

# 非银金融

## 向新而生—2022年度策略

**券商：景气维持，价值洼地。**2021年以来券商板块整体跑输大盘，但行业营收及净利润均维持双位数的增长，且上市券商增速显著优于行业，头部券商优势明显，板块基本面和股价表现出现一定的背离。全年展望看，在交易活跃以及去年Q4低基数下，2021年全年上市券商20%以上的净利润增速有望维持。

**展望 2022：财富管理仍是板块的重点发展方向。**截至21M11，公募基金总规模突破24万亿元，19、20年非货基规模分别实现52.6%、64.0%的大幅增速，同时部分上市券商参控股的公募基金，无论从规模增速、净利润表现或ROE看，成长性显著高于行业水平，且上市券商也不断加速公募基金业务布局。海外视角看，公募往往也给予更高的估值水平；此外券商代销收入持续大幅提升，基金投顾试点火热。因此展望2022年，财富管理仍是券商的发展主线，在收入及利润贡献持续增长的同时，模式及策略上的创新也将推动行业转型发展，包括在客户分层、优化组合策略、完善收费机制等方面将逐步产生分化，优先试点基金投顾业务以及头部公募合作方面具备核心优势的券商仍将享受业绩与估值的溢价。

**保险：业绩承压，关注拐点。**2021年保险板块一度下跌近40%，全年看保险公司资产及负债两端均有显著承压，年初开门红弱改善后负债持续不及预期，产品结构变化下价值率下滑，代理人数量大幅脱落，同时房地产暴雷存在隐忧，长端利率有所压制，机构持仓降至历史最低点。

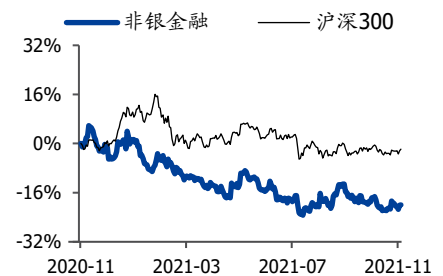
**展望 2022：业绩前低后高，关注潜在拐点机会。**对于2022年开门红，市场逐步降低预期，预计明年Q1上市险企整体新单及NBV为-30%。对于行业的潜在拐点，我们认为高质量的代理人是行业走出底部的必然选择，同时保险公司需挖掘客户的真实需求，对保险市场定位从“卖方市场”转为“买方市场”。当前公司重视队伍建设，同时储蓄类产品需求仍旺盛且格局改善，消费者多元化保障将会逐步替代单一重疾需求，偿二代二期对头部险企仍相对利好。预计随着代理人数量的逐步触底，行业有望逐步触底回暖，预计2022年Q3起上市险企有望实现单季度的同比转正，但全年NBV增速预计仍有压力。

**投资建议：券商板块而言，**基本面持续向好但年初以来板块仍有下跌，目前估值仅1.68倍。展望明年，券商景气度预计仍较高，在北交所开业背景下，未来监管政策仍有期待；此外长期在居民资产加速向权益类转移的大背景下，财富管理仍具备长期的增长逻辑与空间，财富管理的核心标的在未来仍将享受业绩的确定性及估值的弹性与溢价。**个股建议关注：**1) 长期及弹性角度仍看好财富管理核心标的广发证券、东方证券、兴业证券；2) 业绩支撑的头部券商中信证券、中金公司H和国泰君安；**保险板块而言，**2021年行业资负两端均显著承压，估值及机构持仓均处于历史底部。明年开门红上市险企预计仍将有较为明显的负增长，但从Q2起单季度同比负增长数据有望出现持续改善，明年全年上市险企业绩有望呈现前低后高的趋势。长期展望看，保障产品仍存在巨大空间，储蓄类产品维持正常的销售环境，对行业长期并不悲观，积极关注行业及上市险企在人力及新单方面触底的情况。**个股建议关注：**代理人持续压实、管理层及寿险改革有望持续催化的中国太保。

**风险提示：**权益市场下行风险；政策不及预期及流动性收紧风险；长端利率持续下行风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 赵耀

执业证书编号：S0680519090002

邮箱：zhaoyao@gszq.com

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

相关研究

## 内容目录

一、券商：景气维持，价值洼地.....	4
1.1 复盘 2021：基本面与板块表现背离，财富管理标的领涨行业.....	4
1.2 基本面回顾：行业营收及净利润增长，集中度提升头部券商优势明显.....	5
1.3 展望 2022：财富管理仍将是板块的重点发展方向.....	8
1.3.1 公募业务高 ROE、高成长性，未来维持高增长.....	8
1.3.2 海外视角看，公募给予更高的估值水平.....	10
1.3.3 代销收入持续大幅提升，基金投顾试点火热.....	12
1.4 投资建议.....	13
二、保险：业绩承压，关注拐点.....	14
2.1 复盘 2021：负债端持续承压，投资端暴雷缓解.....	14
2.1.1 开门红弱改善，但 3 月以来负债持续不及预期.....	15
2.1.2 人力大幅脱落，人均 NBV 被动提升.....	16
2.1.3 产品结构转换，保障型产品占比下降，NBV margin 有所下滑.....	17
2.1.4 房地产暴雷存在隐忧，长端利率有所压制.....	17
2.1.5 利润增速持续下滑，Q3 单季度利润承压.....	18
2.2 展望 2022：业绩前低后高，关注潜在拐点机会.....	19
2.2.1 开门红展望：降低预期，预计明年 Q1 上市险企整体新单及 NBV 为-30%.....	19
2.2.2 如何看待行业潜在拐点？.....	20
2.2.3 偿二代二期预计将正式推出，头部险企相对收益.....	25
2.2.4 2022 年上市险企全年 NBV 增速预计仍有压力.....	26
2.3 投资建议.....	26
风险提示.....	27

## 图表目录

图表 1：2021 年以来券商板块表现和两市成交额情况（亿元）.....	4
图表 2：券商业务及研究框架.....	5
图表 3：证券行业资产规模及同比情况（亿元）.....	5
图表 4：证券行业营收及净利润情况（亿元）.....	5
图表 5：证券行业收入结构情况.....	6
图表 6：上市券商 21Q3 营收及净利润情况（亿元）.....	7
图表 7：公募基金规模及增速情况（万亿）.....	8
图表 8：新基金发行份额情况.....	8
图表 9：部分上市券商参控股公募的财务数据情况（亿元）.....	9
图表 10：部分上市券商参控股公募的财务数据情况（亿元）.....	10
图表 11：贝莱德 2020 年收入结构情况.....	11
图表 12：贝莱德净利润及 ROE 情况.....	11
图表 13：施罗德 2020 年收入结构情况.....	11
图表 14：施罗德净利润及 ROE 情况.....	11
图表 15：贝莱德及施罗德 PE 估值情况.....	12
图表 16：2021 年上半年上市券商代销金融产品收入情况（亿元）.....	13
图表 17：券商板块 PB 估值情况.....	14

图表 18: 保险股股价复盘情况.....	14
图表 19: 机构对保险板块及中国平安持仓情况.....	15
图表 20: 行业寿险保费收入及同比情况 (亿元) .....	16
图表 21: 寿险行业单月保费收入及同比增速情况 (亿元) .....	16
图表 22: 上市险企代理人数量及环比增速 (万人) .....	16
图表 23: 上市险企代理人人均月 NBV 情况 (元) .....	16
图表 24: 平安个险 NBV 拆分情况.....	17
图表 25: 上市险企总投资收益率情况.....	18
图表 26: 10 年期国债到期收益率情况 (%) .....	18
图表 27: 上市险企房地产敞口情况 .....	18
图表 28: 上市险企归母净利润及同比情况 (亿元) .....	19
图表 29: 2022 年保险公司开门红产品情况.....	20
图表 30: 险企增额终身寿险产品对比.....	22
图表 31: 险企增额终身寿险产品 IRR 对比.....	22
图表 32: 互联网保险新规要求.....	23
图表 33: 友邦“友自在”养老综合解决方案.....	24
图表 34: 友邦“友自在”养老综合解决方案主要内容.....	25
图表 35: 偿二代市场风险最低资本风险因子变动情况.....	26
图表 36: 上市险企 P/EV 估值情况.....	26

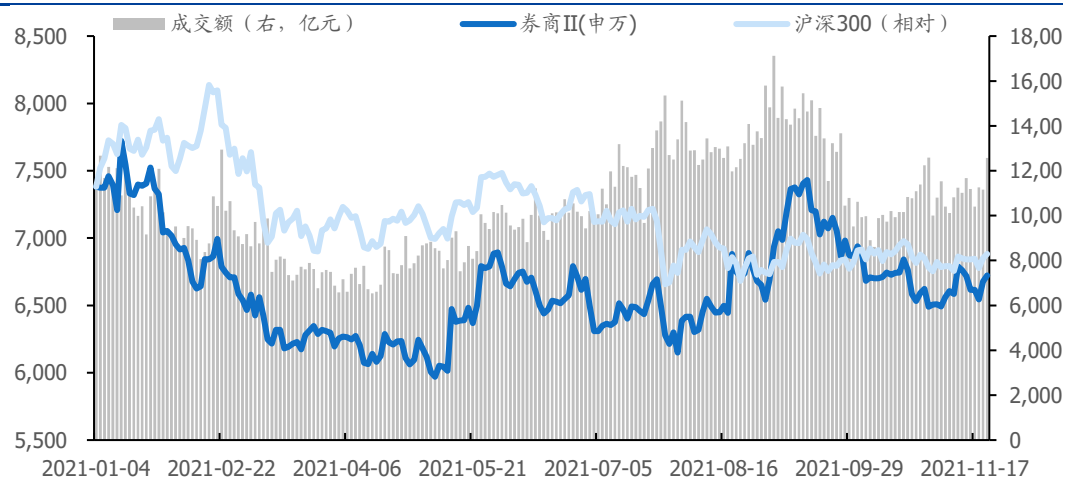
## 一、券商：景气维持，价值洼地

### 1.1 复盘 2021：基本面与板块表现背离，财富管理标的领涨行业

今年以来券商板块整体跑输大盘，5月以后指数小幅上涨：年初以来至11月23日，券商板块下跌8.9%，而沪深300指数下跌6.7%，券商板块小幅跑输指数。分阶段来看：

- **年初至4月底：**券商板块跌幅达16.3%，而同期沪深300仅小幅下降2.7%，此期间市场对上市券商2020年业绩有所担忧，尤其是对全年的减值计提致使20Q4券商单季度利润受到明显冲击。
- **5月初-7月初：**此阶段市场对券商2020年业绩的担忧落地，同时21Q1上市券商合计实现营收及净利润增速超过25%，行业基本面拐点确立，市场对券商板块有所期待，但股价表现仍较为乏力，此阶段券商板块仅个位数小幅上涨。
- **7月初-9月中：**此阶段券商板块表现出现明显的分化，财富管理的大逻辑下市场聚焦于关注上市券商参控股公募基金业务的情况，并对“含财量”高的券商予以估值重构。此阶段沪深300基本持平，大盘指数创出新高，同时两市交易量持续维持万亿以上，市场也聚焦量化资金带来的交易量贡献比例情况。券商板块上涨超过16%，其中东方证券、广发证券最高涨幅分别超过80%、70%，但大部分头部券商基本没有明显的涨幅。
- **9月下旬-11月上旬：**此阶段券商板块持续下行，板块跌幅超过10%，而前期涨幅较为明显的部分个股跌幅超过20%。一方面市场活跃度短期明显下降，大盘指数承压；另一方面尤其是财富管理概念的券商Q3业绩不及预期，单季度净利润增速较慢，且Q3公募基金发行明显放缓。
- **11月上旬至今：**券商板块相对回暖，市场关注度持续提升，流动性相对宽松，交易量重回持续万亿以上，且去年Q4为券商业绩低点，全年行业景气度有望维持。

图表1：2021年以来券商板块表现和两市成交额情况（亿元）



资料来源：Wind；国盛证券研究所

因此2021年全年看，券商板块营收及净利润维持双位数的增长，上市券商增速显著优于行业，但券商板块全年仍处于下跌的态势，板块基本面和股价表现出现一定的背离。

图表2: 券商业务及研究框架

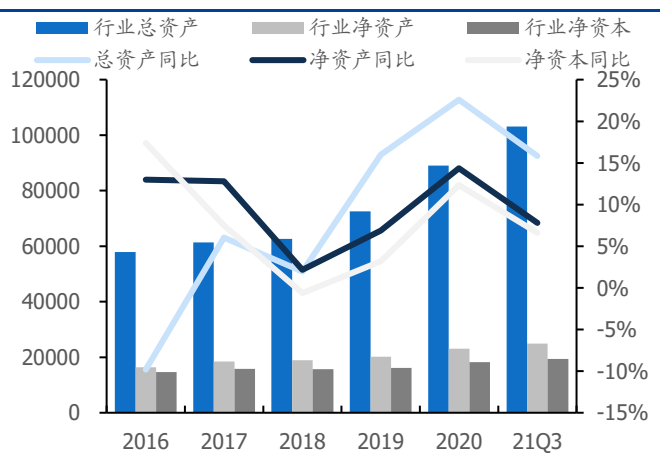
<b>经纪业务</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 概述: 为客户(机构+个人)代理买卖有价证券并收取佣金, 传统通道业务</li> <li>• 核心关注指标: 交易量(与市场情绪有关)、市占率(与自身营业部数量和分布、获客能力等有关)、佣金率变动(取决于公司经营战略)</li> <li>• 发展方向: 财富管理</li> </ul>	
<b>投行业务</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 概述: 一级市场融资(如IPO、定增、发债等)的资本中介服务并收取佣金, 同属通道业务</li> <li>• 核心关注指标: 政策环境、各家券商的业务能力</li> <li>• 发展方向: 投行+PB</li> </ul>	服务中介
<b>资产管理</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 概述: 代客理财并收取管理费+分成, 受到资管新规影响, 规模有所下降, 未来通道规模将持续压缩</li> <li>• 核心关注指标: 政策变化趋势、规模指标、主动管理能力</li> <li>• 发展方向: 集合资管+公募基金业务</li> </ul>	
<b>信用业务</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 概述: 加杠杆、赚息差, 主要为融资融券、股权质押, 作为券商的创新业务, 曾一度发展较快, 现在进入规范发展的阶段</li> <li>• 核心关注指标: 市场环境、业务规模、减值准备计提情况</li> </ul>	资本中介
<b>自营投资</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 概述: 以自有资金进行证券投资, 与市场行情高度相关, 收益波动较大</li> <li>• 核心关注指标: 规模、权益及固收类规模占比情况</li> <li>• 发展方向: 衍生品及做市业务</li> </ul>	交易中介

资料来源: 国盛证券研究所

## 1.2 基本面回顾: 行业营收及净利润增长, 集中度提升头部券商优势明显

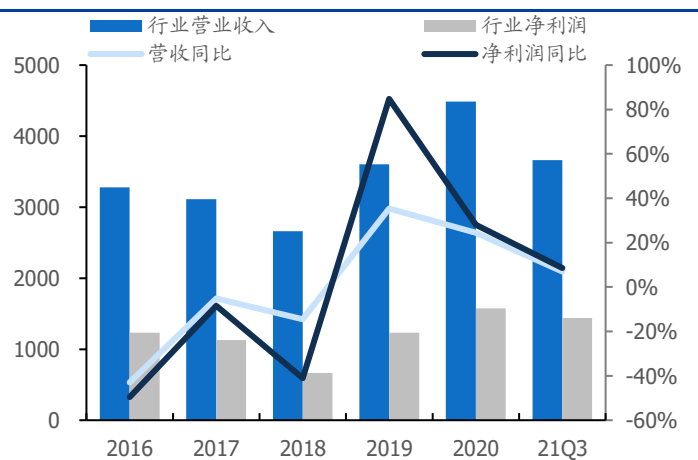
**2021 年前三季度行业营收及净利润稳步增长, 经纪业务收入占比小幅提升:** 截至21Q3 证券行业实现营业收入 3663.57 亿元, YoY+7.0%; 净利润 1439.79 亿元, YoY+8.5%。行业总资产及净资产规模分别为 10.31 万亿元、2.49 万亿元, 分别较年初增长 15.8%、7.8%。从收入结构角度看, 自营业务收入占比 29.0%仍是最主要的收入来源; 受益于市场交易活跃, 经纪业务收入占比提升至 27.3%; 此外投行及资管业务收入占比分别为 12.6%、6.0%。

图表3: 证券行业资产规模及同比情况(亿元)



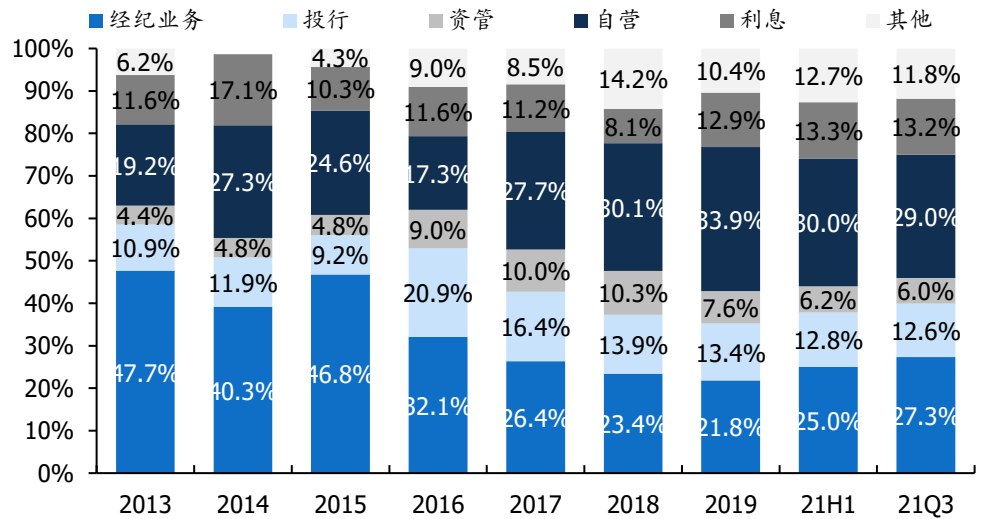
资料来源: 证券业协会, 国盛证券研究所

图表4: 证券行业营收及净利润情况(亿元)



资料来源: 证券业协会, 国盛证券研究所

图表 5: 证券行业收入结构情况



资料来源: 证券业协会, 国盛证券研究所

**上市券商营收及净利润增速显著优于行业, 头部券商优势明显:** 前三季度 41 家统计的上市券商合计实现营业收入 4698.47 亿元, YoY+22.5%, 合计实现归母净利润 1484.41 亿元, YoY+22.9%, 营收及净利润增速显著优于行业。头部券商中中信、海通及国君均实现 30% 以上的净利润增长, 中金增速超过 50%, 头部券商优势明显。

图表6: 上市券商21Q3营收及净利润情况(亿元)

券商	2021前三季度				Q3单季度			
	营业收入	营收增速	归母净利润	净利润增速	营业收入	营收增速	归母净利润	净利润增速
中信证券	578.12	37.7%	176.45	39.4%	200.91	31.7%	54.47	45.8%
海通证券	348.39	23.3%	118.26	39.1%	113.68	8.6%	36.56	21.1%
国泰君安	319.07	24.0%	116.35	30.0%	99.88	0.6%	36.22	3.5%
华泰证券	269.07	10.6%	110.49	25.0%	86.74	-1.4%	32.78	34.7%
广发证券	268.71	25.5%	86.41	6.2%	88.63	23.0%	27.52	15.2%
招商证券	217.82	21.7%	85.01	16.9%	74.41	16.2%	27.56	-6.2%
国信证券	169.96	21.4%	78.00	42.5%	66.76	12.0%	30.10	19.0%
中金公司	216.86	29.1%	74.54	52.4%	72.25	14.5%	24.47	33.0%
申万宏源	248.91	15.9%	74.09	13.5%	88.12	8.9%	28.89	15.8%
中国银河	261.03	44.4%	74.01	31.0%	109.63	59.7%	31.46	49.9%
中信建投	206.11	30.0%	72.58	-3.1%	82.85	39.0%	27.29	-6.3%
东方证券	188.40	17.4%	43.21	41.6%	55.63	-13.4%	16.20	6.3%
兴业证券	138.84	2.9%	35.23	16.3%	37.34	-28.3%	10.84	-23.1%
光大证券	123.05	15.3%	32.57	-1.6%	43.07	-1.1%	9.95	-14.1%
中泰证券	90.03	19.6%	25.44	10.9%	32.43	18.9%	8.43	-7.5%
长江证券	66.48	12.7%	21.99	13.8%	23.84	-7.3%	7.75	-21.7%
方正证券	64.59	12.8%	19.28	30.1%	23.79	2.0%	6.28	-25.3%
东吴证券	63.91	19.9%	19.05	27.7%	23.20	33.1%	5.69	23.3%
财通证券	46.08	-1.0%	15.94	5.3%	14.21	-19.7%	5.49	-20.9%
浙商证券	120.79	70.3%	15.88	54.6%	49.50	90.1%	7.10	90.5%
国金证券	49.19	4.0%	15.38	-1.7%	18.38	0.3%	5.23	-7.2%
华西证券	39.66	16.0%	14.27	-6.1%	14.59	10.1%	4.96	-16.7%
长城证券	58.82	21.5%	13.55	17.3%	22.27	24.6%	5.21	6.8%
国元证券	37.08	5.0%	13.26	22.7%	14.33	1.1%	4.80	3.7%
东北证券	50.80	0.0%	12.15	25.0%	21.54	55.3%	5.12	67.6%
东兴证券	38.25	-7.0%	11.80	-7.3%	12.45	-21.6%	4.50	-7.6%
红塔证券	54.86	62.7%	10.55	14.1%	13.02	42.3%	3.08	113.9%
西部证券	47.93	30.9%	9.90	6.9%	15.75	9.4%	2.75	-4.6%
华安证券	22.62	-11.2%	9.68	-3.4%	7.62	-13.7%	3.54	-2.5%
中银证券	26.30	0.9%	9.43	11.2%	10.24	7.7%	3.28	18.0%
西南证券	25.62	9.3%	9.04	20.2%	6.04	-16.3%	2.18	-32.7%
南京证券	21.10	11.1%	8.83	23.5%	6.30	9.0%	2.09	9.4%
国海证券	39.40	8.1%	7.80	-15.1%	13.03	8.7%	3.20	2.0%
国联证券	20.54	50.4%	6.57	43.1%	9.24	70.1%	2.78	101.5%
天风证券	29.18	-15.0%	6.35	-9.6%	12.90	-5.9%	3.05	2.6%
第一创业	24.17	16.5%	6.25	11.7%	9.56	46.1%	2.73	98.5%
山西证券	28.95	7.1%	6.16	-14.0%	11.85	26.2%	1.92	-8.9%
财达证券	19.63	24.4%	5.46	52.1%	7.40	42.0%	1.15	-23.1%
中原证券	34.74	57.3%	4.97	472.6%	11.38	18.7%	2.68	379.0%
华林证券	10.64	-7.7%	4.81	-27.2%	2.86	-50.5%	0.68	-81.8%
太平洋	12.77	59.9%	3.40	243.2%	6.05	99.5%	2.03	338.5%
<b>上市券商整体</b>	<b>4698.47</b>	<b>22.5%</b>	<b>1484.41</b>	<b>22.9%</b>	<b>1633.65</b>	<b>14.4%</b>	<b>502.01</b>	<b>12.9%</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

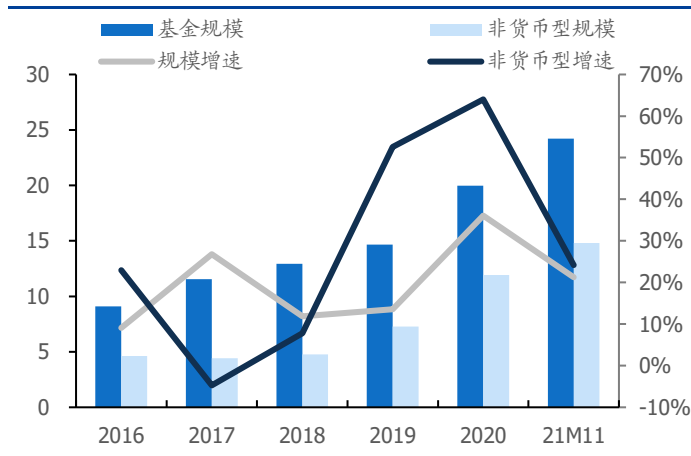
**全年上市券商净利润 20%以上的增速有望维持:** 对 2021 年全年业绩展望, 考虑去年 Q4 上市券商大幅计提资产减值使得去年四季度为利润低点, 41 家上市券商去年 Q4 合计实现归母净利润 252.71 亿元, 占全年净利润的 17.3%, 其中东方、光大、方正、天风等去年四季度净利润为负数, 在低基数下今年全年券商有望维持业绩较好的增长态势。

### 1.3 展望 2022：财富管理仍将是板块的重点发展方向

#### 1.3.1 公募业务高 ROE、高成长性，未来维持高增长

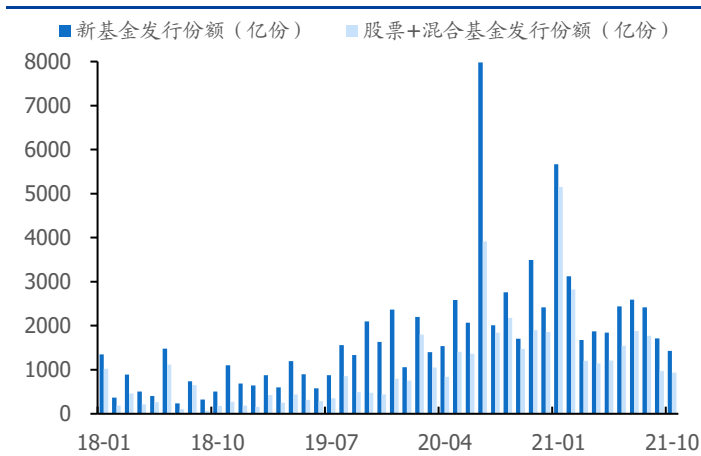
非货币公募基金规模大幅提升，头部集中度当前有所提升：截至 21M11，公募基金总规模突破 24 万亿元，其中非货基规模为 14.80 万亿元，2019、2020 年非货基规模分别实现 52.6%、64.0% 的大幅增长，且增速显著快于公募基金总体增速，2020 年以来新发基金规模持续处于高位。21H 行业及非货币基金 CR10 占比为 42.3%、41.0%，分别较去年底提升 0.5pc、2.3pc，行业集中度当前有所提升。

图表 7：公募基金规模及增速情况（万亿）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 8：新基金发行份额情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

部分上市券商参控股的公募基金，成长性显著高于行业水平：以市场关注度最高的东方、广发和兴业为例，三家券商下面主要的参控股公募中，兴全、东证资管和汇添富 21H1 的净利润增速均超过 100%，易方达净利润增速同样超过 75%；截至今年前 11 月，南方、广发、易方达及东证资管的非货币管理规模均较年初增长超过 30%。2020 年兴全的 ROE 达到 45.3%，汇添富及东证资管同样实现 30% 以上的 ROE。



图表9: 部分上市券商参控股公募的财务数据情况(亿元)

净利润		2017	2018	2019	2020	18年增速	19年增速	20年增速	21H1增速
兴业证券	兴证全球基金	5.53	7.26	7.21	15.97	31.3%	-0.8%	121.6%	127.88%
	南方基金	9.42	8.39	8.97	14.84	-10.9%	6.9%	65.5%	48.01%
广发证券	广发基金	9.45	4.54	11.86	18.24	-52.0%	161.2%	53.8%	39.78%
	易方达基金	14.02	13.65	17.26	27.50	-2.7%	26.5%	59.3%	75.56%
东方证券	东证资管	6.01	9.42	6.01	8.10	56.8%	-36.2%	34.8%	100.16%
	汇添富基金	12.26	10.29	12.49	25.66	-16.1%	21.3%	105.5%	140.80%
非货管理规模增速		2017非货资产规模	2018非货资产规模	2019非货资产规模	2020非货资产规模	2018年增速	2019年增速	2020年增速	2021M11增速
兴业证券	兴证全球基金	838.98	1,027.94	1,508.09	2,551.50	22.5%	46.7%	69.2%	21.54%
	南方基金	1,907.14	1,902.81	2,805.39	4,281.02	-0.2%	47.4%	52.6%	30.81%
广发证券	广发基金	1,242.61	1,906.88	2,650.69	4,902.67	53.5%	39.0%	85.0%	28.79%
	易方达基金	2,608.26	2,431.38	3,856.36	7,816.44	-6.8%	58.6%	102.7%	40.24%
东方证券	东证资管	743.89	836.01	1,162.89	1,877.00	12.4%	39.1%	61.4%	29.31%
	汇添富基金	1,428.00	1,734.05	2,851.41	5,501.62	21.4%	64.4%	92.9%	12.14%
ROE		2017年净资产	2018年净资产	2019年净资产	2020年净资产	2017年ROE	2018年ROE	2019年ROE	2020年ROE
兴业证券	兴证全球基金	12.36	18.99	19.32	35.29	44.8%	38.3%	37.3%	45.25%
	南方基金	45.16	47.65	68.37	76.25	20.9%	17.6%	13.1%	19.46%
广发证券	广发基金	56.17	58.72	70.31	87.98	16.8%	7.7%	16.9%	20.73%
	易方达基金	71.39	79.51	100.87	110.11	19.6%	17.2%	17.1%	24.97%
东方证券	东证资管	16.61	24.03	20.54	25.25	36.2%	39.2%	29.2%	32.08%
	汇添富基金	48.81	51.33	58.36	73.03	25.1%	20.0%	21.4%	35.14%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

绝大部分上市券商均有参控股公募, 同时不断加速公募基金业务布局: 梳理下来 40 余家上市券商中绝大部分均有参控股公募基金, 其中超过 10 家券商参控股两家或以上公募。此外, 券商也继续在加速公募基金业务的布局, 国泰君安于 10 月初发布公告称以非公开协议转让方式受让上国投资管所持有的华安基金 15% 的股权, 交易价格不超过 18.12 亿元人民币; 华西证券 10 月底公告获证监会核准设立华西基金, 其中华西证券出资比例为 76%。

图表 10: 部分上市券商参控股公募的财务数据情况 (亿元)

上市券商	基金公司	持股比例	是否并表	17-20年基金净利润复合增速	基金2020年净利润	17-20年非货币基金复合增速	2021H非货币基金资产规模	参控股公募20年净利润(考虑比例)	公司20年归母净利润	公募部分利润占比(不考虑并表)	17-20年公募平均roe
中信证券	华夏基金	62.2%	是	53%	15.98	31.3%	5869	9.94	149.02	6.7%	15.9%
海通证券	海富通基金	51.0%	是	14.0%	3.78	42.3%	820	1.93	108.75	1.8%	18.6%
	富国基金	27.8%		31.5%	16.52	46.9%	5509	4.59		4.2%	24.5%
华泰证券	华泰柏瑞基金	49.0%		15.4%	2.72	32.1%	1441	1.33	108.22	1.2%	19.1%
	南方基金	41.2%		16.4%	14.84	30.9%	5325	6.11		5.6%	17.8%
国泰君安	华安基金	120.0%		20.4%	7.11	33.4%	2885	1.42	111.22	1.3%	17.4%
招商证券	博时基金	49.0%		9.9%	12.47	20.1%	4268	6.11	94.92	6.4%	22.3%
	招商基金	45.0%		4.0%	9.04	26.4%	4276	4.07		4.3%	17.2%
兴业证券	兴证全球基金	51.0%	是	42.4%	15.97	44.9%	3053	8.14	40.03	20.3%	41.4%
	南方基金	9.2%		16.4%	14.84	30.9%	5325	1.36		3.4%	17.8%
广发证券	广发基金	54.5%	是	24.5%	18.24	58.0%	6042	9.95	100.38	9.9%	15.3%
	易方达基金	12.7%		25.2%	27.50	44.2%	10328	6.23		6.2%	19.7%
申万宏源	中万爱信基金	67.0%	是	4.7%	1.04	25.4%	539	0.70	77.66	0.9%	22.1%
	富国基金	27.8%		31.5%	16.52	46.9%	5509	4.59		5.9%	24.5%
	东证资管	100.0%	是	10.5%	8.10	36.1%	2464	8.10		29.7%	34.2%
东方证券	汇添富基金	35.4%		27.9%	25.66	56.8%	6121	9.09	27.23	33.4%	25.4%
	长城基金	17.7%		-10.2%	1.55	31.9%	793	0.27		1.0%	11.1%
方正证券	方正富邦基金	66.7%	是	连续亏损	(0.17)	39.9%	131	-0.11	10.96	-1.0%	8.1%
光大证券	光大保德信基金	55.0%	是	0.5%	1.60	31.1%	735	0.88	23.34	3.8%	15.5%
国信证券	鹏华基金	50.0%		0.4%	5.89	50.0%	3403	2.94	66.16	4.5%	22.8%
国金证券	国金基金	49.0%		-6.9%	0.10	107.7%	81	0.05	18.63	0.3%	12.8%
中信建投	中信建投基金	55.0%	是	-13.0%	0.48	63.1%	218	0.26	95.09	0.3%	10.3%
长江证券	长信基金	44.6%		-10.2%	1.79	23.1%	585	0.80	20.85	3.8%	22.1%
财通证券	财通基金	40.0%		-13.2%	1.27	28.7%	302	0.51	22.92	2.2%	11.3%
东吴证券	东吴基金	70.0%	是	-85.6%	0.00	19.1%	161	0.00	17.07	0.0%	5.3%
国元证券	长盛基金	41.0%		-1.3%	0.75	1.2%	321	0.31	13.70	2.2%	8.0%
第一创业	创金合信基金	51.1%	是	31.5%	0.95	35.0%	448	0.48	8.13	5.9%	15.8%
	银华基金	26.1%		27.3%	8.28	33.9%	2336	2.16		26.6%	20.4%
浙商证券	浙商基金	25.0%		连续亏损	(0.01)	21.9%	261	0.00	16.27	0.0%	8.2%
南京证券	富安达基金	49.0%		54.8%	0.96	-3.4%	32	0.47	8.10	5.8%	6.0%
西南证券	银华基金	44.1%		27.3%	8.28	33.9%	2336	3.65	10.91	33.4%	20.4%
中金公司	中金基金	100.0%	是	亏损	(0.43)	152.9%	388	-0.43	72.07	-0.6%	负值
国海证券	国海富兰克林基金	51.0%	是	18.4%	1.58	45.1%	605	0.80	7.25	11.1%	15.8%
	华富基金	49.0%		-10.0%	0.48	51.8%	333	0.23	12.68	1.8%	11.1%
东兴证券	东兴基金	100.0%	是	-86.6%	0.03	129.6%	33	0.03	15.40	0.2%	1.9%
西部证券	西部利得基金	51.0%	是	94.6%	0.29	47.7%	370	0.15	11.17	1.3%	12.2%
东北证券	东方基金	57.6%	是	-0.2%	0.60	57.1%	397	0.34	13.33	2.6%	11.2%
	银华基金	18.9%		27.3%	8.28	33.9%	2336	1.56		11.7%	20.4%
长城证券	长城基金	47.1%		-10.2%	1.55	31.9%	793	0.73	15.02	4.9%	11.1%
	景顺长城基金	49.0%		65.5%	8.22	62.3%	3054	4.03		26.8%	22.7%
红塔证券	红塔红土基金	59.3%	是	111.7%	1.01	18.2%	46	0.60	14.13	4.2%	6.2%
国联证券	中海基金	33.4%		18年亏损	0.01	-0.2%	113	0.00	5.88	0.1%	9.3%
中泰证券	万家基金	49.0%		17.5%	2.19	47.3%	1231	1.07	25.25	4.2%	20.6%
华西证券	华西基金	76.0%	是								

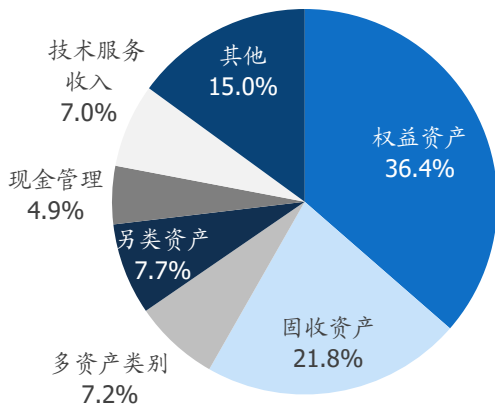
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 国君受让华安证券尚待取得国资监管机构及中国证券监督管理委员会的批准/核准。

### 1.3.2 海外视角看, 公募给予更高的估值水平

贝莱德是全球规模最大的资产管理集团之一, 截至 2020 年底公司管理规模超过 8 万亿美元。2020 年公司收入达到 162.05 亿美元, 其中 78% 来自于管理费收入, 包括股票、固收、另类资产、现金管理等。自 2011 年以来公司净利润持续增长, ROE 持续提升当前达到接近 15% 的水平。

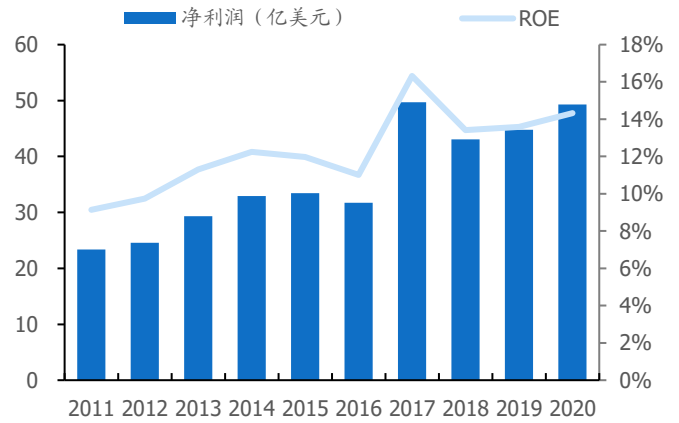
施罗德同样是全球知名的资产管理公司, 成立时间超过 200 年, 为全球投资者提供包括股票、固收、多元资产及另类资产的资产管理服务。截至 21H, 公司的资产管理规模超过 9000 亿美元。2020 年公司收入达到 25.13 亿英镑, 其中 80% 以上来自于管理费收入, 长期 ROE 基本稳定在 15% 左右。

图表 11: 贝莱德 2020 年收入结构情况



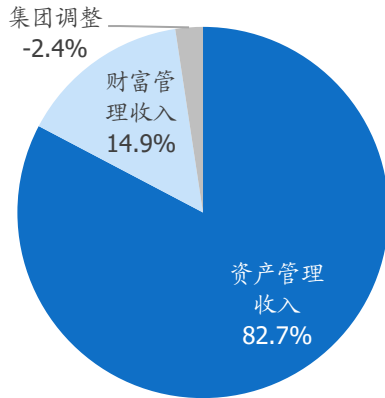
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 12: 贝莱德净利润及 ROE 情况



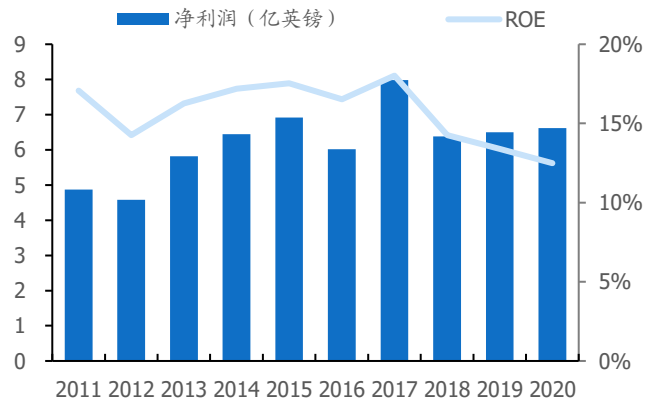
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 13: 施罗德 2020 年收入结构情况



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

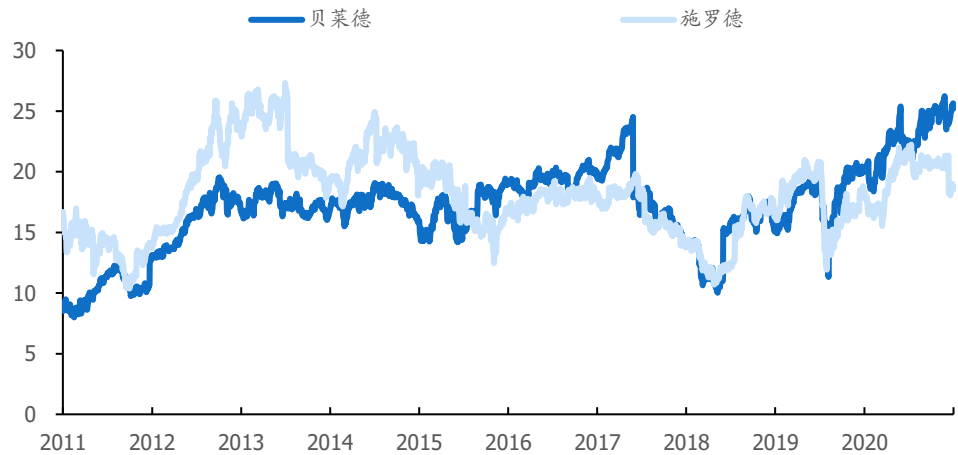
图表 14: 施罗德净利润及 ROE 情况



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

国内头部公募基金在成长性、ROE 等方面较海外资管公司仍有明显优势: 近十年来, 贝莱德及施罗德的 PE 估值基本维持在 15-25 倍之间, 资产管理规模的持续增长、长期稳定且较高的 ROE 以及全球资管的领先地位使得其持续享有较高的估值水平。而国内的头部公募基金无论在成长性还是 ROE 等方面均较海外资管公司有明显优势, 理应享有更高的估值溢价。

图表 15: 贝莱德及施罗德 PE 估值情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 1.3.3 代销收入持续大幅提升，基金投顾试点火热

随着财富管理赛道的火热以及公募基金发行量的增长，券商代销金融产品收入持续大幅增长、加速财富管理转型。2021年上半年41上市券商代销金融产品净收入共计80.17亿元（合并报表口径），同比提升130%；2020年全年增速同样高达171%。上半年代销业务在收入中占比提升至2.6%，在经纪业务收入中占比提升至13.0%，其中大券商代销实力更为明显。此外，截至2021年10月底，有包括29家券商、24家基金及子公司及3家银行和3家第三方代销机构获得基金投顾业务试点资格，并逐步落地组合策略。

图表 16: 2021 年上半年上市券商代销金融产品收入情况 (亿元)

公司名称	2020H	2021H	2021H 增速	2020全年 增速	占营收比重	占经纪业务净收 入比重
中信证券	6.99	14.28	104.23%	144.55%	3.79%	21.19%
海通证券	0.41	1.43	250.39%	143.06%	0.61%	14.62%
国泰君安	0.76	4.44	488.55%	235.47%	2.03%	11.38%
华泰证券	1.85	4.06	119.00%	188.42%	2.23%	11.58%
广发证券	1.78	5.17	190.92%	199.37%	2.87%	14.61%
招商证券	1.89	3.99	111.47%	233.36%	2.78%	16.51%
中金公司	2.73	5.99	119.28%	125.72%	4.14%	19.69%
国信证券	2.41	4.70	95.18%	233.58%	4.55%	9.84%
中信建投	1.57	4.59	191.92%	276.36%	3.73%	13.86%
中万宏源	0.69	2.06	198.27%	147.15%	1.28%	18.94%
中国银河	1.30	3.54	172.72%	131.54%	2.34%	13.13%
东方证券	1.16	2.99	158.76%	265.37%	2.25%	10.92%
兴业证券	1.48	3.14	111.48%	175.14%	3.09%	10.49%
光大证券	1.22	2.77	126.97%	40.48%	3.46%	7.21%
中泰证券	0.46	1.15	150.44%	127.86%	1.99%	22.69%
长江证券	1.14	2.29	100.59%	179.56%	5.36%	17.50%
东吴证券	0.09	0.43	405.24%	240.10%	1.07%	6.32%
方正证券	0.84	2.32	176.27%	478.30%	5.69%	9.15%
财通证券	0.38	1.07	183.02%	139.88%	3.35%	5.44%
国金证券	0.63	1.53	141.08%	81.28%	4.95%	17.86%
华西证券	0.41	0.88	112.46%	303.78%	3.51%	10.51%
浙商证券	0.67	2.08	212.03%	245.95%	2.92%	13.97%
国元证券	0.10	0.51	437.25%	552.85%	2.26%	10.86%
长城证券	0.37	0.57	53.39%	119.31%	1.56%	5.43%
红塔证券	0.02	0.02	2.18%	205.43%	0.04%	9.81%
东兴证券	0.18	0.24	34.50%	633.64%	0.94%	6.35%
西部证券	0.03	0.12	289.62%	536.34%	0.39%	13.58%
东北证券	0.18	0.36	101.14%	255.18%	1.24%	6.93%
西南证券	0.09	0.24	149.45%	17.22%	1.20%	9.85%
南京证券	0.09	0.28	197.83%	115.81%	1.90%	6.52%
中银证券	0.34	0.72	110.55%	230.44%	4.47%	8.01%
华安证券	0.08	0.17	107.03%	141.70%	1.11%	12.01%
国海证券	0.10	0.31	195.16%	239.92%	1.16%	4.65%
财达证券	0.02	0.06	174.24%	-	0.52%	3.93%
山西证券	0.11	0.34	200.80%	223.21%	2.00%	3.37%
华林证券	0.06	0.12	92.79%	123.17%	1.53%	4.69%
国联证券	0.09	0.30	224.73%	171.89%	2.64%	5.91%
第一创业	0.05	0.12	131.27%	136.84%	0.84%	2.38%
天风证券	0.08	0.18	110.17%	154.32%	1.10%	1.46%
中原证券	0.18	0.38	109.03%	280.68%	1.62%	21.39%
太平洋	0.18	0.24	29.08%	79.12%	3.52%	1.90%
合计	33.23	80.17	129.75%	170.79%	2.62%	12.98%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

因此展望 2022 年, 财富管理仍是券商的发展主线, 在收入及利润贡献持续增长的同时, 模式及策略上的创新也将推动行业转型发展, 包括在客户分层、优化组合策略、完善收费机制等方面将逐步产生分化, 优先试点基金投顾业务以及头部公募合作方面具备核心优势的券商仍将享受业绩与估值的溢价。

## 1.4 投资建议

当前券商基本面持续向好, 但年初以来板块仍有下跌, 目前估值仅 1.68 倍。展望明年, 券商景气度预计仍较高, 在北交所开业背景下, 未来监管政策仍有期待; 此外长期看在居民资产加速向权益类转移的大背景下, 财富管理仍具备长期的增长逻辑与空间, 财富管理的核心标的在未来仍将享受业绩的确定性及估值的弹性与溢价。

个股建议关注: 1) 长期及弹性角度仍看好财富管理核心标的广发证券、东方证券、兴

业证券；2) 业绩支撑的头部券商中信证券、中金公司H和国泰君安；

图表 17: 券商板块 PB 估值情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 二、保险：业绩承压，关注拐点

### 2.1 复盘 2021：负债端持续承压，投资端暴雷缓解

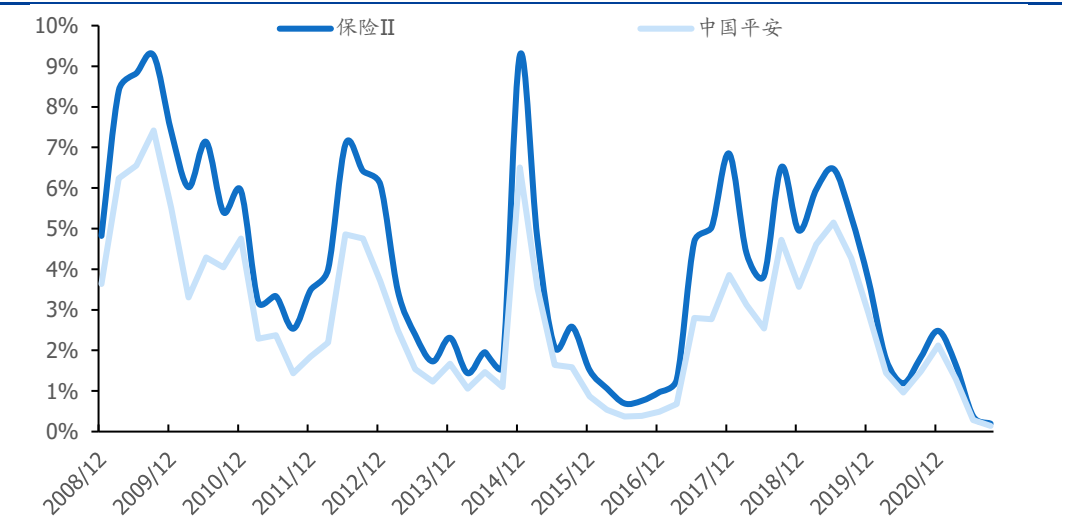
2021年截至11月24日，保险板块指数全年下跌39.54%，显著跑输行业指数。全年看保险公司资产及负债两端均有显著承压，机构持仓降至历史最低点，截至2021Q3，以前十大持仓数据看，机构对保险股持仓占比仅为0.20%，降至2008年以来的最低点。

图表 18: 保险股股价复盘情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 机构对保险板块及中国平安持仓情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 2.1.1 开门红弱改善，但3月以来负债持续不及预期

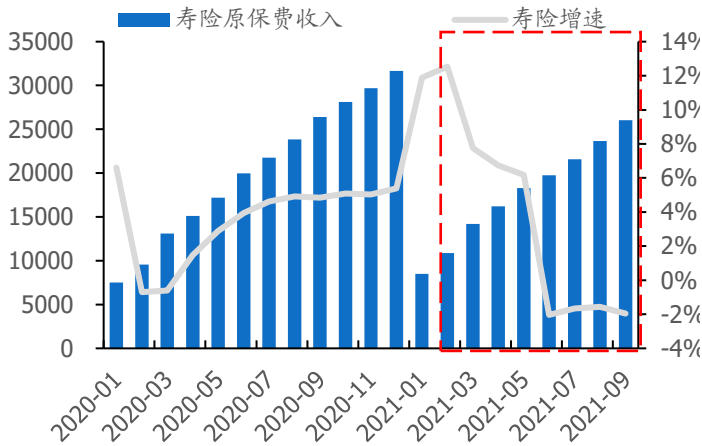
**2021 年行业开门红呈现弱改善态势：**2020 年由于受到疫情的冲击，新单保费缺口明显，因此各家整体在年底逐步淡化当年业绩达成、提前准备 2021 年开门红，21M1 人身险行业保费 8515 亿元，YoY+13.5%。

**2021 年 3 月以来行业保费增速持续低迷：**自春节以后寿险行业保费收入增速持续下行，6 月累计保费增速转负，21M9 寿险行业累计保费增速为-2.0%。整体行业单月保费增长乏力，其中 21M9 单月行业保费同比增速-6.8%。

短期因素是致使保费承压的主要原因，但长期因素同样持续影响：

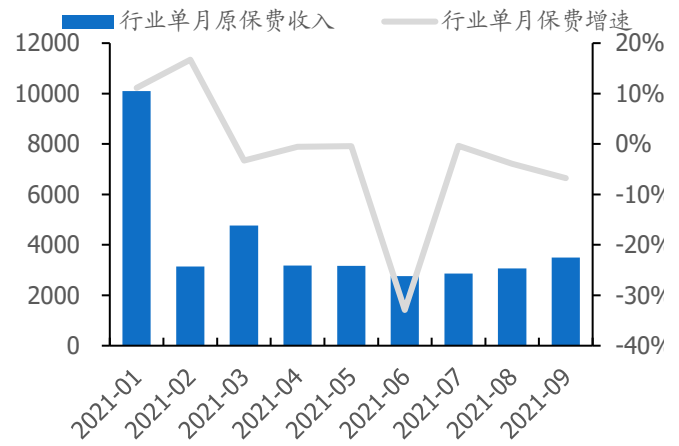
- 年初行业新旧重疾产品转换造成传统价值主力重疾险购买力短期透支，同时产品渗透率不低、性价比不高等问题持续影响消费需求，此外普惠型产品普及对商业保险产品存在一定挤出和分流；
- 疫情及收入不确定性使中产资产现金流受到冲击，对保险产品购买力整体下降；
- 人力方面，重疾类产品销售承压致使代理人销售难度加大、脱落增加，人力与产品形成负反馈。

图表 20: 行业寿险保费收入及同比情况 (亿元)



资料来源: 银保监会, 国盛证券研究所

图表 21: 寿险行业单月保费收入及同比增速情况 (亿元)



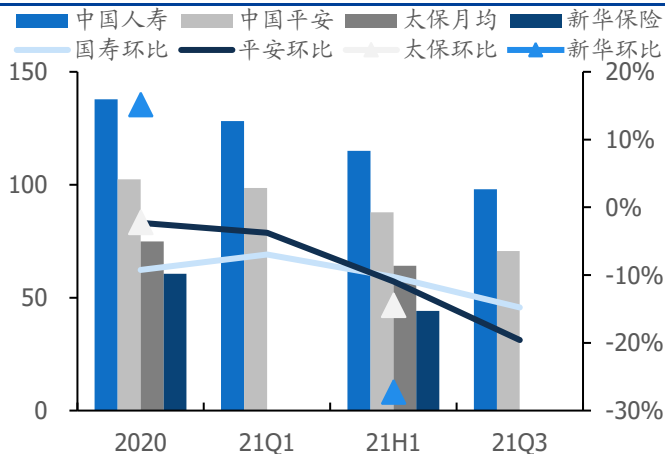
资料来源: 银保监会, 国盛证券研究所

### 2.1.2 人力大幅脱落, 人均 NBV 被动提升

代理人数量持续下滑, 但大部分公司代理人产能被动改善: 2021H1 国寿、平安、太保、新华个险代理人数量分别为 115.0 万人、87.8 万人、64.1 万人、44.1 万人, 较年初分别-16.5%、-14.3%、-14.4%、-27.2%。截至 2021Q3 国寿、平安代理人数量分别为 98.0 万人、70.6 万人, 较年初分别-28.9%、-31.1%。测算下上市险企国寿、平安、太保、新华人均月 NBV 分别为 3820 元、3903 元、2660 元、1243 元, YoY+3.5%、+2.7%、+8.9%、-25.2%, 由于代理人整体脱落幅度大幅高于 NBV 的降幅, 因此产能整体呈现被动改善态势。

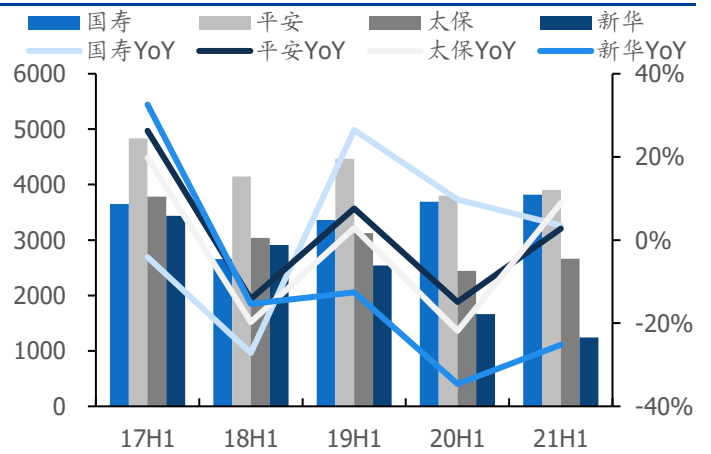
但上市险企整体的代理人活动率、绩优人力占比等指标均有明显下滑: 21H1 平安代理人活动率为 43.9%, YoY-9.1pt; 太保营销员月均举绩率为 50.1%, YoY-12.4pt。预计整体代理人销售均有压力, 但低产能人力脱落幅度更快, 且公司层面清虚相对严格; 资深代理人依赖更为稳固的客群和储蓄类产品的销售维持相对正常的业务节奏。

图表 22: 上市险企代理人数量及环比增速 (万人)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 23: 上市险企代理人人均月 NBV 情况 (元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

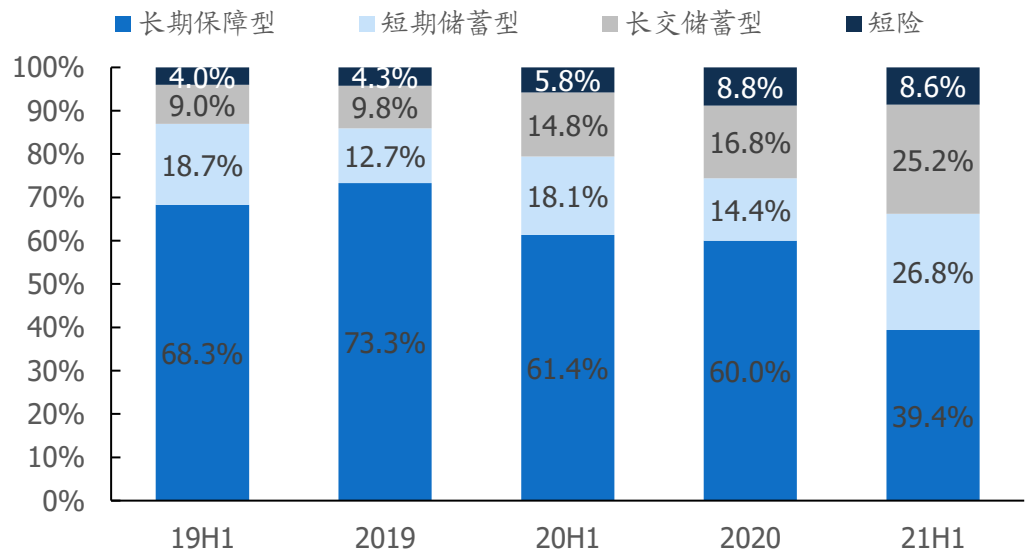


### 2.1.3 产品结构转换，保障型产品占比下降，NBV margin 有所下滑

**长期保障型产品占比下降，长储及短储产品占比提升：**随着重疾险产品的销售持续疲弱，上市险企的产品结构出现较为明显的变化。以中国平安为例，2021H1 中国平安代理人渠道个险新业务价值中长期保障型产品占 39.4%（2020 年全年占比为 60.0%）。以重疾为主的长期保障型产品受显著冲击，在新单及 NBV 中的占比降幅明显；储蓄型产品维持相对正常的销售环境，增额终身寿获大小险企的推动和客户的认可，同时上市险企也通过阶段性的储蓄类产品推动改善短期业绩表现，21H1 中国平安短储、长储产品新业务价值占比分别提升至 16.8%及 25.2%。

**由于产品结构转换，各家 NBV margin 有所下滑：**2021H1 上市险企国寿、平安、太保、新华 NBV Margin 分别为 22.3%、31.2%、25.4%、12.2%，分别同比下滑 2.9pt、5.5pt、11.6pt、3.1pt。21Q3 仅平安披露 NBV margin 数据为 30.7%。上市险企价值率明显下滑，主要和业务节奏及产品结构变化有关，高价值率的重疾占比显著下降致使价值率下滑。

图表 24：平安个险 NBV 拆分情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

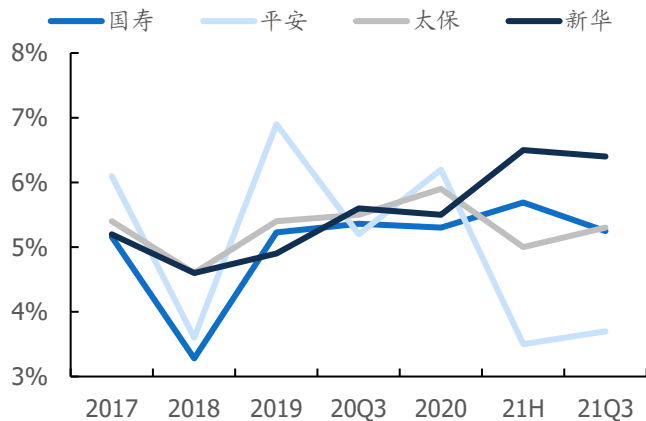
### 2.1.4 房地产暴雷存在隐忧，长端利率有所压制

**房地产暴雷存在隐忧，短期风险环节，长期仍需关注：**2021 年初“华夏幸福”暴雷使得市场关注到保险公司的潜在房地产敞口风险，以 2020 年底数据测算，考虑上市险企举牌以及前十大重仓股中的地产股情况、投资性房地产以及非标资产中的不动产部分（对未进入前十大的地产股投资和公司债中涉及房地产的部分无法统计），A 股上市险企的房地产占比约为 4-5%，在 EV 中占比大约在 12-18%之间。当前政策端促进房地产市场健康发展，房价“限跌令”出台，未来房地产投资风险有望得到控制，各险企房地产投资敞口将缩窄，市场对险企投资端的担忧情绪将有所缓解，但后期仍需持续关注。

**长端利率震荡下行，投资端有所压制：**21 年前三季度经济恢复基础尚不牢固，消费、投资增速放缓，地方政府偿债压力加大，年初以来长端利率逐步震荡下行，三季度末十

年期国债到期收益率下行 20bps 至 2.88%，上市险企净投资收益率略有承压。权益市场表现相对正常，部分公司短期兑现浮盈，21Q3 国寿、平安、太保、新华总投资收益率分别为 5.3%、3.7%、5.3%、6.4%，分别较中报-0.44pt、+0.20pt、+0.30pt、-0.10pt，投资收益率有所分化。

图表 25: 上市险企总投资收益率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 10 年期国债到期收益率情况 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 上市险企房地产敞口情况

2020 年底 (亿元)	投资资产		股票				合计资产			
	总投资 资产	股票 投资	前十重仓中 地产股		合计资产	合计占比	举牌地产股			合计资 产
中国人寿	40,964	3,501	万科A 54.62	招商蛇口 43.10	97.71	0.24%				
中国平安	37,406	3,151	华夏 126.76	幸福	126.76	0.34%	碧桂 园 170.66	中国 金茂 51.24	旭辉控 股集团 30.14	252.04
中国太保	16,480	1,273	上海临港 22.42		22.42	0.14%				
新华保险	9,657	854								
2020 年底 (亿元)	投资性房地产		非标不动产				合计资产			
	合计资 产	合计占 比	非标资 产	非标占 比	非标不动 产合计	非标不动 产占比	房地产 投资合计	占比	EV	EV 占比
中国人寿	142	0.35%	8250.36	20.1%	1485.06	3.63%	1724.95	4.2%	10716	16.1%
中国平安	632	1.69%	4126.85	11.0%	722.20	1.93%	1733.38	4.6%	13281	13.1%
中国太保	79	0.48%	3,564.22	21.6%	655.82	3.98%	756.90	4.6%	4515	16.8%
新华保险	未披露		2,329.53	24.1%	419.32	4.34%	419.32	4.3%	2406	17.4%

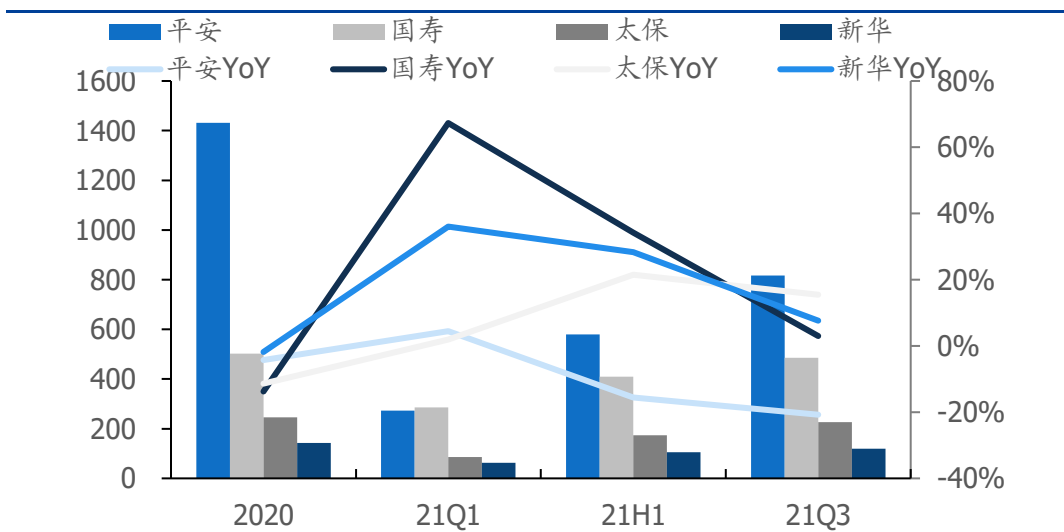
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所注: 以 2020 年底数据为参考, 红色部分为预计值。

### 2.1.5 利润增速持续下滑, Q3 单季度利润承压

上半年投资贡献净利润大幅增长, 前三季度累计看净利润增速明显下滑: 截至 21H1, 国寿、太保、新华及人保归母净利润分别为 409.75 亿元、173.04 亿元、105.46 亿元、168.84 亿元, YoY+34.2%、+21.5%、+28.3%、+34.0%。国寿资产买卖价差收益 374.87 亿元, YoY+84.1%; 太保证券买卖收益 150.51 亿元, YoY+85.7%; 人保处置金融工具损益达到 104.12 亿元, YoY+137.4%, 各家投资收益增长对利润增长有明显贡献。截至 21Q3 平安、国寿、太保、新华归母净利润增速分别为-20.8%、+3.0%、+15.5%及+7.6%, 净利润增速较上半年明显下降。

多因素影响下，Q3 单季度净利润普遍负增长：平安、国寿、太保、新华 Q3 单季度归母净利润分别-31.2%、-54.5%、-0.5%、-50.2%及-36.6%，单季度净利润全部负增长，主要受到包括准备金增提、投资收益下滑、续期保费承压、退保增加等不同原因影响。

图表 28: 上市险企归母净利润及同比情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2.2 展望 2022: 业绩前低后高, 关注潜在拐点机会

### 2.2.1 开门红展望: 降低预期, 预计明年 Q1 上市险企整体新单及 NBV 为-30%

开门红产品形态与去年整体相似, 推进时点较往年明显延后: 截止目前国寿及平安推出其开门红产品, 产品形态仍以 3 年缴、8 年或 10 年满期的传统年金为主, 与往年整体相近, 同时对投保人年龄范围进一步放宽。此外今年整体开门红产品推进时点及业务节奏较去年明显推迟。

预计明年 Q1 上市险企整体新单及 NBV 为-30%: 2022 年开门红在高基数、人力缺口以及时点推迟之下预计将仍有明显压力, 同时市场整体对明年 Q1 业绩预期也在持续降低, 我们预计明年 Q1 上市险企整体新单及 NBV 为-30%。

图表 29: 2022 年保险公司开门红产品情况

公司	国寿			平安
产品名	鑫裕臻享	鑫裕华年	鑫裕金生	御享金瑞
万能账户最低结算利率	2.5%	2.5%	2.5%	1.75%
产品类型	年金险	年金险	年金险	年金险
万能账户	鑫尊宝(万能型)A款、乐鑫版及C款			聚财宝(2021)终身寿险(万能型)、养老年金保险(万能型)
结算利率	5.0%/4.6%			4.5%/6.0%
投保范围	28天-72岁	60-75岁	28天-72岁	0-70岁
缴费期	夏/3/5年	夏3年	夏/3/5年	夏/3/5/10年
保险期	10年	10年/终身	8/10年	8/15年
保险责任	生存年金	第5年开始领取至第9年 夏缴: 20%年缴保费 3年期缴: 60%年缴保费 5年期缴: 100%年缴保费	(1)保10年: 夏缴: 6%已交保费; 3年交: 1-3年后分别领取6%/12%/18%年缴保费 (2)保终身: 基本保额	第5年开始领取 夏缴: 20%年缴保费 3年期缴: 60%年缴保费 5年期缴: 100%年缴保费 10年期缴: 100%年缴保费
	满期金	100%保额	保10年: 基本保额 保终身: 已交保费	100%保额
	身故金	领取前身故: 已交保费 领取后身故: 未领取年金+满期金	领取前身故: 已交保费 领取后身故: 保10年, 不赔; 保终身, 现金价值	18岁前或合同生效180天内身故: 已交保费 18-40岁: 160%已交保费 41-60岁: 140%已交保费 61岁以上: 120%已交保费

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 2.2.2 如何看待行业潜在拐点?

**高质量的代理人是行业走出底部的必然选择:** 保险代理人队伍数量下滑、收入下降及增员难等情况, 并不是单纯行业环境变化导致的, 简单进行“清虚”亦不能解决根本问题。需提高整体的入职门槛, 不断完善代理人队伍基本法建设、完善各方利益分配关系、依据市场变化更新培训及销售体系, 以提升代理人整体素质为走出行业困境的第一步。

**行业短期数据承压的核心问题在于产品周期, 重疾单一产品的 NBV 占比过高而产品步入下行周期:** 目前我国重疾险渗透率不低, 且存在供需错配、保障杠杆不足、竞品替代、行业竞争、疫情等诸多因素影响, 使得重疾产品增速持续负增长。对于代理人而言, 目前大部分代理人仍以销售重疾为主要的收入来源及留存支持, 重疾产品销售困难程度增加使得代理人数量和重疾产品销售互相受到负面影响, 造成恶性循环, 使得行业及上市险企负债端持续承压。

#### ■ 未来展望: 行业走出困境的潜在路径如何?

- 随着代理人质量逐步提升, 产品方面的问题有望逐步得到解决。1) 资深代理人能够更好地销售各类储蓄型产品, 大众客群可以销售长短储年金、增额终身寿, 对高客可以通过保险金+信托的产品匹配需求, 以储蓄型产品的销售弥补重疾产品下滑的影响; 2) 对于传统的保障型产品, 高素质代理人能够很好地给客户区分不同产品的差异, 尤其是惠民保类产品保障的不足, 重疾产品仍有其不可替代性; 此外对中高端医疗险、老年防癌及意外险、定期寿险等仍有其需求空间。
- 对保险公司而言, 挖掘客户的真实需求, 对保险市场定位从“卖方市场”转为“买方市场”。随着客群和需求的变化, 保险公司在产品方面需要做出积极的应对。如传统重疾中“60岁前额外保额”的设置、增额终身寿的产品推动等, 均是保险公司为满足客户的实际需求做出的创新, 而当前看往往中小公司在产品创新方面表现得更为契合客户需求。
- 随着代理人数量的逐步触底, 行业有望逐步触底回暖: 当前行业承压、保险公司

也开始对低质量人力进行清退，并推动高质量增员。随着整体代理人数量的逐步见底，代理人整体产能的提升，行业有望逐步触底回暖。

**2020年上市险企陆续进行一轮基本法的升级，但复盘看执行效果与基本法初衷有所背离。**友邦从2020年初开始实行新的基本法；此后国寿、平安、新华及太保均在2020年更新了新版的基本法。从各家的基本法分析看，对代理人的发展引导诉求各不相同，如平安提升最低产能要求、引导中等产能的代理人利益明显增长；新华对代理人放宽一定的要求，同时对高质量代理人的利益提升更为明显。但由于疫情的冲击以及其带来的一系列影响，行业发展出现一定波折，当前我们看到的各家代理人的发展情况和2020版基本法的初衷有所背离。

**当前时点看，各家公司仍继续高度重视代理人队伍建设，同时太保将在2022Q1继续升级新版基本法。**

- **中国平安：**进一步推动代理人队伍分层经营，完善钻石队伍绩优体系、稳定潜力队伍、通过常规增员及创新项目双轨发展，通过实施“优+”高质量人员招募提升优质新人占比；
- **中国人寿：**重振国寿计划将销售队伍核心群体作为重点培训对象，公司有效销售人力、中高产能人力保持稳定，仅淘汰低产能人员。
- **中国太保：**依据21世纪经济报等媒体报道，公司将于2022年1月切换代理人基本法并推进四大体系，新基本法将配合高产能的运作模式，越高的产能奖金就越高；其次，与营销员的持续性业绩行为挂钩。同时，主管奖金与招募新营销员未来三年的业绩挂钩，鼓励主管留存人才，将原有聚焦增员的视角转化为留存与培养新人。

#### ■ 储蓄类产品需求仍旺盛

**在居民储蓄理财方面，保险产品具备其吸引力：**保险产品以复利计息，且可以保证在长期降息以及低息环境中锁定收益率，维持收益长期稳定，同时还带有保障、传承等功能，是中产阶级以及高净值客群的重要配置方向。

**增额终身寿险获中小公司热推和居民青睐，长期收益率具备吸引力：**当前中小公司积极推动增额终身寿险产品销售，具备“长期现金价值以确定性复利增长至终身”以及“灵活退保”的双重优势。目前上市险企相关产品长期IRR在3%左右，中小公司产品可以到3.5%左右。短期收益率不及普通理财产品收益，但长期收益稳定且具备吸引力，同时具备较高流动性，上市险企也逐步会在明年开门红的第二阶段加大增额终身寿产品的推动。

图表 30: 险企增额终身寿险产品对比

公司	中国平安	中国人寿	中国太保	弘康人寿
产品名称	平安增额保终身寿险	国寿盛世传家终身寿险	长相伴A款终身寿险	金满意足臻享版
投保年龄	28天至65周岁	28天至70周岁	30天至65周岁	30天至75周岁
复利增长率	3.30%	3.00%	3.00%	3.80%
保险期间	终身	终身	终身	终身
缴费方式	5年/10年/15年/20年	趸交/3年/5年/10年/15年/20年/30年	趸交/5年/10年/15年/20年	趸交/3年/5年/10年/15年/20年
身故给付	18岁前	MAX (身故时主险合同已交保费, 身故时主险合同现金价值)	MAX (身故时已交保费, 身故时现金价值)	MAX (身故时已交保费, 身故时现金价值)
	18岁以后	MAX (主险合同已交保费*到达年龄对应比例, 当年保障额度, 身故时主险合同现金价值)	18岁至41岁 MAX (已交保费*160%, 身故保险金, 现金价值) 41岁至61岁 MAX (已交保费*140%, 身故保险金, 现金价值) 61岁以后 MAX (已交保费*120%, 身故保险金, 现金价值)	MAX (身故时已交保费*105%, 身故时现金价值) 18岁至61岁 MAX (已交保费*160%, 身故保险金, 现金价值) 61岁以后 MAX (已交保费*120%, 身故保险金, 现金价值)
其他权益	保单贷款、自动垫交	保单贷款、自动垫交	-	法定节假日公共交通、加保、减保、保单贷款

资料来源: 保险师, 国盛证券研究所

图表 31: 险企增额终身寿险产品 IRR 对比

缴费年限	年龄	平安增额保终身寿险	国寿盛世传家终身寿险	金满意足
5年交	40岁	1.23%	0.71%	3.42%
	50岁	2.47%	2.21%	3.46%
	80岁	3.09%	2.92%	3.49%
10年交	40岁	-0.08%	0.04%	3.42%
	50岁	2.17%	2.20%	3.47%
	80岁	3.02%	2.85%	3.49%
15年交	40岁	-4.52%	-6.40%	-
	50岁	2.05%	1.79%	
	80岁	3.02%	2.86%	

资料来源: 保险师, 国盛证券研究所

### ■ 行业格局改善, 利好头部险企深耕长储型产品

从大资管行业格局看, 资管新规利好长期储蓄型产品, 长期利率下行使得长期储蓄型保险产品有优势: 资管新规将在 2022 年初正式实施, 在打破刚兑、拆除多层嵌套、穿透式监管等一系列影响下, 大资管行业的整体格局将逐步出现变化, 而保险行业及保险产品受资管新规的影响非常有限, 基本是市场上仅有的“隐性刚兑”且确定收益至终身的资产。

行业内部竞争格局看, 互联网保险新规利好头部险企: 10 月底银保监会发布《关于进一步规范保险机构互联网人身保险业务有关事项的通知》, 对于不满足相关要求的公司的产品需在年底前下架。中小公司部分网销产品陆续下架, 头部险企产品获取优势格局, 尤其在保险期在 10 年期及以上的年金及寿险 (除定寿) 产品方面, 对公司包括偿付能力、风险综合评级等提出更高要求。

图表 32: 互联网保险新规要求

监管方向	主要内容
规范业务范围	意外险、健康险（除护理险）、定期寿险、十年期及以上普通型人寿保险和十年期及以上普通型年金保险及中国银保监会规定的其他产品。
线上线下融合要求	不得使用互联网人身保险产品，不得将经营区域扩展至未设立分支机构的地区。以避免借互联网人身险业务名称，规避“双录”等监管要求。
经营机构要求	1)连续四个季度偿付能力充足率达到 120%、核心偿付能力充足率不低于 75%；2)连续四个季度风险综合评级在 B 类及以上；3)连续四个季度责任准备金覆盖率高于 100%；4)保险公司公司治理评估为 C 级（合格）及以上；5)银保监会规定的其他条件
区域要求	1) 大部分互联网人身险可全国销售；2) 费用补偿型医疗保险、失能收入损失保险需设省分机构或与其他已开设分支机构的保险公司和保险中介机构合作经营，确保销售区域内具备线下服务能力
服务要求	保险公司应保障每日无间断在线服务；加强投诉管理，接到投诉后 1 个工作日内与投诉人取得联系，探索建立投诉回访机制。
定价设计要求	保险期一年及以下互联网人身保险产品预定附加费用率不得高于 35%；一年以上产品首年预定附加费用率不得高于 60%，平均附加费用率不得高于 25%。而据 2020 年《关于印发普通型人身保险精算规定的通知》，保险期一年以上的期缴个险产品平均附加费用率上限最高为 35%。
定价回溯监管推行	要求保险公司定期回溯实际经营结果与定价假设偏离情况，并引入主动调整、公开披露和主动上报机制。

资料来源：银保监会，国盛证券研究所

## ■ 保障型产品仍有空间，消费者多元化保障替代单一重疾需求

虽然以重疾为主的保障型产品销售在近两年显著承压，但我们认为保障型产品仍有巨大的空间，主要在于：

- 1) 重疾险对收入和心里的补偿作用仍是其他产品无法替代的，且目前上市险企重疾险的平均保额约为 15 万左右，仍有提升空间；
- 2) 当前惠民保、百万医疗险对传统的重疾形成明显的分流，但实质上有较大一部分的客群无法区分几类产品的责任和区别，在“百元获取百万保障”的宣传之下转向选择医疗险，而大部分客户并不清楚医疗险的给付性质、赔付比例、非保证续保条款等，随着居民保险素养的提升，未来仍会有部分消费者存在转回购买传统重疾险的需求；
- 3) 对于中高端医疗险、老年防癌及意外险、定期寿险等产品仍有巨大的发展空间，消费者的保障需求将更加多元且细分，但以上几类产品短期同样存在发展的制约因素。具体看：
  - **中高端医疗险：**目前上市险企涉及此类产品较为有限，产品最主要的优势在于：1) 享受公立医院的国际/特需部及指定私立医院；2) 通常指定医院可享受直付（无需支付环节及繁琐的理赔报销环节）；3) 产品设计及搭配灵活，包括免赔额的设置、门诊责任的选择、牙科及眼科的可选福利等；4) 部分产品含重疾/住院及重疾异地交通补贴。但目前由于传统保险公司健康服务及医疗资源对接不足，产品发展短期仍受到一定的制约。
  - **防癌、医疗、意外等老年保险产品：**因老年群体可投保险种类别极为有限，而医疗、意外等保险产品更为契合老年客群需求，且也是监管鼓励的发展方向之一。但目前惠民保产品推出后存在明显的替代效应，虽然其报销及责任仍有不足之处，但其定价低、门槛低、性价比高的特征对传统老年医疗险形成一定的替代，因此短期发展同样存在一定的障碍。

- ▶ **定期寿险：**定期寿险具备高保额低保费的高保障杠杆，可覆盖负债敞口，对冲人生风险，在家庭经济主力、有较高的房贷、子女教育、赡养老人等压力的场景下存在极大的需求，或对于预期未来收入持续增长的群体而言可以作为看空期权分散风险而购买。但该产品一是上市险企供给有限、且产品性价比相对并不高；二是由于涉及到死亡为给付条件，在传统的观念影响下代理人销售难度较大，该产品更多是“客户自我选择购买”而非“代理人推销”。

■ **商业养老长期空间广阔，险企加速创新布局**

**三支柱建设呼之欲出，商业养老险长期空间广阔：**今年10月人社部养老保险司司长聂明隽表示，个人养老金拟采取个人账户制，在投资产品的选择上，将符合规定的储蓄存款、银行理财、商业养老保险、公募基金等等都作为个人养老金的产品。商业养老保险具养老产业链资源整合优势，同时长期确定收益，有望在三支柱之下迎来新一轮发展。

**相较同业竞品，养老赛道中险企在服务上具备核心优势：**个人账户之下各类可投资资产，保险产品在长期收益率上的优势并不显著，但是唯一可以嵌入服务的产品，在服务上具备核心优势，上市险企也积极加速布局相关产品。如友邦“友自在”养老综合解决方案，旗下六款产品形成整套养老健康解决方案，涵盖“养老健康+养老财富”核心需求，同时配置成熟大健康管理团队，推出健康管家服务，无缝对接康养服务康养资源。

图表 33: 友邦“友自在”养老综合解决方案

“友自在”养老综合解决方案 (服务篇)		养老阶段	养老方式	康养服务
<p><b>友邦人寿 康养管家</b></p> <p>康养资源   康养服务</p> <p><b>全旅程</b> · 根据“强能、弱能、失能”不同健康阶段提供服务。</p> <p><b>广覆盖</b> · “医、药、健、护、养” 服务等资源覆盖。 · 基于国家养老9073格局，提供居家、社区、机构养老等多场景服务。</p> <p><b>长相伴</b> · 长期陪伴，从退休后终身享受 · 根据康养政策和市场情况优化服务</p> <p><b>品质优</b> · 专业服务人员 · 甄选优质康养服务机构 · 全程服务质量把控</p>		<p><b>强能阶段</b></p>	<p><b>居家养老</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>健康资讯</li> <li>中老年体检预约服务</li> <li>齿科门诊预约服务</li> <li>中医门诊预约服务</li> <li>门诊就医预约协助服务</li> <li>陪诊服务</li> <li>慢病送药协调服务</li> <li>甲状腺结节慢病管理服务</li> <li>营养指导建议</li> <li>护理上门协调服务</li> </ul> <p>活力养老</p>
		<p><b>弱能阶段</b></p>	<p><b>居家/社区养老</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>居家服务同强能阶段服务</li> <li>康养机构预约服务 (社区养老机构)</li> <li>定期回访</li> </ul> <p>养护养老</p>
		<p><b>失能阶段</b></p>	<p><b>居家/机构养老 康复机构</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>居家服务同强能阶段服务</li> <li>康养机构预约服务 (机构养老机构)</li> <li>康养机构预约服务 (康复机构)</li> <li>定期回访</li> </ul> <p>安适养老</p>

资料来源：公司官网，国盛证券研究所



图表 34: 友邦“友自在”养老综合解决方案主要内容

账户名称	产品名称	主要内容
养老财富	《友邦友自在年金保险》	1) 中期年金的长久累积功能以及针对养老客群的专属定制缴费期和保障期间, 实现资金的安心储备、长期规划 2) 预存健康资金, 提前规划退休后监控费用支出储备
	《友邦自在宝终身寿险(万能型)》	1) 通过万能账户的稳健增值和灵活领取功能, 最大程度确保养老储备基金的安全性、收益性和流动性 2) 连生功能设计, 即两位万能险被保险人可共同享受保单利益, 为客户及家庭提供跨越生命周期的长久保障
养老健康	《友邦智选康惠慢病版医疗保险》	慢病管理、癌症保障
	《友邦康爱无忧医疗保险》	提供“爱从容”专案管理服务, 横跨疑似阶段、确诊治疗、康复阶段的一站式健康服务, 享中山医院肿瘤多学科咨询, 协助患者获得更好的医疗资源, 从容应对
	《传世无忧安心版高端医疗保险》	退休前人群中高端医疗特殊需求
	《友邦长享自在护理保险》	为目标客群生活不能自理时提供护理相关所需的经济支持

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

### 2.2.3 偿二代二期预计将正式推出, 头部险企相对收益

**偿二代二期工程预计将在明年正式落地, 利好头部险企:** 偿二代二期预计会在明年正式落地, 从一期实施的情况看, 由于 1) 可投资资产复杂多元、难以穿透, 风险识别难度加大; 2) 信用打破刚兑、相关违约事件频发, 信用风险加大; 因此偿二代二期主要从实际资本、穿透计量、市场风险最低资本、信用风险最低资本等主要方面进行调整。具体看, 依照中国保险会计研究中心的相关资料, 我们总结核心要点如下:

- **实际资本: 未来保单盈余资本分级。** 偿二代一期间保单未来盈余全部计入核心资本, 但未来盈余的实现存在一定的不确定性, 全部计入核心资本不够保守。二期分别将各组保单未来盈余摊销至未来各期, 按一定方式计入核心二级资本、附属一级资本和附属二级资本。
- **市场风险及信用风险穿透计量:** 区分基础资产和非基础资产(非标资产), 非基础资产实行应穿尽穿, 不鼓励多层嵌套, 每多一层嵌套增加相应的惩罚资本。
- **市场风险最低资本:** 根据市场情况, 对权益资产、股权投资、境外投资的风险因子均有不同程度上调。
- **信用风险最低资本:** 增加集中度风险考量, 对一期中未覆盖的集中度风险进行补充。
- **利率风险最低资本:** 改变计量方式, 从基于会计报表里的资产负债匹配, 转向资产负债现金流“实质性匹配”。

由于目前偿二代二期的正式文件尚未发布, 我们仅以前期测试内容进行分析, 整体看由于部分资产风险因子的上调、保单盈余的摊销计量, 预计行业的偿付能力充足率将会有一定程度的下降, 但预计上市险企仍能维持显著高于监管要求的偿付能力, 预计部分中小公司可能会存在压力, 对资本补充存在诉求, 因此整体仍是对头部险企相对利好。

图表 35: 偿二代市场风险最低资本风险因子变动情况

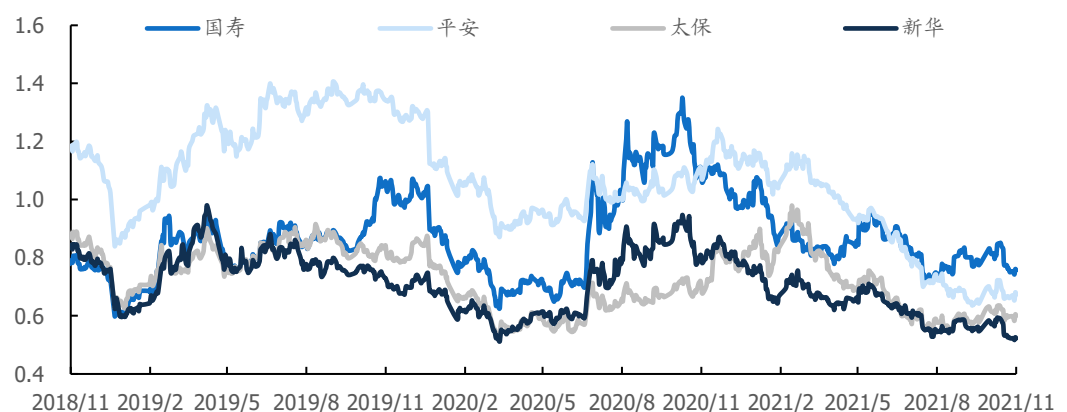
市场风险最低资本变化		偿二代一期	偿二代二期
上市权益类	沪深主板	31%	<b>35%</b>
	中小板	41%	40%
	创业板、科创板	48%	不调整
未上市股权		28%	<b>41%</b>
长期股权投资	子公司	10%	上市按照 <b>22%</b> 非上市按照 <b>28%</b>
	联营合营	15%	
证券投资基金	债券基金	6%	不调整
	股票基金	25%	<b>28%</b>
	混合基金	20%	<b>23%</b>
	货币基金	1%	不调整
可转债		18%	<b>23%</b>
汇率风险	美元/美元挂钩货币(港币)	3.50%	<b>5%</b>
	欧元/英镑	3.68%	<b>8%</b>
	其他货币	3.92%	<b>15%</b>

资料来源: 中国保险会计研究中心, 国盛证券研究所 注: 数据均来自于中国保险会计研究中心发布的行业测试数据及相关材料, 最终文件数据可能与此有一定出入。

### 2.2.4 2022 年上市险企全年 NBV 增速预计仍有压力

展望 2022 年全年, 上市险企 NBV 正增长仍有压力, 我们预计上市险企 Q1、Q2 单季度的 NBV 同比增速分别为-30%、-12%, 下半年有望出现单季度转正, 但全年 NBV 仍为负增长。当前保险股估值持续处于历史底部, 国寿、平安、太保及新华 21E 的 P/EV 估值分别为 0.69 倍、0.61 倍、0.52 倍、0.45 倍, 如行业开始出现单季度的转正, 可以视为行业触底趋势向上, 积极关注极低估值下保险股修复的弹性及空间。

图表 36: 上市险企 P/EV 估值情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.3 投资建议

2021 年行业资负两端均显著承压, 估值及机构持仓均处于历史底部。明年开门红上市险企预计仍将有较为明显的负增长, 但从 Q2 起单季度同比负增长数据有望出现持续改

善，明年全年上市险企业绩有望呈现前低后高的趋势。长期展望看，保障产品仍存在巨大空间，储蓄类产品维持正常的销售环境，对行业长期并不悲观，积极关注行业及上市险企在人力及新单方面触底的情况。

**个股建议关注：**代理人持续压实、管理层及寿险改革有望持续催化的中国太保。

## 风险提示

- 1) 权益市场下行风险：如权益市场持续下行，将会影响券商自营等业务收入，对券商股价有负面影响；同时权益市场下行同样会影响险企投资收益，对利润和投资收益率产生负面影响；
- 2) 政策不及预期及流动性收紧风险：政策是催化券商股价表现的重要因素，如后期政策推动不及预期或有所收紧，将会对券商股价产生影响；如流动性持续收紧，将会影响券商的整体估值表现；
- 3) 长端利率持续下行风险：如长端利率持续下行，上市险企估值将有所承压。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
增持		相对同期基准指数涨幅在10%以上	
中性		相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间	
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com