

## 公司研究

## 营收盈利同步改善，资产规模再创新高

## ——兴业银行（601166.SH）2025年业绩快报点评

## 增持（维持）

当前价：19.61元

## 作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebsecn.com

分析师：赵晨阳

执业证书编号：S0930524070005

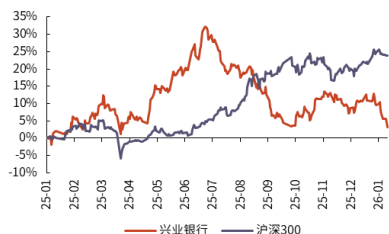
010-57378030

zhaochenyang@ebsecn.com

## 市场数据

|            |             |
|------------|-------------|
| 总股本(亿股)    | 211.63      |
| 总市值(亿元)    | 4,150.04    |
| 一年最低/最高(元) | 18.63/25.45 |
| 近3月换手率     | 37.28%      |

## 股价相对走势



资料来源：Wind

## 收益表现

| %  | 1M    | 3M    | 1Y     |
|----|-------|-------|--------|
| 相对 | -8.99 | -6.71 | -20.41 |
| 绝对 | -6.57 | -3.87 | 2.83   |

资料来源：Wind

## 要点

## 事件：

1月21日，兴业银行发布2025年业绩快报，公司25年全年实现营业收入2127亿，同比增长0.2%，实现归母净利润775亿，同比增长0.3%。年化加权平均净资产收益率（ROAE）为9.15%，同比下降0.7pct。

## 点评：

**营收增速回正，盈利维持小幅正增。**25年全年公司营收、归母净利润同比增速分别为0.2%、0.3%，增速较前三季度分别提升2、0.2pct，公司连续两年实现营收、净利润“双增”，业绩筑底上修，出现“微笑曲线”。4Q25单季情况看，营收、规模净利润同比增速分别为7.3%、1.3%，较上年同期分别变动+10.4、-15.5pct。

**扩表节奏稳中有升，“五大新赛道”布局深化。**2025年末，兴业银行总资产、贷款、非信贷类资产同比增速分别为5.6%、3.7%、7.8%，增速较3Q25末分别变动+2、-0.6、+5.3pct，规模扩张进一步提速，贷款投放相对平稳。年末公司资产规模突破11万亿关口，贷款规模增至5.95万亿，其中科技金融贷款突破1.12万亿、绿色贷款达1.1万亿、制造业贷款近万亿规模，“五大新赛道”业务布局深化。

**存款稳步增长，负债稳定性增强。**2025年末，兴业银行总负债、存款、市场类负债同比增速分别为5.9%、7.2%、4.1%，分别较3Q末变动+2.2、-0.4、+5.8pct，年末存款占负债比重58.2%，较年初提升0.7pct，负债端稳定性增强。公司持续拓展低成本负债，后续伴随存量定期存款滚动到期重定价，前期多轮存款利率调降成效将进一步显现，息差收窄压力有望缓释。

**不良率维持低位，风险抵补能力较强。**2025年末，兴业银行不良率为1.08%，同3Q末持平，房地产、地方政府平台、信用卡三大领域风险走向趋于收敛。年末不良余额643亿，4Q季内减少3.1亿，压降规模略低于24年同期。拨备方面，年末拨备余额1468亿，4Q季内下降3.2亿，核销强度不减；年末拨备比2.47%，同3Q末基本持平，拨备覆盖率228.4%，较3Q末提升0.6pct，风险抵补能力强。

**盈利预测、估值与评级。**兴业银行战略目标清晰，坚持“轻资本、轻资产、高效率”转型方向，以“1234”战略为核心主线，以数字化转型为增长引擎，赋能“F+G+B+C”端场景生态服务获客，树牢擦亮“绿色银行、财富银行、投资银行”三张名片，推进“五大新赛道”“数字兴业”与“五篇大文章”有机融合。公司资产端信贷投放保持稳定，负债成本管控使得息差具有相对韧性，同时财富管理、投行业务双向发力，中间业务收入增长空间可期。截至1月21日，公司500亿可转债仍有413.5亿未转股，转股比例较低，最新转股价21.19元，当前股价19.61元，尚未触及转股价，公司经营基本面稳健向好，未来转债转股可期，有望进一步增厚股本。鉴于快报披露信息有限，暂维持公司2025-2027年EPS预测3.66、3.66、3.66元，当前股价对应PB估值分别为0.50、0.47、0.44倍，对应PE估值分别为5.36、5.36、5.35倍。维持“增持”评级。

**风险提示：**经济下行压力加大，实体融资需求改善不及预期，房地产、零售等特定领域风险暴露增加。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

| 指标          | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)  | 210,831 | 212,226 | 213,370 | 213,858 | 214,165 |
| 营业收入增长率     | -5.2%   | 0.7%    | 0.5%    | 0.2%    | 0.1%    |
| 净利润 (百万元)   | 77,116  | 77,205  | 77,366  | 77,483  | 77,559  |
| 净利润增长率      | -15.6%  | 0.1%    | 0.2%    | 0.2%    | 0.1%    |
| EPS (元)     | 3.71    | 3.72    | 3.66    | 3.66    | 3.66    |
| ROE (归属母公司) | 11.25%  | 10.46%  | 9.74%   | 9.12%   | 8.57%   |
| P/E         | 5.28    | 5.28    | 5.36    | 5.36    | 5.35    |
| P/B         | 0.57    | 0.53    | 0.50    | 0.47    | 0.44    |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025 年 1 月 21 日; 注 2023-2024 年股本为 207.74 亿股, 2025 年及以后股本为 211.63 亿股

表 1: 兴业银行业绩快报披露指标

| 单位: 百万元       | 2023       | 1Q24       | 1H24       | 1-3Q24     | 2024       | 1Q25       | 1H25       | 1-3Q25     | 2025       |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>累积利润表</b>  |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 营业收入          | 210,831    | 57,751     | 113,043    | 164,217    | 212,226    | 55,683     | 110,458    | 161,234    | 212,741    |
| YoY           | (5.2%)     | 4.2%       | 1.8%       | 1.8%       | 0.7%       | (3.6%)     | (2.3%)     | (1.8%)     | 0.2%       |
| 营业支出          | 126,691    | 30,267     | 64,179     | 93,007     | 125,029    | 28,269     | 59,956     | 87,541     | 122,768    |
| YoY           | 9.0%       | 17.3%      | 3.5%       | 5.2%       | (1.3%)     | (6.6%)     | (6.6%)     | (5.9%)     | (1.8%)     |
| 利润总额          | 84,329     | 27,531     | 48,942     | 71,319     | 87,120     | 27,465     | 50,558     | 73,658     | 89,973     |
| YoY           | (20.6%)    | (7.1%)     | (0.3%)     | 3.3%       | (0.2%)     | 3.3%       | 3.3%       | 3.3%       | 3.3%       |
| 归母净利润         | 77,116     | 24,336     | 43,049     | 63,006     | 77,205     | 23,796     | 43,141     | 63,083     | 77,469     |
| YoY           | (15.6%)    | (3.1%)     | 0.9%       | (3.0%)     | 0.1%       | (2.2%)     | 0.2%       | 0.1%       | 0.3%       |
| <b>单季利润表</b>  |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 营业收入          | 49,535     | 57,751     | 55,292     | 51,174     | 48,009     | 55,683     | 54,775     | 50,776     | 51,507     |
| YoY           | (3.9%)     | 4.2%       | (0.6%)     | 1.8%       | (3.1%)     | (3.6%)     | (0.9%)     | (0.8%)     | 7.3%       |
| 营业支出          | 38,292     | 30,267     | 33,912     | 28,828     | 32,022     | 28,269     | 31,687     | 27,585     | 35,227     |
| YoY           | 32.1%      | 17.3%      | (6.3%)     | 9.2%       | (16.4%)    | (6.6%)     | (6.6%)     | (4.3%)     | 10.0%      |
| 利润总额          | 11,336     | 27,531     | 21,411     | 22,377     | 15,801     | 27,465     | 23,093     | 23,100     | 16,315     |
| YoY           | (49.7%)    | (7.1%)     | 10.0%      | (6.3%)     | 39.4%      | (0.2%)     | 7.9%       | 3.2%       | 3.3%       |
| 归母净利润         | 12,151     | 24,336     | 18,713     | 19,957     | 14,199     | 23,796     | 19,345     | 19,942     | 14,386     |
| YoY           | (37.9%)    | (3.1%)     | 6.5%       | (10.4%)    | 16.9%      | (2.2%)     | 3.4%       | (0.1%)     | 1.3%       |
| <b>资产负债规模</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 总资产           | 10,158,326 | 10,257,255 | 10,350,090 | 10,307,428 | 10,507,898 | 10,631,299 | 10,614,376 | 10,673,253 | 11,093,667 |
| YoY           | 9.6%       | 4.4%       | 4.6%       | 3.9%       | 3.4%       | 3.6%       | 2.6%       | 3.5%       | 5.6%       |
| QoQ           | 2.4%       | 1.0%       | 0.9%       | (0.4%)     | 1.9%       | 1.2%       | (0.2%)     | 0.6%       | 3.9%       |
| 较年初           | 9.6%       | 1.0%       | 1.9%       | 1.5%       | 3.4%       | 1.2%       | 1.0%       | 1.6%       | 5.6%       |
| 其中: 总贷款       | 5,460,935  | 5,547,252  | 5,669,093  | 5,741,603  | 5,736,610  | 5,815,387  | 5,903,433  | 5,989,907  | 5,948,865  |
| YoY           | 9.6%       | 7.9%       | 8.6%       | 8.0%       | 5.0%       | 4.8%       | 4.1%       | 4.3%       | 3.7%       |
| QoQ           | 2.8%       | 1.6%       | 2.2%       | 1.3%       | (0.1%)     | 1.4%       | 1.5%       | 1.5%       | (0.7%)     |
| 较年初           | 9.6%       | 1.6%       | 3.8%       | 5.1%       | 5.0%       | 1.4%       | 2.9%       | 4.4%       | 3.7%       |
| 占总资产          | 53.8%      | 54.1%      | 54.8%      | 55.7%      | 54.6%      | 54.7%      | 55.6%      | 56.1%      | 53.6%      |
| 其中: 非信贷类资产    | 4,697,391  | 4,710,003  | 4,680,997  | 4,565,825  | 4,771,288  | 4,815,912  | 4,710,943  | 4,683,346  | 5,144,802  |
| YoY           | 9.7%       | 0.5%       | 0.3%       | (0.3%)     | 1.6%       | 2.2%       | 0.6%       | 2.6%       | 7.8%       |
| QoQ           | 1.9%       | 0.3%       | (0.6%)     | (2.5%)     | 4.5%       | 0.9%       | (2.2%)     | (0.6%)     | 9.9%       |
| 较年初           | 9.7%       | 0.3%       | (0.3%)     | (2.8%)     | 1.6%       | 0.9%       | (1.3%)     | (1.3%)     | 7.8%       |
| 占总资产          | 46.2%      | 45.9%      | 45.2%      | 44.3%      | 45.4%      | 45.3%      | 44.4%      | 43.9%      | 46.4%      |
| 总负债           | 9,350,607  | 9,424,077  | 9,491,228  | 9,427,894  | 9,614,287  | 9,715,600  | 9,720,864  | 9,770,788  | 10,179,607 |
| YoY           | 9.9%       | 4.2%       | 4.1%       | 3.3%       | 3.6%       | 3.1%       | 2.4%       | 2.9%       | 5.9%       |
| QoQ           | 2.4%       | 0.8%       | 0.7%       | (0.7%)     | 2.0%       | 1.1%       | 0.1%       | 0.5%       | 4.2%       |
| 较年初           | 9.9%       | 0.8%       | 1.5%       | 0.8%       | 2.8%       | 1.1%       | 1.1%       | 1.6%       | 5.9%       |
| 其中: 总存款       | 5,137,073  | 5,103,789  | 5,385,981  | 5,425,017  | 5,532,333  | 5,627,965  | 5,869,830  | 5,834,745  | 5,929,555  |
| YoY           | 8.4%       | 4.2%       | 4.9%       | 4.0%       | 7.7%       | 10.3%      | 9.0%       | 7.6%       | 7.2%       |
| QoQ           | (1.5%)     | (0.6%)     | 5.5%       | 0.7%       | 2.0%       | 1.7%       | 4.3%       | (0.6%)     | 1.6%       |
| 较年初           | 8.4%       | (0.6%)     | 4.8%       | 5.6%       | 7.7%       | 1.7%       | 6.1%       | 5.5%       | 7.2%       |
| 占总负债          | 54.9%      | 54.2%      | 56.7%      | 57.5%      | 57.5%      | 57.9%      | 60.4%      | 59.7%      | 58.2%      |
| 其中: 市场类负债     | 4,213,534  | 4,320,288  | 4,105,247  | 4,002,877  | 4,081,954  | 4,087,635  | 3,851,034  | 3,936,043  | 4,250,053  |
| YoY           | 11.7%      | 4.2%       | 3.2%       | 2.3%       | (3.1%)     | (5.4%)     | (6.2%)     | (1.7%)     | 4.1%       |
| QoQ           | 7.7%       | 2.5%       | (5.0%)     | (2.5%)     | 2.0%       | 0.1%       | (5.8%)     | 2.2%       | 8.0%       |
| 较年初           | 11.7%      | 2.5%       | (5.0%)     | (5.0%)     | (3.1%)     | 0.1%       | (5.7%)     | (3.6%)     | 4.1%       |
| 占总负债          | 45.1%      | 45.8%      | 43.3%      | 42.5%      | 42.5%      | 42.1%      | 39.6%      | 40.3%      | 41.8%      |
| <b>资产质量</b>   |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 不良贷款率         | 1.07%      | 1.07%      | 1.08%      | 1.08%      | 1.07%      | 1.08%      | 1.08%      | 1.08%      | 1.08%      |
| QoQ (bp)      | 0          | 0          | 1          | 0          | (1)        | 1          | 0          | 0          | 0          |
| 拨备覆盖率         | 245.2%     | 245.5%     | 237.8%     | 233.5%     | 237.8%     | 233.4%     | 228.5%     | 227.8%     | 228.4%     |
| QoQ (pct)     | 7.4        | 0.3        | (7.7)      | (4.3)      | 4.2        | (4.4)      | (4.9)      | (0.7)      | 0.6        |
| 拨贷比           | 2.63%      | 2.63%      | 2.56%      | 2.53%      | 2.55%      | 2.52%      | 2.46%      | 2.46%      | 2.47%      |
| QoQ (bp)      | 8          | 0          | (7)        | (3)        | 2          | (3)        | (6)        | 0          | 1          |
| 不良贷款余额        | 58,491     | 59,420     | 61,018     | 62,118     | 61,477     | 62,831     | 63,493     | 64,560     | 64,251     |
| YoY           | 7.3%       | 6.3%       | 8.4%       | 8.8%       | 5.1%       | 5.7%       | 4.1%       | 3.9%       | 4.5%       |
| QoQ           | 2.5%       | 1.6%       | 2.7%       | 1.8%       | (1.0%)     | 2.2%       | 1.1%       | 1.7%       | (0.5%)     |
| 较年初           | 7.3%       | 1.6%       | 4.3%       | 6.2%       | 5.1%       | 2.2%       | 3.3%       | 5.0%       | 4.5%       |
| 贷款损失准备余额      | 143,426    | 145,884    | 145,110    | 145,069    | 146,183    | 146,661    | 145,106    | 147,074    | 146,756    |
| YoY           | 11.3%      | 12.1%      | 4.9%       | 6.9%       | 1.9%       | 1.9%       | (0.0%)     | 1.4%       | 0.4%       |
| QoQ           | 5.7%       | 1.7%       | (0.5%)     | (0.0%)     | 0.8%       | 0.3%       | (1.1%)     | 1.4%       | (0.2%)     |
| 较年初           | 11.3%      | 1.7%       | 1.2%       | 1.1%       | 0.9%       | 0.3%       | (0.7%)     | 0.6%       | 0.4%       |
| <b>其他经营指标</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 年化加权平均净资产收益率  | 10.64%     | 13.48%     | 11.00%     | 10.92%     | 9.89%      | 12.24%     | 10.12%     | 10.07%     | 9.15%      |
| YoY (pct)     | (3.2)      | (1.4)      | (0.9)      | (1.2)      | (0.7)      | (1.2)      | (0.8)      | (0.8)      | (0.7)      |
| 基本每股收益 (元)    | 3.51       | 1.17       | 1.94       | 2.90       | 3.51       | 1.15       | 1.91       | 2.85       | 3.46       |
| YoY           | (16.4%)    | (3.3%)     | 1.0%       | (3.0%)     | 0.0%       | (1.7%)     | (1.5%)     | (1.7%)     | (1.4%)     |

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元)       | 2023A          | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>210,831</b> | <b>212,226</b> | <b>213,370</b> | <b>213,858</b> | <b>214,165</b> |
| 净利息收入           | 146,503        | 148,107        | 142,839        | 138,125        | 133,130        |
| 非息收入            | 64,328         | 64,119         | 70,531         | 75,733         | 81,034         |
| 净手续费及佣金收入       | 27,755         | 24,096         | 26,506         | 28,626         | 30,630         |
| 净其他非息收入         | 36,573         | 40,023         | 44,025         | 47,107         | 50,405         |
| 营业支出            | 126,691        | 125,029        | 125,991        | 126,347        | 126,568        |
| <b>拨备前利润</b>    | <b>145,507</b> | <b>147,309</b> | <b>148,103</b> | <b>148,442</b> | <b>148,655</b> |
| 信用及其他减值损失       | 61,178         | 60,189         | 60,802         | 61,008         | 61,135         |
| 税前利润            | 84,329         | 87,120         | 87,301         | 87,434         | 87,520         |
| 所得税             | 6,675          | 9,629          | 9,649          | 9,664          | 9,673          |
| 净利润             | 77,654         | 77,491         | 77,652         | 77,770         | 77,847         |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>77,116</b>  | <b>77,205</b>  | <b>77,366</b>  | <b>77,483</b>  | <b>77,559</b>  |

| 盈利能力    | 2023A  | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 生息资产收益率 | 4.03%  | 3.71%  | 3.56% | 3.43% | 3.29% |
| 贷款收益率   | 4.52%  | 4.22%  | 4.04% | 3.86% | 3.69% |
| 付息负债成本率 | 2.33%  | 2.13%  | 2.10% | 2.05% | 2.00% |
| 存款成本率   | 2.29%  | 1.94%  | 1.90% | 1.88% | 1.84% |
| 净息差     | 1.69%  | 1.60%  | 1.49% | 1.39% | 1.30% |
| 净利差     | 1.70%  | 1.58%  | 1.46% | 1.37% | 1.29% |
| RORWA   | 1.10%  | 1.02%  | 0.97% | 0.93% | 0.90% |
| ROAA    | 0.80%  | 0.75%  | 0.72% | 0.70% | 0.67% |
| ROAE    | 11.25% | 10.46% | 9.74% | 9.12% | 8.57% |

| 资产质量  | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 不良贷款率 | 1.07%  | 1.07%  | 1.08%  | 1.07%  | 1.08%  |
| 拨备覆盖率 | 245.2% | 236.9% | 235.7% | 237.3% | 238.6% |
| 拨贷比   | 2.63%  | 2.54%  | 2.54%  | 2.54%  | 2.57%  |

| 资本        | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 资本充足率     | 14.13% | 14.28% | 14.42% | 14.58% | 14.73% |
| 一级资本充足率   | 10.93% | 11.23% | 11.46% | 11.70% | 11.93% |
| 核心一级资本充足率 | 9.76%  | 9.75%  | 10.04% | 10.33% | 10.61% |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测; 股价时间为 2026 年 1 月 21 日

| 资产负债表 (百万元) | 2023A             | 2024A             | 2025E             | 2026E             | 2027E             |
|-------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>总资产</b>  | <b>10,158,326</b> | <b>10,507,898</b> | <b>10,944,342</b> | <b>11,359,487</b> | <b>11,759,715</b> |
| 发放贷款和垫款     | 5,460,935         | 5,736,610         | 5,994,757         | 6,234,548         | 6,421,584         |
| 同业资产        | 1,276,667         | 1,167,317         | 1,104,598         | 1,052,129         | 1,008,419         |
| 金融投资        | 2,377,767         | 2,530,991         | 2,682,850         | 2,816,993         | 2,957,843         |
| 生息资产合计      | 9,115,369         | 9,434,918         | 9,782,206         | 10,103,670        | 10,387,846        |
| <b>总负债</b>  | <b>9,350,607</b>  | <b>9,614,287</b>  | <b>9,994,506</b>  | <b>10,353,742</b> | <b>10,698,019</b> |
| 吸收存款        | 5,137,073         | 5,532,333         | 5,919,596         | 6,304,370         | 6,682,632         |
| 市场类负债       | 3,965,288         | 3,784,679         | 3,762,170         | 3,721,666         | 3,673,081         |
| 付息负债合计      | 9,102,361         | 9,317,012         | 9,681,766         | 10,026,036        | 10,355,714        |
| <b>股东权益</b> | <b>807,719</b>    | <b>893,611</b>    | <b>949,836</b>    | <b>1,005,745</b>  | <b>1,061,697</b>  |
| 股本          | 20,774            | 20,774            | 21,163            | 21,163            | 21,163            |
| 归属母公司权益     | 796,224           | 881,908           | 937,847           | 993,468           | 1,049,133         |

| 业绩规模与增长   | 2023A  | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 总资产       | 9.6%   | 3.4%   | 4.2%  | 3.8%  | 3.5%  |
| 生息资产      | 11.3%  | 3.5%   | 3.7%  | 3.3%  | 2.8%  |
| 付息负债      | 10.2%  | 2.4%   | 3.9%  | 3.6%  | 3.3%  |
| 贷款余额      | 9.6%   | 5.0%   | 4.5%  | 4.0%  | 3.0%  |
| 存款余额      | 8.4%   | 7.7%   | 7.0%  | 6.5%  | 6.0%  |
| 净利息收入     | 0.8%   | 1.1%   | -3.6% | -3.3% | -3.6% |
| 净手续费及佣金收入 | -38.4% | -13.2% | 10.0% | 8.0%  | 7.0%  |
| 营业收入      | -5.2%  | 0.7%   | 0.5%  | 0.2%  | 0.1%  |
| 拨备前利润     | -6.0%  | 1.2%   | 0.5%  | 0.2%  | 0.1%  |
| 归母净利润     | -15.6% | 0.1%   | 0.2%  | 0.2%  | 0.1%  |

| 每股盈利及估值指标  | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS (元)    | 3.71  | 3.72  | 3.66  | 3.66  | 3.66  |
| PPOPPS (元) | 7.00  | 7.09  | 7.00  | 7.01  | 7.02  |
| BVPS (元)   | 34.20 | 36.88 | 38.84 | 41.47 | 44.10 |
| DPS (元)    | 1.04  | 1.06  | 1.04  | 1.04  | 1.05  |
| P/E        | 5.28  | 5.28  | 5.36  | 5.36  | 5.35  |
| P/PPOP     | 2.80  | 2.77  | 2.80  | 2.80  | 2.79  |
| P/B        | 0.57  | 0.53  | 0.50  | 0.47  | 0.44  |

## 行业及公司评级体系

|                | 评级  | 说明   |
|----------------|-----|--|
| 行业及公司评级        | 买入  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上                           |
|                | 增持  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；                        |
|                | 中性  | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；                   |
|                | 减持  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；                        |
|                | 卖出  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；                          |
|                | 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。   |
| <b>基准指数说明：</b> |     | A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。 |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司

香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