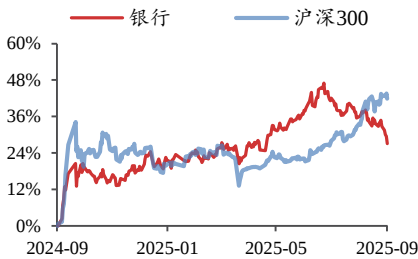


## 银行

2025 年 09 月 18 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

《资产反内卷与存款财富化中的银行竞争版图—行业投资策略》-2025.9.17  
《存款非银化延续，贷款投放或“价在量先”——8 月金融数据点评》-2025.9.14  
《理财规模有望受益，投资基金偏好或生变—基金销售费新规征求意见稿点评》-2025.9.10

## 存款“财富化”加速，债券利率或进入合意配置区间 ——8 月央行信贷收支表要点解读

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“财富化”加速，但居民定存或暂未大规模转移至股市

随着存款付息率的走低以及资本市场回暖，8 月存款的“财富化”进程加速。居民储蓄存款的减少对应非银存款的增长，其中大行 8 月储蓄活期存款负增 1695 亿元，储蓄定期存款仅增长 1597 亿元，均弱于往年季节性，而非银存款则延续 7 月增长态势，单月新增 5919 亿元。因居民风险偏好整体偏低，我们认为居民存款到期后流入低波类理财、基金及固收+等产品的概率较大。从机构特征上看，大行继续吸引小行存款回流，使其存贷增速基本匹配。8 月中小行单位存款显著收缩，其中定期存款同比少增 5420 亿元，保证金存款同比少增 1708 亿元，或反映资本市场回暖及其他高收益的短期理财产品替代，企业将这部分利率敏感性高的存款转移，进行短期配置，以追求更高回报。

### ● 资产端：信贷节奏偏慢，反内卷要求下定价或有刚性底线约束

8 月大行资产端仍呈现“信贷属性减弱、资金属性增强”的特点。一是信贷节奏平稳偏慢，大行通过票据贴现支撑信贷增速；二是买债扩表动能不减，8 月大行债券投资同比增速为 19.5% 的高位。下阶段在反内卷的要求下，信贷定价或有刚性底线约束，为平滑季度投放节奏，预计 9 月仍有小幅企业短贷冲量，但对票据的使用可能收紧。中小行信贷增长乏力，除需求不佳影响外，也可能是主动调整结构压降低价贷款或收缩高风险客户敞口所致。

### ● 下阶段银行资产负债：债券利率或进入合意配置区间，央行重启买债渐近

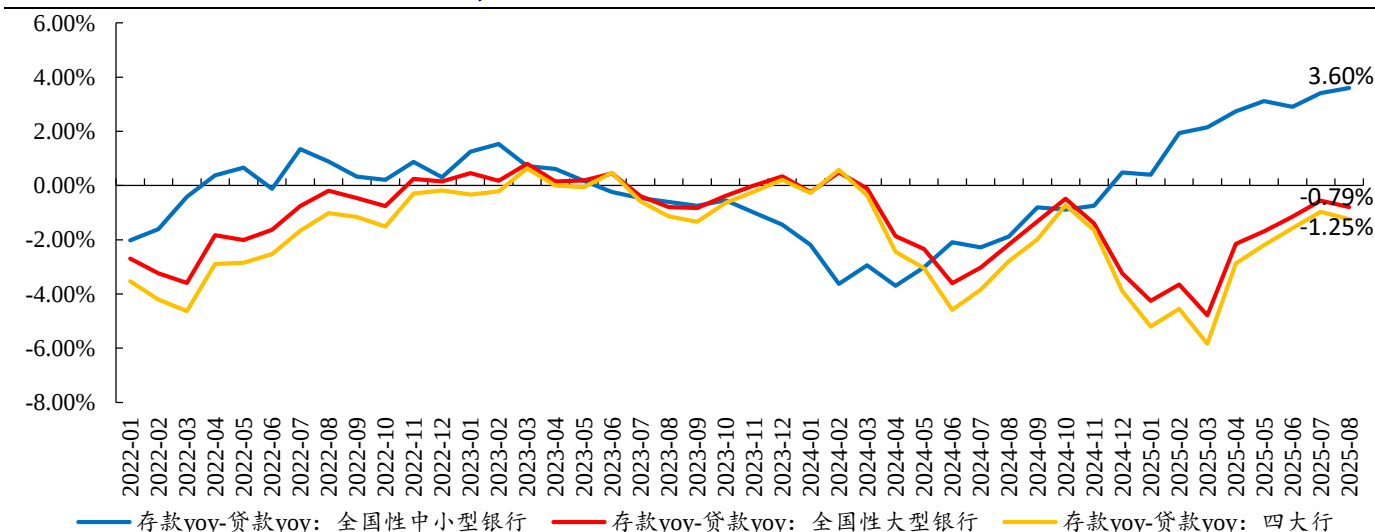
(1) 2025H1 上市银行平均负债成本率下行至 1.68%，成本的有效改善一定程度缓解银行资产配置负 carry 的问题。我们测算 2025H2 高息定存到期重定价后负债成本率或将降至 1.6% 以内。按此评估，即使考虑新券的增值税调整，当前 10Y 国债收益率仍有一定利差空间（见附表 3），我们看好银行自营配置需求的恢复；  
(2) 随着存款财富化进程推进，银行体系的负债稳定性下降，客观上需要更丰富的中长期基础货币供给渠道。以及，财政发债也需要央行配合，一是调控债券利率点位，保持适宜融资成本；二是银行受久期限约束，承接政府债压力的银行账簿利率风险指标压力较大，后续买卖国债或适当拓展期限至稍长期品种（如 3-5Y）。

### ● 投资建议：资产反内卷及存款财富化趋势下，综合服务型银行优势扩大

下阶段存贷业务或将逐渐向大型综合化或小型特色化银行集中，关注国有大行及资源禀赋型银行的优势扩大。目前银行板块仍具有较强稳定红利属性的资金吸引力，保险中长期资金、公募低配资金、指数型基金及固收+产品仍构成稳定资金驱动。从性价比看，H 股仍领先于 A 股。建议关注线索：（1）资金属性——低配的权重股，受益标的招商银行、兴业银行等；（2）稳定红利及扩散逻辑，受益标的农业银行、中信银行、北京银行等；（3）兼具较强盈利确定性及客群优势，受益标的江苏银行、杭州银行等。

● 风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期，存款脱媒带来缺口压力，利率大幅调整削弱红利逻辑等。

附图 1：各类型银行存贷匹配压力不大，存贷增速差处于向上修复趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：全国性大型银行包括四大行+交行+邮储+国开行，全国性中小银行指 2008 年末资产<2 万亿元的银行，包括股份行和城农商行等，下同）

附表 1：8 月大行“存款搬家”延续，居民储蓄存款偏弱对应非银存款增加（亿元）

| 大行：境内存款当月新增（亿元） |            |            |          |         |           |            |          |         |         |           |          |          |
|-----------------|------------|------------|----------|---------|-----------|------------|----------|---------|---------|-----------|----------|----------|
| 月份              | 境内存款<br>合计 | 个人存款<br>合计 | 其中       |         |           | 单位存款<br>合计 | 其中       |         |         |           | 国库<br>定期 | 非银<br>存款 |
|                 |            |            | 储蓄活期     | 储蓄定期    | 结构性存<br>款 |            | 单位活期     | 单位定期    | 保证金     | 结构性存<br>款 |          |          |
| 当月同比            | (4,915)    | (2,817)    | (1,148)  | (2,604) | 85        | 3,060      | 2,267    | 2,187   | (337)   | (259)     | (1,119)  | (4,039)  |
| 2025-08         | 7,590      | 371        | (1,695)  | 1,597   | 169       | 2,290      | 1,944    | (13)    | 88      | 148       | (989)    | 5,919    |
| 2025-07         | (5,293)    | (10,181)   | (8,388)  | 710     | 1,132     | (10,118)   | (7,185)  | (1,023) | (446)   | 213       | 598      | 14,408   |
| 2025-06         | 25,037     | 16,880     | 13,900   | 1,098   | (1,994)   | 10,396     | 8,176    | (253)   | (1,537) | (971)     | (398)    | (1,841)  |
| 2025-05         | 10,406     | 927        | (390)    | 2,059   | (662)     | (2,477)    | 3,768    | (1,567) | (1,039) | (413)     | 1,102    | 10,853   |
| 2025-04         | (5,108)    | (13,103)   | (12,548) | 2,528   | 2,042     | (7,849)    | (5,794)  | 2,177   | (9)     | 572       | 612      | 15,232   |
| 2025-03         | 25,826     | 18,392     | 8,191    | 5,701   | (2,237)   | 16,410     | 10,388   | (256)   | (118)   | (1,172)   | 116      | (9,092)  |
| 2025-02         | 21,282     | (1,874)    | (12,350) | 9,569   | (636)     | 1,961      | (515)    | 143     | (135)   | (486)     | 1,274    | 19,922   |
| 2025-01         | 21,115     | 35,796     | 14,349   | 8,035   | 2,674     | (3,933)    | (4,707)  | (221)   | 573     | 4,220     | (305)    | (10,442) |
| 2024-12         | (18,804)   | 14,470     | 10,893   | 3,127   | (452)     | 2,065      | 3,257    | (592)   | 1,463   | (2,202)   | (957)    | (34,382) |
| 2024-11         | 9,359      | 5,240      | 2,879    | 1,812   | (83)      | 3,766      | 3,864    | (2,979) | 1,042   | (618)     | (122)    | 474      |
| 2024-10         | (7,946)    | (7,876)    | (5,056)  | 2,068   | 531       | (4,258)    | (446)    | 201     | 209     | (1,250)   | (616)    | 4,804    |
| 2024-09         | 31,856     | 15,599     | 5,647    | 5,149   | (635)     | 4,386      | 488      | 1,833   | 12      | 243       | 187      | 11,684   |
| 2024-08         | 12,505     | 3,188      | (547)    | 4,201   | 84        | (770)      | (323)    | (2,200) | 425     | 408       | 130      | 9,958    |
| 2024-07         | (11,532)   | (3,294)    | (5,307)  | 4,231   | 777       | (11,059)   | (7,036)  | (812)   | (455)   | 912       | 397      | 2,423    |
| 2024-06         | 17,722     | 11,935     | 6,168    | 2,912   | (1,028)   | 1,884      | 3,803    | (2,602) | (1,150) | (625)     | 259      | 3,643    |
| 2024-05         | 6,489      | 1,014      | 84       | 3,402   | (287)     | (5,047)    | (1,389)  | (2,345) | (755)   | 926       | (238)    | 10,760   |
| 2024-04         | (41,073)   | (18,519)   | (12,364) | 1,313   | 552       | (21,034)   | (16,392) | (618)   | (407)   | 1,179     | 195      | (1,715)  |
| 2024-03         | 33,216     | 17,424     | 5,251    | 5,503   | (1,064)   | 15,726     | 7,926    | 1,364   | 786     | (307)     | 737      | (671)    |
| 2024-02         | 14,418     | 15,240     | 1,490    | 7,657   | 107       | (11,161)   | (7,415)  | 828     | (326)   | 89        | 529      | 9,810    |
| 2024-01         | 35,345     | 14,032     | 4,328    | 5,498   | 864       | 19,424     | 4,014    | 5,646   | 981     | 897       | (171)    | 2,060    |
| 2023-12         | 8,463      | 13,830     | 8,307    | 4,058   | (27)      | (3,726)    | (600)    | 4,318   | 584     | (1,761)   | (797)    | (844)    |
| 2023-11         | 19,967     | 5,614      | 2,007    | 3,465   | (310)     | 1,153      | (358)    | 2,605   | 511     | (460)     | 6        | 13,194   |
| 2023-10         | (16,686)   | (8,848)    | (6,286)  | 3,339   | 184       | (7,357)    | (3,556)  | 1,566   | (175)   | 56        | 72       | (553)    |
| 2023-09         | 25,534     | 18,490     | 8,361    | 3,312   | (252)     | 8,526      | 601      | 5,061   | 30      | (181)     | 329      | (1,810)  |
| 2023-08         | 4,724      | 4,146      | (546)    | 4,757   | 20        | 4,768      | (1,219)  | 3,547   | 192     | (145)     | (384)    | (3,807)  |

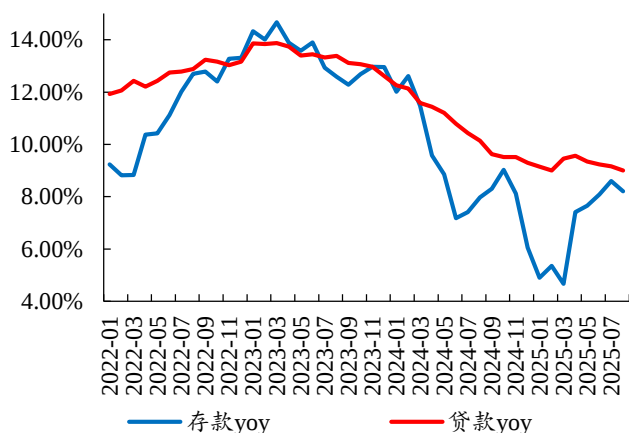
数据来源：Wind、开源证券研究所

附表 2：8 月中小行单位定期存款及保证金存款显著收缩（亿元）

| 中小行：境内存款当月新增（亿元） |            |            |         |         |       |            |          |         |         |         |          |          |
|------------------|------------|------------|---------|---------|-------|------------|----------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 月份               | 境内存款<br>合计 | 个人存款<br>合计 | 其中      |         |       | 单位存款<br>合计 | 其中       |         |         |         | 国库<br>定期 | 非银<br>存款 |
|                  |            |            | 储蓄活期    | 储蓄定期    | 结构性存款 |            | 单位活期     | 单位定期    | 保证金     | 结构性存款   |          |          |
| 当月同比             | 1,329      | (3,172)    | (775)   | (2,677) | 17    | (1,622)    | 1,358    | (5,420) | (1,708) | 204     | (1,900)  | 8,022    |
| 2025-08          | 7,608      | 677        | (711)   | 1,780   | (138) | 1,907      | (407)    | (2,000) | 1,002   | 470     | (717)    | 5,741    |
| 2025-07          | 615        | (1,009)    | (1,863) | 1,775   | (312) | (5,239)    | (6,679)  | 744     | 1,832   | 372     | (382)    | 7,245    |
| 2025-06          | 16,613     | 10,236     | 7,231   | 3,751   | (283) | 9,500      | 8,555    | (2,724) | (1,162) | (827)   | (370)    | (2,753)  |
| 2025-05          | 6,421      | 4,093      | (323)   | 5,566   | (309) | 101        | (318)    | 1,728   | 831     | (323)   | 1,756    | 471      |
| 2025-04          | (2,808)    | (755)      | (4,423) | 4,045   | (254) | (3,942)    | (7,173)  | 3,026   | 2,385   | 906     | (740)    | 2,629    |
| 2025-03          | 29,041     | 12,311     | 2,465   | 8,543   | 386   | 21,079     | 10,869   | 2,173   | 699     | (385)   | 302      | (4,651)  |
| 2025-02          | 17,106     | 7,462      | (6,334) | 14,285  | (231) | 134        | 2,496    | 1,786   | (1,252) | (519)   | 1,659    | 7,851    |
| 2025-01          | 12,943     | 18,603     | 6,327   | 10,968  | 652   | (3,456)    | (5,257)  | 647     | (893)   | 4,055   | 588      | (2,792)  |
| 2024-12          | 13,355     | 7,232      | 5,117   | 2,740   | (273) | 7,189      | 5,264    | 1,302   | 605     | (1,195) | (1,706)  | 639      |
| 2024-11          | 8,557      | 2,535      | 915     | 2,278   | 88    | 4,128      | 2,260    | 175     | 491     | 52      | (21)     | 1,916    |
| 2024-10          | 5,238      | 2,098      | (64)    | 3,724   | (391) | (1,875)    | (2,101)  | 1,735   | 816     | (767)   | (1,319)  | 6,333    |
| 2024-09          | 10,835     | 6,131      | 1,423   | 3,868   | 341   | 6,954      | 51       | 3,826   | 1,748   | (360)   | 278      | (2,528)  |
| 2024-08          | 6,279      | 3,848      | 64      | 4,457   | (154) | 3,529      | (1,765)  | 3,419   | 2,710   | 266     | 1,183    | (2,281)  |
| 2024-07          | (3,234)    | 907        | (3,031) | 5,499   | (254) | (8,584)    | (10,689) | 5,297   | 1,796   | 398     | 233      | 4,210    |
| 2024-06          | 14,137     | 9,253      | 4,345   | 4,655   | 62    | 11,011     | 2,404    | 3,423   | 1,301   | (320)   | (100)    | (6,027)  |
| 2024-05          | 2,257      | 3,003      | 2,551   | 5,745   | (59)  | (2,308)    | (9,201)  | 6,060   | 2,076   | 438     | 398      | 1,163    |
| 2024-04          | (3,085)    | 56         | (3,833) | 4,789   | (304) | (2,843)    | (14,511) | (3,120) | 702     | 2,034   | 67       | (366)    |
| 2024-03          | 25,167     | 10,244     | 574     | 8,422   | (110) | 15,751     | 6,789    | 3,937   | 160     | 492     | 118      | (945)    |
| 2024-02          | 1,470      | 15,887     | (180)   | 14,409  | (1)   | (15,928)   | (8,220)  | (20)    | (3,332) | 9       | 442      | 1,069    |
| 2024-01          | 13,477     | 11,421     | 2,291   | 9,478   | (220) | (599)      | 504      | 561     | (1,208) | 1,095   | (648)    | 3,302    |
| 2023-12          | (2,571)    | 5,915      | 1,835   | 3,744   | 72    | (4,534)    | 441      | 1,766   | (1,002) | (2,066) | (161)    | (3,791)  |
| 2023-11          | 10,230     | 3,253      | 549     | 3,131   | (37)  | 2,309      | 270      | 1,574   | 478     | (867)   | 70       | 4,599    |
| 2023-10          | 8,434      | 4,335      | 196     | 5,457   | (390) | 475        | (51)     | 1,535   | 600     | (656)   | 181      | 3,443    |
| 2023-09          | 317        | 6,447      | 1,303   | 4,100   | 174   | (4,007)    | (3,692)  | 904     | 387     | (547)   | 602      | (2,725)  |
| 2023-08          | 3,896      | 3,650      | (520)   | 4,627   | (248) | 5,450      | 898      | 1,644   | 1,868   | 47      | (794)    | (4,410)  |

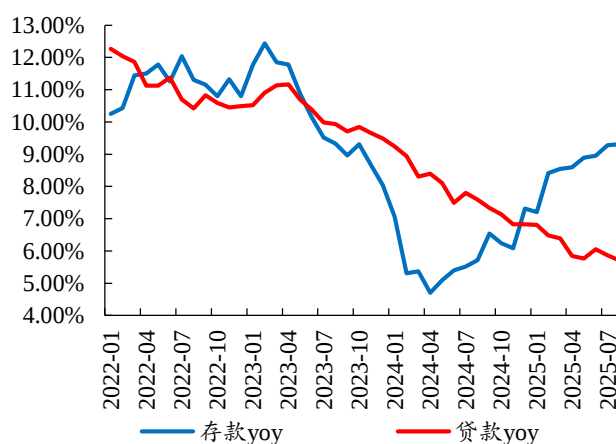
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：全国性大型银行存款及贷款增速基本匹配



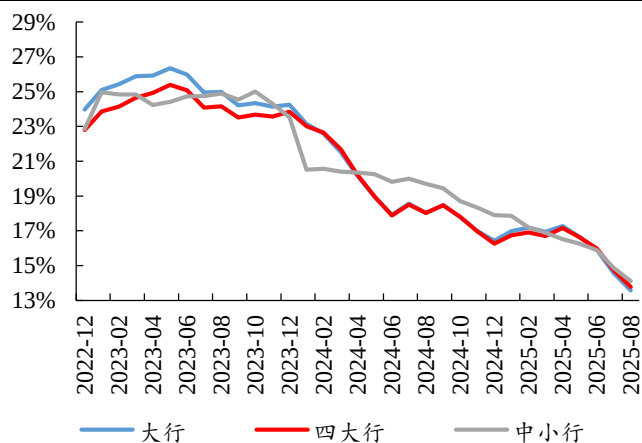
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：中小行信贷需求仍然乏力，存贷增速背离



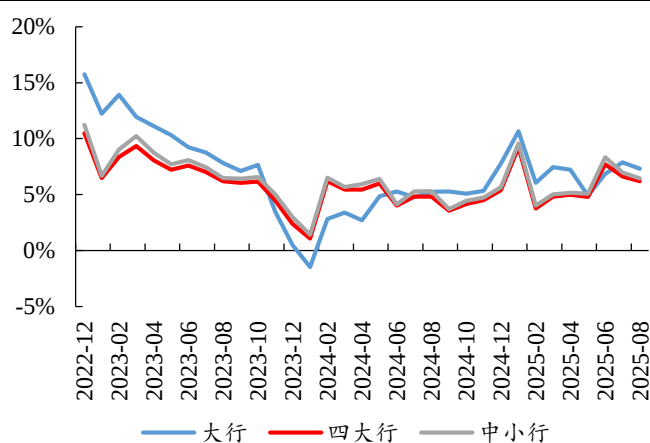
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 附图 4：8 月各类银行个人定期存款同比增速继续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 附图 5：8 月大行个人活期存款同比增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 附表 3：目前银行按揭贷款综合收益率已低于 30Y 国债，返还税后 10Y 国债收益率较负债成本开始有利差空间

|          | 企业<br>贷款 | 票据<br>贴现 | 消费<br>贷 | 按揭<br>贷款 | 同业拆<br>出 1M | 买入返<br>售 7D | 国债 5Y | 国债<br>10Y | 国债<br>30Y | 国开债<br>5Y | 地方债<br>5Y | 同业存单<br>(AAA) 1Y | 商金债<br>(AAA) 5Y | 企业债<br>(AAA) 5Y | 二級债<br>(AAA-) 5Y | 永续债<br>(AAA-) 5Y | 债基    | 货基    |
|----------|----------|----------|---------|----------|-------------|-------------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|-------|-------|
| 名义收益率    | 3.22%    | 1.27%    | 3.00%   | 3.06%    | 1.60%       | 1.50%       | 1.59% | 1.85%     | 2.17%     | 1.78%     | 1.83%     | 1.67%            | 1.91%           | 2.01%           | 2.13%            | 2.25%            | 1.66% | 1.20% |
| 平均负债成本率  | 1.68%    | 1.68%    | 1.68%   | 1.68%    | 1.68%       | 1.68%       | 1.68% | 1.68%     | 1.68%     | 1.68%     | 1.68%     | 1.68%            | 1.68%           | 1.68%           | 1.68%            | 1.68%            | 1.68% | 1.68% |
| 税收成本     | 0.52%    | 0.00%    | 0.46%   | 0.47%    | 0.00%       | 0.00%       | 0.09% | 0.10%     | 0.12%     | 0.10%     | 0.10%     | 0.00%            | 0.11%           | 0.11%           | 0.12%            | 0.13%            | 0.00% | 0.00% |
| 增值稅      | 6%       | 6%       | 6%      | 6%       | 0%          | 0%          | 6%    | 6%        | 6%        | 6%        | 6%        | 0%               | 6%              | 6%              | 6%               | 6%               | 0%    | 0%    |
| 所得稅      | 25%      | 25%      | 25%     | 25%      | 25%         | 25%         | 0%    | 0%        | 0%        | 25%       | 0%        | 25%              | 25%             | 25%             | 25%              | 25%              | 0%    | 0%    |
| 资本成本     | 0.47%    | 0.47%    | 0.47%   | 0.19%    | 0.25%       | 0.13%       | 0.00% | 0.00%     | 0.00%     | 0.00%     | 0.06%     | 0.25%            | 0.25%           | 0.47%           | 0.95%            | 1.58%            | 0.17% | 0.25% |
| 资本转换系数   | 10.5%    | 10.5%    | 10.5%   | 10.5%    | 10.5%       | 10.5%       | 10.5% | 10.5%     | 10.5%     | 10.5%     | 10.5%     | 10.5%            | 10.5%           | 10.5%           | 10.5%            | 10.5%            | 10.5% | 10.5% |
| 资本成本率    | 6.0%     | 6.0%     | 6.0%    | 6.0%     | 6.0%        | 6.0%        | 6.0%  | 6.0%      | 6.0%      | 6.0%      | 6.0%      | 6.0%             | 6.0%            | 6.0%            | 6.0%             | 6.0%             | 6.0%  | 6.0%  |
| 风险权重     | 75%      | 75%      | 75%     | 30%      | 40%         | 20%         | 0%    | 0%        | 0%        | 0%        | 10%       | 40%              | 40%             | 75%             | 150%             | 250%             | 28%   | 40%   |
| 存款派生收益   | 0.64%    | 0.00%    | 0.11%   | 0.32%    | 0%          | 0%          | 0%    | 0%        | 0%        | 0%        | 0%        | 0%               | 0%              | 0%              | 0%               | 0%               | 0%    | 0%    |
| 信用成本     | 0.60%    | 0.00%    | 1.36%   | 0.82%    | 0%          | 0%          | 0%    | 0%        | 0%        | 0%        | 0%        | 0%               | 0%              | 0%              | 0%               | 0%               | 0%    | 0%    |
| 综合收益率（新） | 2.26%    | 0.80%    | 0.81%   | 1.90%    | 1.35%       | 1.37%       | 1.50% | 1.75%     | 2.04%     | 1.68%     | 1.66%     | 1.42%            | 1.55%           | 1.43%           | 1.06%            | 0.55%            | 1.49% | 0.95% |

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2025-09-16）

注：

- 企业贷款、按揭贷款、票据贴现名义收益率为 2025 年 6 月新发放贷款加权平均利率。
- 各类债券名义收益率取最新一天到期收益率；
- 资本成本=风险权重\*资本成本率（取决于各行资本使用效率要求，设为 6%）\*资本转换系数（10.5%）；
- 平均负债成本率：2025 年上半年上市银行平均负债成本率
- 税收成本=（名义收益率\*6%/1.06+（名义收益率/1.06-平均负债成本率）\*25%）
- 存款派生收益=净息差\*存款派生率\*（1-所得税率），设企业贷款存款派生率为 60%，按揭贷款为 30%，消费贷为 10%。
- 综合收益率=名义收益率-税收成本-资本成本+存款派生收益-信用成本

### 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

### 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

### 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

### 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