

超配 (维持)

银保渠道深度报告：双向奔赴，深度融合

保险业深度报告

2024年4月30日

投资要点：

分析师：卢立亭

SAC 执业证书编号：

S0340518040001

电话：0769-22177163

邮箱：luliting@dgzq.com.cn

研究助理：吴晓彤

SAC 执业证书编号：

S0340122060058

电话：0769-22119430

邮箱：

wuxiaotong@dgzq.com.cn

■ **我国银保渠道发展历程：**银保渠道经历了探索初步期、短暂调整期、规模兴盛期、价值回归期与转型变革期。当下，从监管思路和市场需求的角度来看，“保险姓保”的监管思路强调了回归保障的重要性，这促使长期期交产品成为银保渠道发展的主旋律，进一步改善期限结构并拉动渠道内价值成长。

■ **头部险企纷纷发力打造银保“新引擎”。**中国太保：2021年，中国太保全面开启长航行动，构建价值银保“芯”模式，实施价值网点、价值产品、高质量队伍三大价值策略。2021-2023年银保渠道NBV维持100%以上的同比增速。中国平安：平安聚焦“渠道+产品+科技”专业经营体系，进行“4渠道+3产品”深化改革，推动平安寿险银保渠道的NBV实现较快增长，平安银行代销保险业务收入成为中间业务的重要增长力量。

■ **银保渠道进入“报行合一”新时刻。**银行凭借客户基础和网点优势在合作中占主导地位，而险企为争夺代销名额常提高手续费，导致费用高企并扰乱市场秩序。监管政策要求保险公司报送的产品定价假设需与实际经营行为一致，不得虚报。短期内，行业可能面临阵痛，如银保新单期交保费下降，影响银行代销收入，但长期有利于构建规范合作生态，促进银保渠道高质量发展，推动保险公司提升产品与服务质量。

■ **未来我国银保合作的发展方向。**未来我国银保渠道将向更紧密的战略联盟模式转变，以应对现有协议代销模式的局限性。监管政策和市场需求推动银保业务线上化，要求险企创新产品和服务，构建客户服务生态闭环。同时，银保渠道需回归保险本源，培养专业队伍，强化保障型险种的销售能力，并通过完善的考核激励机制提升银保团队的产能和效率。

■ **投资策略：**我们认为，随着银保渠道的不断改革转型，其价值贡献正在加速释放，有望成为支撑行业寿险提量增效的新引擎。给予行业“超配”评级。个股建议关注NBV增速实现较快增长的中国太保（601601）、新华保险（601336），率先进行寿险改革、渠道转型的中国平安（601318），寿险业务稳健的中国人寿（601628）。

■ **风险提示：**代理人流失超预期、产能提升不及预期、银保渠道发展不及预期导致保费增速下滑的风险；长端利率快速下行导致资产端投资收益率超预期下滑的风险；监管政策持续收紧导致新保单销售难度加大的风险。

保险（申万）指数走势



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1、我国银保渠道发展历程 | 4 |
| 1.1 探索初步期（1996年-2003年）：从“一对一”到“一对多” | 4 |
| 1.2 短暂调整期（2004年-2005年）：摒弃粗放式增长 | 4 |
| 1.3 规模兴盛期（2006年-2016年）：银保渠道保费占比一度超50% | 5 |
| 1.4 价值回归期（2017年-2019年）：整顿中短存续期产品 | 7 |
| 1.5 转型变革期（2020年至今）：长期期交产品贡献价值 | 8 |
| 2、头部险企纷纷发力打造银保“新引擎” | 9 |
| 2.1 中国太保：构建价值银保“芯”模式 | 9 |
| 2.2 中国平安：4渠道+3产品 | 11 |
| 3、银保渠道进入“报行合一”新时刻 | 14 |
| 3.1 银保渠道实际手续费居高难下 | 14 |
| 3.2 2023年以来三度发声“报行合一” | 15 |
| 3.3 重塑银保合作生态 | 17 |
| 4、未来我国银保的发展方向 | 18 |
| 4.1 向合作程度更高的战略联盟模式转变 | 18 |
| 4.2 共享客户分析洞见，构建服务生态闭环 | 20 |
| 4.3 回归保险本源，培养银保高产能队伍 | 21 |
| 5、投资策略 | 21 |
| 6、风险提示 | 22 |

插图目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 1：历年保险公司批筹数量 | 6 |
| 图 2：我国 2001-2022 年银保渠道业务发展情况（亿元，%） | 6 |
| 图 3：代理人数量（万人） | 8 |
| 图 4：银保渠道新单规模保费（亿元，%） | 9 |
| 图 5：银保新单期交规模保费（亿元，%） | 9 |
| 图 6：太保寿险保险业务收入按渠道划分（百万元） | 10 |
| 图 7：太保寿险银保渠道保险业务收入（百万元） | 10 |
| 图 8：太保银保渠道 NBV 增速（百万元，%） | 11 |
| 图 9：太保银保 NBV 占比（%） | 11 |
| 图 10：中国平安改革战略 | 11 |
| 图 11：中国平安银保优才人数（人） | 12 |
| 图 12：2022 年人均产能对比 | 12 |
| 图 13：平安银保渠道 NBV（百万元，%） | 13 |
| 图 14：中国平安银保渠道占比（%） | 13 |
| 图 15：平安银行代销保险收入（亿元，YOY） | 13 |
| 图 16：平安银行代销保险收入在财富管理手续费占比（%） | 13 |
| 图 17：10 年国债到期收益率（%） | 14 |
| 图 18：保险资金投资收益率（%） | 14 |
| 图 19：上市险企净投资收益率（%） | 15 |
| 图 20：《关于规范人身保险公司银行代理渠道业务有关事项的通知》要点 | 17 |
| 图 21：2024 年一季度寿险保费收入（亿元，YOY） | 18 |

表格目录

| | |
|--|----|
| 表 1: “90 号文” 重要内容梳理 | 5 |
| 表 2: 22 号文、76 号文、113 号文、134 号文重要内容梳理 | 7 |
| 表 3: 2021 年人身险公司银保业务年度销量前十位产品列表 | 9 |
| 表 4: 平安四大产品体系架构 | 12 |
| 表 5: 银保渠道“报行合一”政策时间线梳理 | 15 |
| 表 6: 银保合作三种模式对比 | 19 |
| 表 7: 重点公司估值及盈利预测（截至 2024 年 4 月 29 日） | 22 |

1、我国银保渠道发展历程

1.1 探索初步期（1996年-2003年）：从“一对一”到“一对多”

平安人寿率先引入银行代销模式。1996年，随着《保险代理人管理暂行规定》的颁布，兼业代理人制度规定只能为一家险企提供代理服务，这标志着银保“一对一”的合作模式正式开启，监管政策和保险公司战略定位等因素成为驱动银保渠道发展的重要因素。银保渠道的探索起步期从1996年开始，在这一阶段，平安人寿率先与农业银行合作，引入了银行代销模式到国内保险市场中。这种合作模式的成功实施，为后续各大银行与保险公司之间的广泛协议代理奠定了基础。随后各险企逐步开启银保渠道，中国人寿与工商银行签订代理销售寿险产品的代理协议；中国太保与农业银行、中国银行和交通银行签署了代理协议；中国人保与农业银行建立了代理业务关系。

首份银行代理分红险种面世。2000年，我国银保合作快速发展，平安寿险推出了专门的银行保险产品——“千禧红”两全保险，这是国内第一份银行代理分红险种。该产品具有较强的投资价值，在上海各大银行、邮局等地受到市场的追捧。在这个过程中，投连险、万能险、分红险等收益浮动的理财型产品被引入国内，这些产品的引入不仅丰富了市场的产品种类，也促进了渠道规模的快速提升。

2003年“一对多”的代理模式开启。从银保渠道来看，2000年以前，银行保险业务主要由平安保险公司推动，导致当时的保费规模较小。但到了2000年，随着中国人寿、新华保险和泰康在线等多家保险公司纷纷加入银行保险业务，保费规模显著增长，达到了7亿元，在寿险保费占比达0.7%。2003年颁布《中华人民共和国保险法》，开启了“一对多”的代理模式，银保渠道市场化进一步释放，银保渠道保费达到了765亿元，占比跃升至25%。

1.2 短暂调整期（2004年-2005年）：摒弃粗放式增长

2004-2005年银保渠道的短暂调整期主要经历了监管政策的变化、银行存款利率的调整、市场秩序的规范化等一系列事件，这些变化共同作用于银保渠道的发展轨迹。

监管政策方面，监管部门开始重视银保渠道的健康发展，通过加强监管来纠正市场的前期粗放经营带来误导销售、手续费恶性竞争、市场秩序混乱等不良行为。监管政策的调整导致银保渠道的增长放缓，一些保险公司开始压缩银保规模、调整业务结构，从而使得银保渠道的发展在这一时期遇到了瓶颈。

在货币政策方面，央行为了抑制房地产市场的投资过热，采取了一系列措施，其中包括调整存款利率。2004年，人民银行将1年期存款利率从1.98%上调至2.25%。这一政策的实施，使得银行存款的吸引力增加，导致部分资金从保险市场流向银行存款，尤其是对于那些以分红型产品为主的银保渠道来说，其产品的吸引力受到了较大的影响，市场份额和销售受到了一定的冲击，2005年银保渠道保费收入增速仅为1%，占比回落至22%。

银保渠道开始摒弃粗放式增长。这一时期的调整对银保渠道来说是一个重要的转折点，它不仅促使银保业务的规范化发展，也为后续的健康发展奠定了基础。通过这一时

期的调整，银保渠道开始逐渐摒弃以往的粗放式增长模式，转而寻求更为稳健和可持续的发展路径。同时，这也促使保险公司和银行更加注重产品的创新和服务质量的提升，以适应市场的变化和消费者的需求

1.3 规模兴盛期（2006年-2016年）：银保渠道保费占比一度超 50%

行业监管政策继续发力。在这一时期，监管部门继续出台一系列政策，规范和促进银保渠道的健康发展。2006年，中国保监会和中国银监会联合发布《关于规范银行代理保险业务的通知》，从代理机构资格管理、手续费管理、销售人员资格管理等七个方面进行了框架性规定。2010年，原中国银监会发布了《中国银监会关于进一步加强商业银行代理保险业务合规销售与风险管理的通知》（以下简称“90号文”），通知强调，商业银行不得允许保险公司人员派驻银行网点，且商业银行每个网点原则上只能与不超过3家保险公司开展合作。2011年，监管部门发布《商业银行代理保险业务渠道监管指引》，全面系统规范了银保渠道业务经营管理和市场秩序，强化银保财务核算管理，防止粗放经营和恶性竞争。

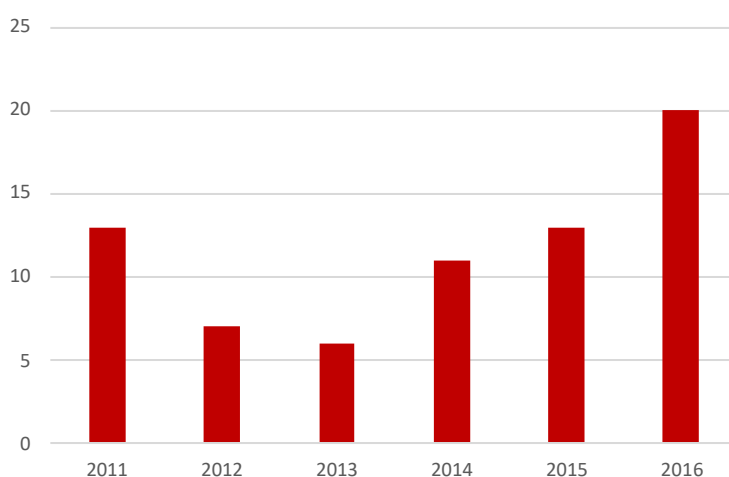
表 1：“90号文”重要内容梳理

| 要点 | 内容 |
|------------|--|
| 规范销售人员资质 | 通过商业银行网点直接向客户销售保险产品的人员，应是持有保险代理从业人员资格证书的银行销售人员，商业银行不得允许保险公司人员派驻银行网点。 |
| 限制合作保险公司数量 | 商业银行每个网点原则上只能与不超过3家保险公司开展合作，销售合作公司的保险产品。如超过3家，应坚持审慎经营，并向当地银监会派出机构报告。 |
| 防止销售误导 | 商业银行在代销保险的过程中，不得将保险产品与储蓄产品等其他产品混淆销售，不得作简单类比，不得夸大保险产品收益；不得以中奖、抽奖、回扣或者送实物、保险等方式进行误导销售。 |

资料来源：根据金融监督管理总局官网整理，东莞证券研究所

保险市场继续扩容。2014年8月，保险“新国十条”发布之后，包括上市公司在内的资本已经逐步掀起了一波“围猎”保险牌照的高潮。数据显示，2016年，保监会共批筹了20家保险公司，否决了3家。2016年保险公司的批筹数量是2011年以来的最高。

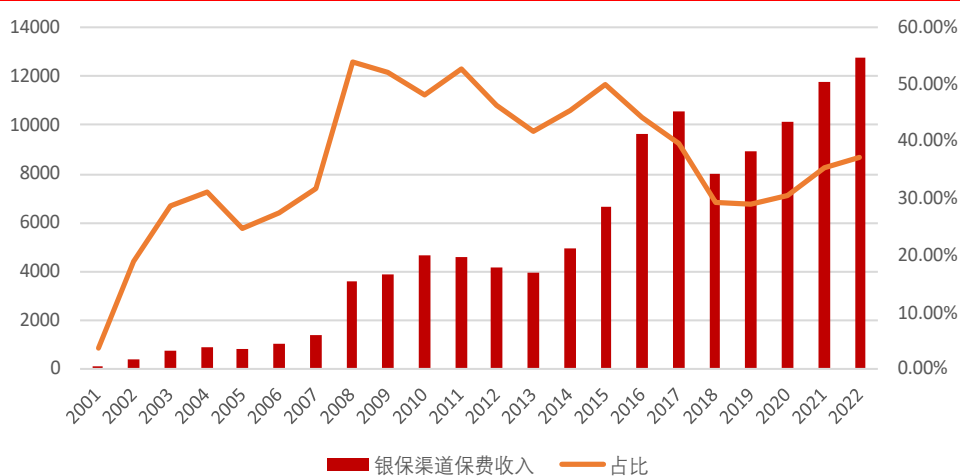
图 1：历年保险公司批筹数量



资料来源：中国银行保险报，东莞证券研究所

银行与保险公司合作模式继续深化。银保渠道的合作模式逐渐从简单的代理销售转变为更加紧密的战略合作关系，银保战略联盟、股权投资、金控集团内部协同等新型合作模式不断涌现，如交通银行入股中保康联、工商银行入股金盛人寿等。银行和保险公司开始在产品开发、服务配套、销售渠道的管理和客户资源的共享上进行紧密合作。在这一时期，保险公司推出了更多与银行业务模式相契合的保险产品，如分红险、投连险、万能险等，这些产品具备投资价值较高、投保和缴费方式灵活度高等特点，因此与银行的经营模式较为契合、客户接受度也更高。此外，在城乡居民收入水平大幅提高以及寿险产品费率市场化改革等影响下，银保产品需求端不断升温，2008年，银保渠道保费突破 3500 亿元，较上年同期增长 148%，占比一度攀升至 50%以上，超过个险成为寿险行业第一大渠道。随后，银保渠道经历了十年兴盛时期。

图 2：我国 2001-2022 年银保渠道业务发展情况（亿元，%）



资料来源：中国保险年鉴，东莞证券研究所

1.4 价值回归期（2017年-2019年）：整顿中短存续期产品

监管加强对中短存续期产品的规范与限制。随着人民群众收入水平的提高和财富管理需求的快速增长，兼具保险保障和理财投资功能的保险产品受欢迎。由于中短存续期产品满足了上述需求，并具有收益稳定、透明度高、销售误导少等特点，得到了快速发展。基于各公司发展策略的不同和经营管理水平上的差异，个别公司在发展中短存续期产品中可能面临资产负债不匹配、现金流不足等风险隐患，引起了中国保监会的高度关注。在2017-2019年这一周期中，“保险姓保”是行业发展主题，原保监会先后出台22号文、76号文、113号文、134号文，不断加强对中短存续期产品的规范与限制以引导保险业回归保障本质。特别是134号文发布以后，年金类保险产品5年内不得返还，5年以后每年返还金额不能超过已交保费的20%，快速返还型和附加万能型保险产品不得不停售，“快速返还”理财型保险的时代已然成为过去，过分依赖银保渠道的中小型险企转型迫在眉睫。

表 2：22 号文、76 号文、113 号文、134 号文重要内容梳理

| 年份 | 发布机构 | 政策名称 | 主要内容 |
|------|------|-------------------------------------|---|
| 2016 | 保监会 | 《关于规范中短存续期产品有关事项的通知》（22号文） | 1. 即日起险企内部存续期限不满1年的中短存续期产品应立即停售，存续期限在1年以上（含1年）且不满3年（不含3年）的中短存续期产品给予3年的销售过渡期，3年后此类中短存续期产品的销售额度不高于总体限额的50%等； 2. 将中短存续期产品的实际存续期间由不满3年扩大至不满5年，保险公司中该类产品年度保费收入应控制在公司投入资本和净资产较大者的2倍以内。 |
| 2016 | 保监会 | 《中国保监会关于进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知》（76号文） | 1. 万能保险责任准备金的评估利率上限调整为年复利3%。 2. 自2017年1月1日起，保险公司不得将终身寿险、年金保险、护理保险设计成中短存续期产品。 3. 结合投入资本/净资产、对中短存续期产品的保费规模提出限额，要求逐步压降中短存续期产品保费收入。 |
| 2016 | 保监会 | 《中国保监会关于进一步加强人身保险监管有关事项的通知》（113号文） | 对于中短存续期产品季度规模保费收入，占当季总规模保费收入比例高于50%的保险公司，一年内不予批准其新设分支机构 |
| 2017 | 保监会 | 《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》（134号文） | 1. 两全保险产品、年金保险产品，首次生存保险金给付应在保单生效满5年之后，且每年给付或部分领取比例不得超过已交保险费的20%； 2. 万能型保险产品、投资连结型保险产品应提供不定期、不定额追加保险费，灵活调整保险金额等功能。保险公司不得以附加险形式设计万能型保险产品或投资连结型保险产品。保监会给出最后的整改期限是10月1日。 |

资料来源：根据金融监督管理总局官网整理，东莞证券研究所

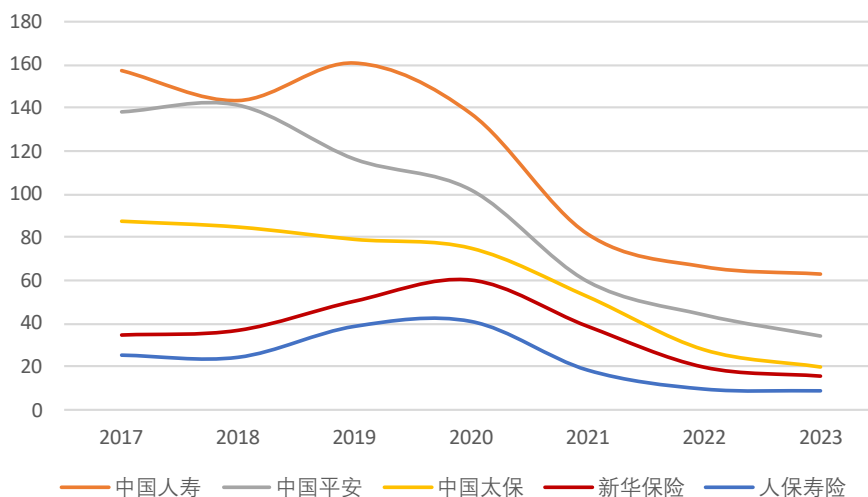
万能险规模占比显著收缩。2017年，寿险行业以保费增速下降16.22%的代价换来行业“保险姓保”的快速转型。业务结构中，普通寿险保费占比47.2%，较2016年底上升11.1个百分点；万能险占比19.95%，下降16.9个百分点；分红险占比31.05%，上

升 7.3 个百分点。在监管下，万能险规模占比显著收缩，银保渠道规模占比由 2017 年的 41% 急速下降至 2019 年的 30%。

1.5 转型变革期（2020 年至今）：长期期交产品贡献价值

2019 年寿险代理人渠道开始面临挑战。当年 3 月份银保监会下发《关于开展保险专业中介机构从业人员执业登记数据清核工作的通知》，要求中介机构从人员清虚、隶属归位、信息补全、加强维护四方面进行自查和整顿，各险企逐步削减代理人数量，从 2019 年底到 2022 年，保险公司进行了执业登记的销售人员锐减了超 400 万人，且尚未有止跌迹象，保险行业过去依赖粗放人力以实现保费迅速增加快速提升的策略已经难以为继。银行方面，银行具备客户群体更广、销售场景多元等优势，在净息差收窄的挑战下，向轻资本转型是行业的大趋势，保险代销逐步成为银行中间业务收入增长的新支点。险企与银行基于各自需求与行业发展趋势“双向奔赴”，银保渠道重回“C 位”。

图 3：代理人数量（万人）



资料来源：2017-2023 年各公司公告，东莞证券研究所

银保新单及期交业务双线增长。人身险公司个代渠道呈现持续深度调整态势，为稳定业务平台，各公司高度重视银保业务的发展，2020 年-2022 年银保渠道保费收入均超万亿元，增长速度高于代理人渠道。从监管思路和市场需求的角度来看，“保险姓保”的监管思路强调了回归保障的重要性，这促使长期期交产品成为银保渠道发展的主旋律，进一步改善期限结构并拉动渠道内价值成长。2021 年全年实现新单原保险保费收入 7040.86 亿元，同比增长 15.05%。其中，新单期交原保险保费收入 2677.56 亿元，同比增长 19.04%，各家公司更加注重优化业务结构和内涵价值增长，不断扩大期交业务体量，实现了新单与期交业务的同步提升。产品层面，增额终身寿险占据银保市场绝对主流地位，终身寿险占据期交产品年度销量前十中的七席。趸交产品销售量前十的产品中，仍以分红险和万能险为主。

图 4：银保渠道新单规模保费（亿元，%）

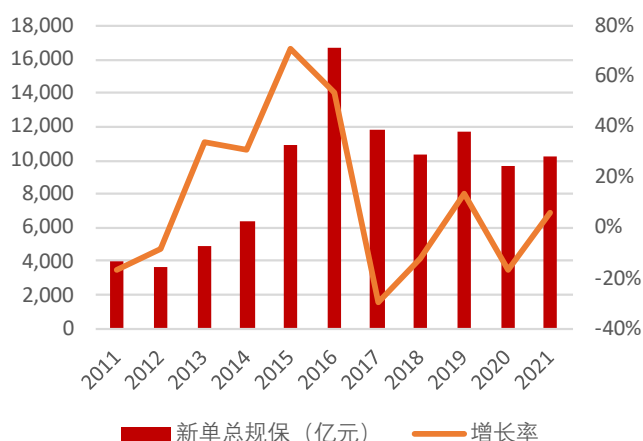
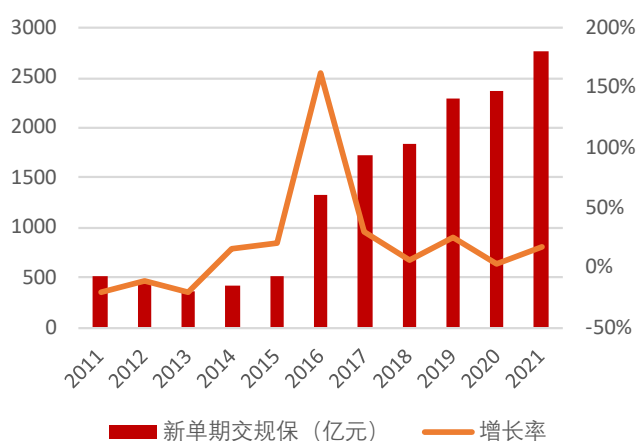


图 5：银保新单期交规模保费（亿元，%）



资料来源：农银人寿《银保渠道的过去和未来》，东莞证券研究所资料来源：农银人寿《银保渠道的过去和未来》，东莞证券研究所

表 3：2021 年人身险公司银保业务年度销量前十位产品列表

| 期交产品 | 趸交产品 |
|-----------------|-------------------|
| 年年好邮保一生 A 款终身寿险 | 财富宝两全保险(分红型, 鑫享版) |
| 南山松(鑫享版)终身寿险 | 盛泰两全保险(万能型) |
| 久安 21 终身寿险 | 聚源宝两全保险(分红险) |
| 鑫禧宝年金保险(尊享版) | 如意福两全保险(分红型) |
| 臻鑫倍致终身寿险 | 福添利两全保险(分红型) |
| 传家福终身寿险(尊享版) | 鑫安两全保险(分红型)(C 款) |
| 挚爱人生终身寿险 | 赢家人生终身寿险 |
| 喜盈门(升级版)年金保险 | 龙生鸿瑞 3 号两全保险(分红型) |
| 乐盈一生终身寿险 | 长盈五号两全保险(万能型) |
| 岁岁红两全保险 | 利泰两全保险(万能型) |

资料来源：中国保险行业协会《2021 年银行代理渠道业务发展报告》

2、头部险企纷纷发力打造银保“新引擎”

2.1 中国太保：构建价值银保“芯”模式

2014 年，银保渠道暴露出不少问题，叠加“90 号文”等监管文件陆续出台，银保渠道发展进入逆周期。中国太保进行“转型 1.0”，撤销银保渠道，并与原团险渠道合并为法人渠道。2015 年，公司取消银保渠道所有需要在银行柜台进行的业务，专注于银行后台业务。2021 年，在行业产品结构调整、居民储蓄需求旺盛的背景之下，中国太保全面开启长航行动，并重启“价值银保”，构建价值银保“芯”模式，实施价值网点、价值产品、高质量队伍三大价值策略。

打造价值网点。中国太保以打造网点经营的新标杆为目标，聚焦战略渠道，聚焦

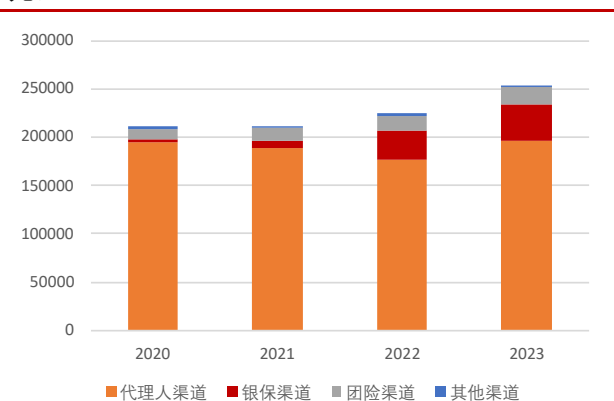
省会和中心城市，重点推进客户共拓、产品共研、团队共建、资源共通、服务共享、科技共创的六大举措和渠道网点独家代理销售合作模式，从而构建“芯”银保高质量发展的护城河。

探索价值产品。中国太保建立与银行融合协同的分客群经营模式，围绕银行客户多元化、一站式的高品质保险保障与服务需求打造与银行互补、专属的产品与生态。高净值客户、富裕客户和大众客户需求差异很大。以高净值客户为例，围绕客户的实际需求与特点，打造与银行互补的、专属的产品与服务生态金三角，聚焦推动资深的业务经理和理财经理，满足客户从个人到家庭、家族的综合化需求。

锤炼高质量队伍。人数增长并不是队伍建设的关键，队伍的质态、与银行渠道的精准适配，才是“芯”银保管理体系建设的核心。银保队伍的质态，决定了模式的成功与否，队伍强则银保强。中国太保摒弃以往低效能的人海战术，通过标准化、系统化、训战一体的活动管理体系，将队伍的活动、训练、生活融为一体，通过无感式的管理和赋能，引导与推动队伍能力提升，同时坚持优建、优管、优培，打造一支专业、高效、高素质的管理干部队伍，为银保的健康稳定可持续发展奠定组织力量。

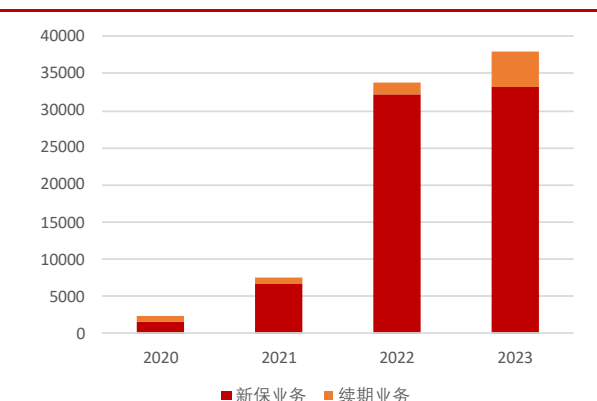
银保渠道价值贡献持续提升。与长航行动前相比，中国太保银保渠道深化转型成效显著。从保费收入角度看，2023年，银保渠道实现规模保费380.69亿元，是2020年的16倍，同比增长12.5%，占比由2020年的1.09%迅速提升至15.06%，主要由新保业务贡献88.76%。从新业务价值角度看，2021-2023年银保渠道NBV维持100%以上的同比增速，占比则从2020年不足1%跃升至2023年的16.91%，银保渠道保费正成为新业务价值增长的新动能。

图6：太保寿险保险业务收入按渠道划分（百万元）



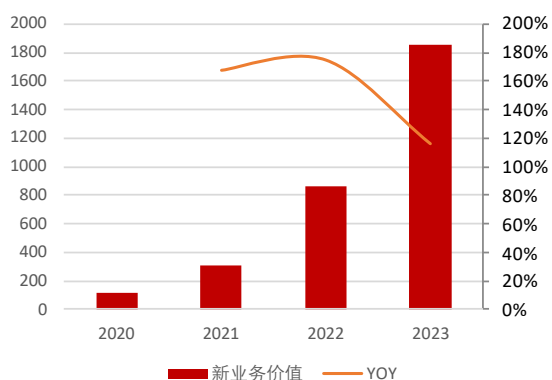
资料来源：中国太保公司公告，东莞证券研究所

图7：太保寿险银保渠道保险业务收入（百万元）



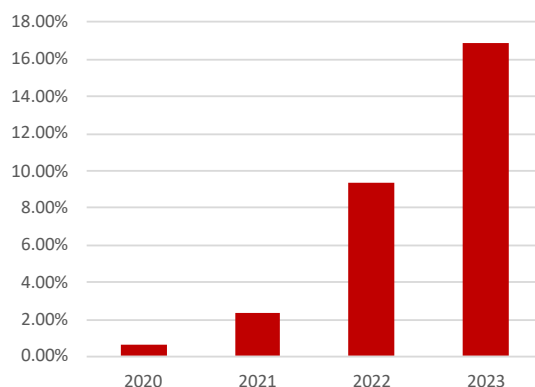
资料来源：中国太保公司公告，东莞证券研究所

图8：太保银保渠道NBV增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图9：太保银保NBV占比（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

2.2 中国平安：4 渠道+3 产品

2021 年初，平安集团总经理在平安银行 2020 年业绩发布会上表示，平安银行要建一支以银行保险销售和服务为主的新的私行队伍。2021 年 6 月，平安聚焦“渠道+产品+科技”专业经营体系，正式启动银保战略改革。平安寿险的“渠道+产品”改革，可概括为“4+3”——四大渠道（代理人渠道、社区网格化、银行优才、下沉渠道），三大产品系列（保险+健康管理、保险+居家养老、保险+高端养老）。

图 10：中国平安改革战略

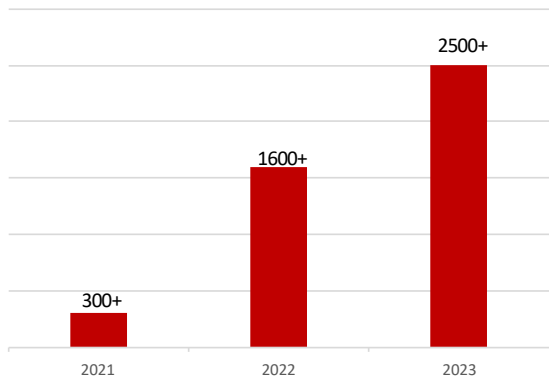


资料来源：中国平安 2022 年中期业绩发布材料，东莞证券研究所

在渠道方面，培育银行优才是重点方向之一。自 2021 年起，平安人寿保险与平安银行展开了深入的合作，共同推动了创新的“新银保”模式。在此模式下，平安银行将保险代理服务整合进了其财富管理体系，致力于提高客户服务的综合性和专业性。同时，平安寿险重点协助平安银行打造以寿险产品销售为主、兼顾复杂金融产品销售的银保新

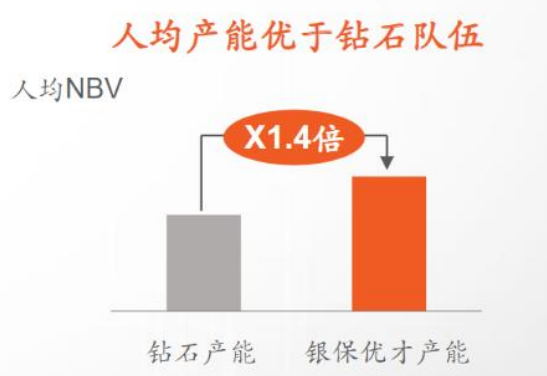
优才队伍，从外部保险、银行等金融行业吸纳优秀人才，以“职业+创业”形式打造新式平安银行家，以增强银行在财富管理领域的竞争力和服务质量。截至目前，银保优才已超 2500 人，人均产能是钻石队伍的 1.4 倍，高学历、年轻化特征显著：名校生占比达 20%（985、211 和国际 QS 前 150 名），硕博士占比也高达到 15%，94% 曾供职于银行、保险、基金、证券、资管、第三方财富等金融机构，队伍平均年龄仅 32 岁。

图11：中国平安银保优才人数（人）



资料来源：中国平安公司公告，东莞证券研究所

图12：2022年人均产能对比



资料来源：中国平安2022年公司公告，东莞证券研究所

在产品方面，四大产品体系打造一体化解决方案。传统银行的银保主要卖趸交，一是期缴保险比趸交复杂，销售难度大，二是趸交产品销售比较简单，同时重复销售的机遇比较高。而平安新银保利用平安集团综合金融的优势，打造‘产品+生态’产品体系，包括康养、健康、信托等满足客户的储蓄、保障、养老等全方位需求，体现其综合金融服务能力及生态壁垒，为客户提供更周全的财富生活规划，实现全生命周期服务。平安坚持“以客户为中心，完善客户产品配置体系”为抓手，基于客户轮廓，将客群分成四类，于 2022 年发布“御享、盛世、智盈、如意”四大产品系列，分别对应已经实现财富自由、社会精英、事业财富上升期、事业起步人群，满足客户对健康和养老大额全方位保障需求。平安人寿打造以“高端康养、居家养老、健康管理”为经线、以“御享、盛世、智盈、如意”四大产品系列为纬线的“三经四纬”品牌产品格局，满足客户健康管理和养老服务等一揽子需求。

表 4：平安四大产品体系架构

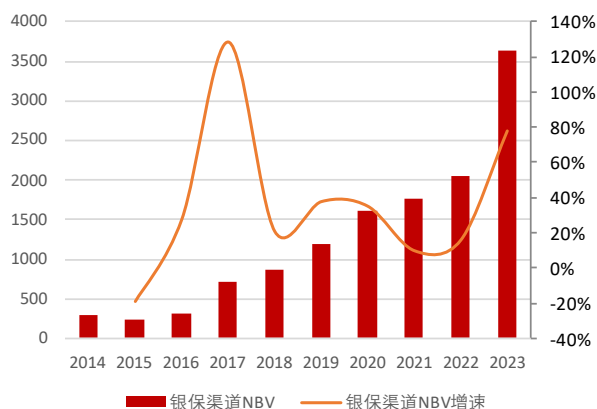
| 产品 | 针对人群 |
|--------|--|
| “如意”系列 | 聚焦事业起步、财富刚开始积累的客户，在产品设计上侧重“花费较少、保障高”的意外、医疗产品，让客户拥有基础保障，增加安全感。客户还可根据自身的经济状况，再配置一些其他保障比如重疾等。 |
| “智盈”系列 | 为处于事业和财富上升期的客户打造，产品侧重提供范围更广、覆盖全生命周期的保障，如涵盖重疾轻症等的终身重疾保障。 |
| “盛世”系列 | 聚焦社会精英人群，针对他们对安全感的需求，满足其个性化偏好，进行产品设计。如对进入高负债期的客户，可以阶段性增高保额，对冲风险；对于担心特定疾病高发的客户，可单独强化该疾病的保障。 |
| “御享”系列 | 为已经实现财富自由的人士定制，帮助其实现对品质生活的保障和对 |

财富科学传承的规划。

资料来源：中国平安四大产品体系发布会，东莞证券研究所

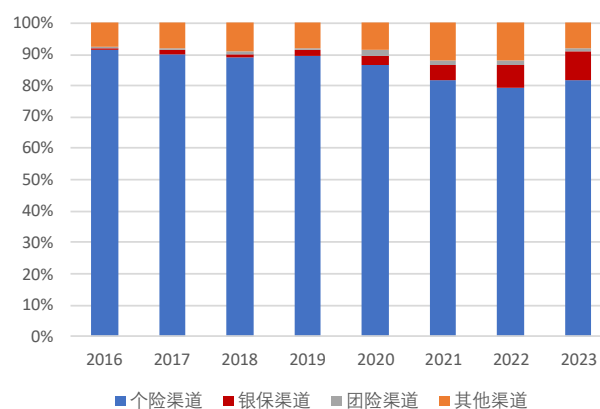
新银保模式为平安寿险与平安银行注入新活力。平安寿险方面，新银保模式推动平安银保渠道的NBV实现较快增长。2023年，银保改革成效初现叠加增额终身寿险热销的背景下，平安人寿银保渠道势头强劲，新业务价值增长77.7%，银保NBV占比由2021年的4.70%提升至9.28%，渠道综合实力增强。平安银行方面，代销保险业务收入成为中间业务的重要增长引擎。2021年以来，平安银行代理保险收入整理呈现高速增长态势，2021-2023年同比增速分别为+15.10%、+30.87%和+50.66%，在财富管理手续费占比由18.45%提升至45.40%，较好地弥补资本市场波动下代销理财、代销基金等产品规模收缩而形成的中间业务缺口。

图13：平安银保渠道NBV（百万元，%）



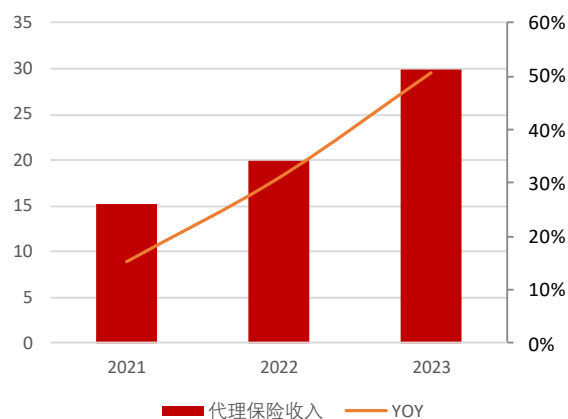
资料来源：中国平安公司公告，东莞证券研究所

图14：中国平安银保渠道占比（%）



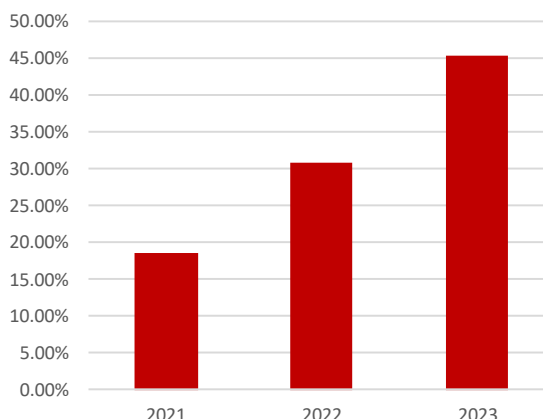
资料来源：中国平安公司公告，东莞证券研究所

图 15：平安银行代销保险收入（亿元，YOY）



资料来源：平安银行公司公告，东莞证券研究所

图 16：平安银行代销保险收入在财富管理手续费占比（%）



资料来源：平安银行公司公告，东莞证券研究所

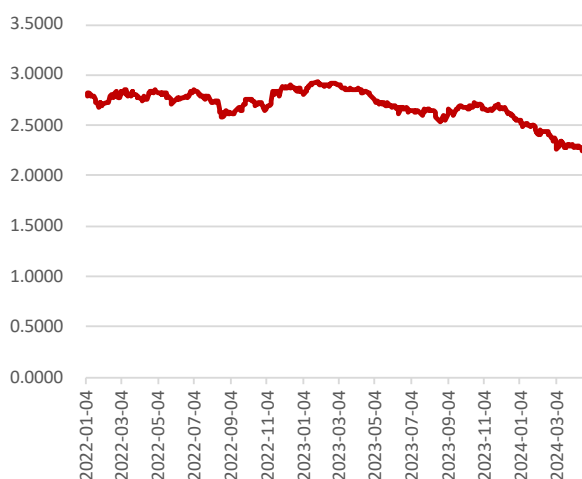
3、银保渠道进入“报行合一”新时刻

3.1 银保渠道实际手续费居高难下

银行话语权强，手续费成最重要竞争手段。银行拥有广泛的客户基础、密集的网点分布和较高的客户黏性，其客户更倾向于储蓄等风险偏好较低的稳健理财，银行通过账户服务为核心的零售金融体系，在黏结客户方面具有其他金融行业无法企及的优势，这种稳定的客户资源为银行提供了强大的话语权基础。而保险行业创新不足、相互模仿等导致同质化竞争加速，特别是监管要求银行与险企的代理关系不得超过3家且不允许驻点销售以来，部分险企通过抬高手续费，甚至是高额返还等不正当手段争取银行的代销名额，实际的费用往往高于产品报备时的水平，部分中小型险企在银保渠道的费用投入狂热激进。费用高企不仅扰乱了市场秩序，也是虚假费用、虚假投保、虚假退保等问题的根源，更是滋生“代理黑产”的土壤，影响了行业高质量发展。

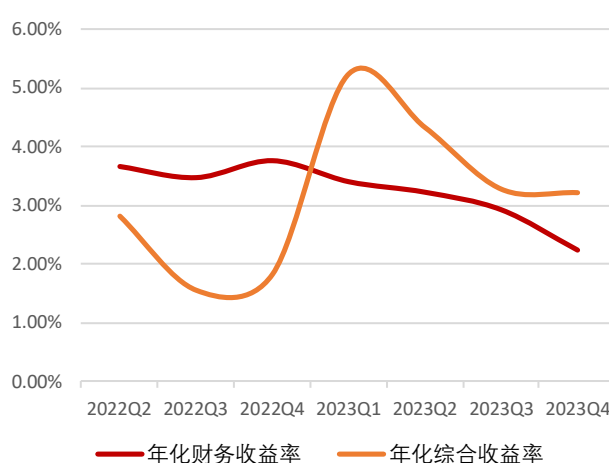
投资端收益持续下滑，潜在风险不可忽视。2023年，国内债券利率低位波动，中枢进一步下行，固定收益类资产配置压力持续；股票市场延续低位震荡，公开市场权益品种收益压力进一步加大。2023年，险资财务投资收益率2.23%，同比下降0.53个百分点，是2008年以来的最低水平，也是2008年以来首次下破3%以下，上市险企的净投资收益均同比下滑。“费率战”下，负债端成本不断被抬升，无法与投资端收益相匹配，大大提高了费差亏损风险，过分依赖银保渠道的中小险企破产风险加剧，“报行合一”管控过高的实际手续费刻不容缓。

图 17：10 年国债到期收益率（%）



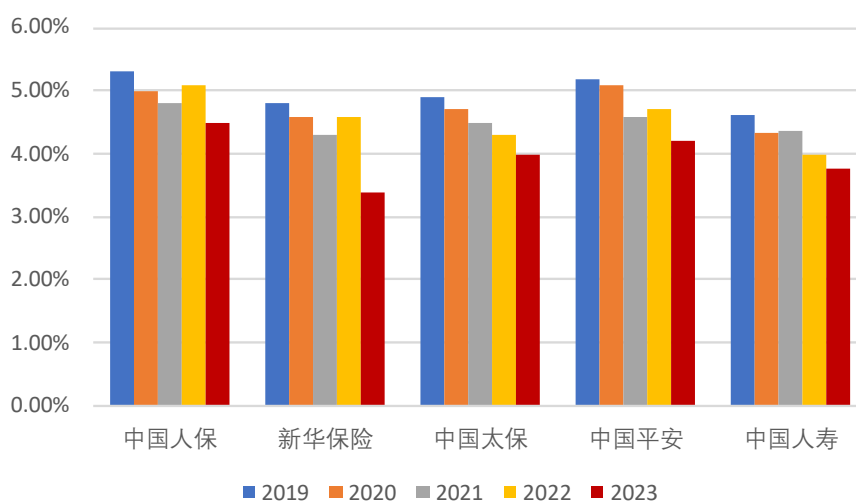
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 18：保险资金投资收益率（%）



资料来源：根据金融监督管理总局官网整理，东莞证券研究所

图 19：上市险企净投资收益率（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

3.2 2023 年以来三度发声“报行合一”

为了对“费率战”抢占市场的行为进行约束，2023 年监管部门三度发声“报行合一”。所谓“报行合一”，是指保险公司给监管部门报送产品审批或备案材料中所使用的产品定价假设，要与保险公司在实际经营过程中的行为情况保持一致，不能“说一套，做一套”。从 2023 年 8 月，金融监管总局发布《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》，规定未来趸交/3 年交/5 年交/10 年交的手续费率严格限制在 3%/9%/14%/18% 以内；2023 年 10 月，发布《关于强化管理促进人身险业务平稳健康发展的通知》，再次强调“报行合一”；再到今年 1 月，发布《关于规范人身保险公司银行代理渠道渠道业务有关事项的通知》，正式监管文件出台。监管部门不断细化关于“报行合一”的监管细则，《通知》要求列明附加费用率期限和严格规范佣金支付，险企向银行代理渠道支付的佣金不得超过列示的佣金率上限。

表 5：银保渠道“报行合一”政策时间线梳理

| 时间 | 文件 | 主要内容 |
|-----------|-----------------------------|---|
| 2023/8/22 | 《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》 | 要求保险公司在银保产品备案时，应按监管规定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。应据实列支向银行支付的佣金费用，佣金等实际费用应与备案材料保持一致，即“报行合一”。 |
| 2023/10/9 | 《关于银保产品管理有关事宜的通知》 | 部分公司备案的银保渠道产品的预定附加费用率，与后续单独报备的银保渠道总费用不一致。监管部门将按两者孰低的原则认定银保渠道总费用。如保险公司存在“报行不一”，将受到严肃处理。 |
| 2024/1/19 | 《关于规范人身保险公司银行代理渠道业务有关事项的通知》 | 要求保险公司科学审慎制定假设并列明附加费用率的期限和结构，明确附加费用率为可 |

| | | |
|--|--|---|
| | | 用的总费用水平，包含向银行支付的佣金率、银保专员的薪酬激励、培训及客户服务费、分摊的固定费用等四块内容，其中佣金率应列明上限，且支付的佣金不得超过该上限。保险公司不得直接或间接以出单费、信息费等名义，向银行代理渠道支付佣金以外的任何费用。 |
|--|--|---|

资料来源：金融监管总局官网，东莞证券研究所

今年1月发布的《关于规范人身保险公司银行代理渠道业务有关事项的通知》，对银保渠道“报行合一”提出更明确更严格的要求。主要包括五大方面：

第一，要求规范产品设计与备案。要求公司科学审慎制定假设并列明附加费用率的期限和结构，明确附加费用率为可用的总费用水平，包含向银行支付的佣金率、银保专员的薪酬激励、培训及客户服务费、分摊的固定费用等四块内容，其中佣金率应列明上限。

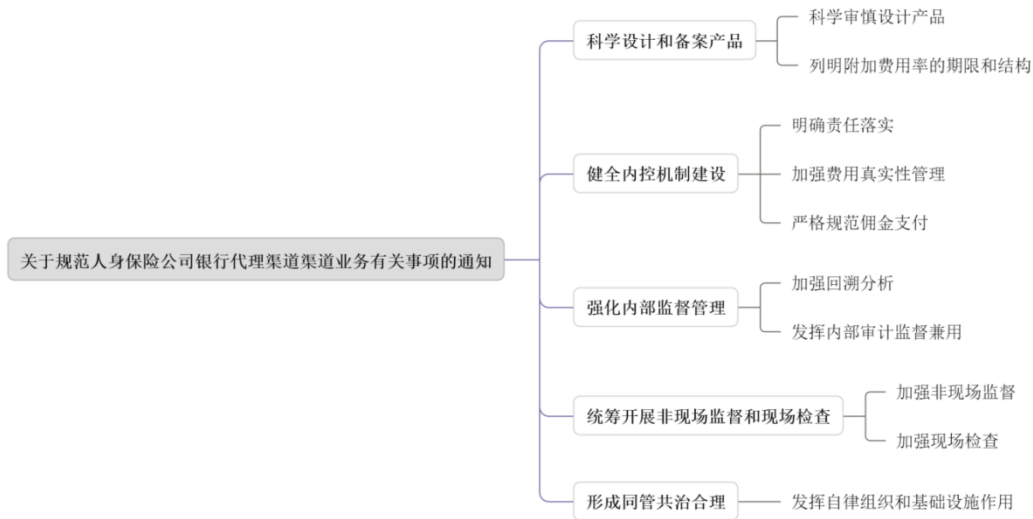
第二，要求健全内控机制建设。明确总公司和分支机构在“报行合一”政策中的责任，要求保险公司严肃财经纪律，加强费用真实性管理，严格规范佣金支付，向银行代理渠道支付的佣金不得超过列示的佣金率上限。不得直接或间接以出单费、信息费等名义向银行代理渠道支付佣金以外的任何费用。

第三，要求强化内部监督管理。加强产品回溯管理，根据实际经营结果，定期对费用假设开展回溯分析，对“报行不一”的及时调整，确保持续满足“报行合一”要求，发挥内部审计监督作用，加大对各部门各分支机构的专项审计。

第四，加强非现场监管和现场检查。监管部门加强非现场监测，科学设定数据指标，公平公正确定检查对象，开展保险公司“报行合一”专项现场检查，结合非现场监测数据，科学精准立案，做到快立、快查、快处，检查重点关注佣金水平超支、费用不真实、渠道套利、账外支付等问题。

第五，明确中国保险行业协会、中国银保信公司的职责，形成合力。保险业协会强化自律交流宣传的职能，宣传“报行合一”政策，形成全行业自觉落实“报行合一”的浓厚氛围。银保信公司强化产品风险监测、预警、回溯等功能，为落实好“报行合一”提供科技支撑和技术保障。

图 20：《关于规范人身保险公司银行代理渠道业务有关事项的通知》要点

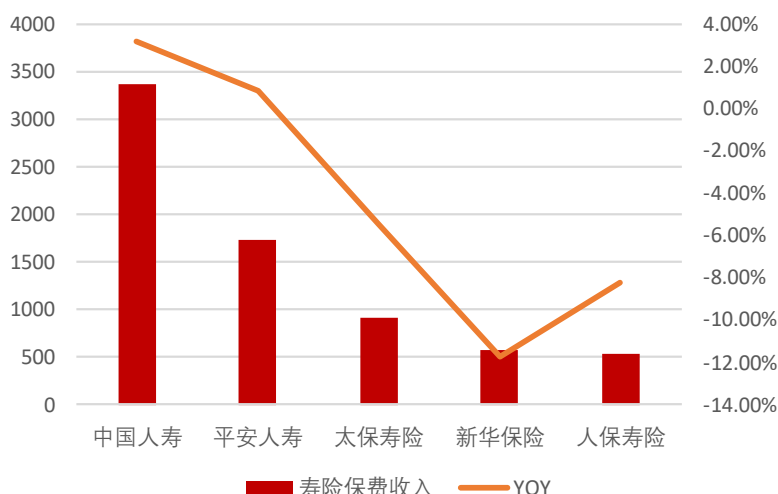


资料来源：金融监管总局《关于强化管理促进人身险业务平稳健康发展的通知》

3.3 重塑银保合作生态

“报行合一”下保险行业或面临短期阵痛。在 2023 年三季度银行业保险业数据信息新闻发布会上，人身险监管工作相关负责人表示，“初步估算，银保渠道的佣金费率较之前平均水平下降了约 30%左右。”推行“报行合一”将使得保险公司的费用结算更加规范，避免了不必要的成本浪费，直接降低销售费用，提升险企利润水平。但同时，报行合一的实施意味着需要压降虚高的中介渠道费用，保险公司无法通过“小账”来激励销售人员，或将使得导致销售人员的积极性下降，甚至导致部分营销人员流失，银保渠道业务收入或将承压，银行的代销保险业务收入也将受到一定冲击。全行业交流汇总的数据显示，今年一季度，银保渠道新单期交保费处于下行通道，1 至 3 月份，银保新单期交保费收入为 1536 亿元，较上年同期的 1964 亿元，同比下降 22%；而寿险“老七家”银保渠道新单期交保费集体负增长，平均降幅为 25%。从重点经营银保渠道的 30 家险企数据来看，有多达 22 家银保渠道新单期交保费同比下滑，“报行合一”下寿险今年一季度“开门红”有所承压。

图 21：2024 年一季度寿险保费收入（亿元，YOY）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

从长期发展来看，有利于在激烈的竞争环境下重塑更加规范的银保合作生态，强者恒强的竞争格局更加凸显。“报行合一”实施后，可以让粗放高速发展的银保渠道慢下脚步，回归正轨，更好去寻找稳健的发展方向，实现银行和保险公司的互利双赢。保险公司无法再依赖“贴补手续费”等高返费策略来吸引消费者，行业竞争重点将切换到产品本身和服务质量上，倒逼险企开发更具差异化的产品，以及探索销售渠道的多元化。“报行合一”可能会加速保险行业的洗牌过程，一些规模较小、短视激进、没有核心竞争力的保险公司生存空间将率先被压缩，甚至可能面临被淘汰的风险；而那些能够有效控制成本、提高效率的保险公司能够在竞争中脱颖而出。

4、未来我国银保的发展方向

4.1 向合作程度更高的战略联盟模式转变

全球银保业务的发展模式多样，根据不同地区的金融市场特性、监管环境和客户需求，主要可以归纳为三种典型的模式：强资源融合型、区域性战略联盟型和协议代销型。

强资源融合型模式。这种模式的显著特征是银行与保险公司之间存在较为紧密的股权关系或者战略合作关系，金融控股集团则是强资源高度融合的表现。银行通过股权控制保险公司，实现了银行与保险业务的高度一体化，包括前台销售、中台产品开发、风险管理和客户服务支持等各个环节的深度整合。该模式主要在欧洲的法国、意大利和西班牙等国家盛行，这些国家的银保业务之所以能够快速发展，主要得益于金融综合化经营的宽松环境以及早期“契约资本化”税收优惠政策，意大利、西班牙和法国银保渠道占比份额分别为 75%、65%和 65%，是寿险市场的核心渠道。

区域性战略联盟型模式。在一些地区性市场中，如新加坡、泰国等东南亚市场，银保业务往往采用区域性的战略联盟模式，这种合作超越了简单的产品代销，涉及客户洞

察、产品创设、品牌共创等多个层面。外资保险公司凭借先进的保险经营理念和产品创新能力，与区域内头部银行建立合作关系，这为银行带来了新的业务增长点，同时也为保险公司打开了更广阔的市场。

协议代销型模式。这种模式主要是指银行作为保险产品的销售渠道，通过签订代理协议来销售保险产品。在这种模式下，银行和保险公司之间主要是基于销售佣金的合作关系，银行负责销售保险产品，而保险公司则负责产品的设计、定价和理赔等。在美国和日本等市场，受监管影响银行涉足保险业务较晚。其中美国直到 1999 年《金融服务现代化法案》的通过，才从监管上取消了银行从事保险业务的限制，这项法案允许银行通过金融控股公司的形式进入保险领域，这标志着美国银行业务和保险业务开始融合。但由于美国拥有成熟的独立经纪人和专属代理人，已经形成了以独立代理人和专属代理人为营销主渠道的格局，银保渠道保费占比不足 5%。日本自 2005 年起逐步解禁寿险和养老金在银行渠道销售的限制，银保合作以协议代销为主。但由于解禁时间较晚，银保渠道不是日本的主要渠道。

表 6：银保合作三种模式对比

| 模式 | 含义 | 案例 | 优势与劣势 |
|----------|---|------------------|---|
| 强资源融合型 | 银行和保险公司之间通过资本融合形成紧密的合作关系，如银行全资拥有或控股保险公司，或双方建立合资公司。在这种模式下，银行和保险公司可以实现资源共享、品牌统一、风险共担，并在产品开发、销售渠道、客户服务等方面进行深度整合。 | 法国 意大利 西班牙 | <p>优势：</p> <p>深度整合可以带来协同效应，提高市场竞争力。</p> <p>统一品牌形象有助于提升客户信任度。</p> <p>资源共享可以降低成本，提高效率。</p> <p>劣势：</p> <p>需要较大的初始投资和长期承诺。</p> <p>文化和管理风格的整合可能具有挑战性。</p> <p>需要遵守更严格的监管要求。</p> |
| 区域性战略联盟型 | 银行与保险公司建立基于特定区域或特定业务领域的战略联盟。双方在某些业务领域或针对某些客户群体上展开合作，但保持各自的独立性。 | 新加坡 泰国 | <p>优势：</p> <p>灵活性较高，可以根据市场变化快速调整合作策略。</p> <p>可以集中资源和精力在特定的、有潜力的区域或业务上。</p> <p>相对于全面融合，风险较低。</p> <p>劣势：</p> <p>合作可能较为松散，协同效应有限。</p> <p>双方的利益可能不一致，导致合作存在不确定性。</p> <p>需要持续的协商和管理，以维持合作关系。</p> |
| 协议代销型 | 银行与保险公司签订代理销售协议，利用银行的网络和客户基础销售保险产品，保险公司支付一定的手续费或佣金。 | 美国 日本 | <p>优势：</p> <p>进入门槛低，操作简便。</p> <p>对保险公司而言，可以快速利用银行的广泛网络和客户资源。</p> <p>银行可以获得额外的中间业务收入。</p> <p>劣势：</p> <p>合作关系较为松散，缺乏深度合作带来的协同效应。</p> <p>竞争激烈，银行可能同时销售多家保险公司的产品。</p> <p>保险公司对销售过程的控制力较弱。</p> |

资料来源：中国银行保险报，东莞证券研究所

向合作程度更高的战略联盟模式转变是我国银保发展的必然选择。目前我国的银保合作以协议代销模式为主，这是最松散、最简单的银保合作模式，存在一定弊端，如银行与险企的合作未形成长期稳定的伙伴关系，不利于双方的长期互利共赢，银行在销售过程中处于主导地位，保险公司的话语权较低，难以产生协同效应。而强资源融合型模式并不适用于我国国情，我国金融业“分业经营、分业监管”，保险公司可最多持有商业银行最多四成的银行股份，但是商业银行在境内不得向非银机构和企业投资，资本只能实现单方面渗透，无法双向流动。只有我国放松法律 and 政策的限制，实现银保双方资本层面的融合，才能真正实现强资源融合模式，由此可见，战略联盟模式成为我国未来银保发展方向的必然选择，特别是在当前银保业务面临转型阵痛的背景下，银行和险企签订长期协议开展全面合作，整合银行网点客户资源丰富与险企的资金优势，险企通过战略费用投入换取合作银行渠道的独家保险销售权，有利于增强银保渠道的稳定性和可持续发展能力，推动银保渠道向高质量发展转型。

4.2 共享客户分析洞见，构建服务生态闭环

首先，基于内外部大数据分析构建客户 360 画像，精准营销。目前，由于银行与险企数据共享有限、技术与资源配置不成熟和销售模式传统等原因，动态精准识别客户保障需求在银保渠道中被视为销售环节的一个难点。未来，需要深化数据治理以推动银行保险业的数字化转型，在符合监管要求的基础上，银保双方充分共享客户分析洞见、智能推荐算法，共建银保业务大数据营销闭环管理体系，实现客户信息的互通有无，为精准营销和风险管理提供数据支持，全面提升银保大数据商机的转化成效。在此基础上，利用大数据模型构建保险客户画像，深入洞察客户的多维特征，如基本信息、风险承受能力、保险需求和购买偏好等，以提供精准定制化的保障和服务。

其次，银保渠道线上化加速，补齐线上配套服务。近年来，随着《商业银行代理保险业务管理办法》《互联网保险业务监管办法》等监管政策的出台，行业逐渐重视并推动银保业务的线上化、数字化发展，银保渠道与互联网保险业务渠道的融合趋势明显，线上平台获客渠道银行网点与柜台成为银保业务的主要开展场所。相应地，线上服务能力与配套亟待补齐。如打造一体化的线上服务平台，包括网站、微信、APP 等，确保客户能够便捷地获取所需信息，完成购买、查询、理赔等操作。除此以外，组建专门的线上服务团队，负责线上渠道的客户咨询、业务办理等工作，确保线上服务的专业性和高效性。

更进一步地，创新银保合作服务和产品，构建客户服务生态闭环。我国目前的银保产品种类相对有限，主体为规模型、趸缴型、中短期、财富管理产品，保障型和高价值型产品占比相对较小，寿险、重疾险等纯保障型产品在银保渠道可得性较低。未来，银保双方应围绕客户洞察，从“以产品为中心”到“以客户为中心”，银行从“产品代销”转向“产品共创”，险企则为银行的多元生态环境量身定制保险产品，在单纯保险产品的基础上增加各类增值服务，满足不同客户群体在各自生命周期阶段的具体需求，不断优化长期高价值综合保险产品供给。可参照印尼市场中宏利和星展共同打造保护、成长、储蓄、未来 4 个 IP 产品系的经验，银保公司可合作共同开发联名 IP 产品，将银行的“衣食住行玩学医养”生态圈与险企的康养生态圈进行资源互补、协同开发，定制化为客户提供增值保值、财富集成以及养老退休等全方位服务，构建客户服务生态闭环。

4.3 回归保险本源，培养银保高产能队伍

基于提升业绩规模和效益、增强市场竞争力、优化客户体验和促进公司长期发展的考虑，培养银保渠道的高产能队伍对于保险公司而言具有重要意义。过去，银保业务主要依赖资源投放和费用投入等手段，掩盖了银保队伍在专业能力上的不足。但随着市场环境的变化，这种薄弱的专业能力逐渐暴露出问题，亟待加强。因此，银保队伍能力建设显得尤为重要。

首先，深入了解银行业务，熟悉银行语言与运作机制。要实现与银行合作伙伴的高效协同，银保队伍就必须做到“频率同步”。为此，保险公司可以采取一系列措施。例如，可以组织银保人员定期参加银行内部的培训课程，通过系统的学习和实践，深入了解银行的基本业务、关键指标以及营销团队的工作流程和考核标准。针对大众客户、贵宾客户和私人银行客户群体，分别建立梯度化的销售队伍。此外，还可以邀请银行业务精英来保险公司进行经验分享和互动交流，让银保人员从实战中汲取经验，加深对银行业务的理解。

其次，回归保险的核心本质，加强对保障型险种掌握。过去，银保业务过于注重投资型险种，导致对保障型险种的忽视。然而，随着客户需求的日益多元化和市场竞争的加剧，保障型险种的重要性日益凸显。《商业银行代理保险业务管理办法》的正式施行，预计将从源头上引导银保业务更多地关注保障型险种，这也需要银保队伍对此有更深入的理解和专业性。因此，保险公司应加大对银保队伍在保障型险种方面的培训力度。具体地，保险公司可以组织内部专家对银保队伍进行保障型险种的专项培训，帮助他们深入理解产品的特点和优势，掌握销售技巧和风险管理方法。此外，还可以通过案例分析、模拟演练等方式，提升银保队伍在保障型险种销售方面的实战能力。

完善的考核激励机制是调动银保队伍积极性的关键。银保双方应积极探索符合实际情况的考核激励方式，如从有效人均产能的维度进行银保业务考核，鼓励银保队伍提升件均保费、人均件数等关键指标，有效提升人均产能。

5、投资策略

银保渠道经历了探索初步期、短暂调整期、规模兴盛期、价值回归期与转型变革期，在这个过程中，各头部险企纷纷打造银保“新引擎”，如中国太保构建价值银保“芯”模式，中国平安推出“4渠道+3产品”战略。当下，银保渠道正面临“报行合一”新时刻，保险公司的费用结算将更加规范，有利于在激烈的竞争环境下重塑更加规范的银保合作生态，强者恒强的竞争格局更加凸显。在未来，向合作程度更高的战略联盟模式转变、优化保险产品服务供给、培养银保高产能队伍是各险企仍需努力的方向。银保双方或将继续双向奔赴，从“以产品为中心”到“以客户为中心”是银保高质量发展过程中的必要转变。我们认为，随着银保渠道的不断改革转型，其价值贡献正在加速释放，有望成为支撑行业寿险提量增效的新引擎。

给予行业“超配”评级。个股建议关注 NBV 增速实现较快增长的中国太保(601601)、新华保险(601336)，率先进行寿险改革、渠道转型的中国平安(601318)，寿险业务稳健的中国人寿(601628)。

表 7：重点公司估值及盈利预测（截至 2024 年 4 月 29 日）

| 代码 | 简称 | 股价（元） | BVPS（元） | | | PB(X) | | | 评级 | 评级变动 |
|--------|------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|----|------|
| | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E | | |
| 601601 | 中国太保 | 26.55 | 25.94 | 29.01 | 32.12 | 1.02 | 0.92 | 0.83 | 买入 | 维持 |
| 601318 | 中国平安 | 42.08 | 49.37 | 53.33 | 57.65 | 0.85 | 0.79 | 0.73 | 买入 | 维持 |
| 601336 | 新华保险 | 31.62 | 33.68 | 41.37 | 44.90 | 0.94 | 0.76 | 0.70 | 买入 | 维持 |
| 601628 | 中国人寿 | 30.81 | 16.28 | 19.84 | 21.01 | 1.89 | 1.55 | 1.47 | 买入 | 维持 |

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

6、风险提示

代理人流失超预期、产能提升不及预期、银保渠道发展不及预期导致保费增速下滑的风险；

长端利率快速下行导致资产端投资收益率超预期下滑的风险；

监管政策持续收紧导致新保单销售难度加大的风险。

东莞证券研究报告评级体系：

| 公司投资评级 | |
|--------|--|
| 买入 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间 |
| 减持 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上 |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内 |
| 行业投资评级 | |
| 超配 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上 |
| 标配 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 低配 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系

| | |
|------|--|
| 低风险 | 宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告 |
| 中低风险 | 债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告 |
| 中风险 | 主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告 |
| 中高风险 | 创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告 |
| 高风险 | 期货、期权等衍生品方面的研究报告 |

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn