



Research and  
Development Center

# 负债端承压，代理人改革取得部分成果 ——1H21 保险行业综述

非银行金融行业

2021年09月08日

证券研究报告

行业研究

专题研究报告

保险行业

投资评级 看好

上次评级 看好

王筋朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: +86 (010) 83326877

邮箱: [Wangfangzhao@cindasc.com](mailto:Wangfangzhao@cindasc.com)

朱丁宁 研究助理

邮箱: [zhudingning@cindasc.com](mailto:zhudingning@cindasc.com)

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 负债端承压，代理人改革取得部分成果

2021年09月08日

### 本期内容提要:

- **负债端：寿险负债端低迷，财险意健险表现凸出。**我国各家险企新单保费增速普遍承压，除友邦及人保外，其他险企二季度新单增速明显低于一季度。平安、国寿、太保、新华、人保由于产品结构的调整，低价值率储蓄类产品占比增加，导致上半年NBVM均呈现明显下滑，带动NBV负增长。结合7月份上市险企披露的保费数据，负债端压力持续存在。财险方面，众安等公司意健险保费保持高增长，本质是由于部分低件均重疾需求转向百万医疗，带动医疗险保费高增。车险受综改的影响逐步减弱，我们预计四季度将看到车险件均及保费的企稳。
- **渠道端：太保、平安个险FYP增速高于人力下降速度。个险渠道：**随着各险企清虚力度的不断加大，代理人数量下降趋势仍会持续，但幅度有望缩窄。随着改革的逐步推进，已出现了部分积极现象：平安、太保等险企的人均FYP增速高于人力下降增速，说明留存代理人质量得到提升，改革取得了一定成效。**银保渠道：**平安、人保、新华、太平银保渠道的NBVM均有不同程度的提升，主要源于趸交占比的持续下降。我们认为银保未来的发展动力在于：1) 规模化效应固定费用摊薄以及趸转期带来的NBVM提升；2) 第三支柱顶层设在银行端实施给银保渠道带来保险产品销售机会。
- **利润端：主要由投资收益贡献。**除了平安受华夏幸福减值的影响外，各家险企的归母净利润增速均在20%以上，得益于买卖价差带来的投资收益高增。营运利润方面，受剩余边际摊销增速放缓和营运偏差拖累，平安、太保上半年的营运利润增速同比下滑。
- **内含价值：NBV和营运偏差拖累EV增长。**各险企上半年营运利润增速普遍较去年同期下滑，主要源于新业务价值下降和保单继续率下滑的影响。但友邦受益于良好的新业务价值增长表现及投资回报的差异和经济假设变动转正影响，内含价值增长由负转正。
- **产品创新及监管趋势：**惠民保作为近期保险行业的关键产品创新，受到了社会的热捧。市场普遍认为惠民保会对百万医疗险的销售造成冲击，但我们认为两类产品责任及目标人群的差异被逐步认知，众安健康生态稳定的业绩增长表明惠民保对百万医疗的冲击远低于市场预期。自去年下半年以来，互联网监管政策逐步趋严，政策频出。我们认为，一系列互联网保险监管政策的推出，有利于规范行业健康发展，加速行业出清，部分大型线上保险公司或保险经纪公司的市占率将提升。
- **未来展望及投资建议：**上半年负债端承压，源于开门红及“重疾炒停”的客户资源的消耗，以及后疫情时代保险需求低迷，代理人流失严重。随着改革的逐步推进，已出现了部分积极现象：平安、太保等险企的人均FYP增速高于人力下降增速，说明留存代理人质量得到提升，改革

取得了一定成效。但根据险企 7 月份公布的保费数据，负债端低迷现象仍未改善。与之相反，众安及众多财险在意健险的保费持续高增、友邦及部分未上市险企（如中宏、中信保诚等）或保险经纪公司（如明亚等）的保费增速也持续亮眼。保险行业逐步走向“K”型分化。我们认为，居民的保险需求一直存在，关键在于目前险企的人力素质与客户需求不匹配，导致许多较低素质的代理人流失。而这部分代理人所对应的低件均的保险市场，逐步转向了惠民保及百万医疗险。部分如友邦的致力于高素质代理人团队建设的险企，业务在疫情后快速恢复。未来，代理人素质能力高、客户经营能力强的险企有望优先收益。我们推荐以“最优代理人”为主要竞争战略的友邦保险；以及在蔡强领导下，各项改革成效较为明显的中国太保。

- **风险因素：**新冠疫情恶化、中国经济超预期下滑，长期利率下行超预期，开门红不及预期，低利率造成利差损风险、代理人脱落压力、资本市场波动对业绩影响的不确定性等。

## 目录

一、负债端：寿险整体低迷，意健险增长亮眼	6
(一) 寿险：新单保费分化，NBVM 拖累 NBV 表现	6
(二) 财险：意健险保持高增长，赔付率普遍上升	8
(三) 财险意健险表现优于寿险，源于产品形态简单且适合线上销售得医疗险需求增加	9
二、渠道端：个险人力持续下滑，关注银保渠道发展	9
(一) 个险人力：部分险企量降质增，渠道改革初显成效	9
(二) 银保渠道：夏交促进期交带动 NBVM 提升，有望率先受益于养老体系顶层设计	11
三、利润端：投资收益带动归母净利润增长	12
(一) 归母净利润：投资收益带动净利润高增长	12
(二) 营运利润：受剩余边际摊销增速放缓和营运偏差拖累	13
四、内含价值：NBV 和营运偏差拖累 EV 增长	14
五、投资端：受长端利率下行影响较大	17
六、产品创新及监管趋势	18
(一) 惠民保受热捧，百万医疗险受影响程度低于预期	18
(二) 互联网保险严监管时代开启	19
七、未来展望及投资建议	20
(一) 未来产品的发展空间	20
(二) 未来渠道的发展空间	20
(三) 投资建议	20
八、风险因素	20

## 表目录

表 1：险企继续率同比变化	8
表 2：银保渠道保费及 NBVM 同比增速	11
表 3：平安营运利润分项	13
表 4：平安剩余边际变化分项	14
表 5：平安 EV 变动分析（百万元）	15
表 6：国寿 EV 变动分析（百万元）	15
表 7：新华 EV 变动分析（百万元）	16
表 8：友邦 EV 变动分析（百万美元）	16
表 9：投资资产占比变化（1H21 与 2020 年年底相比，ppts）	17

## 图目录

图 1：险企 1H21 总保费增速	6
图 2：险企 1H21 新单期缴增速	6
图 3：险企 1H21 新单保费增速	7
图 4：险企新单保费 1H21 增速较 1Q21 变动幅度	7
图 5：险企 1H21 NBVM 变化	7
图 6：险企个险渠道 1H21 NBVM 下降幅度更大	7
图 7：险企 1H21 NBV 增速	8
图 8：险企个险渠道 1H21 NBV 下降幅度更大	8
图 9：各财产险企 1H21 保费增速	8
图 10：财产险企 1H21 各产品增速	8
图 11：各财产险企 1H21 费用率及赔付率变化	9
图 12：财产险企 1H21 各成本同比变化	9
图 13：各险企代理人持续下滑（万人）	10
图 14：各险企人力变化	10
图 15：个险渠道每月人均 FYP 同比	10
图 16：各险企 1H21 人均 FYP 与人力同比增速差异	10

图 17: 各险企个险渠道 1H21 每月人均 NBV 同比.....	11
图 18: 平安及太保代理人人均收入 (元) .....	11
图 19: 各险企归母净利润增速.....	12
图 20: 各险企投资收益及增速.....	12
图 21: 10 年期国债收益率及 750 日移动平均线 (%) .....	12
图 22: 平安剩余边际摊销占年初剩余边际余额比例.....	13
图 23: 平安营运利润增速.....	13
图 24: 险企剩余边际增速持续放缓.....	14
图 25: 各险企 EV 增速.....	15
图 26: 营运利润分项同比增速.....	15
图 27: 净投资收益率.....	17
图 28: 总投资收益率.....	17
图 29: 长端利率 (中债 10 年期国债收益率) 下行 (%) .....	17
图 30: 各险企投资收益率同比增速.....	17

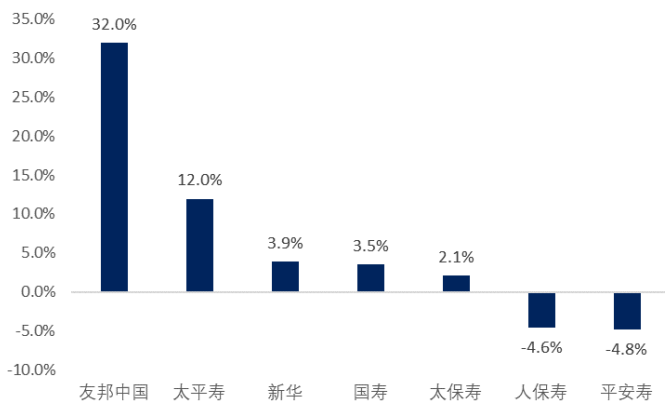
## 一、负债端：寿险整体低迷，意健险增长亮眼

### （一）寿险：新单保费分化，NBVM 拖累 NBV 表现

**总保费分化,友邦、太平表现相对亮眼。**1H21 险企总保费收入分化:友邦中国(YoY+32.0%)>太平寿(YoY+12.0%)>新华(YoY+3.9%)>国寿(YoY+3.5%)>太保寿(YoY+2.1%)>人保寿(YoY-4.6%)>平安寿(YoY-4.8%)。除平安和人保外,其余保费增速均正增长,平安主要因为续期保费大幅下降所致,人保主要因为产品结构调整导致趸交和短期险业务压缩。另外,友邦和太平保费实现双位数增长,友邦受益于新单表现优异,太平受益于去年低基数。

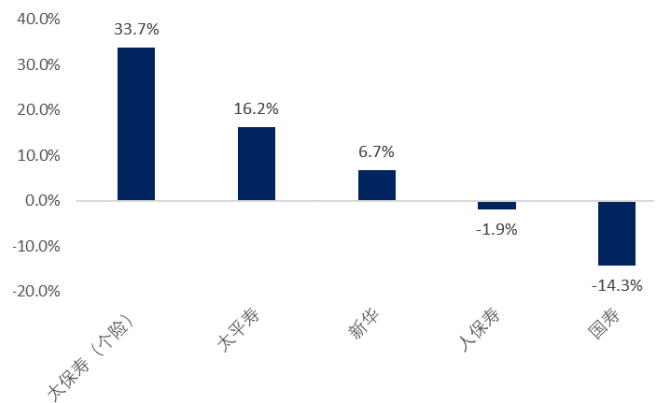
**新单保费分化, Q2 进一步承压。**各家险企上半年新单保费增速为:友邦中国(YoY+23.8%, 1Q21+10%)>太保寿个险渠道(YoY+18.5%, 1Q21+35.9%)>太平寿(YoY+15.0%)>平安寿(YoY+3.7%, 1Q21+23.1%)>人保寿(YoY-14.8%, 1Q21-16.7%)>国寿(YoY-8.4%, 1Q21-6.4%)>新华(YoY-1.7%, 1Q21+9.6%)。除友邦及人保外,其他险企二季度新单增速明显低于一季度,主要因为一季度开门红新单和重疾炒停透支需求,以及代理人自保件销售的模式无法适应多元化保险需求。新单期缴方面,上半年太保寿个险渠道(YoY+33.7%)>太平寿(YoY+16.2%)>新华(YoY+6.7%)>人保寿(YoY-1.9%)>国寿(YoY-14.3%),除了国寿去年开门红高基数导致期缴同比下降较大,其他险企期缴表现均好于新单,主要为储蓄类产品销售同比回暖。**平安:**新单为正,主要因为开门红提前布局使得 Q1 亮眼,而 Q2 因重疾炒停透支导致新单保费明显下滑;**国寿:**主要受 2020 年高基数影响,导致一二季度新保增速为负;**太保个险:**半年新保增速维持两位数增长,优于行业,主要由于去年低基数和开门红产品“鑫享事诚”、二季度产品“两全其美”及“鑫从容”销售良好;**新华:**上半年人力较年底下滑 27.2%,有效人力下滑更大,导致新单承压;**人保寿:**上半年人力大幅下滑(YoY-39.9%)以及趸交保费下降,成为拖累增速的主要原因;**友邦:**受益于“最优代理人”及率先推出“择优理赔”政策带动的中国内地重疾销售增长,以及马来西亚、泰国、新加坡等东南亚市场的亮眼表现;**太平寿:**去年低基数,导致上半年新保增长较快。

图 1: 险企 1H21 总保费增速

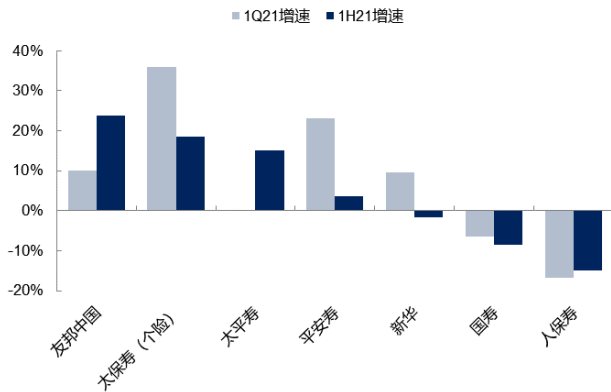


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

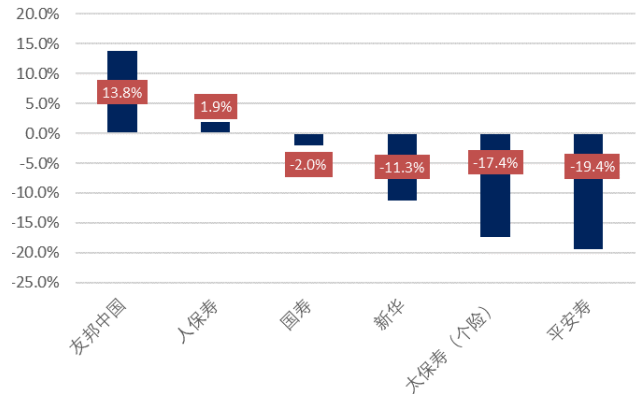
图 2: 险企 1H21 新单期缴增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

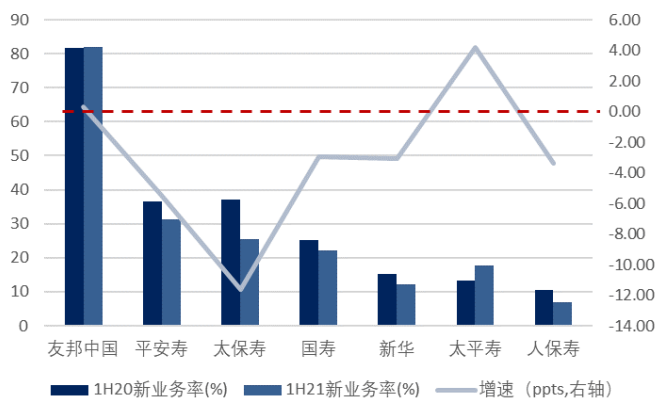
**图 3：险企 1H21 新单保费增速**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

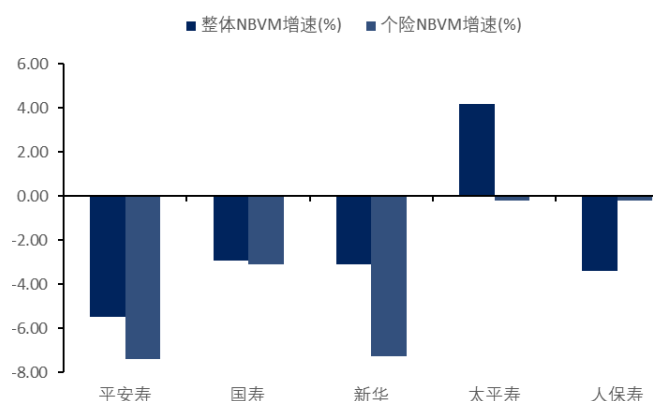
**图 4：险企新单保费 1H21 增速较 1Q21 变动幅度**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**NBVM 普遍下滑拖累新业务价值，源于高价值率重疾需求下降。**友邦中国得益于“最优代理人”策略以及数字化工具带来的营销效能的提升，整体 NBVM 保持稳定为 82.10%（同比+0.30ppts）。太平由于银保渠道价值率由-4.1%转正至 5.7%，带动整体 NBVM 提升至 17.60%（同比+4.20ppts）。除友邦及太平外，其他险企上半年新业务价值率明显下滑：国寿 22.30%（YoY-2.93ppts）>新华 12.20%（YoY-3.10ppts）>人保寿 7.05%（YoY-3.41ppts）>平安寿 31.20%（YoY-5.5ppts）>太保寿 25.40%（YoY-11.60ppts）。除人保寿外，个险渠道新业务价值率下降更快：人保寿 19.89%（YoY-3.22ppts）>国寿 36.20%（YoY-3.10ppts）>新华 31.91%（YoY-7.25ppts）>平安寿 41.10%（YoY-7.40ppts）。平安、国寿、太保、新华 NBVM 下降主要由于新单保费中低价值中短期储蓄类产品占比上升（因居民收入下降导致储蓄意愿加强，保障型产品销售承压），以及重疾炒停透支高价值率保障型产品需求。例如，上半年平安的较低价值的储蓄类产品首年保费占比提升 9.8ppts 至 46.7%；新华十年以上首年期交保费（主要为重疾险）占比下降 3.9ppts。

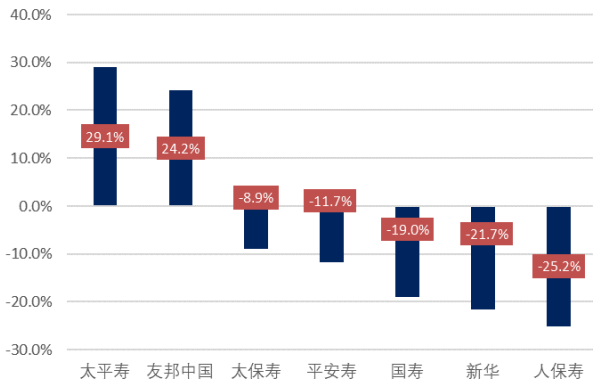
**图 5：险企 1H21 NBVM 变化**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

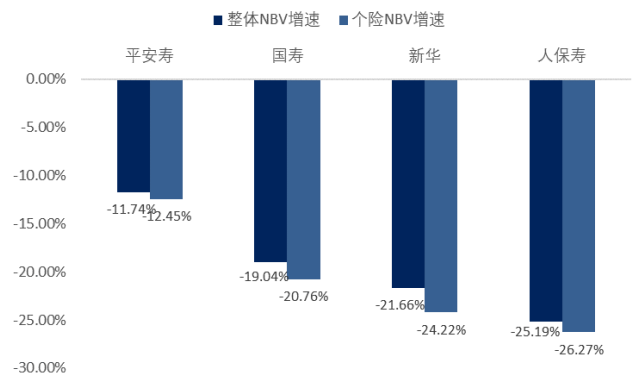
**图 6：险企个险渠道 1H21 NBVM 下降幅度更大**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**各险企 NBV 普遍低迷，源于新单增速放缓及 NBVM 下滑。**除友邦及太平外，平安、国寿、新华、人保由于新单保费及 NBVM 疲软，太保则由于低价值产品结构占比上升，导致 NBV 下滑明显：太平寿（YoY+29.1%）>友邦中国（YoY+24.2%）>太保寿（YoY-8.9%）>平安寿（YoY-11.7%）>国寿（YoY-19.0%）>新华（YoY-21.7%）>人保寿（YoY-25.2%）。由于人力快速流失，个险渠道 NBV 各险企下滑幅度更大：平安寿（YoY-12.4%）>国寿（YoY-20.8%）>新华（YoY-24.2%）>人保寿（YoY-26.3%）。边际变化来看，由于 Q2 新单增长承压，险企二季度 NBV 增速明显放缓，平安 Q1、Q2 NBV 增速分别为 15.4%、-25.2%。

**图 7：险企 1H21 NBV 增速**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 8：险企个险渠道 1H21 NBV 下降幅度更大**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

受疫情因素影响，继续率普遍下降。各险企 13 个月及 25 个月继续率普遍同比下滑（国寿统计口径为 14 个月及 26 个月继续率），源于后疫情时代居民消费能力的下滑以及队伍留存下降。平安寿、国寿、太保寿、新华、太平寿及人保寿 13/14 个月继续率同比太平寿 96.2% (YoY+0.5 ppts) > 平安寿 87.6% (YoY-0.5 ppts) > 新华 88.8% (YoY-2.2 ppts) > 太保寿 81.7% (YoY-5.2 ppts) > 国寿 81.2% (YoY-8.4 ppts) > 人保寿 82.0% (YoY-9.3ppts)；25/26 个月继续率同比新华 85.8% (YoY+1.2 ppts) > 太平寿 93.5% (YoY-0.3 ppts) > 国寿 81.6% (YoY-1.7 ppts) > 人保寿 88.7% (YoY-1.8 ppts) > 平安寿 82.0% (YoY-3.1 ppts) > 太保寿 80.9% (YoY-5.8 ppts) 其中国寿 14 个月继续率大幅下滑由于去年开门红销售大量中短期储蓄型保险，受疫情影响今年客户无法支付保费所致；太保继续率持续下滑，1H21 13/25 月继续率同比-5.2%、-5.8%至 81.7%、80.9%，去年同期同比下滑-4.8ppts、-3.8ppts，受疫情及业务品质影响较大。

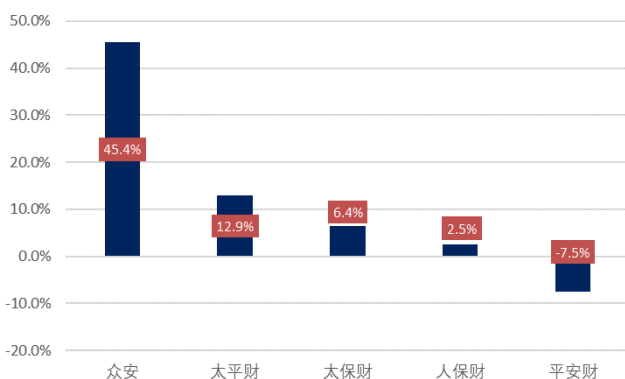
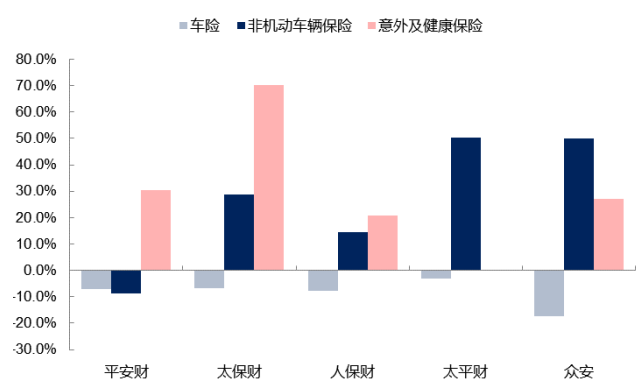
**表 1：险企继续率同比变化**

	平安寿	太保寿	国寿	新华	太平寿	人保寿
13/14 个月保单继续率(ppts)	-0.5	-5.2	-8.4	-2.2	0.5	-9.3
25/26 个月保单继续率(ppts)	-3.1	-5.8	-1.7	1.2	-0.3	-1.8

资料来源：Wind，信达证券研发中心

## （二）财险：意健险保持高增长，赔付率普遍上升

车险保费承压，意外及健康保险高增长持续。众安、太平财、太保财、人保财、平安财 1H21 保费同比+45.4%、+12.9%、6.4%、2.5%、-7.5%。分产品结构看，受车险综改影响，各家产险公司车险保费同比仍呈现明显下滑。太保财、平安财、人保财、太平财、众安车险保费同比-6.9%、-6.9%、-7.8%、-3.1%、-17.4%。除平安外，非机动车辆保险成为各险企财险保费增长的动力，其中意外及健康保险保费持续保持高增长。1H21，众安、太保财、人保财、平安非机动车辆保险同比+50.0%、28.6%、14.4%、-8.6%，其中财险意健险保费同比+27.0%、+70.1%、+20.8%、+30.4%，主要源于百万医疗险销售的持续火热。

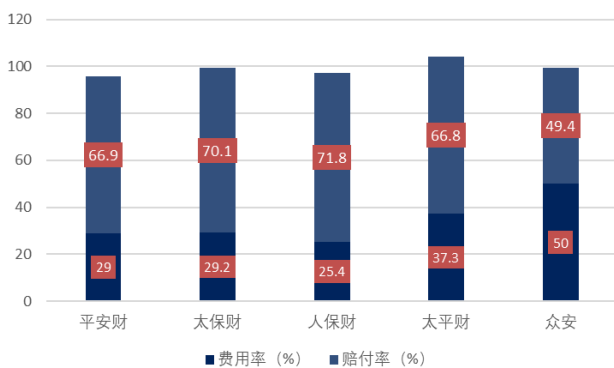
**图 9：各财产险企 1H21 保费增速**

**图 10：财产险企 1H21 各产品增速**




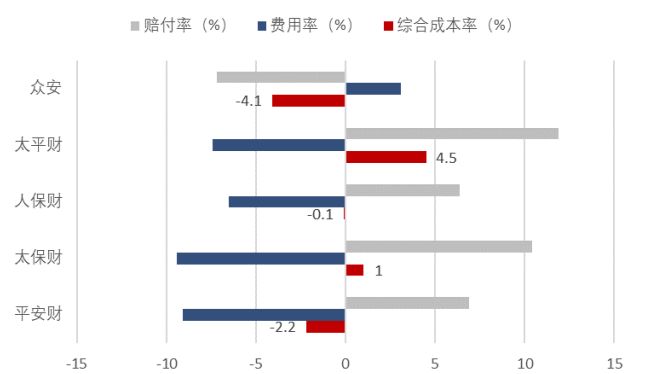
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

赔付率普遍上升, 综合成本率变化分化。平安财、太保财、人保财、太平财、众安 1H21 综合成本率为 95.9%、99.3% 97.2%、104.1%、99.4%, 分别同比变化-2.2 ppts、+1.0 ppts、-0.1 ppts、+4.5 ppts、-4.1ppts。其中平安、太保、人保、太平四家险企财险赔付率都有明显增加, 费用率有明显下降, 主要源于去年疫情期间出行、销售受阻导致车险赔付率偏低。平安财综合成本率下降还由于疫情过后经济回暖, 保证保险综合成本率下降 37.4ppts 至 88.2%, 扭亏为盈。太平财上半年承保亏损源于车险综改导致车险占比下降, 高亏损业务占比上升。众安综合成本率下滑, 首次实现承保盈利, 得益于消费金融生态的赔付率改善 (YoY-30.9ppts 至 38.9%)、健康生态赔付率的下降 (YoY-8ppts 至 37.1%)、以及科技赋能下运营费用占净保费比例的改善 (YoY-9.5ppts 至 16.8%)。

**图 11: 各财产险企 1H21 费用率及赔付率变化**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 12: 财产险企 1H21 各成本同比变化**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### (三) 财险意健险表现优于寿险, 源于产品形态简单且适合线上销售得医疗险需求增加

长期健康险成为拖累各险企 NBV 增速的重要原因。从平安数据看, NBV 的长期保障型产品的首年保费为 92.52 亿元, 同比去年 162.83 亿元下降 43.2%, 其中大多为长期重疾险。从新华数据看, 1H21 长期健康险首年保费同比下降 17.4%。“重疾炒停”对重疾险销售效果低于预期且叠加居民消费需求疲软, 导致上半年重疾险销售低迷, 成为各险企 NBV 下滑的关键。我们预计长期保障类产品压力将持续, 对险企全年 NBV 增长构成一定压力。

部分低件均重疾需求转向百万医疗, 医疗险有望享受高增速。与重疾低迷不同, 百万医疗险市场在上半年受客户青睐。以百万医疗险为主打产品的众安在线, 上半年健康生态录得 45% 的保费增长; 众多财产险公司上半年意健险增速普遍在 20% 以上, 而其中大部分由百万医疗险贡献。我们认为, 由于后疫情时代消费的疲弱, 导致部分低件均重疾需求的客户选择百万医疗险作为替代。而随着惠民保项目在全国各城市落地, 人们对医疗险的认知和认可度将高于重疾险。我们认为, 随着各险企健康生态建设的不断加快, 以及商业保险在医疗费用支出占比的不断提高, 未来医疗险增速将显著高于重疾险。

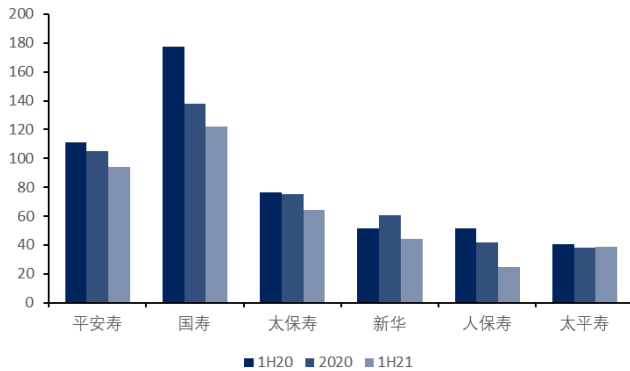
寿险方面, 从各传统上市险企 7 月份数据看, 负债端依然疲态依然未缓解。随着各险企清虚力度的不断加大, 我们预计负债端的压力将持续存在。此外, 考虑到三季度末及四季度, 部分险企开始转向明年开门红客户储备, 上市传统险企全年 NBV 增速我们预计将整体保持负增长。财险方面, 车险综改的影响对险企影响逐步减弱, 以及今年乘用车新车销量同比正增长, 我们预计四季度车险保费将会呈现明显改善, 车均保费降幅有望缩窄。

## 二、渠道端: 个险人力持续下滑, 关注银保渠道发展

### (一) 个险人力: 部分险企量降质增, 渠道改革初显成效

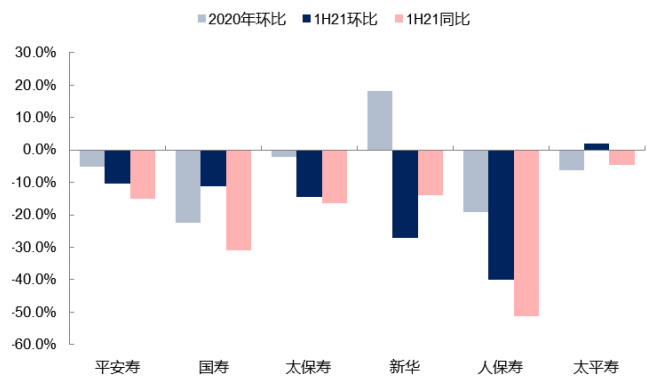
险企清虚力度加大，个险代理人数量持续下滑。1H21 代理人数量普遍下滑，平安寿、国寿、太保寿、新华、人保寿、太平寿个险渠道代理人数量分别为 94.0、122.3、64.1、44.1、24.9、38.9 万人，同比-15.2%、-31.1%、-16.3%、-13.9%、-51.4%、-4.6%，较去年年底-10.5%、-11.2%、-14.4%、-27.2%、-39.9%、+1.9%，主要源于代理人清虚力度加大，同时居民收入下降导致保障型产品需求下降，代理人收入整体下滑，部分代理人主动流失。随着代理人渠道改革的不断推进，代理人数量下降趋势将依然持续，但下降幅度有望逐步收窄。

图 13: 各险企代理人持续下滑(万人)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

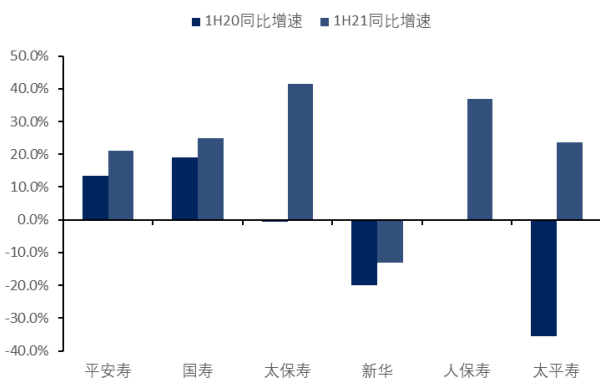
图 14: 各险企人力变化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

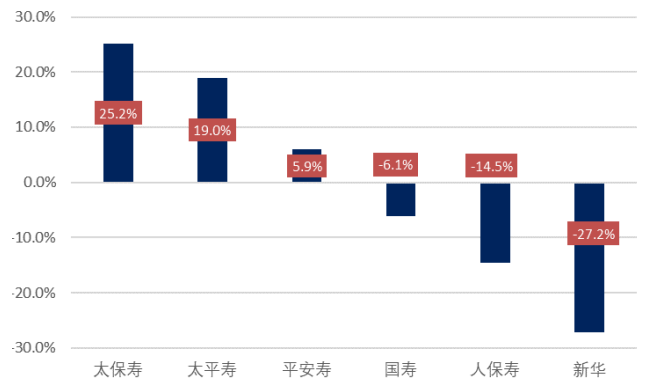
部分险企个险人均 FYP 增速快于人力下降幅度，渠道改革取得一定成效。平安寿、国寿、太保寿、新华、人保寿、太平寿 1H21 个险渠道每月人均 FYP 为 7810、5711、5918、3105、4062、2805 元，同比+21.1%、+24.9%、41.5%、-13.2%、36.9%、23.5%。太保、太平、平安代理人产能有明显提高，人均 FYP 增速高于人力下降幅度，分别高出 25.2ppts、19.0ppts 及 5.9ppts，说明代理人渠道清虚增效改革已有一定效果。新华由于近年来人力逆市提升，积累了大量低效人力，今年起加大清虚力度，但有效人力下滑幅度高于规模人力下滑幅度，导致个险人力及产能均明显下滑。受各险企人力下滑推动，平安、国寿、人保个险渠道人均新业务价值均有提升：平安寿 2401 元 (YoY+3.2%)、国寿 1974 元 (YoY+14.9%)、人保寿 784 元 (YoY+51.7%)。新华由于 NBV 下滑幅度大于人力下滑，人均 NBV 下降 11.9% 至 738 元。

图 15: 个险渠道每月人均 FYP 同比

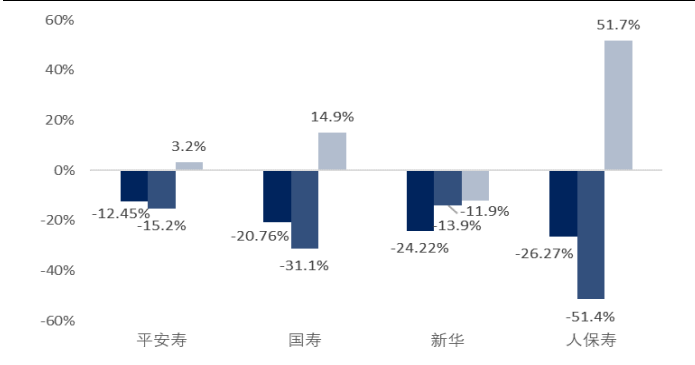


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16: 各险企 1H21 人均 FYP 与人力同比增速差异

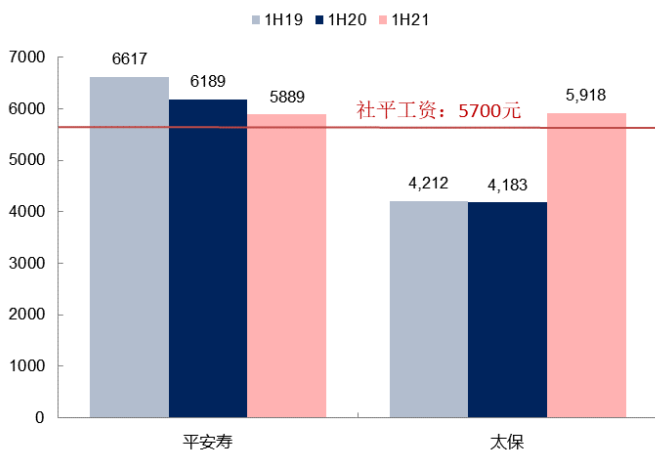


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 17：各险企个险渠道 1H21 每月人均 NBV 同比**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**代理人人均收入高于全国社平工资。**根据国家统计局及平安公司自身测算，2020 年全国社平工资为 5700 元/月，5 年增长率为 36%。1H21 平安及太保披露的个险渠道每月人均收入为 5889 元、5918 元，均略高于社会平均工资。随着险企人均产能的不断提升，代理人收入将不断增加，而代理人收入增速是否能够高于社平工资增速，成为代理人留存的关键。

**图 18：平安及太保代理人人均收入（元）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

## （二）银保渠道：趸交促进期交带动 NBVM 提升，有望率先受益于养老体系顶层设计

**银保渠道保费下滑，但 NBVM 提升。**平安、新华、人保、太平银保渠道上半年新单保费普遍有所下滑，同比-18.6%、0.3%、-12.3%、-6.1%。除太平外，其他险企银保新单保费增速高于个险业务渠道。平安、新华、人保、太平银保渠道 NBVM 为 20.6%、14.9%、0.0%、5.7%，同比+3.9ppts、+0.5 ppts、+0.3 ppts、+9.8 ppts 均实现正增长，源于期交规模占比提升。随着银保固定费用投入，边际成本的不断降低，以及以趸促期转化加快，未来银保渠道对险企 NBV 的贡献度有望不断提升。

**表 2：银保渠道保费及 NBVM 同比增速**

	平安	新华	人保	太平
同比增速	-18.6%	0.3%	-12.3%	-6.1%
NBVM 变动(ppts)	3.9%	0.5%	0.3%	9.8%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

**养老设计顶层设计已初步完成，关注银保渠道的未来发展机会。**2月26日，养老保险第三层次制度已经形成初步思路，预计将在银行层面率先将建立以账户制为基础的个人养老金制度。此外，银行系国民养老的设立，将丰富第三支柱银行端养老保险产品供给，加速银行短期储蓄向长期养老资产转化。银保渠道未来发展驱动因素有：1) 由于养老账户先在银行实施，银保占比高的险企能够在养老金销售有先发优势；2) 银保产品客户经济条件好，

是保险的重要客户，符合目前“增员获客”到“存量经营”的战略发展方向；3) 随着销售量的上升，费用率分母基数变大，未来银保的价值率有望提升。

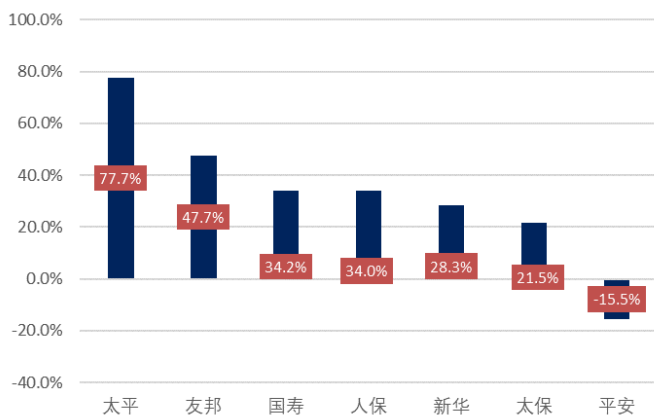
**个险渠道：我们认为，随着险企人力逐步出清，经营效率及人均 FYP 不断提高，代理人人均收入有望稳步增长。代理人收入增速是否能够高于社平工资增速，成为代理人留存的关键。银保渠道：规模化效应有望逐步改变渠道 NBVM 低的特点，同时第三支柱顶层设计，银保渠道有望率先受益，我们看好银保渠道在未来险企中的重要度不断提升。**

### 三、利润端：投资收益带动归母净利润增长

#### (一) 归母净利润：投资收益带动净利润高增长

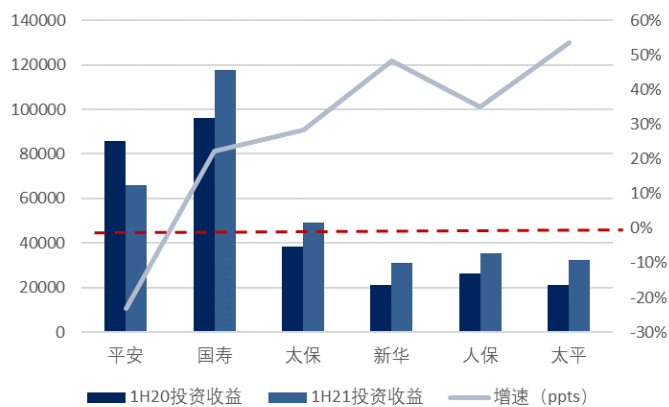
投资收益带动险企归母净利润同比高增。今年上半年，归母净利润增速：太平(YoY+77.7%)>友邦(YoY+47.7%)>国寿(YoY+34.2%, 1Q21+67.33%)>人保(YoY+34.0%, 1Q21+42.10%)>新华(YoY+28.3%, 1Q21+36.03%)>太保(YoY+21.5%, 1Q21+1.90%)>平安(YoY-15.5%, 1Q21+4.45%)，除平安因华夏幸福减值导致归母净利润负增外，其余均保持高增，主要因为投资端权益资产浮盈兑现利好。另一方面，上半年 750 天移动平均国债收益率曲线下移 9.6bp（去年同期下降 11bp），险企准备金计提压力有所缓解。从边际来看，受 3 月以来负债端持续承压、长端利率下行、750 天曲线下行导致准备金多提影响，二季度增速明显放缓。

图 19：各险企归母净利润增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 20：各险企投资收益（太平为百万港元，其余为百万元）及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 21：10 年期国债收益率及 750 日移动平均线 (%)

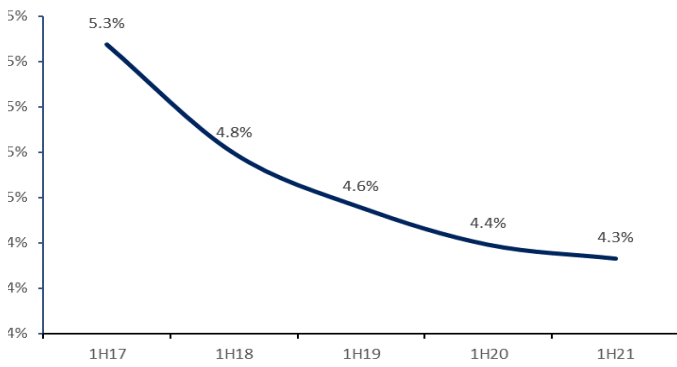


资料来源：Wind，信达证券研发中心

## (二) 营运利润：受剩余边际摊销增速放缓和营运偏差拖累

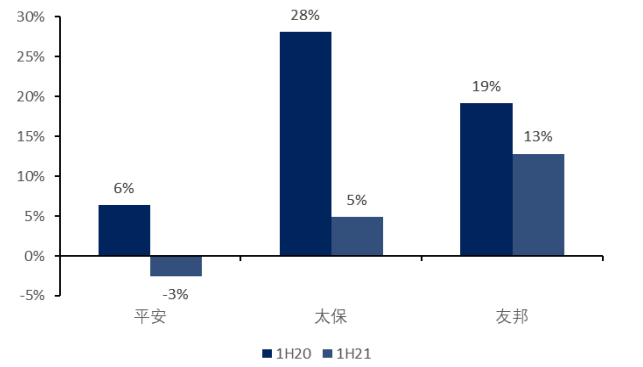
**剩余边际摊销增速及运营偏差影响营运利润增速。**平安、太保、友邦中国 1H21 分别录得营运利润 502.3 亿元、182.79 亿元、7.22 亿美元，同比增长-3%、5%、13%，较 2020 年上半年同期增速下降 9ppts、23ppts、6ppts，主要因为剩余边际摊销及营运偏差拖累。平安 1H21 营运利润中，剩余边际摊销同比增加 3.1%，远低于 1H20 年的 12.6%，剩余边际摊销占年初剩余边际的余额为 4.3%，较去年同期下降 0.1ppts，主要由于新业务价值负增长和脱退差异为负导致剩余边际余额放缓所致。营运偏差贡献同比-29.1%，主要源于新业务增速下滑、续保率的下降及去年同期疫情下客户理赔减少等因素影响。

图 22：平安剩余边际摊销占年初剩余边际余额比例



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 23：平安营运利润增速



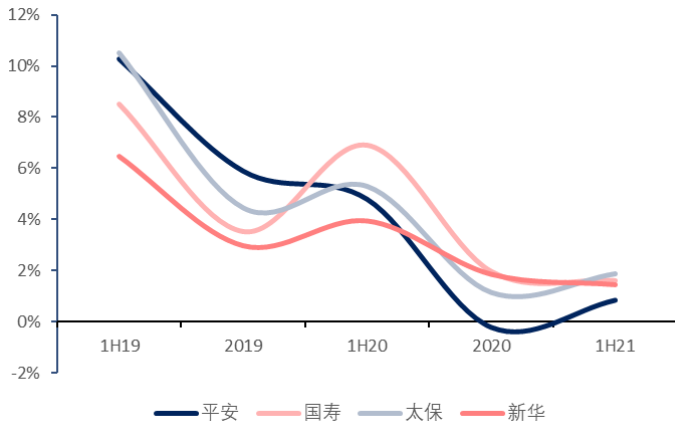
资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 3：平安营运利润分项

	1H20	1H21	1H20 同比增速	1H21 同比增速	增速变动
剩余边际摊销(A)	40342	41589	12.6%	3.1%	-9.5ppts
净资产投资收益(B)	6261	7133	20.0%	13.9%	-6.1ppts
息差收入(C)	2791	2125	71.4%	-23.9%	-95.3ppts
营运偏差及其他(D)	9890	7011	-19.1%	-29.1%	-10.0ppts
税前营运利润合计	59284	57858	8.0%	-2.4%	-10.4ppts
所得税	-7749	-7629	19.8%	-1.5%	-21.3ppts
税后营运利润合计	51535	50230	6.4%	-2.5%	-8.9ppts

资料来源：Wind，信达证券研发中心

**受新业务贡献下降和脱退差异负增影响，剩余边际增速放缓。**剩余边际为保单未来年度的贴现值与未来年度费用及理赔支出贴现值的差，主要受新业务价值、预期利息增长、脱退差异等因素影响。平安、国寿、太保、新华 1H21 剩余边际较去年年底增速为 0.8%、1.6%、1.9%、1.5%，同比下降 4.0ppts、5.3ppts、3.4ppts、2.5ppts，主要由于新业务价值贡献下降影响。其中，平安 1H21 新业务贡献同比-30.1%，叠加退保率提升导致脱退差异转负，拉低剩余边际增速。自 2019 年以来，大型险企剩余边际增速持续放缓，未来剩余边际的增长取决于新业务的贡献以及业务质量提升。

**图 24：险企剩余边际增速持续放缓**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**表 4：平安剩余边际变化分项**

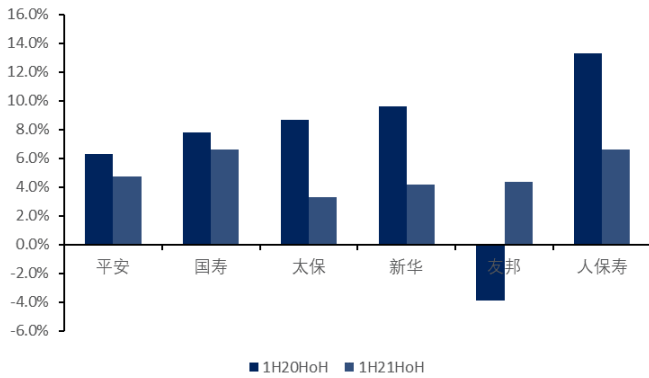
	1H20	1H21	1H20 同比增速	1H21 同比增速	变动
期初剩余边际	918416	960183	16.8%	4.5%	-12.2%
新业务贡献	59354	41480	-32.0%	-30.1%	1.9%
预期利息增长	18034	18287	10.3%	1.4%	-8.9%
剩余边际摊销	-40342	-41589	12.6%	3.1%	-9.5%
脱退差异及其他	6872	-10148	-46.8%	-247.7%	-200.8%
期末剩余边际	962333	968212	10.9%	0.6%	-10.3%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

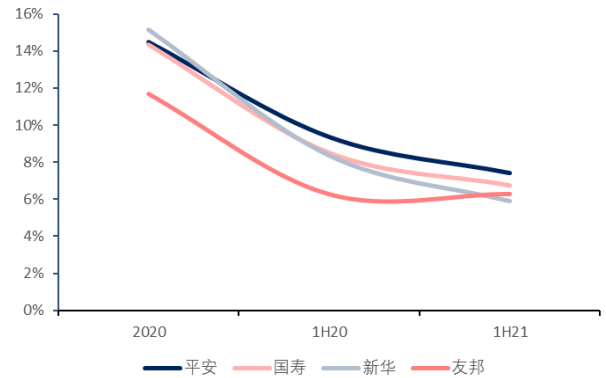
## 四、内含价值：NBV 和营运偏差拖累 EV 增长

**内含价值增速受 NBV 下降而放缓。**各险企上半年内含价值增长：国寿（YoY+6.6%，较年初+7.8%）>人保寿（YoY+6.6%，较年初+13.3%）>平安寿（YoY+4.7%，较年初+6.3%）>新华（YoY+4.2%，较年初+9.6%）>太保（YoY+3.3%，较年初+8.7%），增速较去年同期增速下滑明显，主要源于新业务价值下滑和保单继续率下滑的影响。友邦受益于良好的新业务价值增长表现及投资回报的差异和经济假设变动环比转正影响，内含价值增长 4.34%（去年同期为-3.90%）。

**新业务价值创造和营运经验偏差对营运利润影响较大。**上半年平安、国寿、新华、友邦新业务价值创造对 EV 贡献分别为 3.8%、2.8%、1.7%、2.8%，同比-1.01ppts、-1.1ppts、-0.85ppts、+0.51ppts；营运经验偏差对 EV 贡献分别为-0.6%、0.1%、0.23%、0.6%，同比-0.91ppts、-0.3ppts、-1.28ppts、-0.07ppts，其中新华下降较大主要源于退保率由 0.7%增加至 1.0%所致；内含价值预期回报贡献 4.2%、3.9%、4.0%、3.2%，同比-0.02ppts、-0.40ppts、-0.34ppts、-0.37ppts。受 NBV 增速放缓和营运经验负偏差影响，ROEV 持续下滑。1H21，平安、国寿、新华、友邦 ROEV 为 7.4%、6.8%、5.9%、6.3%，同比下降 2.0ppts、1.7ppts、2.5ppts、0.0ppts。

**图 25: 各险企 EV 增速**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 26: 营运利润分项同比增速**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

非营运利润主要为投资偏差变动。平安、国寿、友邦投资回报差异贡献-1.5%、+0.3%、+1.6%，同比+0.03ppts、-0.1ppts、8.04ppts。平安投资回报差异贡献负增长，主要因华夏幸福拖累。友邦投资回报差异和经济假设变动对 EV 贡献为+1.6%，同比转正，成为友邦 EV 增长的关键。

**表 5: 平安 EV 变动分析 (百万元)**

	1H20	1H21	1H20 贡献	1H21 贡献	增速变动
期初内含价值	757490	824574			
预期回报	32254	34978	4.3%	4.2%	-0.02%
<b>新业务价值创造</b>	<b>36342</b>	<b>31218</b>	<b>4.8%</b>	<b>3.8%</b>	<b>-1.01%</b>
新业务价值	31031	27387	4.1%	3.3%	-0.78%
内部分散效应	2812	2157	0.4%	0.3%	-0.11%
与有效业务价值的分散效应	2498	1674	0.3%	0.2%	-0.13%
营运经验差异及假设模型变动	2401	-4893	0.3%	-0.6%	-0.91%
寿险和健康险内含价值营运利润	70997	61303	9.4%	7.4%	-1.94%
投资回报差异	-11394	-12122	-1.5%	-1.5%	0.03%
假设及模型变动	0	0	0.0%	0.0%	0.00%
市场价值调整影响	1577	1985	0.2%	0.2%	0.03%
其他	0	0	0.0%	0.0%	0.00%
寿险及健康险内含价值利润	61180	51166	8.1%	6.2%	-1.87%
<b>ROEV</b>	<b>9%</b>	<b>7%</b>			
员工持股计划	-1556	-1697	-0.2%	-0.2%	0.00%
资本注入	0	0	0.0%	0.0%	0.00%
股东股息	-11739	-10461	-1.5%	-1.3%	0.28%
期末内含价值	805375	863582			

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**表 6: 国寿 EV 变动分析 (百万元)**

	1H20	1H21	1H20 贡献	1H21 贡献	增速变动
期初内含价值	942087	1072140			
预期回报	39724	41397	4.2%	3.9%	-0.4%
新业务价值创造	36889	29867	3.9%	2.8%	-1.1%
营运经验差异	3626	1283	0.4%	0.1%	-0.3%
寿险和健康险内含价值营运利润	80239	72547	8.5%	6.8%	-1.8%
投资回报差异	3463	3307	0.4%	0.3%	-0.1%
评估方法和模型的变化	-240	670	0.0%	0.1%	0.1%

市场价值调整影响	8666	10583	0.9%	1.0%	0.1%
汇率变动	110	-67	0.0%	0.0%	0.0%
寿险及健康险内含价值利润	92238	87040	9.8%	8.1%	-1.7%
ROEV	8.5%	6.8%			
股东红利分配及资本变动	-20834	-18089	-2.2%	-1.7%	0.5%
其他	2366	1719	0.3%	0.2%	-0.1%
期末内含价值	1015857	1142810			

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**表 7: 新华 EV 变动分析 (百万元)**

	1H20	1H21	1H20 贡献	1H21 贡献	增速变动
期初内含价值	205043	240604			
新业务价值创造	5221	4090	2.55%	1.70%	-0.85%
预期回报	8832	9545	4.31%	3.97%	-0.34%
运营经验偏差	3107	560	1.52%	0.23%	-1.28%
运营假设变动	0	0	0.00%	0.00%	0.00%
寿险和健康险内含价值营运利润	17160	14195	8.37%	5.90%	-2.47%
经济经验偏差	2588	142	1.26%	0.06%	-1.20%
经济假设变动	0	0	0.00%	0.00%	0.00%
寿险及健康险内含价值利润	19748	14337	9.63%	5.96%	-3.67%
ROEV	8.4%	5.9%			
风险贴现率变动	3954	0	1.93%	0.00%	-1.93%
股东红利分配及资本变动	-4399	-4336	-2.15%	-1.80%	0.34%
其他	311	113	0.15%	0.05%	-0.10%
寿险业务以外的其他股东价值变化	100	49	0.05%	0.02%	-0.03%
期末内含价值	220803	250767			

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**表 8: 友邦 EV 变动分析 (百万美元)**

	1H20	1H21	1H20 同比贡献	1H21 同比贡献	增速变动
期初内含价值	61985	65247			
调整项	0	0			
期初内含价值 (经调整)	61985	65247			
内含价值的预期回报	2190	2065	3.5%	3.2%	-0.37%
本期内的新业务价值	1410	1814	2.3%	2.8%	0.51%
运营经验的差异和经验偏差	389	363	0.6%	0.6%	-0.07%
财务费用	-111	-150	-0.2%	-0.2%	-0.05%
内含价值营运溢利	3878	4092	6.3%	6.3%	0.02%
ROEV	6.3%	6.3%			
投资回报的差异和经济假设变动	-3978	1058	-6.4%	1.6%	8.04%
汇率变动	-920	-612	-1.5%	-0.9%	0.55%
股东红利分配及资本注入	-1452	-1558	-2.3%	-2.4%	-0.05%
其他资本变动	61	-48	0.1%	-0.1%	-0.17%
期末内含价值	59574	68179			

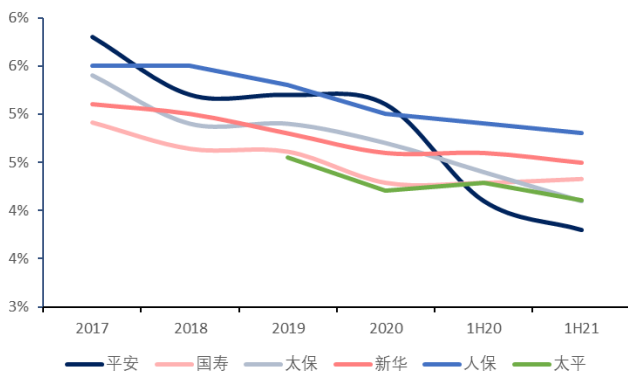
资料来源: Wind, 信达证券研发中心



## 五、投资端：受长端利率下行影响较大

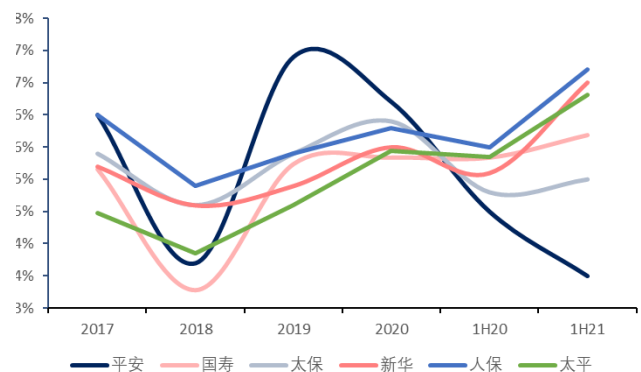
长端利率下行拖累净投资收益率，买卖价差收益拉高总投资收益率。由于长端利率下行(Q2 十年期国债从 3.1960% 下降到 3.08%)，除国寿外，上半年各险企净投资收益率均同比下滑，人保 4.8% (YoY-0.10ppts) > 新华 4.5% (YoY-0.10ppts) > 国寿 4.3% (YoY+0.04ppts) > 太保 4.1% (YoY-0.30ppts) > 太平 4.1% (YoY-0.18ppts) > 平安 3.8% (YoY-0.30ppts)；投资买卖价差的同比大幅增加带动总投资收益率普遍上升，人保 6.7% (YoY+1.20ppts) > 新华 6.5% (YoY-1.20ppts) > 太平 6.3% (YoY+0.96ppts) > 国寿 5.7% (YoY+0.35ppts) > 太保 5.0% (YoY-0.20ppts) > 平安 3.5% (YoY-1.00ppts)，其中平安由于华夏幸福减值计提使得投资收益率下滑。

图 27：净投资收益率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 28：总投资收益率



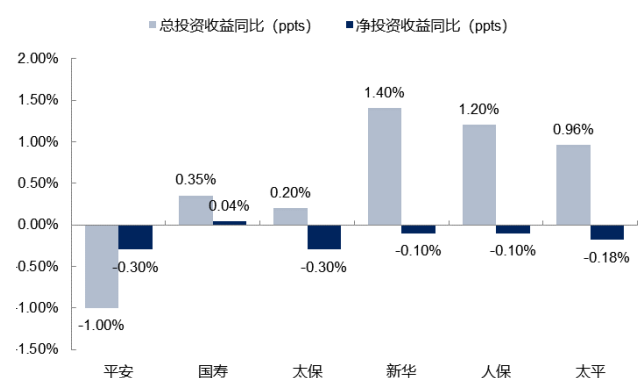
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 29：长端利率（中债 10 年期国债收益率）下行 (%)



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 30：各险企投资收益率同比增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

险企普遍增加固收类资产投资，减配权益类资产。从各公司投资资产占比变化看，上半年险企普遍加大了固收类资产的配置，其中人保、太平、国寿债券占比分别提升 3.50、3.00、2.28ppts 至 40.1%、53.4%、44.2%。固收类非标投资方面，除平安和太保外，国寿、新华、太平、人保均降低了非标资产的配置，分别变动-0.58、-1.3、-1.4、-0.9ppts 至 19.2%、17.1%、19.5%、7.2%。权益投资方面，受权益市场波动影响，除人保和平安外，国寿、太保、新华和太平均对权益类资产（股票+基金）进行了减配，分别变动-1.4、-0.3、-0.9、-1.5ppts 至 9.94%、9.9%、13.7%、15.5%。

表 9：投资资产占比变化（1H21 与 2020 年年底相比，ppts）

	国寿	平安	太保	新华	太平	人保
定期存款	(0.87)	(0.30)	(0.50)	0.60	(0.20)	(0.10)
固收	1.69	0.60	0.00	(1.60)	1.60	1.30

债券	2.28	(0.60)	0.00	(0.30)	3.00	3.50
非标	(0.58)	1.30	0.10	(1.30)	(1.40)	(0.90)
其他固收		(0.10)	(0.10)			(1.30)
<b>权益</b>	<b>(1.08)</b>	<b>0.00</b>	<b>0.50</b>	<b>(0.10)</b>	<b>(1.70)</b>	<b>2.00</b>
股票+基金	(1.40)	0.00	(0.30)	(0.90)	(1.50)	0.70
其他权益类投资	0.32	0.00	0.80	0.80	(0.20)	1.30
投资性房地产	(0.05)					
现金及现金等价物	0.46	(0.20)	0.30	0.40	0.80	(2.70)
其他	(0.15)	(0.10)	(0.20)	0.70	0.20	(0.50)

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 六、产品创新及监管趋势

### (一) 惠民保受热捧，百万医疗险受影响程度低于预期

**惠民保受市场热捧。**惠民保为商社融合型普惠性健康保险，是面向医保参保人员，提供医保后的二次保障产品。本质上，其与本身医保体系中的大病保险相似，能够分担大病保险支出，减轻社保赔付压力。本质上，“惠民保”是社会医疗保险体系的补充。截至2021年5月，惠民保已经覆盖26个省份，推出约140款产品。截止至8月29日，沪惠保参保人数达739万；北京普惠健康保参保人数突破150万；广州“穗岁康”参保人数为367万。

**惠民保与百万医疗险存在较大差异，冲击程度低于预期。**惠民保产品责任类型与百万医疗险类似，但保障程度较低；由于免赔额较高，价格远低于百万医疗险。惠民保由于其普惠特性，受众主要为买不了商业医疗险的既往症人群、高年龄段客户或慢性病患者，从被保人群质量上，惠民保明显弱于百万医疗险。以上海“沪惠保”为例，其与百万医疗险（以众安为例）的责任均分为：住院医疗费用、药品费用及质子重离子费用，但众安将住院医疗费用分成了一般住院及重疾住院，同时提高了各项责任的保额。除了在投保人群和价格上有一定优势，其他方面商业百万医疗险明显优于沪惠保。结合众安2021年上半年健康生态保费收入同比+28.8%，在去年相对高基数下依然保持相对高增长。我们认为，两类产品责任及目标人群的差异被逐步认知，以及众安健康生态稳定的业绩增长，惠民保对百万医疗险的冲击普遍低于市场预期。

表 10：惠民保与百万医疗险对比

	沪惠保	商业百万医疗险（众安）
参保对象	上海医保卡持有者	均可投保
等待期	0天	30天
免赔额	2万	一般医疗为1万元，重大疾病无免赔额
既往症人群或年龄过高人群是否可以投保	可以	不可以
赔付比例	非既往症人群70%，既往症人群50%	使用社保后，报销100%
保险金额	住院医疗费用：100万（部分有单次限额或年使用次数限制） 特定高额药品费用：100万 质子重离子：30万	一般医疗保险金：300万 重大疾病保险金：300万 恶性肿瘤质子重离子：600万 恶性肿瘤特定药品：600万
住院医疗费用医保内自付部分	不能报销	可以报销
住院医疗费用医保内自费部分	仅限药品费、手术材料费、检查费	可以报销
住院医疗保险金报销范围	仅可报销住院期间的费用	特定门诊、门诊手术、住院前后门急诊等场景均可报销
续保	不确定	保司评估

保费

115 元左右

30 岁，首年保费 308

资料来源：信达证券研发中心整理

## （二）互联网保险严监管时代开启

**监管多次发文规范互联网保险发展。**近年来，互联网保险发展迅猛。特别是 2020 年上半年疫情期间，由于线下面对面营销受阻，各传统线下险企新单规模均出现了明显的下滑，平安、太保下滑-8.0%、-20.7%。部分互联网保险保费规模出现明显增长，其中，众安、泰康在线在 2020 年上半年实现保费收入增速同比 14.7%、203%，表现亮眼，但也伴随着众多消费者权益被侵害的事件发生。自去年下半年至今，监管逐步开始对互联网保险销售乱象进行整治，其中包括：《关于规范互联网保险销售行为可回溯管理的通知》、《互联网保险业务监管办法》、《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）》、《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知》、《关于短期健康保险续保表述备案事项的通知》等。**我们认为，一系列互联网保险监管政策的推出，有利于规范行业健康发展，加速行业出清，部分大型线上保险公司或保险经纪公司的市占率将提升。**

**表 11：近期互联网保险一系列监管政策**

时间	政策	内容
2020 年 6 月	《关于规范互联网保险销售行为可回溯管理的通知》	<ul style="list-style-type: none"> <li>厘清互联网保险业务本质，明确制度适用和衔接政策；</li> <li>规定互联网保险业务经营要求，强化持牌经营原则，定义持牌机构自营网络平台，规定持牌机构经营条件，明确非持牌机构禁止行为；</li> <li>规范互联网保险营销宣传，规定管理要求和业务行为标准；</li> <li>全流程规范互联网保险售后服务等。</li> </ul>
2020 年 9 月	《互联网保险业务监管办法》	<ul style="list-style-type: none"> <li>明确了“互联网保险业务”的定义；</li> <li>互联网保险业务应由依法设立的保险机构开展，其他机构和个人不得开展互联网保险业务，包括但不限于以下商业行为：一是提供保险产品咨询服务；二是比较保险产品、保费试算、报价比价；三是为投保人设计投保方案；四是代办投保手续；五是代收保费；</li> <li>以负面清单形式明确非保险机构的禁止行为、要求投保页面必须属于保险机构的自营网络平台等。</li> </ul>
2021 年 1 月	《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）》	<ul style="list-style-type: none"> <li>明确互联网人身险的经营门槛，即具备一定能力的保险公司才可以经营互联网人身险业务：连续四个季度综合偿付能力充足率达到 120%，核心偿付能力不低于 75%；连续四个季度风险综合评级在 B 类及以上；人身险公司连续四个季度责任准备金覆盖率高于 100%，财产险公司连续四个季度的责任准备金回溯未出现不利进展；保险公司公司治理评估为 C 级(合格)及以上等；</li> <li>此外，还对险企的技术能力、运营能力及服务能力做出了规定。</li> </ul>
2021 年 1 月	《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知》	<ul style="list-style-type: none"> <li>保险公司开发的短期健康保险产品应当在保险条款中对保险期间、保险责任、责任免除、理赔条件、退保约定，以及保费交纳方式、等待期设置，保险金额、免赔额、赔付比例等产品关键信息进行清晰、明确、无歧义的表述。</li> <li>保险公司开发的短期健康保险产品中包含续保责任的，应当在保险条款中明确表述为“不保证续保”条款。</li> <li>保险公司不得设定严重背离理赔经验数据基础的、虚高的保险金额。</li> </ul>
2021 年 4 月	《关于短期健康保险续保表述备案事项的通知》	对短期健康险的续保表述进行了规范。
2021 年 8 月	《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》	<ul style="list-style-type: none"> <li>保险公司、保险专业中介机构应全面停止在北京地区发布存在过度营销、诱导消费问题的互联网保险营销宣传广告，包括但不限于“首月 1 元”、“1 元升级”、“免费赠险”、“实物抽奖”、“限时停售”等诱导、误导性的内容</li> </ul>

资料来源：信达证券研发中心整理

## 七、未来展望及投资建议

### （一）未来产品的发展空间

一是，**银行储蓄理财向商业养老险的转变**。在中性假设下，100 万亿现存的中短储蓄和理财转化为长期养老储蓄，可为保险行业带来 1 万亿的商业养老年金规模。根据 21 世纪经济报道，新一轮养老体系顶层设计文件已起草完毕，其中涉及保险方面的讨论包括保险产品、税收优惠、二三支柱账户如何打通、养老金资产将由哪些部门接管等议题。**我们认为，养老体系顶层设计建设呼之欲出，将为商业养老险带来广阔的市场。**

二是，**从“增员获客”向“存量经营”带来的转变**。过去保险行业的增长依靠增员推动，通过不断招募代理人，实现自保件和缘故单的销售。但随着各大险企人力的逐年下滑，保险通过人口红利实现增长的时代已经结束，未来将转向存量经营。这也是险企目前纷纷布局健康生态的重要原因。**我们认为，健康生态搭建有助于提高客户黏性，充分挖掘客户全生命周期的保险需求，是未来险企负债端增长的主要动力所在。**

### （二）未来渠道的发展空间

**我们看好目前经纪渠道的发展和养老顶层设计出来后银保渠道发展**。由于渠道改革，线下代理人渠道发展陷入低迷，销售产品单一。代理人渠道目前产品销售仍以公司销售政策为导向，险企针对某一类产品提高佣金率，代理人就只专注于销售该类产品。此类销售模式弊端逐步显现。保险销售线上化逐步兴起，客户更看重产品性价比，保险经纪渠道有望迎来高增长。纵观其他国家或地区，经纪人高素质与代理人成本过高成为经纪渠道兴起的重要原因。而我国部分经纪公司如明亚、大童已经开始打造高端经纪人队伍，已在业内树立良好口碑。**在大型险企代理人改革过程中，势必造成市场份额的流失，经纪渠道有望补位，渠道保费占比将逐步提高。**此外，养老政策顶层设计将在银行率先试点，有望将实行账户制养老，客户可以根据自身的风险偏好，在给定的投资组合中进行选择并可自由切换，并辅以一系列税收优惠政策。通过对美国、台湾的回溯分析发现，在税优政策推出后的一段时间，险企年金的销售规模有明显的提升，这为保险行业负债端增长带来了长逻辑，银保渠道有望率先受益。此外，银保渠道以夏促期后，NBVM 改善明显。随着固定费用的规模化效应逐步显现，银保渠道 NBVM 有望进一步提升。

### （三）投资建议

上半年负债端承压，源于开门红及“重疾炒停”的客户资源的消耗，以及后疫情时代保险需求低迷，代理人流失严重。随着改革的逐步推进，已出现了部分积极现象：平安、太保等险企的人均 FYP 增速高于人力下降增速，说明留存代理人质量得到提升，改革取得了一定成效。但根据险企 7 月份公布的保费数据，负债端低迷现象仍未改善。与之相反，众安及众多财险在意健险的保费持续高增、友邦及部分未上市险企（如中宏、中信保诚等）或保险经纪公司（如明亚等）的保费增速也持续亮眼。保险行业逐步走向“K”型分化。我们认为，居民的保险需求一直存在，关键在于目前险企的人力素质与客户需求不匹配，导致许多较低素质的代理人流失。而这部分代理人所对应的低件均的保险市场，逐步转向了惠民保及百万医疗险。部分如友邦的致力于高素质代理人团队建设的险企，业务在疫情后快速恢复。未来，代理人素质能力高、客户经营能力强的险企有望优先收益。我们推荐以“最优代理人”为主要竞争战略的友邦保险；以及在蔡强领导下，各项改革成效较为明显的中国太保。

## 八、风险因素

新冠疫情恶化、中国经济超预期下滑，长期利率下行超预期，开门红不及预期，低利率造成利差损风险、代理人脱落压力、资本市场波动对业绩影响的不确定性等。

## 研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

温瑞鹏，硕士，毕业于复旦大学金融专业，曾工作于太平人寿保险有限公司，2021年5月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

孙思茹，硕士，同济大学经济学学士，香港大学经济学硕士，2021年4月加入信达证券研发中心，从事中小市值个股研究工作。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。