



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

2020年春季投资策略报告会

证券研究报告

2020年03月06日

否极泰来，拥抱成长

国泰君安保险行业2020年春季策略报告

行业评级：增持

姓名：刘欣琦（分析师）

邮箱：liuxinqi@gtjas.com

电话：186-2189-8966

证书编号：S0880515050001

姓名：严哲铭（分析师）

邮箱：yanzheming@gtjas.com

电话：155-1010-4643

证书编号：S0880520020001

姓名：谢雨晟（研究助理）

邮箱：xieyusheng@gtjas.com

电话：186-1657-7051

证书编号：S0880119120026

01

寿险行业：新单拐点将至，行业否极泰来

- **Q1负债端受疫情的负面影响较大**：可选品特征使得保险产品销售严重依赖线下渠道，疫情对保险公司Q1负债端影响较大。
- **两大因素推动疫情后NBV超预期**：从跟踪情况来看，保险需求提升以及人力增长超预期，这两大因素将推动复工后NBV超预期。
- **渠道改革先行者增长超预期**：优质代理人在此次疫情受影响较小，且符合未来客户需求的变化，率先进行渠道改革的公司未来将率先摆脱NBV低速增长周期，更能实现NBV的持续增长。
- **投资建议**：负债端拐点将至，估值处于历史底部，维持增持评级。建议增持中国平安。新周期下率先启动寿险结构转型，且分红与营运利润绑定具有确定性；重点推荐中国太保，预计后续NBV改善幅度超同业。建议增持中国平安/中国太保/新华保险/中国人寿/中国太平。

02

互联网保险行业：低谷已过，成长可期

- **互联网保险行业发展低谷已过**：互联网车险被费改影响导致的低增长期已过，非车互联网保险业务蓬勃发展；人身险行业整体转型保障，互联网人身险业务结构中保障类产品占比提升，预计带动互联网人身险保费增速回升。
- **三大因素促使行业进入高速发展期**：90年步入而立之年显著增加了互联网保险消费的需求；监管不断落地规范政策，引导鼓励行业健康有序发展；抖音等互联网新兴销售渠道的崛起增加了互联网保险销售手段。
- **头部专业化To C平台以及上市互联网保险公司**：随着后续监管规定的落地，预计行业集中度进一步提升，头部专业化To C平台的竞争力更强；预计具备全产业链优势及资本优势的互联网保险公司后续增长将超同业。相关受益标的有：众安在线/慧择/焦点科技。

目录 | CONTENTS

01/ 寿险行业：新单拐点将至，行业否极泰来

02/ 互联网保险行业：低谷已过，成长可期

01

寿险行业： 新单拐点将至，行业否极泰来

目录 | CONTENTS

- 1.1 / 负债端受疫情的影响较大
- 1.2 / 两单因素推动疫情后NBV超预期
- 1.3 / 渠道改革先行者增长超预期
- 1.4 / 投资建议
- 1.5 / 风险提示



疫情对上市保险公司负债端影响较大

- 由于保险产品的非标可选属性，使得个人代理人渠道成为主要的价值贡献来源。疫情下，上市保险公司NBV受到较大影响。

图1：“非典”期间寿险保费增速有所下滑



数据来源：中国银保监会，国泰君安证券研究

表1：个险渠道贡献了85%以上的新业务价值

	新业务价值 (亿元)			个险新业务价值			个险新业务价值占比		
	2014	2018	复合增速	2014	2018	复合增速	2014	2018	变动
中国太保	87.25	271.20	32.8%	80.69	271.20	35.4%	92.5%	100.0%	7.5%
中国平安	219.66	722.94	34.7%	208.00	718.74	36.3%	94.7%	99.4%	4.7%
中国人寿	232.53	495.11	20.8%	217.40	428.39	18.5%	93.5%	86.5%	-7.0%
新华保险	49.12	122.10	25.6%	47.13	117.25	25.6%	95.9%	96.0%	0.1%
中国太平	34.60	116.01	35.3%	28.00	112.43	41.6%	80.9%	96.9%	16.0%
中国人保	36.68	57.35	11.8%	15.54	49.16	33.4%	42.4%	85.7%	43.4%

疫情期间上市险企普遍采用线上营销与代理人管理，短期来看线上对线下替代有限

- 客户经营的效果尚不理想，主要销售获客类产品和短期险，主力长期险种销售难度较大。
- 代理人接受线上化的程度仍然较低，代理人管理举措对拥有自主经营能力的代理人，且线上销售技术成熟的公司更为有效。

表2：上市保险公司应对举措

上市公司	代理人管理	客户经营（产品、服务）
中国平安	<ul style="list-style-type: none"> 线上队伍管理，包括早会、打卡、培训、创说会、线上招聘、数字化展业等 线上销售，包括全流程保单销售、产说会等 部分地区降低考核标准，部分产品提高佣金率 	<ul style="list-style-type: none"> 推出赠险“E生平安”1500万份 推出获客产品“重疾无忧” 内容运营团队针对客户关注的话题生产资讯，帮助代理人营销、服务客户
中国太保	<ul style="list-style-type: none"> 线上队伍管理，包括晨会、夕会、培训、创说会等 线上销售，开发线上产说会 部分地区降低考核标准 	<ul style="list-style-type: none"> 推出赠险“护身福” 扩展“金系列”产品的产品责任 推出“蓝天使”等专属服务满足客户需求
中国人寿	<ul style="list-style-type: none"> 线上队伍管理，包括招募、晨会等 线上销售，利用微信、小鱼、腾讯会议等工具进行线上创说会 部分地区降低考核标准 	<ul style="list-style-type: none"> 推出赠险“康E无忧” 扩展多款健康险产品责任
新华保险	<ul style="list-style-type: none"> 线上队伍管理，如线上培训等 部分地区降低考核标准 开发技术以缩短线上销售时长 	<ul style="list-style-type: none"> 推出赠险“新安保”500万份 扩展“健康无忧”等多款健康险产品责任

相较复工前，当前我们对上市保险公司Q1的NBV增速进行下修

表3：上市保险公司一季度NBV预测

上市公司	国君非银预测 (2020.03.03)	国君非银预测 (2020.02.02)
中国平安	-29%	-7%
中国太保	-25%	-3%
中国人寿	12%	17%
新华保险	-22%	-3%

数据来源：国泰君安证券研究

疫情激发全民保险意识，叠加健康险政策推动健康需求提升

- 从“非典”经验看，疫情过后健康险保费规模大幅增加，我们预计疫情结束后健康险业务有望迅速发展。据了解，春节以来众安在线健康险保费保持高两位数增长，体现居民对保险保障需求的提升。
- 监管力推健康险政策红利，进一步推动健康需求的提升。

图2：“非典”后健康险保费增速大幅提升

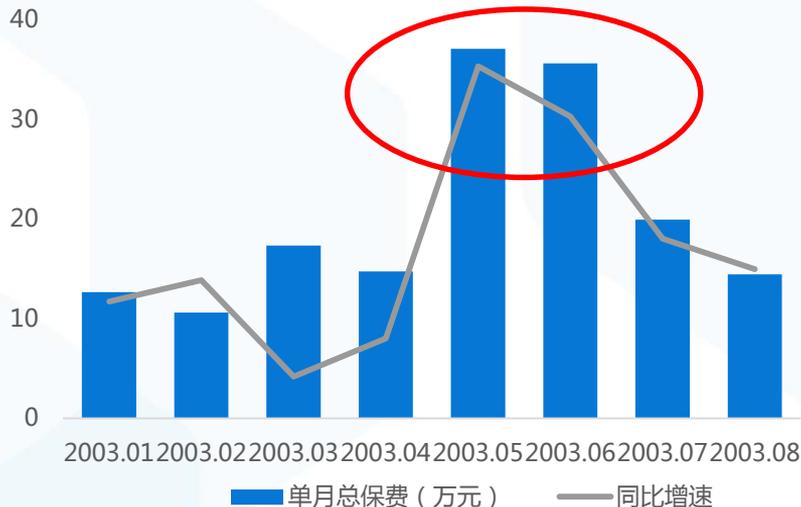


表4：监管关于健康险政策红利不断

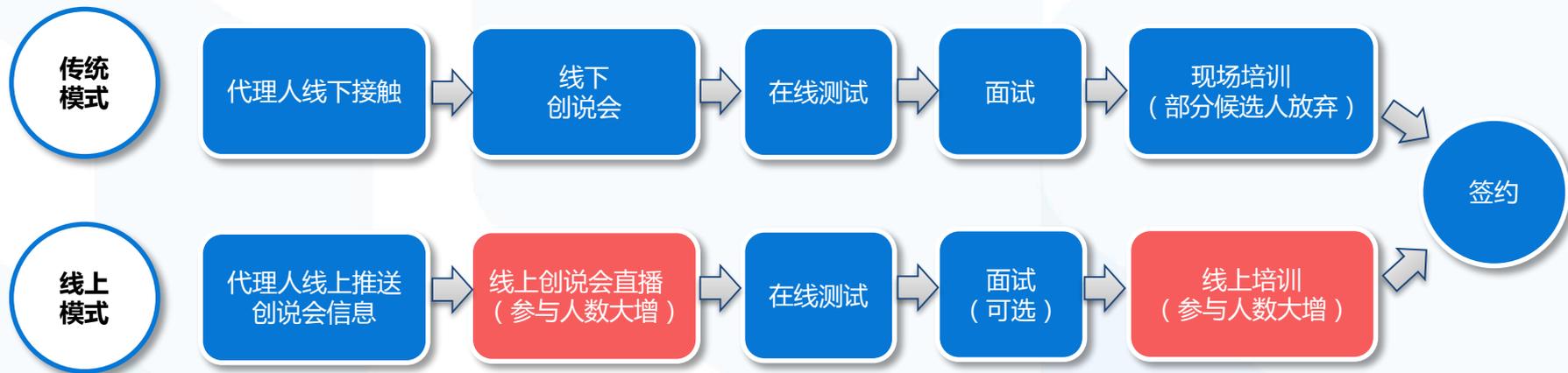
2019年11月12日，银保监会发布《健康管理办法》

- ✓ 明确长期医疗保险可以进行费率调整，支持健康保险产品结构向长期化方向发展
- ✓ “鼓励保险公司不断丰富健康保险产品、改进健康保险服务，提升客户保障水平，如对新药品、新医疗器械和新诊疗方法在医疗服务中的应用支出等进行保障
- ✓ 支持健康保险与健康管理相结合，为被保险人提供疾病预防、慢病管理等服务
- ✓ 通过“保险+服务”模式创新，尽快实现健康险公司与医保数据互联互通

线上增员模式使得各家公司人力增长超预期

- 目前参加上市公司线上“创说会”的“准新人”数量可观，线上代理人招募数量超越以往同期，预计疫情过后人力超预期增长。

图3：疫情影响下保险公司增员模式有所转变



数据来源：国泰君安证券研究

保险需求提升和人力增长超预期将带来NBV超预期，预计全年NBV将实现正增长

表5：上市保险公司全年NBV预测

上市公司	2020年全年预测
中国平安	0%
中国太保	2%
中国人寿	9%
新华保险	0%

数据来源：国泰君安证券研究

粗放型渠道策略导致“价值投入比”下降，部分险企推动渠道结构转型，将带来负债端增长持续性的超预期

- 过往粗放型渠道发展策略导致寿险公司“价值投入比”下降，主要原因是一次性费用投入比重提升，而代理人缺乏稳定的“基本法”收入预期

图4：中国太保“价值投入比”

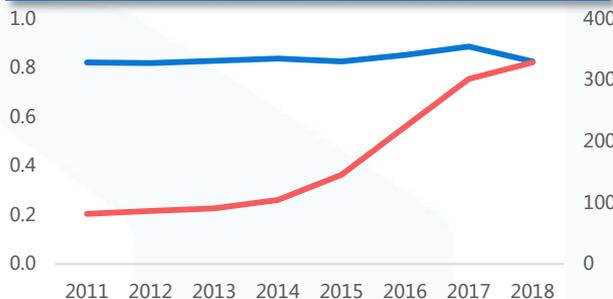


图5：中国平安“价值投入比”

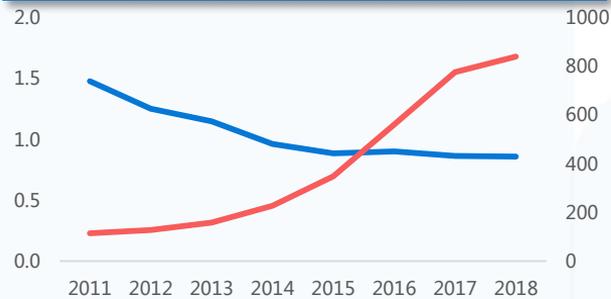


图6：中国人寿“价值投入比”



图7：新华保险“价值投入比”



图8：中国太平“价值投入比”

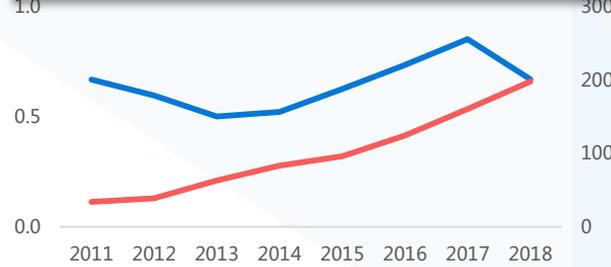


图9：中国人保“价值投入比”



— 新业务价值/手续费及佣金支出

— 手续费及佣金支出 (亿元)

新周期下代理人增员借鉴友邦中国经验，通过优化“基本法”实现“量质齐升”

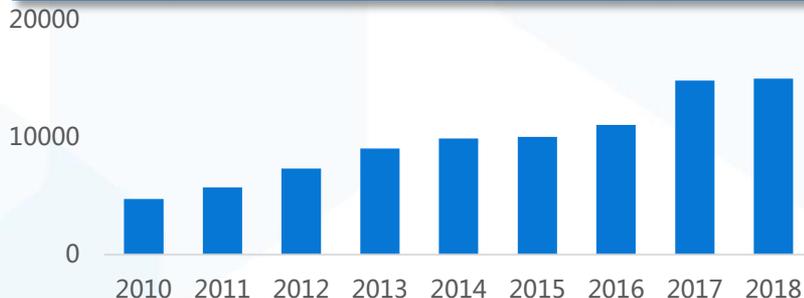
- 招募：提升新人招募门槛，尤其关注能够提供除保险以外的医疗、健康解决方案的代理人。
- 考核与激励：提高考核标准、提升基本法收入，牵引代理人提升产能。

表6：友邦中国代理人招募标准较高

	金领计划 (GA)	菁英计划 (HA)	星生代计划 (Gen-Y)	新秀计划 (SA)	钻石计划 (DA)
年龄	28-45周岁	25-45周岁	22-28周岁	25-45周岁	25-45周岁
学历	大专及以上	大专及以上	大专及以上	大专及以上	大专及以上
工作经验	3年及以上	3年及以上	3年及以上	3年及以上	3年及以上
过往年收入	5万元以上	5万元以上	无	5万元以上	10万元以上

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图10：友邦中国代理人产能显著提升（元）



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信 | 责任 | 亲和 | 专业 | 创新

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

注：月人均产能=月均首年期缴保费/代理人人数；人民币/美元汇率采用7换算

表7：菁英/金领/钻石计划新人津贴最高可达30.7万元

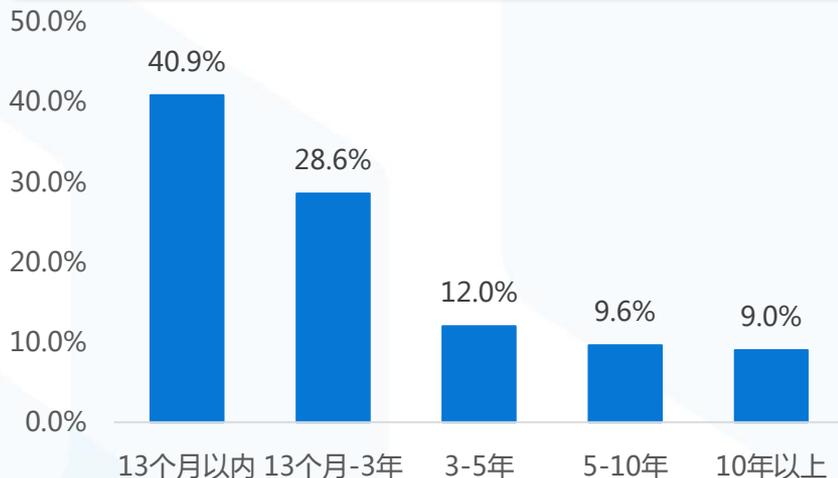
项目	新人津贴
新人学习津贴	1,000元
第1-3个月新人津贴	10,000元/月
第4-12个月新人津贴	20,000元/月
第13-18个月新人津贴	16,000元/月
总计	307,000元

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

借鉴友邦中国经验，通过改善培训体系实现代理人“高留”

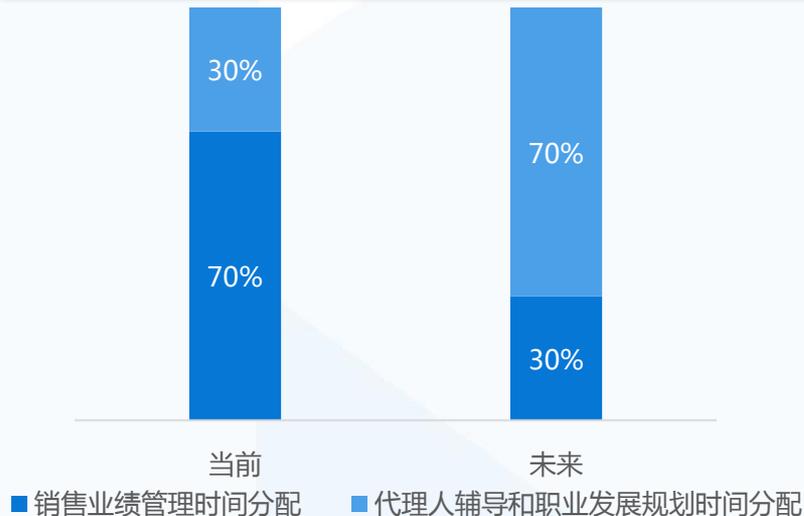
- 增加培训资源投入，针对各个层级的代理人设计差异化、系统性的培训体系，让每位代理人可以通过公司的培训有所收获。
- 主管代理人应该强调管理职能，增加在队伍辅导和人才发展上的精力投入。

图11：目前行业代理人留存率较低



数据来源：《2018中国保险中介市场生态白皮书》，国泰君安证券研究
注：数据为调研数据，以城市有效人力为主要调研对象

图12：主管代理人应增加在队伍辅导和人才发展上的投入



数据来源：麦肯锡《加速中国寿险业发展：代理人渠道转型四大举措》，国泰君安证券研究

中国平安率先进行寿险渠道改革，构建长期增长基础

图13：中国平安寿险改革通过18个项目集进行全方位升级



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图14：中国平安2019年转型以来代理人收入与NBV均有所提升



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

中国平安按照营运利润分红，分红增长和增速具备极高的确定性

表8：中国平安NBV增速短期波动并不影响营运利润快速增长，分红确定性较高

	情景分析	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
基础情景	NBV增速	9.0%	8.6%	8.5%	8.5%	8.4%	8.1%
	营运利润增速	17.1%	16.5%	16.0%	15.2%	15.0%	14.8%
	EV增速	20.1%	19.0%	18.4%	17.8%	17.3%	16.9%
悲观情景一	NBV增速	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	营运利润增速	16.8%	16.0%	15.3%	14.5%	14.2%	14.0%
	EV增速	19.8%	18.5%	17.8%	17.1%	16.6%	16.3%
悲观情景二	NBV增速	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	营运利润增速	6.2%	15.3%	14.5%	13.7%	13.3%	13.1%
	EV增速	19.4%	17.9%	17.0%	16.2%	15.7%	15.3%
悲观情景三	NBV增速	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
	营运利润增速	16.0%	14.7%	13.8%	12.9%	12.6%	12.4%
	EV增速	18.9%	17.2%	16.2%	15.4%	14.9%	14.6%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

综合考虑DDM估值（101.95元）和分部估值（122.57元），给予中国平安目标价112.26元

表9：DDM模型估值下，平安合理估值为101.95元

阶段	年份	分红	同比	贴现值	分红*贴现值
P1：高速增长阶段	2020E	2.150	-	0.964	15.13
	2021E	2.519	16.39%	0.896	
	2022E	2.934	16.46%	0.832	
	2023E	3.402	15.96%	0.773	
	2024E	3.920	15.24%	0.718	
	2025E	4.508	14.99%	0.667	
P2：过渡增长阶段	2026E	5.141	14.05%	0.620	51.06
	2027E	5.816	13.12%	0.576	
	2028E	6.524	12.18%	0.535	
	2029E	7.257	11.24%	0.497	
	2030E	8.005	10.31%	0.462	
	2031E	8.755	9.37%	0.429	
	2032E	9.494	8.43%	0.399	
	2033E	10.205	7.50%	0.370	
	2034E	10.874	6.56%	0.344	
	2035E	11.486	5.62%	0.320	
	2036E	12.024	4.68%	0.297	
	2037E	12.474	3.75%	0.276	
	2038E	12.825	2.81%	0.256	
	2039E	13.065	1.87%	0.238	
2040E	13.188	0.94%	0.221		
P3：永续增长阶段	TV	185.9	0%	0.206	35.76
估值=P1+P2+P3					101.95

表10：分部估值法下，平安合理市值2.24万亿元

中国平安分部估值 (亿元)	寿险及健康险	财产保险	银行(平安银行)	信托	证券	金融科技与医疗科技	其他部分(含分部抵消)	合计	综合金融调整(10%折价)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)=(1)+(2)+...+(7)	(9)=(8)*0.9
估值方法	AV	PB	市值法	PB	PB	调整净资产法	PB		
EV/归母净资产/市值(亿元)	19,812	774	2,493	177	294	1,560	669		
持股比例	99.5%	99.5%	49.6%	99.9%	41.0%	-	-		
PEV/PB		1.20	-	1.42	1.67	-	1.00		
合理市值(亿元)	19,713	921	1,236	252	201	1,560	669	24,552	22,097

中国太保预计NBV复苏强于同业，且估值处于历史底部，维持“增持”评级

- 中国太保2020年重点实行价值考核，产品结构进一步优化，新业务价值率有望同比提升，预计NBV复苏强于同业。
- 目前中国太保P/EV估值处于历史底部，为0.67倍，维持增持评级。

图15：中国太保P/EV估值位于历史底部



1.4. 投资建议：维持增持评级，增持中国平安/中国太保/新华保险/中国人寿/中国太平

国泰君安证券2020年春季投资策略线上交流会

- 中国平安：新周期下率先启动寿险转型，且以营运利润为分红基础能有效提升公司估值
- 中国太保：预计NBV反弹超预期，且估值处于历史底部

表11：保险板块推荐公司估值表

证券代码	证券简称	EVPS					P/EV					评级
		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
601318.SH	中国平安	45.14	54.84	65.67	76.58	89.57	1.83	1.50	1.26	1.08	0.92	增持
601336.SH	新华保险	49.19	55.50	63.54	72.71	81.74	0.96	0.85	0.74	0.65	0.58	增持
601601.SH	中国太保	31.58	37.09	43.58	50.33	58.07	1.06	0.90	0.77	0.67	0.58	增持
601628.SH	中国人寿	25.97	28.13	33.58	38.00	43.01	1.19	1.10	0.92	0.82	0.72	增持
0966.HK	中国太平	34.89	38.83	46.37	52.40	59.45	0.42	0.38	0.31	0.28	0.25	增持

数据来源：万得，国泰君安证券研究 注：上述上市公司EVPS单位为人民币元；P/EV中股价对应2020年3月5日收盘价。

- **新型冠状病毒疫情蔓延超预期**：疫情蔓延导致2020年寿险销售大幅低于预期，新业务价值增速和新保增速承压。
- **利率超预期下行**：利率持续下行给新增投资资产及到期再投资资产带来配置压力。
- **权益市场大幅回调**：股市大跌造成权益资产投资收益率明显下滑。

02

互联网保险行业： 低谷已过，成长可期

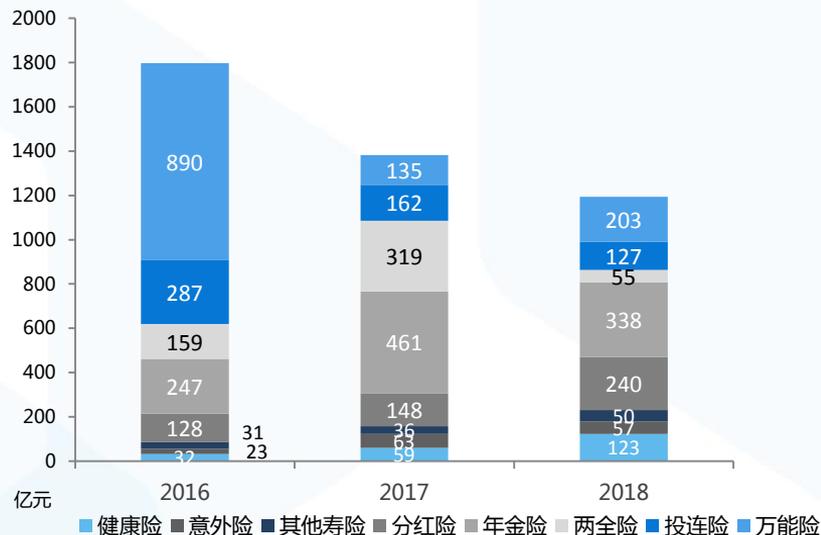
目录 | CONTENTS

- 2.1 / 行业低谷已过，高增长可期
- 2.2 / 疫情提升保险需求，进一步驱动行业增长
- 2.3 / 互联网保险产业链综述
- 2.4 / 看好专业化To C平台及上市互联网保险公司
- 2.5 / 风险提示

互联网保险行业的现状：前期政策影响导致的低迷期已过，整体有望迎来增长转折点

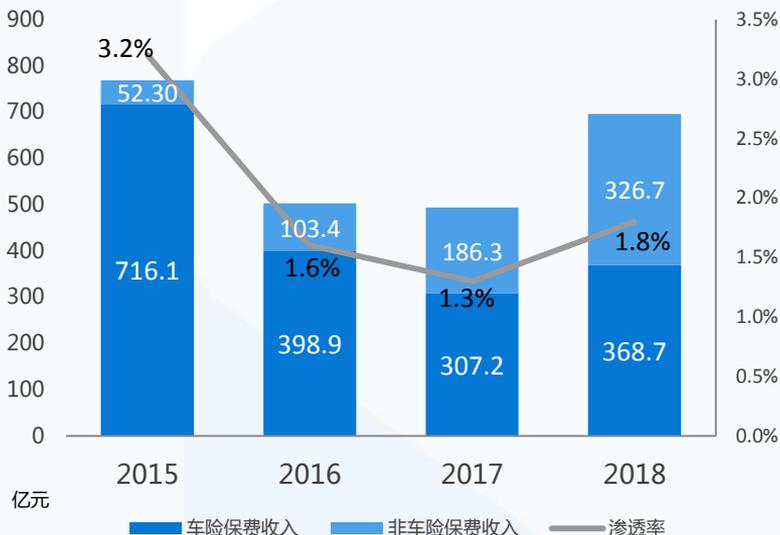
- 人身险：监管引导下行业转型保障，健康险、意外险占比显著提升，结构改变后保费增速有望见底回升。
- 财产险：车险费改对互联网车险销售的负面影响淡化，互联网意外险、互联网健康险等非车业务的快速崛起

图16：近两年互联网人身险保费连续两年下降，险种结构发生变化



数据来源：保险业协会，国泰君安证券研究

图17：2015年起，互联网非车险维持高速增长，带动渗透率提升



数据来源：保险业协会，国泰君安证券研究

青壮年的新兴消费需求释放，监管政策的完善和新兴销售渠道的崛起，有望促进互联网保险行业高速发展

- 年轻需求的增加：90后加速步入壮年期，保障意识和经济实力提升，认可互联网保险的消费人群增加。
- 监管的政策完善：互联网保险监管政策日趋完善，引导行业长期健康发展。
- 新兴渠道的崛起：短视频、社交媒体、网红直播等新兴销售渠道开始崛起，丰富了互联网保险的拓客模式。

图18：随着90后开始进入壮年期，全新的互联网消费模式兴起



数据来源：保险业协会，国泰君安证券研究

表12：监管政策不断完善，规范鼓励互联网保险行业健康有序发展

发布时间	政策法规	主要影响
2019/12/13	互联网保险业务监管办法（征求意见稿）	对互联网保险的相关概念作出明确定义，对线上线下融合的适用情景做出了说明；加强资质管理 明晰第三方网销平台责任边界
2019/10/12	北京银保监局关于规范银行与金融科技公司合作类业务及互联网保险业务的通知	北京银保监局针对互联网保险业务率先作了详细规范，对互联网保险业务当中的部分热点争议问题，如夸大宣传，第三方平台管理等作了明确规定
2019/9/24	中国银保监会办公厅关于开展银行保险机构侵害消费者权益乱象整治工作的通知	明确指出，互联网业务中的保险公司、中介机构、第三方网络平台的角色定位边界不清晰、第三方网络平台经营主体与披露合作的第三方网络平台主体不一致，存在违规经营的风险
2018/12/31	中国银行保险监督管理委员会关于互联网保险的风险提示	提醒消费者谨防产品暗藏误导、在线平台暗藏“搭售”、“高息”产品暗藏骗局三大风险

数据来源：银保监会，国泰君安证券研究

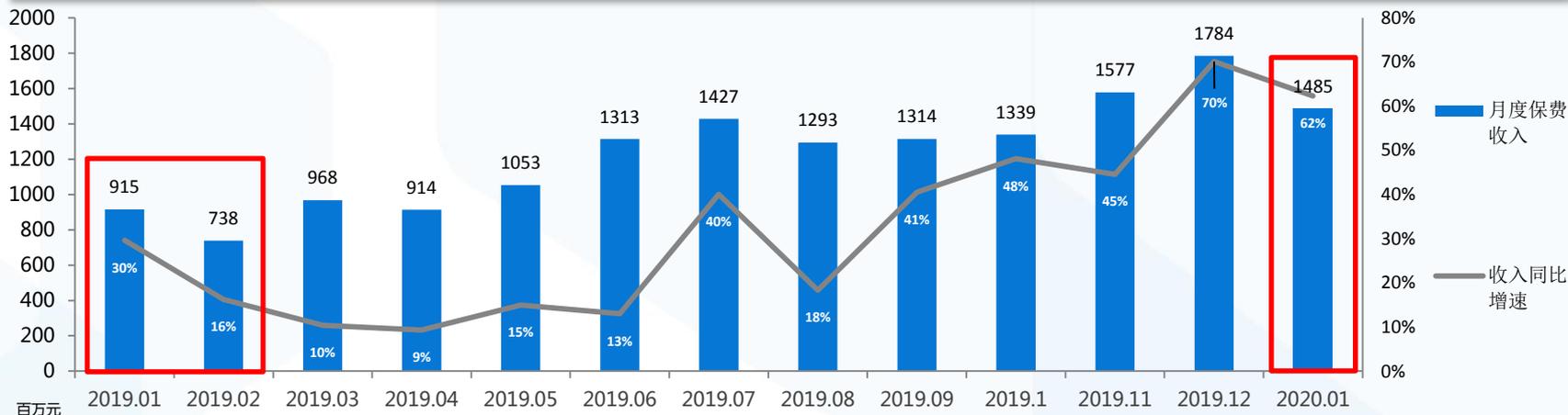
保险意识提升，需求拉升线上保费收入增长

由于疫情的影响，全民保险保障意识大幅度提升，叠加传统保险行业线下业务受疫情冲击，保险需求大幅增长，互联网保险在疫情期间为消费者和客户提供了渠道和解决方案，预期近期保费收入同比有较大幅度增长。

增设新冠肺炎类险种，拓宽产品覆盖范围

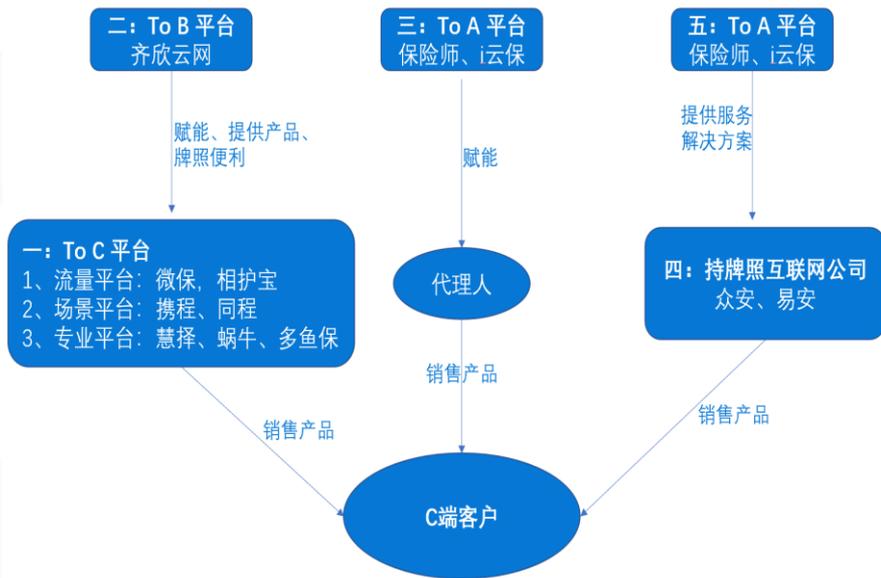
多家互联网保险平台推出了能够保障新冠肺炎的免费赠险，如腾讯微保“微医保·免费新冠肺炎保障金”，水滴保险“新冠肺炎无忧保”，蚂蚁保险“抗新冠保障金”，一方面拓宽产品结构，另一方面提升品牌影响力。

图19：以众安在线为例，2020年1月保费同比增速是2019年可比同期增速的2倍以上



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图20：互联网产业链可分为五大参与者



数据来源：国泰君安证券研究

产业链五大参与者

- 直接面向C端客户的主要是由To C平台和持牌互联网保险公司、To B平台给面向C端客户的小B平台提供系统赋能和牌照便利、To A平台给面向C端客户的代理人提供系统赋能和牌照便利；另外由一些科技属性较强，而金融属性较弱的科技公司给予互联网保险公司赋能。

- ◆ 参与者之一：To C，更看好专业化To C平台投资价值
- ◆ 参与者之二：To B，受益大量小B平台的涌现
- ◆ 参与者之三：To A，受益代理人的快速增长
- ◆ 参与者之四：持牌互联网保险公司，最看好资本充裕的上市互联网保险公司
- ◆ 参与者之五：解决方案提供平台，科技属性更强

当前市场To C平台预期较低

- 当前互联网保险政策的不确定性，使得To C平台、投资人均有所顾忌。
- 目前To C平台的运营时间并不够长，部分优质平台的管理能力并没有体现为规模经济性。

未来价值具有较大增长空间

- 随着后续监管规定的落地，集中度有望进一步提升。此前被市场低估的专业化To C平台未来更具有投资价值。
- 相关受益标的：美股的慧择（To C及To B龙头，HUIZ），A股的焦点科技（专业化To C平台，002315）。

图21：To C平台分类及优势对比



数据来源：国泰君安证券研究

具备互联网全产业链优势，无线下负担

- 互联网保险公司的优势在于全产业链的打通产品和渠道端，且没有传统保险公司在开展互联网业务时的机会成本。

前期投入量大，考验资本实力

- 当前保险意识整体依然相对薄弱，需要以客户为需求做大量前期投入的安排，非常考验一家保险公司的资本实力，因此上市互联网公司竞争力更强。

上市互联网保险公司：众安在线 (06060.HK)

- 众安在线保费规模稳步提升，但承保盈利能力尚待改善。2019年上半年，众安在线的总保费为58.97亿元，同比提升14.5%；归属母公司股东净利润0.945亿元，实现扭亏为盈。

图22：众安在线保费增长迅速



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

- 互联网保险监管政策发生超预期变化
- 传统保险公司开发同类产品，加剧竞争
- 疫情对宏观经济冲击超预期，影响投保需求

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司拥有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

A nighttime photograph of the Shanghai skyline, featuring numerous illuminated skyscrapers and buildings along the waterfront. The scene is overlaid with a semi-transparent blue filter and geometric shapes.

国泰君安非银金融团队

Thank you for listening