

常熟银行（601128）

证券研究报告
2025 年 08 月 08 日

业绩增长亮眼，资产质量稳健

事件：

常熟银行发布 2025 半年度财报。2025 上半年，公司营业收入、归母净利润分别同比增长 10.10%、13.51%；不良率、拨备覆盖率分别为 0.76%、489.5%。

点评摘要：

各项营收保持亮眼增长。2025 上半年，常熟银行实现营收约 61 亿元，同比 +10.10%，仍维持两位数高增，环比提升 0.06pct。营收结构上，净利息收入 46 亿元（YoY+0.83%），占总营收 76.5%；非息净收入 14 亿元，同比增长 57.30%，结构占比较一季度提升 1.5pct。拨备前利润 25Q1、25H1 增速为+12.58%、+12.10%，归母净利润同比增速分别为+13.81%、13.51%。另外，受益于盈利能力的稳健表现，25 年上半年拨备较去年同期再度上调 1.48 亿元，继续维持较高的拨备安全垫。

息差水平整体较为稳定。2025 上半年，常熟银行净息差录得 2.58%，较 25Q1 小幅下行 3bp。生息资产收益率录得 4.42%，较 2024 年下行 35bp；计息负债成本率显著改善，较 2024 年压降 25bp 至 1.98%。

分细项来看，公司 25H1 生息资产端，贷款收益率为 5.33%，较 2024 年下行 30bp。其中，对公贷款收益率、零售贷款收益率分别为 4.21%、6.59%，较 2024 年分别下降 23、21bp。另外，或受今年一季度债市扰动影响，金融投资收益率较 2024 年下行 47bp 至 2.78%。

资产端：截止 2025 上半年，常熟银行生息资产总计 3931 亿元，较 2024 年末增长 9.6%，同比增长 9.9%。其中，贷款、金融投资、同业及拆放、存放央行分别同比增长 7.3%、12.9%、40.7%、15.8%，规模分别环比 2024 年末提升 4.6%、17.8%、36.8%、17.9%。从结构细分来看，贷款、金融投资、同业及拆放、存放央行占生息资产比重分别为 61.8%、28.3%、2.8%、7.1%，贷款占比较 2024 年末有所下滑。**负债端：**截止 2025 上半年，常熟银行计息负债余额 3562 亿元，同比增长 10.1%，较 2024 年末增长 10.5%。其中，存款、发行债券、同业负债及向央行借款分别同比+9.9%、-46.8%、+39.1%、+23.9%。

资产质量维持优质水平。截止 2025 上半年，常熟银行不良贷款率为 0.76%，环比持平。逾期率较 2024 年末上行 20p，录得 1.62%。贷款拨备率 3.74%，环比持平；拨备覆盖率为 489.5%，环比大体持平。

分行业来看，2025 上半年末公司对公贷款不良率较 2024 年末改善 9bp 至 0.56%，其中，制造业、建筑和租赁、批发和零售分别改善 7、5、23bp。零售不良率较 2024 年末上升 8bp 至 1.02%，压力主要来源于经营性贷款，而信用卡不良大幅改善 134bp 至 2.80%。

盈利预测与估值：

常熟银行 25H1 营收动能显现稳定向好势头，低利率环境下企业盈利能力具有韧性。我们预测企业 2025–2027 年归母净利润同比增长为 12.45%、11.10%、10.42%，对应现价 BPS：9.57、10.84、12.21 元。

风险提示：宏观经济震荡；不良资产可能暴露；息差压力加大。

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	99	109	117	126	136
增长率（%）	12.05	10.53	7.21	7.87	7.95
归属母公司股东净利润（亿元）	33	38	43	48	53
增长率（%）	19.60	16.20	12.45	11.10	10.42
每股收益（元）	1.20	1.26	1.29	1.44	1.59
市盈率(P/E)	6.57	6.22	6.09	5.48	4.96
市净率(P/B)	0.88	0.85	0.82	0.73	0.64

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	银行/农商行 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.8 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,316.50
流通 A 股股本(百万股)	3,316.50
A 股总市值(百万元)	25,868.68
流通 A 股市值(百万元)	25,868.68
每股净资产(元)	9.01
资产负债率(%)	92.03
一年内最高/最低(元)	8.07/6.02

作者

刘杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110002
liujiea@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

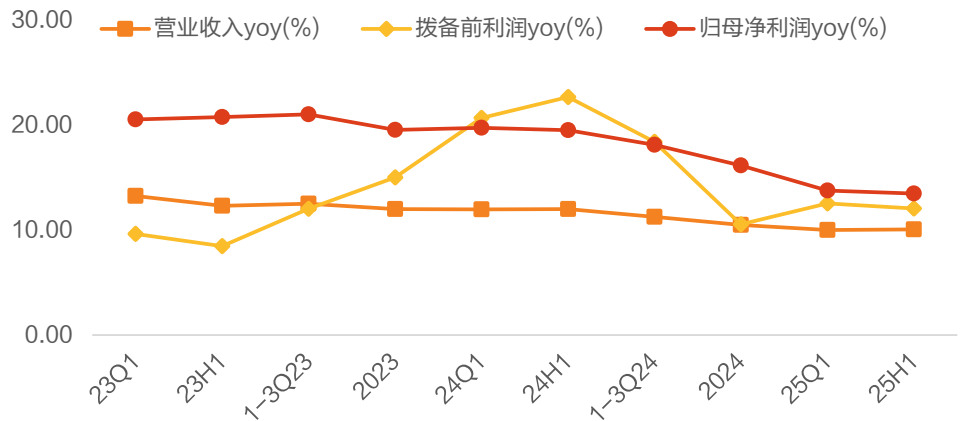
相关报告

- 1 《常熟银行-公司点评:营收小幅向上，规模扩张提速》 2025-07-25
- 2 《常熟银行-首次覆盖报告:做小做散，高质发展》 2025-06-08
- 3 《常熟银行-季报点评:开门红成绩出彩，盈利能力更进一阶》 2023-04-22

1. 营收、盈利依旧维持两位数增幅

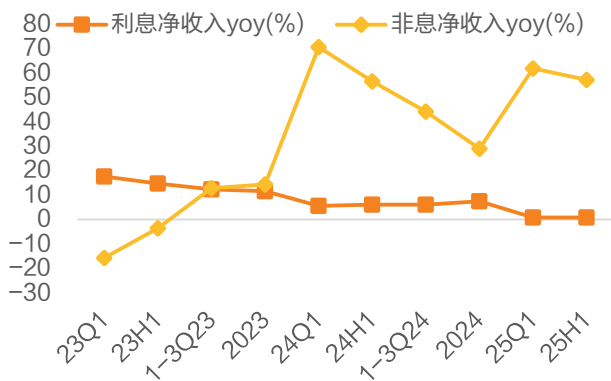
各项营收保持亮眼增长。2025 上半年，常熟银行实现营收约 61 亿元，同比+10.10%，仍维持两位数高增，环比提升 0.06pct。营收结构上，净利息收入 46 亿元(YoY+0.83%)，占总营收 76.5%；非息净收入 14 亿元，同比增长 57.30%，结构占比较一季度提升 1.5pct。拨备前利润 25Q1、25H1 增速为+12.58%、+12.10%，归母净利润同比增速分别为+13.81%、13.51%。另外，受益于盈利能力的稳健表现，25 年上半年拨备较去年同期再度上调 1.48 亿元，继续维持较高的拨备安全垫。

图 1：营收、拨备前利润、归母净利润增速（23Q1-25H1）



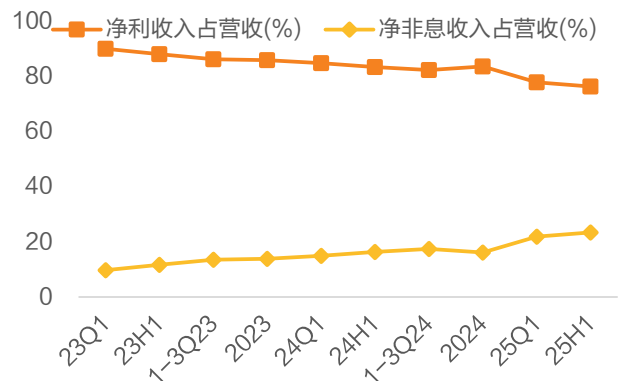
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 2：利息净收入、非息收入增速（23Q1-25H1）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 3：利息净收入、非息收入占比营收（23Q1-25H1）

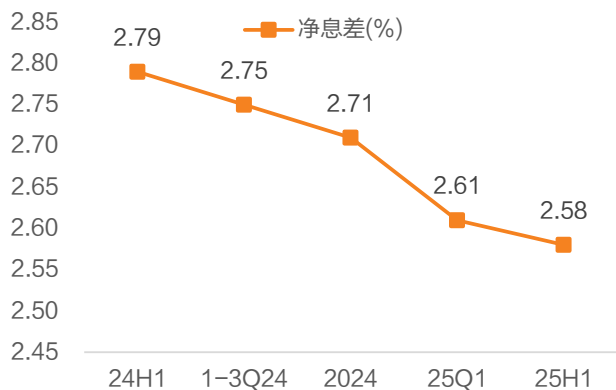


资料来源：公司财报，天风证券研究所

息差水平整体较为稳定。2025 上半年，常熟银行净息差录得 2.58%，较 25Q1 小幅下行 3bp。生息资产收益率录得 4.42%，较 2024 年下行 35bp；计息负债成本率显著改善，较 2024 年压降 25bp 至 1.98%。

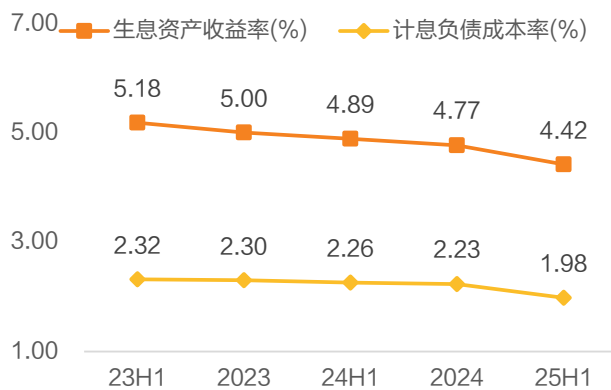
分细项来看，公司 25H1 生息资产端，贷款收益率为 5.33%，较 2024 年下行 30bp。其中，对公贷款收益率、零售贷款收益率分别为 4.21%、6.59%，较 2024 年分别下降 23、21bp。另外，或受今年一季度债市扰动影响，金融投资收益率较 2024 年下行 47bp 至 2.78%。

图 4：净息差走势（24H1-25H1）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 5：生息资产收益率、计息负债成本率走势（23H1-25H1）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 1：各项生息资产收益率/计息负债成本率情况

	2025年1-6月		2024年		变化	
	平均余额（亿元）	平均收益率（%）	平均余额（亿元）	平均收益率（%）	平均余额（亿元）	平均收益率（%）
生息资产						
存放中央银行款项	170	1.49	161	1.46	10	0.03
存放同业款项	49	0.71	43	0.74	6	-0.03
拆出资金	46	2.79	37	3.34	10	-0.55
买入返售金融资产	24	2.02	25	1.83	0	0.19
发放贷款及垫款	2482	5.33	2366	5.63	116	-0.30
其中：企业贷款	947	4.21	874	4.44	73	-0.23
个人贷款	1341	6.59	1335	6.80	6	-0.21
票据贴现	194	2.08	157	2.26	37	-0.18
金融投资	883	2.78	784	3.25	99	-0.47
合计	3655	4.42	3415	4.77	240	-0.35
计息负债						
向中央银行借款	80	1.75	80	1.85	0	-0.10
同业及其他金融机构存放款项	7	1.66	9	2.25	-2	-0.59
拆入资金	98	2.42	90	2.91	8	-0.49
卖出回购金融资产款	73	1.99	69	2.03	4	-0.04
吸收存款	3067	1.96	2816	2.20	251	-0.24
其中：企业活期存款	351	0.46	325	0.55	26	-0.09
企业定期存款	282	2.27	252	2.72	30	-0.45
储蓄活期存款	225	0.05	214	0.15	11	-0.10
储蓄定期存款	1922	2.53	1757	2.81	165	-0.28
其中：三年期及以上存款	1077	3.05	1067	3.26	10	-0.21
其他存款	287	1.14	268	1.34	19	-0.20
应付债券	66	2.90	99	2.73	-33	0.17
合计	3391	1.98	3163	2.23	228	-0.25

资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 2：各项利息收入/支出情况

	22Q1	23H1	1-3Q23	2023	24Q1	24H1	1-3Q24	2024	25Q1	25H1
手续费及佣金净收入(亿元)	0.02	-0.01	0.18	0.32	0.12	0.19	0.65	0.83	0.71	1.42
其它非息净收入(亿元)	2.34	5.78	9.99	13.37	3.91	8.85	14.02	16.84	5.82	12.80
其中：投资净收益(亿元)	1.48	4.68	6.96	9.57	5.56	9.17	13.39	14.94	6.71	12.01
手续费及佣金净收入yoy(%)	197.43	-161.69	225.98	-82.84	635.41	1684.27	260.02	158.54	495.23	637.77
其它非息净收入yoy(%)	-16.13	-3.02	11.62	32.51	67.09	53.11	40.34	25.95	48.85	44.63
其中：投资净收益yoy(%)	-19.57	25.81	13.73	-2.15	275.68	95.94	92.39	56.11	20.68	30.97
手续费及佣金净收入占比营收(%)	0.07	(0.02)	0.24	0.33	0.44	0.35	0.78	0.76	2.38	2.34
其它非息净收入占比营收(%)	9.72	11.77	13.29	13.54	14.50	16.07	16.75	15.44	19.62	21.12
其中：投资净收益占比营收(%)	6.12	9.53	9.25	9.70	20.60	16.66	16.00	13.69	22.58	19.81

资料来源：公司财报，天风证券研究所

非息收入方面，2025 上半年公司手续费及佣金净收入 1.42 亿元，在上一年低基数效应影响下 YoY+638%；其它非息净收入 12.80 亿元，同比高增 44.63%，其主要来自企业投资净收益 12.01 亿元，YoY+30.97%，占总营收 19.81%。

2. 存贷款规模稳步扩张

资产端：截止 2025 上半年，常熟银行生息资产总计 3931 亿元，较 2024 年末增长 9.6%，同比增长 9.9%。其中，贷款、金融投资、同业及拆放、存放央行分别同比增长 7.3%、12.9%、40.7%、15.8%，规模分别环比 2024 年末提升 4.6%、17.8%、36.8%、17.9%。从结构细分来看，贷款、金融投资、同业及拆放、存放央行占生息资产比重分别为 61.8%、28.3%、2.8%、7.1%，贷款占比较 2024 年末有所下滑。

从细分行业看，25H1 常熟银行对公贷款同比增长 7.8%，为信贷规模增长的主要贡献来源。对公行业中，基建类、批发和零售扩张势头较为强劲，较 24 年末分别增长 11.2%、12.2%。零售方面，2025 上半年零售贷款同比增速 0.1%，较 2024 年末增长 1.0%。其中，信用卡贷款为主要承压细分行业，个人住房和经营性贷款分别同比增长 4.7%、0.4%。

表 3：资产分析

对公贷款分行业	同比 (%)		环比 (%)		贷款结构 (%)			
	2024	25H1	2024	25H1	2023	24H1	2024	25H1
对公								
基建类	8.2	11.4	0.1	11.2	3.3	3.3	3.3	3.5
制造业	9.3	0.8	0.6	0.2	16.6	16.8	16.8	16.1
房地产业	-6.5	-4.0	-5.9	2.0	0.8	0.8	0.7	0.7
批发和零售业	25.7	18.2	5.3	12.2	3.9	4.4	4.6	4.9
对公总计	16.1	7.8	1.3	6.4	34.8	37.1	37.3	38.0
零售贷款分行业								
	同比 (%)		环比 (%)		贷款结构 (%)			
	2024	25H1	2024	25H1	2023	24H1	2024	25H1
零售								
个人住房贷款	-0.9	4.7	3.3	1.4	5.9	5.2	5.4	5.2
信用卡应收账款	-40.0	-32.0	-20.2	-14.8	2.2	1.5	1.2	1.0
个人经营性	4.0	0.4	-0.7	1.1	40.4	39.4	38.8	37.6
零售总计	2.2	0.1	-0.9	1.0	59.4	57.0	56.0	54.2
资产分结构								
	同比 (%)		环比 (%)		生息资产结构 (%)			
	2024	25H1	2024	25H1	2023	24H1	2024	25H1
贷款	3.7	7.3	1.1	4.6	65.5	64.0	64.9	61.8
金融投资	11.5	12.9	-4.4	17.8	26.7	27.5	26.3	28.3
同业及拆放	-15.8	40.7	-3.9	36.8	1.8	2.3	2.2	2.8
存放央行	1.3	15.8	5.4	17.9	5.9	6.2	6.6	7.1
生息资产合计	5.1	9.9	-0.2	9.6	100	100	100	100

资料来源：公司财报，天风证券研究所

负债端：截止 2025 上半年，常熟银行计息负债余额 3562 亿元，同比增长 10.1%，较 2024 年末增长 10.5%。其中，存款、发行债券、同业负债及向央行借款分别同比+9.9%、-46.8%、+39.1%、+23.9%。

从存款结构上看，25H1 常熟银行活期存款同比增长 3.2%，较 2024 年末增长 14.0%，占存款结构较 24 年底提升 0.9pct 至 20.9%。其中对公活期和零售活期同比分别+5.7%、+0.2%，较 2024 年末分别+26.6%、-1.0%。活期存款占比提升对公司缓解净息差压力有一定作用，2025 上半年末较 2024 年末提升 0.9pct 至 20.9%。

表 4：负债分析

存款分行业	同比 (%)		环比 (%)		存款结构 (%)			
	2024	25H1	2024	25H1	2023	24H1	2024	25H1
定期	5.8	16.3	1.9	7.9	77.5	79.5	80.0	79.1
对公定期	-0.8	3.5	7.1	7.6	10.8	9.8	10.4	10.2
零售定期	7.0	18.3	1.2	7.9	66.7	69.7	69.6	68.8
活期	-13.3	3.2	-1.0	14.0	22.5	20.5	20.0	20.9
对公活期	-19.6	5.7	-5.8	26.6	12.6	11.7	10.9	12.6
零售活期	-3.7	0.2	5.4	-1.0	9.9	8.8	9.1	8.3
总计	0.8	13.3	1.3	9.1	100	100	100	100
负债分结构								
	同比 (%)		环比 (%)		计息负债结构 (%)			
	2024	25H1	2024	25H1	2023	24H1	2024	25H1
吸收存款	15.6	9.9	1.3	8.5	84.3	87.4	88.9	87.3
发行债券	-35.8	-46.8	-32.0	-21.8	4.2	3.6	2.5	1.7
同业及拆入	-23.9	39.1	-5.4	47.1	8.7	6.4	6.1	8.1
向央行借款	1.6	23.9	-1.3	25.5	2.8	2.6	2.6	2.9
计息负债总计	9.6	10.1	-0.4	10.5	100	100	100	100

资料来源：公司财报，天风证券研究所

3. 资产质量整体稳健，风险抵补能力维持高位

截止 2025 上半年，常熟银行不良贷款率为 0.76%，环比持平。逾期率较 2024 年末上行 20bp，录得 1.62%。贷款拨备率 3.74%，环比持平；拨备覆盖率为 489.5%，环比大体持平。

分行业来看,2025 上半年末公司对公贷款不良率较 2024 年末改善 9bp 至 0.56%，其中，制造业、建筑和租赁、批发和零售分别改善 7、5、23bp。零售不良率较 2024 年末上升 8bp 至 1.02%，压力主要来源于经营性贷款，而信用卡不良大幅改善 134bp 至 2.80%。

表 5：行业不良率

不良率(%)	25H1	2024	变化
企业贷款	0.56	0.65	-0.09
制造业	0.81	0.88	-0.07
建筑和租赁服务业	0.38	0.43	-0.05
批发和零售业	0.90	1.13	-0.23
水利、环境和公共设施管理业	0.09	0.05	0.04
房地产业	-	-	-
电力、燃气及水的生产和供应业	0.50	-	-
其他行业	0.20	0.47	-0.27
贸易融资	-	-	-
票据贴现	-	-	-
个人贷款	1.02	0.94	0.08
其中：信用卡	2.80	4.14	-1.34
住房抵押	0.26	0.38	-0.12
个人经营性贷款	1.13	0.95	0.18
个人消费性贷款	0.83	0.86	-0.03
合计	0.76	0.77	-0.01

资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 6：资产质量分析

	24Q1	24H1	1-3Q24	2024	25Q1	25H1	环比	同比
贷款分级								
正常贷款率 (%)	98.00	97.88	97.71	97.74	/	97.67	/	-0.21
关注贷款率 (%)	1.24	1.36	1.52	1.49	/	1.57	/	0.21
不良贷款率 (%)	0.76	0.76	0.77	0.77	0.76	0.76	0.00	0.00
关注+不良率 (%)	2.00	2.12	2.29	2.26	/	2.33	/	0.21
逾期贷款								
逾期率 (%)		1.54		1.43		1.62		0.08
3个月以内		0.91		0.82		1.05		0.13
3个月至1年		0.43		0.45		0.47		0.04
1年以上3年以内		0.16		0.12		0.11		-0.06
3年以上		0.04		0.04		0.01		-0.03
不良偏离度 (%)		82.36		78.53		75.66		-7
拨备情况								
贷款拨备率 (%)	4.11	4.11	4.09	3.86	3.74	3.74	0.00	-0.37
拨备覆盖率 (%)	539.2	538.8	528.4	500.5	489.6	489.5	0.0	-49.3

资料来源：公司财报，天风证券研究所

4. 风险提示

宏观经济震荡：当前经济“弱复苏”可能导致公司盈利能力下降和就业市场疲软。

不良资产可能暴露：在市场波动过程中部分行业面临压力较大可能导致银行不良资产的增加风险。

息差压力加大：目前商业银行净息差水平整体压力较大，若超预期降息可能加大息差下行压力。

财务预测摘要

人民币亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表						收入增长					
净利息收入	85	91	97	103	111	净利润增速	19.83%	16.14%	12.45%	11.10%	10.42%
手续费及佣金	0	1	1	1	1	拨备前利润增速	15.07%	10.59%	8.34%	7.88%	7.96%
其他收入	13	17	19	22	24	税前利润增速	19.38%	19.98%	8.68%	9.43%	9.47%
营业收入	99	109	117	126	136	营业收入增速	12.05%	10.53%	7.21%	7.87%	7.95%
营业税及附加	-1	-1	0	0	0	净利息收入增速	11.69%	7.54%	5.67%	6.82%	7.50%
业务管理费	-36	-40	-43	-46	-50	手续费及佣金增速	-82.84%	158.54%	18.00%	10.00%	10.00%
拨备前利润	62	68	74	80	86	营业费用增速	7.17%	9.95%	5.93%	7.86%	7.94%
计提拨备	-21	-20	-21	-22	-23	规模增长					
税前利润	40	49	53	58	63	生息资产增速	16.20%	10.07%	9.37%	8.61%	8.11%
所得税	-5	-8	-8	-9	-9	贷款增速	15.00%	8.28%	8.00%	7.00%	6.50%
净利润	35	41	44	49	54	同业资产增速	-6.46%	35.19%	32.00%	25.00%	25.00%
资产负债表						证券投资增速	20.61%	7.97%	11.20%	11.00%	10.00%
贷款总额	2,134	2,325	2,511	2,687	2,861	其他资产增速	3.01%	2.83%	2.83%	2.83%	2.83%
同业资产	59	80	105	132	165	计息负债增速	15.30%	11.26%	9.11%	8.27%	7.76%
证券投资	874	944	1,050	1,165	1,282	存款增速	16.09%	15.92%	12.00%	10.00%	9.00%
生息资产	3,252	3,579	3,915	4,251	4,596	同业负债增速	27.30%	-8.29%	-10.00%	-8.00%	-8.00%
非生息资产	101	104	113	123	133	股东权益增速	12.31%	12.98%	12.39%	12.25%	11.73%
总资产	3,345	3,666	4,010	4,355	4,708	存款结构					
客户存款	2,545	2,950	3,304	3,634	3,961	活期	19.9%	17.6%	17.0%	16.5%	16.0%
其他计息负债	434	364	311	280	257	定期	68.7%	70.2%	70.8%	71.3%	71.8%
非计息负债	95	46	50	54	58	其他	11.4%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
总负债	3,073	3,359	3,665	3,968	4,276	贷款结构					
股东权益	271	307	345	387	432	企业贷款(不含贴现)	34.8%	37.3%	39.0%	41.0%	42.0%
每股指标						个人贷款	59.4%	56.0%	54.3%	52.3%	51.3%
每股净利润(元)	1.20	1.26	1.29	1.44	1.59	资产质量					
每股拨备前利润(元)	2.25	2.26	2.23	2.41	2.60	不良贷款率	0.75%	0.77%	0.77%	0.77%	0.76%
每股净资产(元)	8.99	9.26	9.57	10.84	12.21	正常	98.07%	97.74%	97.50%	97.50%	97.30%
每股总资产(元)	122.03	121.59	120.90	131.31	141.96	关注	1.17%	1.49%	1.73%	1.73%	1.94%
P/E	6.57	6.22	6.09	5.48	4.96	次级	0.63%	0.64%	0.65%	0.65%	0.64%
P/PPOP	3.49	3.48	3.53	3.27	3.03	可疑	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%
P/B	0.88	0.85	0.82	0.73	0.64	损失	0.05%	0.06%	0.05%	0.05%	0.05%
P/A	0.06	0.06	0.07	0.06	0.06	拨备覆盖率	537.9%	500.5%	499.0%	485.0%	479.8%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.81%	2.68%	2.58%	2.53%	2.51%	资本充足率	13.86%	14.19%	16.30%	16.41%	16.58%
净利差(Spread)	2.62%	2.50%	2.41%	2.37%	2.35%	核心资本充足率	10.42%	11.18%	10.94%	11.41%	11.89%
贷款利率	6.17%	5.97%	5.60%	5.40%	5.30%	资产负债率	91.89%	91.63%	91.40%	91.12%	90.82%
存款利率	2.30%	2.26%	2.12%	2.00%	1.90%	其他数据					
生息资产收益率	4.98%	4.77%	4.63%	4.43%	4.31%	总股本(亿)	27	30	33	33	33
计息负债成本率	2.36%	2.27%	2.21%	2.07%	1.96%						
盈利能力											
ROAA	1.05%	1.09%	1.12%	1.14%	1.16%						
ROAE	12.81%	13.19%	13.17%	13.02%	12.84%						
拨备前利润率	1.98%	1.95%	1.93%	1.91%	1.90%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com