

营收保持双位数， 村镇银行谱新章

核心观点

四季度，常熟银行延续前三季度表现，营收实现两位数高增，利润同比增长 16.2%，均领跑同业。资产端，坚持做小做散、向偏、向信用，持续强化村镇银行布局，打开未来发展新空间。负债端，存款定期化趋势还在延续，结构、成本极具改善潜力。展望 2025 年，在规模快速扩张、负债成本持续改善两大因素共同支撑下，常熟银行营收有望继续实现两位数左右增长，叠加其优异的资产质量、较厚的拨备底子，利润高增趋势仍将延续。

事件

3月27日，常熟银行发布 2024 年报：2024 年实现营业收入 109.09 亿元，同比增长 10.5%（9M24：11.3%）；实现归母净利润 38.13 亿元，同比增长 16.2%（9M24：18.2%）。4Q24 不良率 0.77%，季度环比持平；4Q24 拨备覆盖率季度环比下降 27.9pct 至 500.5%。2024 年现金分红率（占归母净利润）为 19.77%，较 2023 年下降 1.1pct，每股分红同比持平于 0.25 元。

简评

1. 信贷投放“以量补价”，营收延续两位数高增。四季度，常熟银行延续前三季度表现，全年实现营收 109.09 亿元，同比增长 10.5%，继续保持双位数增长。其中信贷投放“以量补价”下，常熟银行净利息收入同比增长 7.5%至 91.42 亿元，较前三季度上升 1.3pct。而净手续费、其他非息收入分别同比增长 158.5%、25.9%，增速较前三季度均有所下行，部分拖累营收增长。

利润方面，在拨备的有力支撑下，常熟银行采取“以丰补歉”的措施，资产减值损失同比减少 6.8%，支撑 2024 年归母净利润同比增长 16.2%至 38.13 亿元，增速仍然维持在 15%以上的极高水平。业绩归因来看，规模增长、拨备少提、其他非息分别贡献了 13.2%、9.1%、3.5%的利润。同时需要关注到，2024 年息差收窄对于全年利润仅造成了 6.7%的负面影响，环比前三季度缩小 1.9pct，部分贡献利润增长。

展望 2025 年，依托做小做散、向偏、向信用等正确战略的持续实施，常熟银行仍有望实现“量增价稳”的信贷投放，叠加负债成本的持续改善，全年营收预计将继续实现接近两位数的增长。同时，常熟银行资产质量优异，拨备覆盖率绝对水平行业领先，将继续支撑归母净利润实现行业领先的增速水平，全年利润增速中枢预计在 15%左右。

常熟银行 (601128. 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 28 日

当前股价：7.17 元

目标价格 6 个月：10.37 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
4.52/4.71	-3.63/-2.91	1.13/-10.16
12 月最高/最低价 (元)		8.93/6.10
总股本 (万股)		301,498.44
流通 A 股 (万股)		301,498.44
总市值 (亿元)		216.17
流通市值 (亿元)		216.17
近 3 月日均成交量 (万)		3575.44
主要股东		
交通银行股份有限公司		9.01%

股价表现



相关研究报告

2. 息差绝对水平领跑同业，四季度负债成本明显改善托底息差。2024 年常熟银行净息差为 2.71%，同比下降 15bps，绝对值仍维持行业领先水平。但看四季度，受 LPR 再度下调、存量按揭利率调整等因素影响，4Q24 净息差（测算值）季度环比下降 9bps 至 2.69%。4Q24 生息资产收益率季度环比下降 32bps 至 4.26%，而通过对于负债端的合理摆布以及存款利率的持续优化，4Q24 计息负债成本季度环比下降 31bps 至 2.05%，有力托底息差。

资产端，坚持做小做散、向偏、向信用，定价水平仍显著领先其他同业。2024 年常熟银行个人经营贷同比增长 11.0%，实现两位数以上的高速增长。“做小做散”方面，截至 24 年末，100 万元以下贷款较年初增长 4.3%，占比继续维持在 40%以上，贷款户数较年初增长 7.5%至 56.1 万户，户均贷款为 42.9 万元，充分实现了有别于国有大行及江浙地区城商行的错位竞争；“向信用”方面，2024 年信用贷款规模较年初增长 12.1%，显著高于全行水平，占比较年初上升 1pct 至 30.4%；此外，常熟银行积极把握村镇银行高质量发展的机遇，积极拓展业务空间。2022 年至今，共成功吸收兼并体系外村镇银行 5 家，2024 年完成江苏镇江丹徒村镇银行“村改支”，不断深化江苏省内分支机构布局。价格方面，受外部政策因素影响，常熟银行贷款、债券投资等高利率资产定价仍承受着较大的压力，其中 2H24 对公贷款、零售贷款价格分别环比上半年下降 25bps、20bps 至 4.32%、6.70%，而债券投资收益率则环比下降 16bps 至 3.17%。但与同业相比，常熟银行 2H24 贷款价格仍处于 5.64%的绝对高位，资产端的定价优势极为显著。

负债端，定期化趋势仍在延续，结构、成本极具改善潜力。存款期限结构方面，4Q24 活期存款占比为 18.1%，季度环比下降 0.6pct，定期化趋势仍在延续。成本方面，得益于存款挂牌利率的多次下调以及高成本存款的持续到期重定价，2H24 对公存款、零售存款环比上半年分别下降 10bps、2bps 至 1.45%、2.51%，成本上还存在较大的优化空间。展望 2025 年，考虑到四季度常熟银行负债成本已呈现积极因素，我们预计成本持续改善的趋势还将延续，将继续支撑其息差绝对值维持行业领先水平。

3. 不良率季度环比持平，但零售风险仍处于暴露阶段，后续趋势还需关注。4Q24 不良率季度环比持平至 0.77%，资产质量整体保持优异。但受居民预期收入等宏观因素影响，零售风险仍处于暴露，2024 年信用卡不良率、个人经营贷不良率分别环比年中上升 140bps、4bps 至 4.14%、0.95%，零售贷款不良率环比年中上升 3bps 至 0.94%。在零售风险持续暴露的影响下，4Q24 常熟银行加回核销不良生成率季度环比上升 152bps 至 211bps，信用成本季度环比上升 77bps 至 127bps，后续趋势还需关注。前瞻指标方面，2024 年常熟银行关注率环比年中上升 13bps 至 1.49%，逾期率环比年中下降 11bps 至 1.43%，潜在风险相对稳健。拨备方面，四季度常熟银行拨备覆盖率季度环比下降 27.9pct 至 500.51%，仍维持在 500%以上的行业领先水平。

4. 投资建议与盈利预测：四季度，常熟银行延续前三季度表现，营收实现两位数高增，利润同比增长 16.2%，均领跑同业。资产端，坚持做小做散、向偏、向信用，持续强化村镇银行布局，打开未来发展新空间。负债端，存款定期化趋势还在延续，结构、成本极具改善潜力。展望 2025 年，在规模快速扩张、负债成本持续改善两大因素共同支撑下，常熟银行营收有望继续实现两位数左右增长，叠加其优异的资产质量、较厚的拨备底子，利润高增趋势仍将延续。预计 2025、2026、2027 年营收增速为 8.6%、9.4%、9.5%，利润增速为 15.2%、15.3%、15.6%。当前常熟银行股价仅对应 0.67 倍 25 年 PB，估值受到经济复苏预期不足、市场情绪悲观等因素严重压制，性价比突出，维持买入评级和银行板块首推。

5. 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：常熟银行盈利预测简表

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万）	9,870	10,909	11,796	12,775	13,905
营业收入增长率	12.1%	10.5%	8.1%	8.3%	8.8%
归母净利润（百万）	3,282	3,813	4,390	5,061	5,852
归母净利润增长率	19.6%	16.2%	15.1%	15.3%	15.6%
EPS（元）	1.20	1.26	1.46	1.68	1.94
BVPS（元）	9.25	9.50	10.64	11.94	13.45
PE	6.0	5.7	4.9	4.3	3.7
PB	0.78	0.69	0.67	0.60	0.53

资料来源：Wind，公司年报，中信建投

图表2：常熟银行 2024 年业绩表

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	1,998	2,296	2,305	2,302	2,239	-2.7%	12.1%	8,501	9,142	7.5%
Non-interest income 非利息收入	351	403	501	563	300	-46.7%	-14.6%	1,369	1,767	29.1%
Net fee income 净手续费收入	14	12	7	46	18	-60.1%	29.0%	32	83	158.5%
Operating income 营业收入	2,350	2,700	2,806	2,864	2,539	-11.3%	8.1%	9,870	10,909	10.5%
Operating expenses 营业支出	(697)	(970)	(1,000)	(1,023)	(1,067)	4.2%	53.1%	(3,692)	(4,060)	10.0%
Taxes and surcharges 营业税金及附加	(13)	(18)	(15)	(17)	(16)	-3.3%	22.7%	(53)	(65)	23.0%
PPOP 拨备前营业利润	1,653	1,730	1,806	1,841	1,473	-20.0%	-10.9%	6,178	6,850	10.9%
Impairment losses on assets 资产减值损失	(773)	(502)	(844)	(301)	(333)	10.5%	-56.9%	(2,125)	(1,981)	-6.8%
Loan impairment charges 贷款和垫款减值损失	(621)	(502)	(1,219)	(301)	(761)	152.4%	22.6%	(1,790)	(2,784)	55.5%
Operating profit 营业利润	880	1,228	962	1,539	1,139	-26.0%	29.5%	4,053	4,869	20.1%
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	(6)	(0)	(11)	(6)	(7)	18.1%	18.3%	(6)	(24)	na
Profit before taxation 利润总额	874	1,227	952	1,534	1,132	-26.2%	29.6%	4,047	4,845	19.7%
Income tax 所得税费用	(82)	(201)	(99)	(204)	(269)	32.0%	229.3%	(540)	(772)	43.0%
Net profit 净利润	792	1,027	853	1,330	864	-35.1%	9.0%	3,507	4,073	16.1%
Minority interest 少数股东权益	(29)	(74)	(71)	(89)	(26)	-70.3%	-9.7%	(226)	(260)	15.3%
NPAT 归属股东净利润	763	952	782	1,241	837	-32.5%	9.7%	3,282	3,813	16.2%
AT1 shareholders 优先股股息	0	0	0	0	0	na	na	0	0	na
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	763	952	782	1,241	837	-32.5%	9.7%	3,282	3,813	16.2%
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	222,439	235,243	238,934	239,686	240,862	0.5%	8.3%	222,439	240,862	8.3%
Total deposits 存款总额	247,939	283,516	282,760	284,609	286,546	0.7%	15.6%	247,939	286,546	15.6%
NPLs 不良贷款余额	1,672	1,792	1,822	1,855	1,858	0.2%	11.1%	1,672	1,858	11.1%
Loan provisions 贷款损失准备	8,995	9,661	9,820	9,800	9,297	-5.1%	3.4%	8,995	9,297	3.4%
Total assets 资产总额	334,456	364,676	367,303	362,743	366,582	1.1%	9.6%	334,456	366,582	9.6%
Total liabilities 负债总额	307,325	336,440	338,912	333,103	335,913	0.8%	9.3%	307,325	335,913	9.3%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	25,356	26,326	26,411	27,634	28,648	3.7%	13.0%	25,356	28,648	13.0%
Other equity instruments 优先股及其他	0	0	0	0	0	na	na	0	0	na
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	306,162	324,577	339,826	331,035	333,335	0.7%	8.9%	301,555	341,467	13.2%
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)	2,741	2,741	3,015	3,015	3,015	0.0%	10.0%	2,741	3,015	10.0%
EPS	0.28	0.35	0.26	0.41	0.28	-32.5%	-0.3%	1.20	1.26	5.6%
BVPS	9.25	9.61	8.76	9.17	9.50	3.7%	2.7%	9.25	9.50	2.7%
DPS	0.25	0.00	0.00	0.00	0.25	na	0.0%	0.25	0.25	0.0%
PPOP/sh	0.60	0.63	0.60	0.61	0.49	-20.0%	-19.0%	2.25	2.27	0.8%
Main indicators 主要指标 (%)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	QoQ	YoY	2023	2024	YoY
ROA	0.96%	1.17%	0.93%	1.46%	0.95%	-0.5pct	0.0pct	1.13%	1.16%	0.0pct
ROE	12.24%	14.74%	11.87%	18.38%	11.90%	-6.5pct	-0.3pct	13.69%	14.12%	0.4pct
NIM 净息差	2.61%	2.83%	2.71%	2.78%	2.69%	-9bps	8bps	2.86%	2.71%	-15bps
Cost-to-income ratio 成本收入比	29.09%	35.27%	35.10%	35.15%	41.37%	6.2pct	12.3pct	36.87%	36.35%	-0.5pct
Effective tax rate 有效所得税率	9.33%	16.34%	10.40%	13.27%	23.72%	10.4pct	14.4pct	13.33%	15.93%	2.6pct
LDR 贷存比	89.72%	82.97%	84.50%	84.22%	84.06%	-0.2pct	-5.7pct	89.72%	84.06%	-5.7pct
NPL ratio 不良率	0.75%	0.76%	0.76%	0.77%	0.77%	0bps	2bps	0.75%	0.77%	2bps
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	537.88%	539.18%	538.81%	528.40%	500.51%	-27.9pct	-37.4pct	537.88%	500.51%	-37.4pct
Provision ratio 拨贷比	4.04%	4.11%	4.11%	4.09%	3.86%	-23bps	-18bps	4.04%	3.86%	-18bps
Credit cost 信用成本	0.28%	0.22%	0.51%	0.13%	0.32%	19bps	4bps	0.86%	1.20%	34bps
Non-interest income/operating income 非息收入占比	14.96%	14.94%	17.85%	19.65%	11.82%	-7.8pct	-3.1pct	13.87%	16.20%	2.3pct
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	0.60%	0.44%	0.26%	1.60%	0.72%	-0.9pct	0.1pct	0.33%	0.76%	0.4pct
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	10.42%	10.15%	9.92%	10.58%	11.18%	0.6pct	0.8pct	10.42%	11.18%	0.8pct
Tier 1 CAR 一级资本充足率	10.48%	10.21%	9.97%	10.63%	11.24%	0.6pct	0.8pct	10.48%	11.24%	0.8pct
CAR 资本充足率	13.86%	13.51%	13.22%	13.95%	14.19%	0.2pct	0.3pct	13.86%	14.19%	0.3pct

资料来源：公司财报，中信建投

图表3： 常熟银行盈利预测总表

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)						同比增速 (%)				
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Net interest income 净利息收入	8,501	9,142	9,764	10,499	11,219	11.7%	7.5%	6.8%	7.5%	6.9%
Non-interest income 非利息收入	1,369	1,767	2,085	2,460	2,977	14.3%	29.1%	18.0%	18.0%	21.0%
Net fee income 净手续费收入	32	83	96	110	127	-82.8%	158.5%	15.0%	15.0%	15.0%
Operating income 营业收入	9,870	10,909	11,849	12,959	14,196	12.1%	10.5%	8.6%	9.4%	9.5%
Operating expenses 营业支出	(3,692)	(4,060)	(4,181)	(4,307)	(4,436)	7.2%	10.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Taxes and surcharges 营业税	(53)	(65)	(68)	(72)	(75)	12.7%	23.0%	5.0%	5.0%	5.0%
PPOP 拨备前营业利润	6,178	6,850	7,667	8,652	9,760	15.2%	10.9%	11.9%	12.8%	12.8%
Impairment losses on assets 资产减值损失	(2,125)	(1,981)	(2,241)	(2,390)	(2,517)	6.3%	-6.8%	13.1%	6.7%	5.3%
Loan impairment charges 贷款减值损失	(1,790)	(2,784)	(2,819)	(3,073)	(3,349)	-1.6%	55.5%	1.3%	9.0%	9.0%
Operating profit 营业利润	4,053	4,869	5,426	6,262	7,243	20.5%	20.1%	11.4%	15.4%	15.7%
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	(6)	(24)	(29)	(34)	(41)	na	na	na	na	na
Profit before taxation 利润总额	4,047	4,845	5,398	6,228	7,202	20.3%	19.7%	11.4%	15.4%	15.6%
Income tax 所得税	(540)	(772)	(702)	(810)	(936)	23.5%	43.0%	-9.1%	15.4%	15.6%
Net profit 净利润	3,507	4,073	4,696	5,418	6,266	19.8%	16.1%	15.3%	15.4%	15.6%
Minority interest 少数股东权益	(226)	(260)	(302)	(350)	(406)	23.2%	15.3%	16.0%	16.0%	16.0%
NPAT 归属股东净利润	3,282	3,813	4,394	5,068	5,860	19.6%	16.2%	15.2%	15.3%	15.6%
AT1 shareholders 优先股股息	0	0	0	0	0	na	na	na	na	na
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	3,282	3,813	4,394	5,068	5,860	19.6%	16.2%	15.2%	15.3%	15.6%
Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)										
Total loans 贷款总额	222,439	240,862	262,540	286,168	311,923	15.0%	8.3%	9.0%	9.0%	9.0%
Total deposits 存款总额	247,939	286,546	315,200	346,720	381,392	16.2%	15.6%	10.0%	10.0%	10.0%
NPLs 不良贷款余额	1,672	1,858	2,109	2,329	2,508	6.6%	11.1%	13.5%	10.4%	7.7%
Loan provisions 贷款损失准备	8,995	9,297	10,229	11,271	12,437	6.8%	3.4%	10.0%	10.2%	10.3%
Total assets 资产总额	334,456	366,582	403,593	444,538	489,899	16.2%	9.6%	10.1%	10.1%	10.2%
Total liabilities 负债总额	307,325	335,913	369,179	405,848	446,275	16.5%	9.3%	9.9%	9.9%	10.0%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	25,356	28,648	32,090	36,018	40,550	12.3%	13.0%	12.0%	12.2%	12.6%
Other equity instruments 优先股及其他	0	0	0	0	0	na	na	na	na	na
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	301,555	341,467	370,204	406,729	444,264	18.0%	13.2%	8.4%	9.9%	9.2%
Per share data (Yuan) 每股数据 (元)										
Shares 普通股股本 (百万股)	2,741	3,015	3,015	3,015	3,015	0.0%	10.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EPS	1.20	1.26	1.46	1.68	1.94	19.6%	5.6%	15.2%	15.3%	15.6%
BVPS	9.25	9.50	10.64	11.95	13.45	12.3%	2.7%	12.0%	12.2%	12.6%
DPS	0.25	0.25	0.29	0.33	0.38	0.0%	0.0%	15.2%	15.3%	15.6%
PPOP/sh	2.25	2.27	2.54	2.87	3.24	15.2%	0.8%	11.9%	12.8%	12.8%
Main indicators 主要指标 (%)										
ROA	1.13%	1.16%	1.22%	1.28%	1.34%	0.03%	0.03%	0.06%	0.06%	0.06%
ROE	13.69%	14.12%	14.47%	14.88%	15.31%	0.74%	0.43%	0.35%	0.41%	0.42%
NIM 净息差	2.82%	2.68%	2.64%	2.58%	2.53%	-0.16%	-0.14%	-0.04%	-0.06%	-0.06%
Cost-to-income ratio 成本收入比	36.87%	36.62%	34.71%	32.68%	30.72%	-1.71%	-0.26%	-1.90%	-2.03%	-1.96%
Effective tax rate 有效所得税率	13.33%	15.93%	13.00%	13.00%	13.00%	0.34%	2.59%	-2.93%	0.00%	0.00%
LDR 贷存比	89.72%	84.06%	83.29%	82.54%	81.79%	-0.91%	-5.66%	-0.76%	-0.76%	-0.75%
NPL ratio 不良率	0.75%	0.77%	0.80%	0.81%	0.80%	-0.06%	0.02%	0.03%	0.01%	-0.01%
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	537.88%	500.51%	484.94%	484.00%	495.88%	1.11%	-37.37%	-15.57%	-0.94%	11.88%
Provision ratio 拨贷比	4.04%	3.86%	3.90%	3.94%	3.99%	-0.31%	-0.18%	0.04%	0.04%	0.05%
Credit cost 信用成本	0.86%	1.20%	1.12%	1.12%	1.12%	-0.16%	0.34%	-0.08%	0.00%	0.00%
Non-interest income/operating income 非息收入占比	13.87%	16.20%	17.60%	18.98%	20.97%	0.28%	2.33%	1.40%	1.39%	1.99%
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	0.33%	0.76%	0.81%	0.85%	0.89%	-1.81%	0.44%	0.04%	0.04%	0.04%
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	10.42%	11.18%	11.18%	11.13%	11.21%	0.21%	0.76%	-0.01%	-0.04%	0.07%
Tier 1 CAR 一级资本充足率	10.48%	11.24%	11.23%	11.26%	11.26%	0.21%	0.76%	-0.01%	0.02%	0.01%
CAR 资本充足率	13.86%	14.19%	14.24%	14.06%	13.92%	-0.01%	0.33%	0.05%	-0.18%	-0.14%

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

刘子健

liuzijian@csc.com.cn

王欣宇

wangxinyu@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
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