

洞察她财富蓝海：女性财富管理机遇与金融机构行动指南—— ——非银行业专题报告

林加力(证券分析师)

S0350524100005

linjl01@ghzq.com.cn

董栋梁(证券分析师)

S0350525030005

dongdl@ghzq.com.cn

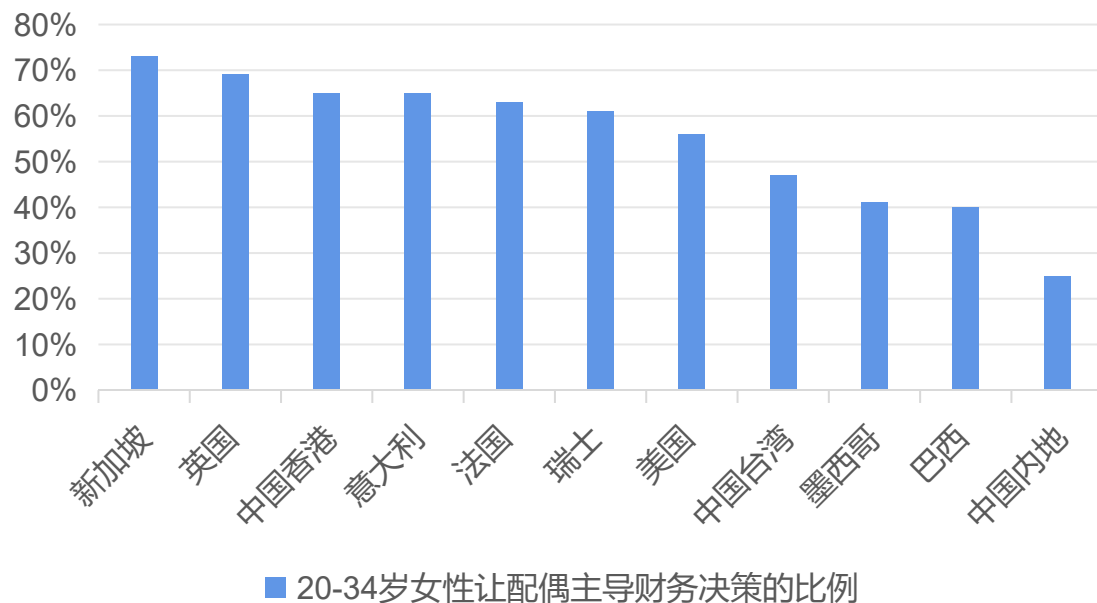
- ◆ **核心要点：**我国女性财富管理发展空间广阔，女性自身对财富管理也有充分的需求，金融机构可以采用多种方式发展女性财富管理。
- ◆ **我国女性财富管理有着广阔的发展空间：**国内女性相比国外话语权更高，且我国中产以上的女性人数众多，我们预计我国女性管理的财富在2025年有望超过12万亿美元，这让女性财富管理业务的发展有了广阔的空间。
- ◆ **女性自身对财富管理也有充分的需求：**女性自身也对财富管理有着很强的需求，女性相对缺乏自信，更加需要投顾。除此之外，女性也在自己退休养老，财富传承，财富改善生活等方面有需求。同时在理财方面，女性相比男性也有许多不同，比如女性风险意识更强，投资收益相对较高，更着重于长期目标，投资时也希望能达成ESG目标。
- ◆ **海外金融机构在女性财富管理市场做出了不错的成绩：**海外的一些金融机构已经认识到了女性财富管理的潜力，已经开始发展这个赛道，比如Ellevest，瑞银，贝莱德，Women's Wealth等。
- ◆ **金融机构可以采用多种方式做好女性财富管理市场：**我们认为金融机构可以采用多种方式做好女性财富管理，包括针对女性客户的不同需求对症下药，提高投顾的综合素质，进一步提升科技在这个市场上的应用等等。
- ◆ **风险提示：**若市场环境或政策因素发生不利变化将可能造成行业发展表现不及预期；中国与国际市场并不具有完全可比性，报告中相关数据仅供参考；报告采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险；数据处理统计方式可能存在误差；过往数据不代表未来发展趋势。

- ◆ 1, 女性财富管理的发展空间较大
- ◆ 2, 当下女性财富管理需求和特点
- ◆ 3, 海外女性财富管理的实践
- ◆ 4, 如何做好女性财富管理
- ◆ 5, 风险提示

1, 女性财富管理的发展空间较大

- ◆ 国内女性在财务话语权上高。
- ◆ 根据2020年瑞银发布的《瑞银投资者观察》，在全球受访女性中，平均58%的女性会将财务决策的主动权交予配偶，而在中国内地只有14%。
- ◆ 同时49%受访中国内地女性在财务上承担主要角色，37%和配偶一起做出财务决策，远高于全球23%和19%的平均水平。
- ◆ 同时在中国内地，女性财务话语权提升呈现年轻化的趋势，仅仅只有25%的年轻女性（20岁-34岁）表示财务决策权由配偶决定，也是全球的较低水平。

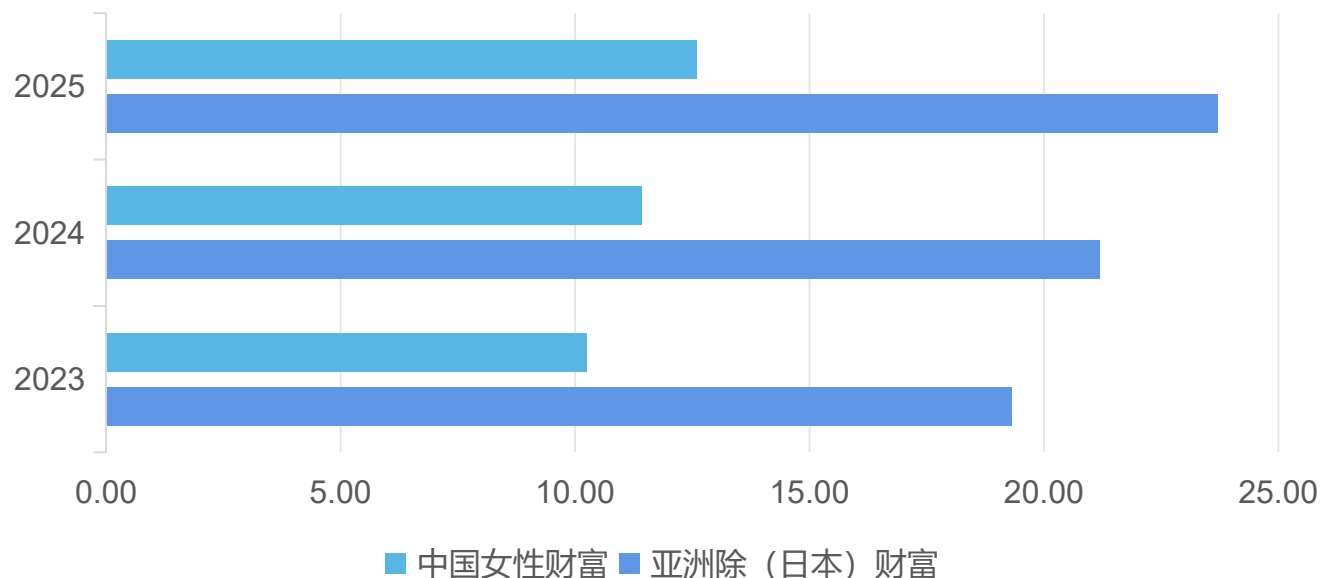
图：20-34岁女性让配偶主导财务决策的比例（2020）



1, 女性财富管理的发展空间较大

- ◆ 我国女性管理的财富在2025年有望超过12万亿美元。
- ◆ 根据2020年BCG的测算，2019-2023年，亚洲地区（除日本以外）的女性财富规模将以平均每年10.4%的增速增长到19.31万亿美元。根据这一预测，我们通过女性财富增长和GDP增长的关系来预测2024和2025年亚洲除日本地区的女性财富规模。然后我们再通过测算中国GDP（现价）占亚洲地区（不包含朝鲜，叙利亚等几个无法统计GDP的地区）GDP（现价）的比例来测算中国女性财富管理规模，计算出中国女性财富管理的规模在今年有望超过12万亿美元。

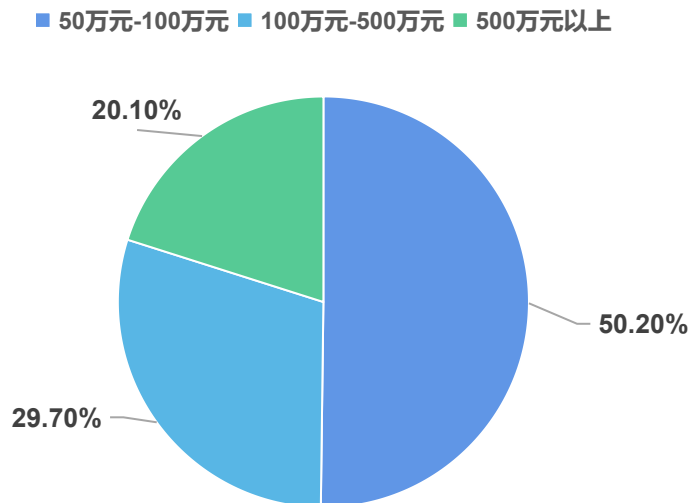
图：女性财富预测（万亿美元）



1, 女性财富管理的发展空间较大

- ◆ 根据2023年，平安新银保联合《经济观察报》发布的《2023中国中产女性财富管理及幸福指数报告》，我国中产女性家庭（定义为家庭可投资资产超过50万元以上人民币）可投资资产有接近半数超过100万元人民币。
- ◆ 我国女性群体中中产人群已经超过1254万人，其中29.70%的女性家庭可投资资产在100万元-500万元之间，20.10%的女性家庭可投资资产在500万元以上。
- ◆ 中产家庭本来就是财富管理的主力，以招商银行2024年年报为例，招商银行管理零售客户总资产余额为149267.14亿元，其中管理金葵花及以上（日均余额在50万元以上）客户总资产余额122243.09亿元，占比超过8成。这意味着女性财富管理上有较大的空间。

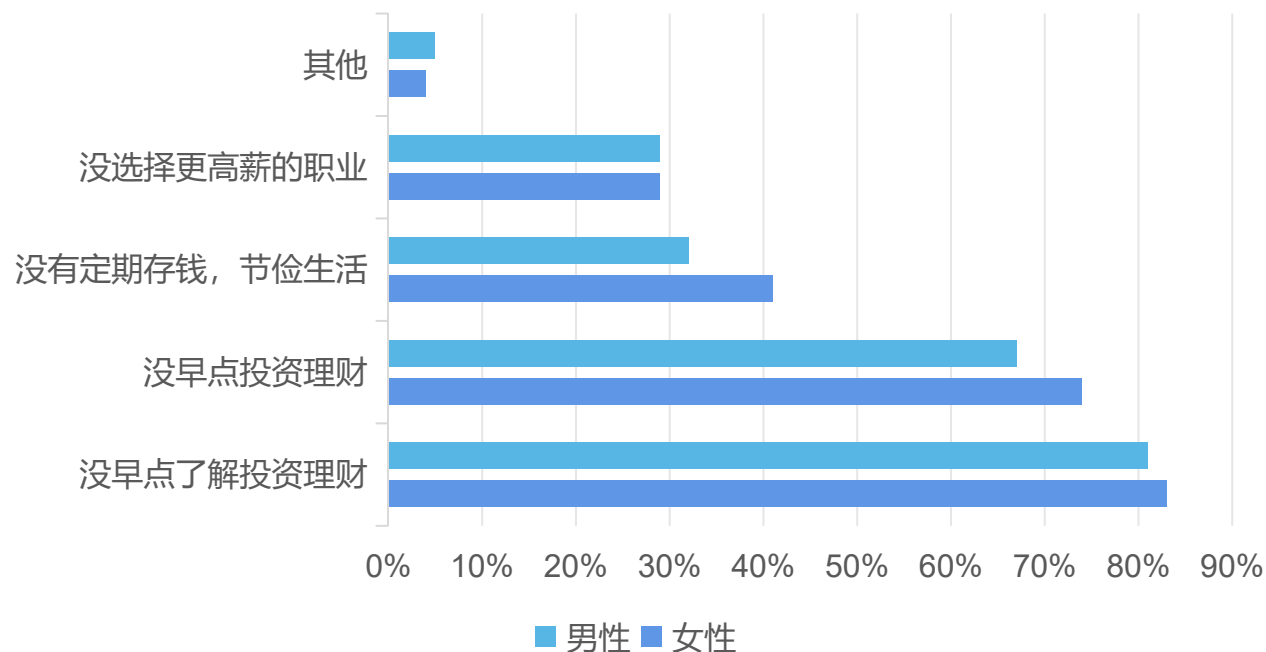
图：中产女性家庭可投资资产比例



- ◆ 1, 女性财富管理的发展空间较大
- ◆ 2, 当下女性财富管理需求和特点
- ◆ 3, 海外女性财富管理的实践
- ◆ 4, 如何做好女性财富管理
- ◆ 5, 风险提示

- ◆ 女性有强烈的学习理财的愿望。
- ◆ 根据2021年中国人民大学中国普惠金融研究院联合长投学堂发布的《中国女性金融健康正在加速发展》。其中83%的女性最后悔的是没有早点开始了解投资理财的知识，74%的女性后悔没有早点开始进行投资理财。
- ◆ 调查还指出“不具备相应的金融知识”“缺乏自信心”是导致女性没能进行合理投资理财的主要障碍，因此女性理财还有很大的潜力。

图：最后悔过去没做到以下哪些事提高自己金融水平



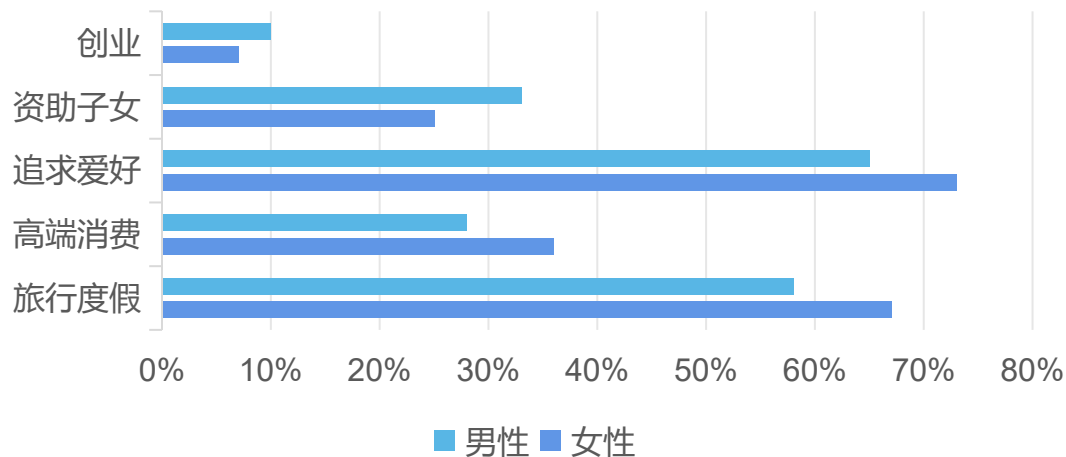
- ◆ 女性缺乏自信，更愿意寻求投顾。
- ◆ 根据2021年麦肯锡《未来十年全球财富管理和私人银行的趋势及制胜战略》，其对富裕女性财富管理方面的调查，女性当被问及对财务决策相关的问题时，很多女性的回答都缺乏自信。
- ◆ 在富裕消费者中，只有1/4的女性可以独立自主地做出财务决策，比男性低了15个百分点。
- ◆ 另一方面这也使得女性在投顾付费方面更加积极，调查显示相较于支付10个基点的费用来购买纯数字化服务，年长一些的富裕女性更愿意额外支付1%或以上来购买投顾服务，并且其概率要比男性高一倍。

- ◆ 女性预期寿命较长，退休养老金相对不足。
- ◆ 根据2023年富达国际的《女性投资理财调研》，有56%的女性认为养老年限在20年或以上，而男性比例为53%。男性受访者中有66%认为自己有足够资金支撑养老，而只有60%的女性认为自己的资金足够。
- ◆ 除此之外，认为其储蓄能够支持完整退休生涯的女性为43%，认为其退休储备能够应对意外支出的女性受访者比例仅为39%，均低于男性比例。

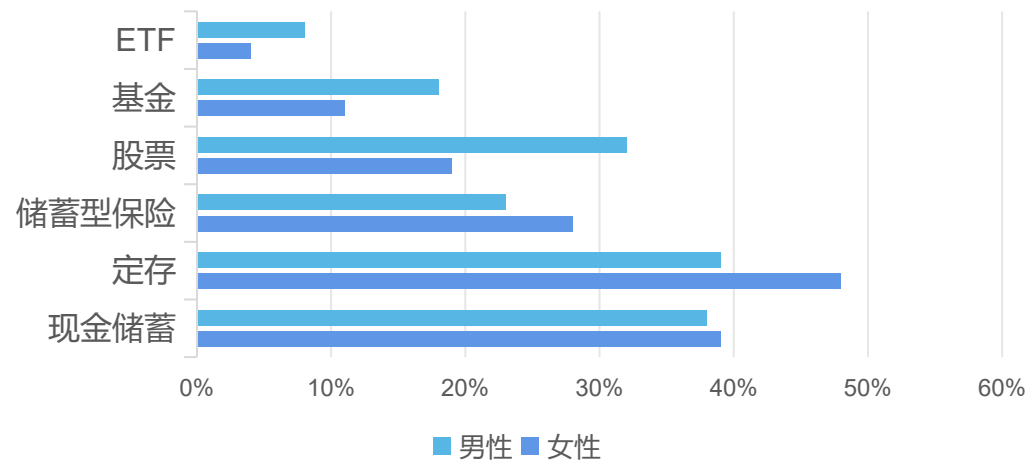
2.1.2 退休养老的需求

- ◆ 女性对退休生活品质要求更高，但投资行为与追求的生活品质不匹配。
- ◆ 富达国际的调查还显示，女性对养老生活的质量要求更高，更多的女性表示希望退休后能够追求爱好（73%）、旅游（67%）和进行高端消费（36%），均高于男性受访者。
- ◆ 但是退休后的女性投资更加保守，仅有19%的女性退休后会考虑股票投资，11%的女性会考虑基金投资，均少于男性。但在较低的风险偏好之下，女性反而对收益有更高期待。女性的平均预期年化投资回报率为9%，略高于男性的8%。

图：退休后希望的金钱安排（2023）



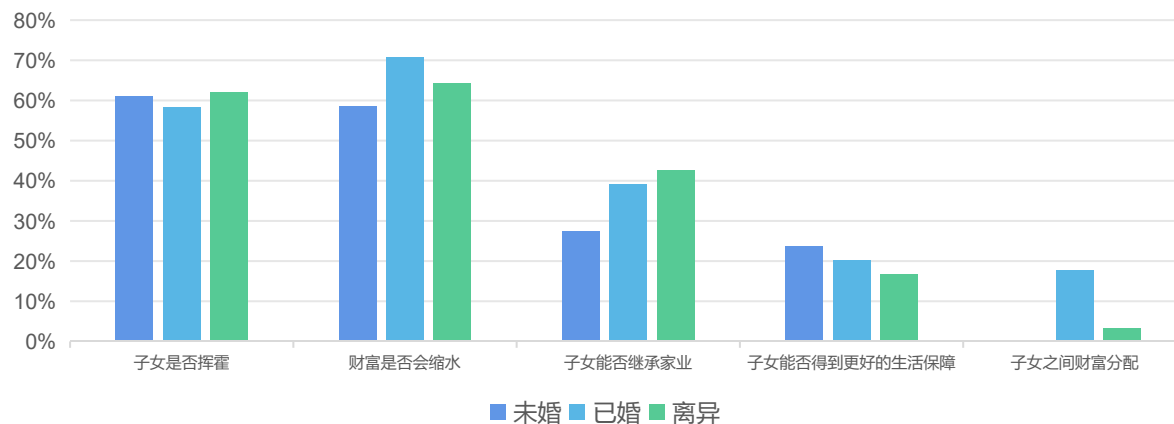
图：退休后投资产品选择（2023）



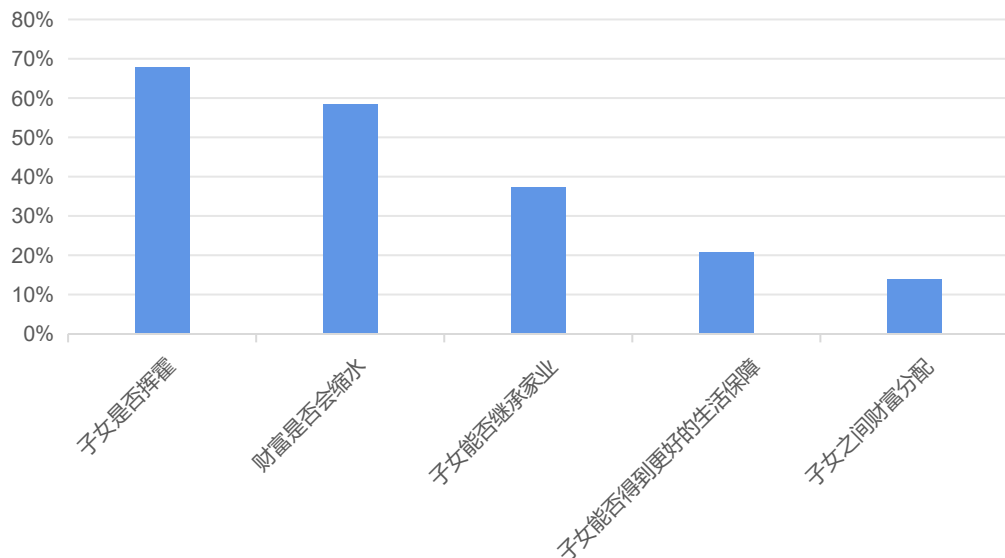
2.1.3 财富传承的需求

- ◆ 根据2023年，平安新银保联合《经济观察报》发布的《2023中国中产女性财富管理及幸福指数报告》，子女能否通过传承财富获得生活保障，是女性非常关注的问题。
- ◆ 不同状态的女性对财富传承的关注点并不完全相同，但都有明确需求。

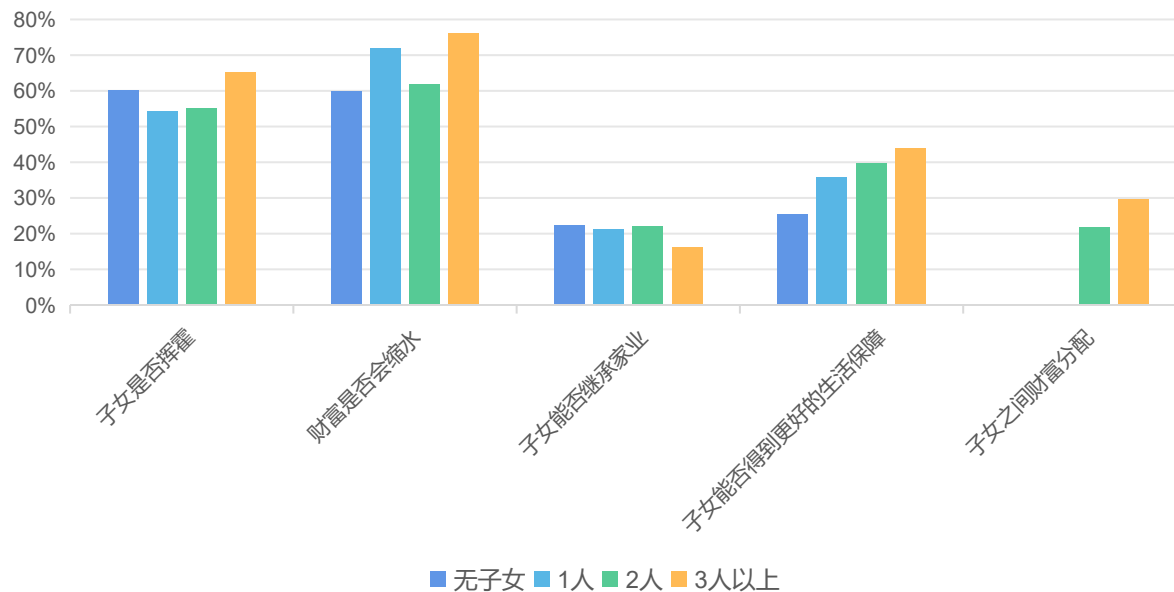
图：不同婚姻状态对财富传承的关注点（2023）



图：财富传承子女的关注点（2023）



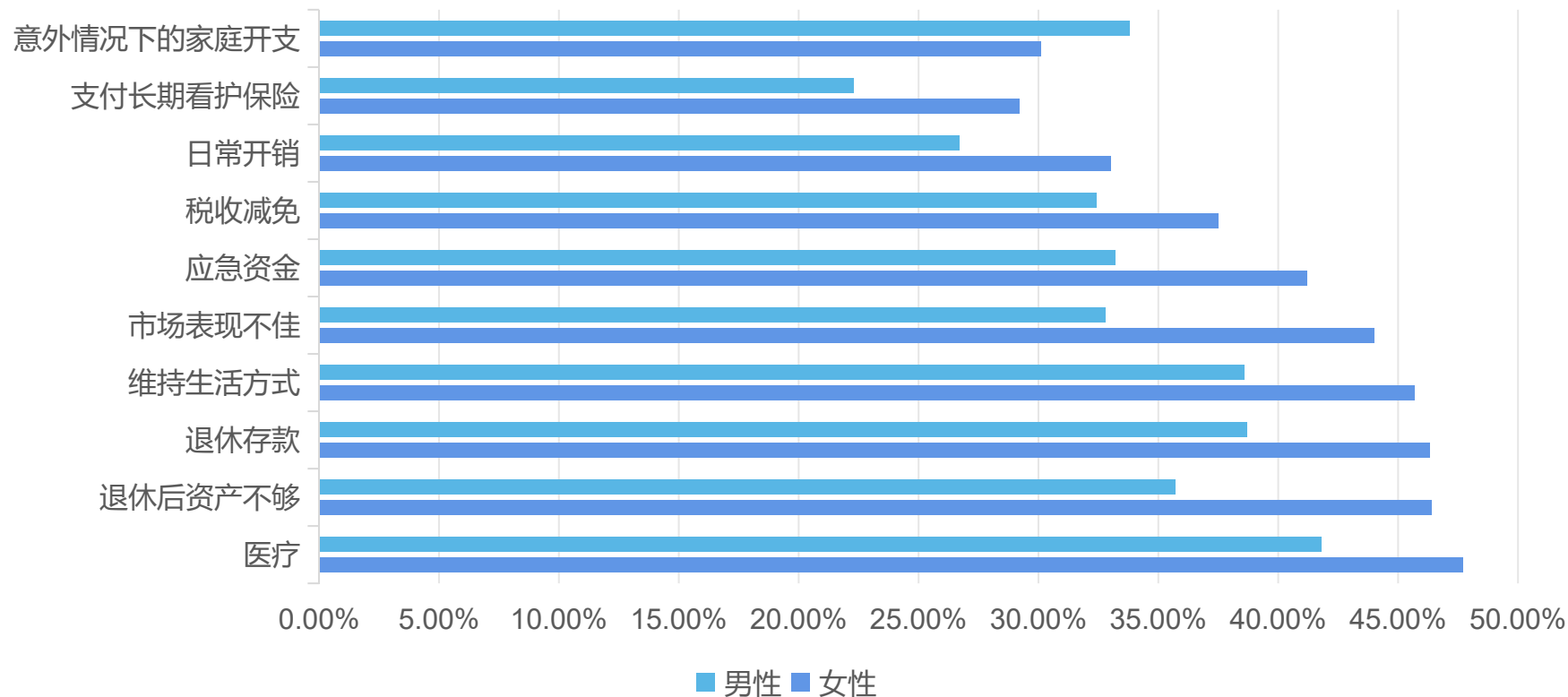
图：不同子女数对财富管理传承的关注点(2023)



2.1.4 财富增值改善生活的需求

- ◆ 女性作为家庭财务话事人，对财富管理改善生活有明显的需求。
- ◆ 根据2021年麦肯锡《未来十年全球财富管理和私人银行的趋势及制胜战略》对富裕女性财富管理方面的调查,女性财富管理者在面对日常开销等方面时的担忧明显高于男性。女性有明显财富增长改善生活的需求。

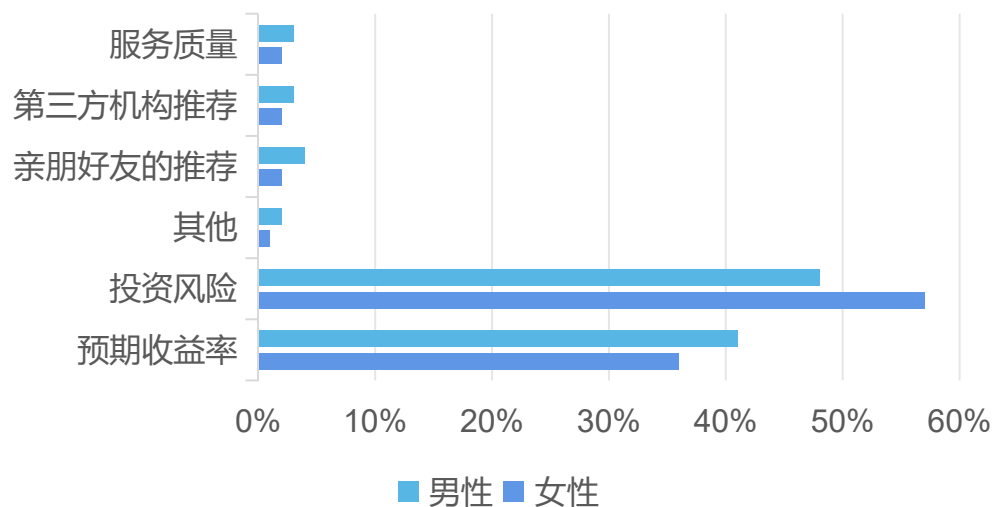
图：财富管理者对各类情况的担忧(2020)



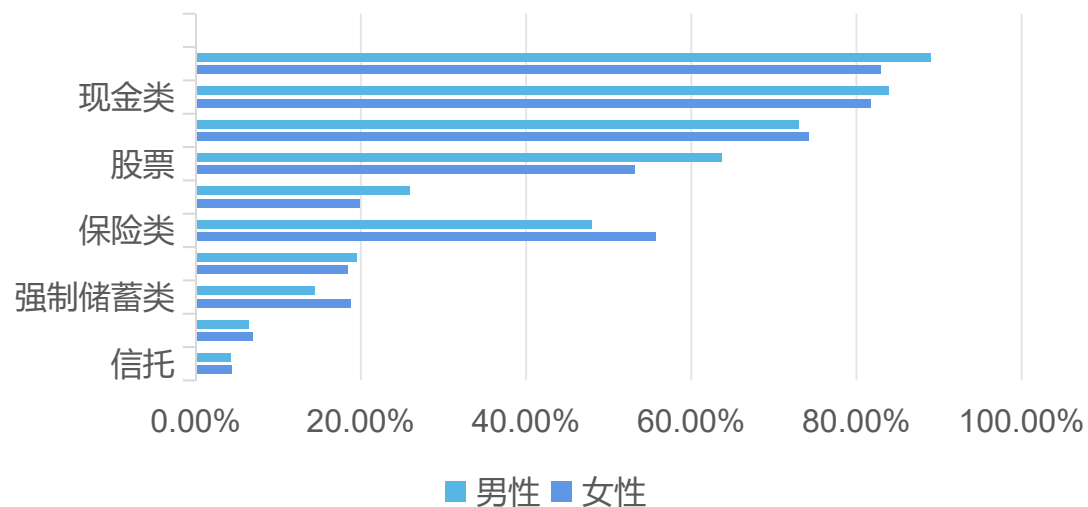
2.2 女性财富管理上的特点

- ◆ 女性风险意识更强，但并不一味保守。
- ◆ 根据2021年中国人民大学中国普惠金融研究院联合长投学堂发布的《中国女性金融健康正在加速发展》显示女性相比男性更注重风险，女性（57%）比男性（48%）。
- ◆ 根据2022年理财魔方发布的《居民理财行为洞察报告》，在理财投资群体中，男性接触投资理财的比例高于女性。女性更倾向保险类、强制储蓄类等方面稳健投资，男性在权益类产品的投资比例明显高于女性。
- ◆ 而在私募和信托投资门槛较高的金融产品类别里，女性的投资比例稍微高于男性。因此我们认为尽管女性在投资时考量风险方面因素意识很强，但并不一味保守，门槛较高的产品上的投资甚至稍微高于男性。

图：购买理财产品的主要决策因素（2021）



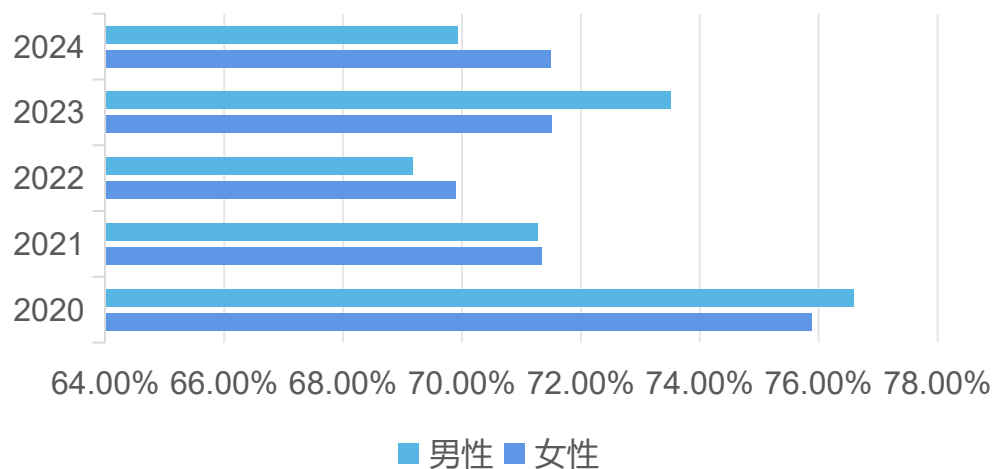
图：男女投资不同理财的情况（2022）



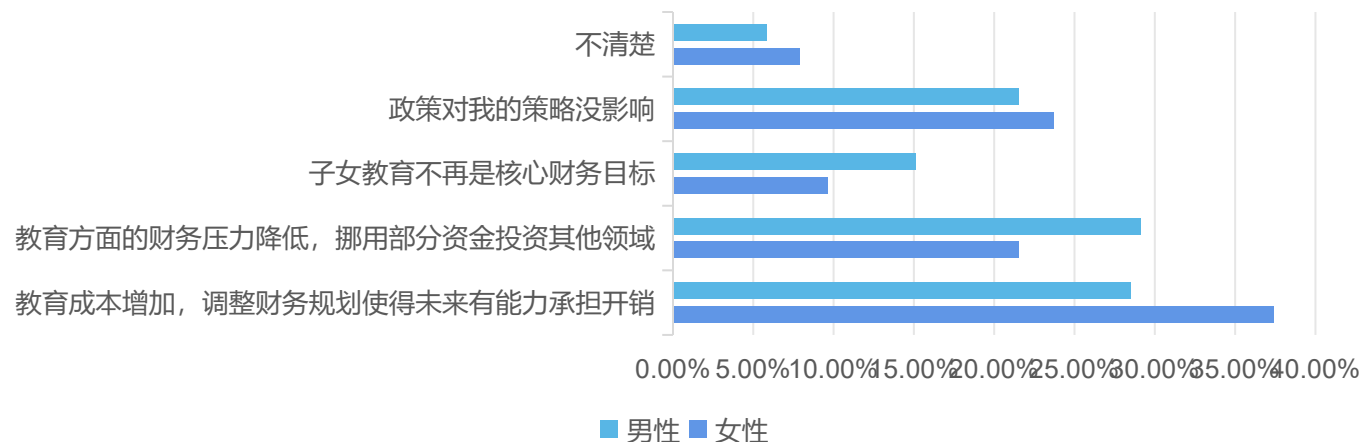
2.2 女性财富管理上的特点

- ◆ 女性投资意愿更稳定，着眼于长期目标，不容易受外界因素影响。
- ◆ 根据历年的《中国美好生活大调查》，2020-2024年女性每年投资意愿都保持相对稳定在72%左右，而男性投资意愿相比女性波动更大。
- ◆ 除此之外，根据2022年嘉信理财和上海交通大学上海高级金融学院联合发布的《中国新富人群财富健康指数》，在受近年教育政策影响的新富人群中，男性更倾向于将原本用于子女教育的资金投入到其他领域和用途中，而女性则仍会坚持为子女教育进行财务规划和财富管理，以确保未来有能力承担相应开支。我们认为这往往代表男性更容易被一些因素影响，从而改变了投资意愿，并不着眼于长期目标。

图：投资意愿预期

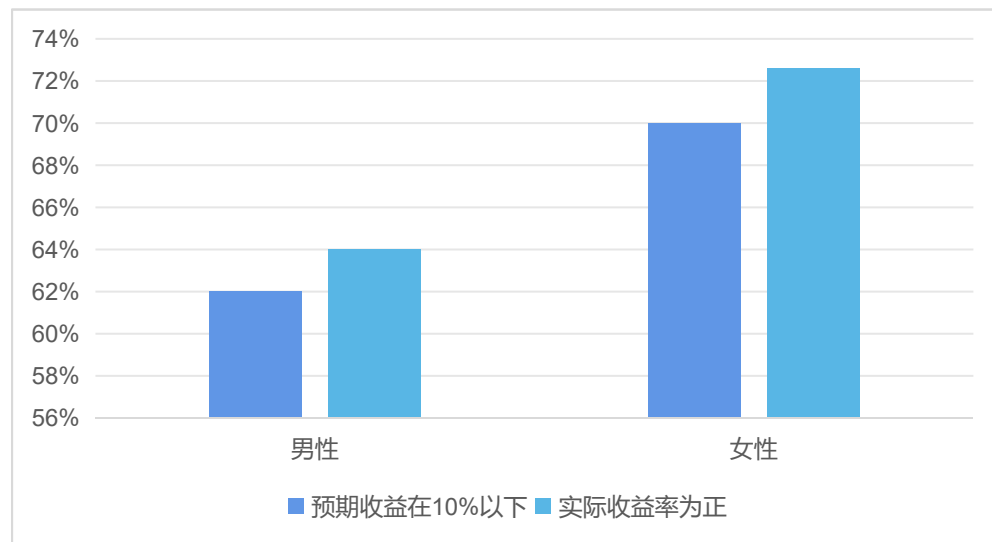


图：受教育政策影响，如何调整财富管理策略（2022）



- ◆ 女性投资收益相对男性更好，交易频率或是主要原因。
- ◆ 早在2001年，布拉德-巴伯(Brad M. Barber)和特伦斯-奥迪恩(Terrance Odean)就通过研究1991年2月-1997年1月的证券市场发现，女性的频繁交易直接导致其每年净收益下降了1.72%。而男性投资者交易更频繁，净收益更是每年下降了2.65%。
- ◆ 2022年腾讯研究院旗下T-task平台的对年轻人进行了调查，发现其中70%的女性预期收益率在10%以下，而在男性中比例为62%。但在实际收益率方面，女性正收益比例为72.6%，而男性为64%，我们认为这可能就和交易频率有关。

图：年轻人中的女性实际收益率相比男性更高（2022）



- ◆ ESG也受到女性的关注。
- ◆ 纽约梅隆银行在2021年进行的一项研究表明，如果女性以与男性相同的比例投资，那么全球受个人管理的资产将会增加3.22万亿美元。
- ◆ 同时该银行还发现，女性更倾向于投资对社会和环境具有积极影响的项目。如果女性以与男性相同的比例投资，女性在社会责任方面额外投资1.87万亿美元。

- ◆ 1, 女性财富管理的发展空间较大
- ◆ 2, 当下女性财富管理需求和特点
- ◆ 3, 海外女性财富管理的实践
- ◆ 4, 如何做好女性财富管理
- ◆ 5, 风险提示

3.1 Ellevest:为女性打造的财富管理平台

- ◆ Ellevest主要分为三个服务内容：自动投资，财务规划，财富管理。
- ◆ **自动投资**：12美元/月；由算法提供支持；可以构建最多5个针对特定资金目标构建的账户和投资组合；退休规划；税收最小化；在请财务顾问时享受50%的折扣。
- ◆ **财务规划**：可以预订与财务规划师或职业教练的一对一课程。3次60分钟的通话+1次30分钟的税务通话：4589美元。两次60分钟的综合规划通话：3198美元；两次60分钟的目标设定通话：2200美元。如果开启了自动投资，可以享受50%的折扣。
- ◆ **财富管理**：专门为100万美元以上投资的人而设计，200万美元以下的客户费率是1%，对1亿美金以上的客户收费可以降低至0.35%。

- ◆ **Ellevest的特点:**
- ◆ **性别视角投资:** 会去考虑到了女性的现实情况, 比如工资差距, 寿命更长等。
- ◆ **基于目标投资:** 一般投资通常侧重于选择跑赢某些市场指数或基准的投资, Ellevest侧重实现目标。Ellevest与Morningstar合作, 运用机器算法筛选市场上合适的ETF, 与其他智能投顾公司相比, Ellevest关注更多类别的投资标的, 投资组合具有较强的多样性以更好地分散组合风险。Ellevest关注21个类别的标的资产, 包括美国大中小盘成长股、价值股及各类型债券。同时, Ellevest将根据客户的风险承受等级为其匹配合适的金融产品。基于资本市场历史数据, Ellevest构建了风险矩阵模型。Ellevest将女性的一些个人偏好加入财务计划, 使得整体模型更加精准。大多数投顾公司会向客户推荐财务指标实现概率为50%的投资组合, 而Ellevest则利用科技手段将这一概率提升到70%。

3.2 UBS: Wealth Way 满足女性财富管理需求

- ◆ 尽管UBS的Wealth Way并不仅仅是针对女性财富管理，但其以设定人生目标然后制定计划的方式，我们认为非常满足女性财富管理的需求。瑞银在短期流动性、长久性和传承三方面制定策略，以构建符合投资者要求的计划。
- ◆ **短期流动性（未来3-5年）**：聚焦短期资金需求，通过现金、债券等保守投资工具确保稳定现金流，覆盖日常开支、紧急储备或特定消费目标（如购房、旅行）。
- ◆ **长期流动性（5年以上）**：针对更长时间的财务目标（如退休规划、医疗保健），构建一个多样化的投资组合，致力于持续的增长，并管理好下行风险。
- ◆ **资产传承**：超越个人生命周期的规划，涵盖财富传承、慈善捐赠及社会影响力投资。

- ◆ 9个维度为女性设立投资组合。
- ◆ 传统的女性模型从7个维度考量，分别是收入、花费、储蓄、风险厌恶、市场回报率与波动率、预期寿命和监管要求。
- ◆ 贝莱德额外引入了收入潜力和就业差距的因素。
- ◆ 这考虑到了女性的收入通常只有男性的82%以及1/3的女性考虑去离开职场。贝莱德女性模型投资组合是为长期而设计的模型，旨在为女性提供在一生中维持其财务状况安全。许多其他家提供的投资组合的目标是超越市场基准，而贝莱德女性模型投资组合的基准就是女性在退休时是否拥有足够资金。

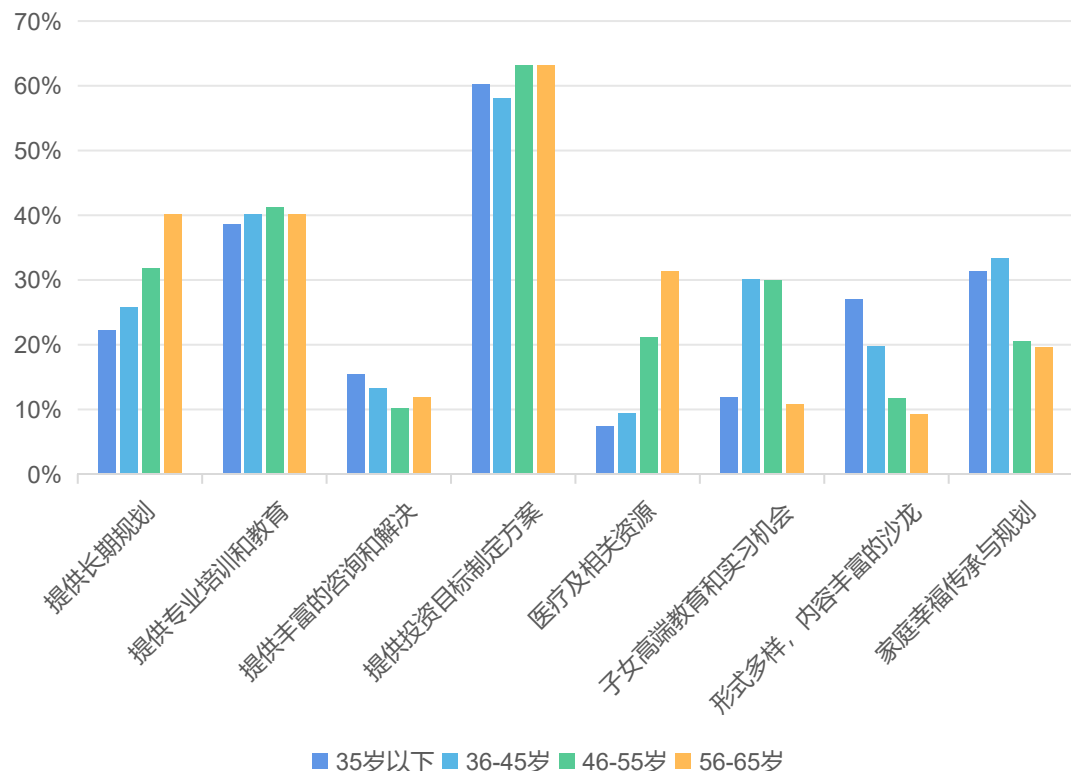
- ◆ Women's Wealth主要分为三个等级：Enable, Empower, Enhance。
- ◆ **Enable:** 12英镑/月，前6个月免费；适合理财新手；提高理财知识水平；每月直播“咨询我们的顾问”；成员社区交流；每周投顾发起个人热门理财问题讨论。
- ◆ **Empower:** 86英镑/月，适合年收入超过4.5万英镑；对用户偏好深度了解；每年财务报告规划；定期财务总结会议；财务解决方案建议；每年更新财务规划检查完成进度。
- ◆ **Enhance:** 147英镑/月，适合年收入超过10万英镑，潜在的投资规模超过25万英镑；半年度财务报告规划及更新检查；专家建议；满足更复杂和定制的需求。

- ◆ 1, 女性财富管理的发展空间较大
- ◆ 2, 当下女性财富管理需求和特点
- ◆ 3, 海外女性财富管理的实践
- ◆ 4, 如何做好女性财富管理
- ◆ 5, 风险提示

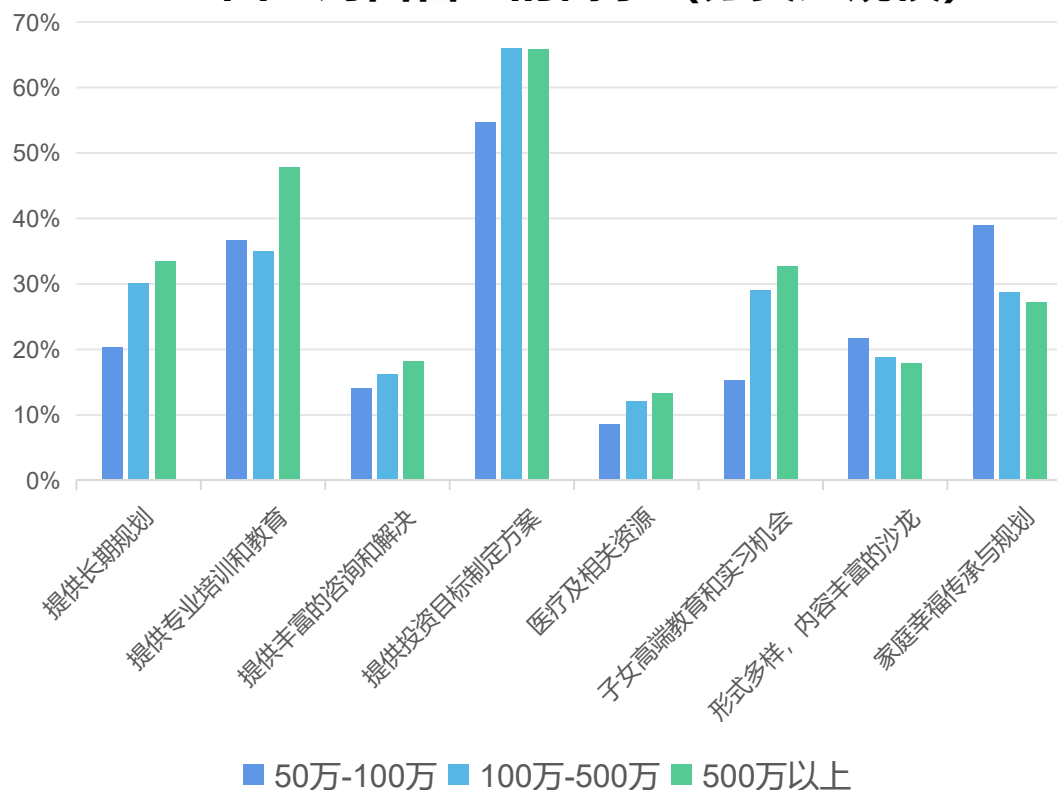
4.1 针对不同的女性客户对症下药

- ◆ 针对不同类型的女性客户给予不同的服务。
- ◆ 根据2023年，平安新银保联合《经济观察报》发布的《2023中国中产女性财富管理及幸福指数报告》，不同年龄和不同资产的中产女性客户的需求明显不同。

图：财富管理的需求（分年龄）



图：财富管理的需求（分资产规模）



- ◆ 针对不同类型的女性客户给予不同的服务：
- ◆ 加强投资目标制定方案服务。无论是根据年龄分类还是根据资产分类，投资目标制定方案都是女性最为关注的服务之一。并且女性本身相对男性自信更加缺乏，更愿意求助于投顾帮助。因此一个好的投顾要能够结合女性具体的目标制定出符合需求的方案。
- ◆ 加强财富管理的培训和教育，尤其是线上直播教育。专业培训和教育是另一个绝大部分女性都有的需求，资产规模超过500万以上的中长女性需求更高一点。除此之外，小红书、抖音等平台的出现更有利于女性财富管理的发展。在这些线上平台上定期更新短视频场景教学，定期直播进行投资者教育，可以满足各类女性客户的需求。
- ◆ 针对富裕女性和年长女性提供长期规划。富裕女性的资金量需要更长远的规划，而年轻女性伴随着年龄的增长规划也更容易长远，因此长期规划在这两类女性中有较大的市场。
- ◆ 子女教育和医疗资源也是针对特定女性群体可以发力的方向。基于孩子的年龄，36-55岁的女性对子女高端教育和实习机会的需求明显提升。资产越高的女性也明显更加重视孩子的教育和实习。同时年长的女性对医疗的需求也是明显提升，因此投顾针对年长的女性应该更多提供医疗资源方面的服务。

- ◆ 投顾的专业水平是吸引客户的重要方式。
- ◆ 我们认为服务人员的专业背景是吸引女性财富管理客户的重要因素。我们认为这可能和女性相比男性自信心较弱，更需要和投顾沟通有关。专业的投顾能给客户更好的安全体验。因此机构需要在提升投顾的专业水平上下功夫。
- ◆ 投顾需要和客户建立长期信任联系。
- ◆ 除了专业背景，信任关系也是一个重要因素，根据2021年麦肯锡《未来十年全球财富管理和私人银行的趋势及制胜战略》，约有1/3的富裕女性表示她们只愿意与自己信任的投顾合作，比拥有同样诉求的男性比例高出将近10个百分点。因此投顾积极主动和客户联络，能够针对客户的实际情况给出有用的建议能提升客户的信任度。

- ◆ 面对长尾客户提供更多针对性智能投顾服务。
- ◆ 除了净值较高的女性客户，长尾客户也是财富管理中非常重要的一环。我们认为长尾客户体量小，专门的投顾性价比不高，因此提供更多的智能投顾服务非常重要。在针对女性的智能投顾中要注意首先还是要基于女性投资者的需求，我们认为投资风险是大多数女性的首要目标，要在此基础上提供合适的建议。其次是基于客户全生命周期人生目标给予建议，这也是目前智能投顾市场上缺乏的，而女性又是很注重实现目标的群体。面对女性和长尾客户的特性完善智能投顾服务有利于提升客户的粘性。
- ◆ 加强AI在财富管理中的运用。
- ◆ AI在投顾方面也大有可为，比如可以通过AI学习各类专家的观点，然后通过AI解答女性的各类疑问。女性投资者也往往更喜欢性格相投的投顾，AI的回答也能充分的做好这点。除此之外，对原本的投顾而言，借助AI的力量也能更快速的给投资者满意的答复。
- ◆ 加强新媒体在引流女性客户的作用。
- ◆ 小红书和抖音都是女性客户常用的平台。可以通过建立“她财富”的IP，基于不同平台的特点，进行精准用户画像匹配，输出内容。新媒体可以有效起到开拓新用户的作用。

- ◆ 1, 女性财富管理的发展空间较大
- ◆ 2, 当下女性财富管理需求和特点
- ◆ 3, 海外女性财富管理的实践
- ◆ 4, 如何做好女性财富管理
- ◆ 5, 风险提示

- ◆ **若市场环境或政策因素发生不利变化将可能造成行业发展表现不及预期：**财富管理业务发展的好坏与经济和资本市场的发展息息相关，市场环境和政策因素的不利变化将会使得财富管理业务发展停滞。
- ◆ **中国与国际市场并不具有完全可比性，报告中相关数据仅供参考：**中国和其他国家的发展轨迹并不完全相同，中国和其他国家在人口、文化、体制上也均有差异，因此中国与国际市场不能完全可比。
- ◆ **报告采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险：**基于财富管理庞大的规模，采样调查只能覆盖十分有限的部分，这些样本可能与整体市场情况出现不符的情况。
- ◆ **数据处理统计方式可能存在误差：**这些样本的处理和统计由调研机构执行，不同的数据处理方式可能会导致不同的结果。因此统计结果可能与真实结果之间存在误差。
- ◆ **过往数据不代表未来发展趋势：**报告中的结论都是基于对客观数据的统计和分析，但过往的数据并不代表其未来表现，亦不构成任何投资意见。

非银小组介绍

董栋梁，国海证券非银首席分析师，浙江大学金融本硕，曾就职于海通证券，曾跟随团队获得2021和2022年新财富银行团队第三名，擅长将投资和市场周期深度结合起来。

银行&资产配置小组介绍

林加力，国海证券研究所副所长、首席资产配置官、金融首席分析师。毕业于浙江大学、复旦大学，曾就职于海通证券、民生证券、浦发银行。2019-2023年连续上榜新财富最佳分析师评选，分别获得银行方向第五名、第四名、第三名、第三名、第四名。在境内其他分析师评选活动中也持续获得佳绩，擅长信用风险、监管政策、银行经营、资产负债管理等方面的研究。

分析师承诺

林加力，董栋梁，本报告中的分析师均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，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 非银研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号
腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597