

保险

2021年09月02日

代理人转型仍需时间，持续关注人力质态

——上市保险公司 2021 年中期业绩综述

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

吕晨雨（联系人）

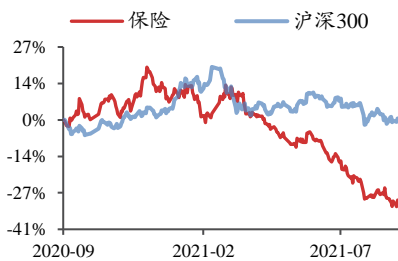
gaochao1@kysec.cn

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790120100011

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《上市保险公司 7 月保费收入数据点评-7 月保费仍无明显改善，板块估值或已见底》-2021.8.17

《北京普惠健康保分析报告-城市惠民保定位逐渐清晰，商业医疗险或受益》-2021.8.7

《上市保险公司 6 月保费收入数据点评-保费同比分化但依旧承压，需求复苏仍待观察》-2021.7.16

● 2021H1 负债端承压，保险行业或处转型成功前至暗时刻

2021H1 上市险企 NBV 同比承压，部分险企新业务保费同比录得较好成绩，但受制于储蓄型产品占比上升及部分产品设计让利消费者，新业务价值率有所下滑，负债端整体承压。但我们认为当前时刻或许是保险行业转型升级成功前的至暗时刻，我们认为：（1）保险需求持续存在，疫情、惠民保冲击为短期影响；（2）传统人海式战术、人情单销售模式效果式微；（3）高质量代理人破局存在先例。当前保险行业负债端复苏仍待观察，人均产能稳定后的人力规模企稳或为边际节点，资产端长端利率下行压制保险股估值，负债、资产两端悲观预期已充分定价，板块估值处于历史低位，推荐转型态度坚决，坚定打造专业化、职业化代理人队伍且拥有成功转型经验管理层的中国太保。

● NBV 同比表现承压，拖累 EV 增速有所放缓

2021H1 新业务表现分化，同比均有所承压，NBV 同比分别为：中国太保-8.9%、中国平安-11.7%、中国人寿-19.0%、新华保险-21.7%、中国人保-23.4%，我们认为主要有 4 个原因：（1）疫情反复影响消费者支付能力；（2）重疾险定义切换透支健康险需求；（3）城市定制型产品挤占商业健康险空间；（4）代理人规模下降。同时，受低价值储蓄型产品占比上升及产品设计让利消费者影响，上市险企新业务价值率均出现下降。新业务保费及价值率两者共同作用导致新业务价值同比承压，叠加继续率指标有所下滑，导致内含价值增速有所放缓。

● 车险综改压力延续，非车险同比略有放缓

2021H1 上市险企财险保费收入分别为：人保财险 2518 亿元、同比+2.5%；平安财险 1333 亿元、同比-7.5%；太保财险 816 亿元、同比+6.4%。太保财险、人保财险同比增速均高于行业同比增速+1.7%。受车险综改持续影响，车险保费均有所承压，得益于非车险业务逐渐成长，车险业务占比有所下降，车险、非车险双轮驱动格局进一步强化。综合成本率较 2020 年有所改善，主要受综合费用率改善带动，但人保财险、平安财险改善幅度较 2021Q1 有所缩窄。

● 资产规模稳步增长，总投资收益率同比提升明显

投资资产规模稳步增长，5 家上市险企投资资产规模已达 12 万亿元。多数险企净投资收益率同比受长端利率下行影响有所下行：中国人保 4.8%、新华保险+4.5%、中国人寿 4.3%、中国太保 4.1%、中国平安 3.8%。总投资收益率受权益市场浮盈兑现及波动影响同比表现有所提升，部分险企受减值计提影响有所下降：中国人保 6.7%、新华保险 6.5%、中国人寿 5.7%、中国太保 5.0%、中国平安 3.5%。

● **风险提示：**经济复苏不及预期；保险需求超预期减弱；监管超预期趋严；上市险企转型进展超预期受阻。

目 录

1、 归母净利润 4 升 1 降，内含价值同比增速放缓.....	4
2、 寿险 NBV 表现承压，监管关注消费者权益保护	7
2.1、 新业务保费表现分化，价值率下降拖累 NBV	7
2.2、 监管政策守护消费者权益，惠民保推进短期挤占中端商业险空间	11
3、 车险综改压力延续，非车险同比增速略有放缓.....	14
4、 资产规模稳步增长，总投资收益率同比提升明显.....	16
5、 投资建议	17
6、 风险提示	20

图表目录

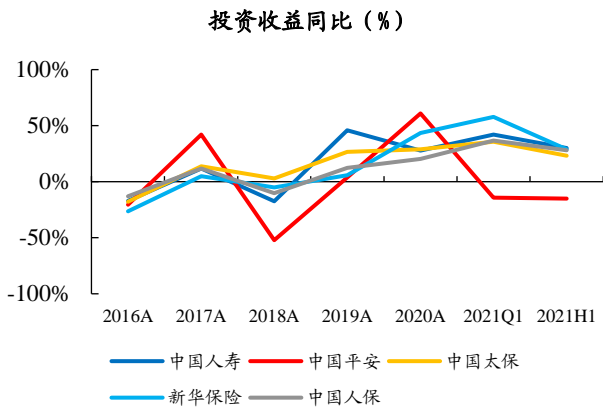
图 1: 2021H1 上市险企投资收益同比较 Q1 有所下降.....	4
图 2: 2021H1 上市险企归母净利润同比均有所放缓.....	4
图 3: 2021H1 中国太保、中国平安营运利润同比分化.....	5
图 4: 2021H1 中国平安息差收入、营运偏差同比承压拖累寿险营运利润同比增速	5
图 5: 2021H1 中国平安寿险外板块贡献营运利润超 40%	5
图 6: 中国平安财险、银行板块营运利润同比表现较好.....	5
图 7: 上市险企集团内含价值增速有所放缓.....	6
图 8: EV 同比增速近年来呈现下降趋势	6
图 9: 近年上市险企 ROEV 受 NBV 增速放缓及营运偏差影响有所下滑	6
图 10: NBV 贡献 EV 增长幅度呈下降趋势.....	7
图 11: 中国平安、新华保险营运偏差拖累 EV 增长	7
图 12: 2021H1 新业务保费同比分化，但均较 Q1 下滑.....	7
图 13: 2021H1 上市险企寿险总保费同比有所放缓.....	7
图 14: 上市险企新业务价值率呈现下降趋势.....	8
图 15: 2021H1 上市险企 NBV 均有所下滑	8
图 16: 2021H1 上市险企 NBV 同比均承压	8
图 17: 上市险企代理人规模近年来均呈现下降趋势.....	9
图 18: 2021H1 上市险企个险渠道新业务保费同比分化.....	10
图 19: 2021H1 上市险企代理人人均产能均有所提升	10
图 20: 2021H1 各上市险企人均产能明显提升.....	10
图 21: 2021H1 上市险企 13 月继续率出现明显下降.....	11
图 22: 2021H1 上市险企 25 月继续率较 2020 年同期下降.....	11
图 23: 2021H1 上市险企财险同比表现出现收敛趋势.....	14
图 24: 2021H1 上市险企车险保费同比仍有所承压.....	14
图 25: 2021H1 上市险企非车险同比表现分化.....	15
图 26: 2021H1 上市险企车险占比较 2021Q1 有所回升.....	15
图 27: 2021H1 平安财险、人保财险综合成本率低于 2020A.....	15
图 28: 2021H1 财险公司费用率出现明显下降.....	16
图 29: 2021H1 财险公司赔付率明显上升.....	16
图 30: 2021H1 总投资资产环比稳步增长.....	16
图 31: 2021H1 上市险企净投资收益率有所下降.....	17

图 32: 2021H1 多数险企总投资收益率同比提升明显	17
图 33: “重疾险”百度指数在新旧重疾定义切换前明显提升	18
图 34: 2021H1 友邦中国 NBV 同比+24.2%	18
图 35: 保险股估值处于历史低位	19
图 36: 十年期国债收益率当前在 2.9% 附近震荡	19
表 1: 2021H1 多数上市险企投资收益同比高增带动归母净利润	4
表 2: 2021H1 剩余边际摊销、息差收入、营运偏差同比表现拖累中国平安寿险板块营运利润	5
表 3: 中国平安长期保障型产品新业务价值受保费及价值率下降影响同比明显减少	8
表 4: 监管多次发文, 着力保护消费者权益	11
表 5: 政府引导型城市定制商业医疗险参保率明显高于医保指导及医保推动型	13
表 6: 多数商业医疗险保障范围及程度优于北京普惠健康保	13
表 7: 受益标的估值表	19

1、归母净利润 4 升 1 降，内含价值同比增速放缓

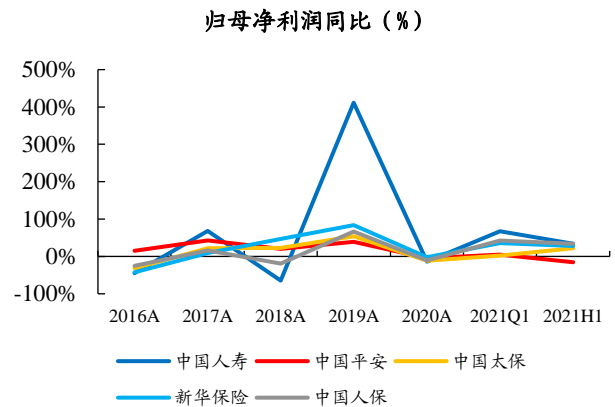
投资收益同比高增带动归母净利润，但较 2021Q1 有所放缓。多数上市险企 2021 年上半年投资收益延续 Q1 高增趋势，但增速有所放缓，导致归母净利润同比增速较 Q1 有所放缓，但仍维持较高水平，其中中国平安受华夏幸福相关资产减值计提 359 亿元影响同比承压，并对归母净利润产生 208 亿元负面压力。

图1: 2021H1 上市险企投资收益同比较 Q1 有所下降



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图2: 2021H1 上市险企归母净利润同比均有所放缓



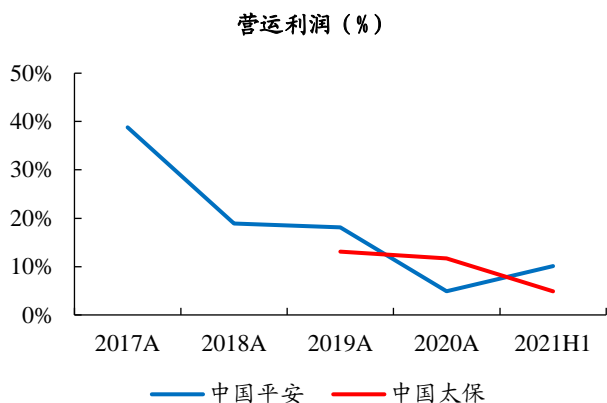
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

表1: 2021H1 多数上市险企投资收益同比高增带动归母净利润

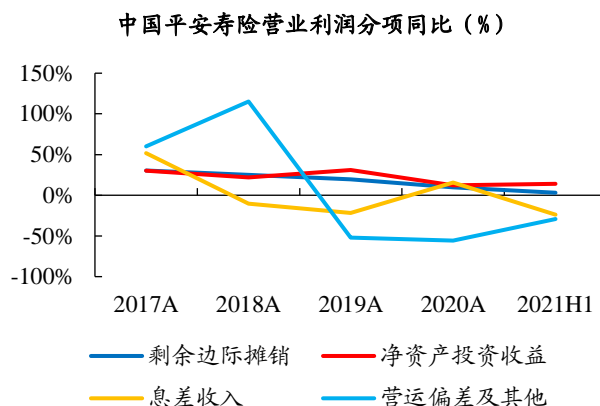
2021H1 部分财务指标	投资收益 (百万元)	投资收益同比 (%)	归母净利润 (百万元)	归母净利润同比 (%)
中国人寿	127,216	30.1%	40,975	34.2%
中国平安	47,442	-15.2%	58,005	-15.5%
中国太保	50,453	23.2%	17,304	21.5%
新华保险	32,604	28.9%	10,546	28.3%
中国人保	35,895	27.9%	16,884	34.0%

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

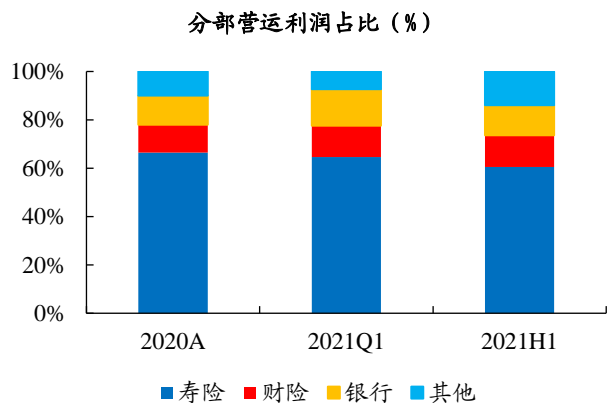
剩余边际摊销放缓及营运偏差拖累营运利润增速。2021H1 中国平安营运利润 818 亿元、同比+10.1%，中国太保营运利润 183 亿元、同比+4.9%。中国平安剩余边际摊销同比增速+3.1%，较 2020 年同比+9.6%有所放缓，息差收入及营运偏差受到投资收益率下滑及继续率下降影响同比分别-23.9%、-29.1%拖累中国平安寿险营运利润。同时，中国平安集团内其他板块如财险、银行、科技营运利润同比表现良好，带动中国平安总体营运利润较 2020 年有所回升 5.3pct 至+10.1%。2021H1 中国太保营运利润同比较 2020 年+11.7%下降 6.8pct，预计受继续率下降导致营运偏差承压影响。

图3: 2021H1 中国太保、中国平安营运利润同比分化


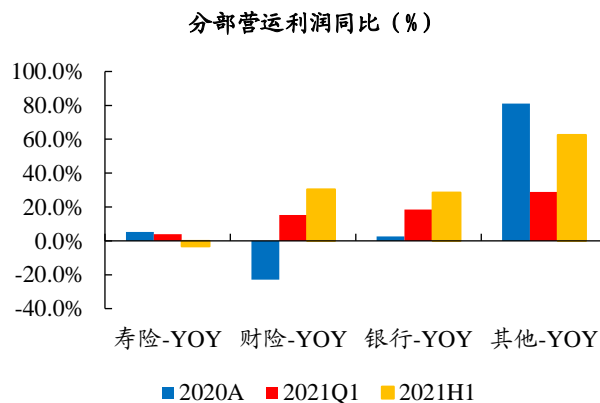
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图4: 2021H1 中国平安息差收入、营运偏差同比承压拖累寿险营运利润同比增速


数据来源: 中国平安公司公告、开源证券研究所

图5: 2021H1 中国平安寿险外板块贡献营运利润超 40%


数据来源: 中国平安公司公告、开源证券研究所

图6: 中国平安财险、银行板块营运利润同比表现较好


数据来源: 中国平安公司公告、开源证券研究所

表2: 2021H1 剩余边际摊销、息差收入、营运偏差同比表现拖累中国平安寿险板块营运利润

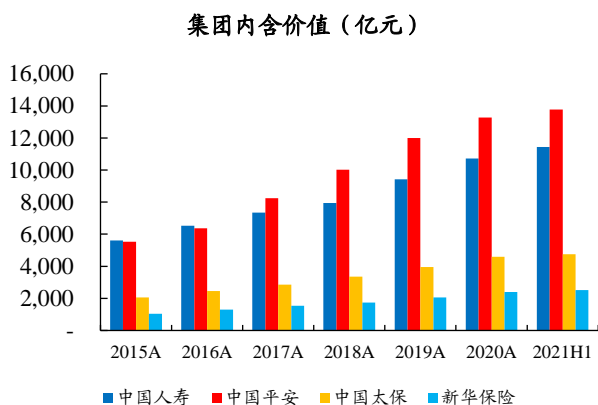
寿险营运利润	2020A 绝对值 (百万元)	2021H1 绝对值 (百万元)	2020A 同比 (%)	2021H1 同比 (%)
剩余边际摊销	81,583	41,589	9.6%	3.1%
净资产投资收益	13,170	7,133	12.2%	13.9%
息差收入	4,565	2,125	15.7%	-23.9%
营运偏差及其他	4,607	7,011	-55.7%	-29.1%
税前营运利润合计	103,925	57,858	3.4%	-2.4%
所得税	-10,260	-7,629	-11.5%	-1.5%
税后营运利润合计	93,665	50,230	5.3%	-2.5%
归属于集团母公司营运利润	92,672	81,836	5.2%	10.1%

数据来源: 中国平安公司公告、开源证券研究所

内含价值同比增速有所放缓。截至 2021H1 末, 中国人寿集团内含价值 1.14 万亿元、中国平安 1.38 万亿元、中国太保 4744 亿元、新华保险 2508 亿元、中国人保 3226 亿元。受上半年 NBV 同比承压、继续率等品质指标下滑影响, 上市险企 EV 同比增速有所放缓, 分别为: 中国人寿+12.5%、新华保险+11.6%、中国人保+10.6%、中国

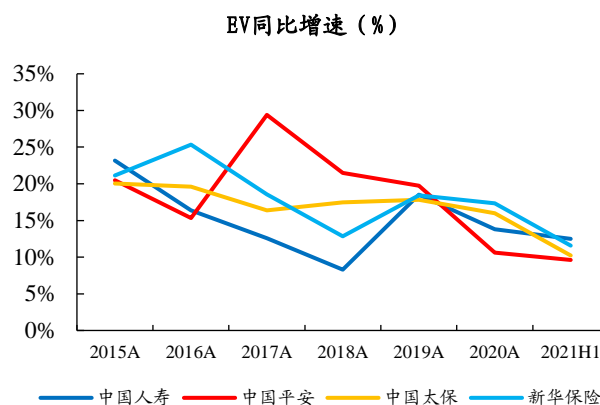
太保+10.2%。中国平安+9.6%。

图7: 上市险企集团内含价值增速有所放缓



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

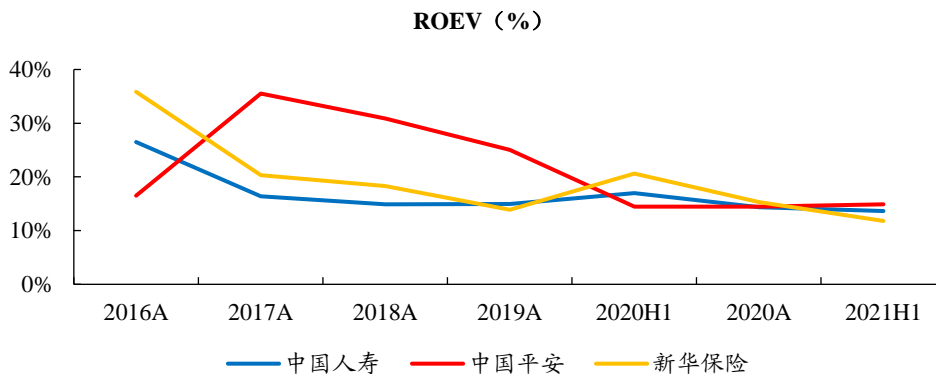
图8: EV同比增速近年来呈现下降趋势



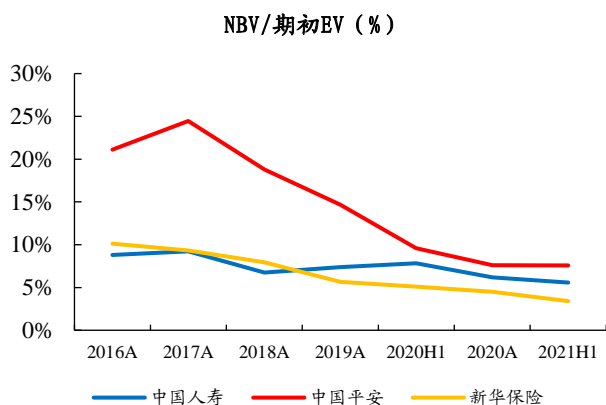
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

受NBV增速放缓及营运经验负向偏差影响, ROEV近年呈现下降趋势。2021H1中国平安年化ROEV 14.9% (2020H1 14.5%)、中国人寿13.6% (2020H1 17.0%)、新华保险11.8% (2020H1 20.6%), 受新业务价值同比增速放缓及营运偏差负向贡献影响, 上市险企2021H1ROEV均有所下滑。

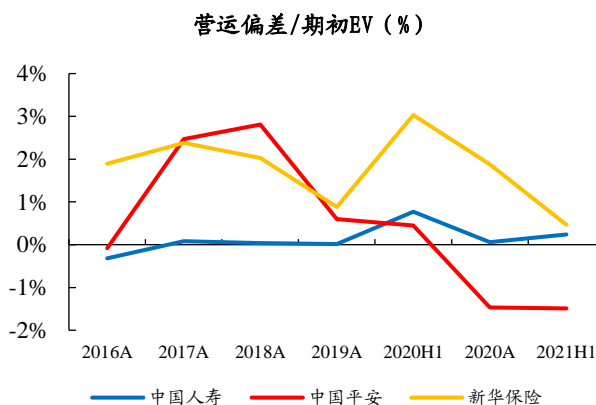
图9: 近年上市险企ROEV受NBV增速放缓及营运偏差影响有所下滑



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图10: NBV 贡献 EV 增长幅度呈下降趋势


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图11: 中国平安、新华保险营运偏差拖累 EV 增长


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

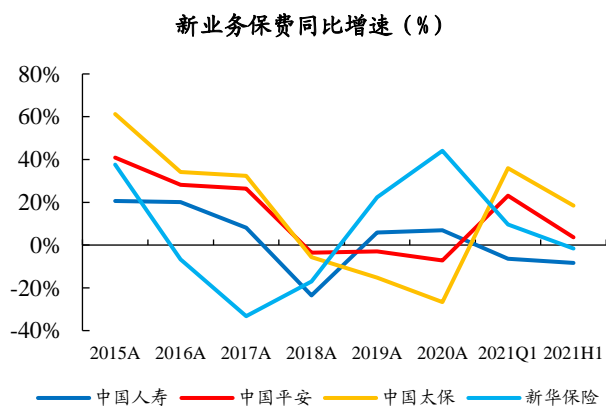
2、寿险 NBV 表现承压，监管关注消费者权益保护

2.1、新业务保费表现分化，价值率下降拖累 NBV

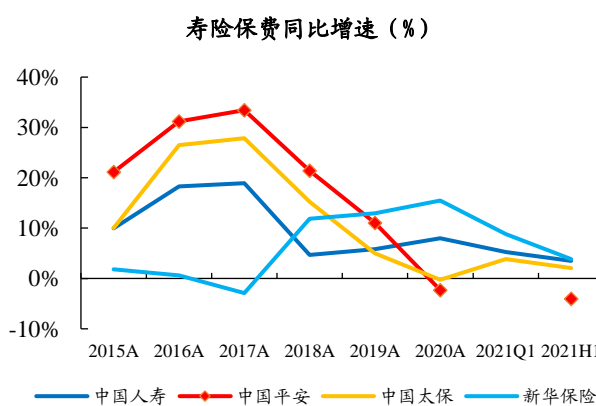
寿险总保费及新业务保费同比均有所放缓。2021H1 上市险企寿险总保费收入较 2021Q1 同比增速有所放缓，除中国平安外均保持增长：中国人寿 4423 亿元、同比+3.5%（2021Q1+5.2%）；中国平安 2889 亿元、同比-4.1%；中国太保 1414 亿元、同比+2.1%（2021Q1+3.9%）；新华保险 1006 亿元、同比+3.9%（2021Q1+8.8%）。新业务保费表现分化，但同比均有降速：中国人寿 1339 亿元、同比-8.4%（2021Q1-6.4%）；中国平安 876 亿元、同比+3.7%（2021Q1+23.1%）；中国太保 226 亿元、同比+18.5%（2021Q1+35.9%）；新华保险 336 亿元、同比-1.7%（2021Q1+9.6%）。

我们认为上市险企新业务保费同比放缓主要原因有：

- （1）新冠疫情反复影响消费者支付能力及未来收入预期，压制传统人身险消费；
- （2）2021 年 1 月底新旧重疾定义切换及保险公司炒作透支客户部分健康险需求；
- （3）城市定制型商业医疗保险对商业健康险市场产生一定挤占；
- （4）保险公司转型升级代理人队伍，主动清虚造成队伍下滑。

图12: 2021H1 新业务保费同比分化，但均较 Q1 下滑


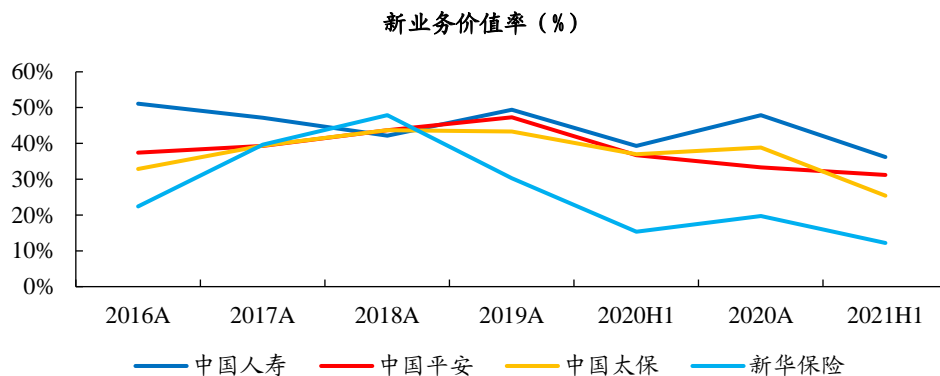
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图13: 2021H1 上市险企寿险总保费同比有所放缓


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

储蓄型产品占比提升及产品让利导致价值率下降，从而拖累新业务价值。2021年上半年上市险企新业务价值率均出现下滑，主要受低价值储蓄型产品占比上升及产品让利消费者影响：中国平安储蓄类产品首年保费提升9.8%至46.7%，而其长期保障型产品价值率2021H1为100.8%较2020年同期下降3.6%；同时，中国太保半年报披露新业务价值率下滑原因为受到业务结构变化影响，预计储蓄型产品占比有所提升。新业务保费同比放缓与新业务价值率同期下降共同导致NBV同比承压。

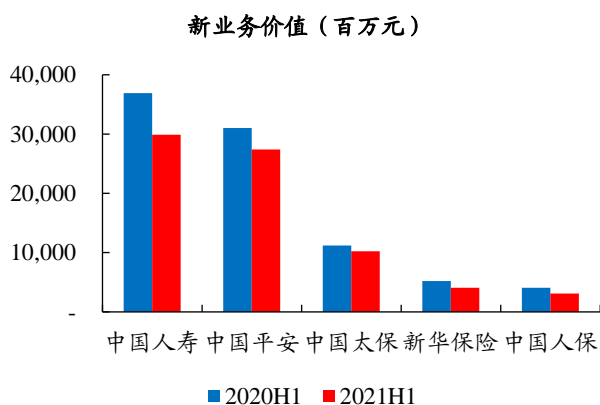
图14：上市险企新业务价值率呈现下降趋势



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

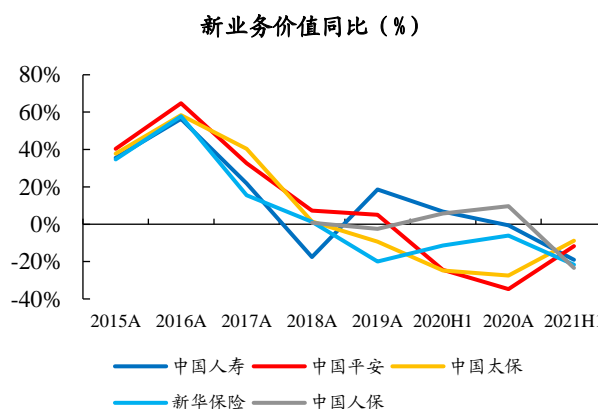
注：中国人寿新业务价值率为个险渠道新业务价值率。

图15：2021H1上市险企NBV均有所下滑



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图16：2021H1上市险企NBV同比均承压



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表3：中国平安长期保障型产品新业务价值受保费及价值率下降影响同比明显减少

中国平安新业务价值 (百万元)	新业务价值率 (%)		首年保费		新业务价值	
	2020H1	2021H1	2020H1	2021H1	2020H1	2021H1
个人业务	48.5	41.1	63,760	65,955	30,931	27,081
代理人渠道	55.2	44.9	50,229	52,757	27,705	23,684
长期保障型	104.4	100.8	16,281	9,252	16,999	9,326
长交保障储蓄混合型	55.4	55.8	7,387	10,695	4,090	5,965
短交保障储蓄混合型	21.1	21.0	23,756	30,202	5,003	6,356
短期险	57.5	78.1	2,805	2,609	1,613	2,036

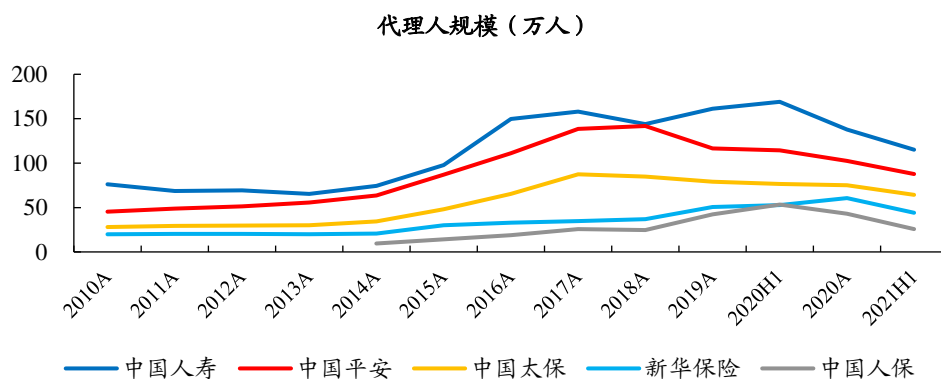
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

中国平安新业务价值 (百万元)	新业务价值率 (%)		首年保费		新业务价值	
电销、互联网及其他渠道	28.8	28.4	7,967	8,718	2,298	2,475
银保渠道	16.7	20.6	5,564	4,480	928	923
团险业务	0.5	1.4	20,788	21,686	100	306
合计	36.7	31.2	84,548	87,641	31,031	27,387

数据来源：中国平安公司公告、开源证券研究所

受脱落加大、新增难度提升影响，代理人队伍规模加速下滑。2021H1 上市险企代理人规模均呈现下滑态势：中国人寿时点规模 115 万人（Q1 128.2 万人）、中国平安时点规模 87.8 万人（Q1 98.6 万人）、中国太保月均规模 64.1 万人（2020A 74.9 万人）、新华保险时点规模 44.1 万人（2020A 60.6 万人）、中国人保寿险及健康险时点规模 25.8 万人（2020A 43.0 万人）。我们认为代理人规模下降主要由于：（1）新兴职业兴起、社平工资提升；（2）保险公司主动清退低质量人力、提升增员门槛；（3）疫情影响潜在候选人尝试保险代理人职业意愿；（4）2021 年保险行业负面舆情频发。我们认为寿险行业各公司均意识到大进大出、粗放式的队伍经营及展业模式已经不能满足当前及未来阶段的行业、公司发展需要，需要推动高质量营销队伍建设，才能满足客户专业化、多样化的需求，预计转型仍将持续一段时间，需持续关注人力质量如活动人力、绩优人力、人均产能等指标。

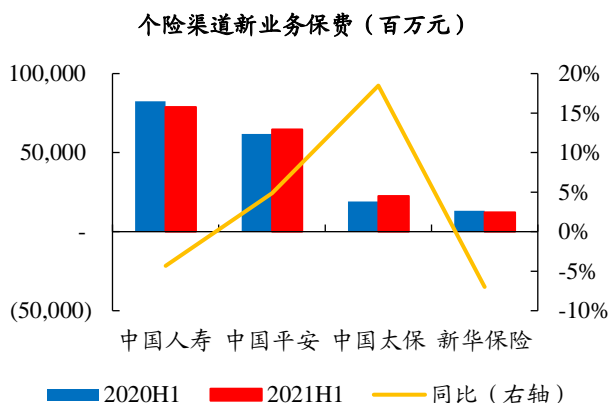
图17：上市险企代理人规模近年来均呈现下降趋势



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

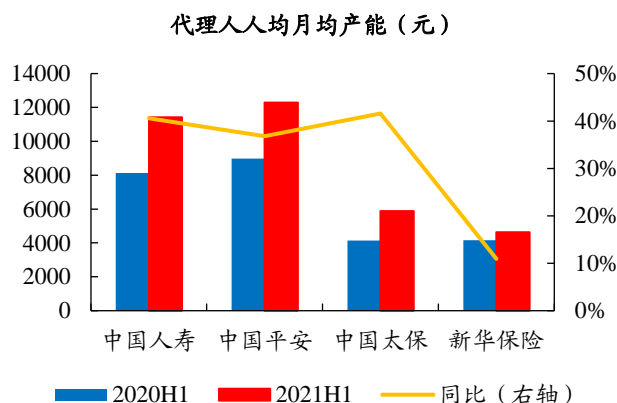
储蓄型产品上量及队伍规模收缩倒逼人均产能有所提升。2021H1 上市险企队伍规模均有所收缩，但个险渠道新业务保费受产品结构调整影响，同比表现有所分化。队伍收缩及储蓄型产品上量倒逼险企人均月均产能有所提升：中国平安 12289 元、同比+36.8%，中国人寿 11423 元、同比+40.6%，中国太保 5873 元、同比+41.6%，新华保险 4625 元、同比+10.9%。

图18: 2021H1 上市险企个险渠道新业务保费同比分化



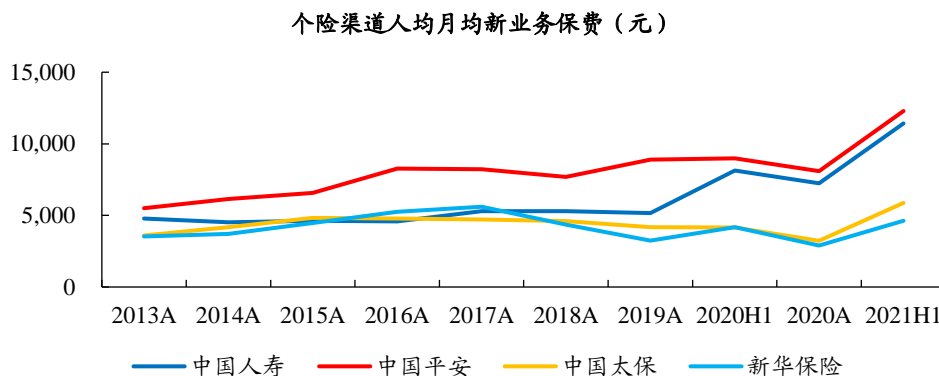
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图19: 2021H1 上市险企代理人人均产能均有所提升



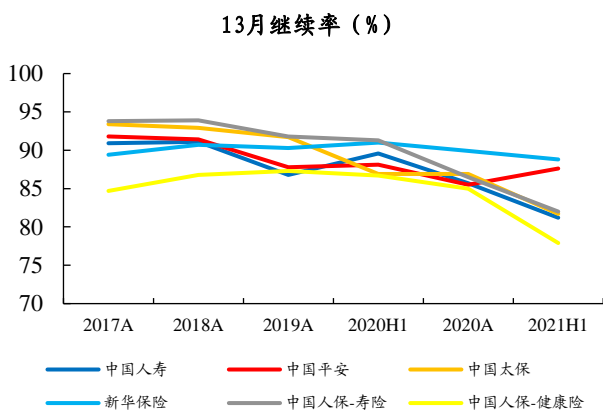
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图20: 2021H1 各上市险企人均产能明显提升



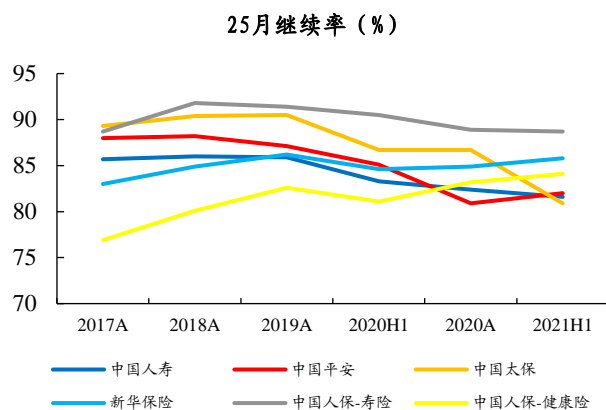
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

继续率受宏观环境及负面舆论等因素影响有所下滑。2021H1 上市险企 13 月继续率及 25 月继续率均较 2020 年同期有所下降，主要原因为（1）疫情影响消费者续期保费缴纳压力增大；（2）以往人海式及人情单销售带来低品质业务，受到代理人规模下滑影响拖累继续率表现；（3）行业出现退保黑产灰色产业链及外部负面舆论频繁出现。继续率下降将对内含价值、净利润产生不利影响，但我们认为继续率指标将随着队伍转型推进及新冠疫情缓解有所好转。

图21: 2021H1 上市险企 13 月继续率出现明显下降


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

注: 中国人寿为 14 个月持续率。

图22: 2021H1 上市险企 25 月继续率较 2020 年同期下降


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

注: 中国人寿为 26 个月持续率。

2.2、监管政策守护消费者权益，惠民保推进短期挤占中端商业险空间

监管着力保护消费者权益，趋严态势延续为行业长久发展护航。2021 年上半年监管延续趋严态势，在产品的设计、销售行为、险企内部管理、互联网保险、商业养老保险、城市定制型商业医疗险等涉及消费者权益的方面多次发文，查缺补漏并加强相应监管。主要监管内容包括销售误导整治、产品设计及表述需清晰并利于消费者理解、销售环节需可回溯并减少营销诱导、保险公司内部治理提升等。监管政策为保险行业长期、健康发展、改善行业形象提供引导，坚决取缔损害消费者权益行为、做法，护航保险行业长久发展。

表4: 监管多次发文，着力保护消费者权益

时间	政策名称	文号/资料来源	监管方向
2021/1/6	银保监会人身险部向各人身险公司下发《关于进一步规范互联网人身保险业务有关事项的通知（征求意见稿）》	征求意见稿	互联网保险
2021/1/11	中国银保监会发布《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知》	银保监办发〔2021〕7号	短期健康保险业务
2021/1/20	中国银保监会人身险部关于印发人身保险产品“负面清单”（2021版）的通知	人身险部函〔2021〕31号	产品设计
2021/1/22	银保监会下发《保险销售指引（征求意见稿）》	征求意见稿	销售行为
2021/1/25	中国银行保险监督管理委员会令（2021年第1号）《保险公司偿付能力管理规定》	中国银行保险监督管理委员会令（2021年第1号）	偿付能力
2021/2/21	专属商业养老保险试点将落地京浙-《关于开展专属商业养老保险试点的通知（征求意见稿）》	《北京商报》	商业养老保险试点
2021/3/22	银保监会摸底人身险佣金制度 研究修订制度助力营销体制改革《关于提供佣金制度有关材料的函》	中国证券网	营销体制
2021/3/31	银保监会今年将支持推出各类金融养老产品 业内建议金融业可发挥各自优势同台竞技（银保监会：稳妥有序推进养老金融试点）	财联社	第三支柱养老
2021/4/1	中国银保监会消费者权益保护局关于2020年第四季度保险消费投诉情况的通报	银保监消保发〔2021〕6号	投诉情况通报
2021/4/7	《关于进一步丰富人身保险产品供给的指导意见（征求意见稿）》	征求意见稿	产品设计

时间	政策名称	文号/资料来源	监管方向
2021/4/8	中国银保监会办公厅关于深入开展人身保险市场乱象治理专项工作的通知	银保监办便函〔2021〕477号	销售行为、人员管理、数据真实性、内部控制
2021/4/13	中国银保监会向各险企下发《意外伤害保险业务监管办法（征求意见稿）》	征求意见稿	产品设计
2021/4/13	银保监会向各人身险公司下发《关于调研人身保险销售管理有关情况的函》	调研函	销售行为
2021/4/22	银保监会人身险部向各人身险公司发布《关于短期健康险续保表述备案事项的通知》	财联社	短期健康险续保表述规范
2021/5/15	中国银保监会办公厅关于开展专属商业养老保险试点的通知	银保监办发〔2021〕57号	商业养老保险试点
2021/5/17	中国银保监会办公厅关于做好短期健康保险业务客户服务工作的通知	银保监办便函〔2021〕673号	产品设计
2021/5/21	中国银保监会关于印发保险公司城乡居民大病保险业务管理办法的通知	银保监发〔2021〕12号	产品设计
2021/5/26	中国银保监会消费者权益保护局关于2021年第一季度保险消费投诉情况的通报	银保监消保发〔2021〕9号	投诉情况通报
2021/5/28	中国银保监会办公厅关于规范保险公司参与长期护理保险制度试点服务的通知	银保监办发〔2021〕65号	产品设计
2021/6/2	中国银保监会发布《关于规范保险公司城市定制型商业医疗保险业务的通知》	银保监办发〔2021〕66号	业务经营
2021/6/4	中国银保监会关于《财产保险公司保险条款和保险费率管理办法（征求意见稿）》公开征求意见的通知	征求意见稿	产品报备
2021/6/23	银保监会下发《保险销售行为可回溯管理办法（征求意见稿）》	征求意见稿	销售行为
2021/7/5	关于《关于加强规范管理促进人身保险公司年度业务平稳发展的通知》落实情况的通报	人身险部函〔2021〕305号	业务经营
2021/7/7	国常会：引入商业保险机构参与医保服务	中国政府网	引入商业保险机构参与医保服务
2021/7/16	中国银保监会关于印发银行保险机构消费者权益保护监管评价办法的通知	银保监发〔2021〕24号	消费者权益保护评价机制建设
2021/7/30	中国银保监会人身险部关于近期人身保险产品问题的通报	人身险部函〔2021〕329号	人身保险产品问题
2021/8/3	北京银保监局于近日下发了《关于规范销售人员自保件和互保件管理的通知（征求意见稿）》	征求意见稿	销售行为
2021/8/6	银保监会下发《关于开展互联网保险乱象专项整治工作的通知》	界面新闻	互联网保险
2021/8/19	北京银保监局出台整治北京地区互联网保险营销宣传征求意见稿	征求意见稿	互联网保险
2021/8/24	北京银保监局办公室关于专项整治北京地区互联网保险营销宣传有关问题的通知	京银保监办发〔2021〕102号	互联网保险
2021/8/25	中国保险业协会调研惠民保发展情况	上海证券报	城市定制型商业医疗保险

资料来源：中国政府网、银保监会、中国保险业协会、财联社、上海证券报、界面新闻、北京商报、开源证券研究所

城市定制型商业医疗保险定位逐渐清晰，短期内挤占中端商业保险份额。自深圳 2015 年试点推出第一款惠民保，城市定制商业医疗险经过 5 年发展，凭借其亲民实惠的价格、不断充实的保障、宽松普惠的投保门槛，快速吸引了大批消费者投保，2021 年沪惠保上海参保人数超 730 万，北京普惠健康保上线 35 天已有超 150 万人投保

(2021年7月26日开放投保,数据来自北京普惠健康保微信公众号)。参保率方面,若将城市定制型商业医疗保险分为医保引导、医保推动、政府引导三类,政府引导类型参保率最高,浙丽保最高达85.0%,居民投保意愿强烈,部分城市推出医保个人账户支付功能,进一步提升投保支付便捷度及支付能力,短期内对中端商业健康保险市场产生一定冲击。但我们认为,城市定制型商业医疗保险与商业健康保险在保障范围、保障程度及附加服务上存在一定差异,随着城市定制型产品的不断推广,居民对城市定制型产品的保障内容进一步了解,城市定制型产品对于商业健康保险影响将逐步减弱。

表5: 政府引导型城市定制商业医疗险参保率明显高于医保指导及医保推动型

类型	代表城市惠民保	参保率
医保指导	淄博齐惠保	28.32%
	东莞市民保	19.49%
	平安佛医保	16.66%
	医惠锡城	16.09%
	河源市民保	16.06%
	湛江市民保	15.79%
	茂名市民保	15.05%
	惠州惠医保	14.92%
	春城惠民保	10.38%
	苏惠保	10.10%
	惠徐保	9.38%
	济南齐鲁保	8.98%
	重庆渝惠保	8.96%
	惠宜保	8.51%
	南京宁惠保	4.95%
医保推动	沪惠保	38.49%
	珠江大爱无疆	38.41%
政府引导	穗岁康	28.18%
	浙丽保	85.00%
	慧蜀保	76.51%
	越惠保	66.00%
	南太湖健康保	60.00%
	西湖益联保	44.00%

数据来源:《城市定制型商业医疗险模式优化与制度定位报告》、开源证券研究所

表6: 多数商业医疗险保障范围及程度优于北京普惠健康保

保额(万元)	医保内 医疗费用责任	医保外 医疗费用责任	重大疾病/恶性肿瘤 医疗费用责任	质子重离子医疗费 用责任(恶性肿瘤)	特定药品 医疗费用责任
北京普惠健康保	100	100(单一药品每年 赔付上限为30万 元,单一植体或耗 材,每年赔付上限 为10万元)	-	-	100(国内特药、国 外特药各50万)

保额 (万元)	医保内 医疗费用责任	医保外 医疗费用责任	重大疾病/恶性肿瘤 医疗费用责任	质子重离子医疗费 用责任(恶性肿瘤)	特定药品 医疗费用责任
众安在线百万医疗 2021版		300	600 (重大疾病)	600	600
人保财险人人安康百 万医疗险(质子特药 版)		200	200 (恶性肿瘤)	100	100
新华康健华尊医疗保 险(计划二)		200	400 (重大疾病, 包括质子重离 子医疗费用责任)	-	-
国寿如E康悦百万医 疗险(2021版)		200	200 (重大疾病)	-	-
人保健康悠享保 (好医保)		200	400 (重大疾病)	100	-
泰康健康尊享百万医 疗险2021版		50	100 (重大疾病)	-	-
平安健康平安e生保 百万医疗险		200	200 (重大疾病)	100	-

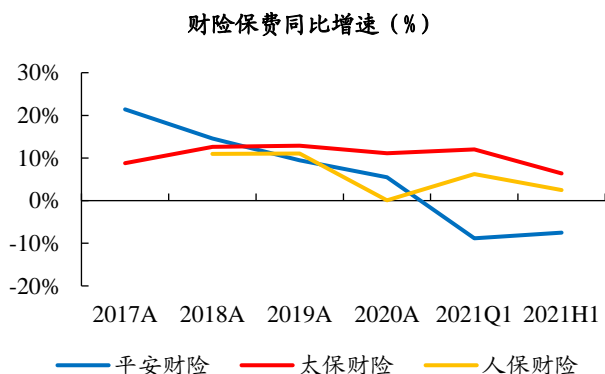
资料来源: 各公司官网、开源证券研究所

注: 部分产品仍含重度住院定额给付医疗保险金、第三方诊疗费用保险金、住院就医安排费用保险金责任, 因多数产品未涉及, 上表未计入对比。

3、车险综改压力延续, 非车险同比增速略有放缓

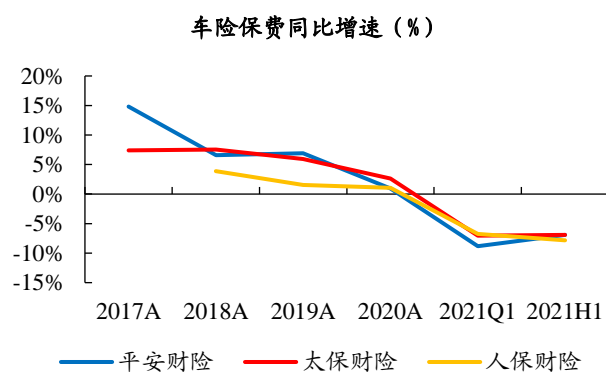
车险综改压力延续, 非车险同比增速略有放缓。2021H1 上市险企财险保费收入分别为: 人保财险 2518 亿元、同比+2.5%; 平安财险 1333 亿元、同比-7.5%; 太保财险 816 亿元、同比+6.4%。太保财险、人保财险同比增速均高于行业同比增速+1.7%。受车险综改持续影响, 车险保费均有所承压, 同比分别为: 太保财险-6.9%(Q1-7.0%)、平安财险-6.9%(Q1-8.8%)、人保财险-7.8%(Q1-6.7%), 由于2020年9月19日正式实施车险综改, 预计2021年3季度末期车险保费同比将出现改善。非车险保费同比分化, 太保财险同比+28.6%(Q1+41.0%)、人保财险同比+14.2%(Q1+18.3%)、平安财险同比-8.6%(Q1-8.8%)。得益于非车险业务逐渐成长, 车险业务占比有所下降, 车险、非车险双轮驱动格局进一步强化。

图23: 2021H1 上市险企财险同比表现出现收敛趋势

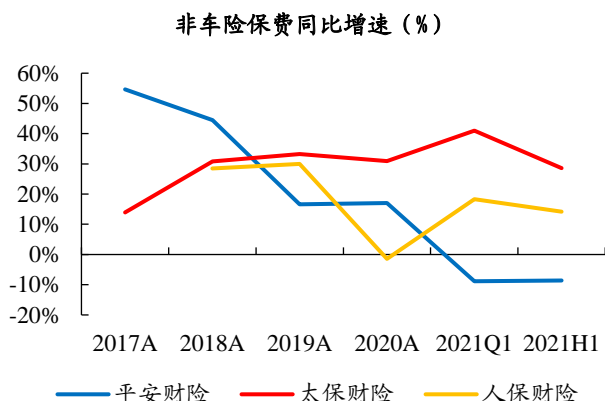


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

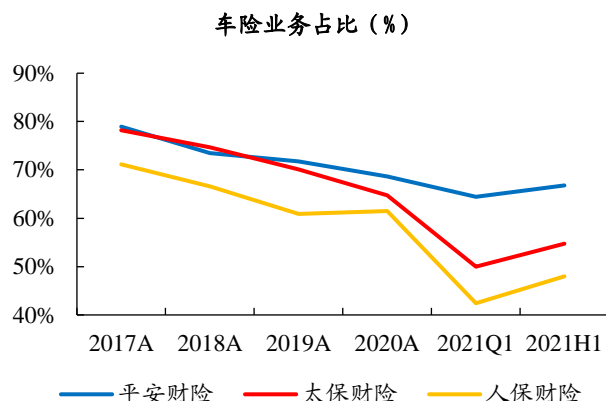
图24: 2021H1 上市险企车险保费同比仍有所承压



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

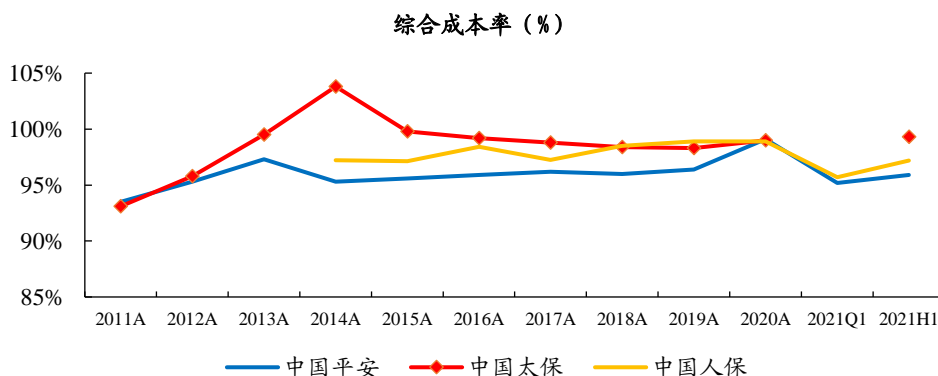
图25: 2021H1 上市险企非车险同比表现分化


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

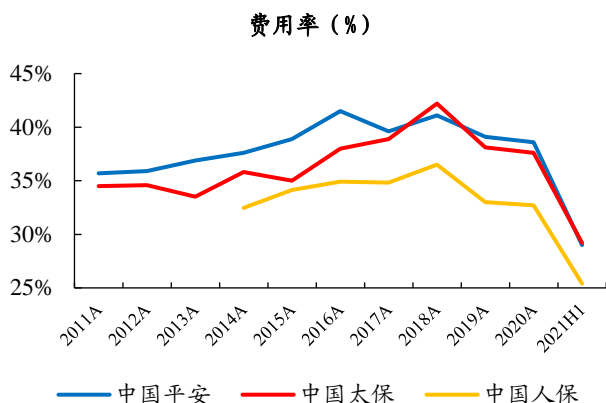
图26: 2021H1 上市险企车险占比较 2021Q1 有所回升


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

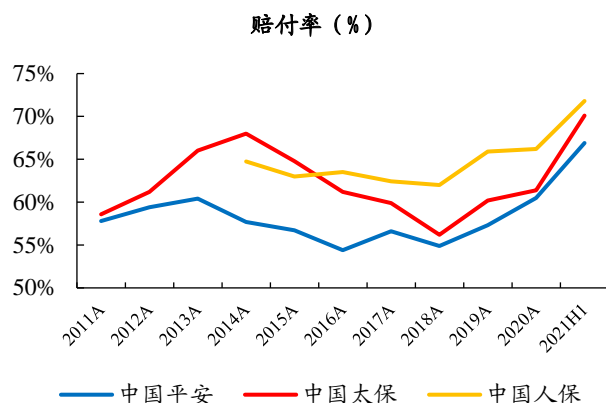
费用率改善带动综合成本率下行, 长期或接受一定考验。2021H1 上市险企综合成本率较 2020 年有所改善, 主要受综合费用率改善带动, 但人保财险、平安财险改善幅度较 2021Q1 有所缩窄: 平安财险 2021H1 综合成本率 95.9% (2021Q1 95.2%、2020A 99.1%); 人保财险 2021H1 综合成本率 97.2% (2021Q1 95.7%、2020A 98.9%) 太保财险 2021H1 综合成本率 99.3% (2020A 99.0%)。长期看, 车险综改增保降价或对综合成本率施加向上压力, 需观察 2021Q4 综合成本率变化情况。

图27: 2021H1 平安财险、人保财险综合成本率低于 2020A


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图28: 2021H1 财险公司费用率出现明显下降


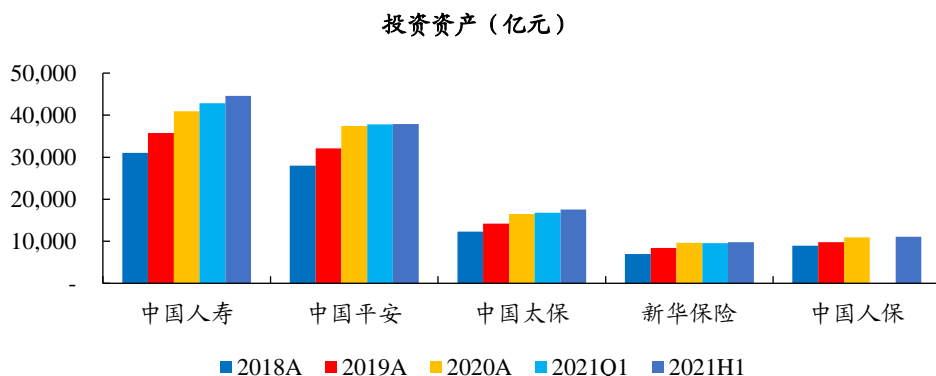
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图29: 2021H1 财险公司赔付率明显上升


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

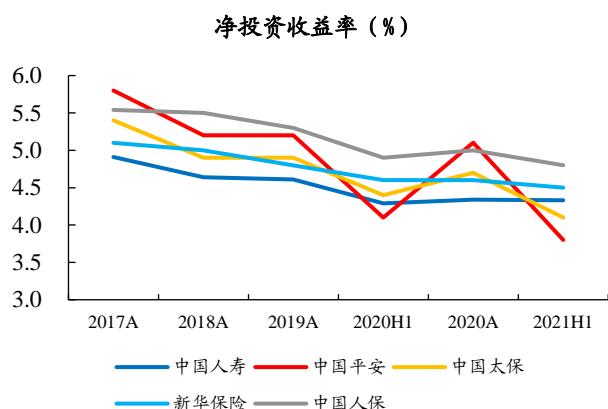
4、资产规模稳步增长，总投资收益率同比提升明显

投资资产规模稳步增长，5家上市险企投资资产规模已达12万亿元。5家上市险企投资资产规模均稳步增长：中国人寿总投资资产规模达4.46万亿元，环比+4.1%；中国平安总投资资产规模3.79万亿元，环比+0.2%；中国太保总投资资产规模达1.75万亿元，环比+4.2%；中国人保总投资资产规模1.10万亿元，较年初增长1.8%；新华保险总投资资产9793亿元，环比+2.3%。

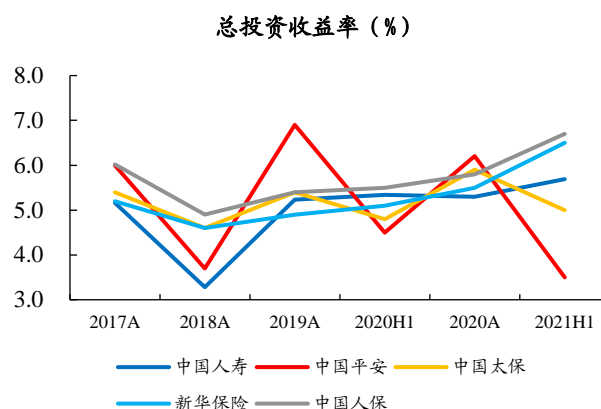
图30: 2021H1 总投资资产环比稳步增长


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

净投资收益率环比回升，总投资收益率差异收敛。2021H1多数险企净投资收益率同比受长端利率下行影响有所下行：中国人保4.8%（2020H1 4.9%）、新华保险+4.5%（2020H1 4.6%）、中国人寿4.3%（2020H1 4.29%）、中国太保4.1%（2020H1 4.4%）、中国平安3.8%（2020H1 4.1%）。多数险企总投资收益率受权益市场浮盈兑现及波动影响同比表现有所提升，部分险企受减值计提影响有所下降：中国人保6.7%（2020H1 5.5%）、新华保险6.5%（2021Q1 7.9%、2020H1 5.1%）、中国人寿5.7%（2021Q1 6.4%、2020H1 5.3%）、中国太保5.0%（2021Q1 4.6%、2020H1 4.8%）、中国平安3.5%（2021Q1 3.1%、2020H1 4.5%）。

图31: 2021H1 上市险企净投资收益率有所下降


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图32: 2021H1 多数险企总投资收益率同比提升明显


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

5. 投资建议

2021H1 负债端承压, 保险行业或处转型成功前至暗时刻。2021H1 上市险企 NBV 同比承压, 部分险企新业务保费同比录得较好成绩, 但受制于储蓄型产品占比上升及部分产品设计让利消费者, 新业务价值率有所下滑, 负债端整体承压。但我们认为当前时刻或许是保险行业转型升级成功前的至暗时刻: 在监管、行业、险企多方认识到行业大进大出的人海模式、人情单销售模式已经难以支撑保险行业进入下一个发展阶段的情况下, 保险行业或在阵痛中实现新旧动能切换。

● 保险需求持续存在, 疫情、惠民保冲击为短期影响

随着城市定制商业医疗保险的不断推进, 我们可以观察到当地城市医保参保人对于城市定制产品的投保热情逐渐提升, 沪惠保累计参保人群超 730 万人、参保率达 38.5%, 北京普惠健康保上线 35 天投保人数超 150 万人, 足以证明居民的保险意识以及对于保险产品的需求在不断提升。此外, 2021 年初新旧重疾定义切换时, 我们可以明显观察到消费者对于重疾险的关注程度有所上升。我们认为, 居民的保险需求持续存在, 需求降低的直观感受来自于过往的销售模式造成居民对于保险营销制度的不信任以及对于保险产品运作机理的不了解, 而疫情及惠民保对保险行业产生的冲击偏向短期, 长期看将是提升居民保险意识的契机。

图33: “重疾险”百度指数在新旧重疾定义切换前明显提升



数据来源: 百度指数

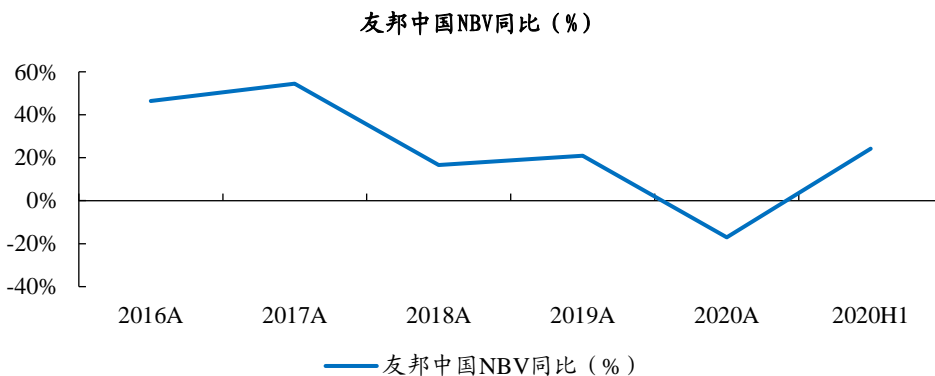
● 传统人海式战术、人情单销售模式效果式微

随着保险行业的不断发展, 传统粗放式的展业模式愈发难以打动消费者。专业化的保险代理人能够更好地满足客户多样化、个性化的保障需求, 即便是通过缘故及转介绍方式获取的客户, 仍需要代理人通过专业的产品知识、合理的保障配置以及配套的保险服务进行促成。我们预计, 单纯通过人情等非专业方式的展业效果将越来越弱。

● 高质量代理人破局存在先例

行业内存在通过打造高质量代理人队伍实现破局的先例。友邦保险通过打造“最优秀代理”的渠道策略, 实现在中国内地市场的不断突破, 其代理人产能为行业平均4倍、收入为行业平均3倍, 2021H1中国内地新业务价值同比+24.2%, 实现逆势增长, 证明了高质量代理人能够在行业转型期间实现破局及保险需求持续存在。

图34: 2021H1 友邦中国 NBV 同比+24.2%



数据来源: 友邦公司公告、开源证券研究所

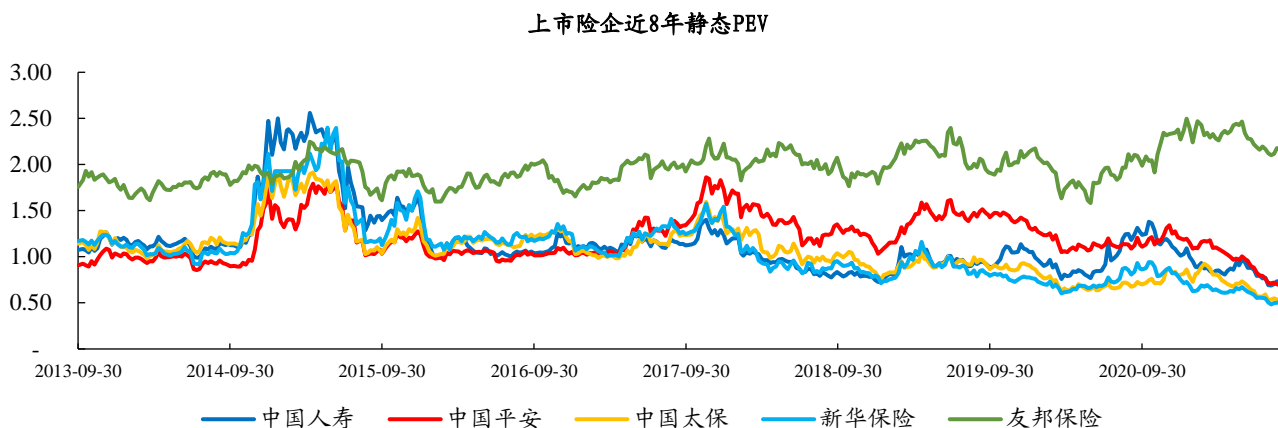
注: NBV 同比口径取实际汇率计算。

关注人力指标, 追踪转型进展, 估值处于历史低位。监管在梳理、规范保险行业过往发展出现的问题, 推动、引导保险公司走上高质量发展的道路, 同时, 各家险企均着手渠道及产品升级, 渠道方面推动建设高质量代理人队伍, 产品方面推动低频

保险服务与高频附加服务结合。我们认为，代理人队伍规模能够侧面反映保险公司转型态度是否坚决、执行是否贯彻，清除低质量代理人，提升整体代理人队伍素质，建立职业化、专业化，能够满足客户个性化、多元化需求的代理人队伍将成为本次保险行业与过往沉重发展模式告别的关键。

当前保险行业负债端复苏仍待观察，人均产能稳定后的人力规模企稳或为边际节点，资产端长端利率下行压制保险股估值，负债、资产两端悲观预期已充分定价，板块估值处于历史低位，推荐转型态度坚决，坚定打造专业化、职业化代理人队伍且拥有成功转型经验管理层的中国太保。

图35: 保险股估值处于历史低位



数据来源: Wind、开源证券研究所

图36: 十年期国债收益率当前在 2.9%附近震荡



数据来源: Wind、银保监会、开源证券研究所

表7: 受益标的估值表

当前股价及评级表			EVPS		PEV			BVPS		PB		评级	
证券代码	证券简称	2021/9/1	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2020A		2021E
601601.SH	中国太保	27.47	47.74	52.77	58.49	0.58	0.52	0.47	22.37	24.19	1.23	1.14	买入

数据来源: Wind、开源证券研究所

6、风险提示

经济复苏不及预期；保险需求超预期减弱；监管超预期趋严；上市险企转型进展超预期受阻。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn