

友邦保险 AIA Group (1299 HK)

首次覆盖：泛亚高品质寿险标杆

Pan-Asian premier life insurance leader: Initiation

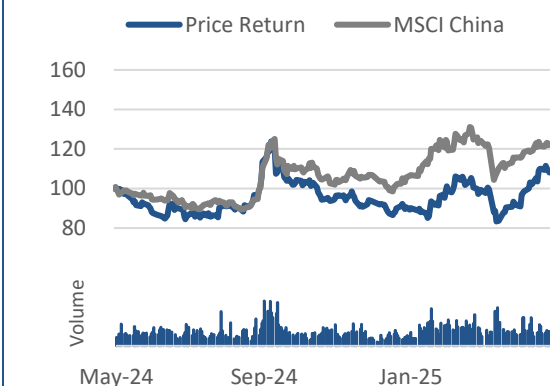
观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级 优于大市 OUTPERFORM
现价 HK\$64.85
目标价 HK\$97.80

HTI ESG 3.5-3.9-3.5
E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)

市值 HK\$693.58bn / US\$88.62bn
日交易额 (3 个月均值) US\$337.08mn
发行股票数目 10,695mn
自由流通股 (%) 100%
1 年股价最高最低值 HK\$74.55-HK\$49.95
注：现价 HK\$64.85 为 2025 年 05 月 23 日收盘价



资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	19.1%	11.8%	7.0%
绝对值 (美元)	18.1%	11.0%	6.7%
相对 MSCI China	13.6%	13.8%	-13.6%

Rmb mn	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Revenue	19,314	20,738	22,329	24,074
Revenue (+/-)	10%	7%	8%	8%
Net profit	6,836	7,215	7,843	8,212
Net profit (+/-)	82%	6%	9%	5%
Diluted EPS (Rmb)	0.63	0.67	0.73	0.76
BPS	3.760101	3.717295	3.751050	3.780715
ROE	1.3%	0.0%	13.0%	81.6%
P/E	13	12	11	11

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

友邦保险是泛亚地区最大的独立上市人寿保险集团，我们认为其优势在于：精英代理人模式辅以增长迅速的伙伴分销渠道、多区域布局、优质的客户和产品结构，以及稳健的盈利能力。

持续看好友邦多渠道多区域发展潜力，“优于大市”评级。考虑到友邦保险在中国内地的区域扩张战略稳步推进、中国香港客户对传统储蓄型产品的需求不改、东盟市场具较大市场潜力、以及其多渠道策略，我们持续看好友邦的发展潜力。我们采用绝对估值法对公司进行估值，得到每股 97.8 港元的目标价，对应的 PEV 为 1.75。

卓越代理人渠道为核心竞争力，辅以多渠道策略共同发力。

友邦保险坚持以代理人渠道为核心，多渠道共同发力的渠道策略，多年来代理人渠道和伙伴渠道新业务价值（NBV）维持增长。友邦保险整体新业务价值率从 2010 年的 32.6% 上升至 2024 年的 57.0%，持续大幅领先同业。1) 代理人渠道为渠道核心，占集团 2024 年 NBV 的 74%，新业务价值率为 67.6%。友邦通过“优招募”吸引高学历和年轻的代理人，再通过培训、有力的薪酬激励机制、科技赋能和聚焦高净值客户和高价值产品，不断提升代理人活跃度和产能，推动新业务价值持续稳定增长。友邦百万圆桌人数连续十年高居全球第一；2) 伙伴分销渠道增长迅速，银保 NBV 三年增长逾一倍。2024 年伙伴分销渠道 NBV 同比增长 28%，其中银保渠道 2021-2024 年新业务价值增长逾一倍，且新业务价值率超 40%。友邦通过与亚太多家领先银行建立了长期战略合作关系（平均合作年期>20 年），借助这些银行庞大分行网络，触达超过一亿的银行高质量客群，进而实现高价值保单的销售。

亚太多地经营，核心市场的增长势头不改。截至 2024 年，友邦保险覆盖亚太 18 个市场，包括中国内地、香港、泰国、新加坡、马来西亚等。1) 友邦中国区域扩张空间依旧吸引。我们认为友邦中国的主要优势在以下四个方面：独特的卓越代理人策略、快速增长的银保渠道、积极的区域扩张、以及产品不断更新迭代以满足不断增长的中高端客户群。在渠道和客户策略方面，友邦中国专注于高端代理渠道并选择性地选择银保合作伙伴，瞄准富裕和高净值客户。友邦中国计划每年 1-2 家的速度进行新区域的拓展，“新分公司”+“渠道多元化”将持续支撑公司 NBV 增速；2) 友邦香港：中国内地访客（MCV）和本地需求贡献平均。2023-2024 年期间，MCV 和本地需求对 NBV 贡献平均。友邦香港 NBV 与香港 MCV 入境人数保持密切相关，另外本地需求保持强劲；3) 东盟市场：友邦在东盟各个市场保持领先地位，在新马泰市场代理业务排名第一，且积极把握印度市场机会。

风险。区域拓张进程缓慢，资本市场波动，新单保费承压等。

Ling Tan
ling.ml.tan@htisec.com

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

目录

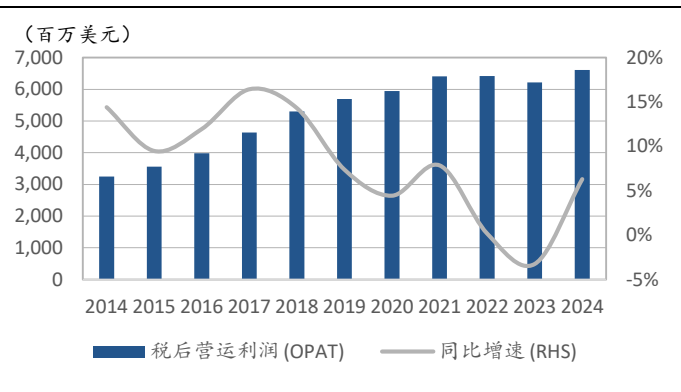
1.	公司概况：亚太保险市场的领军者	3
1.1	市场领先地位	3
1.2	产品分析：丰富的产品组合，注重高端市场	4
2.	渠道分析：以代理人渠道为核心，多渠道共同发力	6
2.1	代理人渠道：新业务价值的主要来源	6
2.2	伙伴分销渠道：迅速增长态势	8
3.	区域布局：核心市场的增长势头强劲。	10
3.1	友邦中国深度剖析	10
3.1.1	独特的卓越代理人策略	10
3.1.2	全新、高度互补的银保业务	11
3.1.2	积极区域扩张：每年新增 1-2 家省级分公司	11
3.1.4	产品不断更新迭代以满足中高端客户群	12
3.2	友邦香港深度剖析	13
3.3	友邦东盟地区深度剖析	13
4.	公司主要经营指标稳健	14
4.1	新业务价值常年稳中有升	14
4.2	税后营运利润(OPAT)增长率目标：9-11%（23-26 年）	14
4.3	公司始终关注提升股东价值	14
4.4	投资组合	15
4.5	利率敏感度较低	15
4.6	股东结构	15
5.	首次覆盖-“优于大市”的评级，目标价每股 97.8 港元.	15

友邦保险是亚太地区领先的独立上市人寿保险集团，本报告将从友邦保险公司概况、产品结构、渠道优势、区域布局、营运指标和等维度，全面剖析分析友邦保险在中国及泛亚市场的战略布局、精英代理人模式的成功要素、增长迅速的银保与中介伙伴渠道、多区域布局、高利润率产品结构，以及稳健的营运指标、盈利能力和稳健的资产配置。

1. 公司概况：亚太保险市场的领军者

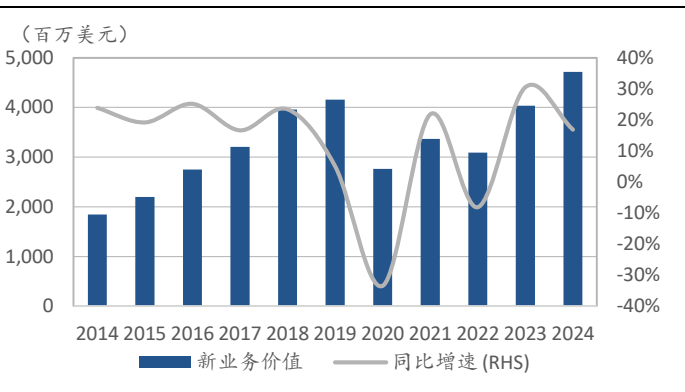
友邦保险控股有限公司(友邦保险，AIA Group Limited)是泛亚地区最大的独立上市人寿保险集团，总部位于香港。截至 2024 年底，集团总资产达 3,050 亿美元，税后营运利润 66.05 亿美元（同比增长 6.3%），新业务价值 47.12 亿美元（同比增长 18%）；价值率提升至 54.5%，过去数十年展现强劲增长动能（除了 2020-2022 受疫情影响）。2024 年资本充足率达 257%，远高于监管要求，财务状况稳健。友邦保险通过遍布亚洲的庞大专属代理、伙伴及员工网络，为超过 4,300 万份个人保单的持有人及逾 1600 万名团体保险计划的参与成员提供服务。

表1 友邦保险: 税后营运利润(OPAT)及同比增速



资料来源：公司数据、HTI

表2 友邦保险: 新业务价值及同比增速



资料来源：公司数据、HTI

1.1 市场领先地位

覆盖亚太 18 个市场。截至 2024 年，友邦保险在亚太区 18 个市场开展业务，包括在中国内地、香港特别行政区、泰国、新加坡、马来西亚、澳洲、柬埔寨、印尼、缅甸、新西兰、菲律宾、南韩、斯里兰卡、中国台湾、越南、汶莱和澳门特别行政区拥有全资的分公司及附属公司，以及印度合资公司的 49%权益。此外，友邦保险持有中邮人寿保险股份有限公司的 24.99%股权。2024 年，友邦中国内地和香港业务贡献了集团合计 59%的新业务价值，分别按年增长 20%和 23%，成为集团最重要的增长引擎。

表3 友邦保险覆盖亚太 18 个市场

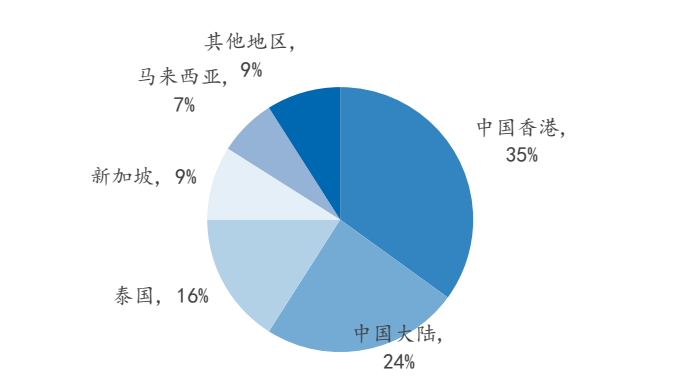
地区	开业时间	持股比例	地区	开业时间	持股比例
中国香港	1931	100%	印度尼西亚	1984	100%
新加坡	1931	100%	韩国	1987	100%
泰国	1938	100%	中国台湾	1990	100%
菲律宾	1947	100%	中国大陆	1992	100%
马来西亚	1948	100%	越南	2000	100%
文莱	1957	100%	印度	2001	49% (Tata AIA Life)
澳大利亚	1972	100%	斯里兰卡	2012	100%
新西兰	1981	100%	柬埔寨	2015	100%
中国澳门	1982	100%	缅甸	2019	100%

资料来源：公司网页、HTI

香港及澳门-客户数量、MDRT 会员第一。截至 2024 年三季度，友邦保险是香港拥有最多保单的保险公司，香港和澳门客户超过 **360 万**，意味着每三个拥有个人医疗保险的香港人，就有一个是友邦香港客户，市场占有率领先。友邦香港及友邦澳门的两地合计的百万圆桌(MDRT)会员人数多年称冠，友邦香港连续 22 年排名第一，澳门亦连续六年排名第一(自 2019 年开始独立登记起)彰显了其高端客户服务能力。

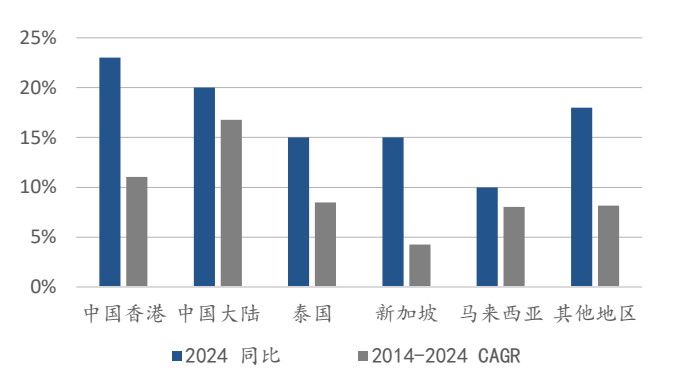
中国大陆省级分公司扩展到 14 家，覆盖主要经济区域。友邦保险在中国大陆的发展始于 1992 年，在上海设立分公司，是首家获准在中国大陆经营保险业务的外资保险公司。2020 年 6 月 17 日，友邦上海分公司获银保监会批准改建制为"友邦人寿保险有限公司"，成为中国内地首家外资独资人身保险公司，标志着其在中国市场的发展进入新阶段。截至 2024 年，友邦人寿已从最初的 5 家省级分公司扩展到 14 家，覆盖了中国主要经济区域。

表4 友邦保险: 新业务价值组成（分地区）



资料来源：公司数据、HTI

表5 友邦保险: 新业务价值增速（分地区）



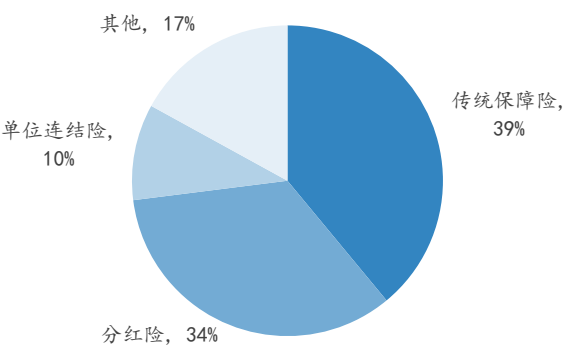
资料来源：公司数据、HTI

1.2 产品分析：丰富的产品组合，注重高端市场

丰富的产品组合，全生命周期层覆盖。友邦保险产品种类丰富，覆盖了意外/医疗、疾病保障、护理保障、寿险保障、养老保障、财富管理、教育储备、互联网专属产品及单病险等多个领域。以友邦中国为例，公司已形成了包含 17 种意外/医疗保险、14 种疾病保障、6 种寿险保障、7 种养老保障以及多款针对高净值人群的重疾保险的传统保险产品矩阵，实现了婴儿、学生、成年、老年等各个年龄阶段潜在客户群体的全覆盖。

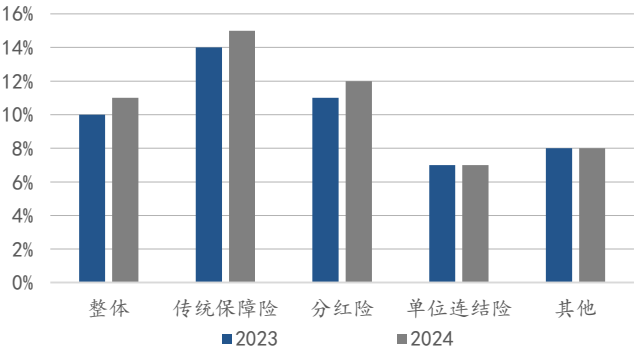
丰富的产品组合有助把握客户需求变化。在公布 2024 年业绩时，友邦人寿观察到客户对分红险的需求正在增长。首先，政策层面为分红险的发展提供了有力的支持。其次，这类产品能更好地适应低利率环境，帮助客户在享有一定保证利益的同时。2025 年前两个月，分红险成为友邦中国营销员渠道长期财富类保险产品新业务价值的主要贡献者。

表6 友邦保险: 新业务价值的产品结构



资料来源：公司数据、HTI

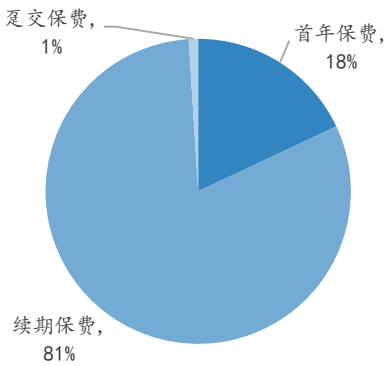
表7 友邦保险: 新业务保费现值 (PVNBP) 利润率



资料来源：公司数据、HTI

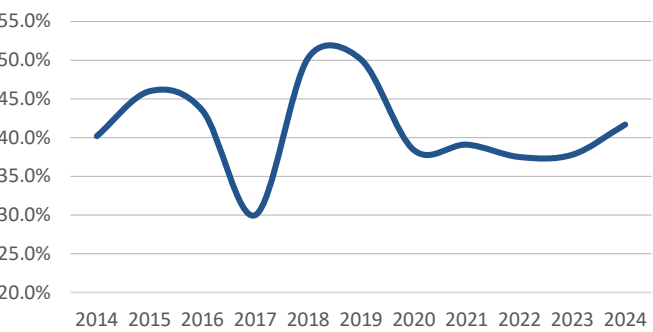
主打长期保障型产品，价值率高且盈利稳定。在产品结构上，传统保障类产品仍是友邦人寿的核心。集团层面来看，2024 年，传统保障险、分红险、单位连结险和其他产品分别共享了新业务价值的 39%，34%，10% 和 17%。友邦中国来看，2024 年，超过 95% 的营销员售出传统保障类产品保单，营销员渠道传统保障类产品的的新业务价值录得 26% 的增长，占营销员渠道 2024 新业务的 46%。公司保障型业务占比高，其需求不像储蓄型产品会因为资本市场波动而在各年度之间有明显差异。传统保障险种主要利润来源是死差和费差，因此盈利更为稳定，新业务保费现值 (PVNBP) 利润率 (=新业务价值/保费的贴现值) 也显著高于其他险种，是公司新业务价值的主要来源，2024 年占比 39%。优秀的产品结构也驱动公司整体新业务价值率 (NBV Margin) 显著优于同业。

表8 友邦保险: 总加权保费结构



资料来源：公司业绩会材料、HTI

表9 友邦保险: 整体新业务价值率 (全渠道)



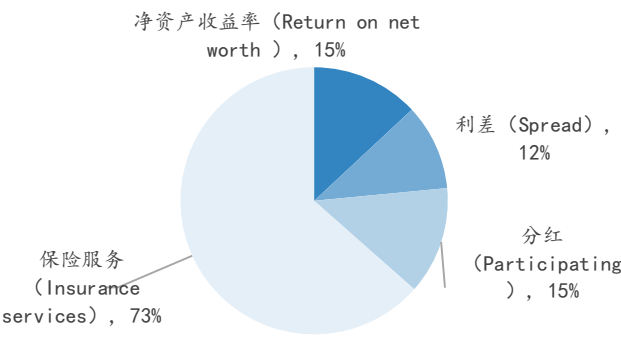
资料来源：公司数据、HTI

聚焦中高端客户，忠诚度和复购率持续提高。以重疾险为例，我们认为友邦保险在产品设计和策略上，更加强调提升单品价值率，期限设计上更偏向长久型、期缴的产品为主，而价格相对同业稍高一些。另外，友邦保险的目标客群主要为中高端用户为主，公司通过卓越的代理人渠道（最优秀代理人策略）、高频次服务（产品不断迭代、提升用户粘性、持续挖掘客户潜在需求）来出售高价值产品。

另外，中高端消费客户相较而言价对格敏感度更低，愿意支付额外的溢价来换取更优的服务和体验。特别是对于条款相对复杂的保障性产品来说，由于条款繁多、专业词汇多，客户往往更看重代理人的专业性和增值服务。凭借优秀的产品、领先的代理人团队和高质量的服务，友邦实现了较高的续保率，2024 年友邦保险续保率为 95%，复购客户按年增长 15%。

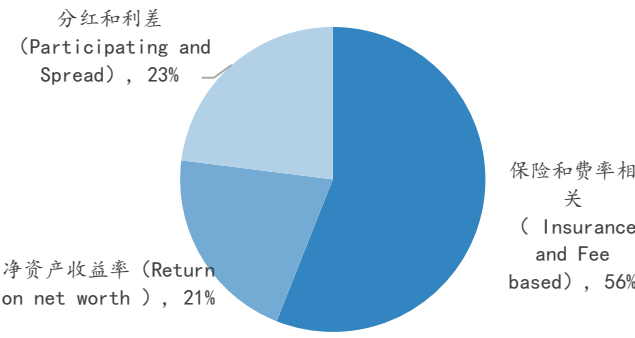
死差和费差是友邦利润主要来源。保险产品的利润主要来源于三差，即死差、费差、利差。而三差中，论收益稳定，当属“死差”。而利差则受市场利率影响较大。从友邦保险利润结构来看，公司营运利润中死差和费差占比稳定在一半以上，保障公司经营业绩的稳定性，背后支撑主要为新业务价值率较高的保障类产品。

表10 友邦保险: 利润拆分 (2023)



资料来源: 公司业绩会材料、HTI

表11 友邦保险: 利润拆分 (2022)



资料来源: 公司业绩会材料、HTI

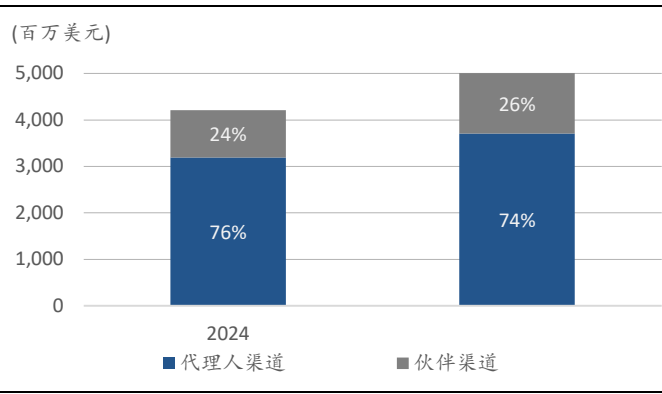
2. 渠道分析: 以代理人渠道为核心，多渠道共同发力

友邦保险坚持以代理人渠道为核心，多渠道共同发展的渠道策略，多年来代理人渠道和伙伴渠道新业务价值率维持增长。友邦保险整体新业务价值率从 2010 年的 32.6% 上升至 2024 年的 57.0%，价值率维持远远高于中国内地的上市险企的水平。

2.1 代理人渠道: 新业务价值的主要来源

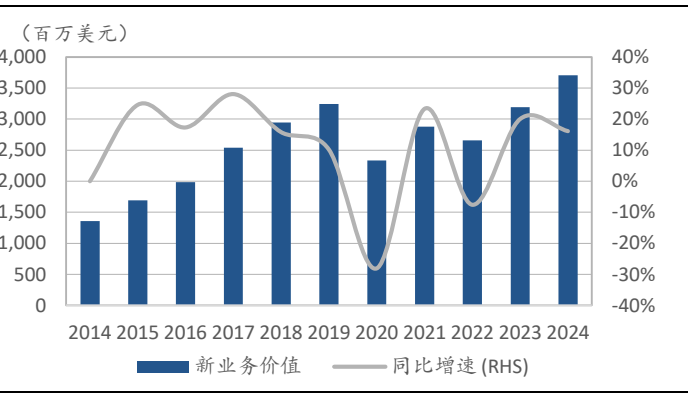
代理人渠道是友邦保险主要的新业务价值来源。2024 年代理人渠道新业务价值按年增长 16%，贡献了集团 74% 的新业务价值。我们认为“最优秀代理”是友邦保险的核心竞争优势之一。友邦中国自 2010 年开始在中国内地开始实行“最优秀代理”策略，专注于精英队伍建设，代理们全面使用先进的数码平台，推动生产力和效率的提升，提升客户服务品质。

表12 友邦保险: 新业务价值 (分渠道)



资料来源: 公司数据、HTI

表13 友邦保险: 代理人渠道新业务价值及同比增速



资料来源: 公司数据、HTI

友邦百万圆桌人数连续十年高居全球第一。友邦保险连续十年百万圆桌会会员人数全球排名第一。百万圆桌 MDRT 人数可以作为衡量寿险公司高绩效队伍建设情况的重要参考指标。MDRT 会员以佣金、保费、收入三个维度的指标为考核依据划分为普通会员 MDRT、超级会员 COT 及顶尖会员 TOT 由低到高三个层级，会员资格每年评定一次。根据百万美元圆桌会议 (MDRT) 组织[官网](#)，以 2024 年佣金要求为例 (中国大陆地区)，当满足有效佣金收讫至少为人民币 [245,700](#) 元，且至少有人民币 122,850 元的佣金 (业绩要求的 50%) 来自风险保障产品类标准中列出的产品时，申请人才能成为 MDRT 会员。

表14 友邦中国百万圆桌 MDRT 人数居全球第一

中国大陆地区保险公司	百万圆桌 MDRT 人数	全球排名
友邦中国	4656	1
明亚保险经纪	3157	4
平安人寿	1694	8
瑞众人寿保险	1506	13
中美联泰大都会人寿保险	1203	18
中信保诚	1143	20

资料来源: MDRT 网站，海通国际整理

中国代理人收入近行业平均的两倍、教育程度较高。2024 年，友邦保险中国内地的全资子公司友邦人寿以注册人数 [4,656](#) 人的成绩连续三年成为全球百万圆桌 (MDRT) 注册会员人数第一的寿险公司，营销员收入近行业平均的 [2 倍](#)，精英化的代理人队伍，带来的是更高的产能表现。2024 年，友邦人寿宣布推出针对高端人才的“HEA 人才招聘计划”。2023 年，93% 的新进营销员拥有大专及以上学历。

表15 友邦保险“最优秀代理人”策略概括

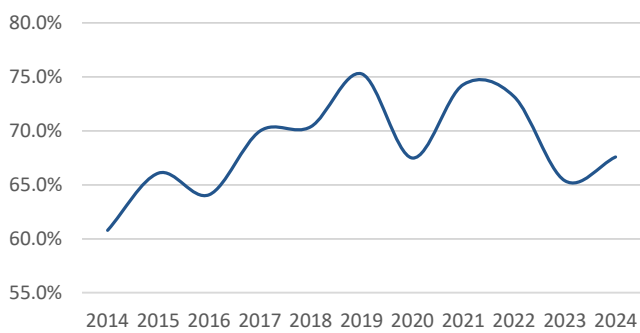


资料来源：公司资料、HTI

公司代理人渠道质态继续改善。过去数十年，友邦保险代理人渠道的新业务价值率从2011年的49.4%提升至2024年的67.7%。2024年，新业务价值同比增长15.2%至37.07亿美元，由年化新保费增速和新业务价值率提升共同驱动。其中年化新保费同比+11.5%至54.86亿美元，新业务价值率同比提升2.2个百分点至67.6%。2023年友邦中国代理人人均新业务价值为中国内地同业平均的2.6倍。

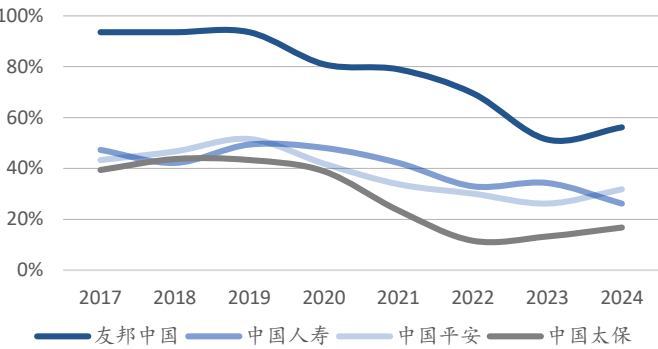
优质的代理人渠道为开拓中产及富裕客户带来显著优势。高质量、专业化的代理人队伍带领下，友邦代理在开拓中高净值客群具有显著优势。友邦保险区域首席执行官张晓宇表示，友邦人寿的卓越营销员主要服务中产及富裕客群。2024年，友邦人寿宣布推出针对高端人才的“HEA 人才招聘计划”。HEA 人才招聘是为了与客户层进行匹配，希望通过招募卓越营销员去链接更多的高净值人群甚至超高净值人群。

表16 友邦保险: 代理人渠道新业务价值率



资料来源：公司数据、HTI

表17 中国大陆主要保险公司：整体新业务价值率（全渠道）



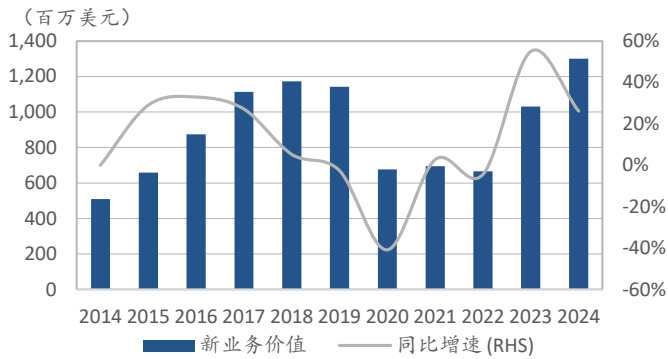
资料来源：公司数据、HTI

2.2 伙伴分销渠道：迅速增长态势

友邦保险的伙伴分销渠道主要包括银行保险和中介伙伴（独立财务顾问及经纪）分销渠道。友邦通过与亚太地区多家领先银行建立了长期战略合作关系（平均合作年期超过20年），借助这些银行全球化的庞大分行网络，触达超过一亿的银行高质量客群，进而实现高价值保单的销售，为新业务价值增长提供强劲动力。

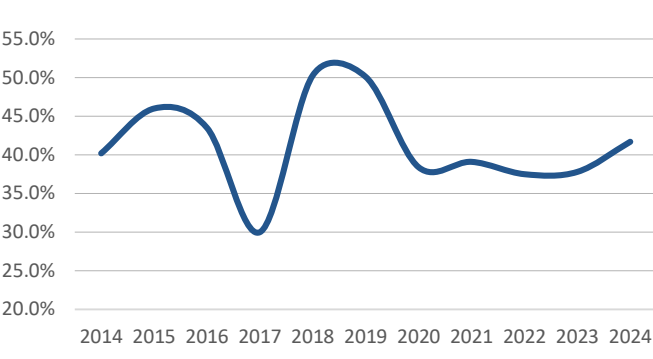
伙伴分销渠道增长迅速，银保渠道新业务价值三年增长逾一倍。2024 年公司伙伴分销渠道 NBV 同比增长 28%至 13.01 亿美元，为公司整体 NBV 带来 26%的贡献，其中银保渠道和中介伙伴分销渠道分别同比增长 39%和 21%。2021 到 2024 年期间银保渠道新业务价值增长逾一倍，新业务价值率超过 40%。

表18 友邦保险: 伙伴分销渠道新业务价值及同比增速



资料来源：公司数据、HTI

表19 友邦保险: 伙伴分销渠道新业务价值率



资料来源：公司数据、HTI

与亚太多家银行建立了长期战略合作关系。在亚太地区，友邦保险分别于 2014 年、2021 年分别与花旗银行、东亚银行等国际大行签订 15 年独家合作协议，实现客户资源共享、产品定制及服务协同。比如，友邦与东亚银行合作覆盖大湾区 140 家分行网络，有力拓展了友邦高净值客户；另外，友邦与花旗银行合作中，友邦产品嵌入其财富管理平台，双方通过联合培训、系统整合提升花旗销售团队专业能力。这种长期合作不仅降低渠道成本、快速打开区域市场，更带来显著协同效应。同时，友邦保险通过与泰国的盘古银行、马来西亚的大众银行、印尼的中亚银行，以及菲律宾的群岛银行等区域性银行合作，扩大市场覆盖。

表20 友邦保险银行合作伙伴

地区	合作伙伴
香港	中国建设银行股份有限公司澳门分行，花旗银行（香港）有限公司， 华侨永亨银行股份有限公司， 大众银行（香港）有限公司， 东亚银行有限公司
中国大陆	邮储银行， 东亚银行， 花旗银行
新加坡	花旗银行
泰国	盘古银行
马来西亚	大众银行
印尼	中亚银行（BCA），CIMB 银行
印度	HDFC 银行，IndusInd 银行
菲律宾	菲律宾群岛银行（BPI）
越南	兴旺银行（VPB），亚洲商业銀行（ACB）
新西兰	ASB 银行
澳洲	联邦银行
斯里兰卡	锡兰商业银行
柬埔寨	太子银行

资料来源：公司年报、公司网站、HTI 整理

友邦与中邮客户群高度互补，带来额外新业务增量。友邦保险通过在中国内地、中国香港和新加坡与花旗银行和东亚银行等全球性银行建立了长期独家合作关系，实现资源共享和优势互补。2022 年 1 月友邦保险完成对中邮人寿 24.99% 股权投资，获得与友邦保险中国业务策略高度互补的额外分销渠道和客户群，进一步扩大集团的增长机遇。收购后，带动友邦中国新业务价值按年增加 19% 达人民币 98.56 亿元，为 2020 年（友邦保险参与前一年）新业务价值 18.66 亿元的 5.3 倍。

3. 区域布局：核心市场增长势头强劲

截至 2024 年，友邦保险覆盖亚太 18 个市场，包括在中国内地、香港特别行政区、泰国、新加坡、马来西亚、澳洲、柬埔寨、印尼、缅甸、新西兰、菲律宾、南韩、斯里兰卡、中国台湾、越南、汶莱和澳门特别行政区拥有全资的分公司及附属公司，以及印度合资公司的 49% 权益。

3.1 友邦中国深度剖析

我们认为友邦中国的主要优势在以下四个方面：独特的卓越代理人策略、快速增长的银保渠道、积极的区域扩张、以及产品不断更新迭代以满足不断增长的中高端客户群。在渠道和客户策略方面，友邦中国专注于高端代理渠道，招募全职高素质代理人（其中大多数拥有大专及以上学历），并选择性地选择银保合作伙伴，瞄准富裕和高净值客户。

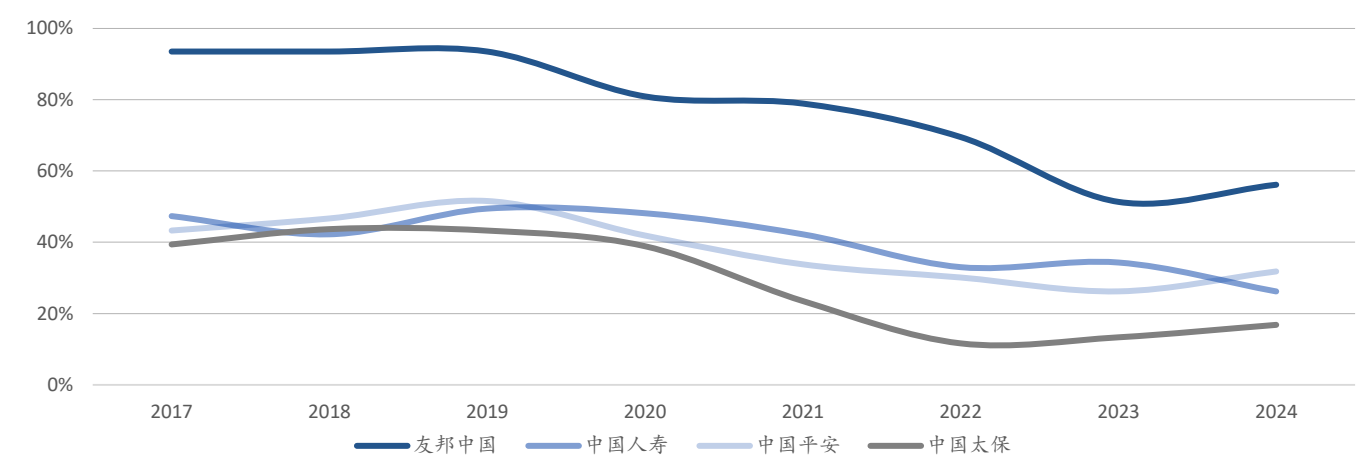
3.1.1 独特的卓越代理人策略

2024 年，友邦中国营销员渠道新业务价值双位数增长，其中 2019 年起设立的分支机构实现营销员渠道新业务价值增长 27%。

中国代理人收入近行业平均的两倍、教育程度较高。2024 年，友邦保险中国内地的全资子公司友邦人寿以注册人数 4,656 人的成绩连续三年成为全球百万圆桌（MDRT）注册会员人数第一的寿险公司。2024 年，有昂中国营销员招募增长 18%，活动人力实现 9% 的增长，营销员收入近行业平均的 2 倍。2024 年，友邦人寿宣布推出针对高端人才的“HEA 人才招聘计划”。2023 年，93% 的新进营销员拥有大专及以上学历。

代理人聚焦保障型产品。友邦中国代理人坚持精英化、全职化、以及端对端数码化，聚焦中产及富裕客户。2024 年，超过 95% 的营销员售出传统保障类产品保单，营销员渠道传统保障类产品的的新业务价值录得 26% 的增长，占营销员渠道 2024 新业务的 46%。

表21 友邦中国新业务价值率显著高于同业



注：新业务价值率按年化新保费口径；资料来源：公司年报、HTI 整理

3.1.2 全新、高度互补的银保业务

在中国大陆，友邦保险通过与花旗银行和东亚银行等全球性银行建立了长期独家合作关系，实现资源共享和优势互补。另外，2022 年友邦完成中邮人寿 24.99% 的股权收购，实现了对全国近 4 万个零售网点的覆盖，扩大了其在中国低线城市的业务覆盖范围。

在银保渠道，友邦中国：1）继续专注于富裕和高净值客户；2）2024 年，银保渠道占友邦中国新业务价值的 13%；3）新业务价值利润率从 2024 年初的 30% 以上提高到 2024 年底的 40% 以上；4）平均单保单保费保持在超过 20,000 美元的高位。

3.1.2 积极区域扩张：每年新增 1-2 家省级分公司

从 2020 获得独立法人资格至今，友邦人寿的省级经营区域已从 5 个拓展至 14 个，触达约 3.4 亿潜在客户。友邦保险区域首席执行官张晓宇在 2024 年业绩发布会上表示，希望未来能以每年 1-2 家的速度进行新区域的拓展。“新分公司”+“渠道多元化”将成为友邦中国新的增长点。

表22 友邦人寿：中国区域扩张空间庞大

扩张策略	地区分类	覆盖地区	目标客户规模	其他
深化覆盖	原有地区: 5 个地区 (2019 年之前)	北京、上海、江苏、广东、深圳	>1.4 亿名目标客户	3% 目标客户渗透率
快速扩张	近期成立: 5 个地区 (2019 年至 2023 年)	天津、河北、四川、湖北、河南	~1 亿名目标客户	按年增长 27% 新业务价值 (2024)
新获批准	新获批准: 4 个地区 (2024 年)	安徽、山东、重庆及浙江	~1 亿名目标客户	27 万亿元人民币国内生产总值合计

资料来源：公司数据、HTI

新获批准省份带来的增量：友邦中国内地业务近两年扩张进展顺利，仅 2024 年四季度，就获批于安徽、山东、重庆、浙江筹建分公司，并已相继获批准予开业，这四个地区 2024 年 GDP 总计达 27 万亿人民币，有 1 亿潜在客户。从 2024 年全国各地区原保险保费收入情况来看，山东和浙江位居原保险保费收入前十大地区，我们预计未来在这两个省份增长潜能广阔。此外友邦中国在中国内地还有很多区域未开分公司，我们认为其潜在市场巨大。

各地区市场份额稳步提升。根据中国保险年鉴 2021 年的数据，2019-2021 年期间，友邦各分公司在原有地区（2019 年之前进入）和近期成立的地区（2019-2023 进入）的市场份额均有所提升，市场份额相比于前两年有明显的增长，但与中资公司还有较大差距，提升空间仍在。具体来看，友邦市占率如下：上海地区 6.0%、广东省除深圳 4.4%、深圳地区 3.0%、北京地区 5.9% 和江苏地区 3.1%。

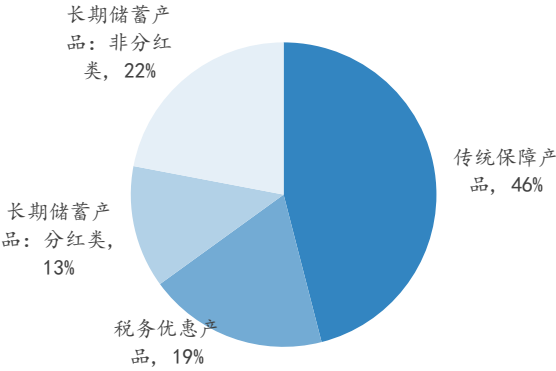
扩张策略-省会城市为起点，再拓张到潜力好的地级市。友邦人寿在区域拓展上一般选择先从省会城市开始，待业务基础打牢后会继续在该省份中挑选一些经济发达、潜力好的地级市开设中支机构，因此未来在中国内地仍有非常大的增长空间。2019 年至 2023 年期间新进入的地区（天津、河北、四川、湖北、河南）取得了令人瞩目的增长。2023 年，这些新分公司的新业务价值（VONB）按年增长 55%，为友邦保险中国业务 2023 年下半年的整体代理新业务价值带来**超过 5%**的贡献。我们预计凭借每年新增 1-2 家省级分公司的扩张计划，友邦中国仍将保持长期稳步增长势头。

3.1.4 产品不断更新迭代以满足中高端客户群需求

高频次服务不断开发中高端客户需求。友邦保险中国业务通过全方位产品满足富裕中产的广泛需求，友邦中国的客户平均持有约 6 份友邦保险保单，其中包括 1.5 份长期储蓄险、2.5 份医疗及意外险以及 2 份重大疾病险。公司培育客户路径可概括为：1）通过卓越的代理人渠道获客，友邦在 2024 年录得 9% 的新客户增长；2）高频次服务来出售高价值产品以及进行客户二次销售，例如产品不断迭代、提升用户粘性、持续挖掘客户潜在需求。

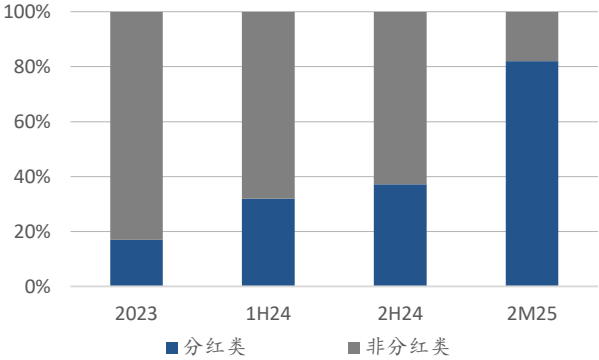
一般而言，代理人通常通过可抵税的私人储蓄产品与新客户建立关系，这种产品更容易被客户接受和理解。另外，与非分红型递增保额终身寿险产品相比，其利润率相对较高（>65% 新业务价值率）。此后，代理人将尝试将产品扩展到医疗险和重疾险，以捕捉客户的终身价值。譬如在 2023 年第三季度，为应对较低的利率环境和产品重新定价，友邦中国专业的“最优秀代理”持续将长期储蓄产品组合转向分红和可扣税个人养老金业务，以满足中高端客户不断变化的需求并取得强劲进展。

表23 友邦中国: 产品结构（按代理新业务价值，2H24）



资料来源：公司业绩会材料、HTI

表24 友邦中国:代理销售的长期储蓄产品新业务价值构成



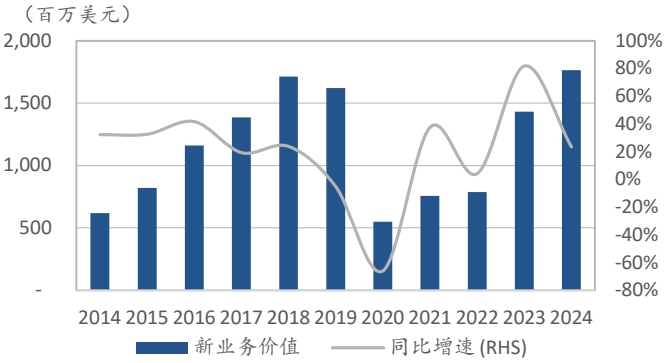
资料来源：公司业绩会材料、HTI

3.2 友邦香港深度剖析

2024 年，友邦保险香港业务的新业务价值实现 23% 的增长，占集团新业务价值的 35%。其中，本地客户增加 24%，而中国内地访客亦增加 22%。

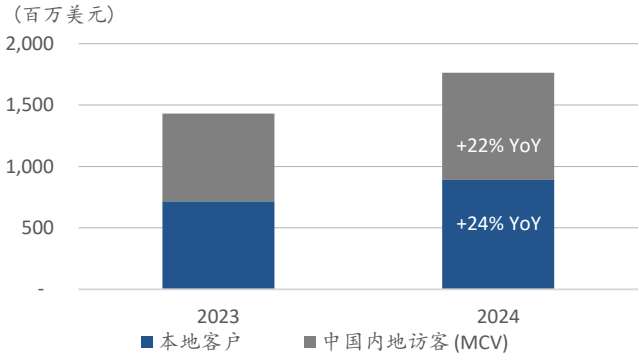
中国内地访客（MCV）和本地需求贡献平均。2023-2024 年期间，香港及澳门业务大约一半的新业务价值来自中国内地访客（MCV），一半来自本地需求。友邦香港及澳门业务的新业务案例与香港 MCV 入境人数保持密切相关。2024 年全年的内地访港旅客共有 3,404 万人，按年增加 27%，恢复至疫情前 2019 年 4,377 万人 的 78% 和 2018 年 5,104 万人 的 67%。

表25 友邦香港: 新业务价值及同比增速



资料来源：公司数据、HTI

表26 友邦香港: 新业务价值（分客群）



资料来源：公司业绩会材料、HTI

香港保险对中国内地地方可具有长期吸引力。我们认为香港人寿保险业务对中国内地游客的吸引力包括：1）长期来看，中国居民财富和保障意识的提升，对资产配置多元化的需求日益增长；2）中期来看，香港保险产品具有以下优点：完善的人寿和健康保障产品设计和服、灵活的承保条款和专业服务、便捷的香港乃至全球医疗服务、更具吸引力的香港健康保险价格；3）短期：以美元计价的保单。

3.3 友邦东盟地区深度剖析

2024 年，东盟国家（包括泰国、新加坡、马来西亚、越南、印尼和菲律宾）贡献了友邦保险集团 34% 的新业务价值。

新马泰为东盟国家发展重点。泰国、新加坡、马来西亚为友邦在东南亚市场的发展重点，2024 年占友邦保险新业务价值的 16%、9% 和 7%。2024 年东南亚保险市场逐渐繁荣，泰国、新加坡、马来西亚新业务价值分别同比增长 14%/15%/9%。从新业务价值率来看，截至 2024 年末，泰国市场新业务价值率为 99.5%，显著高于其他市场；马来西亚市场新业务价值率为 67.30%，排名第二；新加坡市场新业务价值率为 50.5%。新加坡 2012-2024 年间新业务价值符合增长率为 4%。此外，友邦新加坡新业务价值率较为稳定，维持在 50%-75% 区间。我们认为泰新马市场增长潜力未来依旧稳定，较高新业务价值率体现公司优秀的产品组合、定价能力、和渠道竞争优势。

印度市场或成为长期机遇。印度人口结构稳定、社会数字化程度高且保障缺口巨大，未来保险市场发展空间广阔。2024 年，Tata AIA Life 是印度第三大私人寿险公司（按 2024 年 10-12 月个人加权新业务保费），其零售保额居市场第一（按 2024 年全年零售保额）。随着印度多渠道战略代理机构的推进，长期来看，我们认为印度地区的新业务价值将在集团中占比逐步提高，主要得益于印度多渠道战略的不断推进。

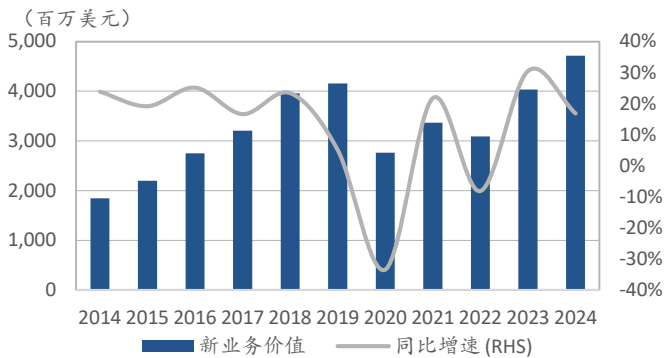
4. 公司主要经营指标稳健

4.1 新业务价值常年稳中有升

过去十年（2014-2024），友邦的新业务价值持续增长且增速较同业稳定(除了 2020-2022 年受疫情因素影响有所波动)，我们认为这得益于 1）市场和渠道不断拓展、产品创新、代理人销售能力提升共同带来的优异的年化新保费增长； 2）相对稳定且高于同业的价值率。

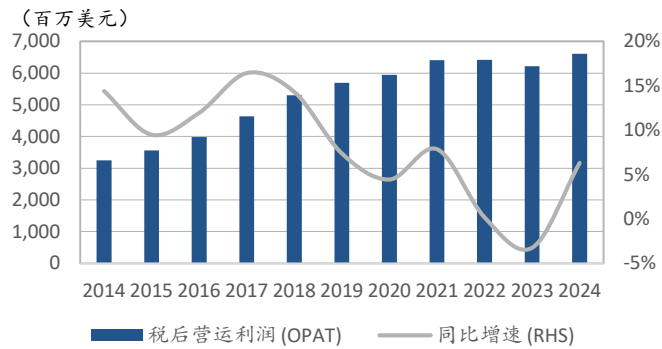
截至 2024 年末，中国香港和中国内地分别占公司整体新业务价值的 35%和 24%。泰国、新加坡、马来西亚贡献的新业务价值占比分别达 16%、9% 和 7%。我们认为得益于多市场、多渠道的发展策略，长期来看公司整体业务相对同业会持续保持平稳，因为个别市场的短期波动能够被其他市场部分熨平。此外，友邦保险 ROE 基本维持在 10%-15%之间（除去疫情影响下的 2020-2022 年），相比国内同业上市公司更为稳定。

表27 友邦保险: 新业务价值及同比增速



资料来源：公司数据、HTI

表28 友邦保险: 税后营运利润(OPAT)增速



资料来源：公司数据、HTI

4.2 税后营运利润(OPAT)增长率目标: 9-11%（23-26 年）

2014-2022 年，友邦保险的税后营运利润(OPAT)录得 13.4% 的年均复合增长率（CAGR）。2023 年，由于新业务增速放缓导致利润释放下降，公司税后营运利润同比下滑 3.2%。然而，友邦保险在发布 2024 年的中期业绩，将每股税后营运溢利自 2023 年至 2026 年的复合年均增长率目标为 9%至 11%。2024 年公司税后营运利润创新高，同比+6.3%至 66.05 亿元。以 2024 年表现来看，友邦保险表示实现目标进展顺利。

4.3 公司始终关注提升股东价值

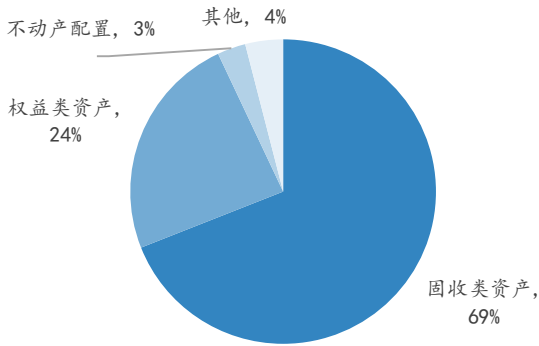
2025 年 2 月 12 日，友邦保险宣布完成于 2022 年 3 月启动的 120 亿美元股票回购计划。这一轮 120 亿美元的股份回购中，友邦保险共回购 14.09 亿股股份，相当于 2022 年 3 月公告公布时已发行股份总数的 11.7%。

在 2025 年 3 月 14 日的 2024 年度业绩发布会上，友邦保险亦宣布开启新一轮 16 亿美元的股份回购。新一轮股份回购的目标是在可行情况下尽快展开，并预期于 2025 年内完成。公司重申审慎渐进的股息支付：1) 派息率目标为年度净自由盈余的 75%；2) 定期审查和返还超额资本。其新一轮的 16 亿美元股份回购，包括符合年度产生的自由盈余净额 75%目标派付率的 6 亿美元，以及定期检视资本状况后的额外 10 亿美元。

4.4 投资组合

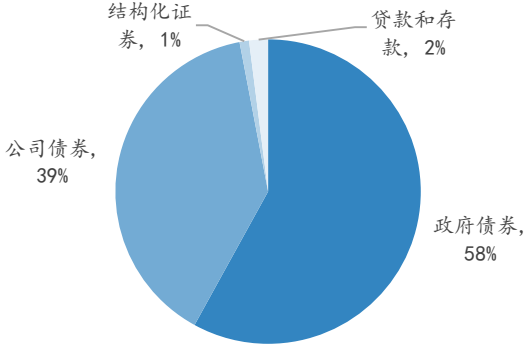
友邦保险投资以固收产品为主，稳定性更高。2024 年，公司可投资资产中，固收类资产占比为 69%，权益类资产占比为 24%，不动产配置占比为 3%。公司所投固收类资产主要为政府债券和公司债券，截至 2024 年末占比分别为 58%和 39%。其中，政府债券中优质评级债券占比较高，2024 年 A 级及以上占 82%；公司债券信用评级中，A 级及以上占 57%，BBB 级占 40%，整体信用风险可控。

表29 友邦保险: 可投资资产结构 (2024)



资料来源: 公司数据、HTI

表30 友邦保险: 可投资资产的固收资产结构 (2024)



资料来源: 公司数据、HTI

4.5 利率敏感度较低

利率敏感度较低。根据公司 2024 年年报数据，市场利率上升/下降 50bp，对内含价值产生-0.8%/+0.7%的影响，对新业务价值产生+2.0%/-2.5%的影响。另外，资本市场股价上升/下降 10%，对内含价值仅产生+3.2%/-3.3%的影响。友邦保险内含价值与新业务价值对市场利率和投资收益率的敏感性较低。

4.6 股东结构

截至 2024 年末，友邦保险前 4 大股东均为专业机构投资者，其中美国纽约梅隆银行（持股 10.59%）为第一大股东，贝莱德集团（5.84%）次之，摩根大通集团（2.68%）和花旗集团（0.53%）分列第三、四位。前 4 大股东合计持股 19.64%，股权分散，无控股股东及实控人。

5. 首次覆盖：给予“优于大市”的评级，目标价每股 97.8 港元

财务预测。友邦业务覆盖亚太地区 18 个市场，以中国香港、中国内地和新马泰为主。产品以高价值的保障型产品为主，渠道以高质量的代理人渠道为核心辅以多渠道共同发展的策略，多年来代理人渠道和伙伴渠道新业务价值率维持增长。

考虑到友邦保险在中国香港市场客户对传统储蓄型产品的强劲需求有望持续、中国内地的区域扩张战略稳步推进、东盟市场具较大市场潜力，我们预计 2025-2027 年友邦保险新业务价值（NBV）为 54.2/59.3/65.1 亿美元，对应 7%-10%的同比增速。我们预计同一时期内含价值（EV）分别 737.7/797.2/862.7 亿美元，对应 3-8%的同比增速和 EVPS 分别为 6.85/7.40/8.01 美元。

考虑到权益市场持续回暖有望带来投资收益良好表现，我们预计公司 2025-2027 归母净利润分别为 72.1/78.4/82.1 亿美元，对应 EPS 分别为 0.67/0.73/0.76 美元。

绝对估值法。我们采用绝对估值法对公司进行估值，假设公司 2034 年后 NBV 永续增长率为 2.5%，EV 不透明折价为 75%（考虑到 EV 计算时依赖大量假设，行业不透明折价通常为 70%左右）。基于评估价值=（内含价值+未来年份 NBV 贴现值）*EV 不透明折价，得到每股评估价值 12.5 美元，对应 97.8 港元（采用汇率 1 美元=7.82 港元）。目标价对应的 PEV 为 1.75。友邦保险 2016 年以来平均估值为 2.0x 左右。

我们认为友邦保险 PEV 估值相对同业的溢价合理，主要是基于公司渠道和业务品质较同业有显著优势、多区域布局、分散的股权结构、灵活的执行力、业绩表现优异且稳定性强。

表31 可比公司估值表

		市值	股价	PEV (x)			PBR (x)		
	Ticker	(十亿美元)	(当地货币)	25E	26E	27E	25E	26E	27E
友邦保险	1299 HK	88.6	64.85	1.21	1.12	1.04	2.23	2.21	2.19
中国人寿	2628 HK	127.9	15.76	0.30	0.27	0.25	0.71	0.65	0.58
中国平安	2318 HK	124.5	45.85	0.57	0.54	0.51	0.76	0.70	0.66
中国太保	2601 HK	41.4	24.60	0.52	0.48	0.44	0.70	0.63	0.57
新华保险	1336 HK	18.9	31.85	0.35	0.32	0.30	0.83	0.77	0.75
均值*				0.43	0.40	0.38	0.75	0.69	0.64

注：均值为同比公司平均，不包括友邦保险在内。收盘价为 2025 年 5 月 23 日价格，友邦基于 HTI 预测，其他科比公司基于彭博市场平均预期；资料来源：彭博、HTI

风险。区域拓张进程缓慢，资本市场波动，新单保费承压等。

表32 财务报表分析和预测

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万美元）	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标（美元）					保险收益	19,314	20,738	22,329	24,074
每股收益	0.63	0.67	0.73	0.76	保险服务开支	(13,136)	(14,187)	(15,322)	(16,548)
每股净资产	3.76	3.72	3.75	3.78	所持再保险合约的开支净额	(409)	(442)	(477)	(515)
每股内含价值	6.65	6.85	7.40	8.01	保险服务业绩	5,769	6,110	6,530	7,012
每股新业务价值	0.44	0.50	0.55	0.60	利息收益	7,988	8,534	9,017	9,166
价值评估（倍）					其他投资回报	3,965	4,344	4,842	5,323
P/E	13.06	12.38	11.39	10.87	投资回报	11,937	12,866	13,849	14,480
P/B	2.21	2.23	2.21	2.19	投资业绩净额	3,610	4,228	4,889	5,185
P/EV	1.25	1.21	1.12	1.04	其他开支	(1,771)	(1,895)	(2,084)	(2,293)
VNBX	3.75	2.86	1.61	0.47	其他财务费用	(570)	(684)	(821)	(944)
盈利能力指标（%）					税前利润	7,831	8,610	9,416	9,918
净投资收益率	3.55%	3.51%	3.51%	3.46%	所得税	(978)	(1,378)	(1,554)	(1,686)
总投资收益率	4.32%	4.22%	4.23%	4.25%	归母公司股东净利润	6,836	7,215	7,843	8,212
净资产收益率	16.88%	18.02%	19.42%	20.17%	少数股东损益	17	18	20	20
总资产收益率	2.24%	2.19%	2.19%	2.11%					
盈利增长（%）					资产负债表（百万美元）	2024E	2025E	2026E	2026E
净利润增长率	81.62%	91.68%	14.73%	13.82%	无形资产	3,478	3,826	4,208	4,629
内含价值增长率	6.20%	3.00%	8.06%	8.22%	投资物业	4,570	4,707	4,848	4,994
新业务价值增长率	16.81%	15.10%	9.38%	9.66%	保险合约资产	972	875	787	709
内含价值（百万美元）					再保险合约资产	5,730	5,845	5,961	6,081
调整后净资产	37,126	40,839	44,923	49,415	金融投资	272,151	295,233	319,547	345,879
有效业务价值	34,500	32,936	34,800	36,857	现金及现金等价物	8,101	8,506	8,931	9,378
内含价值	71,626	73,774	79,723	86,272	其他资产	3,527	3,955	6,281	9,156
一年新业务价值	4,712	5,424	5,932	6,506	资产总计	305,454	330,160	358,082	388,662
核心内含价值回报率（%）	15.15%	14.62%	14.37%	14.45%	保险合约负债	221,412	243,553	267,909	294,699
寿险新业务保费（百万美元）					投资合约负债	6,967	7,315	7,681	8,065
趸缴新单保费	4,526	5,040	5,622	6,283	其他负债	4,909	5,007	5,107	5,209
期缴新单保费	7,536	8,380	9,165	10,045	负债总计	264,641	289,760	317,244	347,415
新业务合计	12,062	13,420	14,787	16,328	实收资本	14,183	14,183	14,183	14,183
新业务保费增长率（%）	19.33%	11.26%	10.19%	10.42%	归属于母公司股东权益	40,490	40,029	40,393	40,712
标准保费	7,989	8,884	9,728	10,673	少数股东权益	323	371	446	535
标准保费增长率（%）	16.19%	11.21%	9.49%	9.72%	负债和所有者权益合计	305,454	330,160	358,082	388,662

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2025 年 5 月 23 日。
资料来源：公司数据、HTI

APPENDIX 1

Summary

AIA is the largest independently listed pan-Asian life insurance group. We believe its competitive advantages lie in its elite agency team complemented by fast-growing partnership distribution channel, multi-regional footprint, affluent and HNW customers, high quality product mix, and solid profitability.

Elite agency as core competency, complemented by a multi-channel strategy. AIA's strategic focus on elite agency channel as its core competency, complemented by a multi-channel approach, has resulted in sustained growth in new business value (NBV) in both the agent and partner channels over the years. AIA's overall NBV margin has risen from 32.6% in 2010 to 57.0% in 2024, significantly outperforming Chinese peers. **1) Core agency channel contributed for 74% of the Group's NBV in 2024**, with NBV margin of 67.6%. AIA attracts highly educated and young agents through new agent recruitments, and then continuously enhance agent activity and productivity through training, effective incentive mechanism, technological empowerment, and a focus on high-net-worth customers and high-value products, driving steady growth in NBV. The number of AIA's Million Dollar Round Table (MDRT) agents has ranked No. 1 in the world for ten consecutive years. **2) Partner distribution is growing rapidly, with NBV of the bancassurance channel more than doubled over the past three years.** In 2024, NBV of partnership channels grew by 28% year-on-year, with the bancassurance channel more than doubling its NBV in 2021-2024 and NBV margin of over 40%. AIA has established long-term strategic relationships with many of the leading banks in Asia Pacific (with an average tenure of over 20 years), leveraging their extensive global branch networks to reach a high-quality bank customer base of over 100 million, which in turn enables the sale of high-value policies.

Multiple-region strategy with intact growth momentum in core markets. As of 2024, AIA covers 18 markets in Asia Pacific, including in Mainland China, Hong Kong, Thailand, Singapore, Malaysia, etc. **1) AIA China's regional expansion suggests attractive growth potential.** We believe that AIA China's key strengths lie in: a unique and leading agency team, fast-growing bancassurance channel, solid regional expansion, and continuous product upgrades to capture the evolving demand from mid-to-high-end customers. In terms of channel and customer strategy, AIA China focuses on the premium agency channel and selectively chooses bancassurance partners to target affluent and high net worth customers. AIA China plans to expand its geographical footprint in Mainland China by opening 1-2 new branches per year. "New branches" + "channel diversification" will continue to support the Company's VNB growth; **2) AIA Hong Kong: balanced VNB contribution from Mainland China visitors (MCV) and local demand.** During 2023-2024, Mainland China visitors (MCV) and local demand contributed equally to NBV. AIA Hong Kong's NBV remains closely correlated to MCV arrivals in Hong Kong, while local demand remains strong; **3) AIA maintains a leading position across ASEAN markets.** AIA ranks No.1 in terms of agency business in its three core ASEAN markets (Singapore, Malaysia and Thailand), and the company is actively capitalizing on opportunities in the Indian market.

Initiating "Outperform" rating with TP HK\$97.8. We continue to be optimistic about AIA's growth potential for its multi-channel and multi-region strategies, the steady regional expansion in Mainland China, the intact demand for traditional savings products in Hong Kong and intact growth of ASEAN market. We have adopted an absolute valuation approach to value the company, corresponding to a target price of HK\$97.8 per share, implying a PEV of 1.75. AIA's average PEV since 2016 has been around 2.0x.

Risk. Slower-than-expected regional expansion and new premiums growth, capital market volatilities.

APPENDIX 2

ESG Comments

Environmental:

AIA 积极推动绿色金融，支持可再生能源和低碳项目，致力于减少碳足迹，展现出对环境保护的承诺。

Social:

AIA 重视社会责任，通过社区发展项目和健康倡导活动，积极参与提升公众的生活质量和福祉，展现出对社会的关怀。

Governance:

AIA 在公司治理方面注重透明度和合规性，实施严格的道德标准和风险管理，确保公司运营的可持续性和稳健性。

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，Ling Tan，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Ling Tan, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

0023.HK 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

0023.HK is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

	截至 2025 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布			截至 2024 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布		
	优于大市	中性 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.2%	7.5%	0.3%	91.9%	7.6%	0.4%
投资银行客户*	3.3%	3.5%	0.0%	2.1%	2.2%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

	Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2025			Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2024		
	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.2%	7.5%	0.3%	91.9%	7.6%	0.4%
IB clients*	3.3%	3.5%	0.0%	2.1%	2.2%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股（Q100）指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利（FIN-ESG）数据通免责声明条款：在使用盟浪义利（FIN-ESG）数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of SusallWave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关系财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外, HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com, 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HTSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HTSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities

referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036, USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with,

or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 (“Accredited Investor”)，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 (“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”) 第 61 (1) 条，第 17-11 (1) 条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”)（统称为「印度交易所」）研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations.

Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>