

# 从高 ROE 到高股息：资负双轮驱动的价值跃迁

2025 年 07 月 09 日

➤ **阳光保险集团：寿险与财险双轮驱动高质量增长，保费收入增长加速，投资收益企稳，内含价值持续提升。**阳光保险以寿险与财险双轮驱动为核心，构建均衡发展的业务格局。以“新阳光战略”深化业务协同，推动寿险队伍结构优化、财险数据化升级，叠加资管多元配置能力，夯实高质量发展基础。**保费收入保持快速增长**，增速高于行业平均水平，主要得益于寿险新单业务和财险非车险业务的强劲发展，以及多渠道营销策略的持续发力。**投资收益阶段性承压但已经企稳**，2024 年综合投资收益率 6.5%。**内含价值持续提升**，截至 2024 年末，内含价值 1157.6 亿元，同比+11.2%，公司业务规模的持续扩大和盈利能力的增强。

➤ **阳光人寿：银保价值释放与结构优化双轮驱动，稳居行业第二梯队。**阳光人寿以**银保渠道价值深耕+代理人队伍质态提升**为核心增长极，2024 年总保费 804.5 亿元，同比+7.8%，市场份额稳步升至 2.2%。**银保渠道**依托传统险占比跃升至 66.6%，趸交占比下降至 25.6%，驱动 NBVM 显著优化；**代理人端**聚焦精英化转型，精英人力同比+47.0%，精英人均产能 6.4 万元，为整体队伍 2.5 倍。

➤ **阳光财险：车险提质与非车险高增双轮驱动，COR 优化巩固盈利韧性。**阳光财险以**车险精细化经营+非车险赛道突破**为核心，2024 年保费收入 478.2 亿元，同比分别+8.1%。**车险端**聚焦新能源车险布局，COR 保持至 99.1%，续保率提升至 76.3%；**非车险端**健康险增速领跑，同比+28.5%，赔付率压降至 58% 低于行业平均。科技赋能推动线上化率同比提升 12pct 至 89%，理赔自动化率突破 70%，叠加费用率同比下降 1.2pct。

➤ **资产端：规模与结构双优化，收益率阶段性承压但趋于稳定。**截至 2024 年末，阳光保险投资资产规模达 5,485.8 亿元，公司资产配置结构持续优化，以固收类为主，占比达 72.3%，其中债券投资占固收类资产的 57.7%，利息收入保持稳定。权益类资产聚焦股票及理财产品，占总资产比重逐渐加大。2024 实现总投资收益 198.5 亿元，同比增长 35.8%。投资收益率阶段性承压但趋于稳定，净投资收益率与总投资收益率优于行业平均水平。

➤ **投资建议：**公司寿险业务稳健增长，前瞻应对利率下行，强化资产负债联动，价值创造能力持续向好；财险坚持“好中求进”发展理念，业务有望保持较快增长，综合成本率和承保盈利有望不断优化。我们预计公司 2025E-2027E 营业总收入分别为 936/971/1006 亿元，归母净利润分别为 59/63/67 亿元，EPS 分别为 0.52/0.55/0.58 元，以 2025 年 7 月 8 日收盘价计，PEV 分别为 0.3 倍/0.3 倍/0.2 倍，PB 分别为 0.5 倍/0.5 倍/0.4 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**政策不及预期、资本市场波动加大、居民财富增长不及预期、长端利率下行超预期、险企改革不及预期。

## 盈利预测与财务指标

单位 / 百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	90,270	93,622	97,075	100,620
增长率 (%)	15.4%	3.7%	3.7%	3.7%
归属母公司股东净利润 (百万元)	5,449	5,924	6,325	6,668
增长率 (%)	45.8%	8.7%	6.8%	5.4%
每股收益 (元)	0.47	0.52	0.55	0.58
PEV	0.3	0.3	0.3	0.2
PB	0.6	0.5	0.5	0.4

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 7 月 8 日收盘价, 汇率 1HKD=0.91391RMB)

### 推荐

首次评级

当前价格:

3.29 港元



**分析师 张凯烽**

执业证书: S0100524070006

邮箱: zhangkaifeng@mszq.com

**研究助理 李劲锋**

执业证书: S0100124080012

邮箱: lijinfeng\_2@mszq.com

# 目录

<b>1 阳光保险：国内大型民营保险集团</b>	<b>3</b>
1.1 国内领先的民营保险集团，寿险财险均衡发展	3
1.2 管理团队优秀，股权结构分散	4
1.3 财务状况：保费收入稳步增长，盈利能力保持稳定	6
<b>2 阳光人寿：银保渠道贡献突出、内含价值高速增长</b>	<b>10</b>
2.1 公司营收：保费收入持续增长、ROE 表现优异、市场份额提高	10
2.2 收入结构：传统型寿险成为主流、银保渠道贡献突出、期限结构持续优化	13
2.3 渠道分析：银保渠道稳健持续、代理人渠道表现回暖	16
2.4 价值分析：NBV 和 NBVM 企稳向好、EV 快速增长	22
<b>3 阳光财险：非机动车辆险快速发展，渠道掌控能力提升</b>	<b>26</b>
3.1 保费收入持续增长，非机动车辆险快速发展	26
3.2 机动车辆险：保费收入企稳，承保利润承压	30
3.3 非机动车辆险：保费收入增长显著，承保利润得到改善，意外伤害和短期健康险快速发展	32
3.4 渠道分析：渠道掌控能力强化，区域深耕成效显著	34
3.5 风险减量：“伙伴行动”构建全周期风险管理闭环	37
<b>4 资产端：注重资负匹配管理、持续优化投资配置</b>	<b>38</b>
4.1 资产规模稳步增长，收益率趋于稳定，以固定收益类投资资产为主	38
4.2 固收类资产以债券为主，利息收入保持稳定	41
4.3 权益类资产以股票和理财产品投资为主，收益率波动较大	43
<b>5 盈利预测与投资建议</b>	<b>45</b>
5.1 盈利预测假设与业务拆分	45
5.2 估值分析	46
5.3 投资建议	46
<b>6 风险提示</b>	<b>47</b>
<b>插图目录</b>	<b>49</b>
<b>表格目录</b>	<b>50</b>

# 1 阳光保险：国内大型民营保险集团

## 1.1 国内领先的民营保险集团，寿险财险均衡发展

阳光保险集团成立于 2005 年，是中国领先的民营保险集团之一，业务涵盖寿险、财险及资产管理等多个领域。阳光保险已在全国建立了广泛的业务网络，拥有完善的寿险和财险布局，致力于为客户提供全方位的保险和资产管理服务。

在寿险业务方面，阳光人寿通过覆盖全国的营销网络，为个人和企业客户提供涵盖风险保障、长期储蓄及财富传承等需求的多元化产品组合。近年来，阳光人寿不断创新业务模式，推出新型保险产品以满足市场需求，并借助数字化技术提升服务质量，巩固其在寿险市场的地位。财险方面，阳光财险专注于车险、非车险及责任险等领域，积极发展新兴领域的保险业务如新能源车险。通过优化业务结构和强化成本管控，阳光财险实现了承保综合成本率的稳步下降，为公司创造了持续稳定的承保利润。同时，阳光财险还注重风险减量管理，以“伙伴行动”等创新项目推动行业风险管理水平的提升。此外，阳光保险在资产管理领域也表现出色。集团资产管理公司积极拓展投资业务，通过多元化的资产配置和精准的投资决策，持续为集团贡献稳定的投资收益，提升整体盈利能力。

2024 年，公司坚持“好中求进”的发展思路，紧抓高质量发展和高价值成长主线，实现稳步提升。通过“新阳光战略”进一步巩固核心竞争力，寿险以“两翼”发展模式为重点，推进队伍结构优化和成本有效降低，车险聚焦“车险智能生命表”和非车险数据信息化，不断提升盈利能力与市场地位。同时，公司大力推进数字化转型，以“爱与责任”为核心文化引领，加强数字化客户洞察、数字化营销和数字化运营管理能力，全面提升客户体验。展望 2025 年，国家将推动经济结构现代化升级，公司将继续深耕“五高”战略，强化客户经营能力和队伍建设，提升核心竞争力。寿险业务将聚焦多元渠道创新和价值增长，财险将加快非车险板块信息化建设，打造差异化竞争力。公司在科技、专业、价值的指导下，继续优化产品结构与成本管控，推动核心业务的高质量发展。通过强化资产配置和负债成本管理，公司将进一步提升内含价值，持续为客户和股东创造长远价值。

## 1.2 管理团队优秀，股权结构分散

### 1.2.1 管理团队稳定，行业经验丰富

阳光保险管理团队经验丰富，核心成员均在保险行业拥有多年从业经验，且具有多领域的专业背景。创始人张维功先生自 2005 年创立阳光保险以来，一直担任重要职务，奠定了公司的发展基础；联席首席执行官李科、彭吉海等核心高管在保险、金融及风险管理领域均积累了深厚的经验。团队多元化的背景与稳健的管理风格，为阳光保险的持续增长提供了强有力的保障。

**表1：阳光保险高级管理层概况**

姓名	出生年月	职位	委任日期
张维功	1963 年 12 月	首席执行官	2007 年 8 月
李科	1964 年 9 月	联席首席执行官	2023 年 3 月
		总经理	2013 年 3 月
彭吉海	1970 年 3 月	联席首席执行官	2023 年 3 月
		首席投资官	2020 年 10 月
		投资负责人	2015 年 7 月
		副总经理	2014 年 5 月
夏芳晨	1965 年 3 月	财务负责人	2010 年 1 月
		副总经理	2016 年 7 月
王霄鹏	1973 年 12 月	副总经理	2024 年 2 月
		审计负责人	2024 年 2 月
刘迎春	1969 年 4 月	副总经理	2022 年 5 月
		李伟	1973 年 5 月
聂锐	1968 年 6 月	董事会秘书	2023 年 11 月
		首席风险官	2015 年 7 月
王震凌	1976 年 9 月	合规负责人	2014 年 5 月
		总经理助理	2021 年 7 月
杨学理	1975 年 6 月	总经理助理	2022 年 2 月
毛丹	1975 年	总精算师	2025 年 4 月

资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

**表2：阳光保险董事概况**

姓名	出生年月	职位	委任日期
张维功	1963 年 12 月	执行董事、董事长	2007 年 8 月
李科	1964 年 9 月	执行董事	2012 年 9 月
彭吉海	1970 年 3 月	执行董事	2015 年 8 月
蔡其武	1963 年 6 月	非执行董事	2023 年 8 月
王京伟	1978 年 9 月	非执行董事	2018 年 12 月
陈勇	1971 年 3 月	非执行董事	2023 年 8 月
钱毅群	1978 年 10 月	非执行董事	2023 年 8 月
侯惠胜	1982 年 11 月	非执行董事	2023 年 8 月
刘湛清	1965 年 6 月	独立非执行董事	2018 年 12 月
贾宁	1980 年 5 月	独立非执行董事	2021 年 11 月
吴晓球	1959 年 2 月	独立非执行董事	2023 年 8 月
洪崎	1957 年 1 月	独立非执行董事	2023 年 10 月
徐莹	1969 年 2 月	独立非执行董事	2024 年 8 月

资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

## 1.2.2 股权结构较为分散，无控股股东和实际控制人

阳光保险属于民营保险集团，股权结构较为分散，市场化程度高，混合所有制股权结构分散多元。公司股东包括民营企业、国资、境内外投资人、公司核心员工等。公司注册资本 115.02 亿股，其中 H 股流通量为 34.8 亿股，占总股本 30.25%，24 年 9 月已经成为港股通标的。

**阳光保险无控股股东和实际控制人。**截至 2024 年末，创始人张维功先生、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单一最大股东集团，拥有公司已发行股本总额约 11.43%，不构成公司的“控股股东”。

图1：阳光保险集团股权结构情况（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

表3：阳光保险主要股东情况（截至 2024 年 12 月 31 日）

股东名称	最终控制人	股份数目 (万股)	总额概况比例
北京诚通金控投资有限公司	国务院国有资产监督管理委员会	70000	6.09%
北京锐臻宜鸿投资管理有限公司	周永伟	66000	5.74%
拉萨丰铭工程机械销售有限公司	袁涛	55000	4.78%
江苏永钢集团有限公司	吴耀芳、吴惠英及吴惠芳一致行动人	52370	4.55%
江苏天诚物业发展有限责任公司	华杉瑞联基金管理有限公司，华泰证券股份有限公司	52121.05	4.53%
北京泰合方向园投资有限公司	财通基金管理有限公司	50000	4.35%
北京邦熙正泰投资有限公司	张维功,林利军	47090	4.09%
上海旭昕科技有限公司	张维功,林利军	47090	4.09%
山南泓泉股权投资有限公司	张维功,林利军	37320	3.24%
中国诚通控股集团有限公司	国务院国有资产监督管理委员会	35000	3.04%
中国石油化工集团有限公司	中国石油化工集团有限公司	35000	3.04%

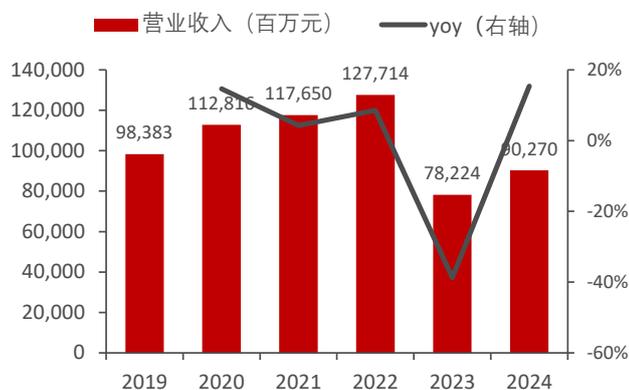
资料来源：iFinD，阳光公司公告，民生证券研究院；注：数据截至 2024 年年末

## 1.3 财务状况：保费收入稳步增长，盈利能力保持稳定

### 1.3.1 保费收入增长加速，归母净利润表现回暖，内含价值持续提升

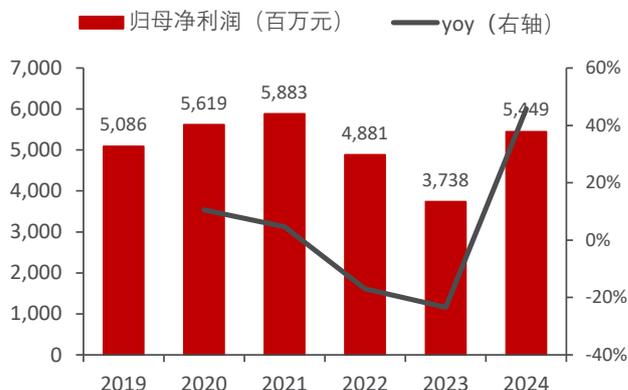
**营业总收入稳中有升，净利润端强劲修复。**2024年营业总收入达902.7亿元，同比增长15.4%，较2023年情况大幅好转，主要由于保险服务收入持续增长，以及投资收益由53.5亿元大幅提升至131.3亿元，体现出阳光保险在推动保费增长的同时，持续优化投资业务质量的能力。经历2022-2023年连续下滑后，2024年归母净利润大幅反弹至54.5亿元，增速达45.8%，主要得益于投资端收益修复、费用率控制及寿险期缴业务盈利贡献增强。同时，利润弹性显现也为资本积累和偿付能力提供了更充足的缓冲，使公司重新回到业绩上升通道。

图2：阳光保险营业总收入及同比增长



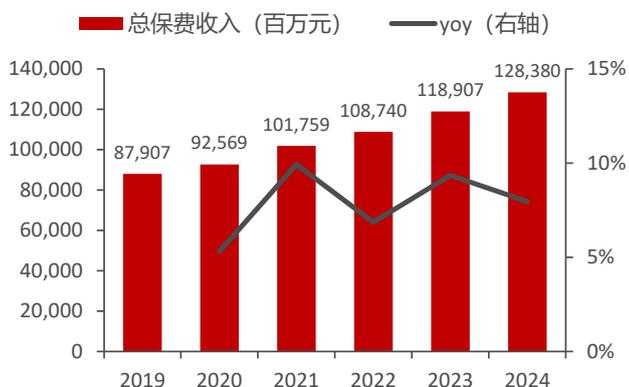
资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院；注：自2023年起切换为新准则IFRS17和IFRS9，同时2022年为新准则重述后的数据

图3：阳光保险归母净利润及同比增长

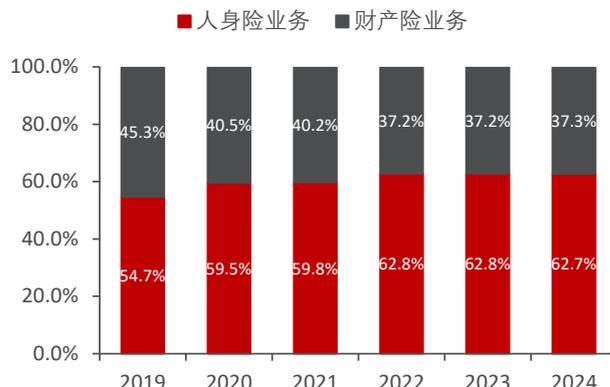


资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院；注：同左，2023年会计准则发生变更

**保费收入增长加速，人身险主导趋势愈发凸显。**自2020年保费收入保持稳定增长，2020至2024年年化增速达到8.5%。2024年增速保持稳定，同比增长8.0%，显著高于行业头部险企。保费收入的快速提升得益于寿险长期期缴和续期保费业务的强劲表现以及财险非车险业务的拓展。营业总收入受投资收益波动等因素影响，增速相对较为平稳。2019至2024年，公司人身险保费占比由约54.7%提升至62.7%，人身险占比五年累计上升约8个pp，已连续多年稳定在50%以上，充分体现寿险及健康险业务对公司增长的核心拉动作用。寿险期缴与续期保费快速放量，银保渠道传统型终身寿险与代理人渠道中长期期缴产品销售强劲；财产险主动压降高费用、低价值车险的同时，加大健康险、责任险等非车险业务布局，盈利质量稳步提升。

**图4：阳光保险总保费收入及同比增长**


资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

**图5：阳光保险保费收入结构**


资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

**资产负债快速增长，业务扩张带动集团规模再上台阶。**截至2024年末，集团总资产达5,817.9亿元，同比增长13.26%，增速较2023年显著提升，反映出公司在业务扩张和投资布局方面的积极作为。总负债达5,183.8亿元，同比增长14.71%，也显著高于上年同期，显示出集团保单规模和责任覆盖持续扩大。从结构上看，资产仍以金融投资为主，支持保险业务稳健运营；负债则以保险合同负债为核心，维持较高的负债匹配水平。过去一年，阳光保险在寿险与财险“双轮驱动”战略下，保费收入持续增长带动总资产和总负债同步扩张。资产负债表稳健，公司在高质量发展中的资金承载力和偿付能力具备充足弹性，为未来业务增长提供了有力保障。

**图6：阳光保险总资产及同比增长**


资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

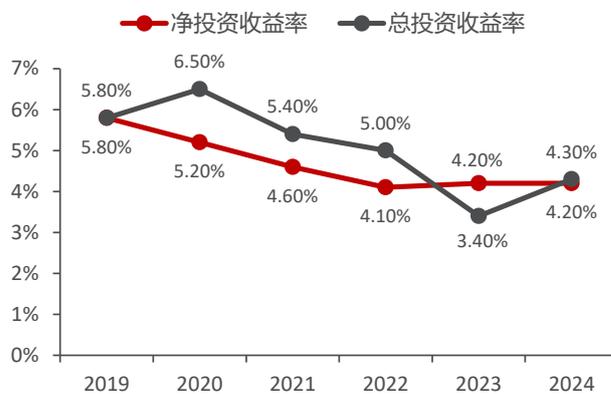
**图7：阳光保险总负债及同比增长**


资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

**投资资产稳步扩张，投资收益率触底回升。**2024年，阳光保险投资资产规模达到5,485.8亿元，同比增长14.3%，延续近年来的稳健增长趋势。自2019年以来，公司投资资产从2,825.7亿元持续增长，年均复合增速保持在14%以上，显示出资产端的持续扩张能力。投资收益方面大幅回升，2024年实现总投资收益198.5亿元，同比增长35.8%，显著扭转2023年下滑局面；全年净投资收益率与总投资收益率分别为4.2%与4.3%，有所回升。投资端的强势修复主要得益于权益市场企稳反弹、固收类资产收益平稳回升以及资产配置效率的提升，公司资产管理能力和风险应对能力显著增强。阳光保险继续以固收类资产为配置主线，同时适度布局股票、基金等权益类产品，在稳健基础上争取超额收益。投资资产扩张与投资回报改善同步发力，为公司盈利能力和内含价值增长提供坚实支撑。

**图8：阳光保险投资资产及同比增长**


资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

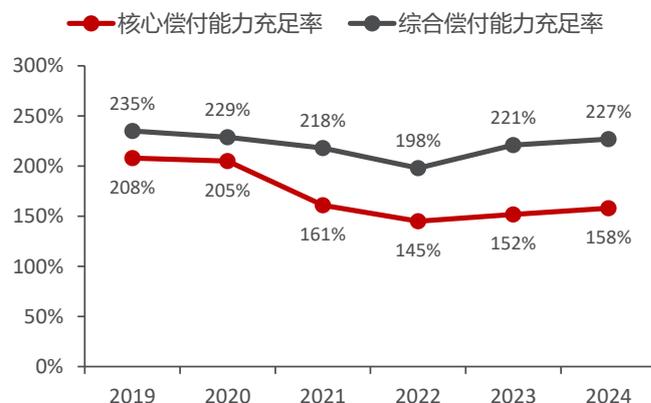
**图9：阳光保险总投资收益率和净投资收益率表现**


资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

**内含价值持续提升，偿付能力充足率表现稳健。**近年来，阳光保险的内含价值保持稳步增长，展现了公司良好的价值积累能力。截至2024年末，内含价值达1,157.6亿元，同比增长11.2%，增速较上年回升，过去四年年均复合增长率达到9.3%，反映出公司业务规模持续扩大与盈利能力的稳健提升。与此同时，公司偿付能力充足率维持在较高水平，截至2024年末，核心偿付能力充足率为158%，综合偿付能力充足率为227%，显著高于监管要求的50%和100%。自2021年实施偿二代二期监管规则以来，公司充足率整体波动较小，显示出资产负债匹配与资本管理能力的持续增强，为未来业务扩张和抵御风险提供了坚实支撑。

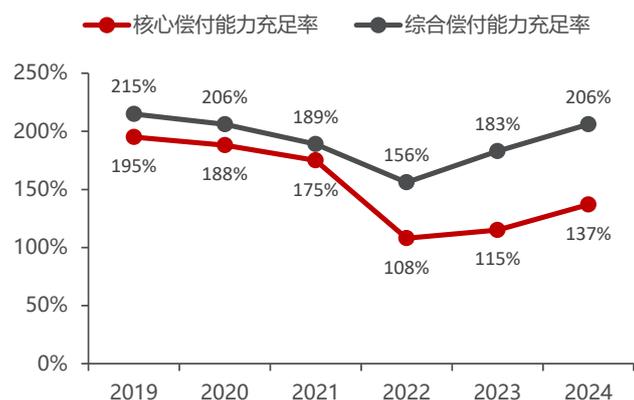
**图10: 阳光保险内含价值及同比增长**


资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院

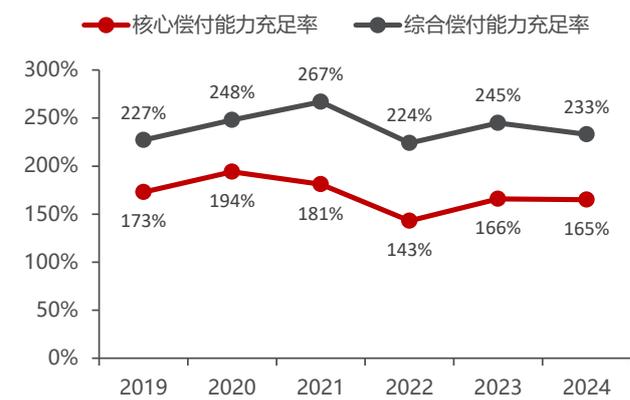
**图11: 阳光保险集团偿付能力充足率表现**


资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院; 注: 自2021年起, 偿付能力综合率按偿二代二期规则计算

**偿付能力触底修复, 人寿回升明显、财险保持高位。**2019至2024年, 阳光人寿核心/综合偿付能力充足率由195%/215%先降至2022年低点后, 随着盈利回暖、资本补强及资产端收益改善, 2024年回升至137%/206%, 重返较为充足的区间; 同期阳光财险核心/综合偿付能力充足率始终保持在140%以上, 2024年略有下降, 至165%/233%, 整体仍展现出持续充裕的资本实力与较强的风险抵御能力。

**图12: 阳光人寿偿付能力充足率表现**


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

**图13: 阳光财险偿付能力充足率表现**


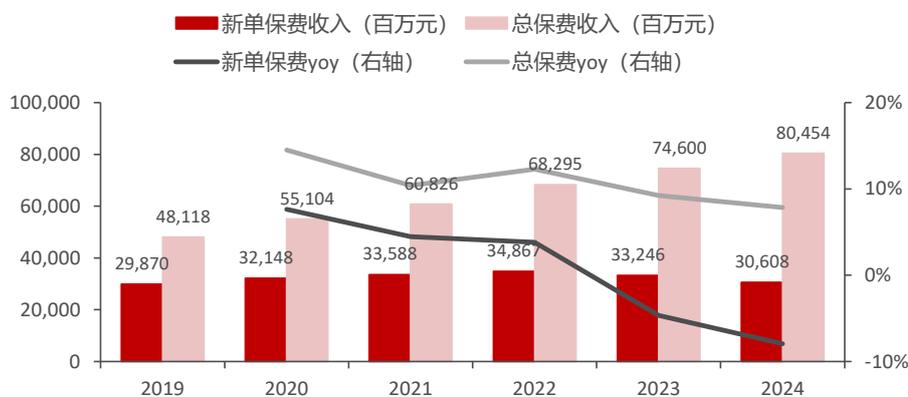
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

## 2 阳光人寿：银保渠道贡献突出、内含价值高速增长

### 2.1 公司营收：保费收入持续增长、ROE 表现优异、市场份额提高

**新单保费增长稳健，新单期缴保费阶段性调整，总保费收入持续增长。**阳光人寿 2023 年实现新单保费收入 332.5 亿元，同比-4.6%；新单期缴保费收入 181.0 亿元，同比+22.7%；总保费收入 746.0 亿元，同比+9.2%。2024 年实现新单保费收入 306.1 亿元，同比-7.9%；新单期缴保费收入 203.7 亿元，同比+12.6%；续期保费收入 498.5 亿元，同比+20.5%；总保费收入 804.5 亿元，同比+7.8%。阳光人寿调整银保渠道业务结构，缩减趸交业务比重，这带来了新单增速的略微下滑，但目前已逐步趋于稳定，有望继续维持一个稳健的增长趋势。自 2019 年至 2024 年，阳光人寿总保费收入从 481.2 亿元提高到 804.5 亿元，年化增速达 10.8%，在续期保费的有力支撑下，新单保费增速的放缓并没有对公司总保费收入造成过于负面的影响，增长势头依旧非常强劲。

图14：阳光人寿保费规模及同比增长



资料来源：阳光公司公告，民生证券研究院

**净利润增速强劲反弹，总保费与净利润双高占比优势持续强化。**作为集团保费收入及净利润的重要组成部分，阳光人寿主要经营的寿险及健康险业务无异于阳光保险的压舱石。2022 年，公司归母净利润占集团总比重从近 80%上升到了 98.4%，尽管 2023 年该比例有所回落，但仍保持在 82.9%的高位。2024 年，该比例进一步提升至 103.1%，反映出寿险板块在集团整体利润中的主导地位正在加强。与此同时，以保费收入计，相较于财产险业务，阳光保险人身险业务的比重始终保持在 50%以上，并呈逐年提高趋势，2024 年已达到 62.7%，随着两项占比的持续走高，阳光人寿正在并且将要发挥的作用及意义愈发凸显。2022 年，阳光保险集团在盈利方面经历了一定的起伏，归母净利润同比下降 17.0%，而阳光人寿自 2020 年至 2022 年净利润保持正向增长，同比增长率从 3.5%跃升至 9.0%，为

集团整体波动带来了重要的缓冲作用。2023 年受宏观环境扰动，阳光人寿净利润同比下降 35.1%，但 2024 年净利润快速反弹至 57.13 亿元，同比增长 78.2%，展现出较强的修复能力和韧性。

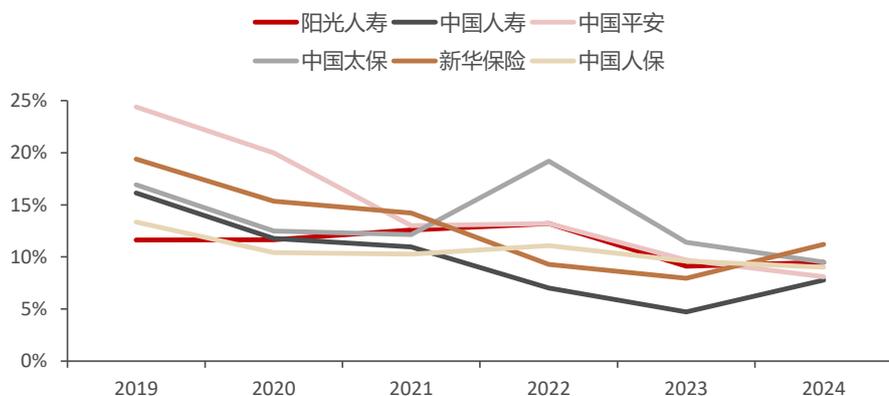
图15: 阳光人寿净利润表现



资料来源: 阳光公司公告, 民生证券研究院

在平均净资产收益率普遍下滑的行业背景下，公司表现尤为突出。近年来，保险业 ROE 表现并不理想，各大上市公司基本上都遭遇了不同程度的下跌，在 2022 年均值达到 10%左右。阳光人寿尽管在 2019 年的表现不及头部寿险企业，却在接下来的几年中顶住压力、逆势而上，于 2022 年实现了 13.2%的平均净资产收益率，超过中国人寿、新华保险等，反映出公司对股东权益的有效利用，经营绩效与同业头部寿险公司相比也具备较强竞争力。

图16: 阳光人寿与业内部分公司平均 ROE 对比



资料来源: iFind, 民生证券研究院

**市场占有率持续提升，位列业内第二梯队。**根据国家金融监督管理总局披露的原保险保费收入数据计算我国各人身险公司在过去四年占有的市场份额情况，市场份额排名前三的公司分别为中国人寿、平安寿险和太保寿险，已经建立起稳固的领先地位。虽然前几名企业在 2023 年和 2024 年的市场占有率均有所下滑，但头部聚集效应依旧很强，2024 年仍有 35.4% 的市场份额被前三家公司稳稳占据，寿险市场集中度较高。阳光人寿的市场占有率在 2020 年达到了 1.9%；此后公司市场份额缓慢上升，于 2024 年稳定在 2.0% 排在第 9 名。激烈的竞争依旧存在，现有的市场格局难以撼动，阳光人寿仍需提升自身的竞争力，在行业中站稳一席之地。

**表4：2020 至 2024 年人身险市场份额分布概况**

人身险公司	2024 年排名	2020 年市占率	2021 年市占率	2022 年市占率	2023 年市占率	2024 年市占率
中国人寿	1	19.4%	19.9%	19.2%	18.1%	16.8%
平安寿险	2	15.0%	14.6%	13.7%	13.2%	12.6%
太保寿险	3	6.3%	6.7%	6.9%	6.6%	6.0%
泰康人寿	4	4.7%	5.3%	5.3%	5.7%	5.6%
太平人寿	5	4.6%	4.8%	4.8%	4.8%	4.5%
新华保险	6	5.0%	5.2%	5.1%	4.7%	4.3%
中邮人寿	7	2.6%	2.7%	2.8%	3.1%	3.4%
人保寿险	8	3.1%	3.1%	2.9%	2.8%	2.6%
<b>阳光人寿</b>	<b>9</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.0%</b>
友邦人寿	10	1.3%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%

资料来源：国家金融监督管理总局，各公司公告，民生证券研究院

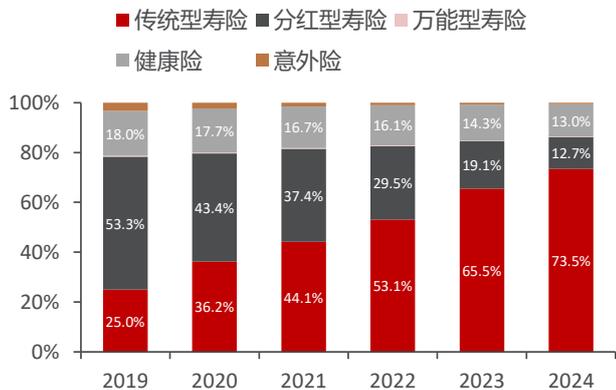
## 2.2 收入结构：传统型寿险成为主流、银保渠道贡献突出、 期限结构持续优化

**寿险所占比重进一步提升，传统型寿险逐步取代分红型寿险。**2019年以来，阳光人寿健康险和意外险业务的总保费收入占比均有一定程度的下滑，健康险从18.0%降低到了2024年的13.0%，意外险则从3.3%降低到仅0.6%。与之相对应，寿险则得到了稳步的提升，2024年寿险保费占比已达86.4%，表现出越来越关键的地位。在寿险内部，分红险的热潮正逐渐褪去，保费占比从2019年的53.3%骤降至2024年的12.7%。取而代之的是客户对传统型寿险的关注与信任，其比例从25.0%上涨至73.5%。

**寿险业务高增领跑、健康险保持稳定，核心业务结构性优势持续巩固。**从绝对量的角度看，公司的寿险和健康险业务持续扩张，成为驱动保费增长的核心引擎。2023年和2024年，阳光人寿在寿险产品上分别实现总保费收入663.3亿元和804.5亿元，分别同比增长11.9%和21.3%，展现出强劲增长动能。健康险方面，尽管整体行业竞争加剧，但公司健康险业务仍维持较高体量，2023年和2024年分别实现保费收入107.0亿元和104.2亿元，体现出业务韧性与稳健性。意外险虽然占比较小，近年来规模有所调整，但其保障属性依然为公司产品结构提供必要补充，对整体经营影响有限。

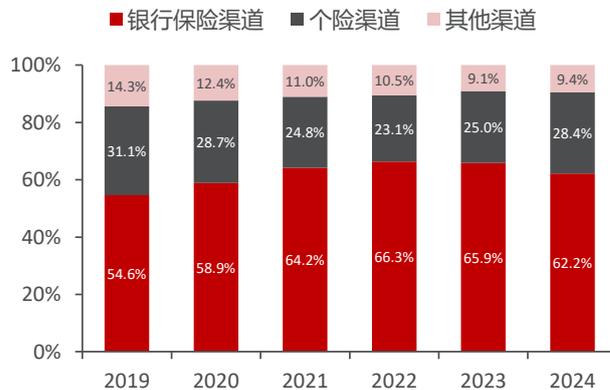
**作为保费收入的主要来源，银保渠道仍具主导地位，占比保持高位。**长期以来，阳光人寿超过一半的保费收入由银行保险渠道贡献。银保渠道总保费占比在近几年呈现出阶段性高位波动，由2019年的54.6%提升至2023年和2024年的65.9%、62.2%，渠道重要性依旧突出；个险（原代理人）渠道占比由2019年的31.1%下降到2022年的23.1%后，2023年和2024年略有回升至25.0%、28.4%；包括融客、网销、团险等在内的其他渠道占比继续维持低位，2023年和2024年分别为9.1%、9.4%。

图17：阳光人寿险种结构



资料来源：阳光公司公告，民生证券研究院

图18：阳光人寿渠道结构



资料来源：阳光公司公告，民生证券研究院

**传统型寿险成主流产品，核心产品结构逐步集中。**阳光人寿致力于构建全面、有温度的保险产品体系，覆盖寿险、健康险及意外险业务。公司持续进行产品优化与场景匹配创新，形成了以终身寿险为核心的多层次保障组合，满足不同客户阶段性需求。产品种类方面，寿险产品始终占据绝对的核心地位。2022年至2024年，公司总保费排名前五的热销产品均为寿险，且传统型寿险占比逐年提升：2022年为3款、2023年为2款、到2024年已全面取代分红险，成为前五大产品的全部险种类型。这一变化反映出消费者对长期保障型产品的偏好持续增强。其中，“阳光人寿臻鑫倍致终身寿险”连续三年位居首位，2024年实现保费收入258.5亿元，产品领先优势进一步扩大。

**销售渠道结构持续优化，个险渠道贡献稳步提升。**销售渠道方面，银保渠道依旧是主力来源，2024年前五大热销产品中有一款主要通过银保渠道销售，贡献主力份额；与此同时，公司不断在代理人渠道发力，渠道结构逐步优化。“阳光人寿阳光升B款终身寿险”与“阳光人寿阳光升C款（臻享版）终身寿险”两款产品主要依托个险渠道销售，全年分别实现保费收入47.5亿元和31.1亿元，稳居公司畅销产品行列，充分体现出个险渠道逐步回暖与价值创造能力的增强。

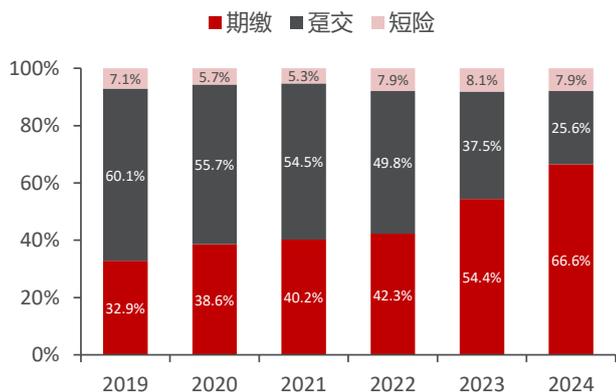
**表5：阳光人寿2022年至2024年销量前五大产品信息**

年份	排名	#1	#2	#3	#4	#5
2022	产品名称	阳光人寿臻鑫倍致终身寿险	阳光人寿金稳盈两全保险（分红型）	阳光人寿金满盈（尊享版）两全保险（分红型）	阳光人寿臻爱倍致终身寿险	阳光人寿阳光升B款终身寿险
	险种类型	传统型寿险	分红型寿险	分红型寿险	传统型寿险	传统型寿险
	主要销售渠道	银保渠道	银保渠道	银保渠道	银保渠道	代理人渠道
	总保费收入（百万元）	20,424	8,706	7,521	5,701	2,323
	产品名称	阳光人寿臻鑫倍致终身寿险	阳光人寿金橙盈B款两全保险（分红型）	阳光人寿阳光升B款终身寿险	阳光人寿金橙盈两全保险（分红型）	阳光人寿臻爱倍致终身寿险
2023	险种类型	传统型寿险	分红型寿险	传统型寿险	分红型寿险	传统型寿险
	主要销售渠道	银保渠道	银保渠道	代理人渠道	银保渠道	银保渠道
	总保费收入（百万元）	31,463	6,854	5,059	4,417	3,665
	产品名称	阳光人寿臻鑫倍致终身寿险	阳光人寿臻安倍致终身寿险	阳光人寿阳光升B款终身寿险	阳光人寿阳光升C款（臻享版）终身寿险	阳光人寿臻享倍致终身寿险
	险种类型	传统型寿险	传统型寿险	传统型寿险	传统型寿险	传统型寿险
2024	主要销售渠道	银保渠道	银保渠道	代理人渠道	代理人渠道	银保渠道
	总保费收入（百万元）	25,848	8,023	4,750	3,113	3,079

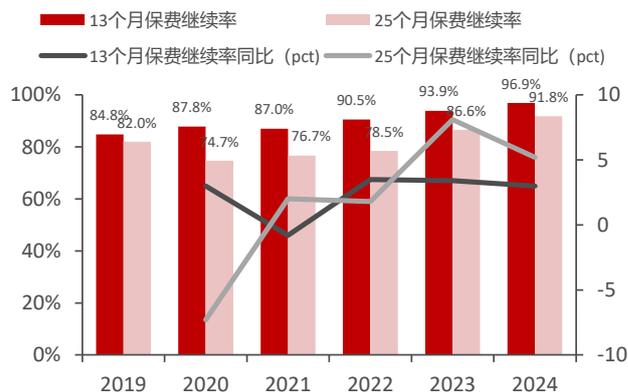
资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

**期缴战略成效凸显，新单结构历史性重构筑牢高质量发展根基。**阳光人寿坚持落实价值导向，聚焦高价值期缴业务发展，趸缴产品逐年下降，取得了显著成效。2024年，公司期缴新单占比已突破66.5%，远高于2019年的32.85%，而趸交业务占比则从60.06%下降至25.6%，形成结构性反转，标志着期缴主导格局正式确立。在新单增长方面，期缴业务贡献尤为突出，是推动公司价值增长的关键引擎。当前的产品结构不仅改善了业务质量，也为未来续期收入打下了坚实基础，进一步增强公司在长期发展中的稳定性与抗压能力。

**续期保费增长稳定，保费继续率维持高位，客户黏性持续增强。**续期业务作为保障公司长期现金流的核心来源，近年来增长显著，体现出阳光人寿高质量业务积累效应。与此同时，客户留存率持续改善。2024年，公司13个月保费继续率达96.9%，同比提升3.0个百分点，连续五年攀升；25个月继续率也升至91.8%，同比增长5.2个百分点，反映出公司服务能力、客户经营与保障履约的综合提升。保单稳定性增强，有效支撑了利润释放节奏与现金流的可持续性，也展现出公司客户基础的高度黏性与信任基础。

**图19：阳光人寿新单保费期限结构**


资料来源：阳光公司公告，民生证券研究院

**图20：阳光人寿保费继续率**


资料来源：阳光公司公告，民生证券研究院

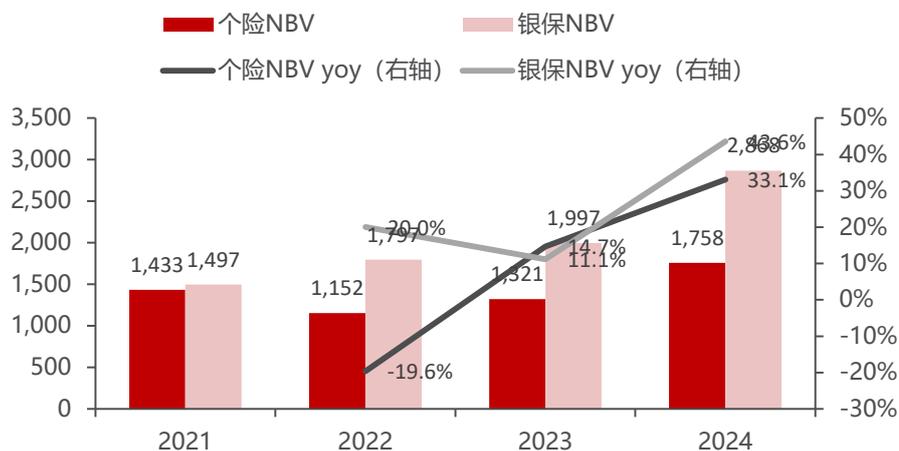
**高价值客户经营持续推进，客户结构优化成效显著。**近年来，阳光人寿持续推进“纵横计划”，围绕客户家庭全生命周期的核心保障需求，深入开展客户需求调研，持续丰富“保险+服务”产品体系，提升客户服务体验和满意度。公司持续加大对中高端客户的经营力度，截至2024年末，有效保单累计首年标准保费达15万元及以上的客户数同比增长22.7%，5万元及以上的客户数同比增长18.2%，客户结构持续优化，价值客户数量稳步增长。该成果充分体现了公司在高价值客户深耕方面取得的实质进展，也为后续业务的高质量发展奠定了坚实基础。

## 2.3 渠道分析：银保渠道稳健持续、代理人渠道表现回暖

银保渠道从规模增长转向价值深耕，保费规模稳健增长。2019年至2024年银保渠道创造的总保费收入由262.8亿元增长至500.3亿元，2024年同比增长收窄至1.8%，保费增速有所放缓，但仍处于良好水平。公司顺应“报行合一”监管要求与利差收窄环境，压降低价值趸交储蓄型新单、加大期缴及保障型传统险投放。公司新单保费收入2024年进一步下降至201.8亿元，同比下降20.6%。得益于续期保费的稳定贡献，仍带动总保费实现小幅增长。

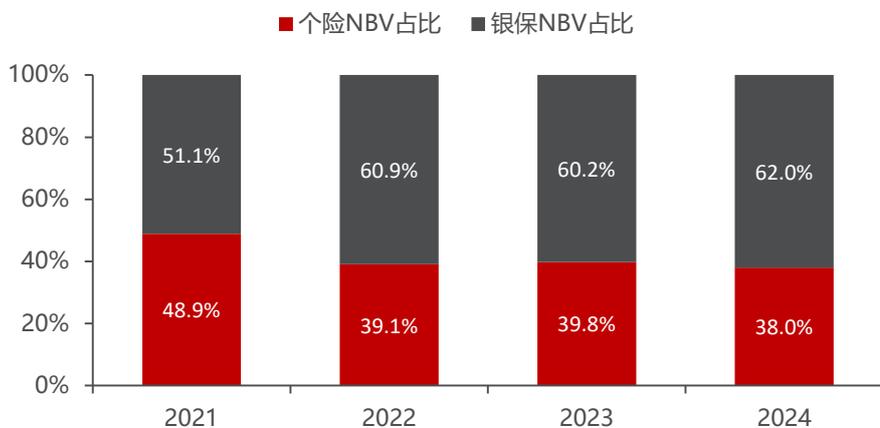
**NBV增长呈现“银保领跑、个险修复”的分化格局：**2023年两条业务线NBV增速同步回正，个险NBV+14.7%至13.2亿元，银保NBV+11.1%至20.0亿元；2024年银保渠道强势放量，NBV再增43.6%至28.7亿元，个险NBV亦同比+33.1%升至17.6亿元，银保对公司价值增长的牵引作用进一步放大。**进一步印证了渠道结构的优化：**银保NBV占比自2021年的51.1%逐年提升至2024年的62.0%，三年累计抬升近11pp；同期个险占比由48.9%收缩至38.0%。在“报行合一”与利差收窄背景下，低价值趸交业务规模收缩、加大期缴及传统险供应，高价值银保渠道已由“规模驱动”顺利转向“价值深耕”，并成为NBV持续扩张的核心引擎。

图21：个险和银保新业务价值（百万元）增长



资料来源：阳光公司公告，民生证券研究院

图22：银保 NBV 占比持续提升

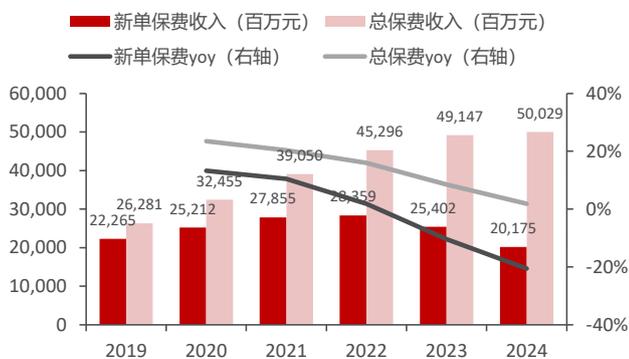


资料来源：阳光公司公告，民生证券研究院

**产品结构持续优化，高价值传统寿险逐步占据银保渠道主导地位。**2023年“报行合一”政策实施后，银保渠道过去依赖高费用推动分红险扩张的模式进一步受限。公司加速调整产品结构，持续提升传统寿险等高价值业务占比。由于传统寿险的新业务价值率显著高于分红险，尽管新单保费增速短期承压，但高价值业务占比提升将驱动银保渠道的NBV贡献度持续扩大，渠道从“规模扩张”向“价值深耕”转型的成效逐步显现。

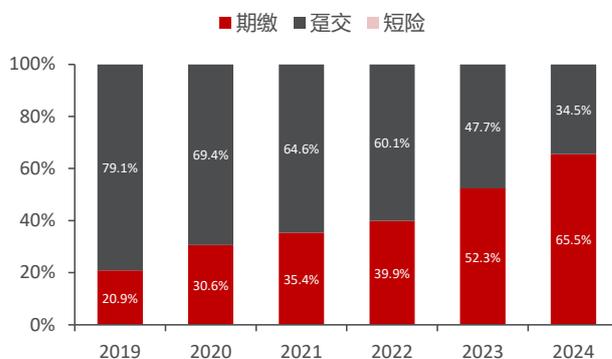
**期缴保费收入贡献度大幅提升，缴费结构有待优化。**阳光人寿银保渠道重点经营长期险业务。2022年及以前，公司新单保费收入以趸交产品为主，但始终将高价值的期缴业务作为大力发展的重心。2019年，银保期缴占比仅20.9%，2022年提升至39.9%，增长19pp，期限结构得到明显优化。随后，期缴业务迎来快速增长，在2024年已达65.6%，首次大幅超过趸交产品，期缴主导格局基本确立。

图23：阳光人寿银保渠道保费表现



资料来源：阳光公司公告，民生证券研究院

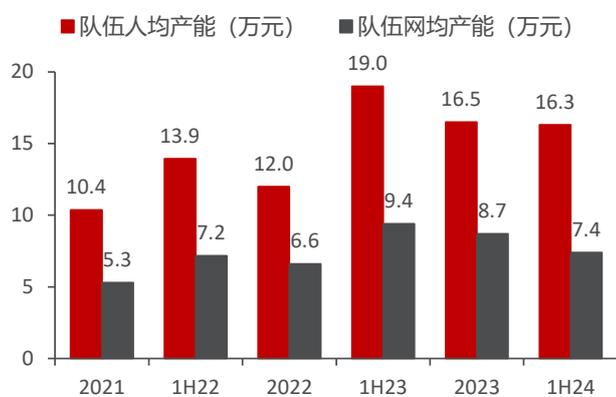
图24：阳光人寿银保渠道新单期限结构



资料来源：阳光公司公告，民生证券研究院

**网点及销售人员规模收缩、队伍产能逐渐提高，建立起一支更具专业服务能力的协销团队。**阳光人寿银保渠道始终坚持以价值发展为核心，不断提升价值型业务占比，紧跟客户需求变化，竭力满足客户家庭全方位财富管理需要。在渠道多元化战略的指引下，深化网点精细化经营，不断拓展合作渠道，夯实价值网点经营和客户服务能力。目前，阳光人寿已经形成了多层次、稳定的渠道网络布局，包括国有大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行等机构。2023 年银保队伍人均产能 16.5 万元，同比增长 37.3%；网均产能 8.7 万元，同比增长 32.6%。1H24 人均产能达 16.3 万元，网均产能 7.4 万元，略有下降。

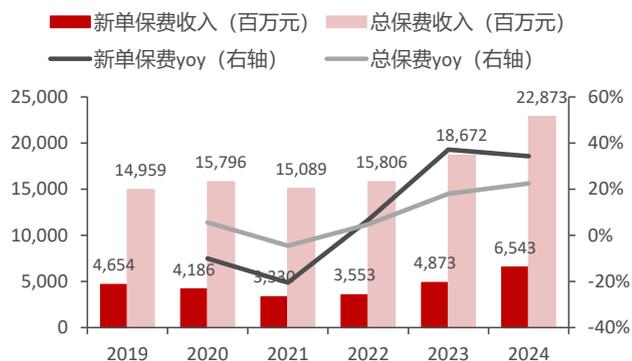
**图25：阳光人寿银保渠道产能表现**



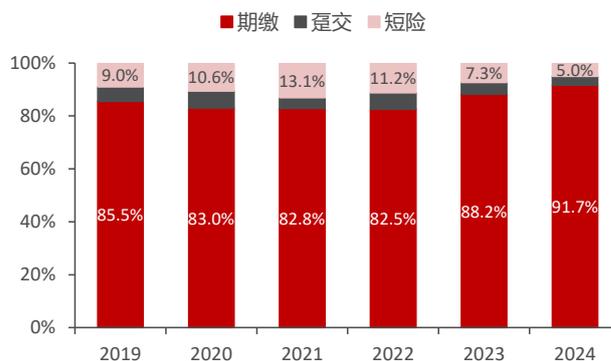
资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

**个险保费收入在短暂下降后迅速调整并反弹，传统型寿险和健康险占据核心地位。**2023 年起，职域营销渠道业务正式从其他渠道分离出来，与原代理人渠道共同构成个险渠道。2019 年至 2022 年，阳光人寿代理人渠道总保费收入有所波动，整体基本稳定在 150 亿元左右。受公共卫生事件影响，在经历了连续两年的下跌后，新单保费终于在 2022 年迎来小幅正增，达到 35.5 亿元，同比增长 6.7%。2023 年以来，个险渠道保费收入触底反弹，境况逐步改善。2023 年个险总保费收入达 186.7 亿元，同比增长 18.1%；实现新单保费 48.7 亿元，增速 37.2%。2024 年总保费进一步升至 228.7 亿元，同比增长 22.5%；新单保费达 65.4 亿元，增速 34.3%。

**专注期缴发展，大力推广五年期及以上产品。**个险渠道主要销售高价值的期缴产品。2019 年到 2022 年，期缴业务占新单保费比重由 85.53% 略微下滑至 82.55%，随后迅速上升至 2023 年和 2024 年的 88.18%、91.67%。个险渠道期缴占比长期维持在较高水平，业务结构不断优化，逐渐趋于成熟稳定；短险和趸交产品占比持续下降，结构得到持续改善。期缴结构方面，中长期业务持续贡献主力。

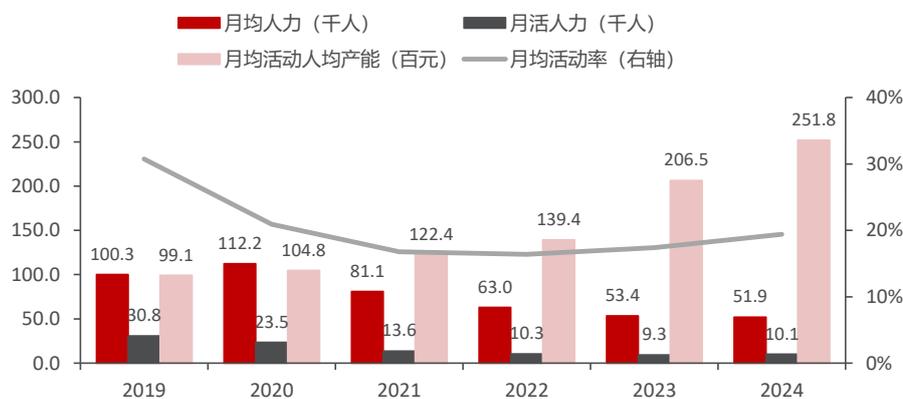
**图26: 阳光人寿个险渠道保费表现**


资料来源: 阳光公司公告, 民生证券研究院

**图27: 阳光人寿个险渠道新单期限结构**


资料来源: 阳光公司公告, 民生证券研究院

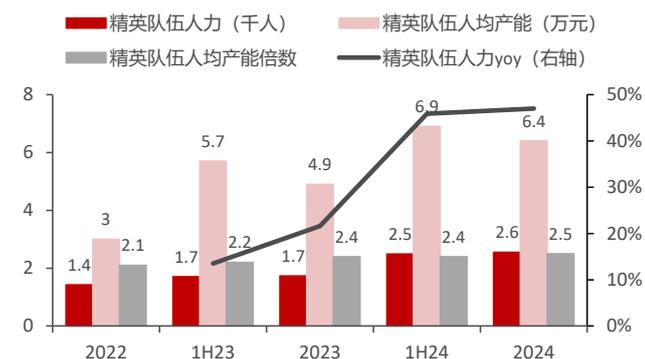
**加强人员管理与素质建设, 提高队伍产能。**2019年以来, 阳光人寿持续缩减队伍规模、加快人员质量专业化建设。2023年, 月均人力和月活人力分别为5.3万人和0.9万人, 下降趋势有所缓解。2024年月均人力和月活人力则趋于稳定, 分别为5.2万人和1.0万人。2023年、2024年月均活动率分别为17.4%、19.4%, 有一定的回升。月均活动人均产能则长期保持增长, 从2019年1.0万元快速上升至2024年的2.5万元。

**图28: 阳光人寿队伍规模、活动率及人均产能表现**


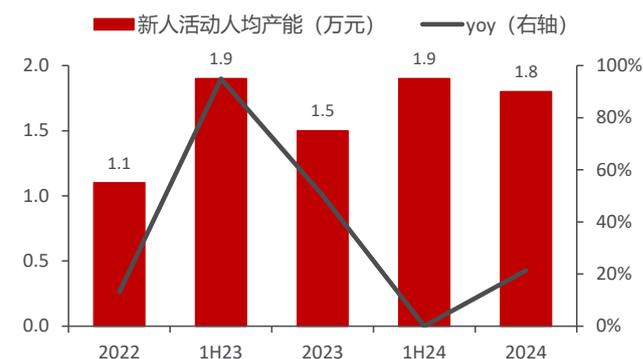
资料来源: 阳光公司公告, 民生证券研究院

**为精准匹配市场发展需求, 实施差异化经营策略。**在一、二线城市持续打造拥有高素质和高产能的高阶精英队伍, 主打针对中高端客群的服务项目, 同时培养出一支能为高净值客户提供中小企业风险管理方案、资产保全及配置等增值服务的绩优队伍。2023年, 达到MDRT标准的代理人同比增长84.7%; 精英队伍人力达1,735人, 同比增长21.6%, 月均活动人均产能4.9万元, 约为整支个险队伍的2.4倍。2024年末精英队伍人力达2,551人, 同比增长47.0%, 月均活动人均产能6.4万元, 约为整支个险队伍的2.5倍。在三线及以下区域, 锚定普通家庭这

一目标客户，进一步丰富适合大众群体的保险产品。对于传统营销队伍的建设，公司全面升级优增优育体系，迭代增员流程、增员画像、培训方式等内容，提升代理人在风险保障解决和财富管理上的能力。队伍新人质量得到持续优化，2023 年新人人均产能 1.5 万元，同比增长 50.2%；2024 年新人人均产能增长到 1.8 万元，成为带动整个队伍积极进取的活力源泉。

**图29：阳光人寿个险渠道精英队伍情况**


资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

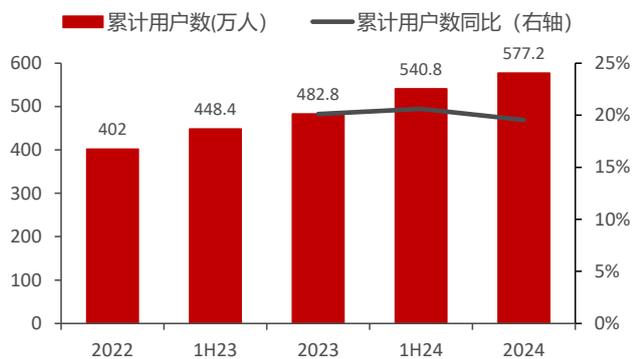
**图30：阳光人寿个险渠道新人情况**


资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

**广东省是阳光人寿主要保费收入的核心地区，非深圳地区持续高增，区域深耕战略成效显著。**2024 年全年，阳光人寿前十大收入地区依次为：广东省、浙江省、北京市、深圳市、重庆市、山东省、湖北省、河北省、河南省、福建省。其中，广东省（不含深圳）保费收入为 61.5 亿元，同比增长 30.0%；深圳市保费收入为 46.2 亿元，同比增长 23.7%，仍是阳光人寿保费增长的重要来源。浙江省、北京市分别实现 10.4%、13.2% 的同比增长；重庆市同比增长 10.7%，表现同样亮眼。整体来看，区域拓展战略持续推进，头部市场稳中有升，支撑公司业务稳健增长。

**阳光人寿深入落实数字化转型升级，实质性推进业务与科技融合，从科技赋能向科技引领转变。**公司积极运营官方平台，注册客户数超 800 万名，并开设阳光人寿微信公众号及我家阳光 APP 智能服务平台。截至 2024 年末，APP 累计用户约 577.2 万人，同比增长 19.6%。为促进客户服务高效化、智能化，持续优化服务机器人的应用广度及深度，借助灵犀体验计划与天枢数据平台，通过数据驱动客户体验升级，对服务中断数据实时监测，预警模型自动生成服务线索工单，从而实现服务模式从等待上门向主动服务转变，客户服务一次完成率大幅提高。在风险管理方面，公司深化风控数字平台天眼系统的建设。天眼系统在 2024 年聚焦两非（即非法集资、违规销售非保险金融产品）风险管控，新增 53 项，优化 127 项，累计构建 321 项风险线上监测指标，有效防范销售行为风险和关键岗位违规风险。

图31: 阳光人寿我家阳光 APP 累计用户情况



资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院

## 2.4 价值分析：NBV 和 NBVM 企稳向好、EV 快速增长

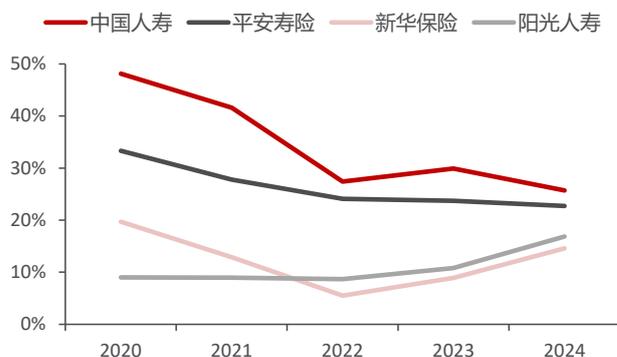
**NBV 和 NBVM 迎来增长拐点，逆势而上。**2020 年以来，面对保险行业新业务价值普遍下滑的大趋势，阳光人寿坚持承压、逆流而上，收获了缓慢但平稳的增长。2022 年公司 NBV 为 30.2 亿元，同比增长 0.1%；2023 年 NBV 为 36.0 亿元，同比增长 19.0%；2024 年进一步增长至 51.5 亿元，同比增速达 43.3%。此外，公司新业务价值率在 2020 年至 2022 年期间大致稳定，由 9.0% 略降至 8.7%，2023 年提升至 10.8%，2024 年则进一步提升至 16.8%。在行业整体 NBVM 持续承压的背景下，中国人寿、平安寿险 2024 年 NBVM 分别为 25.7%、22.7%，阳光人寿尽管仍有差距，但其增长趋势尤为突出。在各大公司普遍承压的背景下，阳光人寿的高增长表现出强劲的发展韧性与持续优化业务结构的决心。

图32：阳光人寿新业务价值表现



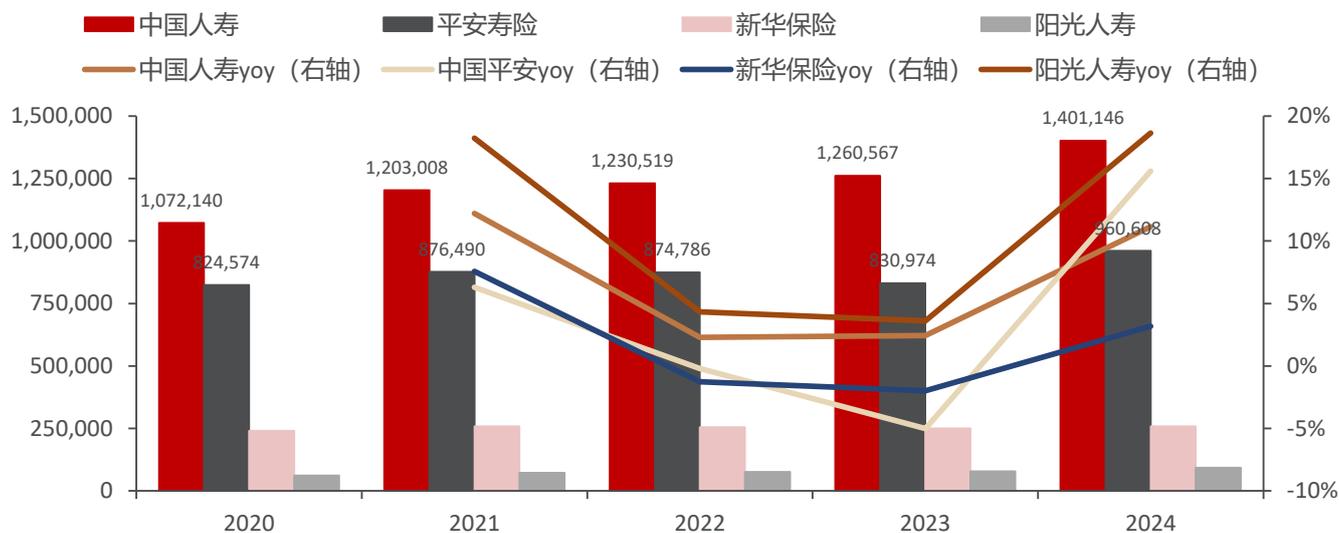
资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

图33：部分寿险公司 2020-2024 年新业务价值率



资料来源：iFind，民生证券研究院

**内含价值增长强势，营运回报表现亮眼。**2020 年至 2024 年，在 NBV 持续增长和高价值业务结构优化的共同驱动下，阳光人寿内含价值由 615.3 亿元大幅攀升至 933.2 亿元，年均复合增长率达 11.0%。分年度来看，2021 至 2024 年内含价值同比增长分别为 18.2%、4.3%、3.6%和 18.6%，整体保持稳健增长态势，明显高于同期中国人寿、平安寿险、新华保险等行业头部公司的内含价值增速。在行业普遍承压的背景下，阳光人寿依托产品结构优化和渠道精耕细作，展现出强劲的内含价值创造能力，也为其稳步提升的营运回报率打下了坚实基础。

**图34：部分保险公司内含价值对比（百万元）**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

**阳光人寿内含价值持续提升。**新业务价值的强劲增长、稳定的预期回报、投资回报差异的大幅修复以及持续正向的分散化效应共同推动了内含价值的提升。将影响公司 EV 变动的各因素分解来看，阳光人寿 2024 年预期回报为 53.7 亿元，较 2023 年小幅回落，但仍是内含价值增长的核心支撑；实现新业务价值 51.5 亿元，较上年增长 43.3%；投资回报差异大幅改善，由上年-2.9 亿元转为 19.4 亿元；内含价值分散化效应为 9.2 亿元，保持在高位；股东红利分配影响为 27.9 亿元，较 2023 年有所减少。整体来看，2024 年末阳光人寿内含价值达到 933.2 亿元，较上年末增长 18.6%。

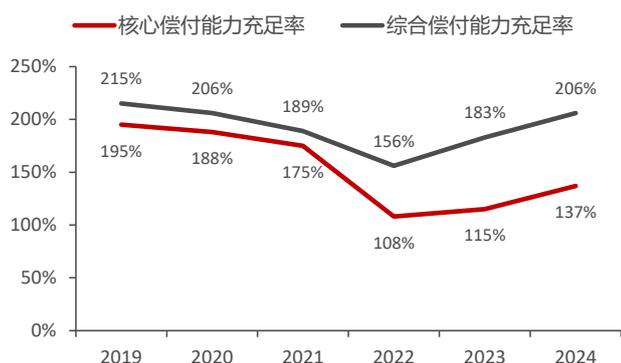
**表6：阳光人寿内含价值变动因素分解（百万元）**

报告期间	2021	2022	2023	1H24	2024
期初内含价值	61,530	72,755	75,913	78,656	78,656
新业务贡献	3,015	3,018	3,596	3,747	5,153
预期回报	4,601	5,318	5,510	2,682	5,374
投资回报差异	3,129	-4,295	-288	1,840	19,380
其他经验差异	479	98	-77	928	669
方法、模型与假设变动	1,389	283	-5,201	-1,295	-19,481
分散化效应	-	756	1,045	1,310	917
注资/股东红利分配	-2,018	-2,018	-1816	5,000	2,790
其他	631	-1	-27	-11	-138
期末内含价值	72,755	75,913	78,656	92,857	93,319

资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

**优越的资产管理及风险控制能力，为保险主业卓越发展提供坚实保障。**阳光人寿资产管理规模逐年增长，截至 2024 年末已接近 5,500 亿元，近五年年均复合增速约 15.2%，创造了长期、稳定、可持续的投资收益。在偿二代二期规则下，公司偿付能力表现稳健。截至 2024 年末，阳光人寿综合偿付能力充足率 206%，核心偿付能力充足率 137%，远超监管要求的 100%和 50%，并在 1H24 短暂上扬后保持较高水平。

**图35：阳光人寿偿付能力**



资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

**内含价值对投资收益的敏感性分析：**基于 2022 年内含价值，投资回报率提高/降低 50bp，扣除要求资本成本之后的有效业务价值变动幅度分别为 +25.8%/-25.9%，扣除要求资本成本之后的一年新业务价值变动幅度分别为 +51.0%/-51.2%；基于 2023 年内含价值，投资回报率提高/降低 50bp，扣除要求资本成本之后的有效业务价值变动幅度分别为 +32.4%/-32.5%，扣除要求资本成本之后的半年新业务价值变动幅度分别为 +63.0%/-63.3%；**基于 2024 年内含价值**，投资回报率提高/降低 50bp，扣除要求资本成本之后的有效业务价值变动幅度分别为 **+42.7%/-43.6%**，扣除要求资本成本之后的一年新业务价值变动幅度分别为 **+45.9%/-46.1%**。

**整体来看，阳光人寿对利率变动的敏感性有所上升，投资假设变化对 EV 和 NBV 均产生显著影响。**随着新业务价值的持续增长和资产负债结构的进一步优化，有效业务价值对利率变动的弹性从 2023 年的 32%左右提升至 2024 年的 43%左右，新业务价值对利率变化的敏感度虽由 2023 年的 63%下降至 46%，但仍维持在较高水平，公司 EV 对市场利率变化依然较为敏感。未来若能持续丰富长久期资产配置与产品形态，优化资产负债管理匹配，公司有望进一步降低对投资假设的依赖，增强内含价值的稳定性与韧性。与行业头部寿险公司相比，阳光人寿投资敏感性处于合理区间，有望在利率回升周期中释放更高价值。

**表7：阳光人寿有效业务价值及一年/半年新业务价值的敏感性测试**

截止日期	2022	1H23	2023	1H24	2024	2022	1H23	2023	1H24	2024
情景	扣除要求资本成本后的有效业务价值					扣除要求资本成本后的一年/半年新业务价值				
基础情景	30,466	32,800	38,033	41,307	40,297	3,018	2,679	3,596	3,747	5,153
风险贴现率提高 50 个基点	29,088	31,230	36,207	39,326	38,019	2,771	2,464	3,285	3,539	4,824
风险贴现率降低 50 个基点	31,963	34,507	40,037	43,480	42,814	3,287	2,915	3,940	3,975	5,517
投资回报率提高 50 个基点	38,328	42,253	50,351	54,729	57,508	4,557	4,112	5,863	4,963	7,517
投资回报率降低 50 个基点	22,565	23,305	25,673	27,842	22,717	1,472	1,239	1,319	2,523	2,779
死亡率提高 10% (基础情景的 110%)	30,089	32,382	37,561	40,807	39,830	2,967	2,635	3,533	3,706	5,091
死亡率降低 10% (基础情景的 90%)	30,850	33,226	38,516	41,819	40,773	3,071	2,724	3,661	3,789	5,217
发病率提高 10% (基础情景的 110%)	29,653	31,958	37,035	40,290	39,153	2,981	2,666	3,570	3,735	5,125
发病率降低 10% (基础情景的 90%)	31,291	33,654	39,049	42,342	41,463	2,055	2,691	3,623	3,759	5,182
保单失效和退保率提高 10% (基础情景的 110%)	30,120	32,439	37,762	40,913	40,413	2,918	2,602	3,495	3,662	5,064
保单失效和退保率降低 10% (基础情景的 90%)	30,817	33,167	38,308	41,687	40,173	3,121	2,758	3,702	3,838	5,250
费用假设提高 10% (基础情景的 110%)	30,104	32,422	37,620	40,888	39,834	2,696	2,412	3,223	3,507	4,738

资料来源：阳光公司公告，民生证券研究院

## 3 阳光财险：非机动车辆险快速发展，渠道掌控能力提升

### 3.1 保费收入持续增长，非机动车辆险快速发展

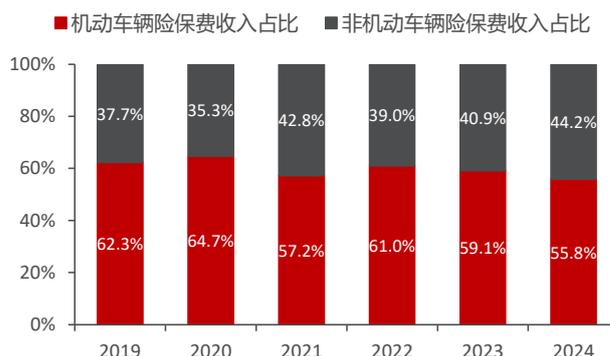
保费收入持续增长，非机动车辆险占比逐渐增大。阳光财险 2024 年实现保费收入 478.2 亿元，同比增长 8.1%。公司 2019 年至 2022 年保费收入基本稳定在 400 亿元左右，2021 年起公司保费收入增速整体呈回升趋势，2022 年虽短暂回落，但 2023 至 2024 年已再度走高，2021 至 2024 年同比增速分别为 8.75%、-0.4%、9.6%、8.1%。阳光财险保费结构方面，机动车辆险仍为主要收入来源，但占比持续下滑。2019 年至 2024 年，机动车辆险占比分别为 62.3%、64.7%、57.2%、61.0%、59.1%、55.8%；非机动车辆险占比则由 2019 年的 37.7% 上升至 2024 年的 44.2%，结构持续优化，非车险业务增长动能增强。

图36：阳光财险保费收入及同比增长



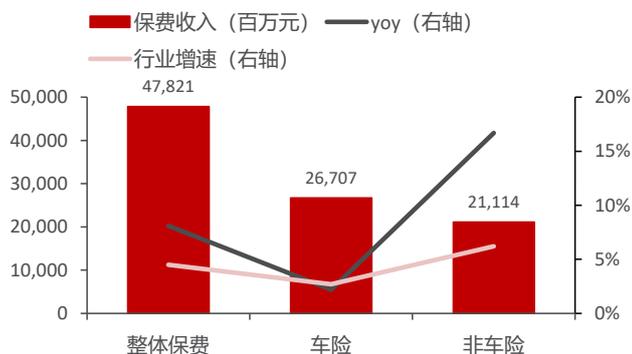
资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

图37：阳光财险保费结构



资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

**非机动车辆险保费收入快速增长，增速显著高于财险头部险企。**2024 年，阳光财险实现整体保费收入 478.2 亿元，同比增长 8.1%，高于行业整体保费增速 6.6%。与头部财险企业相比，平安财险/太保财险/人保财险 2024 年保费收入增速分别为 6.5%/6.8%/4.3%，阳光财险增速显著高于财险头部险企。其中，车辆险实现保费收入 267.1 亿元，同比增长 2.2%，略低于行业车辆险增速 2.7%；非车险实现保费收入 211.1 亿元，同比增长 16.7%，大幅领先于行业非车险增速 6.2%。非机动车辆险已成为公司保费收入增长的核心驱动力，整体结构持续优化，展现出良好的业务多元化发展势头。随着责任险、意外险等业务场景的拓展，公司在非车险领域的专业化能力和市场竞争力持续增强。

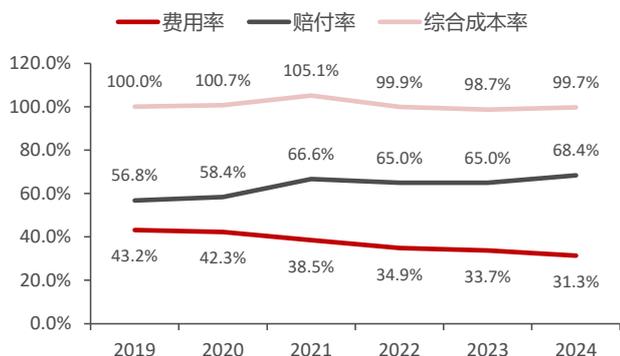
**图38：2024 年阳光财险分险种保费收入情况**


资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

**费用率持续下降，赔付率受业务结构及外部因素影响小幅波动，综合成本率维持稳定。**阳光财险费用率呈现出显著的下降趋势，由 2019 年的 43.2%持续下降至 2024 年的 31.3%，五年间下降近 12 个百分点，反映出公司在费用控制、渠道效率与运营成本方面的持续优化，盈利能力稳步提升。赔付率方面，2020 年和 2021 年受政策和自然灾害影响有所上升：2020 年起，最高法推进人身损害赔偿标准城乡统一试点，各地陆续提高死亡/伤残赔偿上限，推高车辆人伤理赔金额，行业车险赔付率随之抬升；非车险赔付率则因公共卫生事件冲击部分客户短期偿付能力，加大赔付支出；2021 年则因车险综合改革、保障责任范围扩大和“7·20”河南洪灾带来的赔付压力，使得赔付率进一步上升至 66.6%。2022 年至 2024 年，赔付率整体保持平稳，在 65.0%-68.4%之间波动。2024 年公司赔付率为 68.4%，较上年有所上升，可能与非车险业务快速增长带来的赔付节奏变化相关。综合成本率方面，2024 年为 99.7%，维持在 100%以下，较 2023 年微升 1.0 个百分点，但仍低于 2021 年的高点 105.1%，公司综合盈利能力仍保持在稳健区间内。整体来看，公司通过费用压降抵消了部分赔付率波动带来的不利影响，成本结构持续优化。

**净利润波动较大，占集团净利润比重持续较低。**阳光财险近年来净利润整体维持在 10 亿元以下，波动性较大。2020 年和 2021 年分别录得净利润 6.4 亿元和 4.5 亿元，同比分别下降 32.7%和 29.3%；2022 年受投资回暖及成本优化等多重因素带动，净利润跃升至 15.3 亿元，同比增长 238.5%，创下历史新高。然而随后两年由于投资收益下滑、车险竞争加剧、新能源车定价困难等因素影响又显著回落，2023 年降至 9.8 亿元，2024 年进一步下降至 6.1 亿元，同比下降 37.2%。从集团视角来看，阳光财险并非集团核心利润来源，其净利润占集团净利润比重波动于 5%至 30%之间，2024 年占比仅为 11.1%，较 2023 年下降超过 14 个百分点，反映出在寿险主导的发展战略下，财险业务盈利贡献能力较为有限。整体而言，阳光财险盈利能力受到承保利润、投资端波动等多因素影响，表现有所波动，未来仍需通过优化非车险业务结构、提升成本控制效率等措施来增强利润贡献稳定性。

图39: 阳光财险费用率、赔付率和综合成本率情况



资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院

图40: 阳光财险净利润表现



资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院

**承保利润波动加剧, 非车险业务盈利分化显著。**阳光财险承保利润自 2022 年的 2.4 亿元快速增长至 2023 年的 5.7 亿元, 同比增长 142.4%, 反映出在当年承保成本控制与风险减损方面的积极成效。然而, 进入 2024 年, 承保利润显著回落至 1.2 亿元, 同比下降 78.5%, 其中上半年为 2.0 亿元, 下半年则大幅下降, 主要受极端自然灾害频发影响, 拖累整体承保表现。

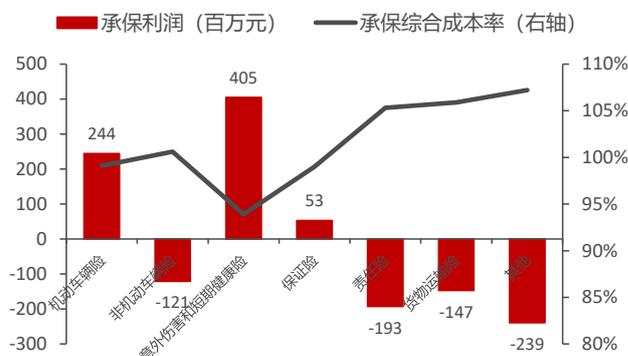
**从业务结构来看, 意外伤害险与短期健康险依然是公司主要利润来源。**2024 年意外伤害险与短期健康险全年实现承保利润 4.05 亿元, 综合成本率仅为 93.9%, 显著优于公司整体的 99.7%, 在各业务条线中保持最强盈利能力。机动车辆险 2024 年仍实现小幅盈利, 承保利润 2.44 亿元, 综合成本率为 99.1%; 非机动车辆险整体则出现 0.12 亿元亏损, 成本率升至 100.6%。保证险略有盈利, 而责任险、货运险及其他非车险业务承保亏损较大, 综合成本率均超过 105%, 其中其他类业务综合成本率高达 107.2%。阳光财险 2024 年承保利润表现承压, 盈利能力主要依赖健康险等高价值业务的支撑, 未来仍需加快非车险结构优化、提升高风险险种的定价与风控能力, 稳定承保利润来源结构。

图41: 阳光财险承保利润及同比增长



资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院

图42: 2024 年阳光财险承保利润结构



资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院

**财险行业排名第七, 市场份额有待提升。**2024 年, 阳光财险保费收入 478.2

亿元，略低于大地财产 508.0 亿元，排名第七。财险行业排名较稳定，形成了以人保财险、平安产险和太保财险为第一梯队，以国寿财产、中华联合、大地财产和阳光财险为第二梯队的市场格局。短时间看，阳光财险难以挤入第一梯队的队伍，但凭借其强大的多渠道销售网络、精细化的风险管控能力以及在车险和健康险领域的产品创新能力，未来有望实现保费收入的持续增长，并进一步巩固在第二梯队中的市场地位。从市场份额来看，2024 年阳光财险市场份额 2.8%，略低于大地财产的 3.0%，但与排名第八的众安财产的 2.0%拉开了较大的差距。

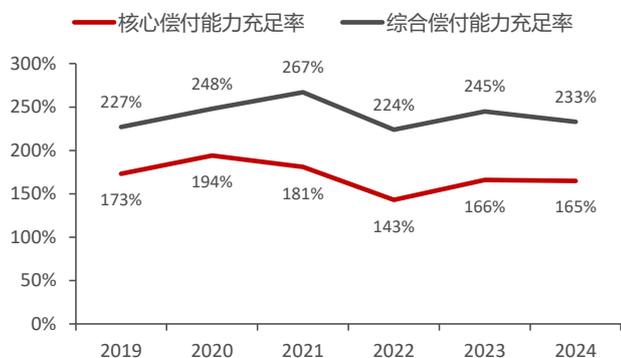
表8：2024 年财险公司排名 (以保费收入计)

2024 排名	排名变化	公司名称	保费收入 (百万元)	保费增速	车险增速	非车险增速	市场份额
1	—	人保财险	538,055	+4.3%	+4.3%	+4.6%	31.8%
2	—	平安产险	321,821	+6.5%	+4.4%	+11.6%	19.0%
3	—	太保财险	203,249	+6.8%	+3.7%	+10.5%	12.0%
4	—	国寿财产	111,183	+4.5%	-	-	6.6%
5	—	中华联合	68,151	+4.4%	-	-	4.0%
6	—	大地财产	50,800	+2.9%	-	-	3.0%
7	—	<b>阳光财险</b>	<b>47,821</b>	<b>+8.1%</b>	<b>+2.2%</b>	<b>+16.7%</b>	<b>2.8%</b>
8	+1	众安财产	33,418	+13.4%	-	-	2.0%
9	-1	太平财险	31,200	+4.0%	+2.8%	+4.8%	1.8%
10	—	华安财险	15,145	-13.3%	-	-	0.9%

资料来源：国家金融监督管理总局，各公司公告，民生证券研究院

**偿付能力优秀，远高于监管要求。**公司偿付能力稳定且表现优异，近五年来波动较小，截至 2024 年末，核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率分别为 165% 和 233%，远高于监管要求的 50%和 100%。

图43：阳光财险偿付能力



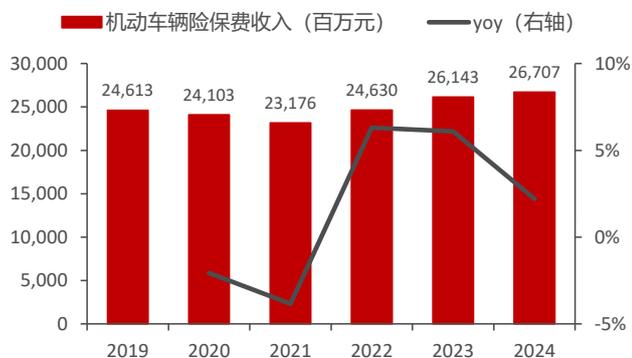
资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

### 3.2 机动车辆险：保费收入企稳，承保利润承压

**阳光财险在车险行业深度调整周期中实现韧性增长，智能化转型与新能源布局构筑差异化竞争优势。**自 2015 年起，中国保监会和银保监会对车险行业多次改革，包括商业车险条款费率管理制度和综合改革。这些改革强化了商业车险责任保障，提升了交强险责任限额，并赋予财险公司更多自主定价权，对市场竞争和定价体系产生深远影响。2021 年，受中国财险行业机动车险综合改革影响，行业平均保费及费用水平下降。阳光财险机动车辆险保费收入由 2019 年的 246.1 亿元小幅下降至 2021 年的 231.8 亿元。根据银保监会数据，截至 2021 年 9 月 30 日，车险平均保费为人民币 2763 元，较改革前下降 21%，这对机动车商业险业务产生影响，导致 2019 至 2021 年原保险保费收入减少。自 2022 年起，机动车辆险保费企稳，由于“报行合一”政策、费用管控加强、市场趋于饱和等因素，仅保持小幅增长。截至 2024 年，阳光财险机动车辆险保费收入 267.1 亿元，跃至行业第五位。与其他财险公司相比，阳光财险在机动车辆险保费收入增速领先于主要的财险公司。未来，公司将持续强化车险核心竞争力，深化智能化转型，提升新能源汽车险经营能力，优化渠道管理体系，不断夯实车险盈利基础。

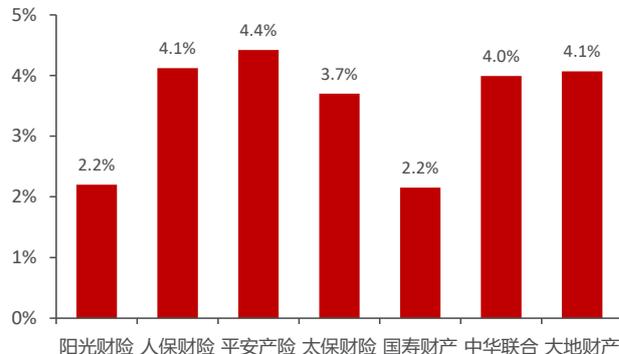
**2024 年阳光财险车险业务保费收入同比仅增长 2.2%，较 2023 年进一步放缓。**车险市场竞争加剧，公司在坚持“风险识别+精准定价”核心策略的基础上，主动压缩高风险、低价值业务，抑制了保费规模扩张；同时新能源汽车车险虽快速发展，但其定价和服务体系尚未成熟，公司推进节奏较为审慎，进一步影响整体增长动能。此外，公司聚焦高质量客户结构优化，2024 年家用车目标客户占比提升 14.1 个百分点，有效降低车均费用和成本，推动综合成本率降至 99.7%。在控费提质的背景下，公司车险业务呈现出“降速增效”趋势，短期保费增速承压，但长期承保质量持续改善。

图44：阳光财险机动车辆险保费收入及同比增长



资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

图45：2024 主要财险机动车辆险保费收入增速情况

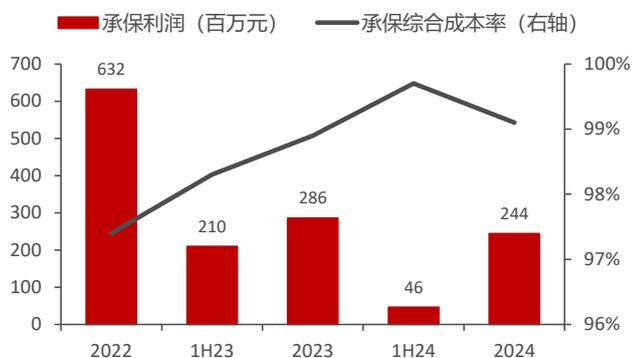


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

公司保费收入以机动车商业险为主，交强险占比较低。机动车商业险包括车损险、第三者责任险及车上人员责任险及相应的附加险。2019年至1H22，机动车商业险原保险保费收入分别为168.7亿元、160.4亿元、146.0亿元和79.9亿元，占机动车险原保险保费收入的比重分别为68.6%、66.6%、63.0%和63.9%，占比小幅下降。受机动车综合改革影响，行业增速放缓，导致2019至2021年机动车商业险原保险保费收入有所下降。

承保综合成本率升高，承保利润承压。机动车辆险2019年至1H24承保综合成本率逐年升高，分别为97.1%/97.8%/112.7%/97.4%/98.3%/98.9%/99.7%，承保利润承压。2024年下半年下降至99.1%，带动承保利润回暖至2.44亿元。

图46：阳光财险机动车辆险利润情况



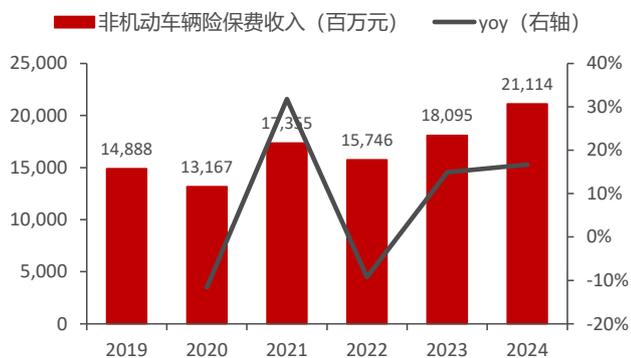
资料来源：阳光公司公告，民生证券研究院

### 3.3 非机动车辆险: 保费收入增长显著, 承保利润得到改善, 意外伤害和短期健康险快速发展

阳光财险积极拓展非车险业务领域, 非车险原保险保费收入增长显著。从绝对量来看, 非机动车辆险保费收入从 2019 年 148.9 亿元增长至 2024 年的 211.1 亿元, 2024 年同比增长 16.7%。非车险保费收入增长显著, 是阳光财险保费增长的主要动力。

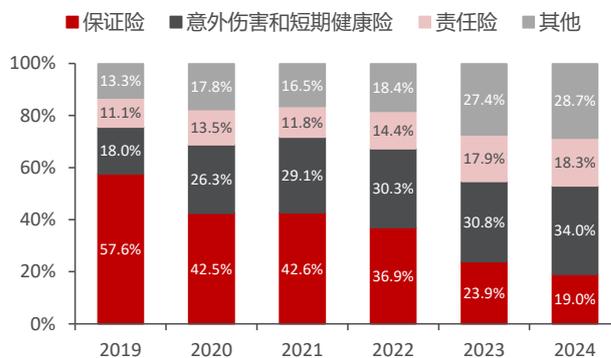
意外伤害和短期健康险占非机动车辆险保费收入比重逐渐上升, 成为重要收入来源。在保费收入结构方面, 由于宏观经济阶段性调整与信用风险提升, 公司主动缩减高风险业务, 保证险的占比逐年下降, 由 2019 年 57.6% 下降至 2024 年的 19.0%。而意外伤害和短期健康险的占比则逐年上升, 由 2019 年 18.0% 快速上升至 2024 年的 34.0%。除保证险、意外伤害和短期健康险、责任险三个主要险种外, 其他包括企业财产险、农险、工程险、货物运输险、特殊风险险、船舶险、家庭财产险及信用险等。公司加速发展货物运输险, 2024 年保费收入达 13.4 亿元, 占比 11.7%, 成为非机动车辆险保费收入的重要组成部分。

图47: 阳光财险非机动车辆险保费收入及同比增长



资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院

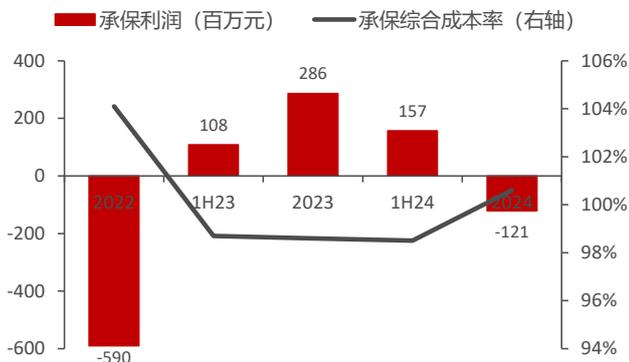
图48: 阳光财险非机动车辆险保费收入结构



资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院

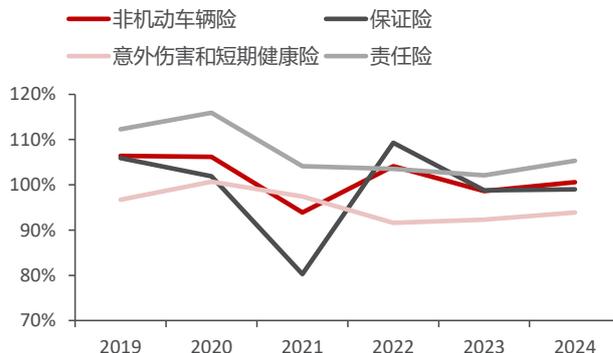
综合成本率小幅波动, 承保利润有所回落。2024 年非机动车辆险综合成本率为 100.6%, 较 2023 年上升 2 个百分点, 承保利润转为 -1.2 亿元, 较 2023 年有所下滑, 承保端盈利压力回归。2019 年至 2024 年非机动车辆险综合成本率分别为 106.4%/106.2%/93.9%/104.1%/98.6%/100.6%。尽管 2023 年曾实现较好改善, 但 2024 年受个别险种赔付率回升及灾害因素影响, 整体承保表现承压。从结构上看, 意外伤害和短期健康险仍是稳定承保利润的关键险种, 2024 年综合成本率维持在 93.9%, 虽较 2023 年略有上升, 但仍显著低于非车整体水平, 为公司非机动车辆险业务提供了重要的利润支撑。相较之下, 保证险综合成本率回升至 99.0%, 责任险达 105.3%, 成为综合成本率上行的主要因素。未来若能持续优化险种结构与费用控制, 非车险承保表现仍具修复空间。

图49：阳光财险非机动车辆险承保利润情况



资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

图50：阳光财险非机动车辆险综合成本率表现



资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

**意外伤害和短期健康险是非机动车辆险重要的保费收入来源。**2019年至2023年保费收入由26.8亿元快速提升至55.8亿元，2024年持续高增，保费收入71.7亿元，同比+28.5%。该险种逐渐成为非机动车辆险最重要的保费收入来源，于2023年超过保证险成为保费收入的第一来源。公司积极参与多层次医疗保障体系建设，广泛参与补充保险项目，2023年政策性健康险实现保费增长65.3%，覆盖人群超4000万。同时，基于国医领域优势，公司推出健康管理和科技赋能的专业解决方案，开发创新型保险产品，满足慢病人群和特定人群需求。未来，公司将持续深化健康保险服务，提升服务质量，满足多层次、多样化的健康保障需求。

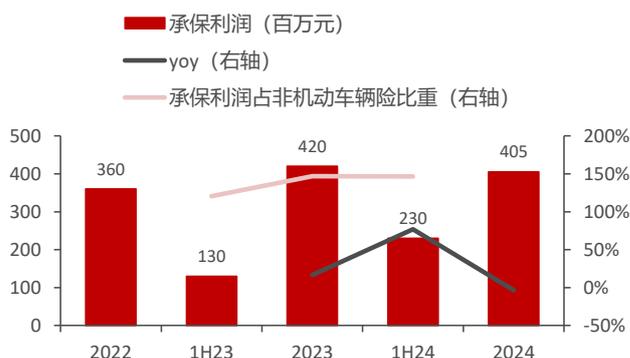
**意外伤害和短期健康险承保利润保持稳定，综合成本率有一定下降，是非机动车辆险主要的承保利润来源。**2023年承保利润4.2亿元，同比+16.7%；2024年承保利润4.1亿元，同比略有下降。该险种是非机动车辆险主要的承保利润来源，2022年由于高波动性的保证险大额亏损，非机动车辆险承保利润-5.9亿元，而意外伤害和短期健康险承保利润3.6亿元，为公司的利润提供了重要的支撑。2023至2024年，意外伤害和短期健康险持续成为非机动车辆险主要利源，承保利润超过非机动车辆险的整体利润，为非机动车辆险的承保利润的改善起到了重要作用。

图51：阳光财险意外伤害和短期健康险保费收入情况



资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

图52：阳光财险意外伤害和短期健康险承保利润情况



资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院；注：2022年和2024年阳光财险出现亏损，承保利润占非机动车辆险比重为负。

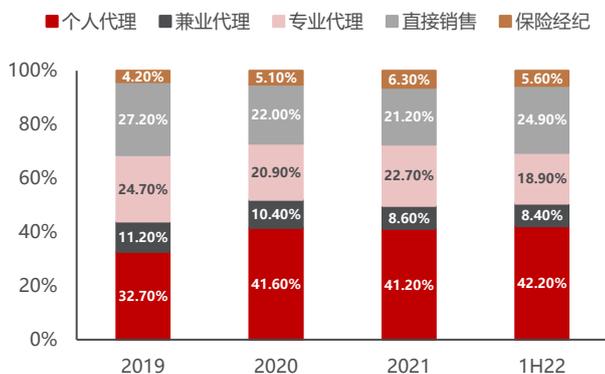
### 3.4 渠道分析：渠道掌控能力强化，区域深耕成效显著

财险销售渠道包括代理销售、直接销售和保险经纪渠道。截至 1H22，阳光财险通过全国多渠道销售网络推广和销售财产险产品，主要包括：约 4.4 万名保险营销员和 1.5 万名内部销售员工；36 家分公司、1881 家中心支公司及营销服务网点、2083 家专属代理店；1648 家保险兼业代理机构、519 家保险专业代理机构和 267 家保险经纪公司。

代理销售和直接销售是公司财产险的重要分销渠道，公司对渠道掌控能力逐渐增强。代理销售包括个人代理、兼业代理和专业代理，其中公司对个人代理销售渠道有较强的掌控能力，同时，直接销售是公司能够直接控制和管理的分销渠道。2019 年至 1H22，个人代理销售和直接销售渠道的原保险保费收入占比分别为 59.9%、63.6%、62.4%和 67.1%，2020 年至 1H22 该渠道保费收入同比分别为 0.2%、6.6%和 10.8%，公司对渠道销售的掌控能力逐渐加强。

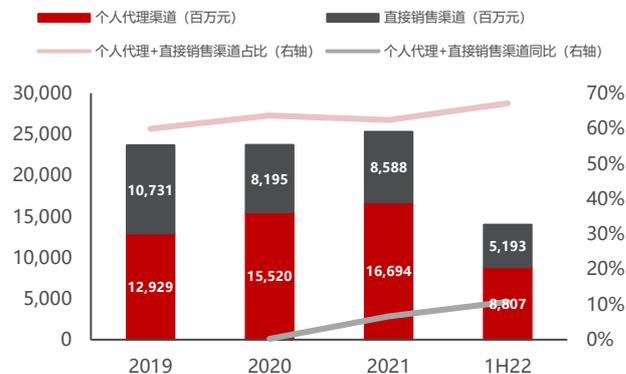
阳光人寿和阳光财险的个人保险代理并不重叠。仅在符合条件的情况下，公司通过阳光人寿的销售渠道交叉销售财产和意外保险产品。2019 年至 1H22，公司通过阳光人寿的销售渠道实现的财产保险产品原保险保费收入分别为 17.1 亿元、17.2 亿元、15.8 亿元和 7.6 亿元，分别占阳光财险原保险保费收入的 4.3%、4.6%、3.9%及 3.7%。

图53：阳光财险保费收入结构



资料来源：阳光公司公告，民生证券研究院

图54：阳光财险个人代理和直接销售渠道情况



资料来源：阳光公司公告，民生证券研究院

个人代理人是与公司签订代理协议的个人而非雇员。公司对个人代理人招募、培训和管理，确保其具备专业能力和市场推广技能，以提升销售效率。保险营销员人数略有下降，由 2019 年的 4.6 万名下降至 1H22 的 4.4 万名。

保险兼业代理机构主要通过非保险行业公司或机构（如汽车经销商、银行等）销售公司的财产险产品。这些机构通常利用自身行业资源推广保险产品，帮助公司扩大市场覆盖面。保险兼业代理机构的数量由 2019 年的 3671 家快速下降至 1H22 的 1648 家，主要是公司战略性终止与低产能合作伙伴的合作，以提高整体销售效

率。保险兼业代理机构的主要分销品类包括机动车商业险及场景相关意外险。未来，公司将持续加强与优质保险兼业代理机构的合作，进一步巩固该渠道的市场地位。

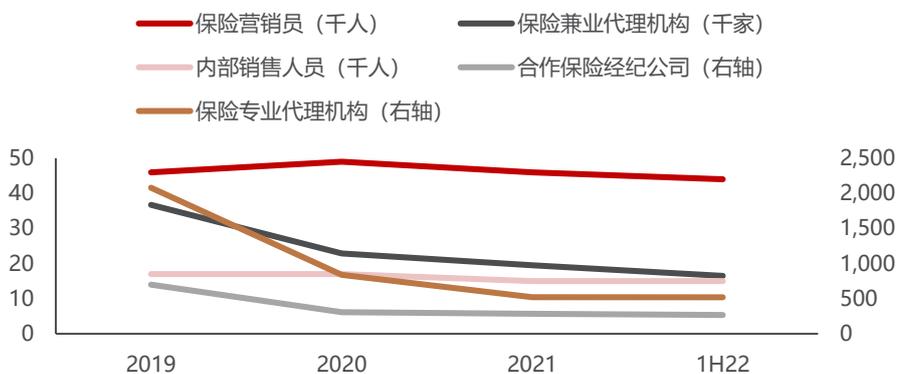
**不断加强与互联网平台合作，逐渐成立了短流程服务模式，显著提升效率。**

2019 年至 1H22，在汽车使用场景相关的意外险等品类中，互联网销售三方联销销售渠道产生的原保险保费收入在阳光财险原保险保费收入中的占比分别为 3.3%、5.0%、7.6%及 4.7%。此外，公司与部分大型互联网保险中介机构订立合同，销售退货运费险、园区旅行险和住院津贴险等财产险、短期意外险及短期健康险产品。

**直接销售渠道指通过工作于分支机构、营销服务网点的内部销售人员及电话销售人员进行直接销售。**

线下销售人员负责直接向客户销售财产险产品，特别是条款较为复杂、风险较高或可能涉及较难承保程序的保险产品（如大型企业财产险、建筑工程保险、船舶险及特殊风险保险等）。2019 年至 1H22，直接销售渠道分别有约 1.7 万人、1.7 万人、1.5 万人及 1.5 万名内部销售人员。非车专属销售人员是维护财产险客户长期关系的力量之一。阳光财险打造了以团体客户为服务重心的团体客户销售团队，覆盖国有企事业单位和大型、中型以及小微企业客户群体。截至 1H22，阳光财险的团体客户销售团队人员已达 1800 余人。阳光财险是中国最早取得电话销售资质并开展电话销售的保险公司之一，目前已在 7 个城市设立电话销售中心。同时，阳光财险也积极探索社交销售创新模式，加快推进企业微信私域客户运营，实行线上直通、线下互动、企业高频交互等新的延展模式。

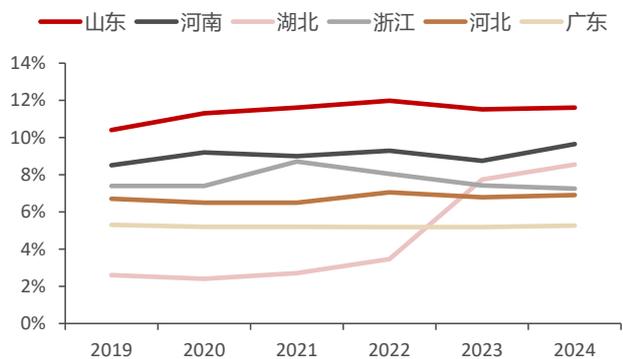
**图55：阳光财险渠道销售人员和合作机构情况**



资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

**山东、河南、湖北、浙江、河北和广东是财险主要保费来源，湖北省业务快速发展。** 2024 年，山东/河南/湖北/浙江/河北/广东财险保费收入分别为 55.5/46.1/40.9/34.7/33.0/25.2 亿元，合计达 235.3 亿元，占总保费收入的 49.2%。其中，山东省长期稳居第一，2024 年同比增长 9.0%；湖北省则延续高速增长态势，同比增长 19.4%，占比已达 8.6%，与河南省差距进一步缩小，排名从 2019 年的第十位跃升至第三位，成为阳光财险区域扩张的重要力量。浙江、河北和广东保费收入同比增速分别为 5.7%、10.0%、10.0%，保持稳定增长。六省合计保费收入接近总保费收入的一半，构成阳光财险的重要业务支撑区域。

**图56：2024 年阳光财险重要地区保费收入占比**



资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

### 3.5 风险减量：“伙伴行动”构建全周期风险管理闭环

阳光财险“伙伴行动”以“科技+定制化服务”双轮驱动，重塑企业风险减量服务生态。“伙伴行动”是阳光财险推出的一项核心风险减量服务战略，旨在通过“保险+服务+科技”的创新模式，为企业客户提供全面的风险管理解决方案。该战略充分体现了公司从传统事后理赔向事前风险防控转型的服务理念，展现了在风险管理领域的深度实践。在“伙伴行动”中，阳光财险依托大数据、云计算、人工智能和物联网等前沿科技手段，全面提升风险管理的精准性和效率。同时，公司根据不同客户的特点提供定制化服务，针对小微企业推出 24 小时全时防损服务，而针对中大型企业则提供行业化的风险评估和防控方案，从而满足不同规模和行业客户的需求。

“伙伴行动”战略贯穿客户与保单的全生命周期，包括保前的风险评估、保中的防灾防损和保后的风险控制，形成了完整的风险管理闭环。通过这一闭环，阳光财险帮助企业客户有效识别和处置安全隐患，显著降低事故发生的频率和损失程度，为客户提供更高水平的风险保障。为确保“伙伴行动”的实施效果，阳光财险组建了一支覆盖多领域的风控专家团队，并与权威机构和科研单位建立合作关系，不断提升服务的专业性和可靠性。通过整合内部资源与外部支持，阳光财险为客户提供了更加科学高效的风险管理服务。

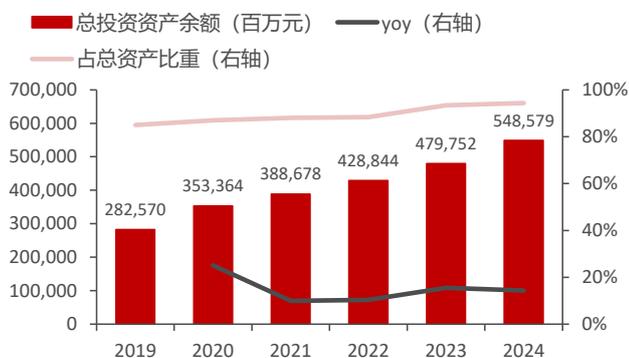
## 4 资产端：注重资负匹配管理、持续优化投资配置

### 4.1 资产规模稳步增长，收益率趋于稳定，以固定收益类投资资产为主

集团投资资产规模稳步增长，主要由阳光资管进行管理。作为集团的核心业务板块之一，资产管理能为阳光保险主业的长期稳健经营发展提供有力支撑。集团始终聚焦于自身投资能力建设，坚持核心收益导向，秉持长期价值投资理念，不断优化投资管理能力、提升核心竞争力，构建了完善的制度体系，培养了全品种、多元化的投资管理能力。自 2019 年至 2024 年，集团投资资产总额从 2,825.7 亿元稳步扩大到 5,485.8 亿元，占总资产比重由 85% 提升至 90% 以上。尽管宏观经济波动加剧，公司总投资资产保持稳定增长，2023 年投资资产同比增速达 15.5%，2024 年则较上年末增长了 14.4%。阳光保险集团下设有专业资产管理公司阳光资管，受托开展集团体系内保险资金运用业务。目前，集团超过 80% 的投资资产均委托于阳光资管，剩余部分则由各公司自行管理。

阳光资管具备丰富的管理经验和良好的投资能力，正大力发展第三方资产管理业务。凭借专业的投资团队和坚守价值、追求长远的投资理念，阳光资管已然积累了丰富的经验，在多元化资产配置、专业化资产管理和市场化产品创新等领域独树一帜，形成了独有的品牌影响力，吸引了众多机构投资者与企业客户。阳光资管对外开展第三方资产管理业务，为其他投资者提供专业化的资产管理、投资顾问及服务，通过设立保险资产管理产品或定制化专户，帮助客户实现资产稳健增值。截至 2023 年末，阳光资管受托管理资产规模达 8085.7 亿元，同比增长 6.8%，其中受托管理第三方资产规模达 4106.7 亿元，占比超 50%。2024 年受主动优化调整产品结构影响，第三方资管业务较上年末有一定下降，带动资产管理总额减少 7.9%。

图57：阳光保险投资资产规模情况



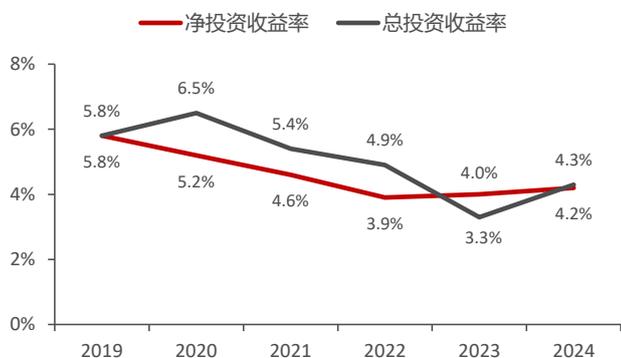
资料来源：阳光公司公告，民生证券研究院

图58：阳光资管受托管理资产结构



资料来源：阳光公司公告，民生证券研究院

**受市场利率下行影响，集团投资收益率阶段承压，趋于稳定。**在资本市场波动，市场利率下行及减值计提等因素的叠加作用下，集团净投资收益率及总投资收益率均呈现出小幅下滑趋势。2019年至2022年，集团净投资收益率分别为5.8%、5.2%、4.6%、3.9%，下降了1.9pp。随后净投资收益率稳定在该水平，2023年、2024年分别为4.0%、4.2%；2019-2022年分别实现了5.8%、6.5%、5.4%、4.9%的总投资收益率，基本稳定在行业领先水平，2023年、2024年则降幅较大，总投资收益率仅3.3%、4.3%。与保险同业相比，阳光的综合投资收益率表现较好，强于中国人寿、中国平安和中国太保等头部保险公司且高于险资平均水平。2024年综合投资收益率达6.5%，较去年同期增长了1.6pp，有明显改善。

**图59：阳光保险投资资产收益率表现**


资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

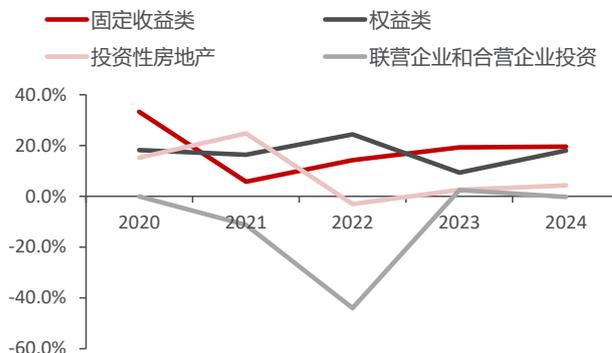
**图60：2024年部分保险公司综合投资收益率情况**


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

**大类资产实行多元化分散策略，以固定收益类金融资产为主要构成。**阳光保险拥有全面的大类资产配置能力，注重多元化分散配置收益，持续优化各类资产配置比例。2019年至2024年，集团固收类资产比重由63.6%进一步提升到72.3%，有效保障了公司在中长期里获取稳定回报的能力，抑制了投资收益的波动。权益类金融资产占比保持在相对稳定水平，由2019年的18.6%上升至2024年的21.8%。面临资本市场并不够理想的形势，阳光保险在权益资产上坚持研究驱动、主动管理的原则，积极挖掘优质投资标的，注重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。长期股权投资方面，集团正持续减持相关资产，占比已由2019年的11.5%逐年下降至2024年的1.9%。从资产的绝对体量来看，固收类和权益类资产保持稳定增长，2023年资产规模同比分别为19.2%、9.3%，2024年同比增幅为19.5%、18.0%。投资性房地产在2020年和2021年大幅增长15.2%、24.8%后，2024年同比增长4.3%，资产规模趋于稳定。长期股权投资则保持持续下降，2024年同比-0.3%。

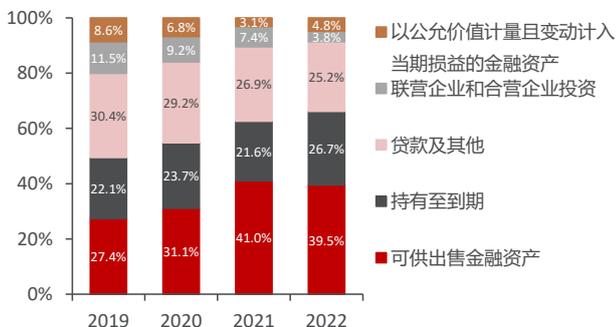
**图61：阳光保险大类资产配置结构**


资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

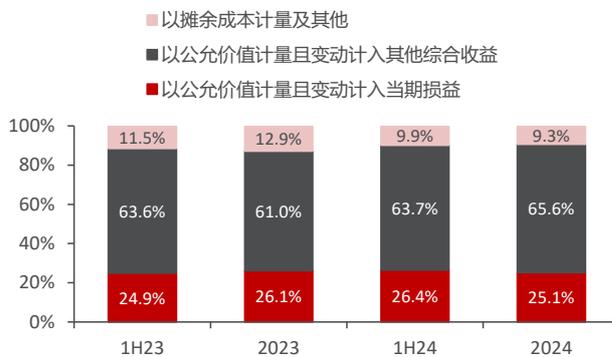
**图62：阳光保险各资产金额同比增长**


资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

在新的会计准则下，阳光保险集团的投资组合主要由以公允价值计量且变动计入其他综合收益 (FVOCI) 组成。1H23、2023 年、1H24、2024 年占比分别为 63.6%、61.0%、63.7%和 65.6%。以公允价值计量且变动计入当期损益 (FVTPL) 占比相对较小，保持在 25%左右。以摊余成本计量 (AC) 占比则保持在个位数。老准则下，AFS 的公允价值变动计入其他综合收益，出售时，AFS 累计公允价值变动转入损益；新准则下，FVOCI 的公允价值变动计入其他综合收益，出售时，FVOCI 中债权资产的累计公允价值变动转入损益 (计入“投资收益”)，但 FVOCI 中权益资产的累计公允价值变动转入留存收益。由于权益类资产占比较小，新准则对利润表的影响不大，并且高股息类股票计入 FVOCI 可以平滑资产负债表波动。而在旧的会计准则下，集团的投资组合主要由可供出售金融资产、持有至到期和贷款及其他这三类构成，截至 2022 年底，其占比分别为 39.5%，26.7%和 25.2%。

**图63：阳光保险按投资目的划分的投资组合结构 (旧会计准则)**


资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

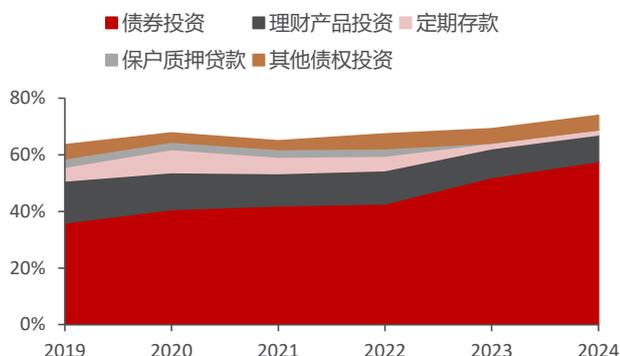
**图64：阳光保险按投资目的划分的投资组合情况 (新会计准则)**


资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

## 4.2 固收类资产以债券为主，利息收入保持稳定

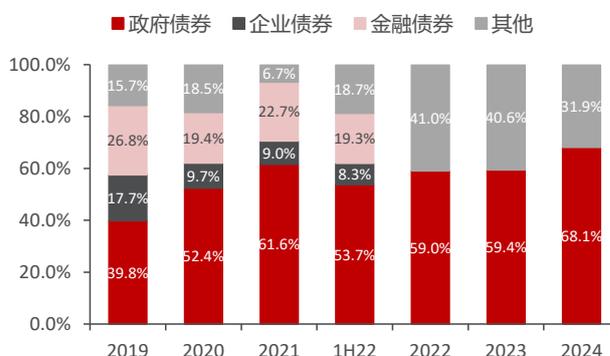
债券投资占固收类资产投资比重逐渐加大，债券投资以政府债为主。集团秉承稳健、规范、专业的投资理念，以资产负债匹配管理为核心原则，制定基于负债特性的长期战略资产配置规则，并结合对宏观经济的研判来进行动态调整。在目前利率低位震荡的环境下，阳光保险继续配置以政府债券为主的债券投资，同时均衡管理理财产品、定期存款、保户质押贷款及其他债权投资。2019至2024年，债券投资占总投资资产比例由36.0%迅速上升到57.7%；政府债占债券投资资产比重由39.8%提升至68.1%。

图65：阳光保险固收类资产结构



资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

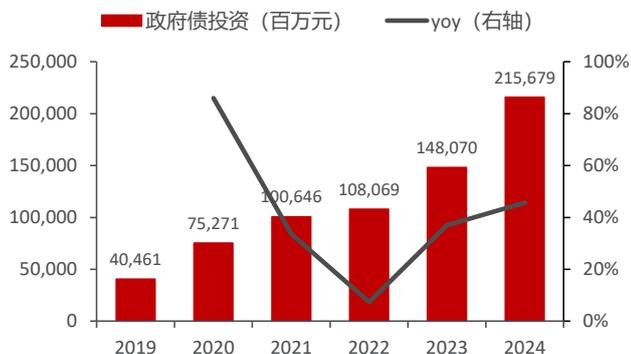
图66：阳光保险债券投资资产结构



资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院；注：由于披露信息有限，2022年及以后企业债券和金融债券并入其他类

政府债规模快速增长，依靠政府债拉长资产久期。政府债规模快速增长，由2019年404.6亿元增至2024年的2156.8亿元，增速虽有下降但仍保持双位数的高速增长。2019年以来，公司持续加大十年后到期政府债占比，拉长资产久期。该比例始终维持在超过75%的较高水平上，并于1H22达到了87.7%。

图67：政府债规模及同比增长



资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

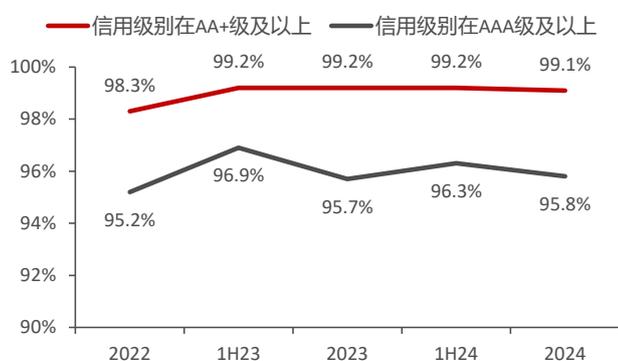
图68：政府债期限结构



资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

**集团坚持实质风险管控原则，信用风险情况良好。**整体上，集团持仓的偿债主体综合实力普遍较强。截至 2024 年末，公司持有境内发行债券（不含政府债券和政策性金融债）的外部评级机构信用级别在 AA+ 级及以上的约有 99.1%，其中在 AAA 级及以上的约有 95.8%；持有境外发行债券均为信用评级在 A- 及以上的投资级债券。此外，集团固定收益类理财产品规模为 516.5 亿元，占总投资资产的 9.4%。在资产配置、投资领域、产品选择等层面，公司会对产品全生命周期中的投资信用风险进行严格管理。目前，债权投资计划和信托计划的信用评级有 96.1% 为 AAA，目标资产分散于基础设施、不动产、制造业、非银金融和公用事业等行业，集中度风险较低。

**图69：境内发行债券（不含政府债券和政策性金融债）信用评级情况**

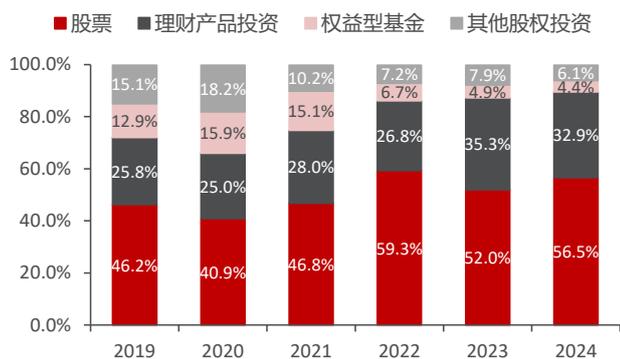


资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

### 4.3 权益类资产以股票和理财产品投资为主,收益率波动较大

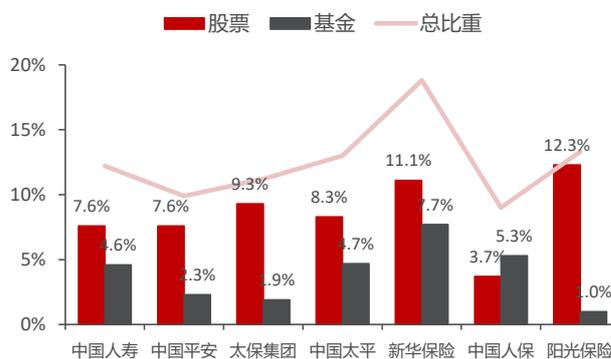
权益类资产配置以股票及理财产品投资为主,权益型基金占比较小。集团持有的权益类金融资产包括股票、权益型理财产品、权益型基金及其他股权投资。其中,股票一直以来都是最核心的组成部分。2019至2024年,阳光保险持有股票规模从242.5亿元增长到了675.9亿元;占权益类投资资产比重同步上升,由2019年的46.2%提高至2024年的56.5%。与其他险企相比,阳光在股票上的配置比例偏高,或得益于相对较小的资产规模,集团在权益资产的精细化、动态化管理方面具备一定优势。阳光保险的权益型理财产品配置比例稳健提高,占总投资资产比重已经从2019年的4.8%上升到2024年的7.2%,正发挥越来越重要的作用。同时,权益型基金的占比相对较低,且从2019年的2.4%下滑到了2024年的1.0%,低于同业平均水平。截至1H24,集团持仓的股票及权益型基金总占比达14.3%,在保险业内位处较高水平,且较为依赖股票投资,权益类资产结构不够均衡。

图70: 阳光保险权益类资产结构



资料来源: 阳光公司公告, 民生证券研究院

图71: 2024年上市险企权益型股票及基金配置比例



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

股票投资资产和理财产品投资资产占集团总投资资产比重稳定上升。股票投资资产规模由2019年242.5亿元快速提高至2024年的675.9亿元,2021年至2024年同比增速分别为32.2%、56.5%、-0.6%、28.4%;占集团总投资资产比重则由2019年的8.6%稳步提升至2024年的12.3%。理财产品投资资产规模由2019年135.3亿元增长至2024年的393.6亿元,均保持两位数高增长;占集团总投资资产比重则由2019年的4.8%逐年提升至2023年的7.4%,2024年略有回落至7.2%。总体来看,两类资产在集团配置中的地位持续巩固,体现出公司对权益类资产的适度增配策略。

**图72: 阳光保险股票投资资产情况**

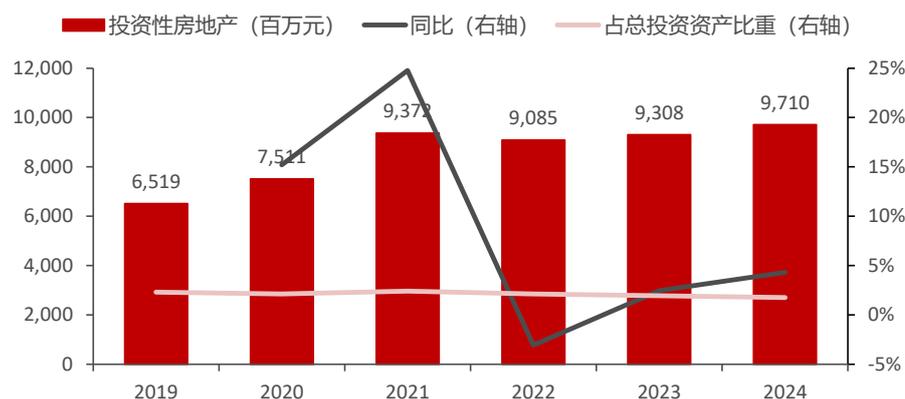

资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院

**图73: 阳光保险理财产品投资资产情况**


资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院

**投资性房地产规模较稳定, 自 2021 年起维持在 90 亿元的规模。**由于房地产行业自 2022 年起景气度逐渐下降, 投资性房地产占总投资资产比重缓慢下降, 由 2021 年 2.4% 下降至 2024 年的 1.8%。

**建设养老社区、酒店及医院, 助力保险主业发展。**为推动与保险主业之间的战略协同发展, 阳光保险还直接投资了分布在广州、三亚、美国及澳洲等地的养老社区和酒店, 并创办了阳光融和医院, 正逐步完善阳光保险集团独有的康养生态圈。阳光保险集团附属公司阳光养老负责经营“阳光人家”粤港澳全龄康养国际社区。社区引入持续照料退休社区模式, 将“养生+旅居养老+入住式养老+护理养老”四者相结合, 拥有高级温泉康养酒店、公寓等相关配套设施, 提供生活服务、文娱社交、营养膳食、健康管理等全方位的服务。同时, 集团直接经营自有的阳光嘉悦酒店及 Château Élan at The Vintage, 并拥有由第三方运营的三亚中心凯悦嘉轩酒店、悉尼海德公园喜来登大酒店等四家酒店。此外, 阳光保险集团和潍坊市政府合作创办了一家大型综合性医疗机构——阳光融和医院。医院于 2016 年 5 月开诊, 并已通过了国内三级甲等综合医院评审、国际信息化建设权威标准的 HIMSS7 评级等多项认证。

**图74: 阳光保险投资性房地产情况**


资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测假设与业务拆分

**寿险业务:** 公司寿险业务稳健增长, 价值创造持续向好, 业务结构有所优化, 公司 2024 年实现寿险总保费收入 804.5 亿元, 同比+7.8%, 实现新业务价值 51.5 亿元, 同比+43.3%, 业务结构持续优化, 实现新单期交保费收入同比+12.6%至 203.7 亿元, 趸交保费同比-37.2%至 78.2 亿元, 公司持续加大分红险推动力度, 新单期交保费中分红险占比持续提升。

公司 2024 年实现人身险保险服务收入 157.42 亿元, 同比+9.4%, 人身险保险合同服务边际余额 508.54 亿元, 同比+12.6%。考虑到今年在预定利率动态调整机制以及行业普遍重点发力分红险降低负债成本的背景下, 我们合理预计公司寿险 2025E/2026E/2027E 保险服务收入增速分别为 8.5%/8.0%/7.5%。

**财险业务:** 公司财险业务坚持“好中求进”发展理念, 在保持业务增长的同时, 结构实现持续优化, 财险业务 2024 年实现原保费收入 478.2 亿元, 同比+8.1%, 其中非车险原保费收入同比+16.7%, 占比 44.2%, 占比同比+3.3pct, 综合成本率 99.7%, 实现承保盈利 1.2 亿元。财险业务实现保费服务收入 48.24 亿元, 同比+6.1%, 车险保险服务收入 26.85 亿元, 同比+5.1%, 非车险保险服务收入 21.40 亿元, 同比+7.3%。

阳光财险持续深化应用车险智能生命表, 提升目标客群选择, 精准定价和科学配费能力。车险方面, 打造车险智慧理赔平台, 以深化应用车险智能生命表为抓手, 持续提升车险核心管理能力, 科学把握新能源车险特征和市场规律; 非车险方面, 以非车数据生命表为抓手, 确定“核保人定价+机器模型辅助”定价逻辑, 深化“伙伴行动”, 我们合理预计公司车险 2025E/2026E/2027E 保险服务收入增速分别为 2.0%/2.0%/2.0%, 非车险 2025E/2026E/2027E 保险服务收入增速分别为 5.0%/5.0%/5.0%。

**表9: 阳光保险保险服务收入 (百万元) 及增速假设**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>寿险业务</b>	14,394	15,742	17,080	18,446	19,830
yoy		9.4%	8.5%	8.0%	7.5%
<b>财险业务</b>	45,506	48,262	49,869	51,540	53,278
yoy		6.1%	3.3%	3.4%	3.4%
机动车辆险	25,549	26,848	27,385	27,933	28,491
yoy		5.1%	2.0%	2.0%	2.0%
非机动车辆险	19,938	21,395	22,465	23,588	24,767
yoy		7.3%	5.0%	5.0%	5.0%
其他 (信保业务)	19	19	19	19	19
yoy		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: iFinD, 公司公告, 民生证券研究院预测

## 5.2 估值分析

我们选取 5 家港股上市的保险公司中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国太平进行估值，以 2025 年 7 月 8 日收盘价计，阳光保险的 PEV 估值为 0.31 倍，5 家可比公司平均 PEV 估值为 0.58 倍，阳光保险相比同业，整体估值水平仍偏低，PEV 估值折价相对较大。

**表10：阳光保险可比港股保险公司 PEV 估值情况**

港股代码	简称	股价 (港元)	市值 (亿港元)	内含价值 (亿港元, 2024 年末)	PEV 估值 (倍)
02318	中国平安	50.70	10,443	15,081	0.69
02628	中国人寿	18.36	10,758	14,854	0.72
02601	中国太保	27.70	3,610	5,958	0.61
01336	新华保险	44.85	1,850	2,740	0.68
00966	中国太平	15.70	564	3,070	0.18
<b>06963</b>	<b>阳光保险</b>	<b>3.29</b>	<b>378</b>	<b>1,227</b>	<b>0.31</b>
<b>除阳光保险外平均</b>					<b>0.58</b>

资料来源：iFinD，各公司公告，民生证券研究院；注：股价以 2025 年 7 月 8 日收盘价计，港币对人民币汇率为 2025 年 7 月 8 日汇率，PEV 估值为 2024 年末内含价值

## 5.3 投资建议

公司寿险业务稳健增长，价值创造能力持续向好，公司前瞻应对利率下行，强化资产负债联动，不断优化产品结构，负债成本有望持续降低，利源结构更加均衡。寿险持续推进“新阳光战略”，夯实个险、银保等多线并行发展优势，个险“一体两翼”发展模式取得显著成效，银保始终坚持价值发展，业务结构和负债成本有望持续优化；财险坚持“好中求进”发展理念，加快金融“五篇大文章”重点领域的创新布局，以“车险智能生命表”、“非车数据生命表”、“信用保险生命表”为根本抓手，业务有望保持较快增长，综合成本率和承保盈利有望不断优化。

我们预计公司 2025E-2027E 营业总收入分别为 936/971/1006 亿元，归母净利润分别为 59/63/67 亿元，EPS 分别为 0.52/0.55/0.58 元，以 2025 年 7 月 8 日收盘价计，PEV 分别为 0.3 倍/0.3 倍/0.2 倍，PB 分别为 0.5 倍/0.5 倍/0.4 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 6 风险提示

- 1) **政策不及预期。**如果宏观经济复苏放缓,影响居民可支配收入和消费预期,部分政策趋紧抑制行业创新,拖累险企负债端表现。
- 2) **资本市场波动加大:**如果资本市场波动加大,则有可能拖累险企投资端表现,造成净利润大幅波动。
- 3) **居民财富增长不及预期:**如果居民财富增长乏力,保险的购买力和需求可能下降,拖累保险负债端表现。
- 4) **长期利率下行超预期:**如果长端利率超预期下行,险资资产负债匹配难度加大,债券投资难度加大,拖累净投资收益率水平,潜在“利差损”风险上升。
- 5) **公司改革不及预期:**在预定利率下调和“报行合一”在各个渠道持续推进的背景下,如果公司个险和银保渠道改革效果下降,渠道人力规模和高质量人力将受到冲击,同时如果产品开发无法匹配客户需求,导致新业务价值表现承压。

**表11：阳光保险财务报表数据预测汇总**

损益表 (亿元)					资产负债表 (亿元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
保险服务收入	640	669	700	731	货币资金	67	69	71	73
投资收益	131	132	133	134	金融投资	5,000	5,667	6,454	7,370
其他业务收入	31	32	33	34	定期存款	99	104	109	114
<b>营业总收入</b>	<b>903</b>	<b>936</b>	<b>971</b>	<b>1,006</b>	长期股权投资	104	105	109	112
保险服务费用	-585	-602	-621	-633	其他资产	50	55	61	68
承保财务损失	-119	-130	-144	-158	<b>总资产</b>	<b>5,818</b>	<b>6,531</b>	<b>7,371</b>	<b>8,341</b>
业务及管理费	-81	-85	-90	-94	预收保费	7	7	8	9
税前利润总额	81	89	94	99	保险合同负债	4,573	5,191	5,917	6,746
所得税费用	-26	-27	-29	-30	其他负债	128	139	153	169
净利润	55	61	65	69	<b>总负债</b>	<b>5,184</b>	<b>5,848</b>	<b>6,615</b>	<b>7,487</b>
<b>归母净利润</b>	<b>54</b>	<b>59</b>	<b>63</b>	<b>67</b>	股本	115	115	115	115
					资本公积	239	249	281	336
					<b>股东权益合计</b>	<b>634</b>	<b>683</b>	<b>756</b>	<b>854</b>
					<b>负债和股东权益合计</b>	<b>5,818</b>	<b>6,531</b>	<b>7,371</b>	<b>8,341</b>
估值与盈利									
	2024A	2025E	2026E	2027E					
PE (倍)	6	6	5	5					
PB (倍)	0.5	0.5	0.5	0.4					
PEV (倍)	0.3	0.3	0.3	0.2					
ROE (%)	8.78	8.85	8.51	7.94					
ROA (%)	0.94	0.91	0.86	0.80	增长与盈利(%)				
每股数据 (元)					2024A	2025E	2026E	2027E	
EPS (摊薄)	0.47	0.52	0.55	0.58	保险服务收入增长	6.85	4.60	4.54	4.46
DPS	0.19	0.19	0.21	0.23	投资收益增长	1.46	0.01	0.01	0.01
BVPS	5.40	5.82	6.46	7.30	归母净利润增长	45.77	8.73	6.75	5.42
					总资产增长	13.26	12.25	12.87	13.16

资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 7 月 8 日收盘价)

## 插图目录

图 1: 阳光保险集团股权结构情况 (截至 2024 年 12 月 31 日)	5
图 2: 阳光保险营业总收入及同比增长	6
图 3: 阳光保险归母净利润及同比增长	6
图 4: 阳光保险总保费收入及同比增长	7
图 5: 阳光保险保费收入结构	7
图 6: 阳光保险总资产及同比增长	7
图 7: 阳光保险总负债及同比增长	7
图 8: 阳光保险投资资产及同比增长	8
图 9: 阳光保险总投资收益率和净投资收益率表现	8
图 10: 阳光保险内含价值及同比增长	9
图 11: 阳光保险集团偿付能力充足率表现	9
图 12: 阳光人寿偿付能力充足率表现	9
图 13: 阳光财险偿付能力充足率表现	9
图 14: 阳光人寿保费规模及同比增长	10
图 15: 阳光人寿净利润表现	11
图 16: 阳光人寿与业内部分公司平均 ROE 对比	11
图 17: 阳光人寿险种结构	13
图 18: 阳光人寿渠道结构	13
图 19: 阳光人寿新单保费期限结构	15
图 20: 阳光人寿保费继续率	15
图 21: 个险和银保新业务价值 (百万元) 增长	16
图 22: 银保 NBV 占比持续提升	17
图 23: 阳光人寿银保渠道保费表现	17
图 24: 阳光人寿银保渠道新单期限结构	17
图 25: 阳光人寿银保渠道产能表现	18
图 26: 阳光人寿个险渠道保费表现	19
图 27: 阳光人寿个险渠道新单期限结构	19
图 28: 阳光人寿队伍规模、活动率及人均产能表现	19
图 29: 阳光人寿个险渠道精英队伍情况	20
图 30: 阳光人寿个险渠道新人情况	20
图 31: 阳光人寿我家阳光 APP 累计用户情况	21
图 32: 阳光人寿新业务价值表现	22
图 33: 部分寿险公司 2020-2024 年新业务价值率	22
图 34: 部分保险公司内含价值对比 (百万元)	23
图 35: 阳光人寿偿付能力	24
图 36: 阳光财险保费收入及同比增长	26
图 37: 阳光财险保费结构	26
图 38: 2024 年阳光财险分险种保费收入情况	27
图 39: 阳光财险费用率、赔付率和综合成本率情况	28
图 40: 阳光财险净利润表现	28
图 41: 阳光财险承保利润及同比增长	28
图 42: 2024 年阳光财险承保利润结构	28
图 43: 阳光财险偿付能力	29
图 44: 阳光财险机动车辆险保费收入及同比增长	30
图 45: 2024 主要财险机动车辆险保费收入增速情况	30
图 46: 阳光财险机动车辆险利润情况	31
图 47: 阳光财险非机动车辆险保费收入及同比增长	32
图 48: 阳光财险非机动车辆险保费收入结构	32
图 49: 阳光财险非机动车辆险承保利润情况	33
图 50: 阳光财险非机动车辆险综合成本率表现	33
图 51: 阳光财险意外伤害和短期健康险保费收入情况	33
图 52: 阳光财险意外伤害和短期健康险承保利润情况	33
图 53: 阳光财险保费收入结构	34
图 54: 阳光财险个人代理和直接销售渠道情况	34

图 55: 阳光财险渠道销售人员和合作机构情况.....	35
图 56: 2024 年阳光财险重要地区保费收入占比 .....	36
图 57: 阳光保险投资资产规模情况 .....	38
图 58: 阳光资管受托管理资产结构 .....	38
图 59: 阳光保险投资资产收益率表现 .....	39
图 60: 2024 年部分保险公司综合投资收益率情况 .....	39
图 61: 阳光保险大类资产配置结构 .....	40
图 62: 阳光保险各资产金额同比增长 .....	40
图 63: 阳光保险按投资目的划分的投资组合结构 (旧会计准则) .....	40
图 64: 阳光保险按投资目的划分的投资组合情况 (新会计准则) .....	40
图 65: 阳光保险固收类资产结构 .....	41
图 66: 阳光保险债券投资资产结构 .....	41
图 67: 政府债规模及同比增长 .....	41
图 68: 政府债期限结构 .....	41
图 69: 境内发行债券 (不含政府债券和政策性金融债) 信用评级情况 .....	42
图 70: 阳光保险权益类资产结构 .....	43
图 71: 2024 年上市险企权益型股票及基金配置比例 .....	43
图 72: 阳光保险股票投资资产情况 .....	44
图 73: 阳光保险理财产品投资资产情况 .....	44
图 74: 阳光保险投资性房地产情况 .....	44

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 阳光保险高级管理层概况 .....	4
表 2: 阳光保险董事概况 .....	4
表 3: 阳光保险主要股东情况 (截至 2024 年 12 月 31 日) .....	5
表 4: 2020 至 2024 年人身险市场份额分布概况 .....	12
表 5: 阳光人寿 2022 年至 2024 年销量前五大产品信息 .....	14
表 6: 阳光人寿内含价值变动因素分解 (百万元) .....	23
表 7: 阳光人寿有效业务价值及一年/半年新业务价值的敏感性测试 .....	25
表 8: 2024 年财险公司排名 (以保费收入计) .....	29
表 9: 阳光保险保险服务收入 (百万元) 及增速假设 .....	45
表 10: 阳光保险可比港股保险公司 PEV 估值情况 .....	46
表 11: 阳光保险财务报表数据预测汇总 .....	48

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048