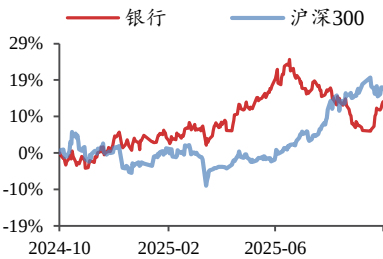


银行

2025 年 10 月 24 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《非银存款波动加剧，大小行投融资思路分化——9 月信贷收支表点评》

-2025.10.17

《关注“资金属性”增强过程中的银行经营分化——行业点评报告》

-2025.10.16

《从支持补充到增强银行资本实力——央行 2025Q3 货币政策例会学习》

-2025.9.28

规模站上新台阶，存款仓位创历史新高

——理财登 2025Q3 季报解读

刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

吴文鑫（分析师）

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790524060002

● 负债端：“存款搬家”催化下，理财恢复较高增速

截至 2025Q3 末理财规模为 32.13 万亿元，预计年末增长至 33.6 万亿元。2025Q3 末理财增长至历史最高值，增速略高于 2025Q2，与 2025Q1 持平。我们拆解历史数据发现，除 2022 年外，过去几年 Q4 通常增长 1 万亿元左右。考虑到股市分流效应或小于 2024Q4、存款利率远低于 2023Q4 等因素，我们判断 2025Q4 增长可能高于历年同期。假设 2025Q4 增长约 1.5 万亿元（略高于 2023Q4 的 1.23 万亿元），2025 年末规模或为 33.6 万亿元。

2025Q3 理财兑付收益环比微降，但并未明显影响新发募集热度。2025Q3 理财为投资者创造收益 1792 亿元，环比下降，但新发产品的单只规模环比上升，反映当下比价效应下“存款搬家”意愿较为强烈。2025 年 9 月固收类理财近 1 年收益率为 2.42%，较 3Y 定存实际利率高出约 72BP；现金管理类理财 7 日年化收益率为 1.33%，介于 1Y、2Y 定存利率之间，但流动性明显优于定存。

● 资产端：增配存款&回购，筑牢低波安全垫

2025Q3 末现金及银行存款占比为 27.5%，为有统计以来最高值。2025Q3 债市整体震荡，理财季末持有的同业存单、债券、权益、公募基金比例均环比下降。2025Q3 理财新增资产中超过 90% 为现金及银行存款贡献，由于资金量大具有较大议价权，仍可阶段性获取较高的同业活期&定期利率。

NCD、利率债买入力度或仍然较大，公募基金需求遇结构性变化。截至 2025-10-22 的净买入数据来看，理财配置 NCD 需求仍然较大，近期 NCD 发行利率上升也带来更高的性价比。债市震荡行情下，理财或持续加大利率债的交易。受“赎回费新规”影响，公募基金的需求或主要转向 ETF、摊余债基、基金专户。

● 竞争格局：非持牌银行机构理财市占率首次低于 10%

2025Q3 末非持牌银行理财规模为 2.85 万亿元，占全市场 8.87%，首次低于 10%。自 2023 年 12 月 29 日浙银理财获批后，近 2 年时间尚无新的理财子获批。2025 年 8 月财联社报道，四川省内的成都银行、成都农商银行和四川银行计划联合申设银行理财公司。也有部分银行提前主动退出理财市场，2025Q3 末共有 181 家银行机构有存续的理财产品，环比减少 13 家；跨行代销理财产品公司的银行同比增加 35 家。未来转型纯代销、增厚中收也不失为中小银行的一大转型路线。

● 小结：坚守绝对收益+加大客户分层，多资产未来可期

行业变革下，理财如何筑牢“绝对收益”防线？加大客户分层、丰富产品线。固收类理财收益率较 3Y 存款仍有一定的优势，但行业面临整改、高息资产变少的困境，理财如何保持募集热度？产品端来看，除了低波产品巩固传统客群外，通过细分产品和客户，打造更多元化的产品货架。资产端来看，低波资产如存款、NCD、短债仍为基本盘；基金投资在“赎回费新规”落地后或更偏向于 ETF/摊余债基/基金专户；权益投资是长期趋势但目前理财仍在探索阶段。

风险提示：经济增速不及预期；金融监管趋严；理财子牌照发放收紧等。

目 录

1、 负债端：“存款搬家”催化下，理财恢复较高增速.....	3
1.1、 理财规模增至历史高点，增速高于 Q2.....	3
1.2、 兑付收益环比微降，但新发募集热度不减.....	3
2、 资产端：增配存款&回购，筑牢低波安全垫	4
2.1、 债市震荡下增配存款&回购	4
2.2、 理财支持实体比例继续走低	6
3、 竞争格局：非持牌的银行理财市占率首次低于 10%	7
4、 小结：坚守绝对收益+加大客户分层，多资产未来可期	9
5、 风险提示	10
附表：理财持仓一览	10

图表目录

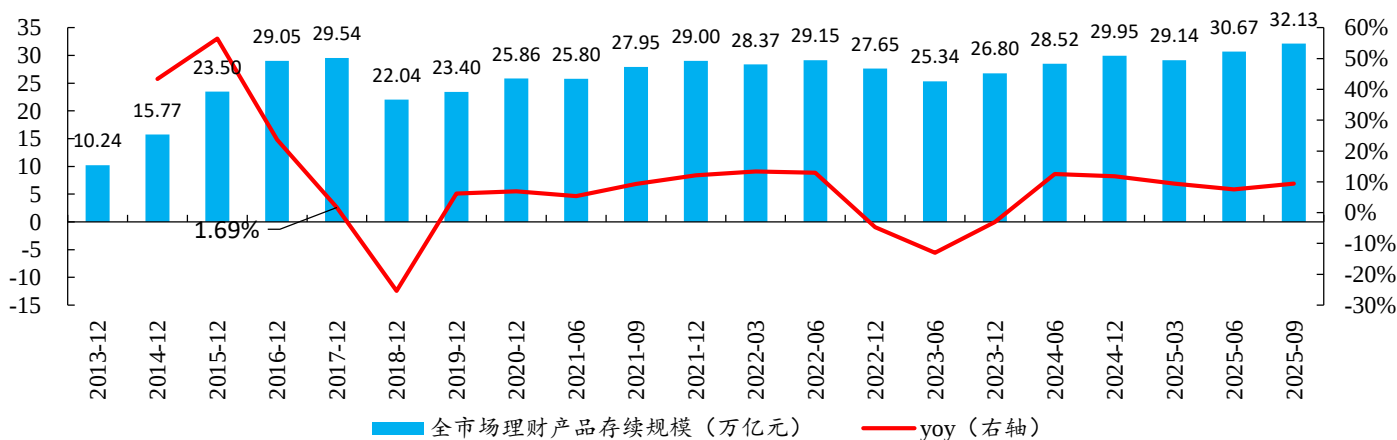
图 1： 截至 2025Q3 末理财规模为 32.13 万亿元， yoy+9.42%（万亿元）	3
图 2： 除 2022 年以外，历年 Q4 理财增长约 1 万亿元（亿元）	3
图 3： 2025Q3 理财为投资者创造的收益环比微降（亿元）	4
图 4： 2025Q3 理财平均单只募集规模环比增长.....	4
图 5： 2025 年 9 月，固收类理财收益率比 3Y 定存实际利率高出约 72BP.....	4
图 6： 截至 2025Q3 末，持仓比例环比上升的主要有现金及银行存款、拆放同业及债券买入返售（万亿元）	5
图 7： 2025Q3 理财新增投资资产中，绝大多数为“现金及银行存款”贡献（万亿元）	6
图 8： 2025 年 10 月，理财净买入同业存单、利率债的规模或高于 2024 年同期（亿元）	6
图 9： 2025Q3 末理财支持实体经济比例下降（万亿元）	6
图 10： 2025Q3 末理财支持实体占社融存量比例仍低.....	6
图 11： 截至 2025Q3 末，银行机构理财规模为 2.85 万亿元，占全市场 8.87%.....	7
图 12： 尚未获得理财子牌照的银行中，仅一家规模超 1000 亿（统计截至 2025-05 末）	7
图 13： 2025Q3 共有 13 家中小银行退出理财市场.....	8
图 14： 截至 2025Q3 末“已转向纯代销的银行”或有 402 家.....	8
图 15： 非持牌银行机构存续理财产品数量或不断下降.....	9
图 16： 无理财子牌照的银行机构平均单家规模或较小.....	9
图 17： 2025 年 9 月全市场有 583 家机构跨行代销了理财公司发行的理财产品，较 2024 年同期增加 35 家	9
图 18： 招商银行 2025Q2 代销理财收入占财富中收 37%	9
附表：理财持仓一览（穿透后口径）	10

1、负债端：“存款搬家”催化下，理财恢复较高增速

1.1、理财规模增至历史高点，增速高于 Q2

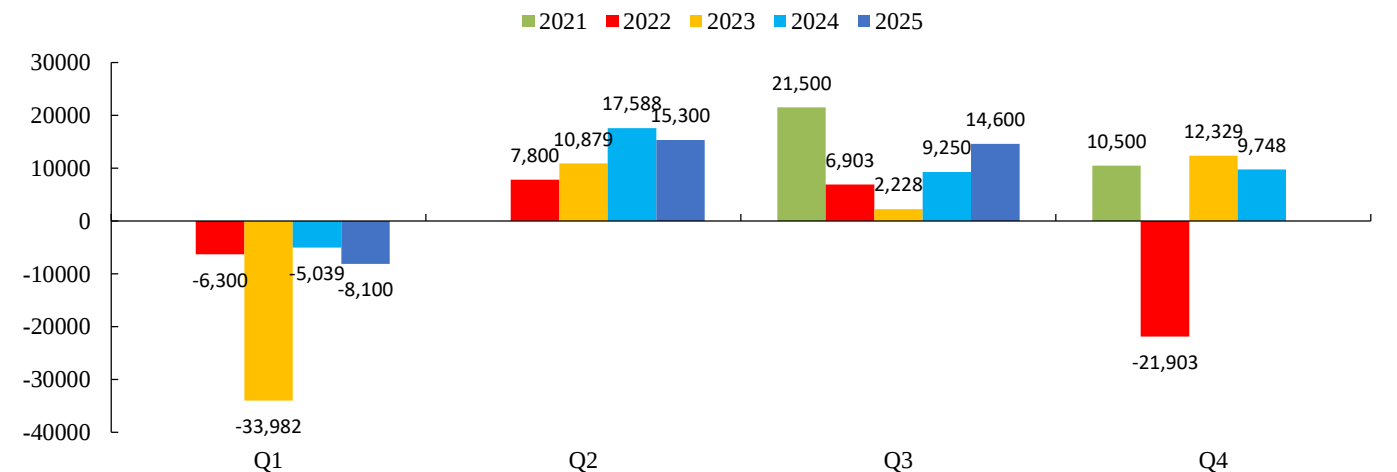
截至 2025Q3 末理财规模为 32.13 万亿元，年内增长 2.18 万亿元，yoy+9.42%。Q3 通常为存贷淡季、理财旺季，2025Q3 末理财增长至历史最高值，增速略高于 2025Q2，与 2025Q1 持平。我们拆解历史数据发现，除 2022 年债市“赎回潮”外，过去几年 Q4 理财增量通常为 1 万亿元左右。考虑到 2025Q4 股市分流效应或小于 2024Q4、存款利率远低于 2023Q4，我们判断 2025Q4 理财增量可能高于历年同期。若假设 2025Q4 增长约 1.5 万亿元（略高于 2023Q4 的 1.23 万亿元），2025 年末规模或为 33.6 万亿元。

图1：截至 2025Q3 末理财规模为 32.13 万亿元，yoy+9.42%（万亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图2：除 2022 年以外，历年 Q4 理财增长约 1 万亿元（亿元）

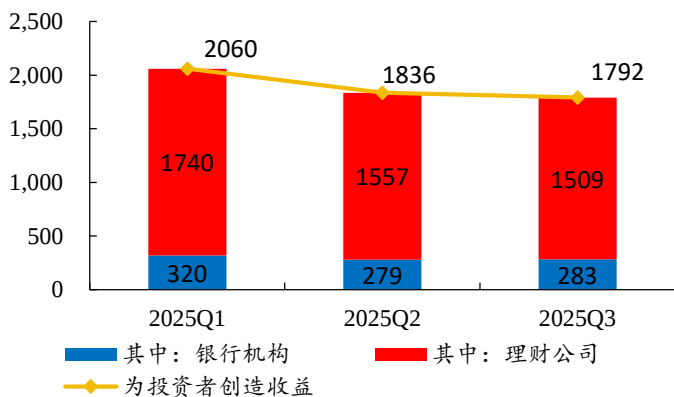


数据来源：银行业理财登记托管中心、普益标准、开源证券研究所

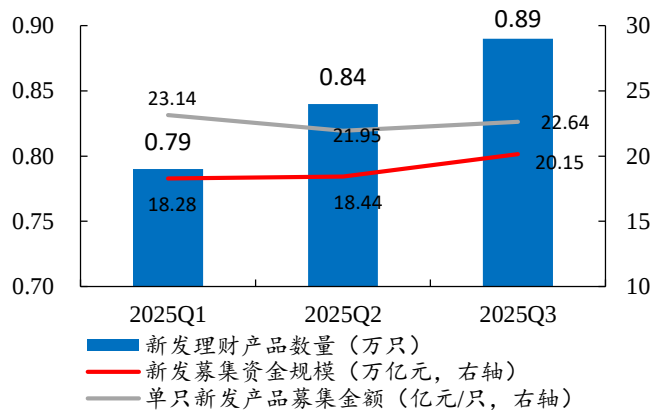
1.2、兑付收益环比微降，但新发募集热度不减

2025Q3 理财兑付收益环比微降，但并未明显影响新发募集热度。受存款利率下降、存款到期“搬家”的影响，2025Q3 理财为投资者创造收益 1792 亿元，环比 2025Q2

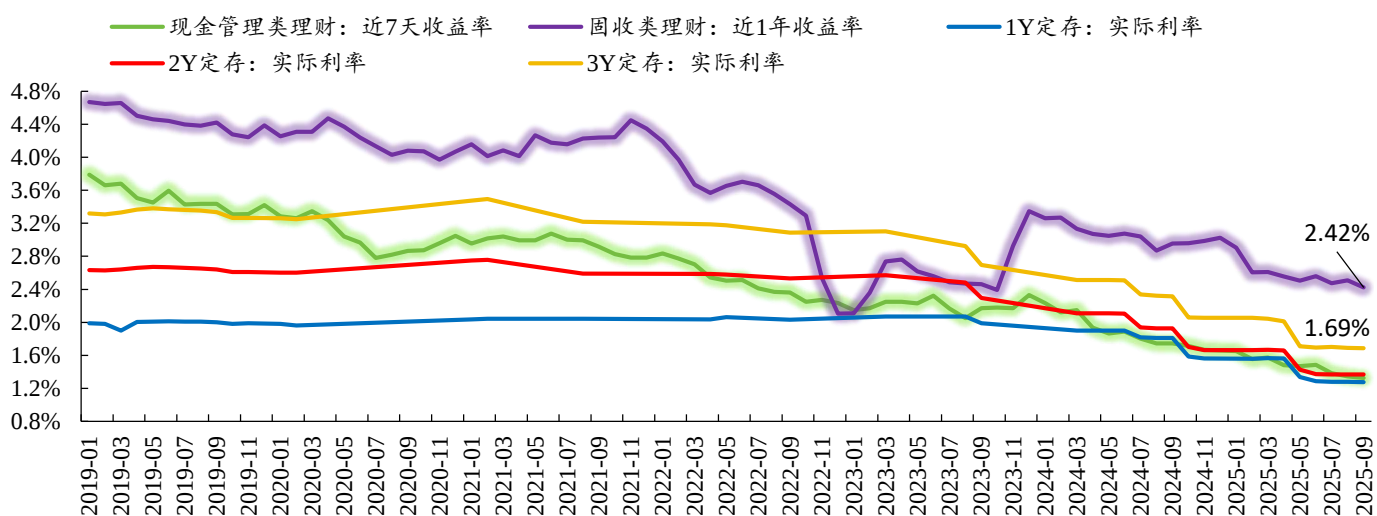
略有下降，但新发产品的募集情况仍然较好，平均单只募集 22.64 亿元，环比上升，反映当下投资者“存款搬家”流入理财的意愿仍然较强。2025 年 9 月固收类理财近 1 年收益率为 2.42%，较 3Y 定存实际利率高出约 72BP；现金管理类理财 7 日年化收益率为 1.33%，介于 1Y、2Y 定存利率之间，但流动性明显优于定存。

图3：2025Q3 理财为投资者创造的收益环比微降（亿元）


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图4：2025Q3 理财平均单只募集规模环比增长


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图5：2025 年 9 月，固收类理财收益率比 3Y 定存实际利率高出约 72BP


数据来源：融 360、普益标准、开源证券研究所

2、资产端：增配存款&回购，筑牢低波安全垫

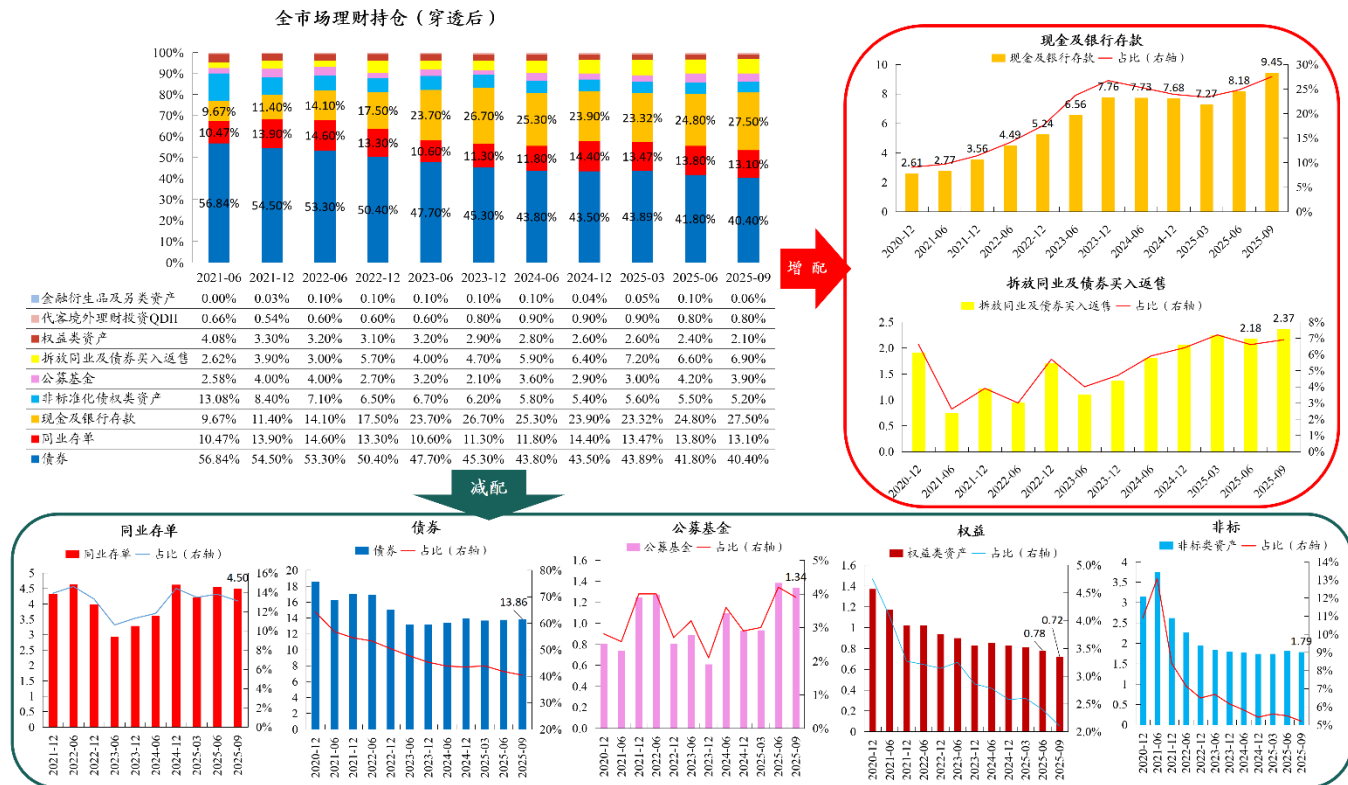
2.1、债市震荡下增配存款&回购

债券震荡市下，2025Q3 存款仓位为有统计以来最高值。2025Q3 末同业存单、债券、权益、公募基金持仓比例均环比下降，或反映理财减少对债券票息的依赖、加大主动交易。为应对年末部分高息资产的到期，理财仍增配较多存款。2025Q3 末现金及银行存款占比为 27.5%，为有统计以来最高值。

2025Q3 理财新增资产中超 90% 为现金及银行存款。同业存款仍有较高性价比，如部分吸储诉求大的分支行或跨季时点，理财由于资金量大具有较大议价权，可获

得较高的同业活期&定期利率。目前，同业活期存款的活期利率虽受监管约束，但银行对于单笔定价有一定的自主权；同业定期存款利率目前尚未受监管明确约束。逆回购占比也略有上升，反映 Q3 理财规模增长较好、流动性充裕。

图6：截至 2025Q3 末，持仓比例环比上升的主要有现金及银行存款、拆放同业及债券买入返售（万亿元）



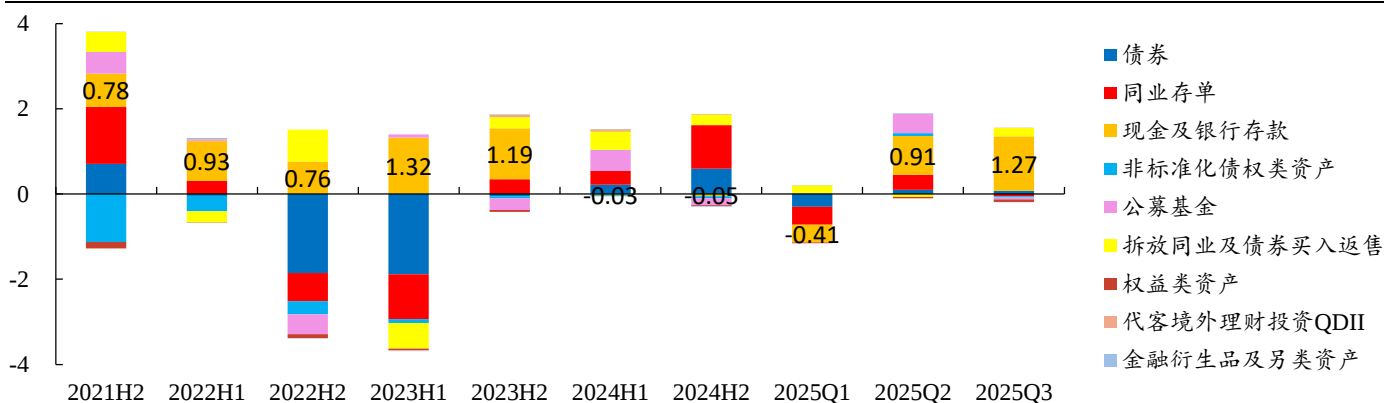
数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

现金及银行存款：无净值波动、免利息收入增值税（3%）。随着年内理财的估值整改接近尾声，增配存款有助于筑牢“安全垫”。本轮增配的存款主要是同业存款而非保险通道协议存款。

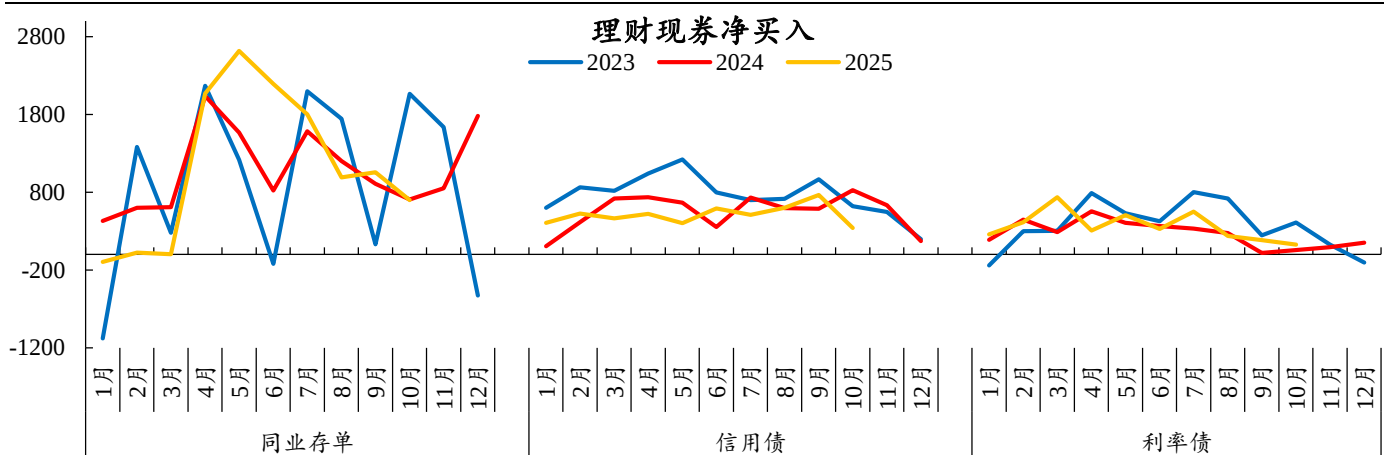
同业存单：高流动性、免利息收入增值税（3%）。同业存单无需缴纳 3% 的利息收入增值税，税后收益率或高于同期限信用债。Q4 银行通常需储备来年开门红，提价发行存单的诉求增强，理财对存单的需求或仍然较大。考虑到截至 2025-10-22，理财 10 月净买入同业存单规模已与 2024 年 10 月基本持平，叠加近期同业存单一级发行利率有所上升，四季度或持续保持较大买入力度。

公募基金：受“赎回费新规”影响或仓位继续下降，部分转向基金专户。“赎回费新规”若正式落地，理财原先依靠短债基金调节流动性的方法失效，需求或转向 ETF 和基金专户。此外，摊余成本法债基暂不受“赎回费新规”影响，因估值优势或继续受到理财的青睐。

债券：增加利率债波段交易。2025Q3 理财登季报未披露“信用债”“利率债”仓位，但从 CFETS 现券交易数据来看，理财在债券震荡市中加大了利率债波段交易，截至 2025-10-22 理财净买入利率债规模已超过 2024 年 10 月全月。

图7：2025Q3 理财新增投资资产中，绝大多数为“现金及银行存款”贡献（万亿元）


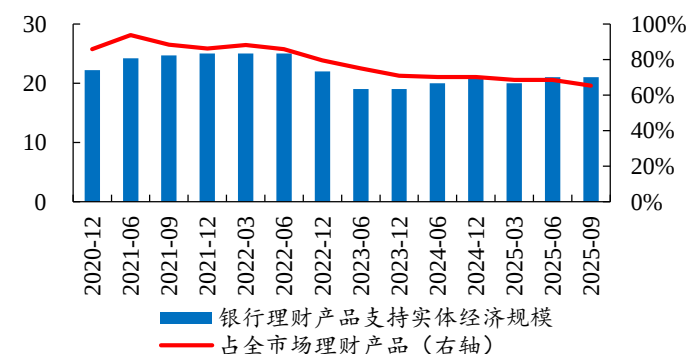
数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图8：2025 年 10 月，理财净买入同业存单、利率债的规模或高于 2024 年同期（亿元）


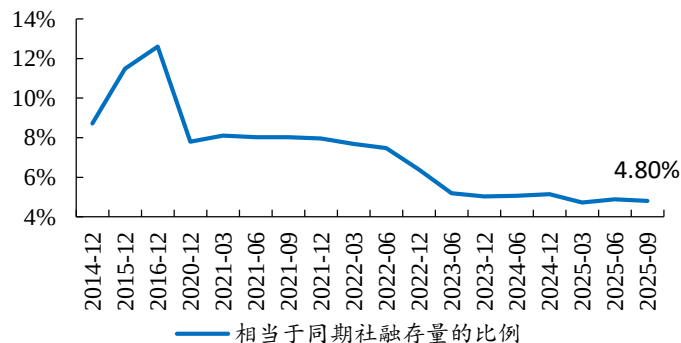
数据来源：CFETS、开源证券研究所（注：图中 2025 年 10 月统计截至 2025-10-22，其余月份均统计截至月末）

2.2、理财支持实体经济比例继续走低

理财支持实体经济的比例继续下降。截至 2025 年 9 月末，理财通过债券、非标、未上市公司股权等资产支持实体经济的比例降至 65%，为有统计以来新低；理财支持实体规模占同期社融存款的比例为 4.80%，环比微降。

图9：2025Q3 末理财支持实体经济比例下降（万亿元）


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

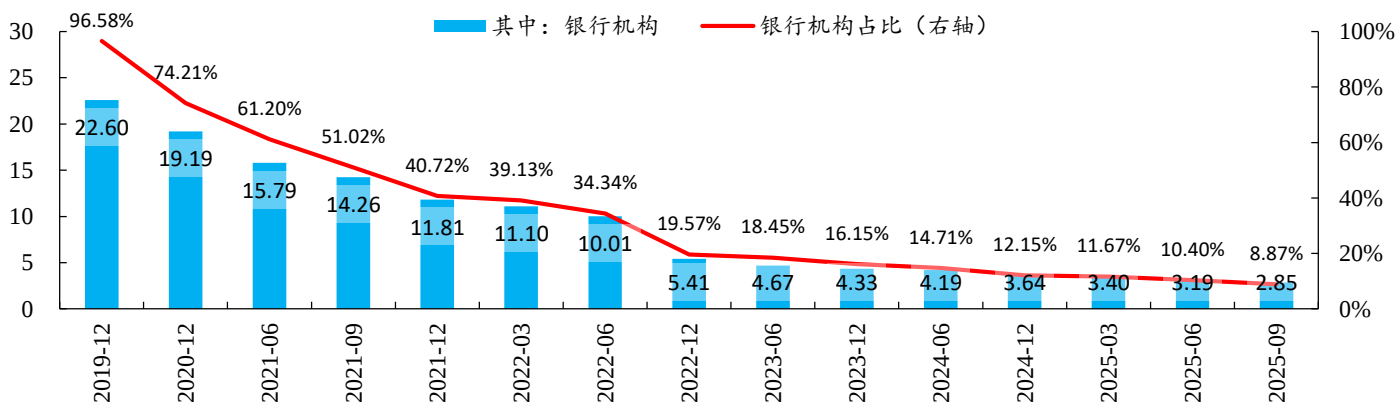
图10：2025Q3 末理财支持实体占社融存量比例仍低


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

3、竞争格局：非持牌的银行理财市占率首次低于 10%

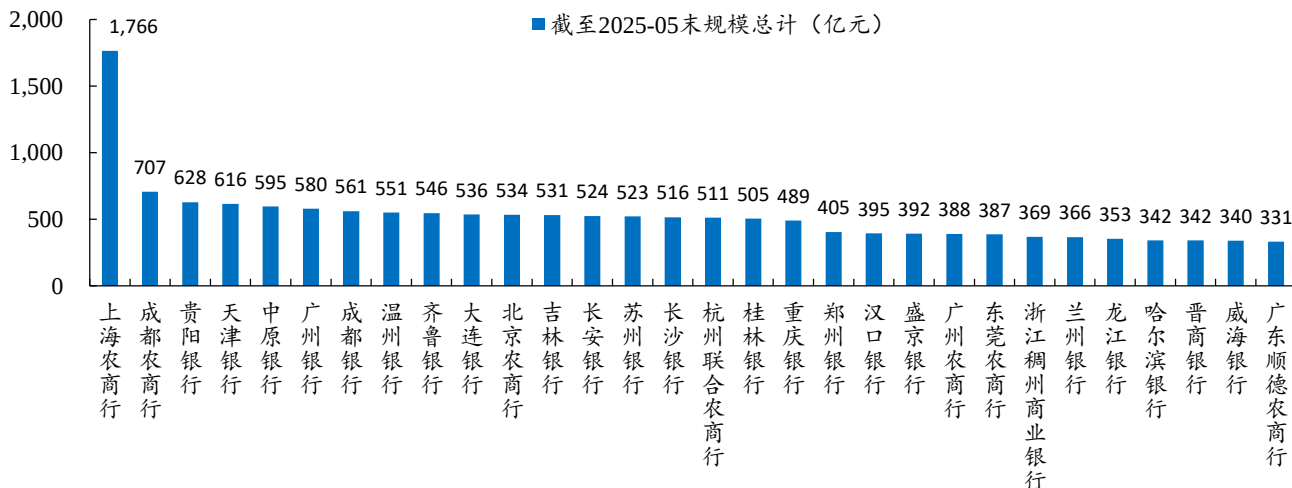
理财子牌照继续“惜发”，2026 年底前中小行或面临“清零”压力。截至 2025Q3 末非持牌的银行机构理财规模为 2.85 万亿元，占全市场 8.87%，首次低于 10%。自 2023 年 12 月 29 日浙银理财获批后，近 2 年时间尚无新的理财子获批，预计监管态度仍然较严。部分理财规模较大的城农商行仍未主动放弃，2025 年 8 月财联社报道，四川省内的成都银行、成都农商银行和四川银行计划联合申设银行理财公司。

图11：截至 2025Q3 末，银行机构理财规模为 2.85 万亿元，占全市场 8.87%



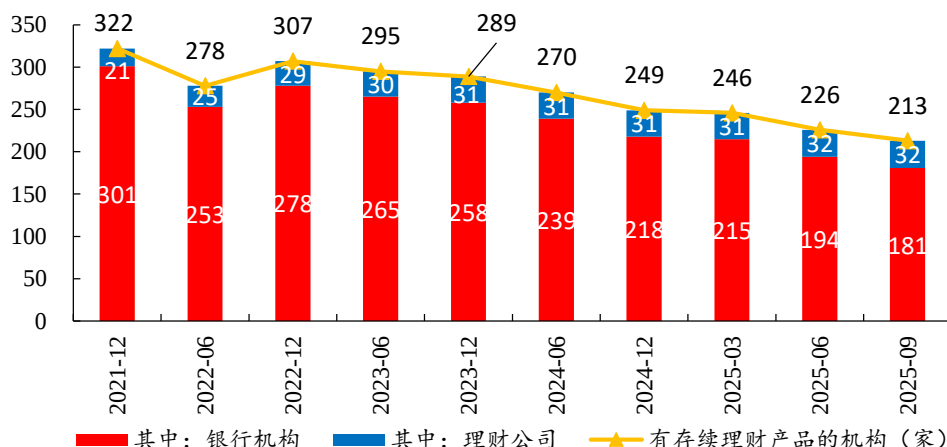
数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图12：尚未获得理财子牌照的银行中，仅一家规模超 1000 亿（统计截至 2025-05 末）

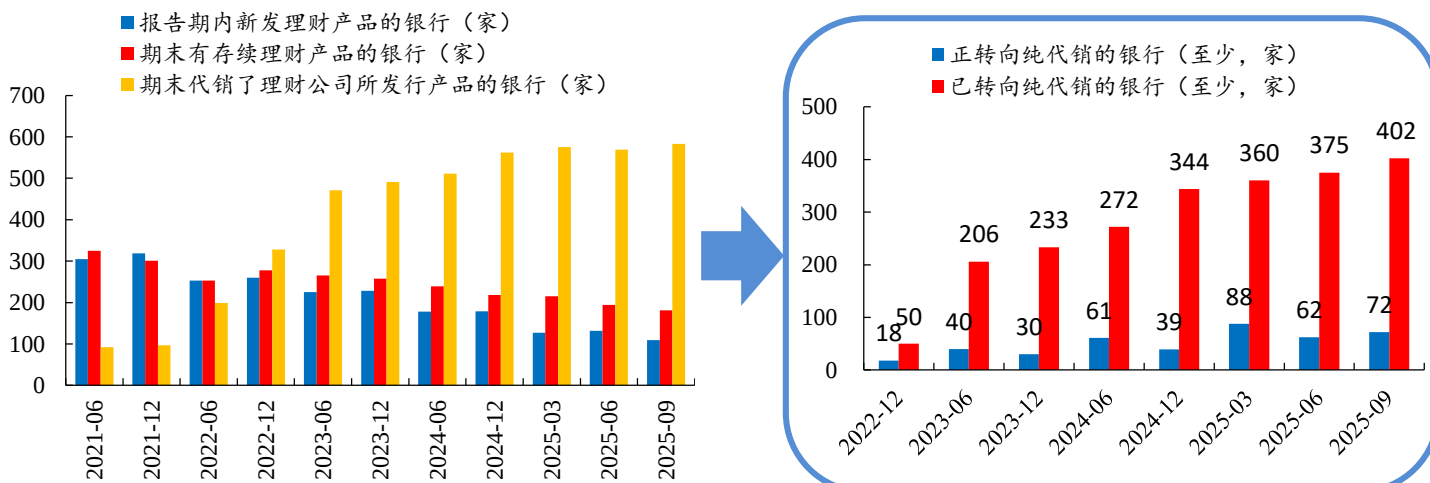


数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：因 2025-06 规模未有效更新，故仅展示至 2025-05 末；图中仅展示规模 TOP30 银行）

中小银行持续退出理财市场。2024 年 6 月下旬据中国证券报报道，目前有部分省份要求未设立理财子公司的银行在 2026 年底前逐步压降存量理财业务规模。截至 2025Q3 末共有 181 家银行机构有存续的理财产品，环比减少 13 家，不少银行提前主动退出理财市场。目前国有行和股份行均已获得理财子牌照，未获得理财子牌照的银行均为城农商行。

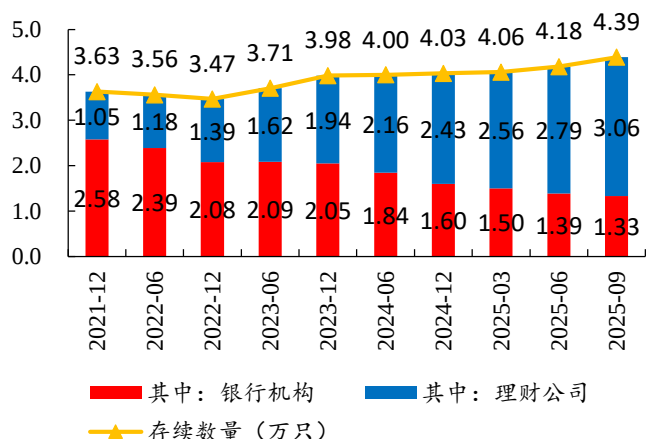
图13：2025Q3 共有 13 家中小银行退出理财市场


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

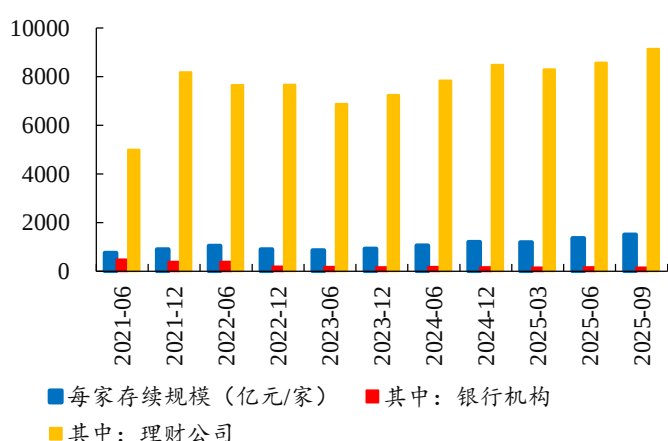
图14：截至 2025Q3 末“已转向纯代销的银行”或有 402 家


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所（注：“正转向纯代销的银行”=期末有存续理财产品的银行数量-报告期内新发了产品的银行数量；“已转向纯代销的银行”=期末代销了理财公司产品的银行数量-有存续理财产品的银行数量；计算值或与实际值有所差异）

非持牌银行机构理财业务规模效应不足，纷纷转为纯代销。截至 2025Q3 末，未获理财子牌照的银行机构存续产品数量为 1.33 万只，环比继续下降，中小银行产品线较为单一，单家规模小、单只规模小，盈利能力不足。主动退出理财市场后大多转为纯代销，丰富产品货架的方式加强客户粘性，有助于理财子增加城农商行的代销渠道，加大对长尾客群的理财营销。

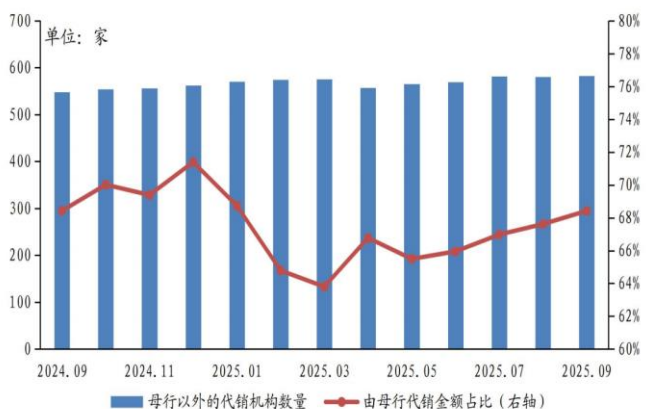
图15：非持牌银行机构存续理财产品数量或不断下降


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

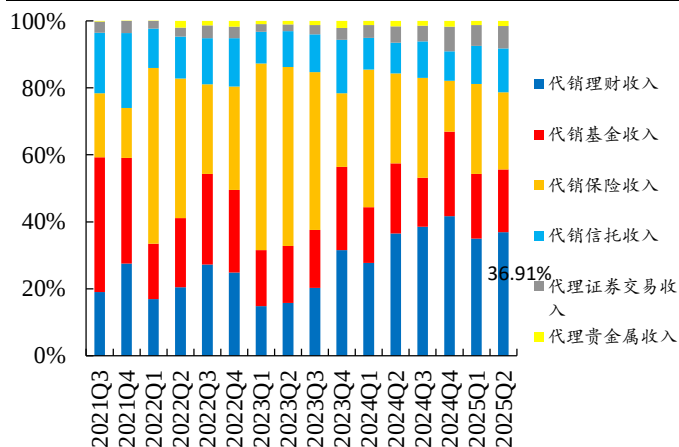
图16：无理财子牌照的银行机构平均单家规模或较小


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

银行代销可显著增厚中收，承接存款“搬家”资金。2025年9月全市场有583家机构跨行代销了理财公司发行的理财产品，较2024年同期增加35家。未来中小银行若转型纯代销，可较好承接居民存款“搬家”的需求，有望带来亮眼的代销收入，如招商银行2025Q2单季代销理财收入占财富管理收入中收的37%。

图17：2025年9月全市场有583家机构跨行代销了理财公司发行的理财产品，较2024年同期增加35家


资料来源：银行业理财登记托管中心

图18：招商银行2025Q2代销理财收入占财富中收37%


数据来源：招商银行财报、开源证券研究所

4、小结：坚守绝对收益+加大客户分层，多资产未来可期

低波理财可能是存款流出的“第一站”。由于理财依托银行的渠道优势、理财客群和存款客群的高度重合，我们预计低波理财的需求仍然较高，但资产端的欠配压力持续增大，主要体现在：

- (1) **保险通道的协议存款集中到期：**主要是2022年11月债市“赎回潮”后起存的3Y定存集中到期；若后续同业定存利率若被监管收紧，低波资产持续欠配；
- (2) **信托平滑工具整改、估值方式规范：**年底前若整改完毕，从2026年开始

理财在债市调整中平抑净值波动能力大幅减弱，负债端可能变得不够稳定；

(3) **票息资产减少+债市震荡**，理财配置需求难以得到满足，需通过灵活的交易策略增厚收益，如交易利率债、增配二级债基&ETF等；

(4) **受制于理财客群的风险偏好**，权益类资产规模仍然较小，理财目前的权益仓位仍然较低，主要受制于客群风险偏好及负债端期限。

行业变革下理财如何重塑“绝对收益”防线？加大客户分层、丰富产品线。目前固收类理财收益率较3Y存款仍有一定的优势，但行业面临整改、高息资产变少的困境，理财如何保持募集热度？产品端来看，除了低波产品巩固传统客群外，还通过细分产品和客户，打造更多元化的产品货架，来打造攻守兼备的防线。资产端来看，存款、NCD、短债仍为基本盘，基金投资在“赎回费新规”落地后或更偏向于ETF/摊余债基/基金专户，权益投资是长期趋势但目前仍在探索阶段。

5、风险提示

经济增速不及预期，低利率环境加大理财欠配压力：若经济增速不及预期，低利率环境下理财欠配压力增大；

金融监管趋严，资产端可选范围缩窄：委外整改使得理财管理净值难度增加；

理财子牌照发放收紧：目前尚未获批成立理财子公司的银行，或面临着理财存量规模受限、增量产品无法发行等风险。

附表：理财持仓一览

附表：理财持仓一览（穿透后口径）

理财持仓（穿透后，万亿元）	2020-12	2021-06	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2025-03	2025-06	2025-09
现金及银行存款	2.61	2.77	3.56	4.49	5.24	6.56	7.76	7.73	7.68	7.27	8.18	9.45
同业存单	18.53	3.00	4.34	4.64	3.98	2.94	3.28	3.61	4.63	4.20	4.55	4.50
债券	16.29	17.00	16.95	15.10	13.21	13.16	13.39	13.98	13.68	13.78	13.86	
其中：利率债	2.24	1.76	1.83	1.65	1.42	1.07	0.93	0.82	0.75	-	0.99	-
信用债	13.77	14.53	15.17	15.29	13.68	12.15	12.24	12.57	13.21	-	12.79	-
非标准化债权类资产	3.14	3.75	2.62	2.26	1.95	1.86	1.80	1.78	1.74	1.75	1.81	1.79
公募基金	0.81	0.74	1.25	1.27	0.81	0.89	0.61	1.10	0.93	0.94	1.38	1.34
拆放同业及债券买入返售	1.91	0.75	1.22	0.95	1.71	1.11	1.37	1.80	2.06	2.24	2.18	2.37
权益类资产	1.37	1.17	1.03	1.02	0.93	0.89	0.84	0.85	0.83	0.81	0.78	0.72
代客境外理财投资QDII	0.17	0.19	0.17	0.19	0.18	0.17	0.23	0.28	0.29	0.28	0.26	0.27
金融衍生品及另类资产	0.01	0.00	0.01	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.01	0.02	0.03	0.02
总投资资产合计	28.84	28.66	31.19	31.81	29.96	27.7	29.06	30.56	32.13	31.17	32.97	34.33
现金及银行存款	9.1%	9.7%	11.4%	14.1%	17.5%	23.7%	26.7%	25.3%	23.9%	23.3%	24.8%	27.5%
同业存单	64.3%	10.5%	13.9%	14.6%	13.3%	10.6%	11.3%	11.8%	14.4%	13.5%	13.8%	13.1%
债券	56.8%	54.5%	53.3%	50.4%	47.7%	45.3%	43.8%	43.5%	43.9%	43.9%	41.8%	40.4%
其中：利率债	7.8%	6.1%	5.9%	5.2%	4.7%	3.9%	3.2%	2.7%	2.3%	-	3.0%	-
信用债	47.7%	50.7%	48.6%	48.1%	45.7%	43.9%	42.1%	41.1%	41.1%	-	38.8%	-
非标准化债权类资产	10.9%	13.1%	8.4%	7.1%	6.5%	6.7%	6.2%	5.8%	5.4%	5.6%	5.5%	5.2%
公募基金	2.8%	2.6%	4.0%	4.0%	2.7%	3.2%	2.1%	3.6%	2.9%	3.0%	4.2%	3.9%
拆放同业及债券买入返售	6.6%	2.6%	3.9%	3.0%	5.7%	4.0%	4.7%	5.9%	6.4%	7.2%	6.6%	6.9%
权益类资产	4.8%	4.1%	3.3%	3.2%	3.1%	3.2%	2.9%	2.8%	2.6%	2.6%	2.4%	2.1%
代客境外理财投资QDII	0.6%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%
金融衍生品及另类资产	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
占比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn