

道阻且长，静待曙光

——保险行业 2022 年度策略

核心观点

- **2021 回顾：负债低迷，资产承压。**年初至今（2021/12/6）A 股保险指数下滑约 38%，跑输沪深 300 约 32pct。负债端看，疫情影响下居民收入不稳定性增加，叠加劳动力结构的变化，导致新单销售低迷、收入不及预期与代理人脱落率提升的恶性循环；车险受综改影响件均下滑，COR 上升，芯片产能不足导致汽车销量低迷，共同导致车险持续承压。资产端看，在全面降准的催化下，长端利率持续下探低于 3%，市场对利差损风险的担忧导致估值中枢持续下行，此外部分险企投资端踩雷也加剧了悲观预期。
- **寿险需求端：保障意识强化，惠民养老齐头并进。**“惠民保”在当前医疗保障需求未被满足的情势下大量涌现，成为又一现象级产品，虽然未来发展有待观望，但其对基本医疗的补充和保障意识的激活效应有目共睹。与此同时，为缓解第一二支柱压力，参考美国 401(K) 计划扩大税收优惠，建立健全第三支柱体系已经刻不容缓，我国已开始加快推动第三支柱发展，全方位满足居民保障需求。
- **寿险供给端：渠道转型进行时，互联网销售迎规范发展。**我国代理人目前正面临量多质低、人员流失、无人可增和渠道受制四重困境，但改革也在稳步推进，如平安寿险的“1+4”改革和太保寿险的“长航合伙人”计划等。银保渠道也凭借中高端客户资源成为改革重点。此外，互联网销售进一步规范，对乱象的治理也有利于行业格局的持续优化。
- **财险：双轮驱动助力整体向好发展。**车险综合改革首年，保费下滑、综合成本率上升，行业整体承压，但目前车险已现向好拐点，预计业务质态将步入改善通道，大型险企规模优势有望逐步显现。非车业务需求旺盛，信用险主动压规模控风险，非车占比有所提升，成为重要增长点。我们预计在车险非车的共同发力下，有望实现双轮驱动，带动财险整体向好发展。
- **投资端：市场波动较大，三策略主动突围。**受新冠疫情及海外因素影响，长端利率持续下行，权益市场波动较大等因素直接影响到险企投资端表现。我们认为险企可从以下三种策略把握配置机遇：1）增配长久期债券，把握利率相对高位推动久期匹配；2）慎重推动信用下沉，拓宽优质资产投资范围；3）响应长期资金入市号召，提高权益投资比例。

投资建议与投资标的

- 我们仍坚持此前观点，1）负债端来看，队伍清虚下的规模探底逐步形成，留存下的队伍产能有所提升，开门红有望逐步开启；财险拐点已至，期待保费与 COR 的同步改善；2）投资端来看，权益市场展望乐观，投资上限放开更添向上弹性。大型险企在市场波动背景下，加速布局养老社区、商业地产等外延扩张，以缓解市场对利差损的悲观预期，同时也有望反哺寿险主业，以期实现医养结合，提升客户粘性与二次开发。
- 维持行业看好评级。建议关注坚定寿险改革，投资回报逐步回暖的中国平安(601318, 买入)；同时，建议关注发布“长航合伙人”计划打造优质代理人团队的中国太保(601601, 未评级)；此外，建议关注“分改子”后探寻区域扩张、银保合作推动渠道下沉的友邦保险(01299, 未评级)。

风险提示

- 新单销售不及预期，长端利率下行，权益市场波动，股权投资计提减值风险，车险综合改革进展不及预期，政策风险，假设不成立风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
行业 保险行业
报告发布日期 2021 年 12 月 07 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 陶圣禹
021-63325888*1818
taoshengyu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521070002

证券分析师 唐子佩
021-63325888*6083
tangzipei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060001

证券分析师 施静
021-63325888*3206
shijing1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520090002
香港证监会牌照：BMO306

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1. 2021 回顾：负债低迷，投资承压	6
2. 寿险需求端：保障意识强化，惠民养老齐头并进	7
2.1 惠民保填补时下缺口，激活保障意识成效更为显著	7
2.1.1 社保商保难以满足保障需求，惠民保从爆发到规范发展	7
2.1.2 保障范围充足，但参保率与定价问题值得深思	8
2.1.3 激活保障意识值得肯定，商业保险或肩负更大使命	9
2.2 学习 401(K)扩大税收优惠，第三支柱大有可为	10
2.2.1 税收优惠为基础，提升居民参与积极性	10
2.2.2 账户制为核心，更具独立性与定制化	11
2.2.3 开放性为原则，扩大市场参与主体促进良性竞争	11
2.2.4 市场化为导向，提升权益比例平衡风险收益	12
3. 寿险供给端：渠道转型进行时，互联网销售迎规范发展	12
3.1 代理人体系发展承压，改革转型迫在眉睫	12
3.1.1 传统代理人制度面临四重困境	12
3.1.2 他山之石：日本代理人体系改革值得借鉴	13
3.1.3 重“量”到提“质”，我国代理人渠道改革任重道远	15
3.2 银保渠道稳扎稳打，政策引导空间可期	16
3.2.1 业务规模企稳回升，中高端客户资源优势突出	16
3.2.2 政策引导，厚积而薄发	17
3.3 互联网销售规范化任重道远	18
3.3.1 与时俱进：多角度利好线上渠道	18
3.3.2 乱象治理：系列新规出台，规范互联网保险供给	19
3.3.3 政策影响：监管助力行业格局重塑	20
4. 寿险+：路漫漫，险企上下而求索	21
4.1 寿险+健康管理：联合健康模式可适度借鉴	21
4.1.1 海外经验：美国联合健康塑行业模范生	21
4.1.2 寿险+体验/医疗/互联网，国内市场百舸争流	22

4.2 寿险+养老服务：高端养老社区新浪潮.....	23
5. 财险：双轮驱动助力整体向好发展	24
5.1 车险：拐点显现，头部险企优势凸显.....	24
5.1.1 年初保费呈下滑趋势，但 10 月已现向好拐点	24
5.1.2 综改下 COR 达 101%，头部险企仍能维持承保微利	26
5.1.3 海外 UBI 应用经验丰富，国内开展积极探索	27
5.2 非车险：占比提升，多险种共同发力推动快速发展	28
6. 投资端：市场波动较大，三策略主动突围	29
6.1 增配长长期债券，利率相对高位推动久期匹配	29
6.2 慎重推动信用下沉，拓宽优质资产投资范围	30
6.3 响应长期资金入市号召，提高权益投资比例	31
7. 投资建议	31
8. 风险提示	32

图表目录

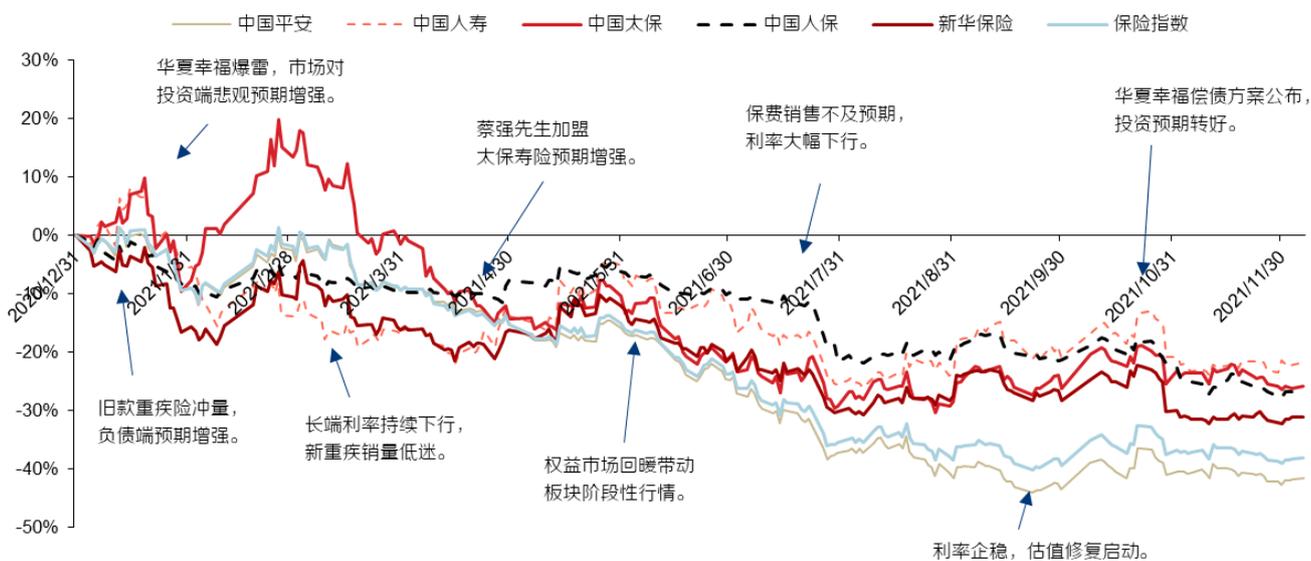
图 1: 2021 年以来 (截至 2021/12/6) A 股上市险企走势及催化因素	6
图 2: 今年以来寿险业务主要指标表现	7
图 3: 基本医疗保险支出对比卫生总费用支出	8
图 4: 险企健康险赔付总额及占比	8
图 5: 沪惠保投保不限年龄、职业、健康状况	8
图 6: 北京普惠健康保不限年龄、户籍、职业、健康状况	8
图 7: 一线城市 2021 惠民保首年参保率	9
图 8: 发展第三支柱可遵循的四条思路	10
图 9: 美国养老计划中投资共同基金比例	12
图 10: 各大险企近几年代理人数量	13
图 11: 各大险企代理人规模较年初增速	13
图 12: 日本四次三年规划改革成果	14
图 13: 我国代理人学历分布	15
图 14: 我国代理人年龄分布	15
图 15: 平安寿险代理人规模变化	15
图 16: 平安寿险代理人产能变化	15
图 17: 2014-2020 年各渠道总保费占比	17
图 18: 平安寿险及健康险银保渠道 NBV 及价值率	17
图 19: 互联网保险收入占总保费收入比重	18
图 20: 互联网人身保险市场发展情况	19
图 21: 互联网健康保险发展情况	19
图 22: 监管近年放缓对人身险公司分支机构设立的批复速度	20
图 23: 中国平安电网销与银保渠道新业务价值率对比	20
图 24: 美国联合健康 1+1 业务体系	22
图 25: 2020 年联合健康营业总收入来源及占比	22
图 26: ROE 及归母净利润增速	22
图 27: “太保妙健康”数字化健康管理平台	23
图 28: 平安好医生线上线下全链条打通	23
图 29: 太保家园·成都国际颐养社区	24
图 30: 泰康之家多学科医养服务团队 360°贴心照护	24
图 31: 汽车销量持续下滑	25
图 32: 上市险企车险业务保费增速	25
图 33: 车险行业保费增速	25

图 34: 人保车险业务保费增速	25
图 35: 人保、平安、太保车险业务市占率表现	26
图 36: 人保、太保车险业务 COR 及其拆分	26
图 37: Metromile 保费定价方式	27
图 38: Ingenie 驾驶反馈 APP	27
图 39: Metromile UBI 保费节省约 47%	27
图 40: Metromile UBI 汽车里程保费优惠	27
图 41: 头部险企非车险业务占比	28
图 42: 头部险企非车险保费收入增速	28
图 43: 人保责任险保费规模及增速	29
图 44: 头部险企保证险综合成本率	29
图 45: 10 年期国债收益率呈下行趋势	29
图 46: 上市险企年化总投资收益率略有下降	29
图 47: 1H21 上市险企资产配置以固收为主	30
图 48: 中国平安固收资产久期约为 8 年	30
图 49: 上市险企权益资产配置较监管上限仍有空间	31
图 50: 上市险企权益资产在总投资组合中占比稳步提升	31
表 1: 401(K)与 IRA 计划的税收优惠政策	11

