

保险业拐点何时到来？

——保险行业2021年中期策略报告

2021年7月22日

 分析师：王一峰 执业证书编号：S0930519050002
联系人：郑君怡

 证券研究报告

- 2021年上半年保险板块跑输大盘。** 2021年上半年A股保险股均下跌，相较而言H股表现较好，保险板块跑输大盘，各险企估值中枢不断接近历史低位。**人身险方面**，开门红叠加新旧重疾险定义切换，继保费2021年年初迅速增长后，后续支撑力不足，保费增速承压；**财产险方面**，车险综改压力延续，车险保费承压，非车险占比提升，支撑整体保费；**投资端方面**，长端利率震荡下行叠加权益市场波动加大，拉低保险指数。
- 产品创新进入瓶颈，人力渠道问题逐渐凸显。** 过去粗放式发展的保险业推动力主要在于产品创新及政策指引，人力渠道的本质问题一直存在，只是过去并未暴露。投连险和万能险发展承压，百万医疗件均单价较低及寿险每年固定增长限制其规模空间及利润，养老年金险因税优政策优惠力度不足吸引力较低，重疾险因旧产品需求提前释放导致新产品销量不及预期，保险业急需新高业务价值率产品拔高短期业绩，但并未有新的销量较突出的且满足市场核心需求的产品。因此人力渠道的粗放式发展问题逐渐凸显，保险业供给侧改革势在必行。
- 对标友邦，国内险企代理渠道改革还处于第一阶段。** 友邦中国最优代理人改革业绩成效经历三阶段：（1）代理人数量下滑阶段（2010-2013）：年化新保费增速下降，人均ANP保持增长但人均VONB增速下滑；（2）代理人数量迅速提升阶段（2014-2018）：年化新保费迅速增长，人均ANP与人均VONB增速先下滑后上升；（3）代理人保持稳定增长阶段（2018以后）：年化新保费、人均ANP及人均VONB均维持稳定增长。整体来看，对标友邦中国，国内险企虽积极推进代理渠道改革，但还处于第一阶段，即代理人清虚、人均FYP上升，人均NBV下滑阶段，保险业由粗放式发展转向高质量发展的拐点仍需等待。

核心观点

我们认为，保险业或将在半年至一年后迎来拐点：1、未来供给侧转型三条主线：渠道转型、科技赋能、产业协同。（1）渠道转型方面，近年来保险营销员学历结构逐渐优化，新增营销员总体素质上升，保险代理人增速呈周期性变化，目前人力出清接近尾声，预计半年至一年后或将出现新一轮增量。（2）科技赋能方面，众安坚持科技赋能战略，打造“产品+系统”发展模式，互联网渠道迅速扩张，综合成本率不断降低，成功实现降本增效，国内上市险企也正积极推进科技赋能，预计行业未来将突破人口红利周期，通过科技赋能+互联网进一步拓展下沉市场。（3）产业协同方面：各险企打造康养产业链，利用社区吸引客户，通“产品+服务”增强客户粘性，从而促进养老、健康保险产品销售，提振NBV。2、需求端：保险密度深度落后，寿险保障缺口巨大，养老市场未来发展空间广阔，疫情后人们保险意识逐渐增强，市场有望进一步扩大。3、投资端：短期来看，权益市场有望回暖释放权益类投资收益，助力保险股估值修复；长期来看，险企投资依旧保持以稳健型的固收类资产为主，长端利率虽趋势下行，但资产负债久期缺口逐渐缩窄，仍然看好资产端对估值的提振作用。

投资建议：推荐股息率较高且估值较低，寿险转型不断深化，积极布局“保险+健康+养老”产业的中国太保（601601.SH/2601.HK）；较早布局金融科技领域且内含价值最为稳健，积极推进转型的中国平安（601318.SH/2318.HK）；保险线上化走在前端，打造保险医疗生态圈并积极探索保险科技创新应用的众安在线（6060.HK）；聚焦高端市场，代理人业务质量较高，新业务价值占内含价值营运利润比重逐年提升，长期内含价值回报率有望稳步提高的友邦保险（1299.HK）；长期ROE保持稳定10%+，股息率高的中国财险（2328.HK）。

风险提示：保费收入不及预期；疫情大范围内反复；疫情对居民保险和健康意识影响不及预期；利率下行超预期；监管部门政策变动；管理层变更。

2021上半年回顾：保险板块跑输大盘

- 1、A股保险股均下跌，各险企估值中枢接近历史低位
 - 1.1 负债端：人身险保费增速承压，车险综改压力延续
 - 1.2 投资端：长端利率震荡下行，权益市场波动加大

2021下半年展望：保险业触底后拐点仍需时日

- 2、供给侧：各险企采取差异化转型策略
 - 2.1 渠道转型：友邦中国最优代理人经历三阶段，国内险企渠道转型还处于第一阶段
 - 2.2 科技赋能：众安实现降本增效，行业有望进一步拓展下沉市场
 - 2.3 产业协同：打造康养产业链，提供产品+服务
- 3、需求端：寿险保障缺口巨大，养老保险未来发展空间广阔
- 4、投资端：久期缺口逐渐缩窄，权益投资占比提升

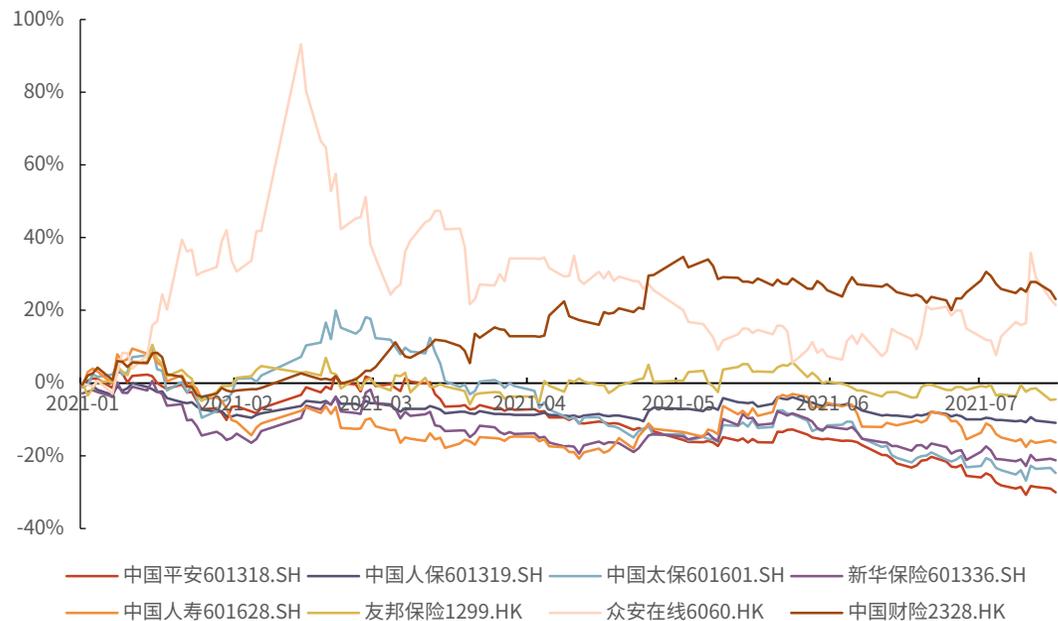
投资建议及风险提示

1、2021上半年：保险板块A股均下跌，保险板块跑输大盘

2021年至今，A股保险板块整体呈下行趋势：2021年至今保险指数累计下跌29.67%，跑输上证指数30.63pct，跑输沪深300指数26.65pct。保险板块A股均下跌，H股表现较好。平安、人保、太保、新华、国寿、友邦2021年至今分别累计下跌30.08%、10.92%、24.75%、21.26%、16.34%、4.48%，但友邦整体表现优于其余5家险企。

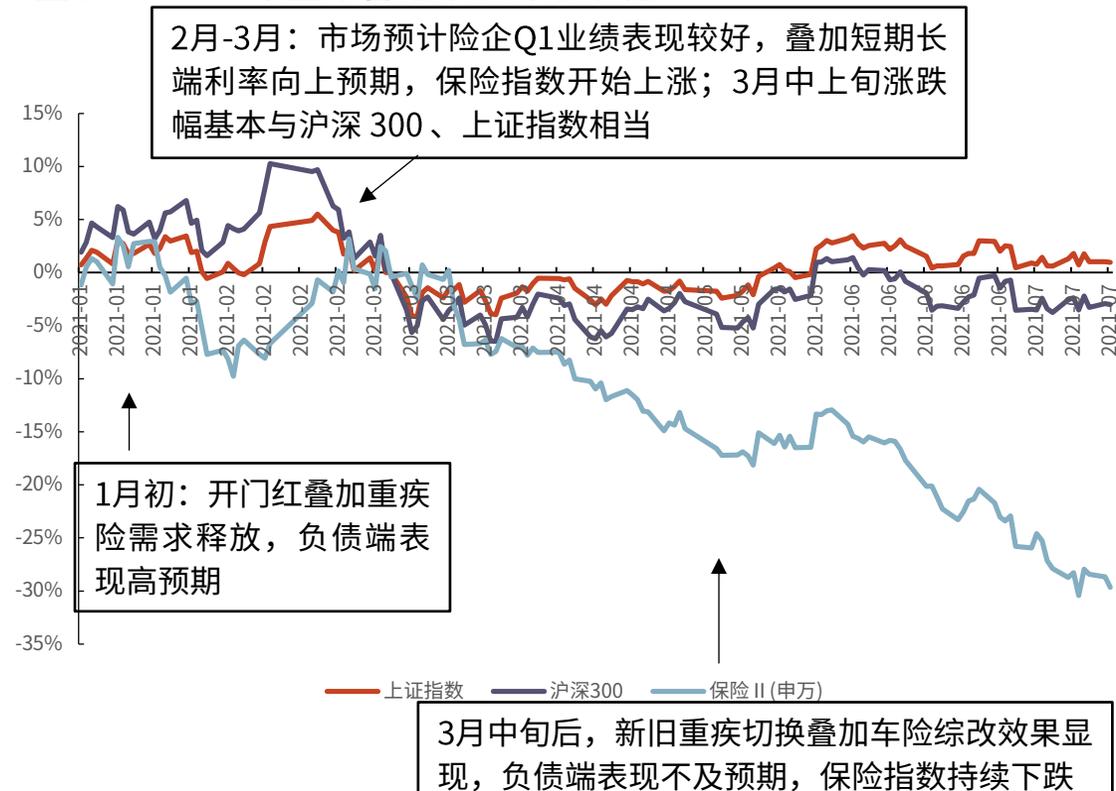
众安在线与中国财险表现亮眼。众安与中国财险2021年至今分别累计上涨21.42%、23.13%。众安年初大幅上涨，2月中旬后有所回调；中国财险自2月以来股价走势持续向上。

图表1：2021年至今各上市保险公司股价累计涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所，股价截至2021年7月20日
请务必参阅正文之后的重要声明

图表2：2021年至今各指数累计涨跌幅



4 资料来源：Wind，光大证券研究所，股价截至2021年7月20日

1、2021上半年：各险企估值中枢不断接近历史低位

除友邦以外，各险企A股和H股估值中枢均不断接近历史底部。2021年以来，保险股估值整体下滑，除人保外，从静态估值水平来看，其他主要上市A股险企均在0.9xPEV之下。截至2021年7月20日，从静态估值水平来看，A股中，中国人保估值为1.15xPEV左右，中国平安估值为0.80xPEV左右，中国人寿估值为0.82xPEV左右，中国太保和新华保险估值均下滑至0.58xPEV左右。H股中，仅友邦估值稳定向上，2021年以来保持在2.08-2.45xPEV之间。

图表3：主要上市A股险企 PEV（静态）估值比较



资料来源：Wind，光大证券研究所，股价截至2021年7月20日

图表4：主要上市H股险企PEV（静态）估值比较



资料来源：Wind，光大证券研究所，股价截至2021年7月20日

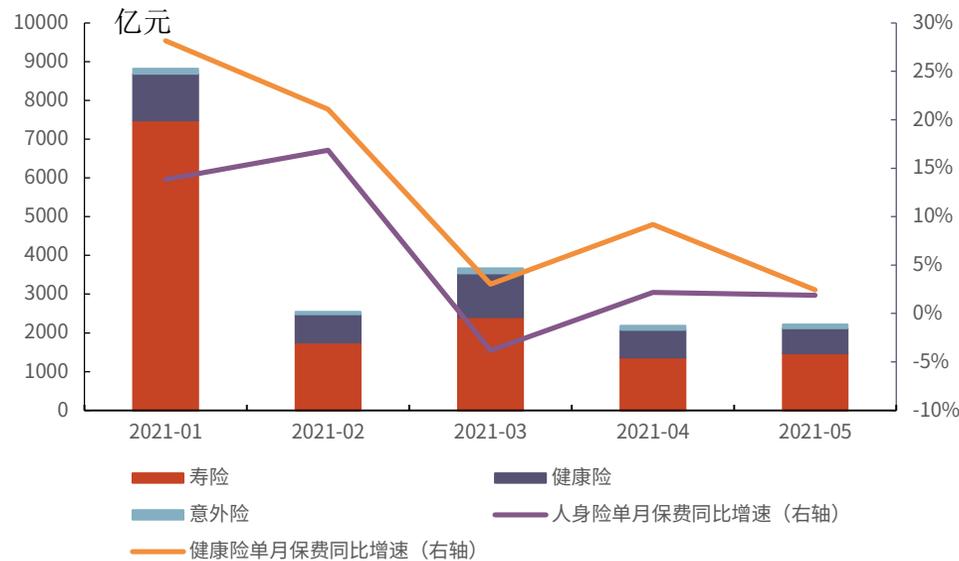
1.1 负债端：人身险保费增速承压，平安新单高开低走

开门红叠加重疾旧产品热销，2021年初人身险保费收入迅速增长。2021年1-5月人身险单月保费增速分别为13.8%、16.8%、-3.8%、2.2%、1.9%，在重疾险重定义背景下，各公司纷纷加大对重疾旧产品宣传，健康险保费收入2021年1、2月分别同比上升28.17%、21.09%，叠加开门红人身险保费收入年初实现迅速增长。

重疾险需求提前释放，后续支撑力不足。重疾新规出台后，重疾旧产品下架，新产品因需求提前释放销量不及预期，健康险单月保费增速下滑，2021年5月同比增速仅2.4%，拖累人身险保费收入增速的提升。

平安单月新单保费呈现高开低走态势。平安2021年1-6月单月新单保费同比增速分别为34.46%、19.54%、-24.91%、-27.56%、-28.03%、-18.38%，1-2月实现高速增长，3月开始增速却大幅下跌，人身险单月保费收入增速整体也有所下滑。

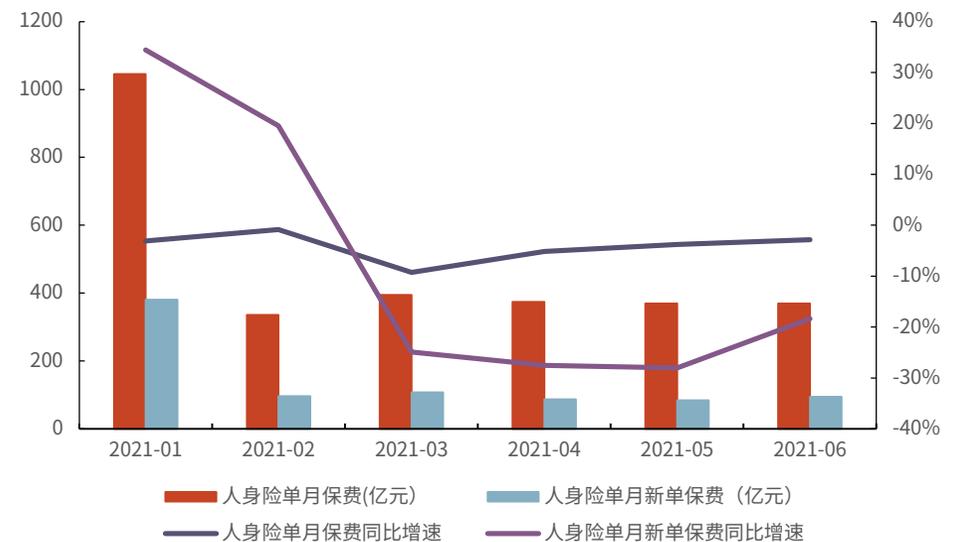
图表5：2021年1-5月人身险单月保费增速承压



资料来源：银保监会，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

图表6：2021年1-6月平安新单保费高开低走



资料来源：公司公告，光大证券研究所

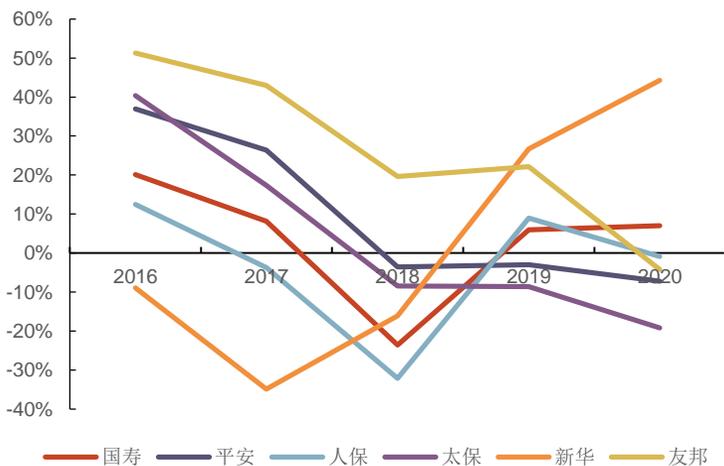
1.1 负债端：人口红利逐渐消失，NBV和NBVM承压

人口红利逐渐消失。劳动人口是寿险及健康险的最重要受众群体，而16-59岁人口数占比逐年下降，近年来具有相对高收入高消费水平的劳动群体占比不断下降，从2013年69%降至2018及2019年65%，人口红利不断减少，依靠人口红利的理财产品销售受阻，粗放式发展的可持续性受到质疑。

新单保费逐年下滑。除新华保险外，主要上市险企新单保费增速自2016年以来呈现逐渐下降趋势，2019年后增速下降趋势虽开始放缓，但2020年除国寿、新华外险企新单保费均为负增长。

NBV增速转负，NBVM承压。各险企NBV增速整体呈下滑趋势，且2020年除人保外各险企NBV增速均为负；各险企2020年FYP下滑叠加NBV承压，NBVM均有所下降。

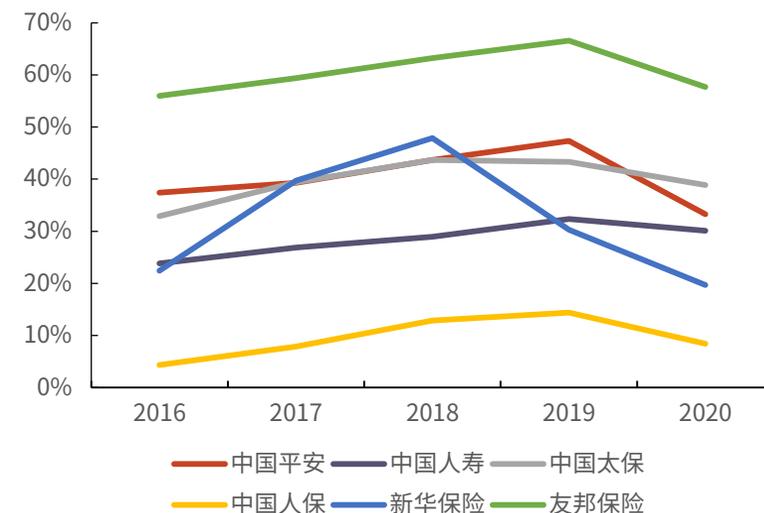
图表7：各险企新单保费增速



图表8：各险企新业务价值增速



图表9：各险企新业务价值率



1.1 负债端：车险综改压力延续，非车险占比提升

车险综改压力延续，2021年1-5月财产险保费承压。商车费改背景下车险业务利润空间缩窄，各险企车险保费收入不断下滑，2021年1-5月行业车险保费增速分别为-12.8%、5.2%、-4.3%、-8.4%、-8.8%，拉低财产险保费总收入；2021年1-5月财产险单月保费增速整体承压，分别为-4.4%、16.3%、-1.6%、-6.0%、-5.3%。车险综改将满一年，预计下半年压力有所缓解，可逐步实现出清。

非车险占比逐年提升，支撑财产险保费收入。各险企非车险占比显著提升，截至2021年H1，平安、太保、人保非车险（含意健险）保费收入占比分别为33.23%、45.43%、52.05%，相比2020年末分别提升1.85pct、10.19pct、13.54pct。随着非车险的不断发展，未来有望成为财产险发展的重要支柱，与车险实现“双驱动”模式。

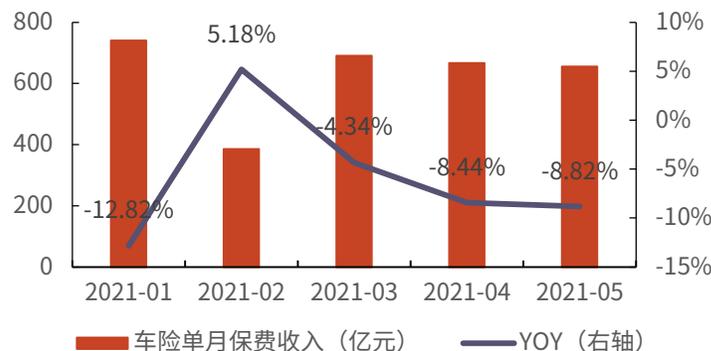
图表10：2021年1-5月财产险单月保费收入



资料来源：中国银保监会，光大证券研究所

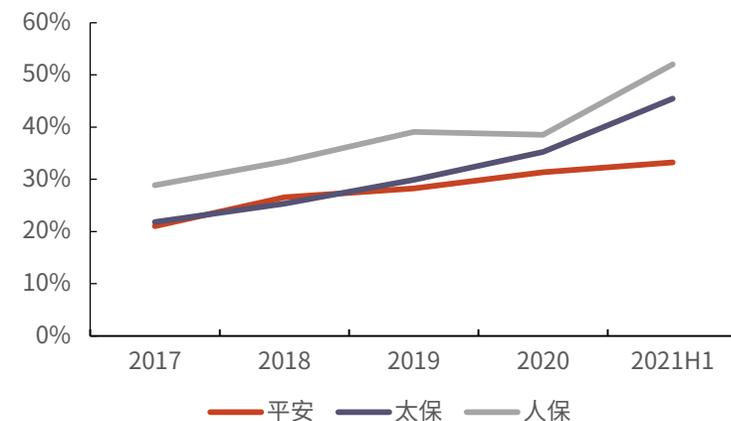
请务必参阅正文之后的重要声明

图表11：2021年1-5月车险单月保费收入



资料来源：中国银保监会，光大证券研究所

图表12：2017-2021H1各险企非车险占比提升



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，非车险包含意健险

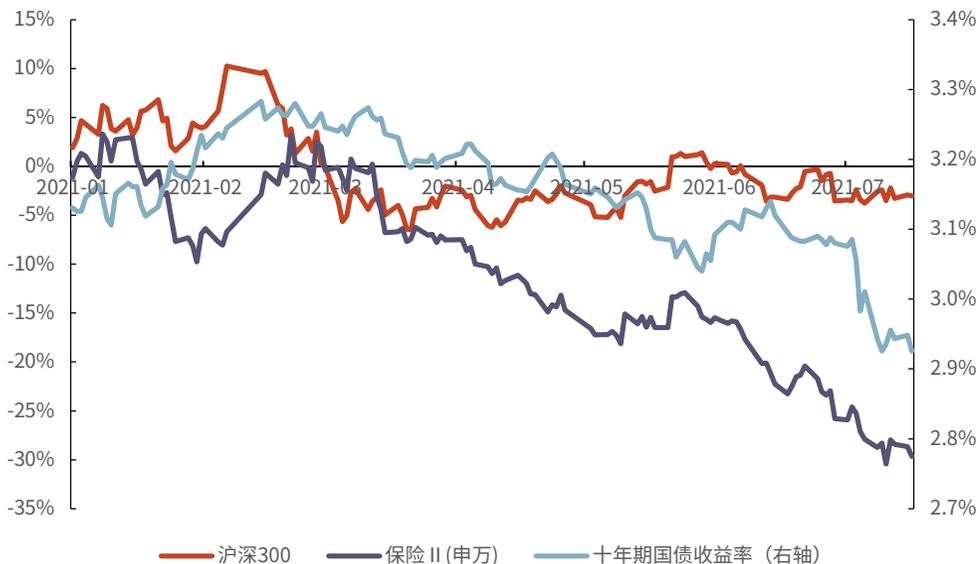
1.2 投资端：长端利率震荡下行，权益市场波动加大

长端利率震荡下行，2021年7月已跌破3%。2021年1-3月，长端利率由3.15%上行至3.25%左右，此后波动下行，截至2021年7月20日已跌至2.93%，新增固收类资产收益率下降，且保险准备金计提数额增加导致当期利润下降，拉低保险指数。

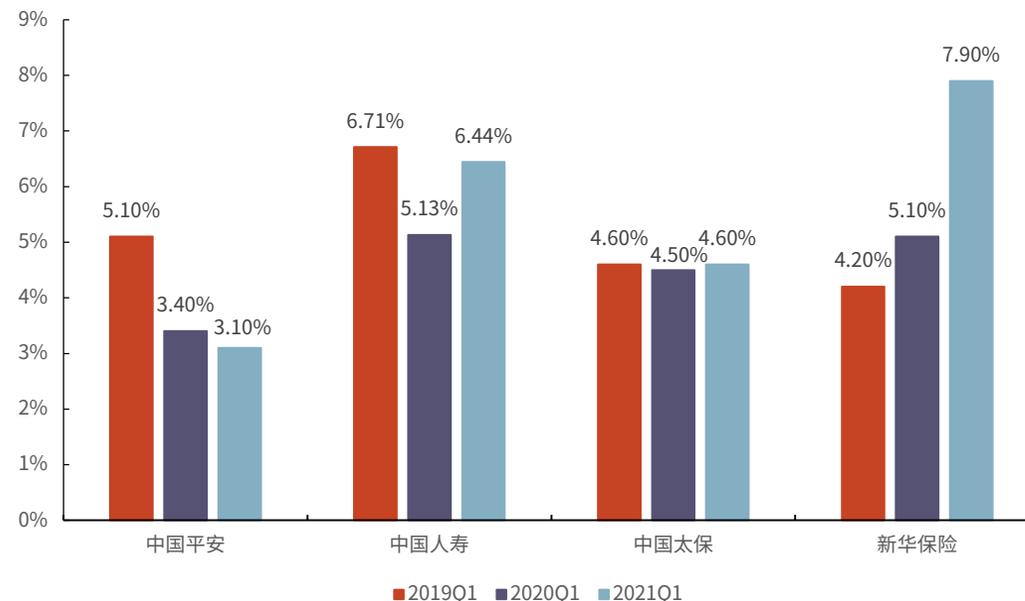
权益市场波动加大，权益投资略受负面影响。2021年以来，沪深300指数1-3月累计上涨，3月以后整体开始持续下滑且不断波动，随着各险企权益类资产占比的不断增加，权益类投资收益略受负面影响。在保险板块贝塔属性下，保险指数自3月后持续下跌。

除平安外，2021Q1主要上市险企总投资收益率稳健上升。国寿、太保、新华总投资收益率分别由2020Q1的5.13%、4.50%、5.10%上升至2021Q1的6.44%、4.60%、7.90%，仅平安由2020Q1的3.40%跌至2021Q1的3.10%，主要受华夏幸福亏损影响。整体来看，2021Q1各险企总投资收益率稳中有升，保险指数企稳。

图表13：沪深300、保险指数累计涨跌幅与长端利率走势



图表14：主要上市险企总投资收益率稳健上升



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：Wind，光大证券研究所，股价截至 2021年7月20日

资料来源：Wind，光大证券研究所

2、开启转型之路，保险业触底后拐点仍需时日

产品创新进入瓶颈，人力渠道问题逐渐凸显。我们认为，过去粗放式发展的保险业推动力仍在产品创新及政策指引，人力渠道的本质问题一直存在，只是过去并未暴露。目前产品创新进入瓶颈，投连险和万能险发展动力不足，百万医疗险均单价较低及寿险每年固定增长限制其规模空间及利润，养老年金险因税优惠政策优惠力度不足吸引力较低，重疾险因旧产品需求提前释放导致新产品销量不及预期，保险业急需新高业务价值率产品拔高短期业绩，但并未有新的销量突出的能满足客户特定需求的产品。因此人力渠道的粗放式发展问题逐渐凸显，保险业供给侧改革势在必行。

图表15：人身险保费收入增速



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：Wind，慧保天下，光大证券研究所

2、开启转型之路，保险业触底后拐点仍需时日

各险企采取差异化转型策略，短期来看转型导致保费承压，但长期来看将推动险企价值提升。我们认为，以友邦为代表的渠道转型与以众安为代表的科技赋能为行业未来突破人口红利周期并进一步打开市场的发展方向。

图表16：各险企采取差异化转型策略

	转型策略	具体措施
中国平安	三步走、人工智能	(1) 结合“产品+”体系，驱动实现“稳定队伍-健康队伍-三高队伍”三步走转型路径；(2) 以质量为导向，建立稳定、健康、优质的百万代理人队伍，逐步提升三高代理人占比；(3) 通过一体化智慧活动管理平台，实现有效活动率及人均长险件数的提升；(4) 通过人工智能AskBob,打造百万量级培训素材库，促进代理人全面能力的提升。
中国人寿	鼎新工程、科技国寿	(1) 建立以客户为中心的“一体多元”销售发展布局，多元业务板块经营模式转型稳步推进；(2) 与“数字时代”同步，承接深厚的线下基础，构建线上数字化平台，建立混合云，运营服务加快线上化、智能化、集约化、生态化转型，有效满足客户高品质服务需求。
中国太保	转型2.0、长青计划、长航行动	(1) 以客户体验最佳、业务质量最优、风控能力最强为转型目标；(2) 建立人才长期激励约束机制进一步激发组织活力；(3) 推动渠道多元化发展，加快数字化能力和大康养生态建设，坚守合规风险底线。
新华保险	一体两翼、科技赋能	(1) 持续推进“1+2+1战略，聚焦寿险主业，打造”产品+服务“协同模式，强化队伍建设；(2) 持续升级和丰富产品供给，优化和创新产业布局。
友邦保险	最优代理人	(1) 三大转型主线：渠道+产品+服务，以中高端客户为目标客群；(2) 三个五年计划，其中2018-2022新五年计划：着力发展“代理人渠道优质增员”、“代理人渠道3.0转型”和“卓越多元渠道”三大业务策略。
众安在线	科技赋能	(1) 坚持科技赋能战略，2020年研发投入9亿元，研发人员1426名（占比47%），科技输出收入3.7亿元（YOY+35.4%）；(2) 与中国建设银行合作，推出国内第一张数字人民币保单；(3) 在香港打造虚拟银行ZA Bank，2020年用户规模超22万。

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

2.1 渠道转型：友邦中国最优代理人成效经历三阶段

友邦推出三个“五年计划”，实现代理人的优增和优育。友邦最早自2010年便开始提出“最优代理人”策略，制定第一个五年计划，从招募、考核、激励和培训等方面实现代理队伍的“清虚”、“优增”、“优育”和“高留”，告别人海战术，并且该计划提前一年就成功完成。2014年与2018年友邦分别推出新的五年计划，持续深入推进代理人增优提质，打造卓越代理人。

友邦中国代理人数量经历先降再升后稳定三阶段。（1）友邦中国自2010年开始代理人持续下滑，共历时4年，代理人人数由2009年25022人下降至2013年15347人，复合增长率为-11.5%；（2）2014年开始友邦中国代理人增速由负转正并迅速增长，2014-2017年增长率分别为13.99%、35.91%、29.56%、18.40%；（3）2018年以后，友邦中国代理人增速保持平缓，实现稳定增长。

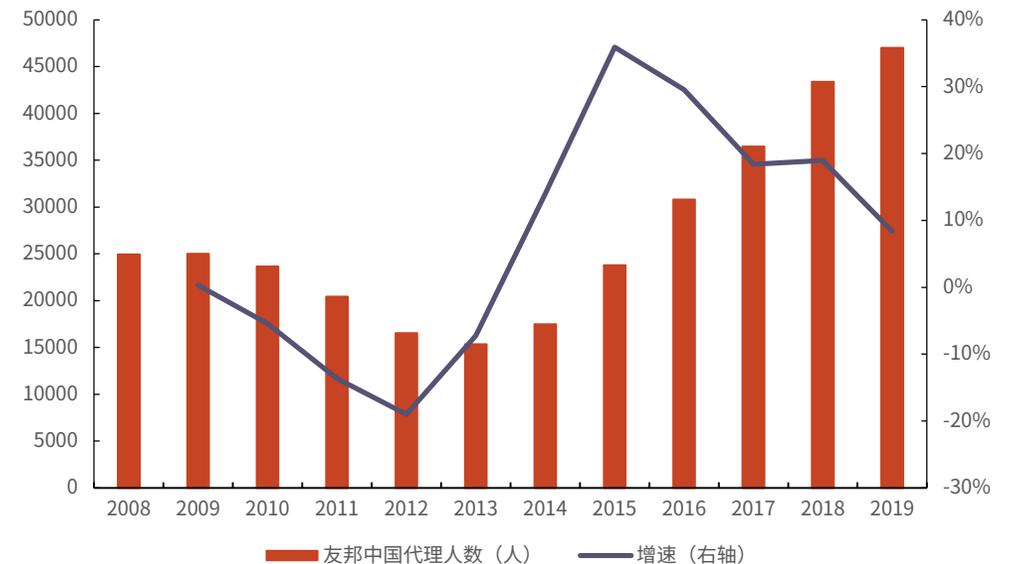
图表17：友邦中国三个“五年计划”

时间	转型计划	代理渠道主要措施
2010-2013年	第一个五年计划	明确以客户利益为中心的基础上提出“回归代理人渠道”转型战略，执行“最优代理人”策略，淘汰掉不活跃的低产能代理人。
2014-2018年	第二个五年计划	进一步深入推进“卓越营销员”战略，打造“职业化、专业化、信息化、标准化”四化营销员。
2018-2022年	新五年计划	提出“以客户引领的业务革新”为中心，大力投入“卓越人才与组织能力建设”，以及“科技驱动领先优势”，着力发展“营销员渠道优质增员”、“营销员渠道3.0转型”和“卓越多元渠道”的三大业务策略。

资料来源：公司官网，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

图表18：友邦中国代理人数量经历三阶段



资料来源：历年中国保险年鉴，光大证券研究所

2.1 渠道转型：友邦中国最优代理人成效经历三阶段

友邦中国代理人改革业绩成效经历三阶段：（1）代理人数量下滑阶段（2010-2013）：友邦中国年化新保费自2010年开始增速下降，2013年因代理人减少幅度缩小，增速有所回升；人均ANP因代理人数量减少而保持增长，但人均VONB增速呈下滑趋势；（2）代理人数量迅速提升阶段（2014-2018）：该阶段友邦中国引入大量高质量代理人，实现年化新保费迅速增长，因代理人培训尚需时日，人均ANP与人均VONB增速先下滑后上升；（3）代理人保持稳定增长阶段（2018以后）：友邦中国发展进入稳定期，年化新保费、人均ANP及人均VONB均维持稳定增长。

友邦代理渠道的成功转型，使其估值自上市以来持续上升。2015年友邦保险估值首次突破2xPEV，远超国内上市险企；疫情后友邦2021Q1实现ANP同比增长10%，VONB同比增长19%（均按固定汇率），展现出强劲的复苏增长态势。

图表19：友邦中国年化新保费



图表20：友邦中国人均ANP



图表21：友邦中国人均VONB



资料来源：公司公告，光大证券研究所
请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：历年中国保险年鉴，公司公告，光大证券研究所

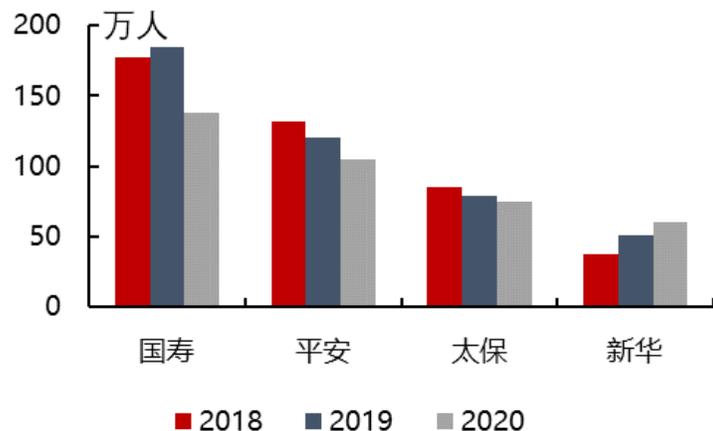
2.1 渠道转型：国内险企渠道改革还处于第一阶段

各险企主动清虚，代理人数量开始下滑。除新华外，主要险企代理人数量2020年均有所下滑，国寿、平安、太保2020年代理人分别下滑25.4%、12.5%、5.2%，其中平安和太保自2018年以来便持续下滑。

各险企改革进程不同，人均FYP和人均NBV分化。2020年国寿、平安、新华人均FYP分别增长35.22%、6.05%、20.53%，太保下降14.72%；人均NBV除国寿外均呈现下降趋势，高价值率产品销售不及预期，NBV增长动力不足，代理人质量还有待提升。

国内保险业由粗放式发展转向高质量发展的拐点还需等待。整体来看，对标友邦中国，国内险企代理渠道改革还处于第一阶段，即代理人清虚、人均FYP上升，人均NBV下滑阶段。

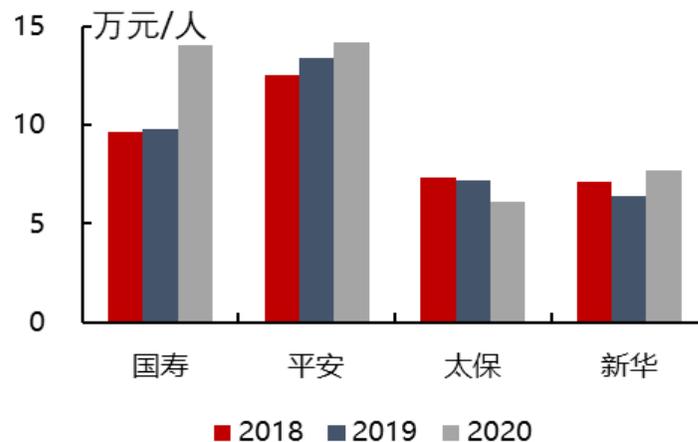
图表22：各险企代理人数量



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

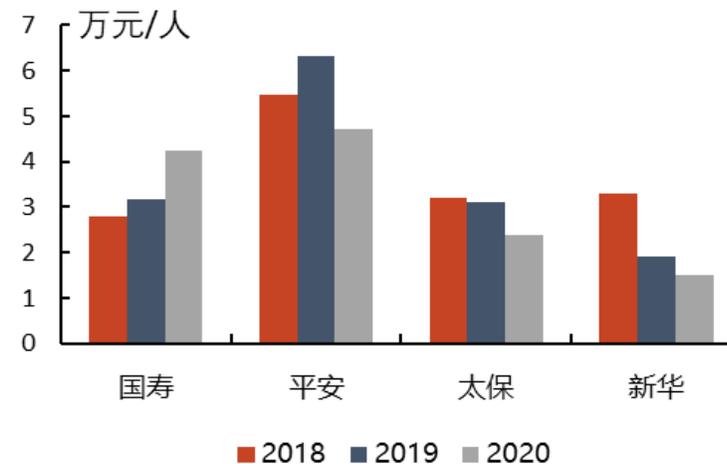
请务必参阅正文之后的重要声明

图表23：各险企代理人人均FYP



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图表24：各险企代理人人均NBV



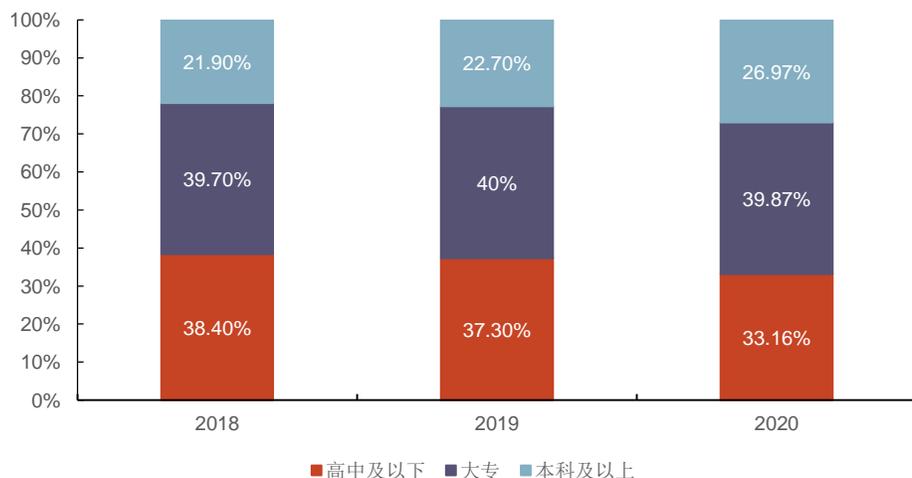
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

2.1 渠道转型：国内险企渠道改革还处于第一阶段

行业整体来看，保险营销员学历结构逐渐优化，新增营销员总体素质上升。根据《中国保险中介市场生态白皮书》数据，2018-2020年保险营销员本科及以上学历占比由21.9%上升至26.97%，上升了5.07pct；高中及以下学历占比由38.4%降至33.16%，下降了5.24pct，学历结构逐渐优化。新入行营销员中，2020年本科及以上学历由2019年的24.4%大幅提升至2020年的31.8%，上升了7.4pct。

人力出清接近尾声，预计2022年将出现新一轮增量。（1）从国内行业整体来看，根据保险行业代理人增速变化周期，预计人力增速即将回升，2022年将迎来增长点；（2）从主要上市险企改革耗时来看，各险企自2018年开始纷纷进入改革转型期，至今已有3年多，对比友邦中国，由于国内上市险企体量较大，改革进入下一阶段或许仍需时日，但我们预计半年至一年后改革成效将开始逐渐显现，保险行业将迎来拐点。

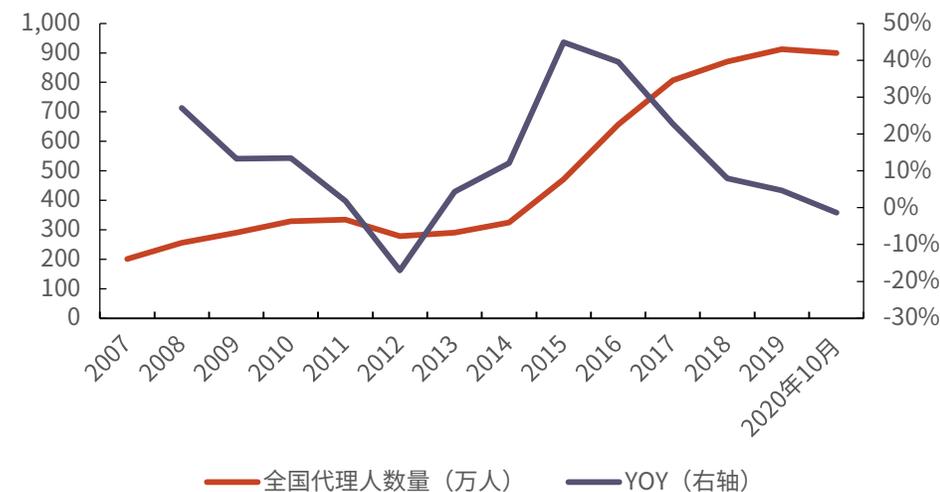
图表25：2018-2020年保险销售员学历结构逐渐优化



资料来源：2018-2020年《中国保险中介市场生态白皮书》，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

图表26：全国保险代理人规模情况



资料来源：中国银保监会，光大证券研究所

2.2 科技赋能：众安实现降本增效，拓展下沉市场

众安坚持科技赋能战略，打造“产品+系统”发展模式。众安运用人工智能、区块链、云计算和大数据实现科技赋能。在用户服务方面，众安的IVR智能导航率达到约97.4%，促进运营效率提升108%，通过技术的提升可节约成本约人民币1亿元。在平台搭建方面，众安通过暖哇科技实现医疗数据在线直连，叠加平台中所储存的超过约550万条医学知识，有效提升智能风控能力和效率的同时，大幅改善用户理赔体验，并通过自动化理算实现秒级赔付，互联网线上销售渠道迅速扩张，疫情下仍实现业绩大增。

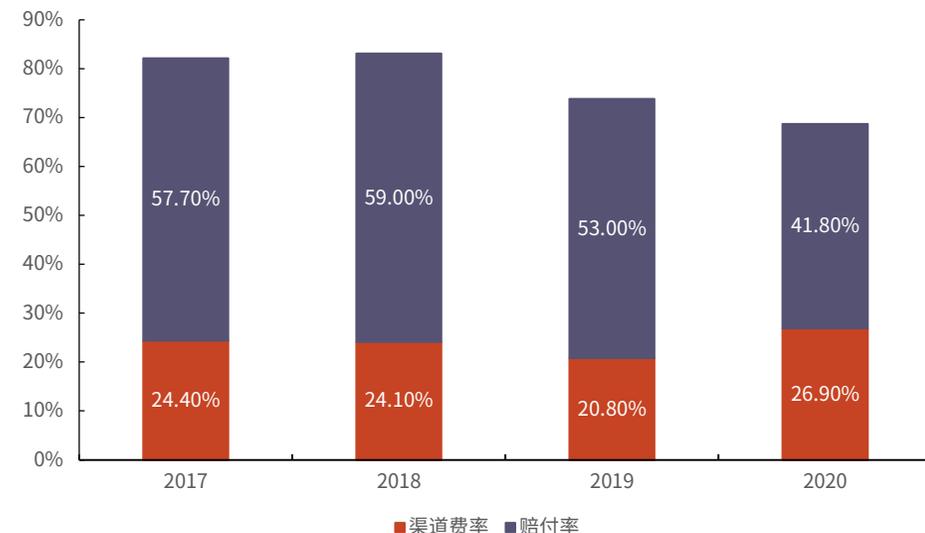
综合成本率不断降低，成功实现降本增效。众安健康生态渠道费率+赔付率整体呈下降趋势，综合成本率从2019年约113.3%改善至2020年约102.5%（同比改善约10.8pct），预计2021年上半年会有进一步改善，2021全年实现稳中有降。

科技赋能叠加互联网的线上化保险销售趋势，将带动行业突破人口红利周期，打开下沉流量市场。根据麦肯锡保险消费者调研，近80%的客户考虑5年内购入健康险或寿险产品，其中近半数客户有意愿将购买渠道从线下转到线上。国内上市险企正在积极推进科技赋能（如平安人工智能AskBob）以及打开互联网销售渠道，对标众安，预计行业未来将突破人口红利周期，通过科技赋能+互联网进一步拓展下沉市场。

图表27：众安在线通过科技赋能实现降本增效

技术	运用方向	主要内容
暖哇科技	承保	(1) 医疗数据在线直连，支持风控并提升用户体验；(2) 数据驱动核保及理赔风控减损：承保端采用智能核保模型+个人健康画像，理赔端采用智能理赔模型+医疗知识图谱。
人工智能客服	客服	人工智能提升客服运营效率，降低人工转接率，有效分担人工话务咨询需求。
自动理算系统及OCR技术	理赔	数据支撑高效运营管理：理赔端采用自动理算系统+智能理赔模型，并通过OCR识别使得理赔材料影响分类与自动旋转、诊疗核心字段提取率等自动化率达到90%以上。

图表28：众安在线健康生态渠道费率+赔付率整体下降

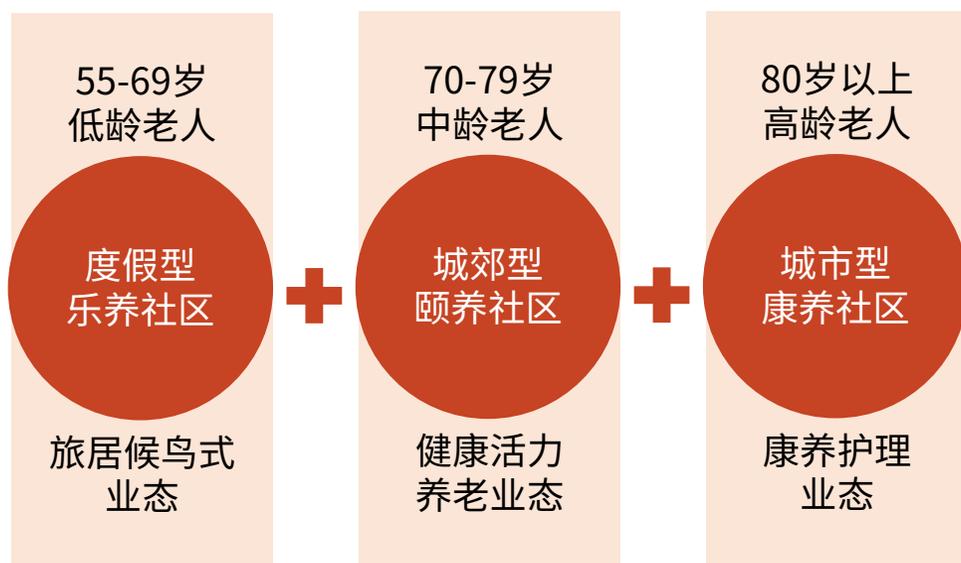


2.3 产业协同：打造康养产业链，提供产品+服务

打造保险+养老的天然优势，利用社区吸引客户，通过产品+服务增强客户粘性，从而促进养老产品销售，提振NBV。

具体来看，中国平安打造集全景医疗、智慧社区、精细养护、乐享生活为一体的医养结合综合体项目，聚焦一线城市及部分核心二线城市，为客户提供高品质服务。新华保险积极研发“寿险+养老健康”产品，养老产业布局“乐享”、“颐享”、“尊享”三大社区产品线。中国人寿自2015年开启了“普惠型高品质社区居家养老模式”的探索，先后落地并运营福保社区颐康之家、康欣社区颐康之家、盐田区悦享中心，2021年4月22日中国人寿又一普惠型社区养老项目——国寿·悠享家健康护老中心在深圳开业。中国太保的养老社区布局在重度人口老龄化城市，建立了颐养、康养、乐养“三位一体、全龄覆盖”的产品体系，计划未来3年继续推进全国布局，落地6-7个高端养老社区项目，打造以“太保家园”为主题、多元化老年服务为补充的一站式养老生态体系。

图表29：太保家园三大产品业务线



资料来源：中国太保官网，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

图表30：新华家园三大产品线概要

	服务对象	代表社区	概述
乐享社区	活力养生型	海南博鳌养生养老休闲度假社区	自然环境、气候条件良好，适合旅游度假、休闲康养的大型社区
颐享社区	持续照护型	北京延庆自理活跃型养老社区	地处大城市周边，有良好的交通条件，能够实现从活力养老到生活照护、到医养护理的持续照料退休社区
尊享社区	康复护理型	北京莲花池持续照料型尊享公寓	周边医疗资源配套丰富、交通便捷的城心照护医养社区

资料来源：新华保险官网，光大证券研究所整理

2.3 产业协同：打造康养产业链，提供产品+服务

平安通过与12家单位有机协作，全面构建医疗健康生态圈，服务医疗产业各个环节参与者（包括医疗机构、用户、服务、支付、科技端）。截至2020年，在平安超2.18亿金融客户中，有近61%的客户同时使用了医疗健康生态圈提供的服务，其客均金融合同达3.2个，客均AUM达3.91万元，均高于不使用医疗健康生态圈服务的金融客户（客均金融合同数2.1个，客均AUM1.73万元）。

众安自2016年布局健康生态以来，为用户提供“保险保障+医疗服务”的一站式体验，提升用户服务体验及粘性。众安以尊享e生系列为核心的服务，根据用户日益丰富的医疗需求融入更多增值服务，覆盖用户生命周期的医疗服务。2020年在疫情影响下，众安仍能实现健康生态37.4%的增速。

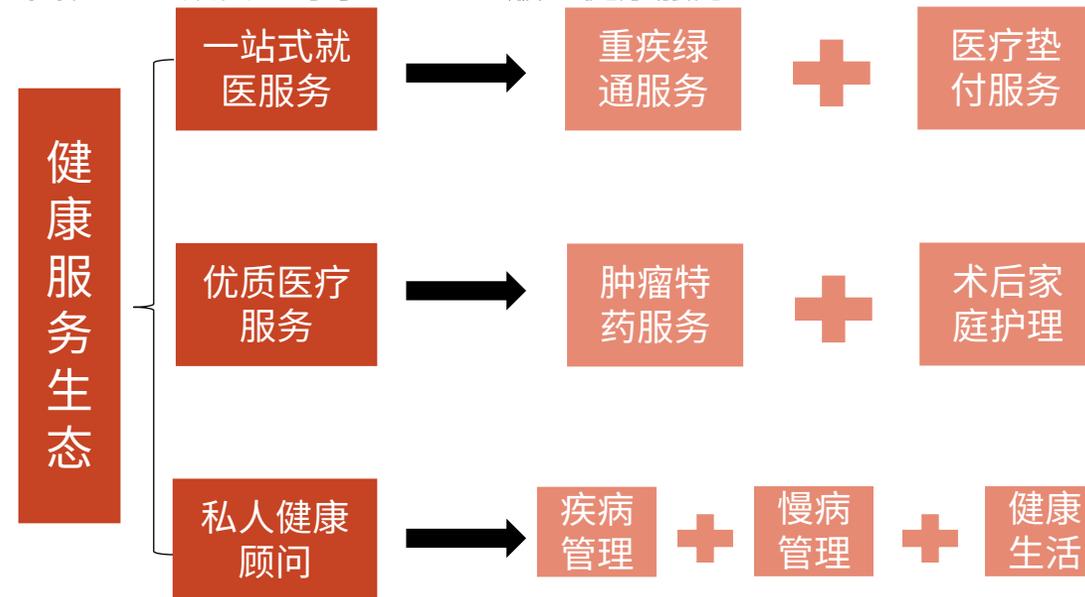
图表31：平安医疗健康生态圈

平安医疗健康生态圈	概述
医疗机构端	一体化监管平台、智能疾病预测、智能影像筛查、AskBob辅助诊疗工具、慢病管理等
用户端	由平安好医生提供7*24小时在线咨询、健康管理、处方、挂号、二次诊疗意见及1小时送药等一站式医疗服务。
服务端	打造四层医生体系，覆盖医药、器械、流通环节在体系内的联动，依托平安好医生线上构建医生生态，线下通过人工智能模型赋能医疗机构及医生。
支付端	平安医保科技以智慧医保系统为核心，打造智慧医保一体化平台，为医保局赋能；同时从医保出发，围绕医院、医生、药店、参保人，积极延伸打造医疗管理综合解决方案。
科技端	数字医疗专利申请量位居全球第一；除自建与合作，还通过平安海外控股等平台投资近100家医疗领域企业。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

图表32：众安“尊享e生2021版”健康服务生态



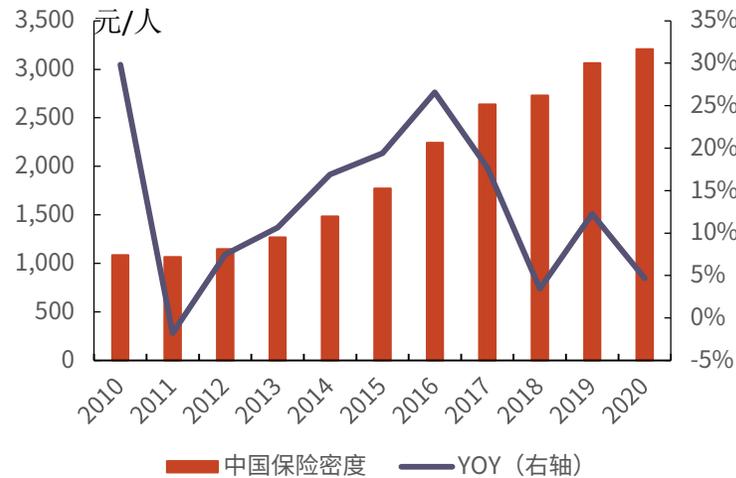
✓ 视频问诊服务 ✓ 图文咨询服务 ✓ 健康咨询服务

3、需求端：我国保险密度深度落后，寿险保障缺口巨大

与国外相比，我国大陆保险深度和保险密度均处于落后水平。随着居民保险意识逐渐提高，我国保险密度、深度均呈现整体上升趋势，但相比国外还有很大差距。2019年发达国家保险密度2000美元/人以上，保险深度普遍处于10%左右，我国大陆保险密度约430美元/人，保险深度不及5%，处于落后水平，未来还有很大提升空间。

我国寿险保障缺口居亚洲第一。根据瑞再数据，截至2019年我国寿险保障缺口总额为40.6万亿美元，居亚洲第一，寿险保障缺口占保障需求的比例也远超大部分国家，可见我国寿险需求空间还很大，未来有望为险企贡献NBV高增长。

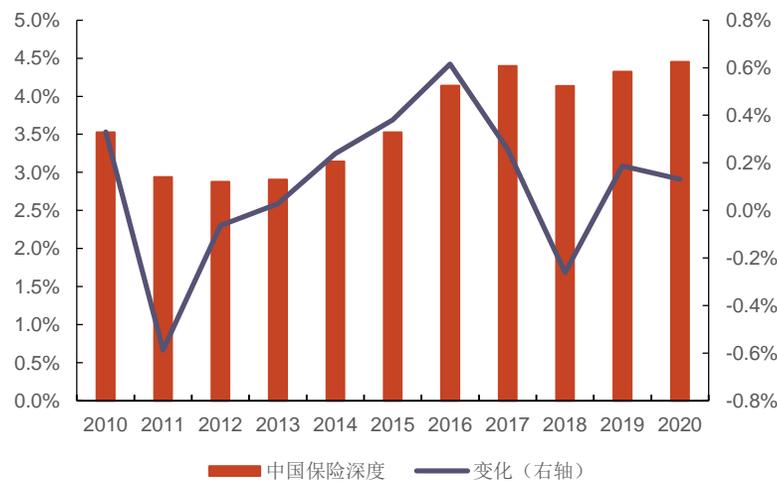
图表33：2010年-2020年我国保险密度及增速



资料来源：中国银保监会，光大证券研究所

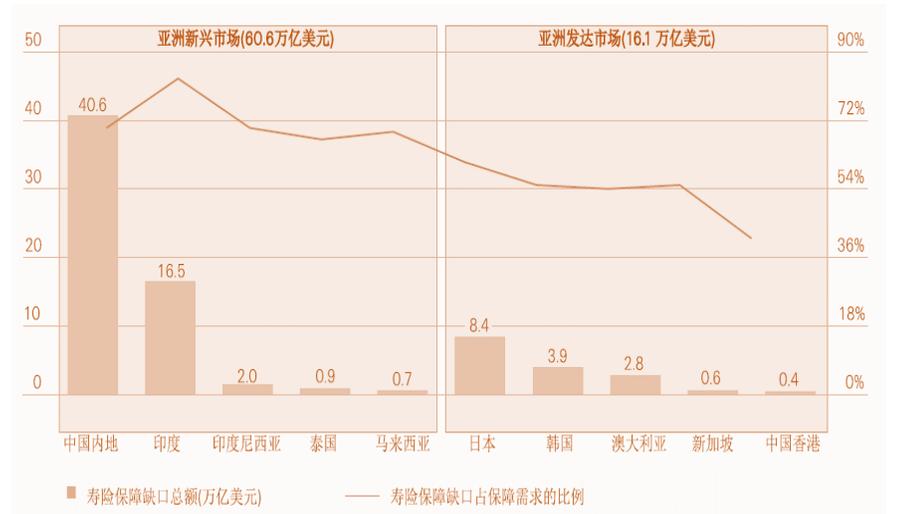
请务必参阅正文之后的重要声明

图表34：2010年-2020年我国保险深度及增速



资料来源：中国银保监会，光大证券研究所

图表35：2019年我国寿险保障缺口居亚洲第一



资料来源：瑞士再保险公司官网，光大证券研究所

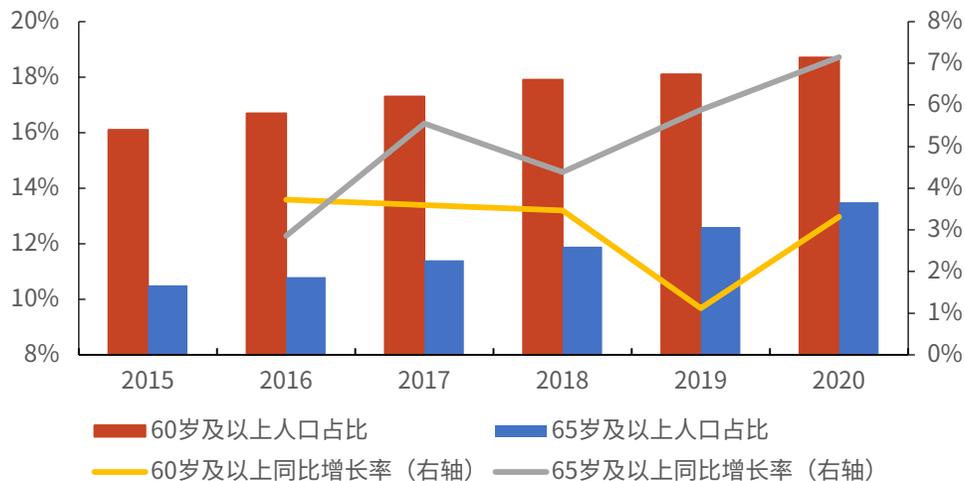
3、需求端：老龄化加重家庭养老负担，养老险需求将增加



中国正在加速进入老龄化社会。根据第七次全国人口普查数据显示，2020年我国60岁及以上人口为2.64亿人（占比18.70%），与2010年相比上升5.4个百分点。根据国务院印发的《国家人口发展规划（2016—2030年）》预测，2030年我国60岁及以上人口将达到3.6亿，占比高达25%。

出生率下滑导致少子化趋势明显，家庭结构小型化，加重养老负担。目前我国人口出生率为10.48‰，已进入超少子化社会，家庭养老负担加重，未来对储蓄型养老保险需求将进一步扩大。

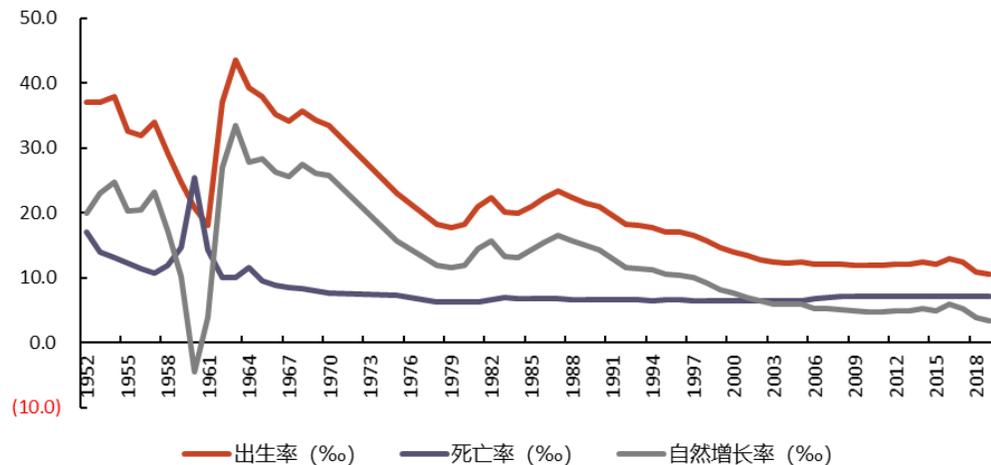
图表36：中国正在加速进入老龄化社会



资料来源：wind，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

图表37：中国人口出生率、死亡率与自然增长率



资料来源：wind，光大证券研究所

3、需求端：养老金NBV贡献不足，仍有万亿市场空间

2019年养老金NBV贡献仅54亿元（测算值），占比仅1.6%。据银保监会前副主席黄洪2020年12月在国务院新闻办公室举行国务院政策例行吹风会上披露，截至2020年三季度末，我国养老金保险原保费收入在人身险原保费收入中占比仅2.1%，而美国、英国、加拿大等国家具有养老保险功能的人身保险保费收入约占全部保费收入的50%，养老年金保险保费收入占比超过35%。根据2020年中国保险年鉴数据，2019年我国各人身险公司业务新单保费总计11343亿元，我们对养老金占比及NBVM进行假设，测算出2019年我国养老金NBV占比仅1.6%。

预计2022-2030年养老金NBV缺口合计超万亿。相比国际经验，假设我国养老金市场份额若能达到35%，则2019年养老金NBV的提升空间可达898亿元，2022-2030年合计可达8922亿元；若养老金市场份额能达到50%，则预计2022-2030年养老金贡献NBV合计达14135亿元，可见我国养老保险未来发展空间广阔。

图表38：养老金NBV缺口测算

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	合计 (2022-2030)
新单保费 (亿元)	11343	11911	12506	13131	13788	14477	15201	15961	16759	17597	18477	19401	144794
假设养老金新单占比	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	-
养老金新单保费 (亿元)	227	357	500	657	827	1013	1216	1437	1676	1936	2217	2522	13501
养老金NBV (亿元)	54	86	120	158	199	243	292	345	402	465	532	605	3240
人身险NBV (亿元)	3403	3573	3752	3939	4136	4343	4560	4788	5028	5279	5543	5820	43438
养老金NBV占比	1.6%	2.4%	3.2%	4.0%	4.8%	5.6%	6.4%	7.2%	8.0%	8.8%	9.6%	10.4%	-
情景1：假设养老金新单占比35%													
养老金NBV (亿元)	953	1000	1051	1103	1158	1216	1277	1341	1408	1478	1552	1630	12163
养老金NBV缺口 (亿元)	898	915	930	945	960	973	985	996	1006	1014	1020	1024	8922
情景2：假设养老金新单占比50%													
养老金NBV (亿元)	1361	1429	1501	1576	1655	1737	1824	1915	2011	2112	2217	2328	17375
养老金NBV缺口 (亿元)	1307	1344	1381	1418	1456	1494	1532	1571	1609	1647	1685	1723	14135

资料来源：历年中国保险年鉴，国务院，光大证券研究所测算，假设新单保费增速5%，养老金NBVM24%，人身险NBVM30%，合计值忽略时间价值。

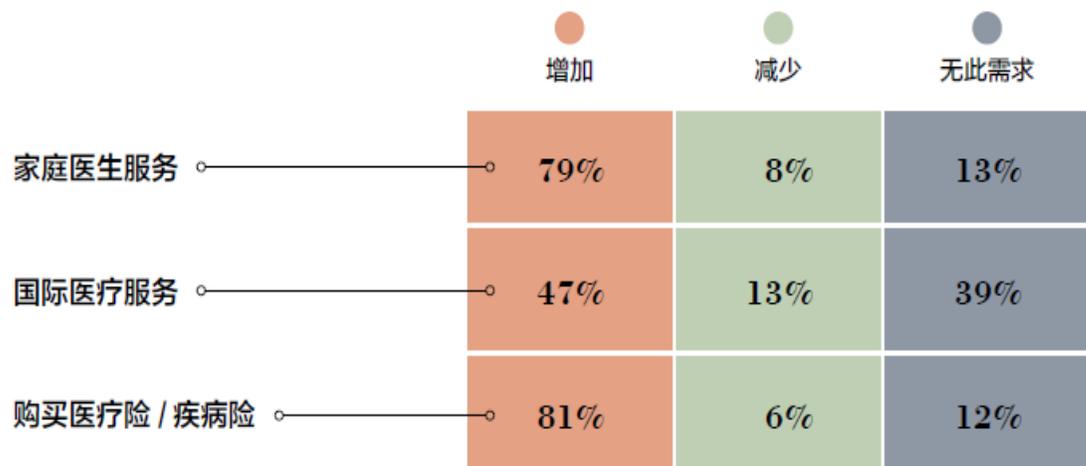
3、需求端：疫情后保险意识增强，市场有望进一步扩大

惠民保、百万医疗险的推广提升了居民保险意识。根据慧保天下数据显示，目前百万医疗险用户规模已达9000万，市场渗透率达7.4%；惠民保自2020年以来保持大规模发展，随着参与度的不断提高，人们保险意识逐渐增强，有利于保障型产品进一步扩大市场。

疫情后我国高净值人群对健康管理需求增加。根据《2020中国高净值人群需求管理白皮书》调查结果显示，疫情后高净值人群对健康管理需求大幅增加，其中对医疗险/疾病险的需求增加最多（81%）。

中国高净值人群未来将更青睐保险产品投资：2016-2020年需求占比由36%提高至57%，且未来一年有望进一步增加。

图表39：疫情后我国高净值人群对健康管理需求增加



图表40：中国高净值人群投资保险产品趋势逐年上升

	2016	2017	2019	2020	未来一年增加	未来一年减少	未来一年不变
存款（储蓄和现金）	68%	66%	41%	86%	35%	23%	42%
股票	54%	59%	63%	84%	50%	20%	30%
基金	38%	42%	49%	78%	64%	8%	27%
保险	36%	37%	31%	57%	64%	4%	33%
理财产品	25%	24%	15%	54%	39%	22%	39%
债券	33%	46%	31%	45%	38%	19%	43%
信托	16%	21%	18%	28%	33%	30%	38%
贵金属（黄金等）	12%	24%	15%	22%	51%	13%	36%
VC/PE（风投/股权投资）	14%	24%	15%	18%	36%	18%	47%
期货（原油等）	3%	20%	10%	12%	31%	24%	45%

资料来源：《2020中国高净值人群需求管理白皮书》，光大证券研究所
请务必参阅正文之后的重要声明

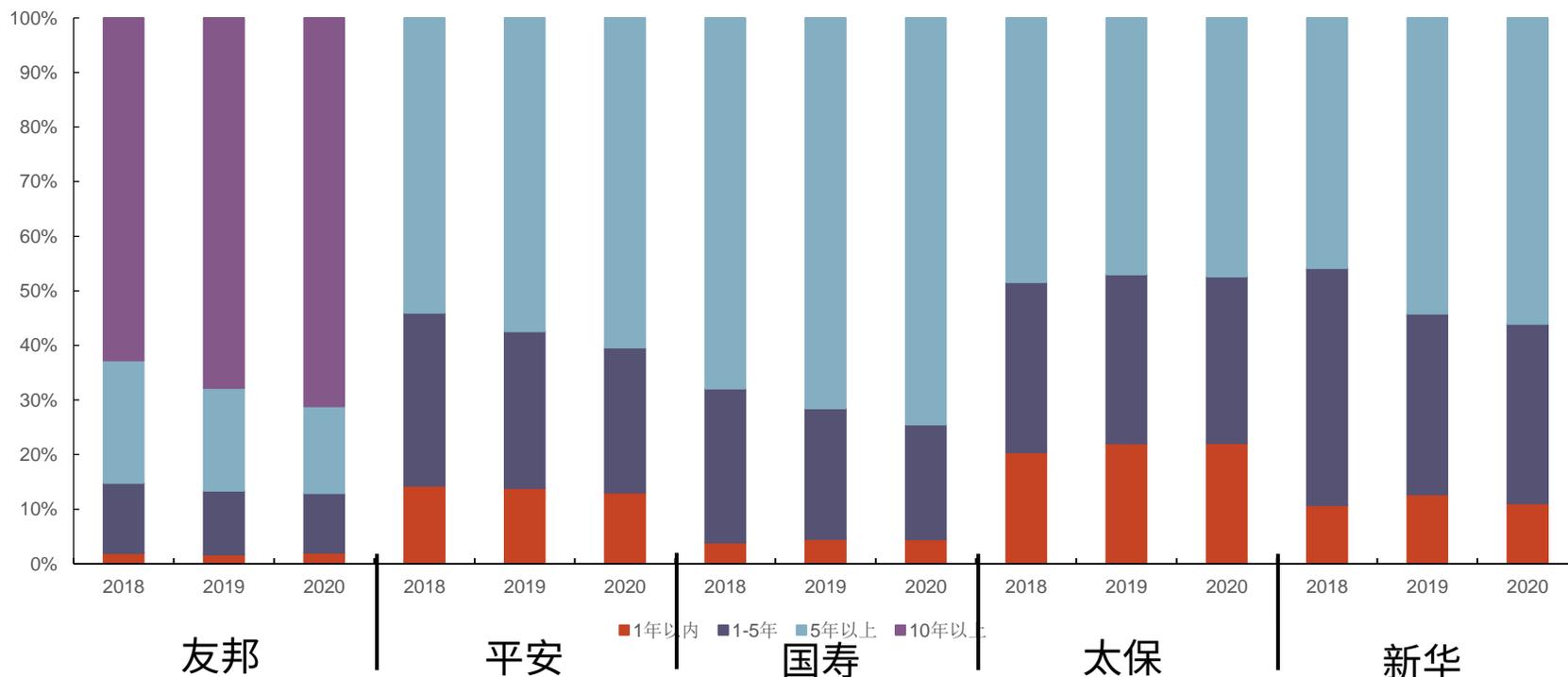
资料来源：《2020中国高净值人群需求管理白皮书》，光大证券研究所

4、投资端：长期投资占比增加，错配风险降低

资产负债久期缺口逐渐缩窄。友邦、平安、国寿、新华债权型投资到期期限5年以上占比分别由2018年85.21%、54.04%、67.91%、45.86%上升至2020年87.04%、60.40%、74.49%、56.07%，太保维持稳定水平，整体来看主要上市险企长期投资占比逐年增加，资产负债久期缺口逐渐缩小。其中，友邦10年期以上投资由2018年62.73%上升至2020年71.15%，其资产久期明显优于其余四家，股价表现更优；据平安2020年业绩发布会披露，其资产负债久期缺口2013年最高达8.6，2020年缩窄至4.2。

随着各险企资产负债久期结构逐渐优化，错配风险降低，行业有望进入向上周期。

图表41：主要上市险企债权投资期限结构



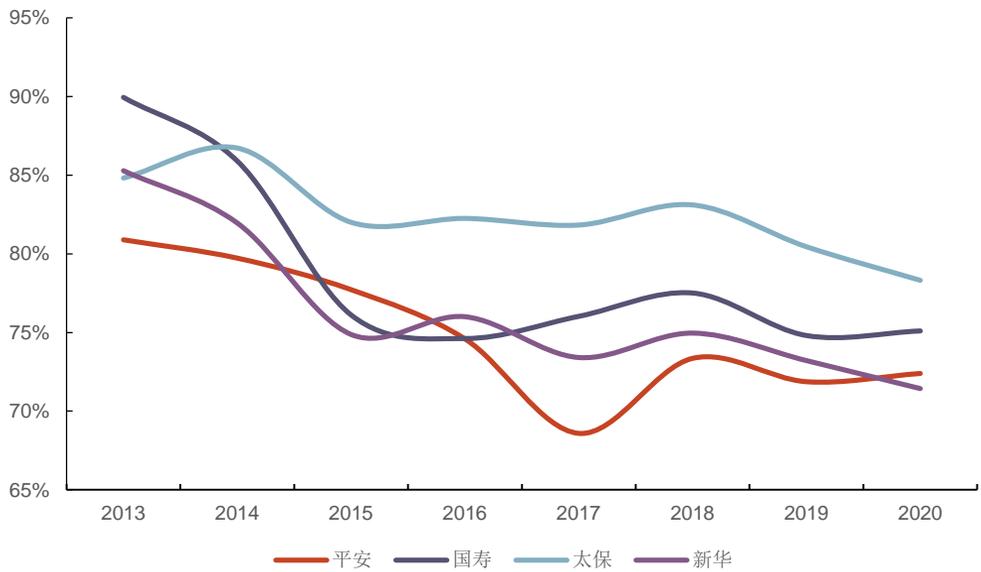


4、投资端：固收类投资占比降低，权益投资或迎来拐点

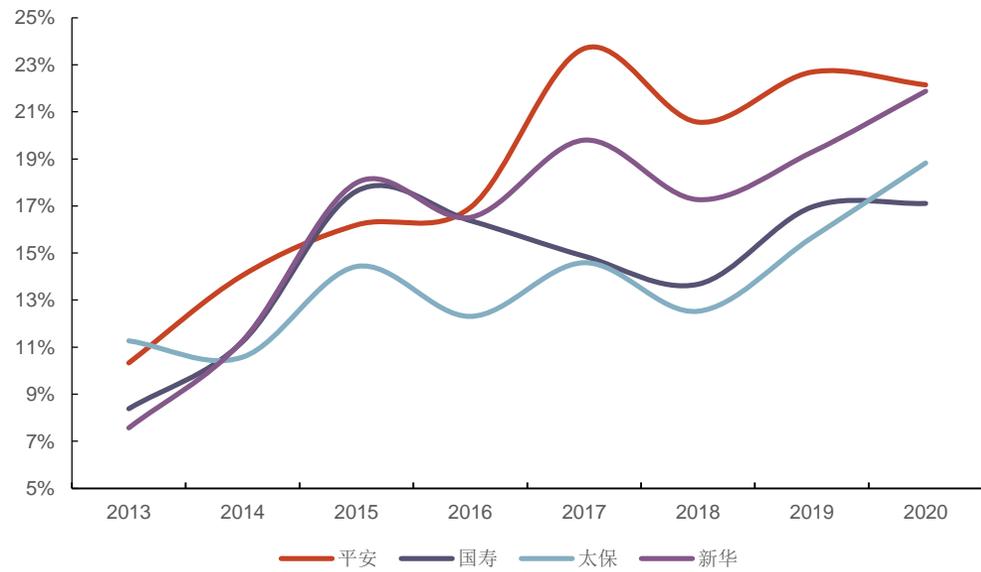
主要上市险企资产配置以稳健型为主。平安、国寿、太保、新华2020年固收类资产占比分别为72.4%、75.1%、78.31%、71.43%，权益类资产占比分别为22.15%、17.11%、18.83%、21.88%，主要以固收类为主，长期收益较稳健。

下半年长端利率预计略下行，权益市场有望带来估值修复，长期仍看好资产端。我国主要上市险企资产配置自2013年以来呈现固收类资产占比逐年下降、权益类资产占比逐年上升的趋势，但2018年以来趋势明显减缓。短期来看，下半年长端利率虽预计略下行，但权益市场有望回暖释放权益类投资收益，助力保险股估值修复；长期来看，险企投资依旧保持以稳健型的固收类资产为主，符合保险负债端安全性原则，叠加资产负债久期缺口缩窄，仍然看好资产端对估值的提振作用。

图表42：主要上市险企固收类投资占比逐年下降



图表43：主要上市险企权益类投资占比逐年上升



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：公司公告，光大证券研究所

□ **未来展望：**（1）**人身险：**目前，各险企积极进行转型升级，短期来看转型导致短期保费承压，但对保费实现长期增长贡献价值。友邦保险作为最优代理人模式改革的成功案例，2021年以来股价走势明显优于国内其余上市险企；众安保险通过科技赋能，大力发展互联网渠道及交叉销售模式，2021年以来累计涨跌幅保持为正。对标友邦及众安的发展模式，随着半年至一年后国内上市险企转型升级成效逐渐显现，以及重疾险需求的恢复，负债端压力将逐步缓解。（2）**财产险：**车险综改将满一年，利空或将于2021年出清；非车险不断发展，未来有望成为财产险发展的重要支柱，与车险实现“双驱动”模式。（3）**估值：**接近历史低点，关注短期需求修复及长期转型升级效果。

□ **保险股投资关注三条主线：**（1）渠道转型；（2）科技赋能；（3）产业协同

□ **投资建议：**推荐股息率较高且估值较低，寿险转型不断深化，积极布局“保险+健康+养老”产业的中国太保（601601.SH/2601.HK）；较早布局金融科技领域且内含价值最为稳健，积极推进转型的中国平安（601318.SH/2318.HK）；保险线上化走在前端，打造保险医疗生态圈并积极探索保险科技创新应用的众安在线（6060.HK）；聚焦高端市场，代理人业务质量较高，新业务价值占内含价值营运利润比重逐年提升，长期内含价值回报率有望稳步提高的友邦保险（1299.HK）；长期ROE保持稳定10%+，股息率高的中国财险（2328.HK）。

6、风险提示

- ❏ **保费收入不及预期。**寿险改革成效在短期内难以显现，车险综合改革对车险保费收入减缓保费收入增长，承保利润减少，非车险增长乏力等，导致公司总体保费收入不及预期。
 - 疫情大范围内反复。**疫情短期内出现区域性反复，控制不力或将导致大面积反复，影响代理人展业活动，对NBV增长不利。
 - 疫情对居民保险和健康意识的影响不及预期。**若疫情未激发人们的保障意识，反而降低人均可支配收入，导致消费投资下滑大于预期，将显著影响保险行业经营。
 - 利率下行超预期。**在货币政策宽松的预期下，市场利率下行加剧，影响保险资金投资端新增资产净投资收益，从而对税前利润及ROE产生不利影响。
 - 监管部门的政策变动。**监管部门对保险行业的从严监管或其他政策变动将影响行业竞争及长期发展格局，利好政策推行不及预期也将影响行业改革转型节奏。
 - 管理层变更。**管理层更替可能带来公司发展方向、盈利模式的变化，增加经营风险。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价	EPS (元/美元 (友邦))			PEV或PB (众安在线、中国财险)			投资评级
		(元/港币)	20A	21E	22E	20A	21E	22E	
601601.SH	中国太保	27.61	2.56	3.93	4.34	0.58	0.51	0.45	买入
601318.SH	中国平安	58.46	8.10	8.20	8.60	0.80	0.71	0.61	买入
601628.SH	中国人寿	31.00	1.77	2.58	3.29	0.82	0.77	0.70	买入
601336.SH	新华保险	44.48	4.58	5.79	7.83	0.58	0.53	0.47	买入
601319.SH	中国人保	5.79	0.45	0.55	0.71	1.15	0.89	0.79	买入
2601.HK	中国太保	23.03	2.56	3.93	4.34	0.39	0.34	0.30	买入
2318.HK	中国平安	71.60	8.10	8.20	8.60	0.82	0.72	0.63	买入
2628.HK	中国人寿	13.58	1.77	2.58	3.29	0.34	0.30	0.28	买入
1336.HK	新华保险	22.55	4.58	5.79	7.83	0.24	0.22	0.20	买入
1339.HK	中国人民保险集团	2.54	0.45	0.55	0.71	0.42	0.38	0.33	买入
2328.HK	中国财险	6.79	0.94	1.03	1.17	0.66	0.59	0.53	买入
1299.HK	友邦保险	93.20	0.48	0.52	0.53	2.23	1.96	1.78	买入
6060.HK	众安在线	44.50	0.38	0.84	1.84	3.47	3.28	3.18	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-07-20（汇率1HKD=0.83406RMB，1USD=6.48RMB）

衷心 感谢

光大证券研究所



非银金融研究团队

分析师：王一峰

 执业证书编号：S0930519050002

 电话：010-5842066

 邮件：wangyf@ebscn.com

联系人：郑君怡

 电话：010-58278023

 邮件：zhengjy@ebscn.com

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。