

保险渠道专题报告

产品转型推动渠道发展，个险仍将是未来主航道

核心观点：

● 个险、银保均面临调整，产品转型是渠道演变的根本

保险行业渠道两大最重要的渠道为代理人和银保渠道。随着产品的转型和推进，保险渠道也随之发生变化，其中个险渠道发展至今，规模已经较大，行业整体面临清虚调整、提高产能等挑战。而银保渠道过去一直是比拼市场份额的主要途径，但其销售主要产品整体价值率偏低，不符合回归保障精神，面临较大整改。尤其是2019年8月27日发布的《商业银行代理保险业务管理办法》，首次明确量化银保渠道产品结构，银保渠道保障属性未来将会加强。

● 他山之石：低利率倒逼美国市场年金规模，个险渠道仍占主导

根据美国寿险协会披露，截止2017年，美国寿险总资产达到7.2万亿美元，其中股票资产配置高达31.5%，债券资产配置虽最高，但远低于新兴市场债券配置比例。自上世纪80年代美国逐步确立IRA、401K等代表性保障计划以来，其保险产品在投资属性上不断创新，赋予投保人和雇员更多的选择空间。2017年，美国寿险个险渠道贡献寿险保费收入56.5%。与之相应的，美国市场也拥有一批专业的代理人团队。考虑到1980年附近美国利率到达顶点，此后对抗低利率环境和跑赢通胀成为美国养老账户的重要使命。在此环境下，美国寿险产品的结构也发生了巨大变化，年金产品顺应保值增值需求，占比持续提升。根据ACLI披露，截止2017年，美国寿险保费中，年金规模突破2948.6亿美元，占到总寿险保费规模的48.6%。

● 短期个险难撼动，互联网渠道未来潜力较大

长远来看，回归保障的引导仍然大于短期保费规模压力的传导。相对于储蓄年金的重收益属性，保障产品在条款、跟踪、理赔等方面都更加依赖人力团队的支持，可见，只要保障类产品的占比持续提升，保险公司后续人力团队专业性的服务就不可或缺，甚至是刚需。另一方面，随着以90后为代表的新生代人群进入职场，互联网保险渠道的重要性逐渐凸显。与传统渠道相比，互联网渠道最受高知年轻群体青睐。

● 投资建议

上市险企整体上仍然在保险这条优质赛道上享有得天独厚的优势。其中以平安为代表的龙头公司，不仅强化线下渠道，还积极引领科技金融，多线发展，巩固渠道优势。当前行业估值仍然较低，龙头公司仍有布局价值，建议关注：中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险。

● 风险提示

增员压力超预期，利率波动超预期等。

行业评级

买入

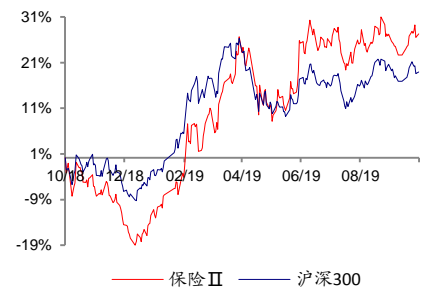
前次评级

买入

报告日期

2019-10-22

相对市场表现



分析师：

文京雄



SAC 执证号：S0260517060001



020-66335139



wenjingxiong@gf.com.cn

分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

请注意，文京雄并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

上市险企前8月保费收入概况:寿险增长稳定,产险单月同比增速提升	2019-09-17
利润高增长,产品再平衡:2019保险行业中报综述	2019-09-02
深化人身保险费率形成机制改革:部分产品准备金评估利率调整	2019-08-31

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	股价	最近报告日期	评级	合理价值	EPS (元)		PE (x)		P/EV (x)		1YrVNBPS (元/股)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国平安	601318.SH	人民币	90.29	2019/9/09	买入	92.65	8.57	10.10	10.54	8.94	1.38	1.00	4.35	4.81
中国平安	02318.HK	港币	94.55	2019/9/09	买入	103.21	8.57	10.10	9.94	8.44	1.31	0.94	4.35	4.81
中国太保	601601.SH	人民币	35.78	2019/8/25	买入	42.07	3.72	4.33	9.63	8.26	0.85	0.75	3.33	3.80
中国太保	02601.HK	港币	29.60	2019/8/25	买入	46.72	3.72	4.33	7.18	6.16	0.63	0.56	3.33	3.80
新华保险	601336.SH	人民币	50.80	2019/8/29	买入	63.11	3.80	4.99	13.36	10.17	0.80	0.70	4.18	4.60
新华保险	01336.HK	港币	32.10	2019/8/29	买入	40.48	3.80	4.99	7.61	5.79	0.46	0.40	4.18	4.60
中国人寿	601628.SH	人民币	30.68	2019/8/23	买入	33.63	0.97	1.13	31.63	27.15	0.93	0.83	2.21	2.60
中国人寿	02628.HK	港币	19.68	2019/8/23	买入	24.76	0.97	1.13	18.30	15.71	0.54	0.48	2.21	2.60

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照 10 月 22 日收盘价计算, 盈利预测及相关估值以人民币单位为基础计算

目录索引

渠道革新刻不容缓，拥抱质量增长时代.....	5
代理人制度面临挑战，团队优化势在必行.....	5
银保渠道：曾经规模至上，而今持续整顿.....	6
产品转型是渠道更替的根本，回归保障仍是主旋律.....	8
他山之石，美国市场渠道特征.....	9
寿险产品更注重投资属性.....	9
个人业务强劲，代理人人均产能卓越.....	10
低利率促使年金险成为美国寿险市场第一大险种.....	12
未来渠道之路展望.....	13
开门红效应弱化，保费增长模式演变.....	13
监管积极应对利差损风险，个险渠道短期难撼动.....	14
新生代保险需求升级，互联网渠道日益重要.....	16
投资建议.....	17
风险提示.....	18

图表索引

图 1: 1994-2001 中国保费收入 (亿元) 及同比 (%)	5
图 2: 2009-2018 中国保险代理人规模及增速	6
图 3: 中国保险发展阶段	7
图 4: 2000-2003 银保渠道保费 (亿元) 及占比 (%)	7
图 5: 上市公司银保渠道保费收入占比	8
图 6: 保户新增投资款 (亿元)	8
图 7: 美国寿险总资产中股票、债券占比	9
图 8: 美国寿险资产投资收益率	10
图 9: 美国寿险渠道占比 (亿美元、%)	10
图 10: 美国寿险代理人规模 (万人) 及增速 (%)	11
图 11: 美国个险渠道保费收入及代理人人均产能	11
图 12: 平安、太保人均产能 (左轴) 及新单 (右轴)	11
图 13: 新华保险人均产能	11
图 14: 美国寿险保费收入结构 (百万美元)	12
图 15: 美国十年期国债收益率 (左轴) 与年金占比 (右轴)	12
图 16: 美国寿险年金结构	13
图 17: 寿险开门红保费收入占全年比重 (%)	13
图 18: 投资收益率与次年开门红增速挂钩	14
图 19: 日本十年期国债收益率 (%)	15
图 20: 互联网保费收入及占比	16
图 21: 中国网民对保险认知程度 (2017 年)	17
图 22: 不同人群首次购买保险的平均年龄 (2017 年)	17
图 23: 众安在线保险业务收入 (百万元)	17
图 24: 上市公司代表性万能险收益率对比	18
表 1: 银保业务占寿险保费收入比例 (单位: %)	6
表 2: 欧洲主要保险市场的表现 (2014) (单位: %)	15
表 3: 四家上市公司保险代理人情况 (人) 及同比变动 (%)	16

渠道革新刻不容缓，拥抱质量增长时代

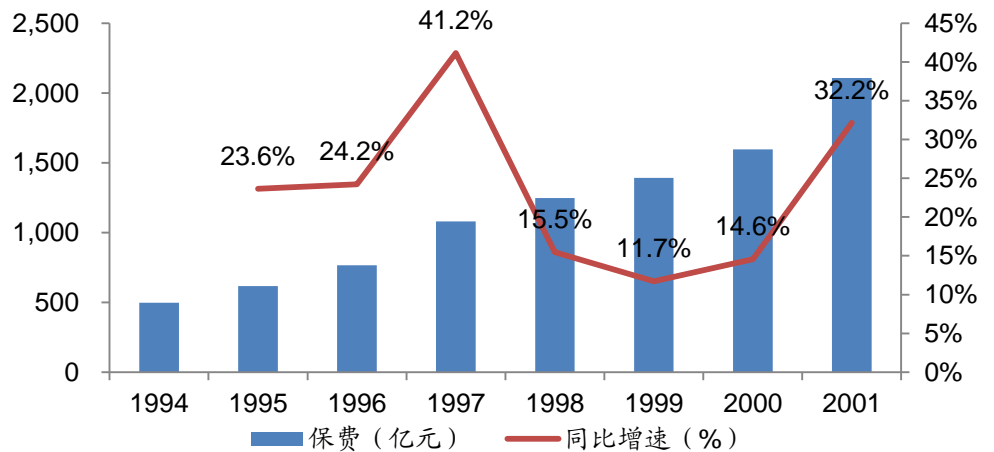
代理人制度面临挑战，团队优化势在必行

1992年，代理人制度正式由友邦保险引入中国，其后逐步成为保险行业最重要的销售渠道。彼时国内保险市场方兴未艾，巨大的人口红利使得保险业成为一块尚未开采的新兴市场，充满想象空间。初期代理人制度的引进吸引了社会高度关注，并显著带动中国保险行业保费总量的增长。

代理人制度的引进，为中国保险市场提供了最初的燃料。1992年友邦保险为中国市场培养第一批36名代理人，并在其后三年内便使友邦（上海）实现盈利，这一盈利周期远远短于寿险公司平均5-7年的盈利周期。其后四年，自1996年开始，国内寿险保费以平均年化40%的速度快速增长，直接带动整个保费市场茁壮成长。

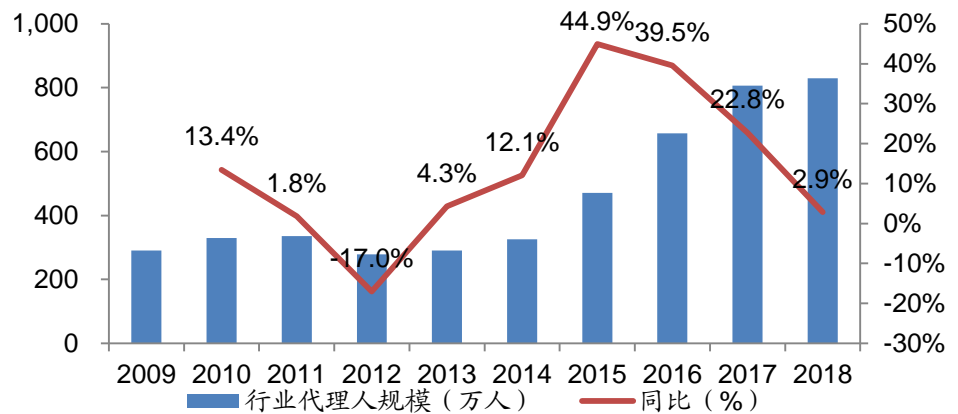
同时，我国代理人规模在自1992年首次引入后，不断扩大，截止2018年底，行业代理人总规模已经超过830万人，成为不可忽视的营销团队。值得注意的是，近年来伴随代理人规模的不断扩张，产品结构的调整叠加行业转型等因素，代理人团队的规模增长出现乏力趋势，但同时对高素质代理人的市场需求与日俱增。结合上市公司口径来看，近年来代理人规模不再呈现稳健的增长态势，而优化人力结构，培养绩优人力几乎成为所有公司的战略方针。站在当前时点，庞大的代理人团队在规模上已经饱和，但在质量上仍然大有空间。

图1：1994-2001中国保费收入（亿元）及同比（%）



数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

图2：2009-2018中国保险代理人规模及增速



数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

银保渠道：曾经规模至上，而今持续整顿

如果说代理人制度的引入点燃了国内保险的第一把火，随之而来的银行保险则进一步加速行业规模增长。银保合作的诞生，除了双方互惠互利外，也融合了金融混业经营的趋势。银保合作最早诞生于欧洲，尤其是法国市场，银保渠道贡献寿险保费收入超过70%。

表1：银保业务占寿险保费收入比例（单位：%）

年份	法国	荷兰	西班牙	比利时	英国	意大利	德国
1989	52	17			10		
1994	55	22	21	20	16	12	8
2000	71	39	40	40	28	30	14

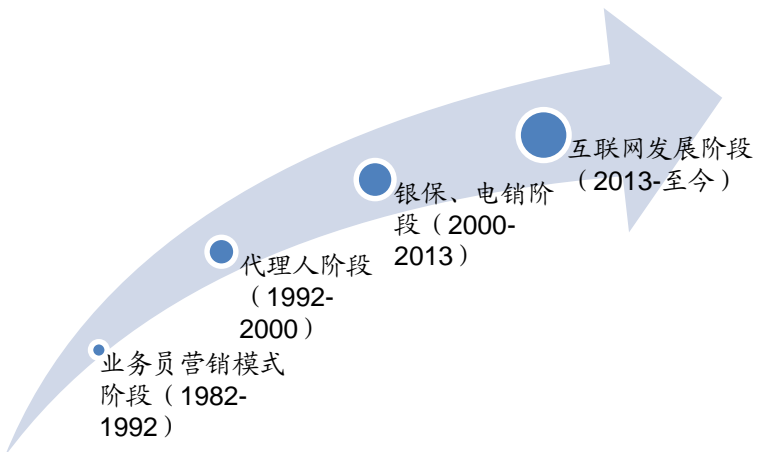
数据来源：阳光保险、广发证券发展研究中心

2000年8月，中国平安率先在银行柜台推出银保产品“千禧红”（分红储蓄型），宣告银保渠道正式介入保险行业。从产品属性上看，银保产品主打规模效应，以短期储蓄型产品为主，高度依赖银行网点。由于客户以投资理财目标居多，因此银保产品往往与银行理财产品对标，其收益率成为客户最关注的指标，产品本身保障功能相对薄弱。这也一度催动我国保费市场再上台阶，其中不乏一批做大做强保险公司通过银保渠道开疆拓土，例如太平人寿、新华人寿等。

保监会数据显示，2000年伊始，全国银保渠道保费收入仅4.25亿元，而到2003年，这一数字快速攀升到764.91亿元，且占到当年人身险保费收入的比例达到25.4%。

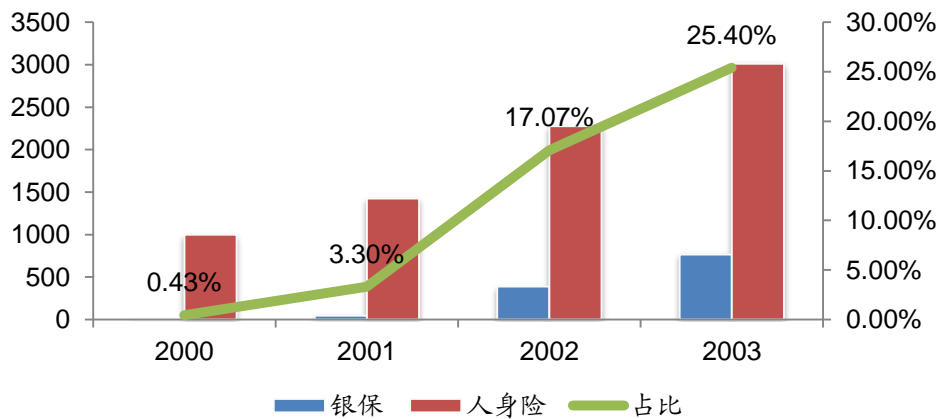
然而，伴随2017年134文的正式落地，曾经叱咤风云的银保渠道迎来严峻考验。由于银保渠道受到银行较大控制，其产品定位最初考虑弥补银行息差收窄，因此本质上更趋同理财产品，针对险企的价值率较低，已无法适应当前回归保障的大趋势。上市公司中，为适应转型要求，银保渠道均出现明显缩水。

图3：中国保险发展阶段



数据来源：《中国保险史》、广发证券发展研究中心

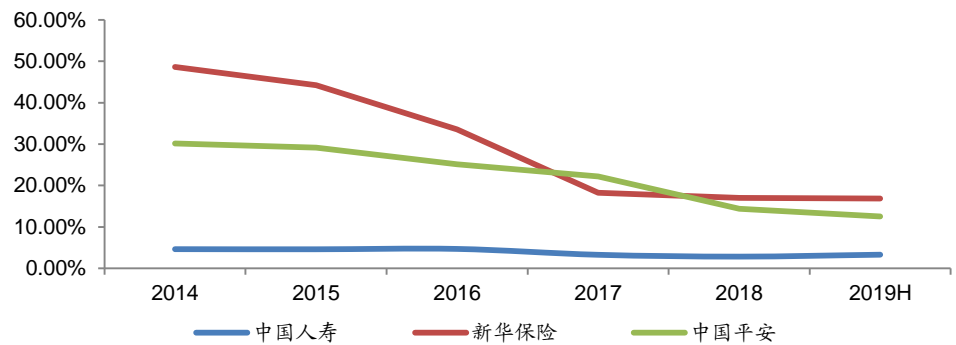
图4：2000-2003银保渠道保费（亿元）及占比（%）



数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

目前，银保渠道在经历大幅度整顿后出现回暖趋势，同时监管层也注意到过去银保渠道的不规范现象，在产品层面和人员驻点职业规范等方面进一步完善监管。以2019年8月27日发布的《商业银行代理保险业务管理办法》来看，对银保渠道“吃回扣”、“存款变保单”、“销售误导”等行为作出明确规范。值得注意的是，《办法》第三十八条首次明确商业银行代理销售意外伤害保险、健康保险、定期寿险、终身寿险、保险期间不短于10年的年金保险、保险期间不短于10年的两全保险、财产保险（不包括财产保险公司投资型保险）的保费收入之和不得低于保险代理业务总保费收入的20%。这是监管层首次明确银保渠道产品结构量化，也反映出对回归保障的大力贯彻，未来银保渠道重理财的特征或将逐渐弱化。

图5: 上市公司银保渠道保费收入占比



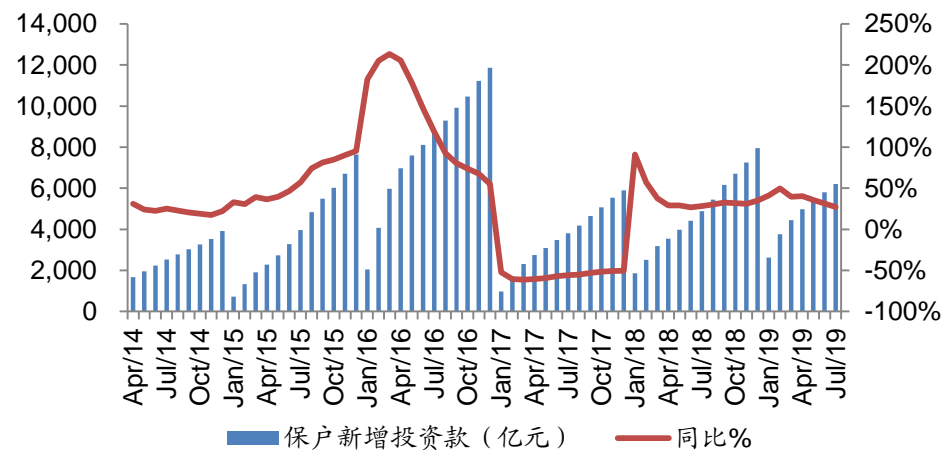
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

注: 中国平安为寿险业务规模保费

产品转型是渠道更替的根本, 回归保障仍是主旋律

无论个险还是银保, 渠道更替的本质仍然是主要产品结构的变化。2017年以前, 市场上众多保险产品的保障属性薄弱, 理财属性更突出。以保监会公布的保户新增投资款而言, 2017年该口径出现断崖式下跌, 主要因为该口径涵盖产品多偏向理财属性, 加上当时险资举牌备受争议, “万能险”产品受到监管层高度关注。同时, 各公司主打产品中, 分红、年金类产品一直居高不下, 而此类产品整体价值率一直偏低。值得注意的是, 134文正式实施后, 各家公司产品结构主动调整偏向保障型, 但保户新增投资款增速出现触底反弹, 侧面反映转型之路充满挑战, 各家公司在转向保障产品的同时不得不面对保费规模的明显下滑, 而此时理财产品的规模效应再次受到保险公司的关注。

图6: 保户新增投资款 (亿元)



数据来源: 保监会、广发证券发展研究中心

因此, 我国保险市场发展以来, 伴随监管政策和行业风向的调整, 一直在追求规模效应和注重质量增长两条发展道路上寻求平衡。在产品端始终是理财属性和保

障属性的博弈，进而在渠道端演变成个险和银保的取舍。当保费市场增长相对乏力时，银保渠道成为助推保费规模的重要途径；当行业回归保障时，个险渠道的服务粘性更受青睐。

自134文公布实施已近两年，行业负债端保费增速乏力已较明显，但产品阵痛伴随而来的还有价值率的大幅提升。因此，当前时点，行业虽然面临新的挑战，但其实并未摆脱旧的矛盾：在质量增长和规模增长上该如何权衡？

从监管和未来趋势看，回归保障仍然是行业主要基调。8月23日，银保监会以特急形式下发《商业银行代理保险业务管理办法》，其中明确规定银保渠道代销长期型、保障型保险产品占比不得低于20%。这是监管层首次针对银保渠道产品端的量化监管，也进一步明确了未来质量增长路径高于粗放规模增长的选择。

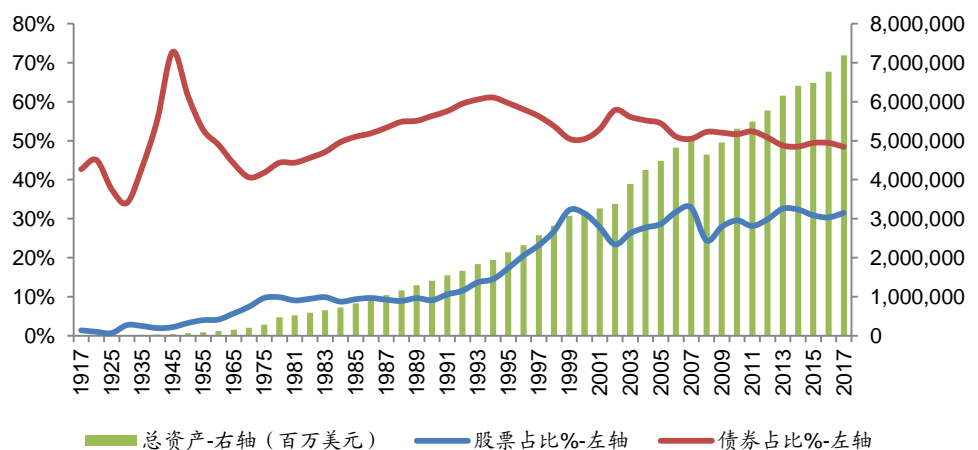
他山之石，美国市场渠道特征

寿险产品更注重投资属性

美国作为全球最大的保险市场，其产品层次和丰富程度一直领先。仅从寿险角度看，美国寿险资产配置更偏爱权益资产。根据美国寿险协会披露，截止2017年，美国寿险总资产达到7.2万亿美元，其中股票资产配置高达31.5%，债券资产配置虽最高，但远低于新兴市场债券配置比例。自上世纪80年代美国逐步确立IRA、401K等代表性保障计划以来，其保险产品在投资属性上不断创新，赋予投保人和雇员更多的选择空间。

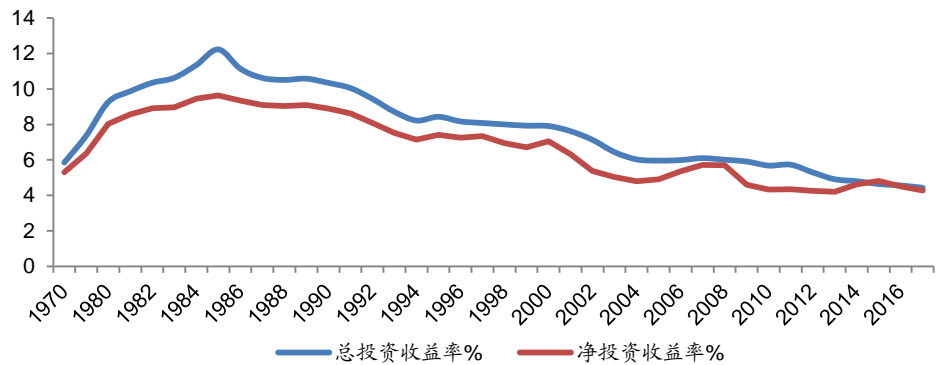
从投资收益率角度看，美国寿险资产在1985年迎来巅峰，其后开始漫长下行趋势，主要因为利率持续走低。同时，为应对利率持续下行，股票资产配比也随之不断走高。考虑到美国保险覆盖率较高，居民保险的保障属性相对完善，因此其投资属性更能显示出差异性。

图7：美国寿险总资产中股票、债券占比



数据来源：ACLI、广发证券发展研究中心

图8: 美国寿险资产投资收益率

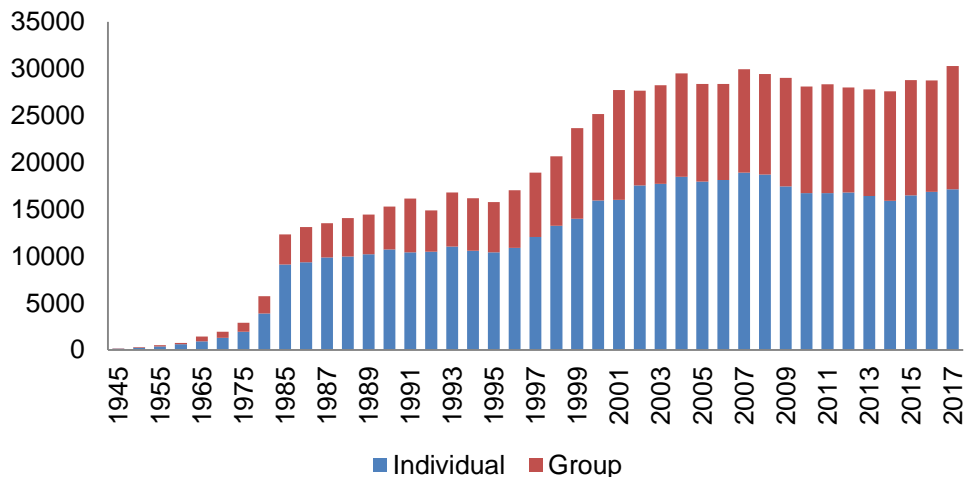


数据来源: ACLI、广发证券发展研究中心

个人业务强劲, 代理人人均产能卓越

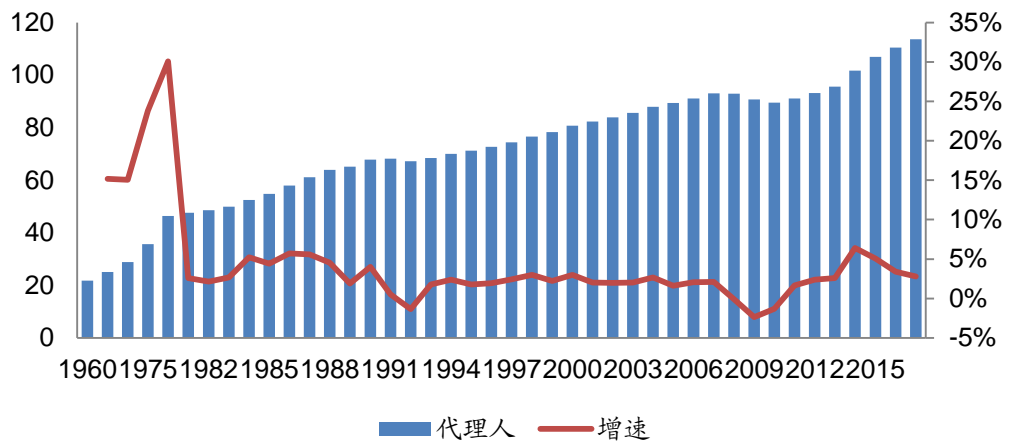
美国保险市场按渠道和业务主要分为个险、团险、信用险三大类, 其中个险一直占据最主要位置。投保人为个人的称为个人业务, 投保人为团体的为团体业务, 信用险是指投保人承担债务时债权人要求其购买的信用寿险和信用健康险。截止2017年, 个险渠道贡献寿险保费收入56.5%。与之相应的, 美国市场也拥有一批专业的代理人团队。截止2017年, 全美寿险代理人员突破114万人, 以个险保费计算, 人均保费产能突破1.5万美元。相比之下, 我国由于本身保险密度、深度均离发达市场有较大差距, 以上市公司人均产能来看, 与美国代理人还有较大差距。

图9: 美国寿险渠道占比 (亿美元、%)



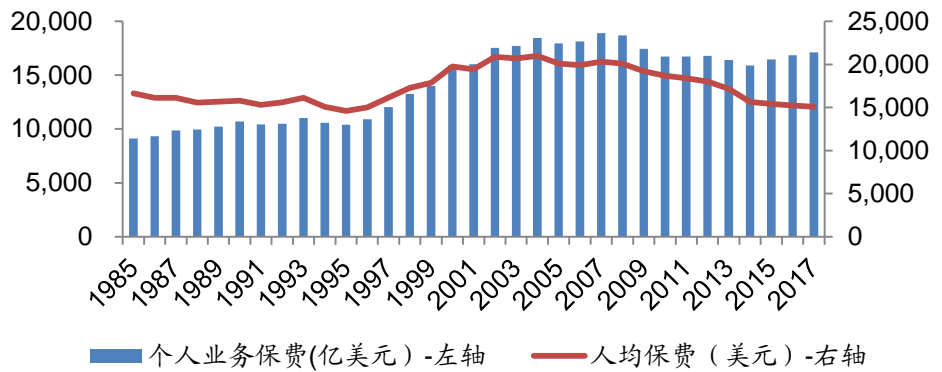
数据来源: ACLI、广发证券发展研究中心

图10: 美国寿险代理人规模(万人)及增速(%)



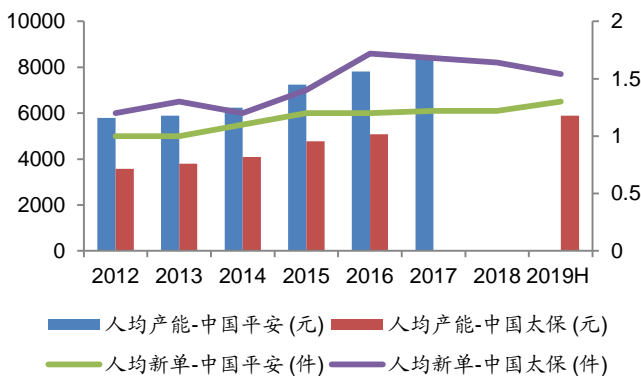
数据来源: ACLI、广发证券发展研究中心

图11: 美国个险渠道保费收入及代理人人均产能



数据来源: ACLI、广发证券发展研究中心

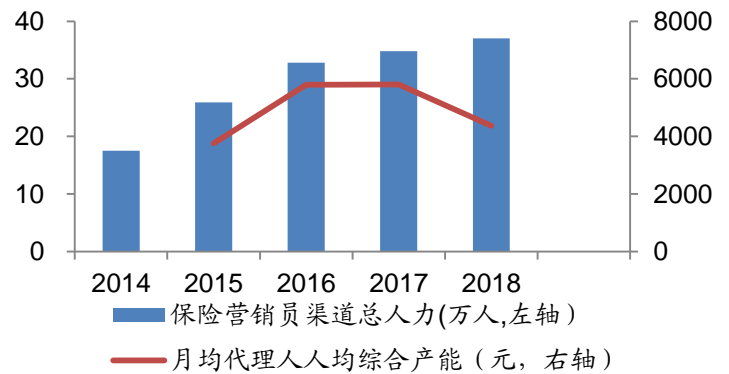
图12: 平安、太保人均产能(左轴)及新单(右轴)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

注: 因口径变动 18 年部分数据未披露, 太保 19H 人均首年保险业务收入同比增长 5%

图13: 新华保险人均产能

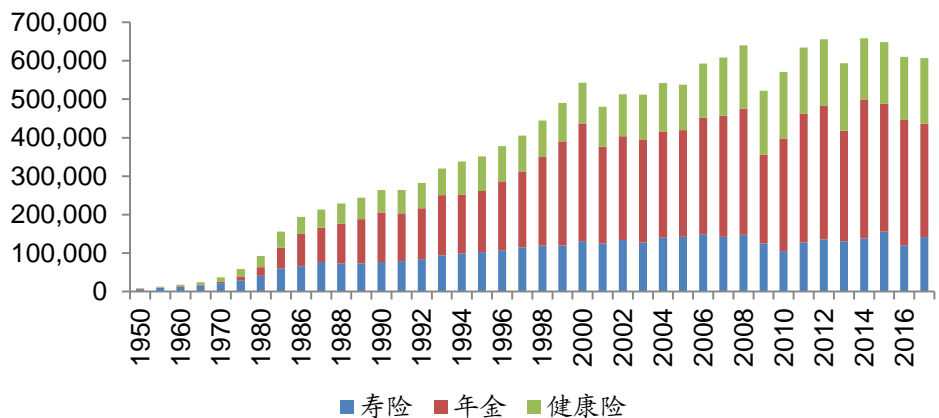


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

低利率促使年金险成为美国寿险市场第一大险种

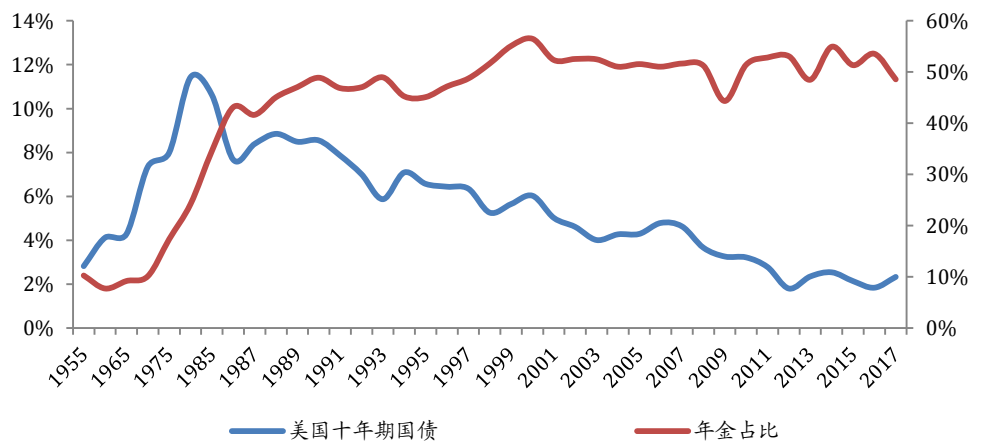
美国寿险也的发展路径与我国有所不同，期初传统寿险占比最高，但后来年金险异军突起，经过几十年的发展，目前已成为美国寿险市场最大的保费险种。1978年，美国设立401K计划以及后续的各类IRA账户，极大唤醒了民众的保障意识和投资回报需求。考虑到1980年附近美国利率到达顶点，此后对抗低利率环境和跑赢通胀成为美国养老账户的重要使命。在此环境下，美国寿险产品的结构也发生了巨大变化，年金产品顺应保值增值需求，占比持续提升。根据ACLI披露，2017年，美国寿险保费中，年金规模突破2948.6亿美元，占到总寿险保费规模的48.6%。

图14：美国寿险保费收入结构（百万美元）



数据来源：ACLI、广发证券发展研究中心

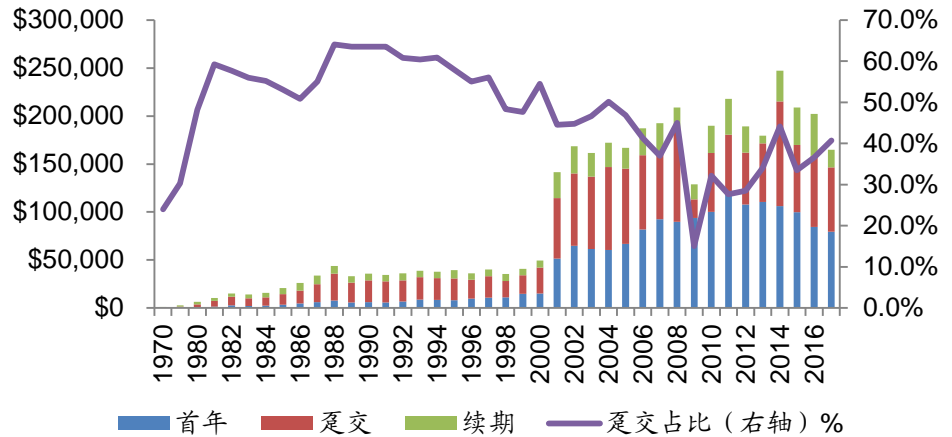
图15：美国十年期国债收益率（左轴）与年金占比（右轴）



数据来源：ACLI、广发证券发展研究中心

考虑到年金险更偏重理财属性，从其缴费方式上看，趸交更适合投资者的资金周转需求。这一点在美国寿险业同样明显。截止2017年，美国寿险年金中趸交保费占比40.8%。值得注意的是，2008年金融危机后，趸交保费占比出现明显回落，侧面反映年金产品更偏向投资理财属性，其投资表现是客户选择的关键。

图16: 美国寿险年金结构



数据来源: ACLI、广发证券发展研究中心

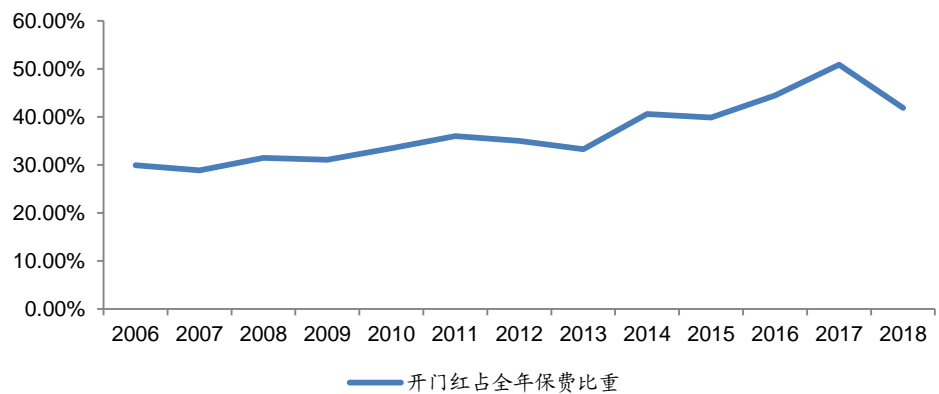
未来渠道之路展望

开门红效应弱化，保费增长模式演变

“开门红”作为保险行业不可忽视的营销时段，往往对全年保费增长和增员起到旗帜标杆作用。开门红期间各家公司都积极推动保费规模，而此阶段所销售产品普遍价值率较低，一般不会超过20%，更多以理财收益率作为卖点，吸引客户，与银行年末拉存款行为较为相似。

开门红的时间跨度略有不同，为方便比对，将每年1-3月保费收入作为开门红贡献，可以发现，开门红保费占全年保费收入比重自2006年以来持续升高，在2017年贡献比例突破50%，达到顶点，2018年受134文影响出现明显回落。

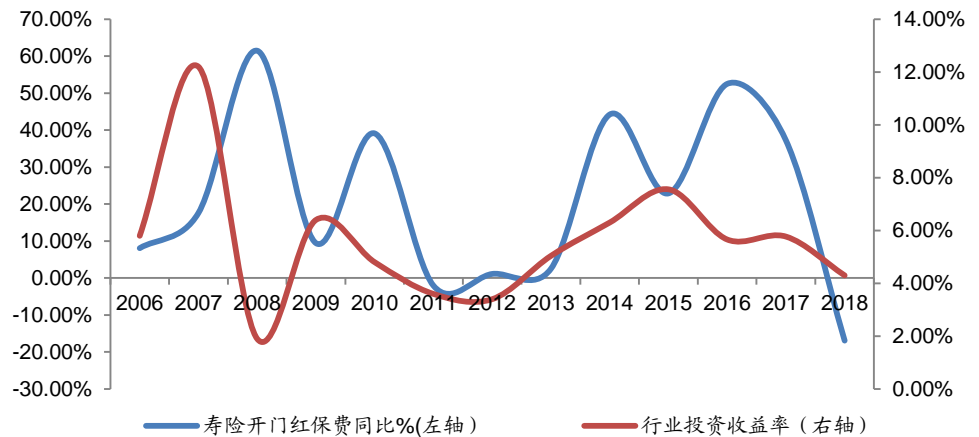
图17: 寿险开门红保费收入占全年比重 (%)



数据来源: 银保监会、广发证券发展研究中心

134文之前，保险产品的销售与往年投资业绩高度挂钩。由于开门红期间产品主要为理财型产品，其产品定价和收益演示多参考往年收益，因此，在当前保险回归保障和低利率趋势双重因素下，理财型产品受到较大冲击，2018年开门红尤其明显。

图18: 投资收益率与次年开门红增速挂钩



数据来源: 银保监会、广发证券发展研究中心

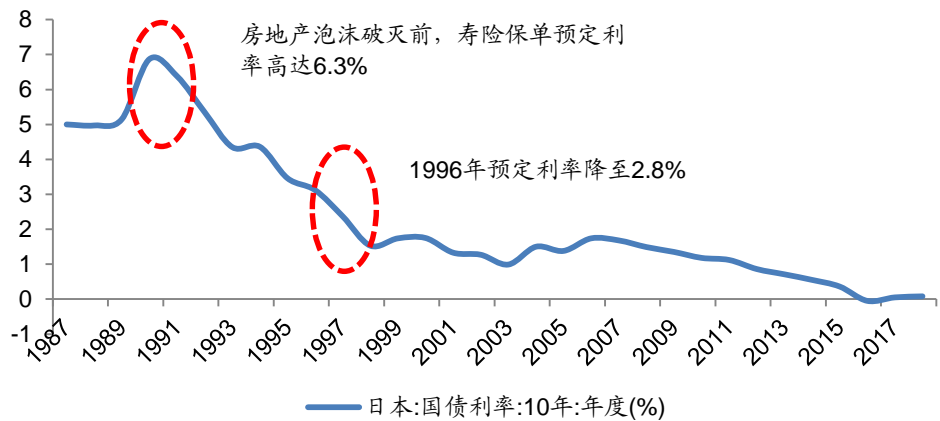
自平安宣布弱化开门红以来，不少保险公司陆续提出对于全年保费增长的均衡战略，这意味着，回归保障后，过去通过理财产品粗放式推动保费增长的路径面临变革。而以往代理人增员与开门红时点也高度吻合，因此可以判断，随着开门红弱化和理财产品结构的调整，代理人渠道也将面临一定转型压力，这种压力反过来也倒逼营销团队清虚，鼓励培养高素质长期核心代理人。

然而，从2019年的情况来看，目前行业对于产品结构的态度比较微妙。一方面，回归保障是大势所趋，但短期带来的保费增长放缓压力也持续弱化市场预期。因此，2019年多家公司开始逐渐平衡一边倒的保障产品结构，理财产品重新成为扩大保费规模的利器，尤其是市场对于长期利率走低的担忧，使得储蓄产品稳健收益特性获得放大，反而更受青睐。

监管积极应对利差损风险，个险渠道短期难撼动

伴随利率持续走低，监管部门积极应对潜在的利差损风险，近期发布《中国银保监会办公厅关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知》（182号文）。182文明确了未来普通人身险保单评估利率不得超过3.5%，这也说明年初行业冲规模主打的预定利率4.025%的产品已成为行业绝唱。从发达市场来看，监管此时出手其实是未雨绸缪，长期来看保险产品预定利率难以维持高位。特别是在利率走低期间强行推出相对高收益的长久期产品，可能只是逞一时之快，忽略了长期的资产负债久期缺口风险。日本保险市场即是前车之鉴，而欧洲主要国家利差损也较普遍。

图19: 日本十年期国债收益率 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表2: 欧洲主要保险市场的表现 (2014) (单位: %)

国家	久期缺口	平均保证利率	保证利率产品占比	投资差价
德国	>10 年	3.1	75	-0.4
瑞典	>10 年	3.3	70	-0.5
奥地利	>10 年	3.0	58	0.9
荷兰	5.5 年	3.6	40	0.2
法国	4.75 年	0.5	N.A.	1.1
丹麦	4.75 年	2.6	74	0.1
西班牙	<1 年	3.85	N.A.	1.1
意大利	<1 年	2.5	N.A.	0.6
爱尔兰	<0 年	1.5	N.A.	1.3
英国	<0 年	0.5	19	-0.1

数据来源: IAIS、广发证券发展研究中心

长远来看，回归保障的引导仍然大于短期保费规模压力的传导，由于利率走低是长期趋势，保险储蓄型产品也无法避免调低保证利率，因此保障型产品未来仍然更具备政策空间。相对于储蓄年金的重收益属性，保障产品在条款、跟踪、理赔等方面都更加依赖人力团队的支持，可见，只要保障类产品的占比持续提升，保险公司后续人力团队专业性的服务就不可或缺，甚至是刚需。即便当下行业人力团队需要优化结构，但优秀的代理人仍然是稀缺资源。所以，短期保险行业个险渠道仍然将是最重要的渠道，且未来随着保障产品的覆盖，其作用还将持续扩大，只是当前人力团队素质参差不齐，清虚和提高代理人素质是当务之急。

表 3: 四家上市公司保险代理人情况 (人) 及同比变动 (%)

单位: 人	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017	2018H	2018	2019H
中国人寿	743,000	949,000	979,000	1,529,000	1,814,000	1,937,000	2,025,000	1,800,000	1,772,000	1,573,000
中国平安	635,551	797,870	869,895	1,050,000	1,100,000	1,325,000	1,386,000	1,398,827	1,417,383	1,286,000
新华保险	175,000	192,000	259,000	242,000	328,000	333,000	348,000	334,000	370,000	386,000
中国太保	344,000	415,000	482,000	582,000	653,000	870,000	874,000	894,000	847,000	796,000
中国人寿	13.78%	48.28%	31.76%	61.12%	85.29%	26.68%	11.63%	-7.07%	-12.49%	-12.6%
中国平安	14.11%	31.28%	36.87%	31.60%	26.45%	26.19%	26.00%	5.50%	2.26%	-8.1%
新华保险	-12.94%	9.09%	48.00%	26.04%	26.64%	37.60%	6.10%	0.30%	6.32%	15.6%
中国太保	14.29%	37.87%	40.12%	40.24%	35.48%	49.48%	33.84%	2.76%	-3.09%	-11.0%

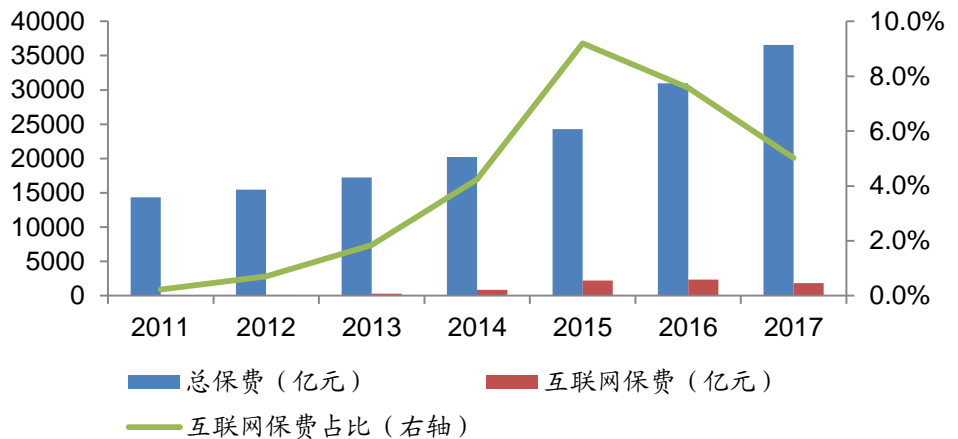
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

新生代保险需求升级, 互联网渠道日益重要

随着以90后为代表的新生代人群进入职场, 互联网保险渠道的重要性逐渐凸显。与传统渠道相比, 互联网渠道最受高知年轻群体青睐, 相对于以往客群高度依赖代理人介绍, 新生代人群在保险知识和意识上都有较强的自我学习能力, 对于复杂保险产品的理解能力更强。同时, 由于自幼伴随互联网成长, 这批人群拥有良好的网络意识, 熟练使用网络搜索功能, 这些都为互联网保险未来的空间打下基础。

根据腾讯微保发布的数据显示, 截止2017年, 我国互联网保险保费收入1835亿元, 占全行业保费收入的5%, 而2011年我国互联网保费仅32亿元, 增长迅猛。

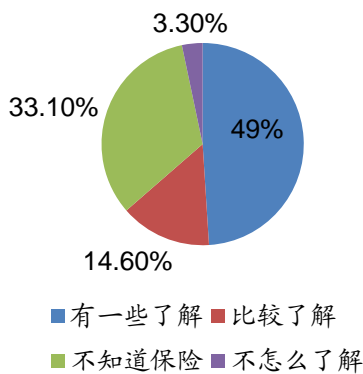
图 20: 互联网保费收入及占比



数据来源: 微保、广发证券发展研究中心

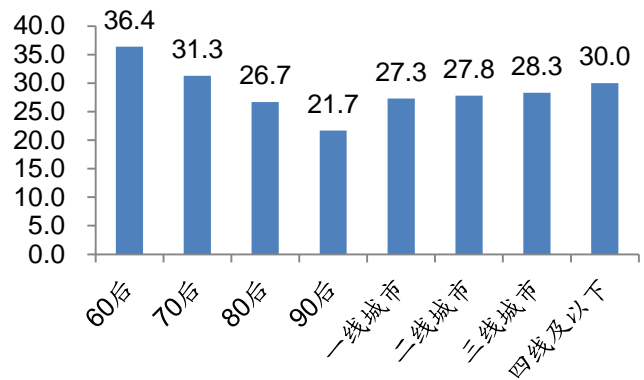
我国互联网人群中, 六成以上对保险有一定了解。另外, 从年龄分段上看, 90后首次网上购险年龄最小。考虑到互联网用户年轻群体较多, 也侧面反映出互联网渠道天然接近年轻人, 互联网保险未来随着对应人群年龄、购买力增长仍将持续扩张, 是对保险传统渠道的有力补充。

图21: 中国网民对保险认知程度 (2017年)



数据来源: 微保、广发证券发展研究中心

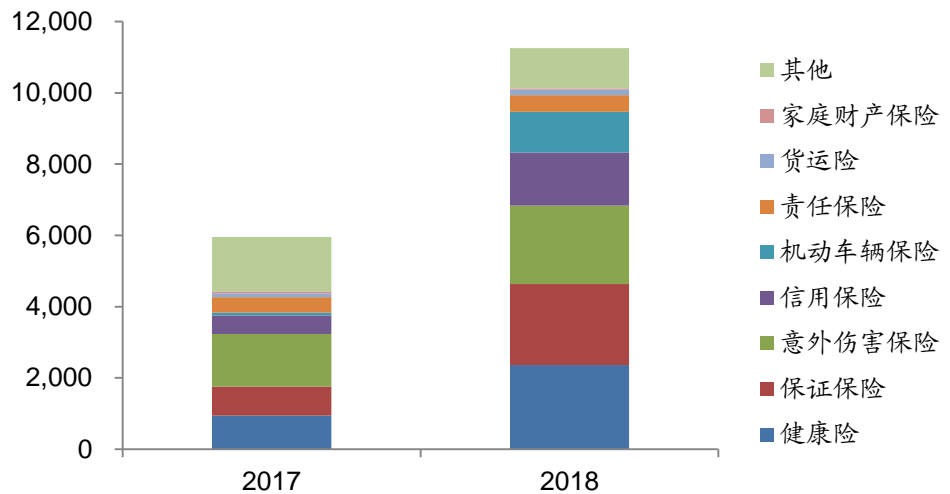
图22: 不同人群首次购买保险的平均年龄 (2017年)



数据来源: 微保、广发证券发展研究中心

产品结构上, 互联网保险也不断丰富, 从初期的简单场景化产品, 到兼容保障类产品, 给客户的选择趋于多元。以众安在线为例, 其2018年健康险保费占比高达21%, 为其最重要险种, 较2017年上升5.2个百分点。复杂产品在线销售, 更多取决于客户群体的自主性, 因此, 随着互联网新生代的不断成长, 在线销售复杂寿险的趋势仍将持续下去。

图23: 众安在线保险业务收入 (百万元)

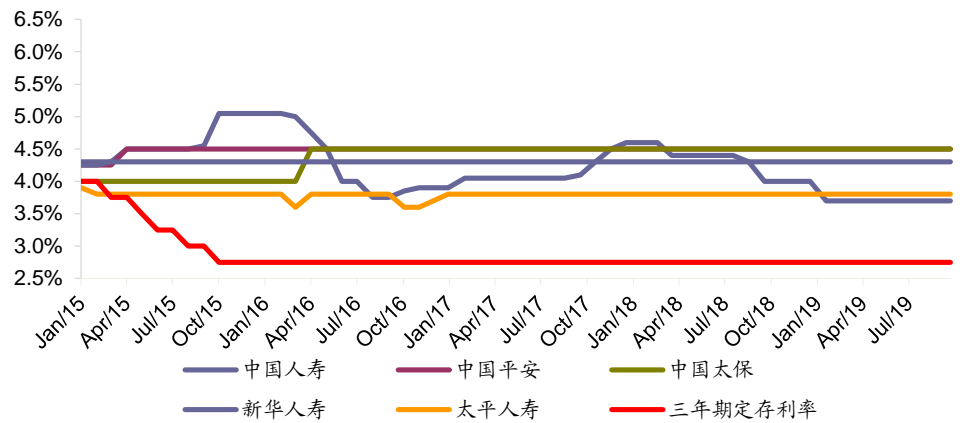


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

投资建议

保险渠道的演变与产品结构息息相关。在低利率环境下, 保险产品的保障储蓄属性得到进一步释放, 人们的保守理财理念有助于客户群体自发对保险产品产生兴趣。借助于新兴科技手段, 如互联网, 移动APP等, 保险覆盖率得以进一步提升, 尤其是对年轻群体。但线下人力渠道仍然是保险最核心的渠道, 这是由保险产品本身的属性决定的。线下服务跟踪的好坏, 直接影响保险公司口碑和客户体验, 没有强大优质的线下人力团队, 线上渠道也无法得以进一步开展。

图24：上市公司代表性万能险收益率对比



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

虽然行业总体代理人规模已经较为庞大，但渠道建立的成本已经高企，龙头公司在清虚之余，其代理人规模效应已然形成一道行业壁垒。中小公司此前通过资产驱动负债模式已被监管叫停，利率下行环境下，监管较为保险产品收益进行。相同利率水平下，同质化产品的竞争差异，通过渠道差异得以进一步放大，最终行业强者恒强格局仍将持续。

基于此，上市险企整体上仍然在保险这条优质赛道上享有得天独厚的优势。其中以平安为代表的龙头公司，不仅强化线下渠道，还积极引领科技金融，多线发展，巩固渠道优势。当前行业估值仍然较低，龙头公司仍有布局价值，建议关注：中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险。

风险提示

增员压力超预期，利率波动超预期等。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼：资深分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 文 京 雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦 18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期 16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心 14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。