

2026年05月20日

友邦保險 (01299. HK)

投资评级：买入（首次）

——新业务价值增长动力强劲，资本管理能力突出的亚太区寿险标杆

证券分析师

陆韵婷
SAC: S1350525050002
luyunting@huayuanstock.com
沈晨
SAC: S1350525090002
shenchen@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年05月14日

收盘价 (港元)	87.70
一年内最高/最低 (港元)	92.15/63.10
总市值 (百万港元)	916,728.71
流通市值 (百万港元)	916,728.71
资产负债率 (%)	87.38

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 友邦保險历史悠久，深耕亚洲寿险市场，受益于保障、储蓄与健康管理需求扩张。**友邦保險历史可追溯至 1919 年上海成立的保险代理业务，后逐步拓展至东南亚市场，2010 年在香港联交所独立上市，募资约 205 亿美元，为当时全球第三大 IPO。截至 2025 年报，友邦保險业务覆盖 18 个市场，包括中国内地、中国香港、泰国、新加坡、马来西亚等。我们认为，亚洲市场在人口老龄化、财富积累、医疗自费比例较高等因素推动下，对养老保障、健康险、长期储蓄和财富传承产品的需求持续提升，为友邦保險的长期增长和盈利能力提供支撑。
- 友邦保險新业务价值、税后营运利润等指标均表现较好。**2020–2025 年公司新业务价值复合增速约为 14.8%（按固定汇率），2025 年新业务价值的 60% 来自于中国香港和中国内地地区，新业务价值中的 91% 来源于保障产品和低保证利率的基于收费的产品，在产品结构和假设变更的带动下，公司 2025 年的新业务价值率同比提升 4.0pct 至 48.5%，2025 年公司每股税后营运利润同比增长 12%。公司对不同保单产品的投资采取差异化的大类资产配置策略，2025 年末分红业务投资资产中权益类占比达到 44%，公司 73% 的固收投资久期超过 10 年，资产负债久期匹配较好。
- 我们看好友邦保險未来新业务价值持续较快增长：**
 - 中国内地新设机构有望实现较快增长。2025 年中国内地九个新地区的新业务价值同比增长 45% 至 1.18 亿美元，占友邦中国业务整体新业务价值比重超过 9%。根据友邦制定的未来规划，中国内地 2025–2030 年每年目标新开业 1–2 个区域机构，并争取期间实现 40% 的复合新业务价值增长。
 - 内地访客对中国香港业务的贡献量有望持续提升。2025 年友邦保險的中国香港业务实现了同比 28% 的新业务价值增长，其中中国内地访客客户贡献的新业务价值同比增速达到 35%，占中国香港整体新业务价值的 51%。我们预计内地存量访客和新增客户将持续为友邦的中国香港新业务带来增量。
 - 伙伴分销渠道较快发展。伙伴分销渠道对公司整体的新业务价值贡献度由 2022 年的 20% 提升至 2025 年的 27.2%。我们认为随着友邦保險和盘古银行（泰国）、Public Bank Berhad（大众银行）（马来西亚）等长期合作关系的延续和深化，以及与花旗银行和东亚银行的跨国合作关系的持续，公司将通过这些合作关系接触庞大的消费群体，有望实现后续的持续增长。
- 公司重视资本管理，且具备合理审慎的管理能力：**
 - 公司重视新业务的资本投入效率。2025 年公司投入的每 1 美元资本对应 3.8 美元的新业务价值，回报期为 3 年，10 年内资本回报率达到 3.6 倍。
 - 股息和股票回购金额对应指标的制定较为合理。根据公司的资本管理政策，年度产生的自由盈余净额的 75% 用于派发股息和股份回购，其中自由盈余净额为考虑了新

业务资本占用的指标，采用该指标进行资本管理更科学。

3. 在 2025 年披露的年报中董事会批准新一轮的 17 亿美元回购，并建议增加全年每股股息 10%至 193.08 港仙。公司通过积极的股票回购计划配置自由盈余的做法降低了过剩资本，使得营运 ROE 有效提升，2025 年公司的股东分配权益营运回报增长至 15.5%。
- **盈利预测与评级：**我们预计 2026–2028 年归母净利润分别为 69.12/74.06/83.63 亿美元，同比增速为 10.87%/7.15%/12.93%，当前股价对应 PEV 分别 1.33/1.21/1.09。鉴于友邦长期新业务增长动能充足，股东回报加速，首次覆盖，给予“买入”评级。
 - **风险提示。经济增长不及预期；权益市场大幅波动；渠道建设效果不及预期**

盈利预测与估值（美元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万美元）	5769	6910	8008	8962	10049
同比增长率（%）	13.32%	19.78%	15.90%	11.91%	12.12%
归母净利润（百万美元）	6836	6234	6912	7406	8363
同比增长率（%）	81.62%	-8.81%	10.87%	7.15%	12.93%
每股收益（美元/股）	0.63	0.59	0.66	0.71	0.80
市盈率（P/E）	17.68	18.87	16.93	15.80	13.99
每股内含价值（美元/股）	6.64	7.58	8.41	9.29	10.29
内含价值估值（P/EV）	1.69	1.48	1.33	1.21	1.09

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

备注：表格中的营业收入指保险服务业绩，港元兑美元汇率使用 7.8

投资案件

投资评级与估值

我们预计 2026–2028 年归母净利润分别为 69.12/74.06/83.63 亿美元，同比增速为 10.87%/7.15%/12.93%，当前股价对应 PEV 分别 1.33/1.21/1.09。鉴于友邦长期新业务增长动能充足，股东回报加速，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

负债端，我们假设 2026–2028 年公司总保费增速为 12%/10%/10%；资产端，假设 2026–2028 年集团可投资资产增速为 10%/9%/8%，投资收益率分别为 5.0%/5.0%/5.0%。

价值方面，我们假设 2026–2028 年新业务价值增速为 12%/13%/13%，分别达 61.78/69.81/78.89 亿美元；我们假设公司内含价值预期回报稳健增长，2026–2028 年 EV 增速为 10.27%/10.50%/10.75%，分别为 878.60/970.82/1075.22 亿美元。

投资逻辑要点

1、治理与组织优势突出：公司董事会以独立董事为主，对中小股东权益保护较好，且董事会成员具有跨地域与监管的多元背景；2025 年 10 月杜嘉祺（Sir Mark Tucker）回归出任董事会主席，强化长期战略定力。

2、我们认为友邦保险未来新业务的增长动力依旧强劲，主要源于以下三点：中国内地新设机构有望实现较快增长；内地访客对中国香港业务的贡献量有望持续提升；伙伴分销（银保/独立财务顾问等）渠道较快发展。

3、公司股东回报稳步提升、资本管理科学：公司注重新业务的资本回报，且参考自由盈余净额做资本管理，指标较为科学，公司在 2025 年披露的年报中宣布新一轮的 17 亿美元回购和增加全年每股股息 10%至 193 港仙。

核心风险提示

经济增长不及预期；权益市场大幅波动；渠道建设效果不及预期

内容目录

1. 历史悠久的亚太区寿险公司，业务长期持续增长	6
1.1. 最大的泛亚地区独立上市人寿保险集团	6
1.2. 新业务价值持续增长，合约服务边际提供未来盈利动力	7
2. 未来新业务的三大增长动力	9
3. 友邦保险的资本管理合理而审慎	10
4. 盈利预测与评级	11
4.1. 盈利预测	11
4.2. 估值	11
5. 风险提示	12

图表目录

图表 1: 亚太地区寿险业务具有较大的发展空间	6
图表 2: 公司新业务价值:百万美元, %	7
图表 3: 2025 年公司新业务价值的地域分布: %	7
图表 4: 新业务价值的产品分布: %	8
图表 5: 公司的新业务价值率情况: %	8
图表 6: 公司税后营运利润及增长情况: 百万美元, %	8
图表 7: 公司期末合约 CSM 情况: 亿美元	8
图表 8: 2025 年中国香港地区来自于内地访客的数据	9
图表 9: 友邦保险伙伴分销渠道新业务价值: 百万美元, %	9
图表 10: 公司的资本管理政策	10
图表 11: 友邦保险近年来股息分配和回购情况: 亿美元	10
图表 12: 公司股东分配权益营运回报走高	10
图表 13: 友邦每投入 1 美元资本对应新业务价值: 美元	11
图表 14: 回购和分发股息后, 友邦股东资本比率强劲: %	11
图表 15: 友邦保险的 PEV 估值情况	12

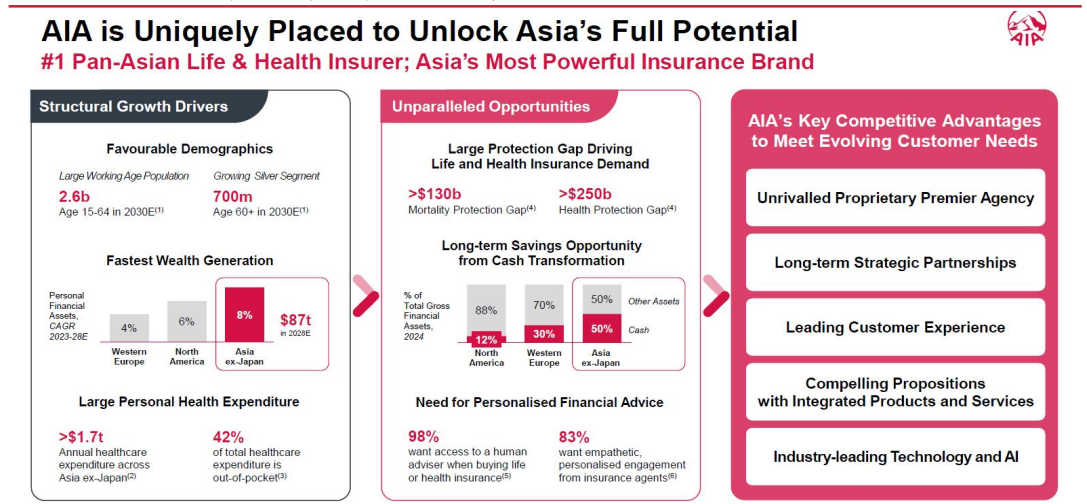
1. 历史悠久的亚太区寿险公司，业务长期持续增长

1.1. 最大的泛亚地区独立上市人寿保险集团

友邦保险历史悠久，于 2010 年在中国香港交易所上市。友邦保险的前身最早可追溯至 1919 年在上海成立的一家保险代理公司，随后不断向东南亚扩张；20 世纪 40 年代后期，史带集团对旗下保险业务进行重组，友邦保险的前身 INTASCO 更名为友邦保险 AIA，并被赋予集团内部负责东南亚寿险业务的特定角色，此后友邦保险长期作为 AIG 整体治理体系下的亚太寿险业务平台运营；2008 年金融危机期间，AIG 面临流动性危机启动重组计划，AIA 被定位为未来公开上市的重要资产，一直在推进一系列分拆举措；2010 年，友邦保险在港交所独立上市，募资约 205 亿美元，成为当时全球第三大 IPO。

友邦保险业务主要布局在亚洲，亚洲是全球人寿保险行业最具有吸引力的市场之一。首先，随着亚洲多个市场步入老龄化社会，民众对养老、健康医疗的需求提高，这构成了人身险与健康险市场持续扩张的底座，其次目前亚洲的财富积累速度较快，居民对资产长期保值增值及财富传承需求日益凸显，为保险类长期储蓄产品开辟了空间，同时亚洲市场民众在医疗健康开支中自费比例较高（约 42%），催生了消费者对健康险的需求，以及对专业化、个性化健康管理服务的依赖。这些因素使得亚洲市场的保障、长期储蓄和个性化服务需求都较强，所在地区的寿险业务增长性和盈利性较为可观。根据公司 2025 年报，友邦保险的业务覆盖 18 个市场，包括中国内地、中国香港特别行政区、泰国、新加坡、马来西亚、斯里兰卡等，大部分市场在亚洲地区，从而有助于捕捉到亚洲地区快速增长的发展机会。

图表 1：亚太地区寿险业务具有较大的发展空间



资料来源：AIA Group FY25 Analyst Presentation，华源证券研究所

友邦保险股权结构较为分散，董事会成员中独立董事占比高。根据披露易信息，截至 2026 年 5 月 15 日，公司前三大股东均为机构投资者，分别为 The Bank of New York Mellon Corporation、BlackRock, Inc.和 JPMorgan Chase & Co.，持股比例分别为 7.13%、7.02% 和 6.37%。截至 2025 年年报公告日期，友邦保险董事会由 14 名成员构成，其中 13 位为独立非执行董事，我们认为公司独董占比较高或有利于维护中小股东权益。

公司董事会成员迎来新变化，杜嘉祺接任董事会主席职位。2025年10月，杜嘉祺（Sir Mark Tucker）接任谢仕荣先生的集团主席职位，时隔八年再次回归友邦。其在2010年-2017年担任友邦保险首席执行官兼总裁，在任期间带领友邦完成IPO，并落地了“精英代理人”模式。另外，2026年公司独立董事成员迎来两位新成员：其中顾敏先生于2026年3月获委任为科技、营运及数据委员会主席，顾先生曾担任平安渠道发展董事长兼CEO、平安数据科技董事长，深度参与平安渠道改革、数字化转型与综合金融布局，他的加入或有助于推动公司数智化的建设，Shu Khoo女士于2026年2月获委任为公司独立非执行董事，Shu Khoo女士曾任职于友邦保险担任集团首席人力资源官兼集团执行委员会成员，主导集团核心人才培养、领导力建设等关键工作，为友邦人才体系搭建奠定了坚实基础。

1.2. 新业务价值持续增长，合约服务边际提供未来盈利动力

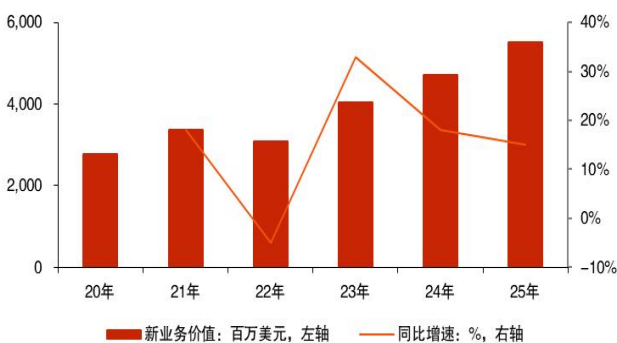
2025年友邦保险新业务价值（按固定汇率）同比增长15%至55.2亿美元，2020-2025年期间复合增速为14.8%，体现了较为稳健和持续的增长：

1、从区域分布来看，2025年中国香港和中国内地合计贡献约60%的新业务价值，泰国、新加坡、马来西亚和其他市场分别贡献17%、9%、6%和8%的新业务价值。

2、从产品构成来看，2025年传统保障、分红和投连产品分别贡献了36%、45%和10%的新业务价值，即91%的新业务价值是来自于保障型或者低保证利率的收费类产品。根据公司的披露，2025年公司新销售保单的客户保证利率仅为0.8%，而2025年新配置的且在年末继续持有的平均评级为A类的债券票息收益率可以达到4.2%，因而我们认为公司潜在的“利差损”风险较低，即友邦保险的新业务价值质量较高。

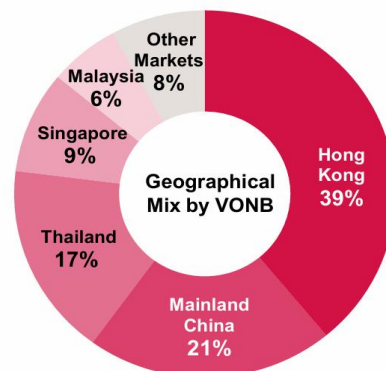
3、从新业务价值率来看，受益于产品组合变化和精算假设变化等影响，公司2025年的新业务价值率同比提升4.0pct至58.5%，保持了较高的业务盈利性。

图表 2：公司新业务价值：百万美元，%

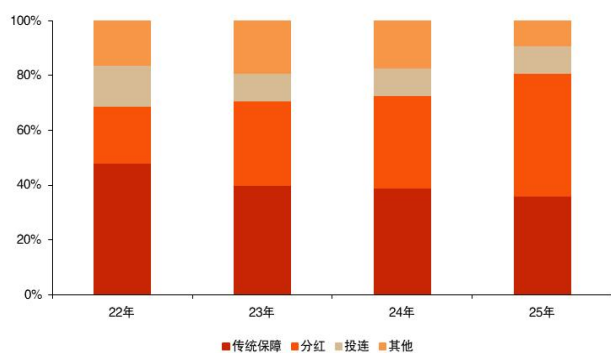


资料来源：公司公告，华源证券研究所
 备注：此处新业务价值同比增长速采用固定汇率口径

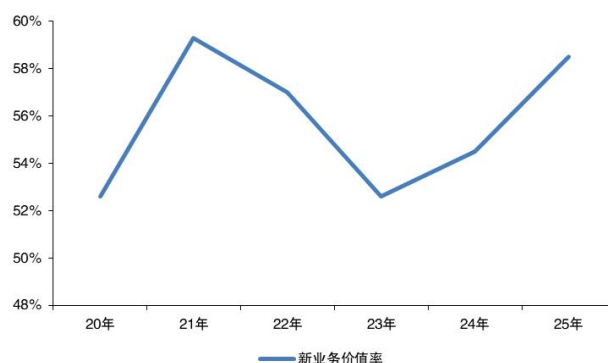
图表 3：2025 年公司新业务价值的地域分布：%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

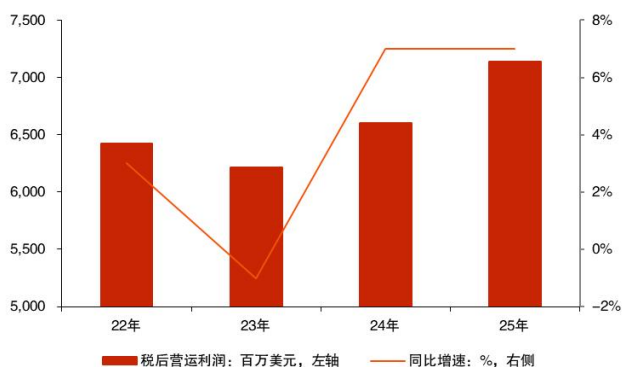
图表 4：新业务价值的产品分布：%


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 5：公司的新业务价值率情况：%


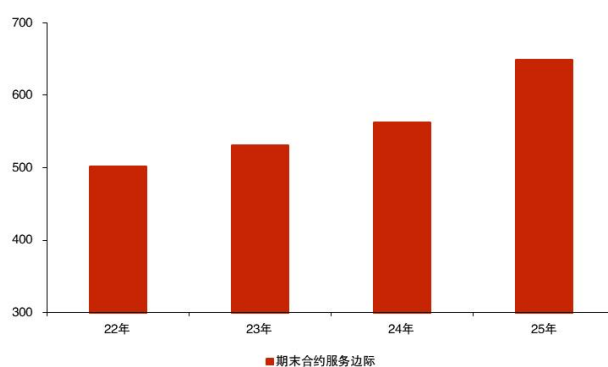
资料来源：公司公告，华源证券研究所

国际财务报告会计准则方面，2025 年友邦保险税后营运利润为 71.4 亿美元，每股上升 12%，公司制定的 2023–2026 年每股税后营运利润复合增速目标为 9–11%。2025 年末公司的合同服务边际余额(CSM)同比增长 15%至 649 亿美元，合同服务边际是保单利润的蓄水池，持续增长的 CSM 有利于后续税后营运利润的释放。

图表 6：公司税后营运利润及增长情况：百万美元，%


资料来源：公司公告，华源证券研究所

备注：增速为固定汇率口径

图表 7：公司期末合约 CSM 情况：亿美元


资料来源：公司公告，华源证券研究所

友邦保险按照不同保单类型进行投资管理，不同保单的大类资产配置差异较大。截至 2025 年末，公司合计投资资产 2852 亿美元，其中分红业务对应的投资资产为 1361 亿美元，占总投资资产比重的 48%，其他保单持有人和股东对应的投资资产约为 1491 亿美元，占总投资资产比重的 52%。两类保单的大类资产配置区别较大，以权益资产（股票、投资基金和可转换票据）为例，分红业务投资资产中约 44%为权益资产，而其他保单持有人和股东的投资资产中这一比例仅为 14%。

友邦保险的固收类投资久期较长，企业债平均信用评级为 A-。截至 2025 年底，公司持有的固收类资产中 73%的久期超过 10 年或者无固定期限，资产负债久期匹配较好。公司持有的企业债平均评级为 A-，发行人主体分布在多个国家地区和行业，信用风险相对可控。

2. 未来新业务的三大增长动力

我们认为友邦保险未来新业务价值的增长动力依旧强劲，主要源于以下三点。

1、中国内地新设机构有望实现较快增长。持续拓展地域是友邦保险在中国内地的重要增长策略，自 2019 年以来其在 9 个新地区开展业务，其中 4 个（安徽、山东、重庆和浙江）于 2025 年成功开业。2025 年这 9 个地区的新业务价值同比增长 45% 至 1.18 亿美元，占友邦中国业务整体新业务价值的比重超过 9%。根据公司制定的未来规划，中国内地 2025–2030 年期间每年目标新开业 1–2 个区域机构，并致力于推动在此期间新地区的新业务价值实现 40% 的复合年均增长率（在未计及经济假设变动影响前）。

2、内地访客对中国香港业务的贡献量有望持续提升。2025 年友邦保险的中国香港业务实现了同比 28% 的新业务价值增长，其中中国内地访客客户贡献的新业务价值同比增速达到 35%，占中国香港整体新业务价值的 51%。截至 2025 年末友邦香港地区的存量内地访客客户数量约为 53 万人，客均持有 1.7 张保单，平均每张保单金额超过 2 万美元，其中 2025 年新获取 5 万名中国内地新客户，新客户贡献了 2025 年内地访客总新业务价值的 80%，我们预计内地存量访客和新增客户将持续为友邦的中国香港新业务带来增量。

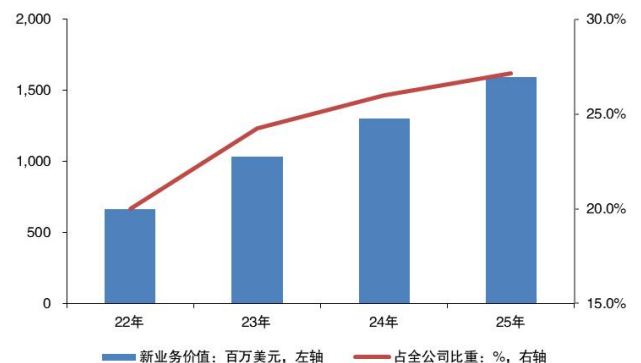
3、伙伴分销渠道较快发展。2025 年友邦保险的伙伴分销渠道年化新保单和新业务价值分别同比增长 13% 和 22% 至 35 亿美元和 16 亿美元，伙伴分销渠道对公司整体的新业务价值贡献度由 2022 年的 20% 提升至 2025 年的 27.2%，重要性日益彰显。展望未来，我们认为随着友邦保险和盘古银行（泰国）、Public Bank Berhad（大众银行）（马来西亚）、Bank Central Asia（印尼）及 BPI（菲律宾）等长期合作关系的延续和深化，以及与花旗银行和东亚银行的跨国合作关系的持续，公司将通过这些合作关系接触庞大的消费群体，有望实现后续的持续增长。

图表 8：2025 年中国香港地区来自于内地访客的数据



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 9：友邦保险伙伴分销渠道新业务价值：百万美元，%

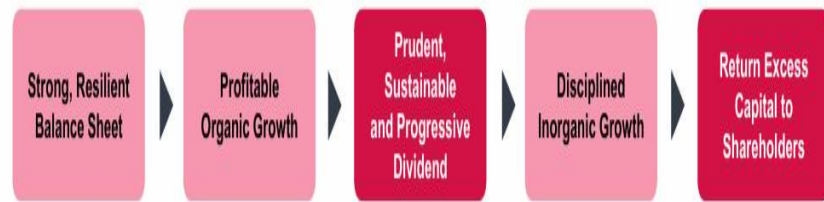


资料来源：公司公告，华源证券研究所

3. 友邦保险的资本管理合理而审慎

友邦保险非常重视公司的资本管理。公司遵循“强劲的、有韧性的资产负债表”——“有盈利性的有机增长”——“合理的、可持续的和渐进的股息”——“有纪律性的外生增长”——“对股东回馈额外的资本回报”的增长路径。

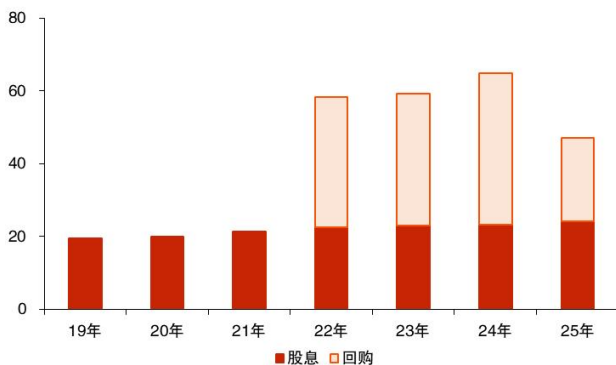
图表 10：公司的资本管理政策



资料来源：公司公告，华源证券研究所

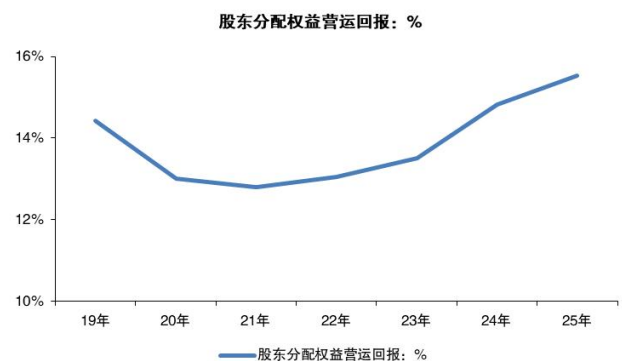
2022 年-2025 年友邦保险共派发 93 亿美元股息和完成 136 亿美元的回购，合计回馈投资者 229 亿美元。在 2025 年披露的年报中，公司董事会建议增派每股末期股息 10%至每股 144.08 港仙，使 2025 年全年股息总额达到每股 193.08 港仙，增加 10%，同时董事会亦已批准新一轮 17 亿美元股份回购计划。我们认为公司通过较为积极的股票回购计划配置自由盈余的做法降低了过剩资本，使得 2025 年公司的股东分配权益营运回报达到 15.5%，较 2024 年提升 70 个基点。

图表 11：友邦保险近年来股息分配和回购情况：亿美元



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 12：公司股东分配权益营运回报走高



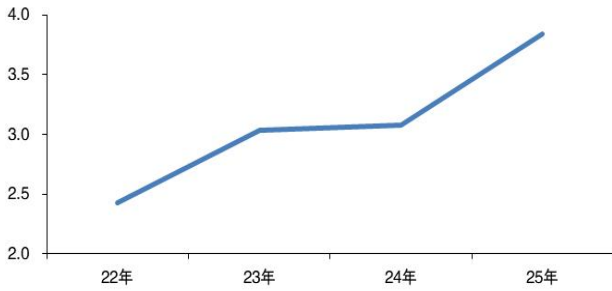
资料来源：公司公告，华源证券研究所

我们认为友邦保险优秀的资本管理能力建立在以下原则：

1、重视新业务的资本投入效率。根据公司披露，2025 年公司投入的每 1 美元资本对应 3.8 美元的新业务价值，这一数字在 2024 年为 3.1 美元，显示出公司资本使用效率的提升。且根据公司的测算 2025 年的新业务资本投入的 IRR 超过 20%，回报期为 3 年，10 年内资本回报率达到 3.6 倍。

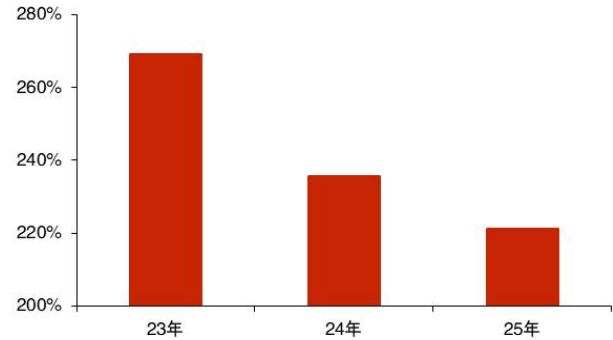
2、股息和股票回购金额对应指标的制定较为合理。根据公司的资本管理政策，年度产生的自由盈余净额的75%用于派发股息和股份回购，其中自由盈余净额为考虑了新业务资本占用的指标，采用该指标进行资本管理更科学。近年来在渐进的股息政策和股份回购后，公司的股东资本比率有所下降，但依然在200%以上，可以保证业务的有效开展。

图表 13：友邦每投入 1 美元资本对应新业务价值：美元



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 14：回购和分发股息后，友邦股东资本比率强劲：%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

负债端，我们假设 2026–2028 年公司总保费增速为 12%/10%/10%；资产端，假设 2026–2028 年集团可投资资产增速为 10%/9%/8%，投资收益率分别为 5.0%/5.0%/5.0%。

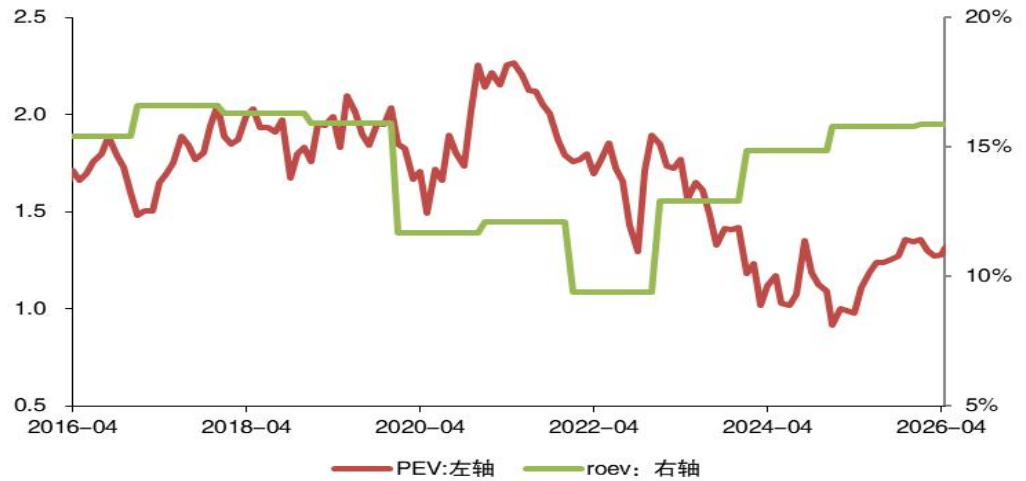
价值方面，我们假设 2026–2028 年新业务价值增速为 12%/13%/13%，分别达 61.78/69.81/78.89 亿美元；我们假设公司内含价值预期回报稳健增长，2026–2028 年 EV 增速为 10.27%/10.50%/10.75%，分别为 878.60/970.82/1075.22 亿美元。

基于以上核心假设，我们预计公司 2026–2028 年保险服务业绩分别为 80.08/89.62/100.49 亿美元，同比增速为 15.90%/11.91%/12.12%；预计 2026–2028 年归母净利润分别为 69.12/74.06/83.63 亿美元，同比增速为 10.87%/7.15%/12.93%。

4.2. 估值

友邦保险估值体系采用内含价值 PEV 体系，由于 EV 的增长主要核心是内含价值营运回报(ROEV)，在近年来新业务价值的强劲增长下，友邦保险的 ROEV 已经从 2022 年的 9.4% 回升到 2025 年的 15.8%，且随着回购等资本管理举措，2025 年公司 15.5% 的股东分配权益营运回报也有较强吸引力。公司近 10 年 PEV 的估值均值为 1.66 倍，截至 2026/5/18，公司对应 2026 年 PEV 约为 1.32 倍，低于过去 10 年均值，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 15：友邦保险的 PEV 估值情况



资料来源：wind，公司公告，华源证券研究所
备注：数据截至 2026 年 5 月 18 日

5. 风险提示

经济增长不及预期：若宏观经济增长不及预期，可能会影响公司寿险保单销售情况。

权益市场大幅波动：若权益市场出现调整或波动加剧，将直接冲击权益类资产公允价值变动收益并传导至利润端；同时削弱分红险吸引力，扰动新业务价值增长。

渠道建设效果不及预期：若后续友邦中国大陆地区渠道建设效果不及预期，或伙伴分销渠道建设较慢，可能会影响新业务价值增速。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万美元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
资产				
金融资产	307259	323202	349058	376983
投资物业	4508	5447	5491	5930
现金及等价物	9609	10894	11766	12707
保险及再保险合同资产	8759	9079	9805	10589
其他资产	15288	20531	23790	22560
总资产	345423	369154	399911	428770
负债				
保险及再保险合同负债	256822	277368	299557	323522
投资合约负债	7560	7711	7865	8023
借贷	14245	14672	15406	16176
其他负债	23188	24963	29956	32352
总负债	301815	324714	352784	380073
总权益	43608	44439	47126	48697
非控股权益	363	375	397	482
股东权益	43245	44065	46729	48214

利润表 (百万美元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
保险收益	21,618	24,268	26,753	29,555
保险服务开支	-14,243	-15,760	-17,240	-18,957
所持再保险合约的开支净额	-465	-500	-550	-549
保险服务业绩	6,910	8,008	8,962	10,049
投资回报	17,979	14,974	16,393	17,783
保险合约的财务开支净额	-15,246	-12,320	-13,841	-15,027
所持再保险合约的财务收入净额	123	0	0	0
投资合约负债的变动	-885	-500	-600	-700
合并投资基金第三方权益的变动	-35	0	0	0
投资业绩净额	1936	2154	1952	2055
收费收入	82	105	110	115
其他营运收益	425	350	360	370
其他开支	-1766	-1850	-1900	-1880
其他财务费用	-663	-620	-650	-850
分占联营公司及合资公司溢利/(亏损)前溢利	6,924	8,148	8,834	9,859
分占联营公司及合资公司溢利/(亏损)	547	0	0	0
税前溢利	7,471	8,148	8,834	9,859
税项开支	-1204	-1222	-1413	-1479
纯利	6267	6926	7421	8380
控股股东所占纯利	6234	6912	7406	8363

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。