

证券研究报告

2022年08月10日

行业报告 | 行业专题研究

非银金融

非银行金融行业研究框架

作者：

分析师 周颖婕 SAC执业证书编号：S1110521060002



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

展望下半年的投资机会，券商当前正处于alpha+beta共振的时间窗口。我们认为，随着全面深化资本市场改革的有序推进，预期全市场注册制即将落地，这或将为券商带来投行、投资、经纪的alpha增量，在分子端推动券商行情的产生；另一方面，当前宏观环境整体处于宽松区间，疫情影响犹在，我们预期宏观宽松的环境仍将持续，将为券商板块带来分母端的beta投资逻辑。

我们认为注册制催化+财富管理是下半年券商板块投资的两条核心主线：1) 注册制主线：随着全面深化资本市场改革的持续推进，我们预期全市场注册制落地在即。推荐在投行业务中具有明显优势的头部券商，推荐中信证券，建议关注中信建投/中金公司H。2) 财富管理主线：随着二季度市场行情的全面回暖，基金保有规模和新发规模也正在处于景气度向上区间。我们推荐控参头部公募的广发证券，建议关注旗下公募子高利润贡献度的东方证券以及头部的基金代销平台东方财富。

寿险：寿险方面，随着疫情的好转以及代理人的边际企稳，寿险负债端的修复或将持续；权益市场好转、地产风险逐步缓释亦能带来投资收益的改善。我们建议继续关注负债端、资产端改善带来的估值修复行情，推荐中国人寿、中国平安、中国太保。长期视角下，银保渠道仍有较大发展潜力，未来十年NBV复合增速或达16%，建议关注具备渠道优势的中国平安、友邦保险，持续跟踪控股广发银行的中国人寿的银保战略调整；重疾险、医疗险、储蓄险长期需求依然强劲，建议关注代理人转型早且步伐坚定的险企，如中国平安、中国太保。

财险：中国财险核心车险业务迎来量质回升，非车险持续改善，当前，中国财险对应2022年PB为0.69X，对应股息率高达6%，短期数据持续验证+长期向上复苏显现，看好后续估值修复至0.8X-1XPB区间，推荐中国财险H。

风险提示：资本市场大幅波动；资本市场改革进程不及预期；保险公司负债端改善慢于预期；测算具有主观性。

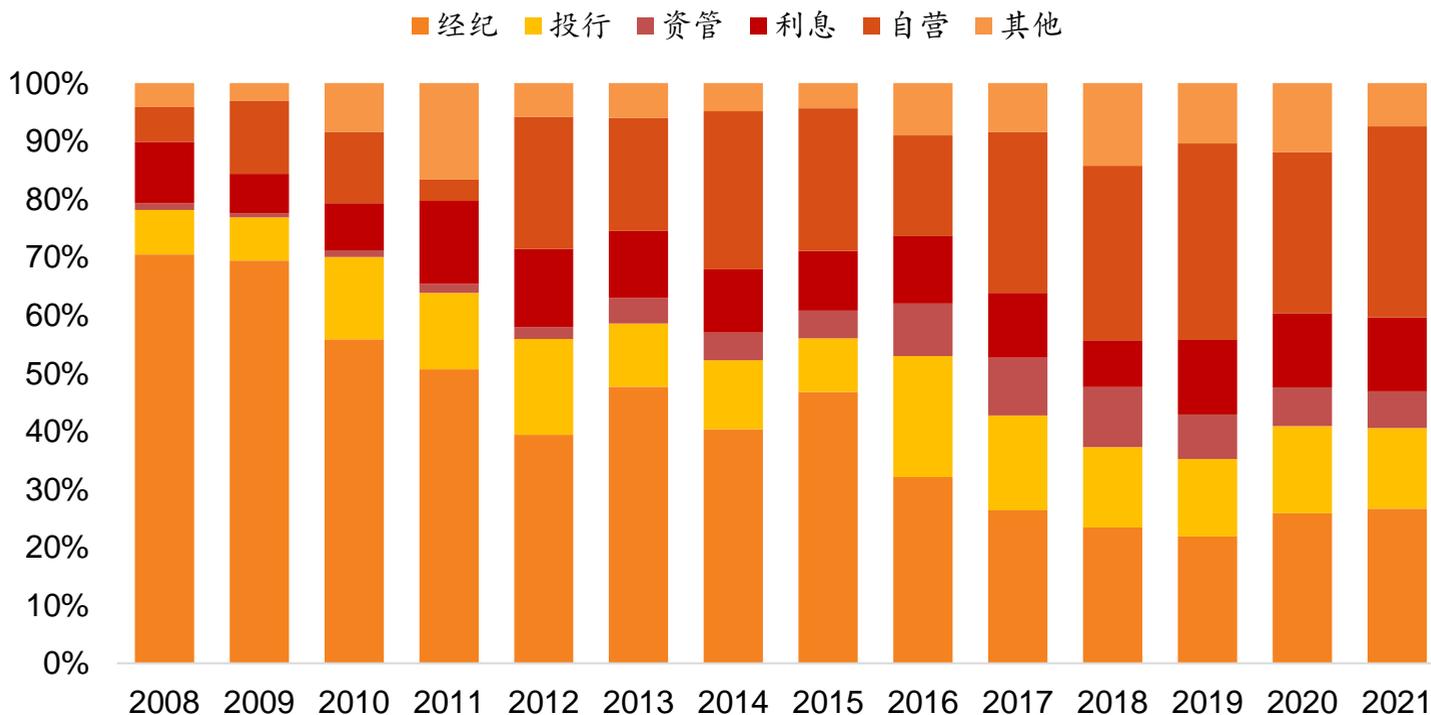
Part 1 券商研究框架

1.1. 证券行业发展历程与业绩变化

(1) 行业收入结构趋向多元化，自营投资和经纪业务占比最高。

- **业务模式：**从单一的通道类业务走向包括资本中介、直投等在内的完整业务线。
- **盈利模式：**从传统的佣金费用走向利差收入、投资收益和管理费等多元盈利方式。

图：中国证券行业收入结构

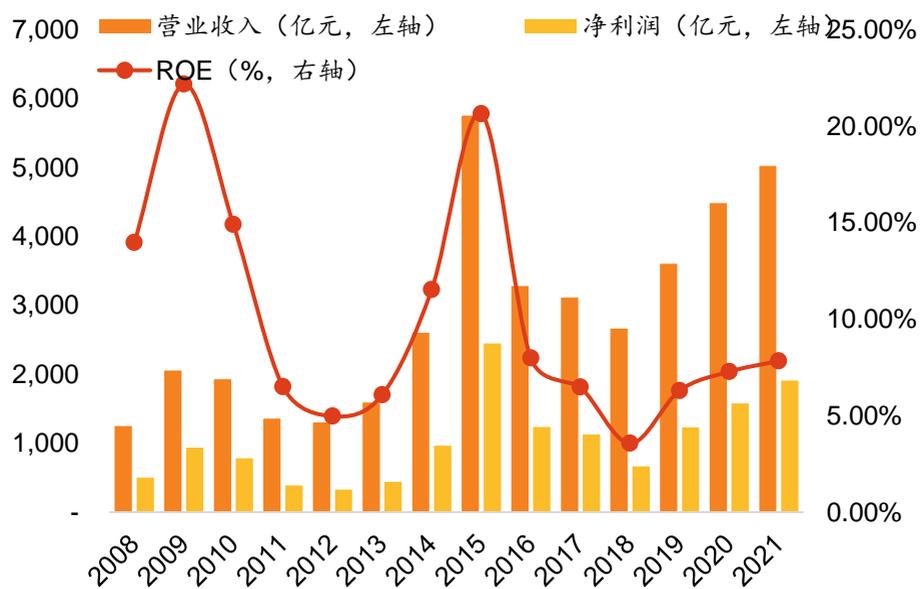


1.1. 证券行业发展历程与业绩变化

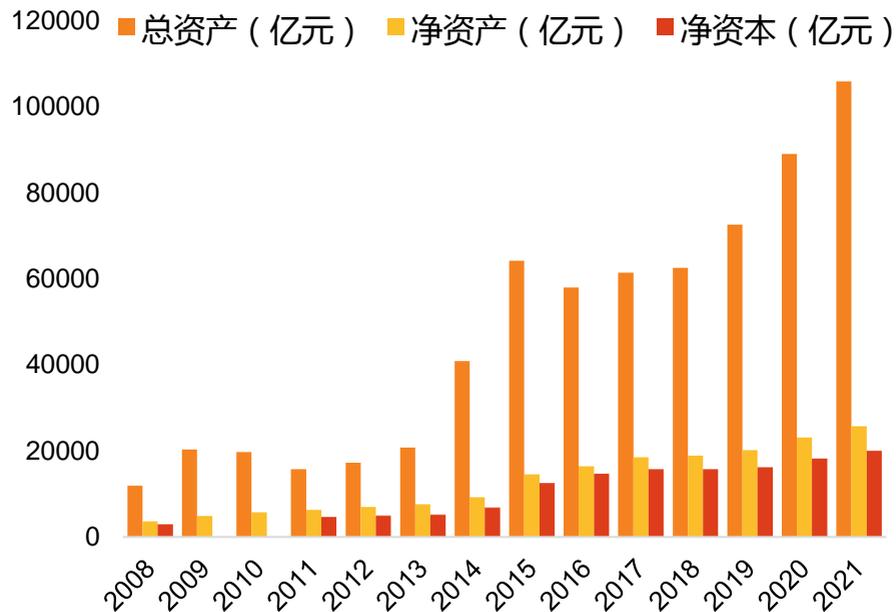
(2) 证券行业盈利能力和抗风险能力有所提升，周期性特征仍然明显。

- 2021年，证券行业实现营业收入5024亿元，同比+12%；净利润1911亿元，同比+21%。期末，净资产2.57万亿元，较20年底+11%，ROE为7.83%。财富管理产业链（代销金融产品+资管）相关业务21年增速最高，成长性逻辑进一步强化。21年上市券商各业务中大资管业务增速最高，同比+28.5%，其中基金管理业务收入同比+46.5%。经纪业务增速次之，同比+20.4%，其中代销金融产品业务收入同比+61.7%。

图：证券行业经营业绩



图：证券行业资产规模



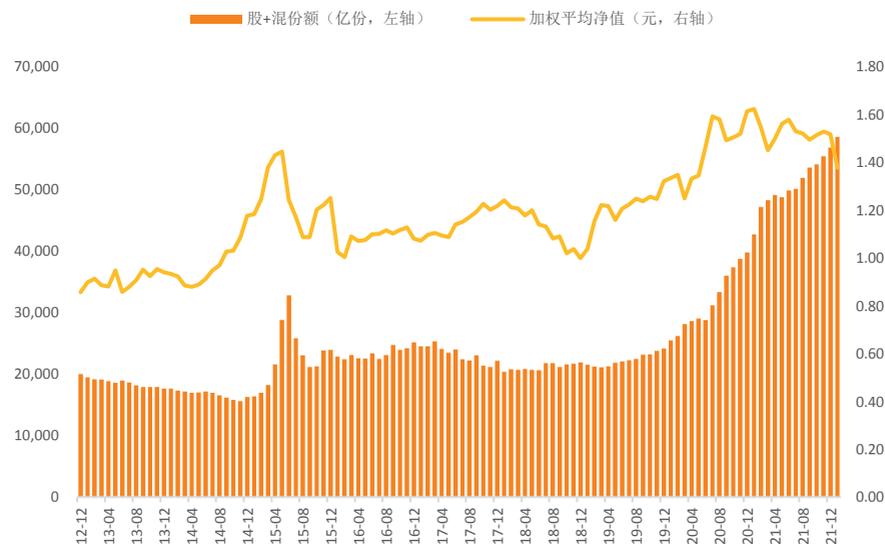
1.1. 证券行业发展历程与业绩变化——关注权益化、机构化趋势

- ✓ 需求端：房住不炒+资管新规影响下，权益资产收益吸引力增强，权益公募资产大幅增长。
- 居民资产配置正加速通过机构渠道向权益资产迁移。房住不炒和资管新规下，房地产投资信仰和刚兑理财时代逐渐成为过去式，居民资产配置面临重塑，近两年权益投资机构依靠专业性和较高回报率，吸引力增强。
- 权益类产品增长动能切换，从周期逻辑转移至成长逻辑：2018年后，权益类产品规模增长表现出有别于资本市场波动的成长性。2018年至2021年末，权益类产品净值规模从2.2万亿元增长至8.6万亿元，CAGR达57%，而同期上证指数CAGR仅13%、深成指CAGR仅33%。对净值规模增长的原因进行拆分，可看到2018年后权益类产品增长受到份额和净值增长两方面拉动，但份额增长逐渐贡献更大增量。

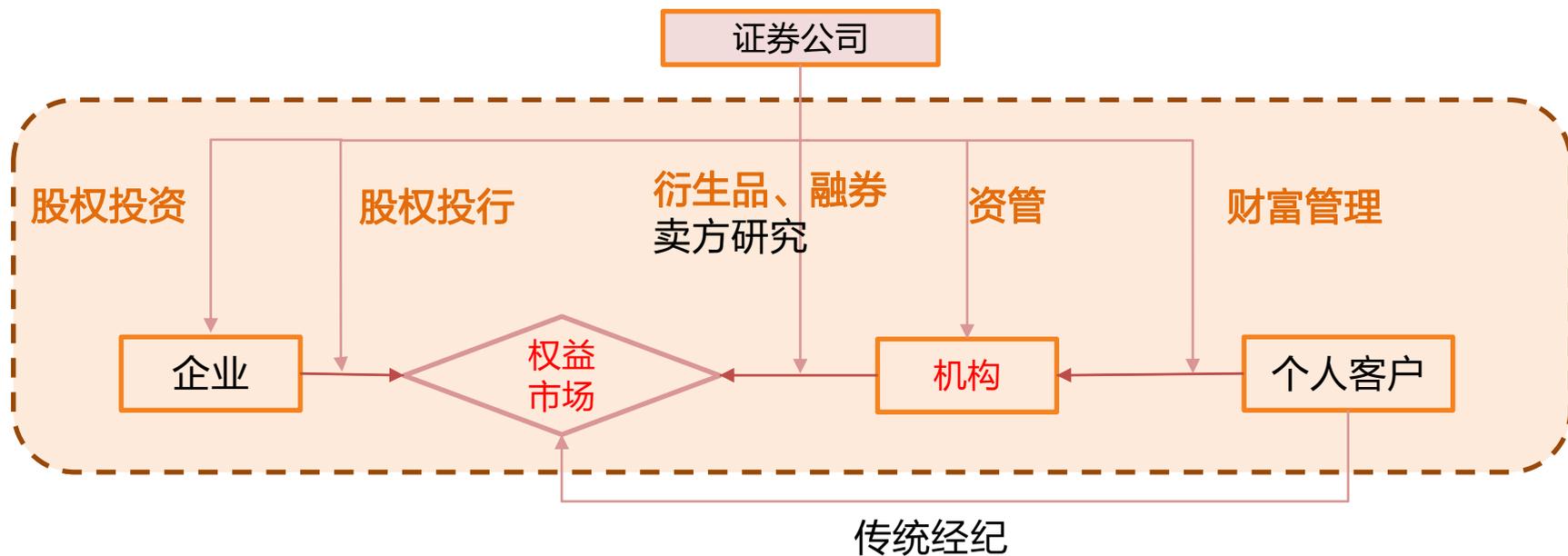
图：权益类产品净值规模与上证指数变化对比



图：权益类产品份额及加权平均净值变化



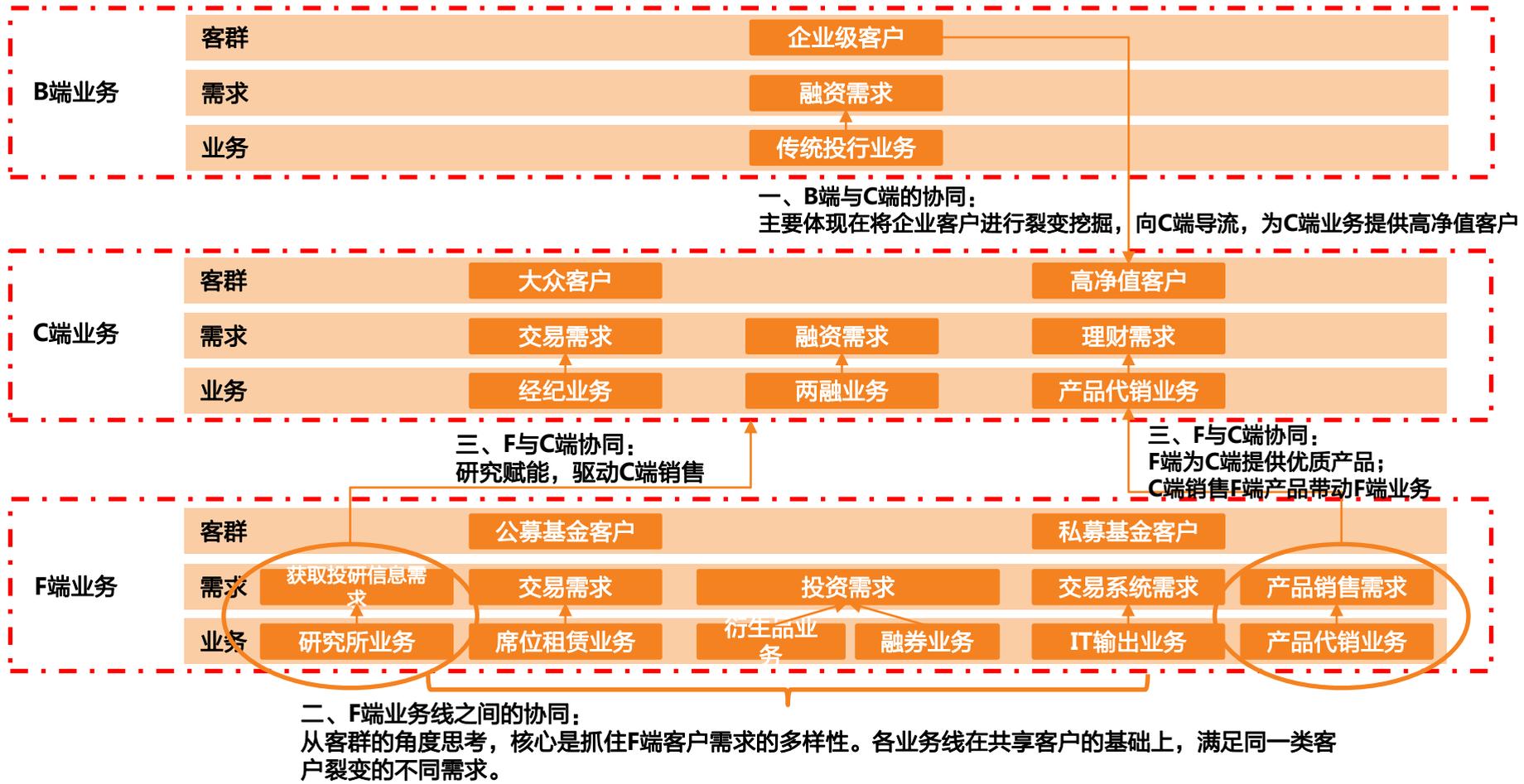
1.1. 证券行业发展历程与业绩变化——关注权益化、机构化趋势



权益化
机构化
产业链

- 未来券商高成长业务主要来自深度参与权益化机构化产业链的业务，财富管理+大资管+机构业务（衍生品、融券、资本化投行）具备竞争优势的券商将获得显著估值溢价。

1.1. 证券行业发展历程与业绩变化——B、C、F端深度协同



1.2. 券商业务框架与研究框架

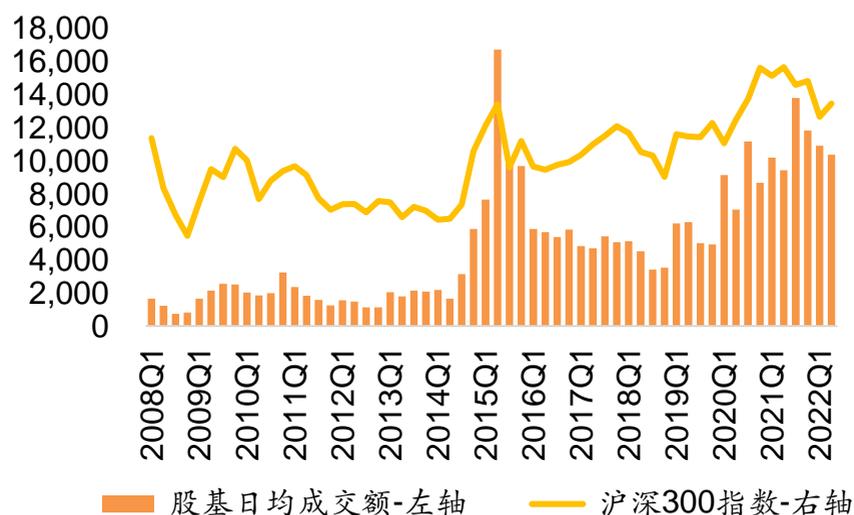
➤ 经纪业务：业绩弹性趋弱，但仍是零售客户积累的基础

(1) 核心盈利模式：投资者通过证券公司买卖股票、基金，券商从中收取佣金手续费。

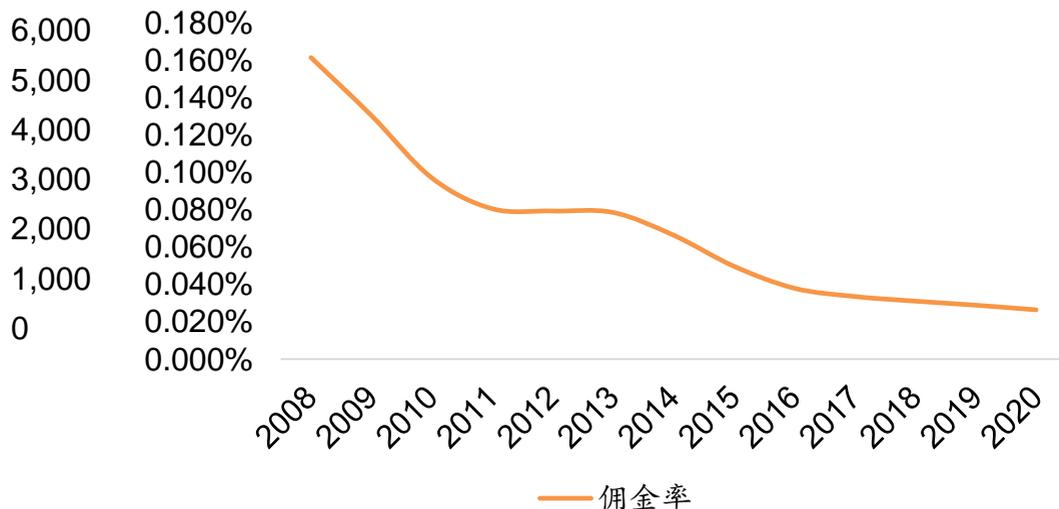
(2) 决定代理买卖证券业务收入的核心因素：股基交易额、佣金率。

(3) 业务特征：股基交易额与股市走势显著正相关，券商经纪业务收入因此也具有明显的周期性，2021年日均股基交易额为11,370亿元, YOY+25%。佣金率在激烈的价格战竞争中呈现出不断下降的趋势，当前为万分之2.4。

图：股基交易额与股指走势



图：证券行业经纪业务佣金率



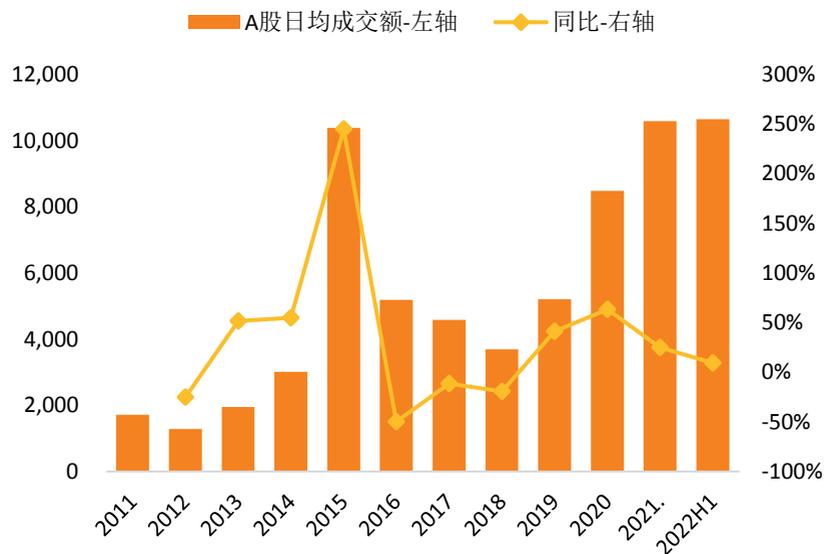
1.2. 券商业务框架与研究框架

➤ 经纪业务：全面注册制预计将提升换手率

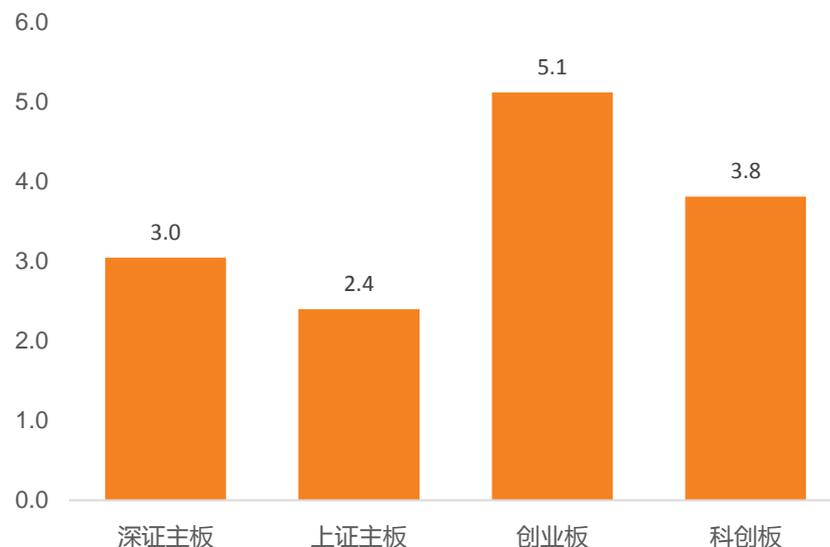
2022年年初至6月末，市场交投维持稳定。A股日均成交额达10646.22亿元，同比+9%。

双创板块换手率更高。注册制试验田科创板和创业板在交易制度革新下换手率明显高于沪深主板市场，2022年全面注册制大概率落地，我们预计将成为市场交投持续高景气的重要推手。

图：沪深两市日均成交额（亿元）



图：2022年各板块日均换手率（算术平均，%）



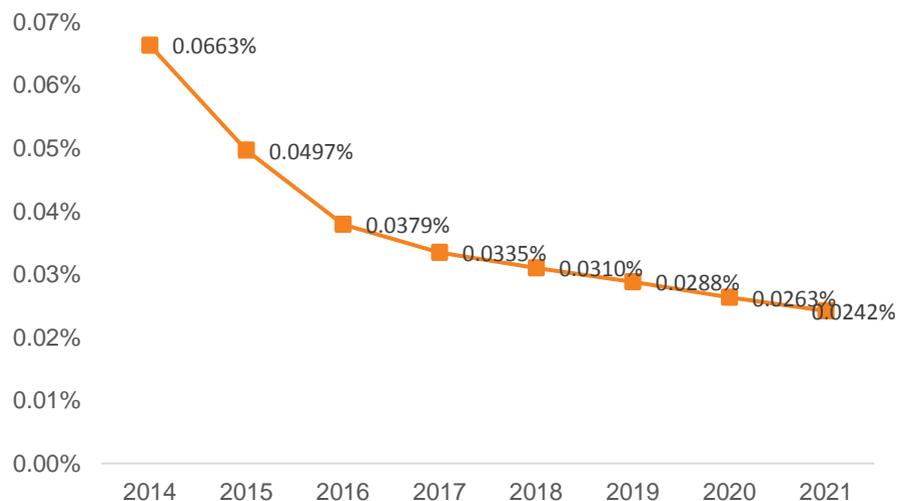
1.2. 券商业务框架与研究框架

➤ 经纪业务：全面注册制预计将提升换手率

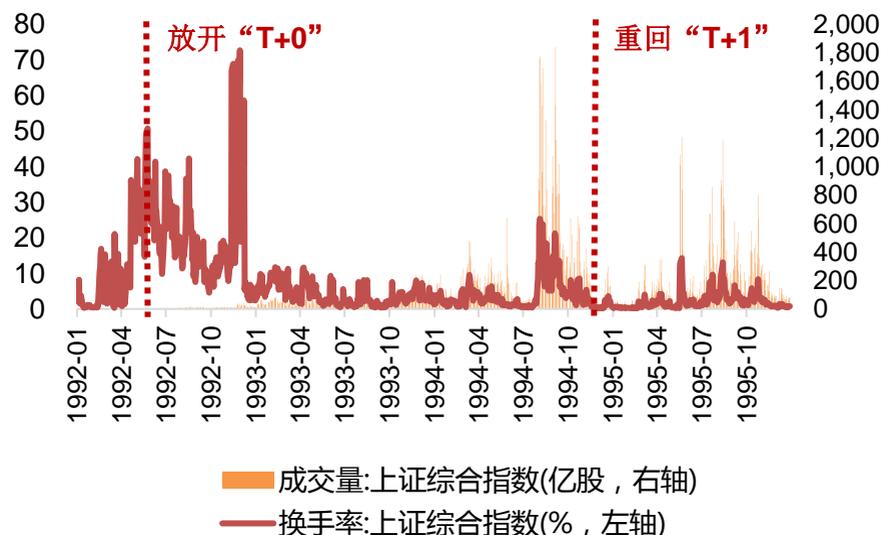
净佣金率持续下滑：2014年至2021年末，行业净佣金率由0.07%下降至0.024%。

我们认为2022年市场交投高景气度有望延续：1) 全面注册制；2) 北交所开市将对经纪业务带来利好；3) “T+0”（当日回转交易）等制度若能够落地，亦将提振市场活跃。

图：证券行业佣金率下滑趋势不减



图：实施“T+0”期间市场成交明显更为活跃



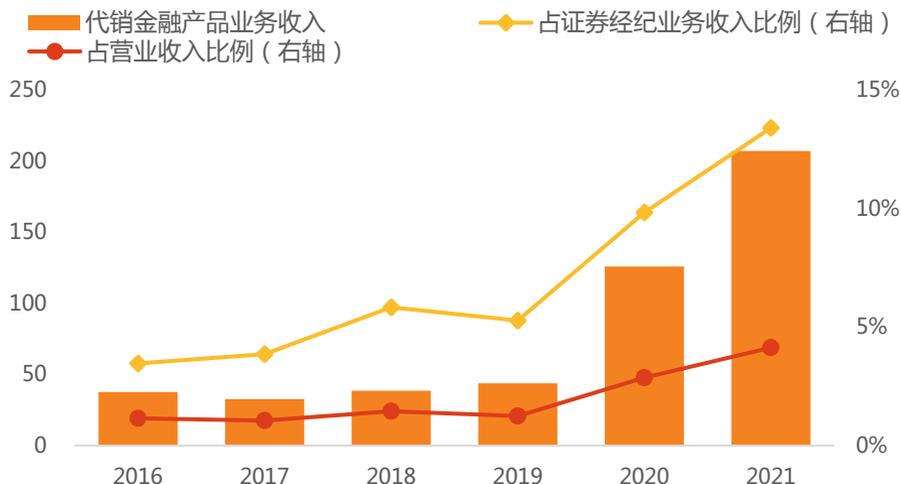
1.2. 券商业务框架与研究框架

➤ 经纪业务：代销金融产品收入占比显著提升，券商持续受益财富管理长逻辑

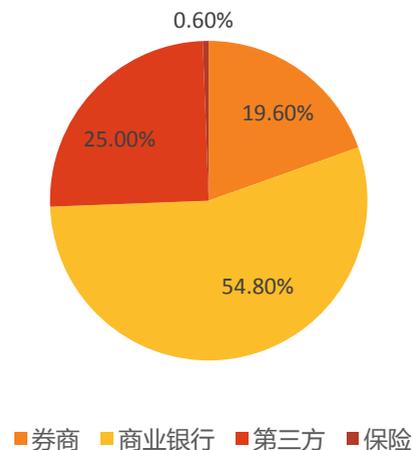
代销金融产品收入大增，收入占比显著提升。21年末行业合计实现代销金融产品业务净收入206.9亿元，同比+64.6%，增速远高于行业营收和利润增速，占证券经纪业务净收入的比重由2020年9.8%提升至13.4%，占行业营收比重则由2020年的2.9%提升至4.1%。

券商将持续受益财富管理长逻辑。截至22Q2，权益（股票+混合）基金销售保有量市场格局上，银行、券商及第三方保有量份额分别为54.8%、19.6%和25.0%。我们认为源于券商在权益投资方面天然的投顾能力优势，更适合非标准化、但费率更高的私募产品。券商将持续受益财富管理长逻辑，未来关注三大方向：1) 私募基金；2) 基金投顾；3) 券结基金。

图：行业代销金融产品业务收入情况（亿元）



图：权益公募保有规模前100名各类机构份额（22Q2）



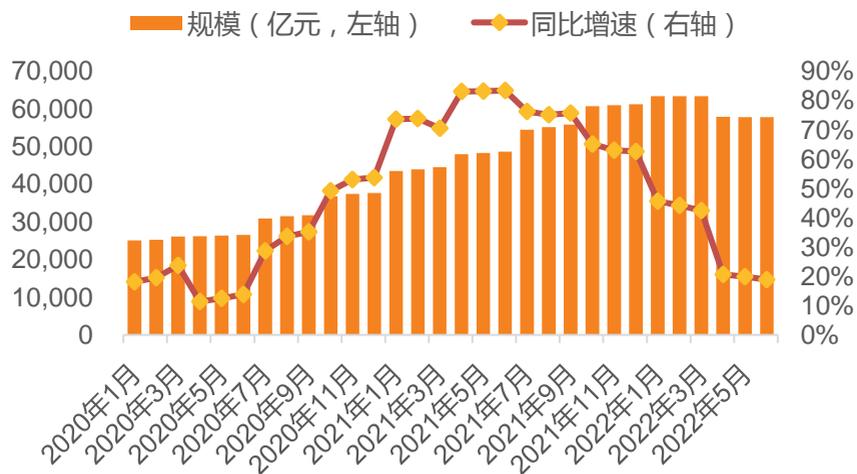
1.2. 券商业务框架与研究框架

➤ 经纪业务：代销金融产品收入占比显著提升——私募基金

私募基金规模高速扩张。截至2022年1月末，私募证券投资基金净值规模达6.34万亿元，较上年末增长3.6%。私募证券基金在2020Q4后高速增长，从2020年9月底的3.2万亿增长至2022年1月的6.34万亿，规模近乎翻倍。原因一方面在于高净值人群资产规模增长提速（年均CAGR从2016-2018年的7%提升至2018-2020年的15%），私募基金因追求绝对收益、风险控制和投资策略多元化、与客户利益高度绑定等原因更适配高净值客户需求，另一方面受近年财富管理行业的快速发展的驱动。

券商具备专业的投顾人员及体系、优势的投研能力，相对其他渠道在私募代销上具备更强竞争力和话语权。

图：私募证券投资基金高速发展



图：各类型机构投顾专业能力比较

类型	自身投研能力	投顾服务经验
基金公司	强：资产管理经验丰富，拥有FOF产品管理经验，投研团队能力强	较弱：新建体系，投顾团队人数相对较少，前期以智能投顾为主。
证券公司	强：拥有财富管理经验，自身投研能力较强	强：多年证券投顾服务经验，有相对专业的团队
银行	较强：擅长固收类投资，权益投资	强：多年理财顾问服务经验，团队构建成熟
第三方销售机构	较弱：销售机构，自身投研能力弱	较强：智能投顾为主，主要通过IT技术来实现服务

1.2. 券商业务框架与研究框架

➤ 经纪业务：代销金融产品收入占比显著提升——基金投顾

基金投顾迎来新一轮扩容。截至22年8月10日，已有30家证券公司获得基金投顾业务资质，目前基金投顾市场正迎来全面规范，未来牌照将决定“顾问”资格，券商已取得先发优势。

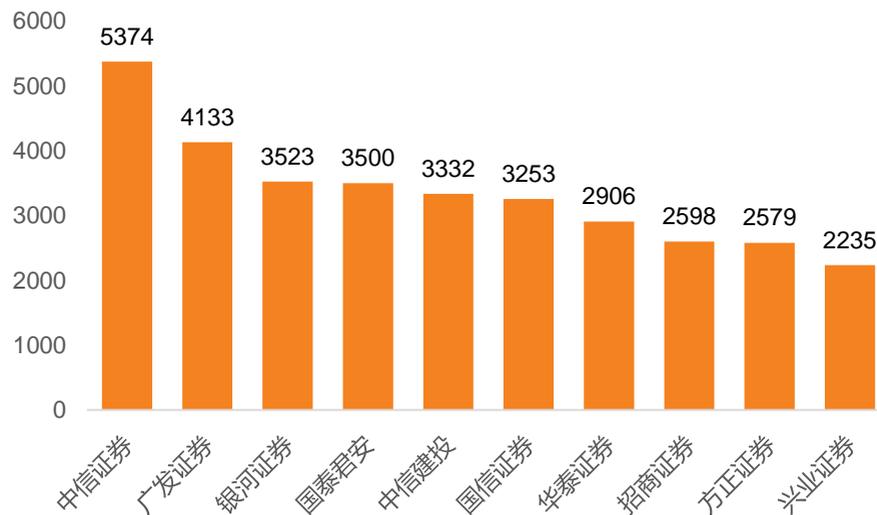
券商开展基金投顾业务具备优势。券商完整的业务链条可提供差异化的产品；投顾队伍经验较为丰富，优秀的投顾能够给客户提供投研服务；净值型客户基础相对扎实，客户风险偏好高于其他机构的客户。

图：获基金投顾资质券商名单

获批时间	具体名单
2020年2月29日	国君、华泰、申万、建投、银河、中金、国联
2021年6月25日	兴业、招商、中信、国信、东方、安信、浙商
2021年7月2日	东财、光大、平安、中银、山西、东兴等11家
2021年7月9日	华西、华宝
2021年8月10日	渤海

注：华创证券、中金财富亦获得基金投顾牌照，但未公开获得时间。

图：头部券商持牌投顾数量（人）



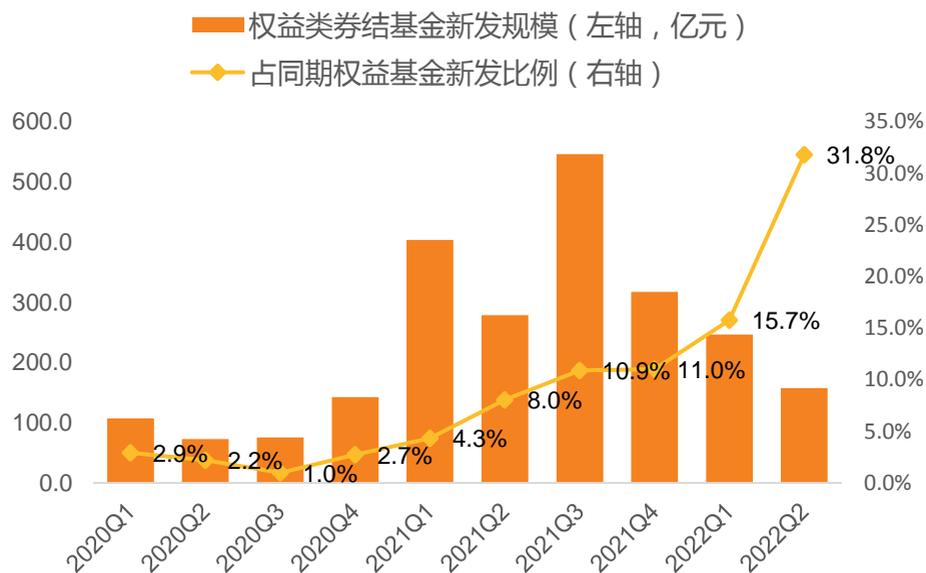
1.2. 券商业务框架与研究框架

➤ 经纪业务：代销金融产品收入占比显著提升——券结基金

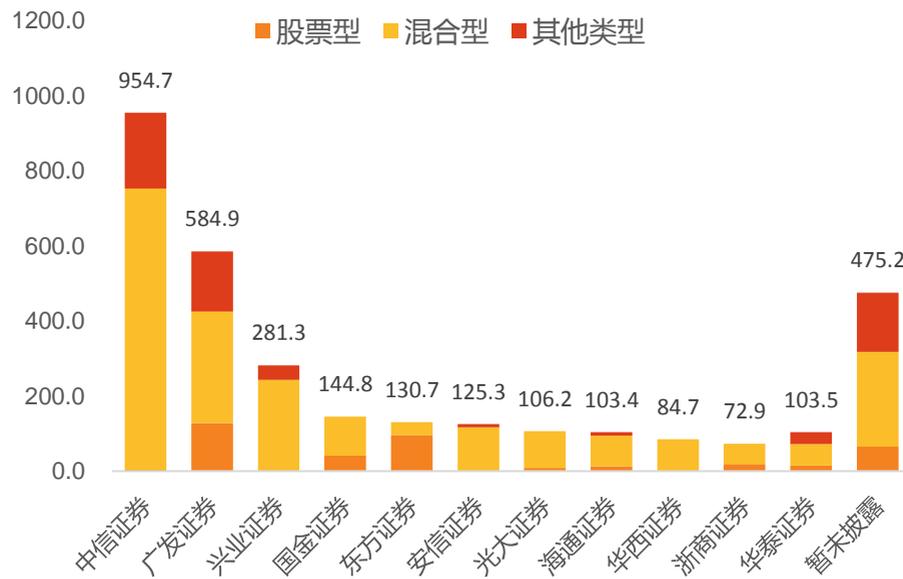
券结基金正兴起，2021年以来扩张加速。2021年权益类券结基金新发1545亿元，同比+289%，占同期权益类基金新发达7.5%，较上年提高5.5pct；2022年以来受市场环境影响，权益基金新发规模大幅下降，但券结基金占比已提升至31.8%（22Q2）。

券商在帮助公募做大保有的同时，可获得更多的佣金激励和业务机会，并以定制产品提升财富管理的影响力。截至22Q2，中信、广发、兴业等已在券结基金上取得先发优势。

图：权益类券结基金新发规模



图：广发、兴业在券结基金上率先布局（亿元）



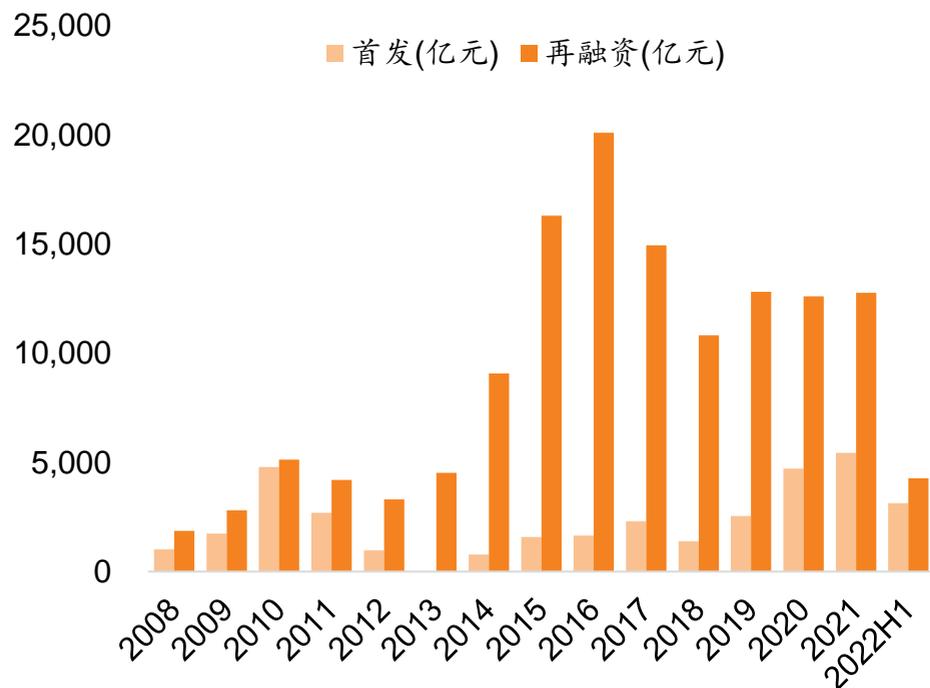
1.2. 券商业务框架与研究框架

➤ 投行业务：机构业务客户流量入口，风控未来将决定业务发展下限

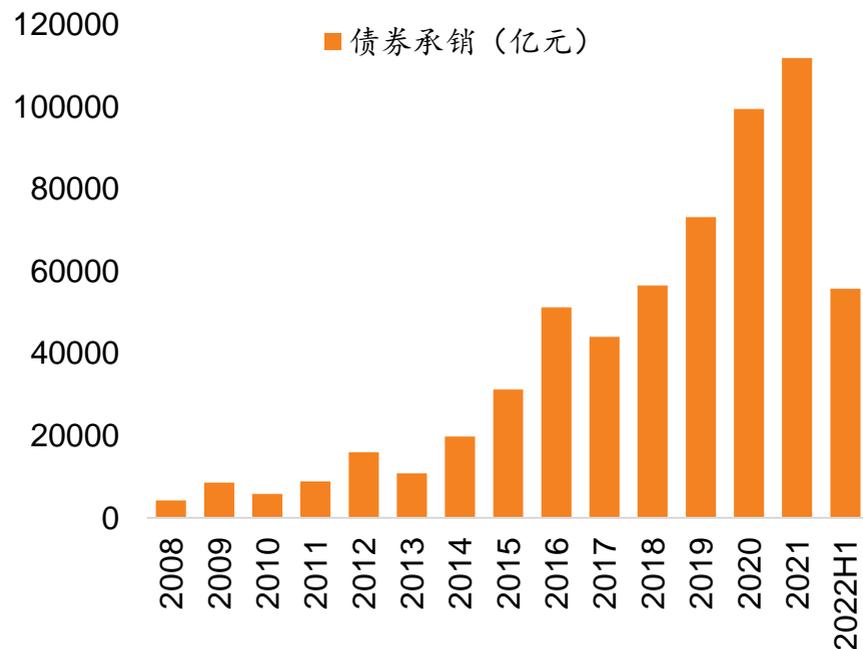
(1) 核心盈利模式：券商通过承销保荐赚取佣金收入，通过并购重组赚取财务顾问费用。

(2) 承销保荐业务关注指标：承销规模、承销费率，短期内业绩变量关注项目储备，中长期看费率提升。

图：股权承销规模（2008年至2022H）



图：债券承销规模（2008年至2022H）



1.2. 券商业务框架与研究框架

➤ 投行业务：机构业务客户流量入口，风控未来将决定业务发展下限

(3) 监管政策变化是影响股权融资业务的重要因素。

表：2019年以来投行业务松绑政策

时间	部门/主角	政策/事件
2019-01-23	中央全面深化改革委员会	通过设立科创板并试点注册制总体实施方案，审议通过《在上海证券交易所设立科创板并试点注册制总体实施方案》《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》
2019-10-18	证监会	《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》
2019-10-25	证监会	启动全面深化新三板改革
2019-12-28	全国人大常委会	《中华人民共和国证券法》
2020-02-14	证监会	再融资新规出台，发行条件放松

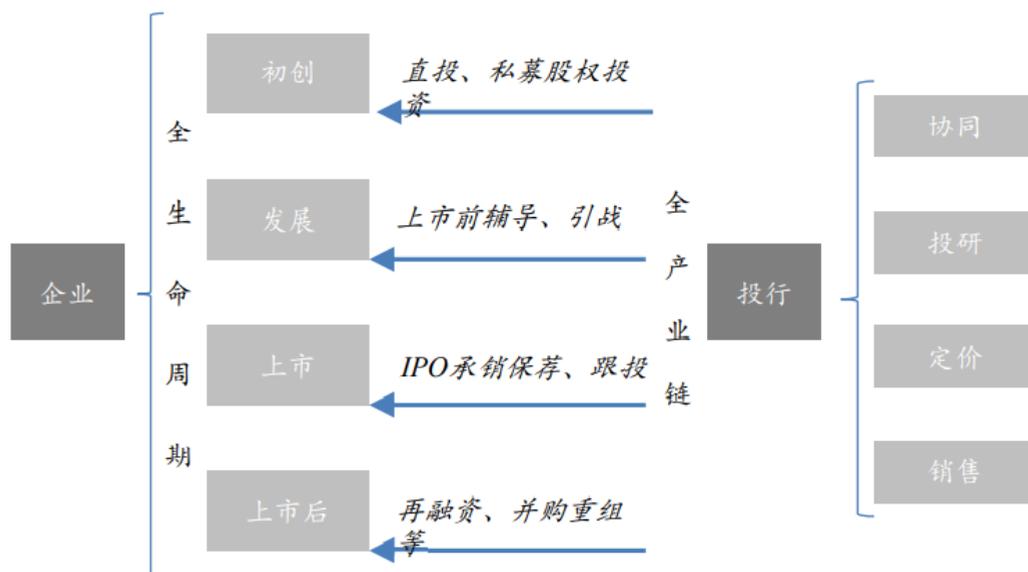
1.2. 券商业务框架与研究框架

➤ 投行业务：注册制重塑投行生态体系

趋势一：投行业务体系向“行业专业化”转型的趋势加深。传统的固化思维对新经济企业未来的价值判断缺少敏锐度，未来要找到好企业、好项目，需要先深入了解相应的行业和细分领域。

趋势二：全产业链服务能力要求提升。对新兴企业的储备和孵化将成为投行下一阶段竞争的关键点。科创板跟投方面，2021年7月首批跟投（2019年7月22日）券商锁定期即将届满前，46家上市券商合计跟投浮盈共计达238.62亿元，其中中金和海通浮盈规模排名第二、第三，分别达30.29亿元、29.65亿元。

趋势三：投行业务体系要逐渐适应注册制下市场化的定价发行方式，与其他业务体系的协同能力要求提升。市场化的定价发行，除依靠“行业专业化”外还需要研究资源、销售资源和投行业务体系多方的有效协同。研究部门要为投行提供研究和定价上的技术支持，资本市场部门与投资者就定价充分博弈。



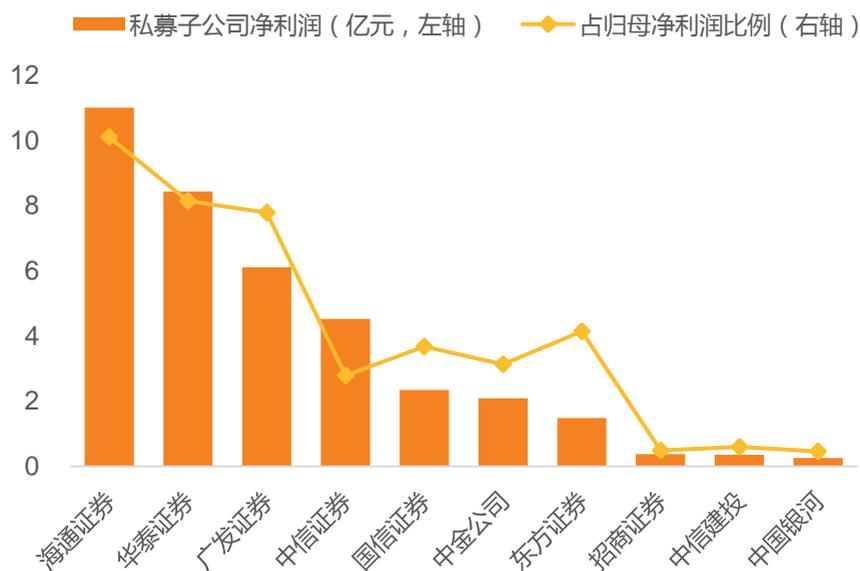
1.2. 券商业务框架与研究框架

➤ 投行业务：投行+PE 下，私募股权业务业绩持续兑现

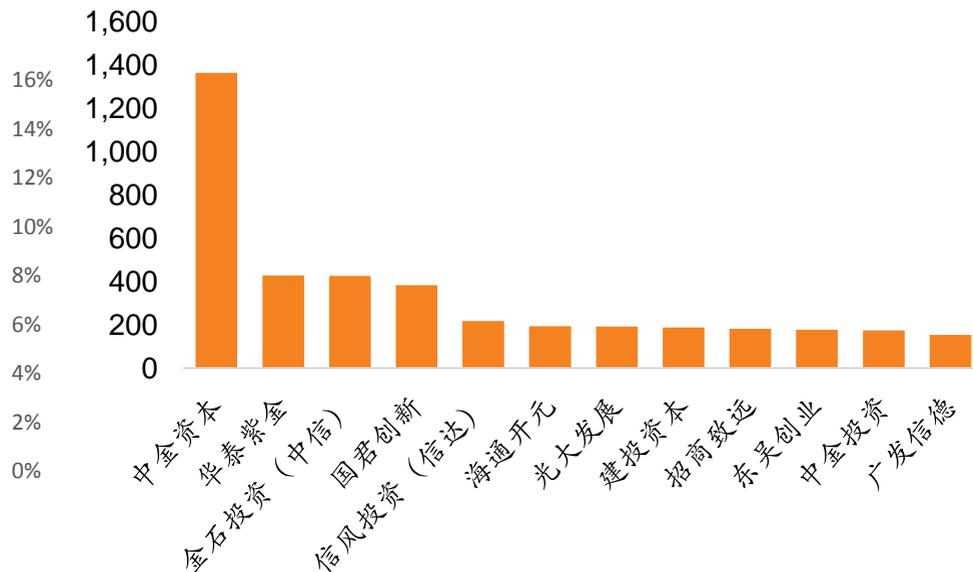
私募子公司贡献增量利润。2021年上半年，海通、华泰、广发私募子公司利润贡献较高，分别达11.0亿元、8.4亿元、6.1亿元，占同期归母净利润比例分别为13.5%、10.9%、10.4%。

预计2022年私募股权业务有望加速兑现。券商从私募股权业务获取的利润来源主要为管理费及业绩报酬，其中业绩报酬在项目退出后实现，业绩兑现相对滞后。22Q2，中金、华泰、中信私募子公司月均管理规模领先，分别达1363亿元、428亿元、427亿元，后续项目退出将有望提升整体业绩。

图：21H1私募子公司业绩贡献



图：22Q2券商私募子公司月均管理规模（亿元）



1.2. 券商业务框架与研究框架

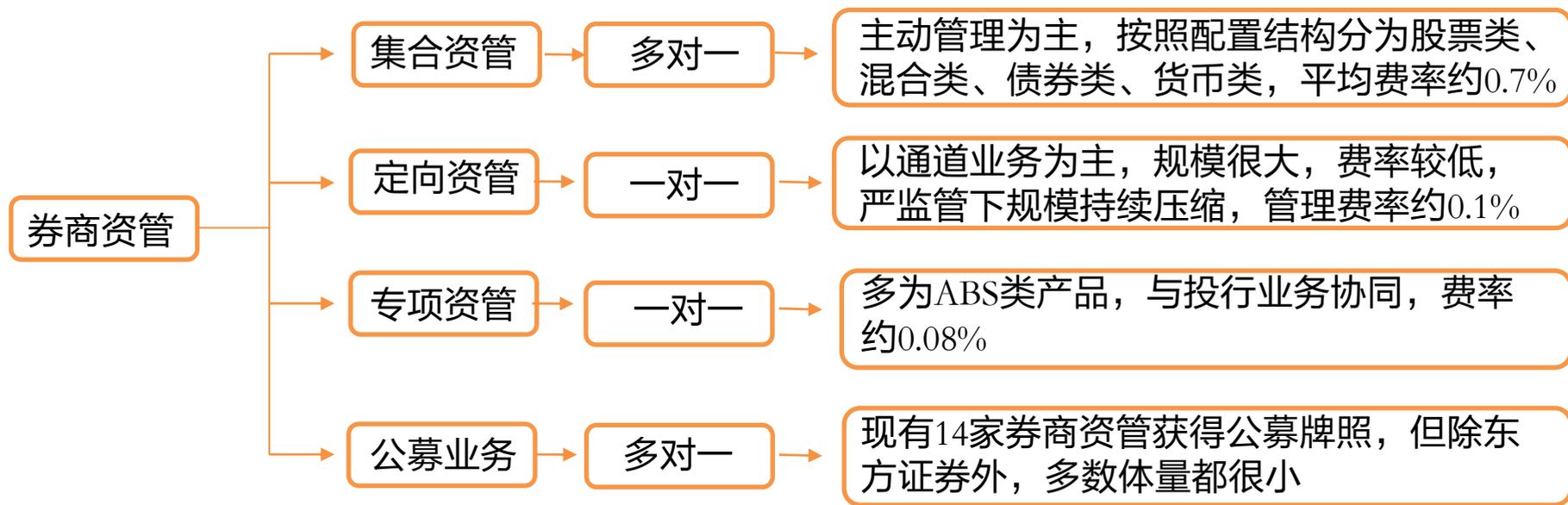
➤ 资管业务：严监管影响边际减弱，轻装上阵承担产品创设功能

(1) 核心盈利模式：券商通过代理客户管理资产，赚取管理费和超额收益。

(2) 资管业务分类：集合资管、定向资管、专项资管以及公募业务。

(3) 集合资管业务的资产配置结构决定管理费率，通常是股票型>混合型>债券型>货币型。集合资管产品的设计允许券商获取超额收益，这使得该业务具备一定的业绩弹性。

图：券商资管产品类型



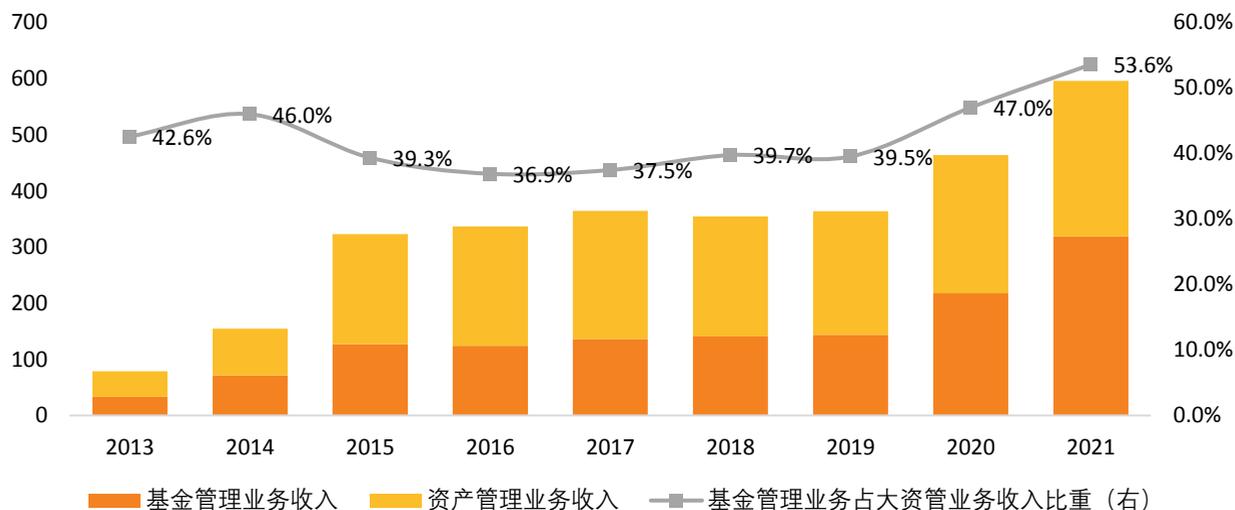
1.2. 券商业务框架与研究框架

➤ 资管业务：公募基金收入贡献资管增量，东方广发优势明显

(4) 来自于券商资管、公募基金、私募股权投资基金、另类投资子公司业绩成为券商业绩稳定器。

券商控股头部公募，基金管理业务收入贡献突出。目前头部基金公司大部分由券商控参股，2021业绩排名前十的基金公司中就有7家属于券商系，部分券商系公募业绩对其上市券商母公司的业绩贡献突出。不考虑未纳入合并报表的基金子公司(此部分收益计入长期股权投资的投资收益)，2021券商资管业务收入里基金管理收入贡献就已达54%。

图：券商基金管理业务净收入及占比



1.2. 券商业务框架与研究框架

➤ 资管业务：公募基金收入贡献资管增量，东方广发优势明显

纳入参股的基金公司考虑，以持股比例和公募利润进行粗略计算统计，公募子公司业绩贡献度较高的上市券商有东方、长城等，绝对额上，东方、广发、华泰旗下公募业绩贡献较高。

图：2021年上市券商参控股基金公司情况（亿元）

证券公司	2021年净利润 (亿元)	旗下控、参股公募基金公司业绩情况						
		控参股公募基金	持股比例	2021年净利润(亿元)	利润增速	利润贡献(亿元)	利润贡献度	合计贡献度↓
东方证券	53.71	汇添富基金	35.41%	32.63	27%	11.55	22%	49%
		东证资管	100.00%	14.38	78%	14.38	27%	
		长城基金	17.65%	1.65	4%	0.29	1%	
长城证券	17.66	景顺长城基金	49.00%	14.02	71%	6.87	39%	43%
		长城基金	47.06%	1.65	4%	0.78	4%	
第一创业	7.45	银华基金	26.10%	9.22	11%	2.41	32%	43%
		创金合信基金	51.07%	1.52	60%	0.77	10%	
西南证券	10.38	银华基金	44.10%	9.22	11%	4.07	39%	39%
兴业证券	47.43	兴证全球基金	51.00%	22.35	40%	11.40	24%	28%
		南方基金	9.15%	21.63	46%	1.98	4%	
广发证券	108.54	易方达基金	22.65%	45.35	65%	10.27	9%	23%
		广发基金	54.53%	26.07	43%	14.22	13%	
国海证券	7.65	国海富兰克林基金	51.00%	2.67	69%	1.36	18%	18%
东北证券	16.24	银华基金	18.90%	9.22	11%	1.74	11%	14%
		东方基金	57.60%	1.01	69%	0.58	4%	
招商证券	116.45	博时基金	49.00%	17.79	43%	8.72	7%	14%
		招商基金	45.00%	16.03	77%	7.21	6%	

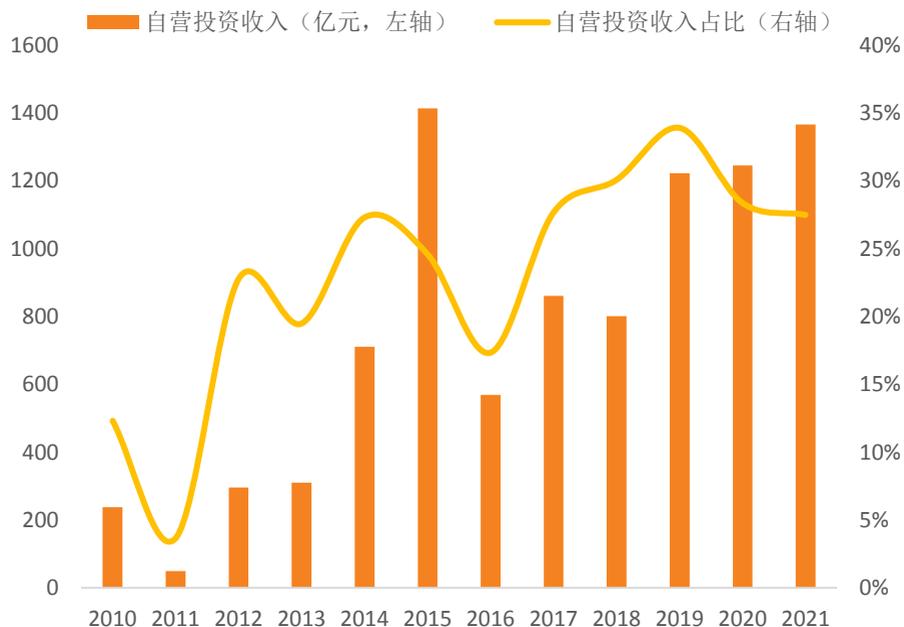
1.2. 券商业务框架与研究框架

➤ 自营投资业务：资本金决定收益上限，风险管理水平决定投资下限

(1) 核心盈利模式：券商运用自有资金进行股票和债券等金融工具投资，赚取投资收益，属于重资本业务。券商自营投资收益率与资本市场走势密切相关，周期性较强。

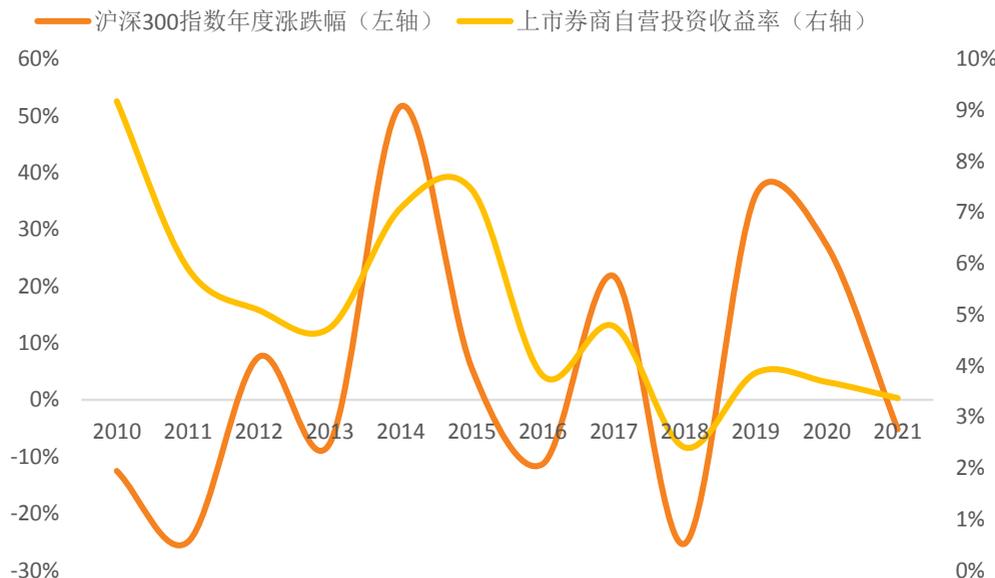
(2) 从资产配置结构看：券商自营投资资产以固收类产品为主。2021年41家上市券商自营权益类资产/净资本的平均值为20.81%，自营权益类资产/净资本的平均值为211.43%。

图：证券行业自营投资收入



注：2020年自营投资收入采用加总中证协公布的会员业绩排名中102家券商的证券投资收入计算，能够与2019年数据对应

图：上市券商自营收益率与股指走势



注：上市券商自营投资收益率=自营业务收入/自营资产规模
注：自营业务收入=投资收益-对联营企业、合营企业的投资收益+公允价值变动损益
注：自营资产规模=交易性金融资产+债权投资+其他债权投资+其他权益工具投资

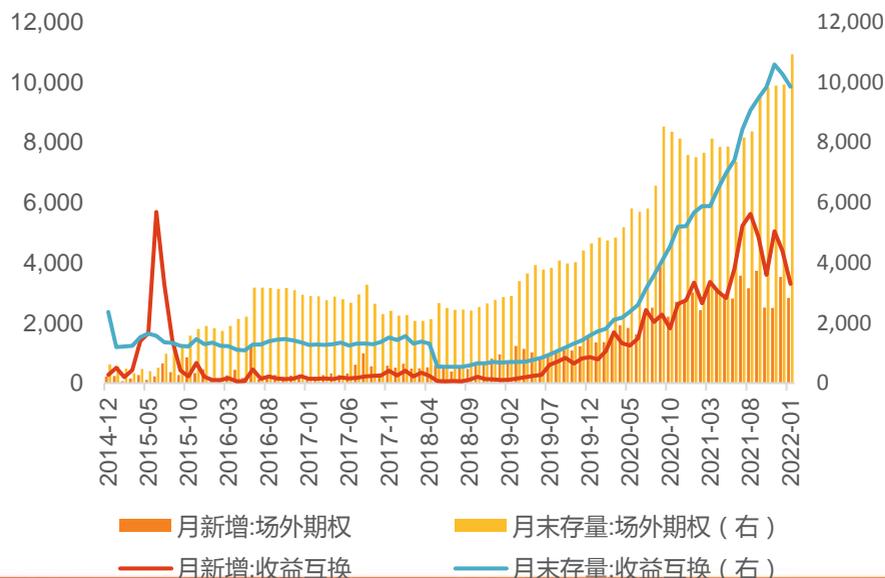
1.2. 券商业务框架与研究框架

➤ 自营投资业务：场外衍生品规模迅速增长，机构需求旺盛

2019年以来场外衍生品规模高速增长。截至22年1月，收益互换+场外期权存量规模达到20756.78亿元，年累计交易规模6124.49亿元，同比分别+57.7%、-3.52%，2019年以来规模保持高增长势头。

场外衍生品业务特点和优势：区别于传统受行情驱动业务（如方向性自营、经纪、两融），场外衍生品业务核心应用场景是为投资提供“保险”，券商通过卖波动率和对冲风险盈利，理论上任何行情下都能赚钱，打破了券商盈利的强周期性。同时不同于传统资本中介业务规模越大风险越高，场外衍生品业务交易中介、撮合对冲的业务属性，交易对手方越多、风险工具越丰富、业务规模越大，风险可控性越强。

图：2019年以来收益互换和场外期权名义本金余额大幅增加



图：SAC体系场外衍生品市场交易场所与主要产品



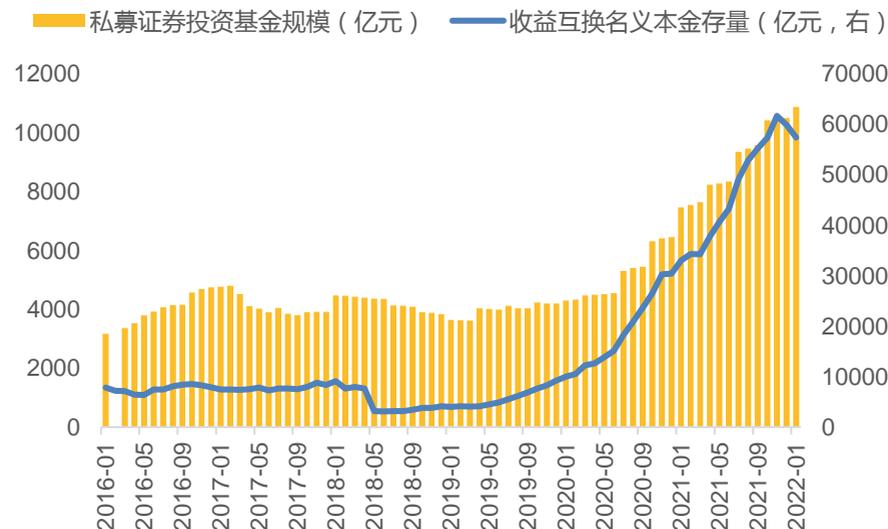
1.2. 券商业务框架与研究框架

➤ 自营投资业务：场外衍生品规模迅速增长，机构需求旺盛

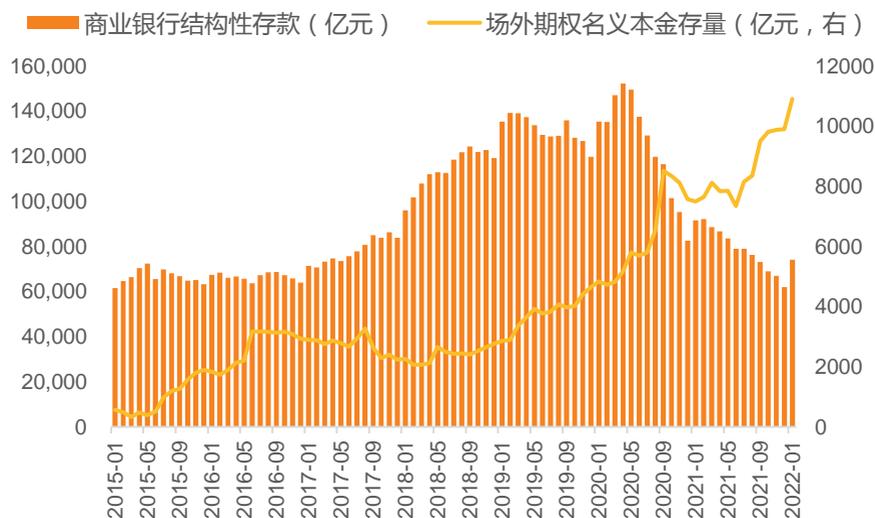
场外衍生品业务是典型的机构服务业务，私募和商业银行是券商场外衍生品业务的主要交易对手方。以新增名义本金2021上半年月均市占率来看：私募基金（47.8%）是收益互换的最大的交易对手方。商业银行（66.8%）是场外期权的最大的交易对手方。近三年，场外衍生品存量规模与两大业务对手方（私募证券基金、商业银行）产品规模的走势高度一致。

随着机构化的演进，越来越庞大的机构资金催生出的风险管理、策略组合等需求需要券商作为对手方承担更多的交易型资本中介角色。

图：私募证券基金规模与收益互换名义本金存量规模走势对比



图：商业银行结构性存款与场外期权初始名义存量对比



1.2. 券商业务框架与研究框架

➤ 自营投资业务：场外衍生品规模迅速增长，机构需求旺盛

机构化趋势带来的高成长性 + 业务特征带来的高集中度。

由于监管要求严格和场外衍生品业务的特点，导致场外衍生品业务将会长时间保持高集中度特征。2021年10月，场外衍生品业务年内新增名义本金前五名集中度高达74.6%，其中收益互换和场外期权的CR5集中度分别为87.1%、64.1%。

目前大多数券商战略趋同，以一级业务部门的组织体系先发布局，确立场外业务的重要性，其中中金、华泰较早设立一级部门且人力配置完善。华泰证券设立了金融创新部，专门做权益类场内外衍生品，中金公司EQ部门为境内外专业投资者提供“投研、销售、交易、产品、跨境”的一站式股票业务综合金融服务，申万宏源证券从2020年开始发力，2020年3月，申万宏源证券将衍生品业务团队从传统自营投资部门剥离，成立金融创新总部。

华泰证券、中金公司打造机构客户服务能力、风控能力、跨境能力等核心业务能力，积极采取业务举措，一是关注机构客户服务体系的完善，打造机构服务客户平台；二是注重境内外业务协同，搭建全球风险管理体系；三是持续积累银行客户、加大覆盖境外客户，拓展高资金体量客户。

供给端：高集中度

监管门槛严

由于场外衍生品业务的复杂性和高风险性，监管对券商的专业能力和风险管理水平的要求高，目前场外期权一级交易商仅8家。

资本规模要求高

场外衍生品业务需要进行风险对冲，对冲持仓需要消耗大量资金，规模越大静态对冲可能性越大，成本越低，大部分中小券商资本实力不足。

客群特点

国内大部分券商的客群特点是散户特征，真正很早开始培养机构客群的券商并不多。同时，机构客户比较依赖券商交易系统、参数数据等，且转换成本高，客户粘性大。

人才团队

国内资本市场真正懂场外衍生品的人才并不多，部分较早开展跨境业务的券商积累了不少有多年以上衍生品业务经验的人才，在交易定价能力和产品设计能力上处于领先地位。

1.2. 券商业务框架与研究框架

➤ 自营投资业务：场外衍生品规模迅速增长，机构需求旺盛

对比海外，当前我国投资者机构化发展程度、场外衍生品规模均远低于美国，在理财净值化、资本市场对外开放、高净值人群财富管理等风险管理需求下，场外衍生品市场发展空间广阔，券商经营场外衍生品业务具备高成长性基础。

假设我国2030年场外权益类衍生品的名义本金余额占上市公司总市值比重达到美国2020年的水平。乐观、中性两种情形假设下，2023年场外衍生品业务收入将达到639/449亿元，占行业收入比重达到9%/7%，2025年场外衍生品业务收入将达到1437/879亿元，占行业收入比重达到16%/10%。

需求端：高成长性

理财净值化

理财净值化后，银行理财和保险资管这类机构对稳定收益、平滑资产收益率有着强烈需求。

资本市场对外开放

资本市场的对外开放，QFII、RQFII等擅长衍生品业务以及偏好风险对冲的外资机构越来越多。

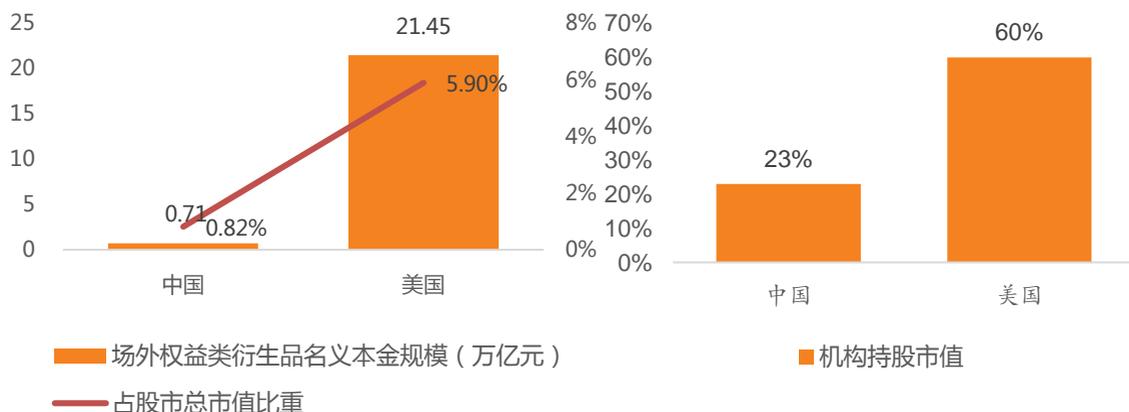
财富管理

随着财富管理转型的推进，越来越多机构通过资管计划对接衍生品协议来满足高净值客户对于定制化财富管理的需求。

海外比较

对比海外，场外衍生品由于具有定制化和高度灵活性特点，规模远大于场内，而国内正相反，随着机构化的推进，国内场外衍生品市场空间广阔。

图：中美场外权益类衍生品规模和机构化程度对比（2020年）

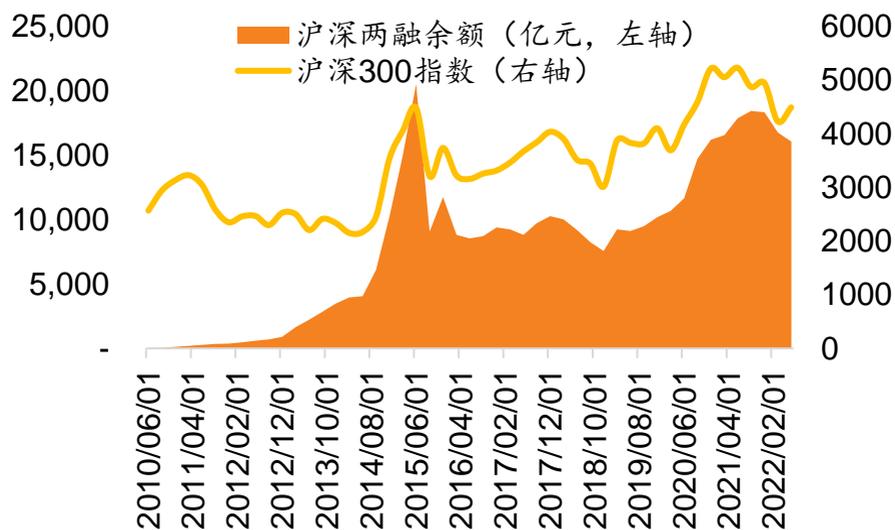


1.2. 券商业务框架与研究框架

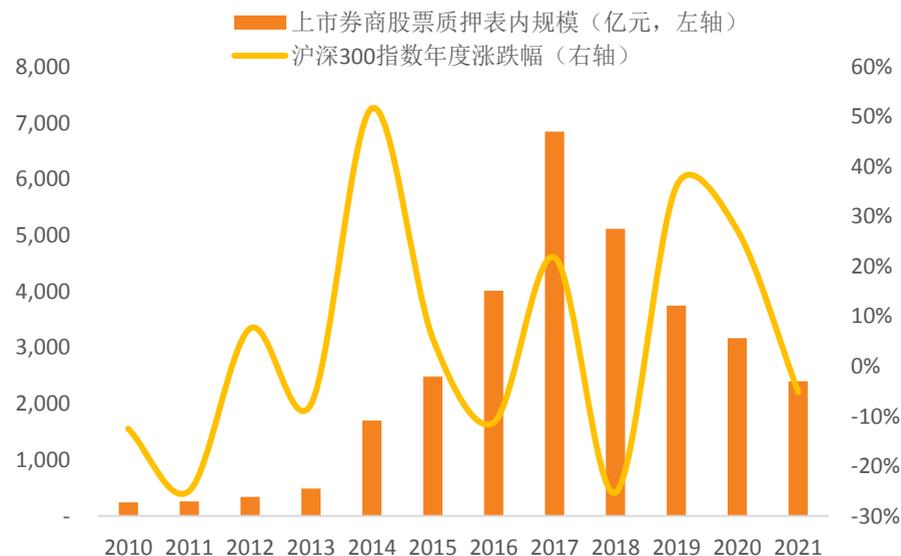
➤ 信用业务：周期性明显，负债端未来将决定盈利能力

- (1) 核心盈利模式：本质上为通过加杠杆赚取息差。
- (2) 业务类型：融资融券、股票质押、约定购回、保证金存款，以两融和股质为主。
- (3) 业务特征：两融属于顺周期业务，费率约为7%-8%，融券是未来增长点。股票质押具有一定的逆周期特征，随着股价下跌，质押物会发生贬值，因此隐含了一定的信用风险，费率约为6.5%-7.5%。

图：市场两融规模与股指走势



图：上市券商股票质押表内规模

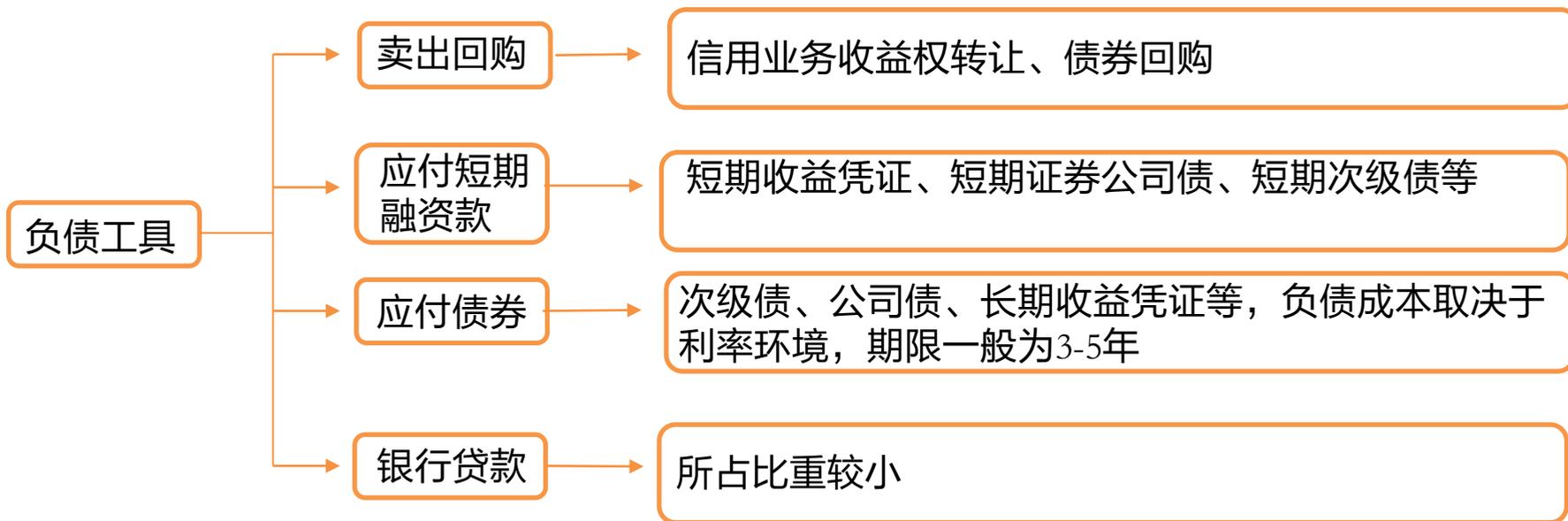


1.2. 券商业务框架与研究框架

➤ 信用业务：周期性明显，负债端未来将决定盈利能力

(4) 头部券商负债成本：相对于大型券商，中小券商抗风险能力弱，负债成本高。从负债工具来看，信用业务利息收入与利息支出在报表上并不完全对应。券商常见的负债工具包括卖出回购、应付短期融资款、应付债券、银行贷款等。

图：券商主要负债工具



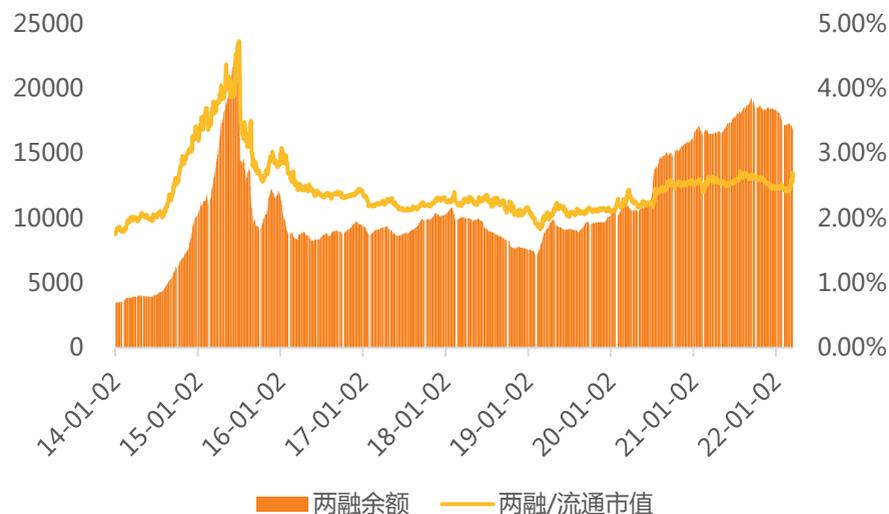
1.2. 券商业务框架与研究框架

➤ 信用业务：两融余额持续攀升，融券规模快速增长

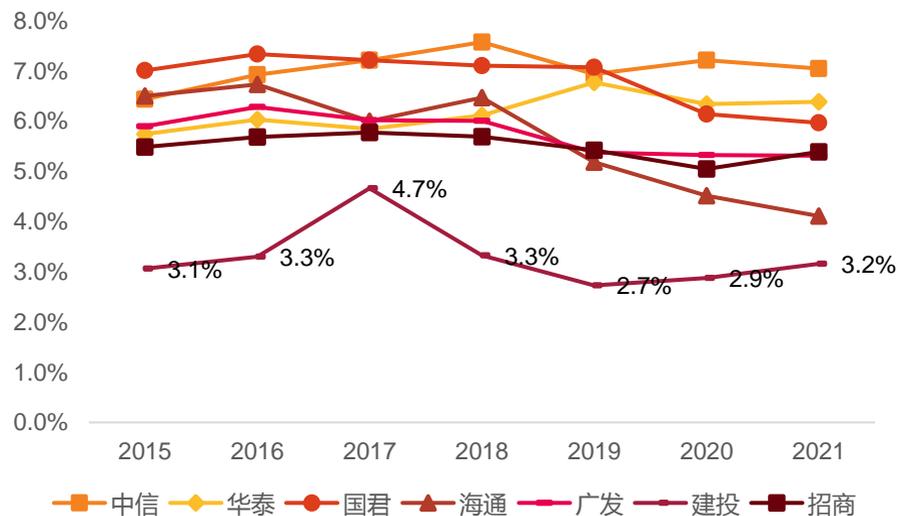
2022Q1上市券商合计实现净利息收入133亿元，同比-8%。截至2022Q1末，沪深两市两融余额达1.67万亿元，较年初-9%、较去年同期增加1%；占流通市值比重则达到2.50%，较年初提升7pct。

截至2022年8月1日，全市场两融余额16317亿元，较年初-11%，同比-10%。我们预计2022年随着市场扩容以及制度利好下两融渗透率有望提升，两融规模将持续向上。

图：两融余额持续提升



图：两融行业格局较为稳定（按融出资金计）



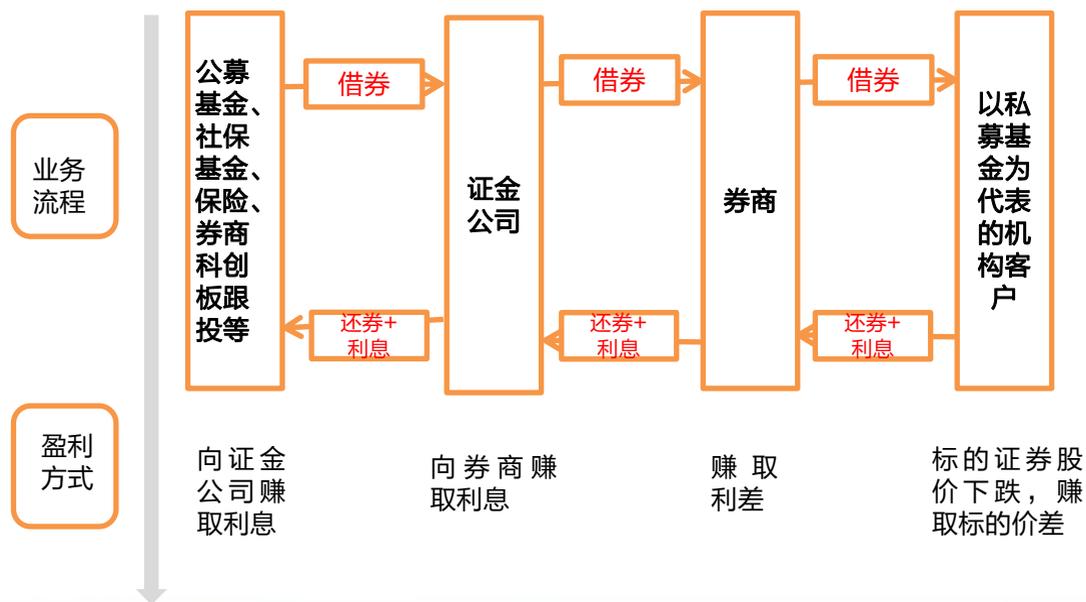
1.2. 券商业务框架与研究框架

➤ 信用业务：两融余额持续攀升，融券规模快速增长

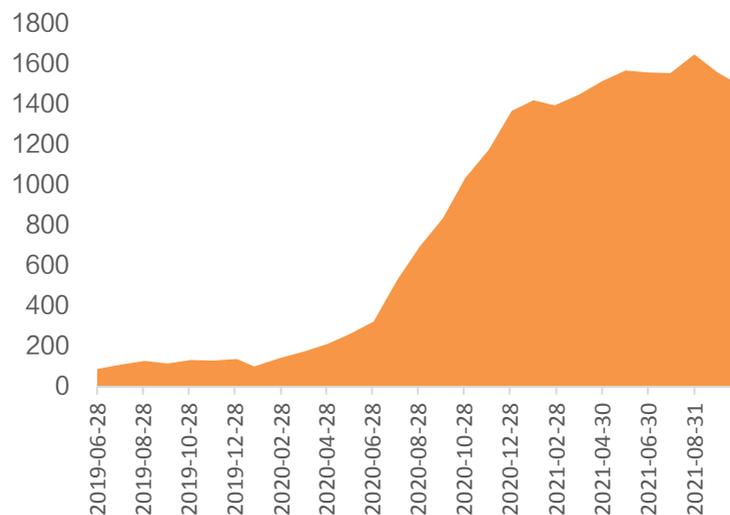
供给端驱动融券业务走向成熟，政策的松绑是关键。融券业务自2012年推出以来，规模增速较低。直至2019年7月，科创板首批公司上市，融券业务规模急速扩大。根据科创板转融通相关规定，企业自科创板上市首日即可作为融券标的。科创板新增战略投资者所持有的限售股可以参与借券，锁定期间出借券源可以为券商带来额外的收益。同时私募基金推动需求不断增加。

假设我国2030年融券余额与融资余额比例达到美国2020年的水平（35%），同时融资余额以30%的年复合增速增长，计算得出行业融券余额的未来十年年复合增速将达到48%。

图：融券业务流程及盈利方式



图：沪深两市融券余额（亿元）



1.3.盈利预测：预计2022年证券行业净利润为1963亿元，YOY+3%

我们预计2022年证券行业的营业收入5034亿元，同比+0%；净利润1963亿元，同比+3%。我们预计全行业ROE为7.5%，预计2022年末净资产为2.70万亿元，较2021年底增长5%。核心假设如下：

- ✓ 经纪业务：预计股基交易额在北交所设立后进一步提高，参考科创板，预计2022年全年A股股基成交额同比+5.0%，由于代销金融产品业务收入占比提升，一定程度对冲了佣金率的下滑，预计2022年全年股基交易佣金率为万分之二点二三，较2021年下降7.9%。2022年全年实现经纪收入1294亿元，同比减少3%。
 - ✓ 投行业务：假设股权融资规模较2021年增加5%，股权承销费率提高0.84pct，债券承销规模增加10%，债券承销费率降低0.02pct。2022全年实现投行收入887亿元，同比增加27%。
 - ✓ 资管业务：资管业务规模降低4.0%，综合管理费率保持稳定。2022全年实现资管收入305亿元，同比减少4%。
 - ✓ 信用业务：日均两融余额增加5%，股票质押规模延续2021年下降幅度，息差维持不变。2022全年实现利息净收入647亿元，同比增加3%。
 - ✓ 投资业务：预计2022年投资规模持续增长，证券投资规模和股权投资规模分别增加5%；2022年证券投资收益率和股权投资收益率分别下降0.55pct和2.06pct。预计2022年实现投资收益1223亿元，同比减少10%。
- 预计2022年行业利润率提升1pct、净资产增加5%。

1.3.盈利预测：预计2022年证券行业净利润为1963亿元，YOY+3%

表：证券行业盈利预测（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022H1	2022E
经纪业务	787.63	1,161.10	1,338.28	574.44	1,294.25
投行业务	482.65	672.11	699.83	308.47	886.51
资管业务	275.16	299.60	317.86	140.08	305.15
利息净收入	463.66	575.00	626.82	293.11	647.30
投资收益	1,221.60	1,244.54	1,365.12	446.64	1223.29
其他收入	374.13	532.44	676.19	255.56	677.53
营业收入	3,604.83	4,484.79	5,024.10	2,018.30	5,034.01
营收增速	35%	24%	12%	-13%	0.2%
净利润	1,230.95	1,575.34	1,911.19	706.41	1,963.27
净利增速	85%	28%	21%	-22%	3%
净资产	20,200	23,100	25,700	26,471	26,985
ROE	6.3%	7.3%	7.8%	2.7%	7.5%

Part 2 保险研究框架

2.1. 保险行业的逻辑框架（定性）

➤ 保险公司的业务逻辑：

- （1）保险产品定价（即产品的费率拟定）
- （2）获取保费（同时提取“保险责任准备金”）
- （3）产生费用（包括内勤费用、外勤费用）
- （4）产生赔付（即给客户的利益）
- （5）投资收益（即保险资金运用）

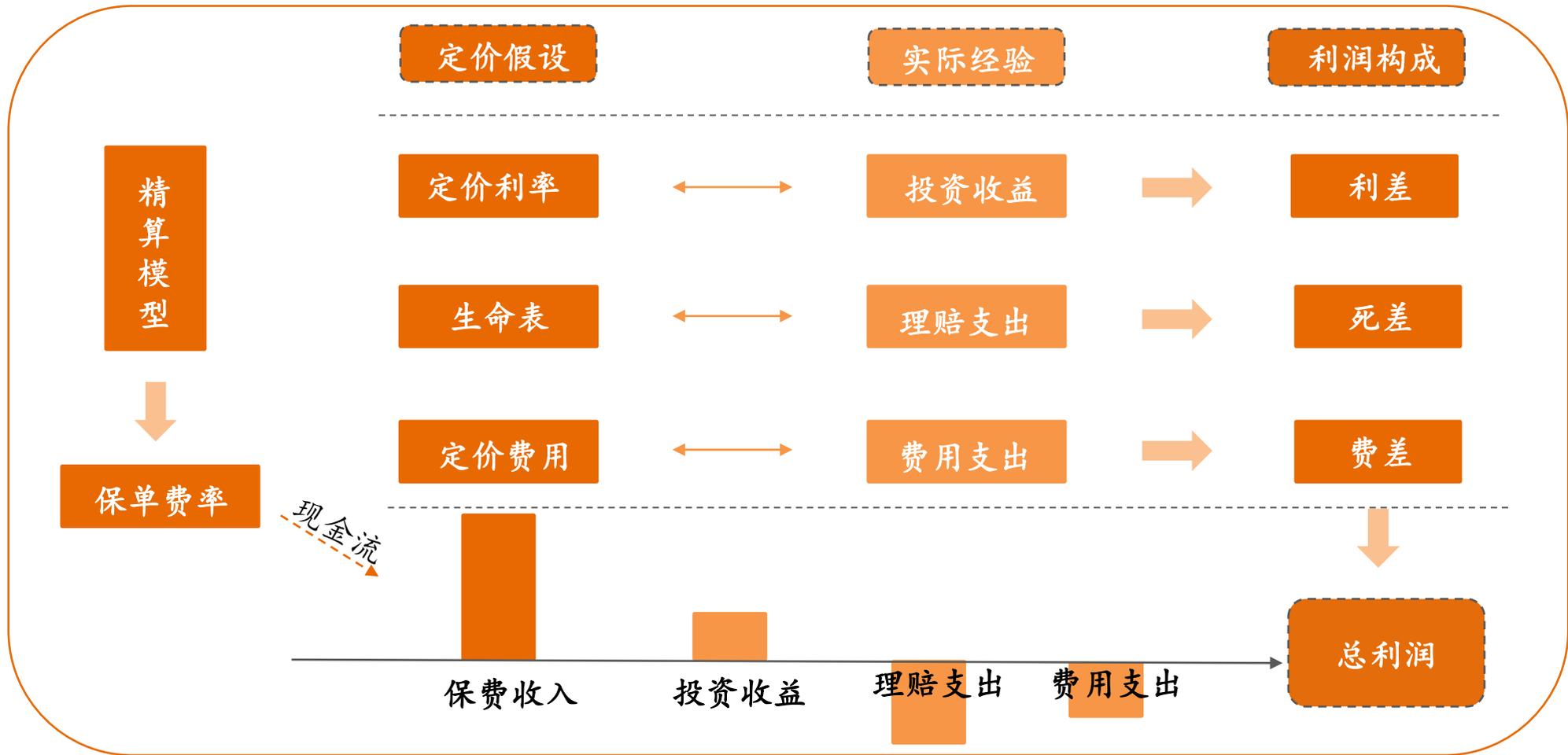
◆ 税前利润 = (2) + (5) - (3) - (4)

◆ 保险公司的利润来源：

- A、**销售能力**，即销售“低负债成本”的复杂保单的能力 \longleftrightarrow **新业务价值（NBV）**
- B、**投资能力**，即获取超额投资收益的能力 \longleftrightarrow **投资收益率；利率、股市**
- C、**运营能力**，即费用管控与赔付管控的能力 \longleftrightarrow **营运偏差；费用率、赔付率**

2.1. 保险行业的逻辑框架（定性）

图：保险公司盈利模式



2.1.寿险行业的逻辑框架

- 一个重要的会计政策：“不能确认首日利得”。即，在保单销售的第一天，新保单不允许为保险公司产生利润。因此保险公司需要多提准备金，名为“剩余边际”。
- 一个重要的经营指标：“营运利润”。即扣除了短期投资波动、折现率变动影响之后的净利润（稳定性利润）。

◆ 营运利润 = 剩余边际摊销 + 净资产投资收益 + 息差收入 + 营运偏差及其他。

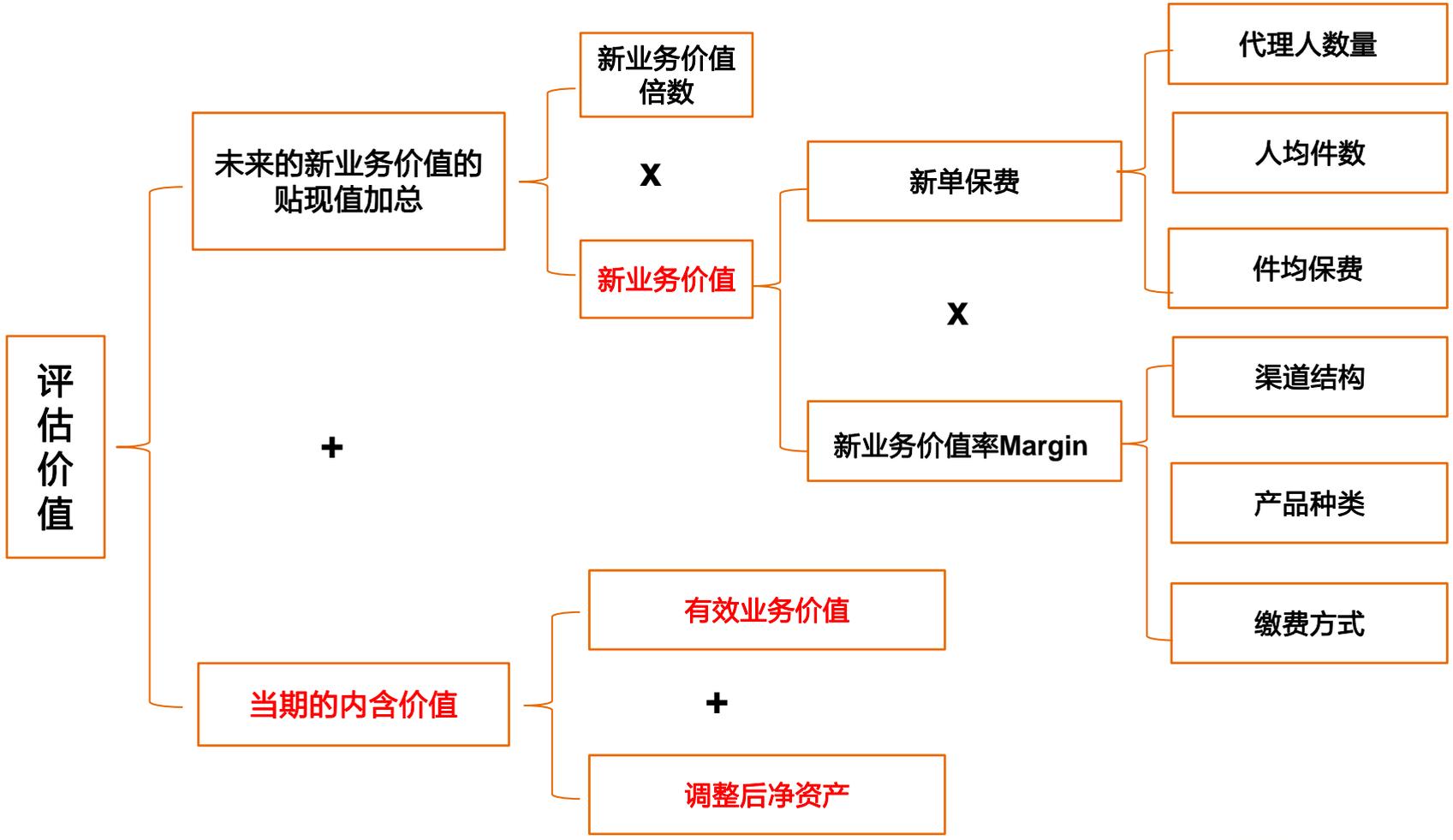
营运利润的稳定性较强，且与分红相挂钩，因此保险股的股息能够平稳增长，从而适用DDM估值方法。

目前应用营运利润（OPAT）的保险公司包括友邦保险、中国平安、中国太保。

2.1.寿险行业的分析框架一（EV框架）

保险公司的存量价值：内含价值是保单未来可分配利润的贴现值。

◆内含价值EV = 有效业务价值VIF + 净资产（调整后）



2.1.寿险行业的分析框架一（EV框架）

一、聚焦内含价值EV的可信度

有效业务价值VIF的本质是保险公司基于精算假设和DCF方法计算出来的“存量保单值多少钱”，因此有“可信度”问题。

➤ 精算假设是“黑箱”。所披露的精算假设主要包括：**1) 5%的长期投资收益率假设**；**2) 11%的风险贴现率假设**。

➤ EV折价的核心来源：**市场预期的长期投资收益率 < 5%的假设**。

➤ “市场预期的长期投资收益率”的核心影响变量：**市场预期的长端利率的未来趋势**。

◆因此，“市场预期的长端利率的未来趋势”是保险股PEV估值的核心影响因素。长端利率的短期走势会影响其长期预期

2.1.寿险行业的分析框架一（EV框架）

二、聚焦内含价值EV的成长性

增量EV =

(1) 期初EV的预期回报 + (2) 新业务价值NBV + (3) 营运偏差 + (4) 投资偏差 +
(5) 市场价值调整 + (6) 精算假设估计变更。

- 其中，稳定性部分包括（1）、（2）、（4）；强波动性部分包括（3）、（5）、（6）。（1）、（2）、（3）反映“成长性”，（4）、（5）反映“周期性”。
- （2）：**销售能力**，即销售“低负债成本”的复杂保单的能力。
- （4）+（5）：**投资能力**，即获取超额投资收益的能力。
- （3）：**运营能力**，即费用管控与赔付管控的能力。

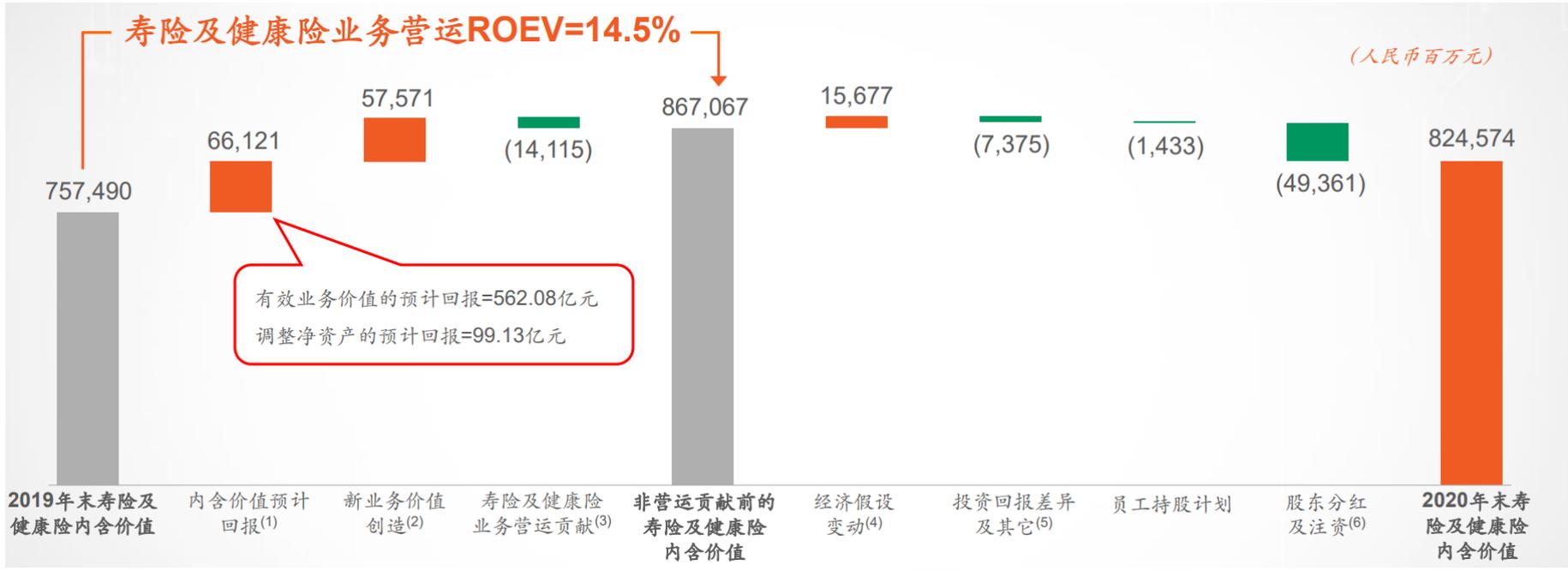
2.1.寿险行业的分析框架一（EV框架）

二、聚焦内含价值EV的成长性

增量EV =

- (1) 期初EV的预期回报 + (2) 新业务价值NBV + (3) 营运偏差 + (4) 投资偏差 +
- (5) 市场价值调整 + (6) 精算假设估计变更。

图：平安人寿的2020年EV变动图



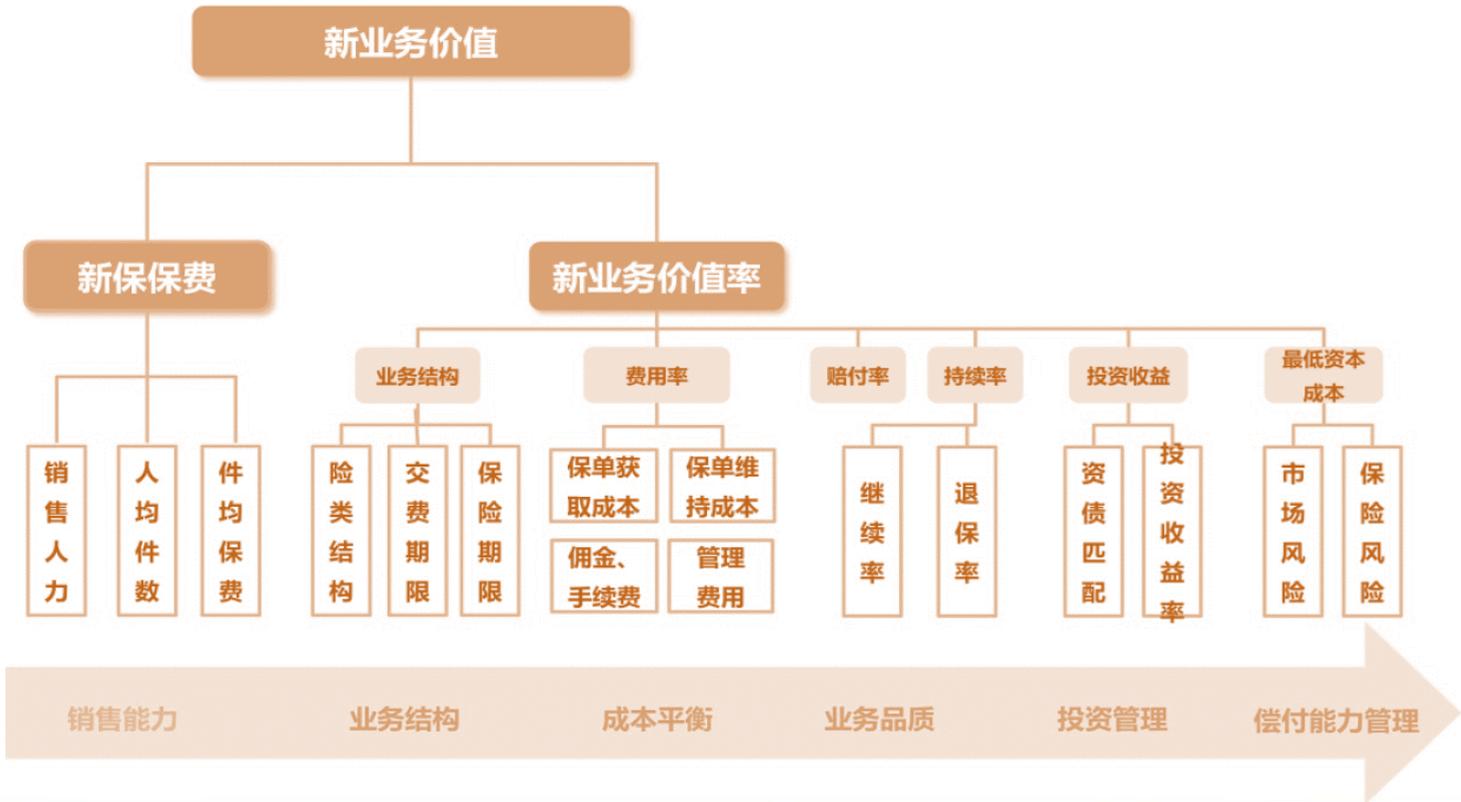
资料来源：中国平安业绩发布会报告，天风证券研究所

2.1.寿险行业的分析框架一（EV框架）

二、聚焦内含价值EV的成长性

寿险公司最重要的内部考核指标：新业务价值NBV。

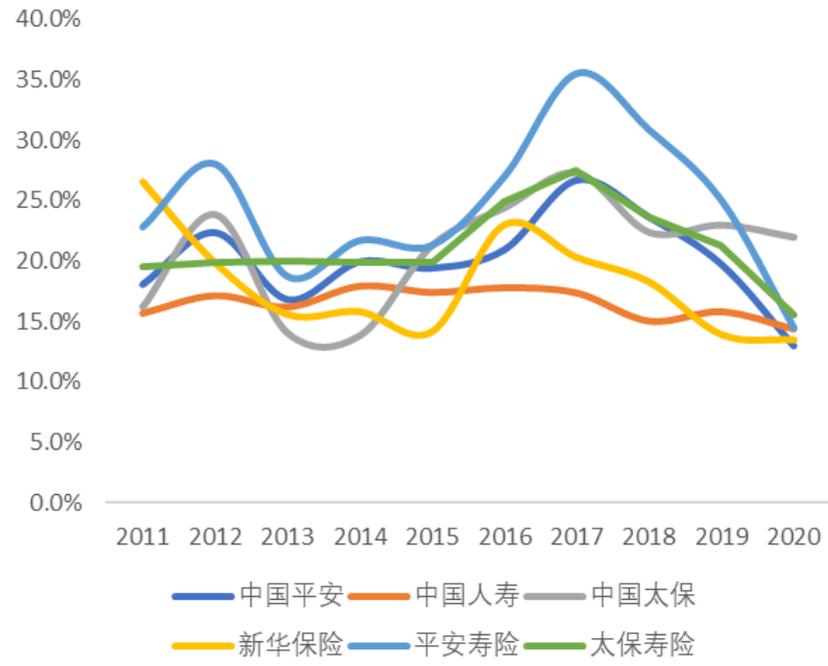
◆ “NBV的未来长期复合增速”是影响EV成长性（ROEV）的最核心指标。



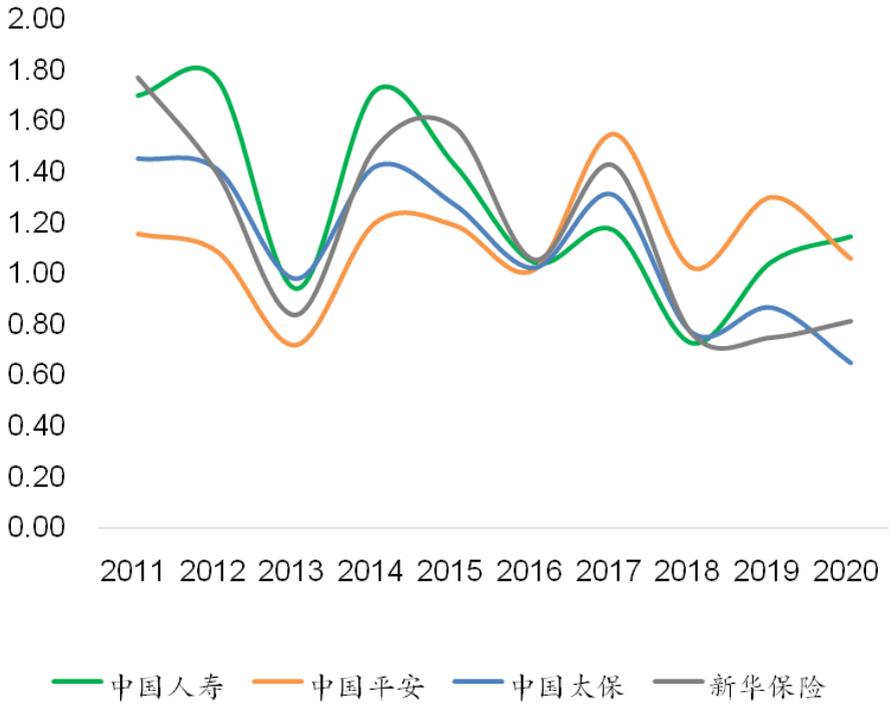
2.1.寿险行业的分析框架一（EV框架）

➤ 2011-2021年，平安、国寿、太保、新华的NBV年均复合增速分别为9.9%、8.9%、8.0%、5.3%。平安 > 国寿 > 太保 > 新华。

图：保险公司的ROEV



图：保险股A股的动态PEV（倍）



资料来源：公司财报，wind，天风证券研究所

2.1.寿险行业的分析框架二（ROE框架）

定义：投资资产规模为A、资产端的投资收益率为I、负债规模为L、负债成本为R、股东权益规模为E。

理论基础：税前利润 = 净资产 × 投资收益率 + 负债对应的投资资产 × (投资收益率 - 负债成本)”

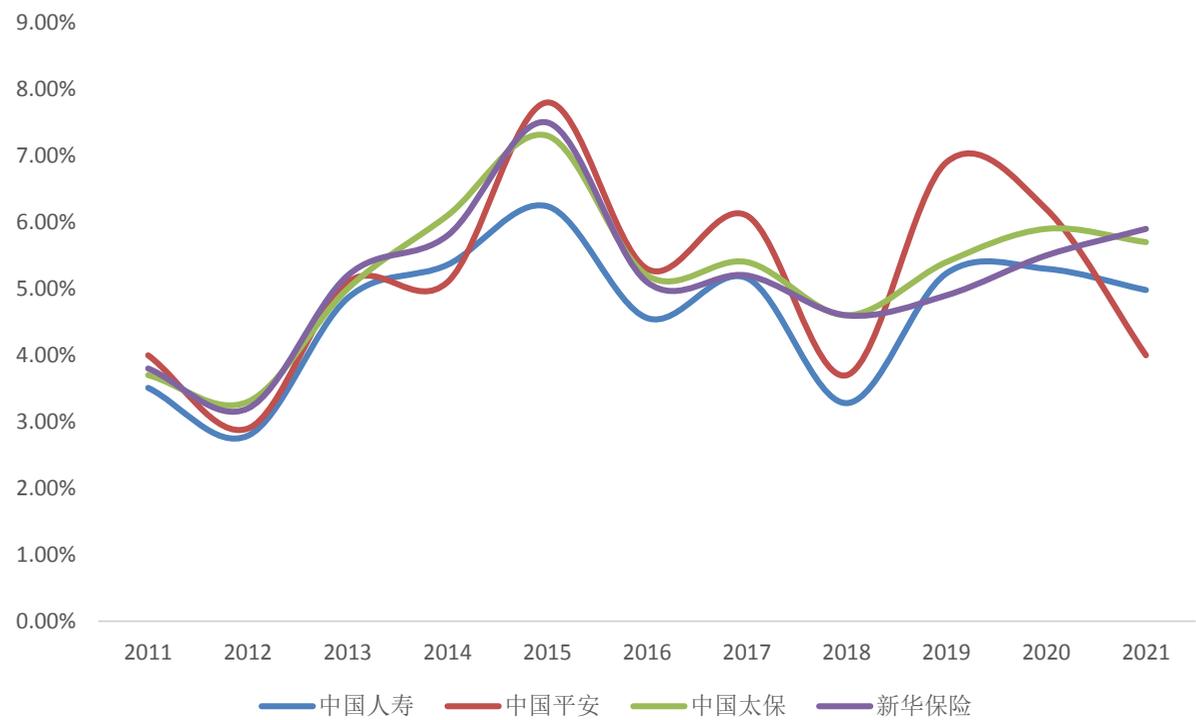
推导得出，税前ROE = I + (AE - 1) × (I - R)。

- 投资收益率 I：投资能力。
- 负债成本 R：销售能力 + 运营能力，即产品定价、保单结构、费用水平、赔付水平。
- 杠杆倍数 AE：销售能力。

2.1.寿险行业的分析框架二（ROE框架）

- 2011-2021年，平安、国寿、太保、新华的年均总投资收益率分别为5.71%、5.13%、5.76%、5.67%。另外，平安、太保的投资收益率的稳定性较强。

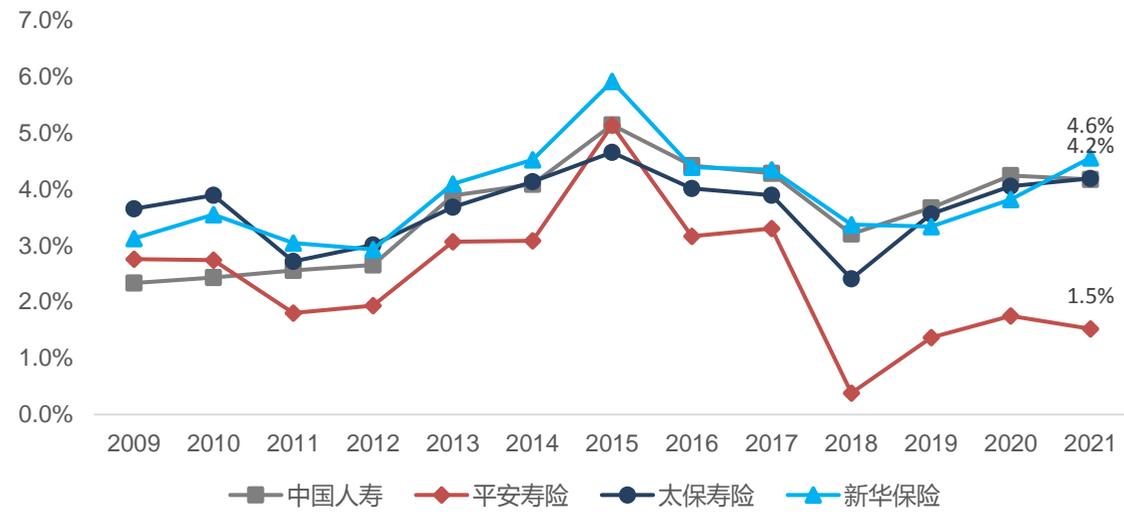
图：保险公司的总投资收益率



2.1.寿险行业的分析框架二（ROE框架）

- 2009-2021年，平安、国寿、太保、新华的负债成本（年均值）分别为2.5%、3.6%、3.7%、3.9%。2021年负债成本分别为1.5%、4.2%、4.2%、4.6%。
- 2011-2015年，上市保险公司的负债成本持续上行并于2015年达到顶峰。2016年后，负债成本开始明显向下，预计后续将保持相对平稳。

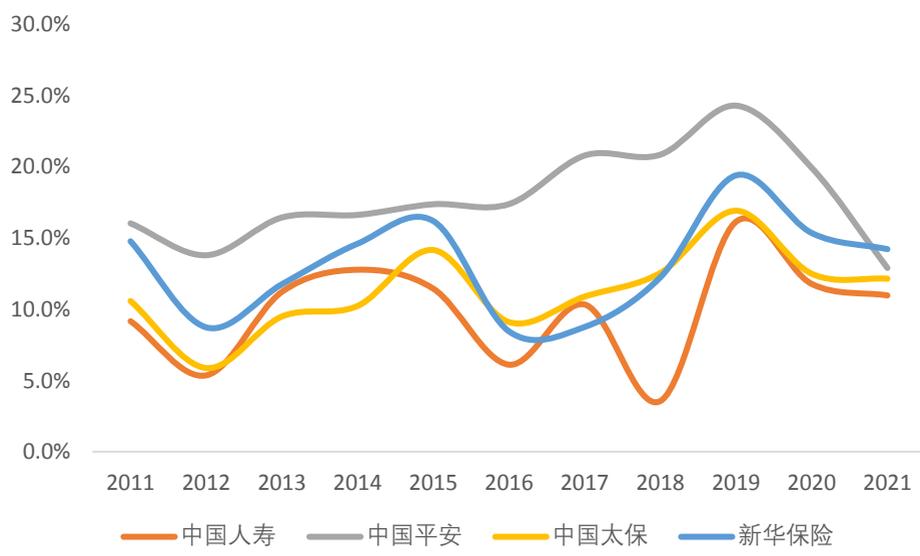
图：保险公司的负债成本



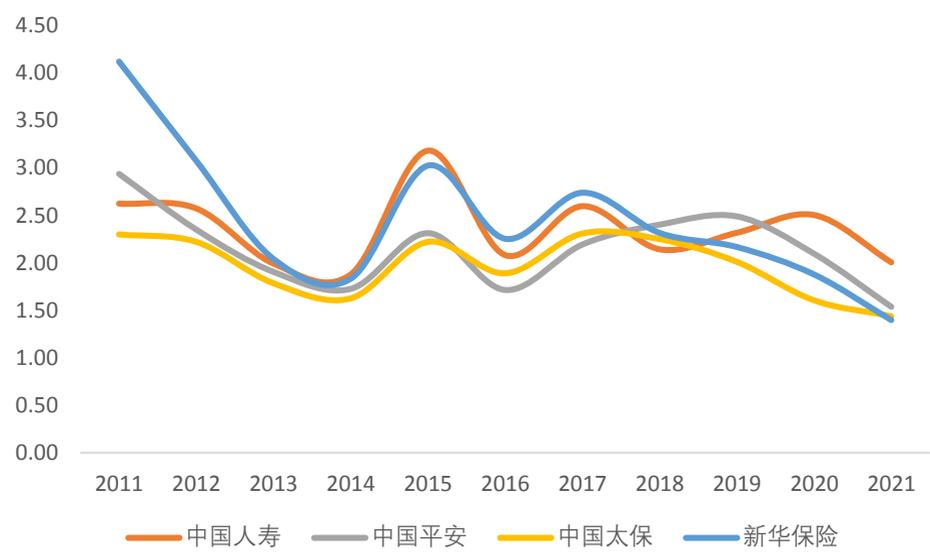
2.1.寿险行业的分析框架二（ROE框架）

➤ ROE趋势与PB趋势的方向趋同。

图：保险公司的ROE



图：保险股A股的动态PB（倍）

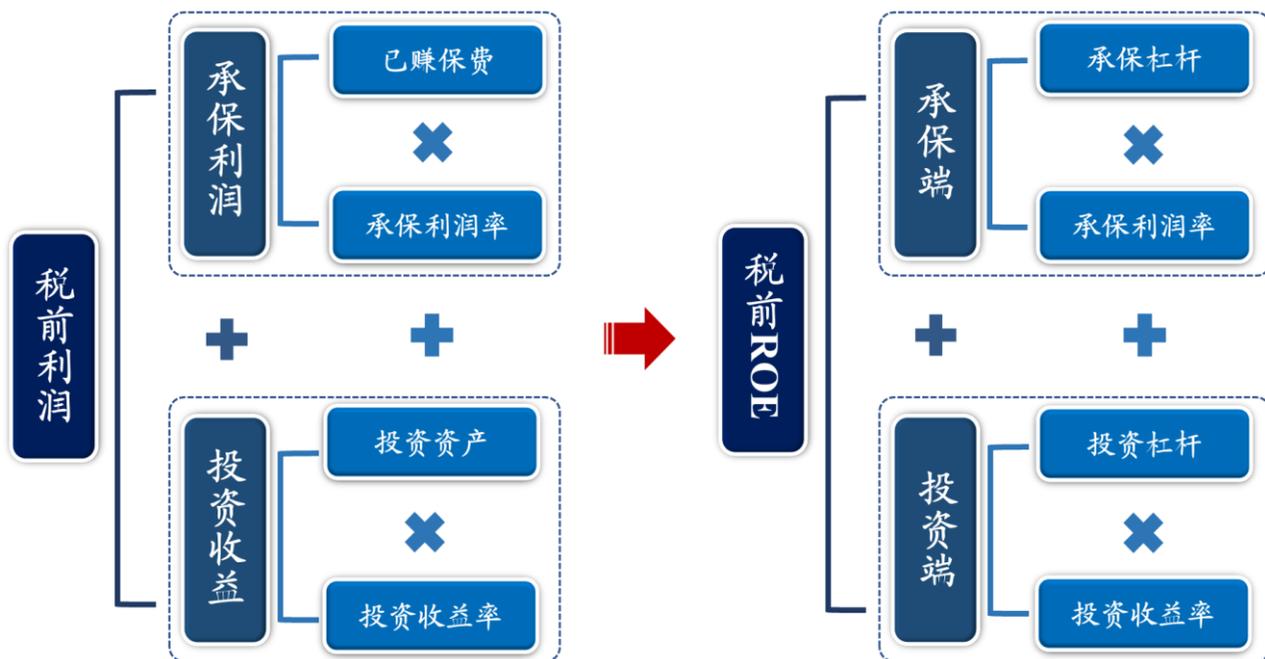


资料来源：公司财报、wind，天风证券研究所

2.1.产险公司研究框架

- 承保利润和投资收益是财险公司盈利的两大驱动力。其中：1) 承保利润=已赚保费-赔付支出-费用支出，即已赚保费* (1-综合成本率)；2) 投资收益=投资资产规模*投资资产收益率。
- 财险税前ROE=承保利润率* (已赚保费/净资产) +投资收益率* (投资资产/净资产)，即：财险税前ROE=承保利润率*承保杠杆+投资资产收益率*投资杠杆。

图：产险公司盈利模式



2.2. 保险股复盘（因素1：利率）

➤ 利好保险股的利率环境：加息周期前期、降息周期末期。

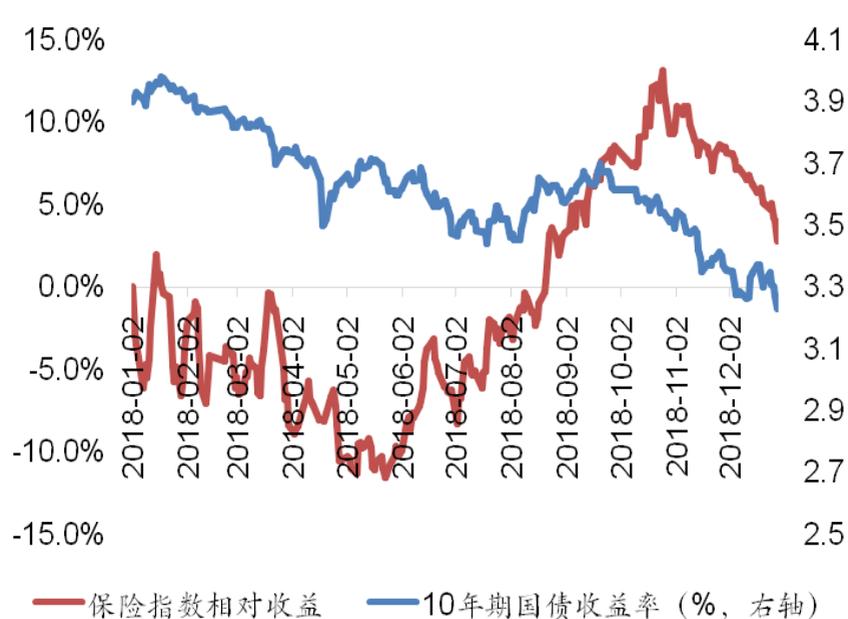
本质原因：负债久期长于资产久期，负债端成本随利率的调整速度慢于资产端收益。

➤ 1) 处于震荡期时，利率对保险股基本无影响。2) 利率对保险股的影响存在滞后性：10年期国债收益率突破并站上关键点位。3) 估值低位时，利率下行的影响会“钝化”。

图：保险指数的相对收益与10年期国债收益率



图：保险指数的相对收益与10年期国债收益率



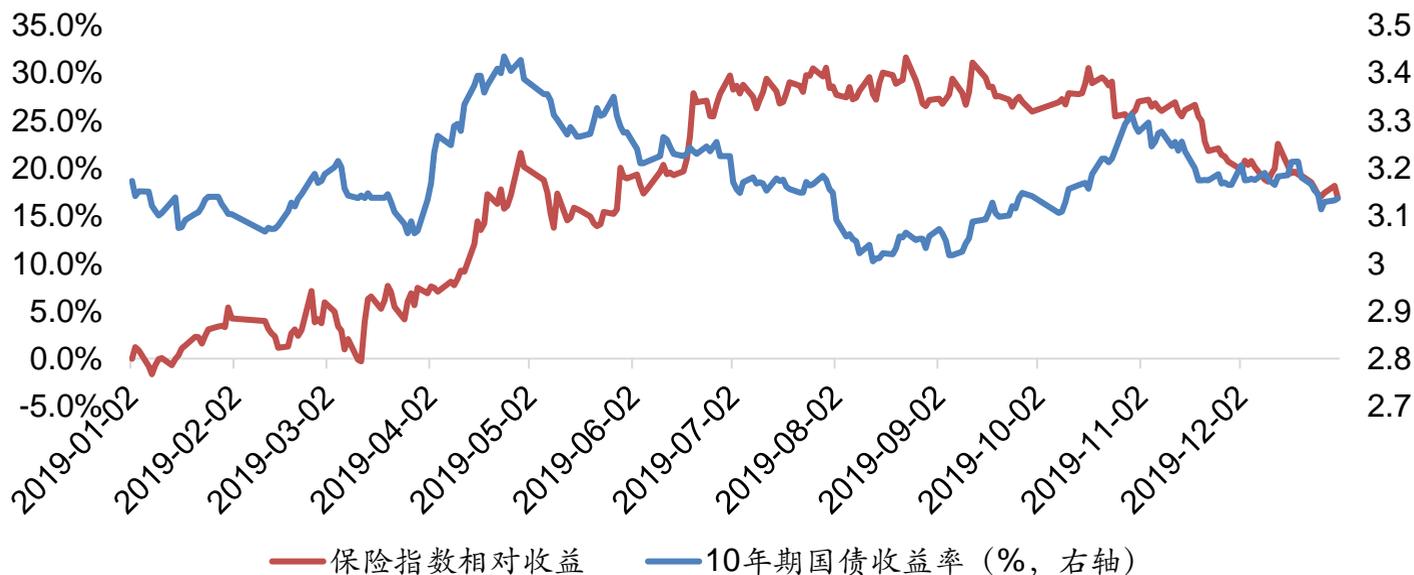
2.2. 保险股复盘（因素1：利率）

➤ 利好保险股的利率环境：加息周期前期、降息周期末期。

本质原因：负债久期长于资产久期，负债端成本随利率的调整速度慢于资产端收益。

➤ 1) 处于震荡期时，利率对保险股基本无影响。2) 利率对保险股的影响存在滞后性：10年期国债收益率突破并站上关键点位。3) 估值低位时，利率下行的影响会“钝化”。

图：保险指数的相对收益与10年期国债收益率



2.2. 保险股复盘（因素2：新业务价值NBV）

►2018-2020年，“股价表现排名”与“NBV增速排名”完全趋同。2021年平安股市表现远弱于负债端增速，预计主要受资产端拖累。

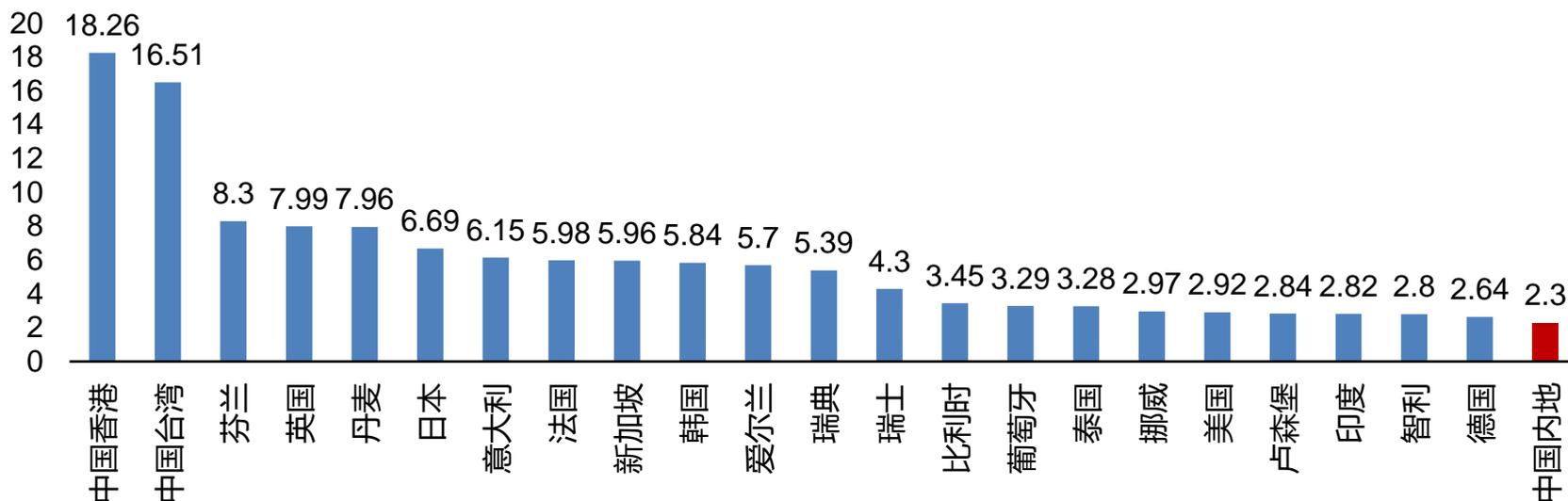
图：NBV增速与股价表现

	年度相对收益(%)				NBV同比增速			
	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险
2009	11.19	-25.28	37.15		38.22%	27.21%	36.95%	
2010	15.42	-18.36	3.09		31.36%	12.00%	22.00%	
2011	-12.91	9.67	10.32	30.42	8.48%	1.81%	10.07%	-8.04%
2012	25.17	15.46	11.50	-2.64	-5.39%	3.14%	5.15%	-4.31%
2013	0.97	-20.99	-8.20	-12.96	14.13%	2.24%	6.22%	1.53%
2014	30.48	79.03	26.63	66.44	20.94%	9.17%	16.35%	15.96%
2015	-8.02	-21.80	-14.67	0.31	40.39%	35.59%	37.79%	34.79%
2016	11.35	-1.87	11.20	-4.28	32.24%	56.40%	56.46%	36.36%
2017	79.68	5.75	30.35	39.84	32.58%	21.91%	40.34%	15.44%
2018	7.83	-6.61	-4.37	-13.81	7.33%	-17.64%	1.49%	1.23%
2019	19.78	35.97	0.60	-17.95	5.05%	18.56%	-9.30%	-19.91%
2020	-22.56	-15.05	-21.49	-6.33	-34.7%	-1.0%	-25.4%	-11.4%
2021	-34.80	-14.78	-20.99	-25.35	-13.11%	-18.77%	-18.61%	-20.43%

2.3.行业发展展望:长期视角——人身险行业的空间有多大? 传统指标

- 2019年中国内地寿险深度为2.3%，显著低于全球平均水平。2.3%的寿险深度仅相当于美国1985年、欧洲1992年、日本70年代的水平。
- 国际经验显示，“人均GDP1万美元”是发达国家寿险业发展进入到快车道的一个标志性节点。2019年我国人均GDP首次突破1万美元。
- 但传统的“寿险深度”（即“寿险保费/GDP”）存在着较大的局限性，因此我们对其进行了改良。

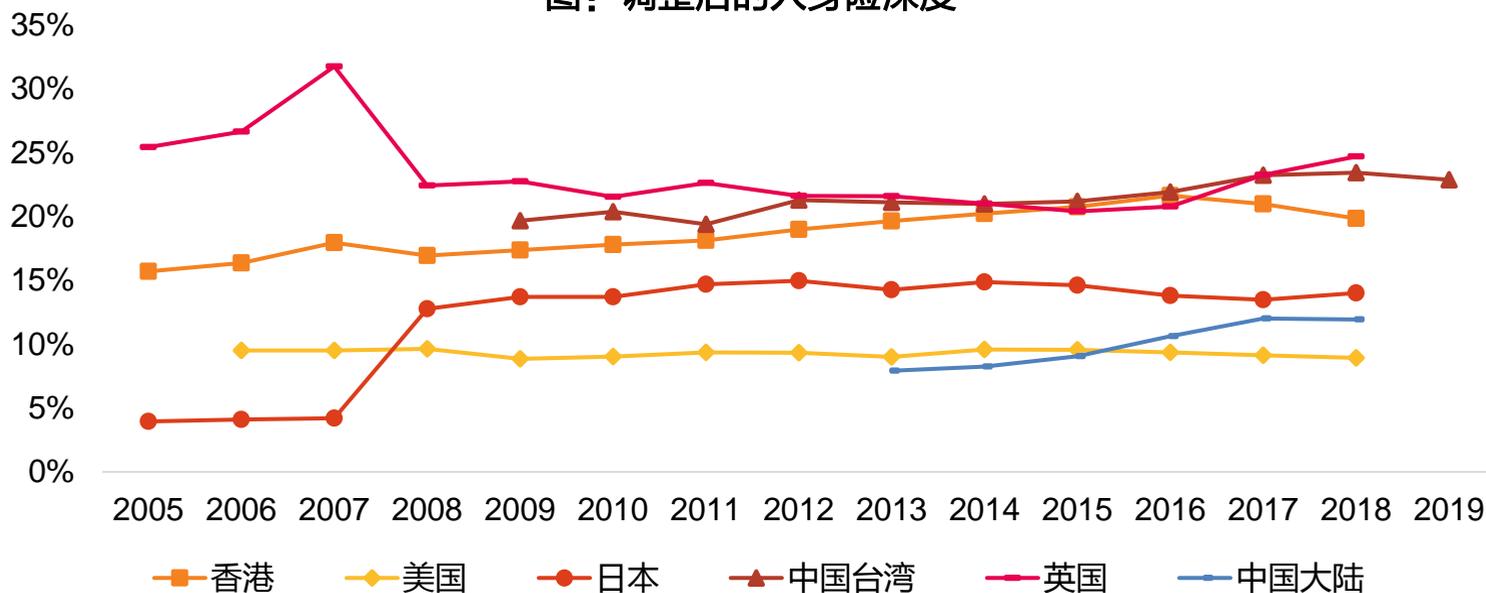
图：2019年全球寿险深度（单位：%）



2.3.行业发展展望:长期视角——人身险行业的空间有多大? 创新指标

- 我们引入了“调整后的人身险深度”，能更准确地衡量人身险行业的渗透率。
- 调整后的人身险深度 = (人身险保费 + 社保自付金额) / 居民可支配收入。1) 加入“社保自付金额”能更全面地体现出不同社保体系下的居民的人身险支出水平。2) 用“居民可支配收入”代替GDP，更能匹配人身险 to C 的“消费 + 理财”特征。
- “调整后的人身险深度”（2018年）：英国（25%）>中国台湾（23%）>中国香港（20%）>日本（14%）>中国内地（12%）>美国（9%）。

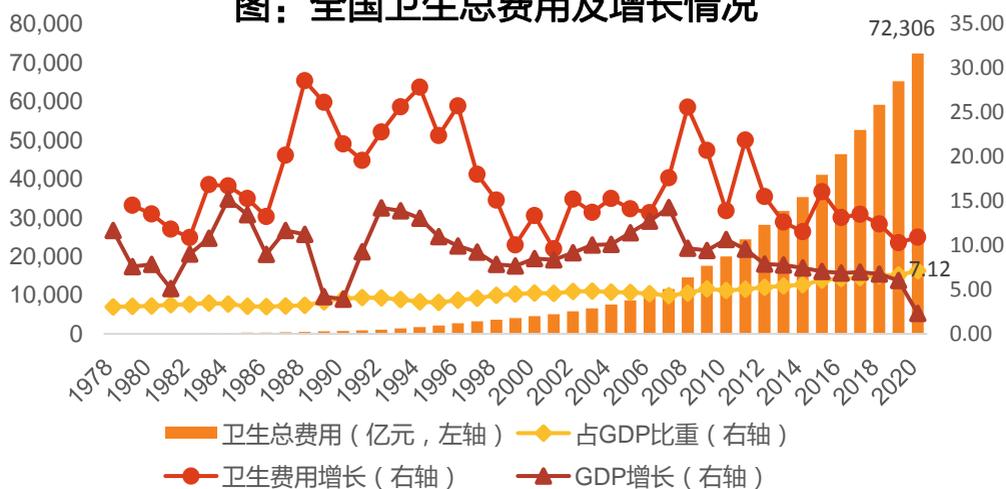
图：调整后的人身险深度



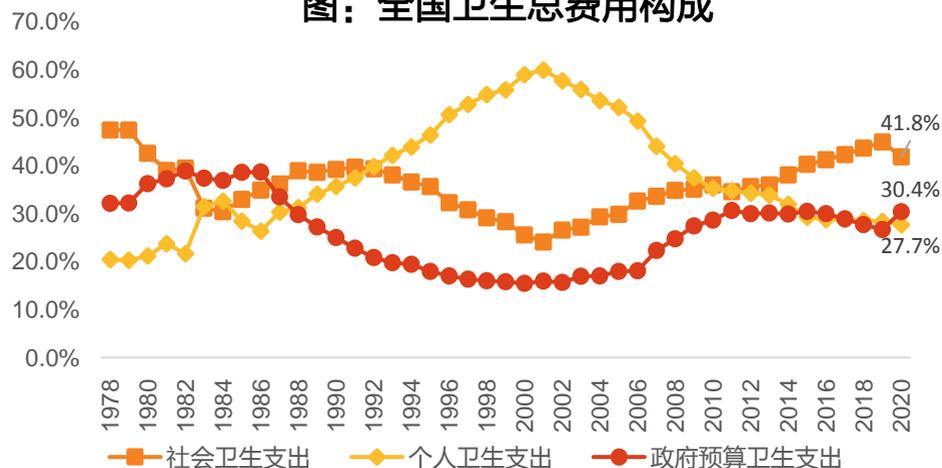
2.3.行业发展展望:长期视角——人身险行业空间多大? 卫生费用角度

- 医疗险长期发展的逻辑在于：健康险的逻辑在于卫生总费用快速增加、DRG与DIP支付改革对医保的控费利好商保，健康险核心要解决的是优质医疗资源的可及性问题。
- 由于医疗费用通胀、人口老龄化加剧、不断增长的发病率等因素，卫生总费用近年来快速上升，快于GDP增速，占GDP比例从2013年的5.4%增长至占2020年的7.1%。
- 从卫生总费用构成来看，2020年个人卫生支出占比27.7%，自2001年来呈下降趋势。根据WHO发布的《2010年世界卫生报告——卫生系统筹资：实现全民覆盖的道路》指出，“如果卫生总费用中个人患者直接支付部分所占的比例低于15%~20%，灾难性医疗支出的发生率以及因病致贫发生率就非常小。”可见我国个人卫生支出占比仍有下降的空间。
- 2020年社会卫生支出占比41.8%，自2001年来呈上升趋势，医保基金运行压力较强。

图：全国卫生总费用及增长情况



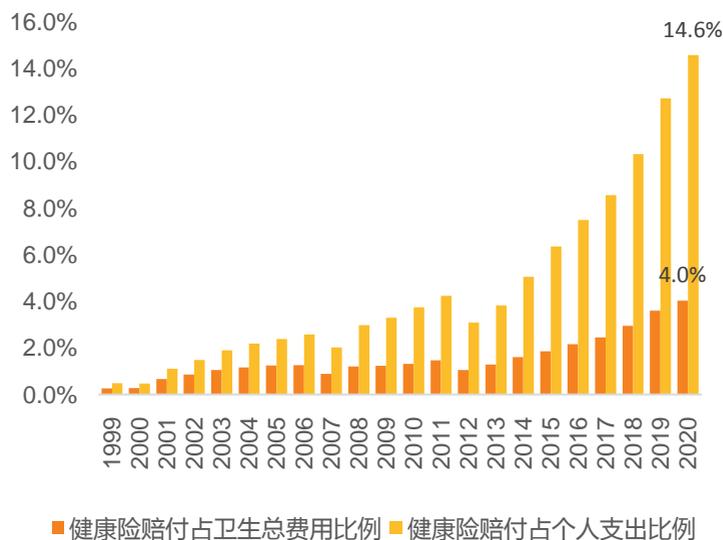
图：全国卫生总费用构成



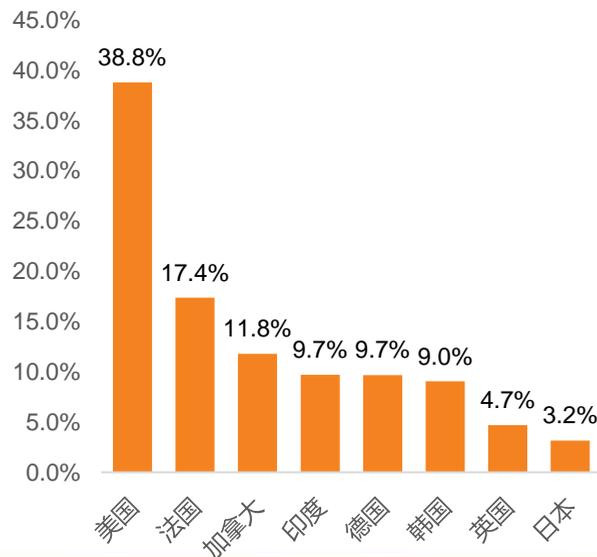
2.3.行业发展展望:长期视角——人身险行业空间多大? 卫生费用角度

- 商业保险机构对于解决卫生总费用快速增加的难题将发挥越来越重要的作用，主要体现在医疗费用支付和控费方面。
- 目前商业健康险补充保障力度不足。截至2020年，健康险的赔付金额占卫生总费用比例仅为4%，占个人卫生支出比例为14.6%。
- 对标主要发达市场，商业健康险赔付占卫生总费用比例最少为10%是较为合理的水平。假设未来10年卫生总费用支出复合增长为10%（2019、2020年同比增速为10%左右），商业健康险赔付占比10%，那么健康险赔付未来10年复合增速将达20%。相应地，预计医疗险保费复合增速有望达20%。

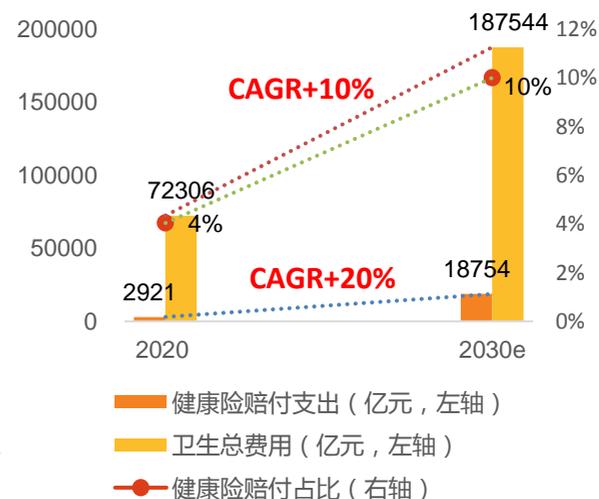
图：健康险赔付占卫生总费用/个人卫生支出的比例



图：各国卫生费用筹资结构中商业保险占比（2018年）



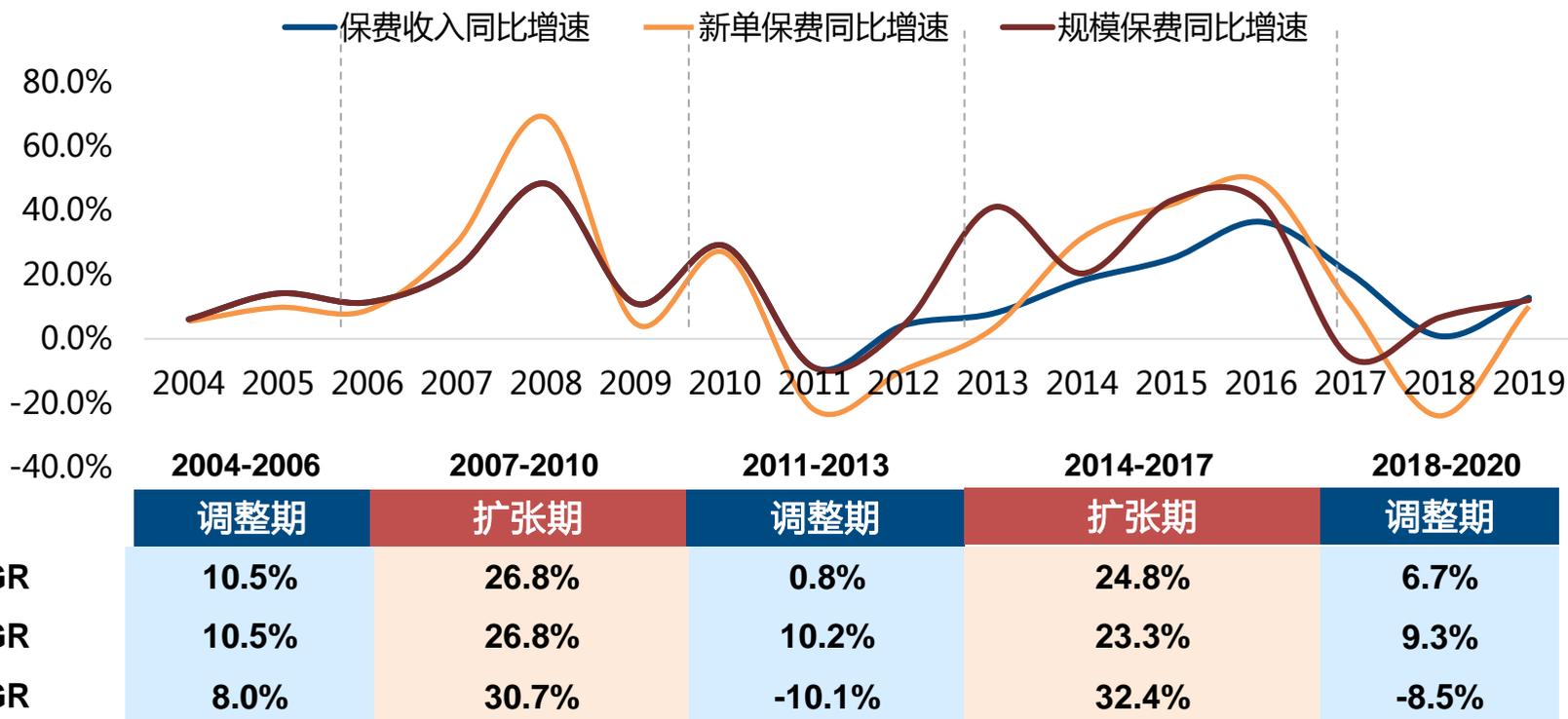
图：卫生总费用和健康险赔付支出预估



2.3.行业发展展望:中期视角—人身险行业保费的周期性

- 1) 历史经验显示, 行业的保费周期一般为3-4年。周期变化的触发因素主要为监管政策。

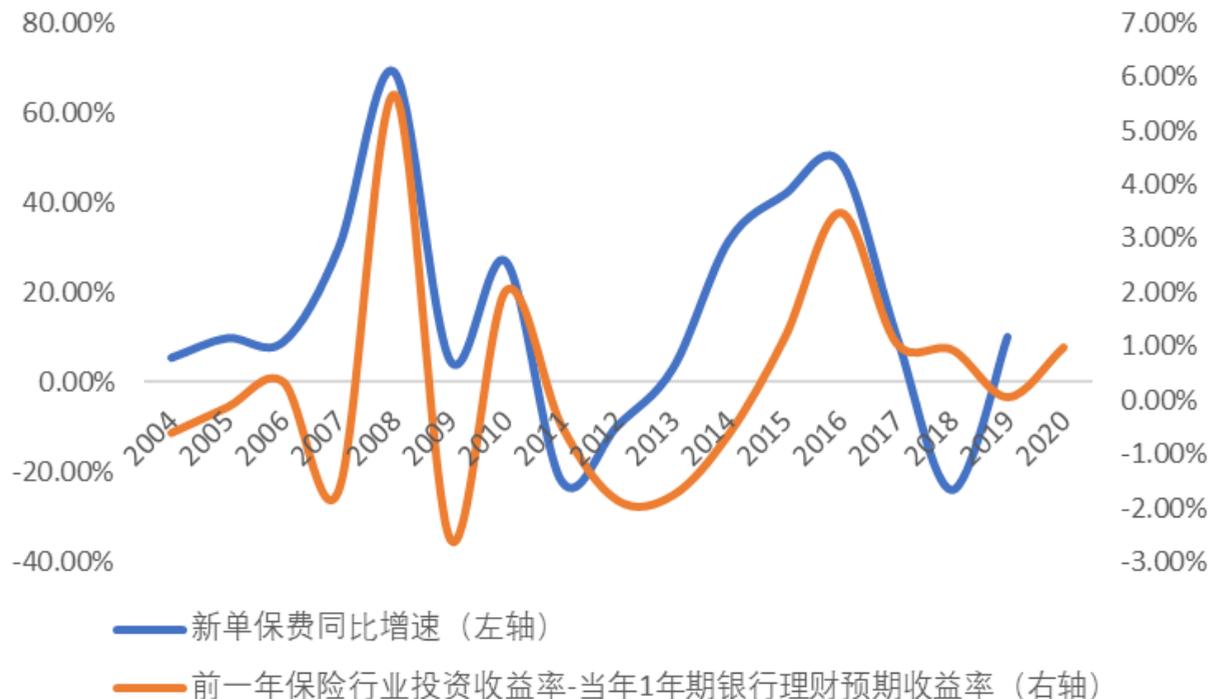
图：人身险行业的保费周期示意图



2.3.行业发展展望:中期视角—人身险行业保费的周期性

- 2) 历史经验显示,“年度保费的同比增速”与“上一年的投资收益率 - 当年的银行理财预期收益率”有着显著的正相关关系。

图：前一年险资投资收益率-当年银行理财收益率”与新单保费同比增速正相关



2.3.行业发展展望:中期视角—人身险行业竞争格局

- 寿险行业（人身险）目前有两大竞争壁垒的成长赛道：
 1. 赛道一：拥有“**线上流量优势**”的大型互联网保险流量平台（蚂蚁保险、微保等）。此赛道的特征：1）大众客户、互联网客户、年轻客户；2）简单产品、“展示保额/保费”高。
 2. 赛道二：拥有“**线下专业化代理人优势**”的主要服务高净值人群的保险公司、保险经代公司（友邦、大都会；大童、明亚、永达理等）。此赛道的特征：1）高净值客户、健康与财富管理客户；2）复杂产品、全面的保障内容、包含优质服务。
- 赛道一与赛道二所销售的产品有本质区别。我们判断赛道一无法颠覆赛道二，即线上无法颠覆线下，因为“复杂产品”无法“简单化”。因为长期保障型产品和长期储蓄型产品均包含着复杂的法律、医学、金融概念与知识，目前无法在互联网界面上简单呈现。
- 但是，赛道一的客户（购买了简单产品），可能会误以为所获保障已充足且全面，从而在心里抵触复杂产品，故而增加了线下展业的难度。**这在本质上提高了对线下代理人专业性的要求，凸显了“线下专业化代理人优势”的重要性。**
- 赛道一的核心是拥有自己的线上流量，赛道二的核心是拥有自己的线下专业化代理人队伍，这两个赛道的壁垒与成长性都很好。

2.3.行业发展展望:中期视角—人身险行业竞争格局

➤ 除此之外，另外一些新模式也拥有较好的前景：

1. 保险的线上内容平台：1) 线上文章，如公众号（深蓝保、小雨伞等）；2) 线上广告，基于搜索（百度、头条等）；3) 线上视频（抖音、快手等）
2. 基于互联网慈善筹款、互助保险的线上保险销售平台（水滴筹、轻松筹等）
3. 线上的“线下代理人”服务平台（i云保等）

➤ 目前平安、太保、国寿、新华等上市寿险公司的破局之策包括：

1. 将线上经营能力赋能给代理人。传统公司积极获取各类线上流量，为代理人提供增量的客户来源，并提升代理人对客户的线上服务能力。
2. 打造差异化的服务体系。通过优质的服务来吸引客户，摆脱受制于流量平台的状况。差异化服务包括大健康产业、大养老产业等。
3. 提升代理人专业能力。扩大“专业化代理人”的数量与质量，大力发展“赛道二”。其中，中国平安、太保的思路明确且转型坚定。

2.3.行业发展展望:中期视角—人身险行业竞争格局

- 但我们判断互联网保险对线下保险冲击最大的阶段已经过去，影响低于市场预期。
- 我们将互联网保险的流量来源分为三类：1) 投放广告获取的流量；2) 互联网巨头的自有平台流量（规模大，但教育程度弱，从短险向长险的转化较为困难）；3) 内容平台的自有流量（规模小，但教育程度强，转化效率更高）。

私域流量：个人IP流量

内容流量

- ✓ 通过优质、专业的内容生产来吸引阅读量。
- ✓ 对于客户的保险教育充分，适合长期险种的后续转化。

直播、短视频流量

- ✓ 依托高日活的短视频平台打造个人IP，产出有吸引力的内容。
- ✓ 保险教育的效果较弱。



公域流量：平台流量

社交流量

- ✓ 依托社交场景中的规模效应，熟人社交的互信程度。

工具流量

- ✓ 用户在支付宝场景内已经接受了各类金融消费场景。
- ✓ 支付宝APP：支付 + 金融 + 生活。

场景流量

- ✓ 用户的健康风险意识高，构建了从筹款、互助、保险的流量链条。

2.3.行业发展展望:中期视角—人身险行业竞争格局

- 1) 第一类难以实现盈利（投放广告获取流量）。发展面临如下难题：①获客成本较高且不可自控、②流量转化率较低、③保单继续率较低、④逆向选择导致赔付率高。我们判断这种模式难以持续盈利。

图：保险类投放TOP10的投放广告数、投放趋势和投放金额估算（2021）

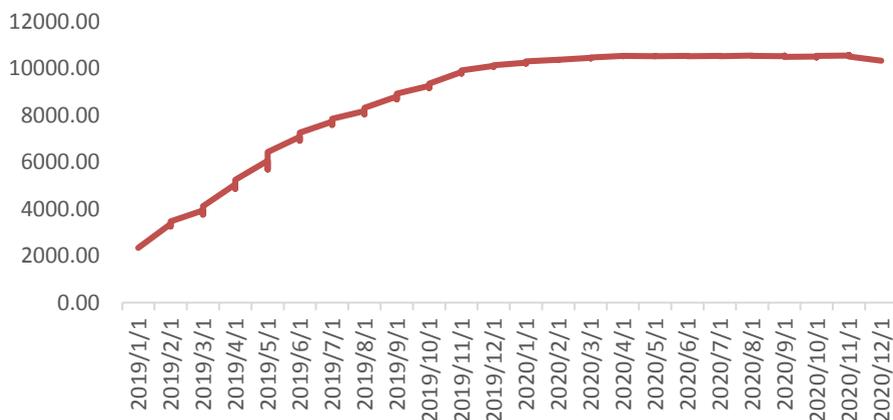
品牌名称	投放平台	② 投放广告数	近30天投放趋势	② 投放金额估算
 众安保险 众安在线财产保险股份有限公司	10 	7,469		¥8,737,695
 水滴保 保多多保险经纪有限公司	9 	6,591		¥95,918,658
 度小满金融 北京百付宝科技有限公司	8 	5,414		¥10,963,593
 微众银行 深圳前海微众银行股份有限公司	10 	3,343		¥9,968,598
 平安银行 平安银行股份有限公司	7 	3,269		¥25,315,222
 中国人保 中国人民保险集团股份有限公司	8 	2,253		¥5,680,919
 中国平安 中国平安保险（集团）股...	12 	2,139		¥14,995,039
 拍拍贷 上海拍拍贷金融信息服务有限公司	6 	2,099		¥25,176,004
 微保 微民保险代理有限公司	6 	1,938		¥4,133,490
 中国银行 中国银行股份有限公司	9 	232		¥10,761,129

2.3.行业发展展望:中期视角—人身险行业竞争格局

➤ 2) 第二类难以持续高速增长（互联网巨头的自有流量，以蚂蚁保险和腾讯微保为代表）。

- ① 我们判断其经历了高速发展后，增速将进入平稳区间。“相互宝”用户规模开始负增长，目前相互宝整体参与分摊人数1.03亿左右，我们推断，1亿人为支付宝平台上具有保险付费意识的客群规模极值。
- ② 此类流量较难切入长险市场，较低的客均保费将带来“天花板”。若假设相互保1.05亿参保用户均可转化为蚂蚁保险平台上购买保险的客户，且人均件均保费为1000元，则蚂蚁保险的保费空间极值为1100亿元。

图：相互保的参与人数（万人）



图：头部互联网平台的保费增长空间的极值测算

	蚂蚁保险	腾讯微保
目前客户数	相互保1.05亿人	微保注册数7000万
长期空间假设		
保险销售客户数（万人）	11000	7000
人均保费（元）	1000	1000
保费空间极值（亿元）	1100	700
占寿险总保费的比重	3.71%	2.36%

2.3.行业发展展望:中期视角—人身险行业竞争格局

➤ 3) 第三类难以形成较大规模（内容平台的自有流量，以深蓝保、i云保等为代表）。

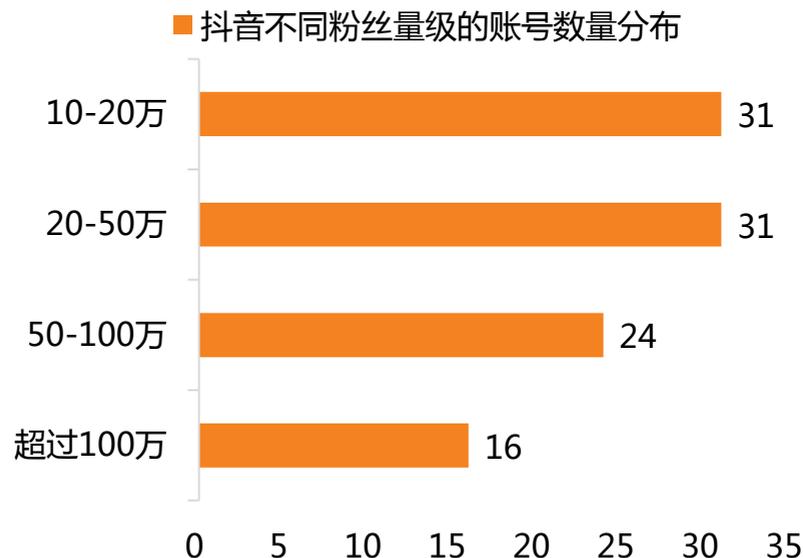
① 头部内容平台“深蓝保”服务用户数仅230万余人。内容平台的优势在于客源精准，通过较为充分的保险教育，能够产生较高的转化率，且可向长险转化。但其覆盖人数较少，规模有限。

② 短视频的内容平台中，超过100万的保险大V仅有16位。

图：头部保险内容平台的成立时间及规模

平台	成立时间	规模
深蓝保	2016年	成立至今，深蓝保在微信、知乎、今日头条、小红书、抖音等平台已沉淀了230多万高粘度用户。2019年，全网用户突破100万；2020年，微信公众号用户突破100万，全网突破230万用户。每月的保费规模已达千万级人民币。
多保鱼	2017年	近2000万用户关注。
小帮规划	2014年	服务超过10万人次，交易转化率在30%左右。
蜗牛保险	2013年	服务600多万用户。
小雨伞	2015年	累计服务用户1300多万，累计完成保单1700多万件
i云保	2015年	已累积为超300万家庭提供保障服务。

图：抖音粉丝数量超过10万的账号数量



2.3.行业发展展望:中期视角—人身险行业竞争格局

➤ 互联网保险的政策层面已有较为明显的规范。

- ① 保险自媒体等非持牌机构和个人被禁止展业。银保监会正式发布《互联网保险业务监管办法》（以下简称“办法”）于2021年1月1日正式实施，强化了持牌机构的持牌经营原则，对互联网保险宣传进行严格的规范。近年来，各类保险自媒体（非持牌）通过提供保险咨询、比较保险产品等行为获得了不少的线上保险流量，并向保险经代公司导流，客观上减少了上市保险公司的客户。这将减少保险自媒体（保险KOL）的流量，并导致网络舆情边际利好上市保险公司。
- ② 《关于进一步规范互联网人身保险业务有关事项的通知（征求意见稿）》规定，偿付能力、风险综合评级、责任准备金率、公司治理评估不达标公司不能进行互联网人身险销售。据初步统计，至少有6家寿险公司不得经营互联网人身险业务，包括两年在线上销售大量“网红”产品的公司；仅有不到20家寿险公司可以经营10年期及以上普通型人寿保险和普通年金险业务。

图：未达到经营人身险互联网业务标准的公司

公司	风险评级				综合偿付能力充足率				核心偿付能力充足率			
	2020年3季度	2020年2季度	2020年1季度	2019年4季度	2020年3季度	2020年2季度	2020年1季度	2019年4季度	2020年3季度	2020年2季度	2020年1季度	2019年4季度
百年人寿	C	C	C	C	136%	130%	107%	128%	122%	114%	91%	109%
前海人寿	C	B	B	B	133%	133%	130%	144%	84%	76%	73%	72%
渤海人寿	C	B	B	A	252%	265%	281%	320%	252%	265%	281%	320%
中法人寿	D	D	D	D	-24409%	-22688%	-18227%	-16131%	-24409%	-22688%	-18227%	-16131%
珠江人寿	B	B	B	B	140%	137%	123%	122%	86%	84%	71%	76%
君康人寿	C	C	C	B	102%	101%	109%	140%	102%	101%	109%	140%

2.3.行业发展展望:中期视角—人身险行业竞争格局

- 中小保险公司的经营压力加剧，且受限增加。
- ① 偿二代二期或将于今年试运行，制约产品、投资风格激进的公司。部分投资风格、产品风格比较激进的中小型企业会承受比较大的压力，核心偿付能力充足率将大幅下降，而大型险企受影响很小（其偿付能力充足率相较于50%的监管红线还有很大差距）。
- ② 《保险公司偿付能力管理规定》出台，中小保险公司偿付能力监管压力增大。新规中偿付能力达标的要求为“综合偿付能力充足率 $\geq 100\%$ ，核心偿付能力充足率 $\geq 50\%$ ，风险综合评级 $\geq B$ 类”。在原08版偿付能力管理规定中，要求仅有偿付能力充足率 $\geq 100\%$ 。
- ③ 中小险企在健康险领域的价格战空间开始变小，2019年下半年来，中小保险公司的长期重疾险变相涨价，2020年来这一趋势加速。

2.3.行业发展展望:中期视角—大型公司转型进行时

- 大型保险公司的转型路径：通过差异化服务打造 + 专业化队伍建设 + 科技赋能，提升人均产能。
- ① 大型保险公司正在通过“差异化服务”吸引优秀新人加入，同时提升产品的竞争力。具体有：1) 健康管理服务方面，太保、平安、友邦的服务体系构建得更加完善，包含了诊前、诊中、诊后的全方位服务，可促进健康险销售。2) 养老服务方面，各家公司在布局养老社区，以助力高端客户经营与年金险大单销售。
- ② 保险公司的基本法调整正在将“管理利益”显著让渡给“销售利益”，鼓励各级别代理人积极开单，激励达成“绩优”。太保、平安、太平等公司也开始发力绩优代理人的招募和培育。
- ③ 我们判断代理人队伍的各项质量指标的改善在2021年开始有望从理论开始变成现实，体现在人均产能、人均NBV的提升，即在数据上第一次体现出这一轮寿险改革与转型的效果。

2.3.行业发展展望:中期视角—大型公司转型进行时

- 健康医疗服务方面，太保、平安、友邦的服务体系构建得更加完善，包含了诊前、诊中、诊后的全方位服务。健康医疗服务可促进健康险销售。

保险公司	健康医疗服务
平安人寿	•平安run：平安福客户可加入的运动奖励计划
	•线上诊疗服务：金管家用户不同等级对应不同次数线上问诊
	•健康守护360服务：重疾险客户可附加，费用199元，发生重疾理赔可免费使用3年；2021年开始将为重疾险客户提供免费的就医服务
	•单一产品专享健康服务：针对e生保·长期医疗、药品险、慢病保险客户；针对平安福和六福客户，推出涵盖的运动奖励、健康管理、线上/线下医疗、重疾专案管理的体系化、分层次健康医疗服务
太保人寿	•太保蓝本重疾绿通服务：全平台所有用户
	•太保蓝本医疗特权服务：期交保费3500元及以上的客户可以享受，免费使用3年，不同保费标准，享受的权益有差异
	•单一产品专享健康服务：针对部分医疗险客户
	•生命银行：期交保费9万以上可享受
太平人寿	•重疾绿通服务：针对重疾险客户
	•太平圆和全能卡：针对太平福禄重疾险客户
新华人寿	•就医绿通服务：针对购买附加康健华安保险计划、健康无忧重疾险的客户和具有相应级别会员客户
中国人寿	•国寿大健康服务：针对购买国寿福提前给付重疾险、国寿康宁终身重疾险、菁英人生、粉红人生保险计划和税优健康保险的客户。
友邦保险	•健康友行：重疾险客户及传世无忧客户可加入健康友行运动奖励计划
	•全球就医医疗服务：针对传世无忧系列高端医疗险客户
	•“愈从容”重疾专案管理：针对全佑系列重疾险客户

2.3.行业发展展望:中期视角—大型公司转型进行时

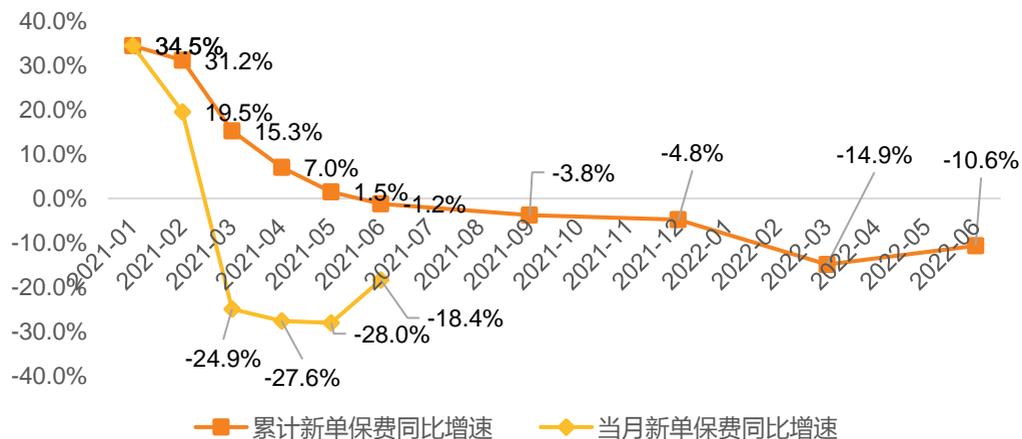
- 养老服务方面，各家公司均在布局养老社区，以助力高端客户经营与年金险大单销售。其中，“太保家园”入住资格函的累计发放量已经突破万份。平安第一家养老社区将落子深圳蛇口。养老服务可促进年金险销售，并提升职业吸引力。

		平安	太保	太平	新华	国寿
定位		城区智慧养老	高端城郊型+度假型+城市型医养社区	高端度假型+CCRC社区	高端城郊型+度假型+城市型社区	以高端度假型为主
投资模式		与联营地产公司合作投资	自建，引入法国欧葆庭养老照护体系	自建+第三方合作	自建	自建
布局情况	落地项目	深圳蛇口，将于2024年正式建成	成都、大理的养老社区于2021年开业	自建：上海梧桐人家 第三方：上海、大连、昆明、宁波、北京	北京、海南	自建：苏州、天津、北京、三亚合作:福保社区颐康之家
	未来规划	聚焦北京、上海、深圳3个核心城市，然后向周边扩展	成都、大理、杭州、上海、厦门、南京、武汉	南京、无锡、苏州、杭州等15个城市	-	-
入住资格	非保险客户	-	-	会籍制（100~400万）	押金5万	押金10万+嘉园卡（90/150/180万）
	保险客户	新客户长险新保保单累计保费≥1000万	老客户长险新保保单累计保费≥200万，新客户长险新保保单累计保费≥220万	保单总保费200万	-	老保险客户保单总保费200万，新保险客户保单总保费300万

2.3.行业发展展望:短期视角—2021年寿险负债端“大滑坡”

- 2021年1-2月新单保费同比增速整体实现高增长，受益于开门红积极策略、重疾险停售。但3月开始，新单保费增速大幅下滑。
- 我们认为，2021年的负债端“大滑坡”既源于：1) 宏观因素导致的消费行业整体低迷，以及创业（从事保险销售）的意愿下滑；2) 保险的销售行为监管非常严格；3) 普惠型保险的市场大面积覆盖。“大滑坡”也受两大短期因素影响：4) 2021年初炒停带来的重疾险需求透支；5) 2020年线上增员队伍的持续脱落。以上5大原因造成了负向循环。
- 我们判断，两大短期因素的影响很大，但正在减弱。这将带来后续数据的回暖。

图：平安寿险新单保费同比增速



图：2022年保险公司NBV预估(百万)

累计	2022Q1	同比	2022H1	同比	2022Q1-3	同比	2022 NBV	同比
中国平安	12589	-33.7%	19714	-28.0%	26623	-24.4%	29911	-21.1%
中国人寿	13192	-14.3%	26246	-12.1%	37646	-6.7%	42541	-5.0%
中国太保	3435	-46.4%	5578	-45.5%	7802	-35.9%	9368	-30.1%
新华保险	1347	-47.4%	2212	-45.9%	3497	-36.1%	4225	-29.4%
友邦保险	853	-18.9%	1435	-20.9%	2225	-12.7%	3108	-7.7%
中国太平	1630	-30.7%	2959	-22.9%	5355	-19.6%	7682	-15.6%

当月	2022Q1	同比	2022Q2	同比	2022Q3	同比	2022Q4	同比
中国平安	12589	-33.7%	7125	-15.3%	6909	-12.0%	3288	23.6%
中国人寿	13192	-14.3%	13054	-9.8%	11400	8.7%	4895	10.7%
中国太保	3435	-46.4%	2143	-44.0%	2224	14.3%	1566	26.7%
新华保险	1347	-47.4%	866	-43.4%	1284	-7.4%	728	44.5%
友邦保险	853	-18.9%	582.2	-23.6%	790	7.5%	883	8.1%
中国太平	1630	-30.7%	1330	-10.4%	2396	-15.2%	2327	-4.7%

2.3.行业发展展望:短期视角—代理人渠道正在经历“去产能”

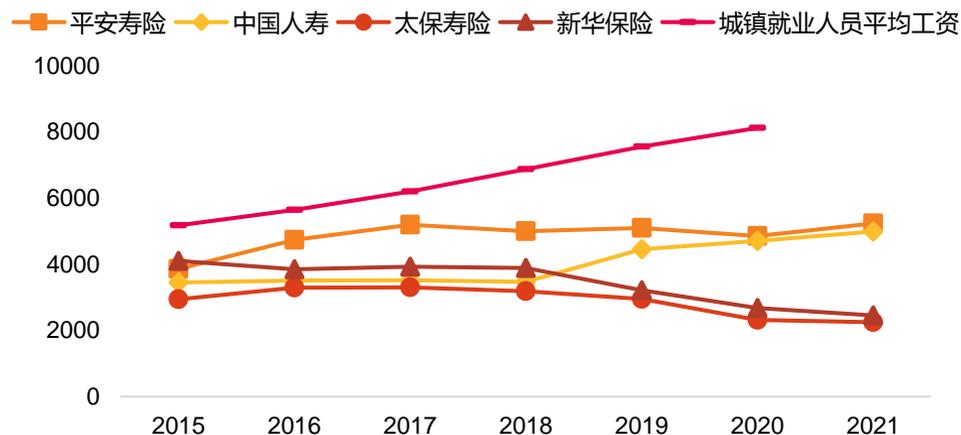
2021年代理人规模遭遇“大滑坡”，前4大公司代理人规模合计减少152万，主要由于前几年的粗放发展模式下存积了大量低产能代理人，而当前代理人的能力和圈层与客户对于专业化服务的需求不匹配，代理人渠道面临转型压力。

- 随着80、90后逐步成为保险购买的主力客群，且受互联网上保险知识的普及，客户认知和需求发生演进，客户对于专业化的服务需求提升，但代理人专业水平未随之升级，使得保险产品，尤其是复杂的健康险销售难度加大。因此，行业需要高素质、高学历的代理人来匹配当前的客户需求。但代理人的收入难题导致代理人脱落加剧且招募困难。
- 代理人收入无相对吸引力，其平均收入低于城镇非私营单位人员平均工资，亦低于新兴产业衍生的灵活就业人员（外卖、滴滴司机等），因此增员难度大。

图：上市公司代理人规模（万）



图：上市公司代理人收入（单位：元/月）

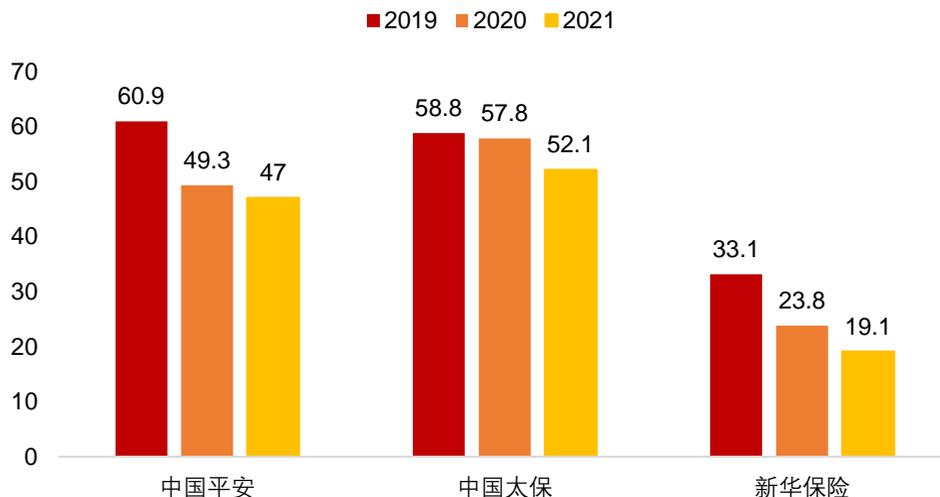


2.3.行业发展展望:短期视角—代理人渠道正在经历“去产能”

目前我国的人身险行业正经历“去产能”调整期，即淘汰“落后产能”。

- “落后产能”包括两方面：一是，不符合监管规范的销售行为和组织行为在加速出清。不规范销售行为包括销售误导、不合理的自保件、虚假承保等，导致投诉率及退保率高企；为维持团队架构套取组织利益，存在虚假增员、粗放增员等行为，极大地削弱了代理人队伍的基础。二是，不能满足“从1张到多张保单”时代要求的产能在加速出清。截至2020年底，我国有3亿人购买长期人身险保单，被保险人接近6亿人，商业人身保险覆盖面达到42.7%，行业进入到“从1张到多张保单的深度挖掘阶段”。由于行业销售人员的专业水平大多较低，很多客户购买第一张保单的体验并不好，或者当时服务的代理人已脱落，因此挖掘存量客户或其家庭的多张保单的需求，难度较高，需要更高的专业度和更优质的服务。
- 2021年前4家寿险公司代理人规模净流出超150万，但各公司代理人活动率及出勤率未相应提升，可见目前代理人队伍中还存在需淘汰的低产能代理人，代理人队伍的调整预计还将持续。

图：代理人活动率（%）



2.3.行业发展展望:短期视角—重疾险销售乏力

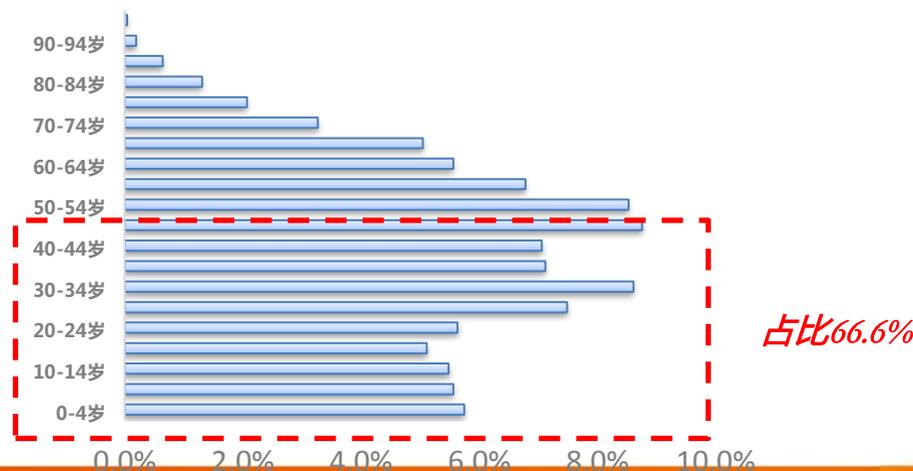
目前重疾险已从“从0到1普及阶段”进入到“从1到多的存量开发阶段”，开发难度高于前几年的普及阶段；且高性价比的百万医疗险、惠民保对其有短期的挤出。

- ✓ 短期来看，年初的重疾定义切换集中消耗了一波客户，且惠民保的快速覆盖及百万医疗险对重疾险有一定的挤出。
- ✓ 长期来看，目前重疾险已从“从0到1普及阶段”进入到“从1到多的存量开发阶段”，开发难度高于前几年的普及阶段，使得当前重疾险的增长困难。根据统计局披露，2019年低收入组和中间偏下收入组共40%家庭户对应的人口为6.1亿人，则可以粗算出中间收入及以上的人口大约为8亿人，这部分人群为重疾险的目标人群。由于50岁及以上人群购买重疾险会出现保费、保额倒挂或不可投保，因此0-49岁为重疾险的主力被保人群，该类人群占比67%，考虑到部分在被保年龄段的人群因健康问题不能投保，假设扣除5%的非标体。综上测算，重疾险的目标人群大约5.1亿。目前重疾险已覆盖超2亿人口，占可保人群的比例近40%。但目前重疾险平均保额较低，长期来看加保是重疾险发展的重要动力。

图：2020年全国居民五等份收入分组

	人均可支配收入(元)	占比	对应人口(亿)
低收入组	7869	20%家庭	6.1
中间偏下收入组	16443	20%家庭	
中间收入组	26249	20%家庭	8.0
中间偏上收入组	41172	20%家庭	
高收入组	80294	20%家庭	

图：2019年抽样人口年龄分布



2.3.行业发展展望:短期视角—车险综改至暗时刻已过，行业集中度提升

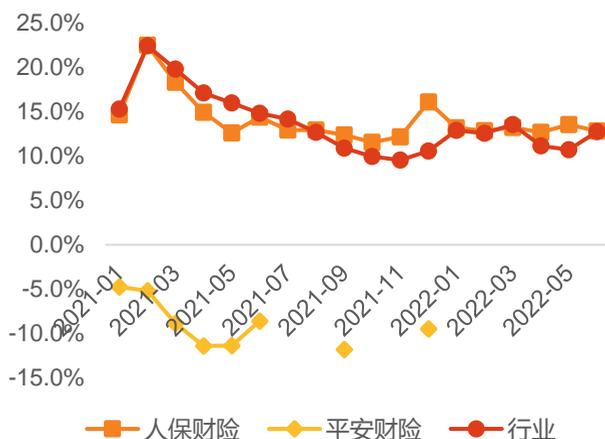
车险综改导致车险保费增速放缓，但2021年10月开始至暗时刻已过；非车险保费保持高增长。

- 车险综改下车均保费下滑（下滑约20%），拖累车险保费增长。2021年，行业车险保费增速-5.7%。综改一年后车险保费恢复正增长，行业12月当月车险保费增速高达7.45%，复苏态势明显。
- 非车险方面，行业非车险保费基本保持双位数增长，其中责任险、农险为增长较快的险种。车险压力之下，各主体加大对非车险业务的推动，行业竞争加剧，但龙头公司的政企关系优势、定价优势、服务优势等仍在非车险领域保持强力竞争力。

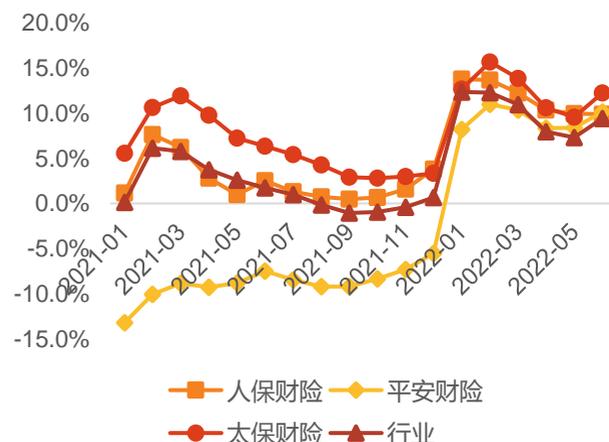
图：车险保费累计同比



图：非车险保费累计同比



图：财险保费累计同比

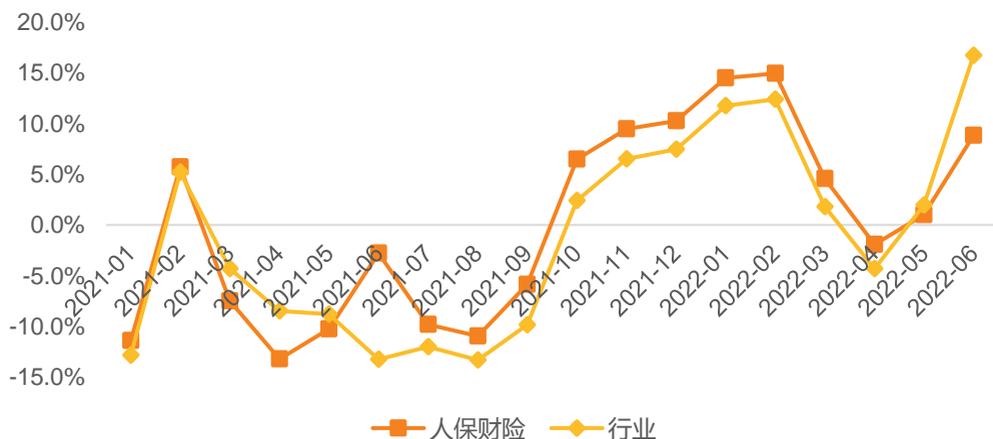


2.3.行业发展展望:短期视角—车险综改至暗时刻已过，行业集中度提升

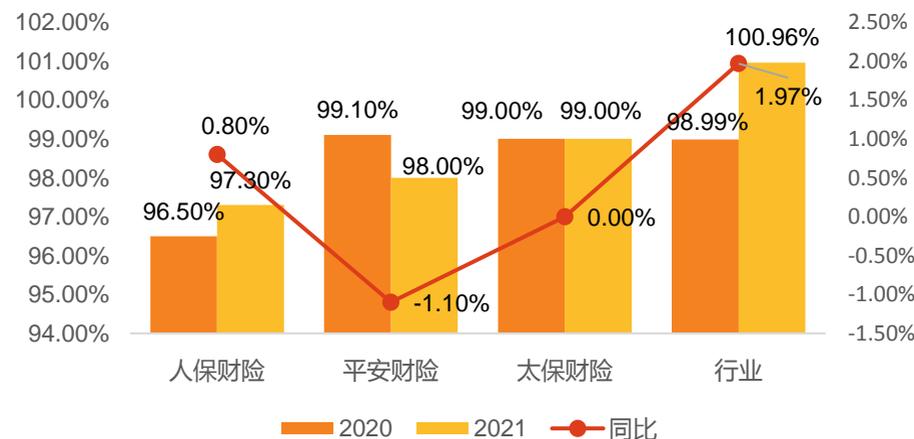
龙头公司车险保费和盈利市占率进一步提升。

- 保费方面，综改初期中小公司财险保费增速高于龙头公司。但中小公司的激进发展难以持续，自2021年6月开始，龙头公司的车险当月保费增速持续跑赢市场。
- 盈利方面，龙头公司凭借对车险产业链的深度把控，及数据、定价、服务等优势，车险综合成本率低于行业且上升幅度小。

图：车险保费当月同比



图：车险综合成本率

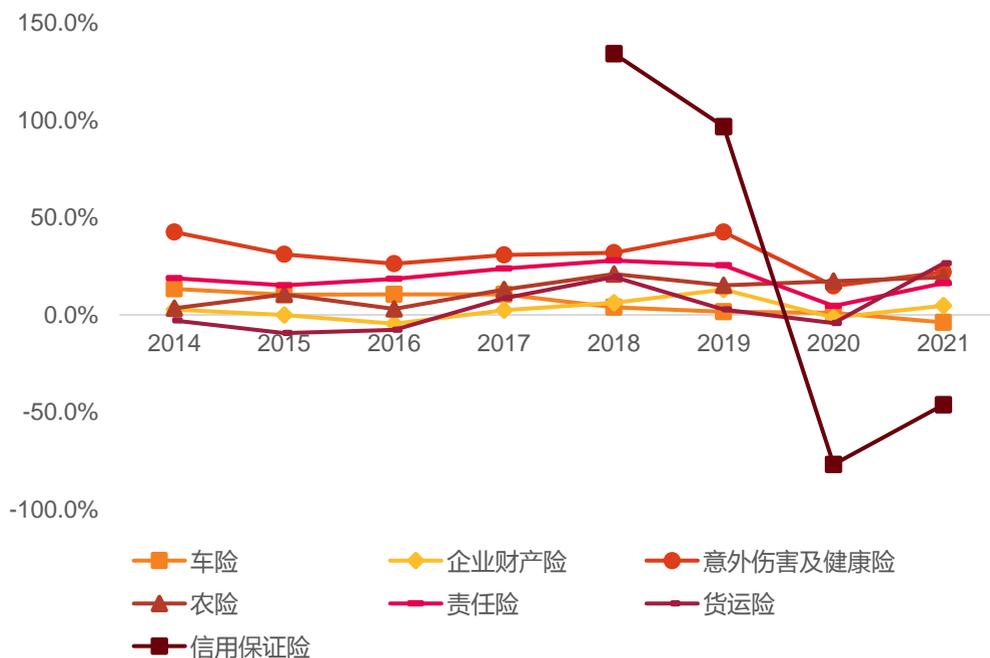


2.3.行业发展展望:短期视角—车险综改至暗时刻已过，行业集中度提升

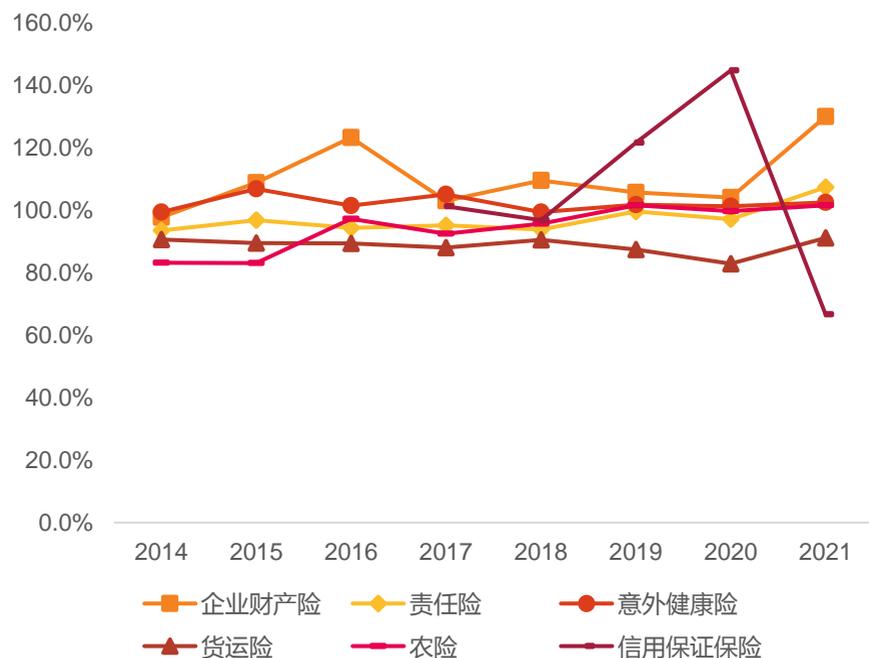
非车险领域竞争加剧，但龙头公司凭借着政企关系、服务、定价优势等，占据非车险竞争优势。

- 保费方面，龙头公司的政策驱动型业务（意外伤害及健康、农险、责任险）一直保持着较快增长。
- 盈利方面，虽然2021年除信用保证保险外的非车险业务COR有所抬升，主要受竞争加剧、自然灾害的影响，但从中长期来看，龙头公司的非车险业务仍旧保持较好的盈利能力。

图：人保财险非车险保费同比增速



图：非车险综合成本率



2.3.行业发展展望:短期视角—估值已至历史低位

- 当前保险股整体处于历史估值低位。截至8月4日，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险A股2022PEV分别为0.55、0.50、0.35、0.32倍，友邦保险、中国太平H股2022PEV分别为1.48、0.12倍，分别处于历史估值分位的2.2%、0.0%、0.0%、0.8%、11.3%、0.0%。
- 我们判断，随着疫情的好转，寿险负债端的修复或将持续；权益市场好转亦能带来投资收益的改善。我们建议继续关注负债端、资产端改善带来的估值修复行情，推荐中国人寿、中国太保。

图：保险公司PEV估值

		最大值	最小值	中位数	2022PEV	分位数
A股	中国人寿A	2.11	0.50	0.96	0.55	2.2%
	中国平安A	1.74	0.49	1.05	0.50	0.0%
	中国太保A	1.69	0.34	0.94	0.35	0.0%
	新华保险A	2.12	0.30	0.90	0.32	0.8%
H股	中国人寿H	0.95	0.19	0.51	0.20	1.3%
	中国平安H	1.62	0.49	1.08	0.51	0.0%
	中国太保H	1.64	0.24	0.85	0.25	0.0%
	新华保险H	1.63	0.17	0.67	0.18	0.1%
	友邦保险H	2.33	1.18	1.79	1.48	11.3%
	中国太平H	1.40	0.12	0.55	0.12	0.0%

备注：从2012年1月4日开始计算

总结：

保险板块的估值驱动因素主要为：利率、股市、新单。自2020年以来板块估值持续走低，主要源于1) 负债端持续疲弱，人力规模下滑；2) 投资端受地产影响，风险敞口暴露。

长期角度，行业空间仍然广阔；中短期角度，在医养生态布局+人力规模提质增量两方面取得优势的公司有望率先反转。

目前时点，我们认为保险板块具备较高的风险收益比。负债端Q1压力仍在，但3月开始已逐步改善，后续存在环比增长的可能。此前市场对负债端预期已足够悲观，一旦出现边际改善，叠加资产端修复逻辑的持续兑现，此前极低估值的保险板块将迎来估值修复行情。

券商板块的估值驱动因素主要为：政策、流动性、基本面。稳增长+资本市场改革的政策基调下，政策面展望积极；虽然短期降息预期落空，但我们仍认为后续有宽松可能。

券商的投资思路核心是优选有成长确定性的个股（e.g.2021年的财富管理标的）。我们判断今年的主线在机构业务，即衍生品、投行、融券等；综合实力强的龙头券商深度受益于注册制，有望在催化下走出超额表现。推荐关注中信证券、中金公司H。

目前券商板块整体估值为1.35XPB，处于2018年以来的16%左右分位数区间。

3、风险提示

- **1) 资本市场大幅波动：**非银股的 β 属性较强，受市场波动的影响较大。私募及融券业务的持续发展受到市场环境的影响，若市场持续低迷，则会减缓进程；
- **2) 资本市场改革进程不及预期：**政策对资本市场的影响较大，当前行业的重要驱动在于资本市场系列改革，若改革进程不及预期，则会影响行业业绩增量；
- **3) 保险公司负债端改善慢于预期：**如受到宏观经济修复、行业供给侧改革进度不及预期等影响，造成负债端改善慢于预期，或将影响保险公司估值。
- **4) 测算具有主观性：**本报告中涉及测算部分依据研究员判断，具有主观性。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS