

## 经营业绩稳中有进，价值工程显现成效

## ——阳光保险首次覆盖报告

2024年12月29日

## 核心观点

- 阳光保险：快速成长的综合性民营保险公司** 阳光保险成立于2007年，是中国第十家登录资本市场的内地保险公司。公司股权分散且呈现多元化，近年来实现快速成长，保费年化增速超过行业平均，人身险和财产险均衡发展。公司积极服务国家战略，紧跟行业改革方向，在科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融等领域有着较好的业务布局。
- 寿险多元化渠道发力，NBV持续增长** 阳光人寿采取多元化的渠道策略，增强了公司的防风险能力；新单占比较大，有利于推动业务质量的快速提升及负债成本的下降；在转型升级持续的背景下，预计公司保持趸交保费规模持续收缩及推动首年期交保费增长策略，未来续期保费的占比有望逐年提升；压降趸交保费带来的价值率改善，预计将成为阳光人寿银保NBV持续增长的关键。
- 财险保费结构调整，综合成本率逐年改善** 阳光财险持续推动保费结构调整，增加非车险保费占比，压缩低利润业务规模；非车险保费结构同样实现不断优化，从以车险为主向以意健险、责任险和货运险为主的结构转型。伴随保费结构的不断调整和非车险亏损业务规模的压降，预计阳光财险的综合成本率（COR）将逐年改善。
- 投资端债券配置比例增加，综合投资收益率提升** 阳光保险近年来固收类和权益类资产占比分别在七成和两成左右。债券资产配置比例大幅提升，一方面是资产到期后可配置的优质非标资产减少，另一方面公司也主动增配了长久期的债券资产以应对利率下降；权益资产中，股票配置比例增加，长投配置比例下降。新准则以来，净投资收益率企稳，得益于固收和高股息资产配置增加。
- 投资建议：**预计公司维持稳定增长趋势，2024-2026年营收分别为909.95、892.19、988.58亿元，同比分别增长16.33%、-1.95%、10.8%，归母净利润分别为66.36、61.07、71.77亿元，同比分别增长77.53%、-7.97%、17.52%，对应EPS为0.58元/股、0.53元/股、0.62元/股。公司近期加入港股通，流通性充裕背景下公司估值有望实现持续修复，首次覆盖给予“推荐”评级。
- 风险提示：**宏观经济不及预期的风险、长端利率下行的风险、资本市场波动的风险、市场竞争加剧的风险。

## 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	78224	90995	89219	98858
增速	0.84%	16.33%	-1.95%	10.80%
归母净利润(百万元)	3738	6636	6107	7177
增速	-16.82%	77.53%	-7.97%	17.52%
摊薄EPS(元/股)	0.32	0.58	0.53	0.62
EVPS(元/股)	9.05	11.26	12.95	15.13
ROEV	3.6%	17.9%	7.0%	7.9%

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

## 阳光保险 (6963.HK)

推荐 首次评级

## 分析师

张琦

☎：010-8092-7702

✉：zhangqi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080005

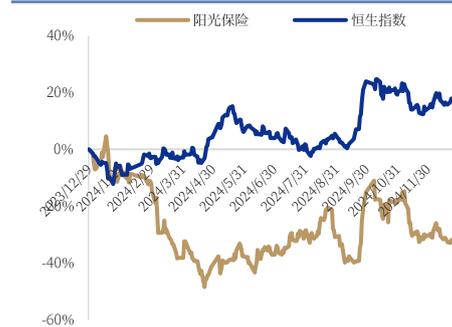
## 市场数据

2024-12-29

股票代码	6963.HK
H股收盘价(元)	2.74
恒生指数	20098.29
总股本(万股)	1,150,152.25
实际流通股(万股)	347,876.85
流通股市值(亿元)	95.32

## 股价表现图

2024-12-29



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

## 相关研究

## 目录

### Catalog

<b>一、 阳光保险：股权结构多元，业务均衡发展 .....</b>	<b>3</b>
(一) 公司概况：股权多元化的综合性民营保险公司.....	3
(二) 股权架构：股权分散呈现多元化，无实际控制人 .....	3
(三) 业务概况：保费增速优于行业平均，各项业务均衡发展 .....	4
(四) 功能发挥：积极服务国家战略，做好五篇大文章 .....	4
<b>二、 人身险：多元化渠道发力，NBV 持续增长.....</b>	<b>6</b>
(一) 阳光人寿：以银保渠道为主，持续推进价值转型 .....	6
(二) 银保渠道：保持战略定力，提升业务价值率 .....	7
(三) 个险渠道：业绩重回上升通道，NBV 有望进一步提升.....	9
<b>三、 财产险：保费结构调整，综合成本率逐年改善 .....</b>	<b>12</b>
<b>四、 投资端：股债配置比例提升，综合投资收益率增长 .....</b>	<b>14</b>
<b>五、 盈利预测和投资评级 .....</b>	<b>16</b>
(一) 盈利预测 .....	16
(二) 绝对估值 .....	17
(三) 相对估值 .....	17
<b>六、 风险提示 .....</b>	<b>18</b>

# 一、阳光保险：股权结构多元，业务均衡发展

## （一）公司概况：股权多元化的综合性民营保险公司

阳光保险集团股份有限公司（以下简称“阳光保险”、“公司”）成立于2007年6月，是一家完全按市场化机制成立和发展的民营综合性保险集团，2010年以来连续13年入选中国企业500强。阳光保险的历史最早可追溯至2005年7月阳光财险的成立；2007年保险控股集团获批成立后，阳光人寿、阳光资产和阳光信保相继成立，公司开启集团化发展模式。2022年12月9日，阳光保险在香港交易所发行11.5亿H股募集资金67亿港元，成为第十家登陆资本市场的中国内地保险公司，也是2012年以来第一家上市的综合保险集团。

表1：阳光保险发展历程

时间	重大事件
2005年	阳光财险成立。
2007年	阳光保险控股股份有限公司成立（阳光保险前身）。
2007年	阳光人寿成立。
2008年	阳光保险控股股份有限公司更名为阳光保险集团股份有限公司。
2012年	阳光资产成立。
2016年	阳光信保成立。
2022年	香港交易所上市。
2024年	申请通过H股“全流通”计划。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

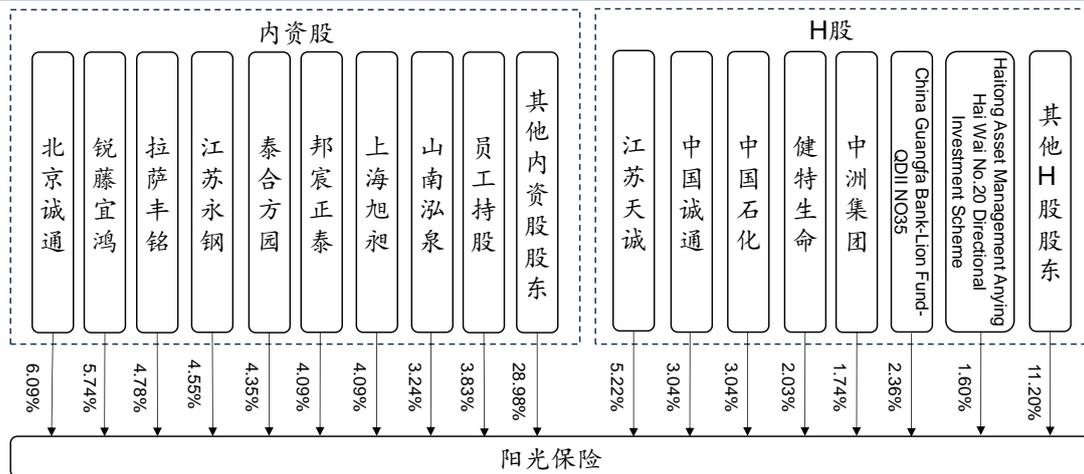
自成立以来，公司以“让人们拥有更多的阳光”作为企业使命，秉承“一切为了客户”的核心价值追求，为客户提供贯穿全生命周期的、专业的风险保障及养老、健康、教育、财富管理、风险管理等综合服务解决方案。公司主要通过阳光人寿经营寿险和健康险业务，为客户提供人寿保险、健康保险和意外保险等人身险产品；主要通过阳光财险经营财产险业务，为客户提供涵盖机动车辆险、意外伤害和短期健康险、保证险、责任险、农业险和企业财产险等财产险产品；主要通过阳光资管对保险资金进行专业的运用管理。

## （二）股权架构：股权分散呈现多元化，无实际控制人

阳光保险的股权分散且多元化。公司股东既有国有企业也有民营企业，其中国企股东包括中国诚通、北京诚通及中国石化等，民企股东包括江苏永刚、健特生命、中洲集团等。截至2024年6月末，阳光保险不存在实际控制人，且持股5%以上的股东较少。分散化的股权结构对公司管理层的稳定起到了一定作用，董事长张维功先生自2007年8月任职至今，联席首席执行官李科先生、彭吉海先生以及副总经理王永文先生均已在公司任职超过十年，王霄鹏、李伟、刘迎春、王震凌、杨学理等高级管理人员也加入阳光接近二十年。

2023年，公司申请通过H股“全流通”计划，成功将H股数量从2022年上市时的11.5亿股提升至目前的34.79亿股，大幅改善了流动性欠佳的问题。截至2023年6月末，公司已发行普通股115.02亿股，其中内资股80.23亿股，占比69.8%，持股排名前三的分别为北京诚通金控投资有限公司（6.09%）、北京锐藤宜鸿投资管理有限公司（5.74%）和拉萨丰铭工程机械销售有限公司（4.78%）；H股34.79亿股，占比30.2%，持股排名前三的分别为江苏天诚物业发展有限责任公司（5.22%）、中国石油化工集团有限公司（3.04%）和中国诚通控股集团有限公司（3.04%）。

图1：阳光保险股权结构图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### （三）业务概况：保费增速优于行业平均，各项业务均衡发展

**保费增速优于行业平均水平。**阳光保险是中国内地 14 家保险控股集团之一，业务涵盖人身险、财产险、资产管理及康养养老等业务。公司总保费从 2019 年的 879 亿元增长至 2023 年 1189 亿元，年化复合增速达到 7.8%，高于同期保险行业保费复合增速 4.7%。2024H1，公司实现总保费收入 764.6 亿元，同比增长 12.9%。

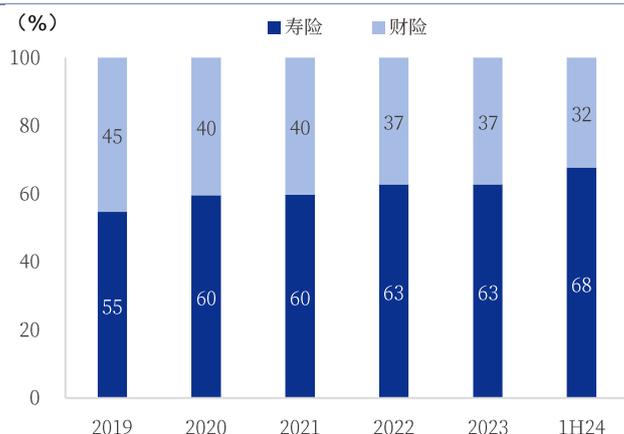
**人身险和财产险业务均衡发展。**从保费收入结构来看，近五年公司寿险保费增速略高于财险保费增速，但寿险总保费占比仍维持在六成左右，财险占比约为四成左右，在上市同业中属于寿险和财险业务较为均衡的公司。阳光人寿是人身险业务的唯一载体，2023 年保费收入为 746 亿元，位列 92 家寿险公司的第九。阳光财险和阳光信保是两家财产险平台，其中阳光财险贡献了大部分财产险保费，2023 年原保费收入为 443 亿元，在 90 家财险公司中排名第七。阳光资管是集团保险资金投资的主要管理人，2023 年管理资产规模达到 8086 亿元，在 33 家保险资管公司中排名第九。

图2：集团保费及同比增长



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图3：集团保费结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### （四）功能发挥：积极服务国家战略，做好五篇大文章

**科技金融：加大科创企业保险服务力度。**阳光保险相应国家号召，不断提升实体经济服务质效，积极助力培育新质生产力，大力支持科技创新和先进制造业。2024H1，为 406 家科创企业提供风险保障约 326 亿元。

**绿色金融：推动业务与 ESG 深度融合。**阳光保险探索开发绿色低碳保险产品，在环境污染险、绿色生态农业险、气象指数保险等传统险种上持续发力，在绿色能源、绿色交通、绿色建筑、绿色技术等险种上不断创新拓展绿色保险产品服务体系。2023 年，公司提供可持续保险保障 108 万亿元，其中绿色保险保障超过 12 万亿元，提供赔款支持超 41 亿元。在资产端，公司将 ESG 因素纳入投资模型，截至 2024H1，公司可持续投资余额超 550 亿元，其中绿色投资余额超 190 亿元。

**普惠金融：构建多元、多层次普惠金融体系。**阳光保险大力发展农业保险和涉农保险业务，研发乡村基建保障、农村环境责任保险和民宿保险，构建三大粮食作物完全成本保险、收入保险、商业补充保险等多层次产品体系，保障主粮粮食安全。2023 年，公司为 91.66 万农户提供农业保险风险保障超 286 亿元，支付理赔款 4.55 亿元。积极开展大病保险、惠民保、防贫保等普惠保险项目，2023 年为 1608 万人提供近 11.52 万亿大病风险保障，支付赔款 10.48 亿元；惠民保覆盖 3181 万人，提供近 8.5 万亿风险保障，支付赔款 1.8 亿元。坚持服务实体、践行普惠的发展导向，聚焦小微实体需求，2023 年为 2.58 万家中小微企业提供风险保障 3040 亿元，帮助约 6.82 万家中小微企业获得融资金额 113 亿元。

**养老金融：推动金融服务适老化。**阳光保险积极响应国家人口老龄化战略，将为老年人提供好的产品和服务提升到战略高度，用专业的产品与服务为客户提供全面养老解决方案，优化线上服务助力老人跨越“数字鸿沟”，通过绿色通道、上门服务提升老年人金融服务的易得性。依托阳光医疗康养资源的积累，公司推动养老服务规范发展。截至 2023 年底，公司在北京、山东地区落地社区养老项目，满足中老年人康养需求。

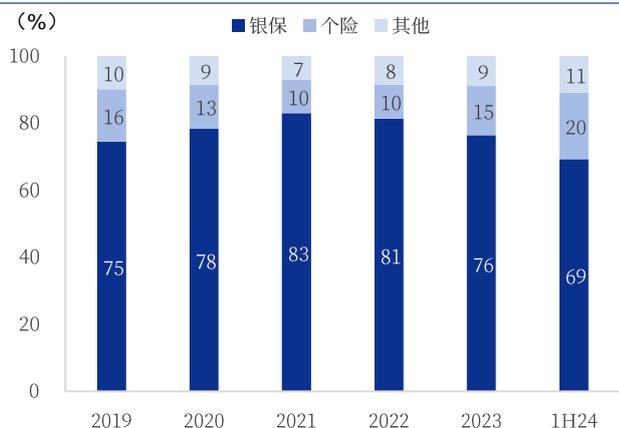
**数字金融：以“科技+数据”深化数字化转型。**销售支持方面，阳光保险优化升级产寿险销售管理平台，财险打通主要非车产品从询价到出单的全线上化闭环流程，完善营销活动数字化闭环，赋能电销人产人效双提升；寿险“懂你保险”协助代理人为客户提供保障规划与产品推荐。客户服务方面，阳光保险持续建设客户线上化服务平台，财险增值服务线上化率 96.3%，寿险保全服务线上化率 96.4%。管理赋能方面，阳光保险打造全集团智能风控系统，财险完善“非车数据生命表”体系，提升非车险风险定价能力；寿险累计构建 354 项风险线上检测指标，有效防范销售行为风险。

## 二、人身险：多元化渠道发力，NBV 持续增长

### (一) 阳光人寿：以银保渠道为主，持续推进价值转型

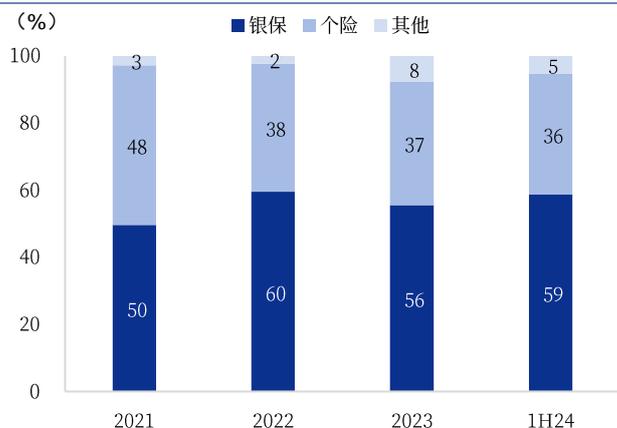
阳光人寿具备以银保渠道为主的多元化分销渠道。阳光人寿采取多元化的渠道策略，在寿险行业充满挑战的环境下走出了差异化的竞争策略，多年来实现了业务的稳健增长。2019年以来，受外部环境及个险渠道转型影响，银保渠道仍然是阳光人寿主要渠道，贡献了七成多的新单保费以及五成多的新业务价值（NBV）。多元化的渠道建设增强了公司的防风险能力，推动公司 NBV 实现持续正增长。

图4：阳光人寿：首年保费结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

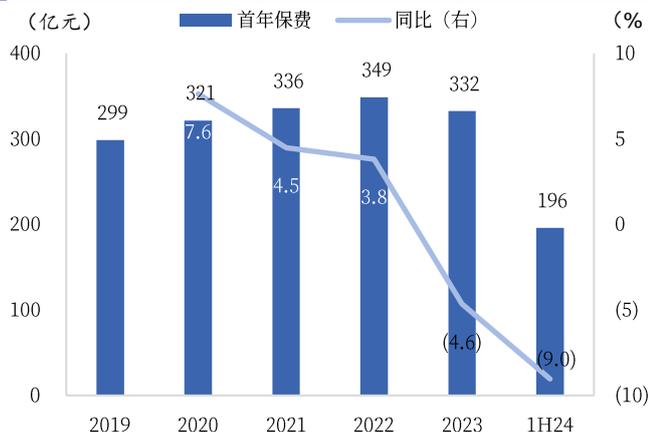
图5：阳光人寿：新业务价值结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：2022年数据为非重述数据）

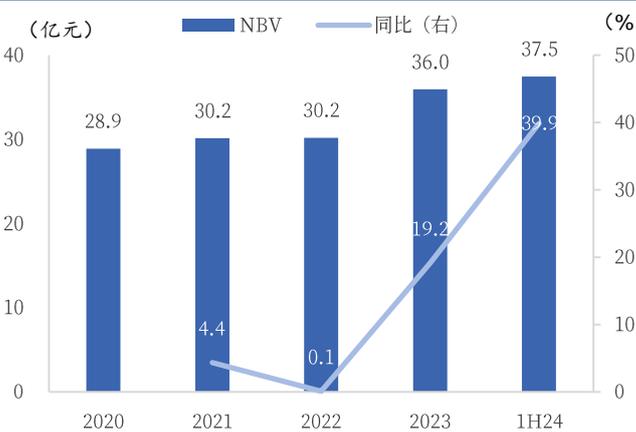
阳光保险上市以来持续推进价值转型，新单保费增速略有放缓，但 NBV 维持了增长势头。在人身险行业面临挑战的环境下，阳光人寿仍坚持调整银保业务结构，通过压降趸交业务提升价值率，同时也在个险渠道积极推进代理人的升级转型。2020年以来，首年保费增速逐年放缓，2023年末的首年保费达到 332 亿元，较 2019 年复合增长 2.2%。尽管首年保费增长不算强劲，但价值率提升支撑了 NBV 在 2021 年以来均保持了同比增长，2023 年末达到 36.0 亿元，较 2020 年复合增长 5.6%，优于同期上市同业表现。值得注意的是，受行业个险转型及疫情影响的 2021 年和 2022 年，上市同业均出现 NBV 负增长，但阳光保险分别实现了 4.4% 和 0.1% 的逆市增长。

图6：阳光人寿：首年保费及增长



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

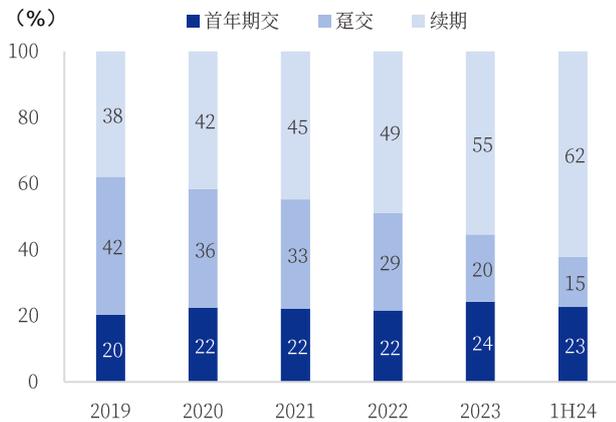
图7：阳光人寿：新业务价值及增长



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：2022年数据为非重述数据）

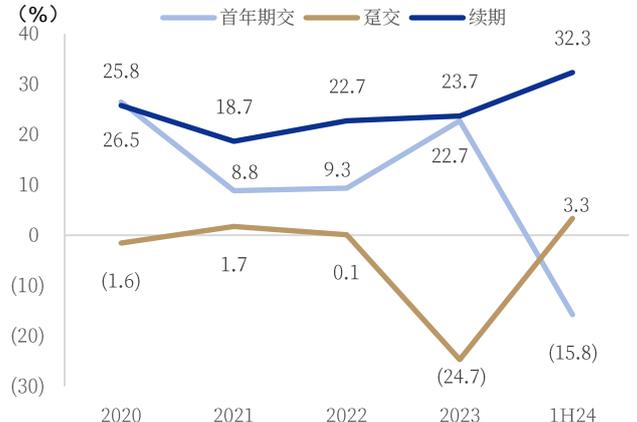
阳光人寿新单占比较大，有利于业务质量的快速提升及负债成本的下降。2019-2021年，公司新单保费占总保费约六成左右，压降趸交保费后 2022-2023 年新单保费占比仍在五成左右。在寿险转型升级和定价利率下调的行业环境下，较大的新单占比有利于提升公司的业务质量及缓解负债端的成本压力。在转型升级持续的背景下，预计公司保持趸交保费规模持续收缩及推动首年期交保费增长的策略，未来续期保费的占比有望逐年提升。

图8：阳光人寿的保费缴费结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图9：阳光人寿的保费增长情况



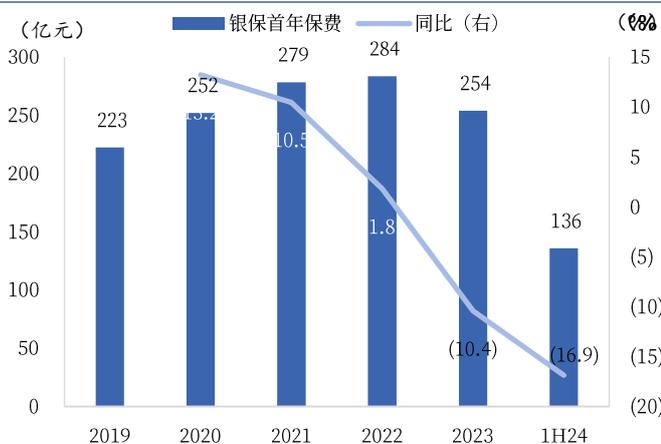
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## (二) 银保渠道：保持战略定力，提升业务价值率

银保渠道是阳光人寿多元分销渠道的重要一环。2020年之前，其他上市险企为提升业务质量纷纷压降银保保费规模，提升个险保费的占比，银保保费占比一度维持在一成左右，但阳光人寿没有跟风大幅削减银保占比，而是逐步压降了趸交保费的规模以提高价值率。

2020年后，个险销售环境急转直下，渠道转型压力导致新单增长面临困难，银保渠道重新得到重视，其他上市险企纷纷加大银保渠道投入，银保保费规模也快速增长。阳光人寿保持战略定力，没有大幅增加银保规模，而是继续压降银保趸交规模，同时推动期交保费持续增长。2020-2023年间，银保期交保费均实现双位数同比增长，趸交保费则略有小幅收缩。2024年上半年，银保渠道期交保费同比下降 26.7%，主要是受去年同期高基数所致。

图10：银保首年保费及增长



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

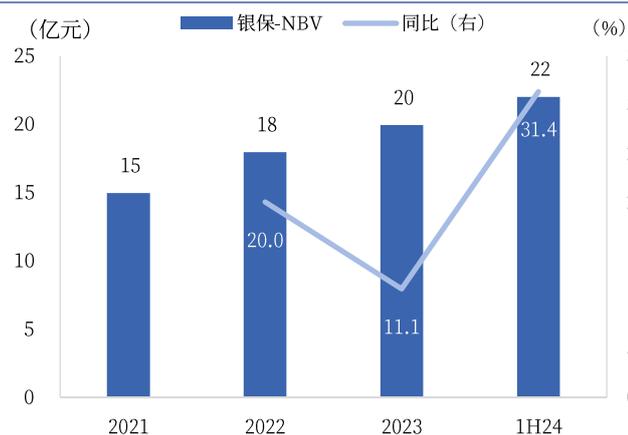
图11：银保首年期交保费和趸交保费增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

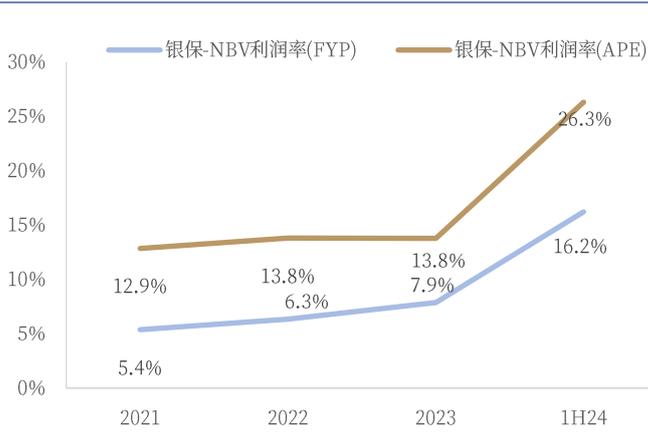
压降趸交保费带来的价值率改善，是阳光人寿银保 NBV 持续增长的关键。尽管 2021 以来银保首年保费增速持续放缓，但趸交规模收缩带来的价值率提升推动了阳光人寿银保 NBV 的持续增长。在 2022 年和 2023 年首年保费分别同比增长 1.8% 和下降 10.4% 的背景下，阳光人寿同期银保 NBV 分别同比增长 20.0% 和 11.1%；2024 年上半年，受益于银保渠道报行合一，阳光人寿银保 NBV 实现了 31.4% 的同比增长；而由于报行合一解决了银保渠道的费用超支等问题，大部分上市险企的银保 NBV 实现了超过 50% 的同比增长。我们认为，阳光保险 31.4% 的银保 NBV 增速虽然低于其他上市险企，但一定程度上反映了公司审慎的佣金策略，报行合一对于阳光人寿的佣金压降并不显著，公司在银保渠道上的战略定力有望持续支撑银保业务未来的可持续发展。

图12: 银保 NBV 及增长



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

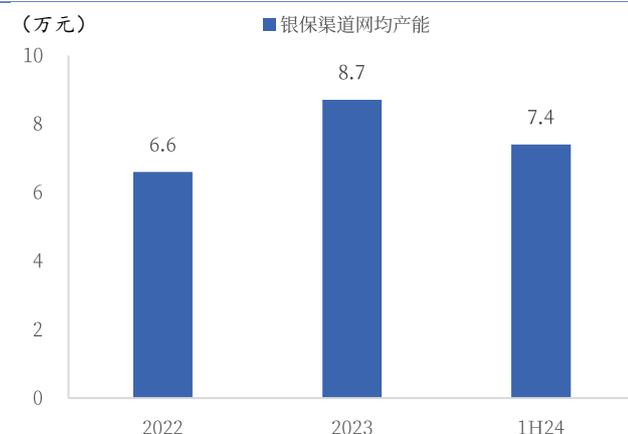
图13: 银保 NBV 利润率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

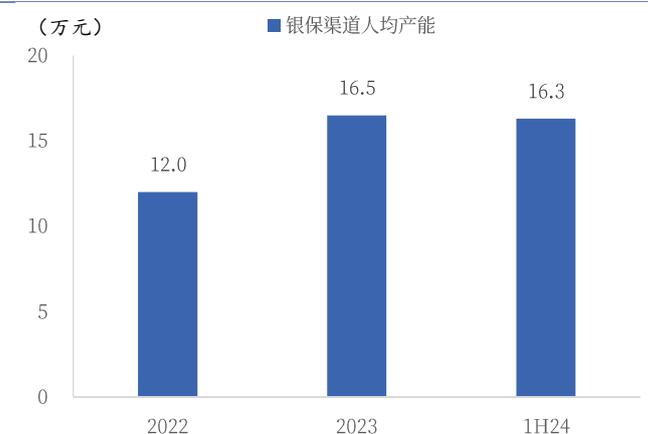
银行合作经验丰富，有望帮助公司持续把握住银保渠道的机会。近年来，保障型产品的需求仍然维持疲弱，叠加理财市场利率下行，消费者对于储蓄型产品的需求开始出现大幅增加。同时，商业银行净息差的收窄以及其他理财产品净值下降，也使商业银行更倾向客户销售保险产品。阳光人寿在过去没有刻意降低银保规模体量，只是在近些年开始逐步收缩银保趸交规模。我们认为，与银行的长期合作关系，有利于阳光人寿抵御银保渠道“1 加 3”放开后其他同业的竞争。根据公司招股书披露，2022 年 6 月末公司的银保渠道网点数量为 27628 个，银保渠道销售人员数量为 5414 人。

图14: 银保渠道网均产能



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图15: 银保渠道人均产能

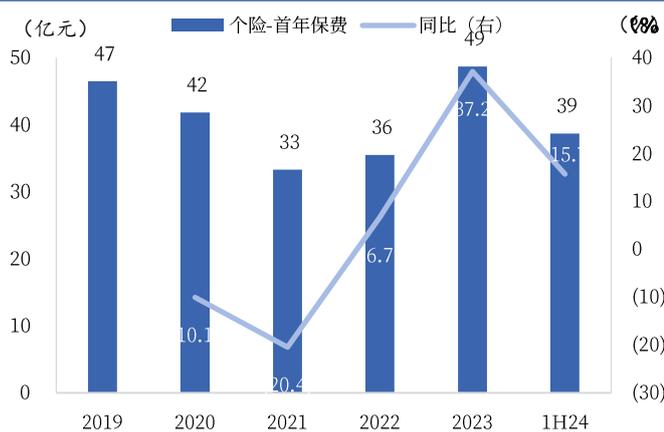


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

### (三) 个险渠道：业绩重回上升通道，NBV 有望进一步提升

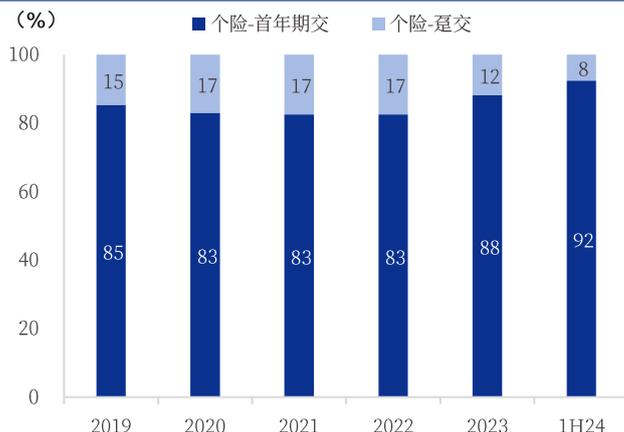
阳光人寿的个险渠道在经历调整后重拾增长。阳光人寿的个险团队与行业相同，在经历了疫情影响和转型升级之后，个险渠道新单保费在 2022 年开始重新恢复增长。在 2023 年和 2024 年上半年的寿险产品定价利率下行过程中，个险渠道受益于客户需求的大幅增加，实现了双位数的同比增长。个险渠道新单结构中，趸交保费占比从接近两成降至大概一成左右，其中大部分是短期健康险产品。

图16：个险首年保费及增长



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

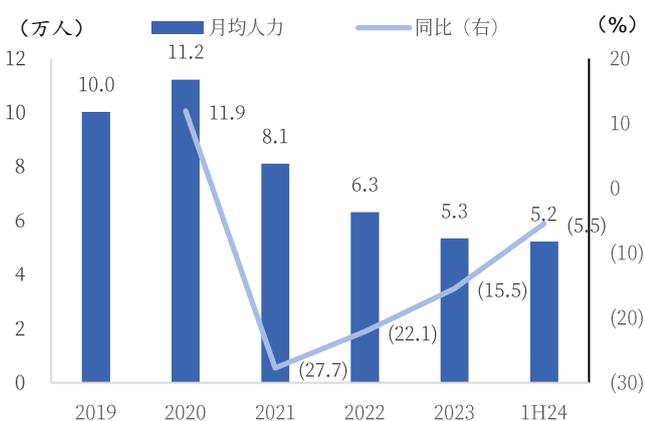
图17：个险渠道首年期交保费和趸交保费增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

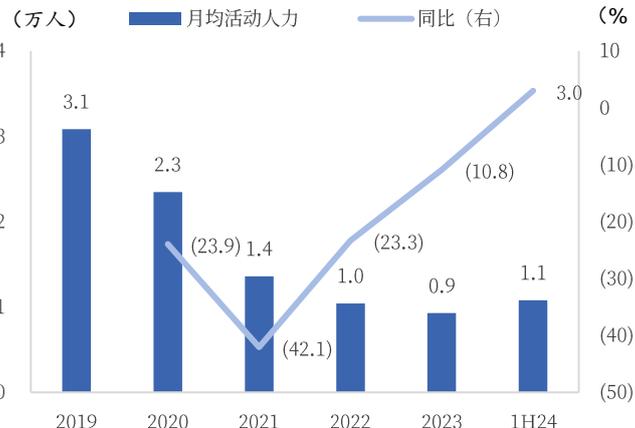
月均活跃代理人数量企稳回升，人均产能持续恢复。阳光人寿跟随行业脚步，在 2021 年开始进行个险渠道的转型升级，清退低效人力，月均人力数量在 2021 年开始下滑。月均活动人力则在 2020 年开始下滑，从侧面显示出寿险行业所面临的困境。阳光人寿在 2023 年提出了“一身两翼”的策略，在夯实传统营销队伍（“一身”）的经营能力，同时打造针对中心城区的精英队伍及针对重点行业拓展职域营销队伍（“两翼”）。公司提出了“三张保单保一生，五张保单全家福，七彩阳光满堂红”（三/五/七）产品配置理念，帮助代理人更好的销售产品。

图18：阳光人寿：月均代理人规模



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图19：阳光人寿：月均活动代理人规模

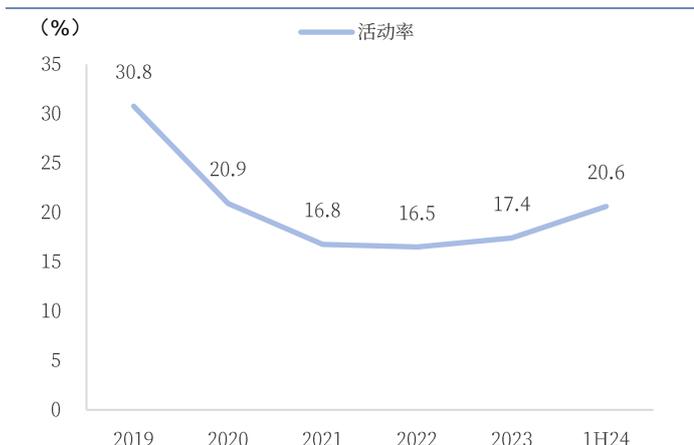


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

通过一系列转型升级举措，叠加行业性的预定利率下调，个险渠道的月均活动人均产能从 2020 年起逐年提升，更是在 2023 年同比提升 44.4%。公司的月均人力和月均活动人力的数量下滑从 2022 年开始逐年收窄。2024 年 6 月末，月均活动人力同比增长 3.0%，实现了企稳回升，代理人的活动率也恢复至接近 2020 年的水平。在“一身两翼”队伍策略和“三/五/七”产品策略推动下，结合 2024

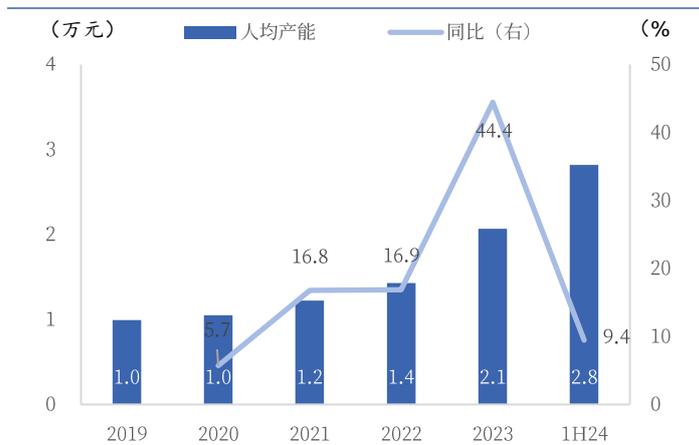
年下半年的预定利率再次下降，预计活动人力数量及产能有望在 2024 年进一步提升。

图20: 月均代理人活动率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

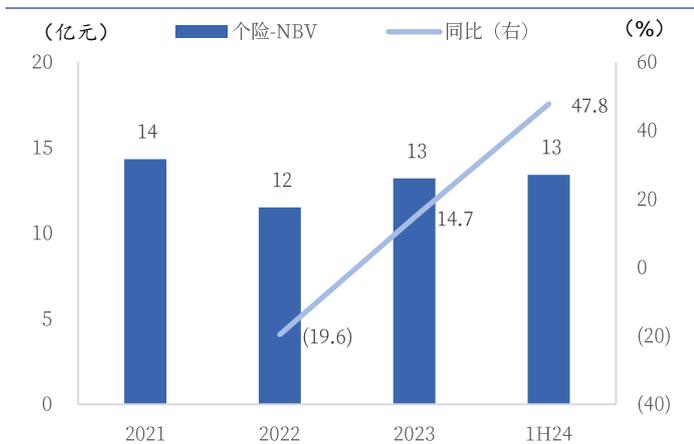
图21: 代理人月均产能



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

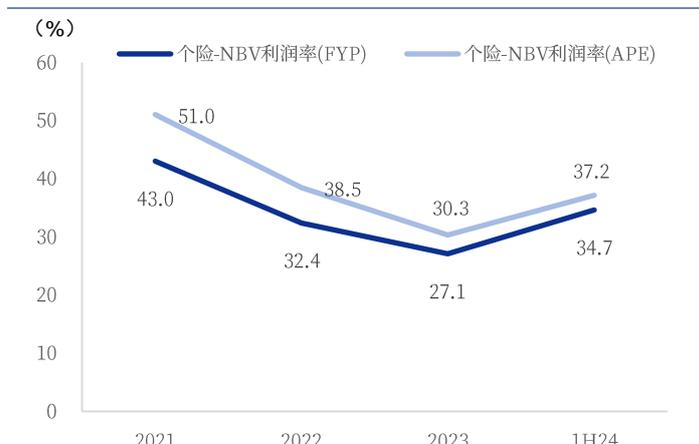
阳光人寿个险渠道的 NBV 在经历 2022 年下降后，也重新恢复增长。2023 年预定利率下降带来了储蓄型产品的热销，虽然利润率进一步下降，但新单保费的大幅增长推动了个险 NBV 同比增长 14.7%。2024 年上半年，NBV 利润率受益于预定利率下降，同比有所提升，叠加新单保费同比增长，使 NBV 同比增速达到 47.8%。随着 2024 年下半年预定利率的进一步下调，2025 年的个险 NBV 利润率有望进一步回升。

图22: 阳光人寿: 个险 NBV 及增长



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院 (2022 年数据为非重述数据)

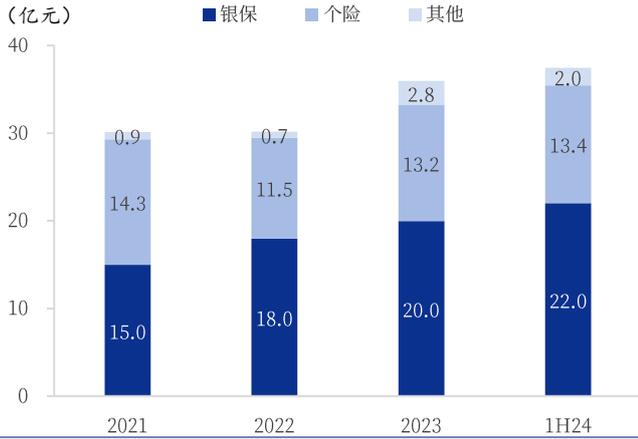
图23: 阳光人寿: 个险 NBV 利润率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院 (2022 年数据为非重述数据)

总而言之，阳光人寿上市以来的 NBV 增速均优于行业平均水平，多元化渠道贡献是主要原因。阳光人寿 2022 年 NBV 同比增速为 0.1%，优于同期上市同业负增长，从结构看银保业务增长抵消了个险渠道的 NBV 下滑。2023 年 NBV 增速也优于行业平均水平，可比口径增速达到 44.2%（未来调整口径：19.2%），其中银保和个险渠道均实现增长。2024 年上半年，NBV 增速也略微好于行业平均，个险增速优于银保增速。NBV 的利润率来看，2020-2022 年之间的利润率下降是由于利润率略低的储蓄类产品增加。2023 年开始的“报行合一”及定价利率下调则有利于利润率的提升，预计 2024 年的定价利率下降将进一步推高 NBV 利润率。

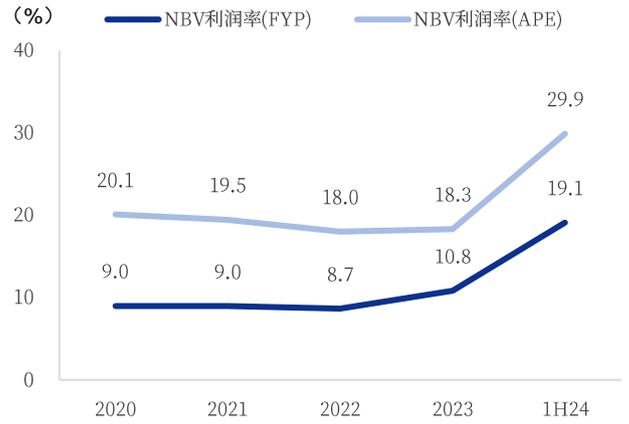
图24: 阳光人寿: NBV 结构



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(注: 2023、2024 上半年为假设调整后的数据)

图25: 上市同业: NBV 利润率对比



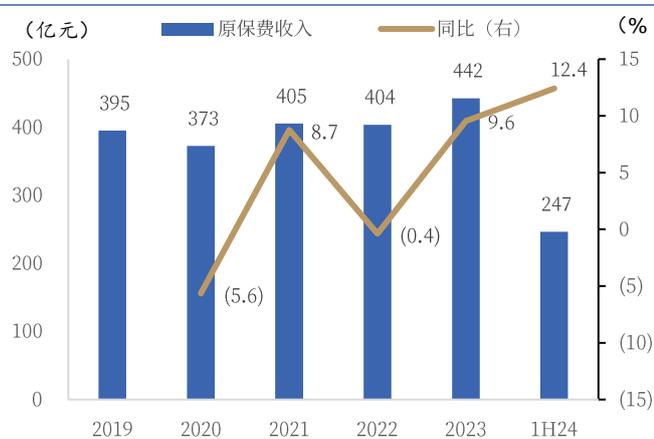
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(注: 2023、2024 上半年为假设调整后的数据)

### 三、财产险：保费结构调整，综合成本率逐年改善

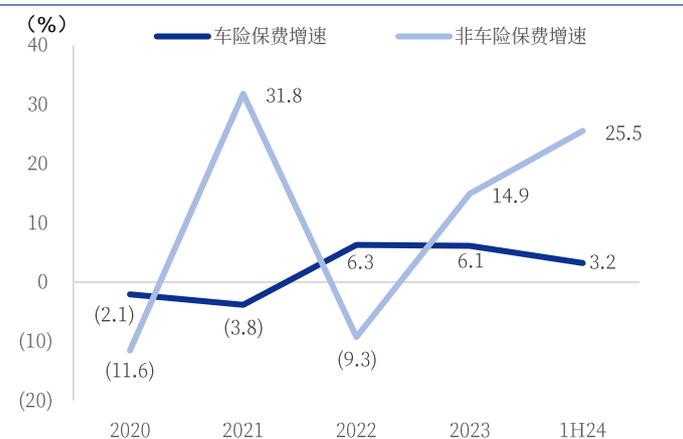
增加非车险保费占比，压缩低利润业务规模。阳光保险的财险板块包括两家公司，分别是阳光财险和阳光信保，其中阳光财险贡献了超九成的保费收入和净利润。2019年以来，阳光财险的保费增速略有波动，主体车险综改和非车险结构调整的共同结果。2020年落地的车险综合改革调低了车险自主定价范围，导致公司2020/2021年的车险保费同比下降2.1%和3.8%。车险维持低速增长及非车险增速加快的背景下，阳光财险的非车险保费占比逐步提升，从2019年的38%提升至2023年的41%，2024年上半年达到了46%。非车险保费结构也从2019年以保证险为主，发展到2023年及2024年上半年以意健险和责任险为主的结构。高风险的保证险业务在2020/2022/2023年同比减少34.8%/21.4%/25.8%，同时盈利性较好的意健险在2021年和2024年上半年分别同比增长45.7%和41.0%。

图26：阳光财险：总保费



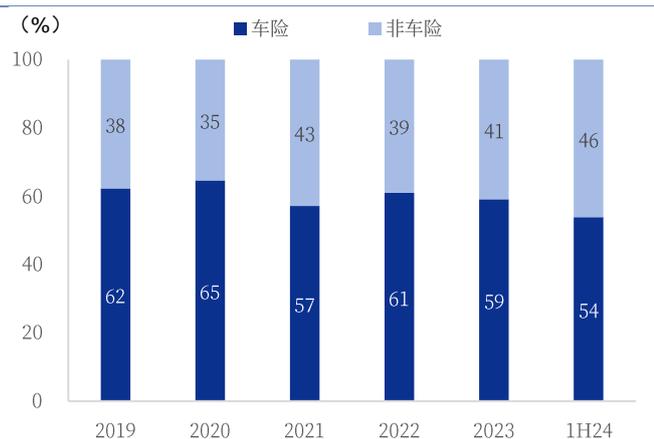
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图27：阳光财险：保费增速



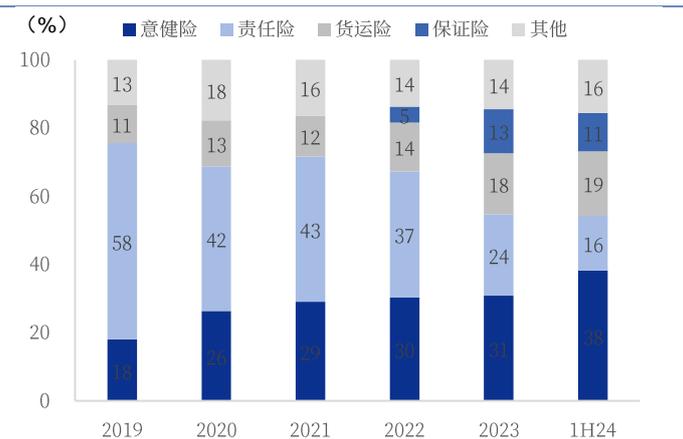
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图28：阳光财险：保费结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图29：阳光财险：非车险保费结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

伴随非车险亏损业务规模的压降，阳光财险的综合成本率（COR）逐年改善。2019-2022年，阳光财险的综合成本率基本维持在的盈亏平衡点之上，除2022年车险受综改及自然灾害影响外，其余年份均是由于非车险的承保亏损所致。综改前2019/2020年的车险COR分别为97.1%/97.8%，属于健康水平；2022年的车险COR受益于一次性的车辆出行减少，2023年则受到出行恢复拖累，2024年自然灾害相关的车险赔付增加导致车险COR上升。若抛开一次性因素的影响，我们预计阳

光财险的车险业务有能力保持良好的盈利能力。非车险中 COR 较高的主要是保证险和责任险，这也是导致非车险在 2019、2020 及 2022 年承保亏损的主要原因，公司一方面主动减少了融资类保证险的规模，另一方面对存量保证险的业务质量进行了提高。意健险 2023 年已成为非车险的最大险种，其较低的 COR 有望帮助公司非车险业务提升承保盈利能力。

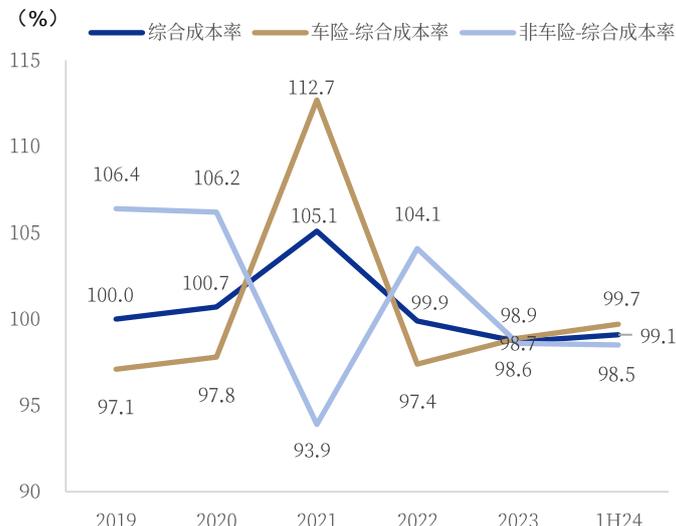
图30: 阳光财险: 赔付率及费用率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(注: 2023、2024 上半年数据基于新会计准则)

图31: 阳光财险: 综合成本率

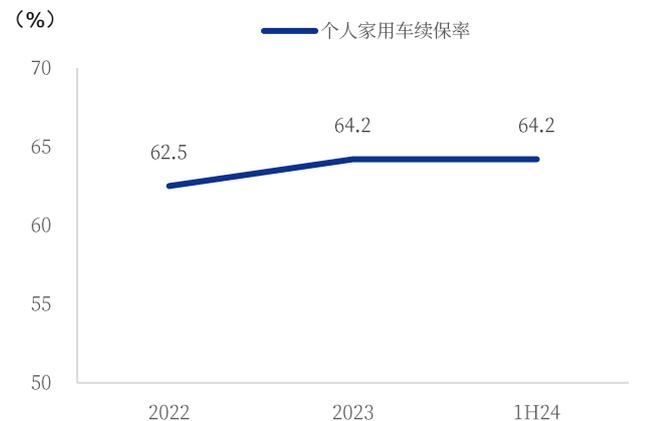


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(注: 2023、2024 上半年数据基于新会计准则)

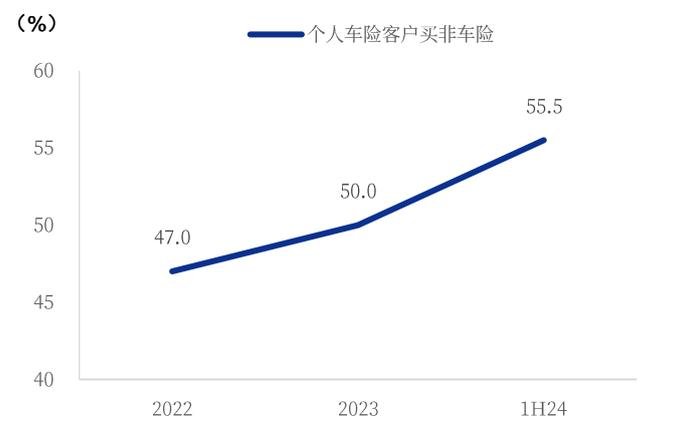
公司通过提升车险业务盈利能力和交叉销售应对车险保费增长放缓的影响。车险综改后的行业保费增幅放慢至低个位数，阳光财险 2022/2023 年的同比增长在 6% 左右。但公司通过提升车险的业务质量，保持优于保费增幅的利润增长，低赔付的个人家用车业务续保率从 2022 年的 62.5% 提升至 2024 年上半年的 64.2%。此外，阳光财险也通过向个人车险客户销售非车险产品，实现助力非车险保费快速增长，购买非车险的个人车险客户比例在 2024 年 6 月末达到 55.5%，较 2022 年末增长 8.5pct。

图32: 阳光保险: 个人家用车续保率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图33: 阳光保险: 个人车险客户购买非车险占比

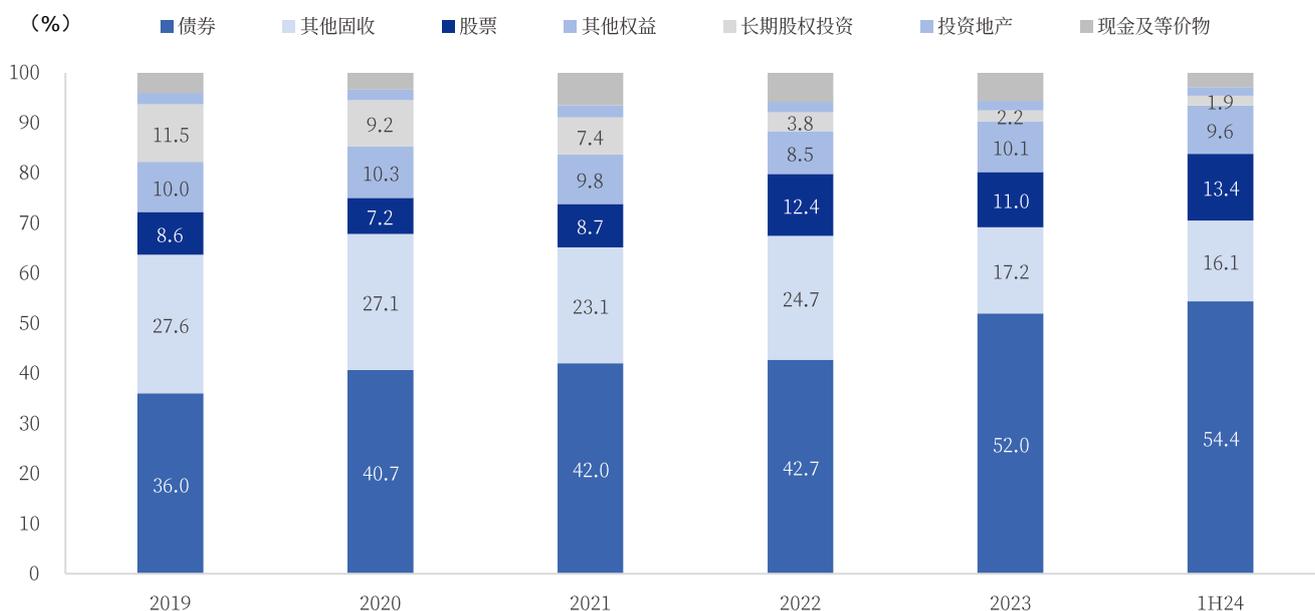


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## 四、投资端：股债配置比例提升，综合投资收益率增长

阳光保险在 2019 年以来增加了债券和股票的配置比例。纵观阳光保险近五年来的资产配置结构，固收类资产占比在七成左右，权益类资产在两成左右。固收资产中，债券资产的配置比例从 2019 年的 36.0% 增加至 2024 年 6 月末的 54.4%；债券配置比例大幅提升的原因有两个方面：一方面是资产到期后可配置的优质非标资产减少，另一方面公司也主动增配了长久期的债券资产以应对利率下降。权益资产中，股票资产配置比例增加，从 2019 年的 8.6% 增加至 2024 年 6 月末的 13.4%，应该是公司增加了高分红股票的配置，同时红利股价格上涨也增加了股票资产的账面价值；长期股权投资比例下降较为明显，从 2019 年 11.5% 降至 1.9%，曾经持有的长江电力和北京银行等上市公司均已划出账户并出售。

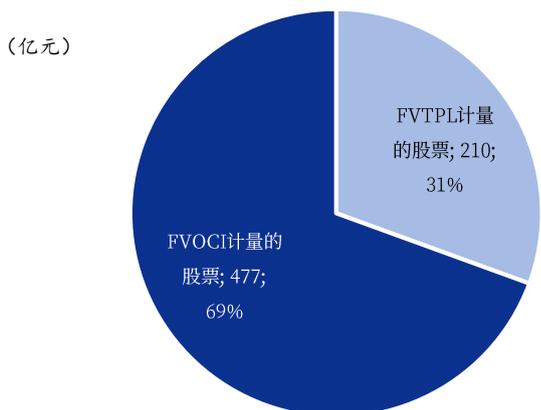
图34：阳光保险资产配置



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

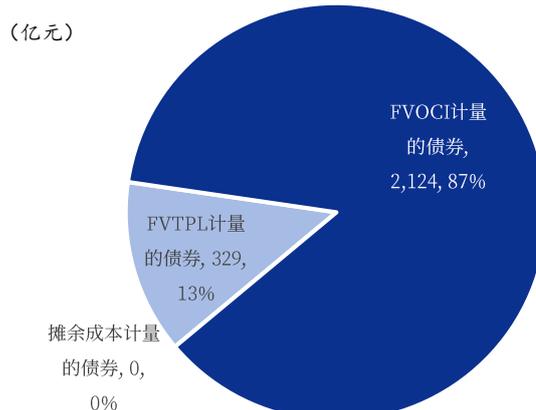
大部分股票和债券均划入 FVOCI，符合新会计准则原理。阳光保险 2024 年 6 月末的股票资产合计 688 亿，其中 69%（477 亿）被划入 FVOCI（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益）账户，股价波动不影响利润表，仅股息进入利润表，这部分股票大部分是高息股；另外 31% 的股票计入 FVTPL（以公允价值计量且其变动计入当期损益），应该主要是成长股。股票的整体账户划分有利于降低股市波动对公司净利润造成的影响，高息股的股息有助于减缓利率下降对投资端造成的影响。2024 年 6 月末的债券合计 2124 亿，其中 87% 被划入 FVOCI，用于抵消利率变化带来的准备金的波动；另外，13% 的债券被划入 FVTPL，公司没有将债券资产划入 AMC（以摊余成本计量）账户。

图35: 股票投资账户分布



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图36: 债券投资账户分布



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

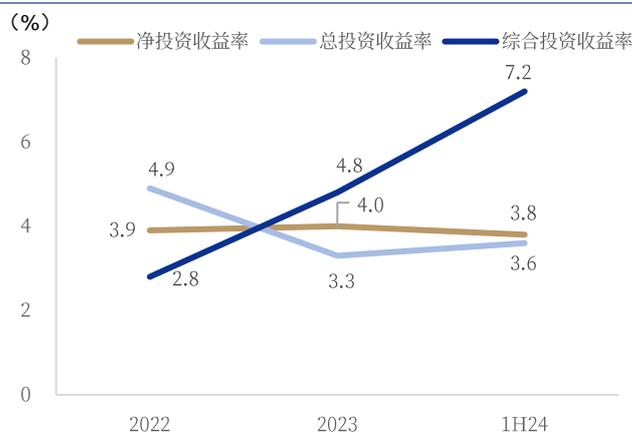
净投资收益率在 2022 年后企稳, 总投资收益率受股市波动影响。采用新准则前, 阳光保险的净投资收益率呈现出下降的趋势, 从 2019 年的 5.8% 下降至 2022 年的 4.1%, 主要是市场利率下降导致息类资产收益率下滑。采用新准则后, 2023 年和 2024 年的净投资收益率基本保持了稳定, 是公司增加固收资产和高股息股票配置的结果。总投资收益率受股市影响较大, 采用新准则后仅 FVTPL 股票的波动影响总投资收益, 因此在成长股表现欠佳的 2023 年和 2024 年上半年总投资收益率有较明显的下降。采用新准则后, 公允价值计量的债券资产比例增加, 利率对债券的影响开始体现在综合收益中, 因此 2024 年上半年的综合投资收益率有较大幅度的提升。

图37: 投资收益率 (旧准则口径)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图38: 投资收益率 (新准则口径)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(注: 2024 年上半年投资收益率为年化数据)

## 五、盈利预测和投资评级

### (一) 盈利预测

从负债端来看，阳光寿险以银保渠道为主，加大价值转型力度，趸交费用压降推动 NBV 持续增长；阳光财险持续调整保费收入结构，综合成本率逐年改善。从资产端来看，阳光保险债券和权益资产配置比例增强，预计持续受益于 2024 年三季度末开始的 A 股市场上涨。综合前文观点，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 66.36 亿元、61.07 亿元及 77.77 亿元，同比增速为 77.53%、-7.97%及 17.52%；集团净资产为 616.44 亿元、631.71 亿元及 636.14 亿元，同比增速为-0.24%、2.48%及 0.7%；集团内含价值为 1294.68 亿元、1489.07 亿元及 1739.62 亿元，同比增速为 24.4%、15%及 16.8%，2024 年增速较高也是受益于三季度末 A 股的上涨。

**1.寿险：**我们预计阳光人寿 2024-2026 年净利润分别为 66.11 亿、57.94 亿及 67.2 亿，同比增速为 106.21%、-12.35%及 15.98%，三季度开启的 A 股上涨预计将增厚 2024 年的投资收益，支撑寿险净利润大幅增长；2024-2026 年 NBV 为 56.94 亿元、60.39 亿元及 67.88 亿元，同比增速为 58.3%、6.1%及 12.4%，较大增幅来自银保“报行合一”及预定利率下降带来的需求增加；NBV 利润率（FYP）为 17.3%、17.8%和 18.8%，银保“报行合一”和预定利率下调有利于利润率提升；阳光人寿内含价值为 1094.41 亿、1299.12 亿及 1545.25 亿；ROEV 为 17.9%、7.1%及 8.0%。股票市场的上涨有望带来 2024 年寿险 EV 的增速加快，银保“报行合一”及预定利率下调有望支撑 NBV 利润率持续改善。

**2.财险：**我们预计阳光财险 2024-2026 年净利润分别为 6.47 亿元、7.51 亿元和 8.97 亿元，同比增速为-33.89%、16.08%和 19.5%；阳光财险 COR 为 99.7%、98.7%和 98.7%，其中赔付率为 67.0%、66.2%和 66.2%，费用率为 32.7%、32.5%和 32.5%。2024 年净利润下滑和 COR 升高主要是因为自然灾害导致的相关业务赔付增加，随着非车险业务占比的增加及车险业务质量的提升，COR 有望恢复至健康水平。

**3.投资：**我们预计阳光保险 2024-2026 年净投资收益率分别为 4.0%、3.0%及 2.5%，市场利率下降是导致净投资收益率承压的主要原因；总投资收益率分别为 4.3%、2.5%及 2.75%，股市上涨有望推高 2024 年的总投资收益率；综合投资收益率分别为 8.0%、4.5%及 4.5%。

表2：分业务预测（百万元）

产品名称	项目	2023	2024E	2025E	2026E
保险服务收入	营业收入	59900	66023	72312	79874
	YOY	7.47%	10.22%	9.52%	10.46%
利息收入	营业收入	9894	9610	9709	10501
	YOY	-	-2.86%	1.03%	8.16%
投资收益	营业收入	5348	11636	3349	4475
	YOY	-71.37%	117.58%	-71.22%	33.64%
应占联营/合营企业 受益	营业收入	-216	268	354	469
	YOY	-	-	32.25%	32.25%
其他收入	营业收入	3298	3457	3495	3538
	YOY	16.25%	4.83%	1.09%	1.25%
营业收入合计		78224	90995	89219	98858
YOY		0.84%	16.33%	-1.95%	10.80%
归母净利润合计		3738	6636	6107	7177

YOY	-16.82%	77.53%	-7.97%	17.52%
EPS	0.32	0.58	0.53	0.62
EVPS	9.05	11.26	12.95	15.13

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

## (二) 绝对估值

我们对阳光保险采用分部估值的方法，分别对阳光人寿、阳光财险、阳光信保及其他业务进行估值，然后加总得到公司的估值。对于阳光人寿，我们采用 PEV-ROEV 的估值方法，假设资本成本为 10.5%，长期增长为 3.5%，阳光人寿 2024-2026 年的平均 ROEV 为 11.0%，在此基础上我们再给予 70% 的折价，得到 0.32 倍 PEV。对于阳光财险，我们采用 PB-ROE 的估值法，假设资本成本为 10.5%，长期增长为 5.0%，阳光财险 2024-2026 年的平均 ROE 为 9.2%，得到 0.36 倍 PB。阳光信保的规模较小且盈利能力较弱，给予 0.30 倍的 2024 年 PB。此外，我们给予其他业务 0.50 倍 PB。各分部业务估值加总后，我们得到阳光保险 2024 年的估值为 4.38 港元。

表3: 阳光保险估值表

	2024E 每股 EV (人民币)	2024E 每股净资产 (人民币)	PEV/PB	汇率	每股估值 (港元)
阳光人寿	9.52	n.a	0.32	0.925	3.26
阳光财险	n.a	1.23	0.36	0.925	0.47
阳光信保	n.a	0.13	0.30	0.925	0.04
其他	n.a	1.12	0.50	0.925	0.6
				合计	4.38

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## (三) 相对估值

我们选取港股交易的中国平安 (2318 HK)、中国人寿 (2628 HK)、中国太保 (2601 HK)、中国太平 (966 HK) 及新华保险 (1336 HK) 作为可比公司。其中中国平安、中国太保和中国太平与阳光保险的业务结构较为相似，我们认为公司估值应低于中国平安和中国太保，但考虑到公司经营较为稳健，应给予高于中国太平的估值。我们认为 0.36 倍的集团 PEV 较为合理，对应公司 2024 年集团 PEV，估值为 4.38 港元。

表4: 阳光保险相对估值表

	市值 (百万港元)	集团内含价值 (百万人民币)	汇率	PEV
中国平安	844,044	1,476,108	0.925	0.53
中国人寿	414,361	1,404,536	0.925	0.27
中国太保	232,812	568,766	0.925	0.38
中国太平	42,266	293,938	1.000	0.14
新华保险	73,777	268,368	0.925	0.25

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## 六、风险提示

---

- 1) 寿险：宏观经济不及预期，居民对未来收入信心的下降会削弱对于寿险产品的购买意愿，新单保费增速可能会负增长；权益市场上行，可能会降低居民对于储蓄类产品的购买热情。
- 2) 财险：车险业务可能会受激烈的市场竞争影响，保费负增长，承保出现亏损；非车险可能受自然灾害影响，巨灾赔付增加。
- 3) 权益市场波动和利率下滑可能导致投资表现承压。

## 图表目录

图 1: 阳光保险股权结构图 .....	4
图 2: 集团保费及同比增长 .....	4
图 3: 集团保费结构 .....	4
图 4: 阳光人寿: 首年保费结构 .....	6
图 5: 阳光人寿: 新业务价值结构 .....	6
图 6: 阳光人寿: 首年保费及增长 .....	6
图 7: 阳光人寿: 新业务价值及增长 .....	6
图 8: 阳光人寿的保费缴费结构 .....	7
图 9: 阳光人寿的保费增长情况 .....	7
图 10: 银保首年保费及增长 .....	7
图 11: 银保首年期交保费和趸交保费增速 .....	7
图 12: 银保 NBV 及增长 .....	8
图 13: 银保 NBV 利润率 .....	8
图 14: 银保渠道网均产能 .....	8
图 15: 银保渠道人均产能 .....	8
图 16: 个险首年保费及增长 .....	9
图 17: 个险渠道首年期交保费和趸交保费增速 .....	9
图 18: 阳光人寿: 月均代理人规模 .....	9
图 19: 阳光人寿: 月均活动代理人规模 .....	9
图 20: 月均代理人活动率 .....	10
图 21: 代理人月均产能 .....	10
图 22: 阳光人寿: 个险 NBV 及增长 .....	10
图 23: 阳光人寿: 个险 NBV 利润率 .....	10
图 24: 阳光人寿: NBV 结构 .....	11
图 25: 上市同业: NBV 利润率对比 .....	11
图 26: 阳光财险: 总保费 .....	12
图 27: 阳光财险: 保费增速 .....	12
图 28: 阳光财险: 保费结构 .....	12
图 29: 阳光财险: 非车险保费结构 .....	12
图 30: 阳光财险: 赔付率及费用率 .....	13
图 31: 阳光财险: 综合成本率 .....	13
图 32: 阳光保险: 个人家用车续保率 .....	13
图 33: 阳光保险: 个人车险客户购买非车险占比 .....	13
图 34: 阳光保险资产配置 .....	14
图 35: 股票投资账户分布 .....	15

图 36: 债券投资账户分布.....	15
图 37: 投资收益率 (旧准则口径) .....	15
图 38: 投资收益率 (新准则口径) .....	15
表 1: 阳光保险发展历程.....	3
表 2: 分业务预测 (百万元) .....	16
表 3: 阳光保险估值表.....	17
表 4: 阳光保险相对估值表 .....	17



## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张琦，非银行业分析师，对外经济贸易大学经济学博士，2020年12月加入中国银河证券研究院，2年非银行业研究经验。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn