

工商银行 (601398)

证券研究报告
2025年09月01日

营收利润双双改善，资产质量保持稳健

事件：

工商银行发布 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+1.57%、-1.39%；不良率、拨备覆盖率分别为 1.33%、217.71%。

点评摘要：

营收利润双双改善。2025 上半年，工商银行实现营收约 4270.92 亿元，同比增长 1.57%，环比一季度增速提升 4.79pct，由负转正。其中，营收结构变化不大，净利息收入 3135.76 亿元 (YoY-0.12%)，占总营收比重为 73.42%；非息收入 1135.16 亿元 (YoY+6.54%)，占总营收比重为 26.58%。2025 上半年，工商银行实现归母净利润 1681.03 亿元，同比下降 1.39%，而 2025Q1 增速为-3.99%，营收改善叠加拨备释放，利润降幅有所收窄。

受益于息差压力缓解，2025H1 工商银行净利息收入降幅明显收窄。2025 上半年，工商银行净息差录得 1.3%，较 25Q1 小幅下行 3bp。其中，生息资产收益率录得 2.79%，较 2024 年下行 38bp；计息负债成本率显著改善，较 2024 年压降 31bp 至 1.63%。

非息收入增长由负转正。2025 上半年，工商银行实现手续费及佣金净收入 670.2 亿元，YoY-0.57%，降幅较一季度进一步收窄，三季度以来资本市场明显回暖，预计收窄趋势将进一步延续。2025 上半年，工商银行实现净其他非息收入 464.96 亿元，其中投资净收益 328.85 亿元，YoY+52.00%，二季度或仍通过兑现部分浮盈以支撑收入增长

一季度开门红结束后，工商银行规模扩张依然提速，资产负债皆实现双位数增长。

资产端：2025 上半年末，工商银行总资产同比增长 11.0%，其中贷款、金融投资分别同比增长 8.5%、19.9%，金融投资驱动下资产规模稳步扩张。具体到贷款端，2025 上半年末对公贷款、零售贷款分别同比增长 7.5%、3.8%，同比增速较 2024 年末分别-0.8pct、+0.3pct，零售信贷需求虽然偏弱，但边际略有修复。

负债端：2025 上半年末，工商银行总负债同比增长 11.4%，其中存款、发行债券、同业负债分别同比增长 8.2%、63.6%、19.7%。其中，存单大量发行之下，发行债券规模依然保持 60%+的同比增速，有效补充负债来源。存款规模增长则在零售定期、零售活期支撑下实现提速，2025 上半年末零售定期、零售活期分别同比增长 15%、9.9%。

资产质量保持稳健。2025 上半年末，工商银行不良贷款率为 1.33%，环比持平，较 2024 年末小幅改善 1bp。拨备覆盖率为 217.7%，环比一季度提升 2pct，拨备充足夯实资产质量安全垫。此外，拨贷比环比一季度小幅提升 2bp 至 2.89%。

投资建议：

作为银行业“领头雁”，工商银行扩表稳健、业绩改善，2025 年继续实施中期分红。我们预测企业 2025-2027 年归母净利润同比增长为-0.59%、2.61%、3.19%，对应现价 BPS：11.38、12.60、14.25 元，维持“增持”评级

风险提示：宏观经济震荡；资产质量恶化；息差压力加大。

投资评级

行业	银行/国有大型银行 II
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	7.38 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	269,612.21
流通 A 股股本(百万股)	269,612.21
A 股总市值(百万元)	1,989,738.13
流通 A 股市值(百万元)	1,989,738.13
每股净资产(元)	10.52
资产负债率(%)	92.09
一年内最高/最低(元)	8.36/5.45

作者

刘杰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110002	
liujie@tfzq.com	
曹旭冉	联系人
caoxuran@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《工商银行-季报点评:短期波动不改稳健经营底色》 2025-04-30
- 《工商银行-年报点评报告:利润持续修复》 2025-04-08
- 《工商银行-季报点评:息差企稳，盈利向上修复，拨备维持高位。》 2024-11-01

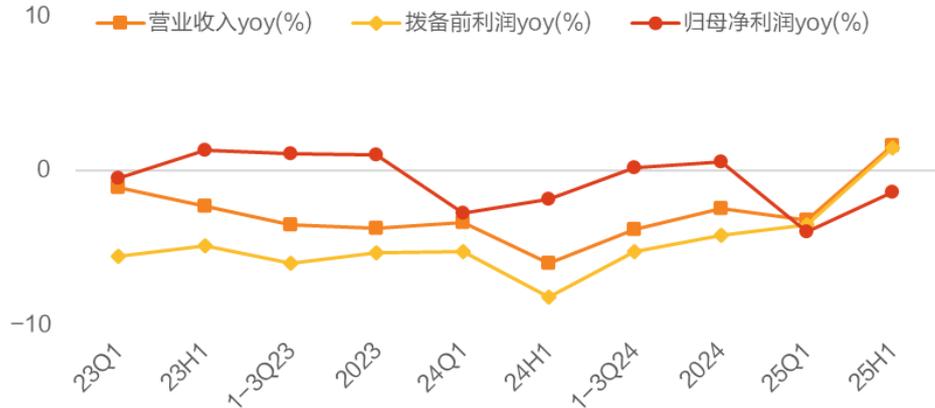
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	8,431	8,218	8,169	8,382	8,650
增长率(%)	-3.73	-2.52	-0.59	2.61	3.19
归属母公司股东净利润(亿元)	3,640	3,659	3,646	3,743	3,874
增长率(%)	0.79	0.51	-0.34	2.66	3.48
每股收益(元)	1.02	1.03	1.02	1.05	1.09
市盈率(P/E)	7.23	7.19	7.21	7.03	6.79
市净率(P/B)	0.77	0.72	0.65	0.59	0.52

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 息差压力缓解，业绩增长改善

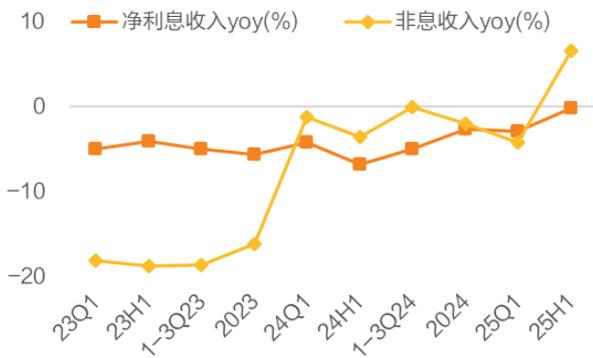
营收利润双双改善。2025 上半年,工商银行实现营收约 4270.92 亿元,同比增长 1.57%,环比一季度增速提升 4.79pct,由负转正。其中,营收结构变化不大,净利息收入 3135.76 亿元(YoY-0.12%),占总营收比重为 73.42%;非息收入 1135.16 亿元(YoY+6.54%),占总营收比重为 26.58%。2025 上半年,工商银行实现归母净利润 1681.03 亿元,同比下降 1.39%,而 2025Q1 增速为-3.99%,营收改善叠加拨备释放,利润降幅有所收窄。

图 1: 营收、拨备前利润、归母净利润增速 (23Q1-25H1)



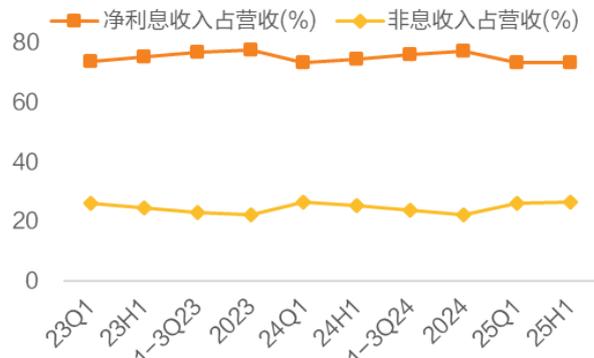
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

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: 净利息收入、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

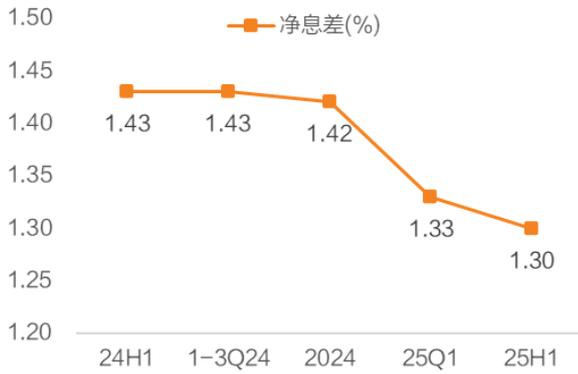
受益于息差压力缓解, 2025H1 工商银行净利息收入降幅明显收窄。

2025 上半年, 工商银行净息差录得 1.3%, 较 25Q1 小幅下行 3bp。其中, 生息资产收益率录得 2.79%, 较 2024 年下行 38bp; 计息负债成本率显著改善, 较 2024 年压降 31bp 至 1.63%。分细项看:

生息资产端, 2025H1 贷款收益率为 2.92%, 较 2024 年下行 48bp, 仍是拖累资产端收益的主要原因。此外, 受今年一季度债市大幅调整影响, 金融投资收益率较 2024 年下行 31bp 至 2.81%。

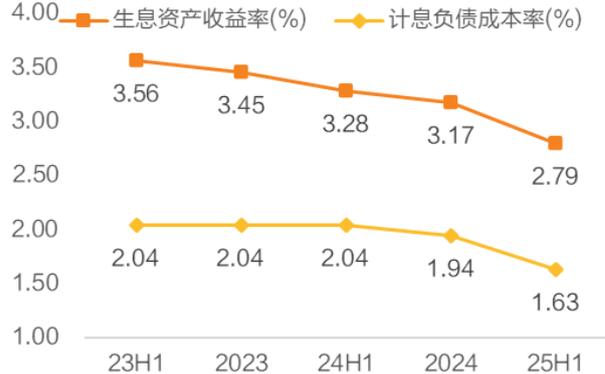
计息负债端, 各项利息成本率改善较为显著。其中, 受益于存量高息定期存款到期、5 月存款挂牌利率下调, 2025H1 存款成本率较 2024 年下降 27bp 至 1.45%。

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

项目	2025年1-6月		2024年		收益率变化(%)
	利息收入(亿元)	平均收益率(%)	利息收入(亿元)	平均收益率(%)	
资产					
客户贷款及垫款	4,267	2.92	9,379	3.40	-0.48
投资	1,906	2.81	3,652	3.12	-0.31
存放中央银行款项	257	1.69	542	1.71	-0.02
存放和拆放同业及其他金融机构款项	307	2.43	706	2.83	-0.40
总生息资产	6,736	2.79	14,279	3.17	-0.38
负债					
存款	2,475	1.45	5,640	1.72	-0.27
同业及其他金融机构存放和拆入款项	741	2.00	1,566	2.64	-0.64
已发行债务证券和存款证	384	2.76	699	3.38	-0.62
总计息负债	3,600	1.63	7,905	1.94	-0.31

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)	404.86	734.65	992.31	1,193.57	393.42	674.05	903.23	1,093.97	388.78	670.20
净其他非息收入(亿元)	186.98	370.42	505.11	687.00	191.00	391.44	593.67	750.01	171.12	464.96
其中：投资净收益(亿元)	87.19	236.06	376.11	458.76	92.02	216.35	310.86	409.30	133.35	328.85
手续费及佣金净收入yoy(%)	-2.84	-3.36	-6.03	-7.66	-2.83	-8.25	-8.98	-8.34	-1.18	-0.57
净其他非息收入yoy(%)	-38.73	-38.09	-35.41	-27.71	2.15	5.67	17.53	9.17	-10.41	18.78
其中：投资净收益yoy(%)	-2.59	8.97	12.38	14.06	5.54	-8.35	-17.35	-10.78	44.91	52.00
手续费及佣金净收入占比营收(%)	17.79	16.42	15.24	14.16	17.90	16.03	14.42	13.31	18.27	15.69
净其他非息收入占比营收(%)	8.21	8.27	7.75	8.15	8.68	9.31	9.48	9.13	8.04	10.89
其中：投资净收益占比营收(%)	3.83	5.28	5.78	5.44	4.19	5.15	4.96	4.98	6.27	7.70

资料来源：公司财报，天风证券研究所

非息收入增长由负转正。2025 上半年，工商银行实现手续费及佣金净收入 670.2 亿元，YoY-0.57%，降幅较一季度进一步收窄，三季度以来资本市场明显回暖，预计收窄趋势将进一步延续。2025 上半年，工商银行实现净其他非息收入 464.96 亿元，其中投资净收益 328.85 亿元，YoY+52.00%，二季度或仍通过兑现部分浮盈以支撑收入增长。

2. 规模扩张提速

一季度开门红结束后，工商银行规模扩张依然提速，资产负债皆实现双位数增长。

资产端：2025 上半年末，工商银行总资产同比增长 11.0%，其中贷款、金融投资分别同比增长 8.5%、19.9%，金融投资驱动下资产规模稳步扩张。具体到贷款端，2025 上半年末对公贷款、零售贷款分别同比增长 7.5%、3.8%，同比增速较 2024 年末分别-0.8pct、+0.3pct，零售信贷需求虽然偏弱，但边际略有修复。

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	7.2	6.3	0.7	5.5	36.8	36.8	36.3	36.0
制造业	4.9	8.2	-4.0	12.7	9.4	9.6	9.1	9.6
房地产业	9.5	2.0	0.9	1.0	3.9	4.0	3.9	3.7
采矿业	10.0	14.8	1.0	13.6	1.3	1.3	1.3	1.4
对公总计	8.3	7.5	-0.2	7.7	61.9	62.9	61.6	62.4

零售贷款分产品	同比 (%)		环比 (%)		贷款结构 (%)			
	2024	25H1	2024	25H1	2023	24H1	2024	25H1
零售								
个人住房贷款	-3.3	-1.9	-1.3	-0.6	24.1	22.1	21.4	20.0
个人消费贷款	28.3	20.5	9.3	10.2	1.3	1.4	1.5	1.5
个人经营性贷款	24.6	18.3	6.8	10.8	5.2	5.6	5.9	6.2
零售总计	3.5	3.8	1.4	2.3	33.2	31.7	31.6	30.4

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	8.8	8.5	2.0	6.4	58.2	59.0	58.1	57.6
金融投资	19.4	19.9	9.0	10.0	27.2	28.3	29.8	30.5
同业及拆放	3.8	39.1	11.9	24.3	5.4	4.7	5.1	5.9
存放央行	-17.8	-15.8	-8.4	-8.0	9.3	7.9	7.0	6.0
生息资产合计	8.9	11.2	3.6	7.4	100	100	100	100

资料来源：公司财报，天风证券研究所

负债端：2025 上半年末，工商银行总负债同比增长 11.4%，其中存款、发行债券、同业负债分别同比增长 8.2%、63.6%、19.7%。其中，存单大量发行之下，发行债券规模依然保持 60%+ 的同比增速，有效补充负债来源。存款规模增长则在零售定期、零售活期支撑下实现提速，2025 上半年末零售定期、零售活期分别同比增长 15%、9.9%。

表 4：负债分析

存款分类型	同比 (%)		环比 (%)		存款结构 (%)			
	2024	25H1	2024	25H1	2023	24H1	2024	25H1
定期	5.7	10.6	2.5	7.9	59.0	59.7	60.0	61.0
对公定期	-5.6	4.7	-2.4	7.3	27.0	25.6	24.5	24.8
零售定期	15.2	15.0	6.2	8.3	32.0	34.0	35.5	36.2
活期	1.3	4.7	1.1	3.6	41.0	40.3	40.0	39.0
对公活期	-2.8	0.4	-2.2	2.7	22.5	21.9	21.0	20.3
零售活期	6.2	9.9	5.1	4.5	18.6	18.4	19.0	18.7
总计	3.9	8.2	1.9	6.2	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	3.9	8.2	2.1	5.9	84.8	81.8	80.7	79.3
发行债券	48.1	63.6	27.7	28.1	3.5	3.8	4.7	5.6
同业及拆入	39.3	19.7	6.1	12.8	11.1	13.8	14.2	14.8
向央行借款	-26.7	-26.1	-22.3	-4.9	0.6	0.5	0.4	0.3
计息负债总计	9.2	11.7	3.5	7.9	100	100	100	100

资料来源：公司财报，天风证券研究所

3. 资产质量保持稳健

对公改善支撑资产质量整体稳健。2025 上半年末，工商银行不良贷款率为 1.33%，环比持平，较 2024 年末小幅改善 1bp。其中，对公信贷仍为资产质量压舱石，2025 上半年末对公不良率较 2024 年末改善 11bp 至 1.47%。而各类零售信贷资产压力皆有所抬升，2025 上半年末零售不良率较 2024 年末上行 20bp 至 1.35%，其中经营贷、信用卡不良压力相对较大。

拨备小幅增厚。2025 上半年末工商银行拨备覆盖率为 217.7%，环比一季度提升 2pct，拨备充足夯实资产质量安全垫。此外，拨贷比环比一季度小幅提升 2bp 至 2.89%。

表 5：行业不良率

贷款不良率-分业务类型 (%)	25H1	2024	变化
公司类贷款	1.47	1.58	-0.11
短期公司类贷款	2.06	2.38	-0.32
中长期公司类贷款	1.29	1.36	-0.07
票据贴现	-	-	-
个人贷款	1.35	1.15	0.20
个人住房贷款	0.86	0.73	0.13
个人消费贷款	2.51	2.39	0.12
个人经营性贷款	1.62	1.27	0.35
信用卡透支	3.75	3.50	0.25
合计	1.33	1.34	-0.01

贷款不良率-分对公行业 (%)	25H1	2024	变化
交通运输、仓储和邮政业	0.29	0.37	-0.08
制造业	1.52	1.87	-0.35
租赁和商务服务业	1.47	1.52	-0.05
水利、环境和公共设施管理业	0.78	0.91	-0.13
电力、热力、燃气及水生产和供应业	0.34	0.43	-0.09
批发和零售业	4.06	4.87	-0.81
房地产业	5.37	4.99	0.38
建筑业	2.42	2.98	-0.56
科教文卫	2.03	2.11	-0.08
采矿业	0.41	0.52	-0.11
其他	1.53	1.64	-0.11
合计	1.38	1.50	-0.12

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 (%)		96.73		96.64		96.76		0.03
关注贷款率 (%)		1.92		2.02		1.91		-0.01
不良贷款率 (%)	1.36	1.35	1.35	1.34	1.33	1.33	0.00	-0.02
关注+不良率 (%)	1.36	3.27	1.35	3.36	1.33	3.24	1.91	-0.03
逾期贷款								
逾期率 (%)		1.34		1.43		1.52		0.18
3个月以内		0.44		0.43		0.45		0.00
3个月至1年		0.38		0.43		0.47		0.09
1年以上3年以内		0.39		0.44		0.45		0.06
3年以上		0.13		0.14		0.15		0.03
不良偏离度 (%)		66.62		74.94		80.99		14
拨备情况								
贷款拨备率 (%)	2.94	2.95	2.97	2.87	2.87	2.89	0.02	-0.06
拨备覆盖率 (%)	216.3	218.4	220.3	214.9	215.7	217.7	2.0	-0.7

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：银行基本面与宏观经济环境密切相关，当前经济仍处于“弱复苏状态”，若复苏持续不及预期将加大银行经营压力。

资产质量恶化：零售信贷风险正持续暴露，可能导致整体资产质量超预期恶化。

息差压力加大：目前银行净息差仍有一定下行压力，若超预期降息可能加速息差收窄。

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	6,550	6,374	6,343	6,485	6,657	净利润增速	0.83%	0.50%	-0.34%	2.66%	3.48%
手续费及佣金	1,194	1,094	1,039	1,070	1,124	拨备前利润增速	-5.70%	-4.24%	-1.80%	2.73%	3.37%
其他收入	687	750	788	827	868	税前利润增速	-0.65%	-0.03%	-0.92%	2.07%	2.89%
营业收入	8,431	8,218	8,169	8,382	8,650	营业收入增速	-3.73%	-2.52%	-0.59%	2.61%	3.19%
营业税及附加	-107	-108	-108	-113	-117	净利息收入增速	-5.34%	-2.69%	-0.49%	2.24%	2.66%
业务管理费	-2,273	-2,305	-2,345	-2,406	-2,482	手续费及佣金增速	-7.71%	-8.34%	-5.00%	3.00%	5.00%
拨备前利润	5,728	5,485	5,386	5,533	5,720	营业费用增速	0.36%	1.02%	1.47%	2.37%	2.83%
计提拨备	-1,508	-1,267	-1,207	-1,267	-1,331	规模增长					
税前利润	4,220	4,218	4,179	4,266	4,389	生息资产增速	13.43%	8.94%	8.10%	7.00%	6.89%
所得税	-569	-549	-522	-512	-505	贷款增速	12.36%	8.77%	6.50%	5.50%	5.00%
净利润	3,651	3,669	3,657	3,754	3,884	同业资产增速	22.78%	3.81%	3.00%	7.00%	10.00%
资产负债表						证券投资增速	12.56%	19.44%	12.00%	10.00%	10.00%
贷款总额	253,869	276,138	294,903	311,134	326,666	其他资产增速	2.70%	1.11%	1.00%	1.80%	2.30%
同业资产	23,410	24,301	25,030	26,782	29,460	计息负债增速	13.44%	8.32%	7.75%	7.74%	7.03%
证券投资	118,497	141,536	158,520	174,372	191,810	存款增速	12.22%	3.93%	4.00%	4.00%	3.00%
生息资产	436,199	475,204	513,676	549,625	587,512	同业负债增速	18.26%	36.04%	25.00%	22.50%	21.00%
非生息资产	12,087	5,429	5,271	10,234	14,049	股东权益增速	7.49%	5.67%	9.61%	9.33%	11.87%
总资产	446,971	488,217	527,052	568,531	610,832	存款结构					
客户存款	335,212	348,370	362,305	376,797	388,101	活期	40.1%	40.0%	40.0%	39.0%	39.0%
其他计息负债	69,153	89,627	109,622	131,647	156,104	定期	57.7%	59.3%	59.3%	60.3%	60.3%
非计息负债	10,250	16,847	18,162	19,567	20,943	其他	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
总负债	409,205	448,345	483,347	520,747	557,374	贷款结构					
股东权益	37,766	39,873	43,706	47,784	53,458	企业贷款(不含贴现)	61.9%	61.6%	63.0%	64.0%	64.0%
每股指标						个人贷款	33.2%	31.6%	30.2%	29.2%	29.2%
每股净利润(元)	1.02	1.03	1.02	1.05	1.09	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.61	1.54	1.51	1.55	1.60	不良贷款率	1.36%	1.34%	1.33%	1.32%	1.31%
每股净资产(元)	9.55	10.23	11.38	12.60	14.25	正常	96.79%	97.30%	97.40%	97.40%	97.40%
每股总资产(元)	125.41	136.98	147.88	159.52	171.39	关注	1.85%	1.40%	1.27%	1.32%	1.31%
P/E	7.23	7.19	7.21	7.03	6.79	次级	0.38%	0.50%	0.45%	0.45%	0.45%
P/PPOP	4.59	4.80	4.88	4.75	4.60	可疑	0.45%	0.58%	0.55%	0.55%	0.55%
P/B	0.77	0.72	0.65	0.59	0.52	损失	0.53%	0.22%	0.33%	0.32%	0.31%
P/A	0.06	0.05	0.05	0.05	0.04	拨备覆盖率	213.9%	214.9%	194.8%	195.4%	196.8%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	1.60%	1.40%	1.28%	1.22%	1.17%	资本充足率	19.10%	19.85%	20.15%	20.48%	20.91%
净利差(Spread)	1.45%	1.26%	1.14%	1.08%	1.05%	核心资本充足率	13.72%	14.43%	14.40%	15.34%	16.16%
贷款利率	3.86%	3.44%	3.25%	3.15%	3.00%	资产负债率	91.55%	91.83%	91.71%	91.60%	91.25%
存款利率	1.86%	1.65%	1.50%	1.45%	1.35%	其他数据					
生息资产收益率	3.42%	3.13%	2.90%	2.82%	2.73%	总股本(亿)	3,564	3,564	3,564	3,564	3,564
计息负债成本率	1.97%	1.88%	1.76%	1.74%	1.68%						
盈利能力											
ROAA	0.86%	0.78%	0.72%	0.68%	0.66%						
ROAE	9.99%	9.42%	8.72%	8.18%	7.65%						
拨备前利润率	1.36%	1.17%	1.06%	1.01%	0.97%						

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