

2023 年 11 月 25 日

人身险渠道进入转型深水区

人身险行业专题研究

▶ 代理人和银保渠道是我国人身险公司两大核心销售渠道，目前均进入转型深水区。

自 1992 年美国友邦保险将成熟的个人代理人制度引入中国内地，1996 年平安人寿率先引入国外银保先进理念、与中国工商引进建立银保合作关系，代理人渠道和银保渠道逐渐取代最初团险直销渠道的绝对地位，成为我国人身险公司最核心的销售渠道，2022 年保费收入占比合计 95%。

历经 30 年发展，个险&银保再出发。通过复盘我国人身险渠道发展历史，我们认为监管政策和险企的经营策略是驱动渠道发展快慢的关键因素：对个险渠道来说，1992 年国务院选定上海作为保险业开发试点背景下，美国友邦保险个人代理人制度的引入后代理人渠道迎来快速成长，2015 年代理人资格考试取消后代理人数量的井喷式增长驱动代理人渠道重新确立领先地位；对银保渠道来说，2000 年平安寿险推出首个银保渠道专属产品以及其他险企的跟随带领银保业务驶入发展快车道，2010-2018 年期间“90 号文”、银保业务监管指引发布、“134 号文”、“19 号文”等一系列政策出台下银保业务迎来强监管后的收缩。目前，两大核心渠道在外部政策及内部策略的调整下再出发：个险渠道方面，过去粗放式人海战术弊病凸显且难以为继，各险企纷纷坚定推进高质量转型；银保渠道方面，在外部“保险姓保”监管基调以及内部代理人渠道深度转型增长乏力的背景下，险企竞相加强对银保业务的重视程度，引导渠道的价值化转型。

▶ 代理人渠道坚定推进高质量转型。

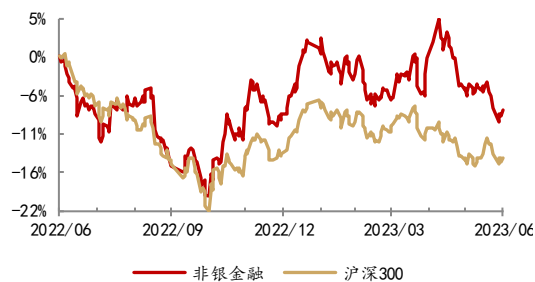
人海战术弊病凸显且动能流失。长期以来，得益于人海战术，行业代理人渠道实现快速增长。然而，在渠道低门槛的背后是代理人整体呈现低专业度→低产能→低留存的粗放式经营特征，以及不断凸显的现实性困境：1) 人口红利递减，靠人力规模驱动增长的模式无法持续；2) 代理人收入水平相比其他新经济行业处于劣势，行业增员和留存困难；3) 专业素质较低的保险代理人无法满足不断升级的客户需求；4) 监管对代理人行为监管力度持续加码。

从数量驱动转向产能提升成为行业共识。2019 年后，各险企大力开展代理人高质量转型。一方面，人员“清虚”，根据原银保监会，全国险企代理制销售人员从 2019 年末的 912 万人近乎腰斩至 2022 年上半年末的 522 万人。另一方面，人力“提质”，主要从两个层面开展：1) 队伍升级，各险企相继推出代理人精英培养计划，通过提升代理人专业素质以开拓和抢占中高端市场；2) 基本法优化，头部险企积极推动基本法版本迭代以匹配自身战略转型、从制度上助力队伍转型目标实现。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



证券分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

► 银保双方重视提升叠加大财富趋势，银保大有可为。

银保渠道呈“高规模、低价值”特征，主要系银保合作模式存在痛点。近年来，银保业务迎来快速发展，对险企规模贡献可观，但对价值贡献有限。2022年，除银行系险企中国平安外，中国太保/新华保险银保渠道新单保费占比分别为

43.4%/26.9%，对应的银保渠道NBV占比分别为9.3%/14.3%；中国平安/中国太保银保渠道NBVM分别为19.2%/2.7%，远低于代理人渠道的36.3%/32.5%。主要系银保双方在渠道定位和合作模式等方面存在痛点：1) 银行营销团队面临多种理财产品的代销考核要求，无法专注于保险销售，叠加缺乏体系化培训和专业管理，难以销售复杂型高价值保险产品；2) 国内银保双方普遍采用“多对多”合作模式，难以建立长期稳定合作关系；3) 银保双方难以在客户经营上有效协同。

客户/银行/险企三端发力驱动银保新发展。 客户端，居民财富管理意识不断加强，保险公司提供的储蓄型和保障型保险在个人养老和财富传承中的优势逐渐得到认可；银行端，零售业务转型已成为银行业未来发展的主要方向，保险产品凭借能够同时满足银行客户养老保障及稳健资产配置的独特属性以及能够为银行带来长期稳定中间收入的优势，在银行零售体系内的重要性将不断提升；险企端，在代理人渠道受内部改革和外部疫情限制展业的影响下，银保渠道重回险企战略视野，成为险企维持规模和价值继续增长的新发力点，各险企积极探索“规模与价值兼顾”的新银保模式。

► 投资建议：

当前人身险渠道转型已进入深水区，负债端复苏态势已现端倪，展望未来，个险渠道有望在险企持续推动代理人队伍升级下实现人均产能不断提升，银保渠道在银保双方加强深度合作叠加大财富趋势下将大有可为，我们看好个险渠道和银保渠道未来的保费和价值成长空间。个股推荐代理人渠道转型领先、银保渠道具备核心优势的中国平安，代理人渠道转型领先、近年来银保占比提升快速的中国太保。

风险提示

宏观经济持续下行；资本市场波动；渠道监管趋严。

盈利预测与估值

重点公司											
股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2021A	2022A	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	42.69	买入	5.77	4.8	6.21	7.68	7.40	8.89	6.87	5.56
601601.SH	中国太保	24.63	买入	2.79	2.56	2.71	3.02	8.83	9.62	9.09	8.16
601628.SH	中国人寿	31.37	买入	1.64	1.14	0.67	0.82	19.13	27.52	46.82	38.26
601336.SH	新华保险	32.04	买入	3.58	3.15	4.83	5.95	8.95	10.17	6.63	5.38

资料来源：，华西证券研究所 注：收盘价日期为2023年11月24日

正文目录

1. 人身险渠道概况	5
2. 人身险渠道发展复盘：监管和经营策略为主要驱动因素	6
2.1. 1992 年以前：市场较封闭，团险直销一枝独秀	6
2.2. 1992-2000 年：代理人制度引入，个险渠道快速成长	7
2.3. 2000-2010 年：投资型产品热销推动银保渠道迅速发展	8
2.4. 2010-2018 年：强监管下银保收缩，考试取消个险重回高光	10
2.5. 2018 年至今：内外部承压下，个险和银保探索高质量转型路径	11
3. 代理人渠道：坚定推进高质量转型	12
3.1. 代理人渠道正由人海战术向人力高质量发展转型	13
3.2. 个险转型进行时，平安和太保改革成效凸显	18
4. 银保渠道：银保双方重视提升叠加加大财富管理趋势，银保大有可为	22
4.1. 银保渠道长期呈“高规模、低价值”特点	22
4.2. 客户/银行/险企三端变化助力银保渠道新发展	24
4.3. 险企积极探索“规模与价值兼顾”新银保模式	26
5. 投资建议	31
6. 风险提示	31

图表目录

图 1 1982-1991 年人身险保费收入及增速	6
图 2 人身险和产险保费收入（亿元）及同比增速	7
图 3 1996 年人身险保费 CR3	8
图 4 1996 年人身险和产险总保费 CR3	8
图 5 2004-2011 年人身险公司各渠道保费占比	9
图 6 银邮和代理人渠道保费（亿元）及增速	9
图 7 2002-2012 年投连险保费收入（亿元）	9
图 8 2002-2012 年万能险保费收入（亿元）	9
图 9 2002-2016 年分红险保费收入（亿元）	10
图 10 2001-2012 年理财型产品保费收入结构	10
图 11 2010-2018 年人身险公司各渠道保费占比	11
图 12 银保和代理人渠道保费（亿元）及增速	11
图 13 人身险公司保护投资款新增交费（亿元）	11
图 14 2007-2019 年我国代理人队伍规模（万人）	11
图 15 我国代理人队伍规模（万人）及增速	12
图 16 2014-2018 年 1 月寿险公司原保费增速	12
图 17 银保和代理人渠道保费（亿元）及增速	12
图 18 监管整体导向回归保障下的寿险产品结构调整	12
图 19 2014-2018 年保险营销员总体新增和退出人数	15
图 20 2015-2017 年寿险营销员流动情况	15
图 21 平安寿险持续打造三高代理人队伍，三好五星体系提升部课经营水平	19
图 22 中国平安代理人人均 NBV（元/年）	20
图 23 中国平安代理人人均月收入（元）	20
图 24 太保寿险积极推动基本法改革	21
图 25 太保保险营销员月人均首年保费业务收入（元）	21
图 26 新华保险个险渠道规模人力基本企稳（万人）	22
图 27 新华保险个险渠道月均人均综合产能（元）	22

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 28	2022 年各险企银保渠道占比	23
图 29	各险企个险和银保渠道新业务价值率对比	23
图 30	2021 年人身险银保业务保费收入构成	24
图 31	2020-2021 年人身险银保新单结构	24
图 32	2008-2024E 个人可投资资产规模 (万亿元)	24
图 33	我国富裕、高净值、超高净值家庭占比未来仍将不断扩大	25
图 34	银行零售业务总营收分析 (亿元)	26
图 35	平安寿险银保渠道保费收入及占比	27
图 36	平安寿险银保渠道新单保费收入及占比	27
图 37	平安寿险银保渠道 NBV 及占比	28
图 38	平安寿险银保渠道 NBVM	28
图 39	太保寿险银保渠道保费收入及占比	29
图 40	太保寿险银保渠道新单保费收入及占比	29
图 41	太保寿险银保渠道 NBV 及占比	29
图 42	太保寿险银保渠道 NBVM	29
图 43	中国人寿银保渠道保费收入及占比	30
图 44	中国人寿银保渠道 NBV 及占比	30
图 45	新华保险银保渠道保费收入及占比	30
图 46	新华保险银保渠道期交保费	30
图 47	新华保险银保渠道新单保费及占比	31
图 48	新华保险银保渠道 NBV 及占比	31
表 1	人身险主要销售渠道分类	5
表 2	我国人身险主要渠道的特点	6
表 3	1993-1999 年银行存款利率 (一年定期) 和寿险预定利率变动	8
表 4	代理人渠道 NBV 是人身险业务 NBV 增长的主要贡献	14
表 5	新单快速增长推动代理人渠道 NBV 迅速提升	14
表 6	代理人数量快速增速推动代理人渠道新单快速提升	14
表 7	代理人渠道 NBV 是拖累人身险业务 NBV 的主要原因	16
表 8	代理人渠道利润率下降导致渠道 NBV 下滑	16
表 9	人均产能增长稀释了代理人数量的下降对渠道 FYP 的拖累	17
表 10	2020 年以来部分寿险公司发布或升级的个险队伍精英化项目	17

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

1. 人身险渠道概况

人身险销售渠道是指人身险产品销售的途径和方式，是连接客户需求和产品及服务供给的桥梁。我国人身险销售渠道主要分为：1) 代理人渠道（即营销员）；2) 兼业代理（主要是银保渠道）；3) 专业中介（主要包括专业代理和经纪渠道）；4) 公司直销渠道。目前，专属个人代理和银行兼业代理构成了我国人身险公司最核心的销售渠道，2022 年在总保费收入中占比分别为 54%和 40%。同时，专业中介渠道也取得了快速发展，根据中国保险年鉴，2018-2021 年人身险公司专业代理和经纪渠道保费收入 CAGR 分别达 50.5%和 33.4%。此外，人身险公司直销渠道保费占比基本稳定在 7-8%。

表 1 人身险主要销售渠道分类

渠道	定义	主要销售产品
代理人渠道	个人代理人根据保险人的委托，向保险人收取佣金，并在保险人授权的范围内代为办理保险业务的渠道。	全能型产品销售渠道；在销售复杂的保障类产品上有先天优势
银保渠道	银行接受保险公司委托，在保险公司授权的范围内代理保险公司进行保险产品销售并收取手续费的渠道。	产品结构较单一，主要为储蓄或理财型的短期、趸缴类产品
专业代理&经纪渠道	专业代理渠道是专业代理机构根据接受保险公司委托，在保险公司授权的范围内代理保险公司进行保险产品销售并收取手续费的渠道。 经纪渠道是基于投保人的利益，为投保人与保险公司订立保险合同提供中介服务，并依法收取佣金的渠道。	可针对不同客户需求销售适合的产品
公司直销	保险公司通过自有雇员、电话中心、互联网等直接向客户销售保险产品。	团险；同时符合标准化、简单、一次性的产品

资料来源：鲁峰《寿险渠道选择须重三大根本》，今日保，华西证券研究所

供给端各渠道具有各自鲜明的特点，渠道的选择需要考虑需求端产品的定位。代理人渠道的建立需要大量资金投入、较长的队伍培育时间并承担较高的失败几率，因此具有资金优势的头部险企的市场份额较高。就复杂的长期保障类产品而言，面对销售的专业代理人渠道有先天的优势，因此产品的新业务价值率较高。银保渠道中，银行在合作中话语权较强，因此渠道成本较高，且银保产品主要是具有理财性质的短期趸缴型产品，因此产品利润率较低，但银保渠道天然具有庞大的客户基础和天然的场景优势，如银行网点在销售理财型或长期储蓄型寿险产品上都有天然场景的契合性。此外，银保渠道网点机构分布众多，有高效率、上规模的销售优势。专业代理、经纪渠道的专业度较高，能够从客户利益出发满足客户多样化、个性化的需求，但相比个险，经代渠道成本更高、产品价值率更低。电网销渠道的客户覆盖面广、效率高、渠道成本较低，但由于销售场景的特殊性，只适合销售一些标准化的、简单的一次性产品，如短期健康险，因此产品的利润率较低。

表 2 我国人身险主要渠道的特点

渠道	代理人渠道	银保渠道	专业代理/经纪渠道	网销
面向客群	各个阶层、客户最广泛	主要是银行的客户	部分特定细分客户群体	广泛网民
渠道可控度	强	弱	弱	强
保单复杂度	复杂	简单	复杂	简单
产品利润	高	低	一般	低
渠道成本	高	高	特别高	较低
渠道集中度	高	较高	低	低
销售优势	面对面销售	高效率、易上规模、投资者信任度高	可满足客户多样化需求	覆盖面广、高效率

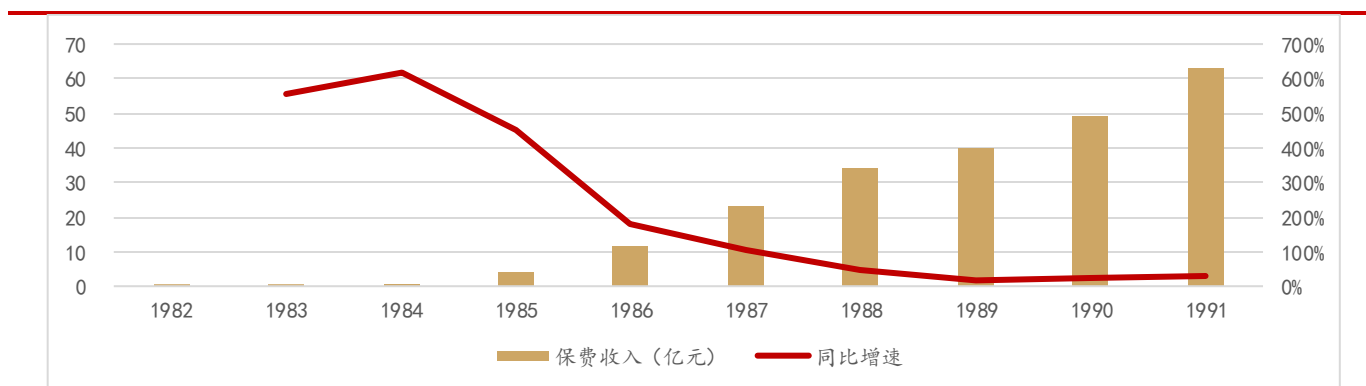
资料来源：今日保，华西证券研究所

2. 人身险渠道发展复盘：监管和经营策略为主要驱动因素

2.1. 1992 年以前：市场较封闭，团险直销一枝独秀

1978 年，中国实行改革开放政策，开始社会主义现代化建设的新征程。为适应经济体制改革和市场经济发展的需要，中国开始恢复停办了 20 余年的国内保险业务。作为当时我国唯一一家保险公司，中国人民保险公司也逐步恢复了国内财产保险和人寿保险业务。1988 年中国第一家股份制保险公司——中国平安保险公司在深圳成立，开创了中国保险业多元化经营的先河。1989 年，中国第一家外资合资保险公司——美国美邦人寿保险有限公司（AIA）成立，标志着中国保险业开始对外开放。1991 年，中国第一家地方性保险公司——太平洋保险公司在上海成立，打破了中国人保在国内市场的垄断地位。在这一阶段，我国保险市场仍较为封闭，保险主体还较少，全社会的保险意识较为淡薄，居民的消费能力有限。截至 1991 年，全国人身险保费收入仅为 63.17 亿元。保险公司的产品开发和管理能力较低，以产险为主，人身险产品形态相对简单；保险公司几乎仅通过团体直销渠道进行销售，同时发力行业兼业代理和农村代办拓展保险业务。

图 1 1982-1991 年人身险保费收入及增速



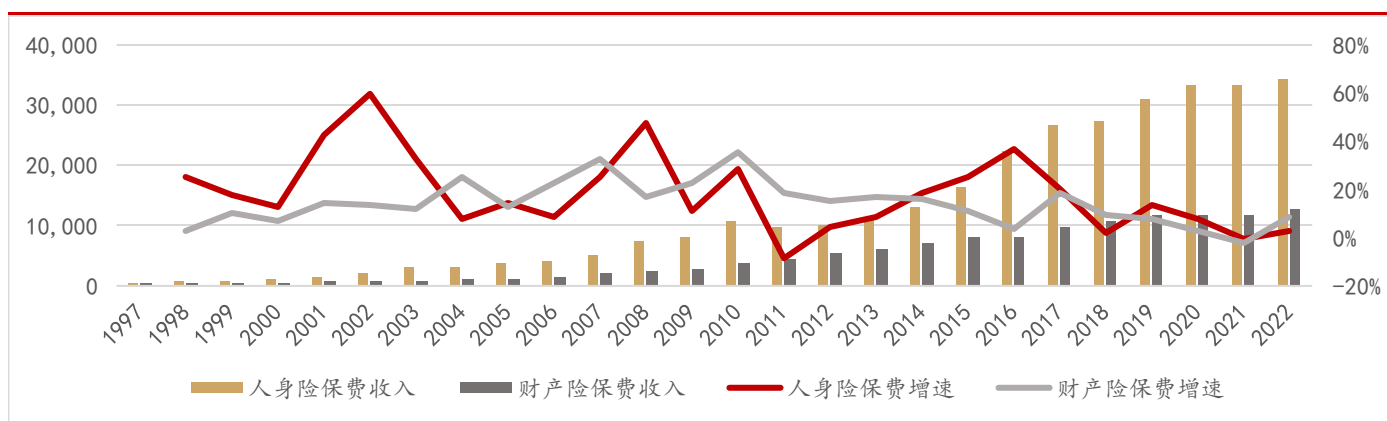
资料来源：《中国人身保险保费收入的实证分析与预测研究》，华西证券研究所

2.2. 1992-2000 年：代理人制度引入，个险渠道快速成长

1992 年，国务院选定上海作为保险业开放的试点城市，美国友邦保险作为第一家外资保险公司在上海成立分公司，将成熟的个人代理人制度引入中国内地，颠覆了以往仅通过门店柜台销售的传统模式。此后，我国内地各大保险公司相继效仿，重点开发个人寿险产品及服务，促进了人身险业务的进一步发展。代理人模式崛起后，单一的产品已经不能满足客户的多样性需求，寿险公司逐渐将业务发展重点从团体展业向个险业务转移。20 世纪 90 年代中期，代理人渠道实现的保费收入已超过团体直销。1996 年，平安人寿率先引入国外银行保险先进理念，与中国工商银行建立银保合作关系，成为国内第一家尝试银保业务的公司，此后，各公司也纷纷跟进。但由于此时银保渠道以五年趸交产品为主，与银行五年定存相比竞争力不大，保费规模尚小。根据今日保和中国保险年鉴，截至 2000 年，代理人渠道保费在人身险保费中的占比高达 80%，而银保渠道占比不到 1%，直销渠道保费收入占比逐步减少，保险经代渠道则尚处于初期起步阶段。

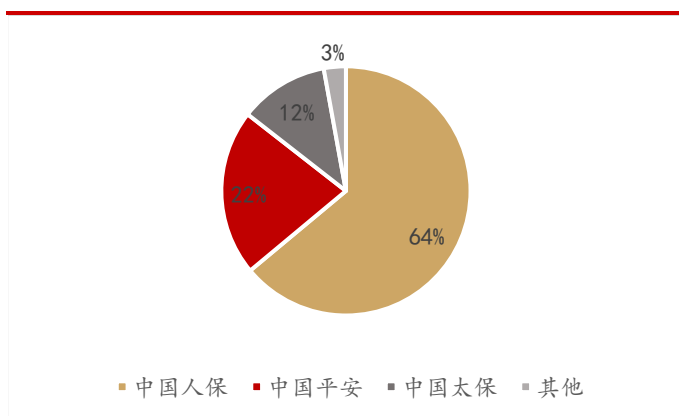
在这一阶段，保险市场主体数量快速增加，保险竞争市场初步形成。根据中国保险年鉴，截至 1996 年底，中国人保、中国平安及中国太保的寿险市场占有率和总保费占有率均超过 97%。开办的险种逐渐丰富，由最初单一的财产保险，拓展到包括财产险、人身险、责任险和信用险四大类上百种险种。其中，人身险从 1997 年开始在总保费收入上超过产险保费，成为保险业务中最主要的险种，人身险业务进入快速发展时期。

图 2 人身险和产险保费收入（亿元）及同比增速



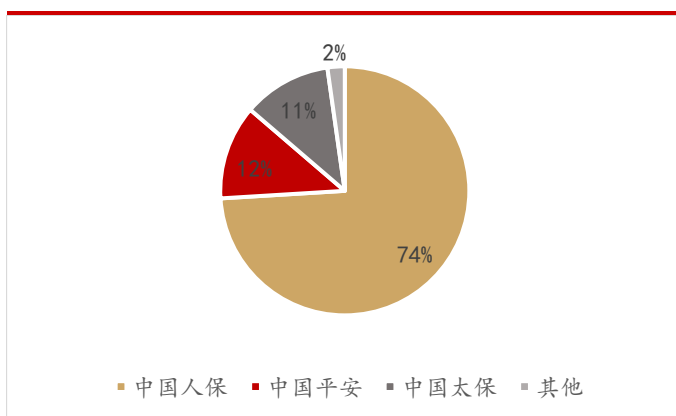
资料来源：中国保险年鉴，华西证券研究所

图 3 1996 年人身险保费 CR3



资料来源：中国保险年鉴，华西证券研究所

图 4 1996 年人身险和产险总保费 CR3



资料来源：中国保险年鉴，华西证券研究所

2.3. 2000-2010 年：投资型产品热销推动银保渠道迅速发展

1999 年以前，由于投资渠道单一，我国普通型寿险产品保单利率很大程度上取决于银行利率，由于当时银行存款利率普遍较高，因此预定利率普遍为 7-8%，个别甚至达 9%。受亚洲金融风暴等事件影响，为拉动内需提振经济，1996 年 5 月-1999 年 6 月央行连续 7 次下调居民储蓄存款利率，一年期存款利率从 10.98% 下调至 2.25%。寿险公司陷入利差损困境。1999 年 6 月原保监会出台《关于调整寿险保单预定利率的首先通知》规定寿险产品的预定利率不得超过年复利 2.5%，上限与存款利率基本持平，普通型人身保险销售难度增加。为应对产品销售困境和客户更多元的理财需求，保险行业开启新一轮改革，引入收益率浮动的分红险、万能险和投连型等投资型人身险产品。在利率下行的背景下，保障型传统寿险产品失去市场竞争力，而兼具保险和投资功能的新型投资型人身险产品迅速掀起新的销售热潮，成为推动我国寿险业快速增长的主要动力。

表 3 1993-1999 年银行存款利率（一年定期）和寿险预定利率变动

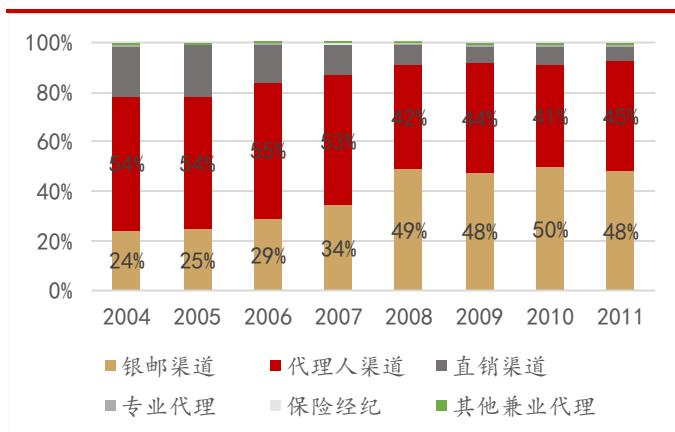
时间	1993 年 7 月	1996 年 5 月	1996 年 8 月	1997 年 10 月	1998 年 3 月	1998 年 7 月	1998 年 12 月	1999 年 6 月
存款利率	10.98%	9.18%	7.47%	5.67%	5.22%	4.77%	3.78%	2.25%
预定利率	9%	10%	8.8%	7.5%	6.5%	4.5%	4.5%	2.5%

资料来源：《保险的起源与繁荣》，华西证券研究所

理财型人身险与银行理财产品相似，易被银行客户接受，推动银保渠道迎来快速发展。2000 年，平安寿险推出了首个银保渠道专属产品——“千禧红”两全保险，具有较强的投资价值，产品在上海各大银行、邮局的柜面推出后，受到市场追捧，标志着银保业务的正式启动。随后中国人寿、泰康人寿、新华人寿等公司于工商银行、中国银行等相继推出了“鸿泰两全”“鸿星少儿”“千里马”“红双喜”等银行代理产品。自此，中国的银行保险业务进入快速发展轨道，并在 2003 年监管机构允许一家银行同多家保险公司合作之后迅速成长为国内最重要的保险销售渠道之一，2000-2003 年银邮渠道保费收入从 4 亿元跃升至 765 亿元。然而，由于银行网点的稀缺性，各大保险公司竞争银保渠道导致乱象频出：“小账”泛滥导致渠道成本高企、销售误导等。因此，2004 年监管部门出台了多项规定以规范银行代理人身险业务的发展，各家险企先后压缩银保规模，渠道增速放缓且延续至 2006 年。2007 年投连险和万能

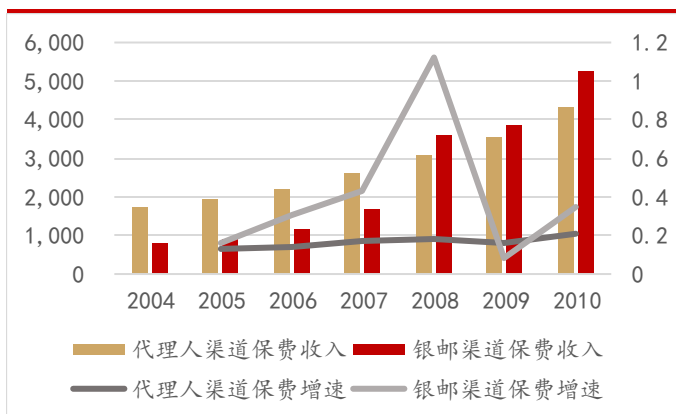
险大规模增长，2008 年世界金融危机叠加《企业会计准则解释第 2 号》对投连险和万能险的新规定的影响，导致投连险和万能险保费收入跌落谷底，各寿险公司纷纷调整产品结构，将销售和发展的重点转移至分红险产品。在这一阶段，理财型寿险产品的热销推动银保渠道保费规模突飞猛进，2008 年保费占比首次超过个险渠道，成为人身险第一大销售渠道（持续至 2011 年），2010 年达到历史最高点 50%。代理人渠道占比降幅较大，由 2000 年的 80%下降至 2010 年的 41%；公司直销渠道则持续回落至 7%。

图 5 2004-2011 年人身险公司各渠道保费占比



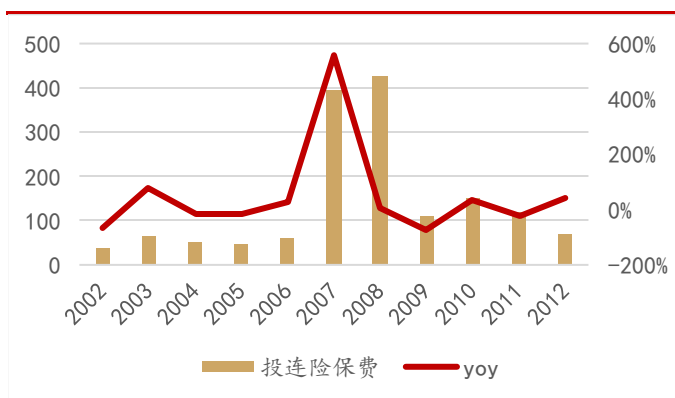
资料来源：中国保险年鉴，华西证券研究所

图 6 银邮和代理人渠道保费（亿元）及增速



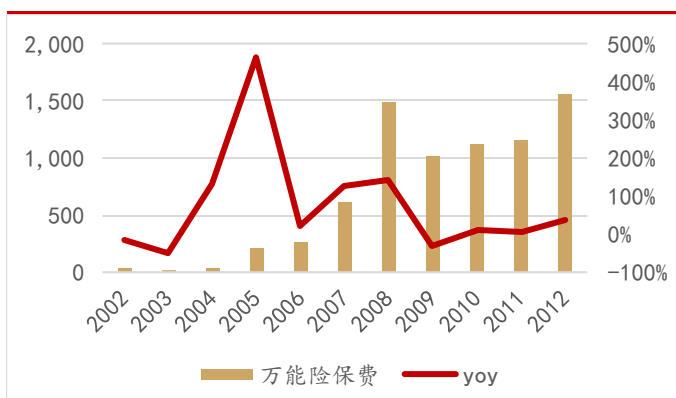
资料来源：中国保险年鉴，华西证券研究所

图 7 2002-2012 年投连险保费收入（亿元）



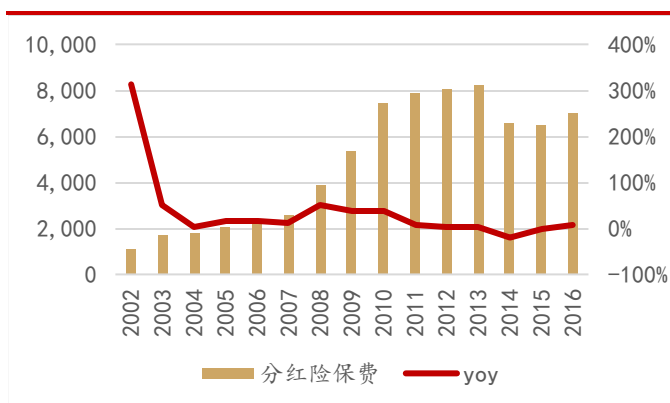
资料来源：财经杂志，华西证券研究所

图 8 2002-2012 年万能险保费收入（亿元）



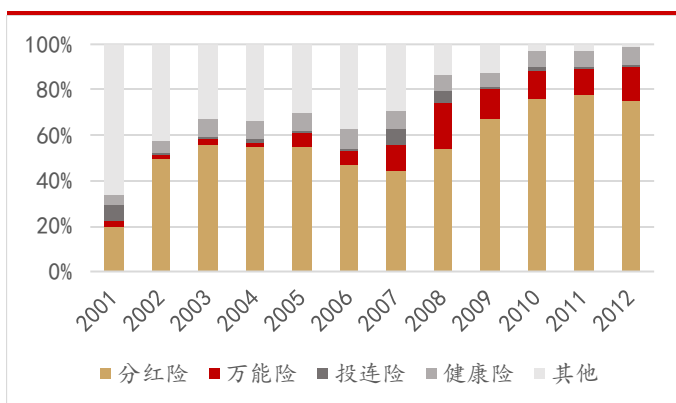
资料来源：财经杂志，华西证券研究所

图 9 2002-2016 年分红险保费收入（亿元）



资料来源：财经杂志，华西证券研究所

图 10 2001-2012 年理财型产品保费收入结构



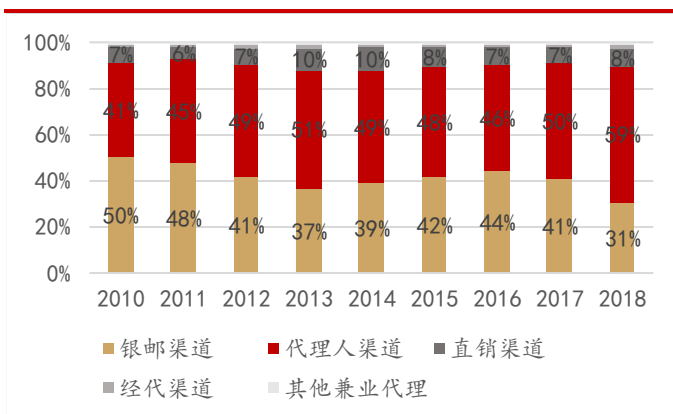
资料来源：财经杂志，华西证券研究所

2.4. 2010-2018 年:强监管下银保收缩，考试取消个险重回高光

银保渠道问题频发，迎来强监管约束。一方面，银保渠道是中型险企冲规模、小型险企切入市场的利器，主打销售投连险、万能险等理财型产品，价值率低；以 3 年期以下和趸交产品为主，保费规模快速上量。这一模式下，险企面临“短钱长投”风险，同时，由于产品期限过短，险企每年面临较大兑付压力，通过不断提高产品收益率“卖新买旧”，在利率持续下行趋势下，投资风险日益凸显。另一方面，经过监管部门几年来的重点整顿，银保市场秩序有了一定好转，但销售误导、账外违规支付手续费等问题没有得到根本解决。为进一步引导银保市场健康发展，2010 年底原银监会发布“90 号文”，2011 年初原银监会和原保监会联合发布银保业务监管指引。受到两大政策影响，银保业务保费规模骤减，2013 年保费收入占比下滑至 37%。2014-2016 年，银保渠道保费收入占比有所回升，主要系万能险最低保证利率放开、评估利率上限设定为年复利 3.5%，而股票市场整体表现良好为险企提升投资收益创造了有利条件，部分中小险企通过银保渠道销售大量万能险等中短存续期产品做大规模，期间以万能险为主的保护投资款新增交费 CAGR 高达 74%。然而，中短期存续产品存在退保率过高、利差损风险突出等问题，最终可能导致行业流动性危机。因此 2016 年开始，监管出台“134 号文”、“19 号文”等一系列政策，压降快返型等中短期存续产品规模，引导险企发展长期保障业务，2018 年银保渠道保费收入占比大幅下降至 31%。

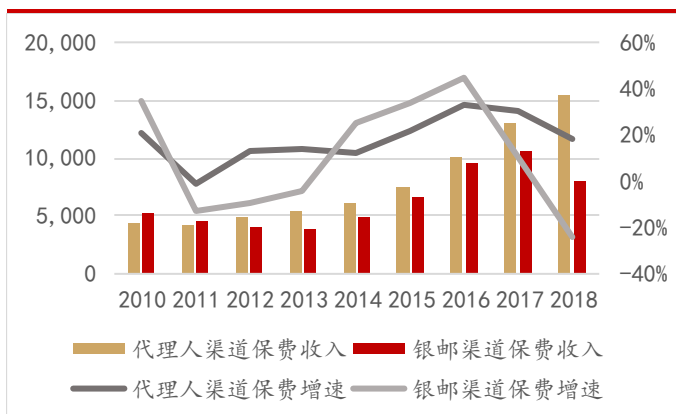
代理人考试取消，个险渠道重回高光。2012 年个险渠道保费占比 49%，重新夺回人身险第一大渠道的位置。2015 年原银监会发布新规，代理人资格获取方式由考试改为登记，代理人队伍规模迎来井喷式暴涨，2014-2019 年代理人数量年复合增速高达 22.9%（2014 年 325 万人，2019 年高达 912 万人）。人力规模的大幅扩张推动个险渠道保费收入快速增长，以个险渠道为主的传统寿险和重疾险产品保费收入随之水涨船高。受“134 号文”影响，2017-2018 年保障型产品价值转型取得突破，个险渠道保费占比进一步提升至 59%。公司直销渠道在网销、电销的快速发展推动下，保费占比基本稳定在 7-10%；保险经代渠道总体规模仍有限，占比维持在 1-2%。

图 11 2010-2018 年人身险公司各渠道保费占比



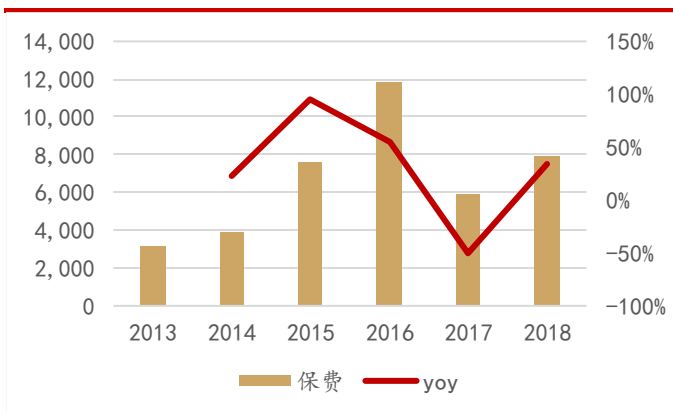
资料来源：中国保险年鉴，华西证券研究所

图 12 银保和代理人渠道保费（亿元）及增速



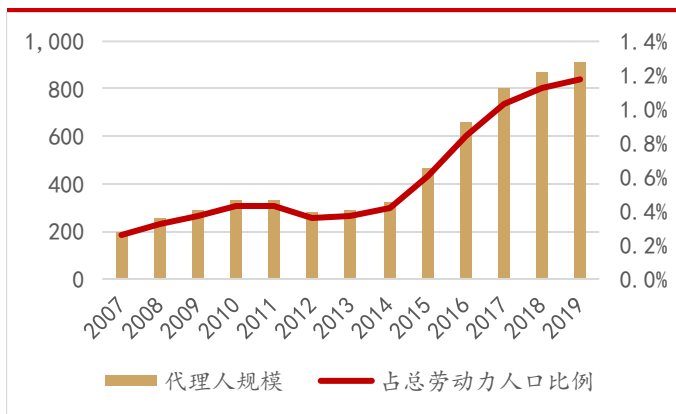
资料来源：中国保险年鉴，华西证券研究所

图 13 人身险公司保护投资款新增交费（亿元）



资料来源：国家金融监管局，华西证券研究所

图 14 2007-2019 年我国代理人队伍规模（万人）



资料来源：中国保险网，每日经济新闻，中国经济网，原银保监会，华西证券研究所

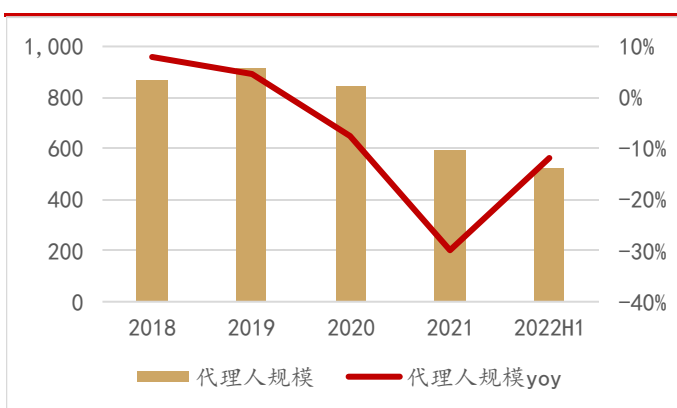
2.5. 2018 年至今：内外部承压下，个险和银保探索高质量转型路径

人海红利减退，个险渠道从人力驱动向产能提升积极转型。2018-2019 年代理人数量占总劳动力人口比例突破 1%，规模继续增长的空间有限，过去粗放式人力增长推动保费规模扩张模式下的矛盾日益凸显：1) 监管从严使得快返型产品停售，影响营销员产能，导致营销员收入下降，且相比其他平行行业而言过低的收入造成代理人增员困难且留存率低。2) 2018 年受政策压降中短期存续产品影响，寿险开门红业务低位开局，而储蓄型产品、长期保障型产品复杂性较高，变相提高对代理人的销售素质要求。3) 传统营销模式的弊端逐渐暴露，一方面，过于追求人员数量，而代理人素质良莠不齐，自保件套利、退保黑产、销售误导等问题突出，同时代理人主要通过佣金激励政策推动销售，且渠道产品类型单一；另一方面新一代消费者尤其是 80 后、90 后开始自己研究保险产品，对销售人员的专业能力要求进一步提高。2020 年开始，代理人渠道“清虚提质”成为行业共识：一方面，各险企或主动、或被动开展代理人队伍的“清虚”活动，全行业代理人持续大幅下滑，渠道保费收入也相应下滑另一

方面，各险企通过设计更有竞争力的基本法、薪酬激励制度和管理模式等方式优增和发展高端代理人队伍，以期改善代理人产能实现新业务价值增长。

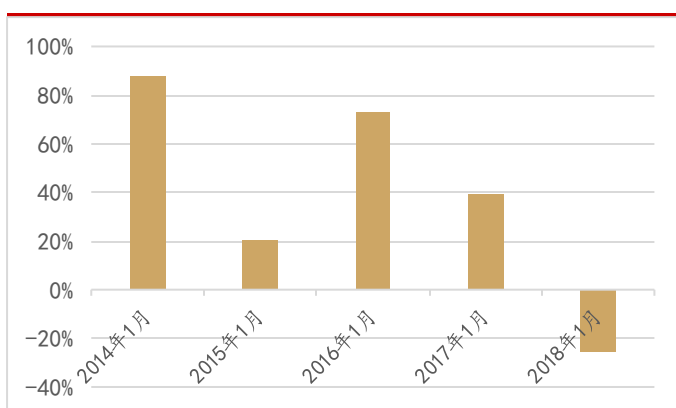
监管引导银保渠道价值转型。在“保险姓保”的监管基调上，监管部门持续推出一系列政策发文引导银保渠道大力发展长期储蓄型和保障型保险产品，持续调整和优化银保渠道业务结构，同时规范行业长期存在的扰乱银保市场秩序的手续费“小账”乱象。2019 年原银保监会发布《商业银行代理保险业务管理办法》（即“179 号文”）和《关于规范两全保险产品有关问题的通知》，对银保渠道代理的储蓄型、理财型保险产品在开发、设计和销售等方面进行了更严格的监管。2023 年国家金融监管局下发《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》，要求各险企在银保渠道手续费上严格落实“报行合一”；随后上海市、广东省保险业协会陆续发布相应的《人身保险银保业务自律公约》。与此同时，随着代理人渠道在内部改革和外部疫情限制展业等多重冲击下，各保险公司竞相提高对银保渠道的重视程度，银保渠道实现稳健增长，且明显高于保险市场平均增速。

图 15 我国代理人队伍规模（万人）及增速



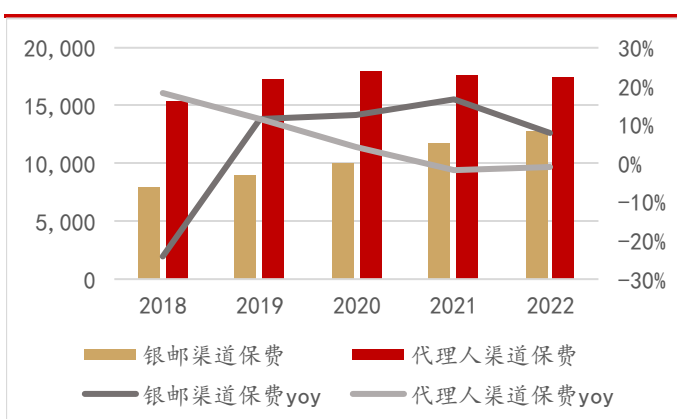
资料来源：中国保险网，每日经济新闻，中国经济网，原银保监会，华西证券研究所

图 16 2014-2018 年 1 月寿险公司原保费增速



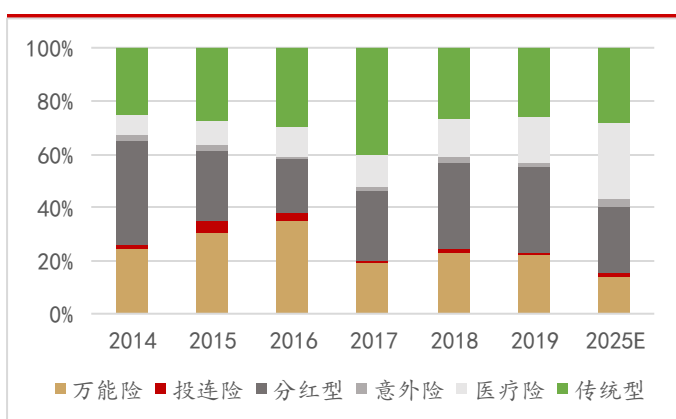
资料来源：国家金融监管局，华西证券研究所

图 17 银保和代理人渠道保费（亿元）及增速



资料来源：中国保险年鉴，华西证券研究所

图 18 监管整体导向回归保障下的寿险产品结构调整



资料来源：麦肯锡《破解迷思，探索高质量银保发展新模式》，华西证券研究所

3. 代理人渠道：坚定推进高质量转型

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

3.1. 代理人渠道正由人海战术向人力高质量发展转型

3.1.1. 过去人海战术是 NBV 的主要驱动力

长期以来，行业普遍采用“人海战术”，高度依赖快速增员。2014-2018 年，国内寿险代理人渠道经历了监管松绑后的高速发展。从个险 NBV 增速的归因分析来看，人力规模迅速增长推动个险 FYP 快速提升，从而推动个险 NBV 乃至整体 NBV 的高速增长。也就是说，代理人渠道价值的边际变化来自于人力高增速的贡献：从全行业来看，根据中国保险网、每日经济新闻、原银保监会等披露，2014-2018 年代理人数量 CAGR 达 29%；从主要上市险企来看，2014-2018 年中国太保/中国平安/中国人寿/新华保险/中国人保的代理人数量 CAGR 分别为 25.3%/22.2%/18%/15.8%/26.9%，与行业趋势基本一致。这一阶段，我国大陆重疾险尚处于高速发展的新客时代，大量重疾保单客户需求亟待代理人开发，因此，新增代理人仅靠缘故单便可在初期实现较好的产能与收入，进而吸引更多代理人加入从而保证了‘大进大出’的人海战术的发展。

然而在低门槛带来人力爆发式增长驱动行业快速发展的背后，渠道整体呈现低专业度→低产能→高脱落率的粗放式经营特征：（1）**低专业度**：主要体现在①低学历，根据中保协，这一阶段保险营销员的学历以高中及中专、大专学历为主，2018 年高中及以下学历人群占比超过 65%，本科及以上学历占比不足 13%；同时，这类代理人由于阶层的差异，难以真正了解客户需求尤其是高端客户的需求，并且缺乏针对目标客户需求进行保障规划的展业理念，因此大多以缘故单销售为主，《2018 中国保险中介市场生态白皮书》（以下简称白皮书）显示，超过 80%的营销员反映其客户来源于身边的熟人；并且，基于低素质代理人打造的培训和督导体系，以“填鸭”为主，缺乏有针对性的技能辅导；②低从业年限，根据《中国寿险代理人渠道调研报告》，2019 年受访公司实动人力总体平均在职年限为 1.65 年，远低于美国寿险代理人平均在职年限的 6 年（2017 年数据）。相对而言，保险营销员的从业时间越长，对行业的认知越深刻，获得成功的概率越大。白皮书显示，近 80%的保险营销员因专业能力不够而对工作感到困惑。随着保险品种的种类越来越丰富，设计越来越复杂，行业对于营销员个人知识水平的要求也越来越高。（2）**与低专业度相对应的是低产能**：以国内领先上市寿险公司为例，2018 年中国太保/中国平安/中国人寿/新华保险/中国人保代理人月均产能已不足万元，对应 2014-2018 年 CAGR 分别为 2.4%/6.4%/4%/-1.6%/-25.7%，而反观我国名义人均 GDP 同时期 CAGR 达 8.7%。整体而言，代理人产能的提升远落后于经济社会发展水平。白皮书也显示，约 75%的营销员月保单件数不足 2 件；即使剔除新人，也只有不到 15%的营销员月保单在 3 件及以上。与产能低增长甚至负增长相对应的是营销员的低收入：据 BCG 披露，2016-2020 年代理人平均月工资为 3500 元，仅为全国就业人员平均月工资的 61%。而且大部分公司对一线代理人不设置底薪，基本保障不足。（3）**与低产能和低收入相对应的是高脱落率**：根据中保协，2015-2017 年寿险营销员保持 75%以上增员率的同时，脱落率也一直在 50%上下。而“收入来源单一，收入水平偏低且不稳定”是营销员高流动率的主要“导火索”。高频率的人员流动，给投保人或受益人的理赔、续期缴费、定点医院变化等问题都带来较大不便，并使保险公司陷入“招聘-流失-再招聘-再流失”的恶性循环。

表 4 代理人渠道 NBV 是人身险业务 NBV 增长的主要贡献

	人身险业务 NBV (亿元)			代理人渠道 NBV (亿元)			代理人渠道 NBV 占比		
	2014	2018	CAGR	2014	2018	CAGR	2014	2018	变动
中国太保	87.25	271.20	32.8%	80.69	271.20	35.4%	92.5%	100.0%	7.5%
中国平安	219.66	722.94	34.7%	208.00	718.74	36.3%	94.7%	99.4%	4.7%
中国人寿	232.53	495.11	20.8%	217.40	428.39	18.5%	93.5%	86.5%	-7.0%
新华保险	49.12	122.10	25.6%	47.13	117.25	25.6%	95.9%	96.0%	0.1%
中国人保	36.68	57.35	11.8%	15.54	49.16	33.4%	42.4%	85.7%	43.4%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 5 新单快速增长推动代理人渠道 NBV 迅速提升

	代理人渠道 NBV (亿元)			代理人渠道 FYP (亿元)			代理人渠道 NBVM		
	2014	2018	CAGR	2014	2018	CAGR	2014	2018	变动
中国太保	80.69	271.20	35.4%	172.81	467.04	28.2%	46.7%	58.1%	11.4%
中国平安	208.00	718.74	36.3%	467.31	1334.17	30.0%	44.5%	53.9%	9.4%
中国人寿	217.40	428.39	18.5%	402.86	913.48	22.7%	54.0%	46.9%	-7.1%
新华保险	47.13	117.25	25.6%	114.73	193.58	14.0%	41.1%	60.6%	19.0%
中国人保	15.54	49.16	33.4%	161.18	127.27	-5.7%	9.6%	38.6%	29.0%

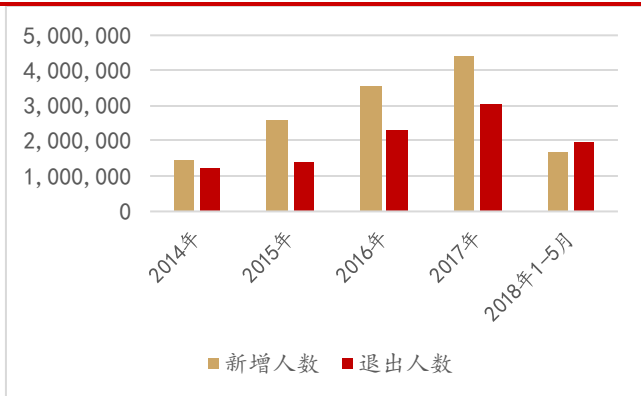
资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 6 代理人数量快速增速推动代理人渠道新单快速提升

	代理人渠道 FYP (亿元)			代理人数量 (万)			月人均产能 (元)		
	2014	2018	CAGR	2014	2018	CAGR	2014	2018	CAGR
中国太保	172.81	467.04	28.2%	34.40	84.70	25.3%	4186.29	4595.04	2.4%
中国平安	467.31	1334.17	30.0%	63.56	141.74	22.2%	6127.36	7844.00	6.4%
中国人寿	402.86	913.48	22.7%	74.30	143.90	18.0%	4518.39	5290.02	4.0%
新华保险	114.73	193.58	14.0%	20.60	37.00	15.8%	4641.18	4359.91	-1.6%
中国人保	161.18	127.27	-5.7%	9.50	24.60	26.9%	14138.60	4311.31	-25.7%

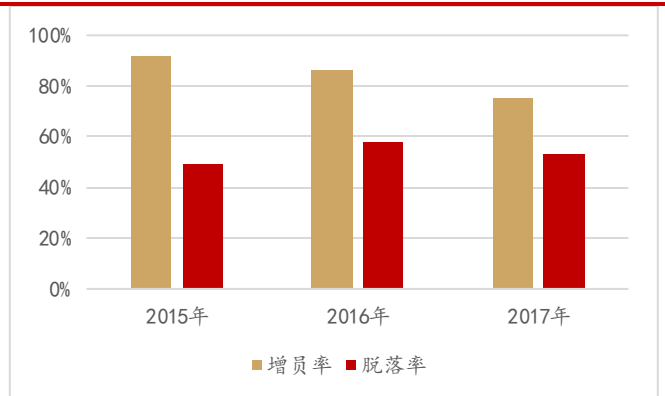
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 19 2014-2018 年保险营销员总体新增和退出人数



资料来源：中保协，华西证券研究所

图 20 2015-2017 年寿险营销员流动情况



资料来源：中保协，华西证券研究所

“人海战术”的粗放式经营模式所面临的制度性缺陷与现实性困境凸显，转型势在必行。1) 人口红利递减，传统的依靠代理人规模驱动的增长模式无法持续。2017-2020 年我国代理人数量占总劳动力人口比例均超 1%，明显超越国际上大部分成熟市场（根据 BCG，美国 0.71%，韩国 0.38%，日本 0.35%）。考虑到劳动人口占总人口比例下降的趋势，叠加营销队伍的低留存率，保险营销员规模继续增长的空间有限。2) 与新经济下的劳动密集型行业相比，多年来代理人销售产能未得到提升，其收入水平、工作辛苦程度、稳定性和受尊重程度没有太多优势，行业增员困难。根据 BCG，快递员的平均月工资从 2016 年的 4500 元涨到 2018 年的 6000 元，除了快递业，外卖、家政等工资均有不少增长。3) 保险高潜客户的特征正发生变化，传统的展业模式已无法满足客户需求。随着主力消费客群年轻化及互联网普及率提升，通过“缘故单”进行获客的模式效率低下，而通过互联网渠道进行保险知识普及和优质的视频创作即可吸引大量的粉丝，并且通过该方法获得的客户拥有较高的保险意识，转化成功率更高。因此，保险客户的资源的争夺已成为线上流量的争夺，线下代理人渠道在竞争中处于弱势地位。同时，互联网普及了保险知识，部分客户从过去根据代理人说教购买保险产品逐步转变为能够通过自我学习分析、根据自身需求进行产品配置。此外，客户所处年龄、家庭条件以及家庭所处阶段所衍生出的保险需求也不同。无论是人员、渠道还是客户消费观念的改变，本质均要求破除传统线下代理人渠道获客能力较差、整体素质不高、销售产品单一、销售理念固化的劣势，从“以公司产品为导向”的销售模式转变为“以客户利益为中心”的销售模式。4) 银保监会对保险公司的监管力度不断加大，尤其对保险代理人的行为监管持续加码。过去过于追求人员数量导致代理人素质良莠不齐，长险短做、自保件套利、退保黑产、销售误导等触及监管红线的问题凸显。部分行为不太规范的保险代理人，由于无法适应新的监管要求，只能选择从事其他行业。2019 年上半年，监管便已陆续下发了《中国银保监会办公厅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》《关于开展保险公司销售从业人员执业登记数据清核工作的通知》等清虚整顿相关文件，从人员清虚、隶属归位、信息补全、加强维护，到对虚构中介业务、虚列费用等，系统性解决代理人队伍存在的问题。

3.1.2. 人力发展模式从数量驱动转向高质量发展

从依赖代理人规模扩张转向提升代理人产能的效率提升周期成为行业共识。人员“清虚”方面：2019 年后，各保险公司或主动、或被动地开展代理人队伍的“清虚”活动。从全行业来看，据原银保监会披露，2019 年末，全国保险公司代理制销售人员为 912 万人，连续下滑至 2022 年上半年的 521.7 万人，较 2019 年年底降幅高达 42.8%。从上市险企来看，2019-2022 年太保/平安/国寿/新华寿险代理人数量年均分别下降 24.2%/23.7%/-17.5%/-14.6%/-20.7%。产能提升方面：由于代理人产能由

营销员的整体素质决定，而产能高低同样影响着营销员的收入多少，同时，高收入水平能够有效减少营销员的流失，而高收入意味着需要高素质的销售人员。于一般素质的队伍相比，高素质代理人具备专业知识、职业素养和销售能力，并注重客户关系的建立和维护，能通过个性化的服务和专业咨询，为客户提供全面的风险管理和保险规划方案。国际经验表明，优秀的保险代理人是保险市场成功发展的关键要素之一。此前，美国、英国、日本等相对成熟的保险市场都曾经历粗放发展阶段，其代理人队伍的模式、结构、市场监管、公司基本法及激励机制也在不断的转型和调整中走向成熟。2020年以来，大型寿险相继进行个险渠道升级并取得一定成效，2018-2022年太保/平安/国寿/新华代理人人均产能年均分别提升14.5%/8.7%/28.2%/43.2%/33%。

表7 代理人渠道NBV是拖累人身险业务NBV的主要原因

	人身险业务NBV (亿元)			代理人渠道NBV (亿元)			代理人渠道NBV占比		
	2018	2022	CAGR	2018	2022	CAGR	2018	2022	变动
中国太保	271.20	92.05	-23.67%	271.20	83.38	-25.5%	100.0%	90.58%	-9.42%
中国平安	722.94	288.2	-20.54%	718.74	229.32	-24.8%	99.4%	79.57%	-19.83%
中国人寿	495.11	360.04	-7.66%	428.39	333.33	-6.1%	86.5%	92.58%	6.08%
新华保险	122.10	24.23	-33.26%	117.25	23.39	-33.0%	96.0%	96.53%	0.53%
中国人保	57.35	26.69	-17.40%	49.16	20.71	-19.44%	85.70%	77.59%	-8.11%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表8 代理人渠道利润率下降导致渠道NBV下滑

	代理人渠道NBV (亿元)			代理人渠道FYP (亿元)			代理人渠道NBVM		
	2018	2022	CAGR	2018	2022	CAGR	2018	2022	变动
中国太保	271.20	83.38	-25.5%	467.04	264.58	-13.2%	58.1%	31.5%	-26.6%
中国平安	718.74	229.32	-24.8%	1334.17	631.00	-17.1%	53.9%	36.3%	-17.5%
中国人寿	428.39	333.33	-6.1%	913.48	1145.46	5.8%	46.9%	29.1%	-17.8%
新华保险	117.25	23.39	-33.0%	193.58	433.62	22.3%	60.6%	5.4%	-54.7%
中国人保	49.16	20.71	-19.44%	127.27	157.74	5.51%	38.60%	13.13%	-25.47%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 9 人均产能增长稀释了代理人数量的下降对渠道 FYP 的拖累

	代理人渠道 FYP (亿元)			代理人数量 (万)			月人均产能 (元)		
	2018	2022	CAGR	2018	2022	CAGR	2018	2022	CAGR
中国太保	467.04	264.58	-13.2%	84.70	27.9	-24.2%	4595.04	7902.63	14.5%
中国平安	1334.17	631.00	-17.1%	141.74	48.1	-23.7%	7844.00	10932.09	8.7%
中国人寿	913.48	1145.46	5.8%	143.90	66.8	-17.5%	5290.02	14289.72	28.2%
新华保险	193.58	433.62	22.3%	37.00	19.7	-14.6%	4359.91	18342.64	43.2%
中国人保	127.27	157.74	5.51%	24.6	9.7	-20.7%	4311.31	13499.91	33.02%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

综合来看，我国各险企代理人渠道高质量转型主要从 2 个层面开展：1) **代理人队伍升级**，2020 年以来，为开拓和抢占中高端市场，各险企相继推出代理人队伍精英培养计划，通过提升保险从业人员的专业素质以更好服务和满足中高净值客户的需求，推动转型升级。包括但不限于，平安人寿“‘优+’人才招聘计划”、中国太保“CA 企业家计划”、新华保险“新华有 WE 来——优计划”、阳光人寿发布“中心城市 2021 未来总裁计划”等。2) **基本法改革**，头部寿险公司积极推动基本法版本迭代以匹配自身战略转型，作为管理寿险代理人收入带入、业绩考核等的基本标准，基本法改革有望从制度上助力队伍转型目标的实现，主要系①在行业高质量发展转型背景下，人力的出清沿着金字塔结构逐渐向上蔓延，叠加针对存量客户的二次开拓未达预期，通过基本法改革以稳住人力基本盘具有必然性；②寿险市场经过多年开拓发展，保险深度与密度已逐步提高，同时客群产生结构性变化，代理人的销售难度提升，现有薪酬激励及考核机制体系对代理人的激励有限，通过基本法改革以提振销售动力具有合理性；③过往强调高首佣，续佣占比过低的打法，导致代理人忽视保单业务质量，加重行业“断保”难题，通过基本法改革以顺应“保险姓保，回本溯源”具有可持续性；④人口红利消退下高产能人才成为行业争夺焦点，针对稀缺的优增人才进行基本法差异化适配形成竞争优势，通过基本法改革以构建高质量团队具有决定性。

表 10 2020 年以来部分寿险公司发布或升级的个险队伍精英化项目

公司	优增/培训计划	计划简介
平安人寿	“优+”人才招聘计划	培养专业化、职业化的销售精英/保险团队管理者
新华保险	新华有 WE 来——优计划	聚焦年轻化、专业化、城市化三化人群
太保寿险	CA 企业家计划	80、90 后高素质金融人才队伍
太平人寿	“犇”计划	在“高素质、高品质、高绩效”的整体背景下，倡导长期主义，帮助精英代理人做好长期成长路径规划
中国人寿	国寿众鑫计划	立足主管队伍建设，全力打造一批年轻有活力的新生代主管和稳健有活力的国寿企业家
阳光人寿	中心城市 2021 未来总裁计划	培育面向一线中心城市及沿海经济发达地区中等富裕人群及精英群体的高素质金融人才队伍
泰康人寿	健康财富规划师 HWP	横跨医养产业链，打造全能型代理人
人保寿险	IWP 保险财富规划师精英队伍	经由全国 36 个地区、105 个经济发达城区层层选拔而成，欲实现“年轻化、职业化、专业化、精英化”的保险代理人新

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

		形象
友邦人寿	2022 友邦中高端人才招聘计划	5 年晋级发展路径清晰，赋能培养

资料来源：慧保天下，华西证券研究所

3.2. 个险转型进行时，平安和太保改革成效凸显

3.2.1. 中国平安：通过代理人分层-队伍升级-基本法改革实现个险转型

2020 年，中国平安提出寿险改革工程，在渠道升级方面，提出通过以营业部为核心的重点项目，结合“产品+”体系等，驱动实现“稳定队伍-健康队伍-三高队伍”三步走转型路径。目标在 2-3 年内，平安寿险代理人队伍坚持以质量为导向，建立稳定、健康、优质的百万代理人队伍，逐步提高三高代理人的占比。具体来看，截至目前，公司通过代理人分层、队伍升级以及基本法改革三个层面来实现转型。

代理人分层运营：平安寿险推动队伍结构从“金字塔型”向“纺锤型”优化，1) “钻石队伍”最为成熟，根据公司公告，截至 2021 年底该队伍人均首年保费是平均水平 4-6 倍，收入约为社会职工平均工资的 4-5 倍，主要通过圈定经营管理优秀、具备发展潜力的营业部，提供高端客户及专属产品资源支持，持续扩大钻石队伍规模，提升产能；就“潜力队伍”而言，根据公司公告，平安寿险借力数字化方式，对超 200 个动作进行标准化管理，着力提升队伍活动率和收入，稳定团队；“新人队伍”方面，实施“优+”增员升级，以优增优，严控入口，逐步提升优质新人占比，同时还实施新人经营工程，通过培训升级、政策支持和组织保障，提高新人队伍留存率。同时，根据公司公告，为赋能营业部及代理人日常经营，平安人寿落地了“三好五星”评价体系，依托数字化工具，围绕“业绩好、质量好、行为好”三大维度，以“行为好支撑质量好，质量好驱动业绩好”为内在逻辑，引导队伍形成“留存提升→质态改善→收入增加→吸引优”的正反馈机制。截至 2023 年上半年末，代理人人均收入同比+36.8%，人均 NBV 同比+94.3%。其中钻石队伍人均 NBV 同比+37%，人力占比同比+7pct；潜力队伍人均 NBV+13%，人均收入+10%；新人队伍，新增人力中“优+”占比同比+25pct。

图 21 平安寿险持续打造三高代理人队伍，三好五星体系提升部课经营水平



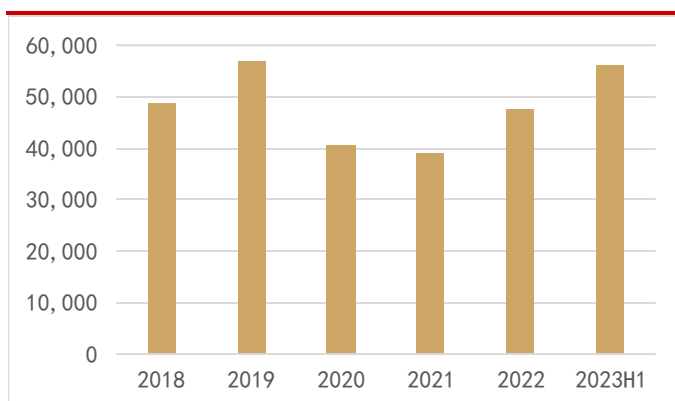
资料来源：公司公告，华西证券研究所

代理人队伍升级：根据北京商报网，2022年7月平安人寿推出“优+”人才招聘计划，以重磅投入为优秀人才提供行业领先的福利待遇、多层次的培养体系、全方位的平台支持，在帮助代理人新人提升收入和专业度的同时，更为其职业发展提供保障：在收入方面，平安人寿拥有行业领先的收入体系和福利待遇，为新人提供十足的发展支持。“优+计划”为新人提供专属补贴支持：最长18个月的训练津贴，最高可达每月6万元；在新人入司的12个月内还提供护航津贴，保障代理人转行收入，部分城市达到优秀标准就可以获取每月2万元；针对高绩效的顶尖新人，符合条件的，一次性奖励20万元。在培训方面，平安人寿打造多层次的培养体系，专注培养保险行业精英。优+专属培养体系覆盖新人培育期、发展期、晋升期，帮助新人掌握职业发展每一阶段所需的职业技能。依托学习平台知鸟APP，平安人寿为代理人提供300多万门课程，涵盖海量实战案例、大咖分享，并上线AskBob机器人，7*24小时答疑解惑，支持代理人碎片化学习、即时提升。此外，平安人寿还为优+代理人提供健康管理师、财务策划师、金融分析师等外部权威认证的培训机会，以及名校、名企游学机会，帮助新人持续提升专业能力，收获客户认同。在平台方面，平安人寿依据个人意愿及特质提供两条职业发展路线，全面助力每一位代理人实现事业突破。

基本法改革：2020年8月，中国平安宣布对《个险寿险业务人员基本管理办法》进行全面升级，助推代理人收入提高、提升代理人归属感，聚焦团队品质，建立的科学规范、激励得当的人力资源管理制度，实现永续经营。根据21世纪经济报道，平安人寿的“基本法”升级体现在三个方面：机构和代理人的重新分类，以及加大长期投入。在机构重新分类上，平安人寿将机构分为三类：产能型，专门注重产能的提升；平衡型，既注重人力增长，又注重产能提升；人力型，重点工作是增加人力。在代理人重新分类上，“因人施策”，加大新人投入，增加新人津贴；增加绩优代理人激励，以优增优；数字赋能主管，强化营业部数字化经营管理能力；推行“家族传承”计划等。

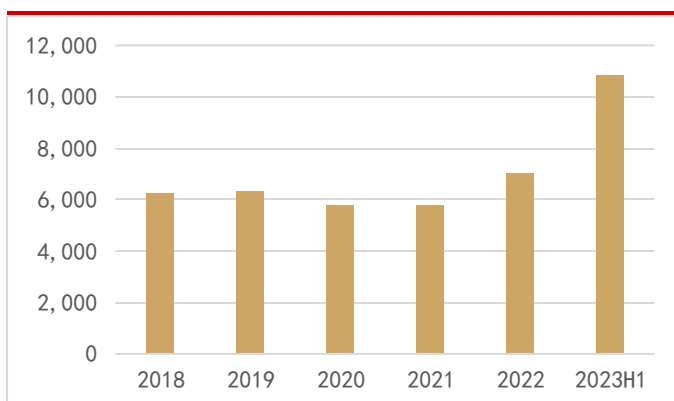
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 22 中国平安代理人人均 NBV (元/年)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 23 中国平安代理人人均月收入 (元)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.2.2. 中国太保：“芯”基本法改革引领营销队伍升级

2021 年初，太保寿险创新推出五年“长航行动”计划，以转型升级推动健康可持续发展；同年 11 月，公司发布寿险职业营销“长航合伙人”全球招募计划，提出打造“三化五最”创业支撑体系，即为营销队伍规划“职业化、专业化、数字化”的发展路径，提供“最丰富的收入空间、最强大的创业平台、最温暖的太保服务、最专业的成长体系、最舒心的工作环境”，持续赋能营销队伍转型升级。

基本法改革：作为职业营销的支柱，太保寿险在 2022 年 1 月正式启动“芯”基本法，“芯”基本法通过“队伍销售行为改变”、“主管经营行为改变”、“新人成长规划改变”三大举措，引导队伍提升业务品质和服务质量，助力新人稳定留存，推动代理人队伍转型。根据财经网，对于新基本法主要内容方面，首先，新基本法配合高产能的运作方式，越高的产能奖金就越高；其次，与营销员的持续性业绩行为挂钩；同时，主管奖金与招募新营销员未来三年的业绩挂钩，鼓励主管留存人才，将原有聚焦增员的视角转化为留存与培养新人。

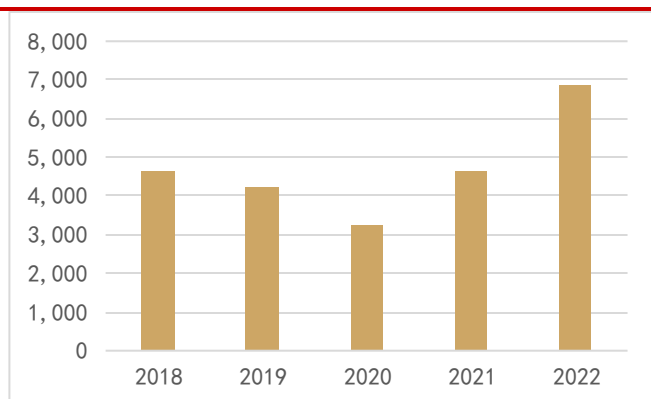
代理人队伍升级：在“芯”基本法的牵引下，太保寿险持续推进和深化“三化五最”职业营销转型，引导代理人队伍提升业务品质和服务质量。职业化方面，坚持固优，推进“芯”基本法有效落地，队伍销售行为改善显著；坚持募优，打造“态 U 选”长航合伙人招募体系，推动养成常态化招募习惯；坚持升优，做透高端客户转化；推动“芯”职场优化升级，提升客户体验，赋能队伍经营。专业化方面，以客户需求为导向，推进“态幸福”销售管理系统体系化落地；打造个性化、实战型的训练体系，推动“全家全险全保障”，实现销售能力升级。数字化方面，持续推进覆盖客经、销售等全流程场景的数字化经营，科技赋能水平持续提升。2023 年上半年，太保寿险保险营销员月人均首年规模保费 16,963 元，同比提升 66.1%；其中，核心人力月人均首年规模保费 55,478 元，同比+35.1%；核心人力月人均首年佣金收入 7,482 元，同比+61.8%。

图 24 太保寿险积极推动基本法改革



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 25 太保保险营销员月人均首年保费业务收入（元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.2.3. 中国人寿：队伍规模筑底企稳，质态持续改善

2019 年起，围绕“重振国寿”战略部署和“双心双聚”战略内核，中国人寿启动“鼎新工程”，积极推动现有个险营销队伍专业化转型。截至 2023 年上半年末，代理人队伍规模筑底企稳，个险销售人力为 66.1 万人，与 2022 年底基本持平；队伍质态持续改善，绩优人群数量和占比实现双提升；销售队伍产能大幅提升，月人均首年期交保费同比+38.1%。

六大升级举措积极推动现有队伍的专业化转型。根据中国网财经，具体来看，“结构升级”，即升级现有队伍结构，强化专业能力。一是持续推进众鑫计划、队伍 4.0、星级工程，优化队伍产能结构；二是试点长青计划，促进队伍年龄迭代，优化年龄结构；三是通过领越计划、腾越计划、踔越计划分层培训，优化能力结构。“育成升级”，建立“一体化新人育成”运作模式，将科技助力、标准固化、专业训练、服务客户相结合，强化资源配置，实现技能提升，打造专业化、职业化新人队伍。“基础升级”，优化营业部管理机制，释放新发展动力，打造自主经营、高效运作、健康持续的营业部，提高基础管理对业务队伍发展的匹配性与支撑力，促进生产单元产能提升。“区域升级”，致力于升级县域经营，重新定位县域生产单元，将其作为多元销售、综合服务、品牌宣传的窗口，进一步明确县域业务、队伍发展模式，差异化进行资源配置，锁定县域市场发展空间。“销售升级”，通过落地常态化客户经营体系，以队伍分层、客户分类、活动分型为原则，形成多功能多平台发展模式；深化多元销售模式，打造智能科技承载平台，为营销活动提供精细化支撑。“服务升级”，以客户为中心，建立客户服务工作标准，全面提升队伍客户服务能力；前后台融合，数据互联互通，强化客户服务触达，丰富服务方式，提升客户服务效率。

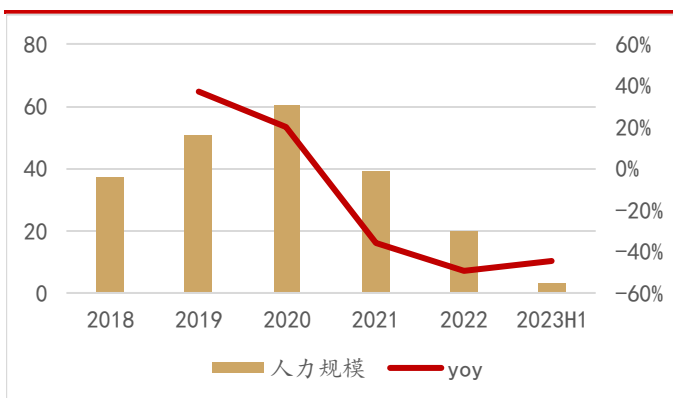
新基本法提高准入门槛、促进专业分工：根据北京商报，新营销基本法主要有八大特点，1) 提高准入门槛，在一线城市要求入门的门槛是本科以上毕业生，而且降低考核的周期，以年度考核为周期；2) 促进专业分工；3) 取消新人津贴；4) 释放层级的利益，简化层级；5) 配置长期利益，增强品质的诉求；6) 聚焦目标联动，平衡团体利益；7) 迁移过程管理，引导直接利益；8) 整合管理成本，形成轻量竞争。

3.2.4. 新华保险：引导队伍“年轻化、专业化、城市化”转型

2022 年，新华保险宣布通过“老城改造”及“新城打造”两大方式对人力队伍进行调整。根据新华保险官方微信公众号披露，“老城改造”方面，通过“优计划”项目，1) 优选才，聚焦年轻化、专业化、城市化三化人群，注重合法守信、职业背

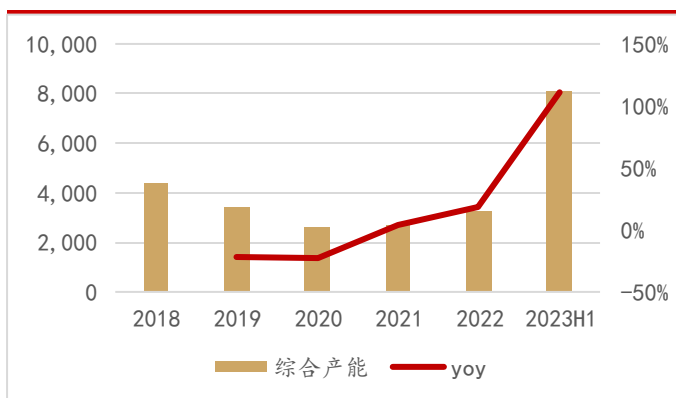
景和个人能力。2) 优培育，在进一步优化、深化、E 化新人培养和主管培育体系上，针对“优”增新人建立长达三年的职业成长规划，通过专项培训活动、专属培训场地、专职班主任和助教。3) 优客户配置，整合、筛选、匹配公司现有优质客户资源，推动“新华跑起来”等客户活动，助力“优”增新人轻松跨越从 0 到 N 的难关。4) 优活动管理，通过政策、制度的牵引，做好会议经营、销售流程等基础管理，帮助大家养成良好的学习、拜访、销售习惯，提升新华营销人的职业素养及专业水平。5) 优政策支持，放大精英队伍的奖励系数，针对“优”增新人在津贴设置、晋升奖励、培训投入方面给予专项支持；研发新人专属产品降低新人销售难度，补充中高端客户产品提升精英队伍产能；整合高峰会、精英俱乐部等荣誉体系，让荣誉加持成长之路。6) 优科技赋能，全新升级的活动管理平台、客养平台，新筹的“智慧”营销平台、大数据平台，让科技惠泽增员、展业、服务、管理全流程。根据中国银行保险报，“新城打造”方面，发展“科技+队伍+服务”的营销新生态，即通过科技手段线上获客、线上养客、线上管理，对接新兴、扁平化、绩优的队伍，从公域到私域再到新的队伍，形成一个封闭、完整的销售价值链。截至 2023 年 6 月 30 日，个险代理人规模人力 17.1 万人，同比-44.3%；月均人均综合产能 38,103 元，同比+111.0%。

图 26 新华保险个险渠道规模人力基本企稳（万人）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 27 新华保险个险渠道月均人均综合产能（元）



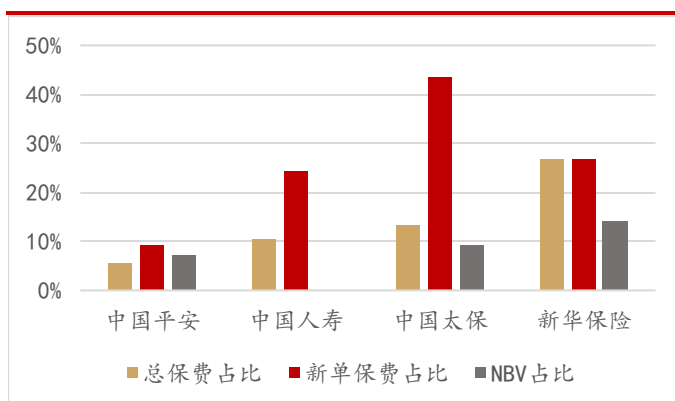
资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 银保渠道：银保双方重视提升叠加加大财富管理趋势，银保大有可为

4.1. 银保渠道长期呈“高规模、低价值”特点

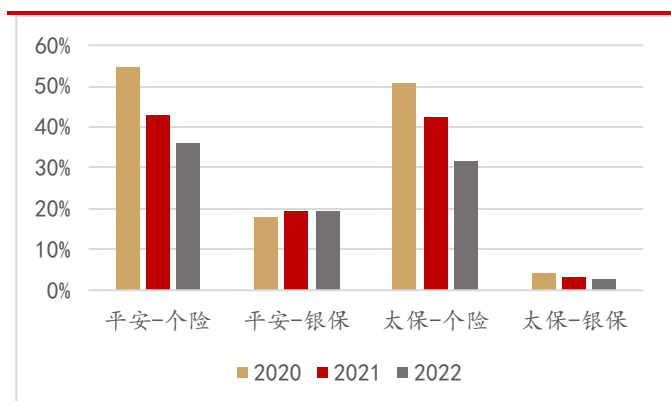
长期以来，银保渠道规模贡献效果显著，但价值贡献有限。从保费收入和新业务价值占比来看，2022 年，中国太保/新华保险/中国平安银保渠道新单保费占比分别为 43.4%/26.9%/9.2%，但对应的银保渠道 NBV 占比分别为 9.3%/14.3%/7.1%，渠道收入贡献可观，但 NBV 贡献但与代理人渠道差距显著。从新业务价值率来看，2022 年中国平安和中国太保银保渠道新业务价值率分别为 19.2%/2.7%，远低于代理人渠道的 36.3%/32.5%。

图 28 2022 年各险企银保渠道占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

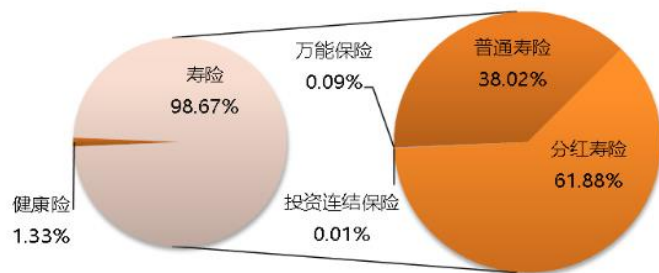
图 29 各险企个险和银保渠道新业务价值率对比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

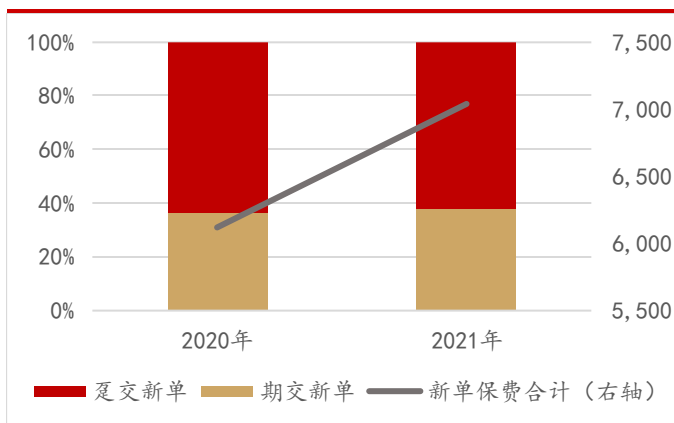
银保渠道增收不增利主要系银行和险司对银保渠道的定位和合作模式等方面存在的痛点限制银保渠道发展。1) 银行营销团队专业能力亟待培训，难以销售复杂性高价值保险产品。银行理财经理面临存贷款、基金、保险债券、贵金属、理财等多种代销考核要求，无法专注于保险销售。加之缺乏体系化、陪伴式培训，大多数商业银行现有团队在复杂保险产品的销售技能培训上投入不足。除少数领先零售银行外，大多数商业银行的财富管理营销团队尚未实现专业管理和专职配置，且总分模式下导致垂直化管理效率较低，难以推动全国性经营机构打造专业化营销服务能力。同时银行渠道更关注短期中收贡献，对相对容易销售的趸交类和“低价值”期缴类产品营销推荐力度更大，而对高价值复杂产品的销售能力投入不足，也导致目前银保渠道主流产品同质化严重，新业务价值率偏低。根据 2021 年中国保险行业协会、保险业风险观察、中国银行保险报披露，在当前阶段，银保渠道产品中，依然以趸缴类、中短期、储蓄型产品为主。2) 保险公司难以和银行建立起基于互信的长期稳定合作关系。不同于全球成熟银保市场，国内银行和险企普遍采用“多对多”合作模式，鲜有银保建立起中长期战略合作关系，双方战略协议常流于形式，对双方权利义务表述不清、且缺乏执行约束力。即使具有控股关系的“银”“保”双方也未能充分挖掘深度融合后的银保合作潜在价值。同时，历史上个别险企利用银保客户数据开展后续直营，与合作银行产生局部竞争，导致双方难以建立起基于互信的长期稳定关系。3) 银行与险企难以在客户经营上有效协同。长期以来，大多数商业银行零售业务定位并不清晰，且基于战略分层和战术分群的客群经营多停留在理念上，并未付诸行动，加之银行过度关注当期中收的合作理念，导致保险公司难以从中长期合作视角投入战略资源，难以通过定制化保险产品和专业化营销支持团队形成客户协同，从而为合作银行打造定制化保险产品和解决方案、构建专业化营销支持团队。同时，由于监管合规等因素，“银”“保”双方难以实现客户信息和系统数据的全面互通，这也为客户经营策略协同带来挑战。

图 30 2021 年人身险银保业务保费收入构成



资料来源：中国保险协会，华西证券研究所

图 31 2020-2021 年人身险银保新单结构



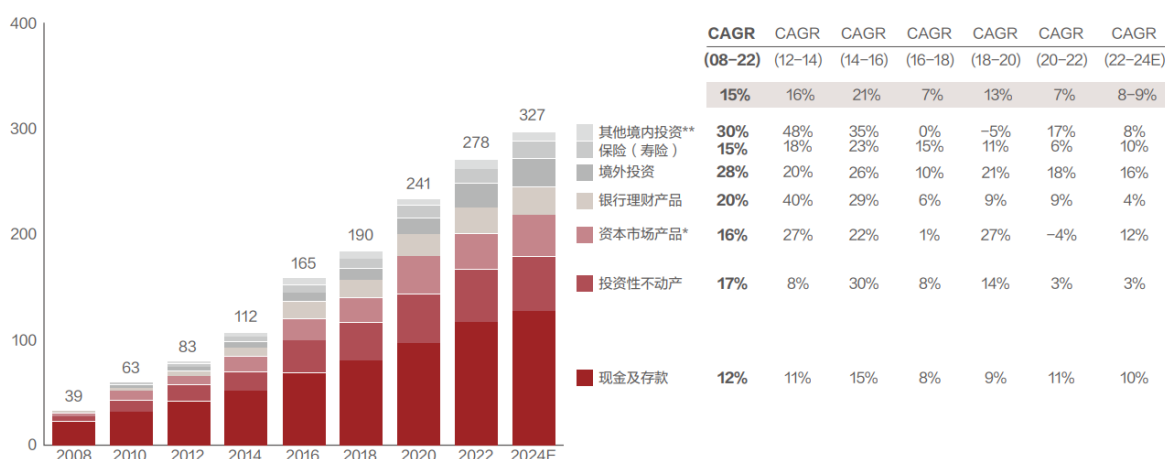
资料来源：保险业风险观察，华西证券研究所

4.2. 客户/银行/险企三端变化助力银保渠道新发展

4.2.1. 客户端：保障与投资需求上升

居民财富管理意识不断加强，资产配置日益多元，为保险发展带来契机。据《2023 中国私人财富报告》披露，当前保险（寿险）在我国个人可投资资产总规模不到 5%，相比其他产品仍有较大的提升空间。《2022 中国高净值人群健康投资白皮书》显示，对于高净值人群来说，金融投资产品、存款、不动产、保险为该群体最重视的投资方式，其中存款、保险等稳健理财投资需求上升，金融投资比例明显下降。经过多年的教育和普及，高净值群体对保险的价值和作用有了较为充分的认知，年金险和人寿险在个人养老和财富传承中的优势得到认可。与此同时，我国富裕、高净值、超高净值家庭占比未来仍将不断扩大。未来随着个人财富快速积累，尤其是一部分中高净值客群逐渐步入筹备养老和财富传承阶段，他们的财富规划需求将大幅提升保险产品配置需求。

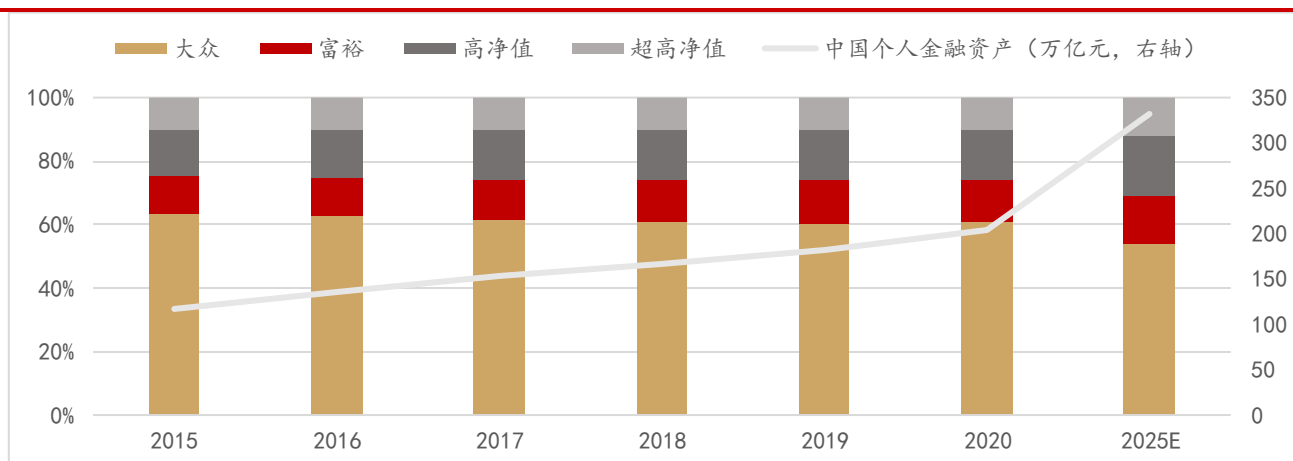
图 32 2008-2024E 个人可投资资产规模（万亿元）



资料来源：《2023 中国私人财富报告》，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 33 我国富裕、高净值、超高净值家庭占比未来仍将不断扩大



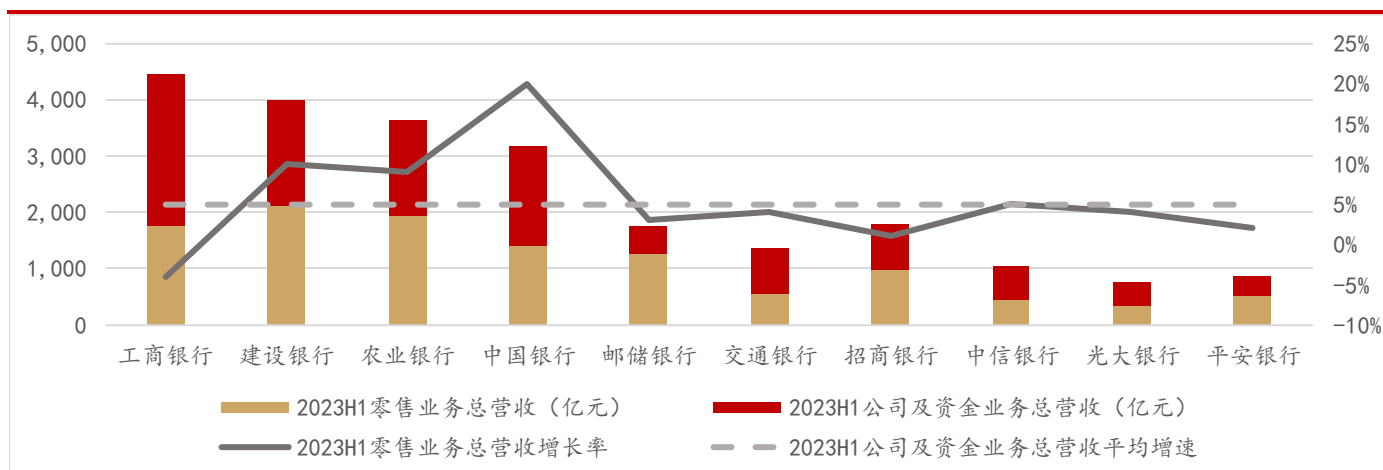
资料来源：麦肯锡《破解迷思，探索高质量银保发展新模式》，华西证券研究所

4.2.2. 银行端：三大转变助力银保发展

(1) 财富管理业务成为未来银行发展主旋律，银保渠道丰富银行零售金融产品

过去 10 年，中国银行业经历宏观经济放缓、利差持续收窄和资产质量承压等多重挑战，零售业务转型发展成为业界破题的主要方向。零售银行已成为中国银行整体收入池增长的关键动力，根据麦肯锡中国银行业模型分析，中国零售银行总体营业收入已经从 2015 年的 1.6 万亿人民币提升到 2019 年的 2.6 万亿，年复合增长率达 11.9%，高于行业整体 8.9% 的增幅。根据德勤，从十家境内大型商业银行 2023 年中期披露的分部业务总营收及利润占比情况来看，零售金融业务条线总营收贡献平均占比约 50%；零售业务条线利润贡献平均占比为 49%。保险产品在银行零售产品体系内的重要性将不断提升，一方面，银行客户的需求已经从单一的财富增值偏好，向综合化的资产配置与保障的方向发展，保险是满足银行客户高品质健康与养老保障需求、财富传承与稳健资产配置需求的不二选择，近年来越来越受到青睐，呈现良好的发展势头；另一方面，代销保险业务在稳定性方面的巨大优势，主要系保险产品设计比较稳健安全，客户需求稳定，为银行带来中间收入稳定，并且由于中国社会整体保险密度、保险深度都偏低，保险销售仍处在长期上升通道。

图 34 银行零售业务总营收分析（亿元）



资料来源：德勤，华西证券研究所

（2）加速从“产品销售”向“客群经营”转型

理财净值化、优质资产荒等外因加剧各银行产品同质化，仅靠单一品类拳头产品拓展和经营客户难以为继。国内领先零售银行纷纷践行从“产品销售”向“客群经营”转型，基于战略分层和战术分群打造差异化价值主张和解决方案，以满足零售客群多元化、一站式财富管理需求。而保险产品价值主张可以帮助银行贯穿客户生命周期的各主要阶段，凭借较长的保单有效期推动银行与客户建立长期忠诚关系。因此，大力发展银保业务有助于银行增加客户黏性，提升客户经营深度和客均价值贡献。

（3）数字化助力银行打造全渠道覆盖模式、升级客户体验

中国客户数字化交互接受程度引领全球，疫情也进一步强化了全渠道无缝体验的重要性。领先零售银行已经开始关注成熟金融技术应用，打通“线上、远程和线下”渠道，为客户提供一体化、无缝化客户体验，并针对银行战略客群开发差异化交互体验。此外，全能型远程银行逐步成为重要渠道，“随时、随地”为客户提供优质服务，打造人性化数字化交互体验。保险公司在银保合作过程中，需要在产品、团队、系统、流程等领域，全面支持银行升级全渠道覆盖模式。

4.2.3. 险企端：代理人渠道换挡承压，银保重回险企战略视野

长期以来，代理人渠道是各大保险公司创利的核心渠道，银保渠道则被定性为快速做大规模的辅助角色，在公司内部通常“叫好不叫座”。根据中国保险年鉴，2016-2019 年，人身险公司代理人渠道的总保费占比从 46% 上升至 58%，而银保渠道总保费占比从 44% 下滑至 30%，主要系银保渠道在 2017 年受到监管政策短期冲击较大，规模型保险产品销量大幅下降；然而 2020 年，受疫情影响，传统线下代理人展业严重受阻。而银保渠道凭借自身客户基础及银行账户优势，全年实现保费稳健增长，同比增速达 12.6%，远高于代理人渠道的 4.3%，银保渠道业务占比也自 2017 年以来首次回升。在代理人渠道受内部改革和外部疫情限制展业的影响下，银保渠道成为险企维持规模和价值继续增长的新发力点，对人身险公司保费规模的贡献从 2020 年的 32% 持续提升至 2022 年的 40%。

4.3. 险企积极探索“规模与价值兼顾”新银保模式

4.3.1. 中国平安：“新队伍+新产品”打造银保业务“新范式”

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

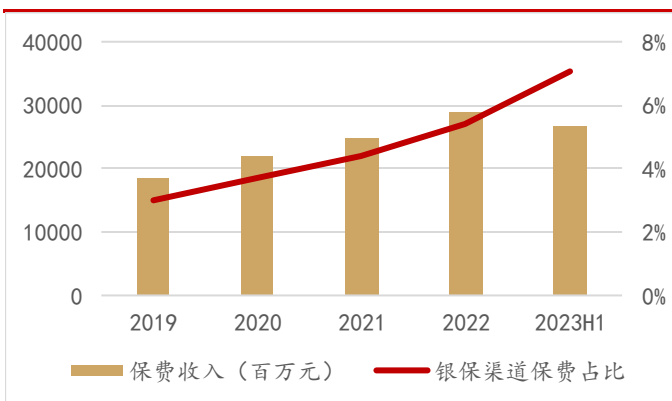
代理人渠道发展受阻下打造新银保模式。2020 年在疫情冲击代理人展业受阻叠加代理人渠道改革影响下，中国平安在整体寿险改革的进程中启动了银保渠道改革，通过打造一支“高质量、高产能、高收入”懂保险的财富管理队伍，旨在为平安银行私行及财富管理业务的可持续增长开拓新赛道；同时也希望探索出银保深度合作的新范式，彻底释放银保渠道的价值潜力。平安新银保改革主要有两大抓手：

1) 最重要的抓手是重新组建一支懂保险的财富团队“平安私人财富专家”，这也是此次平安银保渠道改革颠覆既有模式的突破性做法。一方面，平安新银保队伍不仅懂银行、更懂保险，深谙客户资产配置，平安银行从入口端把控队伍质量，着眼高端财富管理。在平安银行原财富管理团队外，推出“平安银行家”计划，围绕具有高客资源的平安银行，绕开传统保险的组织架构打造一支以寿险产品销售为主，兼顾理财产品销售的新的财富管理队伍。根据平安 2023 半年报，截至 2023H1，该团队已招募超 2,000 人。另一方面，该团队也借鉴了银行+保险双重激励机制，平安新银保团队拥有业内独有的正式行员编制和相对同业更高的业绩激励，形成“职业+创业”的双模式。

2) 平安银保渠道改革的第二个抓手为“以客户为中心，完善客户产品配置体系”。通过“产品+生态”的横向体系，以健康、康养、信托等产品组合完善客户全方位配置需求。打造周全的金融产品体系、周全的资产配置方案。专业团队可以基于产品优势、平台优势、运营优势等，打破原有的产品导向的销售逻辑，尝试以客户为中心，为客户进行个性化、专业化的资产配置服务。

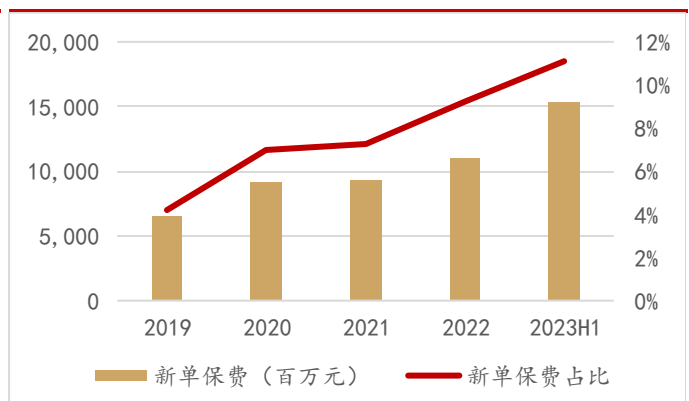
银保渠道转型成效显著，规模与价值齐升。2023H1，规模方面，平安寿险银保渠道保费同比+61.7%至 268.43 亿元，渠道总保费占比相比 2022 年末提升 1.7pct 至 7.1%，新单保费占比相比 2022 年末提升 1.9pct 至 11.1%；价值增量明确显现，2023H1，平安寿险银保渠道 NBV 同比大幅+166.5%至 28.25 亿元，新业务价值率提升至 19.7%。

图 35 平安寿险银保渠道保费收入及占比



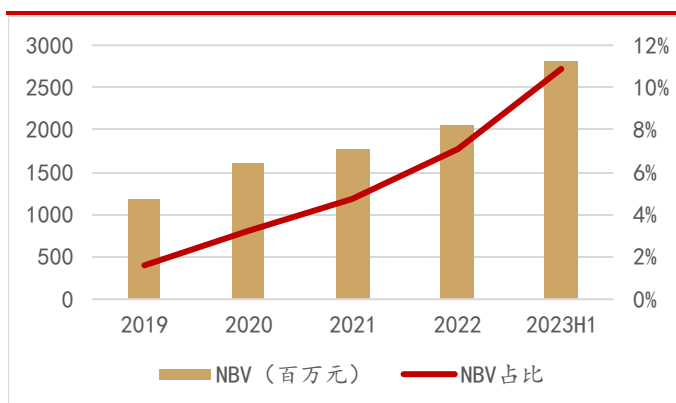
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 36 平安寿险银保渠道新单保费收入及占比



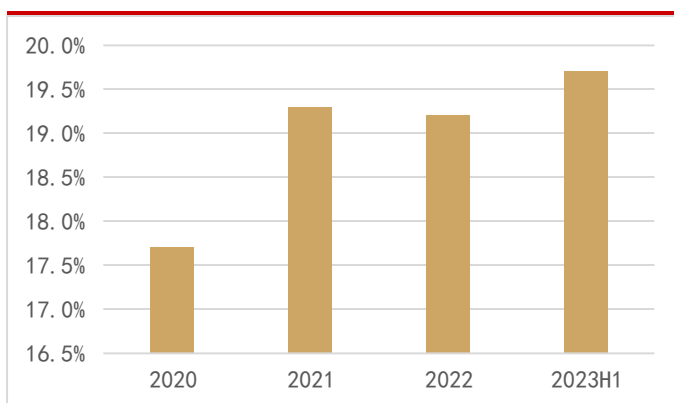
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 37 平安寿险银保渠道 NBV 及占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 38 平安寿险银保渠道 NBVM



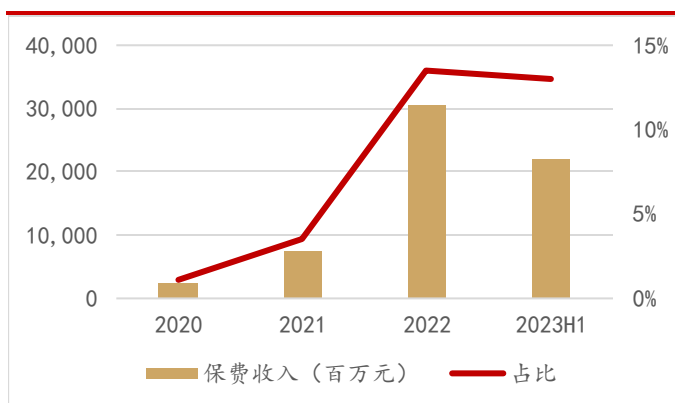
资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.3.2. 中国太保：构建价值银保“芯”模式

以客户需求为导向，遵循银保合作发展规模，打造“芯”银保业务模式。较个险渠道而言，银保渠道的经营要素更多，经营链条也更长、更复杂，既要满足客户的需求，也要兼顾银行的特点。中国太保寿险提出，“芯”银保要坚守初心，打造全“芯”的业务模式，从客户与银行渠道两个方面实现转型升级。从客户的角度来看，要建立与银行融合协同的分客群经营模式，满足银行客户多元化、一站式的高品质保险保障与服务需求。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，要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。从银行渠道的角度来看，银保业务和个险业务的一个重要差异在于需要遵循银行经营的基本规律，深耕银行网点。因此，中国太保寿险的“芯”银保模式，也将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，从而构建“芯”银保高质量发展的护城河。2021 年以来，中国太保寿险联合战略合作银行伙伴，启动了“独家代理合作网点”探索，这种模式创新将为合作双方建立更健康、长期的合作关系提供了新的基础，也为双方强化资源整合，升级客户服务能力提供了更多可能。

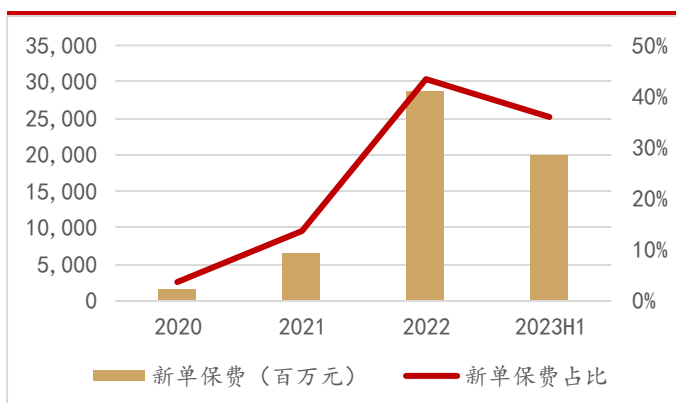
价值增量显现，结构逐步优化。2023H1，规模方面，太保寿险银保渠道保费同比+7.7%至 221.45 亿元；**价值增量明确显现**，太保寿险银保渠道 NBV 同比+305%，NBV 占比同比提升 12.7pct；**缴费结构正逐步实现优化**，2023H1，太保寿险银保期交新单实现 460%的大幅提升，从而助推银保渠道的新业务价值增长。

图 39 太保寿险银保渠道保费收入及占比



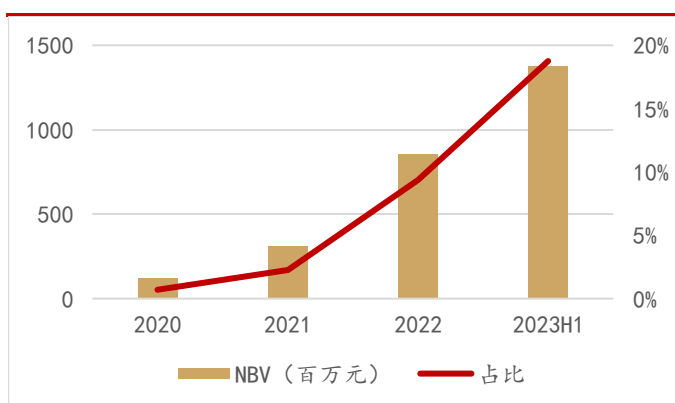
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 40 太保寿险银保渠道新单保费收入及占比



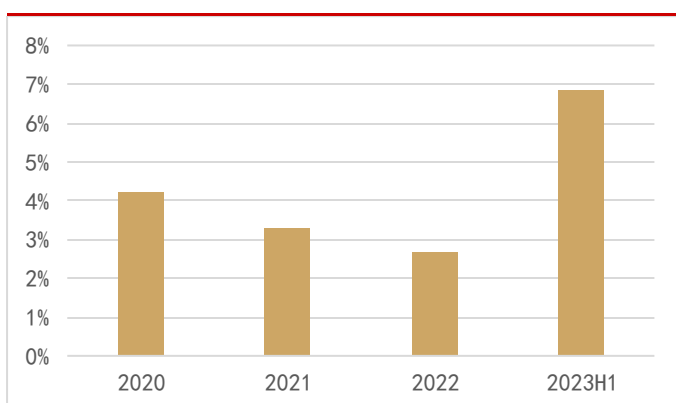
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 41 太保寿险银保渠道 NBV 及占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 42 太保寿险银保渠道 NBVM



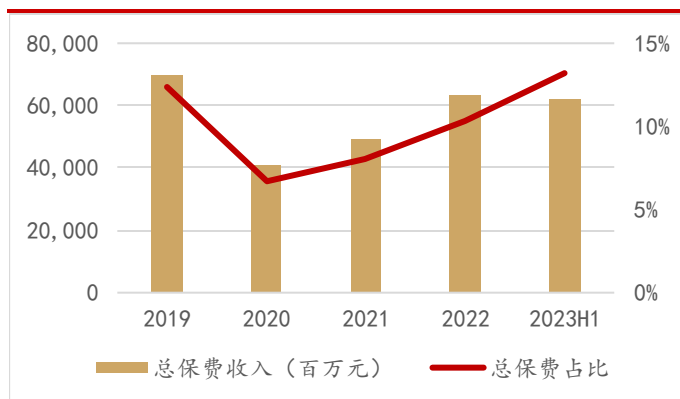
资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.3.3. 中国人寿：坚持规模与价值并重，银保渠道贡献突出

中国人寿银保业务快速增长。2023 年上半年业绩报告显示，银保渠道总保费达 620.66 亿元，同比增长 45.7%。主要取决于两个原因：一是中国人寿进一步深化渠道合作，不断与国有大行加深合作基础。同时，公司不断扩大与中小股份制银行和地方性商业银行的合作范围。二是今年以来银保渠道在银行、客户和保险公司各方因素作用下实现了期交业务的快速增长，市场本身需求很旺盛。

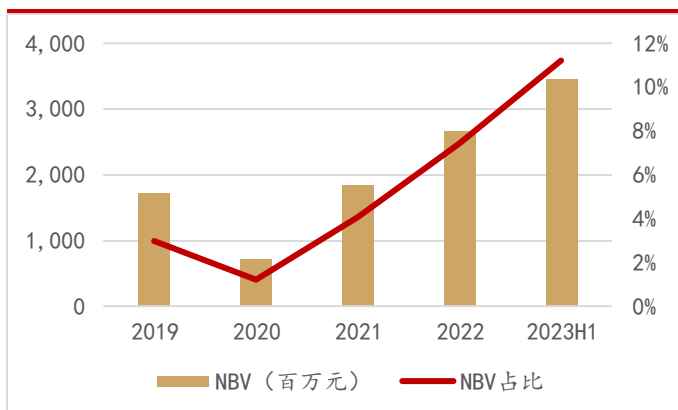
提升中长期产品配置，业务结构优化明显。2023 年上半年，公司银保渠道首年期交保费达 172.94 亿元，同比增长 59.2%，占新单保费比重同比提升。5 年期及以上首年期交保费达 75.27 亿元，占首年期交保费的比重为 43.52%，同比提升 11.20pct。续期保费达 256.41 亿元，占渠道总保费的比重为 41.31%。银保渠道持续加强客户经理队伍专业化、科技化能力建设，队伍质态稳步提升。截至 2023 年 6 月 30 日，银保渠道客户经理达 2.3 万人，季均实动人力同比提升 13.8%，人均期交产能同比大幅提升。

图 43 中国人寿银保渠道保费收入及占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 44 中国人寿银保渠道 NBV 及占比



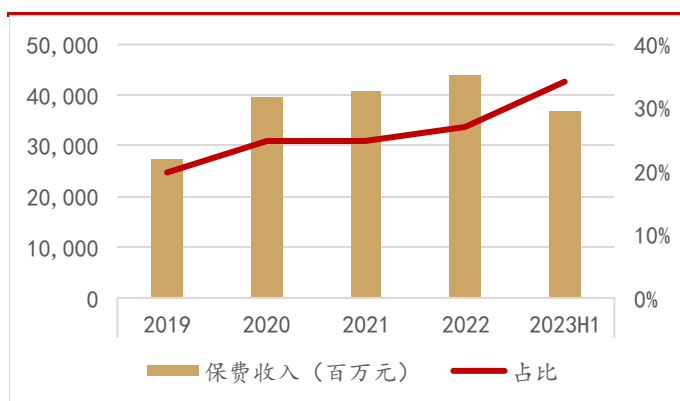
资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.3.4. 新华保险：以趸促期，以规模为主导提升价值

新华保险银保转型历经两个阶段。2016 年公司主要采取以期缴和续期保费增量逐步替代趸交保费的转型思路。2015-2017 年，在鼓励期交业务下新华保险续期保费由个位数增长过度到两位数增长，分别实现 594.7/648.81/774.67 亿元。然而，转型阵痛随之出现：2015-2018 年间市场份额一降再降，期间公司市场占有率分别为 8.7%/7.1%/5.2%/4.2%；总保费增速同样严重下滑，依次为 6%/1.8%/0.6%/-2.9%，主要系压降趸交业务所拖累。新华保险在 2019 年年中会议上提出了“二次腾飞”的发展目标，即地位稳定在第一梯队、资产突破万亿平台、规模价值同步增长和产业协同发挥效能。公司提出“期趸联动优势”的“新打法”，把银保渠道作为新华保险“二次腾飞”的一个重要突破口，自此 2020-2022 年间公司银保渠道的保费规模重回快速增长通道，期交保费占比也仍保持在相对稳定的水平。

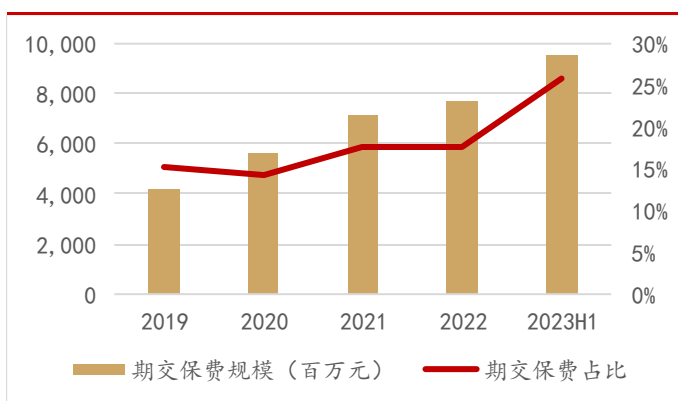
银保价值增量明确显现。2023H1，规模方面，新华保险银保渠道保费同比+18.1%至 368.3 亿元，在总保费中占比同比提升 3.7pct 至 34.1%；价值增量明确显现，2023H1，新华保险银保渠道 NBV 同比+202.6%至 6.99 亿元，NBV 比重同比提升 10.9pct 至 28.3%；缴费结构正逐步实现优化，2023H1，新华保险期交保费占长险首年比重同比+15.4pct。

图 45 新华保险银保渠道保费收入及占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

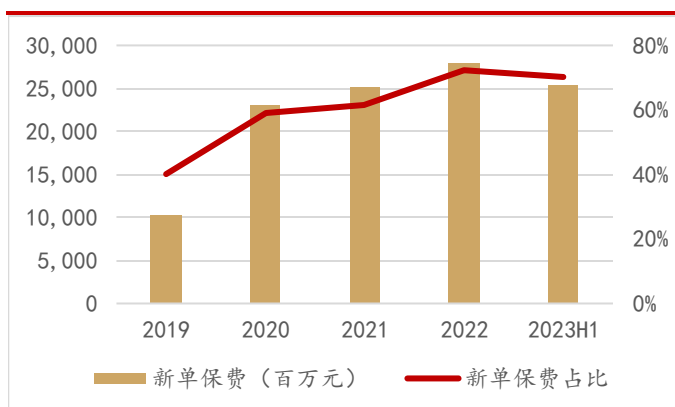
图 46 新华保险银保渠道期交保费



资料来源：公司公告，华西证券研究所

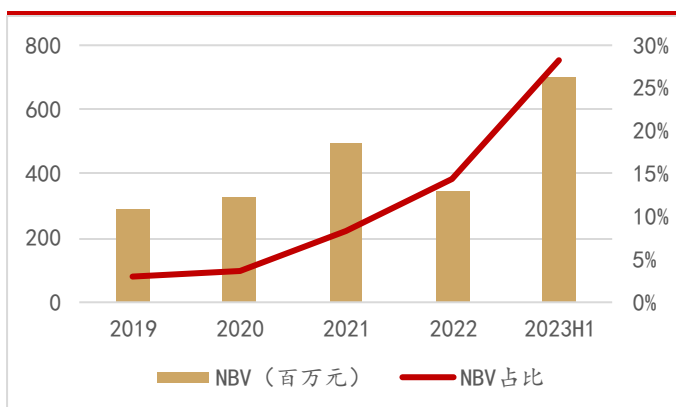
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 47 新华保险银保渠道新单保费及占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 48 新华保险银保渠道 NBV 及占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

5. 投资建议

当前人身险渠道转型已进入深水区，负债端复苏态势已现端倪，展望未来，个险渠道有望在险企持续推动代理人队伍升级下实现人均产能不断提升，银保渠道在银保双方深度合作叠加加大财富趋势下将大有可为，我们看好个险渠道和银保渠道未来的保费和价值成长空间。个股推荐代理人渠道转型领先、银保渠道具备核心优势的中国平安，代理人渠道转型领先、近年来银保占比提升快速的中国太保。

6. 风险提示

宏观经济持续下行：若后续经济增长不及预期，保险负债端产品销售、资产端投资收益、及公司整体业绩将受到负面影响。

资本市场波动：若权益市场和股票市场继续下行，公司的投资收益、整体业绩、乃至估值水平将受到负面影响。

渠道监管趋严：若转型的效果不及预期，监管可能会继续出台更精细、更严格的政策进一步规范行业发展。

分析师与研究助理简介

罗惠洲：美国克莱蒙研究大学金融工程硕士，浙江大学工学学士，8年证券研究经验。曾任职太平洋证券研究院、中银国际证券研究所。致力于深耕券商、互联网金融和多元金融领域。2015年水晶球奖、新财富第一名团队成员；证券时报2019年第二届中国证券分析师“金翼奖”第二名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。