

2025 年 09 月 23 日

阳光保险

(06963)

——兼具 NBV 成长性、业绩稳定性、利差表现改善三重特征

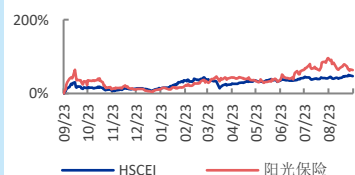
报告原因：有新的信息需要补充

买入 (维持)

市场数据：2025 年 09 月 22 日

收盘价 (港币)	3.73
恒生中国企业指数	9370.73
52 周最高/最低 (港币)	4.54/2.43
H 股市值 (亿港元)	429.01
流通 H 股 (百万股)	3,478.77
汇率 (人民币/港币)	1.0929

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

罗钻辉 A0230523090004
luozh@swsresearch.com
孙冀齐 A0230523110001
sunjq@swsresearch.com

联系人

孙冀齐
(8621)23297818x
sunjq@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

利润增速稳健，资负表现均衡，股息率位居行业前列。股债双牛及负债端持续增长态势下，2024 年公司归母净利润 yoy+45.8%至 54.49 亿元；1H25 资本市场波动态势下利润表现稳健，归母净利润 yoy+7.8%至 33.89 亿元。每股股息稳步增长，2024 年股利支付率达 40.1%，位居上市险企第一；以 9 月 22 日收盘价测算股息率达 5.4%，位居同业第二。公司重视股东回报，预计下阶段分红策略对于每股股息增长的关注度有望提升，高股息特征预计将持续凸显。

NBV 增幅居前，银保渠道秉承高质量发展策略，优势有望持续显现。公司人身险业绩韧性及成长性较强，在 2020-2022 年行业下行阶段 NBV 逆势增长，2023-2024 年上市险企 NBV 重回正增，公司 NBV yoy+44.2%/+43.3%，1H25 NBV yoy+47.3%至 40.08 亿元，增幅位居同业前列。银保渠道为公司传统优势渠道，显著受益于“报行合一”，2024 年/1H25 渠道 NBVM yoy+6.4pct/+7.2pct 至 14.2%/19.1%，驱动渠道 NBV yoy+43.6%/+53.0%至 28.68/24.52 亿元，贡献六成 NBV 总量，占比显著高于其他上市险企，业务结构独具特色。

负债成本显著下行，近年来逆势利差走扩。新增负债占比较高，2024 年 NBV/有效业务价值为 12.79%，位居上市险企第三，新增负债成本下降有望更为直接地摊薄存量负债成本。2024 年公司新增/存量负债成本显著优化，NBV/VIF 打平收益率 yoy-80bps/-11bps 至 2.91%/2.85%，降幅位居同业前列；2024 年净投资收益与 NBV/VIF 打平收益率的差值分别为 1.29%/1.35%，yoy+100bps/+31bps，利差逆势走扩。公司重视资、负匹配及负债成本管控，结合预定利率调整预期，2Q25 提前推出预定利率为 1.75%/1.5%的分红型产品，助力稳健经营。

持续增配股票，FVOCI 股票占比超七成，CSM 增速稳健，业绩稳定性优于同业。截至 6 月末，公司二级市场权益配置比例较 24 年末提升 1.28pct 至 15.1%；其中，股票配置水平在高于同业的基础上持续提升，配置比例较 2024 年末+1.8pct 至 14.1%，分类为 FVOCI 的股票占比较 24 年末水平+1.4pct 至 70.38%，显著高于同业。CSM 稳步增长，截至 24 年末，CSM yoy+12.6%至 509 亿元，在部分同业规模下降态势下增速稳健；CSM 摊销速度稳定，2024 年 CSM 摊销规模为 40.56 亿元，摊销比率为 8.45%，保险服务业绩基本盘稳固。

投资分析意见：维持“买入”评级，调降盈利预测。预计公司 25-27 年归母净利润分别达 57.34/60.56/67.88 亿元 (此前预计 25E 为 80.48 亿元，调降预期主因为 FVOCI 股票占比较高)，同比+5.2%/+5.6%/+12.1%，结合绝对、相对估值法测算公司价值为 573 亿元人民币，目标价 5.35 港元/股，维持“买入”评级。

风险提示：长端利率下行、权益市场波动、大灾频发、监管政策影响超预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	59,900	64,004	67,539	71,385	75,612
同比增长率 (%)	7.5%	6.9%	5.5%	5.7%	5.9%
归母净利润 (百万元)	3,738	5,449	5,769	6,186	6,839
同比增长率 (%)	-16.8%	45.8%	5.9%	7.2%	10.6%
每股收益 (元/股)					
净资产收益率 (%)	9.05	10.06	11.42	12.86	14.26
市盈率	10.67	7.32	6.91	6.45	5.83
市净率	0.38	0.34	0.30	0.27	0.24

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

目录

1. 利润增速稳健，股息率位居行业前列	6
2. NBV 增速位居前列，银保渠道优势持续显现	8
2.1 NBV 展现超强韧性，近年来增速位居行业前列	8
2.2 银保渠道作为公司传统优势渠道，显著受益于“报行合一”	9
2.3 个险渠道“一身两翼”成效显著，NBV 稳健增长	12
3. 负债成本显著优化，近年来利差走扩	13
3.1 新增负债占比高，对存量负债成本的摊薄效应更为明显	13
3.2 重视负债成本管控，前瞻性推出预定利率 1.75%/1.5%的分红险	15
4. 业绩稳定性优势明显	16
4.1 负债端：CSM 稳健增长，保险服务业绩基本盘稳固	16
4.2 资产端：持续增配股票，FVOCI 股票占比超七成	18
5. 盈利预测与估值	20
5.1 盈利预测：预计 25-27 年归母净利润同比+5.9%/ +7.2%/+10.6% ..	20
5.2 估值分析：测算公司价值 573 亿元，目标价 5.35 港元/股	20
6. 投资分析意见	22
7. 风险提示	23
8. 附表	24

图表目录

图 1：阳光保险归母净利润（亿元）及同比	6
图 2：上市险企归母净利润同比增速	6
图 3：上市险企每股股息（元/港元）及同比	7
图 4：上市险企股利支付率（%）	7
图 5：上市险企股息率（截至 9 月 22 日）	7
图 6：阳光人寿 NBV（亿元）及同比	8
图 7：阳光人寿分渠道 NBV（亿元）及增量贡献占比	8
图 8：上市险企 NBV 同比增速	8
图 9：阳光人寿新单保费（亿元）及同比	9
图 10：上市险企新单保费同比增速	9
图 11：阳光人寿 NBVM	9
图 12：上市险企 NBVM 表现	9
图 13：阳光人寿银保渠道保费、同比及贡献占比	10
图 14：阳光人寿银保渠道新单保费、同比及贡献占比	10
图 15：2024 年上市险企银保渠道新单贡献占比	10
图 16：阳光人寿银保渠道 NBV、同比及贡献占比	10
图 17：2024 年上市险企银保渠道 NBV 贡献占比	10
图 18：上市险企银保渠道 NBVM	10
图 19：阳光人寿银保渠道新单保费交期结构	11
图 20：银保渠道有望成为保险产品逐步纳入大财富管理生态圈的通道	12
图 21：阳光保险个险渠道 NBV、同比及贡献占比	12
图 22：阳光保险个险渠道新单、同比及贡献占比	12
图 23：上市险企个险渠道 NBVM	13
图 24：阳光保险代理人队伍规模（万人）及同比	13
图 25：上市险企代理人队伍规模同比增速	13
图 26：上市险企有效业务价值（亿元人民币）	14
图 27：2024 年上市险企 NBV/有效业务价值	14
图 28：上市险企 NBV 打平收益率	14
图：上市险企 VIF 打平收益率	

图 30：上市险企净投资收益率与 NBV 打平收益率差值	15
图 31：上市险企净投资收益率与 VIF 打平收益率差值	15
图 32：5 年期 LPR、5 年期定期存款平均利率、10 年期国债到期收益率及传统险预定利率走势（%）	15
图 33：预定利率研究值及较普通型产品预定利率上限差值	15
图 34：阳光保险 CSM(亿元)及同比	17
图 35：2024 年上市险企 CSM 同比增速	17
图 36：阳光保险 CSM 摊销（亿元）及摊销比率	17
图 37：上市险企 CSM 摊销比率	17
图 38：2024 年上市险企税前利润增量结构拆分	18
图 39：2024 年上市险企保险服务业绩及同比	18
图 40：阳光保险投资资产余额及同比	18
图 41：阳光保险投资资产配置结构	18
图 42：上市险企投资资产中股票占比	19
图 43：上市险企投资资产中股票+基金占比	19
图 44：阳光保险 FVOCI 股票规模及占股票配置比重	19
图 45：上市险企 FVOCI 股票占比	19
图 46：上市险企净投资收益率	19
图 47：上市险企总投资收益率	19
表 1：2024 年上市险企利润结构拆解（亿元人民币）	6
表 2：阳光保险 2%/1.5%预定利率分红型产品对比	16
表 3：阳光保险绝对估值表现（百万元人民币）	21
表 4：阳光保险可比公司估值表现	22
表 5：阳光保险相对估值情况	22

投资案件

投资评级与估值

阳光保险兼具 NBV 成长性、业绩稳定性、利差表现改善三重特征，维持“买入”评级。预计 25-27 年归母净利润分别达 57.34/60.56/67.88 亿元，同比 +5.9%/+7.2%/+10.6%，使用绝对、相对估值法综合测算公司价值为 573 亿元，目标价 5.35 港元/股。

关键假设点

- 1) 预计 2025-2027 年人身保费收入 yoy+6.4%/+11.0%/+10.7%。
- 2) 预计 2025-2027 年财产险保费收入 yoy+7.2%/+7.6%/+7.8%。

有别于大众的认识

市场认为阳光保险人身险业务体量较小且存量负债成本高于头部险企，我们认为影响估值的核心因素并非存量负债成本绝对值的高低，而是存量负债成本的边际变化趋势。公司 NBV 增速位居行业前列，且新业务占存量业务比重位居同业前列，预定利率持续下调态势下，新增负债成本的下降有望更为直观地影响公司存量负债成本，有效缓解利差损担忧对于估值的压制。

市场认为阳光保险人身险业务较为依赖银保渠道，我们认为“报行合一”落地后，银保渠道的价值及成长性有望持续凸显，1H25 银保渠道已超过个险成为第一大渠道。在行业经历近年来第三次预定利率下调、个险持续推进“报行合一”的大背景下，下阶段银保渠道有望接棒个险渠道，成为险企新客获客的核心通道，公司银保渠道战略定位较高、渠道关系良好、业务推动可持续性 & 可预期性较强，预计银保渠道的核心竞争优势有望持续深化。

股价表现的催化剂

- 1) 负债成本或投资表现持续优化，带动利差走扩
- 2) 每股分红稳步提升，高股息特征逐步受到市场广泛认可
- 3) 长端利率持续上行，权益市场表现亮眼

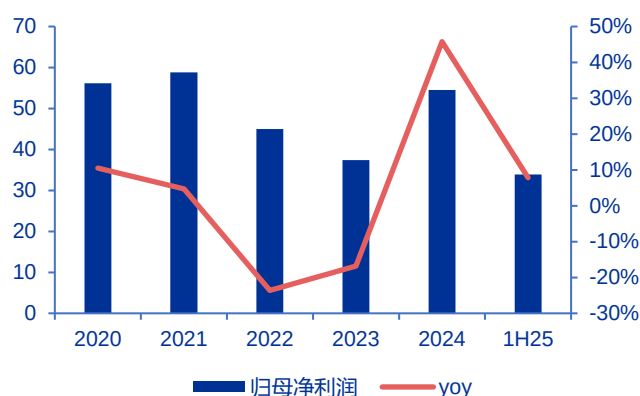
核心假设风险

长端利率下行、权益市场波动、大灾频发、监管政策影响超预期。

1. 利润增速稳健，股息率位居行业前列

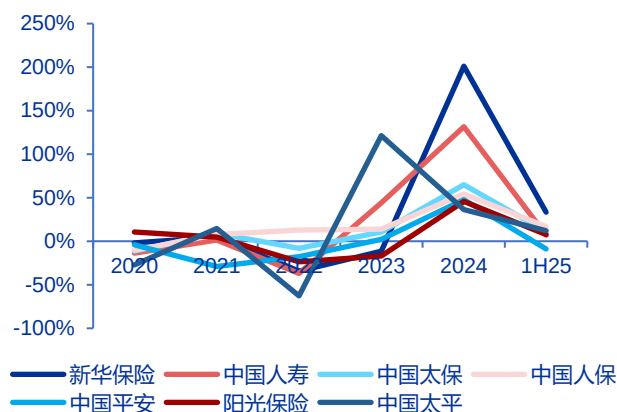
利润增速稳健，可预期性优于同业。公司重视资产负债匹配，新会计准则落地后积极运用 FVOCI 分类，利润稳定性优于同业，2024 年股、债双牛带动归母净利润 yoy+45.8% 至 54.49 亿元；细分结构来看，资产、负债两端利润贡献相对均衡，2024 年保险服务业绩（保险服务收入-保险服务费用-持有再保险合同净费用）/投资业绩（总投资收益-承保财务损益-分出再保险财务收益）分别达 53.83/72.91 亿元，yoy+56.6%/+32.9%。1H25 公司归母净利润 yoy+7.8%至 33.89 亿元，保险服务业绩/投资业绩分别达 40.61/35.98 亿元，yoy+13.3%/-14.6%，资产负债表现较为均衡。

图 1：阳光保险归母净利润（亿元）及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：上市险企归母净利润同比增速



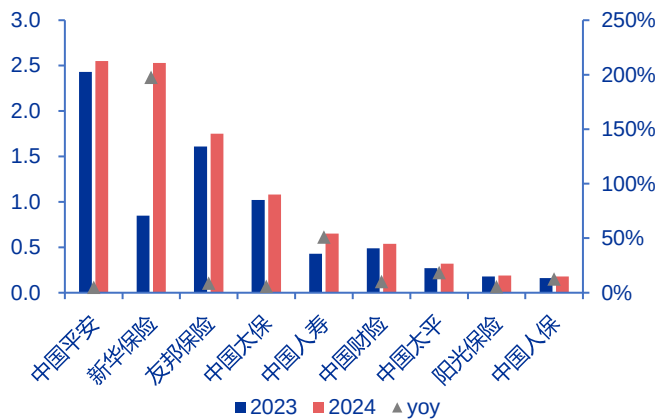
资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：2024 年上市险企利润结构拆解（亿元人民币）

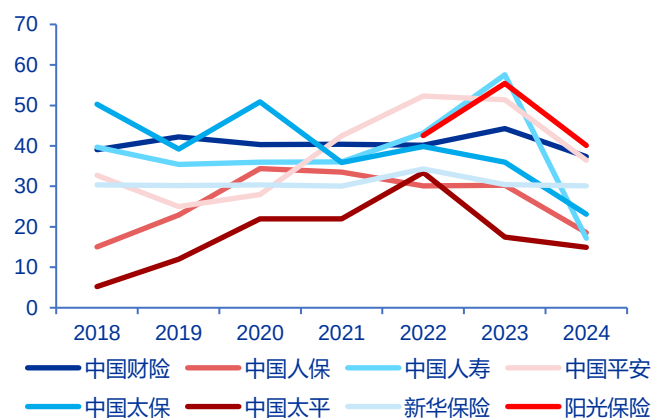
	中国人寿	新华保险	中国太保	中国人保	中国平安	中国太平	友邦保险	阳光保险	中国财险	众安在线
保险服务业绩（保险服务收入-保险服务费用-持有再保险合同净费用）										
保险服务收入										
2024A	2,082	478	2,795	5,377	5,512	1,113	193	640	4,852	317
同比	-2%	0%	5%	7%	3%	4%	10%	7%	6%	15%
保险服务费用										
2024A	1,805	316	2,431	4,928	4,491	864	131	585	4,654	307
同比	20%	-5%	5%	4%	2%	0%	9%	3%	8%	18%
保险服务业绩										
2024A	280	159	349	374	985	220	58	54	144	10
同比	-55%	13%	4%	53%	6%	19%	13%	57%	-25%	-22%
投资业绩（总投资收益-承保财务损益-分出再保险财务损益）										
总投资收益										
2024A	3,097	791	1,197	778	1,949	665	119	208	350	13
同比	139%	258%	133%	68%	59%	98%	-5%	42%	68%	24%
承保财务损益										
2024A	2,100	612	925	433	1,727	610	76	119	99	1
同比	64%	128%	98%	57%	39%	69%	-27%	33%	-2%	1%
投资业绩表现										
2024A	1,004	182	293	357	232	59	44	91	263	12
同比	4553%	扭亏为盈	407%	79%	扭亏为盈	扭亏为盈	104%	54%	119%	25%
其他										
2024A	-132	-60	-86	-39	488	-58	-24	-64	-27	-14
税前利润										
2024A	1,152	281	556	692	1,705	221	78	81	380	9
同比	122%	410%	74%	106%	42%	90%	72%	40%	36%	278%
归母净利润										
2024A	1,069	262	450	429	1,266	84	68	54	322	6
同比	109%	201%	65%	88%	48%	36%	82%	46%	31%	105%

资料来源：公司公告，申万宏源研究；中国太平为亿港元，友邦保险为亿美元

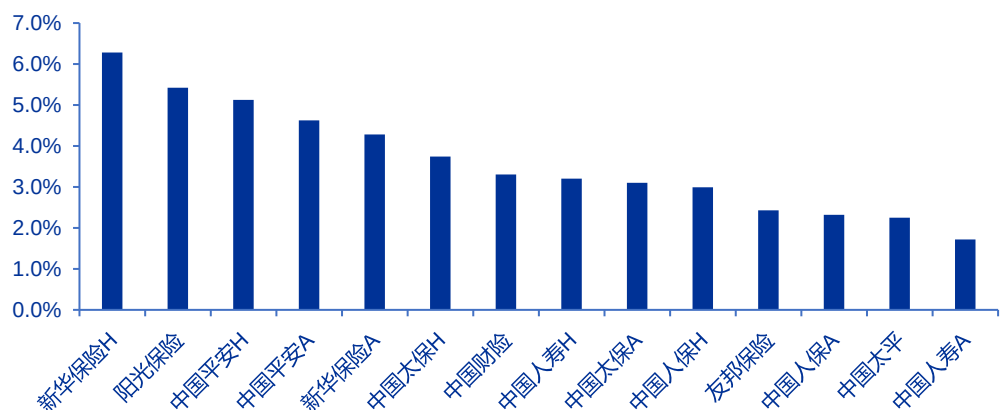
每股股息稳步增长，股利支付率、股息率位居行业前列，高股息特征逐步显现。2024年公司每股股息 yoy+7.3%至人民币 0.19 元，保持稳步提升趋势。利润高增态势下，受股东考核、偿付能力约束等多重因素影响，2024 年上市险企分红策略较为分化，公司股利支付率达 40.1%，位居同业首位，上市以来股息率持续高于 40%；以 9 月 22 日收盘价为基准，阳光保险对应 2024 年分红水平股息率达 5.4%，位居上市险企第二。2024 年 11 月 15 日，证监会发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》，要求上市公司以提高公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，明确主要指数成分股公司需制定市值管理制度，披露权责分配、市值预警机制及股价大幅下跌的应对措施。从上市保险公司实操角度来看，预计现金分红将是下阶段市值管理的主要抓手，公司对于每股股息持续增长的分红策略关注度有望提升，高股息特征有望持续显现。

图 3：上市险企每股股息（元/港元）及同比

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：上市险企股利支付率（%）

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：上市险企股息率（截至 9 月 22 日）

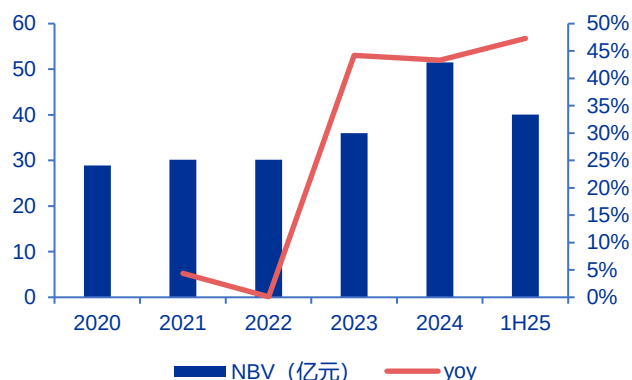
资料来源：Wind，申万宏源研究

2. NBV 增速位居前列，银保渠道优势持续显现

2.1 NBV 展现超强韧性，近年来增速位居行业前列

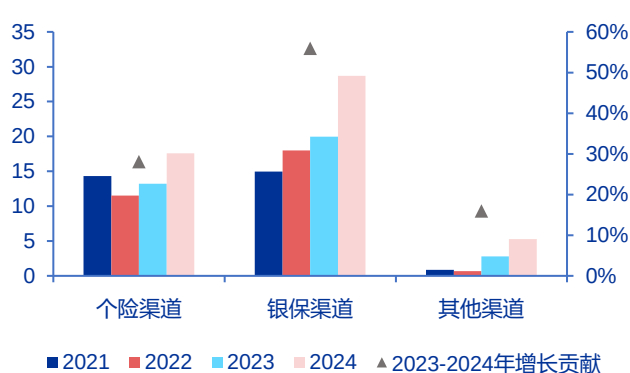
人身险业务负债端展现出较强韧性及成长性。受行业转型及疫情扰动影响，2020-2022 年人身险行业步入聚焦改革转型的下行阶段，A 股上市险企 NBV 大幅负增，但阳光人寿 NBV 实现逆势增长态势，2021/2022 年 NBV yoy+4.4%/+0.1%，是此阶段唯一保持正增的上市险企，业绩韧性显著优于同业。资管新规影响下，居民对储蓄险产品的配置需求大幅提升，2023 年后 A 股上市险企 NBV 重回正增，阳光保险 2023/2024 年 NBV 同比增幅分别达 44.2%/43.3%，均位居上市险企前列，负债端成长性进一步凸显；其中，银保渠道为 NBV 增长的核心驱动力，2024 年银保/个险/其他渠道分别贡献 NBV 增量的 55.9%/28.1%/16.0%。1H25 公司 NBV yoy+47.3%至 40.08 亿元，增速依然位于上市险企第一梯队，负债端成长性强劲。

图 6：阳光人寿 NBV（亿元）及同比



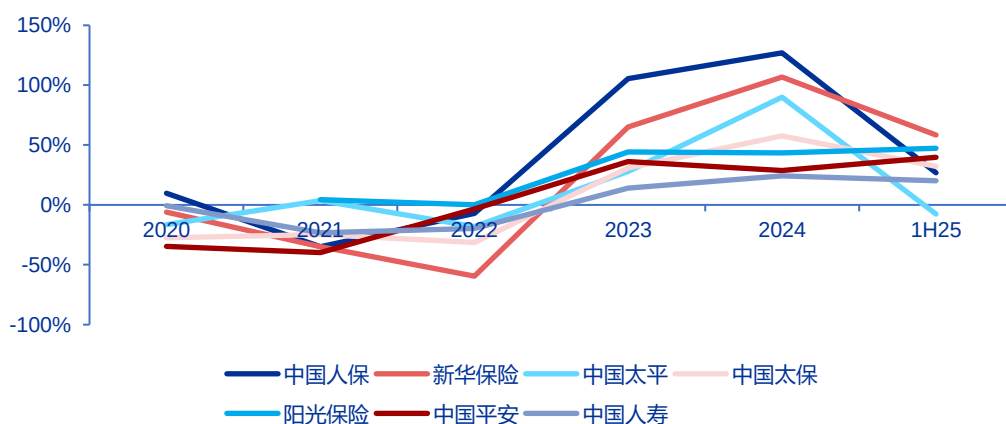
资料来源：公司公告，申万宏源研究；同比增速为可比口径

图 7：阳光人寿分渠道 NBV（亿元）及增量贡献占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

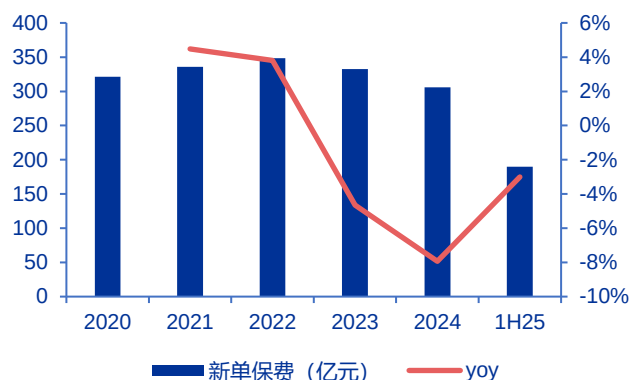
图 8：上市险企 NBV 同比增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究；同比增速为可比口径

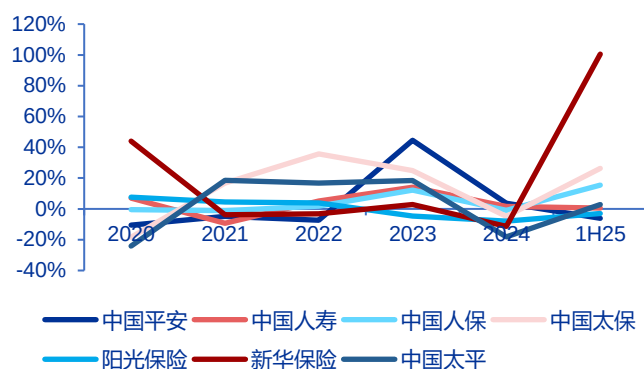
NBVM 为 NBV 增长的核心驱动因素。2024 年阳光人寿新单保费 yoy-7.9%至 306.08 亿元，主因为银保渠道在“报行合一”落地影响下业务节奏出现一定适应性调整；但受益于“报行合一”、预定利率下调及交期结构改善，公司 NBVM 显著提升，我们使用 NBV/新单作为 NBVM 的近似估计，2024 年公司 NBVM yoy+6.0pct 至 16.84%，较 2022 年水平提升 8.18pct，驱动 NBV 同比高增。1H25 受 2024 年 9、10 月预定利率调整阶段性透支客户需求及产品结构优化等因素影响，公司新单保费 yoy-3.0%至 190.08 亿元，但 NBVM yoy+7.2pct 至 21.1%，延续改善态势，有效驱动 NBV 同比高增。

图 9：阳光人寿新单保费（亿元）及同比



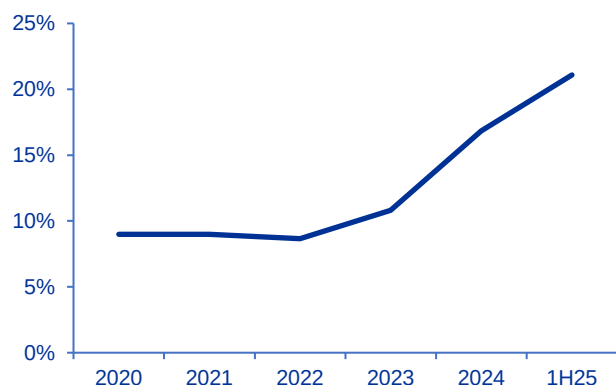
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 10：上市险企新单保费同比增速



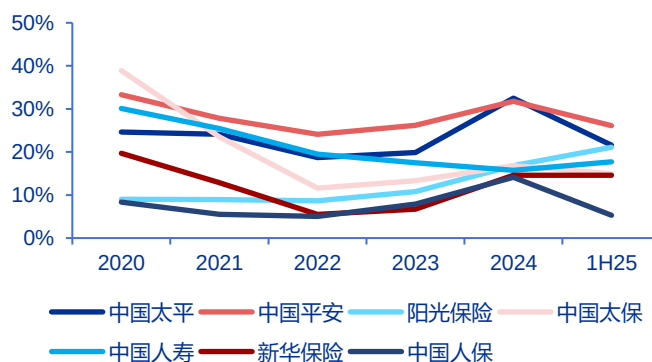
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 11：阳光人寿 NBVM



资料来源：公司公告，申万宏源研究；NBVM 使用 NBV/新单近似估计

图 12：上市险企 NBVM 表现



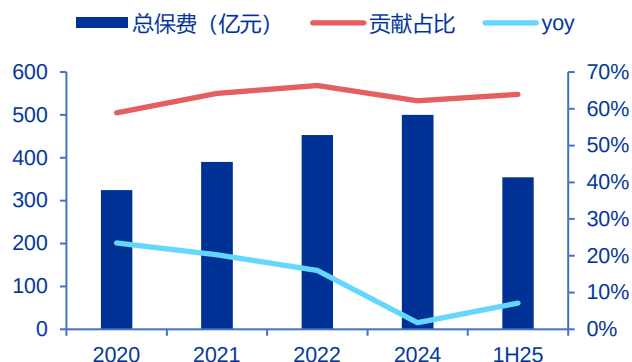
资料来源：公司公告，申万宏源研究；未披露 NBVM 的机构使用 NBV/新单近似估计

2.2 银保渠道作为公司传统优势渠道，显著受益于“报行合一”

银保渠道优势显著，“报行合一”推动 NBV 同比高增。银保渠道是公司的传统优势渠道，贡献超 60%原保险保费及新单保费收入，占比位居同业前列。2024 年银保渠道“报行合一”落地后，受益于手续费率大幅下降及交期结构持续优化，公司银保渠道 NBVM 同比大幅提升，带动渠道 NBV 同比高增。我们使用 NBV/新单作为 NBVM 的近似估计，2024 年公司银保渠道 NBVM yoy+6.4pct 至 14.2%，驱动 NBV yoy+43.6%至 28.68 亿元，NBV 贡献占比 yoy+0.1pct 至 55.7%，显著高于其他上市险企，业务结构独具特色。1H25 银保渠道延续增长态势，NBV yoy+. % 至 . 亿元，贡献整体 NBV 的 . % ；其中，受

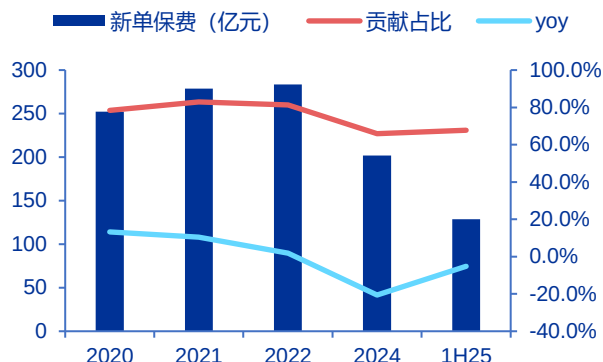
产品转型阶段性影响,新单保费 yoy-5.2%至 128.73 亿元,但 NBVM yoy+7.2pct 至 19.0%,价值银保策略持续显效,有效推动银保渠道持续贡献业绩增量。

图 13: 阳光人寿银保渠道保费、同比及贡献占比



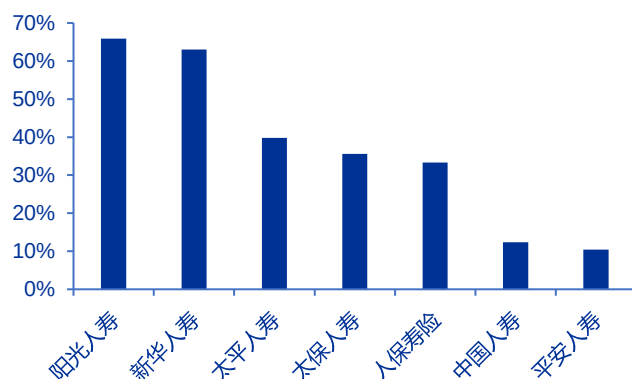
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 14: 阳光人寿银保渠道新单保费、同比及贡献占比



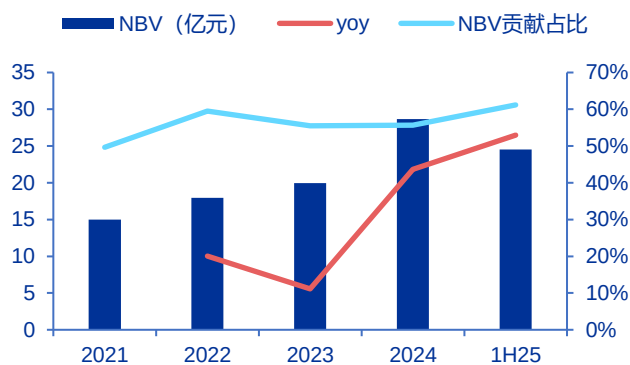
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 15: 2024 年上市险企银保渠道新单贡献占比



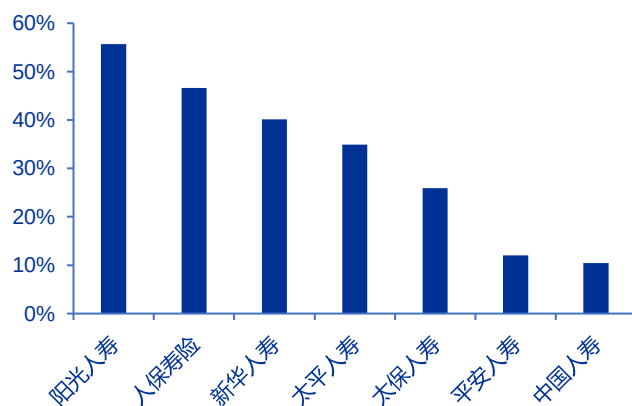
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 16: 阳光人寿银保渠道 NBV、同比及贡献占比



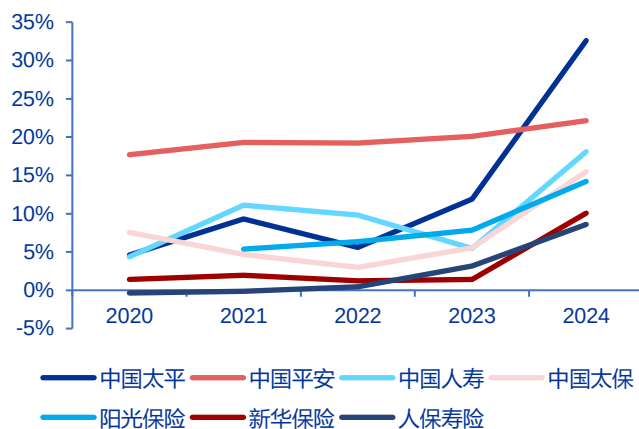
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 17: 2024 年上市险企银保渠道 NBV 贡献占比



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

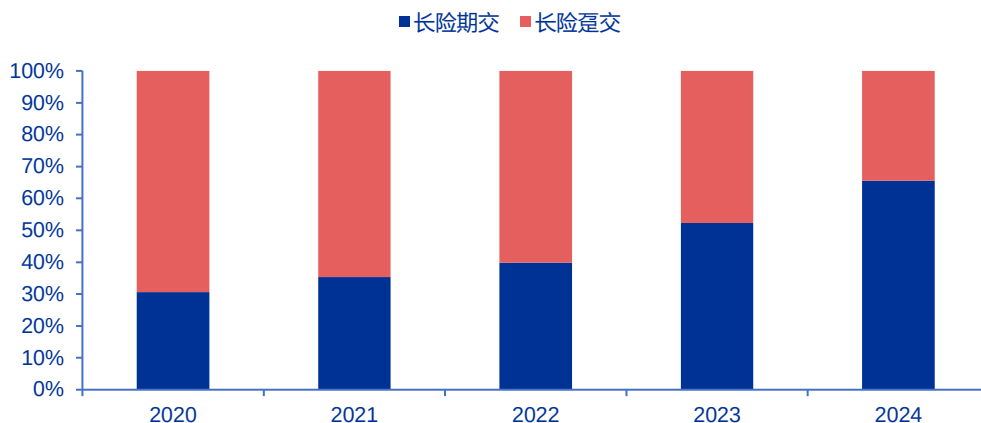
图 18: 上市险企银保渠道 NBVM



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究; 未披露 NBVM 的机构使用 NBV/新单近似估计

交期结构持续优化，为 NBVM 增长带来正向助益。公司银保渠道注重价值经营，近年来持续压降趸交规模、提升期交业务占比，取得显著成效，2024 年银保渠道实现长险期交新单/趸交保费 132.24/69.51 亿元，yoy-0.5%/-42.6%，2020-2024 年 CAGR 分别达 14.4%/-20.6%，长险期交新单贡献占比 yoy+13.2pct 至 65.6%，交期结构显著优化。

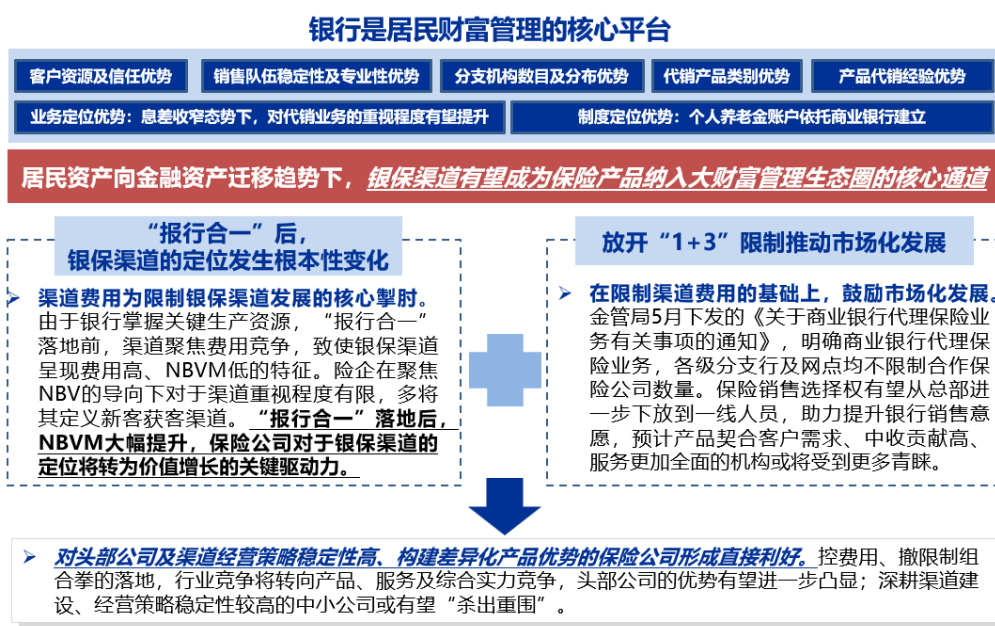
图 19：阳光人寿银保渠道新单保费交期结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1H25 银保渠道大概率重登人身险行业第一大渠道之位，渠道战略定位及成长潜力逐步凸显，公司有望持续受益。后“报行合一”时代，银保渠道价值迎来重估，基于销售费用投放的“内卷式”竞争的经营模式难以为继，银保渠道价值贡献占比提升及个险渠道转型持续推进态势下，头部险企对银保渠道的重视程度显著提升，战略定位及资源倾斜持续优化。拉长周期来看，在此前的个险渠道蓬勃发展期，险企新客获客的手段主要为代理人“大进大出”的粗放式经营，即通过吸收新人获取新客。但 2019 年后，人口红利消减、新业态兴起态势下，粗放式经营获客模式难以为继；资管新规落地后，客户的储蓄险配置需求快速提升，给老客复购带来潜在机遇。在行业即将经历近年来第三次预定利率下调、个险持续推进“报行合一”的大背景下，下阶段银保渠道有望接棒个险渠道，成为险企新客获客的核心通道，我们看好银保渠道的长期成长潜力。2023 年后，银保渠道竞争站在全新起点，公司银保渠道战略定位较高、渠道关系良好、业务推动可持续性及可预期性较强，预计银保渠道的核心竞争优势有望持续深化。

图 20：银保渠道有望成为保险产品逐步纳入大财富管理生态圈的通道

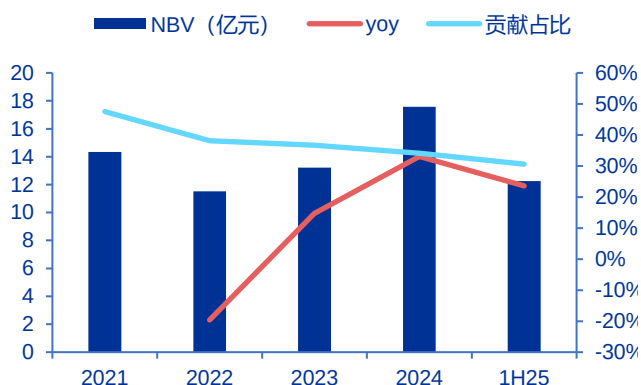


资料来源：金管局，申万宏源研究绘制

2.3 个险渠道“一身两翼”成效显著，NBV 稳健增长

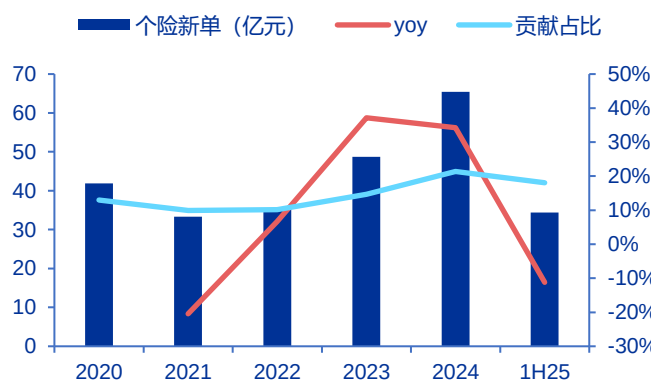
个险渠道 NBV 稳健增长，分红险转型成效显著。公司个险渠道“一身两翼”发展战略成效持续显现，2024 年 NBV yoy+33.1%至 17.58 亿元，贡献整体 NBV 的 34.1%，2024 年渠道新单保费 yoy+34.3%至 65.43 亿元，增速位居上市险企第一。1H25 NBV yoy+23.6%至 12.26 亿元；受 2024 年预定利率下调及产品转型影响，新单保费 yoy-11.2%至 34.4 亿元；其中，浮动收益型产品与保障型产品占比超 50%，产品转型成效超预期，我们看好产品结构优化对于负债成本管控的积极影响；NBVM 优化趋势延续，1H25 个险渠道 NBVM yoy+10.1pct 至 35.7%。

图 21：阳光保险个险渠道 NBV、同比及贡献占比



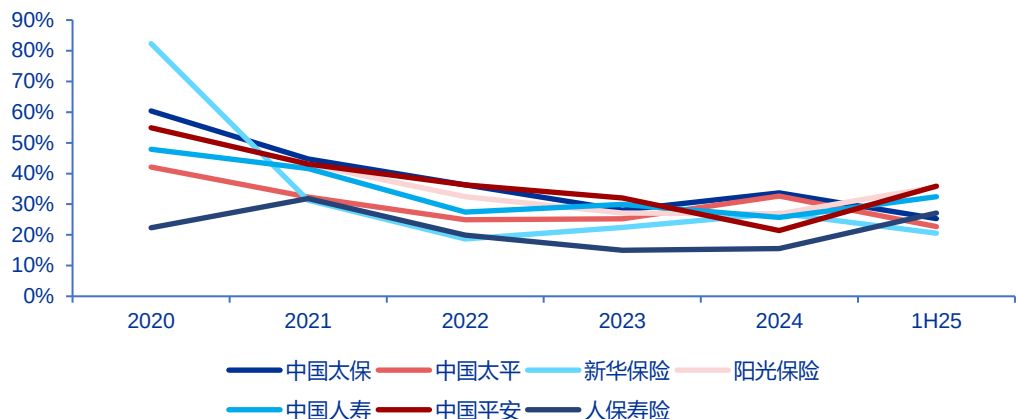
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 22：阳光保险个险渠道新单、同比及贡献占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

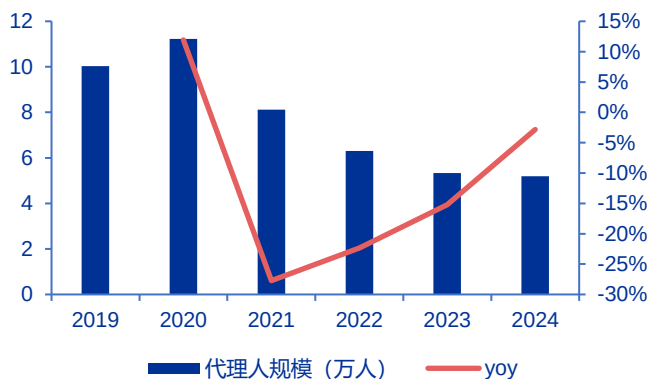
图 23：上市险企个险渠道 NBVM



资料来源：各公司公告，申万宏源研究；未披露 NBVM 的机构使用 NBV/新单近似估计

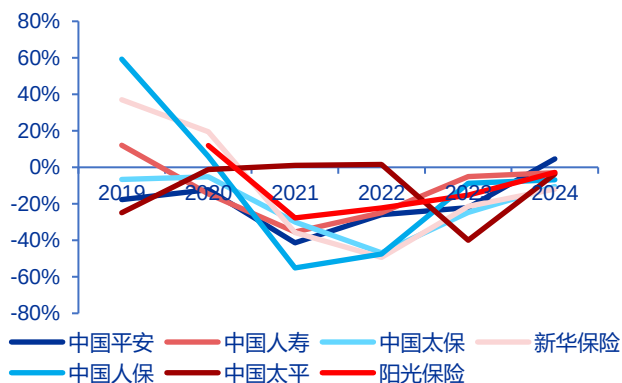
代理人队伍规模趋稳，产能显著提升。截至 2024 年末，阳光保险个险渠道代理人规模达 5.19 万人，yoy-2.81%，降幅较去年收窄 12.4pct，同比表现在上市险企中位居第二，队伍规模趋稳态势明显；同时，过程指标持续优化，公司通过差异化经营管理释放基层和队伍活力，2024 年传统队伍/精英队伍活动人均产能分别达 2.5/6.4 万元，yoy+21.9%/+29.8%。1H25 队伍质态改善趋势延续，传统队伍活动人均产能/新人活动人均产能分别达 2.4/1.8 万元，精英队伍月均活动人力 yoy+4.7%，人均产能为传统队伍的 2 倍以上。

图 24：阳光保险代理人队伍规模（万人）及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 25：上市险企代理人队伍规模同比增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

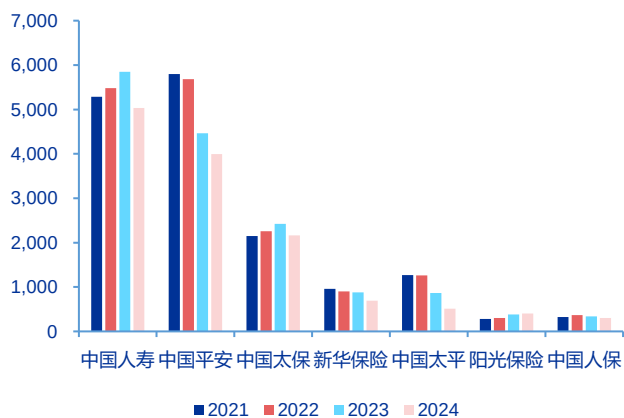
3. 负债成本显著优化，近年来利差走扩

3.1 新增负债占比高，对存量负债成本的摊薄效应更为明显

新增负债占比较高，新增负债成本下降趋势有望更为直接地影响存量成本。截至 2024 年末，公司有效业务价值 yoy+6.0%至 402.97 亿元，位居上市险企第六；同时，新业务占比较高，年公司 NBV/有效业务价值为 .% ，位居上市险企第三，且 NBV 增速位居

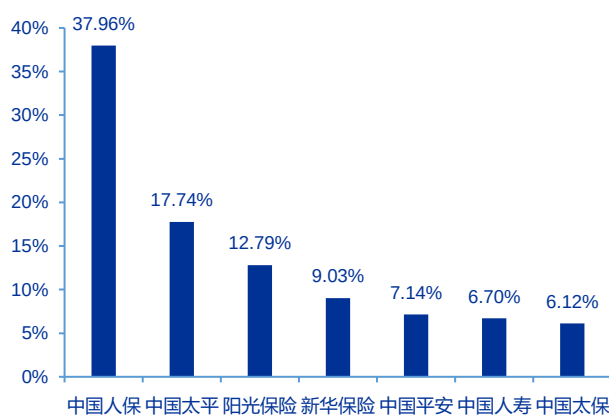
同业前列。在预定利率持续下降的大趋势下，新增负债成本的下降趋势有望更为快速地推动存量负债成本优化。

图 26：上市险企有效业务价值（亿元人民币）



资料来源：公司公告，申万宏源研究；中国太平为亿港元

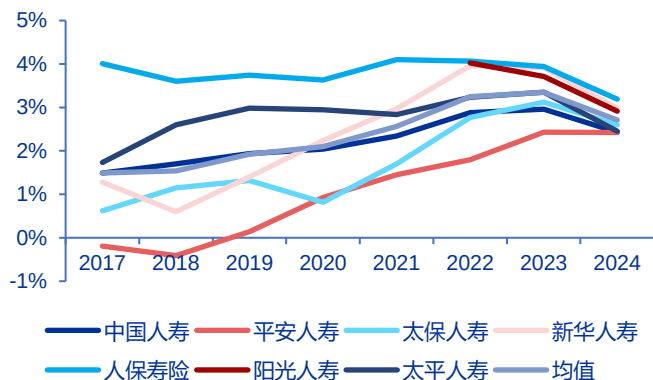
图 27：2024 年上市险企 NBV/有效业务价值



资料来源：公司公告，申万宏源研究；中国人保为人保寿险+人保健康

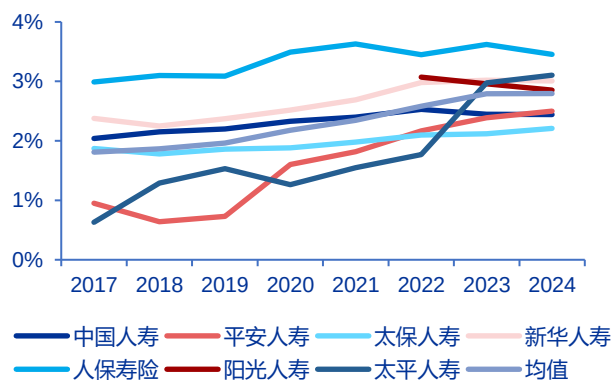
负债成本管控成效显著，公司新增、存量负债成本降幅均位居同业前列。预定利率持续下调、监管设置浮动收益型产品投资收益率上限及降本增效策略推进多重因素影响下，公司新增、存量负债成本均实现显著优化。2024 年公司新增负债成本（NBV 打平收益率）yoy-80bps 至 2.91%，存量负债成本（VIF 打平收益率）yoy-11bps 至 2.85%，降幅均位居上市险企第二。

图 28：上市险企 NBV 打平收益率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

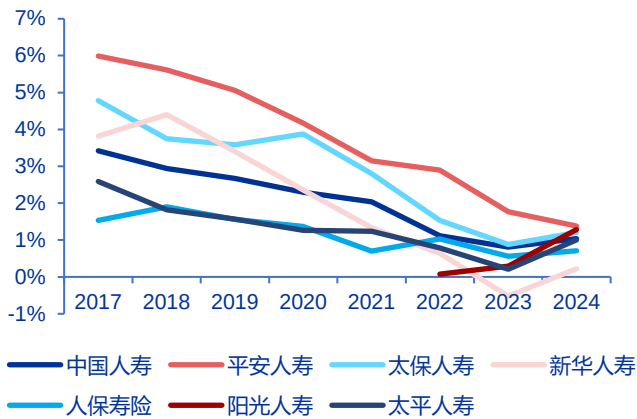
图 29：上市险企 VIF 打平收益率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

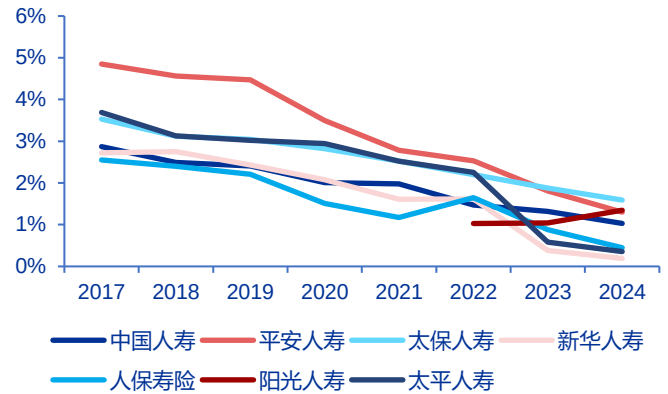
受益于负债成本下降、净投资收益率改善，窄口径下公司利差逆势走扩。我们使用净投资收益率（包含利息、股息及租金收入等）这一稳定性及可预期性较强的指标作为公司投资表现的评估指标，其与负债成本之间的差值可视为窄口径下的公司利差。2024 年公司净投资收益率与 NBV/VIF 打平收益率的差值分别为 1.29%/1.35%，yoy +100bps/+31bps，优化幅度位居上市险企首位，近年来利差逆势走扩，有效缓解市场对于公司体量相对较小、负债成本相对较高的潜在担忧。

图 30：上市险企净投资收益率与 NBV 打平收益率差值



资料来源：13 个精算师、各公司公告，申万宏源研究

图 31：上市险企净投资收益率与 VIF 打平收益率差值

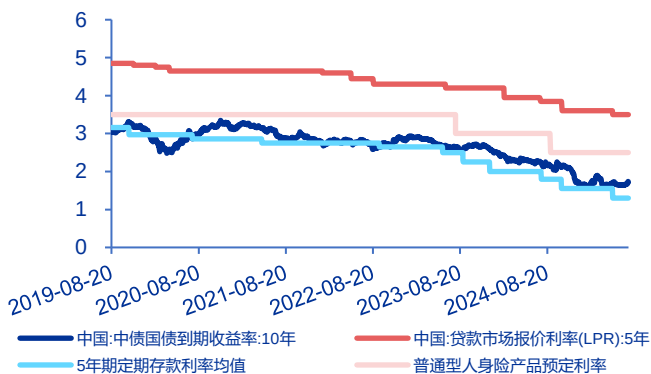


资料来源：13 个精算师、各公司公告，申万宏源研究

3.2 重视负债成本管控，前瞻性推出预定利率 1.75%/1.5% 的分红险

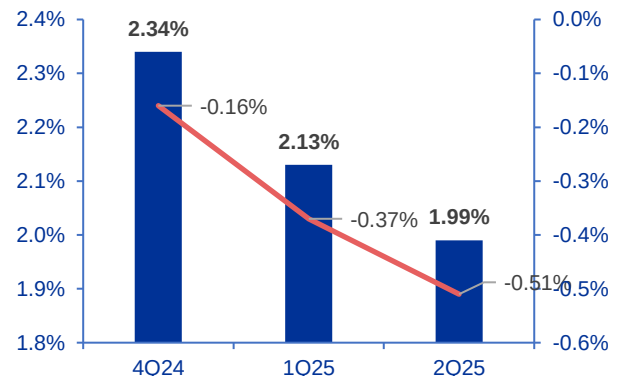
压降负债成本为化解利差损风险的核心抓手，监管正式推出预定利率与长端利率挂钩的动态调整机制。1 月 10 日，金管局下发《关于建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制有关事项的通知》（简称“《通知》”），明确人身险产品预定利率与长端利率挂钩的动态调整机制细则，标志着新增负债成本正式步入动态调整的新纪元。《通知》明确预定利率研究值是预定利率是否调整的关键参考值，与 5 年期 LPR、5 年期定期存款利率、10 年期国债收益率等市场利率变化和行业资产负债管理情况相关，保险行业协会将每季度发布预定利率研究值；同时，明确预定利率的动态调整机制：1) 预定利率最高值为 0.25% 的整数倍。2) 调降原则：在售普通型人身险产品预定利率最高值连续 2 个季度高于预定利率 25bps 以上时，需及时下调新产品预定利率最高值，需在 2 个月内做好产品切换。1Q25 预定利率研究值为 2.13%，较普通型产品预定利率上限差值为 37bps，突破 25bps 大关，2Q25 市场对于年内调整预定利率的讨论进一步提升。

图 32：5 年期 LPR、5 年期定期存款平均利率、10 年期国债到期收益率及传统险预定利率走势 (%)



资料来源：Wind、金管局，申万宏源研究

图 33：预定利率研究值及较普通型产品预定利率上限差值



资料来源：保险行业协会，申万宏源研究

预定利率下调预期之下,公司 2Q25 前瞻性推出预定利率为 1.75%/1.5%的分红险产品。

基于优化负债成本、资产负债匹配经营考虑,阳光人寿 5 月前瞻性推出预定利率为 1.75%/1.5%的分红险产品,旨在有效管控新增负债成本,助力后续新、旧产品的平稳切换,避免预定利率下调预期下的短期“打节点”式销售。以利益演示表列示的被保险人为例(由于展示的被保险人样本不完全一致,实际客户利益差值可能与测算值存在一定差异),阳光人寿金玺阳光终身寿险(分红型)的持有期最高 IRR 为 1.33%,较预定利率为 2.0%的阳光人寿阳光玺 B 款(臻享版)终身寿险(分红型)下降 48bps。7 月 25 日,保险行业协会公布预定利率研究值为 1.99%,触发预定利率下调机制,传统险预定利率/分红险预定利率/万能险最低保证利率最高值将分别下调 50bp/25bp/50bp 至 2.0%/1.75%/1.0%,相应产品切换需在 9 月 1 日前完成。

表 2: 阳光保险 2%/1.5%预定利率分红型产品对比

产品名称	阳光人寿金玺阳光终身寿险(分红型)	阳光人寿阳光玺 B 款(臻享版)终身寿险(分红型)
预定利率	1.5%	2%
保障责任	身故保险金	身故或全残保险金
缴费年限	趸交/3/5/10 年交,可选择月交/年交	趸交/3/5/6/10/15/20 年交,可选择月交/年交
投保年龄	28 天-68 周岁	28 天-73 周岁
各保单年度 IRR 测算		
10	0.19%	0.66%/0.73%
20	0.87%	1.33%/1.42%
30	1.08%	1.56%/1.62%
40	1.19%	1.67%/1.72%
50	1.25%	1.74%/1.78%
60	1.30%	1.78%/1.82%
70	1.33%	1.81%/1.84%
最高 IRR	1.33%	1.81%/1.84%
最高 IRR 对应保单年度	70	70
样本	35 岁、男性、5 年交、年交保费 10 万元、基本保额 435030 元,红利领取方式为购买交清保额。	示例一: 35 岁、男性、3 年交、年交保费 10 万元、基本保额 261960 元,红利领取方式为累积生息。 示例二: 35 岁、女性、5 年交、年交保费 10 万元、基本保额 437590 元,红利领取方式为购买交清保额。

资料来源:公司官网,申万宏源研究

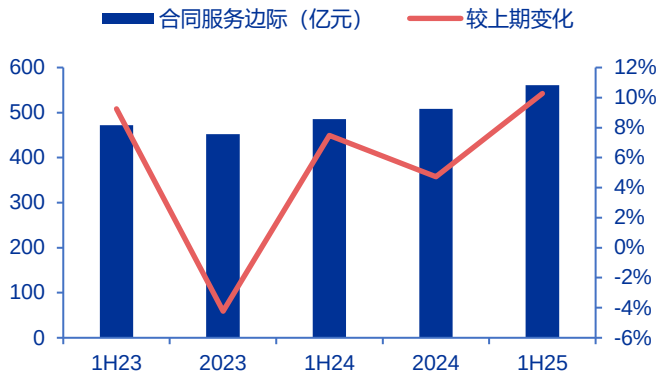
4. 业绩稳定性优势明显

4.1 负债端: CSM 稳健增长, 保险服务业绩基本盘稳固

CSM 稳健增长, 摊销速度稳定, 贡献可观保险服务业绩。合同服务边际(CSM)为新会计准则下通过保险合同提供未来服务所获的潜在利润或未赚利润,将随着不断向客户提供服务而在保险期限内逐步被确认为实际利润,可视为保险服务业绩的基盘。截至 2024 年末,阳光保险合同服务边际为 508.54 亿元,较 2024 年 6 月末/2023 年末分别增长 4.7%/12.6%,增速位居同业第二(仅次于中国人保),在中国太平、中国人寿、中国平安 CSM 同比下降态势下仍保持较快正增, H CSM 延续增长态势,较 年末水平+.% 至

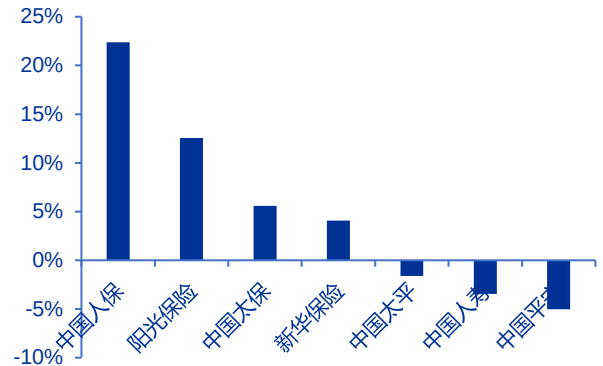
560.78 亿元，未来负债端利润储备较为充足，2024 年合同服务边际摊销为 40.56 亿元，摊销比率为 8.45%，摊销速度稳定，保险服务业绩基本盘稳固。

图 34：阳光保险 CSM(亿元)及同比



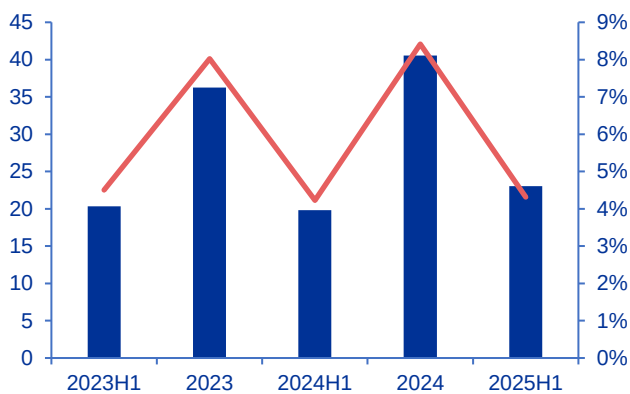
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 35：2024 年上市险企 CSM 同比增速



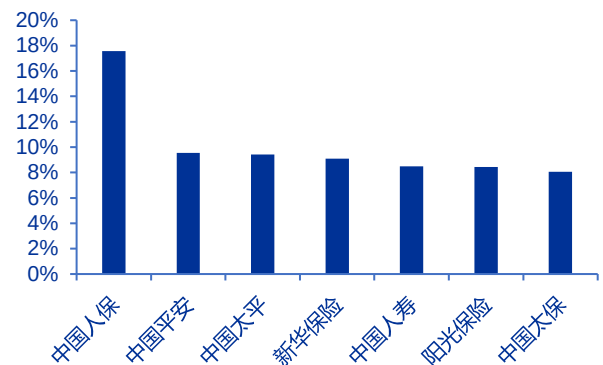
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 36：阳光保险 CSM 摊销（亿元）及摊销比率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

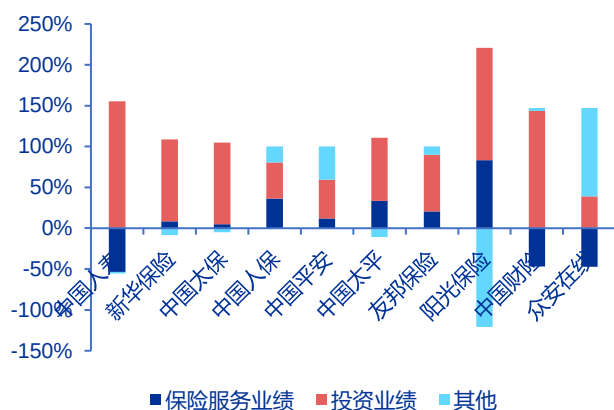
图 37：上市险企 CSM 摊销比率



资料来源：公司公告，申万宏源研究；CSM 摊销比率使用 CSM 摊销/期初和期末 CSM 均值计算

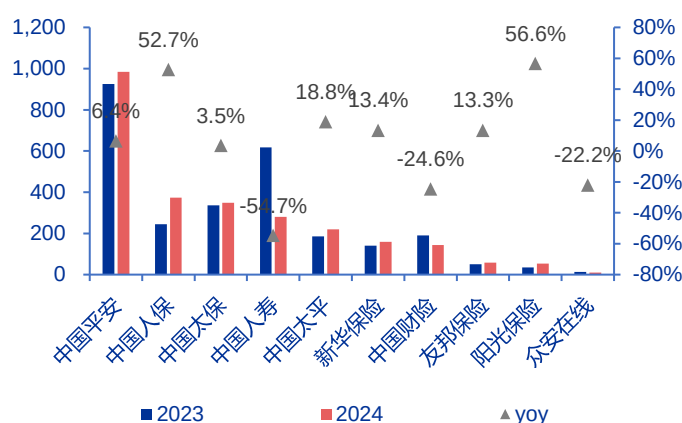
保险服务业绩增速优于同业，贡献可观利润增量。从利源结构来看，2024 年股、债双牛态势下，投资业绩（总投资收益-承保财务损益-分出再保险财务损益）为阳光保险利润增量的核心来源，yoy+54%至 90.83 亿元，贡献税前利润增量的 112.35%；保险服务业绩（保险服务收入-保险服务费用-持有再保险合同净费用）同样表现亮眼，yoy+56.57%至 53.83 亿元，增速位居上市险企首位，贡献税前利润增量的 66.67%。1H25 公司归母净利润 yoy+7.8%至 33.89 亿元；其中，保险服务业绩 yoy+15.6%至 35.24 亿元，贡献核心利润增量。

图 38：2024 年上市险企税前利润增量结构拆分



资料来源：公司公告，申万宏源研究；保险服务业绩=保险服务收入-保险服务费用-持有再保险合同净费用，投资业绩=总投资收益-承保财务损益-分出再保险财务损益

图 39：2024 年上市险企保险服务业绩及同比

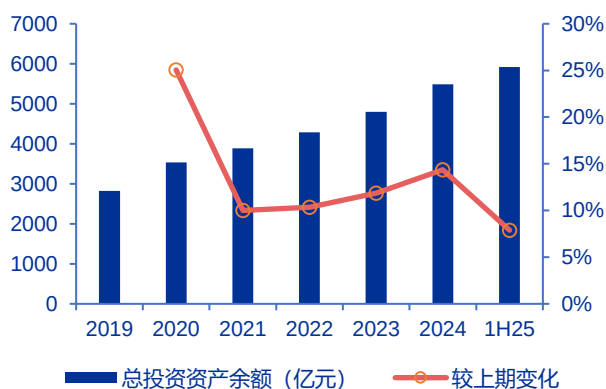


资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 资产端：持续增配股票，FVOCI 股票占比超七成

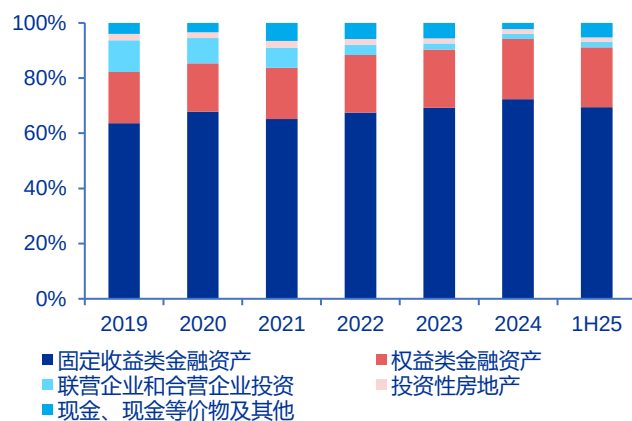
投资资产规模稳步提升，持续增配固收及权益类资产。截至 6 月末，阳光保险投资资产余额较 2024 年末水平+7.9%至 5918.63 亿元；细分资产类别来看，固定收益/权益/联营及合营企业投资/投资性房地产/现金、现金等价物及其他资产配置比例分别达 69.4%/21.8%/1.9%/ 1.6%/5.3%，yoy-2.9pct/+0.0pct/+0.0pct/-0.2pct/+3.1pct。

图 40：阳光保险投资资产余额及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

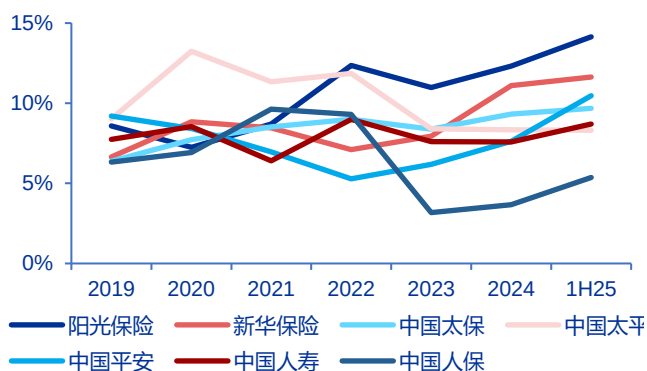
图 41：阳光保险投资资产配置结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

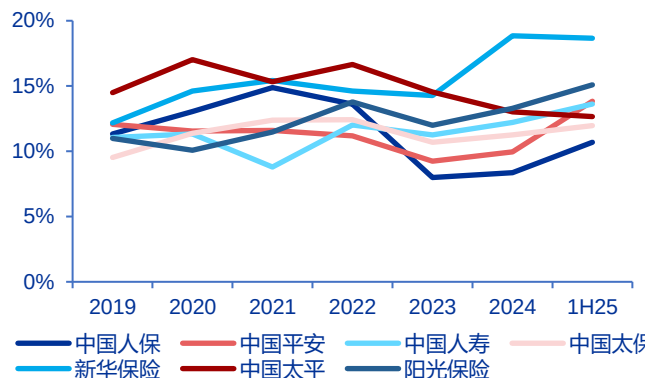
股票配置比例在高于同业的基础上持续增配，FVOCI 占比超七成。截至 6 月末，阳光保险股票/权益型基金投资规模分别达 837.17/56.05 亿元，较 2024 年末水平分别+23.9%/+6.4%，二级市场权益（股票和权益型基金）合计占总投资资产的 15.1%，较上年末提升 1.8pct；其中，股票配置比例较 2024 年末+1.8pct 至 14.1%，位居上市险企前列，公司积极响应险资入市政策导向，重视对高股息和可持续发展的优质成长股的投资。截至 2025 年 6 月末，分类为 FVOCI 的股票规模为 589.24 亿元，占股票总规模的 70.38%，较年末提升 .pct，占比显著高于其他上市公司，有助于有效平滑利润波动。

图 42: 上市险企投资资产中股票占比



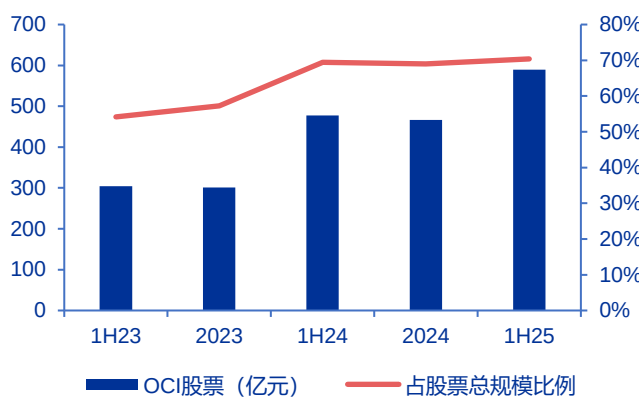
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 43: 上市险企投资资产中股票+基金占比



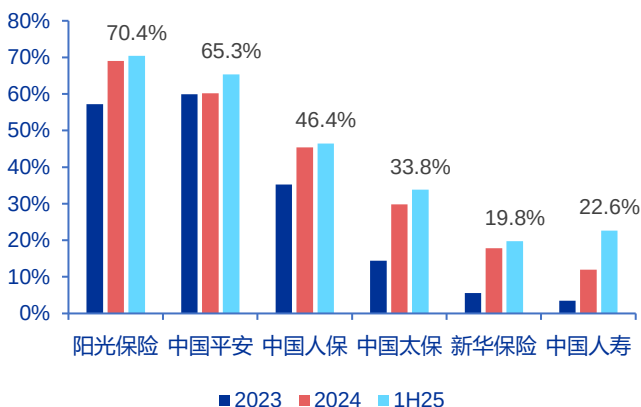
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 44: 阳光保险 FVOCI 股票规模及占股票配置比重



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 45: 上市险企 FVOCI 股票占比

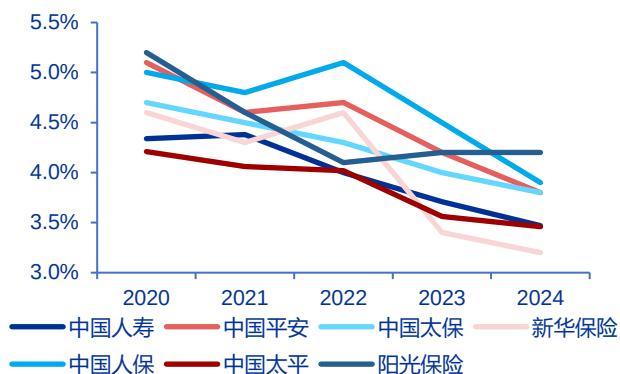


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

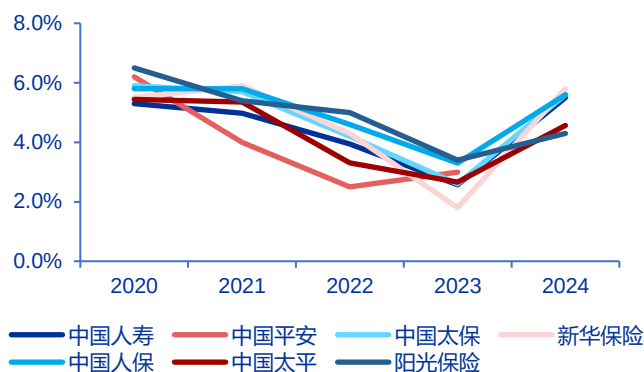
净投资收益率 2024 年企稳回升, 夯实投资收益基盘。我们认为, 相较于总投资收益率、综合投资收益率表现, 剔除公允价值变动这种可控性、可预期性相对较弱的因素影响后, 净投资收益率是严口径下度量险企长期投资收益表现安全垫的核心指标, 建议关注长端利率下行带来的利息收入下行趋势下, 以高股息策略的股息收入为核心的资产表现对于净投资收益率的支撑作用。2024 年公司净投资收益率 yoy+20bps 至 4.2%, 在同业持续下行的基础上率先实现逆势回升, 股利增长有效抵减利息收入下降对于投资收益基盘的负面影响。1H25 公司实现年化净/总/综合投资收益率 3.8%/4.0%/5.1%, yoy-0.2pct/+0.2pct/-0.2pct, 表现稳健。

图 46: 上市险企净投资收益率

图 47: 上市险企总投资收益率



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究；2024 年中国平安未披露总投资收益率表现

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测：预计 25-27 年归母净利润同比 +5.9%/+7.2%/+10.6%

1) 人身险方面，随着分红险渠道及客户接受度持续提升、多层次社会保障体系建设持续完善，人身险业务的成长性有望持续显现，我们预计 2025-2027 年人身保费收入 yoy+6.4%/+11.0%/+10.7%。

2) 财险方面，我们预计 2025-2027 年保费收入 yoy+5.5%/+7.1%/+7.8%。车险方面，预计后续头部险企的市占率仍有提升空间，车均保费有望稳中有升，预计 2025-2027 年车险保费收入 yoy+2.0%/+4.0%/+5.0%。非车方面，随着业务结构调整逐步到位，预计非车业务 2025-2027 年保费收入 yoy+10.0%/+10.8%/+10.9%。

我们预计公司 2025-2027 年保险服务收入分别达 675.39/713.85/756.12 亿元，同比分别 +5.5%/+5.7%/+5.9%；预计 25-27 年归母净利润分别达 57.34/60.56/67.88 亿元，同比 +5.9%/+7.2%/+10.6%；集团内含价值为 1313.36/1478.72/1640.61 亿元，同比 +13.5%/+12.6%/+10.9%。

5.2 估值分析：测算公司价值 573 亿元，目标价 5.35 港元/股

采用绝对估值法、相对估值法测算公司价值分别为 581/566 亿元，取平均值后公司估值为 573 亿元人民币，对应每股目标价为 5.35 港元。

绝对估值法测算公司估值为 581 亿元人民币。模型假设方面：1) 折现率：参考公司精算假设，我们将 NBV 折现率定为 8.5%；2) NBV 表现：我们采用分段的方式预测 NBV 表现，随着产品及结构调整到位，预计 2025-2027 年 NBV 增速分别达 31.9%/10.6%/ 11.0%。随着供给侧改革持续推进、改革成效逐步显现， - 年 NBV 有望步入稳健增长期，

预计区间增速为 5%，2030 年后保守估计公司 NBV 永续增长率接近长期无风险收益率，假设为 2%；**3) 内含价值折价：**考虑内含价值的不透明性，给予其 80% 的折价（反映精算模型的不透明性、市场对于下阶段潜在利差损的担忧及公司体量），测算 2025 年公司价值为 581 亿元人民币，对应目标价为 5.42 港元/股，对应 0.44 倍 P/EV 的估值。

相对估值法测算公司估值为 566 亿元。我们使用分部估值法进行估值；其中，寿险业务使用 PEV 估值法，财险及其他业务使用 PB 估值法：**1) 寿险业务：**预计 2025-2027 年寿险期末内含价值分别为 1077.75/1231.33/1380.86 亿元，同比分别+15.5%/+14.2%/+12.1%。参考纯寿险上市公司新华保险、中国人寿估值水平及公司业务体量，我们给予寿险业务 2025 年 0.3xP/EV 的估值，根据公司持股比例，阳光人寿估值为 323 亿元。**2) 财险业务：**我们选取中国财险作为对标公司，考虑到中国财险市占率高及财险行业的规模效应，给予财险业务 2025 年 0.75 倍 P/B 估值，对应估值为 408 亿元。**3) 信保及其他业务：**给予信保业务、其他业务 0.5xPB 估值，对应估值分别为 7.9/69 亿元。测算 2025 年公司价值为 565.80 亿元人民币，对应目标价为 5.3 港元/股，对应 0.43 倍 P/EV 的估值。

表 3：阳光保险绝对估值表现（百万元人民币）

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TV
寿险折现因子	100.0%	92.2%	84.9%	78.3%	72.2%	66.5%	66.5%
寿险 NBV(折现后)	6,799	6,929	7,091	6,863	6,641	6,427	98,877
未来寿险 NBV 加总（折现后）	132,828	136,600	139,863	142,986	145,936	148,677	
阳光人寿内含价值	107,775	123,133	138,086	154,265	171,859	190,972	
阳光人寿评估价值	240,603	259,733	277,949	297,251	317,796	339,649	
集团持有寿险业务股份比例	99.9999%	99.9999%	99.9999%	99.9999%	99.9999%	99.9999%	
寿险业务评估价值(考虑 EV 的不透明性折价，集团持有比例)	48,121	51,947	55,590	59,450	63,559	67,930	
阳光产险（及其他业务）调整后净资产	24,960	26,208	27,518	28,894	30,338	31,855	
PB	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	
集团持有财险业务股份比例	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
阳光财险及其他业务评估价值（考虑集团持有比例）	9,984	10,483	11,007	11,558	12,135	12,742	
阳光集团内含价值（考虑集团持有比例）	131,336	131,336	147,872	164,061	181,540	200,498	
阳光集团评估价值（考虑集团持有比例）	58,104	62,430	66,597	71,008	75,694	80,672	
股本（百万股）	11502	11502	11502	11502	11502	11502	
每股评估价值（阳光保险，港元）	5.42	5.82	6.21	6.62	7.06	7.53	
集团 PEV（评估价值）	0.44	0.48	0.45	0.43	0.42	0.40	

资料来源：公司公告、Wind，申万宏源研究

表 4：阳光保险可比公司估值表现

代码	公司	EVPS (人民币元)			股价 (港元)	P/EV		
		2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E
2628.HK	中国人寿	54.13	58.97	64.15	22.28	0.38	0.35	0.32
1336.HK	新华保险	90.07	97.60	105.90	43.46	0.45	0.42	0.38

代码	公司	BPS (人民币元)			股价 (港元)	P/B		
		2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E
2328.HK	中国财险	12.67	13.74	14.95	17.37	1.28	1.18	1.08

资料来源：Wind，申万宏源研究；截至 2025 年 9 月 22 日

表 5：阳光保险相对估值情况

分部	项目	亿元人民币/%	分部	项目	亿元人民币/%
阳光人寿	寿险内含价值 (2025E)	1078	阳光财险	净资产 (2025E)	543.627
	PEV	0.30		PB	0.75
	估值	323		估值	408
	持股比例	99.9999%		持股比例	100%
	寿险分部估值	377.2		净资产 (2025E)	15.8865
其他分部	净资产 (2025E)	139	323.3	PB	0.5
	PB	0.5		估值	7.94325
	估值	69		持股比例	100%
	合计	566		目标价 (港元)	5.3

资料来源：Wind，申万宏源研究

6. 投资分析意见

公司兼具利差表现改善、NBV 成长性及业绩稳定性三重特征。

1) 利差表现改善：公司负债成本显著下行，近年来逆势利差走扩。2024 年公司新增负债成本/存量负债成本同比显著优化，NBV/VIF 打平收益率 yoy-80bps/-11bps 至 2.91%/2.85%，降幅居前；2024 年净投资收益率与 NBV/VIF 打平收益率的差值分别为 1.29%/1.35%，yoy+100bps/ +31bps，近年来利差逆势走扩。新增负债占比较高，新增负债成本下降有望更为直接地影响存量成本。

2) NBV 增幅居前：坚持价值导向，银保渠道优势持续显现。公司人身险负债端韧性及成长性较强，1H25 NBV yoy+47.3%至 40.08 亿元，成长性位居上市险企前列，2024 年/1H25 银保渠道 NBVM yoy+6.4pct/+7.2pct 至 14.2%/19.1%，银保渠道为公司传统优势渠道，占比显著高于其他上市险企，业务结构独具特色。

3) 业绩表现稳健：FVOCI 股票占比超七成，CSM 增速稳健，业绩稳定性优于同业。截至 6 月末，公司分类为 FVOCI 的股票规模较 24 年末水平+1.4pct 至 70.38%，显著高于同业；CSM 稳步增长，摊销速度稳定，保险服务业绩基本盘稳固。

预计 25-27 年归母净利润分别达 57.34/60.56/67.88 亿元,同比+ 5.9%/+7.2%/+10.6%,使用绝对、相对估值法综合测算 2025 年阳光保险价值为 573 亿元人民币,目标价为 5.35 港元/股,维持“买入”评级。

7. 风险提示

- 1、监管政策趋严：**监管持续推动负债端供给侧改革，引导行业高质量发展，如政策进一步趋严，可能给业绩表现带来一定压力。
- 2、市场波动加剧：**影响投资收益及利润表现，进而影响估值表现。
- 3、长端利率下行：**给新增投资及再投资收益率带来一定压力。
- 4、大灾影响超预期：**自然灾害对财险公司赔付表现造成一定负面影响，如大灾数目或影响范围超预期，则可能致使综合成本率显著承压。

8. 附表

合并损益表

(人民币百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
保险服务收入	59,900	64,004	67,539	71,385	75,612
利息收入	9,894	9,542	10,421	11,487	12,622
投资收益	5,348	13,134	11,839	11,929	12,339
应占联营企业和合营企业收益及亏损	-216	494	519	545	572
其他收入	3,298	3,096	3,251	3,413	3,584
收入合计	78,224	90,270	93,568	98,758	104,729
保险服务费用	-56,892	-58,494	-60,785	-64,246	-68,051
分出保费的分摊	-2,174	-1,907	-2,002	-2,102	-2,208
减：摊回保险服务费用	2,604	1,780	1,869	1,962	2,061
承保财务损益	-8,900	-11,861	-12,098	-12,340	-12,587
减：分出再保险财务损益	117	151	159	166	175
预期信用损失	-364	-2,377	-2,496	-2,621	-2,752
财务费用	-1,127	-1,335	-1,402	-1,472	-1,545
其他业务及管理费用	-5,714	-8,122	-8,551	-9,248	-10,028
费用合计	-72,450	-82,165	-85,307	-89,901	-94,935
税前利润	5,774	8,105	8,262	8,858	9,794
所得税	-1,908	-2,565	-2,396	-2,569	-2,840
净利润	3,866	5,540	5,866	6,289	6,954
归母净利润	3,738	5,449	5,769	6,186	6,839

资料来源：Wind，申万宏源研究

合并资产负债表

(人民币百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业及设备	19768	18980	19549	20136	20740
使用权资产	2522	2372	2206	2052	1908
投资性房地产	9308	9710	10862	11948	13143
联营企业和合营企业投资	10476	10445	14482	15931	17524
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	125367	137579	150523	165575	182133
以摊余成本计量的金融资产	0	2411	5371	5908	6499
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债务工具	260618	311971	335040	368544	405398
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的权益工具	31831	48034	46193	50812	55893
定期存款	9588	9917	12069	13276	14603
存出资本保证金	5882	6506	6831	7173	7532
买入返售证券	13129	5300	5406	5514	5624
保险合同资产	1111	815	831	848	865
分出再保险合同资产	4794	5259	5522	5798	6088
递延所得税资产	1260	776	815	856	898
其他资产	4479	5009	5259	5522	5799
货币资金	13553	6706	4457	4902	5393
资产总计	513686	581790	625417	684795	750040
保险合同负债	385377	457316	480182	504191	529400
分出再保险合同负债	24	23	25	28	31
租赁负债	650	594	535	481	433
应付债券	19414	19507	18532	17605	16725
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	3780	2076	2180	2289	2403
卖出回购证券	29662	22939	24086	25290	26555
应交税金	637	982	1031	1083	1137
预收保费	569	663	729	802	882
递延所得税负债	101	1492	1567	1645	1727
其他负债					
负债合计	451897	518377	562304	620298	682182

股本	11502	11502	11502	11502	11502
储备	25068	23855	21969	21639	23066
未分配利润	23876	26725	28252	29904	31767
归属于母公司股东权益合计	60446	62082	61723	63045	66336
非控制性权益	1343	1331	1390	1453	1522
权益合计	61789	63413	63113	64498	67858
负债及权益总计	513686	581790	625417	684795	750040

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读完整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。