

量增、价优、质稳 业绩重回正增长

核心观点

兴业银行 2024 年营收、利润双正增长，业绩表现处于股份行同业前列。“五大新赛道”等重点领域对公贷款保持较快增长，存款成本压降有力支撑息差降幅优于同业。财富银行、投资银行等三张名片持续擦亮。资产质量稳定，地产、零售等行业趋势性风险继续暴露，但均在可控区间。展望 2025 年，预计兴业银行能够延续量增价优的趋势，净利息收入有望延续较好的正增长趋势。同时中收逐步改善，其他非息拖累幅度有限。资产质量稳定下，预计 2025 年兴业银行营收、利润均能保持稳定正增长的向好趋势，估值有望逐步修复。

事件

3 月 27 日，兴业银行公布 2024 年报，2024 年实现营业收入 2122.26 亿元，同比增长 0.7%（9M24：1.8%）；归母净利润 772.05 亿元，同比增长 0.1%（9M24：-3.0%）。4Q24 不良率 1.07%，季度环比下降 1bp；4Q24 拨备覆盖率季度环比上升 4.2pct 至 237.8%。

简评

1、较优净利息收入表现支撑全年营收延续正增长，稳定资产质量下利润增速回正。2024 年兴业银行营收同比增长 0.7%，保持小幅正增长趋势。具体来看，净利息收入同比增长 1.1%，处于股份行同业中领先水平，主要得益于稳定的规模增长和相对同业较小的息差降幅。非息收入小幅下降 0.3%，主要是中收受代销费率下调等影响，同比下降 13.2%。同时其他非息收入保持稳定 9% 的正增长，有力对冲中收下滑影响。在当前有效信贷需求不足、LPR 持续下行、揽储压力加大的宏观背景下，股份行经营普遍面临较大压力，兴业银行能够保持净利息收入和营收的持续增长，营收质量较同业更优。利润方面，2024 年兴业银行归母净利润同比增长 0.1%，全年利润增速回正，保持稳定的利润增长有利于稳定市场预期。业绩归因来看，规模增长、拨备少提、其他净收益分别正向贡献利润 6%、2.1%、1.6%，而息差收窄、实际税率变化、中收下滑分别负向贡献利润 5.3%、3.5%、1.7%。

展望 2025 年，预计兴业银行营收、利润有望保持小幅正增长。净利息收入方面，兴业银行通过加大符合国家政策导向的“五大新赛道”对公贷款投放，能够保持稳定的规模增长。净息差受 LPR 持续下行影响仍有压力，但存款成本的同步优化能够一定程度托底息差，降幅继续优于同业。量增价优趋势下，净利息收入有望延续较好的正增长趋势。（接下文）

兴业银行 (601166.SH)

维持

买入

马鲲鹏

makunpeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521060001

SFC 编号:BIZ759

李晨

lichenbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521060002

SFC 编号:BSJ178

发布日期：2025 年 03 月 27 日

当前股价：21.50 元

目标价格 6 个月：25 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
5.19/5.38	11.86/12.58	30.62/19.33
12 月最高/最低价 (元)		22.38/15.41
总股本 (万股)		2,077,430.81
流通 A 股 (万股)		2,077,430.81
总市值 (亿元)		4,466.48
流通市值 (亿元)		4,466.48
近 3 月日均成交量 (万)		6267.81
主要股东		
福建省金融投资有限责任公司		16.91%

股价表现



相关研究报告

非息收入方面，资本市场逐步回暖的趋势下，兴业银行中收降幅已经逐步收窄。2025 年在低基数的效应下中收有望继续改善。其他非息收入上，兴业银行投资收益保持大个位数的相对稳定增长，并未大幅释放收益，相对其他银行同业 2025 年面对的高基数压力较小。债市进入震荡区间的情况下，兴业银行其他非息收入对营收的拖累将相对更小。资产质量稳定情况下，预计 2025 年兴业银行营收、利润均能保持稳定正增长，处于股份行同业领先水平。

2、净息差降幅逐步收窄，保持稳定优于同业趋势。2024 年兴业银行净息差（披露口径）为 1.82%，同比下降 11bps。还原可比口径的净息差（测算值）为 1.61%，同比仅下降 8bps，息差降幅持续收窄，且保持稳定优于同业的趋势。主要是得益于负债端成本的大幅优化有力的对冲了资产端利率下行的压力。

