

非银金融 | 公司研究

2024年01月03日

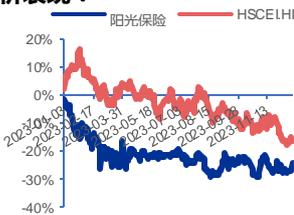
买入

首次覆盖

市场数据：2023年01月03日

收盘价(港币)	4.12
恒生中国企业指数	5628.79
52周最高/最低价(港币)	5.34/3.87
H股市值(亿港元)	473.86
流通H股(百万股)	11502
汇率(人民币/港币)	1.101

股价表现：



资料来源：Choice

证券分析师

罗钻辉 A0230523090004
luozh@swsresearch.com
孙冀齐 A0230523110001
sunjq@swsresearch.com

研究支持

孙冀齐 A0230523110001
sunjq@swsresearch.com

联系人

孙冀齐
(8621)23297818x
sunjq@swsresearch.com

价值创造能力优势显著的稀缺性民企标的

阳光保险 (06963:HK)

行业发展 beta 及经营 alpha 助力公司快速发展壮大。复盘阳光保险的发展历史，公司乘保险行业牌照放开大潮，2005年以财险为排头兵，政策红利下快速发展，短期内锁定行业 top10 地位；2007年精准落子寿险业务，逐步成长为业绩贡献的核心来源。公司股权结构分散，市场化程度高；核心管理层深耕行业多年，“一聚三强”发展战略下，有望持续贡献经营 alpha。

人身险：NBV 表现亮眼，银保渠道优势显著，量价齐升有望助力 NBV 持续增长。1) **价值创造能力优于同业：**受疫情扰动影响和行业转型影响，近年来 A 股上市险企 NBV 大幅下滑，但阳光人寿保持逆势增长态势，2021/2022 年 NBV 同比增速分别达 4.4%/0.1%，是唯一一家实现 NBV 正增长的上市险企。**原因之一为新单成长性较强**，2020-2022 年公司新单同比增速分别达 7.6% / 4.5% / 3.8%，表现优于同业；**原因之二为 NBVM 表现相对稳健**，公司持续优化交期结构，2020-2022 年 NBVM (NBV/新单保费口径测算) 分别为 9.0%/9.0%/8.7%，稳定性优于同业。受益于线下展业渠道打通、储蓄产品需求旺盛、产品预定利率切换推动客户需求前置释放，2023H1 公司在高基数的基础上 NBV 同比高增 37.1%，成长性持续显现。2) **银保渠道优势显著：**2022 年公司银保渠道新单贡献占比达 81.3%，以趸促期策略成效显著，2022 年渠道长险期交新单贡献占比较 2019 年水平+19.0pct 至 39.9%；网均产能稳步提升，2022/2023H1 网均产能 yoy+24.7%/+31%。“报行合一”落地后，预计银保渠道新单保费、NBVM 将实现双向改善，有望持续贡献 NBV 增量。

财产险：量价齐升，承保盈利能力有望持续改善。多措并举降本增效，费用率稳步下降，综合成本率显著优化，2022 年阳光财险综合成本率 yoy-5.2pct 至 99.9%，承保利润达 0.42 亿元；其中，车险/非车险分别贡献 6.32/-5.9 亿元。2023H1 财险保费 yoy+5.1% 至 219.29 亿元，市占率较 22 年+0.31pct 至 3.04%；综合成本率同比-0.3pct 至 98.5%。展望未来，我们预计：1) 量：随着产品结构逐步调整到位，保费有望重回增长；2) 价：优结构、控成本策略成效预计将持续显现，助力综合成本率持续改善。

投资端：表现相对稳健，第三方业务发展迅速。2019-2022 年公司净/总投资收益率均值分别为 4.93%/5.68%，位居行业前列；截至 2023 年 6 月末，公司第三方资管业务规模占比达 48.9%，从侧面显示出市场对公司投资能力的认可。

投资分析意见：行业 beta+经营 alpha 双轮驱动态势之下，我们持续看好寿险价值的长期成长性及财险承保盈利能力的改善趋势，给予“买入”评级。预计公司 23-25 年归母净利润分别达 49.14/62.29/80.48 亿元，同比+0.7%/+26.8%/+29.2%，使用绝对估值法测算 2024 年阳光保险价值为 649.37 亿元，对应 2024 年目标价为 5.74 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：监管政策趋严风险、长端利率下行风险、市场波动风险、港股市场遭遇极端行情。

财务数据及盈利预测

人民币	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	119,969	128,578	137,665	150,580	165,119
同比增长率(%)	4.3%	7.2%	7.1%	9.4%	9.7%
净利润(百万元)	5,883	4,881	4,914	6,229	8,048
同比增长率(%)	4.7%	-17.0%	0.7%	26.8%	29.2%
每股收益(元/股)	0.57	0.42	0.43	0.54	0.70
EVPS(元/股)	9.06	8.80	9.48	10.26	11.38
P/E(倍)	6.59	8.82	8.76	6.91	5.35
P/EV(倍)	0.41	0.43	0.39	0.36	0.33
集团内含价值(百万元)	93,776	101,273	109,095	117,988	130,928
NBV(百万元)	3,015	3,018	3,829	4,231	4,514

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

目录

1. 阳光保险：高速成长的青年民营保险公司.....	5
1.1 充分享受行业发展 beta.....	5
1.2 优异的经营策略贡献 alpha.....	6
1.3 “一聚三强”战略引导发展航向.....	8
1.4. 人身险为收入及利润的核心来源.....	9
2. 人身险：预计量价齐升将推动 NBV 增长.....	12
2.1 银保渠道：预计量价齐升将推动 NBV 增长.....	16
2.2 代理人渠道：预计改革成效显现助力 NBV 提升.....	19
3. 财产险：量价齐升，承保利润有望延续改善趋势.....	21
3.1 车险：保费收入稳健增长，COR 大幅优化.....	24
3.2 非车险：承保利润大幅改善，盈利能力有望提升.....	25
4. 投资端：收益率表现稳健，第三方业务占比较高.....	26
4.1 投资表现稳健，债券占比提升.....	26
4.2 阳光资管发展迅速，第三方资产占比较高.....	29
5. 盈利预测与估值分析.....	30
5.1 盈利预测：预计 23-25 年归母净利润同比+0.7% / +26.8% / +29.2%.....	30
5.2 估值分析：测算公司价值为 649.37 亿元，目标价为 5.74 港元/股.....	30
6. 投资分析意见.....	31
7. 风险提示.....	32

图表目录

图 1：阳光保险发展历程.....	5
图 2：阳光保险股权结构.....	6
图 3：阳光保险“一聚三强”发展战略.....	8
图 4：阳光保险营业收入及同比.....	9
图 5：阳光保险归母净利润及同比.....	9
图 6：阳光保险集团及寿险内含价值.....	10
图 7：上市险企内含价值增速对比.....	10
图 8：阳光保险收入结构.....	10
图 9：阳光保险保费收入结构.....	10
图 10：阳光保险分部利润结构.....	11
图 11：阳光保险集团偿付能力充足率.....	11
图 12：截至 2023 年 6 月末，上市险企偿付能力表现.....	11
图 13：阳光人寿偿付能力充足率.....	12
图 14：阳光财险偿付能力充足率.....	12
图 15：阳光保险人身险保费收入及同比.....	13
图 16：阳光人寿保费市占率表现.....	13
图 17：阳光人寿 NBV 及同比.....	13
图 18：上市险企 NBV 同比增速.....	13
图 19：阳光人寿新单保费及同比.....	14
图 20：上市险企新单保费同比增速.....	14
图 21：上市险企 NBVM 表现.....	14
图 22：阳光保险新单结构.....	14
图 23：阳光保险 13 个月、25 个月保费继续率.....	15
图 24：阳光人寿分渠道保费收入结构.....	15
图 25：阳光人寿分渠道新单保费收入结构.....	15
图 26：阳光人寿分渠道 NBV 收入结构.....	16
图 27：2022 年上市险企分渠道 NBV 收入结构.....	16
图 28：阳光人寿银保渠道保费、同比及贡献占比.....	17
图 29：阳光人寿银保渠道新单、同比及贡献占比.....	17

图 30：阳光人寿银保渠道 NBV、同比及贡献占比.....	17
图 31：阳光人寿银保渠道 NBVM	17
图 32：阳光人寿银保渠道新单保费交期结构	18
图 33：阳光人寿银保渠道期交新单保费收入结构	18
图 34：阳光人寿银保渠道分产品保费收入结构.....	18
图 35：阳光人寿银保渠道网点数目及销售人数	18
图 36：阳光人寿代理人渠道保费、同比增速及占比	19
图 37：阳光人寿代理人渠道新单、同比增速及占比	19
图 38：阳光人寿代理人渠道 NBV、同比及贡献占比	20
图 39：阳光人寿代理人渠道 NBVM	20
图 40：阳光人寿代理人渠道新单保费收入结构.....	20
图 41：阳光人寿代理人渠道期交新单保费收入结构	20
图 42：阳光人寿代理人渠道月均人力及月均活动率	21
图 43：阳光人寿代理人月人均产能、月人均件数	21
图 44：上市险企代理人队伍规模同比增速	21
图 45：上市险企 2022 年人均产能及同比表现.....	21
图 46：阳光财险保费收入及同比.....	22
图 47：阳光财险保费结构.....	22
图 48：阳光财险保费市占率表现.....	22
图 49：阳光财险费用率、赔付率表现	23
图 50：阳光财险车险、非车险综合成本率情况.....	23
图 51：阳光财险承保利润（亿元）	23
图 52：2023H1 阳光财险分产品承保利润（百万元）	23
图 53：2023H1 上市财险公司承保利润对比（亿元）	24
图 54：阳光财险税前利润结构	24
图 55：车险分险种保费收入	24
图 56：车险综合成本率表现	24
图 57：阳光财险非车险保费收入及同比增速	25
图 58：阳光财险非车险分险种保费收入结构	25
图 59：阳光财险非车险分险种保费增速.....	26
图 60：阳光财险非车险细分险种综合成本率情况	26
图 61：2022 年阳光财险非车险承保表现	26
图 62：2023H1 阳光财险非车险承保表现.....	26

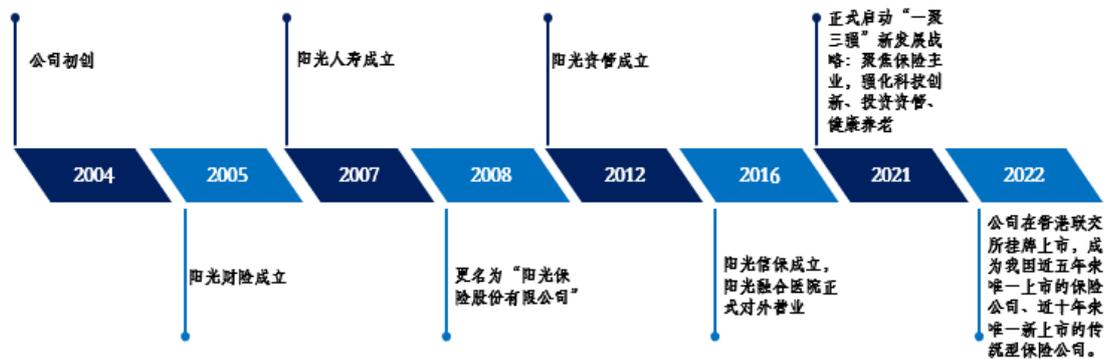
图 63：阳光保险总投资资产余额及同比.....	27
图 64：上市险企净投资收益率.....	27
图 65：上市险企总投资收益率.....	27
图 66：上市险企 EV 变动中投资经验偏差（百万元）.....	27
图 67：阳光保险投资资产配置结构.....	28
图 68：截至 2023 年 6 月末，上市险企投资资产配置.....	28
图 69：阳光保险投资资产中固定收益类资产结构.....	28
图 70：阳光保险投资资产中权益类资产结构.....	28
图 71：阳光资管营业收入及同比.....	29
图 72：阳光资管净利润及同比.....	29
图 73：阳光保险委托阳光资管管理的投资余额占比.....	29
图 74：阳光资管受托管理资产结构.....	29
图 75：阳光保险绝对估值测算.....	31
表 1：阳光保险高级管理层简介.....	7
表 2：员工持股计划中董事持股明细（截至 2023 年 6 月末）.....	8
表 3：2022 年人身险公司市占率 TOP10（保费收入口径）.....	12
表 4：2022 年财产险公司市占率 TOP10（保费收入口径）.....	22

1. 阳光保险：高速成长的青年民营保险公司

1.1 充分享受行业发展 beta

阳光保险集团股份有限公司（简称“公司”、“集团”、“阳光保险”）是一家极具特色的民营综合保险集团公司，业务范围覆盖人身险、财产险、资产管理、信用保险及医疗服务。公司筹建于 2004 年，创始人张维功先生在公司创设之初即明确设立综合保险集团的构想。基于长期发展及盈利性考量，公司以财产险业务为先导（于 2005 年 7 月成立阳光财险），业务范围快速扩张至人身险（于 2007 年 12 月成立阳光人寿），并于 2008 年明确以阳光保险集团为主体的综合性金融集团的经营架构。目前，阳光保险直接及间接持股 4 家主要保险子公司——阳光财险（持股比例约 100%）、阳光人寿（持股比例约 100%）、阳光资管（2012 年 12 月成立，直接及间接持股 80%）、阳光信保（2016 年 1 月成立，持股 87.33%）。2016 年，公司进一步将业务范围拓展至健康医疗领域，成立阳光融和医院，结合客户需求加速构建保险产业链生态圈。2022 年 12 月 9 日，阳光保险在香港联交所挂牌上市，是我国近五年来唯一上市的保险公司、近十年来唯一新上市的传统型保险公司。

图 1：阳光保险发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

受益于我国保险行业发展的第四波大潮，政策红利下阳光保险落子如飞、快速发展，短期内即锁定行业 top10 地位。2001 年中国加入世贸组织后，保险行业率先在金融领域实现全面对外开放；为做强国内产业，原保监会于 2004 年初启动了批设新保险公司的程序，保险行业迎来第四波发展大潮。乘政策东风，2004 年 12 月，阳光财险的筹建申请获原保监会批复，随后实现快速发展；2005 年 8 月，阳光财险获批筹建 9 家分公司，截至 2005 年年末，阳光财险获准筹建 13 家分公司，其中 8 家分公司开业；54 家三级、四级机构获准筹建，19 家获准开业，公司员工数目由最初的 10 人升至 1000 人；截至 2010 年 5 月（成立约 5 年），阳光财险已在全国设立 34 家省级分公司、210 家三级机构、747 家四级机构，销售和服务网络覆盖全国。在开业后第 23 个月，阳光财险实现了正式盈利，并于 2007 年实现核算利润（较规划提前两年），创造了当时新设财产险公司实现盈利时间最短的历史纪录，公司的行业排名由 2006 年的第 12 位升至 2007 年的第 9 位，正式跻身前十。

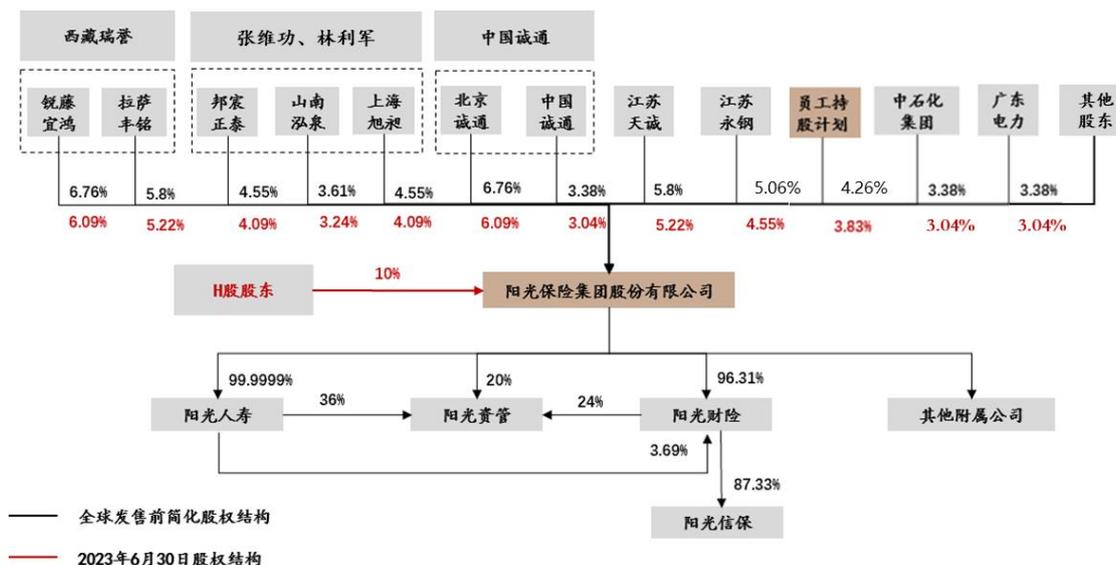
乘势而上，精准落子寿险业务，逐步发展成为公司业绩的主力来源。2006年，多部门出台支持保险行业发展的三大政策性文件——《国家税务总局关于保险营销员取得佣金收入征免个人所得税问题的通知》、《国务院关于保险业改革发展的若干意见》、《中国保险业发展“十一五”规划纲要》，为保险行业的发展扫清障碍、指明方向。2007年，阳光人寿获批成立；2008年，阳光人寿开设15家分公司，内、外勤员工数目突破万人，首年期缴标准保费规模遥遥领先于其他同期开业公司，随后逐步成长为公司收入及利润的核心来源。

1.2 优异的经营策略贡献 alpha

我们认为，公司优异的经营策略体现在：1) 分散化的股权结构为公司市场化经营奠定基础；2) 创始人张维功先生的履历横跨财险、监管、保险集团公司，近40年的从业经验有助于为公司发展指明航向；3) 联席CEO机制推动集约功能板块的集中管理，提升决策效率；4) 员工持股计划有效绑定核心员工及公司利益，助力人员留存。

分散化的股权结构助力公司持续聚焦市场化经营。阳光保险的股权结构分散，不存在控股股东，也不存在实际控制人，经营具有较强市场化色彩。从类别来看，公司股东涵盖国有企业、民营企业及公司核心员工，有助于提升公司利益相关方目标的一致性，为持续健康发展创造了有利条件。其中，国有企业股东包括中国诚通等，民营企业包括七匹狼、江苏永钢、江苏天诚等，截至2023年6月末，公司持股5%以上的股东较少且持股比例较低，持股比例最高的股东为锐藤宜鸿投资管理公司，持股比例为6.09%；张维功先生和林利军先生、西藏恒谊、上海正心谷、北京恒谊、上海旭乐、宁波鼎智金通、邦宸正泰、上海旭昶及山南泓泉共同构成公司的单一最大股东集团，持股比例为11.43%。

图 2：阳光保险股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

核心管理层深耕保险行业多年，经营战略聚焦长期高质量发展。公司创始人、董事长兼首席执行官张维功先生负责公司业务策略及运营的整体管理，自公司创设以来，在发展过程中持续扮演中坚力量。张先生拥有近40年的保险行业经验，创设公司前任原保监会广东监管局党

委书记及局长，此前曾任中国人保山东省分公司总经理，对保险行业发展、政策导向、公司经营、业务推动、风险管控等方面具有深入洞见。多数核心管理人员在公司初创期加入，对公司文化、业务发展、行业变化具有深入理解，稳定的管理层为长期发展奠定坚实基础。阳光保险的主要子公司阳光财险、阳光人寿及阳光资管高管成员均在金融行业深耕多年，拥有平均超 25 年的保险、金融行业从业经验，为长期战略的可持续落地提供良好的外部条件，助力公司在行业转型期坚定把握发展航向。

持续优化治理架构，设立联席 CEO 机制。参考海外金融集团的管理经验，阳光保险在上市首年即设立联席 CEO 机制。2023 年 3 月 29 日，公司宣布聘任李科先生、彭吉海先生为公司联席 CEO，协助首席执行官张维功先生强化公司的整体功能管理。两位联席 CEO 司内工作经验均在 15 年以上，并具有 10 年以上的高管工作经历。阳光保险目前已经形成保险主业多元、主业支持多元的格局与生态，联席 CEO 机制有望对公司多个业务板块的资源整合、协同发展形成助益，实现集约功能板块的集中管理，增强管理层决策能力和决策效率。

表 1：阳光保险高级管理层简介

序号	姓名	职务	入司年限	简介及职责
1	张维功	创始人、董事长、执行董事、首席执行官	19	创办公司前，曾任原保监会广东监管局党委书记及局长、原保监局南京特派员办事处党委书记兼主任、中国人保山东省分公司总经理、中国人保潍坊市分公司总经理及党委书记。2004 年创办阳光财险，先后担任阳光财险董事长及总经理、阳光人寿董事长及总经理、阳光资管董事长、集团董事长及执行董事。
2	赵宗仁	副董事长、执行董事	17	2007 年 8 月加入公司，曾任总经理助理、工会主席、监事长，自 2014 年 10 月至今任徽商银行股份有限公司非执行董事。加入公司前，曾任中国信达资产管理公司南宁办事处主任兼党委书记、中国建设银行山东省分行资金计划处处长、计划财务处处长等职务。
3	李科	执行董事、联席 CEO、总经理	19	2005 年 1 月加入阳光财险，现任集团董事兼总裁、阳光人寿董事。自 2012 年至今先后担任公司执行董事、总经理、阳光人寿董事长及阳光财险董事长。加入公司前任人保财险山东省分公司副总经理。2023 年 3 月至今任公司联席 CEO。
4	彭吉海	执行董事、联席 CEO、副总经理、财务负责人、投资负责人、首席投资官	16	中国注册会计师，2008 年 4 月加入公司。自 2010 年 5 月至今先后担任司财务负责人、副总经理、执行董事、阳光资管总经理、首席投资官、阳光信保董事长。加入公司前任首创安泰人寿财务总监。2023 年 3 月至今任公司联席 CEO。
5	王永文	执行董事、副总经理、会计负责人	19	2005 年 8 月加入阳光保险，历任阳光财险临时负责人兼总经理、阳光保险总经理助理、阳光保险稽核总监、阳光财险总经理助理及副总经理、阳光财险河南分公司筹备组成员及总经理。加入阳光保险前，曾任中国人保南阳市分公司副经理、商丘市分公司总经理，人保财险南阳市分公司总经理、河南省分公司总经理助理。
6	夏芳晨	副总经理	9	2015 年 12 月加入阳光保险。加入公司前，历任山东省社会保障基金理事会股权总监、山东省潍坊市政府副市长、山东省潍坊市财政局局长。
7	李伟	总经理助理	19	2005 年加入阳光保险，历任阳光保险董事长办公室高级经理、总经理助理、副主任、主任、阳光财险销售管理部、企划精算部及企划部总经理助理、阳光财险山东省分公司销售管理部副总经理、总经理。加入本公司前，曾任中国人保山东省分公司副科长、科长。
8	聂锐	合规负责人、首席风险官、联席公司秘书	13	2011 年 3 月加入阳光保险，任阳光资管审计责任人、阳光信保董事、首席风险官、合规负责人、阳光人寿董事、阳光资管执行董事及副总经理、阳光财险董事、阳光保险集团法务总监。加入公司前，曾任观韬律师事务所合伙人。
9	高永梅	总经理助理	8	2016 年加入阳光保险，曾任董事长助理、阳光人寿副总经理。加入本公司前，曾任医渡科技有限公司非执行董事、新华人寿保险股份有限公司吉林分公司总经理等职位。
10	刘迎春	总经理助理	19	2005 年 12 月加入阳光保险，曾任阳光财险总经理助理、阳光财险河南分公司高级经理、副总经理、总经理，历任阳光财险南阳中心支公司筹备组成员、副总经理及总经理。

11	王震凌	总经理助理	19	2005年3月加入阳光保险，历任阳光保险企划副总监、企划精算部总经理及企划总监、阳光人寿筹备组成员、企划部总经理、财务部总经理及财务负责人等职位、阳光财险筹备组成员、战略发展部部长及高级经理。
12	杨学理	总经理助理	19	2005年7月加入阳光保险，历任本公司董事长办公室副主任、办公室主任等职位、阳光财险重庆分公司工作筹备组成员及人事行政部副总经理、阳光财险办公室文秘处处长等职位。加入本公司前，曾任中国人寿保险股份有限公司重庆分公司业务中心技术部主任、党委办公室及办公室秘书等职位。

资料来源：公司官网，申万宏源研究；截至2024年1月1日可得公开信息

员工持股计划分享公司发展红利，助力核心人力留存。阳光保险于2015年实施员工持股计划，参与人员主要包括对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用的核心骨干、关键岗位人员。截至2022年末，参与员工持股计划的人数为3688人（包括5名董事、1名监事、8名高管），占已发行股份的3.83%；截至2023年6月末，未有重大变化。作为长期激励机制，员工持股计划有助于实现员工与集团利益的一致性，提升核心员工留存，挖掘公司内部成长的原动力，提高凝聚力和市场竞争力。

表2：员工持股计划中董事持股明细（截至2023年6月末）

职务	姓名	股份数（万股）	持股比例（%）
执行董事、董事长兼首席执行官	张维功	1079.94	0.1
执行董事	赵宗仁	1181.03	0.1
执行董事	李科	1226.39	0.11
执行董事	彭吉海	683.23	0.06
执行董事	王永文	643.98	0.06

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 “一聚三强”战略引导发展航向

人口红利消减、疫情扰动双重影响之下，2020年以来人身险行业步入由人力“大进大出”的粗放式增长向高质量发展的转型期，在行业转型发展和服务领域日趋专业化的趋势下，阳光保险于2021年正式启动了“一聚三强”新发展战略——“聚焦保险主业，强化科技创新、投资资管、健康养老”，在立足保险主业的基础上，通过内外资源协同、外部战略投资及外部业务合作构建保险产业生态圈。

图3：阳光保险“一聚三强”发展战略

保险主业：聚焦全生命周期多元需求

- 以“**纵横计划**”为抓手
 - 纵：关注客户在生命周期不同阶段的需求
 - 横：提供立体的多元保障和服务
- 产品**：提供覆盖医疗、意外、重疾、寿险、年金等全方位的保障
- 服务**：打造“阳光橙意”、“阳光臻传”两个子品牌，聚焦家庭客户健康医疗、养老规划、子女教育、财富管理方面的四大核心需求

投资资管：赋能主业，拓展收入来源

- 资产管理是阳光保险的核心业务之一，阳光资管受托管理本集团投资资产，同时大力发展第三方资产管理业务，致力于构建特色的保险资管机构。

科技创新：提升运营效率，优化客户体验

- 搭建客户数字平台为客户洞察提供的数字基础和平台支撑；自主研发销售培训机器人模拟代理人与客户真实保险业务场景，通过线上提供咨询问答、销售表现质检等功能监督销售行为；利用大数据建模和机器学习技术提升人身险、车险、信保风控能力，支撑业务数字化转型。

健康养老：推进养老布局，赋能主业

- 居家养老**：聚焦居家安全、居家医疗、居家陪伴三方面，提供涵盖全年家庭医生视频问诊、在线购药、押到一键呼救、生病门诊、住院绿色通道等多个项目的服务；
- 机构养老**：公司已落地并运营4个机构类养老项目，主要分布在北京及山东。
- 社区养老**：聚焦打造保单+“阳光人家”养老小区的长居合作模式，计划10年内在全国20个城市布局CCRC高端养老社区。



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1) **保险主业：以“纵横计划”为抓手，聚焦客需，持续丰富产品货架。**2022年，阳光人寿落地“纵横计划”，致力于为客户在生命周期不同阶段的需求（“纵”）提供立体的多元保障和服务（“横”）。

2) **科技创新：强化数据科技能力，加快数字化经营转型。**公司重视科技能力的打造，根据公司财报，阳光人寿和阳光财险90%以上的业务可以通过线上自助、远程服务、工具赋能的方式向客户提供，助力提升公司运营效率，优化客户体验。

3) **投资资管：提升资管能力，强化战略投资与保险主业协同。**资产管理是阳光保险的核心业务之一，阳光资管受托管理本集团投资资产，同时大力发展第三方资产管理业务，致力于构建特色的保险资管机构。

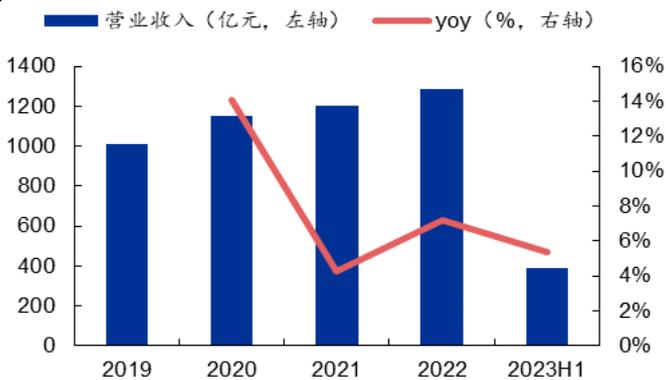
4) **健康养老：聚焦蓝海市场，积极推进养老领域布局，提升客户吸引力。**目前，公司已经基本完成对居家养老、机构养老、社区养老三种业态及运营模式的探索与积累。

1.4. 人身险为收入及利润的核心来源

收入稳健增长，23H1 归母净利润增速转正。2022年公司收入合计达1285.78亿元，yoy+7.2%，2019-2022年CAGR达8.44%。受市场波动影响，公司2022年归母净利润yoy-17.03%至48.81亿元，2019-2021年CAGR为-1.36%。2023H1受益于资产、负债双向改善，新会计准则下，公司收入yoy+5.38%至389.81亿元，归母净利润yoy+8.96%至28.95亿元。

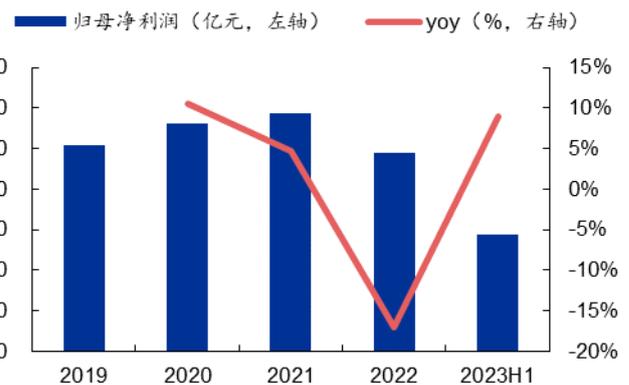
内含价值增速亮眼，在行业转型期表现领跑同业。截至2023年6月末，公司内含价值为1049.82亿元，较2022年末水平+3.66%，2020-2022年CAGR达11.68%；其中，寿险内含价值较上年末水平+6.91%至811.58亿元，贡献集团内含价值的77.31%，2020-2022年CAGR为11.07%，主要受益于NBV稳健增长及投资经验偏差表现优于同业。

图 4：阳光保险营业收入及同比



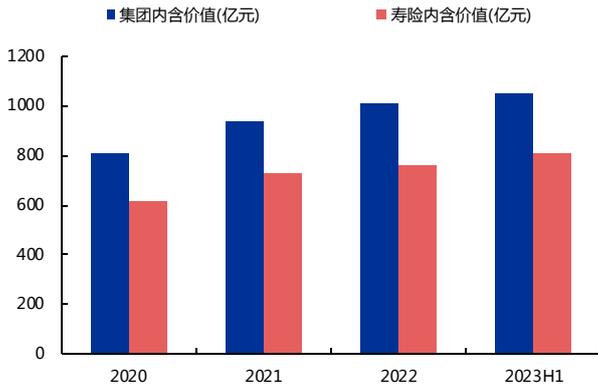
资料来源：公司公告，申万宏源研究；2023年实施新会计准则，总收入为新会计准则口径

图 5：阳光保险归母净利润及同比



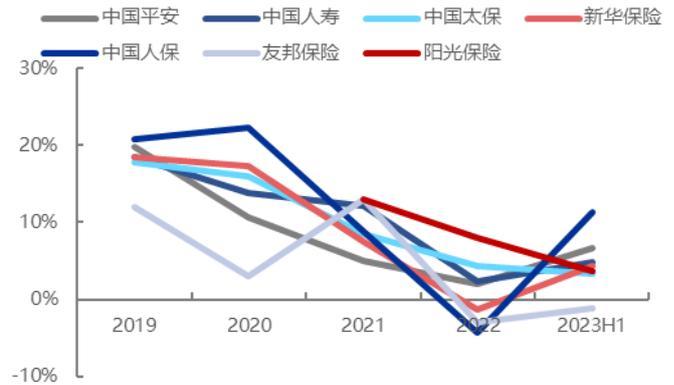
资料来源：公司公告，申万宏源研究；2023年实施新会计准则，利润表现为新会计准则口径

图 6：阳光保险集团及寿险内含价值



资料来源：公司公告，申万宏源研究，此处内含价值按风险贴现率 11% 得到。

图 7：上市险企内含价值增速对比

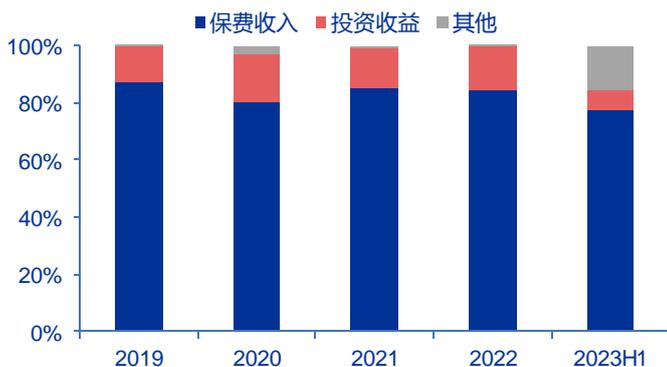


资料来源：各公司公告，申万宏源研究，23H1 数据为较 22 年末水平的增速

保费收入为集团收入的核心来源，人身险业务保费贡献占比约六成。 2022 年公司实现总保费收入 1087.40 亿元，yoy+6.9%，2019-2022 年 CAGR 达 7.35%。细分结构来看，2022 年人身险保费收入达 682.95 亿元 yoy+12.4% 财产险保费收入达 404.45 亿元 同比下降 1.2%；总保费收入中人身险/财产险占比分别达 62.8%/37.2%，yoy+3.0pct / -3.0pct。2023H1 公司总保费收入 yoy+7.7% 至 678.1 亿元；其中，人身险/财产险保费收入分别达 458.48/219.29 亿元，yoy+9.0%/+5.1%。

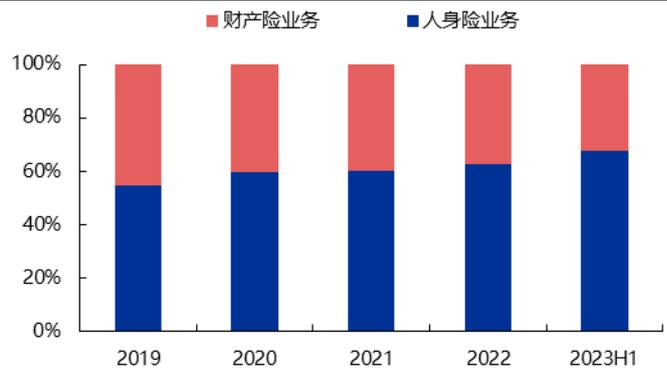
人身险业务为集团利润的核心来源，贡献占比超七成。 细分利润结构来看，2022 年阳光人寿/阳光财险/阳光信保/其他业务及抵消分别实现净利润 49.36 亿元/16.02 亿元/-0.69 亿元 /-14.54 亿元，利润贡献占比分别达 98.4%/31.9% /-1.4%/-29.0%。阳光人寿为集团贡献稳定的利润支撑，2019-2022 年利润贡献占比分别达 79.7%/74.8%/75.2%/98.4%。

图 8：阳光保险收入结构



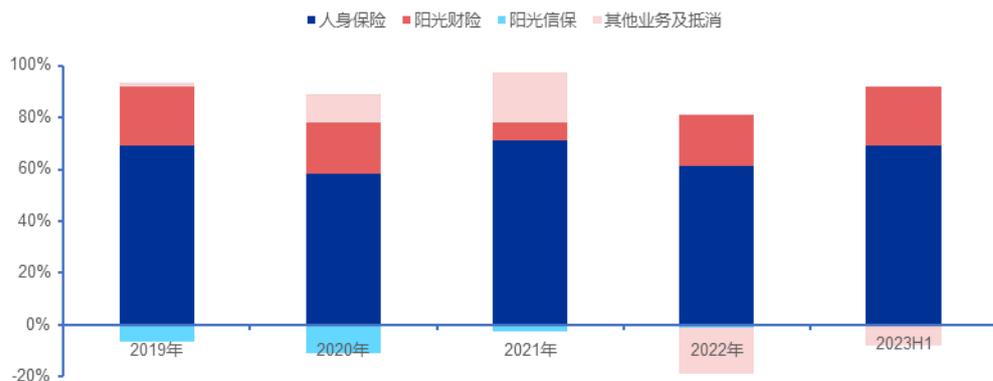
资料来源：公司公告，申万宏源研究；受会计准则切换影响，23H1 保费收入科目变为保险服务收入

图 9：阳光保险保费收入结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

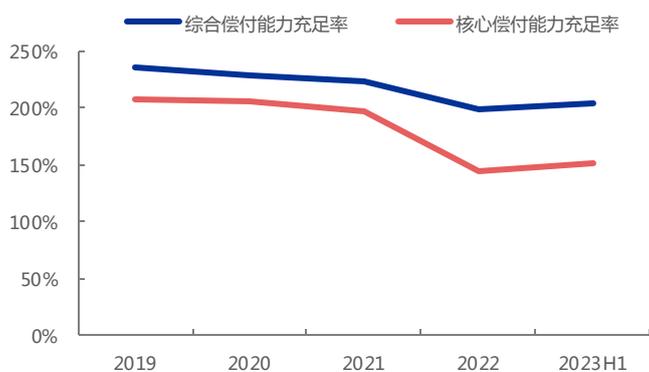
图 10：阳光保险分部利润结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

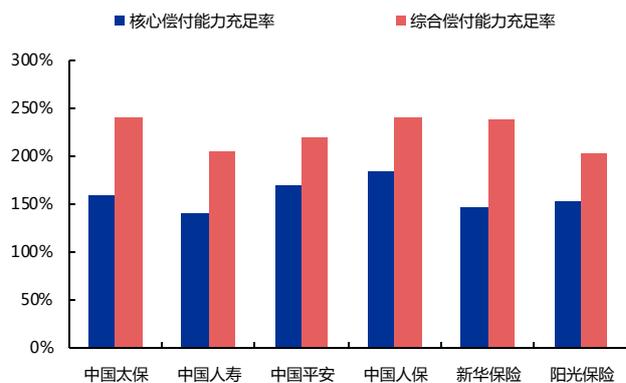
偿付能力充足率稳中略升，预计暂无资本补充需求。受“偿二代”二期工程实施的影响，2022年以来保险公司偿付能力充足率稳中略降，截至2023年6月末，公司核心/综合偿付能力充足率分别为152%/203%，整体表现稳健。9月10日，金管局发布《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》，在保持综合偿付能力充足率100%和核心偿付能力充足率50%监管标准不变的基础上，降低中小险企最低资本要求，优化风险因子，优化资本计量标准，助力行业偿付能力充足率改善。截至2023年9月末，保险公司平均核心/综合偿付能力充足率为126%/194%；其中，财险公司、人身险公司平均综合偿付能力充足率分别为232%/184.1%，核心偿付能力充足率分别为200%/108.6%。截至2023年9月末，阳光人寿核心/综合偿付能力充足率分别127%/178%，阳光财险核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率分别为159%/240%，环比均实现提升。

图 11：阳光保险集团偿付能力充足率



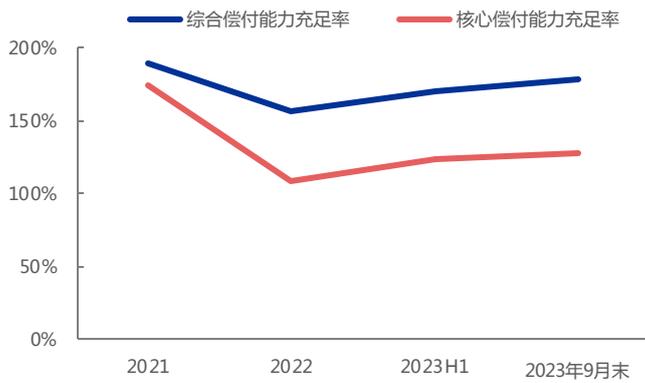
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 12：截至 2023 年 6 月末，上市险企偿付能力表现



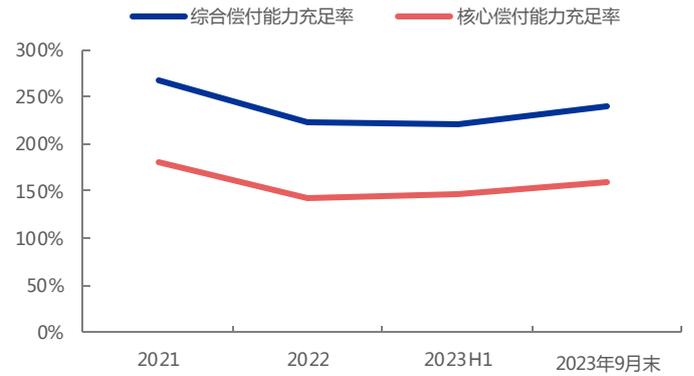
资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图 13：阳光人寿偿付能力充足率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 14：阳光财险偿付能力充足率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 人身险：预计量价齐升将推动 NBV 增长

保费口径下，人身险业务市占率稳中略升。阳光保险主要通过子公司阳光人寿经营人身险业务，2022 年人身险保费收入达 682.95 亿元，yoy+12.3%；根据公司财报，其中寿险保费收入 565.89 亿元，yoy+13.8%，2019-2022 年 CAGR 达 14.3%，占人身险业务收入的 82.9%，yoy+1.1pct。2022 年阳光寿险市占率为 2.13%，市场份额同比小幅提升 0.18pct，位居行业第九，与 2021 年持平。2023 年 1-11 月公司人身险保费收入达 684.62 亿元，较去年全年水平提升 0.25%。

表 3：2022 年人身险公司市占率 TOP10（保费收入口径）

排名	人身险公司	保费收入（亿元）	市场份额
1	中国人寿	6151.9	19.17%
2	中国平安	4392.77	13.69%
3	太保寿险	2253.43	7.02%
4	泰康人寿	1708.4	5.32%
5	新华保险	1630.99	5.08%
6	太平人寿	1540.03	4.80%
7	人保寿险	927.03	2.89%
8	中邮人寿	914.34	2.85%
9	阳光人寿	682.95	2.13%
10	百年人寿	529.17	1.65%
行业		32091	100.00%

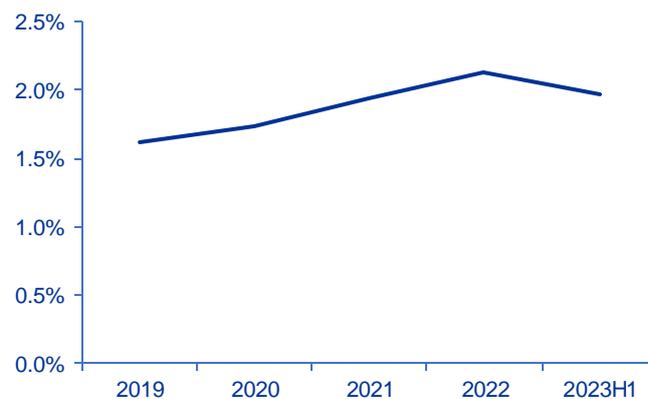
资料来源：金管局，各公司公告，申万宏源研究

图 15：阳光保险人身险保费收入及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

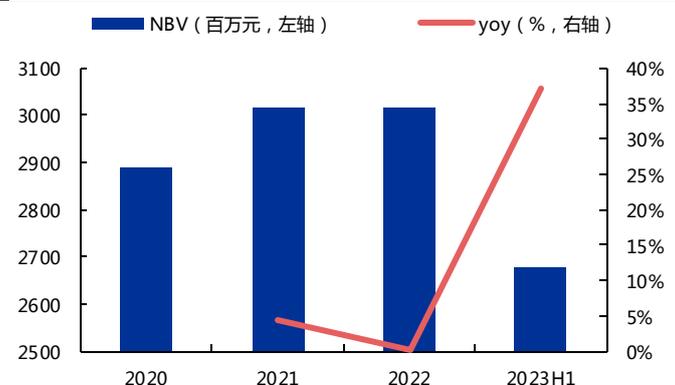
图 16：阳光人寿保费市占率表现



资料来源：公司公告、金管局，申万宏源研究

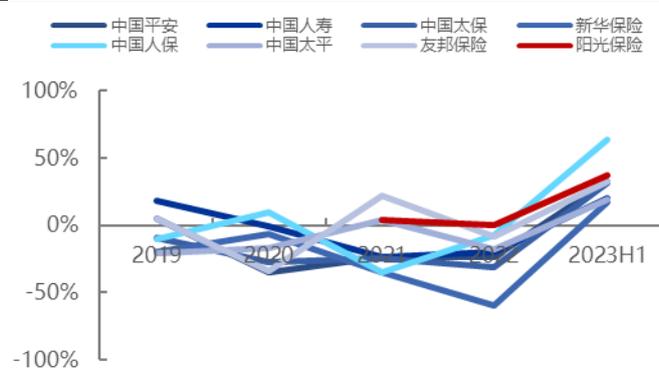
价值创造能力优势显著，NBV 逆势正增长，23H1 实现高基数下的同比高增。受行业转型及疫情扰动影响，近年来上市险企 NBV 大幅下滑，但阳光人寿保持逆势增长态势，2021/2022 年公司 NBV 同比增速分别达 4.4%/0.1%，是唯一一家实现同比正增长的上市险企，表现显著优于同业。具体来看，1) 新单稳步增长：银保渠道优势引领之下，2020-2022 年新单同比增速分别达 7.6% / 4.5% / 3.8%，为价值增长奠定良好基础；2) NBVM 表现稳健：交期结构持续改善，2020-2022 年公司 NBVM (NBV/新单保费口径测算) 分别为 9.0%/9.0%/8.7%，整体未出现明显下滑，稳定性显著优于同业。受益于线下展业渠道打通、储蓄产品需求旺盛、产品预定利率切换推动配置需求前置释放 2023H1 NBV 在高基数的基础上 yoy+37.1%至 26.79 亿元(增速仅次于人保寿险)，产品、交期及渠道结构的改善带动 NBVM 较 2022 年提升 3.8pct 至 12.4%。

图 17：阳光人寿 NBV 及同比



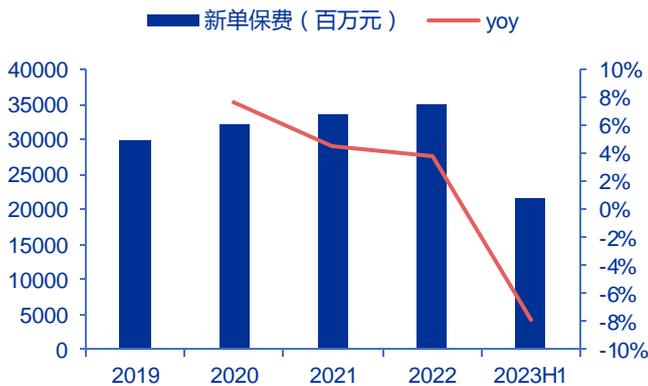
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 18：上市险企 NBV 同比增速



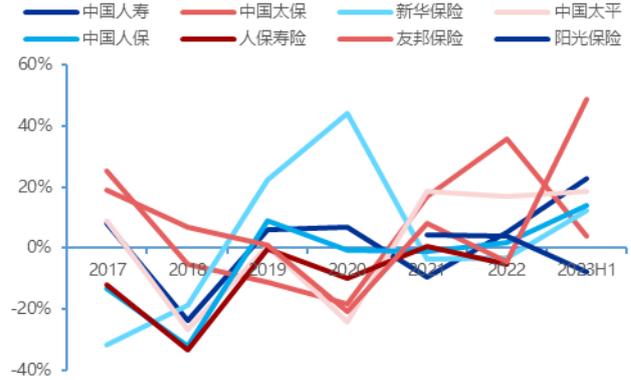
资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图 19：阳光人寿新单保费及同比



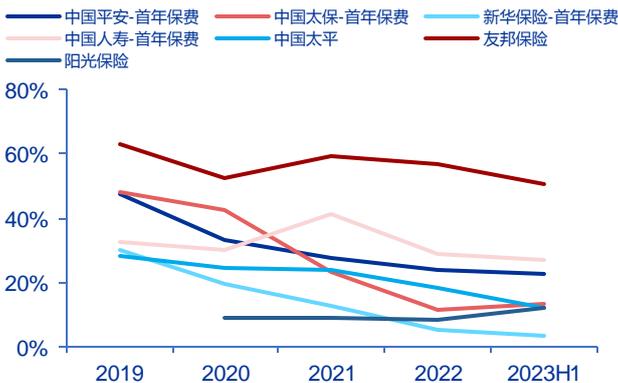
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 20：上市险企新单保费同比增速



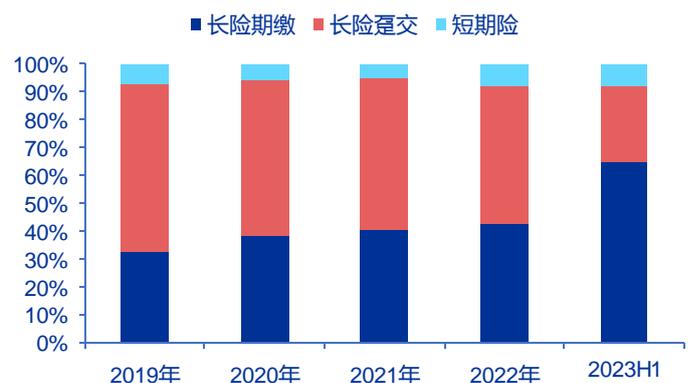
资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图 21：上市险企 NBVM 表现



资料来源：公司公告，申万宏源研究；阳光保险使用 NBV/新单保费近似估计

图 22：阳光保险新单结构

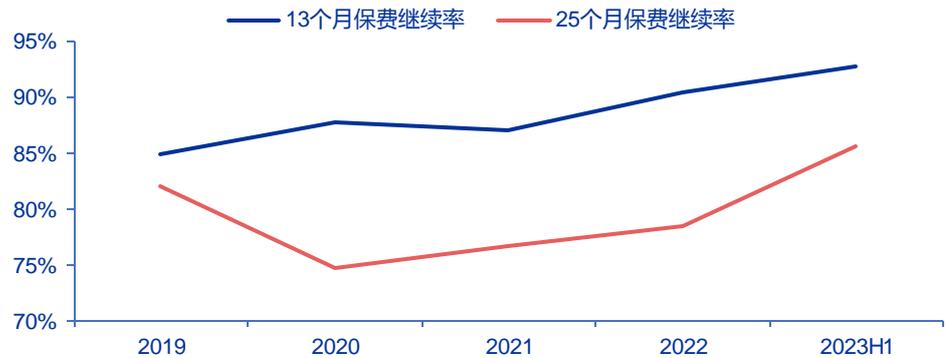


资料来源：公司公告，申万宏源研究

期缴新单高增，持续压降趸交规模，交期结构显著改善。2022 年阳光人寿长险期缴新单/长险趸交保费分别为 147.45/173.72 亿元，yoy+9.3%/-5.2%，新单贡献占比分别达 42.3%/49.8%，较 2019 年水平+9.5pct/-10.2pct，交期结构显著优化。2023H1 公司进一步压趸交、促期缴，期缴新单/趸交保费分别达 139.46 亿元/58.92 亿元，yoy +53.4%/-53.1%，趸交规模下降的影响下新单保费收入 yoy-7.9%至 215.52 亿元。

多措并举态势下，业务质量持续优化。公司持续推动业务质量管控，2022 年阳光人寿 13 个月保费继续率 yoy+3.5pct 至 90.5%；25 个月保费继续率 yoy+1.8pct 至 78.5%。2023H1 业务质量持续优化，公司 13 个月保费继续率 yoy+2.7pct 至 92.7%，25 个月保费继续率 yoy+9.1pct 至 85.6%。

图 23：阳光保险 13 个月、25 个月保费继续率

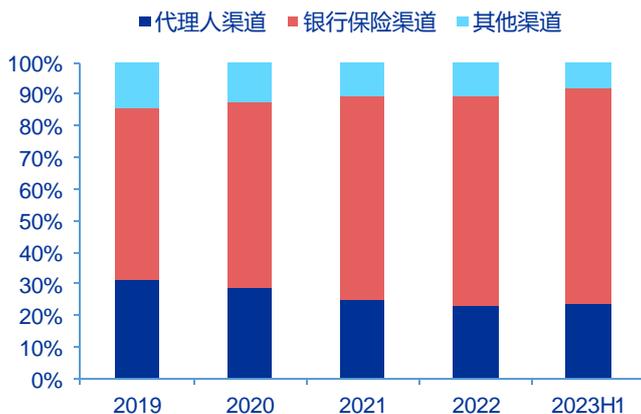


资料来源：公司公告，申万宏源研究

坚持多元化销售渠道协同发展的经营模式。细分渠道设置来看，阳光人寿下设代理人渠道、银保渠道、其他渠道（包括团险渠道、融客渠道、网销渠道、经代渠道等），公司在保持银保渠道优势前提下，推动代理人渠道转型，同时培育新的潜力渠道，持续优化渠道结构，多元化渠道布局有助于有效覆盖多元客群，在把握细分赛道增长机会的同时有效分散渠道风险。

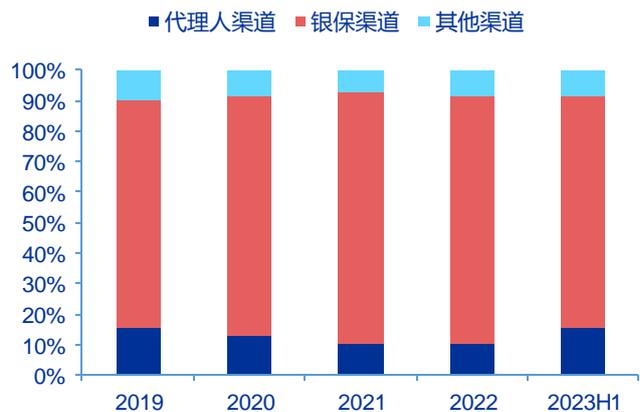
银保渠道为公司传统优势渠道，2022 年 NBV/新单/保费贡献占比分别达 59.5%/81.3%/66.3%。2022 年公司银保/代理人/其他渠道 NBV 分别达 17.97/11.52/0.69 亿元，yoy+20.0%/-19.6%/-18.8%，贡献占比分别达 38.2%/59.5%/2.3%，yoy+9.9pct / -9.4pct / -0.5pct；新单保费收入分别达 283.59 / 35.53 / 29.55 亿元，yoy+1.8%/+6.7%/+23.0%；新单贡献占比分别达 81.3%/10.2%/8.5%，yoy-1.6pct/+0.3pct/+1.3pct；保费收入分别达 452.96 / 158.06 / 71.93 亿元，yoy+16% / +4.8% / +7.6%；保费贡献占比分别达 66.3% / 23.1% / 10.5%，yoy+2.1pct/-1.7pct / -0.5pct。

图 24：阳光人寿分渠道保费收入结构



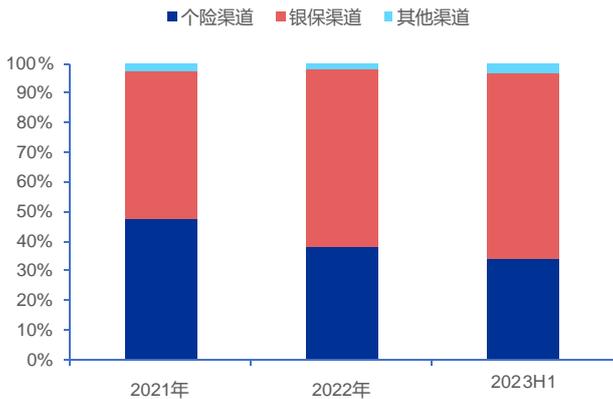
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 25：阳光人寿分渠道新单保费收入结构



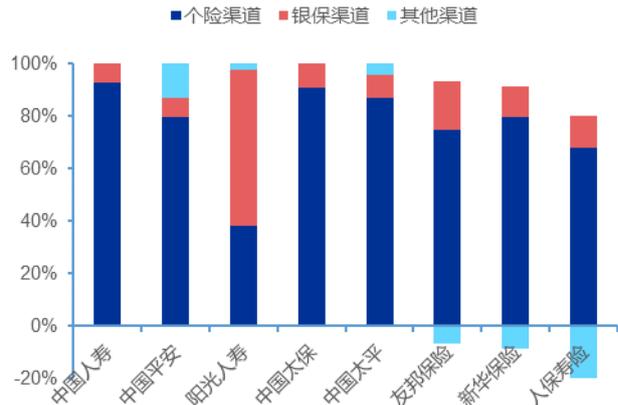
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 26：阳光人寿分渠道 NBV 收入结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 27：2022 年上市险企分渠道 NBV 收入结构



资料来源：各公司公告，申万宏源研究；其中，友邦保险银保渠道口径为伙伴分销渠道口径

2.1 银保渠道：预计量价齐升将推动 NBV 增长

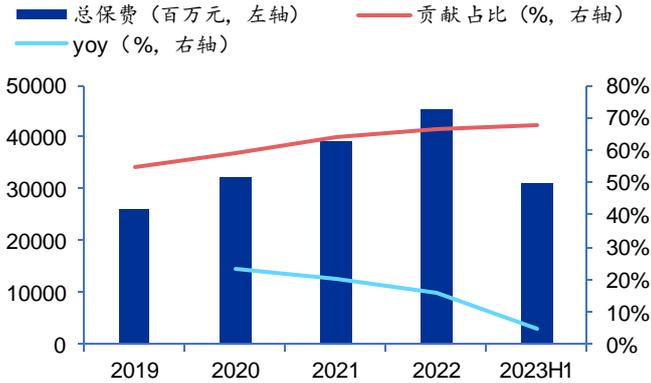
受益于近年来银行、保险公司的双向奔赴，银保渠道实现快速发展。具体来看：1) 银行对于代销保险产品的重视程度提升：i) 银行对于非息收入的重视程度提升：工农中建、邮储等国有大行及招商银行、平安银行等股份制银行近年来加大业务转型的力度，实现从单一产品销售向多元化客户资产配置的转变，代销保险等代理业务取得的手续费收入正逐渐成为其促进非息收入增长的重要抓手；ii) 储蓄类保险产品的“保本”优势提升：理财产品全面净值化转型后，储蓄类保险产品锁定收益率/保底+浮动模式与部分银行客户较低的风险投资偏好相契合。2) 保险公司对于银保渠道的重视程度提升：人身险步入转型期后，代理人渠道业绩表现承压，增员难问题给渠道新客获客带来一定难度，险企对银保渠道的关注度显著提升，希望通过发展银保渠道贡献业绩增量。

银行代销保险业务在客户资源及渠道方面具有明显优势：1) 客户资源丰富：我国银行客户数规模庞大，与其他金融机构相较，客户关系更为密切，为保险销售奠定良好基础。2) 网点布局广阔：由于保险产品较为复杂，对线下销售的需求较高，银行网点数目众多，对全国各省市实现有效覆盖；3) 储蓄类产品契合客户需求：资管新规落地后，银行理财产品实现全面净值化转型。受市场波动影响，22Q4 部分低风险理财产品出现净值下跌甚至“破净”现象，导致客户对银行理财产品“保本”的预期出现一定调整，在市场波动的态势之下，以增额终身寿险为代表的保险产品锁定收益的“保本”属性优势凸显，有效满足银行客户资产配置需求。

NBV 贡献稳步提升，成为行业转型期业务增长的中坚力量。2022 年阳光人寿银保渠道实现 NBV 17.97 亿元，yoy+20.0%，NBV 贡献占比达 59.5%，显著高于其他上市险企，业务结构独具特色。具体来看，1) 量：新单保费 yoy+1.8%至 283.59 亿元，2019-2022 年 CAGR 达 8.4%；新单贡献占比保持高位，2019-2022 年占比均值达 79.3%。2023H1 受优化业务结构、压降趸交规模 (yoy-54.1%) 影响，渠道新单保费 yoy-16.0%至 163.37 亿元。2) 价：我们使用 NBV/新单作为渠道 NBVM 的近似估计，2021 年/2022 年/2023H1 银保渠道 NBVM

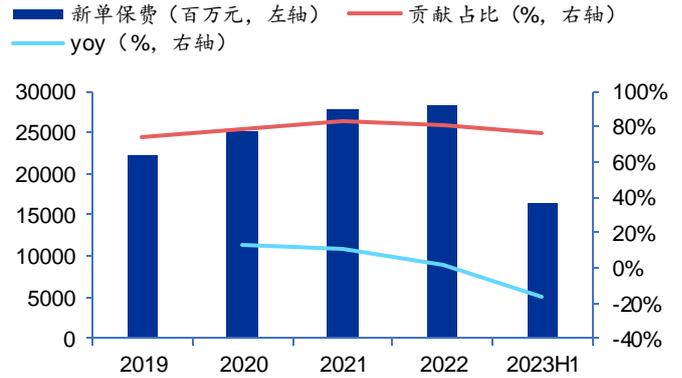
分别达 5.4%/6.3%/10.3%，呈稳步提升态势，我们预计主要受益于渠道新单交期结构改善及产品结构优化。

图 28：阳光人寿银保渠道保费、同比及贡献占比



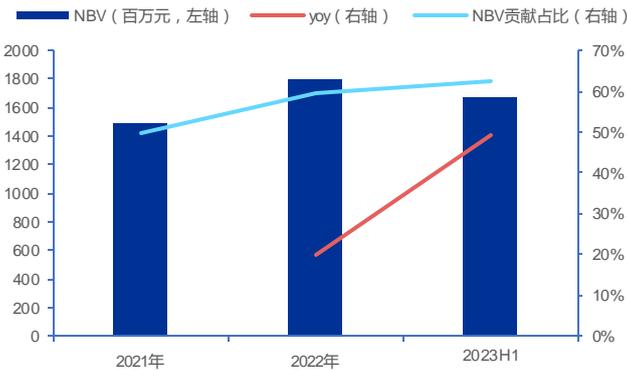
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 29：阳光人寿银保渠道新单、同比及贡献占比



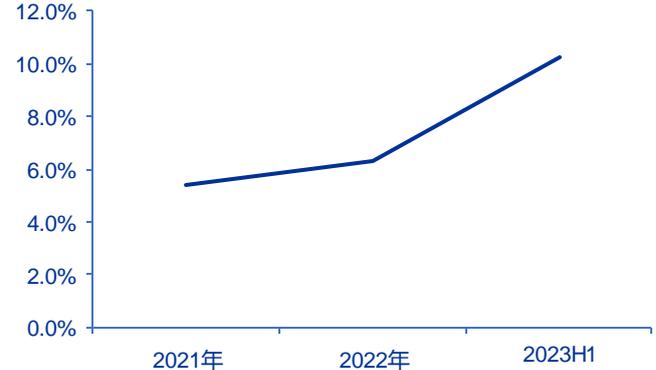
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 30：阳光人寿银保渠道 NBV、同比及贡献占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 31：阳光人寿银保渠道 NBVM



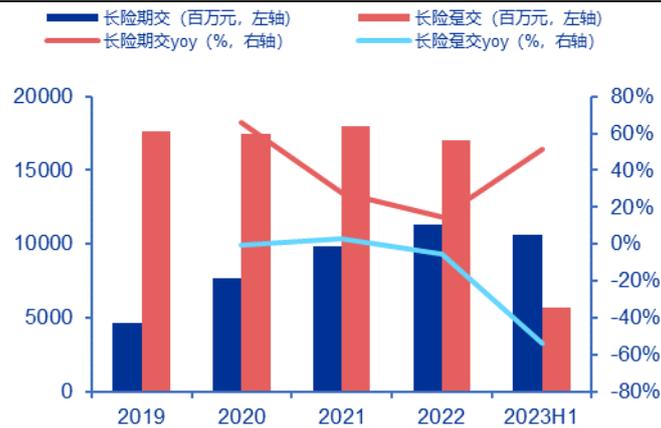
资料来源：公司公告，申万宏源研究；NBVM 使用 NBV/新单近似估计

持续压降趸交业务，新单结构显著改善，聚焦长期、价值的经营战略成效显著。1) 交期结构持续改善：公司有序压降趸交规模，2022 年银保渠道实现长险期交新单/趸交保费 113.11/170.48 亿元，yoy+14.9%/-5.3%，2019-2022 年 CAGR 分别达 34.4%/-1.1%，长险期交新单贡献占比较 2019 年水平提升 19.0pct 至 39.9%，交期结构显著优化。2023H1 期缴新单、趸交表现进一步分化，yoy+51.6%/-54.1%，期缴保费贡献占比进一步升至 65.1%。**2) 长期贡献占比提升：**从长险交期结构来看，2021 年长险 5 年期以内/5-10 年/10-20 年/20 年以上期缴新单分别达 64.28/33.58/0.17/0.44 亿元，占比分别达 65.3% / 34.1% / 0.2% / 0.4%；公司持续优化长险交期结构，5 年以上期缴新单占比由 2019 年的 25.3% 升至 2021 年的 34.7%，2022H1 在此基础上进一步提升 1.6pct 至 36.3%。

渠道基建完备，网均产能稳步提升。阳光人寿持续深化网点精细化经营，夯实价值网点经营能力，通过严选优增提升协销队伍质态及产能，根据公司财报，截至 2022 年 6 月末，银保渠道销售人员数目达 5414 人，较 2021 年水平提升 0.5%；销售网点数目达 27.62 万家，较 2021 年末减少 4885 家，但网均产能提升助力渠道业务增长，2022 年银保渠道网均产能

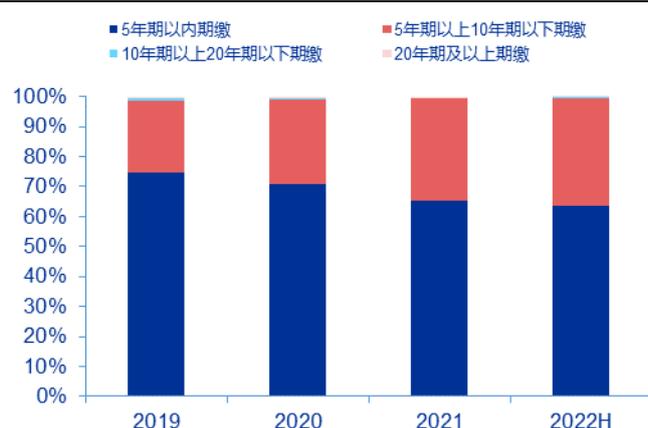
yoy+24.7%至约 6.6 万元，队伍人均产能约 12 万元，yoy+15.7%；23H1 银保渠道网均产能延续增长态势，同比增长 31%至约 9.4 万元，队伍人均产能约 19 万元，yoy+36.3%。

图 32：阳光人寿银保渠道新单保费交期结构



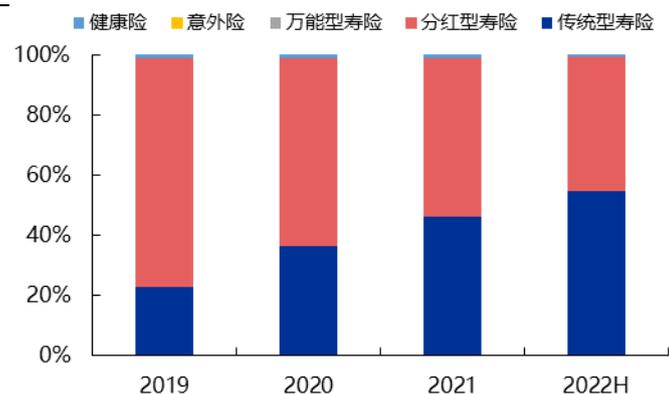
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 33：阳光人寿银保渠道期交新单保费收入结构



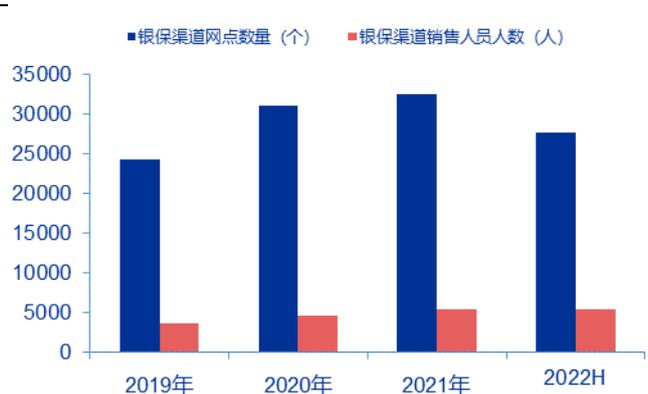
资料来源：公司公告，申万宏源研究；最新可得公开数据

图 34：阳光人寿银保渠道分产品保费收入结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 35：阳光人寿银保渠道网点数目及销售人员规模



资料来源：公司公告，申万宏源研究

监管推动银保渠道“报行合一”，渠道手续费大幅下降。根据监管规定，一家银行只能与三家保险公司合作进行产品代销，银行在选择合作方时关注的核心因素为产品手续费率及产品销售的难易度（更青睐返本早、IRR 高的产品）。银、保双方资源禀赋的差异及近期中小险企由于行业转型阶段性暂停个险渠道，导致行业竞争趋于激烈（3/5/10 年期缴保险的银行代销佣金率自律上限约为 9%/14%/18%， “报行合一”前，3 年期缴保险实际佣金率约为 12%-25% 不等，更长期限的产品可能超 40%）。2023 年 8 月下旬，金管局向多家人身险公司下发《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》，强调保险产品在设计时，审慎合理确定费用假设；备案时，在产品精算报告中明确说明费用假设、费用结构，并列示佣金上限；支付时，佣金等实际费用应与备案材料保持一致。

“报行合一”后，预计量价齐升有望助力银保渠道 NBV 持续增长。“报行合一”落地前，银保渠道多定位为成本中心，在代理人渠道阶段性承压、险企对于银保渠道的关注度显著提升态势之下，部分公司在签约手续费的基础上通过其他形式提升费用投放，以提高公司在银行选

择合作伙伴、销售产品时的排位，逐步形成“劣币驱逐良币”的态势。“报行合一”的经营逻辑下，销售费用的激进投放得到遏制，渠道有望从成本中心转为盈利中心。根据金管局披露的数据，“报行合一”落地后，渠道手续费率降幅达 30%，预计行业竞争的核心有望逐步回归到业务本源，即产品的客户利益及服务质量。作为传统优势渠道，我们认为下阶段公司银保渠道有望实现量价齐升，助力 NBV 持续增长：

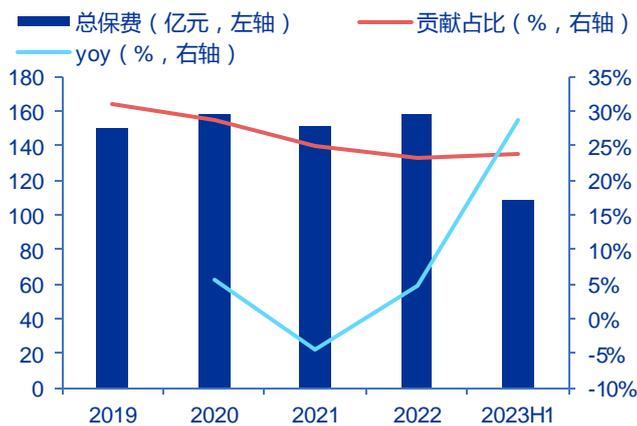
1) 量：新单规模有望持续增长。从客户需求的角度来看，近期银行进一步调降存款利率，3/5 年期定期存款挂牌利率（整存整取）分别为 1.95%/2%，较此前下降 25 个基点；储蓄型主力产品增额终身寿险、分红险产品预定利率分别为 3%/2.5%，产品的相对优势有望进一步凸显。从银行业务推动的角度来看，在息差收窄压力下，银行中收占比虽然较低，但业务的成长潜力较大，有望持续贡献业绩增量，对代销业务的关注度有望保持长期提升态势，新形势下“以量补价”或将为应对降费的主要策略，有望助力银保渠道新单保费持续提升。

2) 价：银保渠道 NBVM 有望持续提升。从渠道成本来看，“报行合一”影响了利益相关方的蛋糕分配结构，销售费用的降幅有望在客户利益及渠道利润间进行重新分配，我们预计渠道 NBVM 有望实现提升。

2.2 代理人渠道：预计改革成效显现助力 NBV 提升

聚焦客需，“一身两翼”策略推动下，分层经营模式初显成效。阳光人寿聚焦高质量转型发展，实施差异化管理与队伍分层经营，提升队伍分客群经营能力，致力于打造与客群相匹配的代理人团队。在历经两年代理人队伍转型带来的负增长后，受益于储蓄型险种热销，2022 年代理人渠道新单保费增速转正，同比增长 6.7% 至 35.53 亿元，2019-2022 年 CAGR 为 -8.6%；其中，长险期缴、长险趸交、短险占比分别为 18.6%/1.4%/2.5%，yoy+0.3pct/+0.5pct/-0.4pct，结构较为稳定。2023H1 需求、供给双向改善态势下，代理人渠道新单保费收入同比高增 58.9% 至 33.47 亿元，主要受益于储蓄型产品需求旺盛及 Q2 预定利率切换预期推动需求前置释放，新单贡献占比比较 2022 年水平提升 5.3pct 至 15.5%；其中，长险期缴、长险趸交、短险占比分别为 27.7%/1.2%/1.8%，较 22 年末+9.11pct/-0.24pct/-0.68pct。

图 36：阳光人寿代理人渠道保费、同比增速及占比



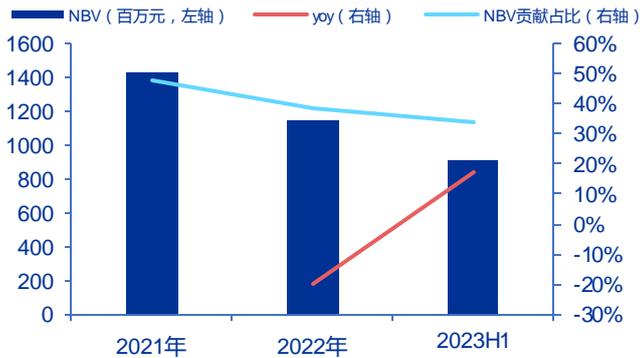
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 37：阳光人寿代理人渠道新单、同比增速及占比



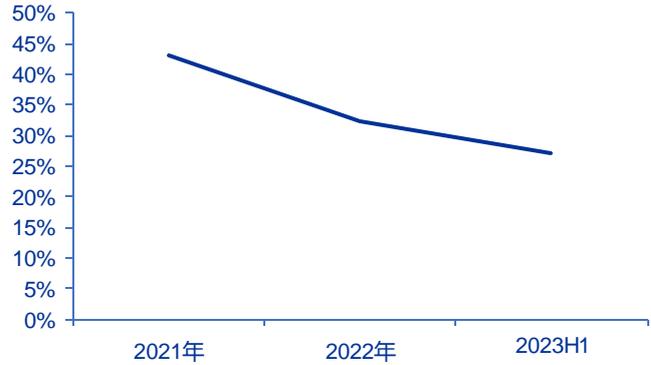
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 38：阳光人寿代理人渠道 NBV、同比及贡献占比



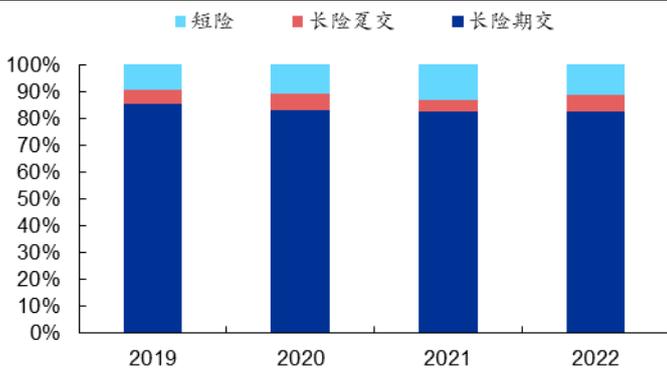
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 39：阳光人寿代理人渠道 NBVM



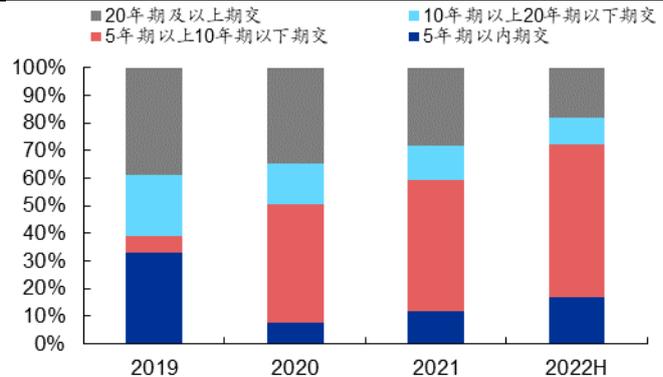
资料来源：公司公告，申万宏源研究；使用 NBV/新单保费近似测算

图 40：阳光人寿代理人渠道新单保费收入结构



资料来源：wind，申万宏源研究

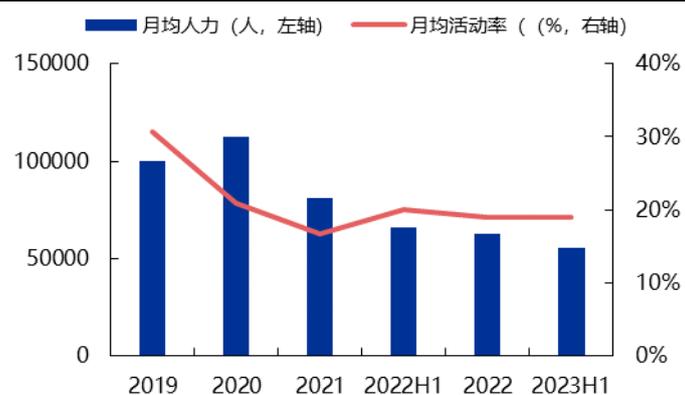
图 41：阳光人寿代理人渠道期交新单保费收入结构



资料来源：wind，申万宏源研究

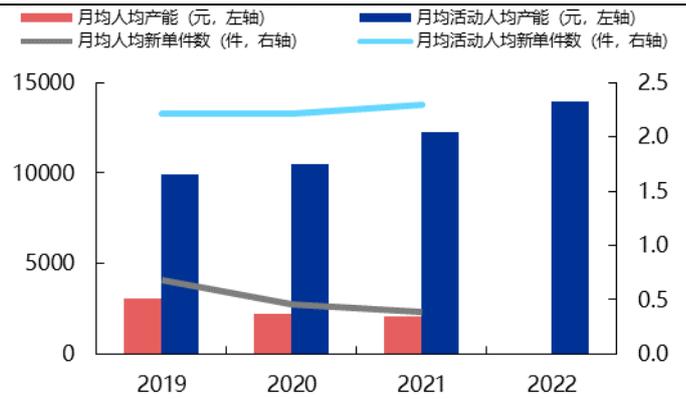
代理人渠道改革成效显著，队伍规模降幅可控、产能显著提升。自 2020 年以来，阳光人寿从客户需求角度出发，根据客群分层实施中心城市、省会城区突破项目，在一、二线城市打造一支可服务于中高净值客群的精英销售队伍。根据公司财报，截至 2022 年末，精英销售队伍规模超千人，大专及以上学历占比超过 80%，人均产能约 3.0 万元，是公司整体代理人队伍的 2.1 倍。截至 2023 年 6 月末，代理人渠道月均人力达 5.53 万人，较 2022 年末水平-12.1%，降幅相对可控；23H1 月均活动率为 18.9%，与去年同期持平；人均产能达 2.58 万元，yoy+63.0%。

图 42：阳光人寿代理人渠道月均人力及月均活动率



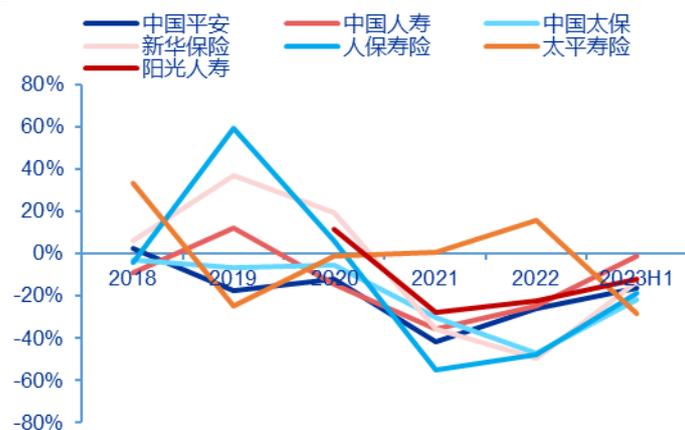
资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图 43：阳光人寿代理人月人均产能、月人均件数



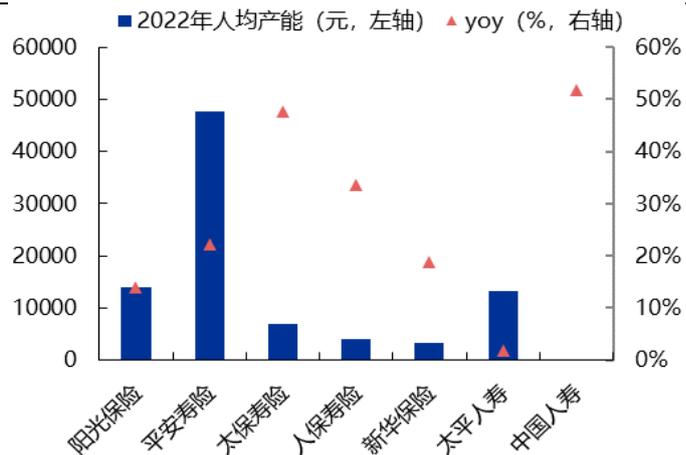
资料来源：公司公告，申万宏源研究，2022 年末披露月均（活动）人均新单件数

图 44：上市险企代理人队伍规模同比增速



资料来源：各公司公告，申万宏源研究；其中 23H1 为较 22 年末水平变化值

图 45：上市险企 2022 年人均产能及同比表现



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

3. 财产险：量价齐升，承保利润有望延续改善趋势

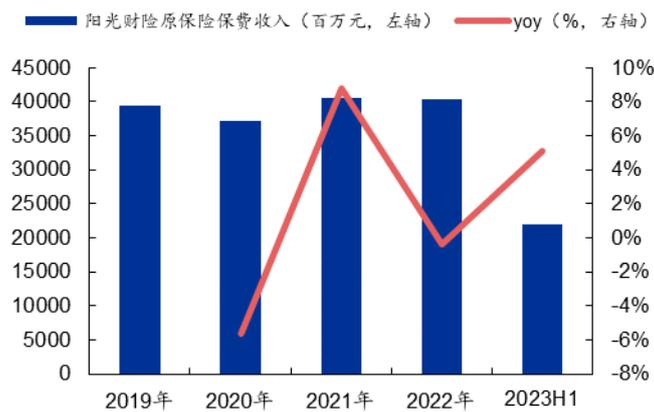
财险保费及市占率同比微降，车险为收入的主要来源。公司主要通过子公司阳光财险经营财险业务，为客户提供涵盖机动车辆险、意外伤害和短期健康险、保证险、责任险、农业险和企业财产险等产品。2022 年阳光财险实现原保费收入 403.76 亿元，yoy-0.38%，2019-2022 年 CAGR 达 0.73%；其中，车险/非车险分别实现保费收入 246.3/157.46 亿元，yoy+6.27%/-9.27%，2019-2022 年 CAGR 分别为 0.07%/1.89%。车险综改后，财险行业集中度进一步提升，2022 年 CR3 增至 64.62%，阳光财险市占率 2.72%，受产品结构调整影响，同比略降 0.25 pct，位居行业第七。2023H1 阳光财险原保费收入 yoy+5.1%至 219.29 亿元；其中，车险保费收入 128.76 亿元 (yoy+3%)，非车业务保费收入 90.53 亿元 (yoy+8.4%)。

表 4：2022 年财险公司市占率 TOP10（保费收入口径）

排名	财险公司	保费收入（亿元）	市场份额
1	人保财险	4875	32.79%
2	平安产险	2981	20.05%
3	太保财险	1704	11.46%
4	国寿财险	983	6.61%
5	中华联合	603	4.06%
6	大地财险	461	3.10%
7	阳光财险	404	2.72%
8	太平财险	287	1.93%
9	众安财产	236	1.59%
10	华安财险	167	1.12%
行业		14867	100.00%

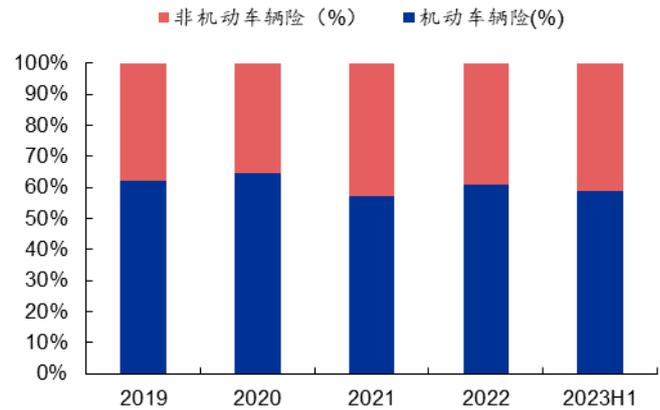
资料来源：各公司公告、金管局，申万宏源研究

图 46：阳光财险保费收入及同比



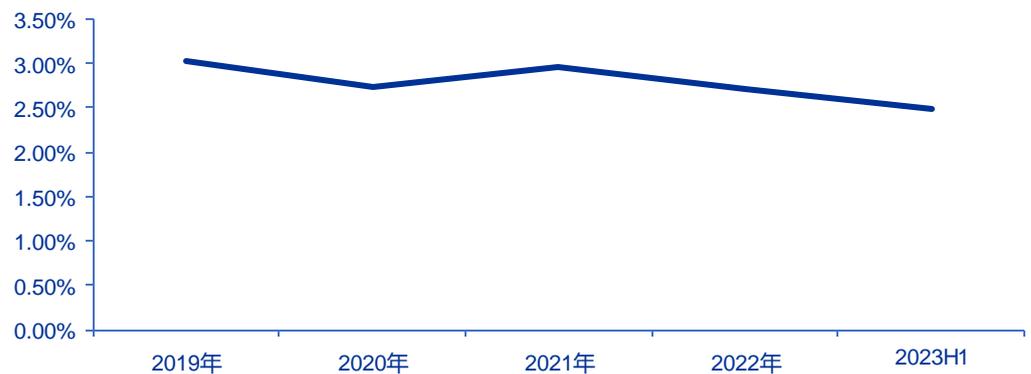
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 47：阳光财险保费结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

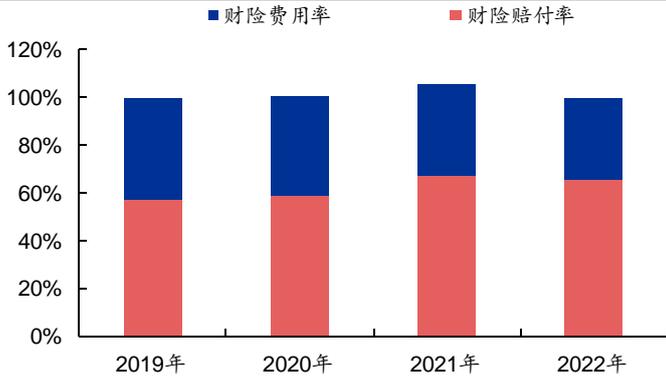
图 48：阳光财险保费市占率表现



资料来源：公司公告、金管局，申万宏源研究

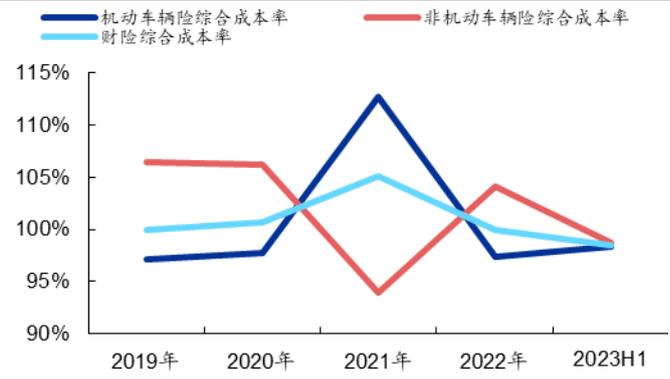
多措并举降本增效，费用率稳步下降，综合成本率显著优化。2022 年受益于天时、地利、人和，阳光财险综合成本率同比-5.2pct 至 99.9%，实现自 2019 年以来首次承保盈利；其中，费用率同比-3.6pct 至 34.9% 较 2019 年水平降幅达 8.3pct 赔付率同比下降 1.6pct 至 65%。2023H1 阳光财险综合成本率持续优化，同比下降 0.3pct 至 98.5%。

图 49：阳光财险费用率、赔付率表现



资料来源：公司公告，申万宏源研究

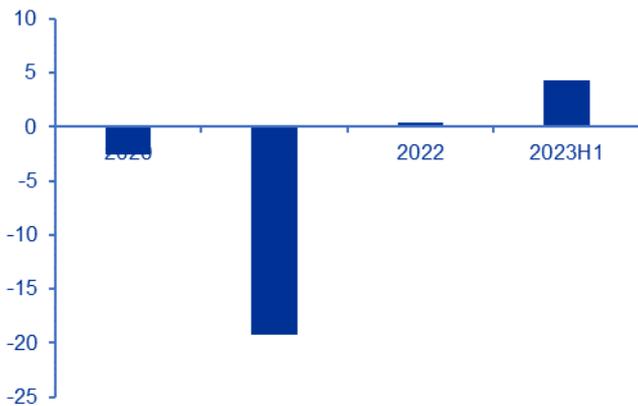
图 50：阳光财险车险、非车险综合成本率情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

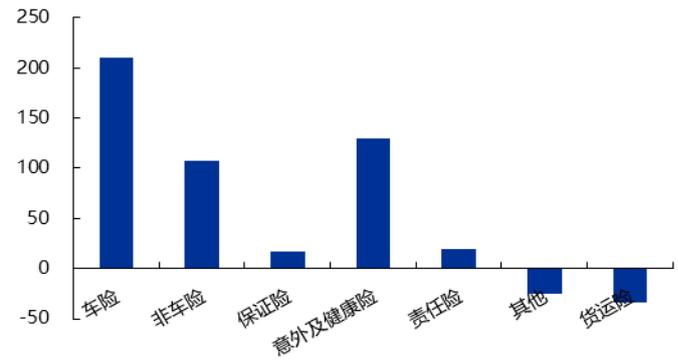
保费、综合成本率双向优化，推动承保利润显著改善。2022 年阳光财险实现承保利润 0.42 亿元，实现扭亏为盈；细分业务结构来看，车险承保利润达 6.32 亿元，为公司承保盈利的核心驱动力；非车险承保利润为-5.9 亿元，其中保证险、意外及健康险、责任险、企财险以及其他险种分别贡献承保利润-6.13/3.6/-0.63/-0.9/-1.84 亿元，意外及健康保险实现承保盈利，仍具有较大优化空间。从利润结构来看，2022 年承保利润占税前利润比重为 2.34%，同比大幅增长，但仍然处于低位，主因在于综改后车险综合成本率及保费双弱，非车险竞争加剧，法人业务拖累综合成本率表现。受益于保费增速回暖、综合成本率进一步压降，2023H1 公司承保利润在 2022 年的基础上进一步改善至 3.18 亿元。

图 51：阳光财险承保利润（亿元）



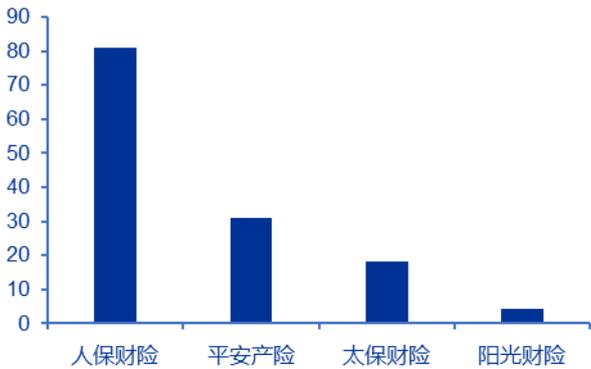
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 52：2023H1 阳光财险分产品承保利润（百万元）



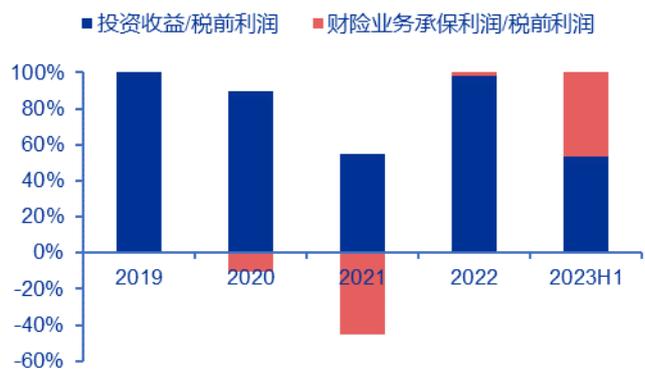
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 53：2023H1 上市财险公司承保利润对比（亿元）



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图 54：阳光财险税前利润结构

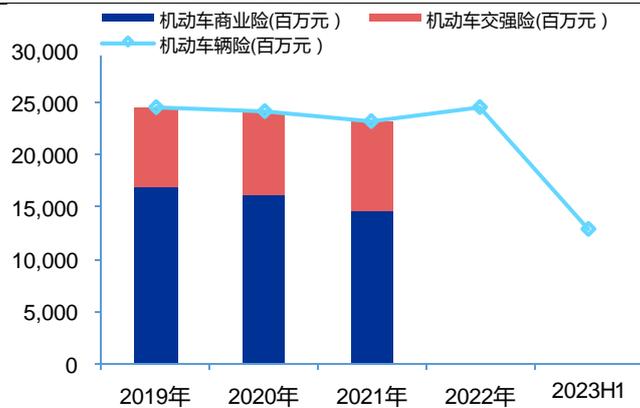


资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.1 车险：保费收入稳健增长，COR 大幅优化

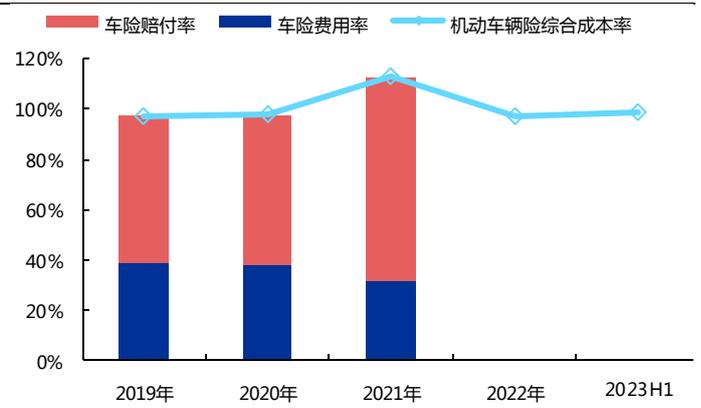
车险保费收入回升，综合成本率下降，为承保利润改善的核心驱动力。2020 年 9 月车险综改落地，降保费、增保额导向下，保费收入出现行业性下降。2022 年公司车险保费收入 246.3 亿元，同比增速转正 (yoy+6.27%)，占财产保费收入的 61%；综合成本率 yoy-15.3pct 至 97.4%，实现承保利润 6.32 亿元，为盈利能力提升的中坚力量。公司主动优化业务架构，持续深化个人客户经营，积极拓宽战略性业务板块，2022 年优质业务家用车保费增速达 7.5%，在车险业务中占比提升 0.7pct，成长性业务新能源车保费增速达 97.1%，在车险业务中占比提升 3.3pct；2023H1 业务结构持续改善，家用车保费增速达 9.5%，高于车险业务整体增速，新能源车保费增速 80.3%，占比提升 3.7 个百分点。

图 55：车险分险种保费收入



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 56：车险综合成本率表现



资料来源：公司公告，申万宏源研究

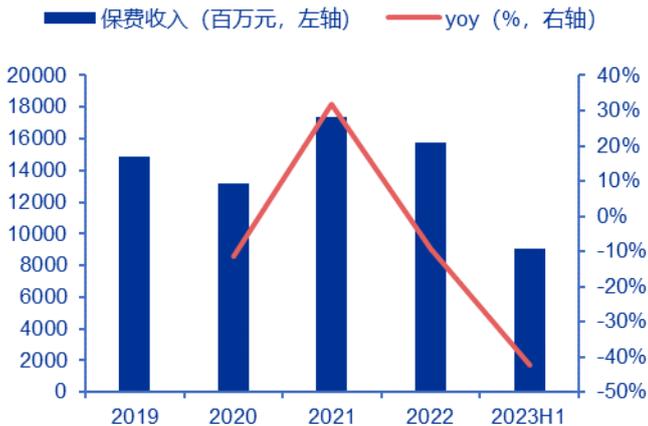
深挖业务场景创新，优化风险识别与产品定价。2009 年，阳光财险研发出了中国财险业内第一张“车险生命表”，运用数据分析及数字化工具，提升风险识别能力、运营效能和定价水平。随后，公司将传统车险定价模型融合人工智能、大数据技术，升级形成“车险智能生命表”管理体系，并自 2021 年下半年全面落地实施，实现“一人一车一价”。2022 年，阳光财险持续深化车险智能生命表工程落地，融合车险经营与精算技术，致力于提升定价准确性和资源分

配科学性，我们预计在监管进一步严控车险销售费用投放、公司主动优化业务结构、控制业务风险态势之下，车险承保利润有望持续改善。

3.2 非车险：承保利润大幅改善，盈利能力有望提升

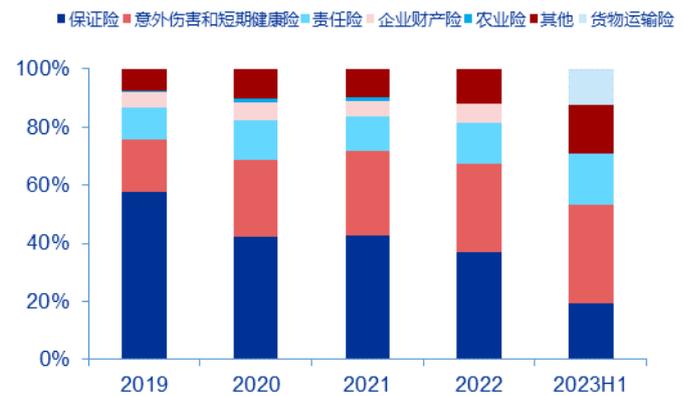
受业务结构调整影响，近年来非车险保费略有波动，保证险、意健险为保费收入的主要来源。2022年公司实现非车险保费收入157.46亿元 yoy-9.27% 2019-2022年CAGR达1.9%；其中，保证险、意外及健康险、责任险、企业财产险和其他险种保费收入分别为58.16/47.75/22.62/10.47/18.46亿元，yoy-21.37%/-5.39%/+10.07%/+15.69%/+7.89%，保证险及意健险贡献非车险保费收入的67.26%，yoy-4.44pct，主因为公司主动优化业务结构，收紧高风险融资性保证险的业务规模。2023H1非车险保费收入yoy+8.4%至90.53亿元；其中，意健险、保证险、责任险、货物运输保险和其他险种保费收入分别为30.81/17.38/16.12/11.29/14.93亿元，yoy+26.3%/-45.1%/+40.9%/+214.5%/+20.2%。

图 57：阳光财险非车险保费收入及同比增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

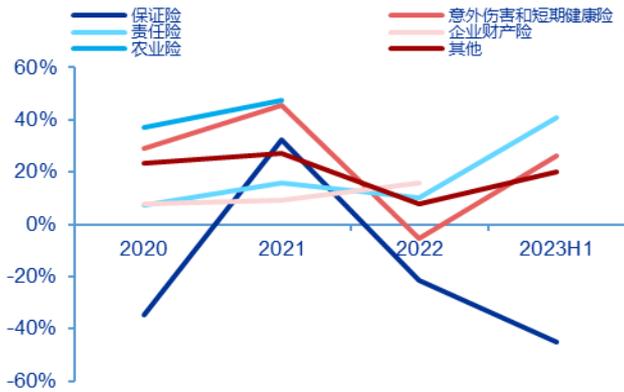
图 58：阳光财险非车险分险种保费收入结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

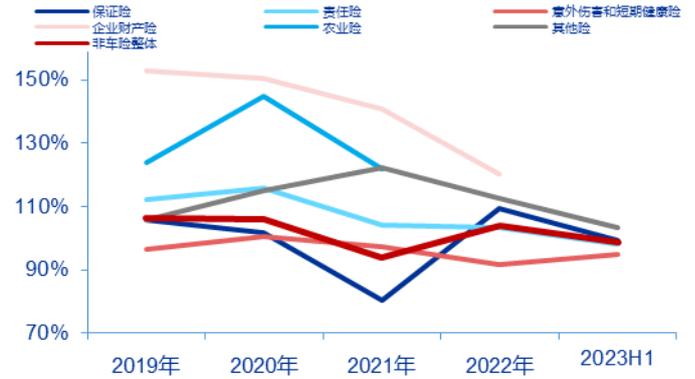
优结构、降成本、控风险策略成效显著，非车险综合成本率显著改善。车险综改影响下，竞争外溢至非车险业务，致使近年来非车险综合成本率显著承压。公司多措并举提升非车险承保盈利能力：**1) 优结构**：基于宏观形势判断主动优化业务结构，收紧准入标准，压降高风险保证险业务规模，2022年保证险保费收入yoy-21.4%；**2) 降成本**：着力提升非车产品及风险服务方案的定价能力，持续以数据积累为核心，研究建立分险类和个体风险的精准识别与量化评估模型，建立以非车数据生命表为核心的经营体系；**3) 控风险**：积极推动以风险管理服务为切入点的“伙伴行动”商业模式落地，夯实非车高质量发展基础。多措并举态势下，2023H1非车险综合成本率降至98.7%，实现承保利润2.16亿元，意健险、保证险及责任险综合成本率分别为94.8%/99.5%/98.3%，均实现承保盈利；货物运输险及其他险种综合成本率分别为103.3%/103.5%。

图 59：阳光财险非车险分险种保费增速



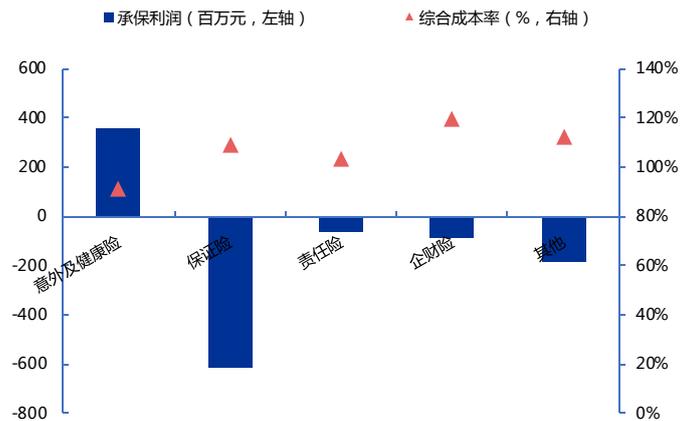
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 60：阳光财险非车险细分险种综合成本率情况



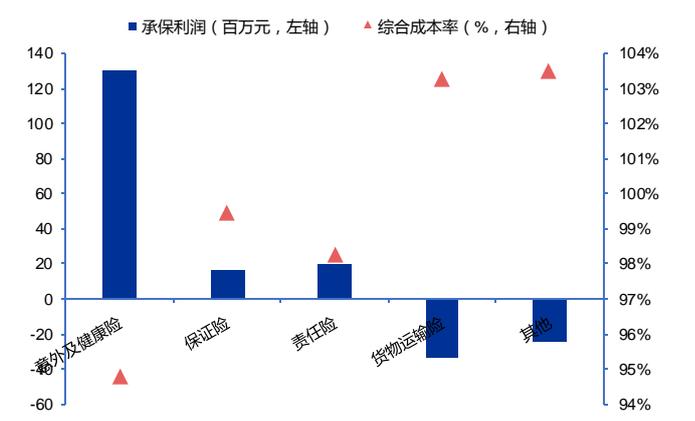
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 61：2022 年阳光财险非车险承保表现



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 62：2023H1 阳光财险非车险承保表现



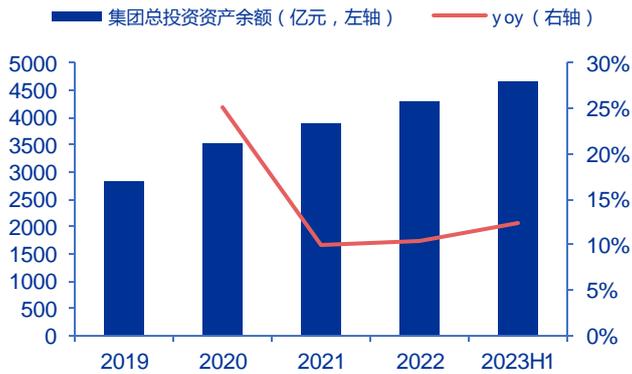
资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 投资端：收益率表现稳健，第三方业务占比较高

4.1 投资表现稳健，债券占比提升

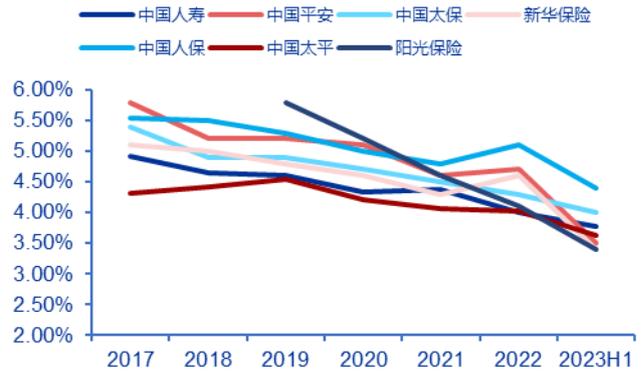
投资资产规模稳步提升，收益表现相对稳健。截至 2023 年 6 月末，阳光保险投资资产余额为 4665.95 亿元，较上年末+12.4%。投资表现相对稳健，2019-2022 年公司净/总投资收益率均值分别为 4.93%/5.68%，位居行业前列；2023H1 受市场波动及会计准则切换影响，年化总投资收益率和净投资收益率分别为 3.5%/3.4%，yoy-0.6pct/-0.8pct。从内含价值变动的角度来看，虽然近年来受市场及投资项目表现影响，内含价值变动中投资经验偏差出现一定波动，但 2020-2022 年累计实现 16.23 亿元的正贡献，是上市险企中唯一实现正贡献的公司，在一定程度上体现出投资能力对于价值增长的积极作用。

图 63：阳光保险总投资资产余额及同比



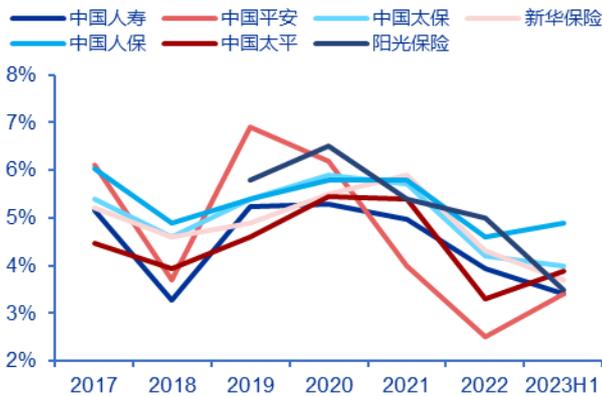
资料来源：公司公告，申万宏源研究；其中 23H1 为较

图 64：上市险企净投资收益率



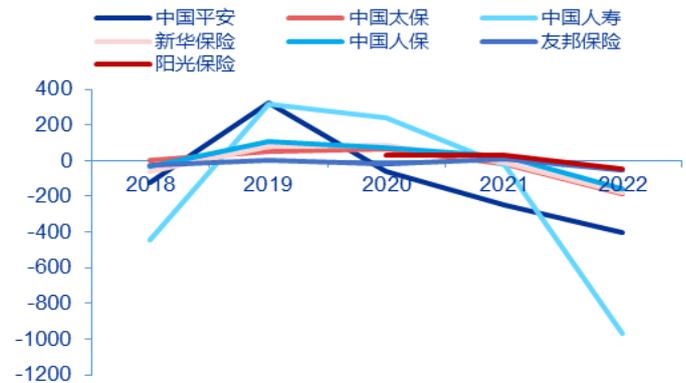
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 65：上市险企总投资收益率



资料来源：公司公告，申万宏源研究；23H1 数据已年化

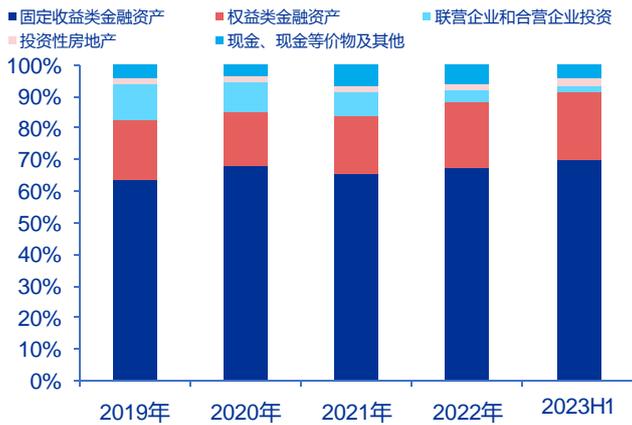
图 66：上市险企 EV 变动中投资经验偏差 (百万元)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

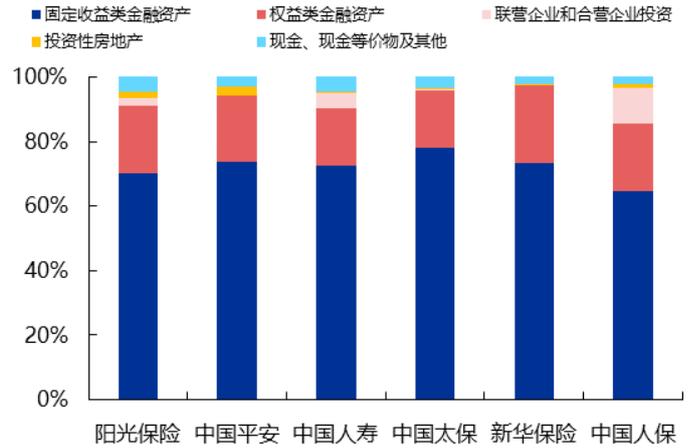
投资资产配置方面，近年来公司持续增配固收类资产。公司聚焦资、负匹配管理的核心原则，大类资产配置中固定收益类资产占据主导，2019-2022 年固收类资产保持在 60%以上，但低于同业平均；整体来看，公司的投资资产体量在上市险企中较小，预计资产配置的灵活性更强。截至 2023 年 6 月末，公司投资资产中固定收益 / 权益 / 联营及合营企业投资 / 投资性房地产 / 现金、现金等价物及其他资产占比分别达 70.0% / 21.0% / 2.3% / 2.3% / 4.3%，较上年末水平分别+2.9pct / -1.3pct / -0.2pct / +0.1pct / -1.5pct。

图 67：阳光保险投资资产配置结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 68：截至 2023 年 6 月末，上市险企投资资产配置

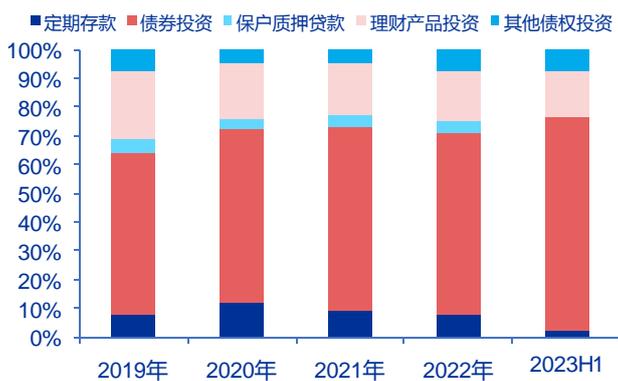


资料来源：各公司公告，申万宏源研究

固定收益资产方面，公司基于资、负匹配原则增配长久期债券。截至 2023 年 6 月末，公司固收类投资资产中债券/理财产品投资/其他债权投资/定期存款占比分别达 74.7% / 15.8% / 7.6% / 1.9%；其中，债券占比呈波动提升态势，较 2019 年水平提升 18.1pct。公司对信用风险持审慎态度，所持债权投资计划和信托计划信用评级 94.3% 为 AAA。

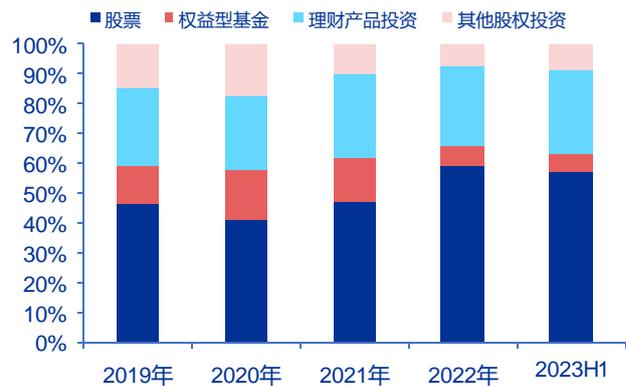
权益投资方面，股票资产占比保持较高水平。截至 2023 年 6 月末，权益类金融资产投资规模为 979.5 亿元，占总投资资产的 21.0%，较上年末下降 1.3pct；其中，股票和权益型基金占总投资资产的 13.2%。公司重视对现金分红收益率较高的价值股和可持续发展的优质成长股的投资，有效平衡新会计准则下市场波动及投资收益对利润的影响，截至 6 月末，以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的权益工具规模为 321.61 亿元，占权益资产总规模的 32.8%；其中，上市股票规模为 304.16 亿元，占股票总规模的 54.2%。

图 69：阳光保险投资资产中固定收益类资产结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究；23 H1 固收投资资产分类有调整

图 70：阳光保险投资资产中权益类资产结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 阳光资管发展迅速，第三方资产占比较高

在受托管理集团内保险资金的同时，阳光资管大力发展第三方资产管理业务。阳光资管在资产管理及投资领域多线并进，目前已具备信用风险管理、股票投资、衍生品运用、债权投资计划产品、股权投资计划产品、境外投资境内受托人、组合类产品发行等完备的投资管理能力与资格。阳光资管营收、净利润整体表现稳健，2022 年规模分别达 13.13 亿元/8.06 亿元，2017-2022 年 CAGR 分别达 4.57%/11.82%。截至 2023 年 6 月末，阳光保险委托阳光资管进行管理的投资资产余额占总投资余额的 82.2%，较上年末水平+2.5pct。阳光资管受托管理资产规模达 7500.9 亿元，较 22 年末下降 0.9%；其中，受托管理第三方资产规模 3664.9 亿元，受主动优化调整产品结构影响，较上年末下降 11.7%；占公司管理资产规模的 48.9%，处于较高水平，在侧面显示出市场对于公司投资能力的认可。

图 71：阳光资管营业收入及同比



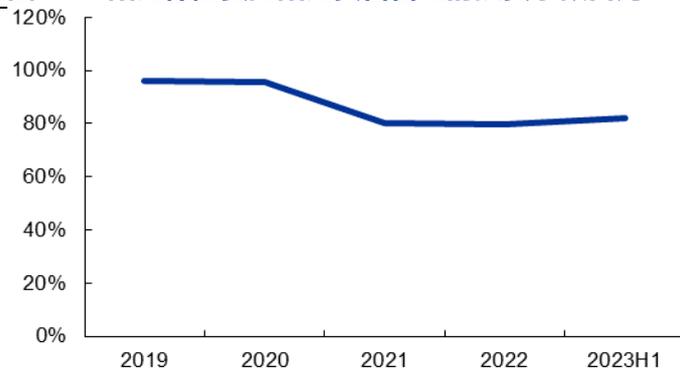
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 72：阳光资管净利润及同比



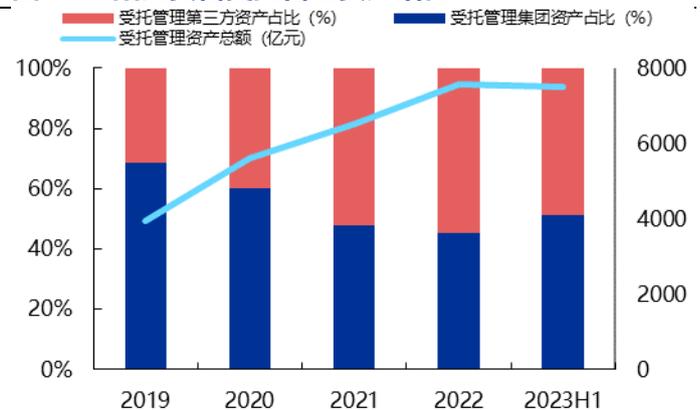
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 73：阳光保险委托阳光资管管理的投资余额占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 74：阳光资管受托管理资产结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测 预计 23-25 年归母净利润同比+0.7% / +26.8% / +29.2%

1) 人身险方面，供、需双向改善态势下，业务的成长性有望持续显现，我们预计 2023-2025 年人身保费收入 yoy+7.1% / +9.9% / +11.3%，新单保费收入 yoy -4.5% / +1.7% / +6.7%。

2) 财险方面，我们预计 2023-2025 年保费收入 yoy+8.4%/+6.5%/+7.1%。车险方面，预计后续头部险企的市占率仍有提升空间，车均保费有望稳中有升，预计 2023-2025 年车险保费收入 yoy+6.5%/+5.0%/+6.0%。非车方面，随着业务结构调整逐步到位，预计非车业务 2023-2025 年保费收入 yoy+10.1%/+8.6%/+8.8%。

我们预计原会计准则下，公司 2023-2025 年总收入分别达 1376.78/1505.80/1651.19 亿元，同比分别+7.1%/+9.4%/+9.7%；2023-2025 年归母净利润分别达 49.14 / 62.29 / 80.48 亿元，同比+0.7% / +26.8% / +29.2%；集团内含价值为 1090.95/1179.88/1309.28 亿元，同比+7.7%/+8.2%/+11.0%。

5.2 估值分析：测算公司价值为 649.37 亿元，目标价为 5.74 港元/股

由于公司的业务规模、业绩表现与其他上市存在较大差异，我们采用绝对估值法测算公司价值。模型假设方面：**1) 折现率**：参考公司精算假设，我们将 NBV 折现率定为 11%；**2) NBV 表现**：我们采用分段的方式预测 NBV 表现，随着交期结构的调整到位，预计 2023-2025 年新单保费增速分别为-4.5% / +1.7% / +6.7%，销售费用管控+产品及交期结构优化态势下，NBVM 有望稳中有升，预计 2023-2025 年 NBVM 分别为 11.5%/12.5%/12.5%，对应 2023-2025 年 NBV 增速分别达 26.9%/10.5%/6.7%。随着供给侧改革持续推进、改革成效逐步显现，2026-2030 年 NBV 有望步入稳健增长期，预计区间增速为 5%，2030 年后保守估计公司 NBV 永续增长率接近长期无风险收益率（截至 2024 年 1 月 3 日，根据 Choice 数据，50 年国债收益率为 2.93%），假设为 3%；**3) 内含价值折价**：考虑内含价值的不透明性，给予其 75%的折价（反映精算模型的不透明性、市场对于下阶段潜在利差损的担忧及资产端风险暴露），测算 2024 年公司价值为 649.37 亿元，对应目标价为 5.74 港元/股，对应 2024 年 0.51 倍 P/EV 的估值。

图 75：阳光保险绝对估值测算

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TV
寿险折现因子	100.0%	90.1%	81.2%	73.1%	65.9%	59.3%	53.5%	48.2%	48.2%
寿险 NBV(折现后)	3,829	3,812	3,663	3,465	3,278	3,101	2,933	2,775	27,747
未来寿险 NBV 加总(折现后)	50,774	52,128	53,349	54,478	55,494	56,373	57,088	57,607	
阳光人寿内含价值	79,803	85,700	95,340	105,819	117,196	129,520	142,878	157,349	
阳光人寿评估价值	130,577	137,828	148,689	160,297	172,690	185,893	199,966	214,956	
集团持有寿险业务股份比例	99.9999%	99.9999%	99.9999%	99.9999%	99.9999%	99.9999%	99.9999%	99.9999%	
寿险业务评估价值(考虑 EV 折价及集团持有比例)	32,644	41,348	44,607	48,089	51,807	55,768	59,990	64,487	
阳光产险(及其他业务)调整后净资产	30,635	33,698	37,068	40,775	44,852	49,338	54,272	59,699	
P/B	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	
集团持有财险业务股份比例	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
阳光财险及其他业务评估价值(考虑集团持有比例)	21,444	23,589	25,948	28,542	31,397	34,536	37,990	41,789	
阳光集团内含价值(考虑集团持有比例)	109,095	117,988	130,928	145,040	160,417	177,143	195,350	215,158	
阳光集团评估价值(考虑集团持有比例)	54,089	64,937	70,554	76,632	83,204	90,304	97,980	106,276	
股本(百万股)	11502	11502	11502	11502	11502	11502	11502	11502	
每股评估价值(阳光保险)	5.34	5.74	6.24	6.79	7.39	8.03	8.73	9.49	
集团 PEV(评估价值)	0.51	0.51	0.50	0.49	0.48	0.47	0.47	0.46	

资料来源：iFind，申万宏源研究，截至 2024 年 1 月 3 日

6. 投资分析意见

公司核心竞争优势清晰，经营 alpha 有望持续显现。公司战略布局前瞻性强，分散、多元化的股权结构为市场化经营奠定基础；创始人履历横跨财险、监管、保险集团公司，近 40 年的从业经验有望为下阶段发展指明航向，核心管理层多数自公司创业伊始加入，深耕市场多年，深度融入公司发展理念及价值观，有助于经营自上而下地坚持长期主义；联席 CEO 机制助力集约功能板块的集中管理，提升决策效率；员工持股计划有效绑定核心员工及公司利益，助力人员留存。

“一聚三强”战略布局引导下，公司在行业转型期表现亮眼，为下阶段业务增长夯实基本盘：1) 价值创造能力优势显著，过去两年 NBV 持续逆势正增长，23H1 在高基数下实现同比高增，在行业转型态势下业绩展现出较强韧性。“报行合一”落地后，传统优势渠道银保渠道有望迎来量价齐升；个险改革持续推进，队伍稳量提质态势下 NBV 有望步入增长区间；2) 持续推进财险经营转型，公司持续优化产品结构、提升定价能力、强化成本管控，有望助力综合成本率持续改善，拉长期限来看，量价齐升有望推动承保盈利能力持续优化；3) 投资表现相对稳健，过去三年总投资收益率位居行业前列。

行业发展 beta+经营 alpha 双轮驱动态势之下，我们持续看好寿险价值的长期成长性及财险承保盈利能力的改善趋势，公司已将申请纳入港股通提上日程，未来流动性及关注度有望进一步提升。截至 2024 年 1 月 3 日，公司股价对应 PEV(24E)为 0.36x，首次覆盖给予“买入”评级，2024 年目标价为 5.74 港元/股。

7. 风险提示

政策趋严风险：监管政策对险企业经营表现产生较大影响，如下阶段监管对销售宣传、产品形态等要求趋严，将给公司业务开展带来一定压力。

利率下行风险：险企投资久期长，固收类产品占比较高，如长端利率下行，险企投资端预计将承压。

市场波动风险：权益类资产为险资资产配置的重要组成成分，市场波动将对投资端带来一定影响，叠加公司于 2023 年正式实施 IFRS9 及 IFRS17，分类为以公允价值计量且其变动计入当期损益的权益资产占比提升，市场波动对利润表现的影响进一步增强。

港股市场遭遇极端行情：近期地缘政治问题等外部扰动因素频发，作为港股上市公司，如港股市场遭遇极端行情，预计会对公司估值带来一定负面影响。

财务摘要

阳光保险合并损益表预测

百万元, 百万股	2021 年	2022 年	2023E	2024E	2025E
总保费收入	101759	108740	117002	127110	139548
减: 分出保费	-3404	-3844	-4088	-4418	-4820
净保费收入	98355	104896	112915	122692	134728
提取未到期责任准备金	-1073	310	-1251	-1132	-1149
已赚保费	97282	105206	111664	121560	133579
投资收益	17096	19188	21,226	23,928	26,108
应占联营企业和合营企业收益及亏损	2319	864	1289	1431	1589
其他收入	3272	3320	3486	3660	3843
收入合计	119969	128578	137665	150580	165119
保户给付及赔款净额:					
已付寿险死亡及其他给付	-12447	-32121	-33088	-35525	-39548
已发生赔款支出	-26630	-26143	-27990	-29851	-32028
长期人身保险合同负债增加额	-38604	-29167	-28890	-31518	-32741
保单红利支出	-2144	-2440	-3292	-4115	-4719
投资合同账户利息支出	-3470	-3832	-4868	-5879	-7131
手续费及佣金支出	-11752	-11198	-13345	-14498	-15914
财务费用	-1341	-1148	-1471	-1636	-1825
其他业务及管理费用	-17856	-17317	-19560	-21015	-22758
给付、赔款及费用合计	-114244	-123366	-132503	-144036	-156664
税前利润	5725	5212	5162	6544	8455
所得税	295	-197	-113	-144	-186
净利润	6020	5015	5049	6400	8269
归属于:					
母公司股东	5883	4881	4914	6229	8048

资料来源: 公司公告、申万宏源研究, 原会计准则口径

阳光保险合并资产负债表预测

(人民币百万元)	2021年	2022年	2023E	2024E	2025E
物业及设备	18306	18938	19317	19703	20097
使用权资产	3298	3051	2990	2930	2872
投资性房地产	9372	9085	9647	10708	11886
联营企业和合营企业投资	28795	16136	19041	21135	23460
持有至到期金融资产	84093	114704	114394	126977	140945
贷款及应收款项类投资	31191	35288	43583	45961	52177
定期存款	22401	22383	23801	26419	29325
存出资本保证金	5418	5418	6649	7381	8193
可供出售金融资产	159501	169469	190407	211351	234600
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	12161	20455	23373	25944	28798
买入返售证券	18618	7375	8850	10620	12744
保户质押贷款	10464	11077	12841	14254	15822
应收利息	3128	3786	3975	4174	4383
应收保费	15489	14825	17233	18466	19951
再保险资产	3391	3918	4627	5465	6455
投资合同保户账户资产	322	297	312	327	344
递延所得税资产	864	2501	2501	2501	2501
其他资产	8147	9197	9651	10127	10626
现金及短期存款	6664	17454	13071	14199	18181
资产总计	441623	485357	526263	578644	643358
保险合同负债	238976	268386	295515	329128	364046
投资合同负债	86239	93892	104578	116481	129738
应付保单红利	4150	5834	6486	8106	9297
租赁负债	922	782	743	706	670
应付债券	12923	12125	11519	10943	10396
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	2432	4546	5001	5501	6051
卖出回购证券	12106	17419	16558	17698	27281
保险应付款	2601	2722	2699	2681	2675.75
应付所得税	181	209	219	230	242
预收保费	4515	3854	4619	5017	5508
递延所得税负债	192	61	55	49	44
其他负债	17170	13508	13463	13419	13374
负债合计	382407	423338	461456	509959	569325
股本	10351	11502	11502	11502	11502
储备	29646	29306	-33301	-35668	-38725
留存收益	18011	19933	21799	24166	27223
归属于母公司股东权益合计	58008	60741	63,097	66,340	70,843
非控制性权益	1208	1278	1711	2346	3191
权益合计	59216	62019	64808	68686	74034
负债及权益总计	441623	485357	526263	578644	643358

资料来源：公司公告、申万宏源研究，原会计准则口径

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。