1. 2021 回顾：负债低迷，投资承压

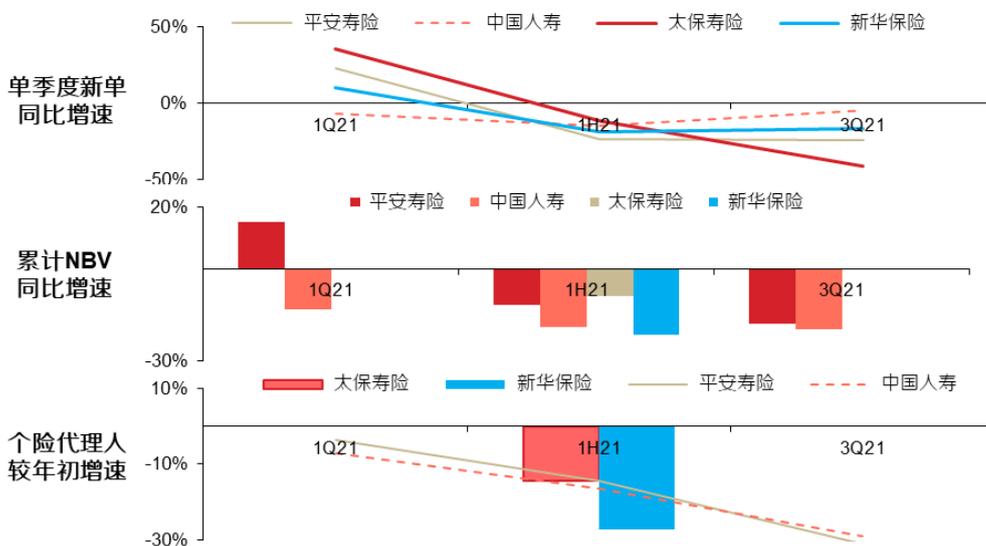
今年以来，保险板块市场表现持续低迷，年初至今（截至 2021/12/6）A 股保险指数下滑了约 38%，跑输沪深 300 指数约 32pct。我们认为行业表现大幅弱于整体市场，主要受几方面因素共同扰动所致。从负债端来看，疫情影响下居民收入不稳定性增加，叠加劳动力结构的变化，导致新单销售低迷、收入不及预期与代理人脱落率提升的恶性循环；车险业务受综改影响件均下滑，芯片产能不足导致汽车销量低迷，叠加商车费改下的 COR 上升，共同导致车险持续承压。从资产端来看，在全面降准的催化下，长端利率持续下探低于 3%，市场对利差损风险的担忧导致估值中枢持续下行，此外部分险企投资端踩雷也加剧了悲观预期。

图 1：2021 年以来（截至 2021/12/6）A 股上市险企走势及催化因素



数据来源：Wind，东方证券研究所

寿险业务陷入新单销售低迷、代理人队伍下滑的恶性循环。（1）1 月新旧重疾险切换带来的集中冲量，使得一季度新单大多实现正增长（中国人寿存在去年开门红高基数效应除外），平安也实现较为满意的 NBV 增长，队伍规模在清虚推动下有小幅调整；（2）但步入二季度以来，随着客户资源的前期消耗，业务推进不及预期，各大险企单季度新单均呈现大幅下滑趋势，导致 NBV 累计同比增速大幅下挫，其中按季度披露数据的平安二季度单季 NBV 同比降幅达 42%。新单下滑下的代理人队伍脱落率提升，1H21 末较年初均减少 10% 以上，其中新华由于 2020 下半年的快速增员导致高基数下的降幅更为显著；（3）三季度在各地惠民保的推广下，传统保险配置需求后移，新单销售进一步下滑，NBV 降幅扩大，同时也带来代理人的进一步脱落，平安和国寿队伍规模均较年初下滑 30% 左右。

图 2：今年以来寿险业务主要指标表现


数据来源：公司公告，东方证券研究所

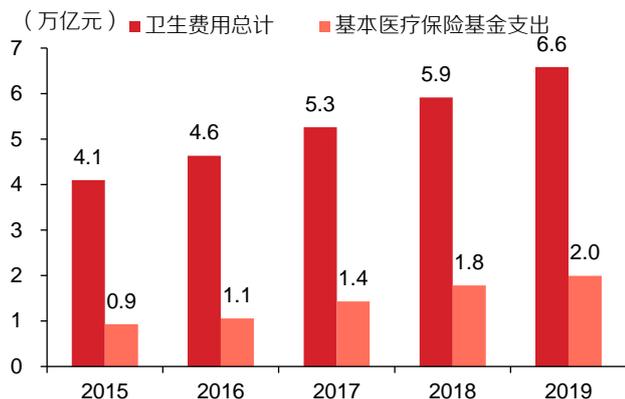
2. 寿险需求端：保障意识强化，惠民养老齐头并进

“惠民保”在当前居民医疗保障需求未被满足的情势下开始大量涌现，成为保险行业中的又一现象级产品。虽然未来发展道路仍有待观望，但其对基本医疗保障的补充及对居民保障意识的激活有目共睹，政府也将在监管上做出更多的引导。与此同时，为缓解第一二支柱压力，参考美国 401(K) 计划扩大税收优惠，建立健全第三支柱体系已经刻不容缓，我国将结合自身国情，加快推动第三支柱发展，全方位满足居民保障需求。

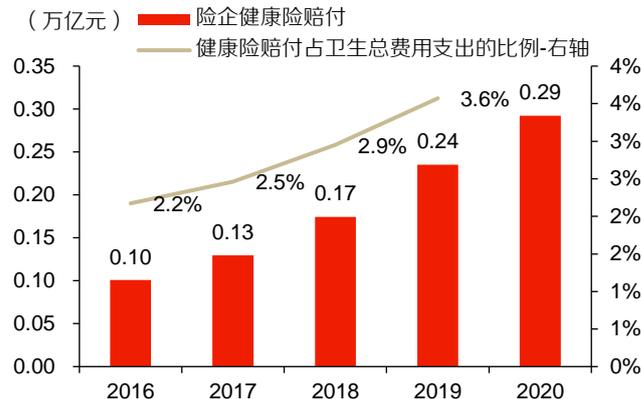
2.1 惠民保填补时下缺口，激活保障意识成效更为显著

2.1.1 社保商保难以满足保障需求，惠民保从爆发到规范发展

社保商保难以满足居民医疗保障需求。当前中国基本医疗保障尚存在较大缺口，且商业健康险保障覆盖率不足，参保门槛高，个人医疗费用支付压力较大。从保障覆盖面来看，2019 年全国卫生总费用支出 6.6 万亿元，其中基本医疗保险支出 2 万亿元，余下的 4.6 万亿元则为个人支付。另一方面，投保门槛高、保障意识不足等问题导致商业健康险的覆盖率有限，2019 年商业健康险赔付支出 2351 亿元，在全国卫生总费用支出的占比仅为 3.6%。

图 3：基本医疗保险支出对比卫生总费用支出


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：险企健康险赔付总额及占比


数据来源：Wind，东方证券研究所

惠民保从爆发到规范发展，未来市场空间约 320 亿元/年。在此背景下，惠民保作为基本医疗保险的补充应运而生。2020 年以来惠民保产品快速推进，经历了萌芽、探索、爆发及规范发展四个阶段，截至 2021 年 6 月，全国有共上线 140 余款惠民保产品，覆盖 26 个省份，累计参保人数达 6000 万，累计保费收入超过 50 亿元。目前惠民保产品逐步进入规范发展阶段，同时部分城市开始推出第二款甚至第三款相关产品或对前期产品进行迭代升级，弥补前期产品的不足。根据中国银行保险报测算，惠民保未来潜在保费规模约在 320 亿元/年。

2.1.2 保障范围充足，但参保率与定价问题值得深思

低价低门槛获风险保障，普惠性质尽显。惠民保作为普惠型医疗险，基于各城市产品保障范围、承保责任的差异，费率水平在每年几十元到上百元不等。城市定制商业医疗险设计多为当地医保参保人即可投保，不限户籍、年龄、职业、健康状态，部分产品还可保障既往症人群，分担其长期高额治疗费用。此外，住院医疗保额通常在 100 万元以上，保障责任在医保目录基础上拓展至医保目录外的住院医疗、特药责任等，有效补充消费者在医保之外的医疗费用赔付需求，普惠性质尽显。广泛的城市客群助力民众保障意识觉醒及需求提升，未来产品设计将不断优化，实现正向循环。

图 5：沪惠保投保不限年龄、职业、健康状态

- 4 是否需要提供健康告知或进行体检？
答 无需提供健康告知或进行体检。
- 5 我最近生病住院过，可以买吗？
答 可以购买。
- 6 投保时被保险人有年龄限制吗？
答 投保年龄不受限制。
- 7 投保时是否有职业限制？
答 无职业限制。

数据来源：沪惠保微信公众号，东方证券研究所

图 6：北京普惠健康保不限年龄、户籍、职业、健康状况

年龄户籍不限

- 北京医保参保人员即可投保
- 不限年龄、户籍、职业

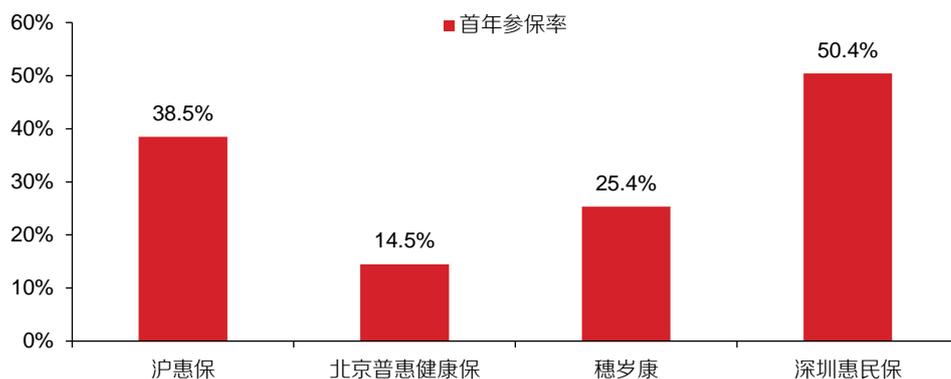
既往症可投保可理赔

- 不限身体健康状况，无需体检
- 特定既往症可投保可理赔（详见投保须知）

数据来源：北京普惠健康保微信公众号，东方证券研究所

部分城市参保率有限，基数不足或承担更大的逆选择风险。当前惠民保采取一城一策的发展方式，各地参与程度差异化较大，例如沪惠保首年参保人数超 739 万人，参保率达 38.49%，创下国内惠民保多个行业之最；但相比之下，北京普惠健康保 2021 年参保人数为 301.51 万人，以参保医疗保险人数粗略测算得参保率为 14.5%；除少数较发达城市外，部分地区的首年参保率在 1%-15% 之间，参保率低的地区甚至不足 5%。由于产品设计上允许带病投保，参与人数较少或使得险企承担更大的逆选择风险。

图 7：一线城市 2021 惠民保首年参保率



数据来源：沪惠保公众号，北京普惠健康保公众号，时代周报，东方证券研究所

产品处盈亏平衡点附近，险企需考虑保费与盈利性上的平衡。影响参保率一方面是医保账户是否可以支付，例如沪惠保可直接从医保卡划转，闲置资金流动性提升促进居民投保意愿上涨；另一方面是定价的波动性，相比于沪惠保是首年推出，北京普惠健康保已经是第二年的升级产品，保费较前一年京惠保的 79 元提升至 195 元，虽然绝对金额不大，但对于京惠保无理赔的人群来说，必然会思考继续投保的必要性。从 2020 年以前经历过一年以上承保周期的产品情况看，大部分处在盈亏平衡点附近。但由于前述的参保人数不足等问题，未来赔付或呈上升趋势，险企需进一步考虑保费与盈利性之间的平衡，也即参保率与定价上的平衡。

2.1.3 激活保障意识值得肯定，商业保险或肩负更大使命

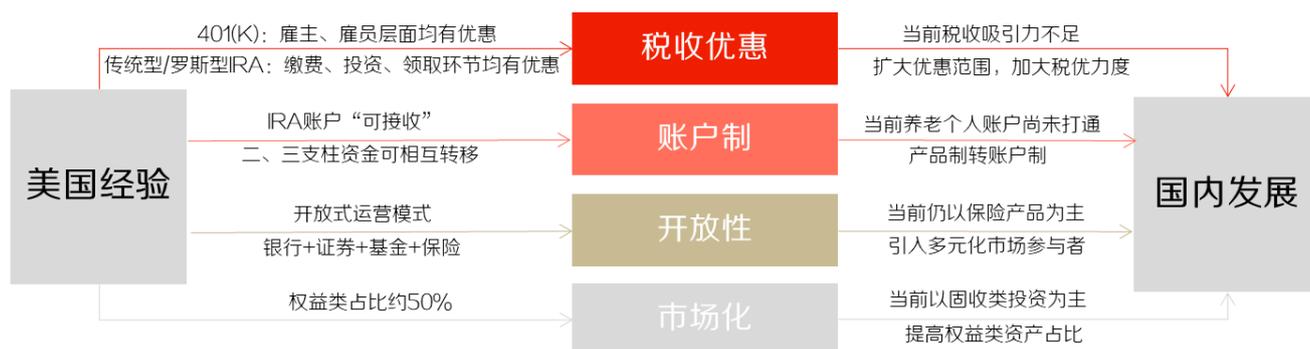
深耕客户价值，促进二次加保。虽然当前各大险企承保的盈利性尚不明朗，但未来客户价值的提升值得期待。以深圳惠民保为例，虽然其承保公司平安养老 5 年来在此款产品上一直处于亏损状态，赔付率一度高达 136%，但通过对客户的二次开发，拓展了约 3000 万元规模的百万医疗险和重疾险等业务，一定程度上弥补了普惠业务的开展，也进一步提升客户黏性。

政府引导产品长期发展、迭代优化，需求激活下的商业保险更有发展空间。由于政府推广对于惠民保的参保率具有明显的促进作用，因此我们认为作为普惠型产品的重要性会逐步增强，未来惠民保有望在政策引导下实现长期发展与迭代优化。此外，居民保障意识近年来的激活值得肯定，我们认为需求缺口仍较大的背景下，商业保险或肩负更大使命。

2.2 学习 401(K)扩大税收优惠，第三支柱大有可为

一二支柱覆盖有限，三条路径发展第三支柱。我国目前存在第一支柱压力增大，第二支柱覆盖率有限等问题，在此基础上，监管也认识到税延型养老保险“叫好不叫座”的窘境，多次提出要建立健全第三支柱体系。9月3日央行发布的《2021金融稳定报告》以专题的形式论述规范发展第三支柱养老保险的三条路径：1)推动建立以账户制为基础的个人养老金制度，实行账户封闭运行，参与人可自主选择希望进行投资的金融产品；2)研究探索多种形式的激励政策，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，引导养老金长期积累；3)稳步推进商业养老金融改革发展，开展业务创新试点，发展真正具备养老功能的专业养老产品。我们认为要发展第三支柱，要遵循以下四条思路。

图 8：发展第三支柱可遵循的四条思路



数据来源：东方证券研究所

2.2.1 税收优惠为基础，提升居民参与积极性

税收优惠吸引力不足，税延型养老保险“叫好不叫座”。据银保监会披露，截至2020年末，个人税收递延型商业养老保险自2018年5月试点以来，仅有23家保险公司参与试点，19家公司出单，累计实现保费收入4.26亿元，参保人数4.88万人。由此可见，税延养老险试点进展缓慢，业务规模不大，覆盖人群有限，效果未达预期。究其原因，主要在于税收优惠力度较小，对投保人吸引力不足，目前我国已将个人所得税起征点上调至5000元，而就财政部副部长程丽华于2018年8月31日人大新闻发布会上表示，个人所得税的纳税人占城镇就业人员的比例仅约为15%，覆盖人群有限。同时，手续相对繁琐，也削弱了居民投保的积极性。此外，税延型养老险采用EET模式，领取时按7.5%征收个税，领取环节的实际税率更高，进一步压制了投保人的投保意愿。

学习美国经验，扩大税收优惠范围。税收优惠是美国第二、三支柱发展的重要推动力之一。401(K)计划在雇主层面和雇员层面均给予缴费和投资收益的税收优惠；传统型IRA允许所有未满70.5岁的居民参加，缴费环节支出可税前扣除，投资收益延迟纳税；罗斯型IRA无年龄限制，缴费环节纳税，投资和领取环节免税。因此，我们认为第三支柱改革应以税收优惠为基础，借鉴美国401(K)计划和IRA计划的经验，扩大税优政策覆盖范围，在鼓励人群广泛参与的基础上，避免制度过于向高收入人群倾斜；进一步提升财政补贴优惠力度，尽可能多地覆盖低收入人群、自由职业者等人群的养老保障要求；提高税延养老险的税前扣除上限，降低领取税率，以加大税优力度，提升个人养老金储备的积极性。

表 1：401(K)与 IRA 计划的税收优惠政策

	401(K)	传统型 IRA	罗斯型 IRA
模式	EET 模式	EET 模式	TEE 模式
缴费上限	18500 美元（50 岁以上：6000 美元）	6000 美元（50 岁以上：7000 美元）	6000 美元（50 岁以上：7000 美元）
缴费税收规定	存入 401K 计划的金额会被从当年的收入中减掉暂不征税	缴费支出可税前扣除	不能享受税收优惠
投资环节	投资部分账户增值的资本利得包括分红、投资收益、利息收入等免征资本增值税（个人投资则需要征收）	投资收益延迟纳税	投资收益免税
领取环节	领取方式：一次性领取；以年金形式领取（如若在年金领取完前死亡，受益人将一次性领取所有余额并缴纳个人所得税） 税收规定：按当时个人所得税率征收税金，在 59.5 岁之前取出会有 10% 的罚金	征收税金（按当时个人所得税率），在 59.5 岁之前取出会有 10% 的罚金	存入款项超过 5 年，可完全免税；2）<59.5 岁：若距离第一次存入款项超过 5 年，且用于第一次购房、伤残、死亡等特殊情况，无需缴纳 10% 的罚金

资料来源：ICI，东方证券研究所

2.2.2 账户制为核心，更具独立性与定制化

美国第三支柱的经营模式以账户制为主体，个人可以通过账户自由地进行产品申赎、转换等。在领取环节，个人仅需在账户管理机构办理一次领取申请即可；二、三支柱的资金可以相互转移。具体来看，IRA 具备“可接收”功能，个人在更换工作或退休时，可将第二支柱企业雇主养老金计划中积累的资金转存到 IRA 账户中；税收优惠被赋予到账户上，可直接在国家规定的额度内进行登记。

我国个人养老账户尚未打通，加快模式转变或成破局关键。产品制体系下，领取环节手续复杂、二、三支柱资金关联性小、个人税收优惠难以汇总都是目前亟待改革的关键点。虽然我国一、二支柱已建立个人账户，首批运营税延养老保险的保险公司也从产品制转换为账户制，但以养老储蓄等形式存在的养老金仍为产品制。我们认为个人账户模式未来或将成为突破口，更具独立性与定制化的个人养老金体系对于第三支柱的发展具有重要的作用。通过个人账户的模式，个人选择适合自己风险承受能力和退休计划的产品进行投资，若未来能建立税延型养老险账户和一二支柱之间的转移机制，打通三支柱账户间的转换，实现整体统筹，届时第三支柱的适用性和参与率将更进一步。

2.2.3 开放性为原则，扩大市场参与主体促进良性竞争

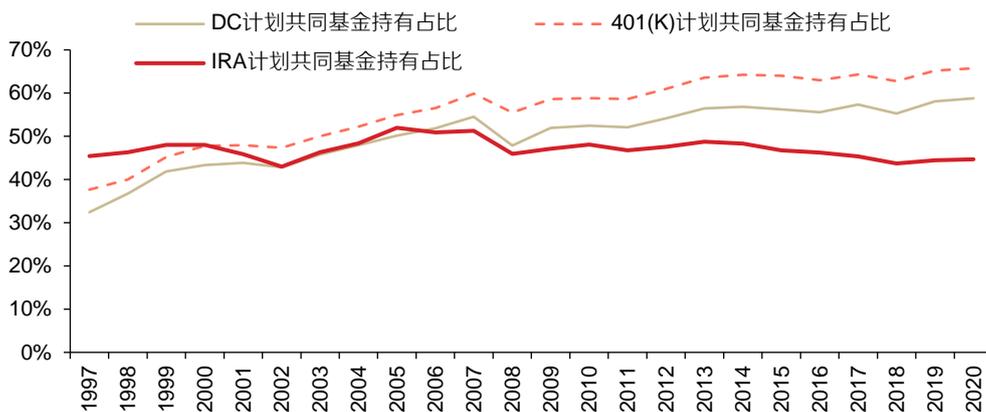
参与主体多元化，助力体系完善灵活。美国采取开放式的运营模式，银行、证券、基金、保险等金融机构均可参与其中，养老金融产品和服务较为丰富，目前有目标日期基金、目标风险基金等能够实现长期保值增值的产品。而我国仍以保险公司提供的养老产品为主导，产品同质化较高且缺乏竞争力。虽然近期人社部提出要发展个人商业养老金融产品，银保监会也在四家机构、四个地区

推出首批养老理财产品试点，但整体仍处于初级阶段。我们认为第三支柱改革应建立以开放性为原则的产品体系，引入多元化的市场参与主体，设计出适合不同人、不同特点、不同阶段的产品，并保证广泛性和公平性，加快向投资养老转化，推动第三支柱发展。

2.2.4 市场化为导向，提升权益比例平衡风险收益

401(K)计划和IRA计划将较大部分资产投入共同基金，股票基金配置占比约50%，权益类资产占比较高。但中国的养老金投资以固收类投资为主，权益投资占比仅约20%，无法实现长期可观的投资收益。因此，我们认为第三支柱改革应以市场化为导向，发挥市场机构的主力军作用，为参与者提供产品创设、投顾服务和账户管理等服务，加快养老金入市，放宽养老金投资范围，实现长期收益与风险的均衡。

图9：美国养老计划中投资共同基金比例



数据来源：ICI, Wind, 东方证券研究所

3. 寿险供给端：渠道转型进行时，互联网销售迎规范发展

供给端方面，代理人渠道粗放模式不可持续，改革转型迫在眉睫，从海外经验来看转型过程任重道远。银保渠道一路稳扎稳打，背靠强大的中高端客户资源，或将成为保险市场渠道改革的重点。此外，随着互联网销售渠道的稳定发展，相关的监管政策也陆续出炉，互联网供给进一步规范，同时也对险企风控、治理等各方面能力提出更高要求，互联网保险行业格局将得到长期优化。

3.1 代理人体系发展承压，改革转型迫在眉睫

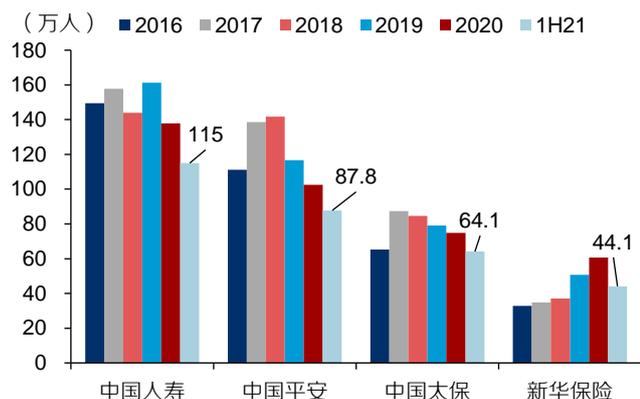
保险行业队伍的成長必定经历粗放式发展、专业化转型两个阶段，由于历史发展原因，我国保险代理人体系正处于转型发展的瓶颈期。在此阶段，日本等发达国家的改革经验具有借鉴意义，而我国各险企也将在监管政策的促进和催化下加速队伍经营策略转型的历程。

3.1.1 传统代理人制度面临四重困境

困境一：人海战术加行业升级，“量多质低”为行业可持续发展埋下隐患。过去十年，我国保险行业的大发展主要依托于代理人规模的成倍增长，尤其自 2015 年代理人资格考试取消后，险企纷纷采取“人海战术”以实现渠道规模的快速扩张。然而，人力大进大出的背后是整个代理人渠道的粗放式发展，队伍整体能力偏低，无法适应客群迭代，无法满足差异化和个性化需求，流动率高、素质参差不齐的销售人员使得保险公司建立的品牌形象大打折扣。自身素质尚且不完全达标的情况下，监管对快返型年金险的约束、对长期保障险的鼓励均给代理人展业能力提出了新的要求，而市场对代理人能力的期望也在随着监管的加强而提高。

困境二：压实队伍质量，人员流失大。在监管加强行业规范背景下，上市险企普遍加大人力清虚力度，压实队伍质态。从已披露的数据看，近两年来，除新华保险外，各大险企代理人规模增速开始放缓，队伍人数基本呈现负增长。截至 3Q21 末，中国人寿个险渠道代理人 98 万人，为近年来首次跌破百万人力大关；中国平安代理人由年初的 102.4 万人下降至 70.6 万人，降幅达 31%。而新华因采取增员的策略，2016-2020 代理人数量增加，自今年上半年开展人力清虚后，队伍规模开始呈现下降趋势。

图 10：各大险企近几年代理人数量



注：太保寿险代理人为月均人力，其他为时点值。

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 11：各大险企代理人规模较年初增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

困境三：代理人收入水平低且波动性大，险企面临“无人可增”局面。代理人的佣金主要来源于保单销售佣金，其中续期佣金随着年份增加而快速衰减，对代理人收入更为重要的新单业务近几年却面临销售困境。即使是行业领先的平安，近年来其代理人月收入也低于社会在岗人力平均收入：2019 年平安代理人月收入 6309 元，仅为全国在岗职工月平均工资的 80%。此外，近年来包括配送、家政、物流等新兴服务行业的兴起也一定程度上降低了保险行业的吸引力，我们预计大幅增员的现象将不复存在，下一阶段代理人队伍规模增长仍存在压力。

困境四：疫情多点反复，线下销售难以全面恢复。全国疫情多点反复导致代理人线下销售受阻，需求也一定程度受到抑制，虽然各公司开始发力线上手段扩展获客渠道，但以高价值率为主力的代理人渠道展业仍然收到较大制约。我们认为现阶段的队伍脱落与产能不足仍然是代理人渠道长期稳健发展的主要困境之一。

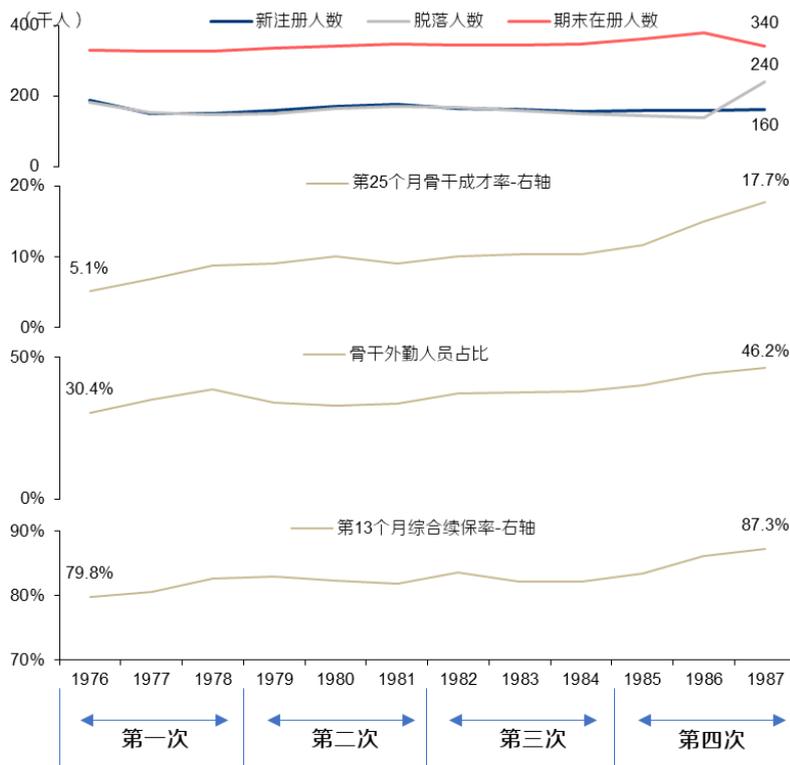
3.1.2 他山之石：日本代理人体系改革值得借鉴

代理人专业素质低、流失率严重、队伍产能及客户满意度下降等问题同样出现在上世纪五六十年代的日本寿险市场。之后的几十年，日本代理人体系全面改革，实现了由“大进大出”到“精英化”模式的转变，我们认为对内资险企具有较强的借鉴意义。

完善培训考核体系，重视代理人收入及保障。1974年日本根据《最低收入法》引入最低底薪制，同年统一了资格认证考试制度，实施初级、中级、高级课程、外勤大学课程等系统化的考试制度。强制代理人学习寿险相关专业知识、法律法规、税收制度、企业分析等基础课程，提高代理人专业素质；1976年日本保险监督厅发布《关于寿险销售体制的改善改进计划》，要求各寿险公司制定出包括代理人新注册人数、保单失效解约数、期末代理人人数等指标的三年规划；20世纪90年代后，代理人教育体系完善为一般课程、专业课程、应用课程、寿险大学课程四个级别；1996年修订《保险业法》加剧了行业对高产能代理人的竞争，各大寿险公司纷纷提高了代理人收入的保障程度及人文关怀。

成效显著，改革助力突围。全面改革成效明显，日本代理人体系突破困境。20世纪60-80年代的改革措施使得：1)寿险脱落率由56.2%下降至38.3%，极大的抑制了代理人大批脱落的问题，提高了队伍的稳定性；2)第25个月成才率达到17.7%，约为1976年的3.5倍，期末绩优代理人占比提升了15.8pct，达到46.2%，队伍的产能获得极大的提升；3)保单13个月综合续保率提升7.5pct至87.3%，反映客户满意度的提升和退保率的下降。20世纪90年代，伴随泡沫经济的破灭、保险行业破产风潮的来临，日本各寿险公司通过进一步“清虚”提高对代理人综合素质的要求，并通过严格招聘程序、完善培训考核、提高福利待遇等方式精细化运营代理人队伍，取得了良好的效果。日本各大寿险公司综合续报率及客户满意率大幅度提升。

图 12：日本四次三年规划改革成果

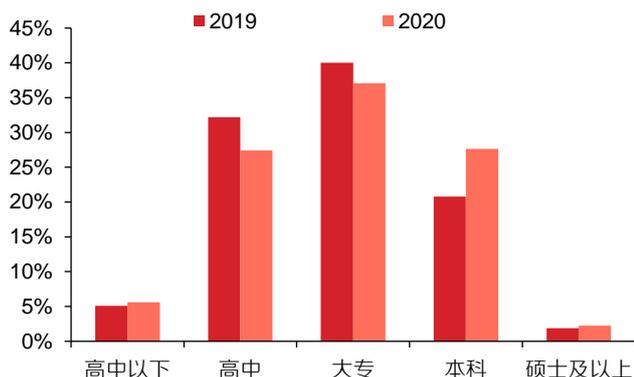


数据来源：明治安田生命公司提供的日本寿险营销员制度的相关资料，东方证券研究所

3.1.3 重“量”到提“质”，我国代理人渠道改革任重道远

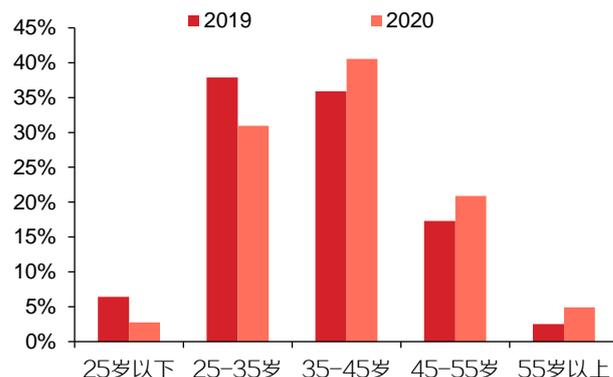
参考日本改革历程，我国代理人渠道升级正多维度发力。针对需求端的变化，部分大型险企已经启动代理人改革，并深入到招募、培训、展业及利益给付等各个环节。从招募上，提高高学历人群占比，抬高增员门槛以期提升队伍素质；培训上，提升队伍销售、服务能力，改革现有培训体系，加强培训赋能；展业上，提高数字化水平，优化迭代现有的数字营运和管理系统，大量运用人工智能和大数据等前沿技术提升内勤的作战指挥水平、外勤的科学管理和精准服务水平；利益给付上，提高收入的同时拓宽代理人未来职业转型发展的路径。核心目标是提升代理人队伍整体产能，提高投入产出效率，实现价值可持续增长。

图 13：我国代理人学历分布



数据来源：《中国保险中介市场生态白皮书》，东方证券研究所

图 14：我国代理人年龄分布



数据来源：《中国保险中介市场生态白皮书》，东方证券研究所

(1) 平安寿险：“1+4”改革项目初显成效

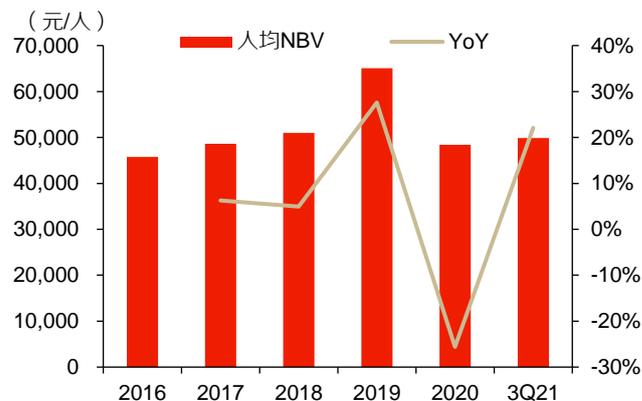
修改基本法加大激励，从规模向高质量转型。平安修订了新的基本法以应对持续下滑的代理人队伍，主动清虚低产能代理人，对留存下来的绩优人力加大激励力度，同时推广福利保障计划、试点营业部经理关爱计划，以此激发团队发展活力。因此，虽然在内外部因素影响下，队伍规模呈下滑态势，但剔除 2020 年疫情的客观影响外，人均 NBV 保持正增长，2021 前三季度人均 NBV 较 2019 年同期也实现 22% 的提升。

图 15：平安寿险代理人规模变化



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 16：平安寿险代理人产能变化



数据来源：公司公告，东方证券研究所

“1+4”改革项目稳步推进，实现分层精细化经营。平安不仅进行了代理人基本管理办法动态调整，在“渠道1+4”方面，平安以“三好五星”作为一个评价体系，此外聚焦数字化营业部、数字化增员、数字化AskBob培训，以及数字化活动量管理四大改革项目，着力推动高质量三层队伍的转型。**1) 新人队伍上**，在优才计划基础上提出“优+”增员升级，目标3年内高质量新人占比提升到50%左右，而据3Q21业绩会公布，目前这一指标不到10%。此外，也加强了新人培训，以丰富的产品体系为其展业奠定基础，目标留存率达到35%以上；**2) 潜力队伍上**，一方面采用200余个动作标准化管理，活动率已改善约1.5倍，另一方面设计易销售的链式产品组合来推动定制化服务，代理人收入提升5%以上；**3) 钻石队伍上**，继续加大力度培养，维持高产能的基础上扩大规模。对普通钻石队伍进行扩量，目前已有1000个星级潜力部课发展高产能钻石业务员；对高端钻石队伍提质，匹配专属服务、产品、活动，产能已提升20%以上。

数字化渠道改革试点成效初显。部分试点营业部已开始交出靓丽成绩单，公司二季度部均首年保费较试点前提升6%，留存人力人均首年保费提升30%，产能的提升主要通过提升行为与质量来传导。例如拜访量较对照组提升约1.5倍，人均长险件数较对照组提升约1.4倍。公司通过对科技投入来赋能寿险主业的成果正逐步显现，我们认为随着赋能的持续深化，未来产能仍有进一步提升空间。

(2) 太保寿险：“长航合伙人”计划启动

“长航合伙人”招募计划启动，打造“三化五最”代理人团队。太保寿险于11月20日举办“长航合伙人”全球招募计划发布会，明确专门为“长航合伙人”打造“三化五最”创业平台支撑体系，其中：1) 三化：职业化、专业化、数字化；2) 五最：最丰富的收入空间（即将上线的“芯”基本法和全新的“创业基金”为其提供丰厚的收入空间）、最强大的创业平台（支撑NBS的客户经营系统）、最温暖的太保服务（涵盖客户的财富管理、健康保障和养老传承等全方位需求的产品体系，并提供从信托服务、太保家园、生命银行到太保蓝本的多层次服务体系）、最专业的成长体系（管理+销售双路径队伍生涯，为优秀合伙人提供组织发展和个人发展的双重选择）、最舒心的工作环境。同时，公司与LIMRA&LOMA GLOBAL和中领国际举办专属培训签约仪式，为其销售队伍带去专业的成长体系。

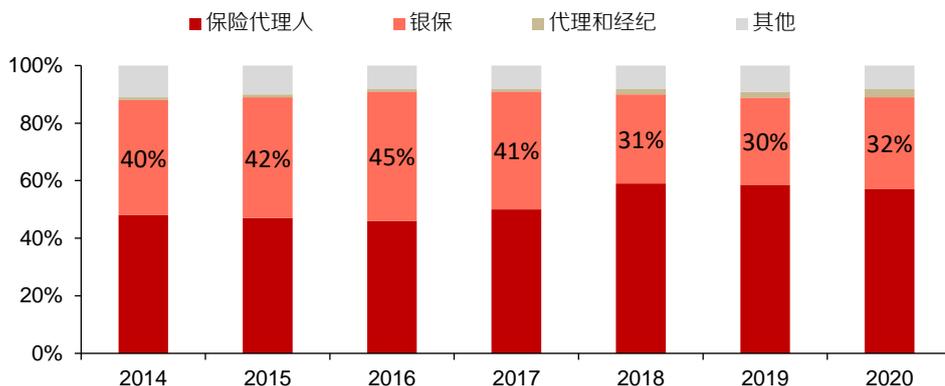
从平安、太保两大上市险企的改革措施我们不难发现，虽然代理人规模有进一步下滑的压力，但产能提升才是未来队伍发展的核心。而产能的提升主要依附于代理人的优质与留存，以较有竞争力的收入吸引人才加入，以完善的培养体系助力人才成长，以充满潜力的职业上升空间吸附人才留存，队伍质态提升将是各大险企转型之路的重中之重。

3.2 银保渠道稳扎稳打，政策引导空间可期

3.2.1 业务规模企稳回升，中高端客户资源优势突出

银保渠道复苏，期交产品转型。受疫情影响，2020年传统线下代理人展业严重受阻，而银保渠道凭借自身客户基础及银行账户优势，全年实现保费稳健增长，同比增速达12.61%，远高于代理人渠道的4.27%，银保渠道占比也自2017年以来首次回升。从产品角度来看，目前银保代销的险种以普通型年金险为主，健康险销量较小，且期限上主要为短期险，更为符合银行理财经理的销售习惯。

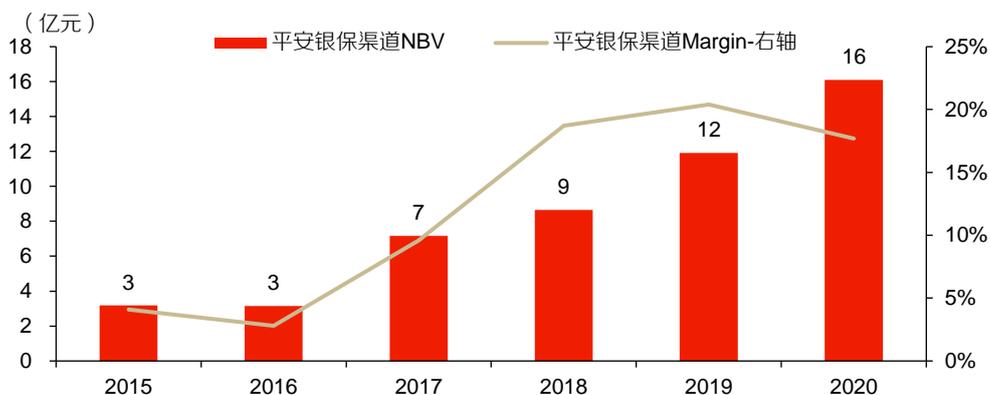
图 17: 2014-2020 年各渠道总保费占比



数据来源: 保险业协会, 东方证券研究所

拥有众多优质客户资源的银保渠道或将再次成为各家上市险企渠道转型的重点。银保渠道在中高端客户获取方面存在天然优势，未来或将重新成为行业增长的主要引擎。虽然面临着较为高额的费用成本，但银保渠道的背后是大规模的优质客群。当前时点银保渠道在储蓄业务复苏的大背景下活力再度被激发，但除了规模增长之外如何留住客户做深度开发是当前银保发展的重点。可以看到，中国平安已经率先开始进行银保改革，通过平安人寿与平安银行的紧密合作，对“产品+科技+渠道”全面升级，实现银保业务的高质量发展。传统的银保合作只能推高手续费率、低 Margin 的产品，但是面对私人银行的高净值客群，高 Margin 的高端保障和长期储蓄仍有较大空间。

图 18: 平安寿险及健康险银保渠道 NBV 及价值率



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

3.2.2 政策引导，厚积而薄发

监管重新放松，银保渠道未来空间大。银保监会于近日向各险企下发的《人身保险销售管理办法（征求意见稿）》指出保险公司与商业银行可以选择专属网点的深度合作模式，保险公司可以派驻人员至商业银行专属合作网点专门区域提供咨询或进行保险产品销售。我们预计《意见稿》正式

实行后，将对转型力度较大、银保渠道聚焦价值经营的头部险企形成更大利好。届时，保险公司将加深与商业银行间的合作，明确行业渠道转型的方向。

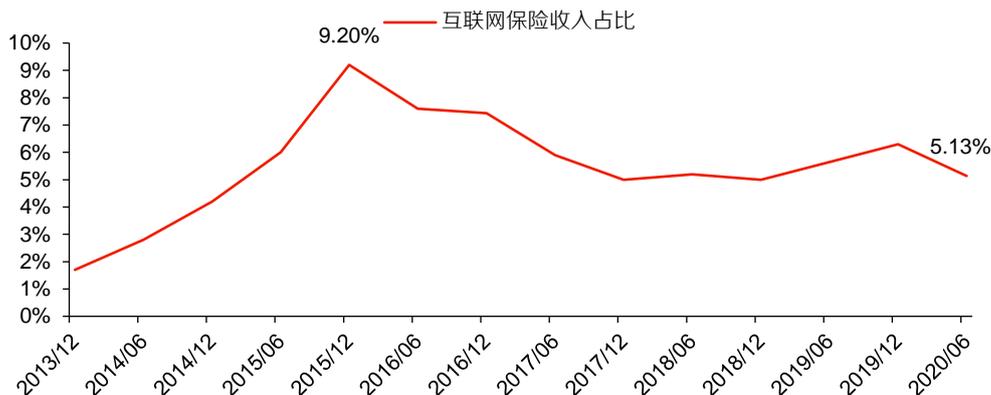
线上线下融合趋势明显，互联网新规助力银保渠道拓展。近年来，银保渠道来自于银行电子银行、网上银行、官网、官微等互联网平台的保费比重越来越高，传统银保经营模式也逐步借鉴和吸纳互联网保险的技术和经营模式。尤其是疫情的出现，促使商业银行和保险公司共同加快线上化营销模式的探索，传统银保业务呈现“线下转线上，网点转线上”的明显趋势。互联网化进程中，系列新规相继出台，例如规定不满足资本约束与风险评级的险企不能再通过互联网渠道销售长期储蓄型产品，而银保渠道作为储蓄类保险产品的天然温床，将填补这一空缺。届时，中小险企或将转投线下布局，在已批复区域开展传统银保合作业务或将成为首选，银保渠道复苏趋势逐渐得到确认。

3.3 互联网销售规范化任重道远

3.3.1 与时俱进：多角度利好线上渠道

近年来，随着保险消费者群体年轻化，互联网渠道的接受度正在不断提升，参考历史经验，互联网保险收入占比最高近 10%，对比当前数据，我们认为互联网渠道具备较大的潜力。叠加当前疫情在各地不断零星出现，保险公司有望通过线上渠道触达海量客户，突破疫情防控的限制，进一步打开下沉市场。

图 19：互联网保险收入占总保费收入比重



数据来源：Wind，东方证券研究所

互联网人身险发展稳定，健康险表现亮眼。2020 年，互联网人身保险业务继续保持平稳增长，累计实现规模保费 2111 亿元，同比增长 13.6%。尤其对于件均较低、标准化程度更高的健康险产品，互联网渠道销售的效率更高。据保险业协会数据，互联网健康险保费连续六年稳定增长，且在人身险中的占比不断提升。但值得注意的是，在各家险企瞄准并发力线上渠道的同时，一些无序竞争、违规经营、不当创新行为已经严重损害消费者权益，互联网渠道投诉激增，相关监管文件在此背景下密集出台。

图 20：互联网人身保险市场发展情况



数据来源：保险业协会，东方证券研究所

图 21：互联网健康保险发展情况



数据来源：保险业协会，东方证券研究所

3.3.2 乱象治理：系列新规出台，规范互联网保险供给

银保监会已于8月开始启动互联网乱象专项整治工作，并于10月发布《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》。新规从多个维度对于保险公司开展互联网业务进行了规范，值得关注的点如下：

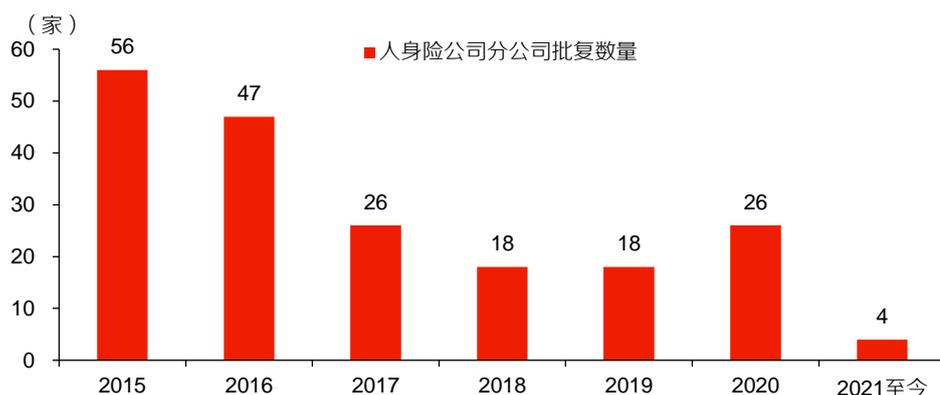
限定产品范围，规范产品设计。产品范围上，互联网人身保险产品范围限于意外险、健康险（除护理险）、定期寿险、保险期间十年以上的普通型人寿保险（除定期寿险）和保险期间十年以上的普通型年金保险，以及银保监会规定的其他人身保险产品。不符合本通知要求的互联网人身保险产品不得上线经营，不得通过互联网公开展示产品投保链接或直接指向其投保链接。产品设计上，名称应包含“互联网”字样，缴费方式应灵活便捷，保险期间应与实际存续期间一致。新规之下，互联网产品种类及数量将缩窄，短期内保费收入承压可以预见。

明确险企门槛，划定业务区域。准入条件上，保险公司（不包括互联网保险公司）开展互联网人身保险业务，应具备以下条件：1）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%；2）连续四个季度风险综合评级在B类及以上；3）连续四个季度责任准备金覆盖率高于100%；4）保险公司公司治理评估为C级（合格）及以上；5）银保监会规定的其他条件。针对保险期间十年以上的普通型人寿保险（除定期寿险）和保险期间十年以上的普通型年金保险产品，相关要求则更加严格：1）连续四个季度综合偿付能力充足率超过150%，核心偿付能力不低于100%；2）连续四个季度综合偿付能力溢额超过30亿元；3）连续四个季度（或两年内六个季度）风险综合评级在A类及以上；4）上年度未因互联网保险业务经营受到重大行政处罚；5）保险公司公司治理评估为B级（良好）及以上；6）银保监会规定的其他条件。新规从基本指标、业财体系、运营能力等各方面对险企提出要求，势必会将一部分不满足条件的中小险企拒之门外，影响市场格局。地区范围上，符合有关条件的保险公司，可在全国范围内不设分支机构开展互联网人身保险业务；涉及线上线下融合开展人身保险业务的，不得使用互联网人身保险产品，不得将经营区域扩展至未设立分支机构的地区，分支机构的重要性将进一步凸显。

3.3.3 政策影响：监管助力行业格局重塑

头部险企长期险优势有望拉大，中小险企业业务拓展难度升级。新规出台的互联网渠道准入条件对险企的综合偿付能力充足率、风险综合评级、责任准备金覆盖率、公司治理评级、业务财务体系等各方面都提出了更高标准，尤其是保险期间十年以上的普通型人寿保险（除定期寿险）和年金保险。部分中小公司难以满足较高的门槛要求，被迫退出互联网人身险市场，市场份额将向大型保险公司集中。新规同时限制经营区域不得拓展至未设立分支机构的地区，分支机构的设立愈发重要。综合考虑到近年来监管有意放缓对人身险公司分支机构设立的批复速度，头部险企的竞争优势将更加明显。

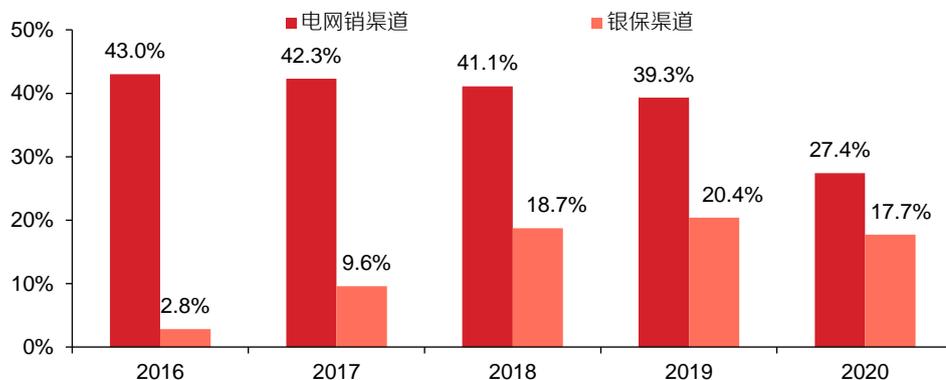
图 22：监管近年放缓对人身险公司分支机构设立的批复速度



数据来源：银保监会，东方证券研究所

短期保费承压，长期改善行业质态。许多性价比较高的网销长期险（年金、两全、终身寿）产品面临下架压力，势必会在短期内对保险公司保费收入造成压力，公司产品的销售策略也将发生一定变化。但长期来看，严苛的监管制度利于行业健康发展，例如，监管限制保险公司利用网络平台企业持股的优势地位挤压其他保险公司合作机会，创造了更为公平的竞争环境。以中国平安为例，近年来电网销渠道新业务价值率虽在下降，但仍稳定在较高水准且一直高于银保渠道。在行业整体承压的形势下，抗压能力良好。

图 23：中国平安电网销与银保渠道新业务价值率对比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

回顾历史，互联网渠道值得倚靠；展望未来，监管制度持续规范，各险企将借助互联网平台持续优化产品供给、改进保险服务、提高经营效率，蓄势待发创造更大的机遇。

4. 寿险+：路漫漫，险企上下而求索

我国寿险市场已达一定规模，近年来传统业务的进一步拓展遭遇瓶颈，当前的产品和服务跟不上客户需求。如何打造中国特色的“联合健康”，实现寿险+体验、寿险+医疗、寿险+互联网、寿险+养老的全面布局，头部险企已开始行动，力求构建生态服务闭环，提供更优质的服务增强客户黏性，提升用户价值。

4.1 寿险+健康管理：联合健康模式可适度借鉴

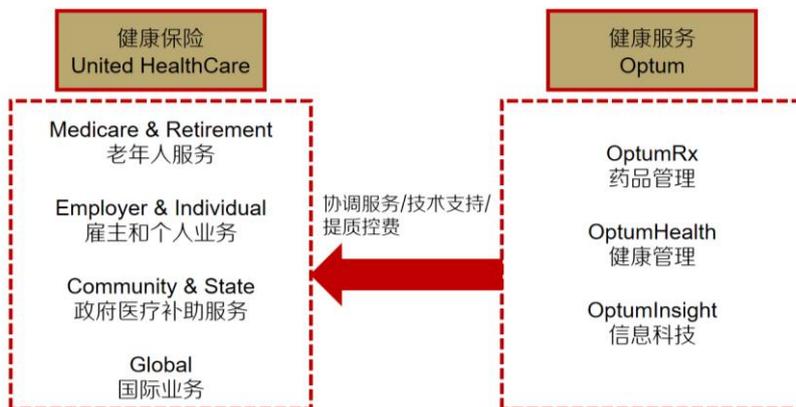
在人口红利消失、老龄化问题严重的背景下，保险产品+服务的单一供给，适度借鉴优秀公司经验可助力行业长期发展，也为我国居民医疗保障体系建设助力。

4.1.1 海外经验：美国联合健康塑行业模范生

市场领先、政策支持、渠道多元，多方利好催生美国联合健康。1) 市场角度，美国寿险在全球寿险市场一直保持领先水平，2019年美国寿险保费占全球市场份额超过21%，位列全球第1；2) 政策角度，相关法案出台较早且制度完善，尤其是1973年美国国会通过的《健康维护组织法》(Health Maintenance Organization Act)，一改之前只能由非盈利机构提供健康管理服务的规定，允许商业保险公司与独立医生签约，提供医疗健康服务，一举打通了商业保险公司和医疗机构合作的商业模式；3) 渠道角度，20世纪以来美国的代理人和经纪人等渠道快速发展，同时包括多业务线专属代理人、全能经纪自营企业、独立经纪人、注册投资顾问和银行等渠道，助推寿险行业发展。联合健康正是在此背景下成立的，结合我国目前代理人规模庞大、居民意识提升、医疗费用上涨以及政府政策的大力支持等类似背景，预计我国保险+医疗业务拓展也将是众望所归。

内生与外延扩张相结合，美国联合健康成功打造健康管理闭环。1974年，受益于管理式医疗的兴起，联合健康成立于美国，其发展也得益于政策的大力支持。通过向内深耕保险业务和向外扩张并购，联合健康集团形成了1+1的业务体系：以健康保险为中心的UnitedHealthcare平台和以健康服务为核心的Optum平台。UnitedHealthcare业务通过四大部门纵深获客，为Optum业务提供客源；Optum业务承担后端医护功能，对医疗过程进行全方位记录，为医患双方提供标准化医疗服务，同时通过自有的专家资源和药品资源，有效降低了医疗成本，提高了医疗质量。两个业务板块相辅相成，逐步搭建起“健康保险+医疗服务”的健康管理闭环。

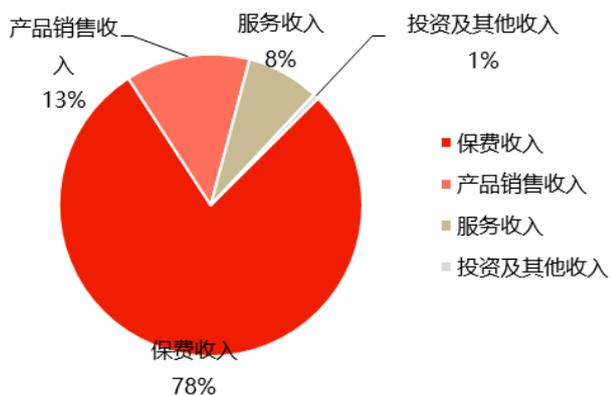
图 24：美国联合健康 1+1 业务体系



数据来源：公司公告，东方证券研究所

业绩优异，竞争优势显著。近十年来，美国联合健康实现了质的增长，2020 年公司营业收入达 2571 亿美元，其中保费是最主要来源，贡献 78%。2011 至 2020 年的十年间，公司归母净利润由 51 亿美元增长至 154 亿美元，实现了 3 倍增长。ROE 整体保持在 20%以上的较高水平，2020 年为 25%，财务表现整体亮眼。健康险和健康服务两大业务板块四十多年的协同发展，使公司实现营收高速增长和高质量盈利，将联合健康打造成为美国最大的商业健康险公司，实现了对医疗生态的颠覆和重塑。

图 25：2020 年联合健康营业总收入来源及占比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 26：ROE 及归母净利润增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

4.1.2 寿险+体验/医疗/互联网，国内市场百舸争流

目前，国内各险企保单销售情况不明朗，加上社会老龄化问题严重，传统业务进入发展瓶颈期。参考海外市场有像美国联合健康这样成功案例，可知我国保险公司业务拓展之路蓄势待发。

体验升级：通过智能穿戴设备，将运动与保额相挂钩，促进良性循环。太保推出基于可穿戴设备及体征数据的健康互动保险计划“太保妙健康”，利用体征数据表现，依托数字化的移动健康管理平台，为客户提供“保险+健康管理”一揽子健康管理方案；平安也推出“平安 RUN”，客户持

续达成周运动、月运动、年运动目标，将匹配多重奖励（包括保额的提升），以此来改善健康，获得更高的保障。我们认为此类体验上的升级，在帮助客户合理设立运动目标、固化运动习惯的同时，也能改善客户出险、退保率，增加客户粘性，提升用户价值，促进投保人与险企之间的良性循环。

医疗升级：提供专属医疗通道，构建医疗一站式服务。“太保蓝本”分为重疾绿通和医疗特权服务，其中重疾绿通面向所有客群，包括非太保客户均可使用；医疗特权服务面向投保期交费达到一定标准的健康险客户、医疗险和意外险客户，提供覆盖诊前、诊中、诊后的医疗协助服务，现已覆盖全国 1100 多万客户，为超过 200 万客户提供了优质服务。类似的，平安好医生也依托自有医疗团队及自主研发的 AI 辅助诊疗系统，向用户提供及时的、高质量的线上医疗服务及健康管理服务。线下医疗网络同时拓展，2020 年底合作医院数较年初增加近 400 家达到 3700 多家，向客户群持续渗透，进一步实现业务拓展。

图 27：“太保妙健康”数字化健康管理平台

做任务得积分



数据来源：太保妙健康小程序，东方证券研究所

图 28：平安好医生线上线下全链条打通



数据来源：公司公告，东方证券研究所

互联网升级：互联网医院打造就医新模式。太保于去年 9 月宣布与瑞金医院强强联手，瑞金医院将发挥头部三甲医院在糖尿病、高血压、肿瘤、心血管等专病领域的管理技术和经验，中国太保则共享商保支付整合、客户资源、机构和网络的优势，双方将致力于破解患者、医院、医生、保险、支付等多方痛点。我们认为互联网医院新模式有望充分利用三甲医院优质资源，探索医疗与保险的深度融合，满足居民多样化、差异化的就医诊疗需求。

4.2 寿险+养老服务：高端养老社区新浪潮

太保家园，打造高品质养老社区。太保在全国重点城市拓展“专属保险产品+高端养老社区+优质专业服务”的新型业务模式。具体措施：1) 与国际知名康养机构法国欧葆庭达成战略合作，将本土投资领域优势与国际先进的长者健康和个人护理领域经验结合，为中国家庭打造国际标准的“太保家园”养老品牌；2) 布局人才储备，与多家国内重点医学院校达成战略合作协议，未来将在人才培养、职业培训等方面展开全面深入合作，为“太保家园”输送人才；3) 根据细分养老客群需求划分三大养老服务业务线，康养护理 80 岁以上高龄老人，健康安养 70-79 岁中龄老人，旅居享养 55-69 岁低龄老人。

双途径入住泰康之家，优势挑战两相博弈。入住泰康之家养老社区有两种途径：1) 满足年龄的且短期有入住需求的老年人缴纳相关费用直接向社区提出申请；2) 购买泰康人寿幸福有约保险，

单张保单的保费在 200 万元以上的，就可以获得泰康之家的保证入住权。两种入住途径费用均较高，不难看出泰康养老目前的目标客户是高净值人群。保险+养老的高品质服务之下，泰康之家品牌效应凸显，对高端客群的吸引力增强，但受客群体单一，资金成本较高又在一定程度上冲淡了光环。

图 29：太保家园·成都国际颐养社区



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 30：泰康之家多学科医养服务团队 360° 贴心照护



数据来源：公司官网，东方证券研究所

总体来说，目前我国“寿险+养老”模式仍处于探索阶段，配套设施的逐步完善与综合服务需求的满足仍需要进一步提升，对保险公司自身的客户经营体系也提出了更高的要求。展望未来，若相关产业链得以打通，或将催生出较大的市场空间。

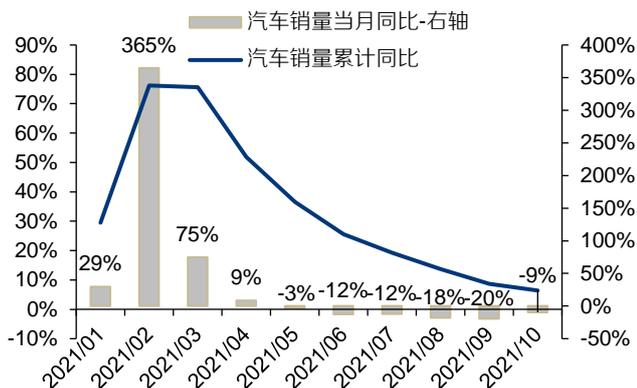
5. 财险：双轮驱动助力整体向好发展

今年是车险综改落地施行的首年，保费下滑、综合成本率上升等现状都显示出车险行业的承压态势，倒逼险企进行转型升级。目前车险市场已出现向好拐点，加上监管层对 UBI 等创新产品发展的鼓励，预计车险业务质态将步入改善通道，大型险企规模优势有望逐步显现。非车业务方面，健康险、责任险、企财险等需求旺盛，信用险主动压规模控风险，非车业务占比有所提升，成为带动财险发展的重要增长点。我们预计在车险非车的共同发力下，有望实现双轮驱动，带动财险业务整体向好发展。

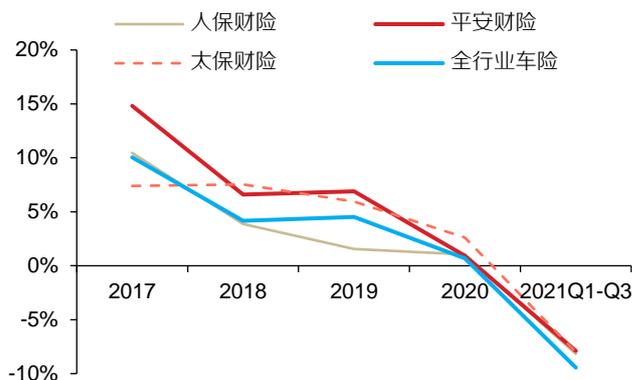
5.1 车险：拐点显现，头部险企优势凸显

5.1.1 年初保费呈下滑趋势，但 10 月已现向好拐点

车险综改叠加汽车销量不足，车险保费今年来呈下滑趋势。回顾车险综合改革全国推行的一周年，车险保费的下滑真正做到了让利于消费者。据银保监会披露，截至今年 9 月末，车险件均保费 2763 元，较去年改革前降低 21%。此外，受芯片产能供应不足的影响，汽车销量不及预期，近半年以来单月同比均呈现负增长。多重因素影响下全行业车险保费 3Q21 累计同比增速为-9.4%，其中三大上市险企人保、平安、太保凭借规模优势使得表现优于行业，累计增速均下滑约 8%。

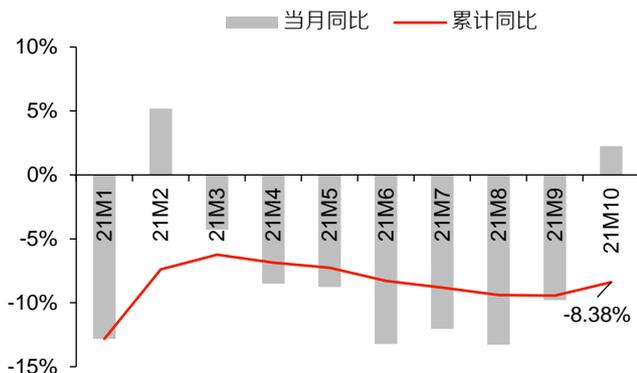
图 31：汽车销量持续下滑


数据来源：Wind，东方证券研究所

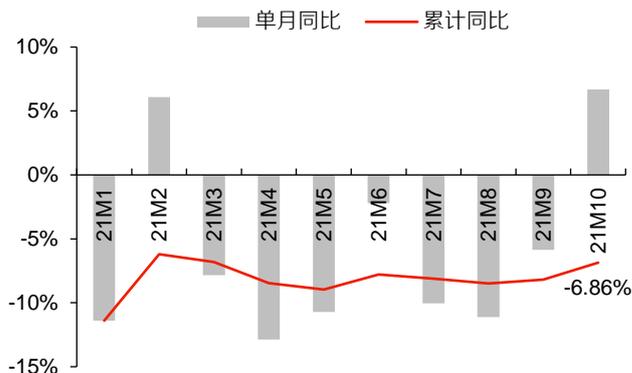
图 32：上市险企车险业务保费增速


数据来源：公司公告，银保监会，东方证券研究所

一周年口径调整后，10月已现向好拐点。今年9月是车险综改一周年的时点，我们观察到步入10月以来，车险增速调整为综改后的统一口径，已无基数压力，从人保单月数据来看，其10月单月增速已转负为正。我们认为随着车险综改以及疫情压力的逐渐弱化，车险市场整体呈现向好趋势，拐点已初步显现，2022年有望实现车险保费正增长。

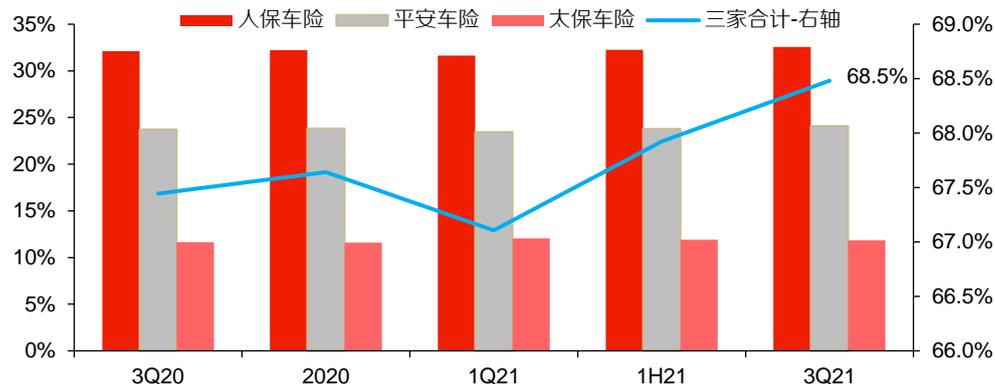
图 33：车险行业保费增速


数据来源：银保监会，东方证券研究所

图 34：人保车险业务保费增速


数据来源：公司公告，东方证券研究所

中小险企转型压力较大，头部险企市占率稳步提升。车险综改推进下，中小险企面临件均下滑与费用支出严监管的限制，车险业务转型压力陡增。反观头部险企的市场占有率稳步提升，截至3Q21的三家头部险企（人保、平安、太保）车险市占率已达68.5%。我们认为大型险企凭借自身数据积累打造的定价优势，结合持续投入的科技赋能，规模优势有望逐步显现，并在综改常态化下持续增强马太效应，竞争格局有望得到进一步优化。

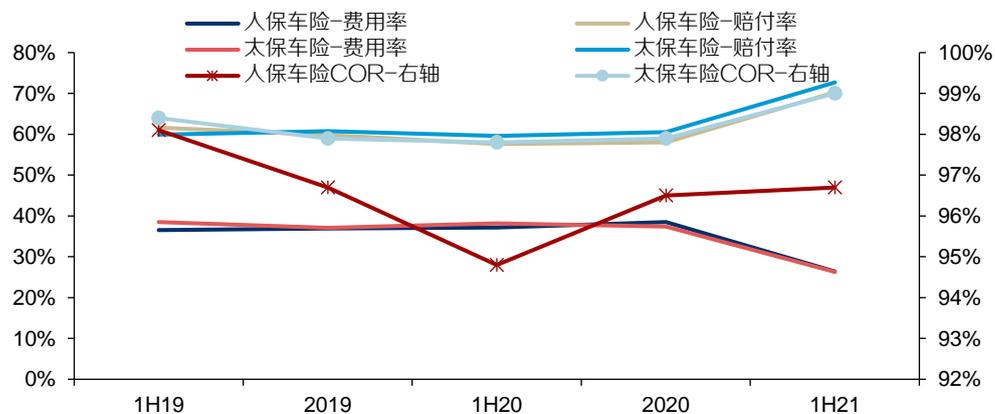
图 35：人保、平安、太保车险业务市占率表现


数据来源：公司公告，银保监会，东方证券研究所

5.1.2 综改下 COR 达 101%，头部险企仍能维持承保微利

费用率大幅下降，赔付率提升实现让利于消费者。商车综改的一大具体成效是降低了附加费用率水平，从根本上压降了费用空间。据银保监会披露，截至 3Q21 末全国车险综合费用率为 27.8%，同比下降 13.5pct；其中车险手续费率 8.4%，同比下降 7.2pct。车险业务及管理费用率 19.8%，同比下降 7.1pct。但与此同时赔付水平大幅提升，赔付率由改革前的 56.9% 上升至 73.2%，大幅提升 16.3pct。经测算，商改后的综合成本率约较改革前提升 2.8pct 至 101%，虽短期承压，但长期在规模效应下会呈现边际改善的趋势。

大型头部险企 COR 优于行业，保持承保微利。在行业监管政策引导下，头部上市险企车险业务成本率表现也呈现同样的趋势，人保、太保费用率 1H21 同比优化 10pct 以上，赔付率提升 12pct 以上，相应的导致 COR 整体上浮约 2pct，分别达 96.7% 和 99.0%。但与行业相比，大型险企的规模优势仍较突出，仍能保持承保微利，在行业竞争中逐步增强影响力与提升市占率。

图 36：人保、太保车险业务 COR 及其拆分


数据来源：公司公告，东方证券研究所

5.1.3 海外 UBI 应用经验丰富，国内开展积极探索

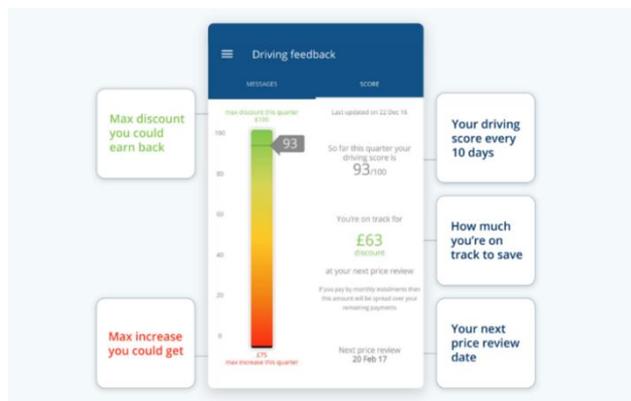
UBI 实现精准定价，海外发展较为成熟。 UBI (Usage-based insurance) 是基于使用量进行定价的车险，主要基于行驶里程定价，驾驶习惯定价和管理驾驶行为三种模式，能实现更加个性化的精准定价，具备高频交互、优质客户获取等优势。相较于传统车险定价模型中较多的从车因子，UBI 引入了更多与人驾驶行为有关的非常规因子，较好的实现了车险定价“因人而异”。目前 UBI 海外发展比较成熟，如美国的 Progressive 与 Metromile，分别按行驶里程和驾驶习惯收费；英国 Ingenie 还专门推出针对新手的 UBI，通过安装“黑匣子”收集客户驾驶习惯。鉴于国内 UBI 还处于探索阶段，可以结合自身情况借鉴海外发展经验，助力 UBI 业务健康稳步发展。

图 37: Metromile 保费定价方式



数据来源：公司官网，东方证券研究所

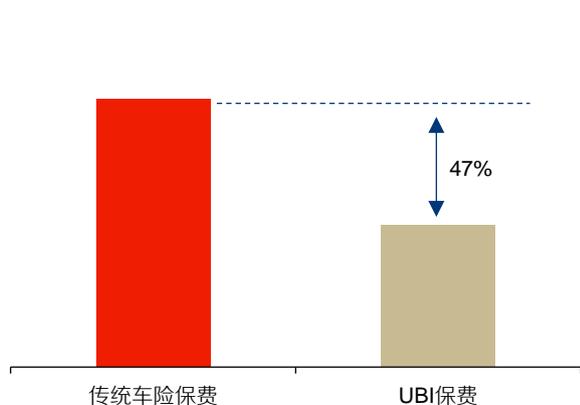
图 38: Ingenie 驾驶反馈 APP



数据来源：公司官网，东方证券研究所

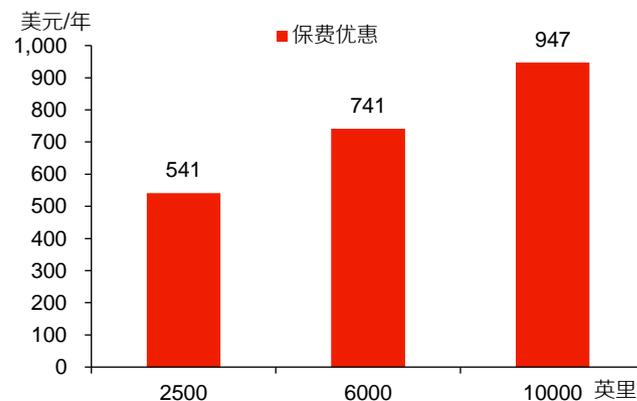
保费优惠助力公平定价，驾驶习惯改善降低赔付压力。据美国 Metromile 公司数据显示，65% 的车险客户定价过高，与传统车险保费相比，里程定价式 UBI 实现了 47% 的保费节省。从消费者角度来说，UBI 为其提供了更为公正且可自我控制保费的产品，并提供了驾驶反馈等附加增值服务。从保险公司角度来看，一方面险企通过 UBI 进行风险前置，提早估算出风险成本，实现差异化定价和精准的风险控制；另一方面，UBI 个体化的风险评估以及保费优惠有助于引导规范驾驶，降低车辆赔付率，车险综合成本率也会得到优化。

图 39: Metromile UBI 保费节省约 47%



数据来源：银保监会，东方证券研究所

图 40: Metromile UBI 汽车里程保费优惠



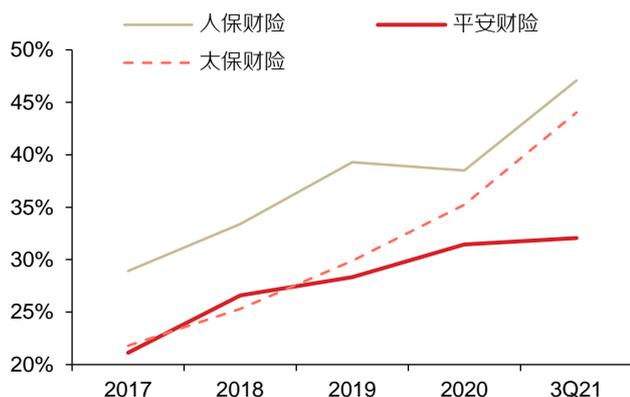
数据来源：公司公告，东方证券研究所

国内条件初步具备，快速发展待势乘时。2020年车险综改中明确提到要丰富商用车险产品，开发UBI等创新产品，为UBI的发展打开了政策大门。目前国内车险行业转型需求迫切，大数据、车联网等技术支持方发展迅速，加上政策的明确导向，我们认为UBI在国内的发展条件已初步具备，但仍然面临低价竞争、隐私问题等风险。预计随着政策的不断完善和改革的逐步深化，国内头部险企将发挥自身科技及规模优势，率先涉足UBI车险领域，加快探索脚步，带动车险行业整体向好发展。

5.2 非车险：占比提升，多险种共同发力推动快速发展

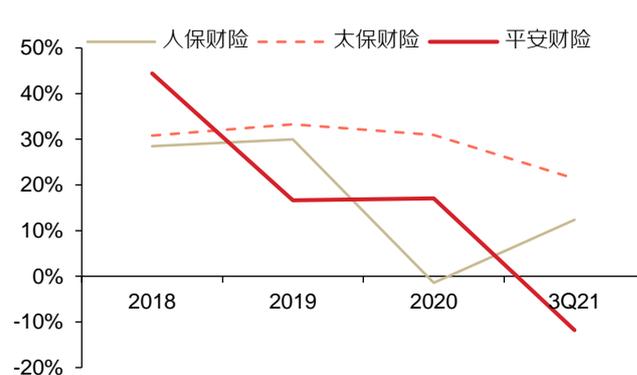
非车业务占比逐渐增加，为稳定收入增长点。车险增速疲软的压力下，各大险企主动把握新时期非车险业务发展机遇，加快非车险业务布局，优化业务结构。除平安大幅压缩信用保证保险导致总保费增速下滑外，人保与太保非车险业务2021前三季度分别实现12.4%和21.4%的增长，推动非车险占比稳步提升，3Q21较2020年末分别提升8.57pct、8.79pct至47%、44%，平安非车险也小幅抬升0.63pct至32%，非车险业务已成为财险收入稳定增长点。

图 41：头部险企非车险业务占比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 42：头部险企非车险保费收入增速



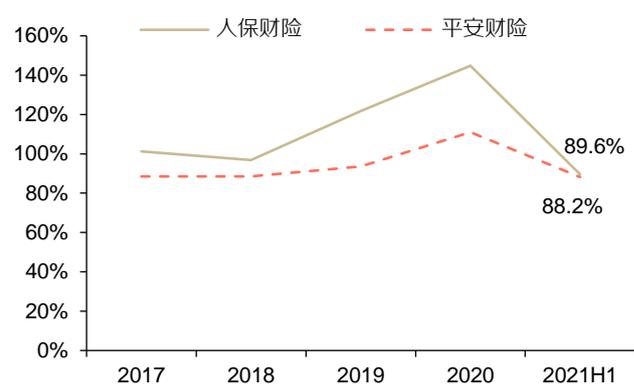
数据来源：公司公告，东方证券研究所

责任险保费规模增长迅速。受国家宏观政策影响，各险企加快责任险布局，聚焦社会民生保障、服务实体经济、助力产业升级，大力推动食品安全、安全生产、新材料等责任保险的快速发展，2021上半年头部险企责任险保费增速均在18%以上。我们认为随着疫情负面影响的逐步消散和社会经济水平的逐渐恢复，各险企将进一步推动责任险健康快速发展，充分发挥责任保险参与社会多元共治、助力经济高质量发展的协同作用。

信用保证保险主动压缩规模，综合成本率控制成果显著。2018年以来宏观经济低迷、社会信用风险上升以及2020年疫情导致信用保证保险综合成本率提高，盈利能力下降，人保与平安信用保证保险COR均达到110%以上，其中人保一度达到144%。但随着经济复苏与市场回暖，各大险企一方面主动压缩规模，避免风险的进一步扩大，另一方面加大风险管控，提升风险筛查能力，进一步加强客群结构优化，使得COR于今年中修复至90%以下，重回承保盈利轨道。我们预计保证险业务在风险逐步出清后仍然可以保持稳健增长，实现利润复苏。

图 43：人保责任险保费规模及增速


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 44：头部险企保证险综合成本率


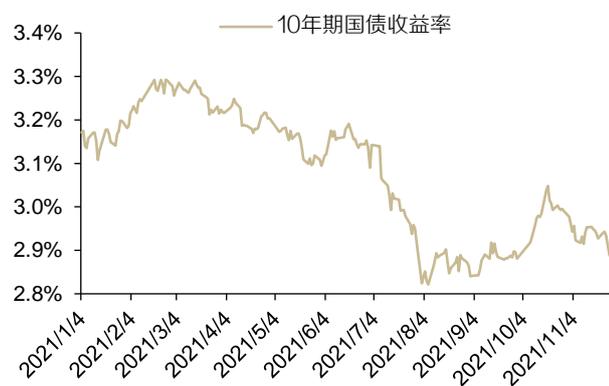
数据来源：公司公告，东方证券研究所

6. 投资端：市场波动较大，三策略主动突围

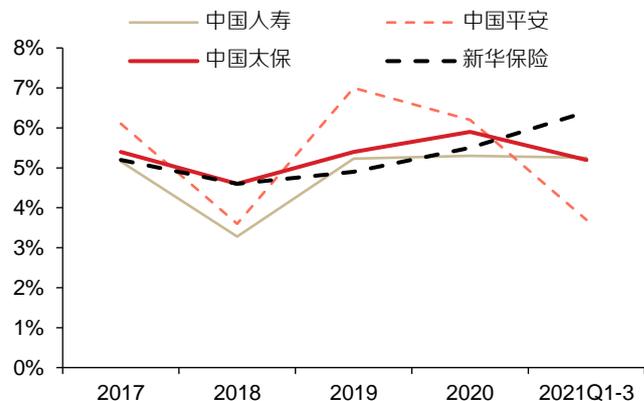
受新冠疫情及海外因素影响，近几年国内宏观经济形势较为严峻，长端利率持续下行，权益市场波动较大等因素直接影响到险企投资端表现。如此波动的市场环境下，我们认为险企可从以下三种策略把握配置机遇：1) 增配长久期债券，把握利率相对高位推动久期匹配；2) 慎重推动信用下沉，拓宽优质资产投资范围；3) 响应长期资金入市号召，提高权益投资比例。

6.1 增配长久期债券，利率相对高位推动久期匹配

长端利率下行，固收类资产收益水平承压，头部险企总投资收益率略有下滑。在新冠疫情的影响下，今年我国宏观经济压力较大，长端利率震荡下行，10年期国债收益率8月以来维持在2.8%-2.9%水平，较年初下降约0.3pct。利率下行导致再投资和新增固收类收益水平降低，同时会影响折现率进而导致准备金计提增加，2021前三季度人寿、平安、太保年化总投资收益率较2020年均不同程度下滑。我们认为长端利率下行压力或将持续，但仍然具备一定安全边际，2022年有望逐渐企稳。

图 45：10 年期国债收益率呈下行趋势


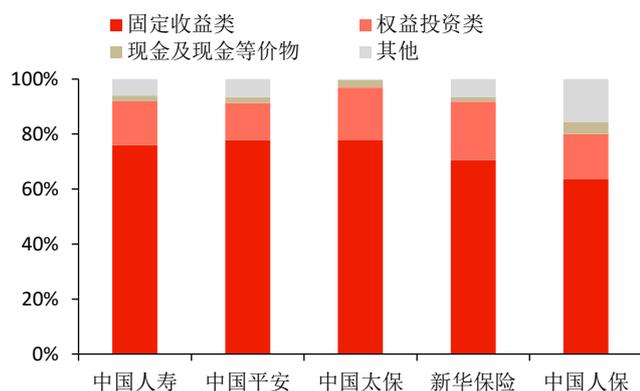
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 46：上市险企年化总投资收益率略有下降


数据来源：公司公告，东方证券研究所

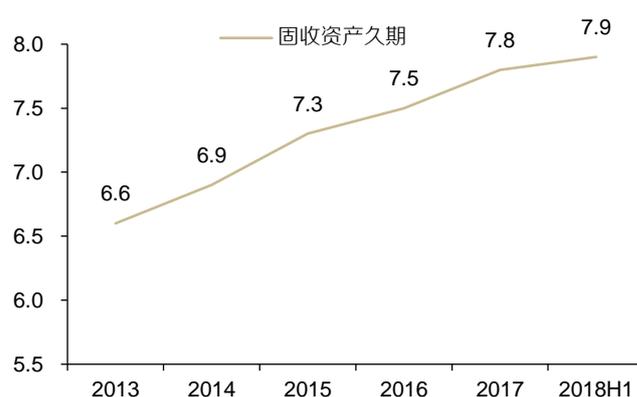
险企加强长期债券配置，推动资产负债久期匹配。上市险企投资资产以固定收益类投资为主，约占总投资资金的七至八成，且大多为持有至到期投资。目前险企资产久期大约为 8 年左右，每年均有一定规模的再投资需求。虽然长端利率处下行周期，但目前徘徊在 2.9% 附近，处于相对高位，我们认为将牵引险企积极配置国债、地方政府债等优质长久期资产，锁定稳定收益。在外部环境复杂严峻，国内经济恢复不稳固的大背景下，我们预计险企将继续坚持中长期资产战略配置规划，进一步加强长期利率债产品配置，延展资产久期，推动保险资金组合长期维持良好的资产负债久期匹配状态。

图 47：1H21 上市险企资产配置以固收为主



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 48：中国平安固收资产久期约为 8 年



数据来源：公司公告，东方证券研究所

6.2 慎重推动信用下沉，拓宽优质资产投资范围

部分地产项目暴雷，市场态度谨慎但风险可控。2021 年以来，险企房地产投资项目风险加大，年初华夏幸福触发债务危机，导致中国平安投资端受到较大冲击，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。近期恒大地产也出现债务危机，市场对地产投资态度谨慎。目前来看，上市险企房地产相关投资占比较小，加上华夏幸福已公布债务清偿方案，我们认为在监管积极引导下的地产投资风险整体可控，市场担忧将会有所缓解。

投资评级要求放宽，险企加强信用风险管控。11 月 19 日银保监会发布调整保险资金投资债券信用评级要求的通知，放宽投资评级要求，扩大险企资金投资范围，将更多的投资决策自主权交给保险机构，引导险企做信用下沉。考虑到风险因素以及险企稳健为主的投资风格，我们认为险企对于信用下沉将持慎重态度，保持对低评级债券的警惕性以及优质信用债的灵敏嗅觉。我们认为评级要求的放宽将进一步提升险企信用风险管控意识，强化自身风险管理能力建设，助力险企投资端稳定健康发展。

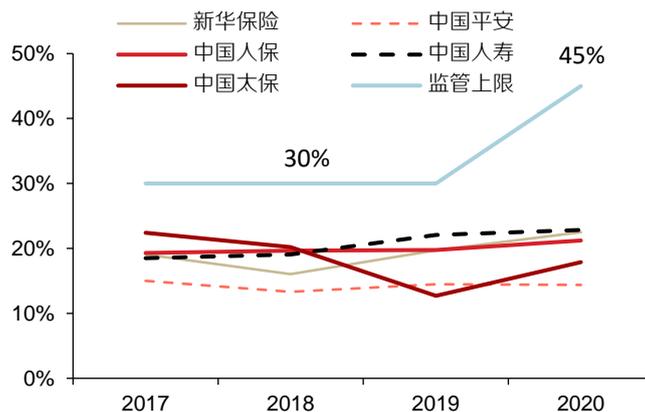
基础设施公募 REITs 放开，拓宽优质资产投资渠道。11 月 17 日银保监会发布《关于保险资金投资公开募集基础设施证券投资基金有关事项的通知》，允许保险资金投资基础设施基金，进一步拓宽险企投资渠道。基础设施基金具有运营周期长、权益相关性低、发行标准统一等特点，契合投资端拉长久期需求，有利于分散投资降低风险，将引导险企开展理性投资和长期投资。11 月 23 日建信基金发布公告显示建信中关村 REITs 中险资成为投资主力，投资者有国寿投资、太平人寿、

中信保诚人寿、太平财险、新华人寿等。随着保险机构主体责任的逐渐落实以及监管措施的完善，REITs 产品形态将不断丰富，预计将来会成为险企优化资产配置的优质选择。

6.3 响应长期资金入市号召，提高权益投资比例

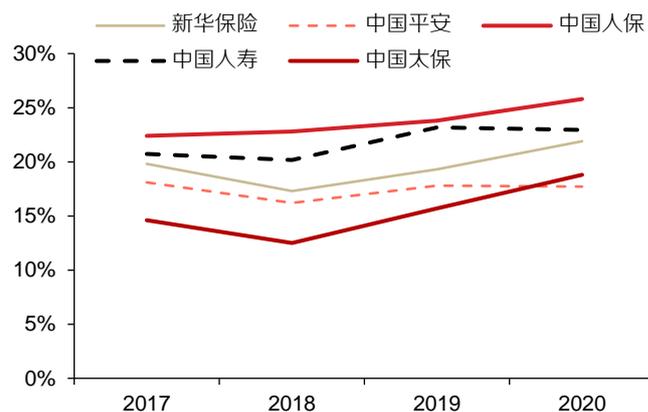
权益资产配置较监管上限仍有空间，政策引导长期资金入市。目前来看，上市险企权益资产在总投资组合中占比仅为 20% 左右。从年报可以归纳出，虽然上市险企权益资产在总投资组合中占比稳步提升，但配置比例与监管上限相比仍有较大空间。另一方面，监管层于去年开始持续鼓励险企提升权益配置比例，同时积极引导养老金、社保基金在内的长期资金入市，优化中长期资金入市环境。当前市场交投活跃，注册制推行也在不断规范市场发展，我们认为资本市场具有更强的向上弹性，在长端利率下行的大背景下，夯实险企投资表现。

图 49：上市险企权益资产配置较监管上限仍有空间



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 50：上市险企权益资产在总投资组合中占比稳步提升



资料来源：公司公告，东方证券研究所

权益市场波动较大，对投研能力提出更高要求。随着上市险企权益投资占比的提升，权益资产波动弹性较大的特点也将逐步显现，市场波动对投资收益影响将更为显著，权益市场的不确定性也对险企的投资研究能力提出了更高的要求。目前来看，高分红、低估值、经营稳定并适合长期投资的资产将成为险企投资的重点关注对象。我们认为下一步各险企将紧密跟踪市场变化情况，优化策略基准和持仓结构，适当性增加权益配置，把握收益获取节奏，实现低利率环境下的超额收益。

7. 投资建议

我们仍坚持此前观点，1) 负债端来看，队伍清虚下的规模探底逐步形成，留存下的队伍产能有所提升，开门红有望逐步开启；财险拐点已至，期待保费与 COR 的同步改善；2) 投资端来看，权益市场展望乐观，投资上限放开更添向上弹性。大型险企在市场波动背景下，加速布局养老社区、商业地产等外延扩张，以缓解市场对利差损的悲观预期，同时也有望反哺寿险主业，以期实现医养结合，提升客户粘性与二次开发。

因此,我们维持行业看好评级。建议关注坚定寿险改革,投资回报逐步回暖的中国平安(601318, 买入);同时,建议关注积极布局康养产业,发布“长航合伙人”计划打造优质代理人团队的中国太保(601601, 未评级);此外,建议关注“分改子”后探寻区域扩张、与东亚中国推动独家银保合作、与邮储集团合作深化渠道下沉的友邦保险(01299, 未评级)。

8. 风险提示

1、新单销售不及预期。新单销售低迷,影响代理人收入,产能下滑导致脱落率升高,进而影响队伍稳定。此外,NBV 增速低迷也拖累新业务价值倍数中枢水平。

2、长端利率持续下行。以持有至到期为主的到期再投资与新增固收类投资收益下滑,进而形成潜在利差损风险。

3、权益市场大幅波动。保险公司重要利源之一的投资利差来自于投资端的业绩波动,若 A 股出现系统性下跌,分红险收益下滑,影响客户收益与险企业绩,此外也对公司当期利润和净资产造成不利影响。

4、股权投资计提减值风险。保险资金运用中包含较多长期股权投资,其中地产投资风险近期暴露较为频繁,例如华夏幸福与恒大集团流动性紧张导致的悲观预期已被市场认知,进而需要对其进行减值计提,其他股权投资项目或有进一步计提减值风险。

5、车险综合改革进展不及预期。商车费改一周年届满,虽短时间出现车险保费增长拐点,但仍需观察长期态势,以区分此为实际改革成效还是短期因素扰动。

6、政策风险。保险行业各项业务开展均受到严格的政策规范,未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏。

7、假设不成立风险。全文测算基于我们设定的前提假设基础上,存在因假设不成立而使得结论有偏差的风险。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn