

行业研究

雄关漫道从头越

——保险行业 2022 年度投资策略

要点

2021 年至今：保险板块跑输大盘。截至 2021 年 11 月 4 日，保险指数（申万）自年初以来累计下跌 38.4%，跑输沪深 300 指数 30.9 个百分点；保险股除中国财险（H）外均累计下跌。（1）**负债端整体承压：人身险方面**，代理人大量脱落，各险企 NBV 承压；**财产险方面**，车险综改压力延续，非车险占比逐年提升，存量风险大量出清；（2）**投资端表现尚可**：长端利率震荡下行，新增固收类资产收益率下降，权益投资因权益市场波动较大而略受负面影响，但各险企总投资收益率（年化）2021H1 实现稳健上升。

2022 年展望：雄关漫道，期待跨越。

（1）**道阻且长：渠道转型仍处于第一阶段。**结合英国、美国、日本及友邦保险的经验，现阶段我国代理人的优质与留存仍是关键，日本与友邦的改革历程与我国相似，值得参考。目前各险企采取差异化转型策略，业绩表现分化，但从目前改革推进时间（3 年左右）、代理人数量变化（脱落）以及整体业绩（新单下滑，人均 FYP 上升，人均 NBV 增速承压）来看，与友邦改革第一阶段类似。因此我们认为，国内险企寿险改革目前仍处于第一阶段，但随着人力清虚和高质量代理人的招募与培育，改革成效显现只是时间问题。

（2）**行则将至：行业有望突破瓶颈，迎来新增量。**康养产业的协同发展、互联网的线上获客能力以及科技赋能将为行业带来新增量。在各政策的支持下，第三支柱破土而出且未来发展空间巨大，养老市场活力有望被激发；随着疫情后健康意识的逐渐增强，商业健康险（尤其是中端百万医疗险）市场可期；各险企也正积极布局康养产业，通过线上销售渠道拓展下沉市场，同时通过科技赋能提高平台服务效率而提升客户体验感，将行业从销售驱动型转向服务驱动型。

（3）**投资端：错配风险降低，投资端改善。**各险企资产负债久期缺口逐渐缩窄，错配风险降低；预计长端利率企稳，权益市场有望带来估值修复；随着华夏幸福债务清偿方案的公布，叠加政策推动房地产市场健康发展，房地产投资风险有望得到控制，各保险公司投资端改善。

投资建议：由于国内保障缺口及保险需求仍然较大，我们给予保险子行业“买入”评级。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**中国平安（601318.SH/2318.HK）**和**中国太保（601601.SH/2601.HK）**；推荐风险敞口大幅缩窄的**中国财险（2328.HK）**；推荐聚焦高端市场，早已率先完成代理人渠道改革，正积极通过多方合作拓展中国内地下沉市场的**友邦保险（1299.HK）**。

风险分析：保费收入不及预期；疫情大范围内反复；利率超预期下行

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元/港币)	EPS (元/美元 (友邦))			PEV/PE (中国财险)			投资评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
601601.SH	中国太保	28.09	2.56	3.86	4.46	0.59	0.52	0.47	买入
601318.SH	中国平安	49.70	7.83	7.85	8.02	0.68	0.61	0.54	买入
2601.HK	中国太保	23.85	2.56	3.86	4.46	0.41	0.37	0.33	买入
2318.HK	中国平安	55.00	7.83	7.85	8.02	0.62	0.55	0.49	买入
1299.HK	友邦保险	85.60	0.48	0.53	0.59	2.04	1.84	1.73	买入
2328.HK	中国财险	7.10	0.94	1.18	1.27	6.22	4.96	4.58	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021 年 11 月 4 日；汇率：1HKD=0.8217CNY，1USD=7.7824HKD

非银行金融-保险
买入（首次）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

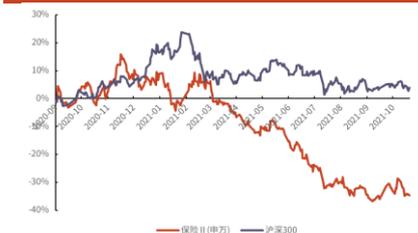
wangyf@ebscn.com

联系人：郑君怡

010-57378023

zhengjy@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

养老金系列报告五：第三支柱发展空间、入市规模及价值贡献测算，潜在规模庞大，未来成长可期（2021-10-19）

房地产投资风险有望得到控制，险企投资端改善——2021 年 10 月 8 日保险股股价大涨点评（2021-10-11）

保险业拐点何时到来？——保险行业 2021 年中期策略报告（2021-07-22）

养老金系列报告四：保险+养老社区发展深度研究，养老社区发展潜力巨大，险企布局具有天然优势（2021-06-28）

养老金系列报告三：国内养老金产品深度研究，养老金融改革加速，第三支柱养老金蓄势待发（2021-04-10）

穿越周期，静待花开——保险行业 2021 年春季策略报告（2021-03-08）

养老金系列报告二：海外养老金体系深度研究，见贤思齐，反观诸己（2021-03-06）

穿越周期，静待花开——保险行业 2021 年投资策略（2021-02-02）

任重道远，砥砺前行——保险行业系列报告三：国内养老金的现状及发展探讨（2020-11-14）

险企开始布局 2021，开门红产品打头阵——保险 Q4 投资策略及开门红点评（2020-10-16）

厚积薄发，拐点将至——保险行业 2020 年下半年投资策略（2020-06-15）

投资聚焦

研究背景

今年以来，部分地区疫情出现反复、代理人渠道清虚、车险综改压力延续，保险行业保费增速整体承压，叠加长端利率自3月以后开始震荡下行，8月5日跌破2.8%，保险板块整体跑输大盘。在产品创新进入瓶颈的背景下，过去保险行业粗放式发展的人海战术已难以延续，代理人的提质增效将成为保险公司渠道转型的有利武器。目前寿险渠道转型已步入深水区，2022年改革成效是否会初步显现？是否有新增量能够带动保险行业实现增长？我们如何看待2022年保险行业的发展趋势及保险股行情？本篇报告将为您阐述。

我们的创新之处

和市场上的行业报告不同，我们借鉴了英国、美国、日本及友邦保险的渠道发展经验，将友邦中国代理人改革历程与国内上市险企目前的改革进度和经营业绩进行深入对比分析，剖析了行业未来发展如何突破改革困境迎来新的增量，并对2022年行业整体走势作出了判断。

(1) 从多角度和口径深入分析了保险行业的整体情况以及各个保险公司的经营业绩情况。

(2) 借鉴海外经验，分析英国、美国、日本渠道改革历程及现状，为我国渠道改革路程提供参考。

(3) 从友邦中国渠道改革的代理人人数、年化新保费增速、人均ANP和人均VONB变化趋势，与国内险企进行深入对比分析，判断国内险企目前改革所处阶段。

(4) 提出了未来将为行业带来新增量的三大发展方向：我们认为康养产业的协同发展、互联网的线上获客能力以及科技赋能将为行业带来新增量。

(5) 基于基本面分析、个股估值变化以及各险企具体发展情况给出长期投资建议。

投资观点

保险行业作为非银金融子行业，保险密度与保险深度与国外相比还有很大差距，国内保障缺口及保险需求仍然较大，未来发展空间广阔，给予“买入”评级。

上市保险公司中，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，截至2021年11月4日，从静态估值水平来看，A股中，新华、太保、国寿、平安、人保估值分别为0.48xPEV、0.57xPEV、0.71xPEV、0.66xPEV、0.83xPEV；H股中，仅友邦估值稳定向上，且明显高于同业，2021年以来保持在1.93-2.45xPEV之间。

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”产业的中国平安（601318.SH/2318.HK）和中国太保（601601.SH/2601.HK）；推荐风险敞口大幅缩窄的中国财险（2328.HK）；推荐聚焦高端市场，早已率先完成代理人渠道改革，正积极通过多方合作拓展中国内地下沉市场的友邦保险（1299.HK）。

目 录

1、2021 年至今：保险板块跑输大盘	6
1.1、负债端：人身险改革决心坚定，财产险有望双轮驱动	6
1.1.1、人身险：代理人脱落，NBV 承压，改革决心坚定	6
1.1.2、财产险：车险综改阵痛延续，非车险占比提升	8
1.2、投资端：长端利率震荡下行，权益市场波动较大	10
2、2022 年展望：雄关漫道，期待跨越	10
2.1、道阻且长：渠道转型仍处于第一阶段	10
2.1.1、对比海外，日本寿险营销员制度改革与我国类似	12
2.1.2、国内土壤：友邦中国最优代理人改革经历三阶段	14
2.1.3、代理人加速下滑，我国险企渠道改革还处于第一阶段	16
2.2、行则将至：行业有望突破瓶颈，迎来新增量	18
2.2.1、第三支柱破土而出，康养产业协同发展	20
2.2.2、互联网普及率不断提升，利好险企打通线上销售渠道	27
2.2.3、科技赋能险企实现降本增效，优化用户体验	30
2.3、风险可控：错配风险降低，投资端改善	31
2.3.1、错配风险降低，权益投资或迎来拐点	31
2.3.2、房地产风险敞口有望得到控制，投资端改善	32
3、投资建议	33
3.1、中国平安 (601318.SH、2318.HK)	34
3.2、中国太保 (601601.SH、2601.HK)	35
3.3、中国财险 (2328.HK)	36
3.4、友邦保险 (1299.HK)	36
4、风险分析	38

图目录

图 1: 2021 年至今沪深 300 与保险指数累计涨跌幅	6
图 2: 2021 年至今各上市保险公司股价累计涨跌幅	6
图 3: 2021H1 各上市险企代理人脱落明显	7
图 4: 各上市险企人身险保费收入同比增速下滑	7
图 5: 各险企新业务价值同比增速	8
图 6: 各险企新业务价值率	8
图 7: 各险企车险保费收入及同比增速	9
图 8: 各险企非车险保费收入及占比	9
图 9: 沪深 300、保险指数累计涨跌幅与长端利率走势	10
图 10: 上市险企总投资收益率稳健上升	10
图 11: 2005 年以来行业人身险保费收入及其同比增速	11
图 12: 经纪人渠道为英国新单的主要来源	12
图 13: 英国寿险保费与新单保费收入及其同比增速	12
图 14: 美国寿险渠道以独立代理人为主	13
图 15: 美国寿险保费收入及增速	13
图 16: 日本寿险保费收入及增速	14
图 17: 日本代理店数量、代理店销售代表及营销员人数	14
图 18: 友邦中国代理人数量经历三阶段	16
图 19: 友邦中国年化新保费	16
图 20: 友邦中国人均 ANP	16
图 21: 友邦中国人均 VONB	16
图 22: 各险企代理人数量	17
图 23: 各险企新单保费同比增速	17
图 24: 各险企代理人渠道人均 FYP 同比增速	18
图 25: 各险企代理人渠道人均 NBV 同比增速	18
图 26: 代理人学历结构逐渐优化	18
图 27: 全国保险代理人规模情况	18
图 28: 中国正加速进入老龄化	20
图 29: 中国家庭养老负担不断加重	20
图 30: 百万医疗险保费规模	24
图 31: 众安“尊享 e 生 2021 版”健康服务生态	25
图 32: 太保家园三大产品业务线	27
图 33: 互联网财产保险行业保费收入及同比增速	28
图 34: 互联网人身保险各渠道发展变化情况	29
图 35: 互联网财产保险业务渠道保费占比	29
图 36: 网民规模和互联网普及率不断提升	29
图 37: 众安在线健康生态综合成本率（渠道费率+赔付率）整体下降	30
图 38: 主要上市险企债权投资期限结构	31
图 39: 主要上市险企固收类投资占比呈下降趋势	32

图 40: 主要上市险企权益类投资占比呈上升趋势	32
图 41: 主要上市 A 股险企 PEV (静态) 估值比较	33
图 42: 主要上市 H 股险企 PEV (静态) 估值比较	33

表目录

表 1: 2021 年行业人身险保费收入情况 (单位: 亿元)	7
表 2: 2021 年财产险公司分险种单月保费收入同比增速	8
表 3: 费用率、赔付率、综合成本率	9
表 4: 各险企 FYP 及 NBV 主要依赖于代理人渠道	12
表 5: 日本寿险业 4 次展业体制三年规划的改善成绩	14
表 6: 友邦中国三个“五年计划”	15
表 7: 各公司采取差异化渠道转型策略	17
表 8: 亚洲十大国家/地区的寿险保障缺口规模预测 (单位: 万亿美元)	19
表 9: 在弥合保障缺口的前提下, 2020 年至 2030 年间被调查市场寿险保费预期规模 (单位: 十亿美元) ..	19
表 10: 2020 年美国与中国养老金三支柱对比 (单位: 万亿美元)	21
表 11: 今年以来强调发展第三支柱的相关政策	21
表 12: 政策不断鼓励及规范健康管理服务的发展	23
表 13: 2021 年重疾险新产品特色对比	24
表 14: 平安医疗健康生态圈	25
表 15: 平安臻颐年 2.0——平安颐年城产品特色	26
表 16: 国寿嘉园特点	26
表 17: 新华家园三大产品线概要	27
表 18: 众安在线通过科技赋能实现降本增效	30

1、2021 年至今：保险板块跑输大盘

2021 年至今，权益市场波动较大，保险板块整体跑输大盘：

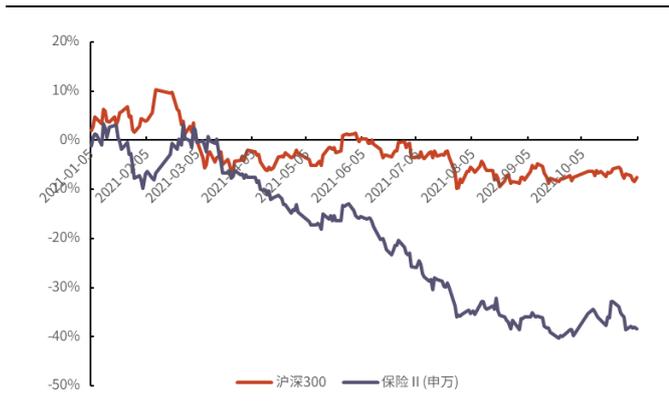
(1) 今年年初，“开门红”叠加重疾险需求释放，保险行业业绩可观，保险板块呈上行趋势。但后期受重疾险重定义影响，旧产品陆续停售，新产品在需求提前释放的影响下，市场预期其未来销售乏力，保险板块出现下行。

(2) 2-3 月，因长端利率上行趋势明显，叠加市场对保险行业 Q1 整体业绩表现预期较好，保险板块恢复上行，2021 年 3 月 4 日，保险指数（申万）自年初以来累计涨跌幅首次跑赢沪深 300 指数 1.8 个百分点。

(3) 自 3 月以来，基本面整体承压，保费收入增速开始放缓，长端利率趋势下行，保险板块开始持续下行，但自 10 月 8 日以来，受华夏幸福偿债方案落地影响，地产行业基本面稳定，保险指数略有回升。截至 2021 年 11 月 4 日，保险指数（申万）自年初以来累计下跌 38.4%，跑输沪深 300 指数 30.9 个百分点。

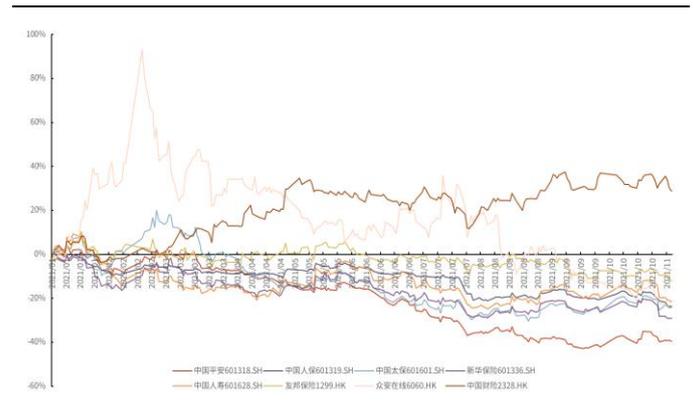
从个股来看，A 股均下跌，H 股中中国财险表现亮眼。截至 2021 年 11 月 4 日，中国平安（A）、中国人保（A）、中国太保（A）、新华保险（A）、中国人寿（A）、友邦保险（H）、众安在线（H）自年初以来分别累计下跌 39.6%、23.8%、23.4%、29.2%、21.7%、11.9%、24.1%，中国财险累计上涨 28.7%。

图 1：2021 年至今沪深 300 与保险指数累计涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所，股价截至 2021 年 11 月 4 日

图 2：2021 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 11 月 4 日

1.1、 负债端：人身险改革决心坚定，财产险有望双轮驱动

1.1.1、人身险：代理人脱落，NBV 承压，改革决心坚定

“开门红”叠加重疾旧产品“炒停售”，今年年初人身险保费收入增速可观。一方面，去年受疫情影响，部分公司战略放弃 2020 全年业绩冲刺，提前备战“开门红”；另一方面，在重疾险重定义背景下，各公司纷纷通过“炒停售”的方式加大对重疾旧产品宣传，今年年初人身险保费收入增速可观，1 月单月保费收入同比增速为+13.8%，比去年同期提升 6.2 个百分点，2 月单月保费在去年低基数下同比增速达+16.8%；其中健康险表现出色，1-2 月单月保费收入同比增速分别为+28.2%（去年同期+17.9%）和+21.1%（去年同期+29.2%），由于 2 月重疾旧产品停售，新产品销售相对乏力，增速相比去年下滑 8.1 个百分点。

今年 3 月以来，人身险累计保费收入增速开始逐月放缓，主要受寿险单月保费增速大幅下滑影响。因年初保险需求被提前释放，叠加各公司代理人不断脱落，

3月开始寿险、健康险、意外险保费收入同比增速均出现明显下滑，其中寿险下滑最为明显，6月寿险单月保费同比增速为-58.4%，拉低1-6月寿险累计保费增速由正转负至-2.0%。9月份，人身险单月保费收入为2514亿元，同比增速-7.1%，较8月下6.4个百分点，其中寿险、健康险、意外险单月保费同比增速分别为-6.0%、-11.1%、+1.7%，分别较8月变动-5.5pct、-9.5pct、+1.6pct。

表 1：2021 年行业人身险保费收入情况（单位：亿元）

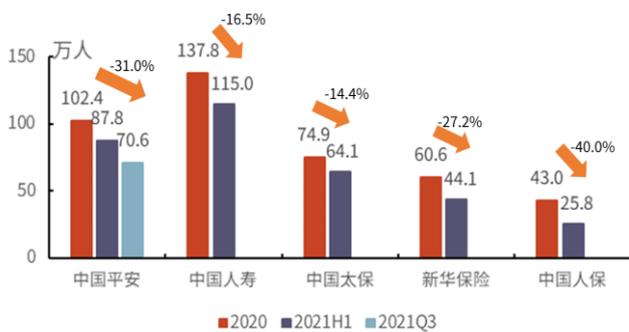
	人身险 累计保费	累计 同比	单月 增量	单月 同比	寿险累 计保费	累计 同比	单月 增量	单月 同比	健康险 累计保 费	累计 同比	单月 增量	单月 同比	意外险 累计保 费	累计 同比	单月 增量	单月 同比
2021/01	8,816	13.8%	8,816	13.8%	7,481	11.9%	7,481	11.9%	1,206	28.2%	1,206	28.2%	129	9.9%	129	9.9%
2021/02	11,359	14.5%	2,544	16.8%	9,232	12.5%	1,751	15.4%	1,934	25.4%	728	21.1%	193	9.8%	65	9.5%
2021/03	15,026	9.4%	3,667	-3.8%	11,636	7.8%	2,404	-7.3%	3,066	16.1%	1,132	3.0%	324	9.8%	131	9.9%
2021/04	17,209	8.4%	2,183	2.2%	13,003	6.7%	1,367	-1.3%	3,778	14.7%	712	9.2%	429	8.8%	105	5.8%
2021/05	19,430	7.6%	2,221	1.9%	14,476	6.2%	1,473	1.5%	4,427	12.7%	649	2.4%	527	7.7%	98	3.0%
2021/06	21,070	0.4%	1,640	-44.0%	15,301	-2.0%	825	-58.4%	5,136	7.9%	709	-14.9%	633	5.5%	106	-4.3%
2021/07	23,042	0.7%	1,972	4.2%	16,601	-1.7%	1,300	2.9%	5,717	7.8%	581	7.1%	724	5.4%	91	4.8%
2021/08	25,218	0.6%	2,176	-0.7%	18,103	-1.6%	1,502	-0.5%	6,303	6.9%	586	-1.6%	813	4.8%	89	0.1%
2021/09	27,733	-0.1%	2,514	-7.1%	19,791	-2.0%	1,688	-6.0%	6,986	4.8%	683	-11.1%	955	4.3%	142	1.7%

资料来源：银保监会，光大证券研究所

各险企主动清虚，代理人脱落明显。各险企积极推进代理人渠道转型升级，主动清虚，中国平安 2021Q3 个人寿险销售代理人为 70.6 万人，较 2020 年年底下降了 31.0%，中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保 2021H1 个险渠道代理人数量分别为 115.0 万、64.1 万、44.1 万、25.8 万，较 2020 年年底分别下降了 16.5%、14.4%、27.2%、40.0%，其中人保因基数较低下滑幅度最大。

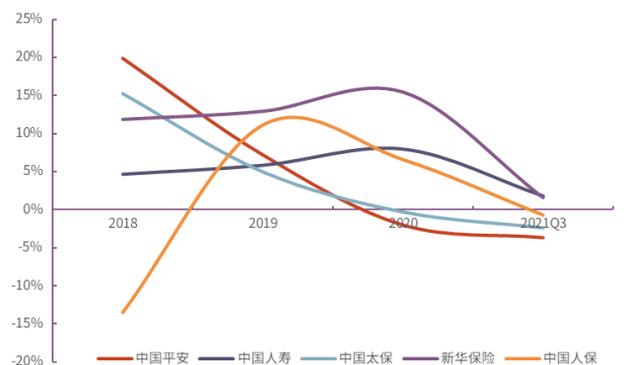
人海战术获客方式难以延续，各险企保费增速承压。因代理人脱落明显，以往依赖人海战术获客的方式难以延续，叠加疫情影响后居民消费意愿下降，各险企保费增速承压，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保 2021 年前三季度保费收入同比增速分别为-3.7%、+1.8%、-2.4%、+1.6%、-0.7%，较去年同期分别下降了 1.0pct、7.6pct、0.7pct、22.9pct、4.4pct。

图 3：2021H1 各上市险企代理人脱落明显



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：中国太保为月均代理人数据，其余为期末数据

图 4：各上市险企人身险保费收入同比增速下滑



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：2021Q3 数据为 2021 年前三季度数据

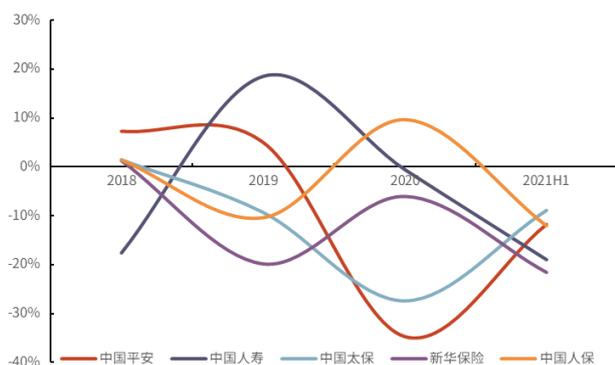
高价率产品销售放缓，NBVM 下滑，NBV 增速承压。

(1) 受国内经济形势不确定性及疫情局部地区出现反复的影响，客户对价格相对较高且回报不确定性较大的长期保障型产品的消费支出暂时放缓，叠加高价率的重疾险新产品销售乏力，各险企新业务价值率下滑，2021H1 中国平安、中

中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保新业务价值率分别为：31.2%、22.3%、25.4%、12.2%、6.5%。

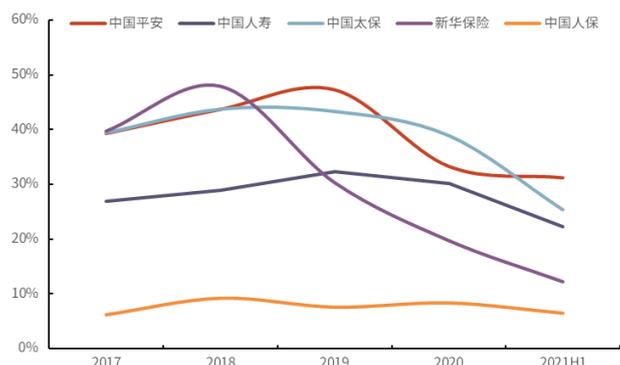
(2) 受寿险渠道改革及 NBVM 下滑影响，各险企 2021H1 新业务价值均不同程度负增长，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保新业务价值同比增速分别为-11.7%、-19.0%、-8.9%、-21.7%、-12.1%。其中平安和太保因新单小幅提升，2021H1 新业务价值降幅较 2020 年明显缩窄，其余险企降幅扩大。

图 5：各险企新业务价值同比增速



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：中国人保 NBV=人保寿险 NBV+人保健康 NBV

图 6：各险企新业务价值率



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：平安和太保为披露值，国寿、新华、人保均为测算值，测算方式为 NBVM=总 NBV/总新单，其中中国人保总 NBV=人保寿险 NBV+人保健康 NBV

1.1.2、财产险：车险综改阵痛延续，非车险占比提升

车险综改压力延续，财产险保费增速承压。今年以来，车险单月保费同比增速在车险综改压力下持续下滑；保证保险大幅出清，存量风险敞口逐渐缩窄；疫情影响下居民健康意识逐渐增强，保费较便宜的短期健康险受到关注，单月保费收入均保持高增长态势。由于占主要地位的车险保费下滑，使财产险保费增速整体承压，截至 2021 年 9 月，行业财产险累计保费收入（不含意外险）同比下降 4.8%。

表 2：2021 年财产险公司分险种单月保费收入同比增速

	企财险	家财险	车险	工程保险	责任险	保证保险	农业险	健康险	意外险
2021/01	21.1%	0.0%	-12.8%	0.0%	25.0%	-27.4%	36.9%	26.3%	17.9%
2021/02	28.0%	60.0%	5.2%	120.0%	57.1%	0.0%	53.3%	36.8%	47.6%
2021/03	-8.6%	40.0%	-4.3%	18.8%	25.5%	-47.5%	12.8%	33.5%	38.6%
2021/04	-3.7%	24.5%	-8.4%	9.4%	10.9%	-38.5%	4.3%	30.3%	21.7%
2021/05	3.3%	22.4%	-8.8%	9.0%	11.0%	-27.3%	7.4%	30.7%	20.2%
2021/06	4.9%	-53.9%	-13.2%	5.5%	11.6%	-18.6%	10.8%	39.9%	7.0%
2021/07	0.5%	18.7%	-12.0%	-11.7%	6.5%	-37.0%	19.5%	64.6%	18.3%
2021/08	0.0%	16.7%	-13.3%	-30.3%	4.1%	-34.0%	40.2%	13.2%	9.3%
2021/09	2.9%	-13.4%	-9.8%	-10.2%	9.1%	-17.8%	35.7%	-41.5%	13.3%

资料来源：银保监会，光大证券研究所

车险综改阵痛延续，倒逼险企降本增效，保费下滑但市占率提升，强者恒强。

(1) 在车险综合改革要求下，车险市场保费价格下降，保险责任限额提升，导致各险企车险业务压力陡增，中国平安、中国太保、中国人保 2021 年前三季度车险保费收入均同比负增长，增速分别为-7.9%、-8.0%、-8.2%。

(2) 车险改革倒逼险企推进转型升级，通过降低费用率从而实现降本增效，在一定程度上缓解改革压力，平安、太保、人保费用率分别由 2020 年的 38.6%、37.6%、32.7%降至 2021H1 的 29.0%、29.2%、25.4%；由于疫情降低出行等

原因，赔付率提升幅度不及费用率下降幅度，平安和人保综合成本率均降低，太保则维持稳定水平。

(3) 随着改革的深入，一些中小险企的经营压力逐渐凸显，若不能成功转型则将面临退出车险市场的窘境。2021 年前三季度平安+太保+人保车险业务市占率合计达 68.5%，较 2020 年的 61.8% 提升了 6.6 个百分点，市场集中度增加，强者恒强。

至今车险综改已超一年，根据银保监会披露，截至今年 7 月末，车险综合赔付率由改革前的 56.9% 上升至 73.3%，距离银保监会 75% 的预期还存在一定差距，我们认为改革阵痛或将延续。

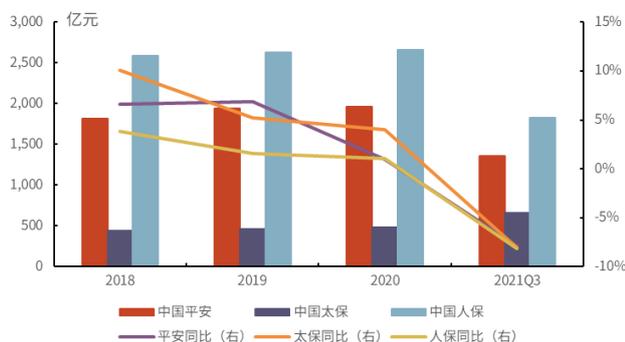
非车险占比提升，存量风险持续出清。

(1) 中国平安、中国太保、中国人保 2021 年前三季度非车险占比分别为 32.0%、44.1%、47.1%，相比 2020 年分别变化了+0.7pct、-23.4pct、+8.1pct，除太保外均呈现逐年上升趋势，三家非车险总占比（三家非车险保费之和/三家财产险保费之和）相较 2020 年提升了 0.7 个百分点至 42.0%。

(2) 平安和人保主动出清存量风险，2021H1 信保业务保费收入分别同比下滑 52.3% 和 73.1%，风险敞口大幅缩小。

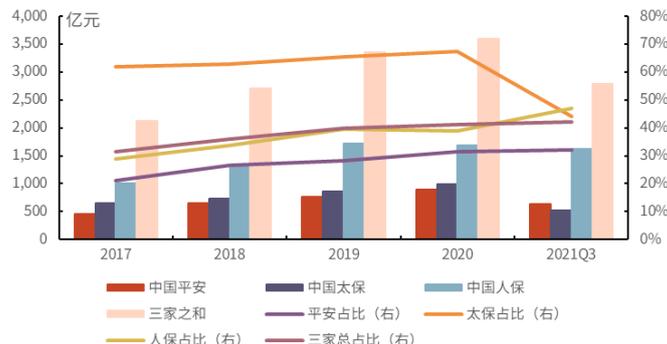
我们认为，随着非车险的不断发展，未来有望成为财产险发展的重要支柱，叠加车险业务在改革倒逼下实现转型升级，以及未来新能源车专属保险的推出，车险和非车险有望实现“双轮驱动”，打开财产险发展新空间。

图 7：各险企车险保费收入及同比增速



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：2021Q3 数据为 2021 年前三季度数据

图 8：各险企非车险保费收入及占比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：非车险中包含意健险，三家总占比=三家非车险保费之和/三家财产险保费之和，2021Q3 数据为 2021 年前三季度数据

表 3：费用率、赔付率、综合成本率

	中国平安			中国太保			中国人保		
	费用率	赔付率	综合成本率	费用率	赔付率	综合成本率	费用率	赔付率	综合成本率
2017	39.6%	56.6%	96.2%	38.9%	59.9%	98.8%	34.9%	62.4%	97.3%
2018	41.1%	54.9%	96.0%	42.2%	56.2%	98.4%	36.5%	62.0%	98.5%
2019	39.1%	57.3%	96.4%	38.1%	60.2%	98.3%	33.0%	65.9%	98.9%
2020	38.6%	60.5%	99.1%	37.6%	61.4%	99.0%	32.7%	66.2%	98.9%
2021H1	29.0%	66.9%	95.9%	29.2%	70.1%	99.3%	25.4%	71.8%	97.2%

资料来源：银保监会，光大证券研究所

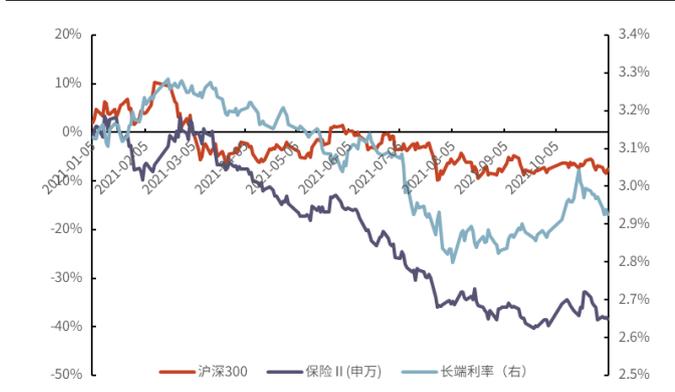
1.2、投资端：长端利率震荡下行，权益市场波动较大

长端利率震荡下行，新增固收类资产收益率下降。2021年1-3月，长端利率由3.15%上行至3.25%左右，此后震荡下行；8月5日首次跌破2.8%，后在2.8%-2.9%之间徘徊，新增固收类资产收益率下降，保险准备金计提数额增加导致当期利润下降；10月8日以来长端利率企稳回升，10月18日长端利率为近3月以来首次突破3%至3.04%，截至11月4日，长端利率回调至2.93%。

权益市场波动较大，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波动较大，随着各险企权益类资产占比的不断提升，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。

总投资收益率（年化）稳健上升。国寿、新华、人保总投资收益率呈稳健上升趋势，2021H1年化总投资收益率分别达到了5.7%、6.5%、6.7%；太保年化总投资收益率相较2020年虽略有下滑，但相比去年同期仍提升了0.2个百分点至5.0%；平安受华夏幸福亏损影响，年化总投资收益下滑至3.5%。

图9：沪深300、保险指数累计涨跌幅与长端利率走势



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2021年11月4日

图10：上市险企总投资收益率稳健上升



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：2021H1为年化数据

2、2022年展望：雄关漫道，期待跨越

2.1、道阻且长：渠道转型仍处于第一阶段

产品创新进入瓶颈，人力渠道问题逐渐凸显。影响人身险行业保费收入的两大因素为渠道和产品，自2005年以来，行业人身险保费收入增速呈现一定的波动性，主要受到代理人渠道增员情况及产品创新的影响。

(1) 产品方面，创新进入瓶颈。

- 2007-2008年，万能险结算利率不断上行，投资类险种开始成为热门产品，保费收入迅速增长。
- 2008年8月银保监会提出将万能险结算利率和分红险的分红水平稳定到可持续水平，2009年在监管政策推动及受资本市场低迷影响，主要寿险公司开始下调万能险结算利率，控制或停售投资类险种，万能险和投连险收入下滑。
- 2009年寿险监管工作会议开始鼓励养老保险产品创新，以及鼓励发展重疾险产品、特殊群体健康保险以及健康管理等业务，2010年保费增速略回升；
- 2011年上半年，受结构调整政策导向和新会计准则统计口径变化的影响，万能险和投连险业务收入大规模下滑，占比由去年同期的10.7%下降至0.8%，人身险保费收入再次下滑。

- 2012-2016年，万能险结算利率再次上升，例如国寿瑞丰两全保险（万能型）结算利率自2012年跌破4%后持续上升，2016年突破5%；老年防癌险自2013年推出以来业务呈持续增长态势；重疾险不断创新，保障范围拓宽，行业人身险保费增速持续提升。
- 2017-2018年，各公司线上推出消费型百万医疗险及定期寿险等具有保障高、保费低特点的保障型产品，但由于价格较低，保费增速有所放缓。
- 2019年，受政策及老龄化不断加深的影响，养老年金险热卖，但因税收优惠力度小而吸引力不足，保费增速回升缓慢；
- 2020年受疫情影响及惠民保对市场的挤压，增速放缓；今年以来因重疾险重定义下，旧产品提前消耗需求，新产品销售乏力；目前产品创新进入瓶颈。

图 11：2005 年以来行业人身险保费收入及其同比增速



资料来源：银保监会，中国保险行业协会，各公司官网（万能险结算利率统计），光大证券研究所，注：2021年9月数据为2021年1-9月累计保费收入及其同比增速

(2) 渠道方面，代理人渠道是为险企贡献高价值的重要支柱，但“大进大出”的人海战术长期难以维系。从各险企各渠道 FYP 及 NBV 贡献占比来看，代理人渠道占最重要的地位，截至 2021H1，平安、人寿、太保、新华、人保代理人渠道 FYP 占比分别为 60.2%、58.9%、56.0%、36.4%、31.3%，平安、人寿、新华、人保代理人渠道 NBV 占比分别为 86.5%、97.0%、95.5%、93.5%。自从各险企主动清虚以来，FYP 及 NBV 增速均承压，由此可见，较为复杂的高价值率产品的销售离不开优秀的代理人，但过去代理人素质参差不齐，专业服务能力不足，“大进大出”的人海战术只能带来短暂的业绩，长期难以维系。

因此我们认为，过去粗放式发展的保险业虽依赖增员实现了不错的业绩，但其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，养老年金险因税收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，保险业亟需新高业务价值率产品拔高短期业绩，但未有销量突出的能满足客户特定需求的新产品。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。

表 4: 各险企 FYP 及 NBV 主要依赖于代理人渠道

	代理人渠道 FYP 占比					代理人渠道 NBV 占比			
	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国人保	中国平安	中国人寿	新华保险	中国人保
2017	71.0%	44.7%	73.0%	73.7%	30.2%	90.2%	88.4%	94.8%	85.2%
2018	68.1%	53.4%	75.2%	73.3%	22.4%	89.1%	86.5%	96.0%	85.2%
2019	65.5%	62.5%	69.7%	60.9%	37.0%	89.8%	97.1%	99.1%	94.6%
2020	52.5%	61.8%	63.3%	45.3%	40.4%	86.6%	98.8%	97.9%	96.5%
2021H1	60.2%	58.9%	56.0%	36.4%	31.3%	86.5%	97.0%	95.5%	93.5%

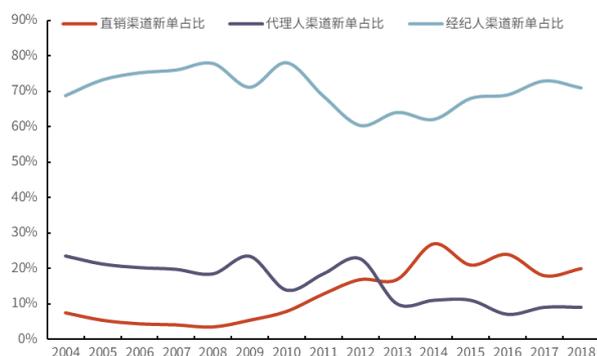
资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所, 注: 平安新单为用于计算新业务价值的首年保费, 太保新单为首年年化保费, 人保新单=人保寿新单+人保健康新单, 太保 NBV 无分渠道数据

2.1.1、对比海外, 日本寿险营销员制度改革与我国类似

英国、美国、日本作为保险行业已发展较为成熟的国家, 其寿险渠道转型历程值得借鉴。其中, 英国和美国均设置了严格的资格认证制度, 如英国的 CII 考试和美国的 CPCU 考试, 以保证中介从业人员的专业化和高素质; 日本寿险渠道在发展初期以人海战术为主, 后经历渠道改革后代理人质量开始提升, 与我国现阶段发展情况类似。

英国寿险渠道以经纪人为主。英国寿险渠道发展初期专属代理人占重要地位, 后以客户利益为中心的第三方中介渠道逐渐发展, 渠道趋于多元化。目前, 英国的寿险产品销售渠道主要分为经纪人、代理人与直销, 其中经纪人可以选择销售寿险产品或非寿险产品, 但代理人只能销售寿险产品, 且经纪人与代理人二者不可兼任。根据欧洲保险数据显示, 经纪人渠道为寿险新单的主要来源, 自 2004 年以来保持在 60% 以上的贡献, 线上化直销渠道在科技不断进步下, 自 2010 年开始新单占比迅速提升并逐渐超过代理人渠道。虽 2008 年受金融危机影响, 英国保费收入大幅下滑, 但随后迅速恢复, 增速回升。

图 12: 经纪人渠道为英国新单的主要来源



资料来源: Insurance Europe, 光大证券研究所

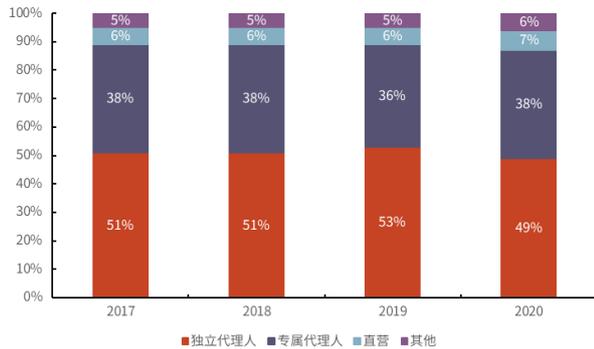
图 13: 英国寿险保费与新单保费收入及其同比增速



资料来源: Insurance Europe, 光大证券研究所, 注: 保费为毛保费

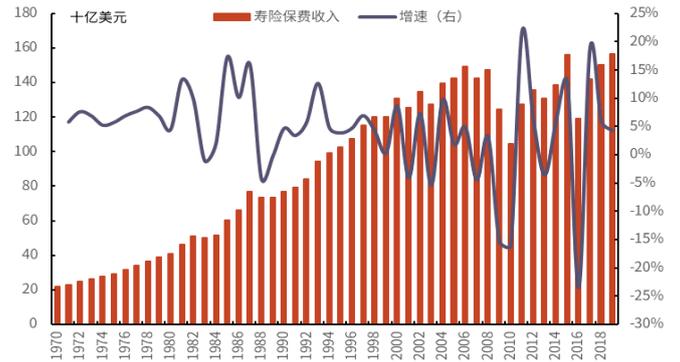
美国寿险渠道以独立代理人为主。美国寿险渠道经历了由员工制向专属代理制过渡、再向独立代理人发展、最后向银保、直营等多元渠道拓展三个阶段。目前, 美国寿险渠道以独立代理人为主, 截至 2020 年, 美国个人寿险保费收入来源中, 独立代理人、专属代理人与直营占比分别为 49%、38%、7%。因美国有着严格的资格认证制度 (如 CPCU 考试), 代理人质量得到了一定把控, 在其渠道变革过程中, 美国寿险行业保费收入一直维持着较为稳定的增速。

图 14：美国寿险渠道以独立代理人为主



资料来源：LIMRA, Insurance Information Institute, 光大证券研究所

图 15：美国寿险保费收入及增速



资料来源：Wind, 光大证券研究所

日本寿险营销员制度经历了由人海战术向高质量改革的过程，与我国类似。

(1) 20 世纪 50 年代，日本寿险业进入高速成长时期，1950-1965 年日本全国营销员总数发展到最初的 13.5 倍，达到 27 万人，各寿险公司开始出现粗放式经营，营销员录用门槛低，1971 年注册的寿险营销员人数达到历史顶峰，为 40 万人。因此，营销员素质参差不齐、留存率低等问题不断显现，1972 年未满足一年便失效的低能保单占总保单比例达到了 24%，给寿险公司带来了不少的损失。

(2) 20 世纪 60 年代至 80 年代，日本寿险业开始进行较为彻底的营销员制度改革，其策略由“人海战术”转向高质量的“专业营销”，通过严格设置招聘流程、建立统一的培训考试体系以及改善工资水平等方式，提高营销员的专业能力及留存率。1976 年至 1987 年，日本寿险业实施了四次“展业体制三年规划”，依次完成了“减少营销员人数”、“提高营销员生产率”、“巩固展业成果”等任务。主要成果表现为“一少三高”：

- **流动量减少**：1978 年第一次规划完成，新注册人数减少 3.7 万人，脱落人数减少 3.4 万人，改革初见成效；第四次规划完成时，新注册人数比 1978 年减少 27 万人，第 13 个月非专业留存率达到 38.5%，营销员的流动情况明显改善。
- **营销员素质提高**：1987 年（规划完成后）第 25 个月的骨干成才率达 17.7%，为 1976 年（规划开始第一年）的约 3.5 倍；
- **保单质量提高**：1987 年第 13 个月综合续保率达 87.3%，相比 1976 年的 79.8% 提高了 7.5 个百分点。
- **产能提高**：期末骨干外勤人员占比从 1976 年的 30.4% 提升到了 1987 年的 46.2%。

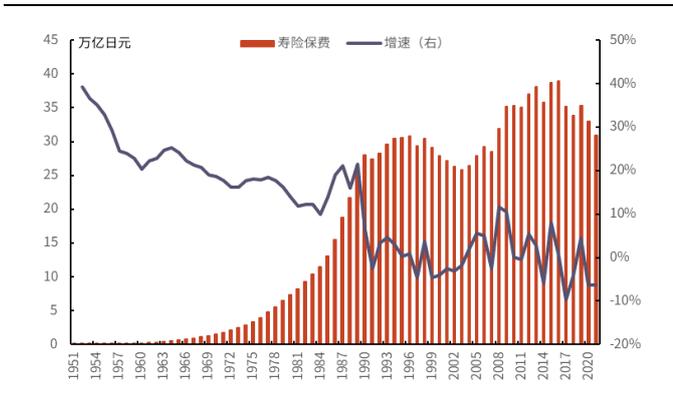
20 世纪 90 年代以后，日本保险营销渠道逐渐向多元化发展。20 世纪 90 年代以前，日本营销渠道以专属营销员为主，随后呈现多元化发展趋势，邮购渠道、代理店渠道、银保渠道及其他渠道逐渐发展起来。其中，代理店渠道自 1997 年开始规模迅速提升，代理店销售代表自 2001 年开始超过营销员数，截至 2019 年，代理店销售代表人数达 99.9 万人，约为营销员人数的 4.2 倍。日本寿险保费收入自 1951 年以来保持高速增长态势，但增速逐渐趋缓，1990 年以来增速低位震荡，保费收入维持在较稳定水平。

表 5：日本寿险业 4 次展业体制三年规划的改善成绩

	参考	第 1 次			第 2 次			第 3 次			第 4 次		
	1973 年	1976 年	1977 年	1978 年	1979 年	1980 年	1981 年	1982 年	1983 年	1984 年	1985 年	1986 年	1987 年
新注册人数 (千人)	340	197	149	150	158	169	175	163	161	155	158	158	160
脱落人数 (千人)	400	182	152	148	150	164	169	168	159	150	144	138	240
期末在册人数 (千人)	-	329	327	327	335	341	347	343	343	348	361	380	340
第 25 个月骨干成才率	-	5.1%	6.8%	8.8%	9.0%	10.0%	9.0%	10.0%	10.3%	10.3%	11.6%	14.9%	17.7%
第 13 个月非专业在册率	-	-	-	-	-	-	-	26.9%	27.8%	29.1%	32.1%	36.3%	38.5%
期末骨干外勤人员占比	-	30.4%	34.9%	38.7%	33.9%	32.9%	33.6%	37.1%	37.5%	37.8%	40.2%	44.0%	46.2%
第 13 个月综合续保率	-	79.8%	80.5%	82.6%	82.9%	82.3%	81.8%	83.6%	82.2%	82.1%	83.5%	86.1%	87.3%

资料来源：明治安田生命公司，《日本寿险业研究》万峰等著，光大证券研究所整理

图 16：日本寿险保费收入及增速



资料来源：CEIC，光大证券研究所，注：寿险保费收入数据来自“保费收入及其他”科目，即包含再保业务，每年数据均为当年 3 月末数据

图 17：日本代理店数量、代理店销售代表及营销员人数



资料来源：LIAJ，光大证券研究所，注：代理店销售代表包括个人代理店及法人代理店

2.1.2、国内土壤：友邦中国最优代理人改革经历三阶段

友邦中国实行三个“五年计划”，实现代理人的优增优育。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，建立高质量代理人队伍。2014 年与 2018 年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，将根本的发展理念由规模为导向转为以价值为导向。

(1) 第一个五年计划（2010-2013 年）：友邦中国在 2010 年明确了要在以客户利益为中心的基础上实施“回归代理人渠道”的转型战略，通过“最优代理人”策略，淘汰低产能代理人，打造一支专业素质高的优秀代理人队伍，并于 2013 年提前一年完成了首个五年计划目标，保费收入进入强劲增长态势阶段，2014 年实现 NBV 增长 55%，增长至 2009 年的 5 倍，远超预期及同业水平。

(2) 第二个五年计划（2014-2018 年）：在行业陷入短期储蓄替代产品的争夺时，友邦中国在 2014 年提出“第二个五年计划”，同时发力多渠道模式，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，并在推行的第一年（2014 年）便在困扰行业多年的高质量招募方面初见成效，新招募人员中，大专、本科及以上学历人员达到七成。

(3) 第三个五年计划（2018-2022 年）：面对消费升级和市场潜力，2018 年初，友邦中国确定了“新五年计划”，由“一个中心，两个投入，三个业务策略”六大支柱组成，即“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。

相较国内同业，友邦中国代理人渠道改革走在前列且成效显著，截至 2021 年 7 月，友邦中国 MDRT 数量达 3283 人，位列全球第三。

表 6：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

从具体改革进程来看，友邦中国代理人数量经历先降再升后稳定三阶段。

(1) 在第一个五年计划对低产能代理人的清虚下，友邦中国代理人数量自 2010 年开始持续下滑，共历时 4 年，代理人人数由 2009 年 2.5 万人下降至 2013 年 1.5 万人，复合增长率为-11.5%；

(2) 在第二个五年计划下友邦中国持续招募高质量代理人，2014 年开始其代理人增速由负转正并开始迅速增长，由 2013 年（2014 年年初）的 1.5 万人增长至 2018 年的 4.3 万人，复合增长率达 23.1%。

(3) 2018 年以后，友邦中国代理人增速放缓，回归稳定增长态势。

友邦中国改革业绩随着代理人数量的变化，其年化新保费、人均 ANP、人均 VONB 同样经历三个阶段：

(1) 代理人数量下滑阶段（2010-2013）：友邦中国年化新保费自 2011 年开始下滑，增速由正转负至-0.4%，2012 年降幅扩大至-2.3%，2013 年因代理人减少幅度缩小，清虚进入尾声，代理人提质初有成效，年化新保费增速回升至 13.7%；人均 ANP 因代理人数量的大幅减少而持续正增长，但人均 VONB 增速呈下滑趋势，自 2011 年增速达到 65.8%的高点后，持续下滑至 2013 年的 41.6%；

(2) 代理人数量迅速增长阶段（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，2013 年（2014 年年初）至 2018 年复合增长率达 35.5%。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) 代理人回归稳定增长阶段（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 均进入稳定增长阶段，其中 2020 年年化新保费因疫情原因有所下滑，但疫情后迅速调整，2021H1 恢复正增长。

友邦中国代理渠道的成功转型，使友邦保险（H）估值自上市以来持续上升。友邦保险布局亚太地区 18 大市场，其中庞大的中国大陆市场为友邦最为重要的战略市场之一，中国大陆 2021H1 总加权保费收入贡献位列第二，仅次于中国香港市场，而年化新保费和新业务价值贡献均位列第一。因此，友邦中国的成功转型，为友邦保险注入新动力，2015 年友邦保险估值首次突破 2xPEV，远超国内上市险企；疫情后友邦保险 2021H1 新业务价值实现 22%（固定汇率）/28.65%（实质汇率）的同比增长，展现出强劲的复苏增长态势。

图 18: 友邦中国代理人数量经历三阶段



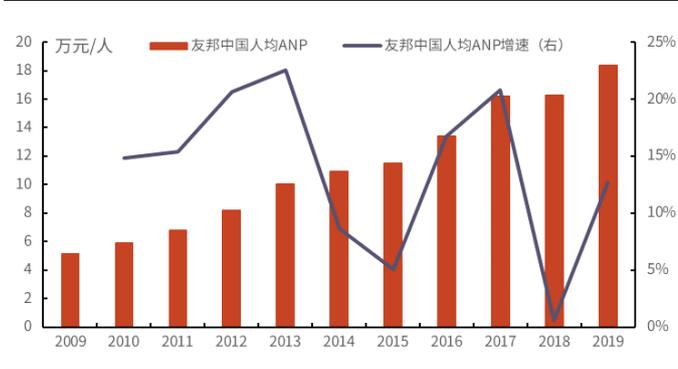
资料来源: 历年中国保险年鉴, 光大证券研究所

图 19: 友邦中国年化新保费



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所, 注: 2009-2020 年汇率为当年中间汇率, 2021H1 汇率为 2021 年 6 月 30 日中间汇率, 增速未剔除汇率影响

图 20: 友邦中国人均 ANP



资料来源: 历年中国保险年鉴, 公司公告, 光大证券研究所, 注: 2009-2019 年汇率为当年中间汇率, 增速未剔除汇率影响

图 21: 友邦中国人均 VONB



资料来源: 历年中国保险年鉴, 公司公告, 光大证券研究所, 注: 2009-2019 年汇率为当年中间汇率, 增速未剔除汇率影响

2.1.3、代理人加速下滑，我国险企渠道改革还处于第一阶段

根据英、美、日的寿险渠道发展经验，渠道多元化发展（如独立代理人、保险经纪人等）或为我国代理人未来发展方向，但由于我国代理人渠道目前还处于由“人海战术”向“高质量代理人”转变的过程，与日本营销员制度改革时期相似。因此，现阶段我国代理人的优质与留存仍是关键，日本与友邦中国的经验值得参考，如代理人清虚、提高招募门槛、采取激励措施、加强培育等。

目前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。

(1) 平安通过“稳定队伍-健康队伍-三高队伍”三步走的转型路径，叠加一体化智慧活动管理平台及人工智能 AskBob 等科技赋能代理人管理及培训体系，以期实现高质量代理人队伍。

(2) 国寿自 2019 年开启“鼎新工程”改革，建立以客户为中心的“一体多元”销售发展布局，全面升级基本法，提升队伍质态；

(3) 太保自 2018 年开启转型 2.0，通过长青计划建立人才长期激励约束机制，全面推进“长航行动”落地，加快营销队伍升级，努力实现增优留优，搭建多层次客群服务生态体系；

(4) 新华 2019 年确立“业务增长、队伍先行”的经营策略，扩大人力规模，并持续推进“一体两翼+科技赋能”以推动公司实现二次腾飞。直到 2021 年上

半年，在行业传统营销体制遭遇瓶颈的大背景下，公司积极探索传统营销模式转型，开展人力清虚。

表 7: 各公司采取差异化渠道转型策略

	渠道主要转型策略	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	(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) 个险板块坚定贯彻有效队伍驱动的策略，按照“鼎新工程”改革部署，全面升级基本法，努力提升队伍质态。
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。
新华保险	一体两翼	(1) 2019 年公司确立“业务增长、队伍先行”的经营策略；(2) 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；(3) 2021 年上半年，公司开展人力清虚。

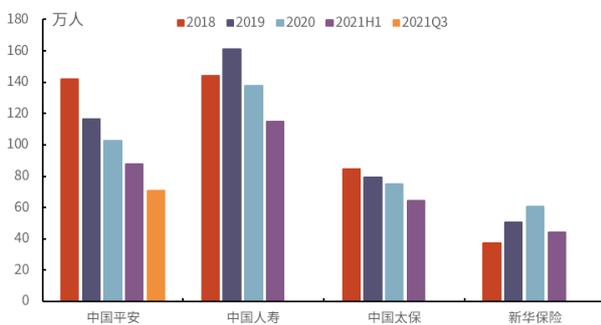
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

各险企主动清虚，代理人数量加速下滑。自 2018 年以来，各险企纷纷开始主动清虚，平安、国寿、太保代理人数量从各自改革时间节点开始，均呈下滑趋势，且 2021H1 降幅均扩大。新华因采取增员的策略，2018-2020 代理人数量持续增加，2021 年上半年转而开展人力清虚后，代理人规模同比负增长 16.2%。

各险企改革进程不同，业绩表现分化。从代理人渠道新单来看，平安和太保自 2018 年以来持续负增长，2021H1 略有回升，国寿和新华增速均承压；**从代理人渠道人均 FYP 来看**，国寿增幅逐年扩大，平安、太保、新华也因 2021H1 代理人的大量脱落而迅速提升；**从代理人渠道人均 NBV 来看**，国寿增幅放缓，平安和太保 2020 增速转负，2021H1 增速虽回升但仍低于 2019 年，新华自 2021H1 开始清虚后降幅缩窄。

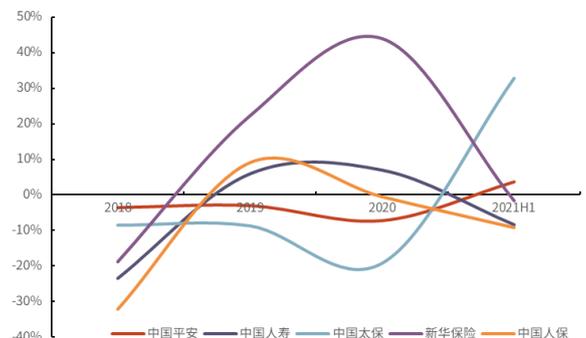
国内保险业由粗放式发展转向高质量发展的拐点还需等待。由于各险企渠道改革策略及进程均不同，业绩表现分化，叠加不同时期下大环境产生变化等原因，各险企业绩表现与友邦转型期也略有差异，但从目前改革推进时间（3 年左右）、代理人数量变化（脱落）以及整体业绩（新单下滑，人均 FYP 上升，人均 NBV 增速承压）来看，与友邦中国改革初期仍存相似之处，**因此我们认为，国内险企代理渠道改革还处于第一阶段。**

图 22: 各险企代理人数量



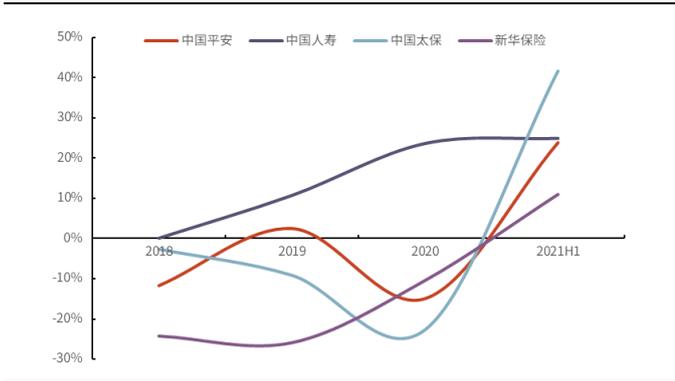
资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：中国太保为月均代理人数据，其余为期末数据

图 23: 各险企新单保费同比增速



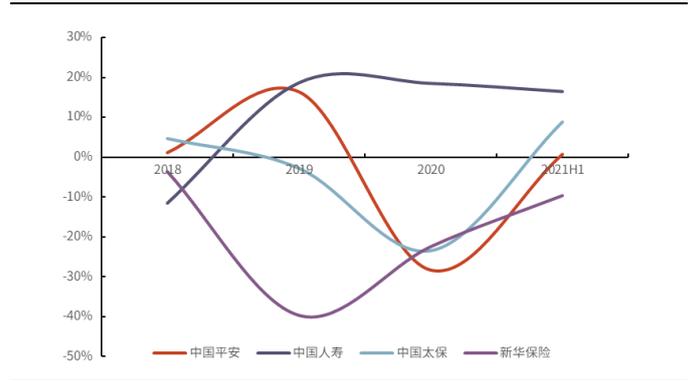
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 24：各险企代理人渠道人均 FYP 同比增速



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：平安和太保代理人数据均使用月均代理人口径，其余为期末口径

图 25：各险企代理人渠道人均 NBV 同比增速

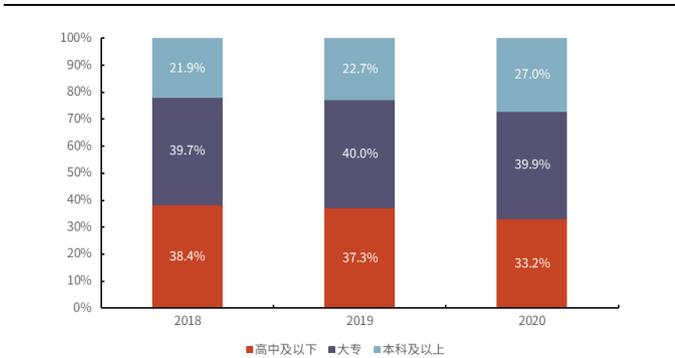


资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：平安为披露值，其余为测算值，其中太保新业务价值未分渠道，因此用的全口径数据测算，太保人力为月均口径，其余为期末口径

人力出清将接近尾声，新增营销员总体素质上升。从国内行业整体来看，保险行业代理人增速变化周期约为 5 年，预计人力增速即将回升。根据《中国保险中介市场生态白皮书》数据，**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 7.4 个百分点，**带动行业代理人整体素质的提升**，2018-2020 年保险营销员本科及以上学历占比由 21.9% 上升至 27.0%，上升了 5.1 个百分点，高中及以下学历占比由 38.4% 降至 33.2%，下降了 5.2 个百分点，**学历结构逐渐优化**。

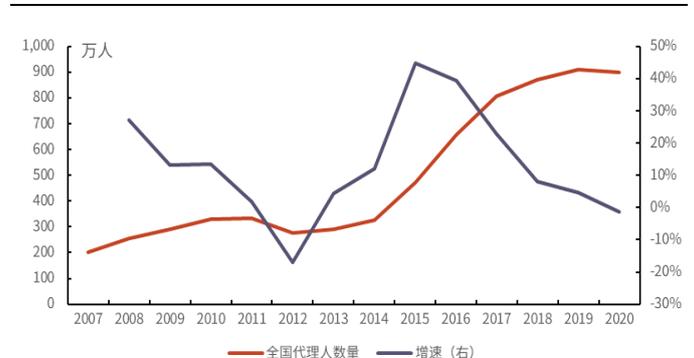
各险企自 2018 年开始纷纷进入改革转型期，至今已有 3 年多，对比友邦，我国险企渠道改革还处于第一阶段，虽然“道阻且长”，但随着人力清虚和高质量代理人的招募与培育，**改革成效显现只是时间问题**。

图 26：代理人学历结构逐渐优化



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 27：全国保险代理人规模情况



资料来源：银保监会，光大证券研究所

2.2、行则将至：行业有望突破瓶颈，迎来新增量

人身险方面，目前寿险渠道改革正处于第一阶段的阵痛期，一方面，在近期疫情仍存反复以及年底业绩冲刺需求下各险企“开门红”筹备节奏或受影响，另一方面，银保监会强调险企淡化“开门红”以平稳开展年度业务，以及代理人大量脱落下“开门红”展业的人力基础或有削弱，因此我们认为明年“开门红”保费收入在今年高基数效应下将略有压力；

财产险方面，车险综改压力仍在，赔付率距离银保监会预期还有一定距离，预计明年综合成本率还有上升的可能。但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。

因此，2022 年行业能否突破瓶颈从而实现修复，将取决于其能否迎来新增量。

我国保险密度深度落后，寿险保障缺口排名巨大，行业未来增量空间广阔。

(1) 根据《中国保险用户需求趋势洞察报告》显示，截至 2020 年，中国内地市场保险密度为 465 美元，不足美国保险密度的 10%，与世界大部分保险发达地区相比差距较大；保险深度方面，2019 年美国保险深度达 11.4%，发达国家保险深度众数水平为 10%，超过当前中国内地保险深度 1 倍。

(2) 中国内地寿险保障缺口能为我国带来近 1.8 万亿美元的保险机会。根据瑞再研究院预测的数据显示，中国内地 2030 年寿险保障缺口将达到 63.6 万亿美元，2020-2030 年复合增长率为 4.4%，为亚洲十大国家/地区中保障缺口最大的国家；考虑到各个市场死亡发生率中的预期寿命、预期收入、人口增速和寿险费率等因素，瑞再研究院估计 2020 年至 2030 年间，弥合亚洲十大国家/地区寿险保障缺口可使寿险行业保费收入合计增长 3.2 万亿美元，其中中国内地可实现寿险保费收入增长 1.8 万亿美元，占比高达 56%。因此我国保险行业未来还有巨大的发展机遇及广阔的提升空间。

表 8：亚洲十大国家/地区的寿险保障缺口规模预测（单位：万亿美元）

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	复合增长率 2020-2030
中国内地	41.3	45.2	45.0	48.6	52.6	51.9	56.1	60.6	59.3	64.3	63.6	4.4%
印度	17.0	19.1	21.2	21.9	24.3	26.8	26.9	29.3	32.1	32.3	35.6	7.7%
日本	8.4	7.6	7.5	7.5	7.5	6.7	6.6	6.5	6.4	5.6	5.6	-4.0%
澳大利亚	3.1	3.2	3.4	3.2	3.4	3.5	3.7	4.0	4.2	4.0	4.3	3.3%
韩国	3.8	3.9	3.6	3.7	3.3	3.4	3.0	3.2	2.7	2.8	2.2	-5.3%
印度尼西亚	2.2	2.2	2.4	2.6	2.6	2.8	3.1	3.0	3.3	3.5	3.5	4.8%
马来西亚	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2	1.4	1.4	7.2%
泰国	0.9	0.9	0.9	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0	1.1%
新加坡	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6	0.7	3.4%
中国香港	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.6	0.7	5.8%
亚洲十大市场	78.2	83.9	85.8	90.5	96.5	98.2	102.6	109.9	111.4	116.0	118.6	4.3%
亚洲新兴市场	62.1	68.2	70.3	75.0	81.4	83.4	88.2	95.1	96.8	102.4	105.1	5.4%
亚洲发达市场	16.1	15.7	15.5	15.5	15.2	14.7	14.4	14.8	14.6	13.6	13.5	-1.7%

资料来源：瑞再研究院预测，光大证券研究所整理，注：寿险保障缺口=收入替代+家庭债务-储蓄总额-非自住房产价值-寿险保额-其他资产

表 9：在弥合保障缺口的前提下，2020 年至 2030 年间被调查市场寿险保费预期规模（单位：十亿美元）

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	合计 2020-2030
中国内地	123.8	135.5	134.9	145.9	157.9	155.6	168.2	181.7	177.8	192.8	190.9	1765.0
印度	51.1	57.3	63.7	65.7	72.8	80.4	80.8	88.0	96.2	96.9	106.8	859.7
日本	20.9	19.0	18.9	18.8	18.6	16.6	16.4	16.3	16.1	14.1	14.0	189.7
韩国	11.3	11.7	10.7	11.0	9.9	10.3	9.0	9.5	8.0	8.3	6.7	106.4
澳大利亚	7.7	8.1	8.5	8.1	8.4	8.8	9.3	9.9	10.5	9.9	10.8	100.0
印度尼西亚	6.5	6.6	7.2	7.9	7.9	8.5	9.2	9.1	9.8	10.6	10.5	93.8
马来西亚	2.1	2.3	2.3	2.6	2.8	2.9	3.2	3.6	3.7	4.1	4.2	33.8
泰国	2.7	2.9	2.8	2.9	2.8	2.9	3.0	2.9	3.0	2.8	2.9	31.6
中国香港	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.7	1.8	2.0	1.9	2.1	17.4
新加坡	1.4	1.5	1.4	1.5	1.4	1.5	1.4	1.5	1.6	1.5	1.6	16.3
亚洲十大市场	228.5	246.0	251.6	265.7	284.0	289.1	302.4	324.2	328.6	342.9	350.4	3213.4
亚洲新兴市场	186.2	204.6	210.9	224.9	244.2	250.3	264.5	285.2	290.5	307.1	315.2	2783.6
亚洲发达市场	42.3	41.5	40.8	40.8	39.8	38.8	37.9	39.0	38.1	35.8	35.2	430.0

资料来源：瑞再研究院预测，光大证券研究所整理，注：弥合保障缺口是指填补上一个表格中的寿险保障缺口所能带来的保费收入

2021年10月15日，银保监会发布《关于进一步丰富人身保险产品供给的指导意见》，指出保险机构应多领域丰富产品供给，其中为保险机构人身保险产品未来的发展主要指明的方向有：

(1) **服务养老保险体系建设**，如开发具备长期养老功能的专属养老保险产品和提供收益形式更加多样的养老年金保险产品等，同时养老产品可以与养老社区等服务进行有效衔接。

(2) **满足健康保障需求**，如扩大商业健康保险服务覆盖面以及立足长期健康保障等，同时将健康保险产品和健康管理服务融合发展，并促进医养、康养相结合。

(3) **加快数字化转型**，如通过科技赋能，降低产品成本、创新供给渠道、拓展服务深度等，并通过大数据、人工智能、区块链等技术应用开发适应各类场景且符合精算原理的人身保险产品，提高线上全流程服务能力，实现与线下服务有机融合。

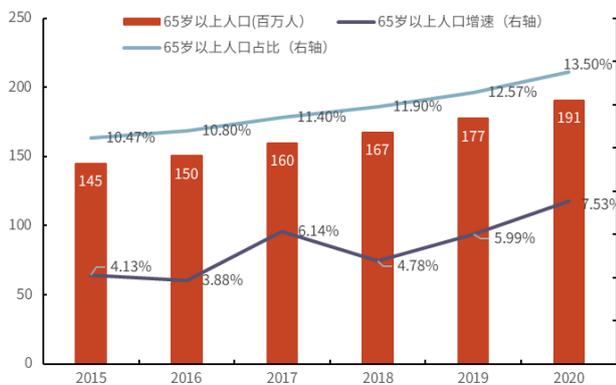
因此我们认为，康养产业的协同发展、互联网的线上获客能力以及科技赋能将为行业带来新增量。

2.2.1、第三支柱破土而出，康养产业协同发展

第三支柱渐行渐近，养老市场活力有望被激发

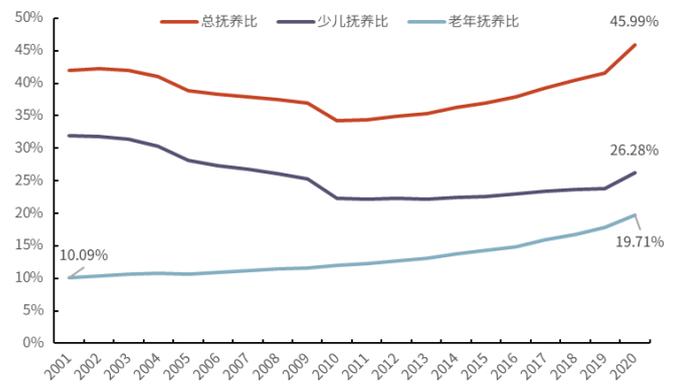
我国老年抚养比不断提高，社会养老逐渐受到重视。当前我国老龄化程度不断加深，据国家统计局数据显示，截至2020年我国65岁及以上人口数为1.91亿人，同比增长7.53%，占总人口比例达13.5%；我国老年抚养比从2001年的10.09%上升至2020年的19.71%，家庭养老负担不断加重，社会养老将成为重要补充。

图 28：中国正加速进入老龄化



资料来源：国家统计局官网，光大证券研究所

图 29：中国家庭养老负担不断加重



资料来源：国家统计局官网，光大证券研究所

养老金第三支柱亟待发展，但目前基数尚低。我国养老金体系目前分为三大支柱，第一支柱由政府主导，包含基本养老保险（城乡居民基本养老保险+城镇职工基本养老保险）与社保基金补充；第二支柱由企业/机关事业单位及其员工自愿参与，包含职业年金与企业年金，第三支柱为由个人自愿选择参与的商业养老保险（目前仅含个税递延养老保险）。然而，**第一支柱替代率低且已达到广覆盖水平，第二支柱参与主体有限，第三支柱尚处于起步阶段，规模及占比极低。**对比美国：2020年我国养老金第三支柱在养老金体系及GDP中占比均为0，与美国相比相差甚远。

因此我们认为，在三胎政策下，我国“4+2+2”¹的家庭结构未来将逐渐向“4+2+3”转变，家庭养老负担将不断加重，由于第一支柱替代率不足，第二支柱参与率较低，第三支柱亟待发展，并将利好商业保险公司。

表 10：2020 年美国与中国养老金三支柱对比（单位：万亿美元）

	名称	第一支柱	第二支柱	第三支柱	合计
美国	规模	2.90	20.13	12.21	35.24
	占三支柱总规模比重	8.23%	57.12%	34.64%	100.00%
	占 GDP 比重 (%)	13.89%	96.36%	58.44%	168.69%
中国	规模	1.27	0.54	0.00	1.81
	占三支柱总规模比重	70.02%	29.98%	0.00%	100.00%
	占 GDP 比重 (%)	8.14%	3.48%	0.00%	11.62%

资料来源：ICI，人社部，全国社保基金理事会，《中国金融稳定报告（2021）》，wind，光大证券研究所，注：美国第一支柱为美国社会保障局预测值，第二支柱中未考虑包括在退休计划和 IRA 之外持有的所有固定和可变年金，第三支柱指 IRA，中国第二支柱数据中职业年金为人社部公布的 2020 年末职业年金投资规模，社保规模剔除个人账户基金和地方委托资金，汇率按 1 美元=6.5249 人民币换算。

第三支柱政策频繁出台，未来发展空间巨大。自十八大以来，政府便开始重视第三支柱发展，从养老金体系的顶层设计、养老金产品类型及创新、养老金经营主体建设等多方面作出指导，今年政策更是频繁出台，不断强调规范发展第三支柱养老保险，**专属商业养老保险**也在今年 6 月 1 日正式由 6 家人身险公司在浙江省（含宁波市）和重庆市开展试点。**根据中保协预计，我国未来 5-10 年将有 8-10 万亿养老金缺口**，而且这个缺口会随着时间的推移进一步扩大，中保协也根据此目标制定了“三步走”改革规划，以期实现养老市场的“全面腾飞”。

根据中保协预计的缺口，以第三支柱规模未来 10 年达到 10 万亿为发展目标，保险公司第三支柱保费收入有望达 8000 亿元。我们假设：

- (1) 10 年内第三支柱收入恰好填补该缺口，即 10 年共收入 10 万亿元；
- (2) 美国第三支柱发展起步第 10 年（即 1984 年）时，第三支柱规模中保险公司占比为 8%，假设我国保险公司未来 10 年在第三支柱中的份额和美国相同。
- (3) 忽略时间价值。

经测算结果得到，未来 10 年保险公司第三支柱保费收入有望达到 8000（=10 万亿*8%）亿元。

另外，我们也借鉴美国的发展经验，对我国养老金第三支柱未来发展空间几何从不同期限、不同角度、不同情景均进行了详细测算，详见我们 2021 年 10 月 19 日发布的《潜在规模庞大，未来成长可期——养老金系列报告五：第三支柱发展空间、入市规模及价值贡献测算》。

表 11：今年以来强调发展第三支柱的相关政策

时间	会议及规定	重点内容
2021 年 9 月 10 日	《关于开展养老理财产品试点的通知》	银保监会结合国家养老或金融领域改革试点区域，选择“四地四家机构”开展养老理财产品试点。同时，坚持正本清源，持续清理名不符实的“养老”字样理财产品，维护养老金市场良好秩序。
2021 年 9 月 3 日	央行：《中国金融稳定报告（2021）》	提出规范发展第三支柱养老保险的建议：下一步，(1) 应推动建立以账户制为基础的个人养老金制度，账户封闭运行，用于缴费、归集投资收益、缴纳个人所得税等，参与人可在账户存续期内自主选择投资符合规定的金融产品，个人养老金原则上应于退休后领取，设计必要的提前领取制度。(2) 研究探索多种形式的激励政策，鼓励各类群体参与。(3) 满足不同群体需求，有序扩大第三支柱投资的产品范围，将符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等金融产品都纳入第三支柱投资范围。
2021 年 5 月 15 日	《关于开展专属商业养老保险试点的通知》	专属商业养老保险是第三支柱养老保险的组成部分，自 2021 年 6 月 1 日起，由 6 家人身险公司在浙江省（含宁波市）和重庆市开展专属商业养老保险试点，鼓励试点保险公司创新开发投保简便、交费灵活、收益稳健的专属保险产品，积极探索满足新产业、新业态从业人员和各种灵活就业人员养老需求。
2021 年 3 月 5 日	2021 年政府工作报告	着重强调发挥养老保险第三支柱作用，首次明确提到“推进基本养老保险全国统筹，规范发展第三支柱养老保险。”

资料来源：银保监会，国务院，光大证券研究所整理

¹ “4+2+2”的家庭结构指家庭中有 4 名老人，2 名年轻人和 2 名小孩。

国民养老的设立将有助于激活我国养老金第三支柱市场。2021年8月18日，中国保险行业协会发布《关于拟设立国民养老保险股份有限公司有关情况的披露公告》，对拟设立的国民养老保险股份有限公司（简称“国民养老”）的有关情况进行了披露。国民养老共有17位发起人，投资方主要为银行理财子公司，持股比例达66.81%。目前养老金产品仍旧匮乏，税收政策支持力度不足导致产品吸引力较低，因此我们认为国民养老的设立或将产生鲶鱼效应激活市场对养老产品的供给与需求，但这也离不开相关财税政策的支持。

相关财税支持政策已在路上，利好第三支柱未来发展。

(1) 2021年2月26日，人社部副部长游钧在就业和社会保障情况新闻发布会上提到，我国养老金体系将结合国际经验与国内试点经验，建立以账户制为基础、个人自愿参加、国家财政从税收上给予支持，资金形成市场化投资运营的个人养老金制度，并且该政策正在加速推动过程中。

(2) 2021年9月3日中国人民银行发布《中国金融稳定报告（2021）》，为规范发展第三支柱养老保险提出了下一步发展建议，包括推动建立以账户制为基础的个人养老金制度；研究探索多种形式的激励政策；满足不同群体需求，有序扩大第三支柱投资的产品范围；允许银行、基金、保险等各类具备条件的金融机构发挥自身行业特点，为第三支柱提供合适的养老金融产品等。

因此，我们预计未来随着第三支柱新政策的出台，将激发出养老保险市场的活力，利好保险公司未来市场份额的扩大与利润空间的提升。

健康管理服务时代到来，中端百万医疗险市场可期

疫情后健康意识逐渐增强。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%）。根据《2021大中城市中产阶级人群养老风险蓝皮书》调查结果显示，受访者普遍预期到健康管理的重要性，表现出较高的忧患意识，但有效行动不足，受访者中有53.2%未购买任何补充性医疗保险，仅有7.4%的人购买了重大疾病险。因此，预计随着居民健康意识的逐渐增强，有效行动将不断增加，商业健康险购买量将提升。

健康险已进入健康管理服务时代，可有效促进销售且降低成本。

(1) “健康中国”战略背景下，商业健康险的发展逐渐受到重视，而传统单一的健康险产品并不能完全匹配《“十三五”卫生与健康规划》中国家提出的由“以治病为中心”向“以健康为中心”转变的发展方式，因此健康管理服务在商业健康险中扮演了越来越重要的角色。

(2) 近年来政府出台多项政策鼓励发展健康管理服务。2019年11月，银保监会正式发布了修订后的《健康保险管理办法》，该办法鼓励了保险公司发展健康管理服务，通过提供健康风险评估和干预、疾病预防、健康体检、健康咨询、健康维护、慢性病管理、养生保健等服务，降低人民的健康风险，减少疾病损失。并且原办法要求提供服务的分摊成本中，支出类不超过净保费的10%，咨询类不超过2%，新修订办法将分摊成本占净保费的比例直接提高到20%，并且允许了超出限额的服务，只是需要单独定价而已。这一规定加强了保险公司健康保险产品健康服务的作用，提升了健康险产品的健康服务能力，对各方均有利。比如：

- 对消费者而言，健康管理服务有利于提升其对自身健康的关注度并享受到全面的健康管理服务，提升自己的健康生活水平，从而减少医疗支出；
- 对保险公司而言，该办法引导着保险公司以健康险产品为核心，建立“健康险产品+健康管理服务”模式，可以在承保前提前识别被保险人的健康风险问题，

在理赔时控制理赔成本，在一定程度上控制逆向选择与道德风险问题。同时，帮助消费者减少的医疗支出也将降低保险公司赔付成本。

因此我们认为，健康管理服务的规范发展，不仅可以在一定程度上利用服务吸引客户，从而提高保费收入，还可以在在一定程度上降低赔付成本，提高承保利润。

表 12：政策不断鼓励及规范健康管理服务的发展

时间	政策文件	具体内容
2013.09	《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	健康保险服务进一步完善。 商业健康保险产品更加丰富，参保人数大幅增加，商业健康保险支出占卫生总费用的比重大幅提高，形成较为完善的健康保险机制。 积极开发长期护理商业险以及与健康管理、养老等服务相关的商业健康保险产品。
2014.08	《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》	发展多样化健康保险服务。 鼓励保险公司大力开发各类医疗、疾病保险和失能收入损失保险等商业健康保险产品，并与基本医疗保险相衔接。发展商业性长期护理保险。提供与商业健康保险产品相结合的疾病预防、健康维护、慢性病管理等健康管理服务。支持保险机构参与健康服务业产业链整合，探索运用股权投资、战略合作等方式，设立医疗机构和参与公立医院改制。
2014.11	《关于加快发展商业健康保险的若干意见》	充分发挥市场机制作用和商业健康保险专业优势，扩大健康保险产品供给，提高医疗执业保险覆盖面， 支持健康产业科技创新，丰富健康保险服务。
2016.10	《“健康中国 2030”规划纲要》	积极发展商业健康保险，落实税收等优惠政策。 鼓励开发与健康管理服务相关的健康保险产品。 促进商业保险公司与医疗护理等机构合作，发展 健康管理组织 等新型组织形式。到 2030 年，商业健康保险赔付支出占卫生总费用比重显著提高，个人卫生支出占卫生总费用的比重有望从 2015 年 29.3%降低到 2030 年 25%左右。
2019.07	《关于实施健康中国行动的意见》	鼓励金融机构创新健康类产品和服务。
2019.11	《健康保险管理办法》	明确健康险概念、公司及产品经营管理要求、准备金评估要求等，指出保险公司可以将健康保险产品与 健康管理服务 相结合，提供健康风险评估和干预、疾病预防、健康体检、健康咨询、健康维护、慢性病管理、养生保健等服务，降低健康风险，减少疾病损失。
2020.09	《中国银保监会办公厅关于规范保险公司健康管理服务的通知》	规范了保险公司健康管理服务行为，切实 提升专业化服务水平，促进商业健康保险稳健发展。
2021.06	《关于规范保险公司城市定制型商业医疗保险业务的通知》	鼓励保险行业积极参与 多层次医疗保障体系建设 ，鼓励将医保目录外医疗费用、 健康管理服务 纳入保障范围。从强化依法合规、压实主体责任、明确监管要求、加强行业自律四方面做出规定。

资料来源：中国政府网，国家税务总局，银保监会，光大证券研究所整理

增加特色服务是重疾险差异化竞争的有效途径。今年重疾险重定义以来，由于重疾产品需求的提前释放，3 月以来销售较为乏力，同时市场上重疾产品的保障范围、赔付次数和赔付比例等都差别不大，同质化现象较为严重，因此增加特色服务将成为重疾险产品提高市场竞争力的有效途径。

(1) 平安福 21 的最大特色平安 RUN 将“保障”与“健康”有机结合，吸引客户越运动、越健康、越奖励，将运动目标由易到难分阶段设计成周、月、年，循序渐进让更多的被保险人合理设立运动目标，固化运动习惯，获得保障增长的同时也能收获健康身体。在平安福 2021 中，被保险人若能达到相应的运动标准，则提升该保单轻度/中症/重症/身故保险金（事故发生后领取），不同运动标准设置了不同的提升额度。

(2) 太保和国寿则是在各自的产品中加入了可选责任，被保险人可以根据自身需求选择相应保障。

(3) 友如意顺心版的特色之一是健康友行保额递增计划，被保险人若能完成每日步数打卡计划，且每月完成相应的打卡天数要求，则可获得额外的保障保险金，且该保险金会按照合同当时基本保险金额的 2% 增加；特色之二是愈从容重疾专案管理服务，该服务打造了一支拥有医生及护士从业背景的自有专属服务团队，依托友邦已经签约的近 650 家优质医疗机构资源网络，由重疾专案经理根据被保险人的不同情况，为其提供优质医疗资源安排，包括国内专家门诊安排和住院/手术安排，以及术前指导与术后关怀等服务。

表 13：2021 年重疾险新产品特色对比

保险公司	产品名称	产品特点
中国平安	平安福 21	1、平安 RUN：运动达标增加保额 2、70 岁前患轻症、中症增加保额
中国太保	金典人生	可选： 1、成人重疾失能保障 2、老年特定重疾保障
中国人寿	国寿福盛典版 A 款	可选： 1、重度恶性肿瘤保险金 2、重度恶性肿瘤豁免保险费
友邦保险	友如意顺心版	1、健康友行保额递增计划 2、愈从容重疾专案管理服务

资料来源：保险师，光大证券研究所整理

惠民保的挤压是暂时的，中端医疗险市场可期。2016 年百万医疗险开始兴起，并呈现快速增长态势，根据艾瑞咨询发布的《中国百万医疗险行业发展白皮书》显示，2019 年百万医疗险用户规模已达 6300 万人，2020 年将突破 9000 万人，保费规模也有望在 2025 年达到 2010 亿元，2016-2025 年复合增长率可达 80%。虽然件均保费及承保门槛均低的惠民保面世后吸引了大量客户群体，百万医疗险规模增速大幅下滑，**但我们认为惠民保的挤压只是暂时的，中端医疗险市场将为保险公司贡献新的增量：**

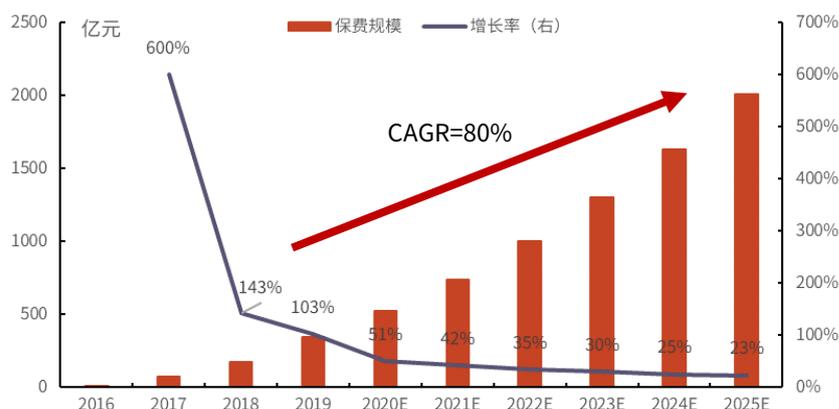
(1) 惠民保件均保费及承保门槛虽低，但其免赔额较高，大多在 1-2 万元左右，且保额较低，报销范围基本限制在社保报销目录之内，对于大多数人来说是远远不够的，因此惠民保目前虽畅销，但长远来看，惠民保有利于居民提升健康保障意识，对中端医疗险市场的挤压是有限的

(2) 高端医疗险价格较为昂贵，仅针对中高端客户群体，难以满足普通人需求。

(3) 介于低高端市场之间的中端医疗险市场具有极大的发展潜力。相较而言，百万医疗险也可以算是中端医疗险市场中的一种，但因其保费相比高端医疗险十分便宜，介于两者价格之间的市场尚处于空缺状态。

因此我们认为，一方面保险公司可以通过给百万医疗险做“加法”，扩大保险责任范围，提高保险金额以及增加特色服务，从而提高保费；另一方面保险公司可以给高端医疗险做“减法”，即采用“轻奢”的概念，减少昂贵且受众范围较窄的保障内容及服务，将保费从数万元降至几千元不等，从而拓宽客户群体，两者同时发力将助力保险公司迅速抢占中端医疗险市场。

图 30：百万医疗险保费规模



资料来源：《中国百万医疗险行业发展白皮书》，艾瑞咨询预测，光大证券研究所

康养产业协同发展：产品与服务并重，助力客户保单实现从 1 到 N

打造“产品+服务”闭环可增强客户粘性。随着人民生活水平的不断提高，对保险需求已然从“额度”（保险金额）升级为“温度”（服务），传统的纯产品销售方式已不足以吸引广大客户群体，只有形成“产品+服务”的闭环，给客户“看得见、摸得着”的服务体验，才能真正触达客户并留住客户。

平安的医疗健康生态圈为集团主业带来协同价值。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（包括医疗管理机构、用户、服务、支付、科技端），从用户端出发抓住用户流量，从支付端长臂管理机构，并赋能服务方，实现横向打通、价值最大化；通过服务医疗管理机构端，撬动医院、医生、医药核心资源，并借助科技抓手，赋能生态圈成员，实现纵向协同，建立竞争壁垒。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），2020 年平安新增金融客户中约 15% 的客户同时使用了医疗健康生态圈服务。

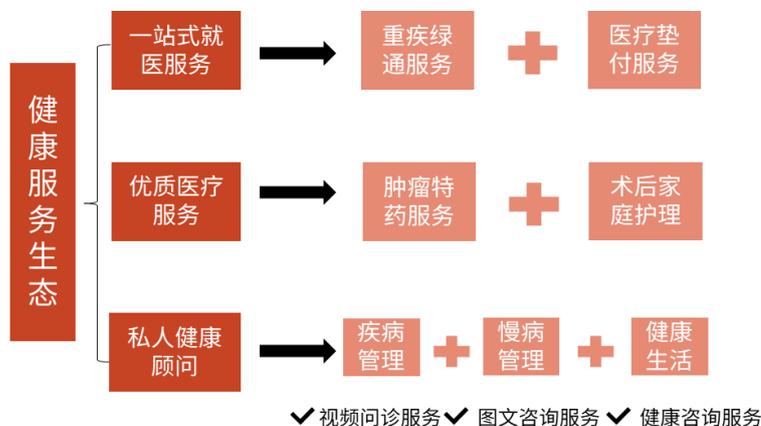
表 14：平安医疗健康生态圈

平安医疗健康生态圈	概述
医疗管理机构端	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：中国平安公司公告，光大证券研究所整理

众安打造“一站式体验”健康生态。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”深度融合的一站式体验，以提升用户服务体验及粘性。其健康生态长期布局以尊享 e 生系列为核心的服务，至今经历 19 次迭代，根据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。2021H1 在行业整体承压下，众安健康生态保费收入 39.3 亿元，同比增长 28.7%。

图 31：众安“尊享 e 生 2021 版”健康服务生态



资料来源：众安保险 app，光大证券研究所整理

保险+养老社区可提升险企差异化竞争力，同时在服务中促进保险产品的销售。养老保险本身只能单纯地为客户提供金钱上的补充，而真正的养老需要包括衣、食、住、行、健康、娱乐、心理等多方面。当前社会竞争激烈的时代背景下，子女大多无法时常陪伴在老人身边，老年人若单纯依赖家庭养老或仅购买养老产品是远远不够的，而养老社区则可提供全方位的照护。因此，养老社区差异化的服务将成为保险公司拓展养老产业的核心竞争力之一，同时险企也可以在服务客户的同时销售相关保险产品。

中国平安：“平安臻颐年”整合金融、医疗与科技领域的优势资源，打造高端综合康养社区。“平安臻颐年”通过其体系下的核心产品——“平安颐年城”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，布局一线城市及部分核心二线城市，为客户提供全方位的高品质服务，同时将康养社区入住权益和保单相结合，实现双向促进。

表 15：平安臻颐年 2.0——平安颐年城产品特点

特点	概述
位于核心区位	布局北、上、广、深等核心城市核心区位，环抱多元生活圈
拥有“1%稀缺”顶级资源	(1) 专医：专业医生，三甲医院主任医师级以上，24 小时全天候服务； (2) 专科：全国各区域排名前 10 专科，线下 1 天内，线上最快 1 小时完成预约； (3) 专院：全国各区域排名前 10 专科，线下 1 天内，线上最快 1 小时完成预约； (4) 提供龙华医院、北大国际医院等专属三甲医院及多个康复医院医疗资源； (5) 专案：全球排名前 10 机构，制定整合式专业医疗方案。
“100%定制”健康服务	(1) 康养服务完美贴合日程：私人秘书对接，精准规划时间，健康管理、医疗计划贴合商务日程； (2) 全面定制健康管理计划：以细致做定制，超 100 项健康指标全面评估，高发疾病早干预、早发现、早治疗。
终生管家	配备 1×N 专属管家团，定制个性化全场景生活服务，1 位专属管家周到服务，N 位行业专家提供支持。
提供 10 大生活场景的全维服务	从“医食住行财康养乐护安”10 大场景出发，即就医问诊、日常餐饮、居住疗养、旅游出行、财富传承、健康管理、静心颐养、社交娱乐、健康护理、安宁服务，将个性化服务全面定制升级

资料来源：平安臻颐年公众号，光大证券研究所整理

中国人寿：布局高品质养老社区，坚持医养结合的养老服务模式。国寿旗下专业养老产业平台——国寿嘉园立足集团战略布局，借助集团强大的资源优势跨界整合护理、医疗、金融，致力打造养老服务全产业链，坚持医养结合的养老服务模式，提供持续照料退休社区，打造自理、介护、介助一体化的居住设施和服务，使老年人在健康状况和自理能力变化时，依然可以在熟悉的环境中继续居住，并获得与身体状况相对应的照料服务。

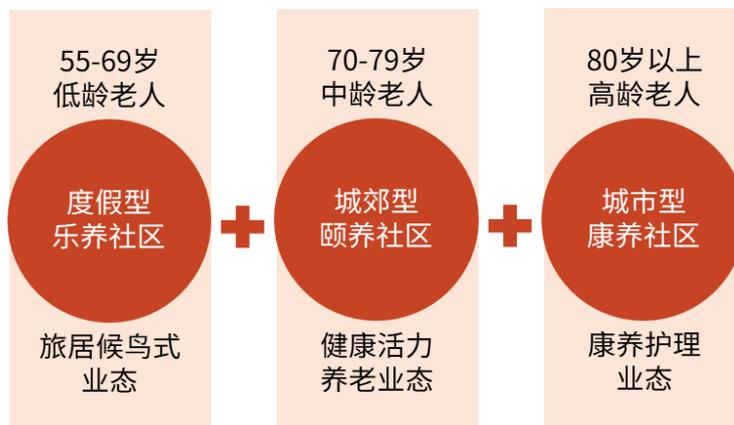
表 16：国寿嘉园特点

特点	概述
重点区域布局	国寿嘉园坚持重点区域、重点城市思路，目前已布局苏州（雅境——复合型养老养生社区）、三亚（逸境——高端健康管理度假养生基地）、天津（乐境——高品质养老+建管体检中心）
领先技术支持，智慧养老	(1) 五大智慧——智慧家庭、智慧社区、智慧健康、智慧金融、智慧生活； (2) 国寿嘉园借助华为、广发银行等全球领先企业最新技术、金融科技实力，让社区每一位长者的生活更智能、更安全。
多层次社区规划，兼顾身心	五层交往空间——国寿嘉园社区规划充分遵循“个人、家庭、邻里、社区、社会”五层交往空间理念，从个人身心、家庭健康管理、朋友圈互动、社区生活、社会价值层面，构建丰富多彩的生活圈和社交圈，打造温暖的精神家园。
多元化服务体系，专业完善	九大服务体系——国寿嘉园通过搭建平台、整合资源、实施建立等多元化模式，围绕长者“医、食、住、行、文、娱、思、享、健”九大需求，建立专业服务体系及标准，最大化满足长者物质与精神层面的需求。

资料来源：中国人寿公众号，光大证券研究所整理

中国太保：布局深度老龄化城市，建设覆盖全龄的生态体系。太保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 32：太保家园三大产品业务线



资料来源：中国太保官网，光大证券研究所整理

新华保险：全线布局养老社区。新华积极研发“寿险+养老健康”产品，在全国重点城市布局康养产业，布局“乐享”、“颐享”、“尊享”三大社区产品线，服务对象包含活力养生型、持续照护型和康复护理型，满足客户的不同需求。

表 17：新华家园三大产品线概要

社区	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

低端养老社区一片蓝海。上述养老社区绝大多数属于高端产品项目，针对中高端客户群体，其入住门槛基本上都在百万元以上。因此，我国仍有绝大部分老年人不具备入住的经济条件，门槛相对较低的低端养老社区仍是一片蓝海。

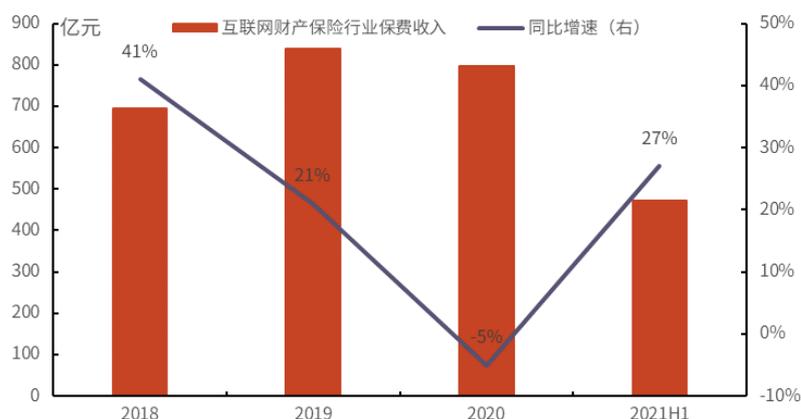
康养产业链的协同发展将行业从销售驱动型转向服务驱动型，助力客户保单实现从 1 到 N 的跨越。在过去寿险渠道的人海战术下，代理人追求的大多是客户保单从 0 到 1，并且有大量保单为自保单及人情单，可持续性不高。同时由于代理人流动性较大，大量代理人脱落造成的结果则是“孤儿单”的增加，以及保单继续率难以提升，客户粘性不足。因此，康养产业链的协同发展将使客户在享受服务的同时，增加对险企的信任感以及对所享受服务的依赖感，从而助力客户保单实现从 1 到 N 的跨越。

2.2.2、互联网普及率不断提升，利好险企打通线上销售渠道

互联网财产保险行业保费规模呈恢复性增长。2021 年上半年，互联网财产保险市场累计实现保费收入 472 亿元，同比增长 27%，互联网财产保险业务渗透率²由 2020 年的 5.9% 上升至 6.4%，已恢复到疫情前水平，与 2019 年持平。

² 指互联网财产保险业务保费与产险公司全渠道业务保费的比值。

图 33：互联网财产保险行业保费收入及同比增速



资料来源：中国保险行业协会，光大证券研究所

互联网保险业务中专业中介渠道占主要地位。

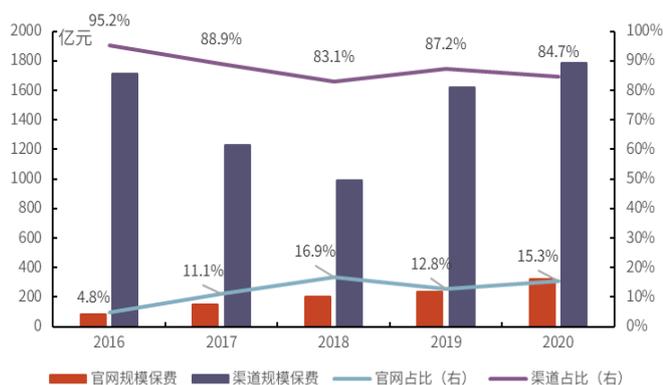
(1) 互联网人身保险业务中，呈现以渠道合作为主、保险公司官网自营为辅的经营模式。据中国保险行业协会统计，60 家保险公司通过渠道开展业务，52 家保险公司采取官网自营和渠道合作“双管齐下”的模式，1 家保险公司仅通过公司官网开展经营。截至 2020 年，互联网人身保险业务通过渠道实现保费 1787 亿元，较 2019 年同比增长 10.3%，占比为 84.7%，占据主导地位。从占比的整体趋势来看，渠道占比呈现逐年下滑趋势，官网自营占比逐渐提升，截至 2020 年官网自营平台累计实现规模保费 323.8 亿元，较 2019 年同比增长 36.1%，占比为 15.3%，较 2019 年增加 2.5 个百分点，推测是由于在政策加强对互联网保险乱象整治的背景下，官网的权威性和可靠性越来越能获得消费者的信任。

(2) 互联网财产保险业务中，专业中介渠道占比逐年提升。2021 年上半年，互联网财产保险业务中，专业中介渠道累计保费收入为 214 亿元，占比为 45%，较 2020 年底提升 13 个百分点，自 2018 年以来持续提升。保险公司自营平台 2021H1 累计保费收入为 104 亿元，占比为 22%，较 2020 年底下滑 2 个百分点；营销宣传引流³累计保费收入为 150 亿元，占比为 32%，较 2020 年底下滑 10 个百分点。

我们认为，未来专业中介渠道将持续在互联网保险业务中保持主要地位，但对于人身险业务来说，其产品相对财产险而言更加复杂，官方自营平台的权威性与解释力度更能获得消费者的信任，其占比将继续提升。

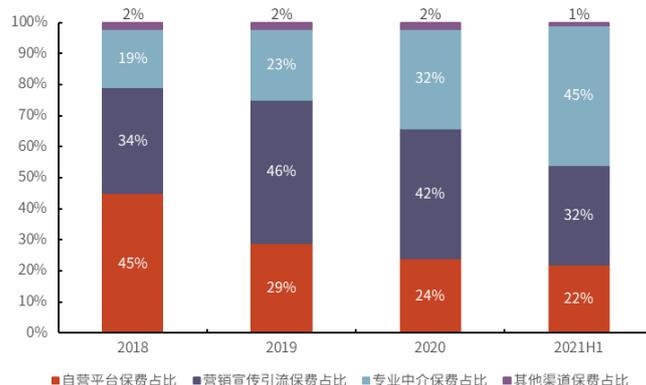
³ 包括互联网平台、保险从业人员引流至保险公司自营平台的业务，独立统计，未纳入前述保险公司自营业务。

图 34：互联网人身保险各渠道发展变化情况



资料来源：中国保险行业协会，光大证券研究所

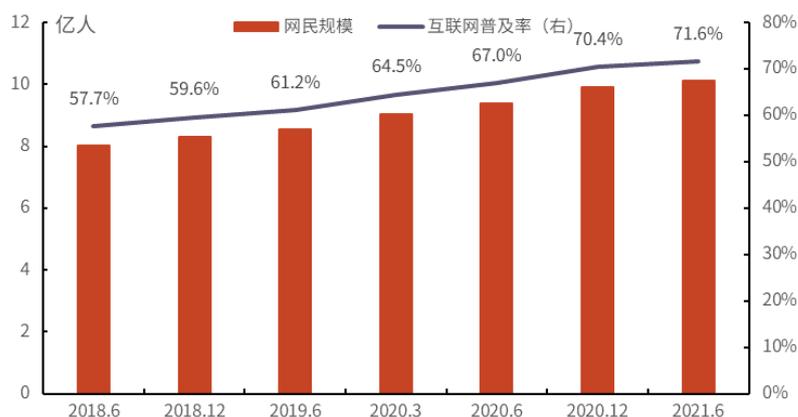
图 35：互联网财产保险业务渠道保费占比



资料来源：中国保险行业协会，光大证券研究所

网民规模和互联网普及率不断提升，利好线上销售渠道。截至 2021 年 6 月，我国网民规模为 10.11 亿人，较 2020 年 12 月新增网民 2175 万，较去年同期增长 7.5%；互联网普及率达 71.6%，较 2020 年 12 月提升了 1.2 个百分点。随着互联网用户数量以及普及率的不断提升，有利于保险公司突破疫情防控的限制，通过线上渠道触达海量客户，进一步打开下沉市场。

图 36：网民规模和互联网普及率不断提升



资料来源：《第 48 次中国互联网络发展状况统计报告》，光大证券研究所

互联网保险政策监管趋严，预计大型险企经过短期调整后长期将受益。2021 年 8 月 13 日，银保监会开展互联网保险乱象专项整治，重点整治互联网保险销售中存在的误导、搭售、费用虚高等问题；2021 年 10 月 22 日，银保监会发布《关于进一步规范保险机构互联网人身保险业务有关事项的通知》，一方面在产品范围上，限制了理财型保险的线上销售，并对能够销售十年以上的普通寿险（除定期寿险）和普通年金产品的公司进行了更加严格的资格限制，进一步强调“保险姓保”；另一方面，对产品附加费用率进行限制，实现让利于民。我们认为，互联网保险的规范使险企在进行业务调整过程中，保费短期承压（众安 2021 年 9 月单月保费同比下降 23.6%），但长期来看，中小型险企或退出互联网保险市场，而大型险企长期将赢得更大的市场。

2.2.3、科技赋能险企实现降本增效，优化用户体验

数字化转型提速，险企纷纷加大科技投入。在渠道转型步入深水区的背景下，负债端的承压倒逼险企加速数字化转型，通过科技赋能优化业务前中后流程，在提升客户服务体验感的同时实现降本增效。

众安坚持科技赋能战略，打造“产品+系统”发展模式，优化用户体验。众安运用人工智能、区块链、云计算和大数据实现科技赋能。

(1) 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。

(2) 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，并通过自动化理算系统及 OCR 技术实现秒级赔付，99% 的理赔案件可以实现 24 小时快速理赔。

(3) 在用户体验方面，用户线上理赔率达 94%，获赔等待时长减少 55%，用户净推荐值 NPS 在智能客服的服务下提升 31 个百分点。

(4) 在营销效率方面，众安通过科技赋能，投放人效提升了 50%+，营销效率大幅提升。

2021H1 众安研发投入同比上升 13.3%至 5 亿元，科技输出业务收入同比提升 122%至 3 亿元。截至 2021 年 6 月 30 日，众安工程师及技术人员共计 1556 名，占公司总员工比例达 48%。

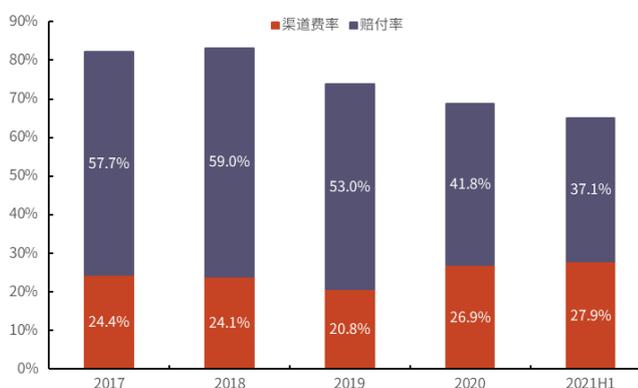
表 18：众安在线通过科技赋能实现降本增效

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。

资料来源：众安 2020 中期业绩发布会 PPT，光大证券研究所整理

综合成本率不断降低，众安成功实现降本增效。众安健康生态渠道费率+赔付率整体呈下降趋势，健康生态渠道的综合成本率从 2017 年的 82.1%改善至 2020 年的 68.7%，2021H1 再次下降到 65.0%，带动众安综合成本率由 2020 年的 103.5%下降至 2021H1 的 99.4%

图 37：众安在线健康生态综合成本率（渠道费率+赔付率）整体下降



资料来源：公司公告，光大证券研究所

平安运用人工智能技术助力金融业务促销售、提效率、控风险。平安的科技创新主要在于金融科技、医疗科技的底层技术创新，截至 2021 年 6 月末，公司科技专利申请数较年初增加 3508 项，累计达 34920 项，位居国际金融机构前列；2021 年上半年，平安 AI 坐席驱动产品销售规模约 1110 亿元，同比增长 54%（促销售）；上半年 AI 坐席服务量约 10 亿次，在客服总量中占比达 84%（提效率）；上半年 AI 催收逾期贷款累计金额 1737 亿元，同比提升 96%（控风险）。

国内上市险企正在推进科技赋能，预计未来随着平台运行效率的提高，用户体验感更优，客户粘性将增强。

2.3、 风险可控：错配风险降低，投资端改善

2.3.1、 错配风险降低，权益投资或迎来拐点

资产负债久期缺口逐渐缩窄，错配风险降低。除太保外，各险企 5 年期以上债权投资占比均呈逐年上升趋势。其中：

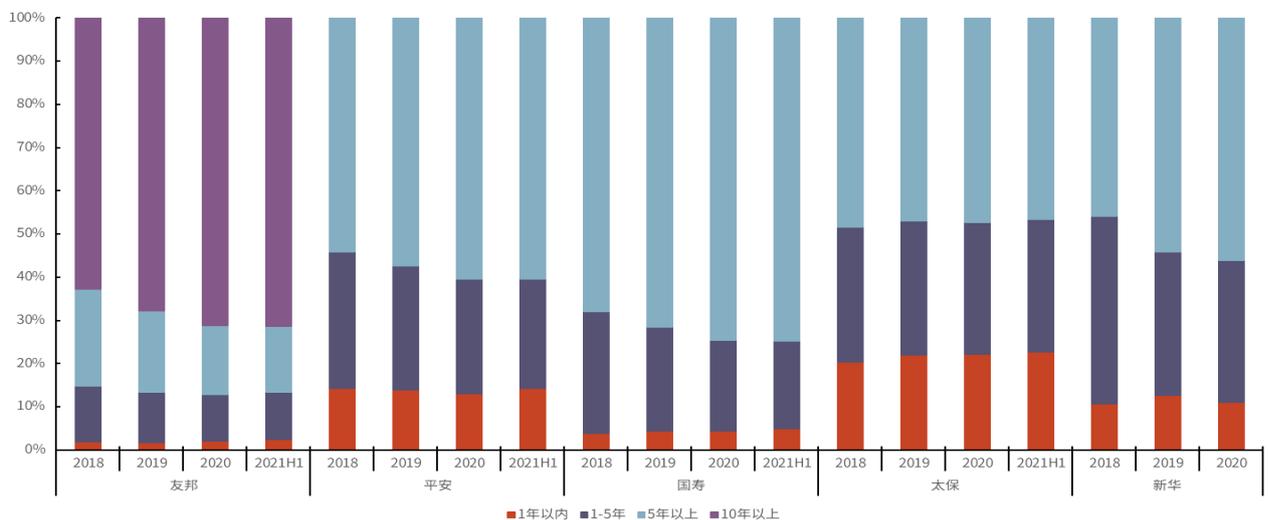
(1) 2021H1 友邦 10 年期以上债权投资占比为 71.4%，相比 2020 年年底提升了 0.3 个百分点，较 2018 年年底提升了 8.7 个百分点，表现最优；

(2) 2021H1 平安和国寿 5 年以上债权型投资占比分别为 60.5%和 74.8%，较 2020 年年底分别提升了 0.1 和 0.3 个百分点，较 2018 年年底分别提升了 6.4 和 6.9 个百分点；

(3) 太保 5 年期以上债权投资占比虽略有下滑，但整体保持平稳。

据平安 2020 年及 2021 年中期业绩发布会披露，其资产负债久期缺口 2013 年最高达 8.6，2020 年缩窄至 4.2，2021H1 再次缩窄至 4.1。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 38：主要上市险企债权投资期限结构



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

主要上市险企资产配置以稳健型为主，但固收类投资占比呈逐年降低趋势。平安、国寿、太保、新华资产配置以固收类为主，2021H1 固收类资产占比分别为 72.8%、75.9%、77.7%、70.5%，权益类资产占比分别为 21.9%、16.0%、19.2%、21.9%，长期收益较稳健，符合保险负债端安全性原则。但固收类资产自 2013 年以来呈现逐年下降趋势，权益类资产占比逐年上升，2018 年开始趋势有所减缓。

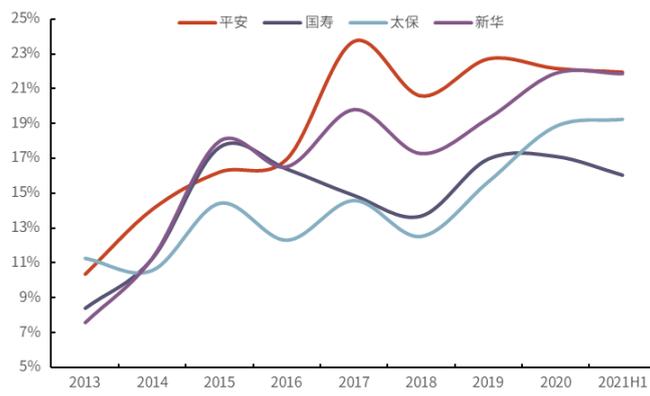
预计长端利率企稳，权益市场有望带来估值修复。根据 2021 年 10 月 16 日央行举行的 2021 年第三季度金融统计数据新闻发布会内容，基本上我国通胀整体可控，美联储 Taper 对我国可能造成的冲击有限，下一阶段政策将坚持“以我为主”，预计 2022 年货币政策将是稳健的。因此我们认为，短期长端利率或因外部环境变化有向下波动的风险，但 2022 年长端利率有望企稳，险企固收类投资收益将保持稳健。同时，随着疫情逐渐恢复，消费及生产有望实现边际改善，权益市场有望回暖，叠加各险企房地产投资风险敞口缩窄，投资收益将进一步释放。

图 39：主要上市险企固收类投资占比呈下降趋势



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 40：主要上市险企权益类投资占比呈上升趋势



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

2.3.2、房地产风险敞口有望得到控制，投资端改善

华夏幸福公布债务清偿方案。2021 年 9 月 30 日华夏幸福发布债务重组计划，以“不逃废债”为基本前提，公布 2192 亿元金融债务的清偿方案。清偿方式主要为：

- (1) 卖出资产回笼资金约 750 亿元，拟安排约 570 亿元用于现金偿付金融债务，剩余部分用于恢复产业新城及其他业务板块的正常运营；
- (2) 出售资产带走金融债务约 500 亿元；
- (3) 优先类金融债务展期或清偿约 352 亿元；
- (4) 以持有型物业等约 220 亿元资产设立的信托受益权份额抵偿；
- (5) 剩余 550 亿元金融债务由公司承接，展期、降息，通过后续经营发展逐步清偿。

房地产投资风险有望得到控制，各保险公司投资端改善。险资作为长期资金，投资于房地产是实现资产负债匹配的不错选择。今年以来，部分地产公司出现债务危机，市场对各险企投资端有一定的担忧，但目前基本面整体稳定。

- (1) 2021 年 9 月 24 日中国人民银行货币政策委员会在 2021 年第三季度例会上提出要“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”；
- (2) 2021 年 9 月 29 日央行与银保监会在房地产金融工作座谈会中提到将保持房地产金融政策连续稳定，促进房地产市场健康发展；
- (3) 多个城市出台房价“限跌令”。

叠加此次华夏幸福偿债方案落地，我们认为未来房地产市场投资风险有望得到控制，各险企房地产投资风险敞口将缩窄，投资端将稳健发展。

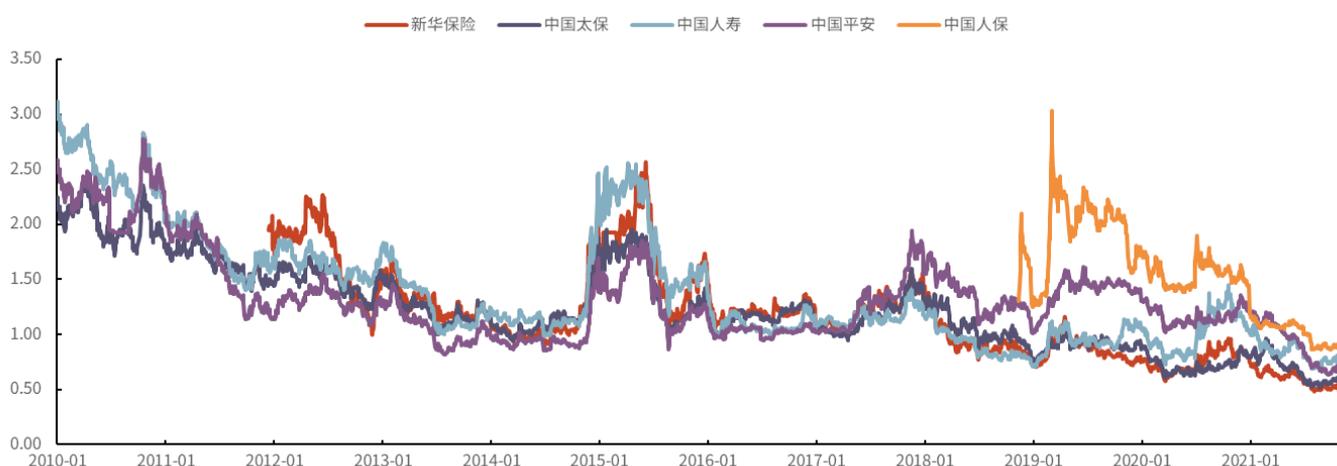
3、投资建议

保险行业作为非银金融子行业，保险密度与保险深度与国外相比还有很大差距，国内保障缺口及保险需求仍然较大，未来发展空间广阔，给予“买入”评级。

上市保险公司中，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，截至 2021 年 11 月 4 日，从静态估值水平来看，A 股中，新华、太保、国寿、平安、人保估值分别为 0.48xPEV、0.57xPEV、0.71xPEV、0.66xPEV、0.83xPEV；H 股中，仅友邦估值稳定向上，且明显高于同业，2021 年以来保持在 1.93-2.45xPEV 之间。

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”产业的中国平安 (601318.SH/2318.HK) 和中国太保 (601601.SH/2601.HK)；推荐风险敞口大幅缩窄的中国财险 (2328.HK)；推荐聚焦高端市场，早已率先完成代理人渠道改革，正积极通过多方合作拓展中国内地下沉市场的友邦保险 (1299.HK)。

图 41：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，股价截止 2021 年 11 月 4 日

图 42：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，股价截止 2021 年 11 月 4 日

3.1、中国平安 (601318.SH、2318.HK)

华夏幸福偿债方案将改善平安投资端。

(1) 2021H1 因计提拨备，投资端承压。根据平安 2020 年业绩发布会及年报披露，截至 2020 年年底，平安共有 360 亿元的债权类风险敞口及 193 亿元的长期股权投资风险敞口。截至 2021H1，平安对华夏幸福相关投资资产进行减值计提、估值调整及其他权益调整金额为 359 亿元，其中股权类 144 亿元，拨备覆盖率达 75%，债权类 215 亿元，拨备覆盖率达 60%。因此，平安 2021H1 投资端整体承压，拖累净利润，但目前该影响将减弱。

(2) 平安减值计提有望部分转回，投资端压力释放。因华夏幸福拟安排 570 亿元用于现金偿付，平安作为其第一大股东及债委会成员，我们认为平安的债务风险敞口将缩窄，后续债权类减值计提有望部分转回，释放投资收益；长期股权投资减值计提虽无法转回，但随着华夏幸福产业新城等业务的恢复，平安长期股权投资账面价值有望实现修复。

(3) 归母营运利润及归母净利润增速将提升。2021H1 平安对华夏幸福投资资产进行的减值计提对归母营运利润和归母净利润的影响金额分别为 61 亿元和 208 亿元，若剔除该影响，则归母营运利润和归母净利润增速将分别提升 8.2pct 和 30.3pct 至 18.3%和 14.7%，因此我们认为未来随着平安减值计提的部分转回以及长期股权投资账面价值的修复，归母营运利润及归母净利润增速将提升。

渠道改革决心坚定，积极布局康养产业。公司从 18 年便开始坚持渠道改革，虽正经历短期业绩压力，但仍不改转型决心，2021 年前三季度人均 NBV（代理人使用期末人数口径）同比增速为+22.1%，增速较 2021H1 提升 7.0pct，改革成效正逐渐显现。同时，平安积极布局健康生态与养老社区，2022 年有望迎来第二增长曲线。

专利申请数全球领先，综合实力仍强。截至 2021 年 6 月末，公司科技专利申请数较年初增加 3508 项，累计达 34920 项，位居国际金融机构前列。同时，作为一家全牌照公司，其银行业务和综合金融业务等均在 2021H1 有不错的表现，综合实力仍强。

盈利预测与评级：公司正加速推动代理人清虚，NBV 短期承压但人均产能增速提升，随着改革进展不断推进以及代理人质量逐渐提升，叠加公司积极推进科技赋能，布局健康生态建设与养老产业链建设，我们认为改革成效显现只是时间问题。考虑到第三季度公司对华夏幸福相关投资资产的拨备无重大变化，我们维持 2021-2023 归母净利润预测 1435/1467/1778 亿元。目前 A/H 股价对应公司 21 年 PEV 为 0.61/0.55，维持 A/H 股“买入”评级。

风险提示：经济复苏不及预期；华夏幸福债务偿还不不及预期；长端利率超预期下行

公司盈利预测与估值简表

财务简表	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	11,689	12,183	13,403	14,738	16,547
营业收入增长率%	19.66%	4.23%	10.01%	9.96%	12.27%
净利润 (亿元)	1,494	1,431	1,435	1,467	1,778
净利润增长率%	39.11%	-4.22%	0.25%	2.23%	21.23%
EPS (元)	8.17	7.83	7.85	8.02	9.73
EVPS (元)	65.67	72.65	81.82	92.28	104.23
P/E (A)	6.08	6.35	6.33	6.19	5.11
P/B (A)	1.35	1.19	1.03	0.89	0.77
P/EVPS (A)	0.76	0.68	0.61	0.54	0.48
P/E (H)	5.53	5.77	5.76	5.63	4.65

P/B (H)	1.23	1.08	0.93	0.81	0.70
P/EVPS (H)	0.69	0.62	0.55	0.49	0.43

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021 年 11 月 4 日; 汇率: 1HKD=0.8217CNY

3.2、中国太保 (601601.SH、2601.HK)

渠道转型压力下, 2021 年前三季度新单实现正增长。太保自 2018 年开启转型 2.0, 积极推进代理人渠道改革, 通过长青计划建立人才长期激励约束机制, 全面推进“长航行动”落地, 目前正通过“长航计划”推进个险渠道向职业化、专业化、数字化方向转型, 并通过修订基本法激励代理人产能提升。在 2018-2020 年新单增速均为负的压力下, 2021 年前三季度新单增速 (YOY+3.6%) 实现正增长, 期待 2022 年转型成果的显现。

新业务价值率领先同业, 看好未来价值增长。近年来太保新业务价值率均处于行业领先水平, 业务结构良好, 高价值率产品销售领先。虽然公司由于今年 5 月 30 周年司庆推出大量新产品, 其中年金险较多, 如首款中期年金险“鑫从容庆典版 A 款”, 业务结构变化导致 2021H1 新业务价值率同比下滑 11.6pct 至 25.4%, 但仍领先同业, 在国内上市险企中仅次于平安。我们看好公司未来业务结构不断优化, 在渠道转型下, 代理人队伍提质增量, 高价值率产品销售增加, 实现内含价值稳健增长。

养老社区全面布局深度老龄化城市。太保积极推进养老社区, 且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, 在养老市场一片蓝海下, 未来盈利空间可期。

盈利预测与评级: 公司寿险渠道改革持续深化, 虽受业务结构影响 NBV 暂时承压, 但公司推出的“长航行动”与新修订的基本法, 将促进代理人队伍向高质量和专业化方向转型, 以及公司积极布局康养产业链, “太保家园”初步实现“东南西北中”全国布局, 预计 2022 年估值有望实现修复。我们维持公司 2021-2023 归母净利润预测 371/429/496 亿元。目前 A/H 股价对应公司 21 年 PEV 为 0.52/0.37, 维持 A/H 股“买入”评级。

风险提示: 经济复苏不及预期; 疫情大范围内反复; 长端利率超预期下行

公司盈利预测与估值简表

财务简表	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	385,489	422,182	472,360	537,218	613,726
营业收入增长率%	8.78%	9.52%	11.89%	13.73%	14.24%
净利润 (百万元)	27,741	24,584	37,149	42,887	49,592
净利润增长率%	53.95%	-11.38%	51.11%	15.45%	15.63%
EPS (元)	3.06	2.56	3.86	4.46	5.16
EVPS (元)	43.70	47.75	53.54	60.14	67.68
P/E (A)	9.18	10.99	7.27	6.30	5.45
P/B (A)	1.43	1.26	1.02	0.84	0.70
P/EVPS (A)	0.64	0.59	0.52	0.47	0.42
P/E (H)	6.40	7.67	5.08	4.40	3.80
P/B (H)	1.00	0.88	0.71	0.59	0.49
P/EVPS (H)	0.45	0.41	0.37	0.33	0.29

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021 年 11 月 4 日; 汇率: 1HKD=0.8217CNY

3.3、中国财险 (2328.HK)

车险综改压力逐渐减弱，存量风险大量出清。车险综改压力逐渐减弱，2021年前三季度公司车险承保利润 46.7 亿元 (YOY-33.3%)，降幅较 2021H1 缩窄 7.5 个百分点，其中 Q3 单季承保利润 7.4 亿元，同比提升 103.6%，表现亮眼；前三季度公司存量风险大量出清，融资性信保业务承保亏损仅 0.5 亿元，较去年同期减少 37.5 亿元。

费用率持续改善，实现降本增效。公司持续优化车险经营模式，大力发展家用车业务，强化直销团队和车商团队建设以提高渠道效能，2021H1 手续费率同比下降 7.1 个百分点至 7.5%，2021 年前三季度车险费用率同比下降 13.3 个百分点至 26.5%，总费用率同比下降 8.1 个百分点至 25.1%，实现降本增效。

作为车险业务龙头，在车险综改压力下有望率先赢得转型红利。公司 2021 年前三季度车险市占率达到 32.5%，远超平安财 (24.1%) 和太保财 (11.8%)，市占率位列我国险企第一位。因此，公司拥有最大的车险客户群，掌握着大量风险定价数据，在车险综改压力下，其定价优势及规模优势将充分体现，有望率先突破转型瓶颈赢得红利，体现强者恒强。

盈利预测与评级：中国财险是我国最大的财产保险公司，公司主营所有财产类保险业务和一年期及以下意外及健康险业务，行业龙头地位稳固，随着公司车险业务不断推进降本增效，存量风险逐渐出清，以及投资端的良好表现，未来利润可期。我们维持公司 2021-2023 归母净利润预测 262/283/309 亿元。目前股价对应公司 21 年 PB 为 0.61，维持“买入”评级。

风险提示：经济复苏不及预期；车险改革压力恢复不及预期；长端利率超预期下行

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	433,175	433,187	465,234	508,662	563,287
营业收入增长率	11.42%	0.00%	7.40%	9.33%	10.74%
净利润 (百万元)	24,282	20,868	26,171	28,307	30,884
净利润增长率	56.81%	-14.06%	25.41%	8.16%	9.10%
EPS (元)	1.09	0.94	1.18	1.27	1.39
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.29%	11.13%	12.50%	12.12%	11.86%
P/E	5.34	6.22	4.96	4.58	4.20
P/B	0.76	0.68	0.61	0.55	0.49

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021 年 11 月 4 日；汇率：1HKD=0.8217CNY

3.4、友邦保险 (1299.HK)

不断创新的差异化模式+持续领先的最优代理人是友邦具有竞争优势的根本原因。1) **通过生态系统提供差异化产品+服务。**友邦通过数据分析深入了解客户需求，设计具有吸引力的产品，例如在居民健康意识逐渐增强的背景下，打造健康和保健生态系统，利用 AIA Vitality 健康程式为客户量身定制以奖励为基础的奖赏，并提供领先的医疗保健服务，通过不断创新的差异化模式满足客户日益发展的保障需求。2) **通过高质量代理人匹配中高端客户群体的高要求。**友邦百万圆桌会注册会员人数超过 16000+人，并连续第七年成为全球拥有最多百万圆桌会注册会员的公司，能够更好地满足中高端客户群体的服务需求。

疫情后表现出较强的恢复态势，2021H1NBV 超预期。2021H1 友邦新业务价值同比增长 22% (固定汇率) /28.65% (实质汇率)，新业务价值利润率同比增长 4.6pct，实现双增。相比 2019H1 (疫情前)，泰国 (+45.12%)、新加坡 (+1.73%)、

马来西亚 (+20.77%)、中国内地 (+5.13%)、其他区域 (+12.95%) 的新业务价值水平均有不同程度的增长。但由于中国香港地区业务主要来源之一为中国内地访港旅客，而 2021 年上半年仍受疫情影响，中国内地访港旅客客户群销售下降，拉低了香港地区新业务价值水平，较 2019H1 仍存在 66.88% 的下滑幅度。

通过战略投资持续深耕潜力巨大的中国内地市场。在友邦加速扩张中国内地业务的过程中，先后与中邮人寿与东亚银行建立了伙伴关系。(1) 2021 年 6 月，友邦认购中邮保险 24.99% 的股权。中邮保险通过中国内地最大的零售金融分销网络，触达遍布全国约 4 万个金融网点及超过 6 亿名零售客户，友邦可利用其在银保渠道与互联网渠道的优势，实现中国内地寿险市场的业务增长。(2) 2021 年 7 月，友邦与东亚银行建立为期 15 年的独家银行保险伙伴关系，覆盖中国香港和中国内地。友邦可通过东亚银行作为中国内地三大外资银行之一的优势，联合中国香港市场拓展珠三角业务。由此可见，中邮保险与东亚银行共同为友邦提供了内地市场的银保渠道与互联网渠道优势，与其高端代理人渠道实现优势互补，助力友邦中国持续深耕内地市场。

内含价值受市场利率影响极小，EV 稳定性远强于其他险企。友邦投资资产以固定收益类为主，2021H1 占比为 80.21%。其中，(1) **固收类资产配置以稳健为主。**政府债券和其他政府及政府机构债券占比为 42%，公司债券占比为 52%，结构证券占比为 1%，贷款及存款占比为 5%，收益较为稳健。(2) **资产久期较长。**从固收类投资期限来看，到期期限大于 10 年及无固定期限的占比达 71%，到期期限位于 5-10 年的占比为 15%，低于 5 年的占比仅 14%，可见其资产久期较长，受利率波动影响较小。**2021H1 友邦内含价值对利率上升 50 个基点的敏感度为 0.1%，对利率下降 50 个基点的敏感度为 -0.8%，友邦内含价值受市场利率波动极小，EV 稳定性远强于其他险企。**

盈利预测与评级：友邦布局亚太地区 18 个市场，国际经营经验丰富，实力雄厚，2021H1 业绩表现强劲，预计 2022 年友邦将持续深耕中国内地市场，价值增长空间广阔。我们维持公司 2021-2023 归母净利润预测 64/72/75 亿美元，目前股价对应公司 21 年 PEV 为 1.84，维持“买入”评级。

风险提示：经济复苏不及预期；政策改革推进不及预期；疫情大范围内反复。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万美元)	47,242	50,359	52,463	56,258	59,920
营业收入增长率	30.15%	6.60%	4.18%	7.23%	6.51%
净利润 (百万美元)	6,648	5,779	6,427	7,162	7,546
净利润增长率	110.18%	-13.07%	11.21%	11.44%	5.36%
EPS (美元)	0.55	0.48	0.53	0.59	0.62
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.78%	9.58%	9.68%	9.81%	9.40%
P/E	20	23	21	19	18
P/EV	2.15	2.04	1.84	1.73	1.62

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021 年 11 月 4 日；汇率：1USD=7.7824HKD

4、风险分析

保费收入不及预期。寿险改革成效在短期内难以显现，车险综合改革压力延续影响车险保费收入增速回升，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“开门红”及全年业绩增长均不利。

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，或未能将健康保障需求转化为行动，反而对消费意愿产生负面影响，将显著影响康养产业为险企带来第二增长曲线的进程。

利率超预期下行。利率超预期下行将影响保险资金投资端新增资产净投资收益，以及增厚准备金计提导致利润空间被压缩。

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如第三支柱政策推进不及预期等将影响市场活力及长期发展格局。

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。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。

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。

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与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE