中国中小盘保险公司

2025 财年业绩前瞻：差异化的价值释放之路；首选中国太平

中国中小盘保险公司本年迄今的股价表现两极分化（中国太平/阳光保险分别上涨 30%/6%，中再/众安在线分别下跌 4%/1%，同期恒生指数上涨 3%），反映出市场对投资利润导向的 2025 财年预期盈利上行和寿险销售前景复苏的乐观看法。随着年报披露期临近（3 月中下旬），投资者将重点关注三点：(1) 2025 财年每股股息超出预期/不达预期应会是股价走势的决定性驱动因素，尤其是对中国太平而言。在经常性盈利改善和偿付能力强劲的支撑下，中国太平有望上调每股股息，从而缩小其与 H 股主要上市同业的股息收益率差距。(2) 在宏观环境面临不确定性的情况下，投资驱动的盈利波动在很大程度上限制了每股股息的可预测性。中小盘保险公司如何缓解权益投资相关的盈利波动至关重要。(3) 我们认为，开年表现和 2026 财年新业务价值指引对于巩固投资者对寿险销售复苏的信心至关重要。**首选“增持”股：中国太平。**

- **寿险：新业务价值 (NBV)。**在无风险利率不高的背景下，中国寿险公司已将产品组合向分红型保单倾斜，以缓解利率敏感性、提振价值率。我们预测太平和阳光保险的 2025 财年新业务价值分别同比增长 21%/13%（对比大盘股：22%）。主要保险公司正在将银保渠道业务拓展至低线城市，截至 2024 年底，太平人寿已率先设立了 8.9 万个网点，确保了业务布局的优势。尽管如此，规模尚未转化为合理的新业务价值，因为根据我们的估算，其银保渠道产能（=新业务价值/网点总数）显著落后于平安人寿。因此，在存款迁移的背景下，激活表现不佳的网点对于太平人寿维持稳健的新业务价值增长至关重要。

- **非寿险承保。**在巨灾趋于温和以及非车险佣金下调的支撑下，中国财险（再）保险公司对于 2025 财年综合成本率的管控看起来有条不紊。我们预计太平财险的 2025 财年综合成本率为 97.8%（同比降 0.3 个百分点），阳光财险为 99.3%（同比降 0.4 个百分点）。众安在线的综合成本率可能同比改善 0.7 个百分点至 96.2%，原因是其更注重发展高价值率的车险/健康险业务，同时缩减较高风险的消费金融业务。我们预测中再 2025 财年产险再保险的综合成本率为 92.5%（同比增长 3.7 个百分点），而其他险种可能稳定或小幅改善。

- **盈利和每股股息。**在 IFRS-17/9 准则下，盈利和每股股息前景能见度降低，压抑了投资者对中国保险公司的信心。因此，管理层在业绩说明会上就缓解波动性的措施和/或股息政策给出明确的指引，将能提供更多信息。中国太平潜在的每股股息上调或成为近期催化剂，缩小其与 H 股主要上市同业（3-5%）之间的股息收益率差距（2.1%）。我们在基准/乐观情景下预测的中国太平 2025 财年每股股息分别为 0.51 港元（同比增长 45%）和 0.73 港元（同比增长 108%），隐含 2.1%/3.0%的股息收益率。

证券研究报告
保险
证券分析师：王丹 AC
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com
登记编号: S1730524080001
摩根大通证券（中国）有限公司

近期报告：
中国中小盘保险公司：AI 对于保险行业的扰动：中小盘保险公司和众安在线有望受益，2026 年 2 月 12 日

中国中小盘保险公司：大型保险商开局出色，中小盘保险公司面临挑战；中国太平有机会获取市场份额，2026 年 2 月 4 日

中国中小盘保险公司：寿险销售复苏构成上行支撑，中国太平评级上调两级至“增持”，2026 年 1 月 16 日

2025 财年年报披露日期：
众安在线
3 月 19 日（星期四）

中国太平
3 月 23 日（星期一）***暂定***

阳光保险
3 月 25 日（星期三）***暂定***

中国再保险
3 月 27 日（星期五）***暂定***

分析师声明及重要披露，包括非美国分析师披露，见第 22 页。
摩根大通与其研究报告所覆盖的公司开展业务，或寻求与这些公司开展业务。因此，投资者应意识到其中可能存在利益冲突，进而可能会影响本报告的客观性。投资者在做出投资决策时，本报告之观点应仅作为投资者的考虑因素之一。

王丹
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com

股票评级和目标价

公司名称	代码	市值 (百万美元)	货币	股价	评级 新	评级 旧	目标价 新	目标价 截至日期	目标价 旧	目标价 截至日期
中国太平 - H	966 HK	11,387	港元	24.76	增持	未变化	30.00	26 年 12 月	未变化	未变化
众安在线 - H	6060 HK	3,137	港元	16.68	增持	未变化	27.00	26 年 12 月	未变化	未变化
中国再保险集团 - H	1508 HK	8,915	港元	1.64	中性	未变化	1.80	26 年 12 月	未变化	未变化
阳光保险 - H	6963 HK	6,270	港元	4.26	减持	未变化	3.00	26 年 12 月	未变化	未变化

资料来源: 公司数据，Bloomberg Finance L.P.，摩根大通估算。所有股价截至 2026 年 2 月 23 日

表 1：中国中小盘保险公司—估值比较表

当地货币, x, %

公司名称	彭博代码	评级	股价（2026 年 2 月 20 日）	目标价（2026 年 12 月）	上行/下行空间	市盈率 26E	市盈率 27E	市净率 26E	市净率 27E
众安在线	6060 HK Equity	增持	15.91	27.0	70%	14	11	1.0	0.9
中国再保险	1508 HK Equity	中性	1.61	1.8	12%	6	5	0.5	0.5
中国太平	966 HK Equity	增持	24.26	30.0	24%	7	7	0.8	0.7
阳光保险	6963 HK Equity	减持	4.13	3.0	-27%	6	6	0.6	0.6

资料来源：Bloomberg Finance L.P.、摩根大通估算。

特此鸣谢香港摩根大通证券（亚太）有限公司/J.P.Morgan Broking (Hong Kong) Limited 的金明旭对本报告的编制提供帮助。

表 2：中国中小盘保险公司—全年净利润及预测

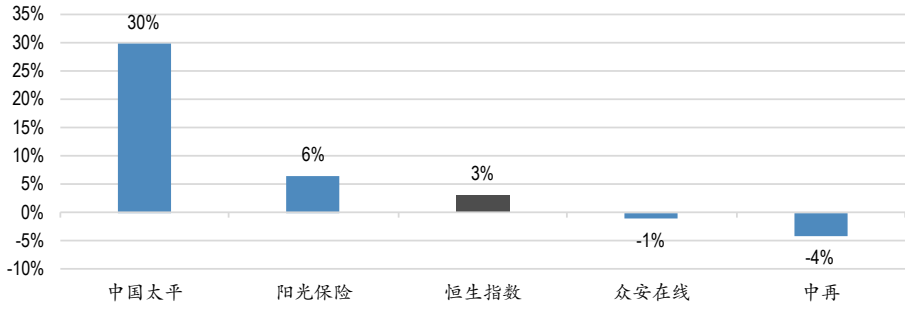
人民币百万元，%，港币百万元（仅限中国太平）

	FY23	FY24	FY25E（摩根大通）	同比	FY25E 市场一致预期	同比
中国再保险	5,652	10,557	11,856	12%	11,983	14%
众安在线	4,077	603	1,225	103%	1,287	114%
中国太平	6,189	8,432	27,007	220%	17,185	104%
阳光保险	3,738	5,449	6,270	15%	6,063	11%

资料来源：各公司 2023/24 财年年报、Bloomberg Finance L.P.、摩根大通估算。市场一致预期数据截至 2026 年 2 月 20 日。

图 1：中国中小盘保险公司—本年迄今股价表现

%



资料来源：Bloomberg Finance L.P.，股价截至 2026 年 2 月 20 日。

王丹
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com

中国太平

- **收入增长。**中国寿险公司已成功转向分红型保单，尤其是在 2025 年 2 季度，降低了利率敏感性并提升了价值率。与主要寿险同业相比，太平人寿在代理人和银保渠道的分红型保单销售表现突出，两个渠道的寿险新单销售贡献分别达到 95%以上/85%。因此，我们认为价值率提升和销量增长共同促进太平人寿 2025 财年预期新业务价值同比增长 21%。此外，在有关银行合作的监管限制取消后，主要保险公司正在将银保渠道业务拓展至低线城市。在我们覆盖的板块范围内，截至 2024 年底，太平人寿已率先设立了 8.9 万个网点，确保了相对于同业的业务布局优势。不过，对比 2025 年上半年新业务价值同比增长逾 100%（尤其是在银保渠道）的其他寿险公司，太平人寿似乎尚未充分利用全部网点释放潜在的新业务价值。若以单个网点的新业务价值作为衡量银保渠道产能的指标，我们的估算显示，太平人寿的银保渠道产能显著落后于平安人寿。因此，在存款迁移的背景下，激活表现不佳的网点对于太平人寿维持稳健的新业务价值增长至关重要。

- **净利润和每股股息。**基于公司盈利预告，中国太平 2025 财年预期净利润同比增长 215-225%，其中包括投资利润大幅增长与一次性企业所得税。我们预测 2025 财年的净利润为 270 亿港元，与公司公布的 266 亿港元至 274 亿港元的利润区间一致。投资者日益关注股东总回报，中国太平目前的股息收益率不到 2%（基于彭博一致预期估算），相对于主要同业（股息收益率为 3-5%）而言，其风险回报的吸引力有所欠缺。尽管如此，我们认为该股近期的催化剂是，强劲的经常性盈利上行和稳健的偿付能力资本能否支撑每股股息增长，从而缩小与其他同业之间的股息收益率差距。我们根据经常性盈利基数（即剔除一次性税务影响），对每股股息和隐含股息收益率进行了模拟分析，详见表 3。我们在基准/乐观情景下预测的中国太平 2025 财年每股股息分别为 0.51 港元（同比增长 45%）和 0.73 港元（同比增长 108%），隐含 2.1%/3.0%的股息收益率。

表 3：模拟分析—中国太平 2025 财年每股股息和股息收益率

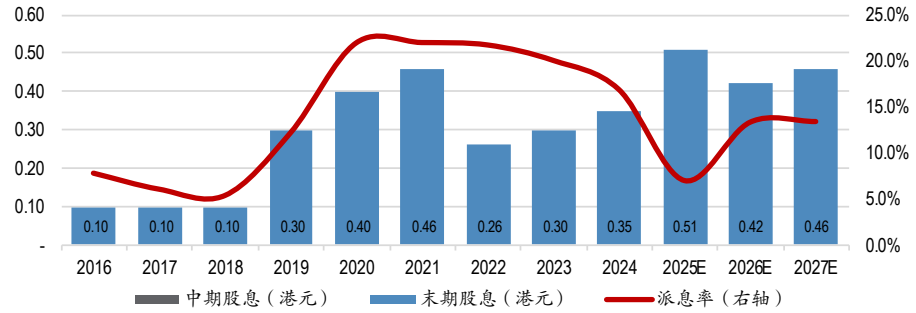
	FY25E		
归母净利润（十亿港元）（摩根大通估算）	27.0		
截至 24 年底未确认税务亏损（递延所得税资产）的税务影响（十亿港元）	8.77		
归母经常性净利润（十亿港元）	18.2		
情景分析	**悲观**	**基准**	**乐观**
基于经常性盈利基数的派息率假设	7.0%	10.0%	14.4%
派息总额（十亿港元）	1.3	1.8	2.6
股份总数（百万）	3,594	3,594	3,594
2025 财年每股股息（摩根大通估算）（港元/股）	0.35	0.51	0.73
最新收盘价（港元，2026 年 2 月 20 日）	24.26	24.26	24.26
隐含 2025 财年股息收益率	1.4%	2.1%	3.0%

资料来源：摩根大通估算。

王丹
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com

图 2：中国太平—每股股息和派息率预测

港元/股，%



资料来源：中国太平 2016-2024 年年报。摩根大通估算。

众安在线

- **收入增长。**基于众安在线每月披露的总保费收入来看，2025 财年总保费收入仅同比增长 6.7%，略低于管理层最初给出的指引——同比增长 10%左右。我们认为，这反映出中国非寿险承保业务可能已见顶，2026 年保费增速放缓。公司收入增长可能主要受健康险（健康险新产品发布后销售增长）和车险（低基数）同比增长 20%以上的推动，但被主动缩减消费金融板块业务所抵消。进入 2026 年，我们预计消费金融板块的保费贡献将持续缩小，拖累整体收入增长潜力。与此相反，我们预计传统数字生活业务的保费将温和下降，尤其是在退货运费险和旅行险方面，部分被宠物险等创新产品的大幅增长所抵消。

- **承保利润**。我们预计 2025 财年整体综合成本率为 96.2%（2024 财年为 96.9%）。我们认为，这在很大程度上可归因于巨灾险损失较前一年有所减少，以及管理层对费用率的管控有所改善。在全年报告中，我们预计将可获知将“既往症人群”纳入保障范围的健康险新产品是否可能导致赔付率大幅恶化。我们的初步观点是，赔付率不会严重恶化，因为公司利用 AI 赋能实施更精准的定价以及骗保检测。虽然健康险和车险业务正在盈利，可弥补原有消费金融业务收缩造成的盈利贡献减少问题，但我们预计盈利增长可能不会很快，因为在更多省份扩大车险业务布局较为耗时。得益于以盈利能力为导向的产品组合优化以及 A 股市场的积极走势（尤其是 2025 年下半年），我们预测 2025 财年净利润将从 2024 财年的 6.03 亿元人民币增长至 12.25 亿元人民币。

中国再保险

- **综合成本率。**在各主要业务板块中，由于加州山火造成的巨灾损失大于预期，境外产险再保险业务面临赔付率恶化的情况。尽管国内巨灾

更为温和，可能起到一定的缓和作用，但我们预计产险再保险业务的综合成本率不太有利，为 92.5%，同比恶化 3.7 个百分点。非寿险直保方面，我们预计 2025 财年综合成本率将稳定在 97.6%，其中反映了好于预期的自然巨灾损失和非车险业务持续的佣金下调。

- **净利润。**我们预计中再的盈利基数将受益于 2025 年具有韧性的承保业务和走势向好的中国 A 股市场。尽管如此，我们预测 2025 财年净利润为 118 亿元人民币，在上一年高基数的基础上同比增长 12%。展望未来，值得注意的一点是，Guy Carpenter 指数显示，2026 年 1 月全球财险的再保险定价同比下降 12%，为十年来的最大跌幅。这可能预示着综合成本率或将恶化，从而进一步对公司的利润率造成压力。

表 4：中国再保险：各险种的综合成本率

%, %p

	FY22	FY23	FY24	FY25E	同比
产险再保险	88.5%	87.2%	88.8%	92.5%	3.7%p
产险直保	100.1%	98.8%	97.7%	97.6%	-0.1%p

资料来源：中再 2022-2024 财年年报。摩根大通估算。

阳光保险

- **收入增长。**与主要寿险同业相比，阳光人寿主要依靠银保渠道产生新业务价值。在行业格局转向分红型保单后，我们预计阳光人寿将提升价值率，促进新业务价值实现稳健增长，尤其是在银保渠道。由于代理人产能提升、代理人人数企稳，基于可比口径，我们预计 2025 财年新业务价值将同比增长 13%。我们认为，银保渠道的佣金下调将持续缩小代理人渠道与银保渠道之间的价值率差距，在很大程度上推动新业务价值的增长。

- **净利润和每股股息。**阳光保险同时运营寿险和非寿险业务，但寿险业务是集团税前盈利的主要贡献来源（2024 年：80%以上）。我们认为寿险保单销售的复苏和有利的 A 股市场走势有望支撑公司的利润基础。我们预测阳光财险的综合成本率为 99.3%（同比下降 0.4 个百分点）。我们的全年净利润预测为 63 亿元人民币，隐含同比增长 15%。公司在过去三年（2022-2024 财年）保持了良好的渐进式派息记录。我们预计 2025 财年每股股息为 0.2 元人民币（同比增长 5%），对应 5%的股息收益率，处于行业领先水平。

王丹
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com

J.P.Morgan 摩根大通

中国太平 - H

根据盈利预告更新2025财年净利润预测；维持“增持”评级

我们基于此前发布的盈利预告中的估算利润，上调投资利润预测，进而上调2025财年预期净利润。我们对2026/27财年盈利预测进行了微调，最新预测的2025/26/27财年净利润分别为270亿港元/120亿港元/130亿港元。鉴于中国太平是过去两年未拟派中期股息的国企保险公司之一、集团偿付能力稳健且本年经常性盈利具有上行空间，公司可能拟上调每股股息至0.51港元，从而缩小其与主要同业之间的股息收益率差距。我们目前估算的2025财年每股股息隐含股息收益率2.1%，而主要同业为3-5%。

增持

0966.HK,966 HK

股价（2026 年 2 月 23 日）： 24.76 港元

目标价（2026 年 12 月）： 30.00 港元

香港

保险

证券分析师: 王丹 AC
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com
登记编号: S1730524080001
摩根大通证券（中国）有限公司

风格敞口

量化因子	当前排名 (百分位)	历史排名,百分位 (1表示排名第1) 6个月	1年	3年	5年
价值	11	11	2	6	6
成长	58	63	46	83	66
动量	3	16	6	21	78
质量	68	65	68	68	38
低波动性	66	66	66	56	72
ESG量化得分	93	97	98	27	91

资料来源：风格敞口数据源自摩根大通全球市场策略团队；其他所有图表中的数据均为公司数据或摩根大通估算

表 5：中国太平—预测调整

百万港元, %

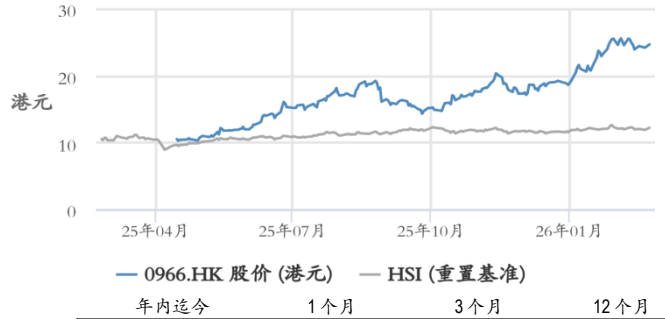
	FY25E			FY26E			FY27E		
	调整后	调整前	变幅	调整后	调整前	变幅	调整后	调整前	变幅
保险服务收入	115,545	115,545	0%	121,986	121,986	0%	128,502	128,502	0%
保险服务费用	(90,434)	(90,434)	0%	(90,897)	(90,897)	0%	(93,743)	(93,743)	0%
所持再保险合同的净费用	(3,282)	(3,282)	0%	(3,412)	(3,412)	0%	(3,536)	(3,536)	0%
保险服务结果	21,829	21,829	0%	27,676	27,676	0%	31,222	31,222	0%
利息收入	39,836	39,836	0%	40,753	40,753	0%	41,668	41,668	0%
其他投资收益	48,351	16,952	185%	8,607	8,521	1%	9,003	8,912	1%
金融资产减值净额	(1,341)	(1,341)	0%	(1,341)	(1,341)	0%	(1,341)	(1,341)	0%
投资收益	90,046	58,647	54%	51,315	51,228	0%	52,821	52,731	0%
所签发保险合同的财务费用	(52,126)	(52,126)	0%	(48,909)	(48,909)	0%	(51,944)	(51,944)	0%
净投资结果	38,243	6,844	459%	2,728	2,642	3%	1,200	1,109	8%
其他收入	6,993	6,993	0%	7,788	7,788	0%	8,657	8,657	0%
其他财务成本	(4,370)	(4,370)	0%	(4,721)	(4,721)	0%	(5,101)	(5,101)	0%
税前利润	53,447	22,048	142%	23,625	23,539	0%	25,481	25,390	0%
所得税抵免/（费用）	(12,455)	(4,606)	170%	(4,969)	(4,947)	0%	(5,294)	(5,272)	0%
税后利润	40,992	17,442	135%	18,657	18,592	0%	20,186	20,118	0%
少数股东权益	(13,985)	(5,951)	135%	(6,365)	(6,343)	0%	(6,887)	(6,864)	0%
归母净利润	27,007	**11,492**	135%	12,292	**12,249**	0%	13,299	**13,255**	0%

资料来源：摩根大通估算。

王丹
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com

J.P.Morgan 摩根大通

股价表现



	年内迄今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	32.5%	6.3%	37.6%	-
相对	26.8%	5.0%	30.2%	7.5%

公司数据

已发行股票数（百万）	3,594
52 周股价区间（港元）	25.96-9.56
总市值（百万美元）	11,387
汇率	7.81
自由流通股比例	38.7%
三个月日均成交量（百万）	11.50
三个月日均成交额（百万美元）	31.3
波动性（90 天）	42
指数	HSI
彭博 买入|持有|卖出	15|3|0

重要指标（财年12月份结束）

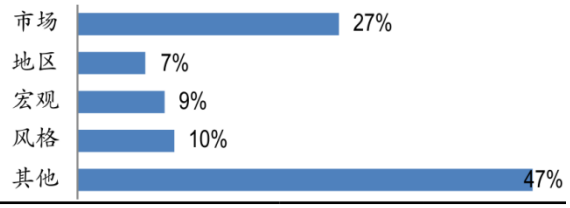
单位：百万港元，每股数据单位：港元	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
财务预测				
寿险经营利润	18,972	51,482	22,357	24,131
寿险再保险经营利润	-	-	-	-
产险经营利润	932	1,399	1,041	1,048
产险再保险经营利润	1,077	1,715	1,539	1,564
其他税前利润	1,146	(1,149)	(1,312)	(1,261)
税前经营利润	22,128	53,447	23,625	25,481
调整后的净利润	8,432	27,007	12,292	13,299
综合利润	8,432	27,007	12,292	13,299
调整后的每股收益	2.35	7.51	3.42	3.70
综合每股收益	2.35	7.51	3.42	3.70
每股股息	0.35	0.51	0.42	0.46
每股帐面净值	24.23	30.95	33.67	36.64
综合每股净资产	-	-	-	-
利润率和增长率				
调整后的每股收益增长率	36.2%	220.3%	(54.5%)	8.2%
综合每股收益年增长率	36.2%	220.3%	(54.5%)	8.2%
每股派息增长率	16.7%	45.7%	(17.6%)	9.5%
财务比率				
产险综合成本率	-	-	-	-
再保险产险综合成本率	-	-	-	-
寿险新业务贡献	-	-	-	-
寿险新业务利润率	-	-	-	-
合同服务边际摊销率	-	-	-	-
净资产收益率	9.3%	27.2%	10.6%	10.5%
综合净资产收益率	9.3%	27.2%	10.6%	10.5%
债务杠杆率	-	-	-	-
估值				
股息率	1.4%	2.1%	1.7%	1.9%
市净率	1.0	0.8	0.7	0.7
综合市净率	-	-	-	-

投资理据和估值概要

中国太平是运营历史最悠久的国有保险公司，在服务国家需求方面有着出色往绩。按承保保费总额来计算，2024 年公司寿险业务（太平人寿）/非寿险业务（太平财险）在中国的市占率分别为 4.2%和 1.8%。我们预计 2026 年的新业务价值增速将强于同业（基于我们的估算，新业务价值同比增长 22%，对比同业为 6-22%），这得益于代理人人数企稳、产能提高以及代理人/银保渠道分红型保单的贡献增加。2025 财年盈利一致预期在短期内上调，以反映 2025 年下半年的资本市场走势，可能成为 2026 年 1 季度驱动股价上行的催化剂。维持“增持”评级。

我们截至 2026 年 12 月的目标价为 30 港元，基于分类加总估值法得出。我们对寿险业务的估值为 8 倍的 26 财年预期市盈率（与给予其他寿险同业的估值倍数相近），非寿险业务和再保险业务的估值分别为 4 倍和 3 倍的市盈率，对其他业务的估值为 1 倍的市盈率。我们截至 2026 年 12 月的目标价对应 10 倍的集团层面 26 财年预期市盈率，略高于历史均值 9 倍。

股价表现驱动因素



因子	6个月相关性	1年相关性
市场：MSCI 亚洲 不含日本	0.34	0.52
地区：香港	0.35	0.31
宏观:		
10年期美国国债收益率指数	−0.07	−0.29
花旗经济意外指数−EM	−0.32	−0.26
HSI 波动性指数	0.00	−0.19
量化风格:		
成长	−0.64	−0.42
股息收益	0.53	0.30
价值	0.45	0.29

资料来源：股价表现驱动因素数据源自摩根大通全球市场策略团队；所有其他图表中的数据均源自公司数据、Bloomberg Finance L.P.和摩根大通估算。注：历史股价可能不完整或不准确。

王丹
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com

投资理据、估值与风险

中国太平保险控股有限公司 - H *(增持; 目标价: 30.00港元)*

投资理据

中国太平是运营历史最悠久的国有保险公司，在服务国家需求方面有着出色往绩。按承保保费总额来计算，2024 年公司寿险业务（太平人寿）/非寿险业务（太平财险）在中国的市占率分别为 4.2%和 1.8%。我们预计 2026 年的新业务价值增速将强于同业（基于我们的估算，新业务价值同比增长 22%，对比同业为 6-22%），这得益于代理人人数企稳、产能提高以及代理人/银保渠道分红型保单的贡献增加。2025 财年盈利一致预期在短期内上调，以反映 2025 年下半年的资本市场走势，可能成为 2026 年 1 季度驱动股价上行的催化剂。维持“增持”评级。

估值

我们截至 2026 年 12 月的目标价为 30 港元，基于分类加总估值法得出。我们对寿险业务的估值为 8 倍的 26 财年预期市盈率（与给予其他寿险同业的估值倍数相近），非寿险业务和再保险业务的估值分别为 4 倍和 3 倍的市盈率，对其他业务的估值为 1 倍的市盈率。我们截至 2026 年 12 月的目标价对应 10 倍的集团层面 26 财年预期市盈率，略高于历史均值 9 倍。

分类加总估值法	持股比例	港元	港元/每股	方法
寿险业务	75.1%	100,100	27.9	基于 8 倍市盈率
非寿险业务	100.0%	5,821	1.6	基于 4 倍市盈率
再保险业务	75.0%	2,840	0.8	基于 3 倍市盈率
其他业务	100.0%	(828)	(0.2)	基于 1 倍市盈率
股价等值 (截至 26 年 12 月)			**30.0**	**分类加总**
时间因子			1.00	
中国太平的目标价(截至 26 年 12 月)			**30.0**	

资料来源：摩根大通估算

影响评级与目标价的风险

我们的评级和目标价面临的主要上行风险包括：（1）采取缓解盈利对股市波动敏感性的措施；（2）新单保费增长和寿险新单销售复苏快于预期；及（3）非寿险业务的盈利贡献更为平衡。

我们的评级和目标价面临的主要下行风险包括：（1）采取扩大盈利对股市波动敏感性的措施；（2）新单保费增长和寿险新单销售复苏弱于预期；及（3）非寿险业务的盈利贡献缺少平衡。

王丹
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com

J.P.Morgan 摩根大通

中国太平 - H: 财务数据概览

损益表	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
分部利润				
寿险经营利润	18,972	51,482	22,357	24,131
寿险再保险经营利润	-	-	-	-
产险经营利润	932	1,399	1,041	1,048
产险再保险经营利润	1,077	1,715	1,539	1,564
其他税前利润	1,146	(1,149)	(1,312)	(1,261)
合并利润表				
保险服务收入	111,268	115,545	121,986	128,502
保险服务收益	22,024	21,829	27,676	31,222
保险净财务收益	5,831	38,243	2,728	1,200
利息费用	-	-	-	-
其他业务收支	(5,728)	(6,625)	(6,779)	(6,941)
利润总额	**22,128**	**53,447**	**23,625**	**25,481**
所得税费用	(9,330)	(12,455)	(4,969)	(5,294)
少数股东损益	(4,366)	(13,985)	(6,365)	(6,887)
净利润	**8,432**	**27,007**	**12,292**	**13,299**
税前经营利润	**22,128**	**53,447**	**23,625**	**25,481**
调整后净利润	**8,432**	**27,007**	**12,292**	**13,299**
综合利润	**8,432**	**27,007**	**12,292**	**13,299**
调整后每股收益	2.35	7.51	3.42	3.70
综合每股收益	2.35	7.51	3.42	3.70
每股股利	0.35	0.51	0.42	0.46
比率分析				
保险业务利润率	-	-	-	-
调整后每股收益年增长率	36.2%	220.3%	(54.5%)	8.2%
综合每股收益年增长率	36.2%	220.3%	(54.5%)	8.2%
每股股利年增长率	16.7%	45.7%	(17.6%)	9.5%
调整后市盈率（倍）	10.6	3.3	7.2	6.7
综合市盈率（倍）	10.6	3.3	7.2	6.7
股息收益率	1.4%	2.1%	1.7%	1.9%
产险综合成本率	-	-	-	-
再保险产险综合成本率	-	-	-	-
寿险新业务贡献	-	-	-	-
寿险新业务利润率	-	-	-	-
合同服务边际摊销率	-	-	-	-

资产负债表	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
现金及现金等价物	6,431	7,089	7,467	7,860
投资资产	1,562,099	1,712,842	1,806,747	1,904,452
投资性房地产	-	-	-	-
商誉	353	389	409	431
其他无形资产	261	288	304	320
其他资产	48,027	62,170	62,855	63,551
资产总计	**1,734,342**	**1,911,949**	**2,013,837**	**2,119,828**
保险合同负债	1,413,410	1,558,152	1,641,186	1,727,564
其中: 合同服务边际	206,936	214,288	225,491	240,736
其中: 风险调整	-	-	-	-
其中: 现金流折现现值	-	-	-	-
投资合同负债	20,380	22,467	23,664	24,909
优先债	-	-	-	-
次级债	-	-	-	-
其他负债	178,051	174,877	178,655	182,308
负债总计	**1,611,935**	**1,755,589**	**1,843,599**	**1,934,876**
所有者权益	87,071	111,245	121,028	131,675
优先股/混合资本	-	-	-	-
少数股东权益	35,337	45,114	49,209	53,277
负债和所有者权益总计	**1,734,342**	**1,911,949**	**2,013,837**	**2,119,828**
综合收益	87,071	111,245	121,028	131,675
合同服务边际净值	-	-	-	-
比率分析				
每股净资产	24.23	30.95	33.67	36.64
综合每股净资产	-	-	-	-
净资产收益率	9.3%	27.2%	10.6%	10.5%
综合净资产收益率	9.3%	27.2%	10.6%	10.5%
市净率	1.0	0.8	0.7	0.7
综合市净率	-	-	-	-
债务杠杆率	-	-	-	-

资料来源：公司报告与摩根大通估算
注：单位：百万港元（每股数据除外）。财年末为 12 月。

王丹
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com

J.P.Morgan
摩根大通

众安在线 - H

价值率扩张可能抵消保费增长放缓的影响

我们将 2025/26/27 财年净利润预测分别下调 6%/17%/10%，以反映产品结构优化和潜在的综合成本率恶化。由于过去几年监管严格，公司一直主动回避高风险消费金融业务，我们认为这一趋势可能会延续至 2026 年，从而使收入增长承压。虽然新的健康险和车险业务可能在一定程度上起到缓和作用，但可能需要较长的时间才能实现盈利增长。我们最新预测 2025-27 财年的净利润分别为 12 亿元/14 亿元/18 亿元人民币。

增持

6060.HK,6060 HK

股价（2026 年 2 月 23 日）： 16.68 港元

目标价（2026 年 12 月）： 27.00 港元

中国

保险

证券分析师: 王丹 AC
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com
登记编号: S1730524080001
摩根大通证券（中国）有限公司

风格敞口

量化因子	当前排名 (百分位)	历史排名,百分位 (1表示排名第1) 6个月	1年	3年	5年
价值	55	60	73	90	92
成长	74	89	99	97	15
动量	43	8	57	95	30
质量	83	82	46	88	96
低波动性	96	97	91	86	93

资料来源：风格敞口数据源自摩根大通全球市场策略团队；其他所有图表中的数据均为公司数据或摩根大通估算

表 6：众安在线—预测调整

人民币百万元, %

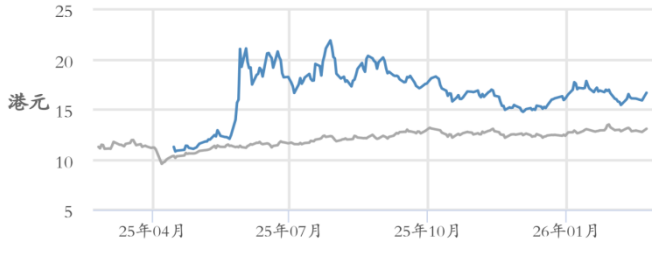
	FY25E			FY26E			FY27E		
	调整后	调整前	变幅	调整后	调整前	变幅	调整后	调整前	变幅
保险服务收入	36,513	36,513	0%	41,231	41,231	0%	46,115	46,115	0%
保险服务费用	(34,907)	(34,688)	0.6%	(39,582)	(39,376)	0.5%	(44,271)	(44,271)	0.0%
净投资收益	938	824	14%	590	791	-25%	542	837	-35%
计入损益的公允价值变动净额	829	829	0%	873	873	0%	919	919	0%
金融资产减值损失净额	(25)	(25)	0%	(25)	(25)	0%	(25)	(25)	0%
已签发保险合同财务费用	(61)	(61)	0%	(69)	(69)	0%	(78)	(78)	0%
所持再保险合同财务费用	3	3	0%	3	3	0%	4	4	0%
税前利润/（亏损）	1,772	1,876	-6%	1,907	2,314	-18%	2,460	2,755	-11%
所得税	(547)	(579)	-6%	(513)	(639)	-20%	(589)	(680)	-13%
期间净利润/（亏损）	1,225	1,297	-6%	1,394	1,675	-17%	1,872	2,076	-10%
–归母净利润	1,225	1,297	-6%	1,394	1,675	-17%	1,872	2,076	-10%
–非控股股东权益	-	-		-	-		-	-	

资料来源：摩根大通估算。

王丹
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com

J.P.Morgan 摩根大通

股价表现



	年内迄今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	3.7%	-1.3%	11.4%	-
相对	-2.0%	-2.5%	4.0%	61.2%

公司数据

已发行股票数（百万）	1,470
52 周股价区间（港元）	22.75-9.54
总市值（百万美元）	3,137
汇率	7.81
自由流通股比例	73.6%
三个月日均成交量（百万）	10.86
三个月日均成交额（百万美元）	22.5
波动性（90 天）	32
指数	HSI
彭博 买入|持有|卖出	21|1|0

重要指标（财年12月份结束）

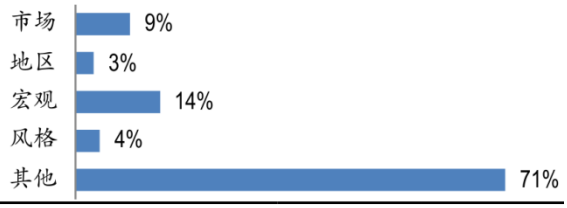
单位：，每股数据单位：	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
财务预测				
寿险经营利润	-	-	-	-
寿险再保险经营利润	-	-	-	-
产险经营利润	854	1,772	1,907	2,460
产险再保险经营利润	-	-	-	-
其他税前利润	0	0	(0)	0
税前经营利润	854	1,772	1,907	2,460
调整后的净利润	603	1,225	1,394	1,872
综合利润	603	1,225	1,394	1,872
调整后的每股收益	0.41	0.73	0.83	1.11
综合每股收益	0.41	0.73	0.83	1.11
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00
每股帐面净值	14.24	13.48	14.36	15.67
综合每股净资产	-	-	-	-
利润率和增长率				
调整后的每股收益增长率	-	77.1%	13.8%	34.3%
综合每股收益年增长率	-	77.1%	13.8%	34.3%
每股派息增长率	-	-	-	-
财务比率				
产险综合成本率	-	-	-	-
再保险产险综合成本率	-	-	-	-
寿险新业务贡献	-	-	-	-
寿险新业务利润率	-	-	-	-
合同服务边际摊销率	-	-	-	-
净资产收益率	5.8%	5.6%	5.9%	7.4%
综合净资产收益率	5.8%	5.6%	5.9%	7.4%
债务杠杆率	24.8%	23.3%	22.2%	20.7%
估值				
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
市净率	1.0	1.1	1.0	0.9
综合市净率	-	-	-	-

投资理据和估值概要

众安在线财产保险是国内最大的纯互联网保险公司，2024 年总保费约为 334 亿元（同比增长 13%）。我们认为在轻资本业务模式下，该股营收增长潜力仍高于其他主要非寿险公司。我们给予该股“增持”评级。投资理据主要基于：(1) 得益于产品结构主动优化、有效控本及销售渠道增强，承保利润增长前景具吸引力；(2) 宏观挑战（债券收益率下降、股市疲软）不太可能加剧偿付压力和/或盈利波动；(3) 鉴于公司科技赋能保险的定位，市场对科技相关投资机会的需求创造了可观的股价上涨空间。

考虑到两位数的全年保费增长前景，产品结构提升价值率的潜力以及新的 H 股融资计划，我们的估值基于 1.7 倍的 2026 财年预期市净率（历史均值/最小值：2.7 倍/0.7 倍），这一倍数通过将净资产收益率与必要回报率挂钩计算得出，并计入增长率。我们得到截至 2026 年 12 月的目标价为 27 港元。

股价表现驱动因素



因子	6个月相关性	1年相关性
市场：MSCI 亚洲 不含日本	−0.05	0.28
地区：中国内地	0.03	0.18
宏观:		
CO1指数	0.80	0.27
JPM全球股票市场情绪指数	0.20	0.20
JPM EM债券指数−全球利差	0.27	0.11
量化风格:		
质量	−0.20	−0.20
动量	−0.17	−0.13
股息收益	−0.02	−0.09

资料来源：股价表现驱动因素数据源自摩根大通全球市场策略团队；所有其他图表中的数据均源自公司数据、Bloomberg Finance L.P.和摩根大通估算。注：历史股价可能不完整或不准确。

王丹
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com

投资理据、估值与风险

众安在线财产保险股份有限公司 - H *(增持; 目标价: 27.00港元)*

投资理据

众安在线财产保险是国内最大的纯互联网保险公司，2024 年总保费约为 334 亿元（同比增长 13%）。我们认为在轻资本业务模式下，该股营收增长潜力仍高于其他主要非寿险公司。我们给予该股“增持”评级。投资理据主要基于：(1) 得益于产品结构主动优化、有效控本及销售渠道增强，承保利润增长前景具吸引力；(2) 宏观挑战（债券收益率下降、股市疲软）不太可能加剧偿付压力和/或盈利波动；(3) 鉴于公司科技赋能保险的定位，市场对科技相关投资机会的需求创造了可观的股价上涨空间。

估值

考虑到两位数的全年保费增长前景，产品结构提升价值率的潜力以及新的 H 股融资计划，我们的估值基于 1.7 倍的 2026 财年预期市净率（历史均值/最小值：2.7 倍/0.7 倍），这一倍数通过将净资产收益率与必要回报率挂钩计算得出，并计入增长率。我们得到截至 2026 年 12 月的目标价为 27 港元。

众安在线：估值

百万港元, x, %, 港元/股

	FY26E
集团层面：	
公允市净率	1.7x
正常化净资产收益率	14.0%
资本成本	8.7%
长期增长率	1.0%
2026 财年预期账面价值	24,187
价值（2026 年 12 月）	40,793
总计（2026 年 12 月）	40,793
每股价值（港元）	27.0

资料来源：摩根大通估算

影响评级与目标价的风险

我们的评级和目标价面临的下行风险包括：(1) 信用保险组合敞口增速高于预期；(2) 生活消费及健康业务板块发展放缓；(3) 随着增长势头更为强劲，科技业务变现放缓。

王丹
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com

J.P.Morgan 摩根大通

众安在线 - H: 财务数据概览

损益表	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
分部利润				
寿险经营利润	-	-	-	-
寿险再保险经营利润	-	-	-	-
产险经营利润	854	1,772	1,907	2,460
产险再保险经营利润	-	-	-	-
其他税前利润	0	0	(0)	0
合并利润表				
保险服务收入	31,744	36,513	41,231	46,115
保险服务收益	1,040	1,461	1,608	1,798
保险净财务收益	1,280	1,555	1,242	1,231
利息费用	-	-	-	-
其他业务收支	(1,466)	(1,243)	(943)	(569)
利润总额	**854**	**1,772**	**1,907**	**2,460**
所得税费用	(251)	(547)	(513)	(589)
少数股东损益	0	0	0	0
净利润	**603**	**1,225**	**1,394**	**1,872**
税前经营利润	**854**	**1,772**	**1,907**	**2,460**
调整后净利润	**603**	**1,225**	**1,394**	**1,872**
综合利润	**603**	**1,225**	**1,394**	**1,872**
调整后每股收益	0.41	0.73	0.83	1.11
综合每股收益	0.41	0.73	0.83	1.11
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
比率分析				
保险业务利润率	-	-	-	-
调整后每股收益年增长率	-	77.1%	13.8%	34.3%
综合每股收益年增长率	-	77.1%	13.8%	34.3%
每股股利年增长率	-	-	-	-
调整后市盈率（倍）	35.9	20.3	17.8	13.3
综合市盈率（倍）	35.9	20.3	17.8	13.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
产险综合成本率	-	-	-	-
再保险产险综合成本率	-	-	-	-
寿险新业务贡献	-	-	-	-
寿险新业务利润率	-	-	-	-
合同服务边际摊销率	-	-	-	-

资产负债表	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
现金及现金等价物	-	-	-	-
投资资产	41,007	39,367	41,335	43,402
投资性房地产	-	-	-	-
商誉	-	-	-	-
其他无形资产	-	-	-	-
其他资产	3,954	4,251	4,360	4,474
资产总计	**45,285**	**43,968**	**46,092**	**48,319**
保险合同负债	5,000	5,687	6,448	7,212
其中: 合同服务边际	-	-	-	-
其中: 风险调整	-	-	-	-
其中: 现金流折现现值	-	-	-	-
投资合同负债	-	-	-	-
优先债	6,912	6,912	6,912	6,912
次级债	-	-	-	-
其他负债	-	-	-	-
负债总计	**24,358**	**21,262**	**21,904**	**21,911**
所有者权益	20,926	22,707	24,187	26,407
优先股/混合资本	-	-	-	-
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益总计	**45,285**	**43,968**	**46,092**	**48,319**
综合收益	20,926	22,707	24,187	26,407
合同服务边际净值	-	-	-	-
比率分析				
每股净资产	14.24	13.48	14.36	15.67
综合每股净资产	-	-	-	-
净资产收益率	5.8%	5.6%	5.9%	7.4%
综合净资产收益率	5.8%	5.6%	5.9%	7.4%
市净率	1.0	1.1	1.0	0.9
综合市净率	-	-	-	-
债务杠杆率	24.8%	23.3%	22.2%	20.7%

资料来源：公司报告与摩根大通估算
注：单位：百万元（每股数据除外）。财年末为 12 月。

王丹
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com

J.P.Morgan
摩根大通

中国再保险集团 - H

2026年续保定价可能对价值率构成风险；维持“中性”评级

中性

1508.HK,1508 HK

股价（2026 年 2 月 23 日）： 1.64 港元

目标价（2026 年 12 月）： 1.80 港元

中国

保险

证券分析师: 王丹 AC
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com
登记编号: S1730524080001
摩根大通证券（中国）有限公司

我们将 2025-27 财年净利润预测分别小幅调整 1.3%/4.9%/8%，调整后的 2025-27 财年净利润预测分别为 118 亿/112 亿/126 亿元人民币。鉴于 2026 年 1 月续保定价似乎不及市场最初预期，我们认为 2026 年综合成本率可能进一步恶化，从而使利润承压。我们小幅上调派息率假设值，目前 2025/26/27 财年的每股股息预测分别为 0.06/0.07/0.07 元人民币，隐含同比增长 23%/8%/13%。

风格敞口

	当前排名	历史排名,百分位 (1表示排名第1)			
量化因子	(百分位)	6个月	1年	3年	5年
价值	7	6	2	3	6
成长	69	94	50	92	86
动量	10	3	8	72	56
质量	64	69	63	82	74
低波动性	78	83	79	21	19

资料来源：风格敞口数据源自摩根大通全球市场策略团队；其他所有图表中的数据均为公司数据或摩根大通估算

表 7：中国再保险—预测调整

人民币百万元，%，人民币元/股

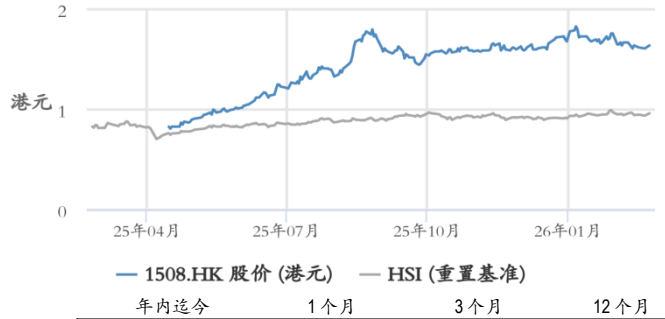
	FY25E			FY26E			FY27E		
	调整后	调整前	变幅	调整后	调整前	变幅	调整后	调整前	变幅
保险收入	105,085	105,085	0.0%	104,402	104,402	0.0%	104,806	104,806	0.0%
利息收入	9,532	9,532	0.0%	9,844	9,844	0.0%	10,139	10,139	0.0%
其他投资收益	7,508	7,308	2.7%	5,930	5,230	13.4%	6,553	5,353	22.4%
保险服务费用	(99,019)	(99,019)	0.0%	(97,590)	(97,590)	0.0%	(97,075)	(97,075)	0.0%
分出保费的分摊	(9,022)	(9,022)	0.0%	(9,009)	(9,009)	0.0%	(8,957)	(8,957)	0.0%
摊回保险服务费用	9,333	9,333	0.0%	9,143	9,143	0.0%	9,079	9,079	0.0%
税前利润	15,210	15,010	1.3%	14,423	13,723	5.1%	16,239	15,039	8.0%
所得税	(2,766)	(2,723)	1.6%	(2,621)	(2,473)	6.0%	(2,959)	(2,705)	9.4%
净利润	12,444	12,286	1.3%	11,802	11,250	4.9%	13,280	12,333	7.7%
母公司股东权益	11,856	11,706	1.3%	11,244	10,718	4.9%	12,652	11,751	7.7%
少数股东权益	588	580	1.3%	558	531	4.9%	627	583	8%
每股股息（人民币元）	0.06	0.06	11%	0.07	0.06	19%	0.07	0.06	28%

资料来源：摩根大通估算。

王丹
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com

J.P.Morgan 摩根大通

股价表现



	年内迄今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	-2.4%	-1.8%	2.5%	-
相对	-8.1%	-3.0%	-4.9%	-

公司数据

已发行股票数（百万）	42,480
52 周股价区间（港元）	1.84-0.79
总市值（百万美元）	8,915
汇率	7.81
自由流通股比例	90.0%
三个月日均成交量（百万）	16.46
三个月日均成交额（百万美元）	3.5
波动性（90 天）	29
指数	HSI
彭博 买入|持有|卖出	4|4|0

重要指标（财年12月份结束）

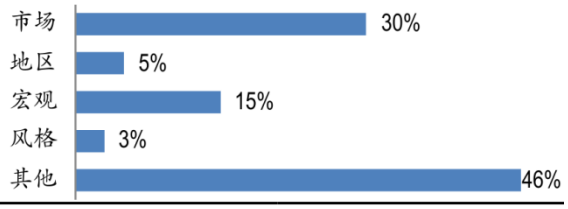
单位：，每股数据单位：	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
财务预测				
寿险经营利润	-	-	-	-
寿险再保险经营利润	5,066	7,390	7,456	8,499
产险经营利润	1,868	2,219	2,288	2,356
产险再保险经营利润	6,564	5,063	4,290	4,995
其他税前利润	300	537	389	389
税前经营利润	13,798	15,210	14,423	16,239
调整后的净利润	10,557	11,856	11,244	12,652
综合利润	10,557	11,856	11,244	12,652
调整后的每股收益	0.25	0.28	0.26	0.30
综合每股收益	0.25	0.28	0.26	0.30
每股股息	0.05	0.06	0.07	0.07
每股帐面净值	2.65	2.90	2.95	3.00
综合每股净资产	-	-	-	-
利润率和增长率				
调整后的每股收益增长率	86.8%	12.3%	(5.2%)	12.5%
综合每股收益年增长率	86.8%	12.3%	(5.2%)	12.5%
每股派息增长率	19.0%	22.8%	7.8%	12.5%
财务比率				
产险综合成本率	-	-	-	-
再保险产险综合成本率	-	-	-	-
寿险新业务贡献	-	-	-	-
寿险新业务利润率	-	-	-	-
合同服务边际摊销率	-	-	-	-
净资产收益率	10.7%	11.0%	9.9%	10.9%
综合净资产收益率	10.7%	11.0%	9.9%	10.9%
债务杠杆率	-	-	-	-
估值				
股息率	3.5%	4.2%	4.6%	5.1%
市净率	0.5	0.5	0.5	0.5
综合市净率	-	-	-	-

投资理据和估值概要

中国再保险集团是中国内地领先的再保险公司，以截至 2024 年的保费计，亚洲再保险市场排名第一，全球再保险市场排名第八。公司已在中国再保险市场稳居主导地位，2024 年市场份额接近 50%（中再产险 22%，中再寿险 28%）。鉴于 2026 年 1 月再保险续保价格下跌 12%，为过去十年最大降幅，我们给予中再“中性”评级。此外，我们认为中国非寿险承保周期或已见顶。在我们看来，这些因素可能共同对综合成本率的改善造成压力，并侵蚀 2026 年的价值率。我们对该股的评级为“中性”。

我们采用市盈率估值法对公司进行估值。过去几年，中国保险业的估值有所下降。我们给予 6 倍的 2026 财年预期市盈率（介于历史均值 8 倍/最低水平 2 倍之间），得出截至 2026 年 12 月的目标价 1.8 港元。

股价表现驱动因素



因子	6个月相关性	1年相关性
市场：MSCI 亚洲 不含日本	0.43	0.55
地区：中国内地	0.19	0.32
宏观:		
CO1指数	0.17	0.32
花旗经济意外指数-EM	−0.46	−0.23
新兴经济体CPI(同比)指数	−0.10	0.22
量化风格:		
质量	−0.25	−0.22
动量	0.11	0.07
成长	−0.14	−0.06

资料来源：股价表现驱动因素数据源自摩根大通全球市场策略团队；所有其他图表中的数据均源自公司数据、Bloomberg Finance L.P.和摩根大通估算。注：历史股价可能不完整或不准确。

王丹
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com

J.P.Morgan
摩根大通

投资理据、估值与风险

中国再保险集团 - H *(中性; 目标价: 1.80港元)*

投资理据

中国再保险集团是中国内地领先的再保险公司，以截至 2024 年的保费计，亚洲再保险市场排名第一，全球再保险市场排名第八。公司已在中国再保险市场稳居主导地位，2024 年市场份额接近 50%（中再产险 22%，中再寿险 28%）。鉴于 2026 年 1 月再保险续保价格下跌 12%，为过去十年最大降幅，我们给予中再“中性”评级。此外，我们认为中国非寿险承保周期或已见顶。在我们看来，这些因素可能共同对综合成本率的改善造成压力，并侵蚀 2026 年的价值率。我们对该股的评级为“中性”。

估值

我们采用市盈率估值法对公司进行估值。过去几年，中国保险业的估值有所下降。我们给予 6 倍的 2026 财年预期市盈率（介于历史均值 8 倍/最低水平 2 倍之间），得出截至 2026 年 12 月的目标价 1.8 港元。

估值摘要（港元）

	FY25E	FY26E	FY27E
每股收益（港元）	0.30	0.29	0.30
目标市盈率		6x	
历史平均/最低市盈率		8x/2x	
每股价值（26 年 12 月，港元）		1.80	
时间因子		1.00	
截至 26 年 12 月目标价（港元）		1.80	

资料来源：摩根大通估算。

影响评级与目标价的风险

上行风险包括：（1）直保公司自留比例的上升趋势弱于预期；（2）巨额损失事件减少；（3）中国 A 股股市走势向好。

下行风险包括：（1）直保公司自留比例的上升趋势好于预期；（2）巨额损失事件增加；（3）中国 A 股股市的不利变动；（4）尽管定价环境不利，但仍实施力度大于预期的境外扩张计划。

王丹
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com

J.P.Morgan 摩根大通

中国再保险集团 - H: 财务数据概览

损益表	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
分部利润				
寿险经营利润	-	-	-	-
寿险再保险经营利润	5,066	7,390	7,456	8,499
产险经营利润	1,868	2,219	2,288	2,356
产险再保险经营利润	6,564	5,063	4,290	4,995
其他税前利润	300	537	389	389
合并利润表				
保险服务收入	101,363	105,085	104,402	104,806
保险服务收益	6,587	6,377	6,945	7,853
保险净财务收益	10,224	10,997	9,828	10,776
利息费用	(2,008)	(2,008)	(2,008)	(2,008)
其他业务收支	(2,982)	(2,314)	(2,500)	(2,539)
利润总额	**13,798**	**15,210**	**14,423**	**16,239**
所得税费用	(2,718)	(2,766)	(2,621)	(2,959)
少数股东损益	(523)	(588)	(558)	(627)
净利润	**10,557**	**11,856**	**11,244**	**12,652**
税前经营利润	**13,798**	**15,210**	**14,423**	**16,239**
调整后净利润	**10,557**	**11,856**	**11,244**	**12,652**
综合利润	**10,557**	**11,856**	**11,244**	**12,652**
调整后每股收益	0.25	0.28	0.26	0.30
综合每股收益	0.25	0.28	0.26	0.30
每股股利	0.05	0.06	0.07	0.07

资产负债表	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
现金及现金等价物	13,006	16,822	17,077	17,336
投资资产	374,295	397,469	403,138	408,897
投资性房地产	-	-	-	-
商誉	1,649	1,893	1,922	1,951
其他无形资产	2,271	2,667	2,707	2,749
其他资产	49,277	40,785	41,748	42,731
资产总计	**508,347**	**529,836**	**537,853**	**546,005**
保险合同负债	252,363	263,030	267,011	271,057
其中: 合同服务边际	-	-	-	-
其中: 风险调整	-	-	-	-
其中: 现金流折现现值	-	-	-	-
投资合同负债	41,805	42,641	43,494	44,364
优先债	-	-	-	-
次级债	-	-	-	-
其他负债	101,411	100,924	101,921	102,927
负债总计	**395,682**	**406,701**	**412,533**	**418,458**
所有者权益	103,256	112,851	114,854	116,895
优先股/混合资本	-	-	-	-
少数股东权益	9,409	10,284	10,466	10,652
负债和所有者权益总计	**508,347**	**529,836**	**537,853**	**546,005**
综合收益	103,256	112,851	114,854	116,895
合同服务边际净值	-	-	-	-

比率分析	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
保险业务利润率	-	-	-	-
调整后每股收益年增长率	86.8%	12.3%	(5.2%)	12.5%
综合每股收益年增长率	86.8%	12.3%	(5.2%)	12.5%
每股股利年增长率	19.0%	22.8%	7.8%	12.5%
调整后市盈率（倍）	5.8	5.2	5.5	4.9
综合市盈率（倍）	5.8	5.2	5.5	4.9
股息收益率	3.5%	4.2%	4.6%	5.1%
产险综合成本率	-	-	-	-
再保险产险综合成本率	-	-	-	-
寿险新业务贡献	-	-	-	-
寿险新业务利润率	-	-	-	-
合同服务边际摊销率	-	-	-	-

比率分析	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
每股净资产	2.65	2.90	2.95	3.00
综合每股净资产	-	-	-	-
净资产收益率	10.7%	11.0%	9.9%	10.9%
综合净资产收益率	10.7%	11.0%	9.9%	10.9%
市净率	0.5	0.5	0.5	0.5
综合市净率	-	-	-	-
债务杠杆率	-	-	-	-

资料来源：公司报告与摩根大通估算
注：单位：百万元（每股数据除外）。财年末为 12 月。

王丹
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com

J.P.Morgan 摩根大通

阳光保险 - H

减持

6963.HK,6963 HK

股价（2026 年 2 月 23 日）： 4.26 港元

目标价（2026 年 12 月）： 3.00 港元

中国

保险

证券分析师: 王丹 AC
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com
登记编号: S1730524080001
摩根大通证券（中国）有限公司

持续扩大业务规模，以成长为一家占据主导地位的综合性保险公司

我们小幅下调投资利润假设，将 2025-27 财年净利润预测分别微调 1%/3%/5%。我们目前预测 2025-27 财年净利润分别为 62 亿元/67 亿元/70 亿元人民币。寿险方面，公司比同业更加依赖银保渠道。在 2026 年寿险销售势头复苏的背景下，代理人人数企稳和产能提升可能支撑代理人渠道的新业务价值增长。尽管非车险业务的佣金持续下调，但我们预计由于竞争激烈和巨灾亏损展望不太有利，非寿险业务的综合成本率可能小幅恶化。公司在过去三年（2022-2024 年）保持了良好的渐进式派息记录。我们预计 2025 财年每股股息为 0.2 元人民币（同比增长 5%），对应 5%的股息收益率，处于行业领先水平。

风格敞口

量化因子	当前排名 (百分位)	历史排名,百分位 (1表示排名第1) 6个月	1年	3年	5年
价值	14	11	17	84	68
成长	69	82	79	67	56
动量	21	23	71		
质量	58	67	81	57	
低波动性	66	76	75	92	

资料来源：风格敞口数据源自摩根大通全球市场策略团队；其他所有图表中的数据均为公司数据或摩根大通估算

表 8：阳光保险—预测调整

人民币百万元, %

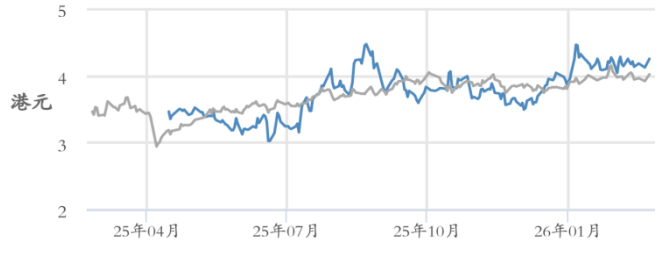
	FY25E			FY26E			FY27E		
	调整后	调整前	变幅	调整后	调整前	变幅	调整后	调整前	变幅
保险服务收入	68,778	68,778	0%	73,122	73,122	0%	77,774	77,774	0%
利息收入	10,678	10,678	0%	11,278	11,278	0%	11,884	11,884	0%
投资收益	11,488	11,595	-1%	10,474	10,755	-3%	10,467	11,058	-5%
其他收入	3,147	3,147	0%	3,199	3,199	0%	3,253	3,253	0%
收入合计	94,586	94,693	0%	98,567	98,849	0%	103,872	104,463	-1%
保险服务费用	(61,245)	(61,245)	0%	(64,458)	(64,458)	0%	(68,027)	(68,027)	0%
预期信用损失	(1,230)	(1,230)	0%	(1,230)	(1,230)	0%	(1,230)	(1,230)	0%
财务费用	(1,335)	(1,335)	0%	(1,335)	(1,335)	0%	(1,335)	(1,335)	0%
其他业务及管理费用	(7,577)	(7,577)	0%	(6,877)	(6,877)	0%	(6,877)	(6,877)	0%
费用合计	(84,773)	(84,773)	0%	(88,096)	(88,096)	0%	(92,989)	(92,989)	0%
税前利润（损失）	9,813	9,920	-1%	10,472	10,753	-3%	10,883	11,475	-5%
所得税	(3,372)	(3,410)	-1%	(3,520)	(3,619)	-3%	(3,651)	(3,858)	-5%
净利润	6,441	6,510	-1%	6,951	7,134	-3%	7,232	7,616	-5%
非控股股东损益	170	172	-1%	184	189	-3%	191	201	-5%
归母利润	6,270	6,338	-1%	6,768	6,946	-3%	7,041	7,415	-5%

资料来源：摩根大通估算。

王丹
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com

J.P.Morgan 摩根大通

股价表现



	年内迄今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	9.8%	4.2%	19.3%	-
相对	4.1%	2.9%	11.9%	-

公司数据

已发行股票数（百万）	11,502
52 周股价区间（港元）	4.54-2.89
总市值（百万美元）	6,270
汇率	7.81
自由流通股比例	62.7%
三个月日均成交量（百万）	13.32
三个月日均成交额（百万美元）	6.8
波动性（90 天）	37
指数	HSI
彭博 买入|持有|卖出	13|1|1

重要指标（财年12月份结束）

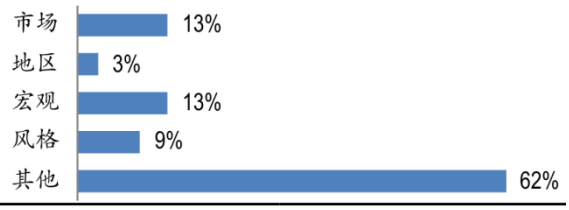
单位：百万元，每股数据单位：元	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
财务预测				
寿险经营利润	12,795	12,387	12,223	12,503
寿险再保险经营利润	-	-	-	-
产险经营利润	249	818	859	934
产险再保险经营利润	-	-	-	-
其他税前利润	(4,939)	(3,392)	(2,610)	(2,554)
税前经营利润	8,105	9,813	10,472	10,883
调整后的净利润	5,449	6,270	6,768	7,041
综合利润	5,449	6,270	6,768	7,041
调整后的每股收益	0.47	0.55	0.59	0.61
综合每股收益	0.47	0.55	0.59	0.61
每股股息	0.19	0.20	0.22	0.23
每股帐面净值	5.40	5.30	5.67	6.09
综合每股净资产	-	-	-	-
利润率和增长率				
调整后的每股收益增长率	45.8%	15.1%	7.9%	4.0%
综合每股收益年增长率	45.8%	15.1%	7.9%	4.0%
每股派息增长率	5.6%	6.2%	10.8%	4.0%
财务比率				
产险综合成本率	-	-	-	-
再保险产险综合成本率	-	-	-	-
寿险新业务贡献	-	-	-	-
寿险新业务利润率	-	-	-	-
合同服务边际摊销率	-	-	-	-
净资产收益率	8.9%	10.2%	10.7%	10.4%
综合净资产收益率	8.9%	10.2%	10.7%	10.4%
债务杠杆率	-	-	-	-
估值				
股息率	5.0%	5.4%	5.9%	6.2%
市净率	0.7	0.7	0.7	0.6
综合市净率	-	-	-	-

投资理据和估值概要

在经济扩张和保险意识增强的推动下，中国保险业长期处于强劲增长轨道。阳光保险是少数拥有综合牌照（即寿险和产险）的保险集团公司之一。但是，过去 10 年公司寿险和产险业务的市场份额增长均较为缓慢（2024 年的市场份额分别为 1.9%/2.8%，而 2014 年分别为 1.3%/2.8%）。尽管如此，公司业绩的可见度较高，因为其合同服务边际（CSM）增长前景具有吸引力，表明保险利润前景稳健。由于综合牌照的独特性，我们认为公司尚需时日来进行业务规模扩张，对标中国平安、中国太保等其他同业，建立行业主导地位。我们也看到了一些风险：1）在股市波动的背景下，盈利的波动性风险较高；2）债券收益率下降带来的偿付能力充足率负担；3）分销渠道不平衡，不利于风险分散化。

类似于其他综合保险集团，我们认为适宜采用分类加总估值法。我们对寿险业务（5 倍的 2026 年预期市盈率）和产险业务（3 倍的 2026 年预期市盈率）采用市盈率法。我们对其他业务（给予 0.3 倍的市净率）采用市净率法。在对各项业务估值进行加总后，推导出截至 2026 年 12 月的目标价为 3.0 港元，对应 5 倍的 2026 年预期市盈率（合并报表层面），鉴于过去几年中国保险业估值有所修正（历史均值/最低：9 倍/4 倍），该倍数接近于历史低点。

股价表现驱动因素



因子	6个月相关性	1年相关性
市场：MSCI 亚洲 不含日本	0.28	0.27
地区：中国内地	0.30	0.28
宏观:		
花旗经济意外指数-EM	−0.42	−0.33
JPM EM债券指数-全球利差	0.13	0.29
10年期美国国债收益率指数	−0.15	−0.27
量化风格:		
质量	−0.27	−0.24
成长	−0.13	−0.17
低波动性	−0.18	−0.10

资料来源：股价表现驱动因素数据源自摩根大通全球市场策略团队；所有其他图表中的数据均源自公司数据、Bloomberg Finance L.P.和摩根大通估算。注：历史股价可能不完整或不准确。

王丹
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com

投资理据、估值与风险

阳光保险集团股份有限公司 - H *(减持; 目标价: 3.00港元)*

投资理据

在经济扩张和保险意识增强的推动下，中国保险业长期处于强劲增长轨道。阳光保险是少数拥有综合牌照（即寿险和产险）的保险集团公司之一。但是，过去 10 年公司寿险和产险业务的市场份额增长均较为缓慢（2024 年的市场份额分别为 1.9%/2.8%，而 2014 年分别为 1.3%/2.8%）。尽管如此，公司业绩的可见度较高，因为其合同服务边际（CSM）增长前景具有吸引力，表明保险利润前景稳健。由于综合牌照的独特性，我们认为公司尚需时日来进行业务规模扩张，对标中国平安、中国太保等其他同业，建立行业主导地位。我们也看到了一些风险：（1）在股市波动的背景下，盈利的波动性风险较高；（2）债券收益率下降带来的偿付能力充足率负担；（3）分销渠道不平衡，不利于风险分散化。。

估值

类似于其他综合保险集团，我们认为适宜采用分类加总估值法。我们对寿险业务（5 倍的 2026 年预期市盈率）和产险业务（3 倍的 2026 年预期市盈率）采用市盈率法。我们对其他业务（给予 0.3 倍的市净率）采用市净率法。在对各项业务估值进行加总后，推导出截至 2026 年 12 月的目标价为 3.0 港元，对应 5 倍的 2026 年预期市盈率（合并报表层面），鉴于过去几年中国保险业估值有所修正（历史均值/最低：9 倍/4 倍），该倍数接近于历史低点。

分类加总估值法	*持股比例*	*港元/股*	*估值方法*
寿险业务	100.0%	2.6	基于 5 倍的市盈率
产险业务（财险和信保）	100.0%	0.2	基于 3 倍的市盈率
其他业务	80.0%	0.2	给予 0.3 倍的市净率
等值股价（2026 年 12 月）		**3.0**	**分类加总**
时间因子		1.00	
阳光保险的目标价（2026 年 12 月）		**3.0**	

资料来源：摩根大通估算

影响评级与目标价的风险

主要上行风险包括：（1）降低公司盈利对股市波动敏感性的措施；（2）新业务增长和寿险新单销售的复苏快于预期；（3）产险业务的盈利贡献更加平衡。

王丹
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com

J.P.Morgan 摩根大通

阳光保险 - H: 财务数据概览

损益表	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
分部利润				
寿险经营利润	12,795	12,387	12,223	12,503
寿险再保险经营利润	-	-	-	-
产险经营利润	249	818	859	934
产险再保险经营利润	-	-	-	-
其他税前利润	(4,939)	(3,392)	(2,610)	(2,554)
合并利润表				
保险服务收入	64,004	68,778	73,122	77,774
保险服务收益	5,383	7,408	8,573	9,654
保险净财务收益	10,966	8,905	7,647	6,925
利息费用	-	-	-	-
其他业务收支	(8,244)	(6,501)	(5,749)	(5,695)
利润总额	**8,105**	**9,813**	**10,472**	**10,883**
所得税费用	(2,565)	(3,372)	(3,520)	(3,651)
少数股东损益	(91)	(170)	(184)	(191)
净利润	**5,449**	**6,270**	**6,768**	**7,041**
税前经营利润	**8,105**	**9,813**	**10,472**	**10,883**
调整后净利润	**5,449**	**6,270**	**6,768**	**7,041**
综合利润	**5,449**	**6,270**	**6,768**	**7,041**
调整后每股收益	0.47	0.55	0.59	0.61
综合每股收益	0.47	0.55	0.59	0.61
每股股利	0.19	0.20	0.22	0.23
比率分析				
保险业务利润率	-	-	-	-
调整后每股收益年增长率	45.8%	15.1%	7.9%	4.0%
综合每股收益年增长率	45.8%	15.1%	7.9%	4.0%
每股股利年增长率	5.6%	6.2%	10.8%	4.0%
调整后市盈率（倍）	7.9	6.9	6.4	6.1
综合市盈率（倍）	7.9	6.9	6.4	6.1
股息收益率	5.0%	5.4%	5.9%	6.2%
产险综合成本率	-	-	-	-
再保险产险综合成本率	-	-	-	-
寿险新业务贡献	-	-	-	-
寿险新业务利润率	-	-	-	-
合同服务边际摊销率	-	-	-	-

资产负债表	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
现金及现金等价物	-	-	-	-
投资资产	548,579	573,993	605,167	638,192
投资性房地产	-	-	-	-
商誉	-	-	-	-
其他无形资产	2,372	3,066	3,233	3,409
其他资产	5,009	4,906	5,172	5,455
资产总计	**581,790**	**613,240**	**646,546**	**681,829**
保险合同负债	457,316	482,037	508,217	535,952
其中: 合同服务边际	50,854	57,418	64,132	71,252
其中: 风险调整	-	-	-	-
其中: 现金流折现现值	-	-	-	-
投资合同负债	-	-	-	-
优先债	-	-	-	-
次级债	-	-	-	-
其他负债	61,038	63,330	65,614	67,875
负债总计	**518,377**	**545,392**	**573,857**	**603,854**
所有者权益	62,082	60,904	65,249	69,995
优先股/混合资本	-	-	-	-
少数股东权益	1,331	6,944	7,439	7,980
负债和所有者权益总计	**581,790**	**613,240**	**646,546**	**681,829**
综合收益	62,082	60,904	65,249	69,995
合同服务边际净值	-	-	-	-
比率分析				
每股净资产	5.40	5.30	5.67	6.09
综合每股净资产	-	-	-	-
净资产收益率	8.9%	10.2%	10.7%	10.4%
综合净资产收益率	8.9%	10.2%	10.7%	10.4%
市净率	0.7	0.7	0.7	0.6
综合市净率	-	-	-	-
债务杠杆率	-	-	-	-

资料来源：公司报告与摩根大通估算
注：单位：百万元（每股数据除外）。财年末为 12 月。

分析师声明（简称"AC"）： 本报告首页所示姓名右上角带有"AC"标识的证券分析师声明（或者，若多名证券分析师共同对本报告负责，则在首页或文本中出现的带有"AC"标识的分析师各自就本报告中该分析师所覆盖的每支证券或发行人而言，声明）：（1）本报告中表达的所有观点均准确反映了分析师个人对所提及证券或发行人的看法; 且（2）任何证券分析师的全部薪酬，无论在过去、现在还是将来均与证券分析师在本报告中所表达的具体建议或观点无直接或间接关系。对于首页所列的所有常驻韩国的证券分析师，如适用，他们还根据韩国金融投资协会（Korea Financial Investment Association，简称"KOFIA"）的要求，确认他们的分析是基于真诚之原则，反映了他们个人的观点，没有受到不当的影响或干预。

除非另有说明，本报告的全体署名作者均为开展独立研究的证券分析师。就欧洲而言，行业专家（销售和交易人员）在本报告中也可能会被列为联系人，但其并不是本报告的作者或研究部成员。

重要披露

- **做市商/流动性提供方：**摩根大通是中国太平 - H, 中国再保险集团 - H, 阳光保险 - H 或相关实体的金融工具或与中国太平 - H, 中国再保险集团 - H, 阳光保险 - H 或相关实体相关的金融工具的做市商和/或流动性提供方。
- **做市商/流动性提供方（香港）：**摩根大通证券(亚太)有限公司和/或 J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited 及/或附属公司是中国太平 - H, 众安在线 - H 或相关实体的证券及/或以该等证券为标的资产的权证或期权的做市商及/或流动性提供方，这些证券在香港联合交易所上市或交易。
- **经办行或联席经办行：**摩根大通在过去的 12 个月内曾就证券或金融工具（定义请参见欧盟法律指令 Directive 2014/65/EU）之公开发行为众安在线 - H 或相关实体担任经办行或联席经办行，亦或在过去 12 个月内曾为众安在线 - H 或相关实体公开发行的证券或金融工具（定义同上）担任经办行或联席经办行。
- **客户：**下列实体目前是，或在过去 12 个月内曾是摩根大通的客户：中国太平 - H, 众安在线 - H, 中国再保险集团 - H, 阳光保险 - H 或相关实体。
- **客户/投资银行：**下列实体目前是，或在过去 12 个月内曾是摩根大通投资银行业务的客户：众安在线 - H 或相关实体。
- **客户/非投资银行、证券相关：**下列实体目前是，或在过去 12 个月内曾是摩根大通的客户，享受摩根大通提供的非投资银行、证券相关服务：中国太平 - H, 众安在线 - H, 中国再保险集团 - H, 阳光保险 - H 或相关实体。
- **客户/非证券相关：** 下列实体目前是，或在过去 12 个月内曾是摩根大通的客户，享受摩根大通提供的非证券相关服务：众安在线 - H 或相关实体。
- **已收取的投资银行服务报酬：**摩根大通在过去 12 个月内曾为众安在线 - H 或相关实体提供投资银行服务，并已获得相应报酬。
- **潜在的投资银行服务报酬：**摩根大通预计在未来三个月内将会就所提供的投资银行服务获得或寻求获得众安在线 - H 或相关实体支付的报酬。
- **已收取的非投资银行服务报酬：**摩根大通在过去 12 个月内曾为中国太平 - H, 众安在线 - H, 中国再保险集团 - H, 阳光保险 - H 或相关实体提供除投资银行服务之外的产品或服务，并获得相应报酬。
- **债务头寸：**摩根大通可能持有中国太平 - H, 众安在线 - H, 中国再保险集团 - H, 阳光保险 - H 或相关实体所发行债务证券的头寸。

公司特定披露：重要披露，包括价格图表和过去的信用观点表格（如适用），可参见概要性报告，关于摩根大通研究覆盖的所有公司及某些未覆盖公司，可访问 https://jpmsc.portal.jpmorgan.com/research/disclosures，或致电 1-800-477-0406，或发邮件至 research.disclosure.inquiries@jpmorgan.com 查询。

王丹
(86-21) 6106-6349
dan.wang@jpmorgan.com

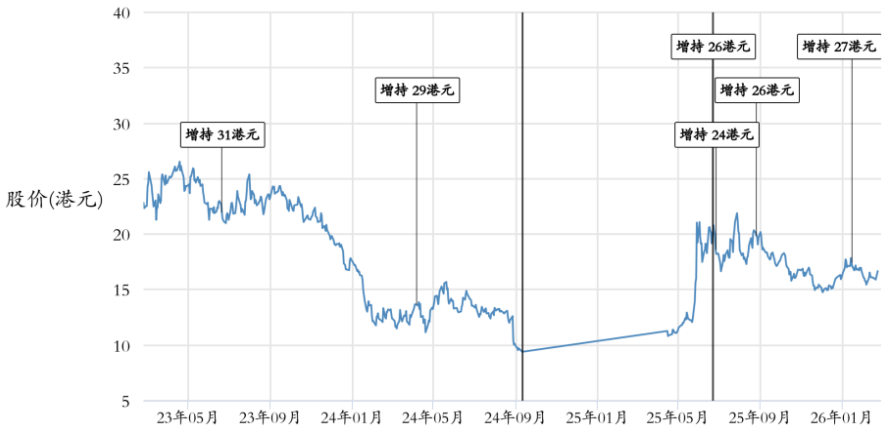
中国太平保险控股有限公司 – H (0966.HK, 966 HK) 股价图



日期	评级	股价 (港元)	目标价 (港元)
2025-06-22	减持	14.14	8.2
2025-09-23	减持	15.12	9.4
2026-01-16	增持	20.84	30

资料来源: Bloomberg Finance L.P.及摩根大通。股价数据已根据股票拆分及股息作出调整。
首次覆盖 2010年06月18日。 所有股价截至上一个交易日市场收市时。
覆盖中断期 2019年05月30日 – 2025年06月22日。

众安在线财产保险股份有限公司 – H (6060.HK, 6060 HK) 股价图



日期	评级	股价 (港元)	目标价 (港元)
2023-06-21	增持	21.95	31
2024-04-06	增持	13.66	29
2025-06-22	增持	19.18	26
2025-06-27	增持	18.62	24
2025-08-27	增持	19.85	26
2026-01-16	增持	17.44	27

资料来源: Bloomberg Finance L.P.及摩根大通。股价数据已根据股票拆分及股息作出调整。
首次覆盖 2017年11月01日。 所有股价截至上一个交易日市场收市时。
覆盖中断期 2024年09月11日 – 2025年06月22日。

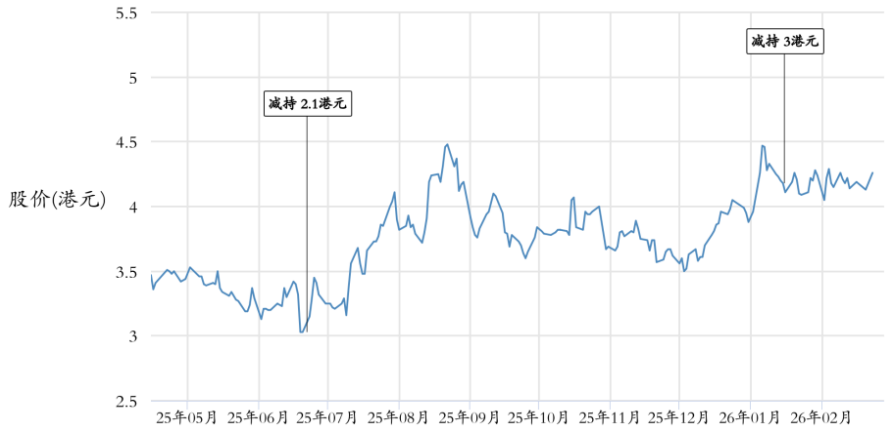
中国再保险集团 – H (1508.HK, 1508 HK) 股价图



日期	评级	股价 (港元)	目标价 (港元)
2025-06-22	增持	1.14	1.4
2025-08-18	增持	1.68	2.1
2026-01-16	中性	1.69	1.8

资料来源: Bloomberg Finance L.P.及摩根大通。股价数据已根据股票拆分及股息作出调整。
首次覆盖 2025年06月22日。 所有股价截至上一个交易日市场收市时。

阳光保险集团股份有限公司 – H (6963.HK, 6963 HK) 股价图



日期	评级	股价 (港元)	目标价 (港元)
2025-06-22	减持	3.03	2.1
2026-01-16	减持	4.18	3

资料来源: Bloomberg Finance L.P.及摩根大通。股价数据已根据股票拆分及股息作出调整。
首次覆盖 2025年06月22日。 所有股价截至上一个交易日市场收市时。

图表显示了摩根大通对这些股票的持续研究覆盖；目前的分析师可能负责了整个研究覆盖期，也可能没有负责整个覆盖期。
摩根大通评级与评级符号：OW = 增持，N= 中性，UW = 减持，NR =无评级

股票研究评级和符号之阐释及分析师研究覆盖范围：
摩根大通使用以下评级体系：增持（在本报告所述目标价格期间，我们预计这只股票的表现将超过研究分析师或研究分析师团队研究覆盖范围内股票的平均总回报率）；中性（在本报告所述目标价格期间，我们预计这只股票的表现将与研究分析师或研究分析师团队研究覆盖范围内股票的平均总回报率相一致）；和减持（在本报告所述目标价格期间，我们预计这只股票的表现将不及研究分析师或研究分析师团队研究覆盖范围内股票的平均总回报率）。无评级（NR）：在此，由于缺乏足够的基本面数据，或基于法律、监管或政策原因，摩根大通已不再对该股票给予评级和目标价格（如适用）。投资者不应再依赖先前的评级和目标价格（如适用）。“无评级”（NR）符号非推荐或评级。覆盖范围内的部分股票有评级，但没有目标价；在这些情况下，我们预计这些股票的表现将优于/持平于/不及研究分析师或研究分析师团队在该地区相应期间的研究覆盖范围内股票的平均总回报率。就亚洲（不含澳大利亚和印度）和英国的小盘股和中盘股的研究而言，每只股票的预期总回报是与基准国家市场指数的预期总回报进行比较，而不是与相应研究分析师研究覆盖范围内股票的回报作比较。如果相关研究分析师的研究覆盖范围未出现在本报告的“重要披露”部分，可访问摩根大通研究部网站 jpmsc.portal.jpmorgan.com 查询。

研究覆盖范围：王丹: 中国再保险集团 - H (1508.HK), 中国太平 - H (0966.HK), 阳光保险 - H (6963.HK), 众安在线 - H (6060.HK)

摩根大通股票研究之评级分布, 截至 2026 年 01 月 01 日

	增持 (买入)	中性 (持有)	减持 (卖出)
摩根大通全球股票研究范围*	51%	37%	12%
投资银行客户**	47%	47%	35%
摩根大通证券有限责任公司(JPMS)股票研究范围*	49%	38%	13%
投资银行客户**	72%	70%	53%

*请注意，由于四舍五入的原因，各百分比相加不一定等于 100%。
**“买入”、“持有”、“卖出”各级别内曾在过去 12 个月接受过摩根大通提供的投资银行服务的“主题”公司的占比。
我们的“增持”评级相当于美国金融业监管局（FINRA）评级分布相关条例中所述的“买入”评级，“中性”评级相当于“持有”评级，“减持”评级相当于“卖出”评级。标注“无评级”的股票不包含在上述表格的统计。信息截至最近的自然季度末。

股票估值和风险：与被研究公司或其目标价格相关的估值方法和风险，请访问 https://jpmsc.portal.jpmorgan.com，参阅最新的对该公司的研究报告，联系报告的主笔分析师或您的摩根大通客服代表，或发邮件至 research.disclosure.inquiries@jpmorgan.com 垂询。有关所使用的自有模型的重要信息，请参阅公司研究报告中的财务摘要和公司数据集（Company Tearsheets），可从我们客户网站的公司页面下载 https://jpmsc.portal.jpmorgan.com。本报告还列出了所使用的重要基本假设。

历史投资建议：您可在 https://jpmsc.portal.jpmorgan.com 网站查看过去 12 个月发布的摩根大通投资建议，您也可以在该网站中按分析师姓名、行业或金融工具进行搜索。

分析师薪酬：负责编写本报告的证券分析师其获得的薪酬基于各种因素，包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争因素和公司整体收入。

非美国分析师注册：除非另有说明，本报告首页列出的非美国分析师是摩根大通证券有限责任公司（J.P. Morgan Securities LLC）的非美国附属公司的雇员，可能没有根据美国金融业监管局（FINRA）的规定注册为证券分析师，可能不是摩根大通证券有限公司的关联人，还可能不受美国金融业监管局第 2241 条或第 2242 条规定的限制，即关于分析师与被研究公司的通讯、公开露面以及证券分析师帐户持有的交易类证券的相关限制。

其他披露

摩根大通集团及其在全球各地的子公司和附属公司的投资银行业务以“摩根大通”品牌在市场开展业务。

英国 MIFID 规定下 FICC 研究产品单独销售之豁免：有关摩根大通执行 FICC 研究产品独立销售之豁免的详情以及有关 FICC 研究产品类别的指引，英国客户应参考此网页：UK MIFID Research Unbundling exemption。

除非相关法律明确允许，所有提供给客户的研究材料都可以在我们的客户网站 J.P.Morgan Markets 上同时获得。并不是所有的研究内容都会被重新分发、通过电子邮件发送或提供给第三方内容聚合商。有关某一特定股票的所有研究材料，请与您的销售代表联系。

本材料文中所称中国、香港、台湾、澳门，分别指代中国内地、香港特别行政区（中国）、台湾地区（中国）、澳门特别行政区（中国）。

摩根大通研究部门可能会不时撰写涉及受到美国、欧盟、英国或其他相关司法管辖区政府机关实施或执行的经济或金融制裁的发行人或证券（“受制裁证券”）的研究报告。本报告中的任何内容均不得被解读或解释为鼓励、便利、促进或以其他方式赞成对受制裁证券的投资或交易。客户在做出投资决策时应清楚了解自身的法律与合规义务。

本研究报告中讨论的任何数字资产或加密资产都受到快速变化的监管环境的影响。有关加密资产（包括比特币和以太币）的相关监管意见，请参见 https://www.jpmorgan.com/disclosures/cryptoasset-disclosure.

本研究报告的作者可能未获得在您的司法管辖区内开展受监管活动的许可牌照，如果其未获得许可的牌照，则不得以此名义开展业务。

交易型开放式指数证券投资基金（以下简称"ETF"）：摩根大通证券有限责任公司（J.P. Morgan Securities LLC, 简称 JPMS）是绝大部分美国上市 ETF 的授权参与方。就本报告提及的任何 ETF 而言，JPMS 可能因分销这些 ETF 份额而获得佣金和基于交易的报酬，并可能因提供其他交易相关服务（如向 ETF 份额的卖空方提供证券出借服务）而获得费用收入。JPMS 也可以为 ETF 自身提供服务，包括担任 ETF 的经纪人或交易商。此外，JPMS 的关联方可为 ETF 提供服务，包括信托、托管、管理、出借、指数计算和/或维护及其他服务。

期权和期货相关研究：如果本文所包含的信息涉及期权或期货相关研究，则此类信息仅供已收到适当的期权或期货风险披露文件的人使用。请联系您的摩根大通客服代表或访问 https://www.theocc.com/components/docs/riskstoc.pdf，获取期权清算公司的特征和标准化期权的风险之副本，或访问 https://www.finra.org/sites/default/files/2020-08/Security_Futures_Risk_Disclosure_Statement_2020.pdf 获取证券期货风险披露声明之副本。

银行间同业拆借利率(IBOR)和其他基准利率的变化：某些利率基准现在或将来可能会受到正在进行的国际性的、国家层面的和其他的监管政策、改革或改革建议的影响。欲了解更多信息，请查询：https://www.jpmorgan.com/global/disclosures/interbank_offered_rates

对证券研究材料制作和分发负责的法律实体：本材料署名证券分析师姓名下方所示法律实体对本研究材料负责。若本材料有多位署名证券分析师，则这些分析师姓名下方的法律实体共同对本研究材料负责。若分析师姓名下方所示法律实体超过一个，则第一个法律实体对本研究材料负责，除非另有说明。来自不同摩根大通子公司的证券分析师可能为制作此材料做出了贡献，但可能未获得在您的司法管辖范围内进行受监管活动的许可（并且不认为自己能够这样做）。除非下方法律实体披露另有说明，否则本材料由负责制作的法律实体分发，或者若分析师姓名下方所示法律实体超过一个，则由第一个法律实体负责分发。如有任何疑问，请联系您所在司法管辖区的相关证券分析师或您所在辖区内分发本研究材料的法律实体。

私人银行客户：当您作为摩根大通集团及其子公司私人银行业务（简称"摩根大通私人银行"）的客户接收到研究报告时，这些研究报告是由摩根大通私人银行提供给您的，而不是由摩根大通的任何其他部门(包括但不限于摩根大通企业与投资银行部及其研究部门)提供给您的。

法律实体披露及国家/地区特定披露：
阿根廷：JPMorgan Chase Bank N.A Sucursal Buenos Aires 受阿根廷中央银行(Banco Central de la República Argentina 即 Central Bank of Argentina，简称 BCRA) 和阿根廷国家证券委员会(Comisión Nacional de Valores 即 Argentinian Securities Commission, 简称 CNV，经纪交易商牌照 ALYC y AN Integral N°51)监管。
澳大利亚: J.P. Morgan Securities Australia Limited (简称 JPMSAL) (澳大利亚公司编号: ABN 61 003 245 234 / 澳大利亚金融服务牌照编号 (Australian Financial Services License：238066))受澳大利亚证券和投资委员会(Australian Securities and Investments Commission)监管，是澳大利亚证券交易所股份有限公司(Australian Securities Exchange，简称 ASX Limited)的市场参与者、ASX Clear Pty Limited 的清算及结算参与者以及 ASX Clear (Futures) Pty Limited 的清算参与者。此材料由 JPMSAL 在澳大利亚仅发行及分发给"批发客户 (wholesale clients)" (定义见澳大利亚《2001 年公司法》(Corporations Act 2001) 第 761G 章节之界定)。 关于研究覆盖的所有金融产品之清单，请访问 https://www.jpmm.com/research/disclosures。摩根大通寻求覆盖所有全球行业分类（GIC）项下的所有行业以及一系列市值规模不等的与国内和国际投资者群体息息相关的公司。如适用，在对目标公司进行公开侧尽职调查过程中，分析师团队有时可能会与公司接洽（例如实地考察，与公司代表进行讨论，管理层演示等）开展尽职调查。JPMSAL 发布的研究报告遵照摩根大通澳大利亚的"研究部独立性"政策制作，关于该政策，可访问：J.P. Morgan Australia - Research Independence Policy。
巴西： Banco J.P. Morgan S.A. 受巴西证券交易委员会（Comissao de Valores Mobiliarios，简称 CVM）和巴西央行(Central Bank of Brazil)的监管。摩根大通监察专员: 0800-7700847 / 0800-7700810（供听障人士使用） / ouvidoria.jp.morgan@jpmchase.com.
加拿大： J.P. Morgan Securities Canada Inc.是注册的投资交易商，受加拿大投资监管组织(Canadian Investment Regulatory Organization)和安大略省证券委员会(the Ontario Securities Commission)监管，是加拿大交易所的参与成员。本材料由 J.P.Morgan Securities Canada Inc.或其代表在加拿大分发。
智利：Inversiones J.P. Morgan Limitada 是一家在智利注册的不受监管的实体。**中国：**摩根大通证券（中国）有限公司具有经中国证券 监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格。
哥伦比亚：Banco J.P. Morgan Colombia S.A.受哥伦比亚金融监管局（SFC）监管。
迪拜国际金融中心：美国摩根大通银行迪拜分行(JPMorgan Chase Bank, N.A., Dubai Branch)受迪拜金融服务管理局(Dubai Financial Services Authority, 简称 DFSA) 的监管， 其注册地址是 Dubai International Financial Centre - The Gate, West Wing, Level 3 and 9 PO Box 506551, Dubai, UAE。 本材料已由美国摩根大通银行迪拜分行分发给 DFSA 监管条例所定义的专业客户(professional clients)或市场对手方(market counterparties)。

欧洲经济区（EEA）：除非另有说明，本研究材料由 J.P. Morgan SE（简称 JPM SE）在欧洲经济区分发。JPM SE 由德国联邦金融监管局(简称 BaFin)授权为信用机构，并受 BaFin、德国中央银行（Deutsche Bundesbank）及欧洲中央银行(简称 ECB)联合监管。JPM SE 总部位于法兰克福，注册地址为 TaunusTurm, Taunustor 1, Frankfurt am Main, 60310, Germany。这些材料已在欧洲经济区分发给被视为专业投资者(或相当于专业投资者)的人士(合称"欧洲经济区专业投资者")，依据的是 MiFID II 第 4 条第 1 段第 10 款和附件 II 及其在该等人士所属本国司法管辖区的实施情况。非欧洲经济区专业投资者不得依据本材料采取行动，也不得依赖本材料。与本材料相关的任何投资或投资活动仅面向欧洲经济区相关人士，并且只能是欧洲经济区相关人士进行该等活动。

香港：摩根大通证券(亚太)有限公司（J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited）（公司实体编号 AAJ321）受香港金融管理局及香港证券及期货事务监察委员会监管，J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited 公司（公司实体编号 AAB027）受香港证券及期货事务监察委员会监管。美国摩根大通银行香港分行（JPMorgan Chase Bank, N.A., Hong Kong Branch）（公司实体编号 AAL996）受香港金融管理局及香港证券及期货事务监察委员会监管，是依美国法律成立的有限责任公司。如在香港分发本材料属于受监管活动，则该等材料由摩根大通证券(亚太)有限公司(J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited)及/或 J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited 公司在香港分发。

印度：J.P. Morgan India Private Limited (公司识别码- U67120MH1992FTC068724)，注册地址为 J.P. Morgan Tower, Off. C.S.T. Road, Kalina, Santacruz - East, Mumbai，邮编 400098， 公司在印度证券交易委员会 (Securities and Exchange Board of India, 简称 SEBI)注册为"证券分析师(Research Analyst)"，注册编号 INH000001873。J.P. Morgan India Private Limited 同时在 SEBI 注册为印度国家证券交易所有限公司(National Stock Exchange of India Limited)和孟买证券交易所有限公司(Bombay Stock Exchange Limited)（SEBI 注册号：INZ000239730）的成员，以及证券业务参与行("Merchant Banker") (SEBI 注册号- MB/INM000002970)。电话：91-22-6157 3000，传真：91-22-6157 3990，网址：http://www.jpmipl.com 。美国摩根大通银行孟买分行(JPMorgan Chase Bank, N.A. - Mumbai Branch)获印度储备银行(the Reserve Bank of India，简称 RBI)颁发牌照(牌照编号 53/牌照编号 BY.4/94; SEBI - IN/CUS/014/ CDSL : IN-DP-CDSL-444-2008/ IN-DP-NSDL-285-2008/ INBI00000984/ INE231311239)，该分行作为印度一家商业银行，该等牌照是其主牌照，使得其能在印度开展银行业务和一家银行分行在印度能获准从事的其他活动。对于非本地研究材料，此材料不是由 J.P. Morgan India Private Limited 在印度分发。合规官： Prasanna Bandal; prasanna.bandal@jpmchase.com；+912261575159. 申诉专员：Ramprasadh K; jpmipl.research.feedback@jpmorgan.com; +91 22 6157 3000. SEBI 授予的注册和印度国家证券市场学院（简称 NISM）的认证不能保证中介机构的表现或为投资者提供任何回报保证。请参阅条款和条件以及最重要的条款和条件(MITC).年度合规审计报告参见 http://www.jpmipl.com/#research。

印度尼西亚：PT J.P. Morgan Sekuritas Indonesia 是印度尼西亚证券交易所(Indonesia Stock Exchange)的成员，受在 Otoritas Jasa Keuangan (OJK)注册并受其监管。

韩国：摩根大通证券(远东)有限公司首尔分公司(J.P. Morgan Securities (Far East) Limited, Seoul Branch)是韩国交易所 (Korea Exchange, 简称 KRX)的成员。美国摩根大通银行首尔分行（JPMorgan Chase Bank, N.A., Seoul Branch）在韩国注册类别为外国银行分支机构。这两家实体受韩国金融服务委员会(Financial Services Commission，简称 FSC)和韩国金融监管局(Financial Supervisory Service，简称 FSS) 的监管。非宏观研究材料仅由/通过摩根大通证券(远东)有限公司首尔分公司在韩国分发。

日本： JPMorgan Securities Japan Co., Ltd.和美国摩根大通银行东京分行 (JPMorgan Chase Bank, N.A., Tokyo Branch)受日本金融厅(Financial Services Agency)的监管。

马来西亚：本材料由 JPMorgan Securities (Malaysia) Sdn Bhd (18146-X)在马来西亚发行和分发，该公司是马来西亚股票交易所（Bursa Malaysia Berhad）的参与组织，持有马来西亚证券委员会(Securities Commission) 颁发的资本市场服务许可证(Capital Markets Services License）。

墨西哥：J.P. Morgan Casa de Bolsa, S.A. de C.V.和 J.P. Morgan Grupo Financiero 是墨西哥证券交易所(Mexican Stock Exchange)的成员，并获墨西哥国家银行和证券交易委员会(National Banking and Securities Exchange Commission)授权，可担任经纪交易商。

新西兰：本材料由 JPMSAL 在新西兰发行和分发，仅分发给"批发客户(wholesale clients)" (定义见"2013 金融市场行为法案(Financial Markets Conduct Act 2013)"之界定)。 JPMSAL 依据新西兰的 "2008 金融服务提 供商注册与争端解决法案(Financial Service providers (Registration and Dispute Resolution) Act of 2008)" 注册为"金融服务提供商 (Financial Service Provider)"。

菲律宾：J.P. Morgan Securities Philippines Inc 是菲律宾证券交易所 （Philippine Stock Exchange）的交易参与者， 也是菲律宾证券清算公司（Securities Clearing Corporation of the Philippines) 和证券投资者保护基金（Securities Investor Protection Fund) 的成员。 它受菲律宾证券交易委员会 (Securities and Exchange Commission)的监管。

新加坡：本材料由 J.P. Morgan Securities Singapore Private Limited（简称 JPMSS）[MDDI (P) 057/08/2025，公司注册编号: 199405335R] 和/或美国摩根大通银行新加坡分行 (JPMorgan Chase Bank, N.A., Singapore Branch, 简称 JPMCB Singapore) 在新加坡发行和分发， 亦或是经由这两家 实体在新加坡发行和分发。 JPMSS 是新加坡证券交易所有限公司(Singapore Exchange Securities Trading Limited) 的成员，JPMSS 和 JPMCB Singapore 均受新加坡金融管理局 (Monetary Authority of Singapore)监管。本材料仅在新加坡发行和分发给合格投资者 (accredited investors)、 专业投资者(expert investors)和机构投资者(institutional investors)， 这些投资者的定义依据新加坡《证券和期货法》(Securities and Futures Act，简称 SFA) 第 289 章第 4A 部分所界定。本材料无意发行或分发给任何不属于 SFA 第 289 章第 4A 部分所定义的合格投资者、专业投资者和机构投资者类别的散户投资者或任何其他投资者。在新加坡，本材料的收件人须就该材料所引起或与该材料有关的任何事宜联系 JPMSS 或 JPMCB Singapore。

南非：J.P. Morgan Equities South Africa Proprietary Limited 以及美国摩根大通银行约翰内斯堡分行（JPMorgan Chase Bank, N.A., Johannesburg Branch）是约翰内斯堡证券交易所(Johannesburg Securities Exchange) 的成员， 受南非金融服务行为监管局（Financial Services Conduct Authority，简称 FSCA）的监管。

台湾：摩根大通证券 股份有限公司(J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited) 是台湾证券交易所 (公司类) 的参与者，受台湾金融监督管理委员会证券期货局监管。与股本证券有关的研究材料由摩根大通证券股份有限公司在台湾发行和分发，并受许可证范围和在台湾适用的法律法规的限制。**若摩根大通证券股份有限公司（J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited）就未在台湾证券交易所或证券柜台买卖中心之上市柜的证券（**

“非台湾上市柜证券”）制作研究材料，则该等材料不应构成台湾法规所称的证券推荐，同时，为免生疑问，摩根大通证券股份有限公司（J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited）不担任非台湾上市柜证券的经纪商。请注意，根据《证券商推介客户买卖有价证券管理办法》(修订或补充版)第 7-1 条第 2 款和/或其他适用法律法规，除非“重要披露”部分另有披露，本材料的接收方不得从事与本材料相关的可能引起利益冲突的任何活动。

泰国：本材料由 JPMorgan Securities (Thailand) Ltd 在泰国发行和分发，该公司是泰国证券交易所(Stock Exchange of Thailand）的成员，受泰国财政部(Ministry of Finance)和泰国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission）的监管，其注册地址为 3rd Floor, 20 North Sathorn Road, Silom, Bangrak, Bangkok, 邮编 10500。

英国：本研究材料由摩根大通证券有限责任公司(J.P. Morgan Securities plc，简称 JPMS plc)或摩根大通市场有限责任公司(J.P. Morgan Markets Limited，简称 JPMML Ltd)在英国制作。摩根大通证券有限责任公司是伦敦证券交易所(London Stock Exchange)成员，获英国审慎监管局(Prudential Regulation Authority)授权，受金融行为监管局(Financial Conduct Authority)和审慎监管局监管。摩根大通市场有限责任公司获金融行为监管局授权并由其监管。除非另有说明，本研究材料由摩根大通证券有限责任公司在英国分发并在英国仅发予：(a)“2000 年金融服务及市场法 2005 年（金融推广）法令（Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005，简称 FPO)”第 19(5)条所述的拥有与投资相关事项专业经验的人士; (b) FPO 第 49 条所述的人士(高净值公司、未注册的协会或合伙企业、高价值信托的受托人等)；或(c)以其他方式可合法接收本通讯的任何人；所有此三类人士均称为“英国相关人士”。非英国相关人士不得依据本材料采取行动，也不得依赖本材料。与本材料相关的任何投资或投资活动仅面向英国相关人士，并且只能是英国相关人士进行该等活动。对 J.P. Morgan EMEA 预防和避免与研究制作相关的利益冲突之政策的介绍可点击以下链接获取：J.P. Morgan EMEA - Research Independence Policy。

美国：摩根大通证券有限责任公司（J.P. Morgan Securities LLC, 简称 JPMS）是纽约证券交易所（NYSE）、美国金融业监管局（FINRA）、美国证券投资者保护公司(SIPC)以及美国全国期货协会（NFA）的成员。美国摩根大通银行（JPMorgan Chase Bank, N.A.）是美国联邦存款保险公司（FDIC）的成员。非摩根大通美国附属机构发布的材料由 JPMS 在美国分发，JPMS 对报告内容负责。

一般披露：可应要求提供更多信息。本材料信息来源据信可靠。虽然已采取一切合理的谨慎措施确保本材料中陈述的事实是准确的以及本材料中包含的预测、观点和预期是公平合理的，但摩根大通或其附属公司和/或子公司(统称“摩根大通”)对所提供材料的完整性或准确性不作任何陈述或担保，除非涉及与摩根大通有关的任何披露以及证券分析师与本材料涉及的发行人关联关系的任何披露。因此，不应依赖本材料所含信息的准确性、公正性或完整性。由于计算、调整、翻译成不同语言和/或当地监管限制（如适用），本材料中的数据和/或有限的内容可能存在某些差异。这些差异并不应影响可能在材料中讨论的标的公司的整体投资分析、观点和/或建议。编写本材料的过程中可能使用了人工智能工具，包括为数据分析、模式识别和研究材料的内容起草提供协助。对于因使用本材料或其内容而造成的任何损失，摩根大通不承担任何责任，摩根大通及其任何董事、高级管理人员或员工均不以任何方式对本材料的内容负责，但相关司法管辖区的相关监管机构或根据相关司法管辖区的监管制度可能对其施加的义务和责任除外。本材料中包含的观点、推测或预测仅代表摩根大通截至材料发布日期时的意见或判断，可予更改，而无须另行通知。摩根大通可能会根据有关公司特定的发展或公告、市场状况或任何其他公开信息，定期提供该公司/行业的最新信息。不能保证未来的结果或事件将与任何这样的观点、推测或预测一致，因为这些观点、推测或预测只代表一种可能的结果。此外，这些观点、推测或预测会受到某些风险、不确定因素和假设的影响，这些风险、不确定因素和假设尚未得到证实，未来的实际结果或事件可能会大不相同。本材料中提及的任何投资的价值或收入可能会波动和/或受到汇率变化的影响。除非另有说明，否则所有定价均为所讨论证券的收盘时的示意性定价。过去的业绩并不能作为未来表现的指标。因此，投资者收回的资金可能比最初投资的少。本材料无意作为购买或销售任何金融工具的要约或邀请。本材料中的观点和建议不考虑个别客户的情况、目标或需求，也不是针对特定客户的特定证券、金融工具或策略的建议。本材料可能包含对结构性证券、期权、期货和其他衍生品的观点。这些是复杂的金融工具，可能包含较高风险，可能仅适合于能够理解和承担所涉及风险的成熟投资者。本材料的接受者必须就本材料提及的任何证券或金融工具作出自己的独立决定，并应征求他们认为必要的独立金融、法律、税务或其他顾问的意见。摩根大通可能以分析师的观点和研究为基础进行自营交易，也可能以与本材料所述观点不一致的方式为自己的账户或客户的账户进行交易，摩根大通没有义务确保此类沟通引起本材料的任何接收者的注意。摩根大通内部的其他人，包括策略师、销售人员和其他分析师，可能会采取与本材料中的观点不一致的观点。未参与本材料制作的摩根大通员工可能对本材料中提及的证券(或此类证券的衍生品)进行投资，并可能以与本材料中讨论的观点不一致的方式进行交易。本材料不是任何司法管辖区内任何发行人、其产品或服务或其证券的广告或营销。

保密性和安全性须知：本发送材料可能包含根据适用法律享有特权、机密、法律特权和/或豁免披露的信息。如果您不是材料指明的接收方，则特此通知您，此处包含的信息的任何披露、复制、分发或使用(包括对其的任何依赖)均严格禁止。虽然本发送材料及任何附件被认为没有任何病毒或其他缺陷，不会影响到接收和打开它的任何计算机系统，接收方应有责任确保它是无病毒的，并且摩根大通集团、其子公司和附属公司(如果适用)对本发送材料使用过程中产生的任何损失或损害不承担任何责任。如果您错误地收到此发送材料，请立即联系发件人并销毁全部内容，无论是电子形式还是打印形式的内容。本消息受电子监控：https://www.jpmorgan.com/disclosures/email

MSCI：此处的某些信息（下称“信息”）经 MSCI Inc.、其关联公司和信息提供商（合称“MSCI”）许可而复制© 2026。未经适当许可，不得复制或传播信息。MSCI 对信息不作任何明示或暗示的保证（包括适销性或适用性），并在法律允许的范围内不承担任何责任。除 MSCI ESG Research 提供的任何适用信息外，任何信息均不构成投资建议。另受制于 msci.com/disclaimer

Sustainalytics：此处包含的某些信息、数据、分析和意见经 Sustainalytics 许可复制并且：（1）包括 Sustainalytics 的专有信息；（2）未经明确授权，不得复制或重新分发；（3）不构成对任何产品或项目的投资建议或认可；（4）仅供参考；（5）不保证

其完整性、准确性或及时性。Sustainalytics 不就与其或其使用相关的任何交易决策、损害或其他损失承担任何责任。数据的使用需遵守 https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers 上提供的条件。©2026 Sustainalytics。保留所有权利。

“其他披露”部分于 2026 年 02 月 07 日进行了最新修订。

2026 版权所有，摩根大通证券（中国）有限公司保留所有权利。未经摩根大通书面同意，本材料或本材料的任何部分不得转载、出售或重新分发。当第三方可获取从摩根大通或授权第三方处收到的任何研究材料（简称“摩根大通数据”）时，未经摩根大通事先书面同意，严禁在任何第三方人工智能（“AI”）系统或模型中使用或共享该等摩根大通数据。