www.research.cicc.com

行业洗牌加速:透视上市银行 1H26 理财业务



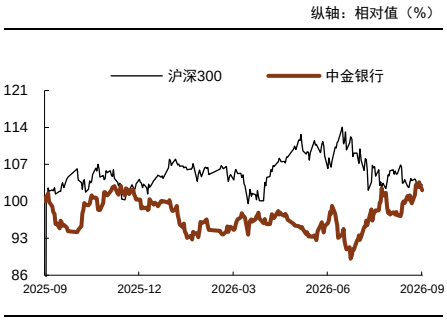
王子瑜 分析员
SAC 执证编号：S0080522070019
SFC CE Ref：BTC623
ziyu.wang@cicc.com.cn



李少萌 分析员
SAC 执证编号：S0080524060011
shaomeng.li@cicc.com.cn



张帅帅 分析员
SAC 执证编号：S0080516060001
SFC CE Ref：BHQ055
shuaishuai.zhang@cicc.com.cn



中金一级行业：金融

资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

- 银行 | 理财公募基金委外力度再创新高（2Q26）(2026.08.21)
- 银行 | 宏观视角下的业务逻辑:1H26理财行业综述(2026.07.29)
- 银行 | 银行自营金融投资业务深度拆解(2025财报)(2026.05.08)
- 金融 | 银行AIC经营效益与股权投资转型追踪(2026.04.22)
- 金融 | 竞争格局重构：透视上市银行2025理财业务(2026.04.06)

行业动态

行业近况

1H26 理财行业规模实现 9.7%的同比增速，规模实现稳健增长。从驱动因素来看，居民存款资金搬家、部分商业银行在财富资管领域加大资源投入、理财多资产布局发力等驱动理财行业保持稳健增长；不过，理财平滑估值整改、股市活跃时期中高波产品货架缺失、理财产品收益率降低等压力也为理财机构带来挑战。**整体而言，低利率时期竞争加剧正推动理财行业重新洗牌，我们看好总行战略资源投入充分、多资产改革步伐领先、跨行代销扩容、投研机制市场化的理财机构，其有望持续扩大行业市场份额。**

评论

规模增长分化的背后。截至 1H26 末，国有行、股份行、区域行理财子管理规模分别同比增长 8.5%、11.7%、13.8%，分别占据 32%、47%、13%的市场份额。我们认为股份行理财子的增长动能主要源自：1）存款搬家趋势下股份行存款揽储力度减弱，并提升对零售AUM（客户总资产）的关注度；2）总行财富管理战略定位带来的资源倾斜；3）相对市场化的激励与投研机制。区域行理财子增长动能主要源自于优质资产、以及区域经济和区域市场份额，但前者或在低利率时代迎来挑战。国有行理财机构内部则表现分化：从战略定位层面来看，国有大行更聚焦于存贷款业务发展；从客群风险偏好特征来看，大行零售客群风偏更低、存款续存率更高，存款搬家叙事在股份行渠道演绎得更为充分。

行业集中度或将呈现上升趋势。1H26 末理财行业前 5、前 10 的市场集中度为 35%、62%。我们认为理财牌照供给收紧、机构资源投入差异将驱动头部理财子获取更多市场份额；截至 1H26，未获得理财牌照的商业银行管理规模为 2.5 万亿元、占全市场 8%。

跨行代销竞争加剧及固收+产品布局小幅推升理财费率。2Q26 理财产品平均总费率为 0.364%，其中，管理费、销售费、托管费分别为 0.162%、0.181%、0.022%。从费率结构端来看，渠道端议价权进一步提升。我们认为一方面体现出低利率时代理财产品同质化竞争逐步加剧、资管机构端议价权承压；另一方面跨行代销占比提升背景下提升销售费率或成为促销的选择。

更多关于理财资产配置与发展趋势的内容可参考《宏观视角下的业务逻辑：1H26 理财行业综述》。

风险

平滑估值整改压力超预期，债市波动超预期，产品多元化受阻。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

行业洗牌加速：透视上市银行 1H26 理财业务

规模增长分化的背后

理财行业规模实现稳健增长。1H26 末，理财行业规模实现 9.7%的同比增速。从驱动因素来看，居民存款资金搬家、部分商业银行在财富资管领域加大资源投入、理财多资产布局发力等驱动理财行业保持稳健增长；不过，理财平滑估值整改、股市活跃时期中高波产品货架缺失、理财产品收益率降低等压力也为理财机构带来挑战。分机构来看，1H26 末国有行、股份行、区域行理财子管理规模分别同比增长 8.5%、11.7%、13.8%；过去 1 年，理财行业规模累计增长 2.99 万亿元，其中 12 家股份行理财机构累计实现增量 1.66 万亿元，6 家国有行理财子累计增长 0.85 万亿元，9 家区域行理财子实现 0.52 万亿元增量；未获理财牌照的银行机构理财规模减少 0.21 万亿元。

截至 1H26 末，管理规模位居前五的理财机构分别为招银理财、信银理财、兴银理财、光大理财、农银理财，其中信银理财与光大理财在上半年实现规模排名的提升。

图表 1：1H26 末理财机构规模排名（按照理财子+母行口径）

理财规模排名	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	1H26
1	工银理财	招银理财	招银理财	招银理财	招银理财	招银理财	招银理财	招银理财
2	招银理财	工银理财	工银理财	工银理财	兴银理财	兴银理财	兴银理财	信银理财
3	建信理财	建信理财	建信理财	兴银理财	工银理财	工银理财	信银理财	兴银理财
4	农银理财	农银理财	农银理财	建信理财	信银理财	信银理财	农银理财	光大理财
5	浦银理财	兴银理财	兴银理财	农银理财	农银理财	农银理财	工银理财	农银理财
6	兴银理财	中银理财	中银理财	中银理财	中银理财	中银理财	中银理财	工银理财
7	中银理财	浦银理财	交银理财	信银理财	建信理财	交银理财	光大理财	中银理财
8	信银理财	交银理财	信银理财	交银理财	光大理财	建信理财	交银理财	交银理财
9	交银理财	信银理财	浦银理财	光大理财	交银理财	光大理财	建信理财	建信理财
10	民生理财	中邮理财	光大理财	浦银理财	浦银理财	浦银理财	浦银理财	浦银理财
11	中邮理财	民生理财	民生理财	平安理财	平安理财	平安理财	民生理财	中邮理财
12	光大理财	光大理财	中邮理财	民生理财	民生理财	中邮理财	中邮理财	民生理财
13	华夏理财	平安理财	平安理财	中邮理财	中邮理财	民生理财	华夏理财	华夏理财
14	平安理财	华夏理财	华夏理财	华夏理财	华夏理财	华夏理财	平安理财	平安理财
15	浙银理财	上银理财	上银理财	苏银理财	苏银理财	苏银理财	苏银理财	苏银理财
16	苏银理财	苏银理财	苏银理财	上银理财	宁银理财	宁银理财	宁银理财	宁银理财

资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

从驱动因素来看，我们认为股份行理财子公司的增长动能主要源自：

- **1）存款搬家趋势下股份行提升对零售 AUM 的关注度。**在宏观经济承压周期，零售与房地产信贷需求走弱，这使得股份制商业银行整体报表增速逐步放缓，同时也降低了股份行存款揽储的诉求。映射至零售客群资产端，股份行逐步聚焦于零售客群 AUM（管理总资产）的增长，而非单一存款指标，这使得理财子公司受益于总行的资产负债安排，股份行整体零售存款到期后续存率（~80%）也低于国有行平均水平（90%-95%）。

- **2）总行大财富管理行业战略定位，使得理财子公司获得一定的战略倾斜，包括渠道营销支持、人力资源投入、跨部门协同等。**在低利率时代，中资商业银行净利息收入贡献承压，股份行逐渐增加了对中间收入等轻资本业务的重视程度，尤其是在大财富管理领域。以上战略定位的差异推动股份行理财资管业务迎来快速发展。

- **3）市场化机制、投研文化建设相对领先。**头部股份行理财机构人力配置相对更充分（平均单家机构 500 人左右）、市场化激励相对领先，在投研文化层面给予投资经理一定的自由度，投研一体化建设得到快速推进。

区域行理财子公司增速边际放缓，优质资产驱动逻辑或迎来挑战：区域行理财机构 2024-2025 年实现了优异的规模增长表现，尤其是江浙地区的理财机构。但在 1H26，区域行理财子 AUM 同比增速边际有所放缓，不过仍处于行业领先位置。我们认为区域行理财子增长动能主要源自于优质资产、以及区域经济和区域市场份额，但前者或在低利率时代迎来挑战。

- **1）优质资产驱动。**多数区域行理财机构能够依靠总行挖掘本地的优质城投债、非标资产等，从而助力增厚理财产品收益，这在江浙地区、成渝地区更为明显。而优质资产能够帮助理财机构实现正向循环：优质资产实现高收益、吸引投资者配置区域行理财产品，投资者为获取收益可以接受更长的锁定期限，我们也看到部分区域行理财机构长期限产品占比较高；而较长的负债久期也避免了债市波动下的理财赎回压力，稳定的负债端能够帮助减少被动卖出、适度避免净值回撤的压力。但在低利率时期，随着优质非标与城投债资产供给逐步降低，区域行理财机构产品业绩也存在一定与行业均值回归的压力，即优质资产带来的超额收益贡献或存在摊薄的压力。

- **2）更高的区域市场份额及更活跃的区域经济。**区域行通常在本地有更高的业务市场份额，网点优势有利于为理财机构提供更充分的客群资源。与此同时，江浙、成渝等经济较为活跃的区域，也推动居民财富相对更快速地增长，也带来了更多零售客群资金流入的空间。

国有行理财机构内部表现分化。从战略定位层面来看，国有大行更聚焦于存贷款业务发展，在经济震荡复苏周期承担了较多的信贷投放的责任；存款规模的快速增长一定程度或影响理财业务的增速。从客群风险偏好特征来看，大行零售客群风偏更低，在这一轮高收益存款到期后的存款续存率也更高，换句话说存款搬家这一现象在股份行平台会演绎得更为明显。不过国有行理财机构间也呈现差异，个别对大财富管理业务相对重视、或能够在跨行代销渠道实现突破的理财机构，亦能够实现较好的规模增速表现。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

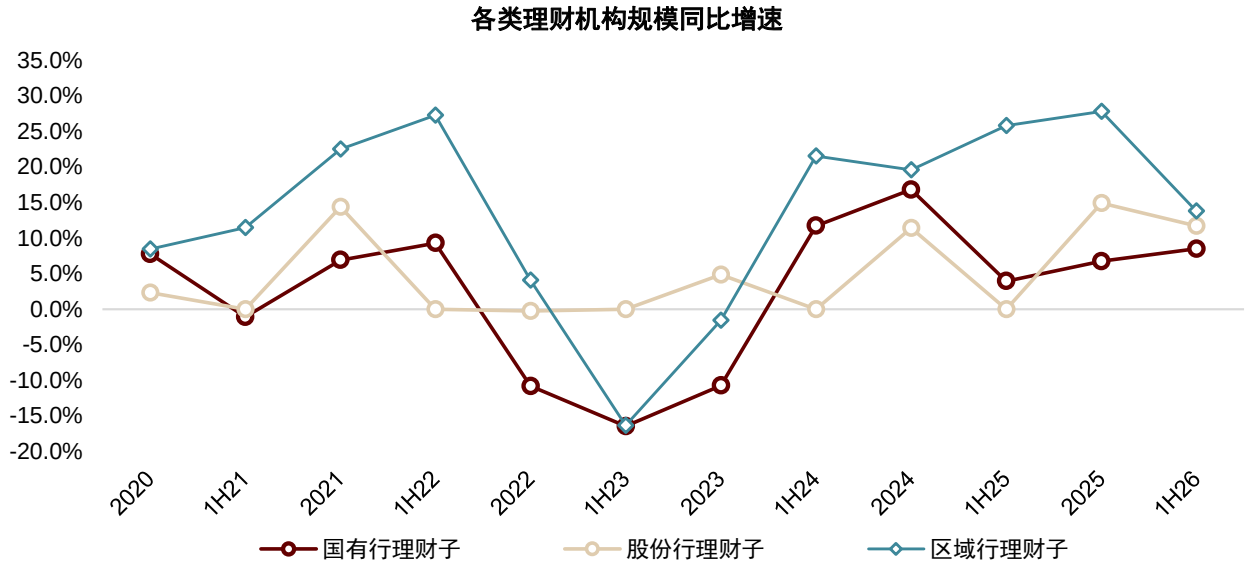
图表 2：各家机构理财规模增长表现（理财子+母行管理产品）

机构	2023	2024	2025	1H26	1H26 同比增速	1H26增量
单位：亿元						
工银理财	18,571	21,211	20,912	19,914	2.8%	-998
农银理财	16,853	19,854	21,513	19,920	13.6%	-1,593
中银理财	16,311	18,841	19,648	19,361	4.2%	-287
建信理财	15,786	16,410	17,420	16,619	15.6%	-801
交银理财	13,023	16,625	17,489	17,462	0.8%	-27
中邮理财	7,765	10,225	13,172	14,389	19.7%	1,217
招银理财	25,500	24,700	26,400	27,400	11.4%	1,000
兴银理财	22,642	21,776	24,312	22,820	-1.5%	-1,492
信银理财	17,284	19,900	23,000	24,944	17.1%	1,944
光大理财	13,123	15,995	19,460	21,025	16.9%	1,566
浦银理财	10,796	13,951	15,644	15,429	9.5%	-215
民生理财	8,685	10,157	13,184	14,036	23.3%	852
平安理财	10,131	12,142	10,922	9,784	-15.7%	-1,138
华夏理财	5,919	8,333	12,151	13,502	36.0%	1,351
浙银理财	1,492	1,446	1,825	1,847	28.4%	23
渤银理财	1,501	1,735	2,489	2,771	28.6%	282
广银理财	1,665	1,824	1,908	1,929	3.3%	21
恒丰理财	1,203	1,719	2,334	2,360	34.0%	26
苏银理财	5,204	6,332	8,258	8,960	20.2%	702
宁银理财	4,021	4,735	6,962	6,563	9.2%	-399
南银理财	3,739	4,735	6,153	5,877	8.2%	-276
杭银理财	3,739	4,386	6,075	6,088	18.3%	13
北银理财	2,915	3,892	4,565	5,017	15.6%	452
上银理财	2,805	3,269	3,857	4,461	24.2%	604
徽银理财	1,773	1,978	2,365	2,528	20.5%	163
青银理财	2,081	2,166	2,056	1,748	-7.7%	-308
渝农商理财	1,205	1,378	1,728	1,550	-5.2%	-178
国有行理财子	**88,308**	**103,166**	**110,153**	**107,665**	**8.5%**	**-2,488**
股份行理财子	**119,940**	**133,677**	**153,628**	**157,847**	**11.7%**	**4,219**
区域行理财子	**27,481**	**32,870**	**42,019**	**42,792**	**13.8%**	**774**
全行业	**268,000**	**299,500**	**332,900**	**336,600**	**9.7%**	**3,700**

注：恒丰、广银理财由于母公司年报未披露，AUM 规模为测算数据
资料来源：公司公告，银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

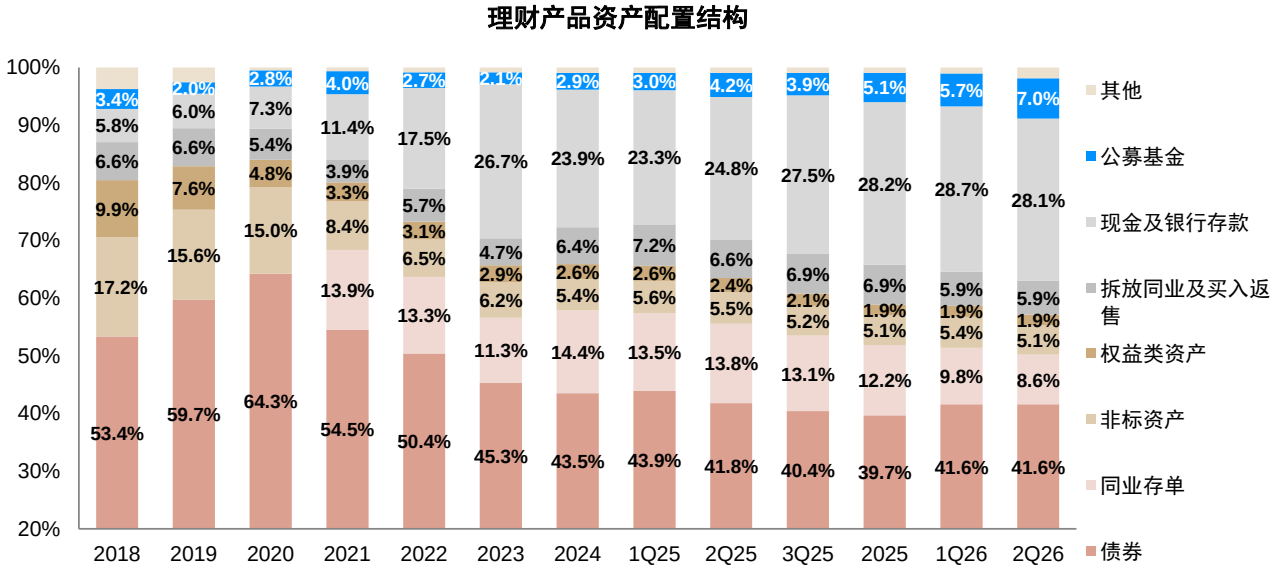
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 3：各类机构理财规模同比增速表现



资料来源：公司公告，银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

图表 4：理财 1H26 资产配置结构变化——非标资产占比逐步降低



注：2020 年及以往同业存单并入债券口径
资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

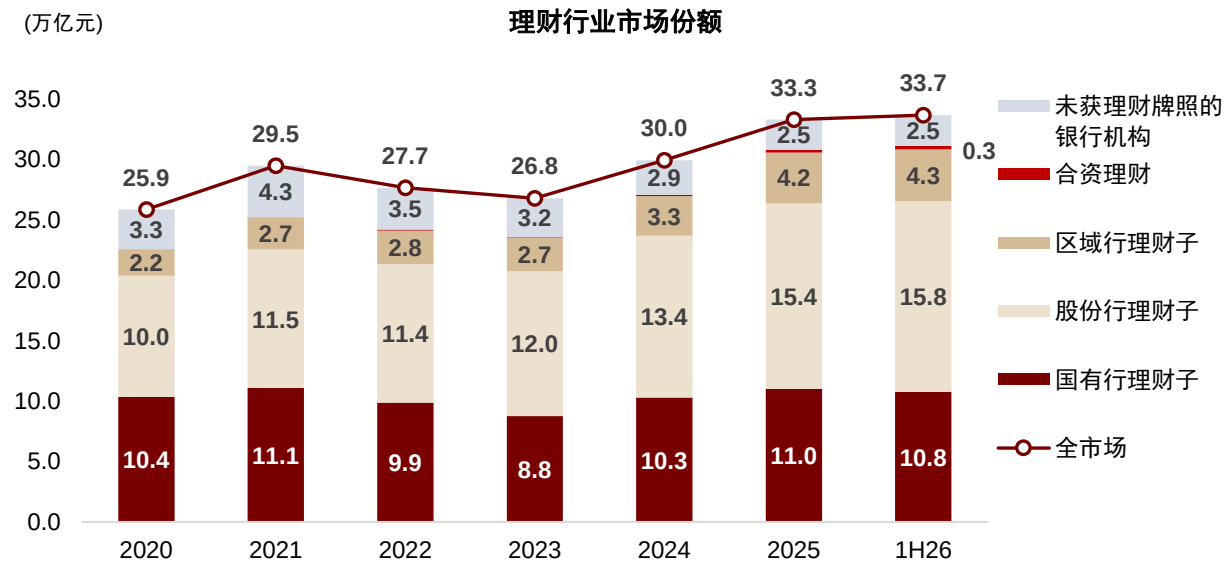
理财牌照供给收紧、中小银行逐步退出理财业务，也将驱动头部理财子公司获取更多市场份额。目前行业合计 32 张理财牌照，过去 3 年仅浙商银行获批理财牌照，理财牌照供给收缩明显。从市场份额来看 1H26 末国有行理财子、股份行理财子、区域行理财子、合资理财的管理规模份额分别为 32%、47%、13%、0.9%，未获得理财牌照的商业银行机构仍管理 2.5 万亿元的理财产品，目前占全市场的 8%。尽管未获得理财牌照的银行机构并不需要在 1-2 年快速清退存续理财产品，但理财

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

牌照的供给仍较为稀缺，我们预计头部获牌机构有望逐步提升市场份额。

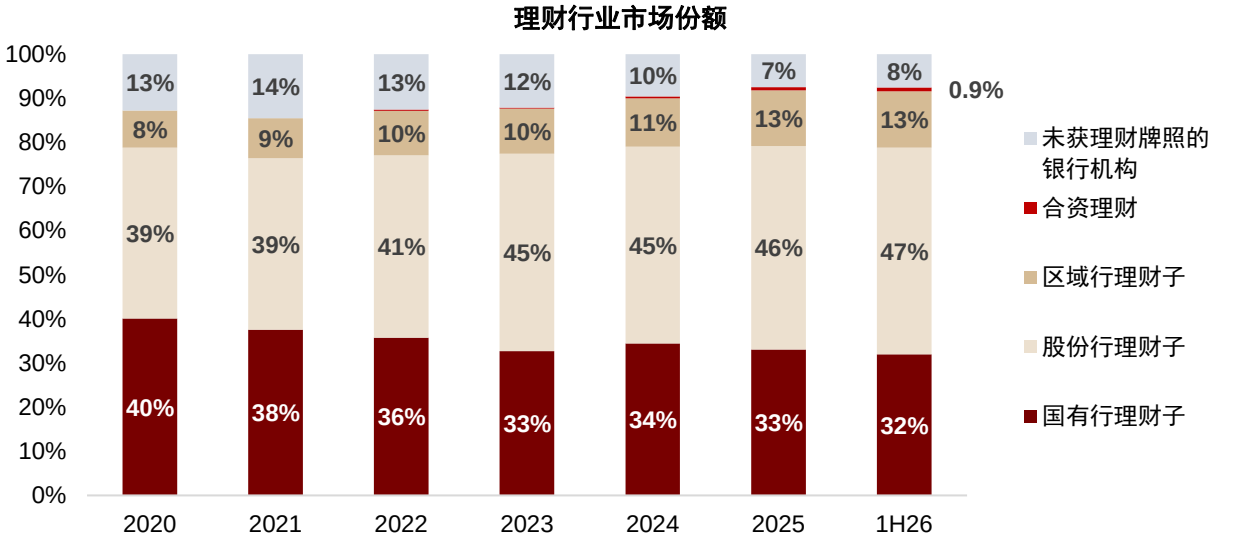
从市场集中度指标来看，截至 1H26 末，以管理规模口径，理财行业前 5 的市场集中度为 35%，前 10 为 62%。过去几年理财行业集中度逐步呈现下行趋势，主要由行业洗牌所致。向前看，我们预计随着头部理财子公司逐步构建相对成熟的资管业务体系、总行资源支持持续保持分化，理财行业或将会与其他细分资管行业发展趋势一致，呈现强者恒强、头部机构市场份额提升的趋势，马太效应在理财业务层面在未来 2-3 年会更为明显。

图表 5：各类理财机构规模



资料来源：公司公告，银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

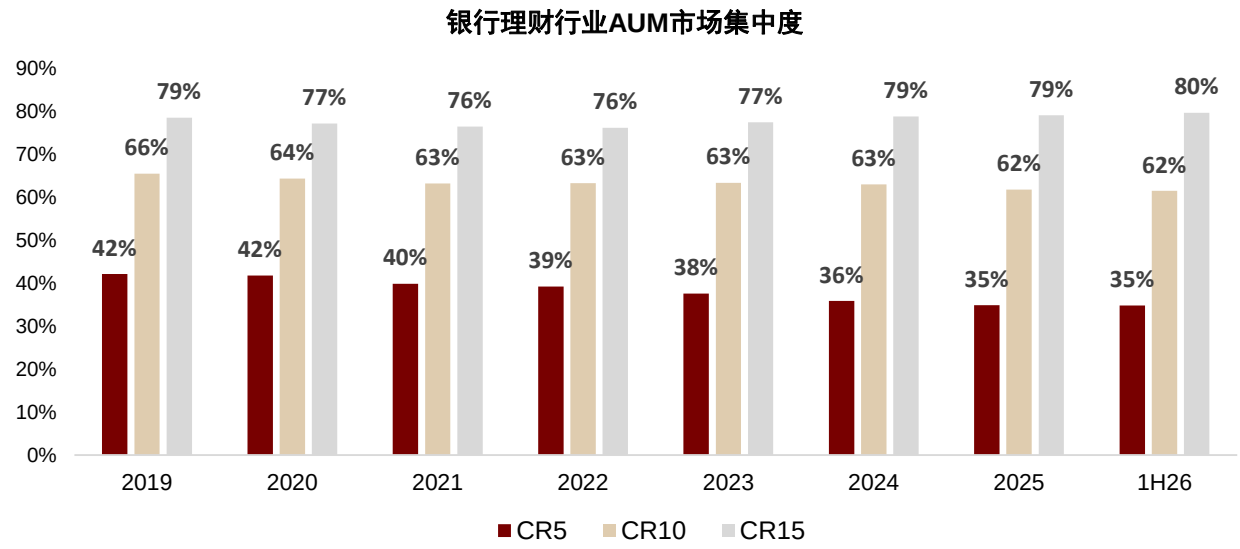
图表 6：各类理财机构市场份额



资料来源：公司公告，银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 7：理财行业 AUM 市场份额与集中度变化



资料来源：公司公告，银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

理财子公司业绩表现

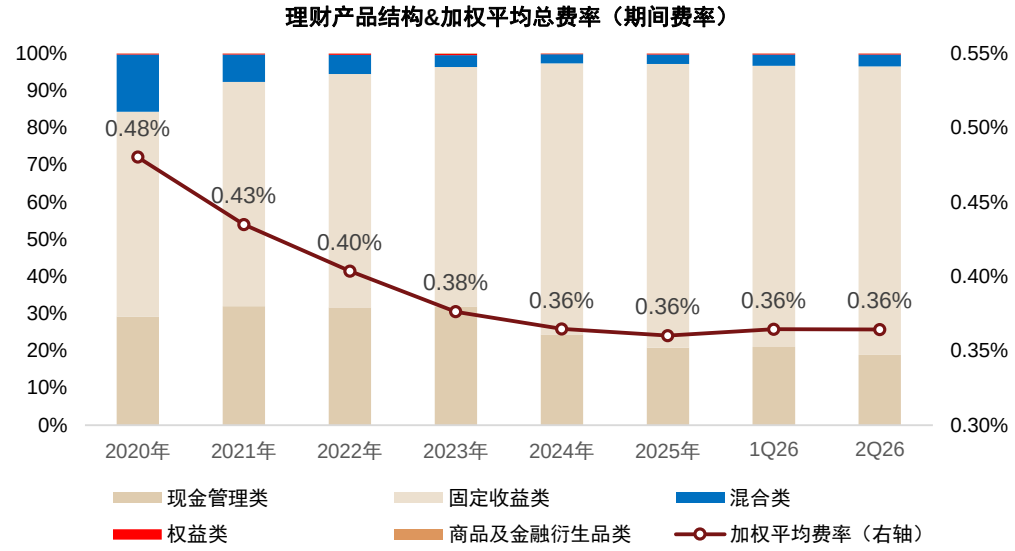
理财产品费率保持平稳，或由于跨行代销竞争加剧及固收+产品布局。2Q26 理财产品平均总费率为 0.364%，较 2025 年边际略有提升。其中，管理费、销售费、托管费分别为 0.162%、0.181%、0.022%。与 2025 全年对比，管理费与销售费分别提升 1bp、4bp，我们认为主要由于理财加大固收+产品的发行提升平均管理费，以及跨行代销竞争加剧推动行外渠道代销费用的提升，一定程度对冲了低利率环境的影响。

从费率结构端来看，管理费、销售费、托管费分别占比 44%、50%、6%，渠道端议价权进一步提升。我们认为上述结构的变化，一方面体现出低利率时代理财产品同质化竞争逐步加剧、资管机构端议价权承压；另一方面理财产品代销渠道按监管要求局限于商业银行，在跨行代销占比提升背景下提升销售费率或成为促销的选择。

理财子公司净利润贡献度提升。1H26 上市银行理财子公司净利润实现 5%的同比增速，实现稳健增长。从盈利贡献维度来看，1H26 理财子公司净利润占总行的净利润的比率为 1.4%，与 2025 年持平，其中国有行、股份行、区域行分别为 0.8%、3.3%、3.2%。我们认为，在低利率时期，资管业务的逆周期属性显现，其有利于缓解净息差下行以及资产质量压力、改善商业银行收入结构。参考国际头部商业银行的经验，我们研究过去 10 年其资管业务的税前利润贡献达 13%左右，且在降息周期与低利率时代税前盈利贡献更为明显。

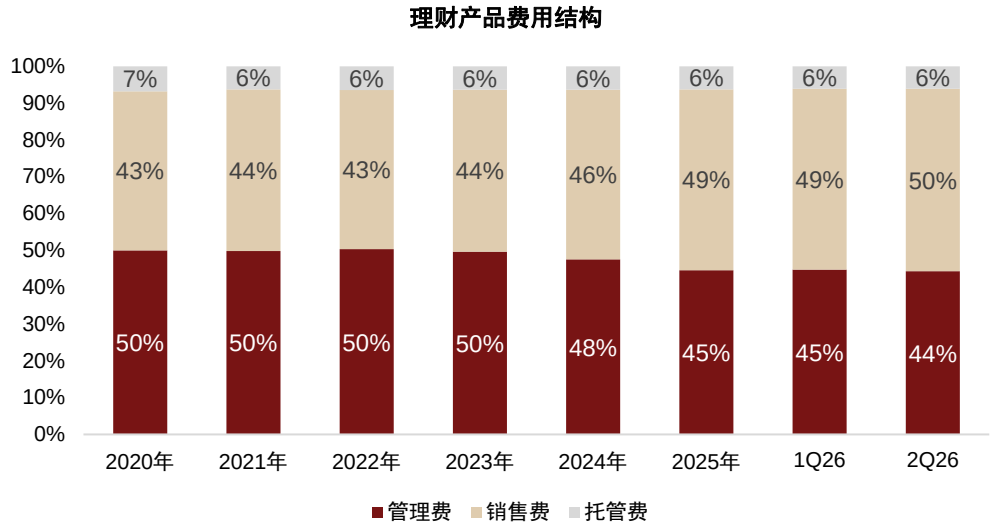
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 8：今年以来理财产品总费率保持稳定



资料来源：普益标准，中金公司研究部

图表 9：产业链议价权的细节——管理费占比降低、销售费占比提升



资料来源：普益标准，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 10：理财子公司对总行利润贡献

理财子公司 净利润贡献	2022	2023	2024	2025	1H26	理财子净利润 同比增速
工银理财	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%	0.6%	*7%*
农银理财	1.4%	0.6%	0.7%	1.3%	0.7%	*-22%*
中银理财	0.8%	0.7%	0.8%	1.0%	0.7%	*-29%*
建信理财	0.9%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	*22%*
交银理财	1.3%	1.3%	1.4%	1.6%	1.9%	*19%*
中邮理财	1.5%	1.0%	1.2%	1.3%	1.4%	*27%*
招银理财	2.6%	2.2%	1.8%	1.8%	2.0%	*11%*
平安理财	4.1%	4.1%	4.3%	3.5%	2.2%	*-21%*
信银理财	3.3%	3.3%	3.6%	3.7%	4.0%	*27%*
光大理财	4.2%	4.3%	4.5%	6.0%	6.1%	*8%*
兴银理财	3.4%	3.3%	3.5%	3.3%	3.2%	*4%*
华夏理财	3.4%	1.9%	2.2%	3.1%	5.5%	*40%*
南银理财	4.4%	2.8%	2.9%	3.1%	3.0%	*10%*
宁银理财	4.0%	2.6%	2.7%	3.3%	3.7%	*46%*
杭银理财	11.7%	6.1%	5.3%	4.5%	3.9%	*4%*
渝农商理财	3.4%	1.5%	2.1%	2.4%	1.2%	*-44%*
青银理财	10.9%	8.1%	6.7%	3.5%	4.2%	*32%*
加权平均	1.7%	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	*5%*
国有行	1.0%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	*-2%*
股份行	3.5%	3.2%	3.2%	3.3%	3.3%	*10%*
区域行	5.7%	3.5%	3.4%	3.4%	3.2%	*13%*

资料来源：公司公告，Wind，中金公司研究部



本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从https://research.cicc.com/footer/disclosures 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：赵静

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

北京 中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505 1166
传真：(86-10) 6505 1156

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 29 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市南山区科苑南路 2801 号
中金大厦 17-21 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319 5000
传真：(86-755) 8319-9229

香港
中国国际金融（国际）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

东京
中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内３丁目２番３号
丸の内二重橋ビル２１階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约
CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32nd Floor,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

伦敦
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福
China International Capital Corporation (Europe) GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。