资产端，贷款规模保持 5% 稳定增长，持续加大“五大新赛道”领域信贷投放；对公贷款定价韧性较强。2024 年兴业银行总资产同比增长 3%，其中贷款规模保持 5% 的稳定增长。贷款结构上看，对公贷款仍是兴业银行主要的投放方面，对公、零售贷款增量占比分别为 101%、5%。对公贷款方面，持续加大与金融五篇大文章政策导向高度契合的“五大新赛道”方向。科技、绿色、普惠及大规模设备更新等重点领域贷款规模分别同比增长 20.7%、19.6%、11%、41.5%，有力的支撑了信贷规模保持稳定增长。兴业银行“五大新赛道”等新兴战略领域具备“布局早、行动早、见效快”的特点，领先于国家战略导向切入这些重点领域，在市场布局、行业研究上具备先发优势，因此在信贷投放、资产定价上都具备一定竞争优势。零售贷款方面，按揭贷款、个人经营贷款分别保持 1%、8% 的正增长，信用卡压降部分高风险贷款，同比下降 7.5%。贷款定价来看，2024 年贷款利率环比 1H24 下降 12bps 至 4.2%，其中对公、零售贷款利率分别环比 1H24 下降 7bps、15bps 至 3.96%、5.06%。零售贷款利率下行预计与消费、经营贷竞争激烈、信用卡规模压降有关。对公贷款利率在加大重点领域信贷投放基础上保持韧性。

负债端，得益于挂牌利率下调和存款结构优化，存款成本大幅压降至同业中位数水平，有力托底息差。2024 年兴业银行存款规模同比增长 7.7%。其中活期存款、定期存款分别同比增长 12%、6%，存款定期化趋缓。增量结构上看，对公活期、零售活期、对公定期、零售定期存款增量占比分别为 39%、17%、10%、36%。对公活期存款的较快增长主要得益于公司资产端较强的服务优势和行业研究能力。价格方面，得益于存款挂牌利率的持续下调，以及活期存款增量占比的提高带来的结构优化，兴业银行 2024 年存款成本环比 1H24 大幅下降 26bps，有力托底息差。其中活期存款、定期存款利率分别环比 1H24 下降 23bps、31bps 至 0.73%、2.68%。展望未来，预计 2025 年存款挂牌利率有望继续跟随 LPR 下调，叠加兴业银行对公端优势带来的存款结构持续优化，负债成本仍有一定压降空间，从而保持息差降幅逐步收窄、优于同业的趋势。

3、资产质量稳定，不良贷款生成率下降，拨备覆盖率上升。城投平台、信用卡风险趋缓。房地产、零售领域等行业趋势性风险继续暴露，但仍在可控区间。4Q24 兴业银行不良率季度环比下降 1bp 至 1.07%，拨备覆盖率季度环比上升 4.2pct 至 237.8%，风险抵补能力增强。兴业银行加大对存量风险的出清力度，资产质量得到了进一步夯实。不良生成率来看，2024 年加回核销不良生成率（测算值）为 0.93%，同比下降 16bps。信用成本 0.92%，同比大幅下降 36bps。前瞻性指标来看，关注率环比 1H24 下降 2bps 至 1.71%，趋势向好。

重点风险领域来看，房地产风险继续暴露，拨备计提充裕，风险可控。2024 年兴业银行对公房地产总敞口 7452 亿元，较 23 年增加 550 亿元，其中对公房地产贷款规模 4741 亿元，同比增长 8.4%，主要是加大了部分产业园区、城市更新改造等政策重点领域的支持力度。对公房地产贷款不良率延续上行，同比大幅增长 85bps 至 3.89%，预计主要是公司进一步加大了对存量项目的风险评估和从严认证。目前房地产贷款不良率尚处于同业较低水平。对公房地产融资的拨备水平高达 5% 左右，公司拨备计提充裕，风险抵补能力强。

城投平台债务敞口持续压降，不良新增趋势放缓，对资产质量影响已经不大。2024 年兴业银行城投平台债务余额为 1043 亿元，较 23 年减少 572 亿元，其中通过专项债置换累计压降敞口 390 亿元。城投平台类资产不良率为 3.91%，不良新增趋势已经放缓，且城投平台敞口存量金额占资产比重较小，对资产质量不会产生较大影响，预计随着化债政策的持续推进，城投类资产不良率将逐步见顶回落。

受宏观经济因素影响，零售贷款风险出现行业趋势性上行，但不良率和不良上升幅度处于同业较好水平。同时信用卡风险持续压降。2024 年末，兴业银行零售信贷不良率为 0.82%，同比上升 14bps。其中，个人按揭贷款不良率 0.60%，同比上升 4bps；个人经营贷不良率 0.80%，同比仅上升 1bp，个人消费贷不良率 1.62%，较上年末下降 8bps。各项指标不良率绝对水平和不良率上升幅度都处于同业较好水平。信用卡方面，逾期率 6.32%，同比下降 43bps。新发生不良 287 亿元，同比大幅下降 20.43%；前瞻性风险指标入催额呈下降趋势，同比下降 12.40%，主要指标持续改善。展望 2025 年，在经济下行期的压力下，居民还款能力未见明显改善，预计零售风险仍在继续小幅暴露，但整体仍在可控区间。

4、“三张名片”持续擦亮，特色业务竞争优势可持续。兴业银行绿色银行、财富银行、投资银行三张传统名片继续保持差异化竞争优势。兴业银行具备天然的绿色金融业务优势和竞争优势壁垒，在当前政策导向大力发展绿色金融的背景下，兴业银行绿色金融融资余额达 2.19 万亿元，同比增长 16%。绿色贷款同比增长近 20%，保持股份行第一。财富银行方面，公司零售 AUM 规模同比增长 6.7%达 5.11 万亿元，其中企金财富、兴银理财日均 AUM 规模分别同比增长 16.9%、2.9%，在资本市场波动的背景下实现稳定较好增长。投资银行方面，兴业银行发挥商行投行一体化优势，在五大新赛道做大综合化经营。大投行 FPA 余额 4.53 万亿元，同比增长 3.31%。其中，非金债承销、并购融资、银团贷款分别同比增长 20.9%、26.2%、37.45%。

5. 投资建议与盈利预测：兴业银行 2024 年营收保持正增长，利润增长回正，营收、利润双正增长的业绩表现有望处于股份行同业前列。“五大新赛道”等重点领域对公贷款保持较快增长，存款成本压降有力支撑息差降幅优于同业。资产质量稳定，城投平台、信用卡风险趋缓。房地产、零售领域等行业趋势性风险继续暴露，但均在可控区间。展望 2025 年，稳定的重点领域对公信贷增长+存款成本优化，兴业银行预计能够延续量增价优的趋势，净利息收入有望延续较好的正增长趋势。同时中收有望继续逐步改善，其他非息拖累幅度有限。资产质量稳定下，预计 2025 年兴业银行营收、利润均能保持稳定正增长，处于股份行同业领先水平。

预计 2025-2027 年营收增速为 2.3%、3.0%、3.5%，利润增速为 1.0%、1.6%、2.0%。2024 年分红率同比小幅提高 0.5pct 至 28.5%，当前股价预计对应 2025 年股息率为 4.7%，对应 0.51 倍 25 年 PB。估值仍受经济复苏预期不足、资产质量悲观情绪严重压制，有进一步修复空间，维持买入评级。

6. 风险提示：（1）经济复苏进度不及预期，企业偿债能力削弱，资信水平较差的部分企业可能存在违约风险，从而引发银行不良暴露风险和资产质量大幅下降。（2）地产、地方融资平台债务等重点领域风险集中暴露，对银行资产质量构成较大冲击，大幅削弱银行的盈利能力。（3）宽信用政策力度不及预期，公司经营地区经济的高速发展不可持续，从而对公司信贷投放产生较大不利影响。（4）零售转型效果不及预期，权益市场出现大规模波动影响公司财富管理业务。

图表1： 兴业银行盈利预测简表

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万）	210,831	212,226	217,010	223,623	231,432
营业收入增长率	-5.2%	0.7%	2.3%	3.0%	3.5%
归母净利润（百万）	77,116	77,205	77,973	79,232	80,850
归母净利润增长率	-15.6%	0.1%	1.0%	1.6%	2.0%
EPS（元）	3.51	3.51	3.55	3.61	3.69
BVPS（元）	34.20	36.73	42.19	46.60	51.58
PE	6.1	6.1	6.1	6.0	5.8
PB	0.63	0.59	0.51	0.46	0.42

资料来源：Wind，公司年报，中信建投

图表2： 兴业银行 FY24 年报

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	QoQ	YoY	2023	2024	YoY
Net interest income 净利息收入	37,519	37,242	37,649	36,696	36,520	-0.5%	-2.7%	146,503	148,107	1.1%
Non-interest income 非利息收入	12,016	20,509	17,643	14,478	11,489	-20.6%	-4.4%	64,328	64,119	-0.3%
Net fee income 净手续费收入	4,952	6,198	6,547	6,602	4,749	-28.1%	-4.1%	27,755	24,096	-13.2%
Operating income 营业收入	49,535	57,751	55,292	51,174	48,009	-6.2%	-3.1%	210,831	212,226	0.7%
Operating expenses 营业支出	(18,844)	(14,211)	(15,664)	(15,429)	(19,536)	26.6%	3.7%	(65,513)	(64,840)	-1.0%
Taxes and surcharges 营业税金及附加	(597)	(553)	(595)	(519)	(562)	8.3%	-5.9%	(2,319)	(2,229)	-3.9%
PPOP 拨备前营业利润	30,691	43,540	39,628	35,745	28,473	-20.3%	-7.2%	145,318	147,386	1.4%
Impairment losses on assets 资产减值损失	(19,448)	(16,056)	(18,248)	(13,399)	(12,486)	-6.8%	-35.8%	(61,178)	(60,189)	-1.6%
Loan impairment charges 贷款和垫款减值损失	(22,194)	(16,050)	(9,465)	(13,399)	(12,699)	-5.2%	-42.8%	(67,103)	(51,613)	-23.1%
Operating profit 营业利润	11,243	27,484	21,380	22,346	15,987	-28.5%	42.2%	84,140	87,197	3.6%
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	93	47	31	31	(186)	-700.0%	-300.0%	189	(77)	-140.7%
Profit before taxation 利润总额	11,336	27,531	21,411	22,377	15,801	-29.4%	39.4%	84,329	87,120	3.3%
Income tax 所得税费用	1,102	(3,242)	(2,669)	(2,438)	(1,280)	-47.5%	-216.2%	(6,675)	(9,629)	44.3%
Net profit 净利润	12,438	24,289	18,742	19,939	14,521	-27.2%	16.7%	77,654	77,491	-0.2%
Minority interest 少数股东权益	(287)	47	(29)	17	(321)	na	11.8%	(538)	(286)	-46.8%
NPAT 归属股东净利润	12,151	24,336	18,713	19,956	14,200	-28.8%	16.9%	77,116	77,205	0.1%
AT1 shareholders 优先股股息	1,419	0	2,793	0	1,419	na	na	4,212	4,212	0.0%
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	10,732	24,336	15,920	19,956	12,781	-36.0%	19.1%	72,904	72,993	0.1%
Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	QoQ	YoY	2023	2024	YoY
Total loans 贷款总额	5,460,935	5,547,252	5,669,093	5,741,603	5,736,610	-0.1%	5.0%	5,460,935	5,736,610	5.0%
Total deposits 存款总额	5,137,073	5,103,789	5,385,981	5,425,017	5,532,333	2.0%	7.7%	5,137,073	5,532,333	7.7%
NPLs 不良贷款余额	58,491	59,420	61,018	62,118	61,477	-1.0%	5.1%	58,491	61,477	5.1%
Loan provisions 贷款损失准备	143,426	145,884	145,110	145,069	146,183	0.8%	1.9%	143,426	146,183	1.9%
Total assets 资产总额	10,158,326	10,257,255	10,350,090	10,307,428	10,507,898	1.9%	3.4%	10,158,326	10,507,898	3.4%
Total liabilities 负债总额	9,350,607	9,424,077	9,491,228	9,427,894	9,614,287	2.0%	2.8%	9,350,607	9,614,287	2.8%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	796,224	821,728	847,463	868,153	881,908	1.6%	10.8%	796,224	881,908	10.8%
Other equity instruments 优先股及其他	88,960	88,960	118,934	115,776	118,960	2.8%	33.7%	88,960	118,960	33.7%
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	8,981,859	9,073,452	9,256,664	9,191,672	9,628,101	4.7%	7.2%	8,688,173	9,210,951	6.0%
Per share data (Yuan) 每股数据 (元)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	QoQ	YoY	2023	2024	YoY
Shares 普通股股本 (百万股)	20,774	20,774	20,774	20,774	20,774	0.0%	0.0%	20,774	20,774	0.0%
EPS	0.52	1.17	0.77	0.96	0.62	-36.0%	19.1%	3.51	3.51	0.1%
BVPS	34.20	35.43	35.07	36.22	36.88	1.8%	7.8%	34.20	36.88	7.8%
DPS	1.04	0.00	0.00	0.00	1.06	na	na	1.04	1.06	1.9%
PPOP/sh	1.48	2.10	1.91	1.72	1.37	-20.3%	-7.2%	7.00	7.09	1.4%
Main indicators 主要指标 (%)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	QoQ	YoY	2023	2024	YoY
ROA	0.50%	0.95%	0.73%	0.77%	0.56%	-0.2pct	0.1pct	0.80%	0.75%	0.0pct
ROE	6.12%	13.52%	8.72%	10.78%	6.75%	-4.0pct	0.6pct	10.69%	9.93%	-0.8pct
NIM 净息差	1.67%	1.64%	1.63%	1.60%	1.52%	-8bps	-15bps	1.69%	1.61%	-8bps
Cost-to-income ratio 成本收入比	36.84%	23.65%	27.25%	29.14%	39.52%	10.4pct	2.7pct	29.97%	29.49%	-0.5pct
Effective tax rate 有效所得税率	-9.72%	11.78%	12.47%	10.90%	8.10%	-2.8pct	17.8pct	7.92%	11.05%	3.1pct
LDR 贷存比	106.30%	108.69%	105.26%	105.84%	103.69%	-2.1pct	-2.6pct	106.30%	103.69%	-2.6pct
NPL ratio 不良率	1.07%	1.07%	1.08%	1.08%	1.07%	-1bps	0bps	1.07%	1.07%	0bps
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	245.21%	245.51%	237.82%	233.54%	237.78%	4.2pct	-7.4pct	245.21%	237.78%	-7.4pct
Provision ratio 拨贷比	2.63%	2.63%	2.56%	2.53%	2.55%	2bps	-8bps	2.63%	2.55%	-8bps
Credit cost 信用成本	0.41%	0.29%	0.17%	0.23%	0.22%	-1bps	-19bps	1.29%	0.92%	-36bps
Non-interest income/operating income 非息收入占比	24.26%	35.51%	31.91%	28.29%	23.93%	-4.4pct	-0.3pct	30.51%	30.21%	-0.3pct
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	10.00%	10.73%	11.84%	12.90%	9.89%	-3.0pct	-0.1pct	13.16%	11.35%	-1.8pct
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	9.76%	9.52%	9.48%	9.70%	9.75%	0.0pct	0.0pct	9.76%	9.75%	0.0pct
Tier 1 CAR 一级资本充足率	10.93%	10.64%	10.98%	11.20%	11.23%	0.0pct	0.3pct	10.93%	11.23%	0.3pct
CAR 资本充足率	14.13%	13.70%	14.44%	14.27%	14.28%	0.0pct	0.2pct	14.13%	14.28%	0.2pct

资料来源：公司财报，中信建投

分析师介绍

马鲲鹏

中信建投研究所董事总经理、研委会副主任、金融行业负责人、银行业首席分析师。十余年金融行业研究经验，对银行业研究有深刻认识和丰富经验，新财富、水晶球等最佳分析师评选第一名。英国杜伦大学金融与投资学硕士。

李晨

中国人民大学金融硕士，银行业分析师。多年银行业卖方研究经验，2017-2023 年新财富、水晶球等最佳分析师评选上榜团队核心成员。

研究助理

王欣宇

wangxinyu@csc.com.cn

刘子健

liuzijian@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk