

众安在线 (6060 HK, 买入, 目标价: HK\$15.90)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$15.90 当前股价: HK\$13.40

股价上行/下行空间 +19%

52 周最高/最低价 (HK\$) 20.70/9.29

市值 (US\$mn) 2,533

当前发行数量(百万股) 1,470

三个月平均日交易额 (US\$mn) 25

流通盘占比 (%) 67

主要股东 (%)

蚂蚁集团 10

中国平安 10

深圳市加德信投资 9

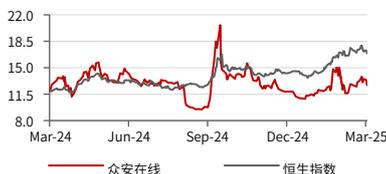
按 2025 年 3 月 24 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	15.90	13.00	22%
2025E EPS (RMB)	0.64	0.48	33%
2026E EPS (RMB)	0.73	0.69	6%
2027E EPS (RMB)	0.82	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴证券(香港)对比市场预测(差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	36,075 (+5%)	40,364 (+3%)
EPS (RMB)	0.65 (-2%)	0.73 (+0%)

注: 所示市场预测来源于彭博。正差幅 = 华兴证券(香港)预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴证券(香港)预测低于市场预测。

研究团队

王云吟

香港证监会中央编号: BLZ061

2025 年聚焦承保利润提升

- 综合成本率下降及投资收益增加推动 2H24 盈利表现超预期。
- 目标计划 2025 年综合成本率同比下降 0.4 个百分点。
- 重申“买入”评级, 上调目标价至 15.90 港元 (对应 0.6 倍 2025 年 P/NEP)。

此港股通报告之英文版本于 2025 年 3 月 25 日下午 5 时 10 分由华兴证券(香港)发布。中文版由华兴证券的王一鸣 (证券分析师登记编号: S1680521050001) 审核。如果您想进一步讨论本报告所述观点, 请与您在华兴证券的销售代表联系。

综合成本率下降及投资收益增加推动 2H24 盈利提升。众安在线公布 2H24 净利润为 5.48 亿元人民币, 环比高增 888%, 超出我们的预期, 这主要是得益于承保利润和投资收益的双重提升。2H24 总保费收入同比增长 19% 至 182 亿元人民币, 其中健康险 (+21%)、车险 (+25%) 和数字生活业务 (+31%) 的强劲增长抵消了消费金融业务的下滑 (-4%)。2H24 综合成本率降至 99.2% (对比 2H23 为 99.8%), 得益于赔付率同比下降 0.4 个百分点及费用率同比下降 0.1 个百分点。2H24 投资收益达 8.67 亿元人民币, 同比增长 227%, 主要原因是 2024 年 9 月底以来 A 股市场反弹推动净投资收益达 6.32 亿元。

瞄准改善 2025 年综合成本率。消费金融业务 2H24 保费同比降幅收窄, 受保贷款余额环比小幅回升 4.2%, 资产质量亦有改善。管理层采取审慎策略, 预计 2025 年消费金融保费同比增速为低个位数至持平, 重点关注综合成本率, 目标降至 90% (对比 2024 年为 90.3%)。健康险业务 2H24 实现增长 (得益于获客成本优化推动规模提升), 管理层预计在新产品“众民保”需求强劲的推动下, 2025 年增速有望超 10%, 该产品拓宽了保障范围, 专门面向“非标体人群”。车险业务预计 2025 年维持 30% 的同比增速, 受益于新能源车险的强劲表现以及公司 2024 年取得上海和浙江地区交通强制责任险的销售资格。数字生活业务保费 2025 年增速或将放缓, 重点目标为改善综合成本率至 99.5% (对比 2024 年为 99.9%)。基于公司 2025 年总保费目标为同比增长 10%、综合成本率目标为 96.5% (对比 2024 年为 96.9%), 我们预计承保利润同比增长 18%, 投资收益率稳定在 3.4%。

模型更新:我们将 2025 /26 年盈利预测上调 33%/6%, 以反映以下因素: 1) 净保费收入预测上调 1-2%; 2) 赔付率预测下调 2.5-2.6 个百分点; 3) 2025 年投资收益预测提高 20%; 抵消了 4) 费用率预测上调 1.4-1.5 个百分点。整体而言, 我们预计 2025 /26 年综合成本率将降至 96.5%/96.4%。

重申“买入”评级, 上调目标价至 15.90 港元。基于业绩超预期及我们的预测调整, 我们将目标市净率 (P/NEP) 倍数从 0.5 倍上调至 0.6 倍 (略高于该股三年均值减 1 个标准差水平), 得到新目标价为 15.90 港元 (原为 13.00 港元)。我们看好众安在线优于同业的增长前景, 其强大的保险科技能力将持续推动净保费收入和承保利润增长, 可带来盈利上行空间。**风险提示:** 健康险保费增长慢于预期; 中端医疗险市场竞争加剧; 投资环境疲软。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
已赚保费 (RMBmn)	27,535	31,744	35,151	38,748	42,616
投资收益净额 (RMBmn)	1,177	1,485	1,364	1,233	1,105
归母净利润 (RMBmn)	4,078	603	942	1,078	1,202
每股收益 (RMB)	2.77	0.41	0.64	0.73	0.82
市盈率(x)	7.5	28.9	18.8	16.4	14.7
市净率(x)	1.5	0.8	0.8	0.8	0.7

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 彭博, 华兴证券(香港)预测

2H24 业绩回顾

- **承保利润**同比下降 8%至人民币 6.94 亿元，综合成本率下降。
- **投资收益**同比增长 227%至人民币 8.67 亿元，得益于净投资收入增长人民币 6.32 亿元。我们测算总投资收益率为 4.5%，高于 2H23 的 1.3%。
- **总保费收入和保险收入**同比分别增长 19%和 12%，得益于健康险、车险和数字生活板块的强劲增长，抵消了消费金融业务的下滑。2H24 健康险、车险和数字生活总保费收入分别同比增长 21%、25%和 31%，但消费金融业务同比下降 4%，四个板块占全部总保费收入的比例为 32%/5%/48%/15%。
- **综合成本率**为 99.2%，低于 2H23 的 95.8%。整体赔付率从 2H23 的 56.5%降至 56.1%。车险和消费金融业务的赔付率同比下降 2.5/25.5 个百分点，但健康险和数字生活业务板块的赔付率同比上升 9 个/1.2 个百分点至 39.9%/ 65%。整体费用率从 2H23 的 43.2%下降到 43.1%。
- **核心偿付能力充足率**为 221%，对比 2H23 为 229%。

图表 1: 众安在线—2H24 业绩

人民币百万元	2H23	1H24	2H24	同比	环比	2023	2024	同比	2024E	差异
总保费	15,219	15,239	18,178	19%	19%	29,685	33,417	13%	32,765	2%
保险收入	14,843	15,088	16,656	12%	10%	27,535	31,744	15%	31,041	2%
保险服务费用和所持再保险合同保险净损益	-14,087	-14,741	-15,963	13%	8%	-15,640	-18,507	18%	-18,835	2%
承保利润	756	346	694	-8%	100%	1,337	1,040	-22%	756	27%
总投资收益	265	619	867	227%	40%	1,177	1,485	26%	1,000	33%
其他收入/开支	2,885	-926	-745	-126%	-20%	1,496	-1,671	-212%	-1,548	-7%
税前利润	3,905	39	815	-79%	1982%	4,010	854	NA	209	76%
归母净利润	3,856	55	548	-86%	888%	4,078	603	-85%	274	55%
综合成本率 (%)	99.8	97.9	99.2	-0.6	1.3	95.2	96.9	1.7	97.6	-0.7
赔付率 (%)	56.5	60.7	56.1	-0.4	-4.6	56.8	58.3	1.5	60.7	-2.4
费用率 (%)	43.2	37.2	43.1	-0.1	5.9	38.4	38.6	0.2	36.9	1.7
净投资收益率	2.2	2.3	2.3	0.1	0.0	2.2	2.3	0.1	2.5	-0.2
总投资收益率	-0.2	3.3	3.5	3.7	0.2	1.9	3.4	1.5	2.6	0.8
平均资产收益率 (ROAA)	16.7	0.3	2.5	-14.3	2.2	8.4	1.4	-7.0	0.6	0.7
平均资本收益率 (ROAE)	42.6	0.6	5.3	-37.3	4.8	23.1	2.9	-20.2	1.4	1.6
核心偿付能力充足率	229%	216%	221%	-8%	5%	229%	221%	-8%	211%	10%

资料来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

预测调整

我们将 2025/26 年的盈利预测分别上调 33%/6%，主要反映：1) 我们对同期净已赚保费预测上调 1%/2%；2) 赔付率预测下调 2.5 个/2.6 个百分点；3) 2025 年投资收益预测上调 20%；抵消了 4) 费用率预测上调 1.4 个/1.5 个百分点。总体而言，我们预计 2025/26 年综合成本率将降至 96.5%/96.4%。我们引入 2027 年的预测，预计众安在线 2025-2027 年承保利润年 CAGR 将达到 13.3%。

图表 2: 众安在线--盈利预测修正

人民币百万元	现值			原值		变动 (%)	
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E
总保费	36,884	40,612	44,619	36,509	40,846	1%	-1%
同比增速	10%	10%	10%	11%	12%	-1%	-2%
净已赚保费	35,151	38,748	42,616	34,453	38,494	2%	1%
同比增速	11%	10%	10%	11%	12%	0%	-1%
保险赔付净额	-20,435	-22,550	-24,827	-20,876	-23,388	-2%	-4%
佣金支出	-13,487	-14,803	-16,211	-12,704	-14,159	6%	5%
其他一般及行政支出	-1,726	-1,793	-1,919	-1,213	-1,302	42%	38%
承保损益	1,229	1,395	1,578	873	947	41%	47%
同比增速	18%	14%	13%	16%	8%	3%	5%
总投资收益	1,364	1,233	1,105	1,139	1,282	20%	-4%
财务费用	-527	-527	-527	-529	-529	0%	0%
汇兑损益-	-105	-105	-105	-2	-2	4529%	4529%
其他收入	1,542	1,732	1,949	1,474	1,689	5%	3%
其他支出	-958	-970	-982	-1,133	-1,182	-15%	-18%
其他损益-	-47	132	337	-182	-16	-74%	-910%
税前收入	821	968	1,101	618	910	33%	6%
所得税支出	121	110	101	91	109	33%	2%
税率	15%	11%	9%	15%	12%	0%	-1%
当年净利润	942	1,078	1,202	709	1,019	33%	6%
少数股东权益	0	0	0	0	0	NA	NA
归母净利润	942	1,078	1,202	709	1,019	33%	6%
同比增速	56%	14%	12%	158%	44%	-102%	-29%
期末股份数	1,470	1,470	1,470	1,470	1,470	0%	0%
稀释每股收益 (人民币元)	0.64	0.73	0.82	0.48	0.69	33%	6%
关键经营假设							
赔付率 (%)	58.1	58.2	58.3	60.6	60.8	-2.5	-2.6
费用率 (%)	38.4	38.2	38.0	36.9	36.8	1.5	1.4
综合成本率 (%)	96.5	96.4	96.3	97.5	97.5	-1.0	-1.1
净投资收益率 (%)	2.3	2.2	2.1	2.5	2.5	-0.2	-0.3
总投资收益率 (%)	3.4	3.0	2.7	2.8	3.0	0.6	0.0
平均资产收益率 (ROAA)	2.1	2.3	2.5	1.6	2.3	0.4	0.0
平均资本收益率 (ROAE)	4.4	4.8	5.1	3.4	4.7	1.0	0.1
总资产	46,427	47,705	49,107	44,247	45,466	5%	5%
投资资产	41,034	41,610	42,329	41,945	43,745	-2%	-5%
总负债	24,558	24,758	24,958	23,190	23,390	6%	6%
股东权益	21,869	22,947	24,149	21,057	22,076	4%	4%
杠杆比率(负债/资产, %)	52.9	51.9	50.8	52.4	51.4	0.5	0.5
资产/股东权益 (倍)	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1	0.0	0.0
净保费/股东权益 (倍)	1.6	1.7	1.8	1.6	1.7	0.0	-0.1
偿付能力充足率	210%	201%	194%	197%	186%	13%	16%

资料来源: 华兴证券 (香港) 预测

估值

重申“买入”评级，上调目标价至 15.90 港元

我们采用 0.6 倍 2025 年 P/NEP（股价/净已赚保费）的目标倍数（此前为 0.5 倍）对众安在线进行估值，略高于该股三年均值减 1 个标准差的水平。尽管众安在线的保费增速有所放缓，但仍显著高于中国整体财险行业的平均水平，因此我们上调目标估值倍数及基准。

在调整盈利预测之后，我们的目标价从 13.00 港元上调至 15.90 港元。我们看好公司更佳的增长前景以及强大的保险科技实力，这将持续推动净已赚保费和承保利润增长。我们预计 2025-2027 年众安的净已赚保费与承保利润 CAGR 将分别达到 10.1% 和 13.3%。维持“买入”评级。

图表 2: 众安在线—估值摘要

众安在线财产保险股份有限公司

港币对人民币汇率 0.90

	2021	2022	2023	2024A	2025E	2026E	2027E
净已赚保费（人民币百万元）	18,885	22,266	27,535	31,744	35,151	38,748	42,616
同比增速	16%	18%	24%	15%	11%	10%	10%
2025 年目标 P/NEP 倍数					0.6		
目标估值（人民币百万元）					21,091		
目标价（港元）	15.90						

	2021	2022	2023	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润（人民币百万元）	1,165	-1,356	4,078	603	942	1,078	1,202
股份数（百万）	1,470	1,470	1,470	1,470	1,470	1,470	1,470
每股已赚保费（人民币元）	12.85	15.15	18.73	21.60	23.92	26.36	28.99
每股已赚保费（港元）	14.28	16.83	20.82	24.00	26.57	29.29	32.22
每股收益（人民币元）	0.79	-0.92	2.77	0.41	0.64	0.73	0.82
每股收益（港元）	0.88	-1.03	3.08	0.46	0.71	0.81	0.91
每股账面价值（人民币元）	11.39	10.35	13.66	14.24	14.88	15.61	16.43
每股账面价值（港元）	12.66	11.50	15.17	15.82	16.53	17.35	18.26
当前 P/NEP (x)	0.9	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
当前 P/E (x)	15.2	-13.1	4.3	29.4	18.8	16.4	14.7
当前 P/B (x)	1.1	1.2	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
隐含 P/NEP (x)	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
隐含 P/E (x)	18	-16	5	35	22	20	17
隐含 P/B (x)	1.3	1.4	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9

注：收盘价截至 2025 年 3 月 24 日。

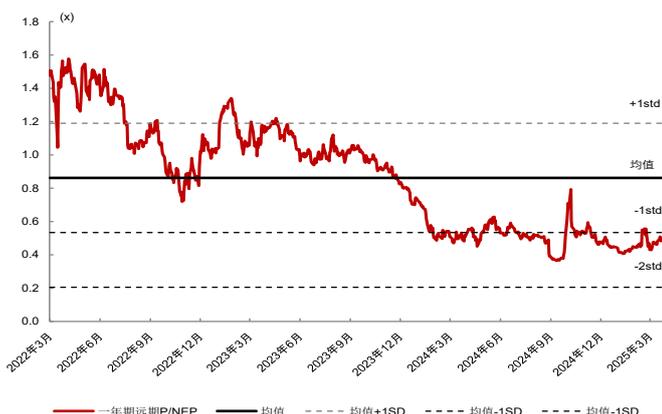
资料来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

图表 4: 中国保险公司与美国保险科技同业公司--估值比较

公司名称	交易币种	股票代码	评级	收盘价	市值 (百万美元)	P/E		P/B		P/NEP		ROE (%)	
						2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Lemonade	美元	LMND US	未覆盖	36.91	2,688	n.a.	n.a.	8.1	8.6	3.1	3.1	n.a.	n.a.
众安在线	港元	6060 HK	买入	13.40	2,450	29.4	18.8	0.8	0.8	0.5	0.5	2.9	4.4
中国财险	港元	2328 HK	未覆盖	14.80	41,998	8.7	8.0	1.0	n.a.	0.6	0.5	13.9	12.3
中国平安	港元	2318 HK	未覆盖	48.30	122,382	5.1	4.5	0.7	0.7	1.0	1.3	13.3	5.3
中国人寿	港元	2628 HK	未覆盖	16.14	123,147	4.8	5.0	0.6	0.7	1.8	1.7	12.1	14.1
中国太保	港元	2601 HK	未覆盖	25.05	38,874	5.4	n.a.	0.6	n.a.	0.9	n.a.	12.5	n.a.
中国人保	港元	1339 HK	未覆盖	4.29	38,735	4.6	4.9	0.5	n.a.	0.5	0.4	12.8	11.3
新华保险	港元	1336 HK	未覆盖	29.00	18,358	4.3	4.8	0.6	n.a.	2.4	1.8	14.1	13.3
中国太平	港元	966 HK	未覆盖	12.52	5,344	4.3	n.a.	0.4	n.a.	0.3	0.3	10.3	n.a.
中国保险公司和美国保险科技公司 (剔除众安在线)						5.3	4.6	0.7	0.4	1.2	1.1	12.9	9.2

注: 收盘价截至 2025 年 3 月 24 日。众安在线的盈利预测来自华兴证券 (香港), 其余未覆盖公司为彭博一致预期。

资料来源: 彭博, 华兴证券 (香港) 预测

图表 3: 众安在线—12 个月动态 P/NEP


资料来源: 彭博, 华兴证券 (香港) 预测

图表 4: 众安在线—12 个月动态 P/B


资料来源: 彭博, 华兴证券 (香港) 预测

风险提示

影响目标价的下行风险包括:

- **健康险保费增长慢于预期。** 健康险的保费增长是众安在线总保费收入增长的主要驱动力。若健康险保费增长因产品需求缺失及自营渠道获客效率下降而慢于预期, 则我们的预测可能会面临下行风险。
- **中端医疗险市场竞争加剧。** 若中端医疗险提供商抢夺市场份额导致市场竞争激烈程度超出我们的预期, 则众安在线的赔付率改善情况可能会不及我们的预期, 因其可能会在保单范围内提供更多增值服务, 且/或需降低保费以吸引或留住客户。此类竞争可能会影响公司保费增长质量, 进而令其估值倍数承压。
- **数字生活生态赔付率降幅低于预期。** 我们认为赔付率的下降是数字生活生态综合成本率改善的主要驱动力。若降幅低于预期, 渠道费增长带来的影响可能无法被抵消, 进而导致该业务持续亏损, 从而影响公司整体盈利能力。
- **投资收益恢复放缓。** 若 A 股市场表现不佳且经济复苏慢/弱于预期, 公司投资收益的复苏可能会受到影响, 进而导致净利润减少。

附：财务报表

年结 12 月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
总保费	33,417	36,884	40,612	44,619
已赚保费	31,744	35,151	38,748	42,616
投资收益净额	1,485	1,364	1,233	1,105
其他收入	1,032	1,542	1,732	1,949
收入合计	34,261	38,057	41,714	45,670
保险给付和赔付	(18,507)	(20,435)	(22,550)	(24,827)
佣金及手续费支出	(12,197)	(13,487)	(14,803)	(16,211)
财务费用	(497)	(527)	(527)	(527)
其他支出	(2,076)	(2,789)	(2,868)	(3,006)
费用合计	(33,277)	(37,238)	(40,749)	(44,571)
应占联营企业和合营企业收益	(130)	2	2	2
税前收入	854	821	968	1,101
所得税费用	(251)	121	110	101
少数股东权益	0	0	0	0
净收入	603	942	1,078	1,202
每股收益 (RMB)	0.41	0.64	0.73	0.82

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,467	1,085	1,107	1,129
投资	39,540	39,948	40,503	41,199
债券型金融资产	8,217	8,381	8,549	8,720
权益性金融资产	30,495	30,730	31,105	31,616
无形资产	619	619	619	619
其他资产	3,659	4,774	5,476	6,160
总资产	45,285	46,427	47,705	49,107
保险合同负债	5,000	5,000	5,000	5,000
投资合同负债	6,966	6,966	6,966	6,966
负债及贷款	0	0	0	0
其他负债	12,393	12,593	12,793	12,993
总负债	24,358	24,558	24,758	24,958
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益总额	20,926	21,869	22,947	24,149
负债及所有者权益	45,285	46,427	47,705	49,107

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券(香港)预测

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
综合成本率 (%)	96.9	96.5	96.4	96.3
赔付率 (%)	58.3	58.1	58.2	58.3
费用率 (%)	38.6	38.4	38.2	38.0

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
杜邦分析(%)				
净收入/已赚保费	1.8	2.6	2.7	2.7
已赚保费/总资产	73.8	79.4	85.1	90.9
总资产/股本总额	216.4	212.3	207.9	203.4
股本收益率	2.9	4.3	4.7	5.0
关键比率(%)				
自留比率	100.0	100.0	100.0	100.0
赔付率	58.3	58.1	58.2	58.3
费用率	38.6	38.4	38.2	38.0
综合成本率	96.9	96.5	96.4	96.3
净投资收益率	2.3	2.3	2.2	2.1
总投资收益率	3.4	3.4	3.0	2.7
已赚保费/股东权益总额	151.7	160.7	168.9	176.5
核心偿付能力充足率	221.1	210.3	201.4	193.8

附录

分析师声明

本人王云吟兹此证明，本报告所表述的任何观点均准确地反映了本人个人对本报告所提及证券或发行人的观点。此外，本人报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均未及不会与本报告中所述的具体建议或观点直接或间接相关。

重要信息披露

香港分发的法律实体披露

华兴证券（香港）有限公司（“华兴证券（香港）”）获证券及期货事务监察委员会发牌从事证券交易、就证券提供意见及就机构融资提供意见的受规管活动。华兴证券（香港）的地址为香港九龙柯士甸道西 1 号环球贸易广场 81 楼 8107-08 室。本报告在香港由华兴证券（香港）负责分发。

在香港分发：本报告仅为业务涉及以主事人或代理人身份购买、出售或持有证券的专业投资者（定义见《香港证券及期货条例》（香港法例第 571 章））撰写。专业投资者以外的任何人士并非本报告的预期披露对象，亦不应依赖本报告。有关本报告的所有相关事宜及疑问，香港的专业投资者请直接联系华兴证券（香港）。

以下内容由华兴证券（香港）根据《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》（“证监会操守准则”）第 16 段的规定披露，下文以粗体字显示的术语与证监会操守准则第 16 段所定义者具有相同含义。您可登陆 www.sfc.hk 查阅证监会操守准则全文：<https://www.sfc.hk/en/>。

分析师利益冲突

就撰写本报告的分析师而言，其报酬受多种因素影响，包括分析的质量和准确性、内部/客户反馈及公司的整体收入（包括投资银行业务的收入）。本报告的分析师不会从特定投资银行交易的收入中获取报酬。

公司特定监管披露

在未来 3 个月，华兴资本预计因提供投资银行服务而从下列公司收取或有意向从该等公司收取报酬：众安在线（6060 HK）

华兴资本将其股票评级分为“买入”、“持有”及“卖出”。详情请见下文“股票评级和释义”及“行业评级及释义”。

股票评级和释义：公司评级：“买入”、“持有”和“卖出”评级的时间跨度为刊发初次覆盖评级或后续评级/标的公司发布目标价变动报告起的 12-18 个月。以下为 2019 年 12 月 31 日更新的评级释义：

买入--标的公司股价的预期回报有望在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限内优于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

持有--标的公司的股价预期不会在上述指定期限较标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）出现较大增幅或降幅。

卖出--标公司股价的预期回报可能在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限逊于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

暂未评级--华兴资本由于缺乏足够的基本面支撑或由于法律、监管或政策原因已暂停标的公司股票的评级及目标价（如适用）。过往评级及目标价（如适用）不应再加以依赖。“未评级”不代表推荐意见或评级。

未覆盖--华兴资本尚未就其刊发研究报告的公司。

板块评级和释义：根据情况给予所覆盖板块“增持”、“中性”或“减持”评级，评级期间为报告刊发日期起 12-18 个月。截至 2019 年 1 月 19 日，各类评级的含义如下：

增持--预期板块表现将优于相关市场。**中性**--预期板块表现将持平相关市场。**减持**--预期板块表现将逊于相关市场。

一般披露

本报告仅供机构投资者及认可投资者使用。如您并非本报告的预期接收者，务请即刻通知并将本报告直接交还华兴资本。

除了与华兴资本有关的披露，本报告的内容基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们概不保证本报告所含信息的准确性、完整性或新近度，华兴资本亦没有责任更新本报告所含观点或其它信息。本报告中的信息、观点、估算或预测均截至本报告的发表日期，且可能在未经事先通知的情况下而予以调整。我们会适时地更新我们刊发的研究报告，但各种监管规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，大部分文件将视情况不定期刊发。

我们已与研究范围内相当多的公司建立起投资银行及其他业务关系。

我们的销售人员、交易员及其他专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本报告中的观点截然相反的口头或书面的市场评论或交易策略。我们的资产管理部门和投资业务部门可能会作出与本报告中的建议或表达的观点不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已与包括华兴资本销售人员及交易员在内的我们的客户不时地展开讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的股权证券的市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师已发布的股票目标价预期相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于本报告描述的覆盖范围内股票的回报潜力。

我们及我们的联属机构、高级职员、董事和雇员，不包括本报告中署名的分析师，可能不时地在本报告所提及的证券或衍生工具（如有）中持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的主事人，或买卖上述证券或衍生工具。

第三方演讲嘉宾（包括华兴资本的其他部门人员）在华兴资本组织的会议上所阐述的观点不一定反映研究团队的观点，也并非华兴资本的正式观点。

本报告提及的任何第三方（包括销售人员、交易员及其他专业人员或彼等的家庭成员）可能会在报告提及的产品中持有头寸，与本报告署名分析师的观点不一致。

本报告不构成任何证券或相关金融工具的出售要约或购买要约邀请。本报告中所讨论的证券及相关金融工具可能不具备在所有司法管辖区及/或面向所有类型的投资者分发或出售的资格。本报告仅供参考，不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会出现波动。过往业绩对未来表现不具指导意义，无法保证未来回报，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或这些投资带来的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者应当参阅从华兴资本销售代表处取得的或通过访问 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 获取的当前期权披露文件。

对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网站上并向所有客户同步提供。华兴资本不会将所有研究内容再次分发至客户或第三方整合者，也不会对第三方整合者再次分发我方研究报告的行为负责。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您在华兴资本的销售代表。

未经华兴资本书面同意，不得重印或以任何形式再次分发本报告的任何部分。华兴资本明确禁止通过互联网或以其他方式再次分发本报告，且不对第三方的再次分发行行为承担责任。

© 2023.华兴资本.

华兴资本保留所有权利。未经华兴资本事先书面许可，不得出售、翻印或再次分发本报告或本报告的任何部分。

【转发声明】

本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）对应的英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）是由华兴证券（香港）有限公司（以下简称为“华兴证券（香港）”）分析师以英文撰写并在香港发布，本报告是由华兴证券有限公司（以下简称为“本公司”或“华兴证券”）依据《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》的有关要求，将转发许可范围内的英文报告翻译成中文在内地发布。本公司已与华兴证券（香港）就授权转发此类报告之事达成协议，并根据《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》相关要求报送中国证券监督管理委员会派出机构备案。本公司并无义务在转发许可范围内转发华兴证券（香港）发表的全部英文报告。

本公司已告知华兴证券（香港）分析师关于审慎使用陈述性事实信息的相关要求，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证，该等信息并未考虑到本报告接收人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供其参考之用，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员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。

本报告仅供本公司的特定授权客户使用，本公司对依法授权转发证券研究报告的内容和转发行为仅对本公司授权客户负责。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载本报告的全部或部分，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【审核声明】

本报告发布前已经过本公司证券分析师审核。负责审核的华兴证券分析师就本报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，确认以勤勉的职业态度，独立、客观地进行审核，并未因审核本报告得到直接或间接补偿。

【特别声明】

华兴证券（香港）有限公司（以下简称为“华兴证券（香港）”）为华兴证券有限公司的关联方，其持有华兴证券有限公司控股股东华兴金融服务（香港）有限公司 100% 的股权，为华兴证券有限公司的间接控股股东。

注意：本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）中，并未包含本公司转发机制未覆盖个股投资分析意见的相关内容（如适用），以及受华兴证券（香港）有关授权协议约束无法转发的 ESG Scorecard 内容。同时，本报告未包含华兴证券（香港）分析师撰写的原英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）附录中关于在香港以外地区合法发布英文报告所需披露的分析师声明、法律实体情况、特定国家及地区的情况、评级及投资银行服务的分布情况、目标公司过往的评级、股价、目标价等内容，并且本报告与英文报告中由系统自动生成的数据可能存在不一致。此外，由于本报告转发过程中可能存在一定延时，华兴证券（香港）可能已发布关于原英文报告更新版本的研究材料（根据相关法律法规，该等研究材料尚待翻译成中文并定稿）。

关于本次转发的中文报告，您可向华兴证券有限公司咨询以获取更多信息。

公司地址：上海市虹口区东大名路 1089 号北外滩来福士东塔 2301。

联系电话：400-156-8888