

金融公司|公司深度|中国太保（601601）

“长航行动”引领公司迈向新征程



| 报告要点

随着“长航行动”进程不断推进，公司 NBV 有望长期稳健增长。2021 年初，公司正式发布“长航行动”，明确提出了“一优、两稳、四新”的未来战略目标。2022 年 1 月 1 日，公司启动了为期 18 个月的“长航行动”一期工程，重点围绕外勤进行转型。截至 2023 年 6 月，“长航行动”一期工程顺利收官。公司的 NBV 自 2022Q3 以来连续四个季度实现正增长且增速领先同业。在“长航行动”一期工程收官之际，公司顺势启动了“长航行动”二期工程。后续随着公司转型进程持续深化，转型成效有望逐步显现，公司的 NBV 表现有望长期向好。

| 分析师及联系人



刘雨辰



朱丽芳

SAC: S0590522100001

中国太保(601601)

“长航行动”引领公司迈向新征程

行业：非银金融/保险 II
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：28.44 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 9,620.34/9,620.34
 流通 A 股市值(百万元) 194,672.98
 每股净资产(元) 26.81
 资产负债率(%) 88.68
 一年内最高/最低(元) 31.57/21.27

股价相对走势



相关报告

- 《中国太保(601601): NBV 增速领先同业, 净利润正增超预期》2024.04.28
- 《中国太保(601601): NBV 持续增长彰显公司负债端韧性》2024.03.31



扫码查看更多

投资要点

公司坚定推进“长航行动”，力争做长期主义者

在寿险发展受阻背景下，2022年1月，太保寿险启动了“长航行动”一期工程。一期工程重点围绕外勤进行转型，旨在推动代理人队伍转型升级，进而支撑NBV增长。截至2023年6月，“长航行动”一期工程顺利收官。2022Q3-2023Q2，公司的NBV连续四个季度实现正增。为推动NBV长期稳定增长，2023年7月，太保寿险顺势启动了“长航行动”二期工程。二期工程重点围绕内勤进行转型，旨在打造与外勤相匹配的组织支撑力。随着二期工程成效逐步显现，公司NBV有望延续向好。

代理人质态明显改善，银保价值贡献水平提升

对于代理人渠道，“长航行动”旨在通过职业化、专业化、数字化建设以提高代理人产能和收入，当前代理人渠道的改革成效已初步显现。2023年，公司核心人力的月人均首年规模保费、首年佣金收入同比分别+26.6%、+46.3%。对于银保渠道，“长航行动”旨在提升银保渠道的价值贡献水平。2022H1-2023H1，公司银保渠道NBV占总NBV的比重由6.1%提升至18.8%，银保NBV Margin由1.7%提升至6.9%。

公司围绕客户需求打造产品服务“金三角”

在“长航行动”的指引下，太保寿险围绕客户的健康保障、财富管理和养老传承三大核心需求，打造了产品服务“金三角”。针对健康保障需求，公司打造了新一代重疾险和一站式专案管理服务。针对财富管理需求，公司推出了理财型年金等产品。针对养老传承需求，公司聚焦特定客群推出了多元化的产品和服务。后续随着产品服务的赋能效应显现，公司的客户粘性有望提高，进而能支撑NBV长期向好。

产险保费规模稳健增长，COR 优于同业

从保费表现来看，太保产险的保费规模呈现稳健增长态势。2012-2023年，太保产险的保险业务收入由697亿增长至1903亿，11年CAGR达9.6%。从承保盈利能力来看，2012-2023年，太保产险的平均COR为98.9%，优于财险行业(99.4%)0.5PCT。同时为了巩固经营成效，当前公司建立了“防减救赔”一体化应急服务模式和风险减量管理体系。后续随着新模式成效显现，公司的承保盈利能力有望继续提升。

负债端优势凸显，维持“买入”评级

我们预计公司2024-2026年营业总收入分别为3511、3791、4098亿元，同比增速分别为+8.4%、+8.0%、+8.1%，3年CAGR为8.1%。归母净利润分别为313、347、391亿元，同比增速分别为+14.7%、+11.1%、+12.6%，3年CAGR为12.8%。鉴于公司持续推动“长航行动”，代理人产能有望继续提升。受益于此，公司的新业务价值有望延续较好增长态势。维持“买入”评级。

风险提示：转型成效低于预期，自然灾害超预期，资本市场大幅波动，市场竞争加剧。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	332,140	323,945	351,122	379,112	409,756
同比增速(%)		-2.5%	8.4%	8.0%	8.1%
归母净利润(百万元)	37,381	27,257	31,276	34,740	39,104
同比增速(%)		-27.1%	14.7%	11.1%	12.6%
内含价值(百万元)	519,621	529,493	584,096	642,140	706,278
同比增速(%)	4.3%	1.9%	10.3%	9.9%	10.0%
PEV	0.53	0.52	0.47	0.43	0.39

数据来源：公司公告、iFIND，国联证券研究所预测；股价为2024年07月30日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

“长航行动”有望推动公司新业务价值长期稳定增长。2022年1月1日，公司正式启动“长航行动”一期工程，通过职业化、专业化、数字化建设推动代理人队伍转型升级。2023年，公司核心代理人的月人均首年规模保费、月人均首年佣金收入同比分别增长26.6%、46.3%，公司代理人队伍的转型成效逐步显现。受益于此，2023年公司的新业务价值同比增长30.8%，增速由负转正且处于同业领先水平。2023年7月1日，在“长航行动”一期工程收官之际，公司启动了“长航行动”二期工程。“长航行动”二期工程将推动内勤转型，旨在打造与外勤相匹配的组织支撑力。后续随着“长航行动”二期工程有序推进，公司代理人队伍的发展有望步入良性循环，进而能支撑公司新业务价值长期稳定增长。

核心假设

- 寿险业务：对于新单保费增速，近年来，客户对保本保收益的金融资产需求较为旺盛，带动寿险新单销售表现较好。考虑到2023年基数较高，我们预计2024年寿险新单保费将小幅下降，但中长期仍有望实现较好增长。预计2024-2026年公司的寿险新单保费增速分别为-4.0%、+2.3%、+6.2%。对于新业务价值率，随着“长航行动”不断推进，公司代理人队伍的产能、银保渠道的价值贡献水平将进一步提升。预计2024-2026年公司的新业务价值率分别为16.7%、18.5%、19.7%。
- 产险业务：对于保费增速，近年来，公司加大了对非车险的拓展力度，非车险保费实现较快增长，进而带动整体产险保费增速向好。预计2024-2026年公司的产险保费增速分别为+11.7%、+11.6%、+11.9%。对于综合成本率，随着公司持续优化业务品质、加强风险管控，公司的承保盈利水平有望改善。预计2024-2026年公司的产险综合成本率分别为97.6%、97.6%、97.3%。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年营业总收入分别为3511、3791、4098亿元，同比增速分别为+8.4%、+8.0%、+8.1%，3年CAGR为8.1%。归母净利润分别为313、347、391亿元，同比增速分别为+14.7%、+11.1%、+12.6%，3年CAGR为12.8%。鉴于公司持续推动“长航行动”，代理人产能有望继续提升。受益于此，公司的新业务价值有望延续较好增长态势。维持“买入”评级。

投资看点

- 短期来看，公司的新业务价值已恢复正增态势且增速领先同业。
- 长期来看，随着公司继续推进“长航行动”二期工程，公司的代理人产能有望继续提升，进而能支撑公司的新业务价值长期稳定增长。

正文目录

1. 中国太保：国内领先的综合性保险集团	6
1.1 公司三地上市，股权结构分散	6
1.2 高管均为公司老将，经验丰富	7
1.3 业务多元，寿产险优势均突出	8
2. 寿险：“长航行动”引领公司迈向新征程	11
2.1 “长航行动”一期顺利收官，二期有序推进	11
2.2 新单保费及新业务价值均恢复正增态势	13
2.3 内含价值持续增长，且增速相对更稳健	15
2.4 渠道：以代理人渠道为主体的多元渠道格局	16
2.5 产品：传统险保费占比提升，结构持续优化	19
3. 产险：承保盈利能力优于同业	20
3.1 保费规模持续增长，非车保费占比提升	20
3.2 综合成本率优于同业，主因赔付率更低	21
3.3 数智化应用赋能公司降本增效	23
4. 投资：投资资产规模稳健增长	24
4.1 投资风格稳健，主要配置固收类资产	24
4.2 投资收益率处于行业中等偏上水平	25
5. 盈利预测与投资建议	26
5.1 盈利预测	26
5.2 投资建议：“长航行动”成效持续显现，公司估值有望提升	27
6. 风险提示	28

图表目录

图表 1：中国太保的发展历程	6
图表 2：中国太保的股东结构（截至 2023 年）	7
图表 3：中国太保及子公司的现任高管履历	7
图表 4：中国太保的主要子公司（2023 年）	8
图表 5：中国太保的保费收入表现	9
图表 6：中国太保的保费收入结构	9
图表 7：太保寿险的保费市占率位居行业第三	9
图表 8：太保产险的保费市占率位居行业第三	9
图表 9：中国太保的归母净利润表现	10
图表 10：中国太保的归母净利润结构	10
图表 11：中国太保的归母营运利润表现	10
图表 12：中国太保的归母营运利润结构	10
图表 13：太保寿险的转型历程	11
图表 14：“长航行动”一期工程成效显著	12
图表 15：“长航行动”二期工程设计图	13
图表 16：太保寿险的新业务价值表现	13
图表 17：太保寿险与同业的新业务价值增速对比	13

图表 18:	太保寿险的新单保费表现.....	14
图表 19:	太保寿险与同业的新单保费增速对比.....	14
图表 20:	太保寿险与同业的 NBV Margin 对比.....	15
图表 21:	太保寿险的 EV 表现.....	15
图表 22:	太保寿险与同业的 EV 增速对比.....	15
图表 23:	太保寿险分渠道的保费收入占比.....	16
图表 24:	太保寿险分渠道的 NBV 占比.....	16
图表 25:	太保寿险代理人渠道的总保费表现.....	17
图表 26:	太保寿险代理人渠道的新单保费表现.....	17
图表 27:	太保寿险的代理人数量.....	17
图表 28:	2023 年太保寿险的代理人产能同比明显提升.....	17
图表 29:	2023 年太保个人寿险客户的保单继续率显著提升.....	18
图表 30:	太保寿险银保渠道的总保费表现.....	18
图表 31:	太保寿险银保渠道的保费占比.....	18
图表 32:	太保寿险银保渠道的 NBV 表现.....	19
图表 33:	太保寿险银保渠道的 NBV 占比.....	19
图表 34:	太保寿险分产品的保费收入占比.....	19
图表 35:	太保寿险的产品和服务体系不断完善.....	20
图表 36:	太保产险的保费规模持续增长.....	21
图表 37:	太保产险的非车险保费占比不断提升.....	21
图表 38:	太保产险的车险保费表现.....	21
图表 39:	太保产险的非车险保费表现.....	21
图表 40:	太保产险的 COR 表现及结构.....	22
图表 41:	太保产险的承保利润表现.....	22
图表 42:	太保产险与同业的 COR 对比.....	22
图表 43:	太保产险与同业的赔付率对比.....	23
图表 44:	太保产险与同业的费用率对比.....	23
图表 45:	太保产险建立“防减救赔”一体化应灾服务模式.....	24
图表 46:	中国太保的总投资资产规模持续增长.....	25
图表 47:	中国太保的投资资产结构.....	25
图表 48:	10 年期国债收益率表现.....	25
图表 49:	中国太保非公开市场融资工具的收益率表现.....	25
图表 50:	中国太保与同业的净投资收益率对比.....	26
图表 51:	中国太保与同业的总投资收益率对比.....	26
图表 52:	公司业务情况测算.....	27

1. 中国太保：国内领先的综合性保险集团

1.1 公司三地上市，股权结构分散

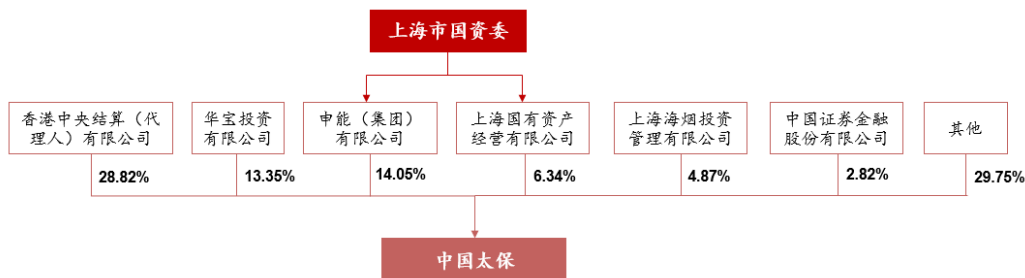
中国太平洋保险（集团）股份有限公司（下文简称为“中国太保”）是国内第一家在上海、香港、伦敦三地上市的保险公司，当前已发展成为国内领先的综合性保险集团。1991年，中国太平洋保险公司成立于上海。2001年，为落实《保险法》关于“同一保险人不得同时兼营财产保险业务和人身保险业务”的规定，中国太平洋保险公司发起设立太保寿险和太保产险。同年，中国太平洋保险公司根据《公司法》和《保险法》规范为股份有限公司，并更名为“中国太平洋保险（集团）股份有限公司”。2007、2009、2020年，中国太保分别于上交所、港交所、伦交所上市，公司的股权结构不断优化。经过三十多年的发展，中国太保现已成为国内领先的综合性保险集团，业务范围覆盖寿险、财产险、健康险、养老险、资产管理等领域。

图表1：中国太保的发展历程

时间	事件
1991年	中国太平洋保险公司成立。
2001年	中国太平洋保险公司发起设立太保寿险和太保产险。同年，中国太平洋保险公司规范为股份有限公司，并更名为“中国太平洋保险（集团）股份有限公司”。
2006年	太保集团和太保产险出资设立太保资产，开展保险资金运用及第三方资管业务。
2007年	中国太保在上交所上市。
2009年	中国太保在港交所上市。
2014年	中国太保和德国安联保险集团共同发起筹建太保安联健康险。同年，太保产险受让安信农保1.72亿股份，成为安信农保第一大股东。
2018年	太保资产收购国泰君安持有的国联安基金51%的股权，开展公募基金管理业务。
2020年	中国太保沪伦通全球存托凭证（GDR）在伦交所挂牌上市。 中国太保成为第一家在上海、香港、伦敦三地上市的中国保险企业。

资料来源：公司官网，公司公告，国联证券研究所

中国太保股权结构较为分散，无实际控制人。截至2023年末，申能集团、华宝投资、上海国资分别持有公司14.05%、13.35%、6.34%的股份。上海市国资委通过申能集团、上海国资等合计持有公司22.4%的股份，为公司第一大股东。公司股权结构较分散，无控股股东和实控人，因此公司管理层在经营决策过程中拥有较高的自主权。

图表2：中国太保的股东结构（截至 2023 年）


资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.2 高管均为公司老将，经验丰富

中国太保的高管均在公司工作多年，对公司业务具有深入的见解。傅帆先生自 2020 年 3 月起担任中国太保总裁、2024 年 1 月起担任中国太保董事长。在任期间，傅帆先生深度参与制定、推进公司“大健康”、“大区域”、“大数据”等战略，对公司各个业务板块均有深刻的认知。总裁赵永刚先生自 1995 年加入中国太保，具有丰富的一线工作经验和管理经验。公司其余高管也均在太保集团或其他业务板块担任过重要职务。在专业高管团队的带领下，公司既有战略的稳定性和延续性将得以保证。

图表3：中国太保及子公司的现任高管履历

姓名	主要职务	个人履历
傅帆	中国太保董事长	傅帆先生曾任上投实业投资公司副总经理，上投摩根基金管理有限公司副总经理，上海国际信托有限公司总经理、副董事长，上海国有资产经营有限公司董事长，上海国际集团有限公司董事、总经理，中国太保总裁等。
赵永刚	中国太保总裁	赵永刚先生曾任中国太保党群工作部部长，太保寿险战略转型办公室主任、黑龙江分公司总经理、河南分公司总经理，太保寿险工会主席、人力资源总监，中国太保工会主席、副总裁，海通证券监事会副主席、董事等。
俞斌	中国太保副总裁、太保科技董事长	俞斌先生曾任太保产险非水险部副总经理、核保核赔部副总经理、市场研发中心总经理、市场部总经理，太保产险市场总监、副总经理，中国太保助理总裁等。
马欣	中国太保副总裁、太平洋健康险董事长	马欣先生曾任太保寿险陕西分公司总经理，中国太保战略企划部总经理、战略转型办公室主任、转型总监、董事会秘书，太保产险董事，长江养老董事等。
张远瀚	中国太保总精算师、财务负责人	张远瀚先生曾任联泰大都会人寿总精算师、副总经理、副总裁，生命人寿总精算师，光大永明人寿副总经理、财务总监、总精算师，光大永明资管董事，太保资产董事，太平洋健康险总精算师等。
张卫东	中国太保合规负责人、总法律顾问、首席风险官临时负责人	张卫东先生曾任中国太保法律合规部总经理、董事会办公室主任，太保产险董事会秘书、董事，太保寿险董事会秘书、董事，太保资产董事会秘书，中国太保风险合规总监、风险管理部总经理、首席风险官等。
陈巍	中国太保行政总监	陈巍先生曾任中国太保伦敦代表处首席代表，太保香港董事兼总经理，中国太保董事会秘书兼战略企划部总经理、审计总监、审计责任人、总审计师，太保寿险董事会秘书，太保资产监事长，太平洋健康险总经理、董事等。
苏少军	中国太保董事会秘书	苏少军先生曾任太保产险承保部总经理助理、副总经理，太保产险北京分公司副总经理、总经理，太保产险发展企划部总经理、董事会办公室主任、监事会办公室主任、电销中心总经理，中国太保战略研究中心主任、转型副总监等。
苏罡	中国太保首席投资官	苏罡先生曾任中国太保投关负责人，太保资产项目投资总监、副总经理兼另类投资管理中心总经理，太保寿险副总经理，长江养老总经理、董事长等。

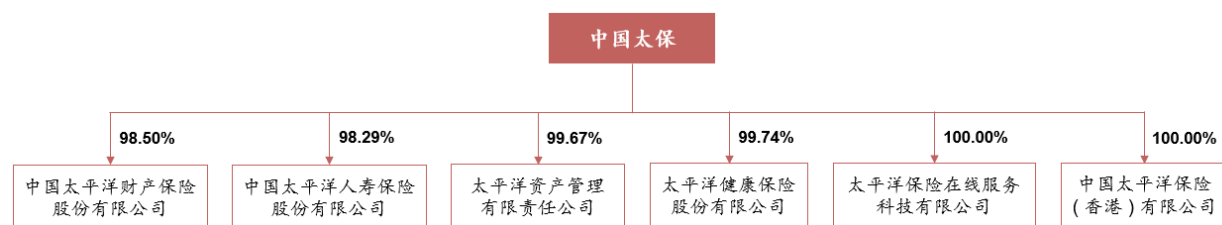
潘艳红	太保寿险董事长、太保资本董事长、中国太保寿险香港董事会主席	潘艳红女士曾任太保寿险财务副总监、财务总监、副总经理、副董事长、总经理，太保集团财务负责人、副总裁、常务副总裁，太平洋健康险董事，长江养老董事等。
李劲松	太保寿险总经理	李劲松先生曾任太保寿险四川分公司总经理，太保寿险银行保险部总经理、总经理助理、副总经理，太保集团市场副总监兼战略客户部总经理等职。
顾越	太保产险董事长、太保香港董事长	顾越先生曾任中国太保苏州分公司及南京分公司总经理，太保集团董事会秘书及人力资源部总经理、审计总监、审计责任人、财务负责人、副总裁、常务副总裁，太保寿险监事长、董事，太保资产监事长，太保香港董事，太平洋健康险董事，太保产险总经理。

资料来源：公司公告，“慧保天下”公众号，国联证券研究所

1.3 业务多元，寿产险优势均突出

中国太保的核心业务为寿险和财产险，同时积极布局资产管理、健康险、养老险等业务。中国太保主要由四个经营分部构成：1) 人身险业务：主要包括太保寿险、太平洋健康险。2) 财产险业务：主要包括太保产险、太保香港、太平洋安信农险。3) 资产管理业务：主要包括太保资产、太保投资（香港）。4) 其他业务：包括长江养老、国联安基金、太保资本、太保在线等。

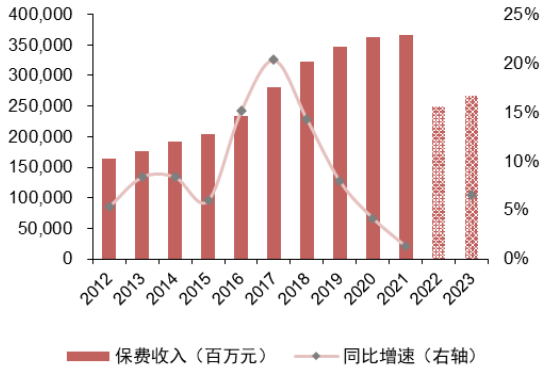
图表4：中国太保的主要子公司（2023年）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

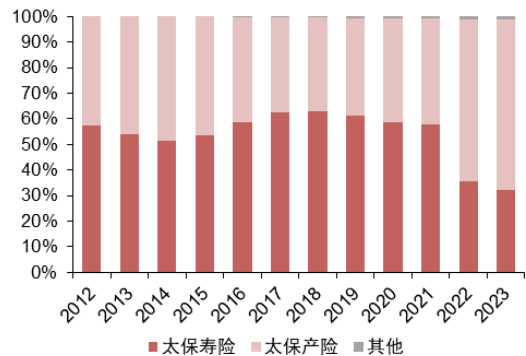
寿险业务和财险业务是公司主要的收入来源。2023年，中国太保实现保险服务收入2661.67亿元，同比+6.6%。其中太保寿险、太保产险分别实现保险服务收入854.61、1771.28亿元，同比分别-3.5%、+11.8%，对整体保险服务收入的贡献比重分别为32.1%、66.5%。

图表5：中国太保的保费收入表现



资料来源：公司公告，国联证券研究所
备注：2012-2021 年的数据口径为保险业务收入，2022 和 2023 年的数据口径为保险服务收入。

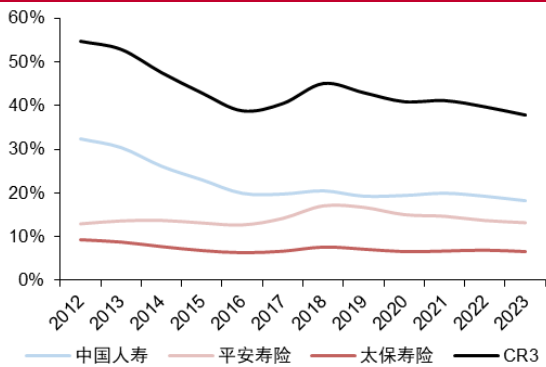
图表6：中国太保的保费收入结构



资料来源：公司公告，国联证券研究所
备注：2012-2021 年的数据口径为保险业务收入，2022 和 2023 年的数据口径为保险服务收入。

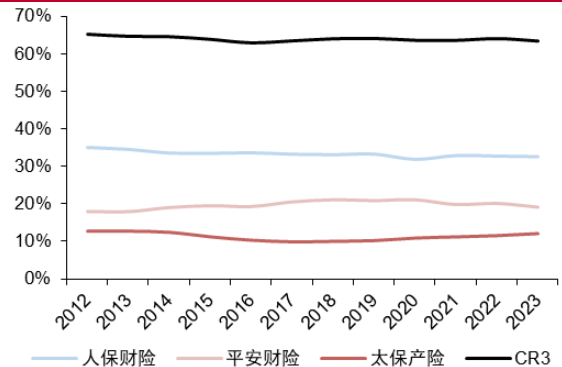
太保寿险、太保产险的保费市占率均稳居行业第三。从保费市占率来看，2012-2023 年，太保寿险的保费市占率由 9.4% 降至 6.6%，太保产险的保费市占率由 12.6% 降至 12.0%。太保寿险、太保产险的保费市占率虽略有下降，但始终稳居行业第三名。

图表7：太保寿险的保费市占率位居行业第三



资料来源：公司公告，国联证券研究所
备注：各寿险公司的保费市占率=各寿险公司保费/寿险行业的总保费。

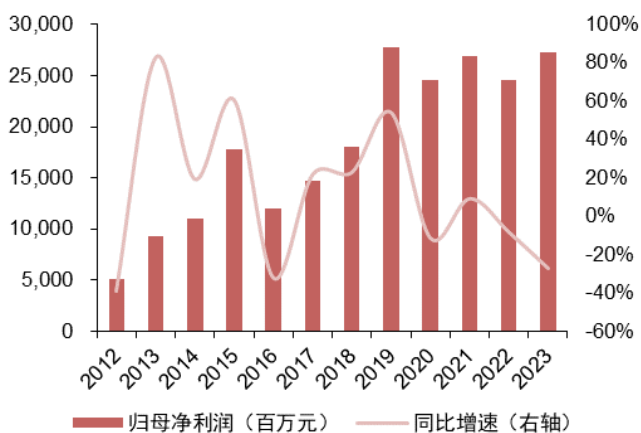
图表8：太保产险的保费市占率位居行业第三



资料来源：公司公告，国联证券研究所
备注：各产险公司的保费市占率=各产险公司的保费/产险行业的总保费。

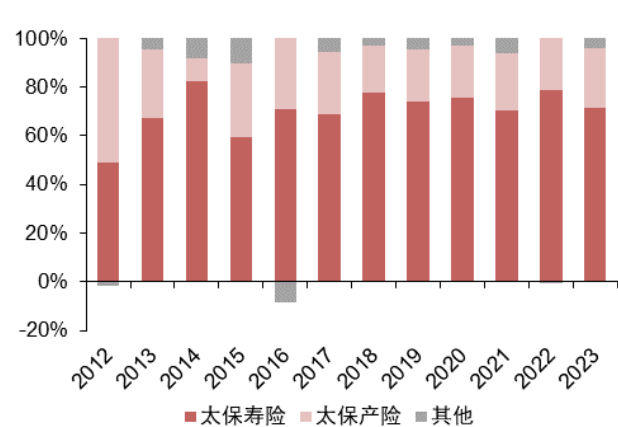
寿险业务是公司最主要的利润来源。

从归母净利润来看，2023 年中国太保实现归母净利润 272.57 亿元，同比-27.1%。其中太保寿险、太保产险的归母净利润分别为 195.32、65.75 亿元，同比分别-33.7%、-19.7%，对整体归母净利润的贡献比重分别为 71.7%、24.1%。

图表9：中国太保的归母净利润表现


资料来源：公司公告，国联证券研究所

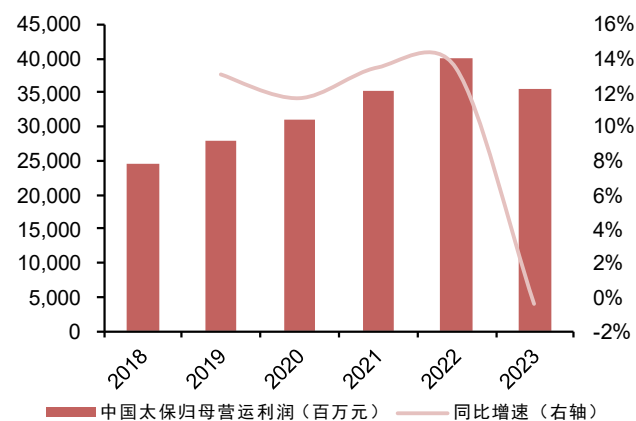
备注：2012-2022年的归母净利润及同比增速均为旧准则下的数据，2023年的归母净利润及同比增速均为新准则下的数据。

图表10：中国太保的归母净利润结构


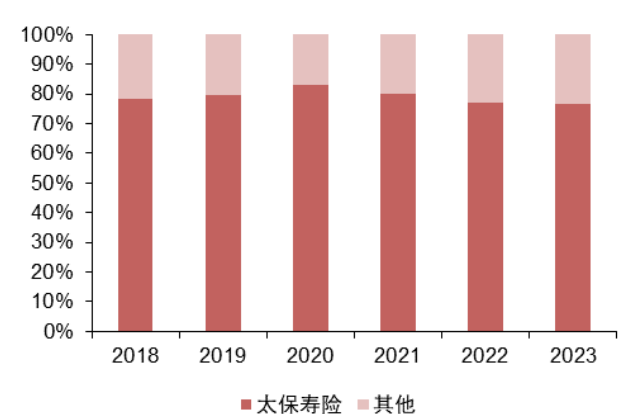
资料来源：公司公告，国联证券研究所

从归母营运利润来看，2023年中国太保实现归母营运利润355.18亿元，同比-0.4%。

其中太保寿险的归母营运利润为272.57亿元，同比+0.4%，对整体归母营运利润的贡献比重为76.7%。

图表11：中国太保的归母营运利润表现


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表12：中国太保的归母营运利润结构


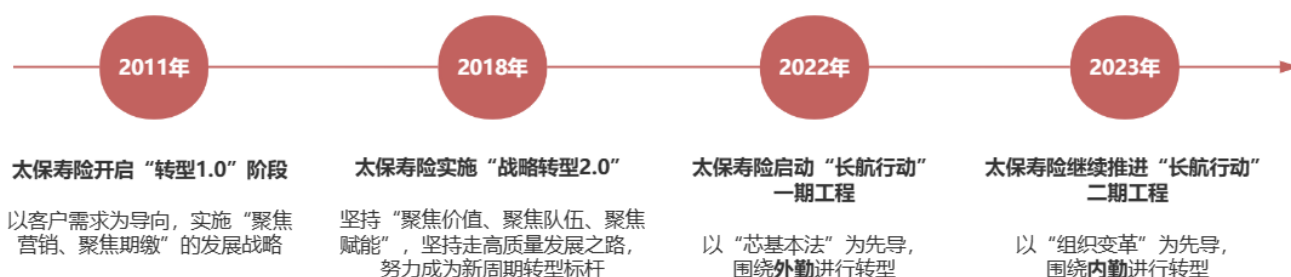
资料来源：公司公告，国联证券研究所

2. 寿险：“长航行动”引领公司迈向新征程

2.1 “长航行动”一期顺利收官，二期有序推进

太保寿险主动求变，引领行业转型变革。2011年，受银保新规（即《关于进一步加强商业银行代理保险业务合规销售与风险管理的通知》）等因素影响，寿险行业保费增速明显放缓。2011年我国寿险行业保费增速为-10.2%，显著低于2010年的+29.8%。在此背景下，中国太保开启了“转型1.0”阶段。公司积极推动以客户需求为导向的战略转型，深入实施“聚焦营销渠道，聚焦期缴业务”的发展战略。2017年中国太保新一届领导层上任后，公司便开始规划“战略转型2.0”，并于2018年正式启动实施。在“转型2.0”阶段，公司坚持“聚焦价值、聚焦队伍、聚焦赋能”，旨在打造新周期发展新动能。2021年，在“转型2.0”收官之际，中国太保发布了“长航行动”纲领，并于2022年1月1日正式启动了“长航行动”一期工程。

图表13：太保寿险的转型历程



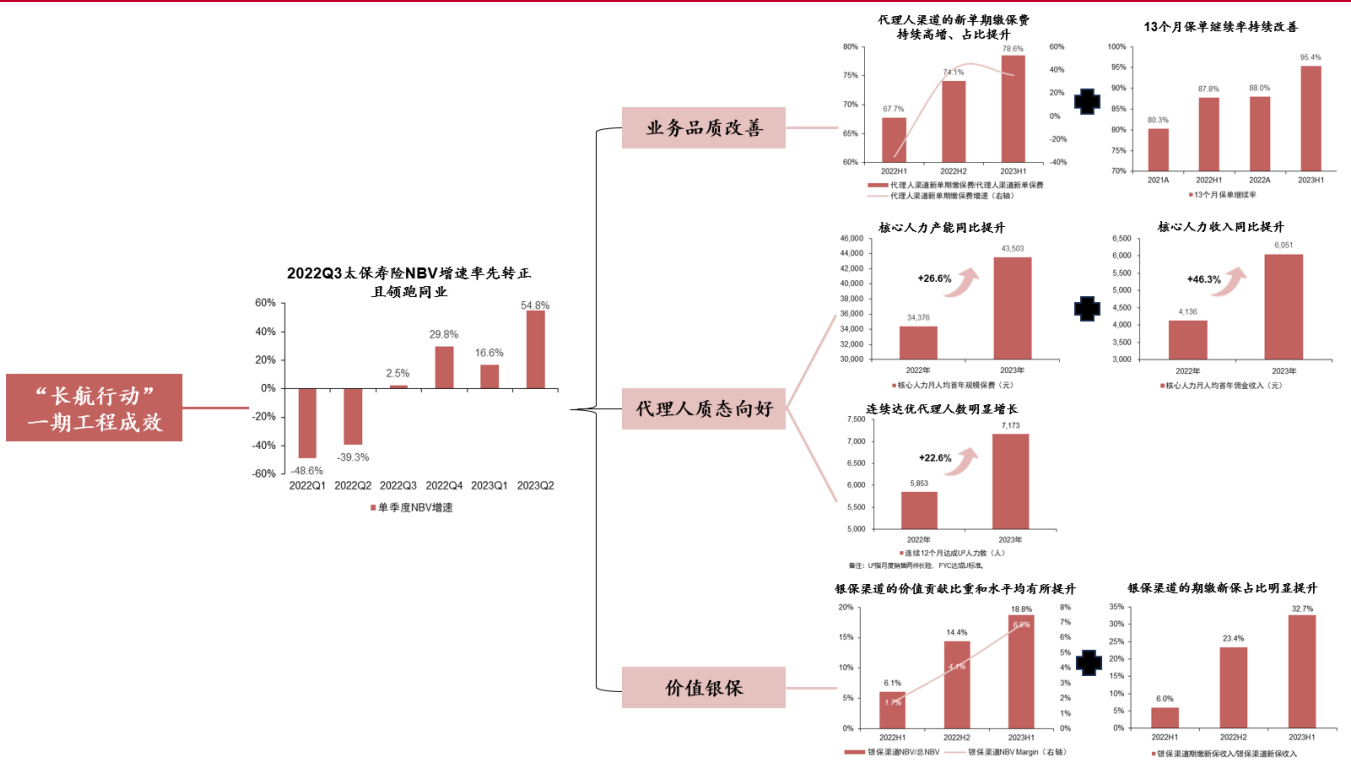
资料来源：公司公告，国联证券研究所

“长航行动”一期顺利收官，转型成效显著。“长航行动”明确提出了“一优、两稳、四新”的未来战略目标，即瞄准客户体验最优，追求价值稳定增长和市场地位稳固，力争渠道多元化实现新突破、大康养生态迈出新步伐、数字化建设取得新提升、组织人才发展踏上新台阶。2022年1月1日，中国太保启动了为期18个月的“长航行动”一期工程。“长航行动”一期工程重点围绕外勤进行转型，旨在通过职业化、专业化、数字化建设，推动代理人队伍转型升级。截至2023年6月，“长航行动”一期工程顺利收官。从转型成效来看，2022Q3太保寿险的新业务价值（即NBV）增速率先由负转正，且增速持续处于同业领先水平。

具体来看，1) 对于业务品质：2022H1、2022H2、2023H1太保寿险的代理人渠道新单期缴保费占代理人渠道新单保费的比重分别为67.7%、74.1%、78.6%，公司的期限结

构持续优化。同时，太保寿险的13个月保单继续率由2021年的80.3%提升至2023H1的95.4%，公司的保单继续率明显改善。2) 对于代理人质态：2023年，太保寿险核心人力的月人均首年规模保费、月人均首年佣金收入分别同比增长26.6%、46.3%至43503元、6051元，公司核心人力的产能和收入均同比提升。同时，太保寿险连续12个月达成U²的代理人人数由2022年的5853人增长至7173人，公司的代理人结构有所优化。3) 对于银保渠道：2022H1、2022H2、2023H1太保寿险的银保渠道NBV占总NBV的比重分别为6.1%、14.4%、18.8%，银保渠道的NBV Margin分别为1.7%、4.1%、6.9%。公司银保渠道的价值贡献比重和水平均有所提升。同时，太保寿险银保渠道的新单期缴保费占银保渠道新单保费的比重由2022H1的6.0%提升至2023H1的32.7%，公司银保渠道的期限结构显著改善。

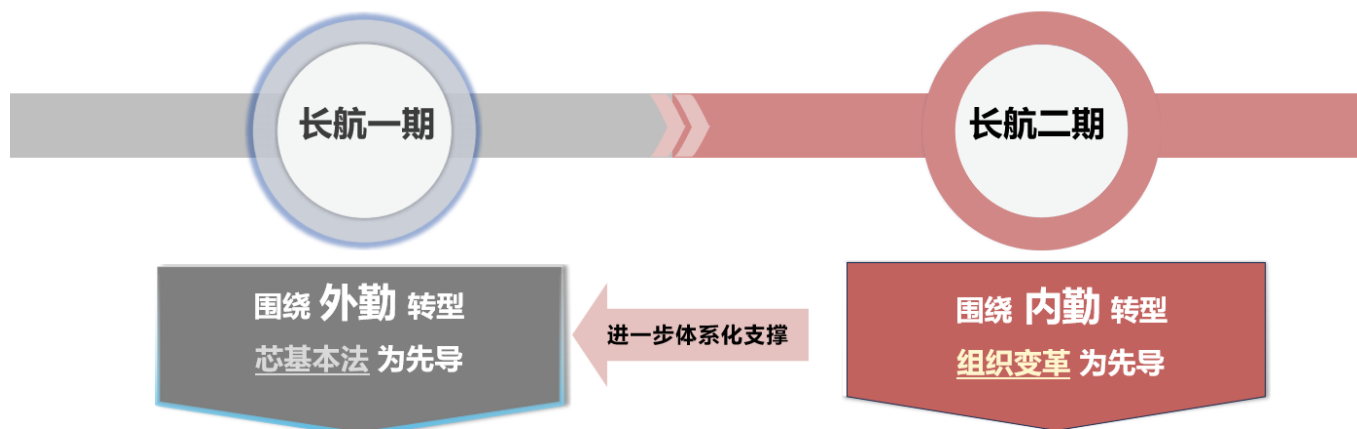
图表14：“长航行动”一期工程成效显著



资料来源：公司公告，国联证券研究所

“长航行动”二期有序推进，重点围绕内勤进行转型。2023年7月1日，太保寿险正式启动了“长航行动”二期工程。“长航行动”二期工程将以组织变革为先导，围绕内勤进行深刻变革，打造与公司外勤相匹配的组织支撑力。后续随着“长航行动”二期工程有序推进，公司代理人队伍的发展有望步入良性循环，进而支撑公司NBV持续稳健增长。

图表15：“长航行动”二期工程设计图

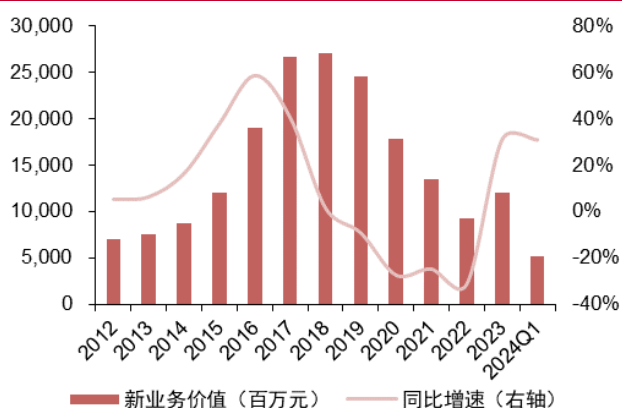


资料来源：公司公告，国联证券研究所

2.2 新单保费及新业务价值均恢复正增态势

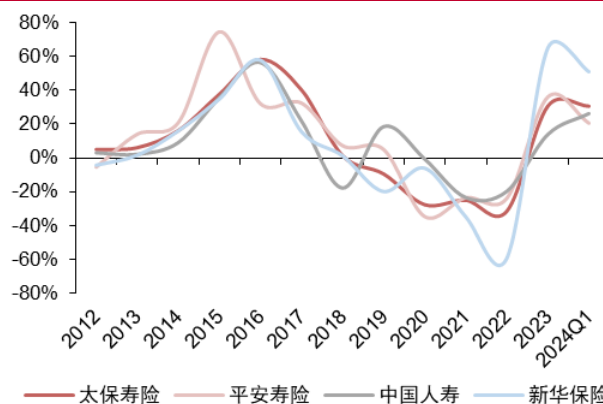
2023 年以来，太保寿险的 NBV 增速明显改善，且增速处于同业领先水平。2023 年，太保寿险实现 NBV 120.39 亿元，同比+30.8%。公司的 NBV 增速由负转正，主要得益于：1) 保险产品吸引力提升及政策催化推动客户需求迎来集中释放，进而带动新单保费实现较好增长。2023 年太保寿险的新单保费同比+4.1%。2) 太保寿险的业务结构优化推动 NBV Margin 实现改善。2023 年太保寿险的 NBV Margin 同比+1.7PCT 至 13.3%。2024Q1，太保寿险实现 NBV 51.91 亿，同比+30.7%。公司的 NBV 延续高增且增速处于同业领先水平，主因公司的 NBV Margin 持续改善、新单保费增速更高。

图表16：太保寿险的新业务价值表现



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表17：太保寿险与同业的新业务价值增速对比

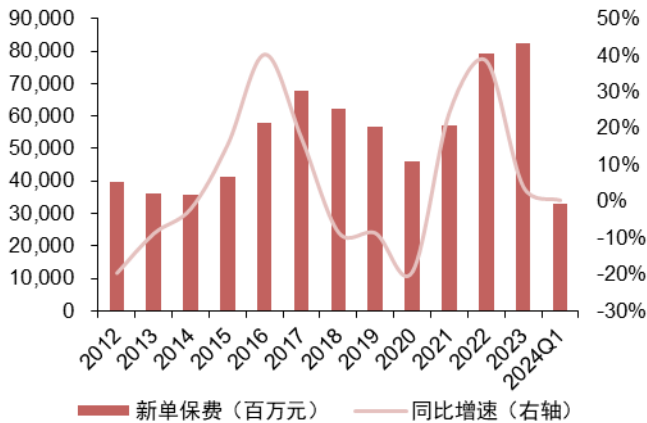


资料来源：公司公告，国联证券研究所

从新单保费来看，太保寿险的新单保费增速回暖。受益于银保渠道快速发展、代理人

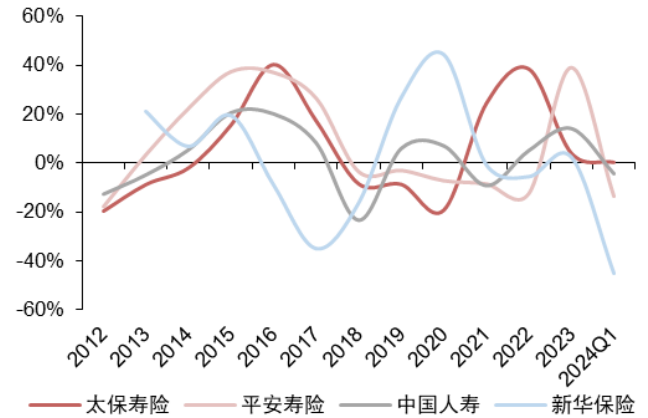
产能明显改善、客户对储蓄型险种的需求提升，2021年以来太保寿险的新单保费恢复了正增态势。2021-2023年，太保寿险的新单保费增速分别为+24.4%、+38.5%、+4.1%。2024Q1，太保寿险实现新单保费327.91亿元，同比+0.4%。太保寿险的新单保费增速领先中国人寿（-4.4%）、平安寿险（-13.6%）、新华保险（-45.0%），主要系公司的代理人渠道韧性更强。

图表18：太保寿险的新单保费表现



资料来源：公司公告，国联证券研究所

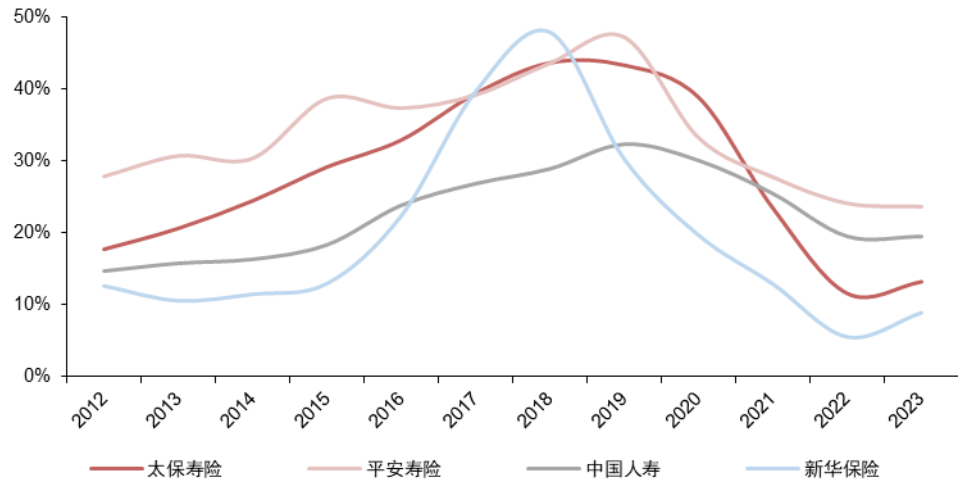
图表19：太保寿险与同业的新单保费增速对比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

从NBV Margin来看，太保寿险的NBV Margin呈现企稳回升态势。2023年，太保寿险的NBV Margin为13.3%，同比+1.7PCT。公司的NBV Margin有所提升，主因银保渠道严格执行“报行合一”、产品预定利率下调和公司的产品结构同比改善。后续随着产品预定利率及渠道费用率继续改善，公司的NBV Margin有望进一步回升，进而支撑NBV增长。

图表20：太保寿险与同业的 NBV Margin 对比

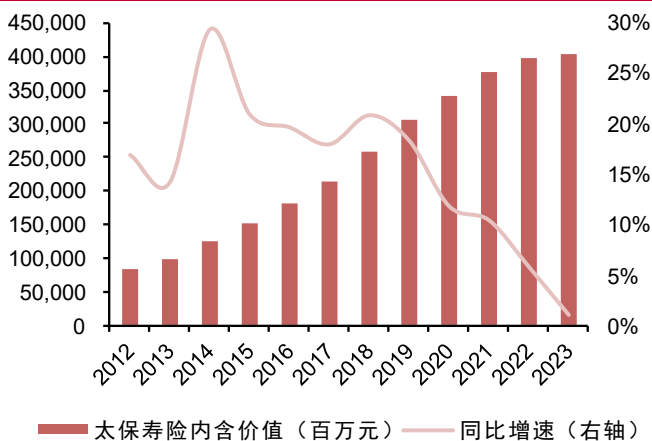


资料来源：公司公告，国联证券研究所

2.3 内含价值持续增长，且增速相对更稳健

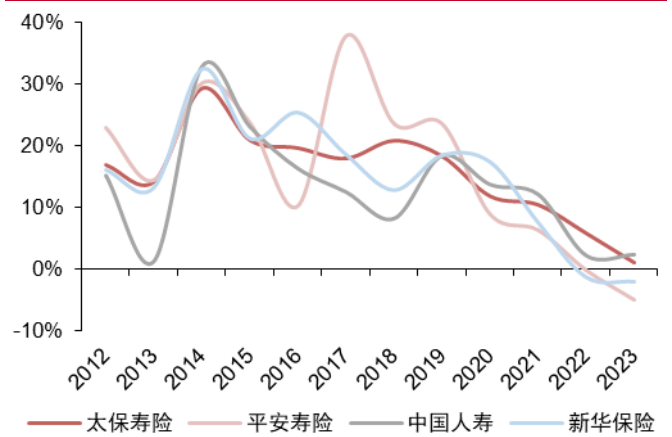
太保寿险的内含价值持续增长，近年来增速有所放缓。2012-2023 年，太保寿险的内含价值由 853 亿元增长至 4020 亿元，年复合增速达 15.1%。近年来公司的内含价值增速有所放缓，主因过往几年 NBV 同比下滑导致其对内含价值的贡献减弱、存量业务质量下降导致营运偏差贡献为负。但与主要同业相比，太保寿险的内含价值增速相对更稳健。2023 年在平安寿险、新华人寿的内含价值同比下降的背景下，太保寿险的内含价值仍实现了正增长。

图表21：太保寿险的 EV 表现



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表22：太保寿险与同业的 EV 增速对比

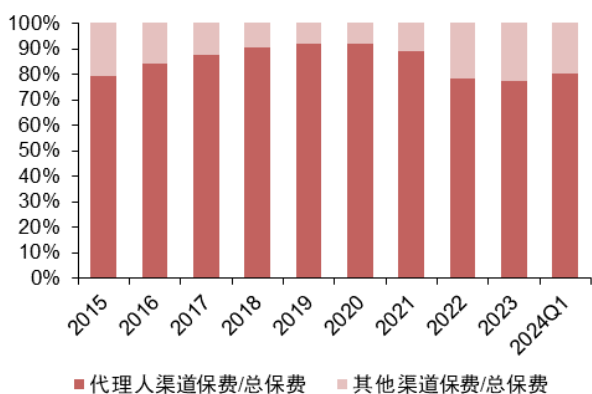


资料来源：公司公告，国联证券研究所

2.4 渠道：以代理人渠道为主体的多元渠道格局

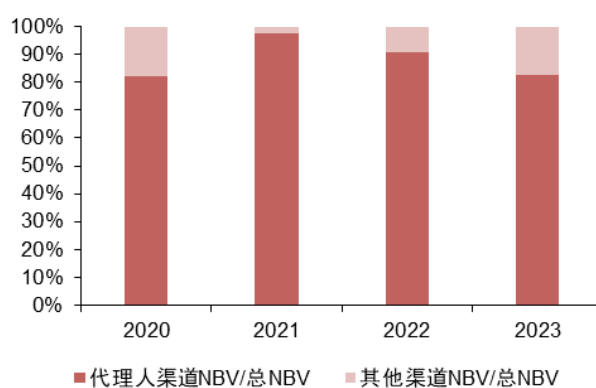
代理人渠道是太保寿险最主要的保费和价值贡献来源。从保费结构来看，2015-2023年，太保寿险的代理人渠道对整体保费的贡献比重均在75%以上。2024Q1，太保寿险代理人渠道的保费占总保费的比重达80.1%，环比2023年有所抬升。从NBV结构来看，2020-2023年，太保寿险的代理人渠道对整体NBV的贡献比重均在80%以上。与其他渠道相比，代理人渠道的价值贡献水平相对更高。

图表23：太保寿险分渠道的保费收入占比



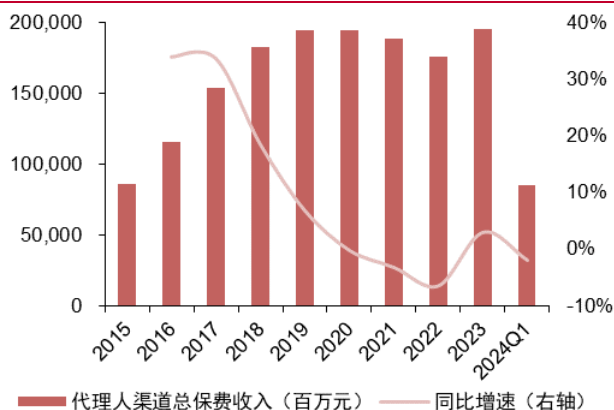
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表24：太保寿险分渠道的NBV占比



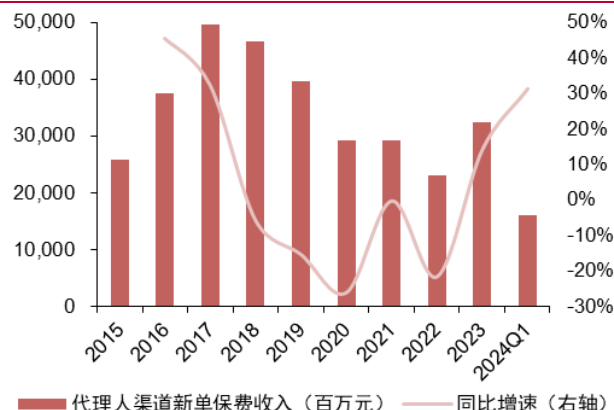
资料来源：公司公告，国联证券研究所

代理人渠道的新单保费增速恢复高增，主因“长航行动”带动代理人产能明显提升。从代理人渠道的总保费表现来看，2023年、2024Q1太保寿险代理人渠道的规模保费分别为1955、849亿元，同比分别+3.0%、-1.9%。代理人渠道的总保费收入增速未见明显改善，主要受续期业务拖累。从代理人渠道的新单保费表现来看，2023年、2024Q1太保寿险代理人渠道的新单保费分别为324、161亿元，同比分别+14.2%、+31.1%。代理人渠道的新单保费增速显著回暖，主因“长航行动”的成效逐步显现，代理人的产能实现明显改善。

图表25：太保寿险代理人渠道的总保费表现


资料来源：公司公告，国联证券研究所

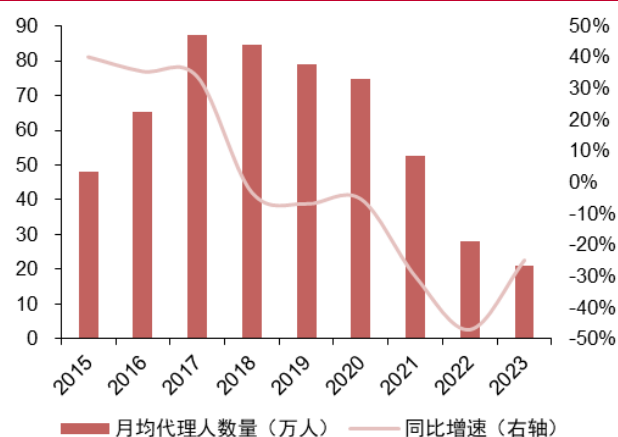
备注：2015-2022年的数据口径为保险业务收入，2023年及2024Q1的数据口径为规模保费。

图表26：太保寿险代理人渠道的新单保费表现


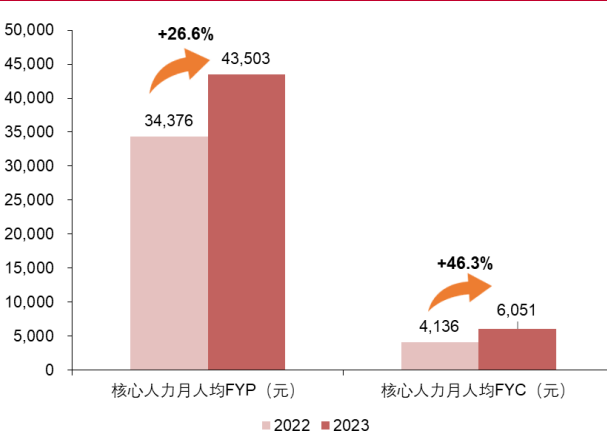
资料来源：公司公告，国联证券研究所

备注：2015-2022年的数据口径为保险业务收入，2023年及2024Q1的数据口径为规模保费。

代理人数量降幅有所收窄，代理人质态显著向好。2018年以来，居民消费意愿减弱等因素导致代理人渠道发展受阻。2017-2023年，太保寿险的月均代理人数量由87.4万人减少至21.0万，累计下降幅度达76%。自太保寿险启动“长航行动”以来，公司的代理人降幅有所收窄。2023年，太保寿险的月均代理人数量同比下降24.7%，降幅较2022年（降幅为46.9%）明显收窄。**从代理人质态来看**，随着“长航行动”推动代理人队伍持续转型升级，代理人队伍的质态显著向好。2023年，太保寿险核心人力的月人均首年规模保费、月人均首年佣金收入分别同比增长26.6%、46.3%至43503元、6051元，核心人力的产能和收入均显著提升。

图表27：太保寿险的代理人数量


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表28：2023年太保寿险的代理人产能同比明显提升


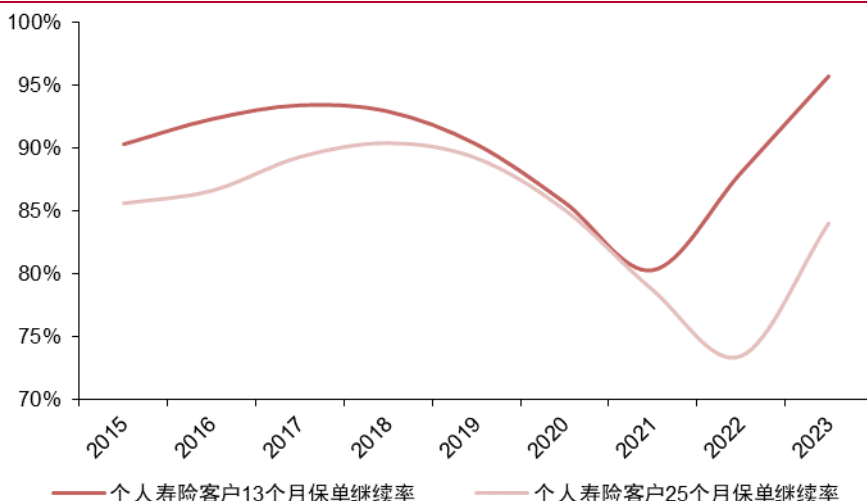
资料来源：公司公告，国联证券研究所

备注：FYP为首年规模保费，FYC为首年佣金收入。

同时，太保寿险个人寿险客户的保单继续率显著改善。2023年，太保寿险的个人寿险客户13个月、25个月保单继续率分别为95.7%、84.0%，同比分别提升7.7PCT、

10.6PCT。在“长航行动”的推动下，公司的业务品质有所抬升。

图表29：2023年太保个人寿险客户的保单继续率显著提升

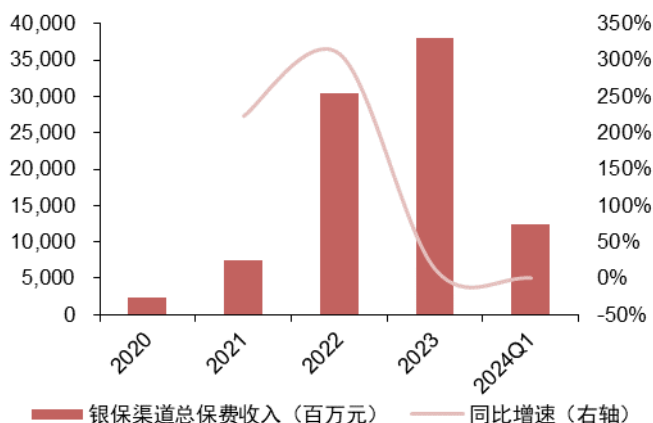


资料来源：公司公告，国联证券研究所

近年来，太保寿险的银保渠道对保费和价值的贡献比重均有所抬升。

从银保渠道的总保费表现来看，2023年、2024Q1太保寿险银保渠道的规模保费分别为381、124亿元，同比分别+12.5%、+0.7%。公司银保渠道的保费规模持续增长。从银保渠道对整体保费的贡献比重来看，2020-2023年，太保寿险银保渠道保费占总保费的比重由1.1%提升至15.1%。银保渠道的重要性不断提升。

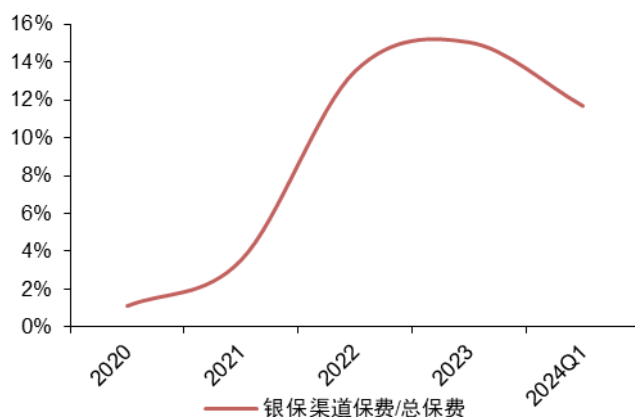
图表30：太保寿险银保渠道的总保费表现



资料来源：公司公告，国联证券研究所

备注：2020-2022年的数据口径为保险业务收入，2023年及2024Q1的数据口径为规模保费。

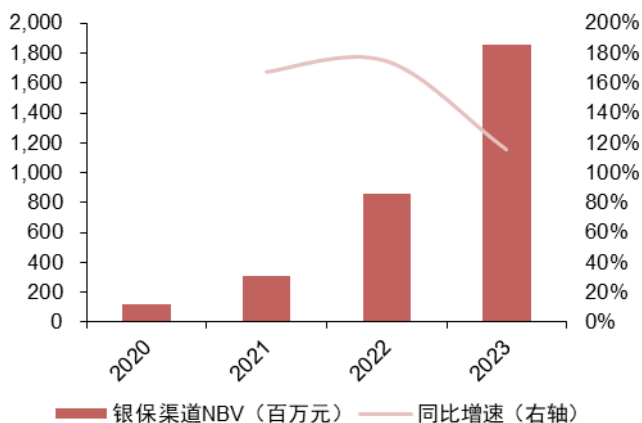
图表31：太保寿险银保渠道的保费占比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

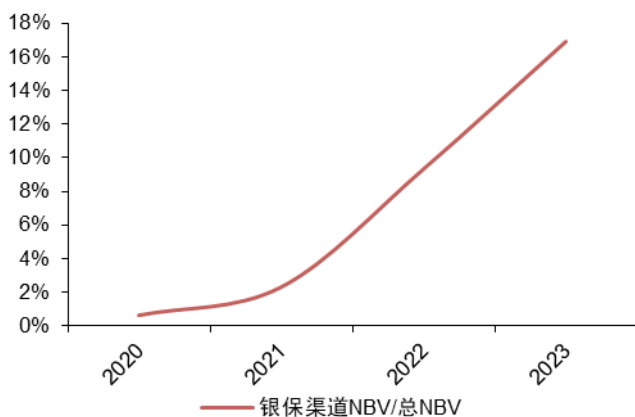
从银保渠道的NBV表现来看，2020-2023年，太保寿险银保渠道的NBV由1.2亿元增长至18.5亿元，年复合增速达151%。从银保渠道对整体NBV的贡献比重来看，2020-2023年，太保寿险银保渠道的NBV占总NBV的比重由0.7%提升至16.9%。在“长航行动”坚持“价值银保”的推动下，公司银保渠道的价值贡献水平持续提升。

图表32：太保寿险银保渠道的NBV表现



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表33：太保寿险银保渠道的NBV占比

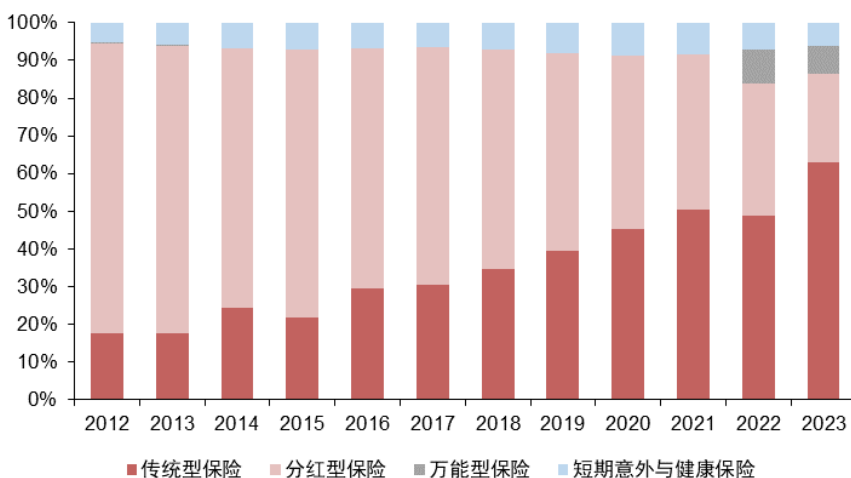


资料来源：公司公告，国联证券研究所

2.5 产品：传统险保费占比提升，结构持续优化

太保寿险的产品结构持续优化。2012-2023年，太保寿险的分红型保险、传统型保险的保费收入占总保费的比重分别由77.0%、17.6%变化至23.4%、63.1%。公司传统型保险的保费占比有所提升、分红型保险的保费占比有所下降，整体产品结构更加均衡。

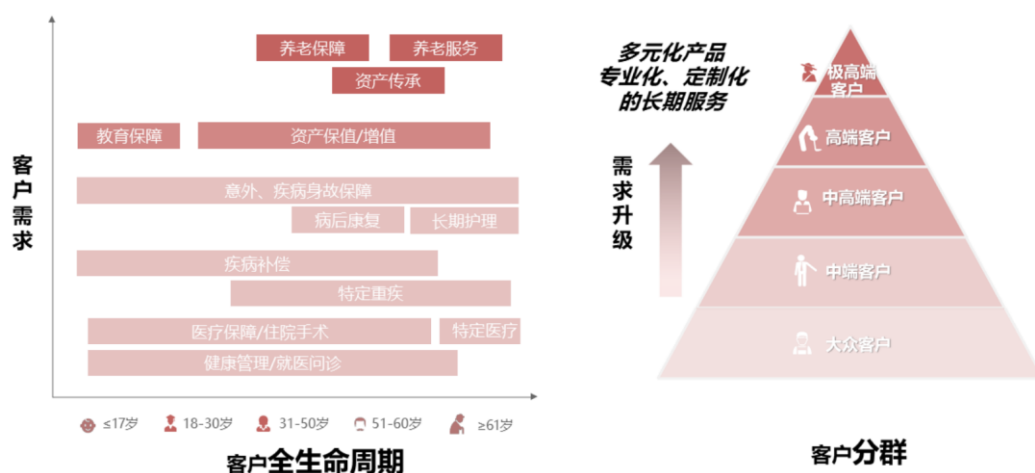
图表34：太保寿险分产品的保费收入占比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

在“长航行动”的指引下，太保寿险围绕客户的健康保障、财富管理和养老传承三大核心需求，打造了产品服务“金三角”，旨在为客户提供专业定制的综合解决方案。针对健康保障需求，太保寿险推出了新一代重疾险产品“金生无忧”、一站式专业管理服务“太保蓝本·无忧管家”。针对养老保障需求，太保寿险聚焦特定客群，上市了“鑫享康年高龄年金”、“长相伴养老财富保障”、“爸妈好防癌医疗”等多个产品，同时提供了居家养老、机构养老等多项全方位增值服务。

图表35：太保寿险的产品和服务体系不断完善



资料来源：公司公告，国联证券研究所

整体来看，后续随着“长航行动”二期工程的成效继续显现，太保寿险的队伍、产品、服务等有望再次升级，从而助力公司价值长期稳定增长。

3. 产险：承保盈利能力优于同业

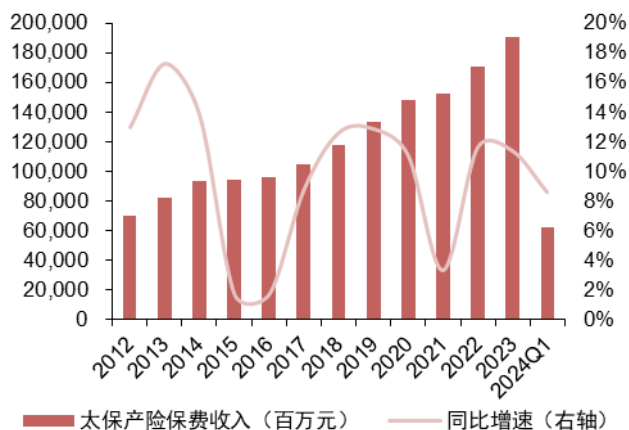
3.1 保费规模持续增长，非车保费占比提升

太保产险的保费规模稳健增长。2012-2023年，太保产险的保险业务收入由697亿元增长至1903亿元，年复合增速达9.6%。2024Q1，太保产险实现原保险保费收入625亿元，同比+8.6%，增速领先中国财险(+3.8%)、平安财险(+2.8%)。

从保费结构来看，近年来非车险的保费占比持续提升。2012-2023年，太保产险的非车险保费占总保费的比重由22.0%提升至45.6%，主要系车险增长趋缓下，公司加大了对农险、责任险等非车险业务的拓展力度。后续随着公司继续加快布局非车险领域，

非车险的保费占比有望进一步提升，太保产险的业务结构将更加均衡。

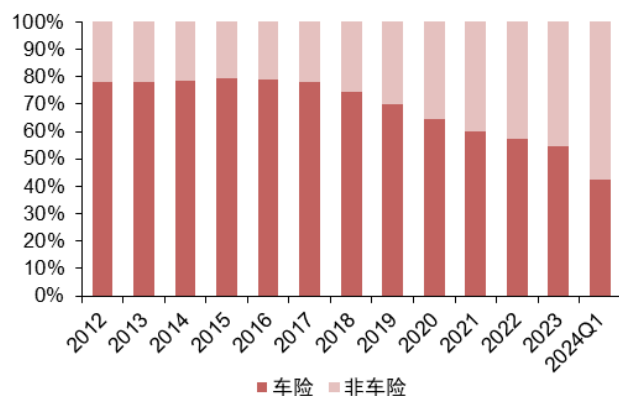
图表36：太保产险的保费规模持续增长



资料来源：公司公告，国联证券研究所

备注：2012-2023 年的数据口径为保险业务收入，2024Q1 的数据口径为原保险保费收入。

图表37：太保产险的非车险保费占比不断提升

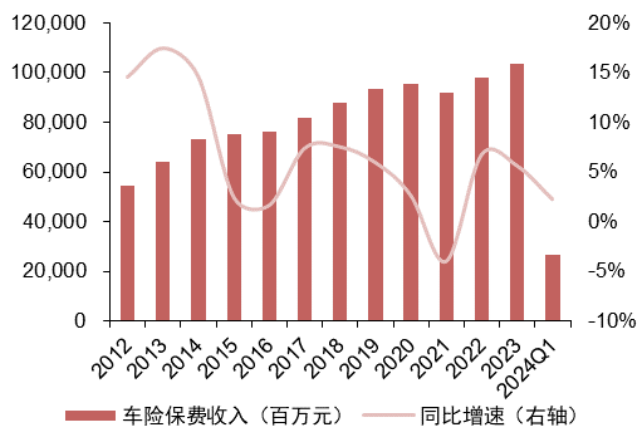


资料来源：公司公告，国联证券研究所

备注：2012-2023 年的数据口径为保险业务收入，2024Q1 的数据口径为原保险保费收入。

分险种来看，2012-2023 年，太保产险的车险、非车险保险业务收入分别由 543、154 亿元增长至 1035、868 亿元，年复合增速分别为 6.0%、17.0%。

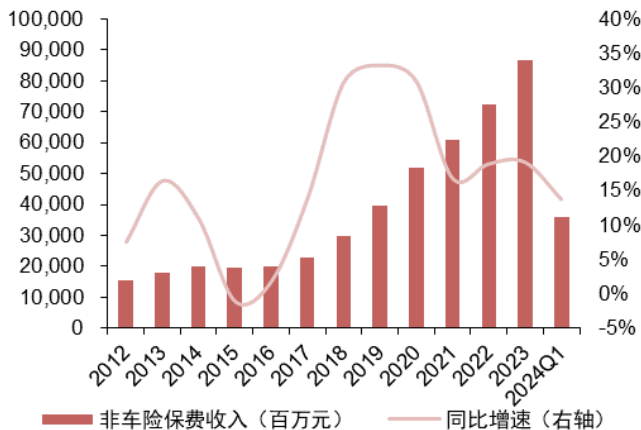
图表38：太保产险的车险保费表现



资料来源：公司公告，国联证券研究所

备注：2012-2023 年的数据口径为保险业务收入，2024Q1 的数据口径为原保险保费收入。

图表39：太保产险的非车险保费表现



资料来源：公司公告，国联证券研究所

备注：2012-2023 年的数据口径为保险业务收入，2024Q1 的数据口径为原保险保费收入。

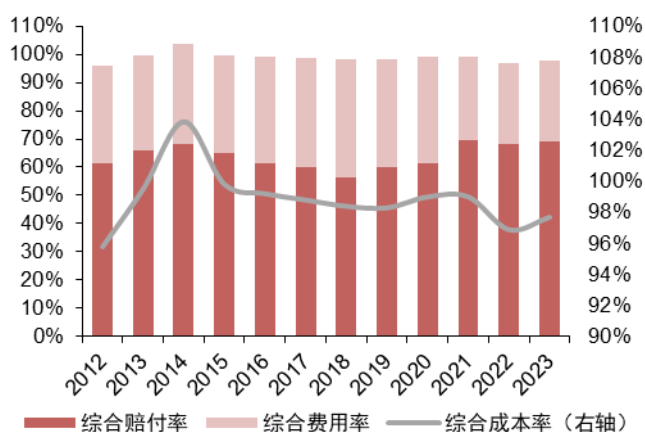
3.2 综合成本率优于同业，主因赔付率更低

近年来，太保产险的综合成本率(即 COR)稳中有降，主因费用率有所改善。2023 年，太保产险的 COR 同比抬升 0.8PCT 至 97.7%，主要系自然灾害影响加剧及居民出行增加导致赔付率抬升 1.1PCT。但近年来，太保产险的 COR 整体呈现改善态势，主因公司的费用率有所改善。公司的费用率由 2020 年的 37.6%改善至 2023 年的 28.6%，主

要得益于车险综改及公司优异的经营管理能力。

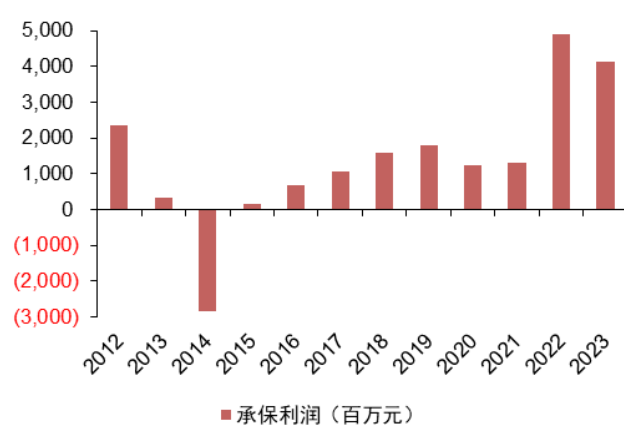
从承保利润来看，2012-2023年，太保产险的承保利润由24亿元增长至41亿元，年复合增速达5.3%。后续随着公司的经营管理能力持续提升，公司的承保盈利水平有望进一步提高。

图表40：太保产险的COR表现及结构



资料来源：公司公告，国联证券研究所
备注：COR 越低越好，COR 越低代表公司的承保盈利能力越强。

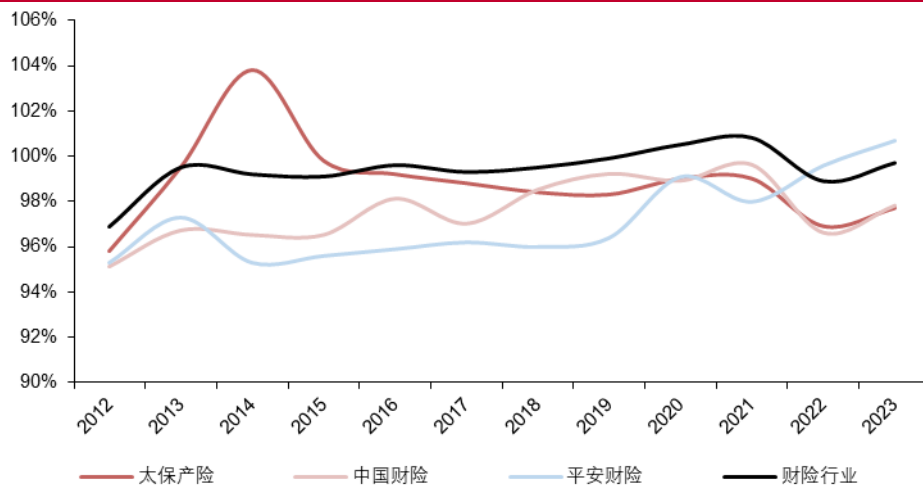
图表41：太保产险的承保利润表现



资料来源：公司公告，国联证券研究所

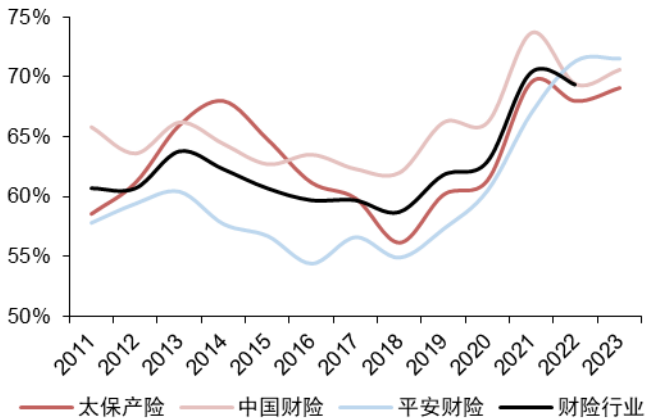
太保产险的综合成本率处于同业较优水平。2012-2023年，太保产险的平均COR为98.9%，优于整体财险行业（99.4%）。2023年，太保产险的COR为97.7%，优于主要竞争对手中国财险（97.8%）、平安财险（100.7%），主要系公司的赔付率更低。2023年，太保产险、中国财险、平安财险的赔付率分别为69.1%、70.6%、71.5%。

图表42：太保产险与同业的COR对比



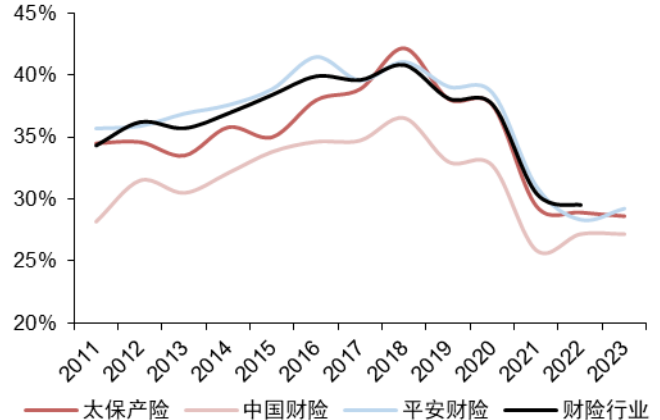
资料来源：公司公告，国联证券研究所

近年来，太保产险的赔付率有所抬升、费用率有所下降。对于赔付率，受车险综改、新能源车占比提升等因素影响，太保产险及整体财险行业的赔付率呈现抬升趋势。2019-2023年，太保产险、中国财险、平安财险的赔付率分别由60.2%、66.2%、57.3%抬升至69.1%、70.6%、71.5%。后续随着新能源车自主定价系数浮动范围扩大、公司不断强化精细化管理，预计公司的赔付率有望实现改善。对于费用率，得益于车险综改、监管趋严，太保产险及整体财险行业的费用率呈现下降趋势。2019-2023年，太保产险、中国财险、平安财险的费用率分别由38.1%、33.0%、39.1%下降至28.6%、27.2%、29.2%。后续随着车险继续执行“报行合一”、公司的规模优势和品牌优势持续凸显，预计公司的费用率有望进一步改善。

图表43：太保产险与同业的赔付率对比


资料来源：公司公告，国联证券研究所

备注：赔付率越低越好，赔付率越低代表公司的定价更精准、风险管控等能力越强。

图表44：太保产险与同业的费用率对比


资料来源：公司公告，国联证券研究所

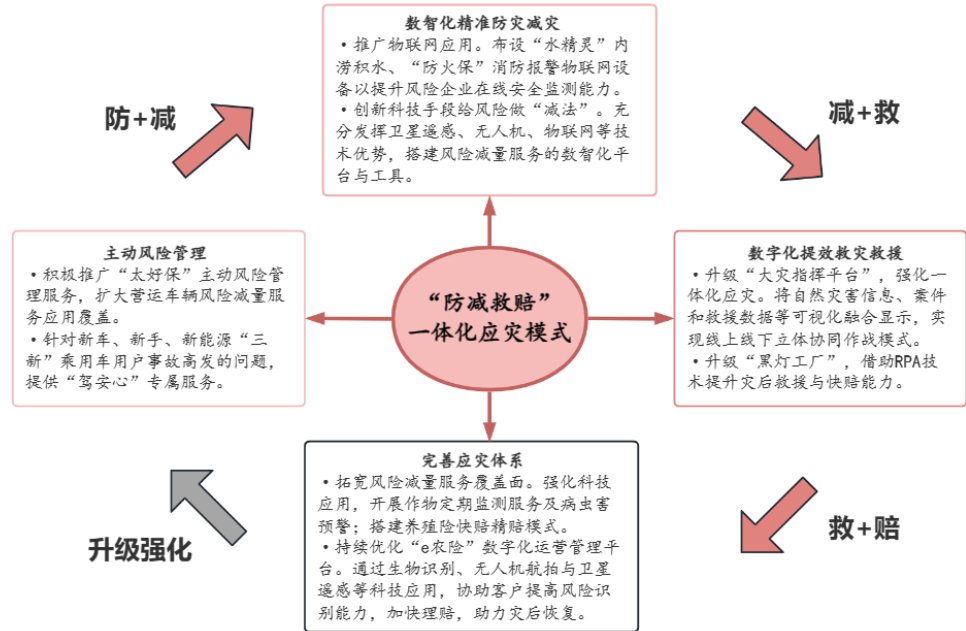
备注：费用率越低越好，费用率越低代表公司对成本的管控能力越强。

3.3 数智化应用赋能公司降本增效

为了进一步巩固有效益、可持续的高质量发展态势，太保产险建立了“防减救赔”一体化应灾服务模式和风险减量管理体系。近年来，为了提高风险化解能力、实现降本增效，太保产险积极从“事后赔付”向“事前防灾、事中减灾、事后救灾、及时赔付”的“防减救赔”一体化应灾服务转变。灾害发生前，公司积极推广“太好保”、提供“驾安心”等服务以降低出险率。灾害发生中，公司借助风险减量服务的数智化平台与工具持续监测风险，从而实现防灾减灾。灾害发生后，公司依托“大灾指挥平台”精准调配救援团队、利用卫星遥感等技术查勘定损，从而做到快速救援和理赔。

随着太保产险持续推进风险减量管理体系建设，公司和客户均将显著受益。公司通过提供风险减量服务可以降低理赔成本，进而能推动COR改善。

图表45：太保产险建立“防减救赔”一体化应急服务模式



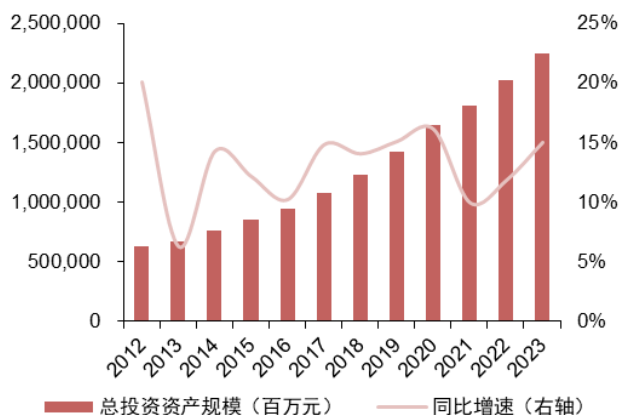
资料来源：中国网财经，国联证券研究所

备注：黑灯工厂即智慧工厂，太保产险将RPA（机器人流程自动化）机器人模仿人类作业行为且24小时无休，可替代产险部分标准化、流程化的工作。由于其无人值守、替代人工操作的特性，被称为“黑灯工厂”。

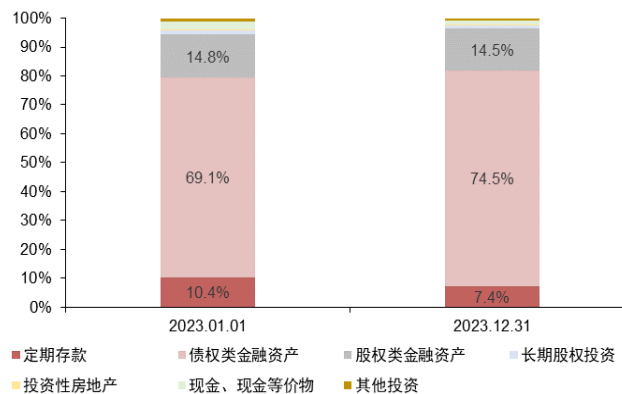
4. 投资：投资资产规模稳健增长

4.1 投资风格稳健，主要配置固收类资产

中国太保的总投资资产规模稳健增长，配置方向上以固收类资产为主。2012-2023年，中国太保的总投资资产规模由0.63万亿元增长至2.25万亿元，年复合增速达12.3%。公司的总投资资产规模呈现逐年增长态势，主要得益于公司的保费规模持续增长、整体盈利能力较强。从配置结构来看，截至2023年末，公司债权类金融资产占投资资产的比重为74.5%，较年初上升5.4PCT。固收类资产仍是公司投资资产中占比最高的部分。

图表46：中国太保的总投资资产规模持续增长


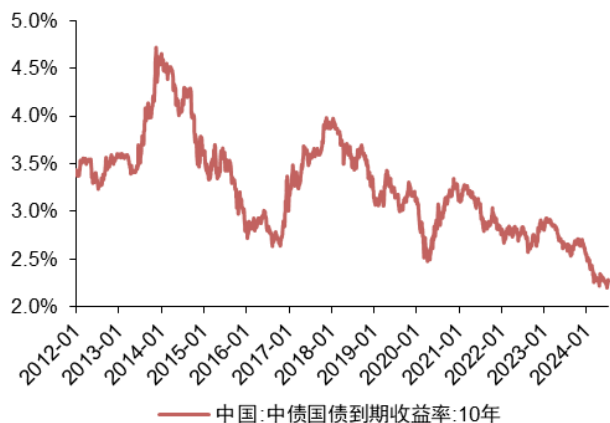
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表47：中国太保的投资资产结构


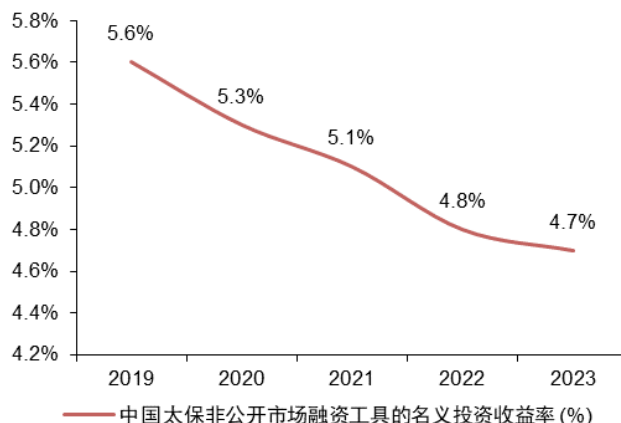
资料来源：公司公告，国联证券研究所

4.2 投资收益率处于行业中等偏上水平

从趋势上来看，近年来中国太保的投资收益率略有下降。2023年，中国太保的净投资收益率、总投资收益率分别为4.0%、2.6%，同比分别下降0.3PCT、1.6PCT，主要系权益市场波动加剧、利率中枢趋势下行。同时非标投资收益率下降也拉低了公司整体投资收益率水平。2019-2023年，中国太保非公开市场融资工具的名义投资收益率由5.6%下降至4.7%。

图表48：10年期国债收益率表现


资料来源：Wind，国联证券研究所

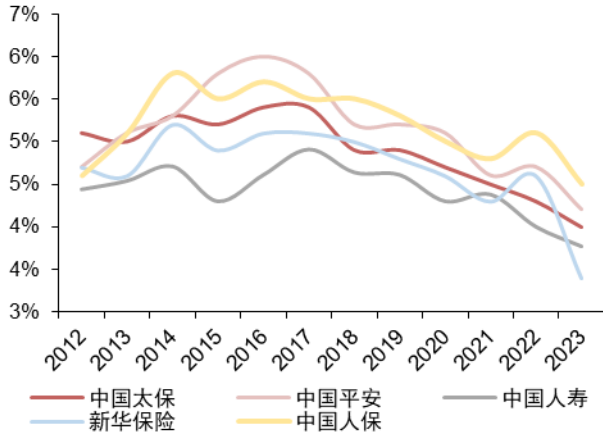
图表49：中国太保非公开市场融资工具的收益率表现


资料来源：公司公告，国联证券研究所

和其他上市险企相比，中国太保的投资收益率仍处于中等偏上水平，且稳定性相对更强。2012-2023年，中国太保的净投资收益率和总投资收益率的平均值分别为4.9%、5.1%，在5家A股上市公司中处于中等偏上水平。从投资收益率的波动性来看，2012-

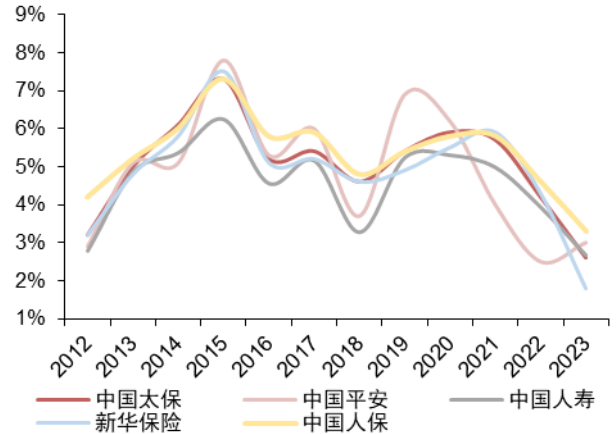
2023 年，中国太保净投资收益率、总投资收益率的标准差分别为 0.4%、1.3%，好于新华保险和中国平安。

图表50：中国太保与同业的净投资收益率对比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表51：中国太保与同业的总投资收益率对比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

寿险业务：对于新单保费增速，近年来，客户对保本保收益的金融资产需求较为旺盛。寿险产品凭借其较高的收益率水平获得客户青睐，寿险新单销售也呈现较好增长态势。考虑到 2023 年基数较高，我们预计 2024 年寿险新单保费将小幅下降，但中长期仍有望实现较好增长。因此我们假设 2024-2026 年公司的寿险新单保费增速分别为-4.0%、+2.3%、+6.2%。**对于新业务价值率**，随着“长航行动”进程不断推进，公司代理人队伍的产能、银保渠道的价值贡献水平将进一步提升。因此我们假设 2024-2026 年公司的新业务价值率分别为 16.7%、18.5%、19.7%。

产险业务：对于保费增速，近年来，公司加大了对非车险业务的拓展力度，非车险保费保持较快增长势头，预计该趋势有望延续。因此我们假设 2024-2026 年公司的产险保费增速分别为+11.7%、+11.6%、+11.9%。**对于综合成本率**，随着公司持续优化业务品质、加强风险管控，公司的承保盈利水平有望改善。因此我们假设 2024-2026 年公司的产险综合成本率分别为 97.6%、97.6%、97.3%。

我们预计公司 2024-2026 年的新业务价值分别为 132、150、170 亿元，同比增速分

别为+20.6%、+13.2%、+13.4%，3年CAGR为15.7%。营业总收入分别为3511、3791、4098亿元，同比增速分别为+8.4%、+8.0%、+8.1%，3年CAGR为8.1%。归母净利润分别为313、347、391亿元，同比增速分别为+14.7%、+11.1%、+12.6%，3年CAGR为12.8%。

图表52：公司业务情况测算

百万元/%	2023	2024E	2025E	2026E
寿险新单保费收入	82,402	79,077	80,911	85,955
同比增速	4.1%	-4.0%	2.3%	6.2%
寿险新业务价值率	13.3%	16.7%	18.5%	19.7%
寿险新业务价值	10,962	13,218	14,964	16,970
同比增速	19.1%	20.6%	13.2%	13.4%
产险保费收入	188,342	210,468	234,785	262,675
同比增速	11.4%	11.7%	11.6%	11.9%
产险综合成本率	97.7%	97.6%	97.6%	97.3%

资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

5.2 投资建议：“长航行动”成效持续显现，公司估值有望提升

公司转型成效逐步显现，后续新业务价值有望延续向好。近年来，公司持续推进“长航行动”。随着“长航行动”一期工程顺利收官，公司的代理人产能、银保渠道的价值贡献水平均明显提升。受益于此，当前公司的新业务价值已恢复增长态势，且新业务价值增速处于同业领先水平。后续公司将继续推进“长航行动”二期工程，围绕内勤继续深化改革。随着“长航行动”二期成效继续显现，公司的新业务价值表现有望延续向好，进而能支撑公司估值修复。我们看好公司后续的投资机会，维持“买入”评级。

6. 风险提示

转型成效低于预期：若“长航行动”的效果不佳，会影响公司的价值创造能力，进而会拖累公司的业绩和估值。

自然灾害超预期：若自然灾害的发生频率提高，会对产险业务的赔付造成不利影响，进而会影响公司产险业务的承保利润和净利润。

资本市场大幅波动：若资本市场波动加剧，会对公司的投资收益造成负面影响，进而影响公司的净利润。

市场竞争加剧：若保险市场的竞争加剧，会导致公司的费用率提升，进而会影响公司的盈利水平。

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	33,134	31,455	29,882	30,480	32,004
买入返售金融资产	21,124	2,808	2,920	3,066	3,220
定期存款	204,517	165,501	140,676	126,608	116,480
金融投资:					
交易性金融资产		581,602	593,234	622,896	647,812
债权投资		82,334	84,804	87,348	89,969
其他债权投资		1,247,435	1,434,550	1,592,351	1,751,586
其他权益工具投资		97,965	107,762	117,460	129,206
分出再保险合同资产	33,205	39,754	47,705	57,723	72,154
长期股权投资	25,829	23,184	26,662	28,795	31,098
存出资本保证金	7,290	7,105	7,034	6,964	6,894
资产总计	2,071,336	2,343,962	2,544,108	2,746,909	2,958,048
卖出回购金融资产款	119,665	115,819	113,503	115,773	118,088
预收保费	17,891	17,026	16,685	16,519	16,353
保险合同负债	1,664,848	1,872,620	2,022,430	2,164,000	2,293,840
应付手续费及佣金	4,639	5,861	7,326	8,792	10,198
负债合计	1,869,664	2,076,258	2,234,371	2,389,559	2,533,584
股本	9,620	9,620	9,620	9,620	9,620
资本公积	79,665	79,950	80,350	80,751	81,155
归属于母公司股东权益合计	196,477	249,586	285,855	330,923	388,830
少数股东权益	5,195	18,118	23,882	26,426	35,635
股东权益合计	201,672	267,704	309,737	357,350	424,465
负债和股东权益总计	2,071,336	2,343,962	2,544,108	2,746,909	2,958,048

利润表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	332,140	323,945	351,122	379,112	409,756
保险服务收入	249,745	266,167	287,774	310,970	337,445
投资收益	77,510	7,053	7,194	7,770	8,391
营业总支出	-289,600	-291,885	-314,340	-338,260	-363,774
保险服务费用	-213,988	-231,023	-251,147	-273,357	-297,984
分出保费的分摊	-15,427	-15,838	-16,313	-16,803	-17,307
减: 摊回保险服务费用	12,609	14,399	16,415	18,713	21,333
承保财务损失	-58,074	-46,741	-49,078	-50,550	-51,056
减: 分出再保险财务收益	1,108	1,174	1,256	1,344	1,438
营业利润	42,540	32,060	36,782	40,853	45,982
加: 营业外收入	147	136	147	159	172
减: 营业外支出	-204	-195	-210	-226	-243
利润总额	42,483	32,001	36,720	40,786	45,911
减: 所得税	-4,261	-4,090	-4,693	-5,213	-5,868
净利润	38,222	27,911	32,027	35,573	40,043
归属于母公司股东的净利润	37,381	27,257	31,276	34,740	39,104

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 07 月 30 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