板块再度走强，成长、题材类板块在经过两个月的修复反弹后内在调整需求逐步加大，叠加债券市场持续走强带来的股债“跷跷板”效应，共同导致日均成交量及成交总量环比均出现较为明显的下滑。由于 12 月日均成交量仍能够维持在 1.5 万亿上方波动，成交总量仍达到近年来的次高位，行业经纪业务景气度虽然明显回落，但仍维持在年内的次高位以及近年来的相对高位水平。

图 6：月度日均成交量（亿元）



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 7：月度成交总量（亿元）



资料来源：Wind、中原证券研究所

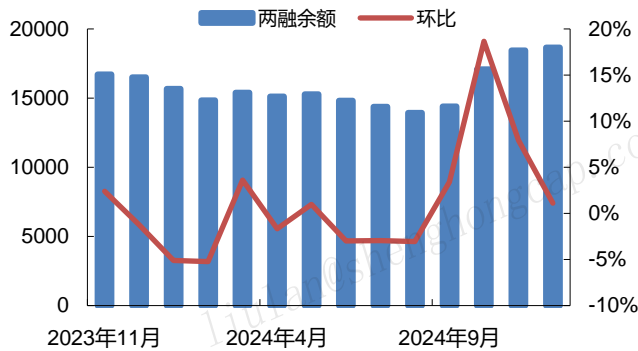
2.3. 两融余额环比仍有小幅走高

截至 2024 年 12 月 31 日，全市场两融余额为 18646 亿元，环比+1.1%，同比+11.5%。

截至 12 月底，2024 年两融日均余额为 15671 亿，较 2023 年两融日均余额 16058 亿元-2.41%，降幅环比进一步明显收窄。

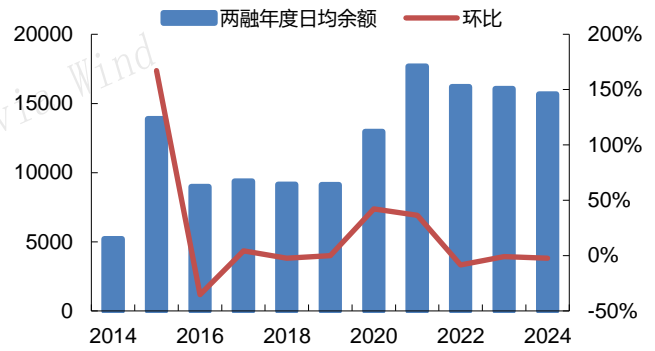
12月两融余额并未受市场交投活跃度下降的影响，仍有小幅走高，月中曾一度接近1.90万亿元大关，显示两融客户并未受部分成长、题材类板块调整幅度有所加大的影响，持股心态仍较为稳定，且愿意承担一定的市场波动。12月两融业务将维持对上市券商单月经营业绩的正向贡献，但边际贡献度将进一步收窄。

图 8：月末两融余额（亿元）



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 9：两融年度日均余额（亿元）



资料来源：Wind、中原证券研究所

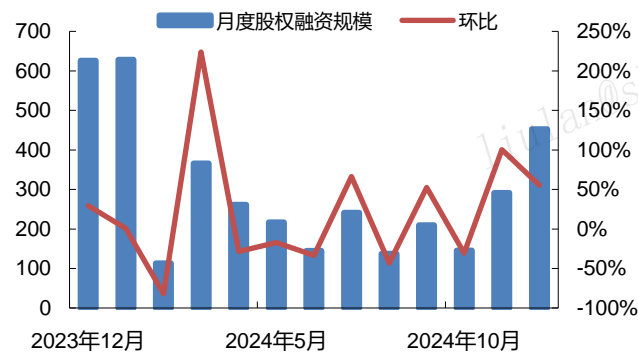
2.4. 投行业务总量回升至年内的次高位

股权融资方面，2024年12月股权融资规模为452亿元，环比+55.5%，同比-27.7%。

债权融资方面，2024年12月行业各类债券承销金额为13141亿元（按发行日），环比-19.3%，同比+57.7%。

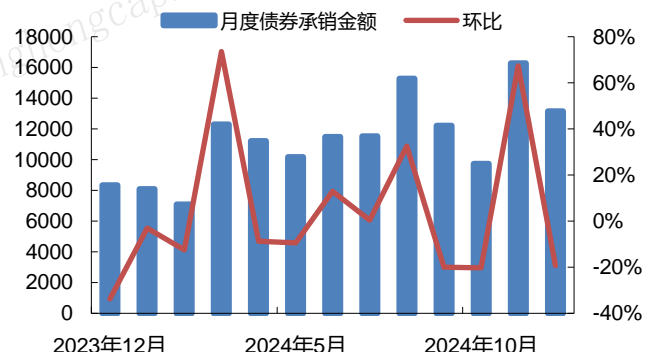
11月IPO及定向增发规模环比进一步放量，行业股权融资规模连续第二个月环比实现较大幅度回升，且总量回升至年内的次高位；行业各类债券承销金额环比虽然出现一定幅度的回落，但总量保持在年内的高位水平。12月股权融资规模进一步回升、债权融资规模维持高位水平，行业投行业务总量将回升至年内的次高位。

图 10：月度股权融资规模（亿元）



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 11：月度各类债券承销金额（按发行日，亿元）



资料来源：Wind、中原证券研究所

3. 上市券商 2025 年 1 月业绩前瞻

自营业务：进入 2025 年 1 月，各主要权益类指数上旬延续了去年最后一个交易日的破位调整，出现进一步回落，调整幅度在上中旬之交一度明显扩大；中旬以来，各权益类指数逐步企稳并尝试向上反弹，同时各指数间保持分化，短周期内再现强弱易位。截至目前，代表价值类风格的上证 50 指数、沪深 300 指数在去年 12 月短暂表现相对强势后，上旬出现一定幅度的补跌，且中旬以来进入横向震荡整理，向上反弹的力度相对不足，短线格局由最为强势再度转为相对弱势；代表赛道类成长风格的创业板成分指数上旬调整的力度相对较强，但中旬后向上修复的力度也相对较强，并已收复了大部分跌幅，短线格局由弱转为相对强势；代表小微市值风格的中证 2000 指数由于调整的时间较早、调整的幅度较大，月初进一步回落后即领先其他权益类指数见底并尝试向上反弹，中旬后同步反弹的力度最强，并已收复了绝大部分月初跌幅，目前在各权益类指数中跌幅最小，短线格局由最为弱势再度转强，且仍保持着较高的指数弹性。

上市券商权益类自营业务中，截至目前，以市场中性策略为代表的量化投资对冲端中证 500 股指期货的走势略弱于股票现货组合的走势，中证 1000 股指期货的走势略强于股票现货组合的走势，且均保持贴水状态，全月投资收益有望相对平稳。方向性业务方面，1 月以来以银行板块为代表的高股息板块由前期的震荡走强转为横向盘整，短周期内陷入调整；成长、题材类板块在上旬持续走弱后，中旬以来虽有轮动反弹，但板块整体效应不强，仅半导体、人型机器人等板块内的部分个股在年报预增以及市场情绪的加持下出现持续走强，对选股能力及持股信心的要求高，上市券商方向性权益自营的操作难度环比进一步加大。此外，由于各主要权益类指数出现全面调整，且一度呈现较为明显的负向弹性，指数化投资也将明显承压。预计 2025 年 1 月上市券商权益类自营业务环比仍有下行压力，但同比将实现较为显著的改善。

1 月以来固定收益类指数月初仍有惯性冲高，并同步刷新历史新高。1 月 10 日，央行宣布，鉴于近期政府债券市场持续供不应求，将暂停开展公开市场国债买入操作，向市场释放出较强的调控力度加码信号。受此影响，固定收益类指数一度出现明显波动，并由前期的快速上涨转为高位横向震荡，但由于月初几个交易日内的涨幅较大，至今仍实现了小幅上涨。截至目前，十年期国债期货指数上涨 0.18%，中证全债（净）指数上涨 0.22%。1 月行业固定收益类自营业务的经营环境在严监管下环比明显降温，景气度环比显著回落，但全月仍有望实现一定规模的投资收益。

整体看，2025 年 1 月权益自营环比仍有下行压力，固收自营的景气度环比显著回落，上市券商自营业务的月度投资收益总额环比将出现较为明显的下滑，同比将实现明显改善。

经纪业务：2025 年 1 月以来各权益类指数同步出现不同程度的回落调整，高股息板块补跌走弱，成长、题材等方向未形成板块性的持续走强以引领市场人气，市场热点以个股的形式轮动演绎，有效把握的难度高。此外，在指数调整幅度有所加大的背景下，部分普通投资者由前期的主动寻找投资机会再度转为被动持股，共同导致市场交投活跃度出现进一步明显回落。

截至目前，1月全市场日均股票成交量环比进一步下滑至1.2万亿元，降幅环比进一步扩大，但仍明显高于2024年10月之前的日均成交量水平；成交总量虽受节假日因素的影响，预计降幅将高于日均成交量降幅，但仍将达到2024年10月之前的高位水平。预计1月行业经纪业务景气度环比仍将出现较为明显的回落，并将回落至2024年10月以来的低位，同比则将实现明显增长。

两融业务：2025年1月上旬伴随着各权益类指数的破位回落，两融余额也有所松动，但幅度较为有限；中旬以来各权益类指数企稳回升，两融余额也由温和回落转为横向窄幅震荡。截至目前，两融余额仍维持在1.80万亿元上方波动，显示两融客户整体的持股心态依然较为稳定，并且对后市的展望乐观，而市场波动的幅度也在其可以容忍的范围之内。预计1月两融业务对上市券商单月经营业绩的边际贡献将由正小幅转负，整体业绩贡献度将保持在近年来高位，截至1月底2025年两融日均余额较2024年将出现较大幅度回升。

投行业务：股权融资方面，截至目前IPO规模虽有明显下滑，但定增规模实现翻倍以上的增长，预计2025年1月行业股权融资规模将在再融资的带动下实现进一步回升，总量将创2023年9月以来新高。债权融资方面，受节假日因素的影响，截至目前行业各类债券承销金额环比出现较为明显的回落，但仍有望超越去年同期水平。预计2025年1月行业投行业务总量将在股权融资规模创近17个月以来新高的带动下，连续第三个月实现环比回升，同比也有望实现明显增长。

整体经营业绩：综合目前市场各要素的最新变化，预计2025年1月上市券商母公司口径单月整体经营业绩环比将出现一定幅度的下滑，但同比实现增长的确性较强。

4. 投资建议

2025年1月上旬券商指数跟随各主要权益类指数出现破位回调，且调整幅度一度明显扩大并领跌各板块；中旬以来尝试向上反弹，在收复半数月内跌幅的同时，短线趋势有所转强。整体看，券商板块仍保持良性的调整趋势，目前处于大区间震荡的下轨。1月以来券商板块的平均P/B由月初的接近1.50倍最低回落至1.34倍，目前回升至1.40倍附近，再度明显低于2016年以来1.55倍的板块平均估值。

2025年1月22日，为贯彻落实中央经济工作会议、中央金融工作会议“稳住股市、打通中长期资金入市卡点堵点”、“推动专业机构投资者建立三年以上长周期考核机制，提高权益投资比重”的重要决策部署，经中央金融委员会审议同意，中央金融办、中国证监会、财政部、人力资源社会保障部、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》。

主要举措包括：**一是提升商业保险资金A股投资比例与稳定性。**在现有基础上，引导大型国有保险公司增加A股（含权益类基金）投资规模和实际比例。对国有保险公司经营绩效

全面实行三年以上的长周期考核，净资产收益率当年度考核权重不高于 30%，三年到五年周期指标权重不低于 60%。抓紧推动第二批保险资金长期股票投资试点落地，后续逐步扩大参与机构范围与资金规模。

二是优化全国社会保障基金、基本养老保险基金投资管理机制。稳步提升全国社会保障基金股票类资产投资比例，推动有条件地区进一步扩大基本养老保险基金委托投资规模。细化明确全国社会保障基金五年以上、基本养老保险基金投资运营三年以上长周期业绩考核机制，支持全国社会保障基金理事会充分发挥专业投资优势。

三是提高企（职）业年金基金市场化投资运作水平。加快出台企（职）业年金基金三年以上长周期业绩考核指导意见。逐步扩大企业年金覆盖范围。支持具备条件的用人单位探索放开企业年金个人投资选择。鼓励企业年金基金管理人开展差异化投资。

四是提高权益类基金的规模和占比。强化分类监管评价约束，优化产品注册机制，引导督促公募基金管理人稳步提高权益类基金的规模和占比。牢固树立投资者为本的发展理念，建立基金管理人、基金经理与投资者的利益绑定机制，提升投资者获得感。推动私募证券投资基金运作规则落地，依法拓展私募证券投资基金产品类型和投资策略。

五是优化资本市场投资生态。引导上市公司加大股份回购力度，落实一年多次分红政策。推动上市公司加大股份回购增持再贷款工具的运用。允许公募基金、商业保险资金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、银行理财等作为战略投资者参与上市公司定增。在参与新股申购、上市公司定增、举牌认定标准方面，给予银行理财、保险资管与公募基金同等政策待遇。进一步扩大证券基金保险公司互换便利操作规模。（资料来源：中国证监会）

1 月 23 日，国新办举行新闻发布会，介绍大力推动中长期资金入市，促进资本市场高质量发展有关情况，证监会主席以及财政部、人社部、央行、金监局有关负责同志共同介绍了《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》出台的背景、主要内容以及相关工作，并回答了记者的提问。（资料来源：中国证监会）

2024 年三季度末以来，随着一揽子增量政策陆续推出并逐步显现出积极效应，宏观经济向好回升的内在动力更加强劲，市场各方的预期和信心明显增强，资本市场平稳健康高质量发展的基础得到进一步夯实。展望 2025 年，包括资本市场在内的后续增量政策仍有望在合适的时机持续出台，证券行业的整体经营环境有望持续回暖，证券行业的整体经营业绩有望持续回升，并有望进入新一轮上升周期。

目前券商指数已进入大区间震荡的整固期，静待下一轮上涨周期的开启；在震荡整固的过程中，券商板块内仍有望维持一定的结构性行情。在充分换手整固后，伴随着后续增量政策的持续推出、市场的再度转强以及情绪的再度回升，叠加行业基本面的持续改善，券商板块有望迎来业绩与估值的“戴维斯双击”，并有望向上挑战 2 倍 P/B 的近年来估值高位，板块内个股均有阶段性投资机会，积极保持对券商板块的持续关注并择机再度布局。建议关注头部券商、个股估值明显低于板块平均估值的券商、财富管理业务较为突出以及权益方向敞口规模较大的

券商。

风险提示：1.权益及固收市场波动导致证券行业基本面改善的程度不及预期；2.股价短期波动风险；3.资本市场改革的政策效果不及预期。

liulan@shenghongcap.com via Wind

liulan@shenghongcap.com via Wind

liulan@shenghongcap.com via Wind

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。