

# 招商银行 (600036)

证券研究报告  
2025年09月01日

## 利润增长由负转正，资产质量持续改善

### 事件：

招商银行发布 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-1.72%、+0.25%；不良率、拨备覆盖率分别为 0.93%、410.93%。

### 点评摘要：

**营收利润双双改善。**2025 上半年，招商银行实现营收约 1699.69 亿元，同比下降 1.72%，降幅较一季度收窄 1.36pct。营收结构上，净利息收入 1060.85 亿元 (YoY+1.57%)，占总营收比重为 62.41%；非息收入 638.84 亿元 (YoY-6.73%)，占总营收比重为 37.59%。25Q1、25H1 招商银行拨备前利润同比增速分别为-4%、-2.61%，归母净利润同比增速分别为-2.08%、+0.25%，拨备释放支撑利润增长由负转正。

**息差下行压力依然存在。**从单季视角看，2024Q4、2025Q1、2025Q2 招商银行单季净息差分别为 1.94%、1.91%、1.86%，2025Q2 息差收窄幅度大于 2025Q1，或是二季度净利息收入增长放缓的主因。从累计视角看，2025 上半年，招商银行净息差录得 1.88%，分别较 25Q1、2024 年下行 3bp、10bp。

**非息收入降幅收窄。**2025 上半年，招商银行实现手续费及佣金净收入 376.02 亿元，YoY-1.89%，降幅较一季度略微收窄 0.62pct，主要受益于财富管理业务收入增长改善，2025H1 财富管理手续费及佣金收入同比增长 11.89%，较一季度提升 1.44pct。2025 上半年，招商银行实现净其他非息收入 262.82 亿元，YoY-12.88%，降幅较一季度收窄 9.31pct，但投资净收益同比增速较一季度放缓 11.38pct 至 12.28%，或主要受去年同期高基数影响。

**招商银行规模扩张稳健，2025 上半年末资产和负债同比增速皆较 Q1 末有所抬升。**

**资产端：**2025 上半年末，总资产同比增长 9.35% (2025Q1 为 8.76%)，其中贷款、金融投资分别同比增长 5.7%、18.6%，金融投资驱动下资产规模加速扩张。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 11.5%、3.9%，同比增速较 2024 年末分别+1.3pct、-2.1pct，在消费贷、信用卡、经营贷等产品投放不佳影响下，零售信贷需求疲软程度有所加深。

**负债端：**2025 上半年末，总负债同比增长 8.63% (2025Q1 为 8.48%)，其中存款、发行债券、同业负债分别同比变化 8.5%、-40.9%、29.8%。受益于稳固客户基础，2025 年上半年末，存款占计息负债比重较 2024 年末略微提升 0.2pct 至 86.7%，但定期化趋势依然存在，定期存款占比较 2024 年末提升 1.2pct 至 49%。

**资产质量持续改善。**2025 上半年末，招商银行不良贷款率为 0.93%，环比下降 1bp，较 2024 年末下降 2bp，主要受益于对公不良改善。2025 上半年末，招商银行拨备覆盖率为 410.9%，环比基本持平，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下降 1bp 至 3.83%。

### 投资建议：

作为零售龙头银行，招商银行核心优势仍存，业绩表现稳健，2025 年首次实施中期分红。我们预测企业 2025-2027 年归母净利润同比增长为 0.80%、3.93%、4.42%，对应现价 BPS：48.54、54.91、60.26 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/股份制银行 II
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	41.98 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	20,628.94
流通 A 股股本(百万股)	20,628.94
A 股总市值(百万元)	866,003.09
流通 A 股市值(百万元)	866,003.09
每股净资产(元)	42.10
资产负债率(%)	89.75
一年内最高/最低(元)	48.55/29.93

### 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

- 《招商银行-季报点评:净息差保持韧性，资产质量稳健》2025-05-01
- 《招商银行-年报点评报告:营收修复，利润转正》2025-03-27
- 《招商银行-公司点评:营收修复，利润正增》2025-02-10

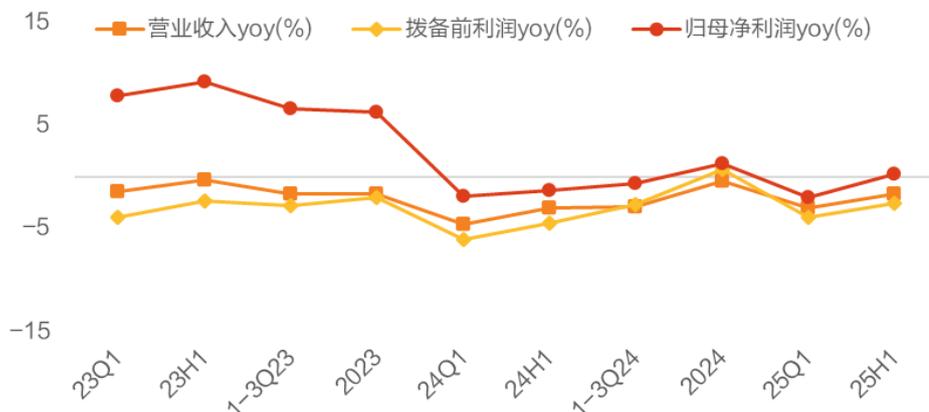
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	3,391	3,375	3,384	3,483	3,617
增长率(%)	-1.64	-0.48	0.28	2.92	3.83
归属母公司股东净利润(亿元)	1,466	1,484	1,496	1,555	1,623
增长率(%)	6.22	1.22	0.80	3.93	4.42
每股收益(元)	5.81	5.88	5.88	6.12	6.39
市盈率(P/E)	7.38	7.29	7.29	7.01	6.71
市净率(P/B)	1.17	1.03	0.88	0.78	0.71

资料来源：wind，天风证券研究所

## 1. 拨备释放支撑利润增长改善

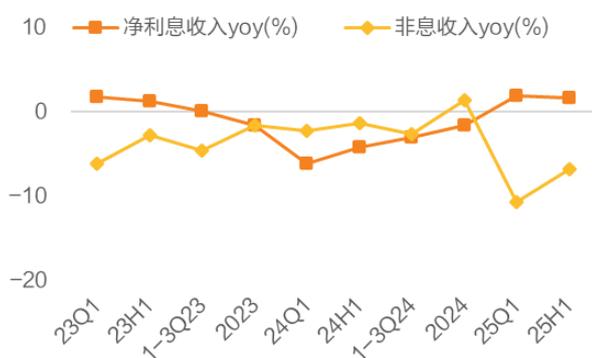
**营收利润双双改善。**2025 上半年,招商银行实现营收约 1699.69 亿元,同比下降 1.72%,降幅较一季度收窄 1.36pct。营收结构上,净利息收入 1060.85 亿元 (YoY+1.57%), 占总营收比重为 62.41%; 非息收入 638.84 亿元 (YoY-6.73%), 占总营收比重为 37.59%。25Q1、25H1 招商银行拨备前利润同比增速分别为-4%、-2.61%, 归母净利润同比增速分别为-2.08%、+0.25%, 拨备释放支撑利润增长由负转正。

图 1: 营收、拨备前利润、归母净利润增速 (23Q1-25H1)



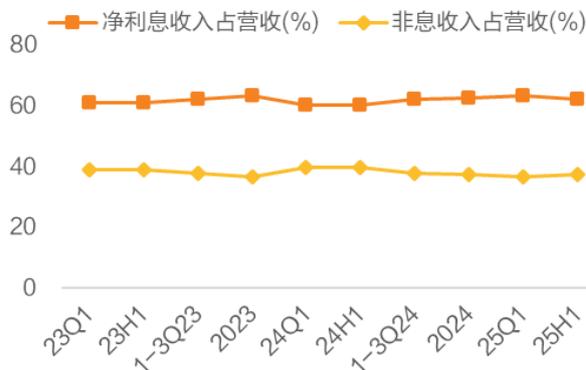
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

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

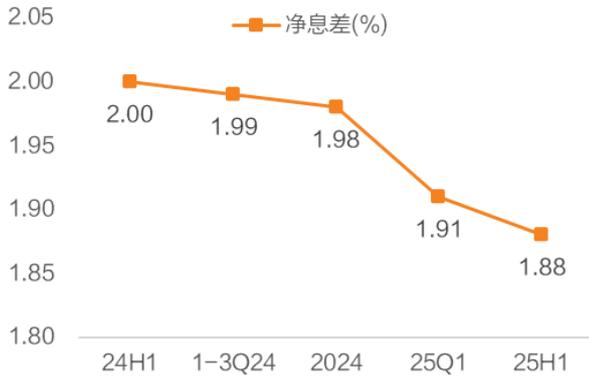
**息差下行压力依然存在。**从单季视角看, 2024Q4、2025Q1、2025Q2 招商银行单季净息差分别为 1.94%、1.91%、1.86%, 2025Q2 息差收窄幅度大于 2025Q1, 或是二季度净利息收入增长放缓的主因。

2025 上半年, 招商银行净息差录得 1.88%, 分别较 25Q1、2024 年下行 3bp、10bp。其中, 生息资产收益率录得 3.14%, 较 2024 年下行 36bp; 计息负债成本率显著改善, 较 2024 年压降 29bp 至 1.35%。分细项看:

生息资产端, 2025H1 贷款收益率为 3.45%, 较 2024 年下行 46bp, 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 19bp 至 2.89%。

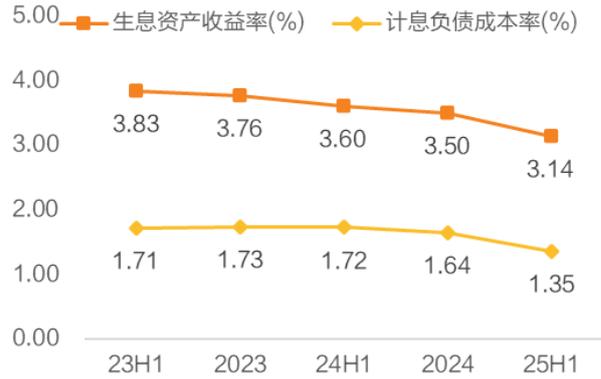
计息负债端, 2025H1 存款成本率为 1.26%, 较 2024 年压降 28bp, 在定期存款占比上升的情况下, 存款成本改善或主要受益于存款挂牌利率下调和高息定期存款陆续到期后的降价续作。

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(%)	
<b>资产</b>					
贷款和垫款	1,191	3.45	2,606	3.91	-0.46
投资	449	2.89	849	3.08	-0.19
存放中央银行款项	46	1.67	97	1.67	0.00
存放同业和其他金融机构款项	84	2.38	191	2.80	-0.42
<b>生息资产</b>	<b>1,770</b>	<b>3.14</b>	<b>3,743</b>	<b>3.50</b>	<b>-0.36</b>
<b>负债</b>					
客户存款	565	1.26	1,308	1.54	-0.28
同业和其他金融机构存放拆放款项	96	1.67	196	2.07	-0.40
应付债券	29	3.14	77	3.03	0.11
向中央银行借款	17	1.81	44	2.13	-0.32
租赁负债	2	3.48	5	3.56	-0.08
<b>计息负债</b>	<b>709</b>	<b>1.35</b>	<b>1,630</b>	<b>1.64</b>	<b>-0.29</b>

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)	250.79	470.91	670.27	841.08	202.04	383.28	557.02	720.94	196.96	376.02
净其他非息收入(亿元)	101.48	223.73	309.66	403.46	142.13	301.68	397.09	541.17	110.59	262.82
其中：投资净收益(亿元)	65.71	124.03	174.10	221.76	95.03	194.99	246.62	298.80	117.52	218.94
手续费及佣金净收入yoy(%)	-12.60	-11.82	-11.52	-10.78	-19.44	-18.61	-16.90	-14.28	-2.51	-1.89
净其他非息收入yoy(%)	14.91	24.34	14.90	25.01	40.06	34.84	28.23	34.13	-22.19	-12.88
其中：投资净收益yoy(%)	-15.68	-0.44	9.55	7.98	44.62	57.21	41.65	34.74	23.67	12.28
手续费及佣金净收入占比营收(%)	27.67	26.39	25.75	24.80	23.38	22.16	22.04	21.36	23.52	22.12
净其他非息收入占比营收(%)	11.20	12.53	11.90	11.90	16.45	17.45	15.72	16.04	13.20	15.47
其中：投资净收益占比营收(%)	7.25	6.95	6.69	6.54	11.00	11.27	9.76	8.85	14.03	12.88

资料来源：公司财报，天风证券研究所

**非息收入降幅收窄。**2025 上半年，招商银行实现手续费及佣金净收入 376.02 亿元，YoY-1.89%，降幅较一季度略微收窄 0.62pct，主要受益于财富管理业务收入增长改善，2025H1 财富管理手续费及佣金收入同比增长 11.89%，较一季度提升 1.44pct。2025 上半年，招商银行实现净其他非息收入 262.82 亿元，YoY-12.88%，降幅较一季度收窄 9.31pct，但投资净收益同比增速较一季度放缓 11.38pct 至 12.28%，或主要受去年同期高基数影响。

## 2. 规模稳步扩张

招商银行规模扩张较为稳健，2025 上半年末资产和负债同比增速皆较一季度末有所抬升。

**资产端：**2025 上半年末，招商银行总资产同比增长 9.35%（2025Q1 为 8.76%），其中

贷款、金融投资分别同比增长 5.7%、18.6%，金融投资驱动下资产规模加速扩张。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 11.5%、3.9%，同比增速较 2024 年末分别+1.3pct、-2.1pct，在消费贷、信用卡、经营贷等产品投放不佳影响下，零售信贷需求疲软程度有所加深。

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	9.4	13.0	3.7	8.9	15.7	16.0	16.2	17.1
制造业	16.0	18.4	9.8	7.8	8.9	9.0	9.7	10.1
房地产业	-2.5	-8.3	-6.3	-2.2	5.0	5.0	4.6	4.4
采矿业	9.9	18.2	3.0	14.7	0.7	0.7	0.8	0.8
对公总计	10.1	11.5	3.3	7.9	39.9	41.1	41.6	43.4
零售贷款分产品								
零售								
个人住房贷款	2.3	4.6	3.1	1.5	21.3	20.4	20.6	20.2
个人消费贷款	31.4	10.2	4.9	5.1	4.6	5.6	5.8	5.8
个人经营性贷款	9.9	4.5	2.2	2.2	11.5	12.0	12.0	11.9
信用卡	1.3	0.5	3.1	-2.5	14.4	13.6	13.8	13.0
零售总计	6.0	3.9	2.9	0.9	52.8	52.5	52.9	51.7
资产分结构								
贷款	6.1	5.7	2.3	3.3	58.5	57.8	56.3	55.7
金融投资	15.0	18.6	10.3	7.6	29.9	29.7	31.2	32.1
同业及拆放	60.6	17.2	12.5	4.2	5.2	7.1	7.6	7.6
存放央行	-15.9	-7.7	-4.2	-3.6	6.4	5.3	4.9	4.5
生息资产合计	10.2	9.6	5.0	4.4	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，招商银行总负债同比增长 8.63% (2025Q1 为 8.48%)，其中存款、发行债券、同业负债分别同比变化 8.5%、-40.9%、29.8%。受益于稳固客户基础，2025 年上半年末，存款占计息负债比重较 2024 年末略微提升 0.2pct 至 86.7%，但定期化趋势依然存在，定期存款占比较 2024 年末提升 1.2pct 至 49%。

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	18.0	10.9	4.4	6.2	45.1	48.0	47.8	49.0
对公定期	13.7	11.3	5.3	5.7	24.7	25.1	25.2	25.7
零售定期	23.3	10.4	3.4	6.8	20.4	22.9	22.6	23.3
活期	6.2	6.8	5.6	1.2	54.9	52.0	52.2	51.0
对公活期	4.8	2.5	3.4	-0.9	32.4	31.0	30.5	29.2
零售活期	8.2	13.2	8.8	4.1	22.4	21.0	21.8	21.9
总计	11.5	8.8	5.0	3.6	100	100	100	100
负债分结构								
吸收存款	11.6	8.5	4.9	3.4	85.1	86.5	86.5	86.7
发行债券	26.2	-40.9	-19.3	-26.7	1.8	2.7	2.1	1.5
同业及拆入	14.4	29.8	18.1	9.9	9.2	8.5	9.6	10.2
向央行借款	-49.8	-23.6	-15.7	-9.3	3.9	2.2	1.8	1.6
计息负债总计	9.7	8.2	4.9	3.2	100	100	100	100

资料来源：公司财报，天风证券研究所

### 3. 资产质量持续改善

**资产质量持续改善。**2025 上半年末，招商银行不良贷款率为 0.93%，环比下降 1bp，较 2024 年末下降 2bp。其中：对公不良率大幅改善，较 2024 年末下降 13bp 至 0.93%。各对公行业中，房地产、租赁和商务服务业不良率分别较 2024 年末下降 20bp、32bp 至 4.74%、0.09%，对公重点领域风险不断改善。零售不良率仍有抬升，较 2024 年末上升 7bp 至 1.03%，主要是小微贷款、消费贷不良压力较大，而按揭贷款资产质量有所改善。

**拨备维持高位。**2025 上半年末，招商银行拨备覆盖率为 410.9%，环比基本持平，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下降 1bp 至 3.83%。

表 5：行业不良率

贷款不良率-分业务类型 (%)	25H1	2024	变化
<b>公司贷款</b>	<b>0.93</b>	<b>1.06</b>	<b>-0.13</b>
流动资金贷款	0.59	0.84	-0.25
固定资产贷款	1.58	1.62	-0.04
贸易融资	0.04	0.04	-
其他	1.63	1.63	0.00
<b>票据贴现</b>	<b>0.00</b>	-	0.00
<b>零售贷款</b>	<b>1.03</b>	<b>0.96</b>	<b>0.07</b>
小微贷款	0.95	0.79	0.16
个人住房贷款	0.46	0.48	-0.02
信用卡贷款	1.75	1.75	0.00
消费贷款	1.41	1.04	0.37
其他	1.86	1.87	-0.01
<b>贷款和垫款总额</b>	<b>0.93</b>	<b>0.95</b>	<b>-0.02</b>
贷款不良率-分对公行业 (%)	25H1	2024	变化
制造业	0.44	0.49	-0.05
交通运输、仓储和邮政业	0.20	0.22	-0.02
电力、热力、燃气及水生产和供应业	0.15	0.12	0.03
房地产业	4.74	4.94	-0.20
批发和零售业	1.00	1.07	-0.07
租赁和商务服务业	0.09	0.41	-0.32
信息传输、软件和信息技术服务业	0.37	0.40	-0.03
金融业	0.25	0.26	-0.01
建筑业	1.10	1.27	-0.17
采矿业	0.16	1.06	-0.90
水利、环境和公共设施管理业	0.52	0.40	0.12
其他	3.60	3.89	-0.29
<b>合计</b>	<b>0.93</b>	<b>1.06</b>	<b>-0.13</b>

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
<b>贷款分级</b>								
正常贷款率 (%)		97.82		97.76		97.64		-0.18
关注贷款率 (%)	1.14	1.24	1.30	1.29	1.36	1.43		0.19
不良贷款率 (%)	0.92	0.94	0.94	0.95	0.94	0.93	-0.01	-0.01
关注+不良率 (%)	2.06	2.18	2.24	2.24	2.30	2.36	0.06	0.18
<b>逾期贷款</b>								
逾期率 (%)		1.42		1.33		1.36		-0.05
3个月以内		0.68		0.61		0.63		-0.05
3个月至1年		0.40		0.37		0.38		-0.02
1年以上3年以内		0.23		0.25		0.25		0.03
3年以上		0.11		0.10		0.10		-0.01
不良偏离度 (%)		78.43		75.67		78.36		-0.07
<b>拨备情况</b>								
贷款拨备率 (%)	4.01	4.08	4.06	3.92	3.84	3.83	-0.01	-0.25
拨备覆盖率 (%)	436.8	434.4	432.2	412.0	410.0	410.9	0.90	-23.5

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
<b>利润表</b>						<b>收入增长</b>					
净利息收入	2,147	2,113	2,131	2,182	2,250	净利润增速	6.22%	1.22%	0.80%	3.93%	4.42%
手续费及佣金	841	721	728	750	787	拨备前利润增速	-2.06%	3.88%	0.71%	2.90%	3.82%
其他收入	403	541	525	551	579	税前利润增速	6.97%	1.15%	2.11%	3.93%	4.42%
营业收入	3,391	3,375	3,384	3,483	3,617	营业收入增速	-1.64%	-0.48%	0.28%	2.92%	3.83%
营业税及附加	-30	-30	-30	-31	-33	净利息收入增速	-1.63%	-1.58%	0.87%	2.38%	3.13%
业务管理费	-1,118	-1,076	-1,073	-1,104	-1,146	手续费及佣金增速	-10.78%	-14.28%	1.00%	3.00%	5.00%
拨备前利润	2,181	2,266	2,282	2,348	2,438	营业费用增速	-1.40%	-3.65%	-0.27%	2.96%	3.85%
计提拨备	-415	-479	-457	-452	-458	<b>规模增长</b>					
税前利润	1,766	1,787	1,824	1,896	1,980	生息资产增速	8.84%	10.10%	8.57%	7.51%	6.79%
所得税	-286	-291	-328	-341	-356	贷款增速	7.56%	5.83%	5.00%	4.50%	4.50%
净利润	1,466	1,484	1,496	1,555	1,623	同业资产增速	-11.22%	60.60%	10.00%	10.00%	8.00%
<b>资产负债表</b>						证券投资增速	15.19%	15.00%	15.00%	12.00%	10.00%
贷款总额	65,089	68,883	72,327	75,582	78,983	其他资产增速	0.88%	0.96%	2.00%	2.50%	3.20%
同业资产	5,607	9,005	9,906	10,896	11,768	计息负债增速	8.96%	9.72%	9.44%	8.77%	7.98%
证券投资	31,939	36,730	42,240	47,309	52,040	存款增速	8.56%	11.59%	9.50%	9.00%	8.50%
生息资产	109,314	120,359	130,673	140,483	150,022	同业负债增速	18.04%	-4.73%	10.00%	8.00%	5.00%
非生息资产	971	1,161	2,667	3,602	4,959	股东权益增速	13.78%	13.90%	14.49%	11.37%	8.57%
总资产	110,285	121,520	133,340	144,085	154,982	<b>存款结构</b>					
客户存款	82,405	91,953	100,689	109,751	119,080	活期	54.3%	51.7%	50.0%	50.0%	50.0%
其他计息负债	14,460	14,322	15,621	16,755	17,521	定期	44.7%	47.2%	49.0%	49.0%	49.0%
非计息负债	2,563	2,910	2,982	1,926	1,380	其他	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
总负债	99,428	109,186	119,292	128,432	137,980	<b>贷款结构</b>					
股东权益	10,857	12,335	14,047	15,653	17,001	企业贷款(不含贴现)	39.9%	41.6%	42.0%	42.0%	42.0%
<b>每股指标</b>						个人贷款	52.8%	52.9%	52.5%	52.5%	52.5%
每股净利润(元)	5.81	5.88	5.88	6.12	6.39	<b>资产质量</b>					
每股拨备前利润(元)	8.65	8.98	9.05	9.31	9.67	不良贷款率	0.95%	0.95%	0.93%	0.93%	0.93%
每股净资产(元)	36.71	41.46	48.54	54.91	60.26	正常	97.96%	97.75%	97.75%	97.75%	97.75%
每股总资产(元)	437.29	481.84	528.71	571.31	614.52	关注	1.10%	1.29%	1.29%	1.29%	1.29%
P/E	7.38	7.29	7.29	7.01	6.71	次级	0.25%	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%
P/PPOP	4.96	4.77	4.74	4.61	4.44	可疑	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%
P/B	1.17	1.03	0.88	0.78	0.71	损失	0.36%	0.37%	0.36%	0.36%	0.36%
P/A	0.10	0.09	0.08	0.08	0.07	拨备覆盖率	437.7%	404.5%	413.1%	412.7%	408.0%
<b>利率指标</b>						<b>资本状况</b>					
净息差(NIM)	2.05%	1.84%	1.70%	1.61%	1.55%	资本充足率	17.88%	19.05%	15.54%	15.62%	15.54%
净利差(Spread)	1.85%	1.65%	1.53%	1.46%	1.41%	核心资本充足率	13.73%	14.86%	14.90%	14.95%	15.03%
贷款利率	4.27%	3.89%	3.70%	3.58%	3.52%	资产负债率	110.92%	111.30%	111.78%	112.19%	112.32%
存款利率	1.63%	1.50%	1.45%	1.43%	1.40%	<b>其他数据</b>					
生息资产收益率	3.58%	3.26%	3.02%	2.92%	2.85%	总股本(亿)	252	252	252	252	252
计息负债成本率	1.73%	1.60%	1.49%	1.46%	1.43%						
<b>盈利能力</b>											
ROAA	1.39%	1.28%	1.16%	1.11%	1.08%						
ROAE	14.37%	12.80%	11.22%	10.34%	9.83%						
拨备前利润率	2.06%	1.95%	1.79%	1.69%	1.63%						

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