

保险行业深度研究：财险赛道的长期逻辑

外围又跳水了，一片绿。美盘那边，标普小幅冲高之后回落，隔夜收跌 1.6%。今天下午盘中，道指期货出现跳水，截至本报告发布已经跌了 3%，同时欧洲主要股指全线下挫，斯托克 50 指数跌 4%。看样子今天夜里要小心美盘了。而内地和港市这边，今天也是冲高回落，三大股指小幅收跌，沪深 300 跌 0.3%。

今天布伦特原油大幅下挫，盘中一度跌破 25 美元。从成交量来看还是比较低迷，两市合计成交 5848 亿元，值得一提的是北向资金，逆市净流入 54 亿。同时，恒生指数跌幅稍大，收跌 2.19%。

内地市场今天的主力行业，一改之前几天的风格，电子元器件、半导体、有色登上舞台；港市的主力行业，为软件、制药、纺织服饰。

宏观层面，需要关注的是新的 PMI 数据。1 月 PMI 维持在 50%，2 月 PMI 创历史新低，3 月 PMI 大幅度反弹至 52%，在荣枯线以上。PMI 这个指标代表经济景气度，主要反映的是大中型企业生产经营状况。52%的数据，意味着生产端约束已经打开，需求端回升态势也很明显。

从我们周围的业务伙伴情况来看，近一周业务拜访多了很多，饭局也多了起来，从草根角度也能感受到业务回升态势。不过，这个数据背后还是有隐忧：一是价格水平还在下行，二是出口方面数据回升比较慢，还是有压力。

今天有个比较重要的行业动态，就是监管层新的表态，要抓住产业数字化、数字产业化的机遇，加快 5G、数据中心等新型基础设施建设，抓紧布局数字经济、生命健康、新材料等战略新兴产业、未来产业。这，是给科技领域接下来的反弹注入了一针强心剂。

公司层面，近期年报季，今天看了一些数据：

1、复星医药：2019 年实现营业收入 285.85 亿元，同比增长 14.72%；归属于母公司股东净利润 33.22 亿元，同比增长 22.66%。

对复星，我们过年回来后做过建模，对它的逻辑有过简短总结：作为一个以一级投资为主要模式的公司，核心能力看“海外资源、国内落地”。业绩层面，主要看项目有没有到收获期。

复星凯特的 CD19CAR-T 细胞注射液、曲妥珠和阿达木单抗都有突破，将成为利润增长点。

2、圣农发展：2019 年度，公司实现营业收入 145.58 亿元，同比增长 26.08%；实现归属于上市公司股东净利润 40.93 亿元，同比增长 171.85%。禽养殖行业景气度延续，产品价格大幅上涨。根据肉鸡产业技术体系测算，受新冠影响，上半年毛鸡出栏预计比没有新冠情况下下降 21%。

2020 年全年毛鸡出栏量由之前预期的增长 13% 下调至增长 8%。

农业领域比较可惜的是，之前的研究错过了饲料领域。近期一直在看温氏、圣农，接下来会陆续做一些研究。

3、中设集团：2019 年，公司完成营业收入 46.88 亿元，同比增长 12%，近三年 CAGR 达到 33%；实现归母净利润 5.18 亿元，同比增长 31%，近三年 CAGR 达到 35%。公司自上市以来合计开展超过 5 次大型并购。此外，近期我们对比了基建细分的几个赛道，建筑设计这门生意投入回报率相对高一些。

今天时间比较紧张，其他还有一些重点看的财报，来不及点评了。接下来，继续我们更为硬核的工作：建模。

今天，要做建模的这家公司，刚刚发布 2019 年业绩公告——2019 年，营业收入 4331.74 亿元，同比增长 11.4%，净利润约为 209 亿元至 248 亿元，同比增长 56.78%。

它就是国内财险龙头——**中国财险**，它是中国人保集团核心子公司，是 2008 年北京奥运会、2010 年上海世博会、广州亚运会、2016 年 G20 杭州峰会、2017 年北京“一带一路”国际合作论坛、2018 年天津夏季达沃斯论坛等重要赛事、重大活动的保险合作伙伴。本案，在国内财险领域保费份额，超过 33%。

从股东名单来看，**花旗银行、贝莱德集团、施罗德集团**等国际知名机构均在列，

相当豪华。但是近期，随着外围集体跳水，其 PE 估值却跌至历史低位的 7 倍。

2015 年至今，从高点的 11.62 港元/股，下跌至目前的 7.5 港元/股，跌幅达到 35%，画风如下：

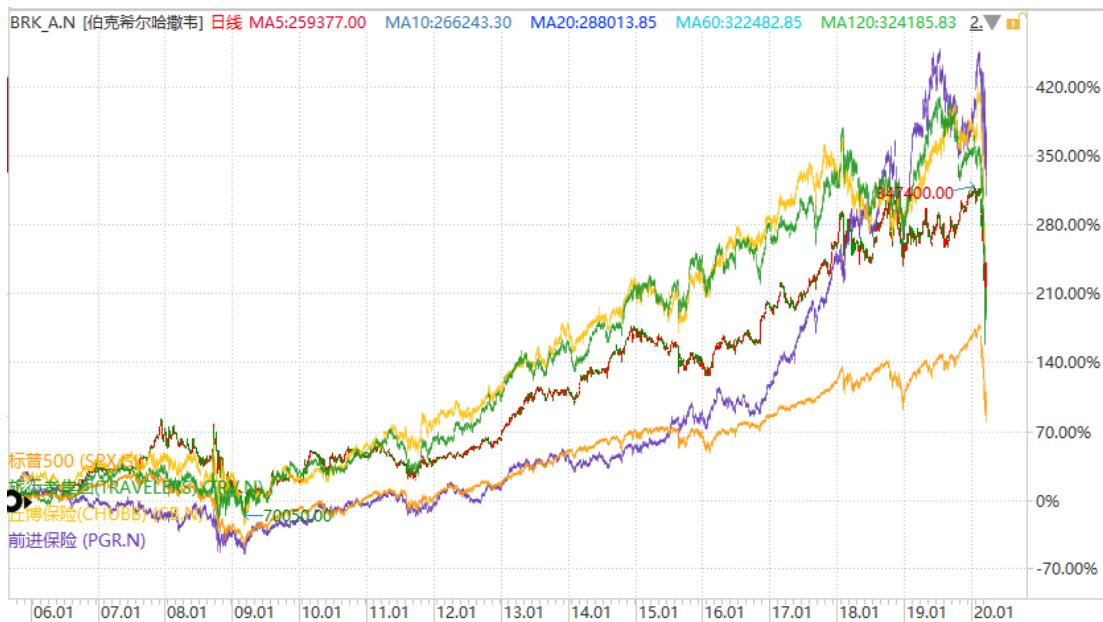


图：股价&估值（单位：元/股、倍）

来源：理杏仁

但是，反观美股，同样是财险这个领域，却孕育出伯克希尔哈撒韦、丘博保险、前进保险、旅行者集团等大牛公司，上市至今涨幅分别为 9145%、542%、15502%、2065%，而且是在全球低利率甚至负利率、拉低投资收益的背景下。

其中，尤其前进保险，这次美股暴跌，也未能对其产生大幅影响，其市净率仍然有 3.1 倍。而本案，却大跌 35%，市净率只有 0.85 倍。



图：美股代表财险公司股价图

来源：wind

相比之下，几个核心问题随之而来：

- 1) 财险行业的长期增长驱动来自哪里？影响估值的核心因子有哪些？
- 2) 本案作为财险龙头，核心竞争力是什么，为什么这个赛道能够盛产长期大牛，其基本面逻辑到底是什么？
- 3) 本案近期估值持续下调，直至历史低位。那么，它目前的水平，到底是贵了，还是便宜了？

今天，我们就以中国财险为例，来研究一下财险行业的产业逻辑，以及估值特征。对金融行业相关公司，之前我们研究过**友邦保险、中国太保、招商银行、港交所、恒生电子**等案例，可购买优塾团队的专业版报告库，获取更多建模报告，以及部分重点案例 Excel 财务建模表，乃至上百家上市公司和数十个行业的深度研究，深入思考产业本质。

— 01 —



龙头，模式



中国财险，前身是 1949 年成立的中国人民保险公司，2003 年 7 月由中国人民保险集团发起设立，成为一家财产保险公司，目前是国内财险龙头，市占率 33%。

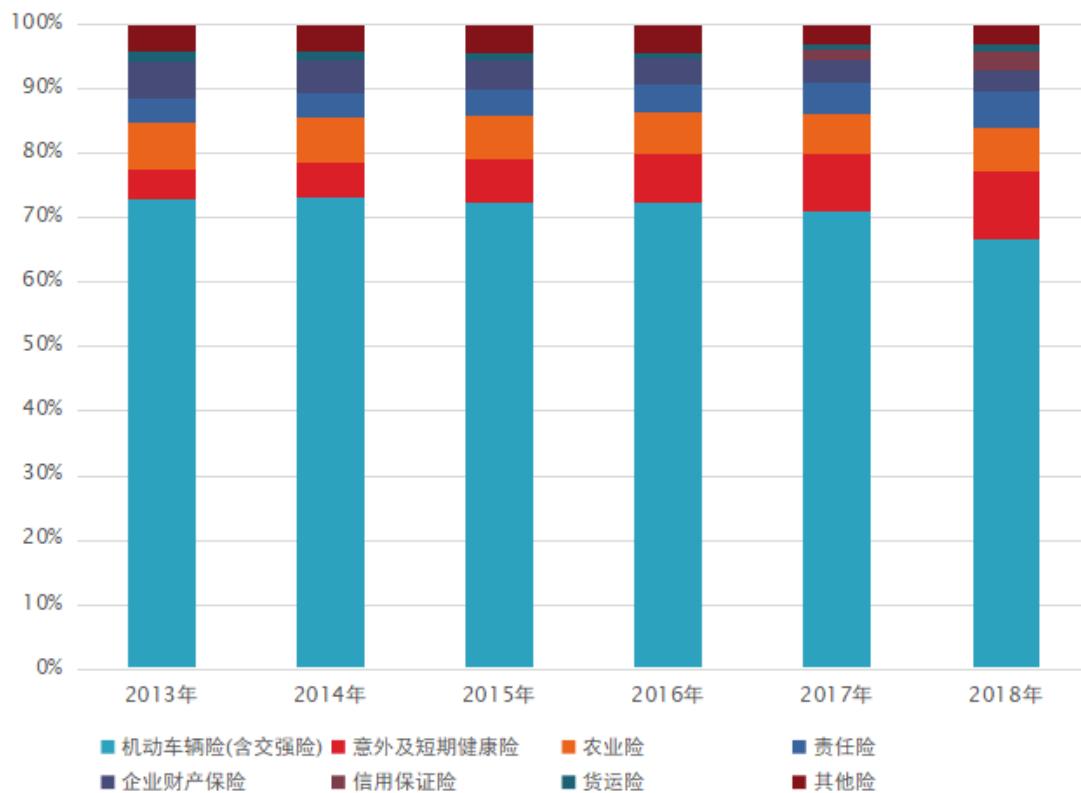
2003 年在港股上市，控股股东是中国人民保险集团，持股比例 68.98%。它的机构投资者有花旗银行（持股 2.25%）、贝莱德集团（持股 1.97%）、施罗德集团（持股 1.55%）。

股东名称	股份性质	直接持股数量	占已发行普通股比例(%)	股东类型
中国人民保险集团股份有限公司	内资股	15,343,471,470.00	68.98	持股5%以上股东
The Capital Group Companies, Inc.	H股	553,743,869.00	2.49	其他
Citigroup Inc.	H股	511,998,031.00	2.25	机构投资者
BlackRock, Inc.	H股	438,166,626.00	1.97	机构投资者
Schroders Plc	H股	345,131,000.00	1.55	机构投资者
合 计		17,192,510,996.00	77.24	

图：主要股东（单位：%）

来源：Wind

其收入主要是机动车辆险（含交强险），占比 70.54%，其次为意外健康险（占比 11.02%）、农业险（占比 7.21%）、责任险（占比 5.91%）等。



图：业务结构

来源：年报

来看这门生意到底赚不赚钱？

2016 年到 2019 年上半年,其保费收入分别为 3111.51 亿元、3503.05 亿元、
3881.71 亿元、2360.36 亿元, 净利润分别为 180.20 亿元、198.07 亿元、
154.85 亿元、168.21 亿元, 经营活动现金流净额分别为 220.77 亿元、214.41
亿元、**98.79 亿元**、87.29 亿元, 净利率分别为 6.29%、6.08%、**4.29%**、
8.85%。

从业绩增速来看, 近三年营业收入年复合增速为 10.72%, 净利润年复合增速
为**-10.84%**, 2018 年净利润下降, 主要因为当年手续费支出占保费收入的比

例超过税务抵扣限额，导致所得税费用增加。2019年上半年营业收入同比增速 6.98%，净利润同比增速为 39.13%。

从产业链上来看，其上游主要是服务供应商，下游为保险购买人，2018年，其前五大客户占比不超过 1%。

以上产业链和业务模式，形成了本案特殊的财报结构：

从资产结构来看——2019年6月30日，其资产总规模为 6042.14 亿元，其中占比比较高的有可供出售投资 1699.11 亿元（占比 28.12%）、其他投资 1228.05 亿元（占比 20.32%）、应收保费 788.68 亿元（13.05%）、权益性投资 478.04 亿元（占比 7.91%）、持有至到期投资 452.19 亿元（占比 7.48%），投资性资产合计占比 76.88%。负债总额为 4452.34 亿元，占比比较高的有保险合同负债 3237.77 亿元（占比 72.72%），其他负债 645.35 亿元（占比 14.50%）。

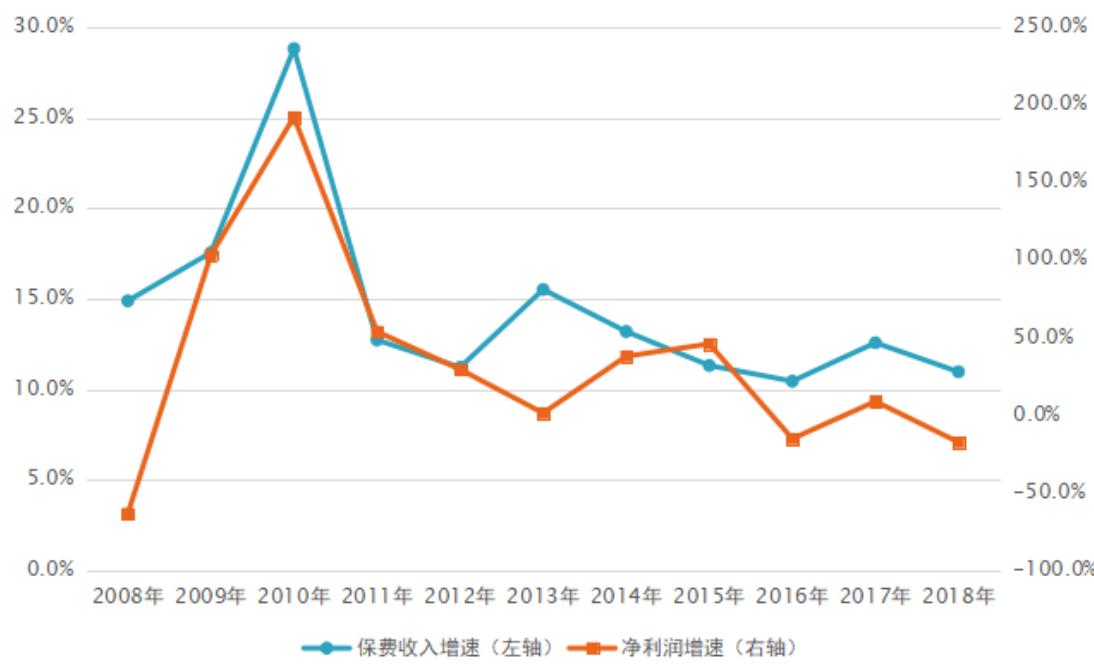
从利润结构来看——2019年6月30日，已赚保费 1801.88 亿元，其中赔付支出占比 64.7%，保单获取成本占比 20.86%，其他承保费用花去 9.4%，投资收益占比 4.9%，剩余净利率 8.85%。

来看一组《并购优塾》整理的基本面数据：



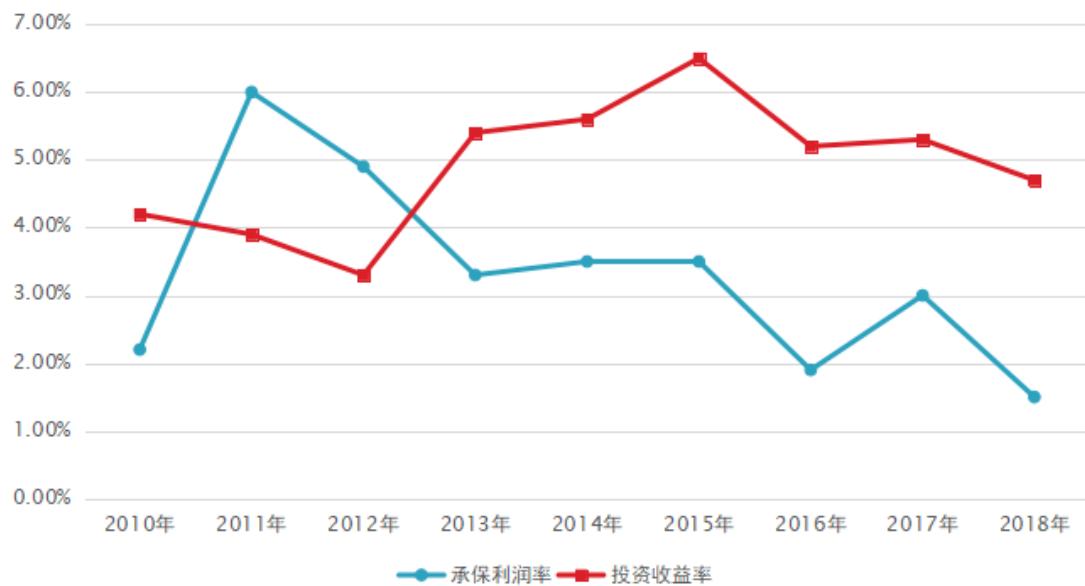
图：保费收入及增速（单位：亿元/%）

来源：并购优塾



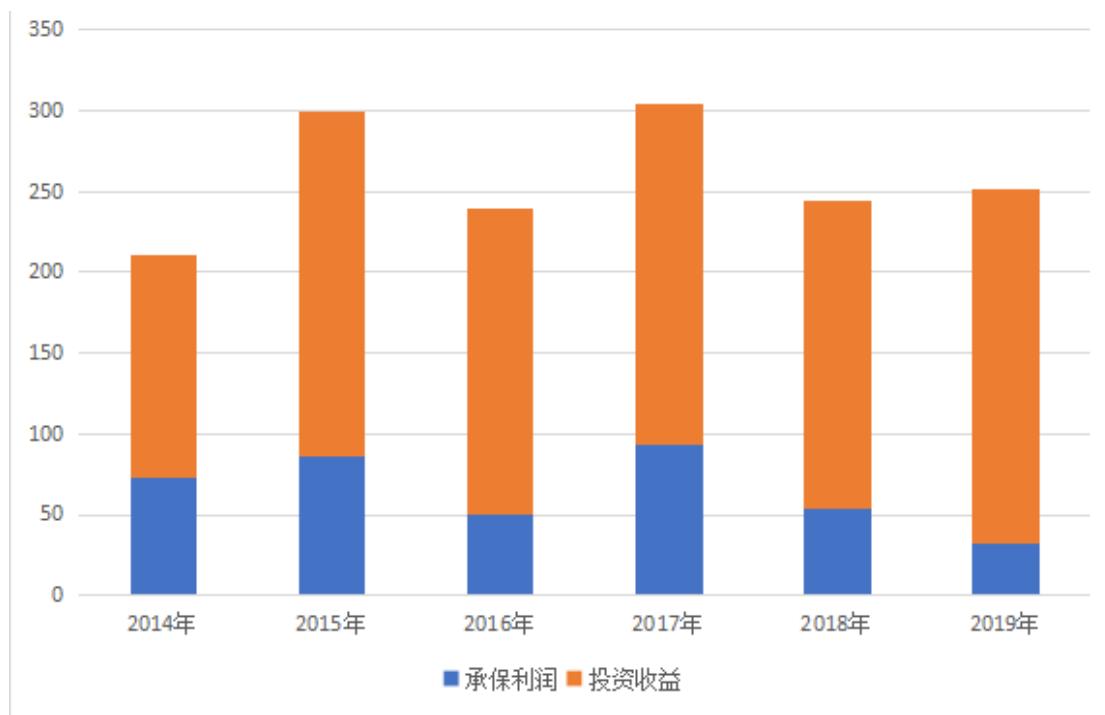
图：保费收入、净利润增速（单位：%）

来源：并购优塾



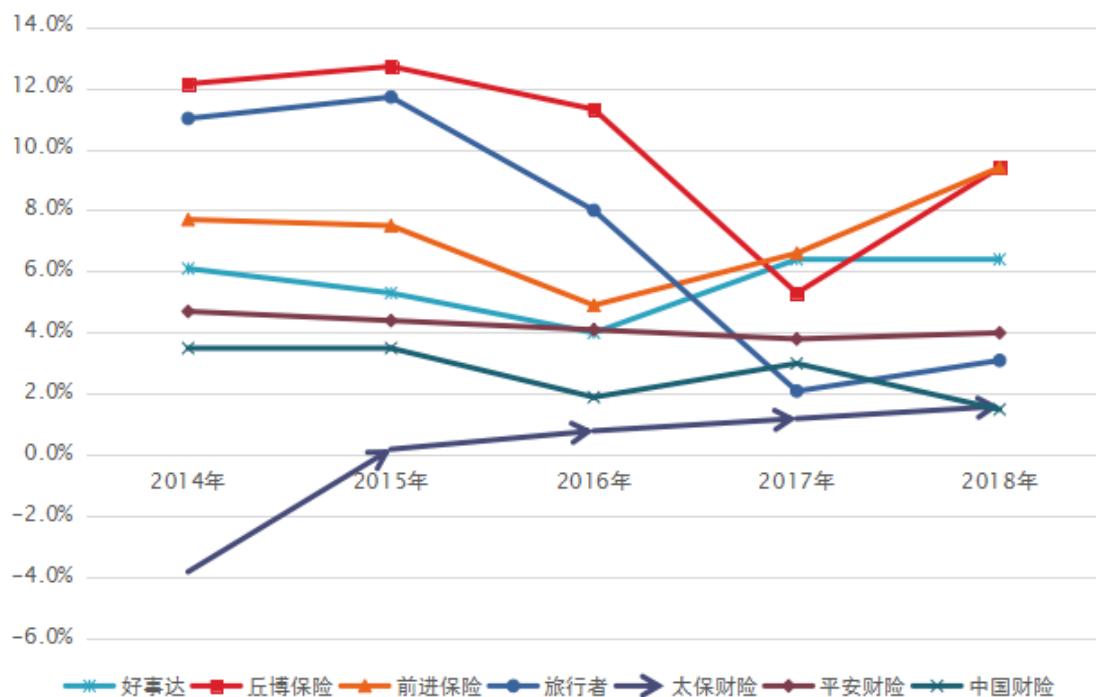
图：承保利润率、投资收益率 (单位：%)

来源：并购优势



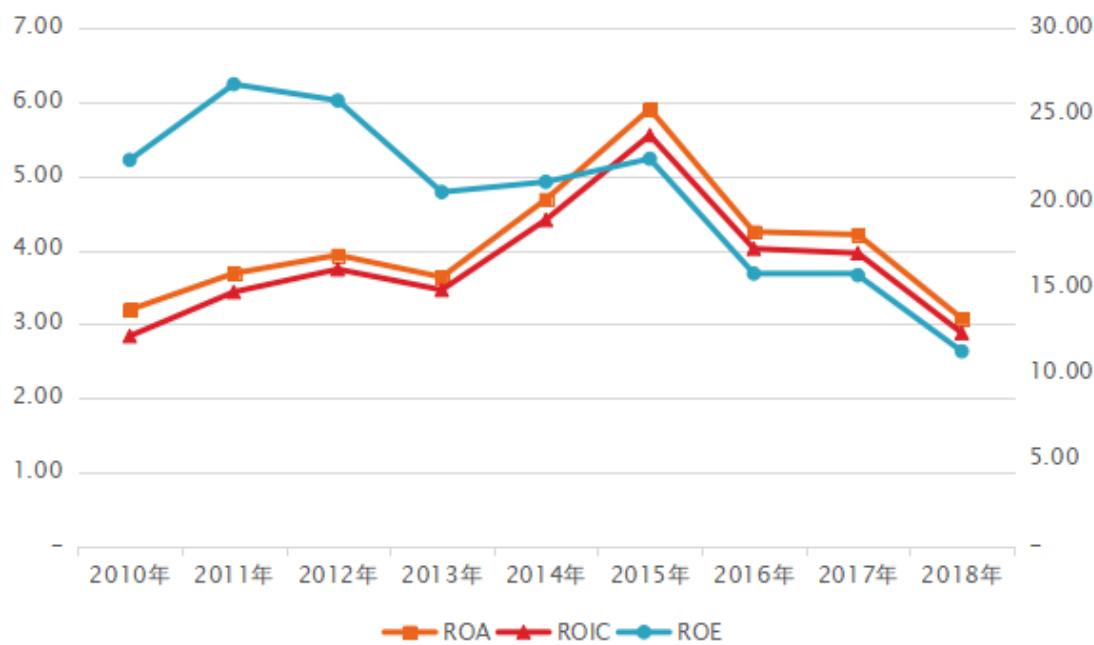
图：利润结构 (单位：亿元)

来源：并购优势



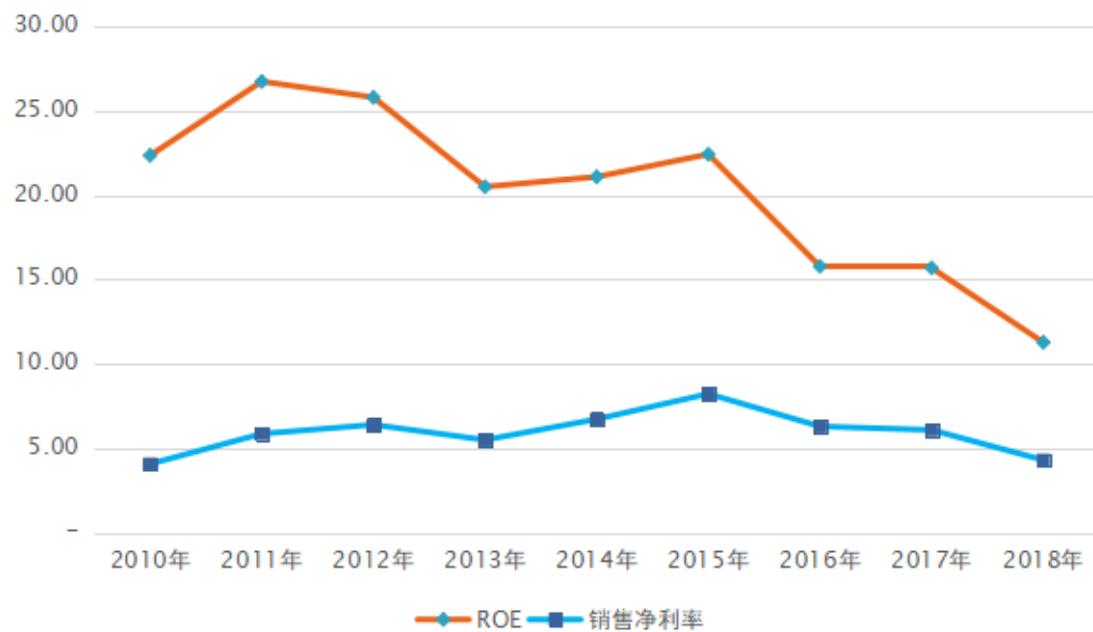
图：承保利润率 (单位: %)

来源：并购优塾



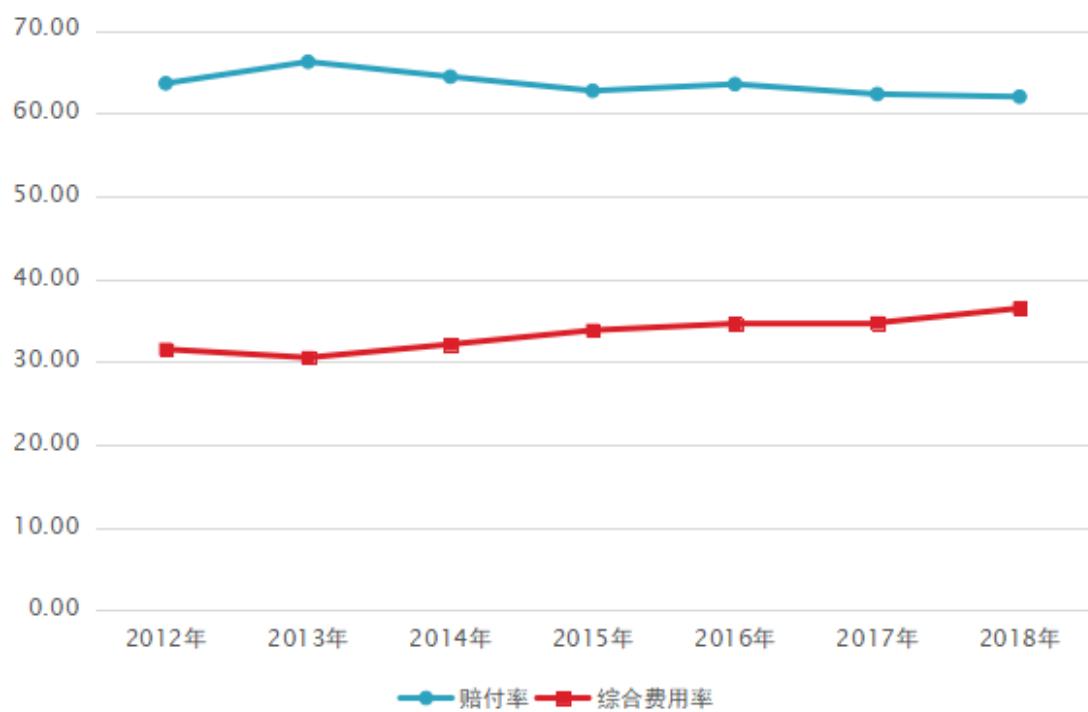
图：投入回报 (单位: %)

来源：并购优塾



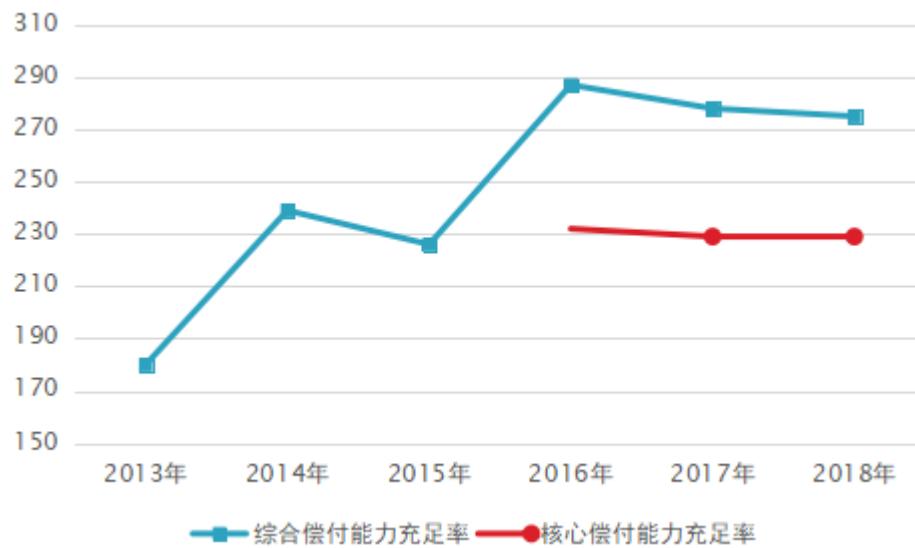
图：ROE、销售净利率（单位：%）

来源：并购优塾



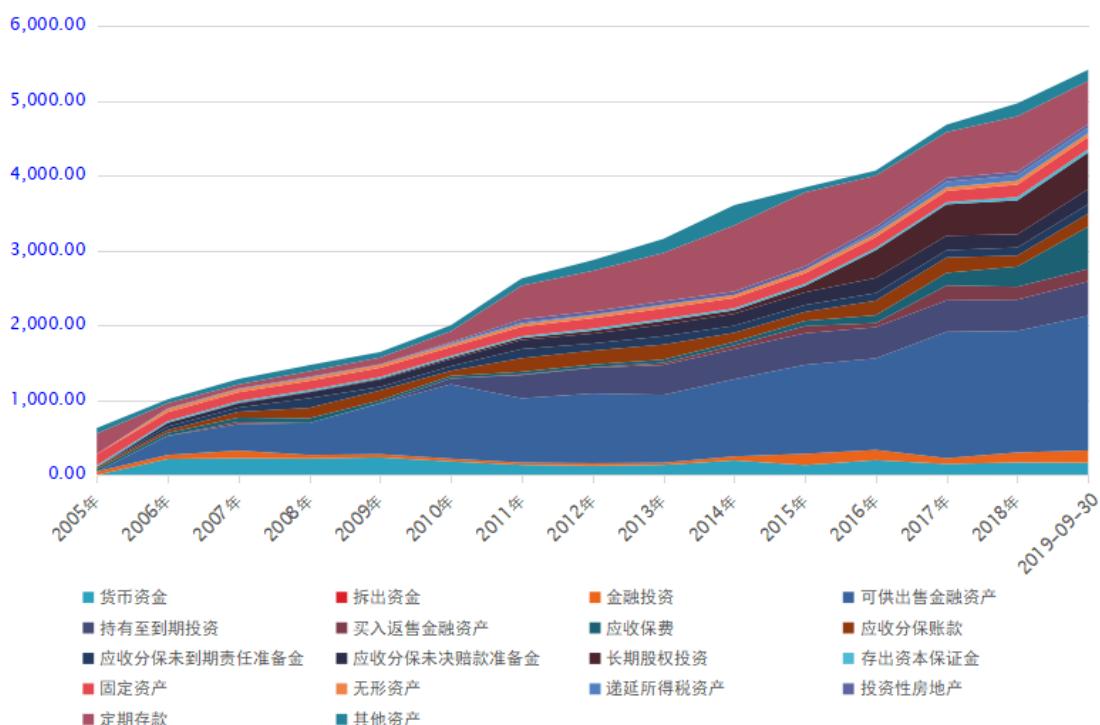
图：赔付支出率、综合费用率（单位：%）

来源：并购优塾



图：偿付能力充足率（单位：%）

来源：并购优塾



图：资产结构（单位：亿元）

来源：并购优塾



图：股价及 PE (单位：港元/倍)

来源：理杏仁

看完这组基本面图表后，重要的问题来了——如果将这家公司放在同行业的坐标系中，其回报、增长情况到底如何？如果要对这家公司做建模，应该从什么地方入手？

— 02 —



同行业，回报分析



在优塾团队的投研体系之下，对任何公司做分析的第一步，都始于回报分析。

财险公司的盈利驱动包括两部分：承保利润、投资收益（寿险公司也是赚这两块的钱，只是寿险公司承保利润率相对较低）。我们根据盈利来源，将 ROE 进一步拆分：



图：利润结构

来源：并购优塾

$$ROE = [\text{承保利润率} * \frac{\text{已赚保费}}{\text{净资产}} + \text{投资资产收益率} * \frac{\text{投资资产}}{\text{净资产}}] * (1 - \text{所得税税率})$$

$$= [\text{承保利润率} * \text{承保杠杆} + \text{投资资产收益率} * \text{投资杠杆}] * (1 - \text{所得税税率})$$

此处，影响 ROE 水平的因素，我们分别来看：

1) 先看承保利润率——取决于保险业务本身的成本控制能力。根据一般金融理论，企业占用资金需要支付相应的利息成本。而财险公司在先收费，后赔付的模式下，获得承保利润，就意味着浮存金的资金成本为负值。这也是巴菲特对保险行业“浮存金”模式夸赞不绝的一大原因。

2) 杠杆水平——包括承保杠杆、投资杠杆。承保杠杆水平由承保业务开展情况决定，杠杆提升的可控性较弱；投资杠杆水平提升依赖于浮存金或外部融资的增加。其中，浮存金仍要依赖于承保业务（伯克希尔哈撒韦旗下的 GEICO 保险，浮存金占投资资产的 40%-50%）。而投资杠杆，也依赖于承保业务积累的浮存金水平。

3) 投资收益率——对于传统保险公司的投资端来讲，其资产配置收益

的稳健性，以长期利息、股息以及租金类收益为主，大幅提升的空间不大。一般情况下，成熟市场保险公司的投资收益率，比 10 年期国债收益率高 2 至 2.5 个百分点。

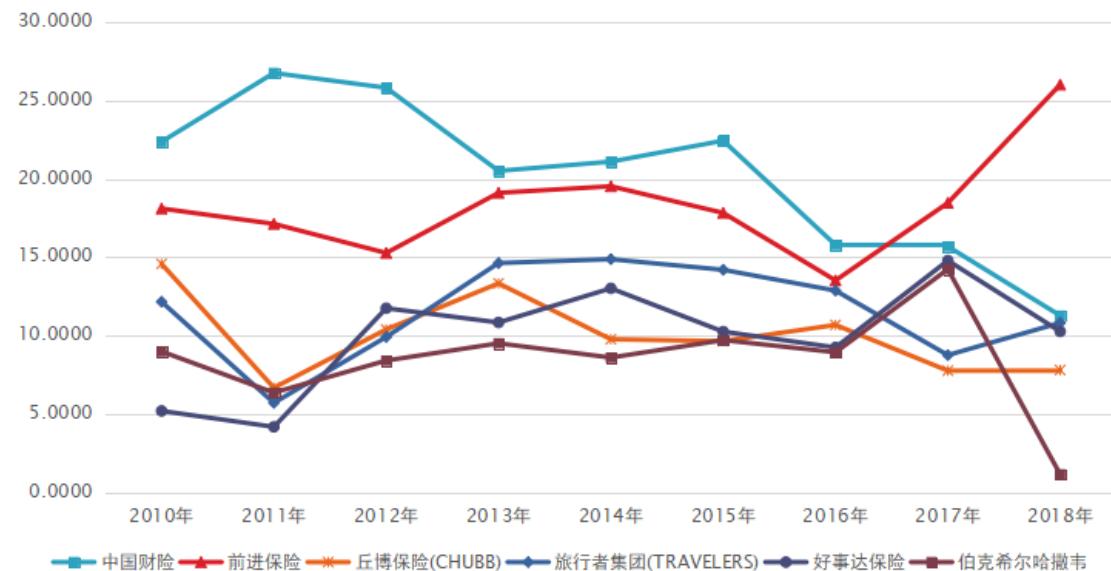
综上，可以发现，持续获得承保利润，在承保业务杠杆和投资业务杠杆作用下，财险公司就能获得较高的 ROE，浮存金的“负成本”优势会通过复利的形式放大，实现业绩的长期复利，这就是财险公司经营模式的优势所在（寿险、银行均涉及储蓄属性，但寿险和银行均有资金使用成本，从这一点来说，财险无疑是更好的生意）。

长期来看，财险业务盈利模式简单清晰，相比于寿险、银行，受长端利率变动及宏观经济影响较小。根据保监会数据，财险公司量化风险中主要是保险风险（财险本身的复杂性、不确定性），占比达 56.8%，寿险公司由于长期业务和长期投资资产占比较高，利率风险占比 87%，因而受长期利率下行影响较大。

同时，寿险的承保利润率低于财险，较为依赖投资收益，因而周期属性也更强。回到本案，近三年其 ROE 分别为 15.79%、15.69%、11.28%，ROA 分别为 4.02%、3.96%、2.88%，这个水平到底如何，我们来和国内、美国同行业做个比较：

证券简称	ROE			ROA			ROIC		
	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年
中国财险	15.79	15.69	11.28	5.27	5.82	4.73	4.02	3.96	2.88
前进保险	13.52	18.47	26.01	5.10	6.36	7.81	3.31	4.48	6.19
旅行者集团 (TRAVELERS)	12.88	8.76	10.82	4.41	3.04	3.19	3.01	2.02	2.43
好事达保险 (ALLSTATE)	9.25	14.79	10.27	2.86	3.91	2.74	1.76	2.89	2.00
丘博保险 (CHUBB)	10.68	7.76	7.81	4.24	2.65	3.16	3.15	2.36	2.37
伯克希尔哈撒韦	8.94	14.24	1.15	6.34	4.42	1.11	4.13	6.83	0.57
中国太保	9.10	10.89	12.55	2.09	2.44	2.67	1.24	1.34	1.44
中国平安	17.39	20.80	20.86	3.46	4.07	4.19	1.23	1.50	1.60

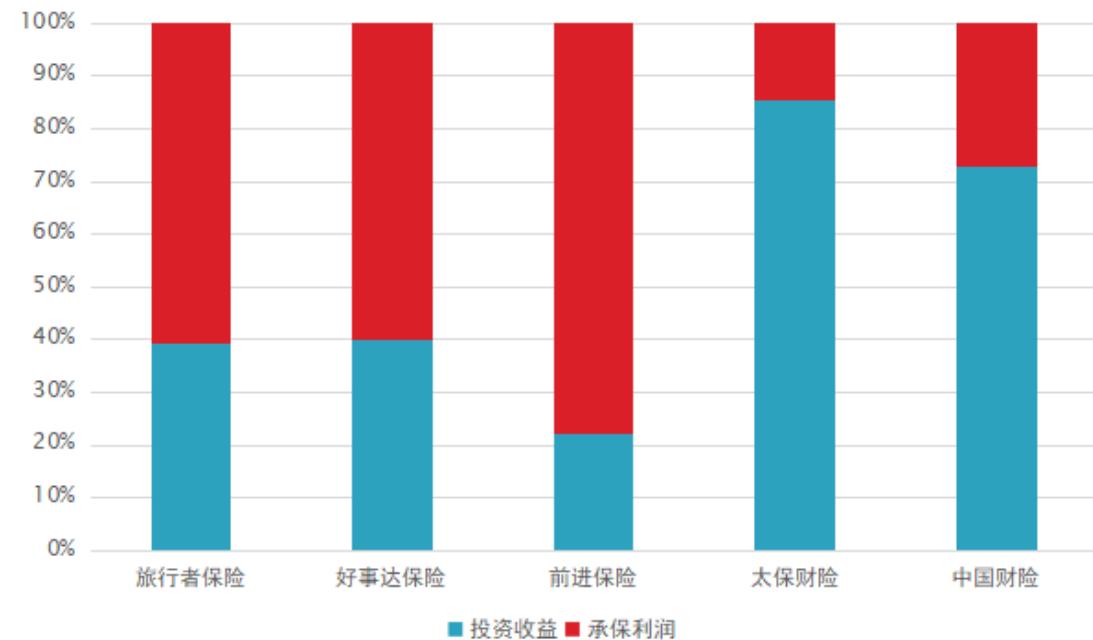
图：投入回报对比（单位：%） 来源：并购优塾



图：财险代表公司 ROE 对比 (单位：%) 来源：并购优塾

由于平安有寿险，不好直接比，伯克希尔主要是再保险拉低整体 Roe。整体来看，本案中国财险、前进保险（全美第四大汽车保险，前几天在报告中提到过）ROE 处于较高水平。但是，二者 ROE 构成差异较大。其中：前进保险过去 5 年平均承保利润率为 7.2%，明显高于中国财险的 2.68%（平安财险 4.32%、太保财险 0%）；过去 5 年平均投资收益率为 2.2%（固收等收益稳定资产占比高，普通债券占比 68%），低于中国财险的 5.3%。

注意，此处对比国内、国外财险的利润结构，发现差异较大，国内财险（中国财险、太保财险）的利润，主要依赖投资收益，而国外财险（前进财险、好事达保险）的利润，主要来自承保利润。因此，从利润稳定性角度看，国内保险利润的波动性更大，海外财险巨头波动性更小。



图：利润结构对比 (单位：%) 来源：并购优塾

那么，本案中国财险的承保利润率相较前进保险，差距体现在什么地方？带着这个问题我们往下看。

— 03 —



增长，核心



图：历史收入增速 (单位：亿元、%) 来源：并购优塾

从其历史增速看，主要经历了 4 个高点，其中：

- 1) 2007 年，收入增速 24.3%，主要是 2006 年 7 月开办实施的机动车交强险大幅增长；
- 2) 2010 年，收入增速 28.8%，主要是当年政府继续推行汽车下乡、购置税补贴政策，并提高以旧换新补贴额度等一系列利好措施，刺激了汽车销量大幅增长，机动车承保量明显增加。
- 3) 2013 年，收入增速 15.5%，主要得益于销售网络建设，当年其乡镇级网点覆盖率达到 89%，同时电销、网销新兴渠道业务增长强劲，同比增长 45.4%；
- 4) 2017 年，收入增速 12.6%，主要是当年非寿险业务中的意外及短期健康险（健康中国战略）、责任险，增速较高，分别为 30.79%、23.87%。

综上，可以看到，本案增长的主要驱动主要来自：汽车销量（外生动力）、渠道布局（内生动力），以及非车险业务的增长。同时，汽车行业的政策刺激，对本案也是个利好。

接下来，我们以采用自上而下的分析方法，对本案做分析。对长期增长情况，可以用公式表示如下：**财险保费收入 = 财险行业保费收入 * 中国财险市占率。两个关键变量，我们挨个分析。**

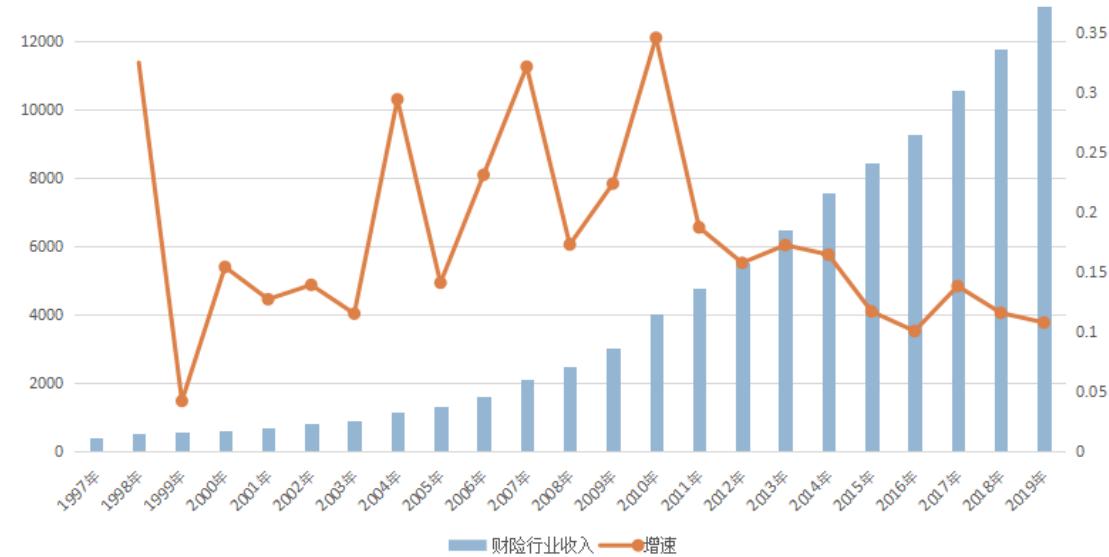
— 04 —



行业，差距

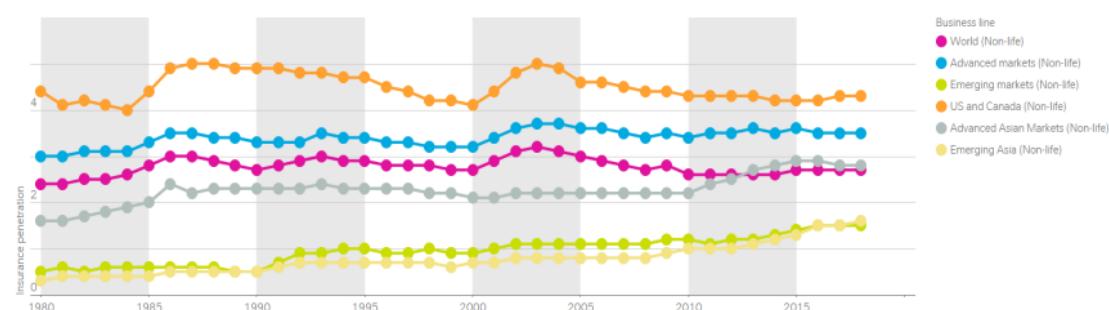


2010 年至 2018 年，我国财险行业保费收入从 4027 亿元增长至 11756 亿元，年均复合增速 14.3%，但增速近年来维持下滑趋势，主要是受国内车辆消费增速下滑影响，车险收入增速放缓。财险保单期限一般在 1 年左右，更换率明显高于寿险，在保险细分子赛道中，具有“快消品”属性。



图：财险行业收入及增速 (单位: 亿元, %) 来源: wind、并购优塾

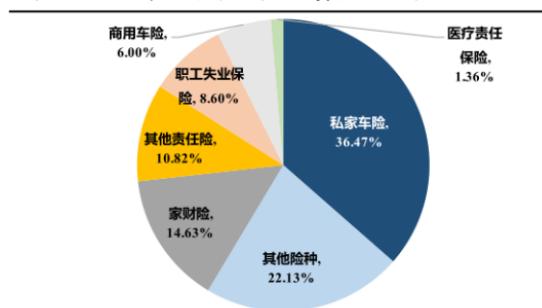
我国财险行业仍处于较低发展水平，提升空间较大。2018 年，全球财险密度为 312 美元/人，而我国财险密度仅 185 美元/人，较发达国家（北美 2603 美元/人、欧洲 1298 美元/人）水平有 6-15 倍的上升空间。全球财险市场深度 2.78%，我国财险深度仅为 1.28%（统计局口径），未来至少有一倍的增长空间。



图：财险深度 (单位: %) 来源: sigma

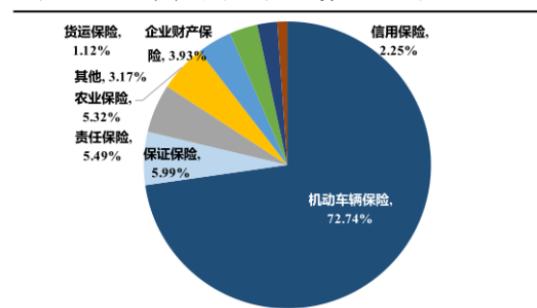
此外，从结构看，国内财险多元化空间也很大。根据 NAIC 数据，2018 年美国财险市场中私家车险业务占比较高，为 36.5%，加上商用车险（6%），车险合计占比 42.4%，不足一半，其余均为非车险，其中：家庭财险、责任险、员工失业险规模较大，占比分别为 14.6%、10.8%、8.6%。对标美国的财险业务结构，我国车险份额占比 70%左右，而非车险业务（如农险、责任险、保证险）体量及规模仍小，有望成为财险保费增速的主要驱动力。

图 18：2018 年美国财险行业保费收入结构



数据来源：NAIC，东吴证券研究所

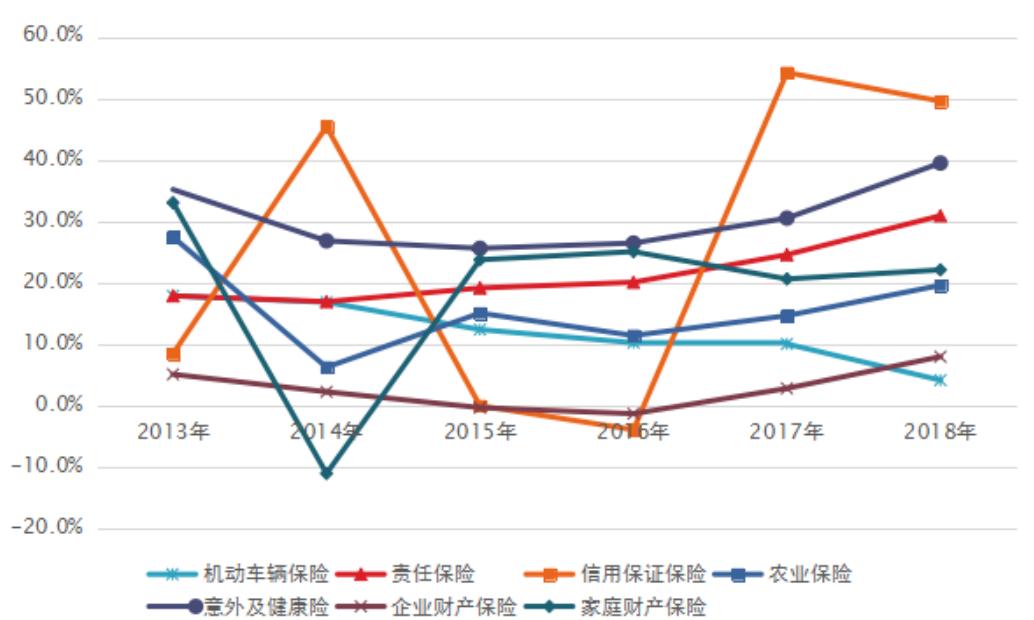
图 19：2018 年中国财险行业保费收入结构



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图：财险结构对比（单位：%）来源：并购优势

分险种看，意外及健康险、责任保险、农业保险等非车险业务增速均超过车险（降至 10%以下）。



那么，未来财险深度的提升，到底靠什么？

— 05 —



增长，驱动



财险发展的驱动力主要来自两方面：经济发展（内生动力），产业政策（外生动力）。

1) 财险发展的内生动力是经济发展，从国际经验来看，人均 GDP 与保险发展呈 S 型曲线关系：人均 GDP 接近 1 万美元时，是发达国家保险业发展进入到快车道的节点，而我国目前的人均 GDP 水平约为 9400 美元，逼近这个关口。我们结合细分险种来看：信用保证保险——2018 年，我国信用保证保险的保费规模为 887.6 亿元，同比上涨 49.53%，近五年年复合增速为 22%。其驱动力是消费信贷，而这背后是随着人均收入水平的提高，人们的消费升级需求增加，相关分析可以回看我们对[众安在线](#)的建模报告。（详见专业版报告库，此处不赘述）

2) 外生动力是产业政策，典型的如车险中的交强险。由于我国居民投保意识薄弱，

非车险保费的增长，同样很大程度上依赖于政策推动。其中：

农险——2019 年，农险规模 672 亿元，近 10 年复合增速接近 20%，保费占比由 3.4% 提高至 5.2%，粮食产量受气候变化的影响较大，农业生产不确定性会降低生产意愿，对粮食产量带来不利影响（粮食自给率为 84.31%，低于世界安全标准 90%，有一定的粮食供给风险）。而农户可支配收入较低，因此，中央财政出台政策，持续提高对农业保险补贴力度（中西部 47.5%、东部 42.5%），降低

承保门槛，增加农户灾害承受能力。以美国为例，1994 年，美国农业部要求农民在购买农业保险前提下，才能获得自然灾害救助，导致次年农业保险购买规模猛增 60%。

责任险——2010-2017 年，责任险原保险保费收入复合增速达 20.9%，保费占比由 2.9%提高至 4.3%。责任险的承保对象是法律赔偿风险，包括医疗、食品安全、环境污染等责任险，这**与法律发展程度相关**，美国责任险保费占比在 10%左右，远超于国内目前 4%的水平。近年来，监管层将强制投保医疗责任险纳入相关法规，扩大医疗责任险覆盖面，2015 年已覆盖约 6.5 万余家医疗机构。同时，拓展食品安全责任保险、环境污染责任保险等险种的试点省份，推动责任险保费快速增长。

综上，中国财险规模的预测，主要考虑到财险结构与日本接近（车险：非车险比例为 68%：32%），且人均 GDP 水平相当于日本 1978 年的水平，我们对标日本 1988 年的财险深度（约为 2%），**假设远期我国财险深度从目前的 1.28%，上升至 2%。此处是一个相对保守的估计。确定下来保险深度后，即可根据未来 GDP 增速（机构预测 2019 年至 2028 年，GDP 增速从 6.2%下降至 5.2%），以及保险深度的公式（财险深度=保费收入/GDP），就可以粗略预测未来我国未来财险保费收入规模，未来 10 年复合增速大约为 10.32%。**

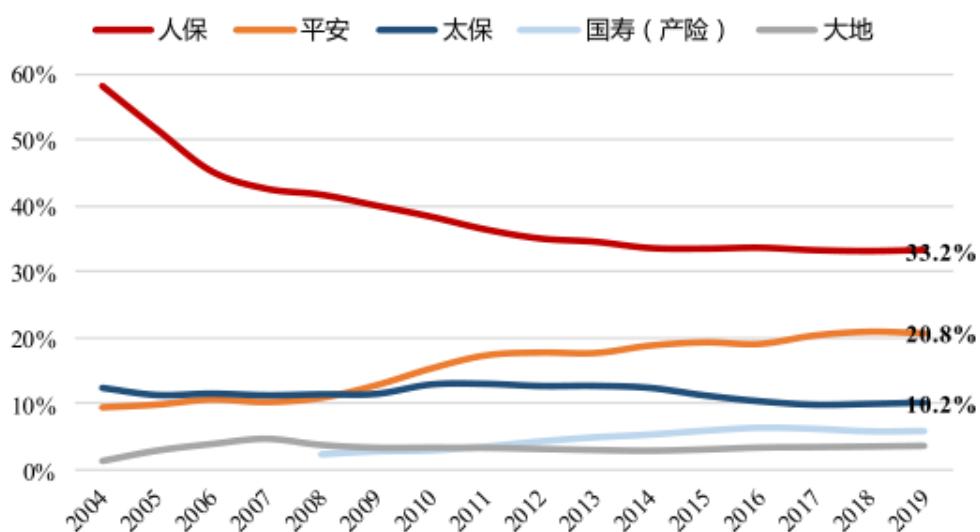
— 06 —



市占率, 逻辑



目前，我国财险行业集中度较高，CR3 维持在 64%左右，本案中国财险市占率约为 33%。中国财险的市占率在前期有所下滑，主要是由于保险牌照放开，参与者从 1999 年 12 家上升至 2018 年的 88 家，之后保持稳定。



图：财险 CR5 的市场份额 来源：东吴证券

行业竞争策略一般有两种：规模化竞争、差异化竞争。之前，在**中国太保**建模报告中我们提到，日本 CR3 为 81.8%，集中度同样较高，但是美国 CR5 小于 35%，竞争格局分散，行业主打差异化竞争。（关于中国太保的报告，详见专业版报告库，此处不详述）

以美国私家车险为例，前四名分别为：州立农业（16%）、伯克希尔哈撒韦（14%）、前进保险（12%）、好事达（9.3%），而在美国商用车险，排名又不一样：前进保险（12.44%）、旅行者保险（6.24%）、利宝互助（4.21%）。不同的竞争格局背后，主要跟财险结构有关——日本与我国一样，财险中车险占比较高（70%左右），而美国只有42%。

注意，车险的查勘、核保、核赔等线下服务属性强，更容易通过渠道壁垒形成规模效应、地狱属性的护城河；服务网络的覆盖广度和落地服务能力，直接影响客户体验。

我们以本案为例：它拥有1.4万个分支机构和服务网站，其中有37家省级分公司、353家地市分公司、2.5万个乡镇保险服务站，和近30万个村级保险服务点，乡镇级网点覆盖率达98%。同时依托网点优势，支撑全国范围的“通保通赔”与“异地出险、就地理赔”等保险服务。规模优势带来修车成本、运营成本、筛选客户和定价优势。表现在财务数据上是：2018年，财险行业承保亏损13.6亿元，而中国财险、平安财险、太保财险的承保利润分别为53亿元、84.8亿元、15.8亿元，车险方面，2018年行业承保利润10.5亿元，中国财险、平安财险、太保财险的车险承保利润分别为38.9亿元、43.5亿元、13.9亿元。数据可见：头部公司获得大量承保利润，多数参与者出现承保亏损，马太效应明显。

可以说，财险市占率的提升核心在于成本控制，持续获得承保利润。那么，未来的行业的承保利润会如何变化，业绩分化的现象是否会改善，从而影响竞争格局？

— 07 —



政策，影响



长期来看，本案仍将保持较高市占率，原因在于：行业政策。与医药行业类似，保险行业尤其是车险，还在早期阶段，规范行业发展的政策较多，我们主要看商用车费改（商业车险条款费率管理制度改革）、报行合一。

车险保费的定价公式为：

保费=基准保费×费率调整系数 其中，基准保费=基准纯风险保费/ (1-附加费用率) 费率调整系数=无赔款优待系数×交通违法系数×**自主渠道系数**×**自主核保系数**

2015 年，车险定价市场化，国家首次提出“商车费改”，提高保险公司自主定价的空间——自主渠道系数、自主核保系数可以依照定价浮动区间进行定价，引入良性市场竞争机制。虽然定价端有下降压力，但为了抢市场份额，更多的险企将资源投入到渠道推广端，导致费用率提升，逐渐背离改革初衷。比如，平安财险 2015 年、2016 年手续费及佣金占比分别为 14.7%、16.6%，渤海财险分别为 14.4%、21.3%。

高佣金、推广费等手段，本质上是价格战，这也正是本案近年来投入资本回报率下滑的原因。

为了遏制恶性竞争，抑制过高的渠道费用，2017 年 6 月，保监会进行二次商车费改，一方面，再度调整各地自主渠道系数及自主核保系数，进一步放开浮动范围，控制定价端；同时，对车险综合成本率、综合费用率、未决赔款准备金提转差率进行阈值监管，控制费用端。*(其中：车险综合成本率、费用率等指标不高于前三年平均值；未决赔款准备金转差率不低于前三年平均值。)*

二次费改通过阈值监管，限制渠道端的价格战，小公司无法通过补贴手续费抢占市场，龙头险企市场份额提升，CR3 从 2016 年的 63.07%，提升至 2018 年初的 65.3%。2018 年 3 月，第三次“商车费改”扩大范围、继续推进，放开四川、山西等七个地区的系数范围，并在 4 月放开广西、青海和陕西等三地系数的自主定价权。与此相应的是，2018 年 8 月，“报行合一”和车险手续费行业自律开始实行。报行合一，是指保险公司报给银保监会的手续费（包括手续费、服务费、推广费、佣金等），需要与实际使用的费用保持一致。行业自律确定了执行手续费的上限标准：根据业务规模，新车手续费为 25% 至 30%，旧车手续费为 20% 至 28%，进一步限制小企业无法通过提高佣金、推广费等手段恶性竞争。

因此，综上政策推动，预计车险市场将有一个出清的过程，部分中小公司被淘汰，或兼并收购，另一部分进入细分领域等。

从日本、德国费改的经验看，都有费改政策，并且费改后的行业集中度均有所提升。其中，日本还因费改掀起了兼并重组的浪潮，1999 年到 2001 年，先后有超过 12 家财险公司进行资产重组。

综上，由于竞争格局是影响估值的核心因子之一，同时考虑国内中小险企未来可能通过差异化竞争占有一席之地。比如鼎和财险和英大财险（前者股东为南方电网，后者为国家电网）聚焦电力板块，阳光农险聚焦农业保险。

所以，此处我们对于市占率设置情景开关：

乐观假设：考虑到费改有利于龙头集中度提升，本案在车险、非车险领域都能保持竞争优势地位，假设市占率保持 2019 年水平 33.2% 不变；

悲观假设：如果中国财险内部结构优化，有其他竞争者参与到非车险领域的竞争，对本案的竞争格局形成一定的冲击。同时，由于我国竞争财险竞争格局与日本更接近，此处对标日本财险龙头，东京海上日动火灾保险，假设市占率下降到其市占率水平 29.3%。

— 08 —



逻辑，交叉印证



综合以上数据，我们预测的近三年的收入增速分别为 11.03%、11.6%、11.4%。

这里，我们结合“预披露数据”、“分析师预测”等方法，进行交叉验证。

方法一：披露数据——根据其披露的 2019 年保费情况，其实现 4316.44 亿元保费收入，同比上涨 11.03%。

方法二：外部分析师预期——这里我们选取 180 天内 3 家机构在 2019 年-2021 年的预测，营收增速为 8.9%、11.33%、18.55%，利润增速为 63.45%、0.1%、11.6%。天风证券：车险受新冠影响较小，责任险、农险正处于发展机遇期，政策支持力度较大，预测增速分别为 9.94%、10.10%、8.48%；国信证券：商车费改有利于凸显龙头险企价值，保费增速也会有所改善，非车险保费占比提升，成为新的保费增长点，预测保费增速分别为 14%、14%、15%。

方法三：内生增速——按照公式：内生增速=净资产回报率* (1-分红率)。其近三年平均分红率约为 34%，近三年平均 ROE 约为 14.25%，通过计算，得到内生增速为 9.4%。整体来看，我们通过上述方法所测算的数据，与机构预测差异不大。

至此，收入层面已经分析完毕，接下来，我们看另一个问题：利润表，该如何建模？

— 09 —

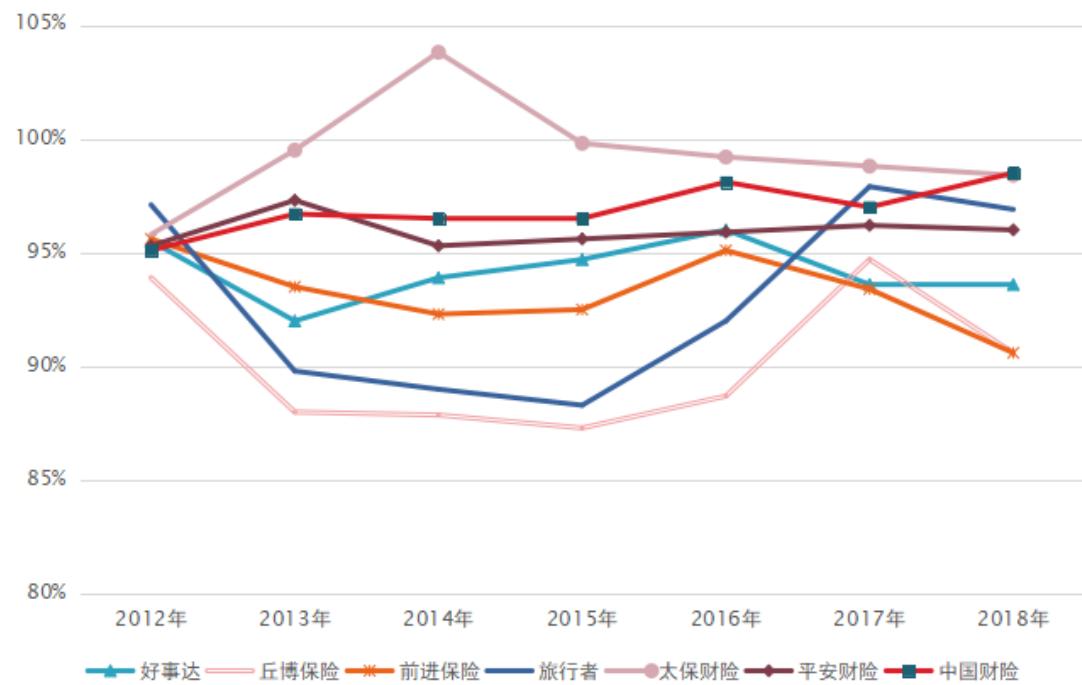


利润表，建模



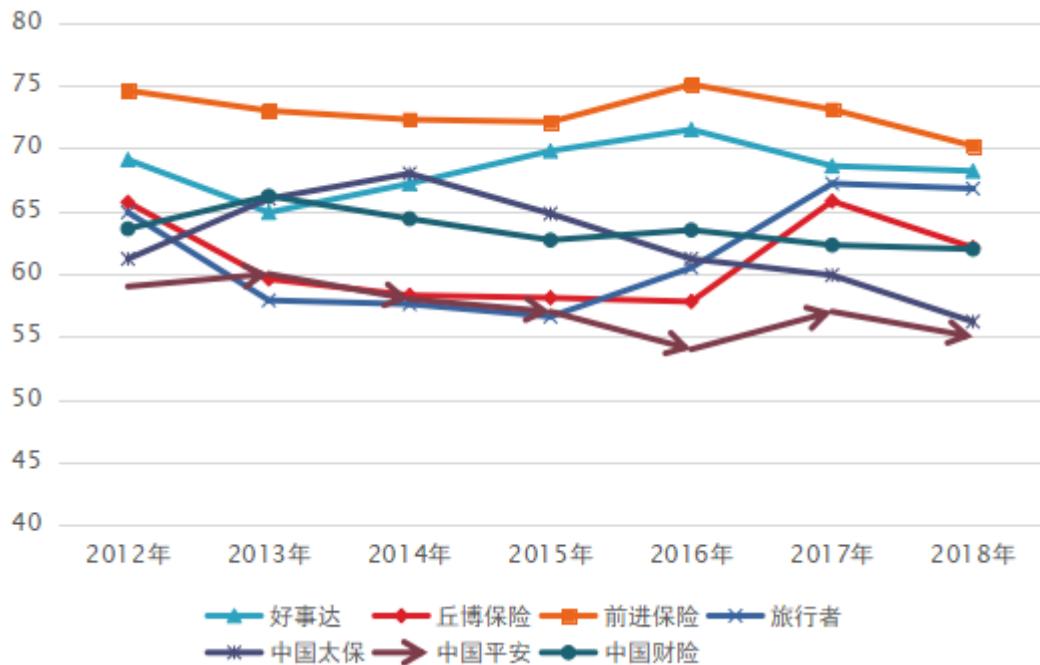
首先，承保端：承保利润高低，和综合成本率有关。注意，**综合成本率是衡量财险业务质量的核心指标**，包括赔付支出（赔付率）、费用支出（费用率）两部分。即：**综合成本率=综合赔付率+综合费用率**。本案中国财险的综合成本率在 97% 左右，略高于中国平安（约为 96%），以及国外同行（一般在 95% 以下）。但财

险行业的综合成本率基本稳定在 90% 至 100% 之间。我们拆开分别来看。



图：综合成本率（单位：%）来源：并购优塾

1) **综合赔付率方面，国内差异不大，但整体要低于国外。** 与国内同行业相比，其多数年份高于平安产险、太保产险，主要原因是高赔付率（80%以上）的意外及健康险占比较高，2018 年为 10.4%，高于平安产险的 2.3%。



图：综合赔付率(单位：%) 来源：并购优塾

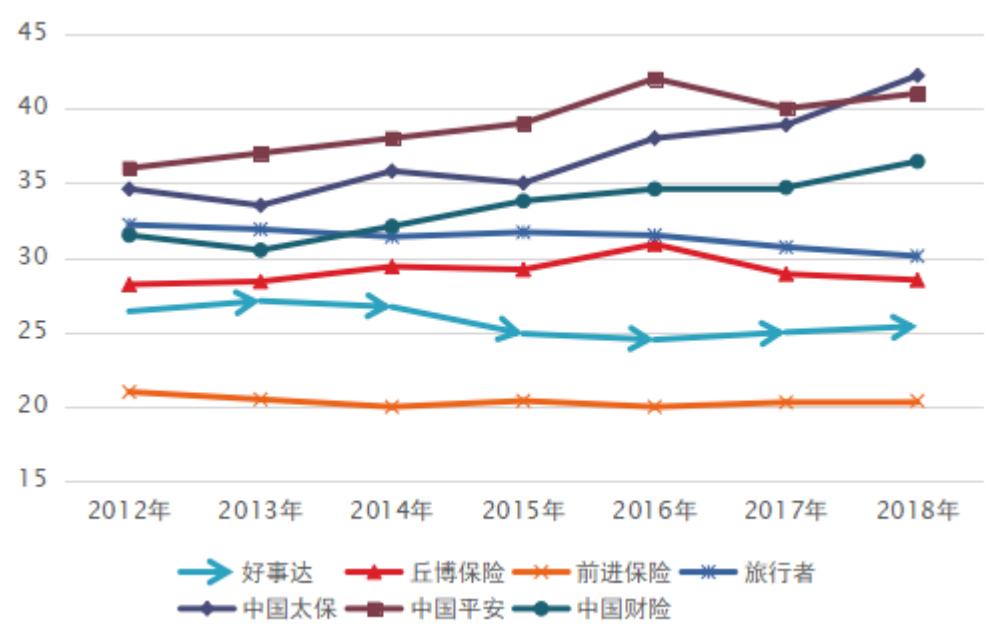
不过，本案赔付率呈下降趋势，从 2010 年的 67.4% 下降至 2018 的 62%，目前处于历史较低水平，主要受益于禁止酒驾等法规，以及商车费改中无赔款优待系数 (NCD 系数) 的应用，导致车险出险率下降。与国外财险公司相比，我国的赔付率 (60%-64%)，显著低于美国 67%-80% 的赔付率。国内赔付率未来大概率会逐步上升，原因仍然是商车费改，因为定价系数的放开，会导致件均保费下降，从日本、德国费改的经验来看，也可以印证这一点。

1998 年，日本车险市场化以后，赔付率出现明显上升 (1998 年至 2001 年，60% 上升至 66%)，1995 年，德国将车险保费的条款及费率制定权下放至保险公司，车损险车均保费从 1994 年的 450 欧元下降到 2000 年的 300 欧元，降幅达 33%，1999 年全损险的赔付率较 1994 年上升 12.9 个百分点。

此处，我们假设未来 5 年本案的赔付率，从 2019 年的 66.2%，上升至前进保险

5 年均值 72%，之后维持不变。（不采用日本车险公司的赔付率水平，因为报表科目项不规范，统计存在失真的可能，此处以美国市场为主要参考）

2)再看综合费用率，主要包括佣金及手续费、业务管理费等，本案费用率从 2012 年的 31.5% 上升至 36.45%，呈上升趋势，主要因为商车费改带来的行业竞争加剧，渠道投入增加。与国内同行相比，本案费用率低于平安产险、太保财险（费用率分别为 41.1%、42.1%），主要是车险等线下服务属性强，本案渠道布局广，规模效应显著，其行政管理费用率从 2013 年 3.8% 降至 2018 年 2.4%。此外，非车险中费用率较低的政策性业务占比较高，如意健险、农险等（费用率分别为 10.3%、22.8%），拉低总体费用率水平。



图：综合费用率（单位：%） 来源：并购优塾

但是，与国外同行相比，国内费用率（约为 32%-37%，渠道佣金高）均高于美国 27% 左右的费用率。但是，随着商车费改、报行合一的推进，预计行业费用率

会逐步下降。从日本费改看，行业费用率从 1997 年的 31.8% 下降至 2000 年的 28.8%。2019 年，本案整体费用率降至 33%，其中主要的原因就是车险业务的费用率从 38.1% 降至 36.5%。假设本案综合费用率从 2019 年的 33%，逐渐降至好事达的水平 24%。

值得注意的是，财险公司核心指标是承保利润率，而美国前进保险的费用控制十分出色，主要原因是：

- 1) 优秀的风险定价能力，敢于使用创新性风险定价因子，和外部风险因子，与竞争对手相比，前进保险的被保险人风险特征分组更细，保险产品价格的范围也更大。例如 20 世纪 50 年代的时候大多数保险公司不会考虑将年龄作为风险因子，但前进保险会根据被保险人的年龄进行定价，从两个年龄组开始逐渐扩展到 11 个年龄组。[1]
- 2) 费用控制方面，美国的保险代理人分为两种，一种是 du 立代理人（可以同时代理多家保险公司的产品），另一种是 du 家代理人（只能销售一家保险公司的产品）。前进保险的代理人是前者，费用率在 20% 左右，而好事达的代理人是后者，平均费率在 25% 左右。
- 3) 此外，前进保险加大直销渠道力度，费用率约在 19% 左右，从以直销为主的 GEICO 看，直销模式下整体费用率低至 17%，比行业低 10 个百分点。因此，**对标前进保险，本案如果通过提升定价能力、优化渠道结构，未来的费用率仍有较大改善空间。以上，看完承保利润，再来看投资收益。**

— 10 —



投资资产、投资收益率



1) 投资资产——主要来自浮存金、净资产中用于投资的部分，以及部分外部融资，2018 年，本案总投资资产规模 4342 亿元，2010 年至 2018 年复合增速 14.1%，但 2015 年之后增速放缓，主要是承保业务承压导致经营活动现金流下滑。此处，是受到前述的价格战影响，在政策规范后，大概率会回升。此处，我们假设其投资资产增加额占已赚保费的比重，保持 2018 年的水平 5.44%。

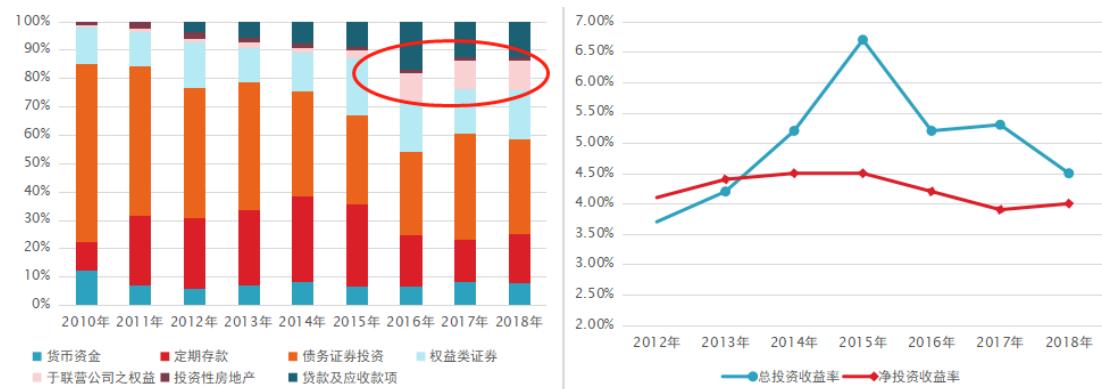


图：投资资产及增速 (单位：亿元、%) 来源：并购优塾

2) 投资收益——以利息为主，其中，利息收入基本保持在 50% 以上，投资收益率整体表现整体稳定。其中，2012 年~2018 年平均总投资收益率为 4.97% (2015 年由于经历牛市，比例较高)，与平安财险的总投资收益率基本相当，净投资收益率基本维持在 4% 以上。资产配置方面，基本以固定收益类资产为主，2018 年固收类资产占比 63% (包括定期存款 17%，债权类证券 33%，贷款和应收款 12%)。从配置趋势上来看，近年来定期存款及债券配置占比小幅下行，联营公

司投资占比有所增加，主要是 2016 年，其收购华夏银行 19.99% 股权，联营公司投资占比从 2015 年的 2.5% 上升至 2018 年的 10.43%。

此外，联营公司收益占比从 2015 年的 2.22% 提升至 2018 年的 22.53%，在权益类资产配置上可能长期持有，预计将进一提高投资端的稳定性。对比国外财险公司来看，好事达以优质债券为主，占比 70% 以上，前进保险投资级债券占比 60% 以上，伯克希尔哈撒韦旗下的车险公司 GEICO，资产配置比例中，股票占比 60% 左右，这个属于行业个例。



考虑远期利率下行可能，《并购优塾》假设，本案投资资产收益率从近三年均值逐步降至好事达水平 5%，而前进保险在 3% 左右。

— 11 —



应收保费、预付账款



营运资本涉及的科目主要包括应收保费、预付账款，以及保险合同负债、应付分保账款 其他经营性负债，我们分别来看：

应收保费——2014 年至 2018 年，其应收保费占净保费收入的比例不断增加，从 6.88% 上升至 10.91%，*此处，假设预测期保持 2018 年水平不变。*

此处需要说明一下，应收保费是应收未收的保费，类似于应收账款，主要是分期缴纳的保费形成的，企业从开始承担责任的时候确认为应收保费。本案财报未解释此处比例上升的原因，优塾团队内部讨论认为，这个比例上升不一定是话语权放宽，可能是分期缴纳形式的保费比重上升。以国外好事达等财险巨头为例，比例比本案更高，有的甚至达到 40%。此处，是一个调研点，如果有机会可向管理层提问。

预付账款——主要是预付保证金、其他应收款等，预付账款占已赚保费的比重稳定在 5% 左右，因此假设预测期，*预付账款占已赚保费的比重保持近三年均值 5.1%。*

保险合同负债——主要是提取的未到期责任准备金、未决赔偿准备金等各种保险合同准备金，属于保险公司对保户的负债，但保险公司却可以占有这部分资金的部分或全部投资收益权，近似等于浮存金。在财险公司业务的快速发展阶段，已赚保费增速较高，浮存金对投资资产的贡献度较高；随着发展步入稳健期，以及大量利润转化为净资产，浮存金对投资资产的贡献度将下降，而股东权益部分贡献度提升。

伯克希尔旗下的 GEICO 保险，浮存金占比维持在 40%-50%的区间内，本案中
国财险浮存金占比从 2006 年的 100%，下降至 2018 年的 2018 年的 57%。此
处，假设随着行业成熟度的提升，浮存金占比逐渐下降至 50%。

应付分保账款——主要是分出保费，应付分保账款占已赚保费的比重在 4%-6%
左右，假设预测期保持近三年均值 5.42%。

其他经营性负债——主要包括预收保费、应付工资、应交税金、应付手续费等，
2014 年至 2018 年，其占已赚保费的比重分别为 15.43%、17.21%、18.79%、
19.33%、18.37%，呈上升趋势，主要是预收保费增加，*此处假设预测期保持 2018
年水平不变*。此外，还有部分资本支出，由于金额较小，我们简化预测：
固定资产——2015 年至 2018 年，新购入的固定资产占保费收入分别为 0.72%、
0.78%、0.60%、0.87%，*假设预测期保持近三年均值，折旧/期初固定资产的比
重保持近三年均值 0.75%*。
无形资产——本案近几年无新增无形资产，无形资
产摊销/期初无形资产分别为 4.55%、4.39%、4.68%、5.62%，*假设预测期摊销
比例为 2018 年水平*。

— 12 —



建模，到底如何构建



在进行建模之前，我们先总结一下本案的基本面：

1) 未来增长空间——根据瑞再数据，2018 年，全球财险密度为 312 美元/人，而我国财险密度仅 185 美元/人，较发达国家（北美 2603 美元/人、欧洲 1298 美元/人）水平有 6-15 倍的上升空间。此外，全球财险市场深度 2.78%，美国 4%，德国 3.5%，我国财险深度仅为 1.28%，未来至少有一倍增长空间。

2) 收入驱动力——宏观层面主要来自人均收入水平提升，以及政策推动；微观层面主要看渠道布局。

3) 回报分析——2016 年至 2018 年，本案的 ROE 分别为 21.10%、22.44%、15.79%、15.69%、11.28%。

4) 核心护城河——一是品牌；二是规模效应；三是线下地域属性。

5) 竞争格局——本案为财险行业龙头，市占率 33%，CR3 在 64% 以上，行业集中度较高，呈现强者恒强的局面。

6) 风险因素——A: 宏观经济低迷导致保费增长承压；B: 车险费改造成竞争加剧及承保利润下滑；C：资本市场波动导致投资收益不及预期。

7) 优塾团队内部讨论——近期我们分别研究了再保险、财险、寿险龙头，整体来说，财险是保险行业中更优质的细分赛道，再保险领域则没有起初想

象中那么好。财险赚两块的钱，一块是承保本身带来利润，二是浮存金投资收益。而寿险，承保利润本身较低，甚至很多还是负的，导致基本只能赚投资收益这块的钱。而一旦对投资收益依赖较大，则贝塔就会更强，受大盘影响不可避免。同时，寿险领域保单期限长，依赖投资收益，容易受到长端利率下行的影响。

而至于寿险相比财险，为何承保利润率低，一方面原因在于，寿险有个成本期限错配问题，虽然保单期限长，客户粘性更强，但成本费用是前期就要付出的，而利润要到保单存续几年之后才会逐步体现。因而，这也导致了寿险领域独特的逻辑：只有成立时间越长、规模越大的龙头，才有优势，财务数据也更好看。而新进入的玩家，财务数据一定是较差的。所以，寿险 VS 财险承保利润率，以及国内财险龙头 VS 国外财险龙头，将是接下来我们的研究中，会继续深入研究的主线。

研究到这里，建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有的一切，都是为了进行建模的表格测算.....

如需获取本报告全文

以及部分重点行业 Excel 建模表，

请查阅：科技版建模案例库

以及：专业版建模案例库，

建模部分，样图如下

以 XX 电力为例，经配平后的 BS 表预测样图：

长江电力													
资产负债表 Balance Sheet													
单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
无形资产净值	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
资产总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
负债和股东权益													
融资缺口	0.0	0.0	0.0	28.9	32.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	600.1	566.9	538.3	457.6	388.9	350.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0
应付账款	2.5	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
其他流动负债	18.5	26.3	28.5	29.5	29.5	30.2	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8
流动负债合计	621.1	597.0	568.3	517.5	452.1	381.1	346.8	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5
长期借款	806.0	740.3	617.2	524.6	445.9	401.3	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2
应付债券	276.6	301.5	342.7	291.3	247.6	222.8	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5
负债合计	1,703.7	1,638.8	1,528.1	1,333.4	1,145.6	1,005.2	908.5	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2
股本及资本公积	862.5	863.2	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0
留存收益	622.7	692.0	763.9	807.5	882.4	949.1	1,023.8	1,100.8	1,172.6	1,245.1	1,318.5	1,392.6	1,467.4
股东权益合计	1,285.3	1,355.2	1,426.8	1,470.4	1,545.3	1,612.0	1,686.8	1,763.7	1,835.5	1,908.1	1,981.4	2,055.5	2,130.4
负债和股东权益总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
平衡吗？	OK												

以 XX 视频为例，CF 表预测样图：

海康威视													
现金流量表 Cash Flow Statement													
(单位：百万元人民币，特殊说明除外)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流													
净利润				10,480	13,972	17,999	20,706	23,841	27,100	30,356	33,419	36,080	38,142
折旧				702	1,010	1,346	1,712	2,112	2,477	2,764	2,966	3,076	3,088
摊销				94	148	207	272	343	420	503	591	681	772
财务费用				-44	-67	-60	-63	-73	-102	-159	-247	-368	-521
(投资收益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(非经常性或非经营性损益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
经营性营运资金减少【期初-期末】				资产减少，现金流入	-2,582	-2,338	-2,720	-2,555	-2,694	-2,737	-2,656	-2,432	-2,055
长期经营活动负债增加【期末-期初】				68	77	83	90	95	96	93	85	72	54
经营活动现金流				8,720	12,802	16,855	20,163	23,624	27,254	30,901	34,381	37,485	40,000
投资活动现金流													
投资收益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非经常性或非经营性损益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非核心资产减少				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(固定资产购建)				-2,932	-3,444	-4,001	-4,604	-5,238	-5,177	-4,947	-4,535	-3,941	-3,184
(无形资产购置)				-590	-693	-805	-926	-1,054	-1,183	-1,308	-1,422	-1,519	-1,592
(新增长期待摊费用)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他长期经营性资产减少【期初-期末】				-416	-515	-561	-607	-637	-645	-625	-572	-484	-363
投资活动现金流				-3,938	-4,651	-5,367	-6,137	-6,929	-7,005	-6,880	-6,529	-5,945	-5,139
筹资活动现金流													
(偿还到期融资缺口)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(财务费用)				44	67	60	63	73	102	159	247	368	521
短期借款增加				-4,104	440	478	520	546	553	536	490	415	312
长期借款增加				969	959	968	992	1,022	838	639	422	188	55
(归属于母公司股东的分红)				-5,608	-5,177	-4,902	-4,891	-10,229	-11,778	-13,387	-14,996	-16,509	-17,823
(归属于少数股东的分红)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股本及资本公积增加				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
筹资活动现金流				-8,700	-3,711	-5,396	-7,317	-8,588	-10,284	-12,053	-13,836	-15,537	-17,045
净现金流				-3,919	4,440	6,093	6,710	8,108	9,965	11,968	14,015	16,003	17,816
期初货币资金				26,552	22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936
新增融资缺口前的期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752
现金分配													
所需资金				1,770	2,079	2,415	2,779	3,162	3,549	3,924	4,571	5,145	5,774,776
融资缺口【融资缺口=所需资金-期末货币资金】				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752

在接下来的报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有

这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅

仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把估值建模、财

务风险两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：

1) 在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？

2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC 和增速对估值的影响有多大？

3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？

4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾订制报告的**付费用户**有冲突，因而，并购优塾团队将应订制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

本案，将更新至优塾团队的“核心产品一：专业版报告库”中，可扫描下方二维码，获取本案的估值建模细节，以及背后可能涉及的财务风险。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

— 13 —

除了这个案例， 你还必须学习这些.....



这个案例的研究已经告一段落，然而——市场风险变幻莫测，唯有稳健的人才能夜夜安枕。

价值洼地、安全边际，这八个字，可以说是价值投资研究体系的真正核心所在，也是巴菲特、查理·芒格、塞斯·卡拉曼、彼得·林奇、约翰·聂夫、乔尔·格林布拉特等众多大师的思想精华。

无论你在一级市场，还是二级市场，只有同时掌握财务分析、产业分析、护城河分析、估值分析、投资组合分析技能，才能在市场上安身立命。其中，尤其是**估值分析技能**，更是整个价值投资研究体系的精髓所在。

然而，由于估值不仅仅是数据测算，还需要建立在对市场的理解、对产业的分析，以及严谨庞杂的数据计算，这个领域专业门槛极高，往往让人望而生畏，因而，也是限制资本市场从业人士职业发展、投研体系突破的极大瓶颈。

而这，正是并购优塾团队未来终生都将为之努力的方向——和我们一起，每天打卡，用10年时间，研究10000家公司。

炮制虽繁，必不敢省人工；品味虽贵，必不敢减物力。优中选优，一直是并购优塾坚持的方向。我们将**近 5 年来**关于研究体系的思考历程，**近 3 年来的**数百家上市公司研究案例，以及精选的**数百篇**优质估值报告，全部浓缩在这份研报库里，一方面，这是并购优塾团队研究体系的全部记录，另一方面，也希望能促进你的思考，少走弯路。

我们是一群研究控，专注于深度的公司研究。这份研报库，浓缩了我们的研究精华，是并购优塾用户人手一套的研究指南。希望你：每日精进，必有收获。

【版权与免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

【数据支持】 本案研究过程中部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。要想做专业的海内外证券市场研究，以上几家机构

必不可少。如果大家对以上机构的数据终端有购买意向，欢迎和我们联系，我们可代为联络相关负责人。