

方正证券研究所证券研究报告

行业深度报告

行业研究

保险 II 行业

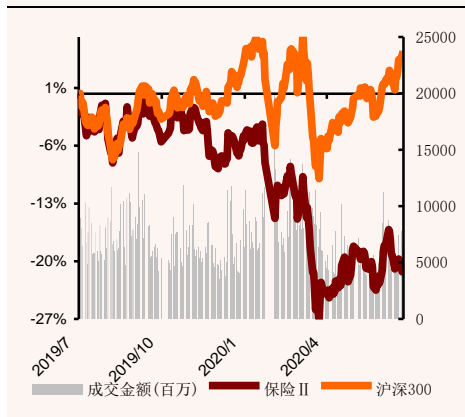
2020.06.27/推荐

高级分析师：左欣然
执业证书编号：S1220517110001
E-mail: zuoxinran@foundersc.com

重要数据：

上市公司总家数	7
总股本(亿股)	1094.99
销售收入(亿元)	10606.45
利润总额(亿元)	855.45
行业平均 PE	46.99
平均股价(元)	27.67

行业相对指数表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

- 《GDR 发行确定，套利空间有限、意在长远》2020.06.17
- 《4 月转机已现，Q2 保费与 NBV 确定性好转》2020.05.15
- 《有修订有创新，重疾产品竞争力加码》2020.05.08
- 《GDR 发行推进，如何看待太保的海外发行》2020.05.07
- 《产险承保与投资为亮点，寿险结构持续优化》2020.05.03

请务必阅读最后特别声明与免责条款

核心观点：

近年来我国人身险行业保费增速趋缓，并在当前疫情催化下继续承压。行业增速的低迷，表面上看系因当前人海模式下，代理人渠道发展遭遇增长瓶颈，而根本原因在于供给与需求的错配。从供给端看，行业整体仍以组织发展为先、代理人留存与产能低下，但已达到 1% 的渠道人力/城镇人口阈值，“人海战术”“快进快出”的代理人管理模式难以持续，瓶颈问题受疫情催化而放大，Q1 大部分公司新单保费负增长。从需求端看，客户需求本身已发生了变化，伴随我国经济的快速崛起，过往以单一渠道、单一模式、单一大众客群需求为主的产品及服务，需要向更加符合不同客群需求的、分层化、多样化的渠道发展模式转变。

瑞再提出了死亡保障、健康保障需求缺口的计算模型，经测算我们发现：在完全满足需求缺口的假设下，我国人身险市场规模是当前的 184%，尚存约 1 倍的增长空间。从全国各区域来看，以各区域的人均可支配收入为基础，我们创立了寿险需求饱和度指标，发现上海、浙江、福建一带的东部沿海区域值得大力开拓，而我们通常认为中西部区域（四川、重庆、湖北、陕西、甘肃、新疆等）的寿险饱和度已超过全国平均水平，在该类区域的经营需要更精细化的运作管理。

放眼美国、日本、中国台湾地区等成熟寿险市场渠道变迁的历程及原因，我们发现寿险市场渠道变迁具有一定的规律性：客群需求的变化是引发渠道变迁的根本原因，再由监管政策牵引，保险公司主动谋求调整中的渠道效用提升。这期间代理人渠道从粗放走向精细化、分层化，从低效走向高能；而销售渠道也逐渐呈现多样化趋势，银保、网销等成为代理渠道的有力补充。

从平安人寿的渠道改革措施来看，平安通过深耕“1+N”的综合金融模式，及构建 5 大生态圈实现了金融保险细分领域的深度垂直，通过交叉引流，持续提升客群数量与质量；虽然经历 2019 年代理人数量的下滑，但人均 NBV 指标提升。NBV=人均 NBV*人力数量，通过分解 NBV 增速与人均 NBV 增速、人力增速的关系，我们发现，平安人寿的 NBV 增长模式在 2015-2017 年逐渐由人力驱动型转向人均价值驱动型：2017 平安人寿年实现了人均 NBV 增速超越人力增速，但并不稳定，2018 年出现下滑；2019 年平安人寿人均 NBV 再次超越了人力增速，成为驱动 NBV 增长的主要来源。虽然取得了一定的成绩，但目前业绩承压的问题仍待解决。从客户需求的缺口来看，对中高端客群需求满足度、对现有客群的维护和服务、对下沉市场分层经营和继续发挥数

字化优势在互联网年轻客群的经营能力，均有进一步提升的空间。

当前平安正在推进“2355”改革计划，其中渠道改革上代理人渠道产能提升仍为改革重心，为此重构了5大销售区域、5大职能中心，以更好地触达客户需求、实现渠道对接的高效化；同时银保、线上也将成为多元化的渠道补充。根据海外经验，代理人渠道转型难免遭遇人数缩减（3-5年不等），但转型后的代理人队伍规模稳定、结构清晰、人均产能提升，将更有效的助力险企取得行业领先地位。综合美国、日本、台湾的渠道改革趋势，我们认为虽然当前平安人寿代理人脱落率有所提升，但不改渠道改革的成果：在客户需求不断细分、产品复杂度不断提升的背景下，未来平安的渠道将以高产能、分层化的代理人渠道为主，电网销、银保多渠道协同发展模式。平安人寿的渠道改革成果值得期待。

投资建议

行业正在供给侧改革的过程中，有效的渠道改革将是险企长期制胜的关键。当前各上市险企均已启动渠道改革计划，如平安的“2355工程”、国寿的“鼎新工程”、太保的“转型2.0”以及新华的“二次腾飞”。重心各有差异，但均以提高渠道能力为目标。

从中长期来看，坚定执行渠道人力结构性转型的保险公司虽然面临的渠道不确定性及困难较多，但其转型中所积累的经验及已取得的渠道转型优势将不断巩固和持续，并为未来抢占更多优质代理人资源奠定基础，长期来看在寿险发展新周期中获得领先地位，应当给予更高的估值。

短期看，随疫情好转保费销售压力逐渐缓解，4、5月份新单销售连续好转；同时受经济企稳、货币政策从“宽货币”向“宽信用”转变，长债利率起底回升，自4月底至今10年期国债已上行超30bp，打消险企投资收益下滑隐忧。我国保险行业仍在发展阶段，有效的结构调整能带来后期更稳定的长期盈利，为上市险企的价值增长护航、奠定估值中枢基础；而短期负债+资产的预期双改善更能有效的修复受创的险企估值（0.6-1倍）。优先推荐改革初步见效、保费持续领先、投资杠杆较高的中国人寿；中长期推荐渠道改革推进有序、产能领先、客户资源优势的中国平安。

风险提示

利率大幅下行；股市表现持续低迷；新单增长持续低于预期。

目录

1	人身险瓶颈期迷思	6
1.1	行业保费增速低迷	6
1.2	平安人寿的困境：增速下降、代理人渠道承压	6
1.3	疫情的打击：激化了矛盾	7
2	探究低迷背后的原因	8
2.1	当下的难题：渠道发展的困局与探索	8
2.1.1	寿险公司的核心渠道是代理人渠道	8
2.1.2	当前代理人渠道发展遭遇增长瓶颈	10
2.1.3	上市险企对渠道转型策略的探索	10
2.2	根本原因：供给与需求的错配	13
2.2.1	供给端：缺乏有效的市场需求反应机制	13
2.2.2	需求端：客户需求本身已发生变化	13
2.3	解题思路：应进行供给侧改革	16
2.3.1	需求总缺口的度量：完美情形下市场空间预估	16
2.3.2	分区域的发展策略：寿险需求饱和度的度量	19
3	他山之石——美国、日本、中国台湾地区的渠道改革借鉴	21
3.1	日本：以代理人为主，多元、分层化渠道发展趋势	21
3.1.1	日本寿险渠道发展路径	22
3.1.2	日本生命公司的改革措施及成果	24
3.2	中国台湾地区：以银保渠道、高质量代理人渠道为主	26
3.2.1	台湾寿险渠道发展历程	26
3.2.2	国泰人寿的改革成果	28
3.3	美国：以独立代理人、专属代理人为主，多渠道发展格局	29
3.3.1	美国的寿险渠道演变趋势	29
3.3.2	美国当前的寿险渠道特点	30
3.3.3	美国当前的寿险渠道特点	31
3.4	我国寿险渠道发展模式展望	32
3.4.1	寿险渠道模式的转变根本原因来自于客户产品需求的变化	32
3.4.2	多元化、分层化的渠道模式是渠道改革的终极方向	32
4	平安人寿的渠道改革展望	33
4.1	当前：已构建竞争优势，在渠道改革上取得阶段性成果	34
4.1.1	独特的核心能力：1+N 综合金融，5 大生态圈交叉引流	34
4.1.2	渠道效能的提升：人均 NBV 的提升	35
4.2	从客群需求来看，平安人寿渠道改革的提升空间较大	36
4.2.1	中高端客群的经营能力逐渐改善，服务深度有待提高	36
4.2.2	更加注重对现有客群的维护	40
4.2.3	更加对注重下沉市场的渠道分层经营能力	40
4.2.4	进一步发挥数字化优势，提高年轻客群经营能力	41
4.3	未来：高产能、分层化代理人渠道为主，电网销、银保多渠道协同	42
5	投资建议	43
6	风险提示	43

图表目录

图表 1: 人身险行业保费增速降档	6
图表 2: 上市公司保费增速下滑	6
图表 3: 行业代理人增速大幅下滑	6
图表 4: 平安寿代理人人数增速下降	7
图表 5: 平安寿个险、电网销新单增速下降	7
图表 6: 疫情期间, 上市险企单月保费呈负增长 (除国寿、新华外)	7
图表 7: 平安人寿个险渠道新单保费增速承压, 但逐渐回暖	8
图表 8: 长期保障类产品的死差、费差占比更高	8
图表 9: 2017 年以来主要上市险企个险渠道新业务价值贡献占比	9
图表 10: 平安寿各渠道 NBV MARGIN	9
图表 11: 国寿各渠道 NBV MARGIN	9
图表 12: 平安寿、国寿各渠道新单保费占比	10
图表 13: 中、美、日保险代理人/城镇人口比例	10
图表 14: 平安寿各渠道 FYP 占比变化	12
图表 15: 太保寿各渠道总保费占比变	12
图表 16: 国寿各渠道 FYP 占比变化	12
图表 17: 新华各渠道 FYP 占比变化	12
图表 18: 主要上市险企 NBV MARGIN 变化	12
图表 19: 寿险公司业务分析框架	13
图表 20: 中国高净值家庭保持 9.3% 增速	15
图表 21: 不同财富人群的保险需求不同 (样本客群)	15
图表 22: 下沉市场保险支出占比较高	15
图表 23: 年轻客群的保险支出占比较高	15
图表 24: 老年客群的照护需求逐年上升	15
图表 25: 瑞再对死亡保障缺口的定义	17
图表 26: 瑞再对健康保障缺口的定义	17
图表 27: 我国健康保障缺口位列亚洲第一	17
图表 28: 我国死亡保障缺口位列亚洲第一	17
图表 29: 寿险保障缺口及市场规模测算	18
图表 30: 保障类保费及增长空间预估	18
图表 31: 不同区域人均可支配收入与人身险保费的关系	19
图表 32: 我国各区域的寿险饱和度分布图	20
图表 33: 主要寿险市场的全球占比变化	21
图表 34: 主要寿险市场保费增速变化	21
图表 35: 日本寿险营销渠道多元化发展模式	22
图表 36: 日本寿险代理人渠道分层管理模式	23
图表 37: 日本四次“展业体制三年规划”改革成果: 骨干成材率提高、续保率提高、脱落率减少	23
图表 38: 日本寿险市场分渠道新单件数占比	24
图表 39: 日本生命的代理人渠道改革措施	25
图表 40: 日本生命代理人服务期限、月薪	25
图表 41: 日本生命客户数量稳步提升	25
图表 42: 台湾寿险渠道发展历程	26
图表 43: 改革期间, 台湾代理人增速持续下滑	27
图表 44: 改革后, 台湾代理人 13 个月留存率提高	27
图表 45: 2014-2019 年台湾国泰人寿代理人学历逐年提高	28
图表 46: 国泰人寿新单、续期业务份额稳定	28
图表 47: 国泰人寿市场份额稳定、代理人服务年限高	28

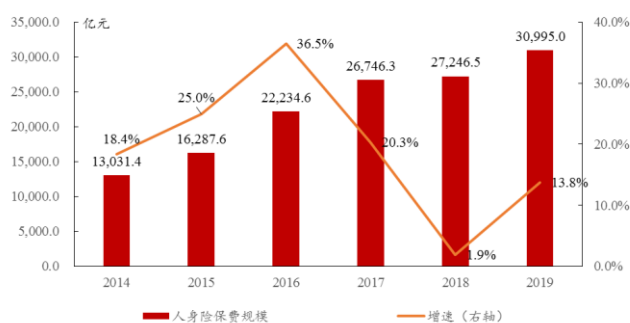
图表 48: 第三阶段独立代理人超过专属代理人	30
图表 49: 第四阶段渠道结构多元化	30
图表 50: 美国专属代理人与独立代理人的关系	30
图表 51: 中美代理人留存比率对比	31
图表 52: 保德信个险的渠道模式: 独立代理人为主	31
图表 53: 保德信个险产品结构: 主要为万能险	31
图表 54: 我国寿险渠道发展趋势预估	33
图表 55: 平安寿依托集团“1+N”	34
图表 56: 平安寿人均产能远超同业	34
图表 57: 平安集团 5 大生态圈赋能传统业务	34
图表 58: 集团新增客户来自 5 大生态圈比例	34
图表 59: 平安寿个人客户数量增加	34
图表 60: 平安集团客户迁徙情况	34
图表 61: NBV 分解图	35
图表 62: 平安寿 NBV 增长模式分解: 逐渐向人均 NBV 价值增长型模式转变	36
图表 63: 平安集团 2016-2019 年客户结构变化: 逐渐向中高端客群延展	37
图表 64: 平安集团的客均合同数提高	37
图表 65: 平安集团的客均利润逐年提高	37
图表 66: 平安寿与友邦的代理人渠道策略对比	38
图表 67: 友邦中国与平安寿 MDRT 对比	39
图表 68: 友邦中国与平安寿人均 ANP 对比	39
图表 69: 友邦中国与平安寿人均 NBV 对比	39
图表 70: 友邦中国与平安寿 NBV MARGIN 对比	39
图表 71: 平安寿代理人新单及续期业务增速	40
图表 72: 平安寿保单留存率有所下降	40
图表 73: 平安人寿与中国人寿在全国各区域的市场份额对比图	41

1 人身险瓶颈期迷思

1.1 行业保费增速低迷

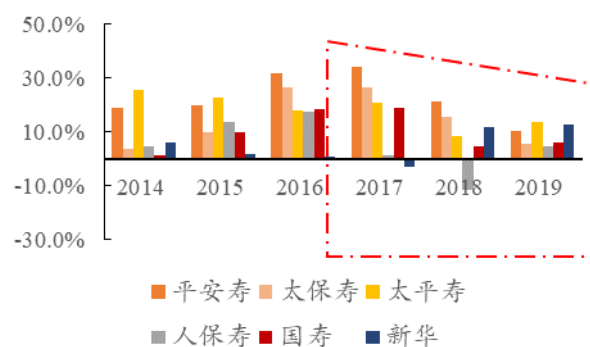
自 1979 年恢复保险业务以来，我国保险市场快速发展，2017 年已位列全球第二大保险市场，但近年来人身险保费增速却逐渐降档，具体来看，2016 年我国人身险保费增速高达 36.5%、2018 年降至 1.9%、2019 年略微反弹至 13.8%（2016 年增速一半）。同时，主要上市险企自 2018 年起保费增速也出现了大幅滑坡。

图表 1：人身险行业保费增速降档



资料来源：wind，方正证券研究所

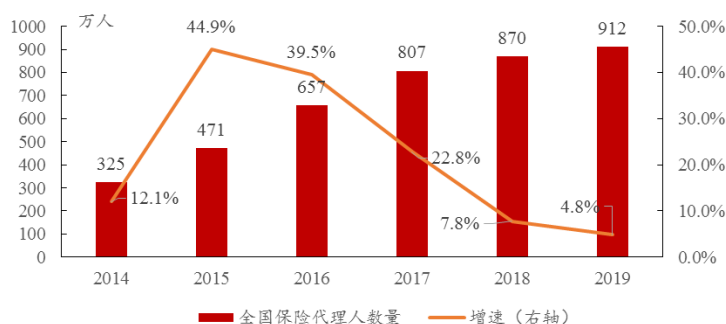
图表 2：上市公司保费增速下滑



资料来源：wind，方正证券研究所

行业规模发展趋缓，从表面上看，主要系代理人渠道增速放缓所致。自 2015 年我国放开代理人资格考试以来，各大险企加速代理人增员力度，2015-2016 年行业人数出现“井喷”；而 2017 年代理人“人口红利”拐点到来，增员速度下降的同时，由于传统管理模式粗放、代理人留存较低，代理人整体规模进入个位数增长时代，“人海战术”“快进快出”的发展模式遭遇挑战。

图表 3：行业代理人增速大幅下滑



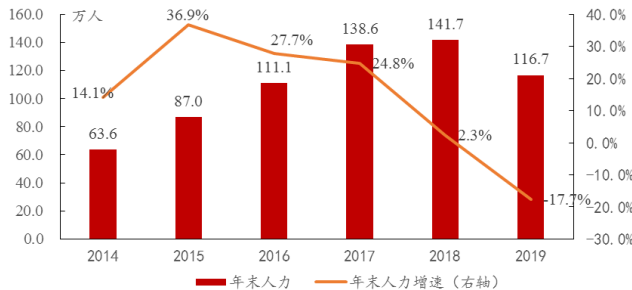
资料来源：银保监会，方正证券研究所

1.2 平安人寿的困境：增速下降、代理人渠道承压

平安人寿的主要渠道为代理人渠道，并在电网销渠道实现了行业领先优势。近年来，随着代理人增员困难、流失率加大，叠加内部改革变动，在本轮的行业低迷中，平安人寿也未能幸免。从保费上看，平安

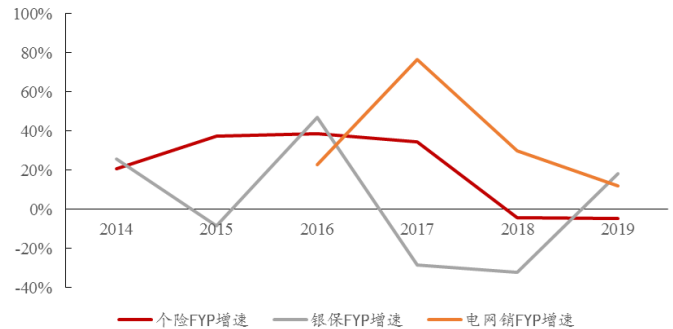
人寿在 2014-2018 年年均增速位列主要上市险企首位,但 2019 年随着代理人数量的下滑,代理人渠道新单增速降档,加之电网销渠道新单增速出现下滑,仅银保渠道新单增速有所提升。

图表 4: 平安寿代理人人数增速下降



资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

图表 5: 平安寿个险、电网销新单增速下降



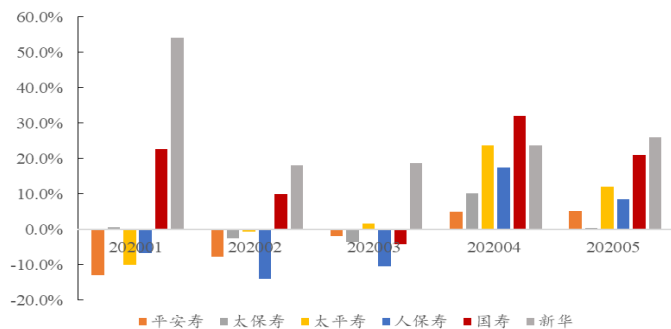
资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

1.3 疫情的打击: 激化了矛盾

2020 年受新冠肺炎影响,代理人渠道展业困难,我国人身险行业在本身增速放缓、寻求渠道转型的困局中,寻求模式突破与规模增长之间的矛盾激化。Q1 除国寿、新华外,国内上市险企寿险单月总保费均出现了不同程度的负增长,其中新单乏力成为最大拖累。但随着疫情压制的缓解,上市险企寿险业务自 4 月以来重新回正,重回发展轨道。

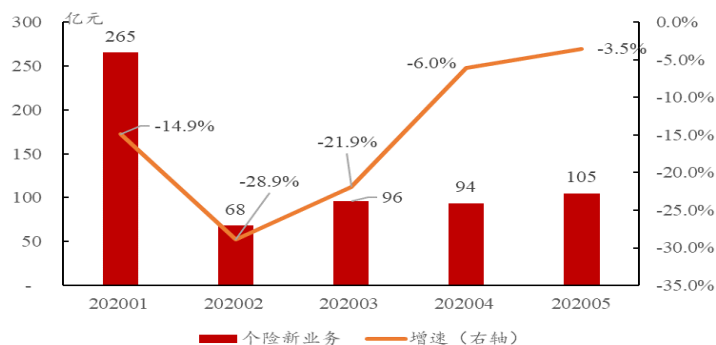
以平安人寿为例,自 2019 年下半年启动改革以来,渠道转型不断推进,但新模式的迭代与补充尚需时日,传统模式的改革推进仍待突破,因此疫情的突然爆发激化了转型缺口,造成 Q1 人身险新单保费与续期保费的双降(根据月报同比增速分别为-15%、-7%)。目前虽然新单增速低于国寿、新华,但业务模式的“由量到质”符合险业长远发展需求、同时金融科技赋能也对未来的加速反超奠定了坚实基础。从新单增速看,自 3 月以来个险新单负增长已持续 2 个月收窄,呈边际改善趋势,后期改革效果有望逐渐释放。

图表 6: 疫情期间,上市险企单月保费呈负增长(除国寿、新华外)



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表 7：平安人寿个险渠道新单保费增速承压，但逐渐回暖



资料来源：公司公告，方正证券研究所

2 探究低迷背后的原因

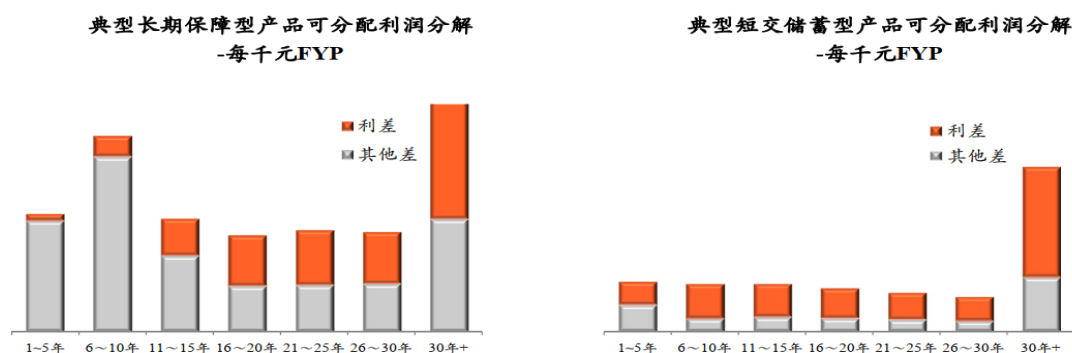
2.1 当下的难题：渠道发展的困局与探索

2.1.1 寿险公司的核心渠道是代理人渠道

原因一：代理人渠道新业务价值率最高。从渠道本质看，不同渠道的适配产品不同，而不同产品背后反映的利润率不同。1) 复杂的、保障类、长期的险种，更适合由代理人渠道销售；2) 简单、理财类、短期的险种，更适合银保渠道销售，尤其在开门红期间，其保费增速最快；3) 简单、短期、件均低的险种（如：定期寿、百万医疗、消费型重疾等）更适合在互联网等新兴渠道发展。

从利源分析上看，虽然我国主要上市险企的利差占比相对死差、费差更高，但因利差受宏观经济环境影响较波动较大，在我国及全球进入低利率环境趋势下，对于死费差高、缴费期长的寿险公司，其利润的稳健性、增长性更好。保障类、期缴长险产品，更适合在个险渠道（即：代理人渠道）销售，代理人渠道的良性发展也随即成为了衡量主要寿险公司长期经营能力的主要指标。

图表 8：长期保障类产品的死差、费差占比更高

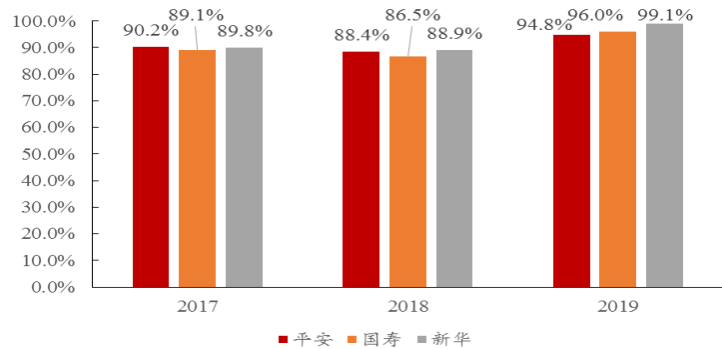


资料来源：平安寿险价值深度解析，方正证券研究所

原因二：监管导向。近年来监管以“回归保障、保险姓保”持续引导行业转型，通过 2017 年、2018 年的 134 号文、19 号文后引导行业压缩储蓄类保险产品、转向发展保障类产品，因而更加大了以保障类产

品为核心的个险渠道权重。经过改革调整,当前我国上市险企均已“聚焦个险”,形成了以个险为主的渠道经营模式,主要上市险企的代理人渠道新业务价值占总的新业务价值的比例保持在85%以上。代理人渠道的持续发展,成为我国当前主流寿险公司业务规模、新业务价值持续扩张的核心引擎。

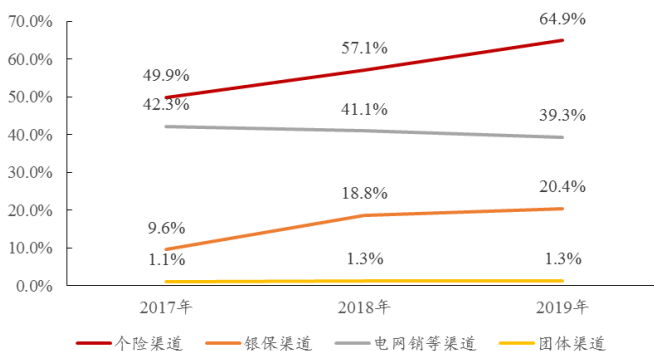
图表 9: 2017 年以来主要上市险企个险渠道新业务价值贡献占比



资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

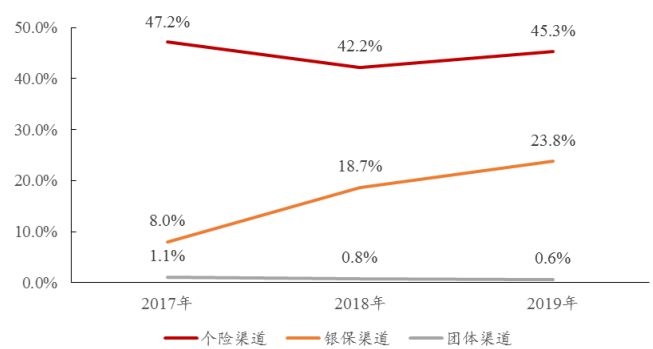
原因三: 竞争壁垒。互联网渠道的信息传播性迅速,中小公司可以通过爆款产品成为行业热点甚至实现弯道超车,银保渠道也可通过提高银行手续费实现迅速的规模扩张。但代理人渠道网点及规模的扩张并非朝夕之事,尤其在各家公司主要采取粗放经营模式、人力脱落率较大的背景下。而一旦通过长期持续人力积累形成了“规模效应”,则会造成大公司与中小公司在市场份额、新业务价值、盈利能力等方面建立自身的竞争壁垒。

图表 10: 平安寿各渠道 NBV margin



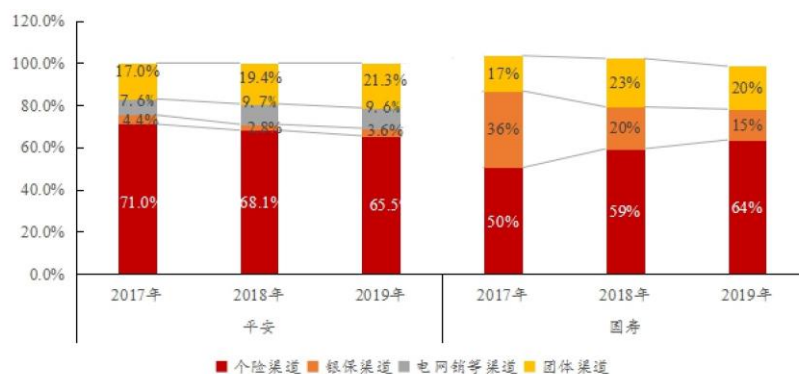
资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

图表 11: 国寿各渠道 NBV margin



资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

图表 12：平安寿、国寿各渠道新单保费占比

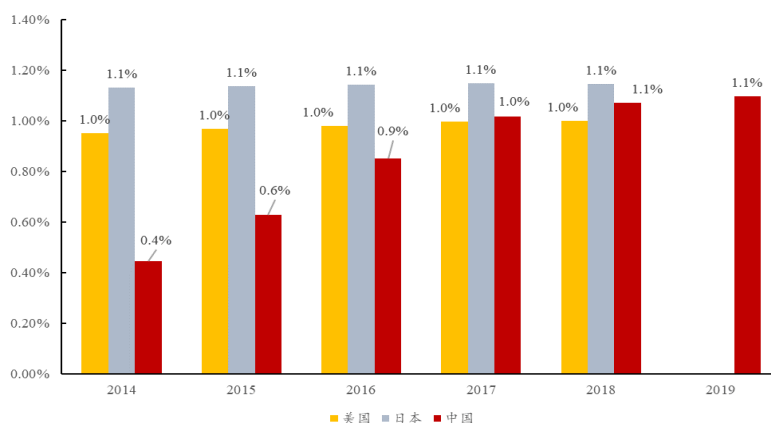


资料来源：公司年报，方正证券研究所

2.1.2 当前代理人渠道发展遭遇增长瓶颈

自 2015 年代理人资格考试放开后，行业人力数量出现“井喷”；经过 3 年的“清虚”“脱落”等自然沉淀，目前我国代理人与城镇人口之比已触达发达国家寿险渠道总人数/城镇人口 1% 的比例上限。因此尽管代理人渠道的 FYP 规模、NBV 及 margin 具有绝对优势，再继续如 3 年前般大规模增员变得尤为困难。同时，我们了解到代理人新人（入司不满 1 年）留存率不及 50%、个别公司首年流失率甚至高达 80%，导致行业“大进大出”“人海战术”难以逾越人口红利衰退的限制，如何在保持或扩张份额的同时，开启高质量的渠道转型，成为各家公司的改革重点。

图表 13：中、美、日保险代理人/城镇人口比例



资料来源：ALIC, LIJA, 银保监会，世界银行，方正证券研究所

2.1.3 上市险企对渠道转型策略的探索

经过多年的发展和探索，上市险企形成了各自的优势渠道，大型险企仍主要以代理人渠道为主，但在不同发展时期主流渠道有所不同，采取的渠道策略不同。近年来，为解决渠道发展的难题，上市险企纷纷

¹ 美国、日本的寿险渠道划分不一致，美国为保险从业人员比例（保险公司与第三方经纪合计数），日本为销售渠道（包括直销、代理、经纪等）比例。

开启了渠道转型改革。

平安寿：坚守价值，推动渠道多元化。

平安一直以个险渠道为主导，以期缴、保障类业务为核心，其个险产能位列上市险企之首。除此之外，平安寿电销市场份额维持市场第一，网销依托自建平台金管家及集团互联网资源及五大生态圈的交叉引流，在网销渠道位列行业前列，领跑传统保险公司。但自 2018、2019 年遭遇个险增长乏力后，于 2019 年下半年开启了“2355 工程”，构建五大职能中心和五大销售区域，做大做强“三个渠道”——代理人、银保和电网销，深度开展全面数字化转型的探索。

太保：转型 2.0，聚焦价值、队伍和赋能。

太保自 2018 年正式开启转型 2.0，推动营销队伍结构升级、以客户生态圈建设促进服务增值、加强全流程科技赋能、加快高质量发展。在营销队伍上强调“量稳质优”，打造三支关键队伍——做大核心人力、做强顶尖绩优、培育新生代。基本法也着手优化考虑差异化激励，从目前的组织利益导向到组织利益与绩优人力并重。

- 1) **核心人力**：预计 FYC3000 元左右，贡献最高新单与价值，有较高的留存率与一定司龄、可长期留存，当前占比 25%、计划 2022 年占比达到 40%。
- 2) **顶尖绩优**：主要面对高净值客户群体、具备定制综合解决方案的专业能力、符合 MDRT 标准。目前约 600 人，计划 2022 年增至 2000 人。
- 3) **新生代**：年轻队伍，有一定的学历背景、学习能力快擅长数字化营销，了解年轻群体需求。当前占比 15%、计划 2022 年增至 30%。

国寿：“鼎鑫工程”，由量到质。

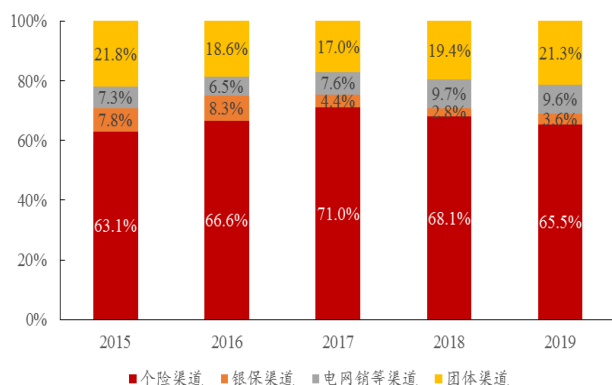
国寿是我国成立最早的人寿保险公司，其遍布全国的线下网点及团体法人渠道是其业务发展的核心优势。2016 年以来，国寿开启了新一轮的渠道改革，银保业务持续收缩、个险业务持续扩张。2019 年开启“鼎鑫工程”改革，成立了三大中心：大个险发展中心、多元发展中心、投资管理中心。大个险发展中心由过去个险营销部扩展为六个部，并吸纳了银保理财规划师队伍、电销坐席队伍与收展队伍进行融合，统一管理。国寿基本形成了大个险推动公司新单保费及 NBV 的持续增长，多元发展中心与大个险协调发展的整体布局，个险渠道队伍增速迅猛。同时，国寿通过市场化的改革升级投资管理部为投资管理中心，2019 年以来投资收益得到明显提升。2020 年，国寿继续深化大个险渠道改革，但其战略已从“扩量提质”转变为“提质扩量”，更加聚焦价值。

新华：规模价值全面发展，重启银保业务规模。

新华在银保渠道具有优势，自 2013 年以来开始注重期缴产品，持续压缩与之相对应的银保渠道，尤其是银保的趸交业务，渠道利润率得到了明显的提升。2019 年新华重启“量质”扩张银保渠道，业务规模得到了大幅增长，但受银保渠道 NBV margin 较低的拖累，2019 年公司整体 NBV 同比负增长。2020 年在疫情的压力下，代理人渠道展业困难，新华通过持续发力银保的优势，截止 2020 年 3 月逆市保持了较高的增速。如新华在银保渠道的 NBV margin 能得到提高，那么新

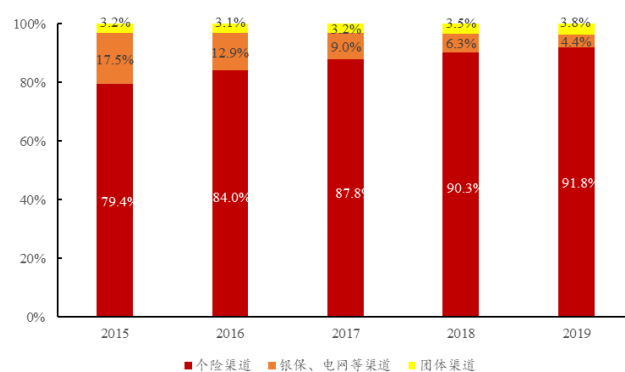
华的整体估值有望真正实现“量质”齐升。

图表 14：平安寿各渠道 FYP 占比变化



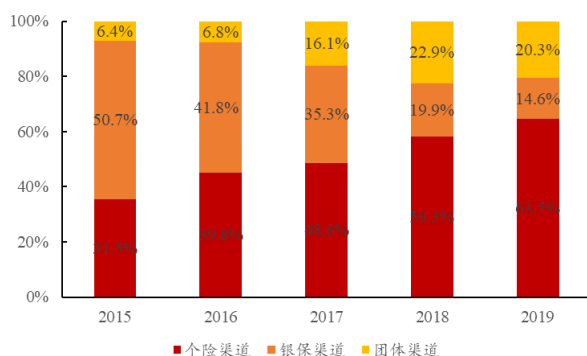
资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表 15：太保寿各渠道总保费占比变



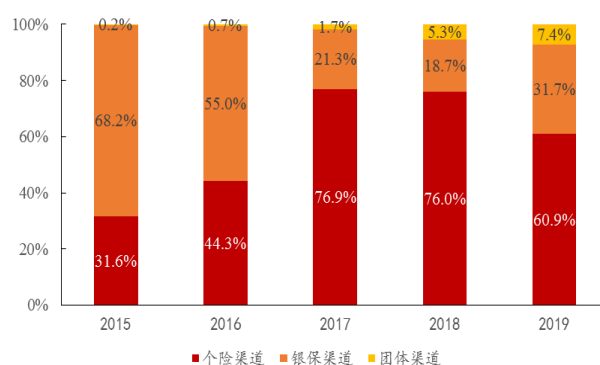
资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表 16：国寿各渠道 FYP 占比变化



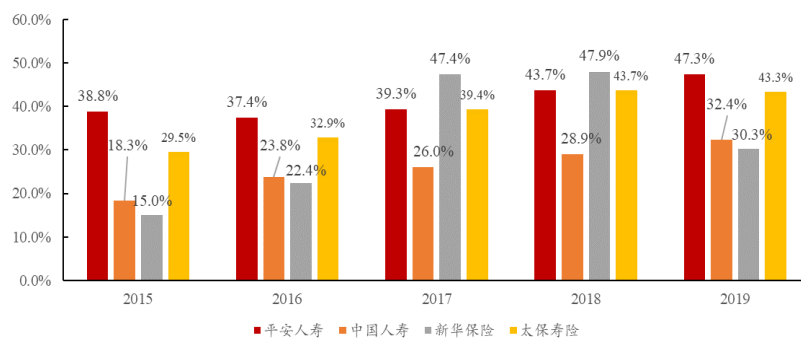
资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表 17：新华各渠道 FYP 占比变化



资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表 18：主要上市险企 NBV margin 变化



资料来源：公司年报，方正证券研究所

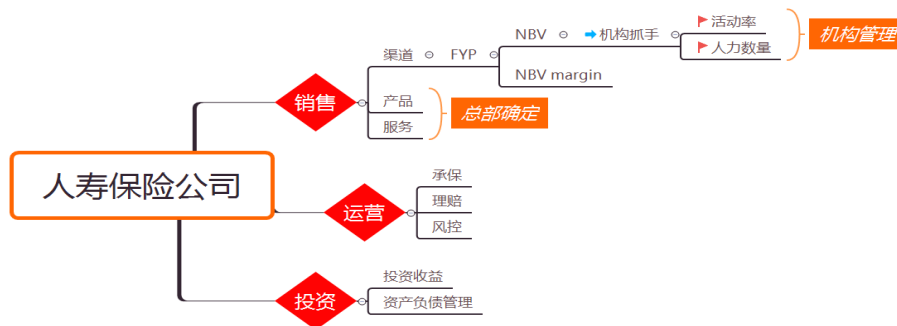
纵览上市险企的渠道转型策略，改革的重点在于如何在保持或扩张份额的同时，开启高质量的渠道转型。但客户利益、渠道利益、公司利益似乎本身就是不可能三角，难以通过渠道端的改革或优化达到帕累托最优。拨开渠道改革的迷雾，从更大的范畴来看，如何更好的适配、弥补我国的寿险需求缺口应是各家险企渠道解困的最好答案。

2.2 根本原因：供给与需求的错配

2.2.1 供给端：缺乏有效的市场需求反应机制

人寿保险业务主要分为销售、运营和投资三大环节。销售环节是寿险公司日常经营的核心工作。在销售渠道的牵引下，不同的公司策略所提供的产品、服务，决定了当下的业务规模及利润。公司所推的新产品，在产品开发阶段已基本确定产品层面的 NBV 及 margin，但因最终客群结构、缴费期限及保额等因素的影响，全年实际 NBV 及 margin 会有差异。因此，公司的 NBV 及 FYP 规模，均是由渠道端最终确定。每年新增保费进入投资环节产生的投资收益，及运营环节对于公司的经营成本等方面产生的影响，也将对寿险公司的长期利润产生影响。**新增业务来源是寿险公司持续实现承保盈利和投资盈利的先行环节。**

图表 19：寿险公司业务分析框架



资料来源：方正证券研究所

一直以来，寿险行业均在强调“以客户为中心”的转型，但寿险公司仍需要通过渠道触达和了解客户并最终成交，可以理解为渠道会根据自身的特性来触达和完成相关的指标。从各分支机构的经营实际的角度，因当期的配套产品及对市场需求的适配性主要由总部决定，活动率、人员数量成为各级机构日常经营的核心抓手，对于产品、服务的及时影响或控制能力有限。各级机构在总部统一的要求下，完成代理人的“招募-培育-留存”，可以逐渐培育代理人的销售技能。分支机构虽然是直接接触市场和客户的第一位，但在产品策略的适配性、客群需求方面缺乏一个较为畅通的机制前后联动机制完成真正的“以客户为中心”改革。这是传统寿险公司管理机制本身存在的缺点，在层级森严的大公司尤其明显。

2.2.2 需求端：客户需求本身已发生变化

近年来，我国客户需求本身已开始产生变化，主要体现在：分收入阶层、分地域及分年龄的消费习惯的差异化特点。

- (1) **财富水平：**随着我国人均 GDP 收入破 1 万美元大关，我国中产、富裕消费群体逐渐增加。高净值人群与中产、大众人群呈现不同的保险需求；同一阶层的人群，因职业、年龄、性

别等影响，其偏好的保险产品及服务不同。中宏保险发布了《中国都市人群保险消费理念白皮书》，面向 25-55 岁已自行购买过商业保险、分布在北京、上海、广州和成都四大城市的客群进行了调研，结果显示不同财富水平的客群，对保险产品的偏好程度不一致：大众、新富人群更侧重保险的保障功能，偏好优先配置保障型产品，但也会根据自己的财力配置储蓄型产品；而富裕人群最看重保险的稳健性，他们将保险作为资产配置的重要工具之一，保障、储蓄产品两手抓。

- (2) **地域差异：**西南财经大学发布的《2018 中国城市家庭财富健康报告》通过对全国 25 个省市的家庭按照不同区域及年收入进行了统计²，发现不同区域的家庭年收入、家庭平均资产差异较大。其中，下沉市场的投保率较低、对保险的认可度较低，但下沉市场的保险支出占其财富水平的比例较高。我们发现，一二线城市与下沉市场在投资渠道、投资收益存在显著的差异，导致在有限的金融投资渠道中，下沉市场的富裕人群对高件均保单的追逐热潮甚至高过一线城市。

(3) 人口结构变化推动保险需求演进：

A. 年轻客群消费习惯变化：

年轻客群受教育程度提高，加之互联网加速信息传递的便利性，对保险的意识 and 消费习惯已与过往人群发生了根本性的变化。2020 年 5 月 4 日央视财经发布《2019-2020 中国青年消费报告》显示，年轻群体的消费支出调研中，保险支出占比达到了 19.1%，位列消费支出第 6 位。根据泰康在线、水滴研究院等相关报告的研究显示，年轻消费群体对保险的意识已经不同于以往“被销售”而是变为“主动了解”，将保险作为人生规划、财务配置的一种理性手段。相比于“前浪”，80、90 后更偏好便捷的购买和理赔体验，并且希望未来保险可以更有趣、更有创造性、更贴近生活。

B. 老龄化程度加深催生“银发经济”：

自 2011 年起，我国 60 岁以上人口达到 1.85 亿，占比 13.7%。按照世界卫生组织对老龄化社的标准(60 岁以上人口占比 10%)，我国自 2011 年起即已经进入全面老龄化阶段。人口老龄化程度的加深相关的老年人消费需求不断形成。根据中国老龄科学研究中心发布的《老龄蓝皮书：中国城乡老年人生活状况调查报告（2018）》显示，照护服务需求持续上升。2015 年，我国城乡老年人自报需要照护服务的比例为 15.3%，比 2000 年的 6.6% 上升将近 9%。城镇老年人照护需求比例从 2000 年的 8% 上升到 2015 年的 14.2%，而农村老人 2015 年照护需求比例达到了 16.5%。从具体服务项目来看，38.1% 的老年人需要上门看病服务，12.1% 的老年人需要上门做家务服务，11.3% 的老年人需要康复护理服务，10.6% 的老年人需要心理咨询/聊天解闷服务，10.3% 的老年人需要健康教育服务，4.5% 的老年人需要助浴服务，3.7% 的老年人需要老年辅助用品租赁服务。

² 《2018 中国城市家庭财富健康报告》所调研的客群为：家庭年收入水平平均值 20.4 万（从 7.2 万到 52.3 万不等），家庭平均资产 300 万（从 7.9 万到 935 万不等）的人群。

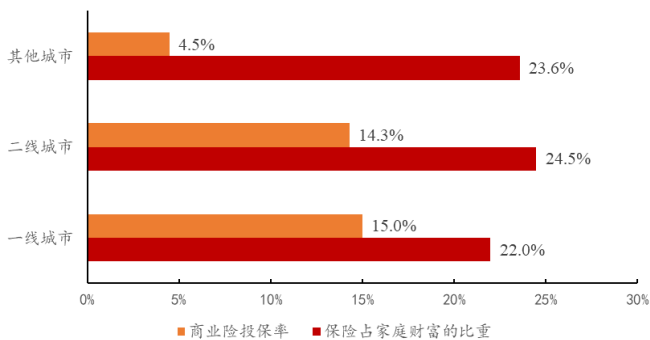
随着老年人收入的不断提高,这些潜在需求都将转变成老年人有效需求,根据国家应对人口老龄化战略研究长期照料服务制度研究课题组2014年预测,2050年中国长期照料支出将不断提高,占GDP1.1%。**银发经济中的保险及相关服务的需求,正在催生新的保险渠道和运营模式的产生**,如:泰康的CCRC社区养老模式及对应的保险产品和服务,太保的社区养老、居家养老模式及对应的保险产品与服务等。但该类保险仅解决了部分富裕人群的老龄化需求,对于中低端收入的老龄客群需求有待进一步解决。

图表 20: 中国高净值家庭保持 9.3% 增速

总资产家庭数量				
资产等级	截止 2017 年 1 月 1 日	增长率		截止 2018 年 1 月 1 日
千万人民币	1,469,500	9.3%		1,605,450
亿万人民币	99,350	11.2%		110,440
三千万美金	64,600	14.1%		73,735

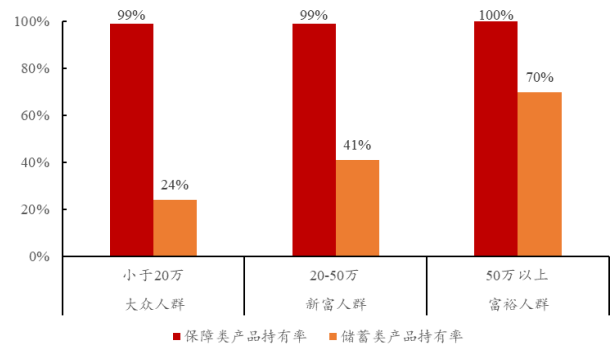
资料来源: 胡润财富, 方正证券研究所

图表 22: 下沉市场保险支出占比较高



资料来源: 西南财经大学, 方正证券研究所

图表 21: 不同财富人群的保险需求不同(样本客群)



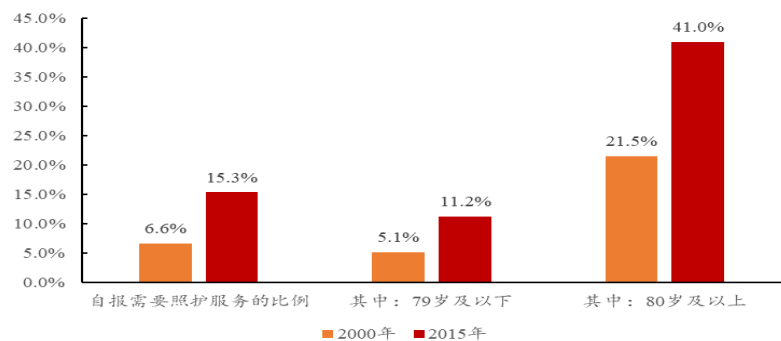
资料来源: 中宏保险, 方正证券研究所

图表 23: 年轻客群的保险支出占比较高



资料来源: 央视财经, 方正证券研究所

图表 24: 老年客群的照护需求逐年上升



资料来源: 中国老龄科学研究中心, 方正证券研究所

富裕群体的保险需求、下沉市场的保险新需求、年轻客群及老龄客群

的保险需求均对现有的保险产品、服务及渠道模式开启了新的挑战。从机制上看，如何快速洞察市场需求，开发适配的保险产品及服务，并成功的激励渠道模式触达、成交新兴的客户需求，变被动、低频的保险营销为主动、高频的与消费者的互动，成为了保险公司改革需要解决的问题。

2.3 解题思路：应进行供给侧改革

2.3.1 需求总缺口的度量：完美情形下市场空间预估

通常我们会根据保险深度、密度与发达国家进行横向对比测算，这一指标是在寿险市场保费与 GDP 呈正相关的强假设下的结论，无法根据本国国情量化保险市场的实际增长空间。2019 年我国人均 GDP 已迈入 1 万美元大关，按照 S 曲线预测，我国保险深度和密度将进入高速增长的阶段。但受监管政策、人口结构、可支配收入、社保水平、医疗通胀、老龄化、城镇化及保险意识等因素影响，我国保险深度、密度具有自身的发展特点，应该如何量化这一市场规模呢？

在市场供给完美匹配需求的情况下，由需求倒推的市场规模预估，可作为价值投资的主要衡量方法。Swiss Re 曾在 2012 年提出通过寿险需求缺口（Protection Gap）倒推寿险保费规模的方法。

Swiss Re 将寿险缺口分为：死亡保障缺口、健康保障缺口、长寿风险保障缺口。Protection Gap = PV(未来死亡、医疗及长寿风险所需支出) - PV(未来可获取的死亡、健康及长寿风险的资源)。因长寿风险可以借由储蓄（包含理财投资等），及购买死亡保障、健康保障类保险产品规避，我们理解，长寿风险的转移也可以投射到前两者的保障缺口上来。实际上，与其他金融工具相比，死亡保障和健康保障是寿险市场最核心的业务。

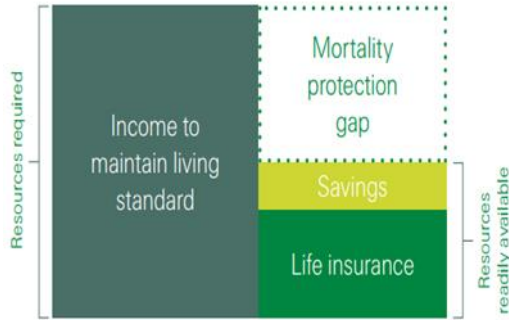
寿险保障缺口计算公式为：

寿险保障缺口 = PV（死亡保障缺口）+ PV（健康保障缺口）

- （1）死亡保障缺口 = PV（10*年工资收入）-（储蓄+含死亡保障的保额）；
- （2）健康保障缺口 = PV（医疗费用支出）-（社保/政府/单位所承担的部分）³，通常在新兴市场国家，该指标也可用现金支付医疗费用（out-of-pocket，简称“OOP”）来代替。

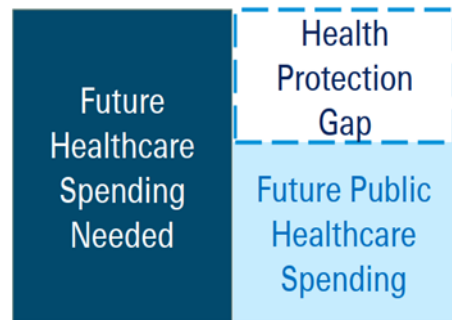
³ 社保/政府/单位所负担的健康保障，通常稳定为 GDP 的一定比例。

图表 25：瑞再对死亡保障缺口的定义



资料来源：Swiss Re, 方正证券研究所

图表 26：瑞再对健康保障缺口的定义

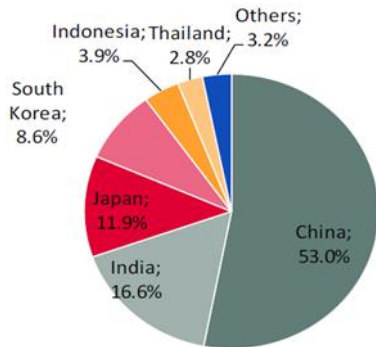


资料来源：Swiss Re, 方正证券研究所

根据以上模型，瑞再测算了东亚新兴经济体的死亡保障缺口，其中，我国的死亡保障缺口最大、增速最快，2014 年达到了 32 万亿美元，年复合增速 17%。

日内瓦协会（The Geneva Association）沿用瑞再的这一测算方法，并在 2018 年发表的“The Global Insurance Protection Gap Assessment and Recommendations”文中通过使用该模型估算出 2013 年全球寿险保障缺口 86 万亿，这个缺口达到了 2013 年全球 GDP 总额的 116%，侧面彰显出全球寿险保障额度的不足。在全球的寿险保障缺口重，新兴市场的寿险缺口比例更大。在东亚新兴市场中，因我国庞大的人口规模及基础的社保水平，使得我国寿险保障缺口增速最快；从绝对数看，位列亚太市场第一。

图表 27：我国健康保障缺口位列亚洲第一



资料来源：Swiss Re, 方正证券研究所

图表 28：我国死亡保障缺口位列亚洲第一

USD bn	2000	2004	2007	2010	2014	CAGR* (2004 to 2014)
China	3,735	6,540	11,193	18,573	32,074	17%
India	2,071	3,067	4,998	7,027	8,555	11%
Japan	6,198	6,554	6,305	8,617	6,579	0%
South Korea	1,756	2,479	3,697	3,645	5,296	8%
Australia	542	784	952	1,078	1,087	3%
Indonesia	258	442	526	693	793	6%
Thailand	303	326	438	531	767	9%
Vietnam	97	137	230	363	629	17%
Hong Kong	391	421	430	439	538	2%
Malaysia	170	225	293	397	524	9%
Singapore	155	168	227	300	402	9%
Philippines	80	111	196	274	372	13%
Taiwan	105	234	198	186	177	-3%
Total	15,861	21,487	29,686	42,123	57,794	10%

* CAGR = compound annual growth rate.
Source: World Bank, UN Population Estimates and Projections Section, Swiss Re Economic Research & Consulting; actual figures up to 2013.

资料来源：Swiss Re, 方正证券研究所

保险具有射幸性，因此存在保额/保费的杠杆作用，这也是寿险市场相对于其他金融市场的独特之处。在测算死亡保障缺口时，瑞再根据经验数据得出公式如下：

$$\text{Potential Total New Annual Premium Volume} = \text{The Total Protection Gap} * 0.3\%$$

健康险并不适应由保额倒推保费的计算方式。健康险需要考虑发生率、补偿规则等各类参数，较为复杂。此处我们仅考虑有能力支付健康险保费的人群，参考其 2018 年的报告中 OOP 可粗算为健康险需求，以均衡费率的方式，OOP 约等于商业健康险的市场空间。

我国商业寿险市场规模预估如下：

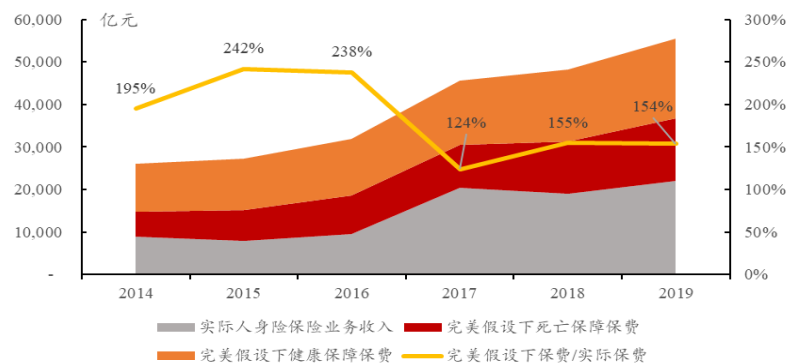
图表 29：寿险保障缺口及市场规模测算

寿险保障缺口	2014	2015	2016	2017	2018	2019
死亡保障缺口（亿美金）	320,740	375,266	439,061	513,701	601,031	703,206
死亡类保费（亿元）	5,892	7,259	9,113	10,162	12,415	14,794
健康险保障缺口（亿元）	11,295	11,993	13,338	15,134	16,912	18,874
健康类保费（亿元）	11,295	11,993	13,338	15,134	16,912	18,874
完美假设下：						
总保障缺口（亿元）	332,035	387,258	452,399	528,835	617,943	722,080
总保障类保费规模（亿元）	17,188	19,251	22,450	25,296	29,327	33,668

资料来源：国家统计局、银保监会、The Geneva Association, Swiss Re, 方正证券研究所

- (1) **死亡保障保费规模：**因死亡保障缺口与年工资收入的正相关性，我们以瑞再 2014 年测算的 320,740 亿美金为起点，按照人均工资收入增速测算 2015-2019 年的死亡保障缺口规模。根据瑞再的保额/保费倒推公式推算出完美适配需求缺口假设下，死亡类保费的市场规模；
- (2) **健康保障保费规模：**根据瑞再的定义，根据均衡费率方式，此处与 OOP 值即医疗险的现金支付部分相等。
- (3) **缺口空间：**因保障类业务缺口 2014-2019 年平均为 506,758 亿元，对应的保障类业务保费规模 24,530 亿元，是实际人身险年均保费的 184%，意味着我国核心保障类保费规模年均增长空间约 84%，且因人身险保险业务保费包括了生存保障类产品的保费规模，相对分子的口径更大，因而年均 84% 会被低估。如加上生存类产品规模，则预计增长空间在此基础上会更高。
- (4) **趋势：**我们通过保障缺口倒推的保障类保险保费规模与实际人身险保费业务的比值在 2017 年后逐渐下降，与我国实际行业趋势基本一致，侧面体现出模型的有效性。实际上，因 2017 年 134 号文、19 号文推动行业回归保障，Z 值呈现明显的下降趋势，也反映出我国保障类业务获得了较大的发展。

图表 30：保障类保费及增长空间预估



资料来源：银保监会，国家统计局，方正证券研究所
研究源于数据18研究创造价值

通过以上测算，我们发现：虽然我国人身险市场需求空间较大，但目前市场需求远未被满足，核心业务（死亡保障、健康保障）存在年均超 84% 的增长空间。如何提高供给侧的适配能力，成为我国保险业务发展的关键问题。

2.3.2 分区域的发展策略：寿险需求饱和度的度量

根据今年人行发布的《中国区域金融运行报告（2020）》，我国保险市场的区域化明显，各区域的寿险发展空间呈现不一致性。为测算各区域的寿险发展空间，我们采用寿险需求饱和度来定义各区域的寿险发展情况。

定义：区域寿险饱和度=区域人均人身险保费/区域人均可支配收入

令 X =人均可支配收入（元/年）； Y =人身险保费收入（元/年）；

Z =区域寿险饱和度= Y/X

假设 $Y=a*X+b$

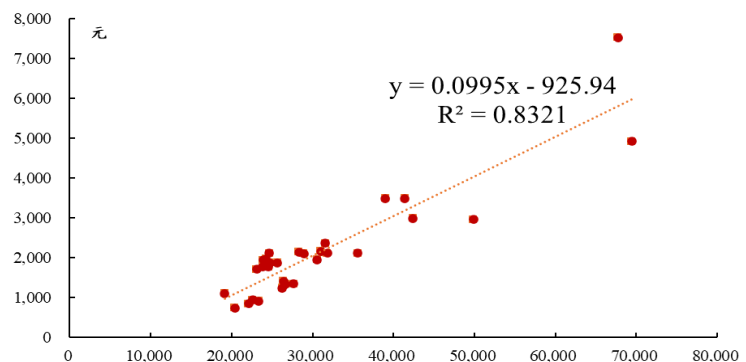
Z =区域寿险饱和度= a ，即：线性函数的斜率。

通过简单的线性回归，得到

$Y=0.0995X-924.98$

$R^2=0.832$ ，模型具有解释性。

图表 31：不同区域人均可支配收入与人身险保费的关系



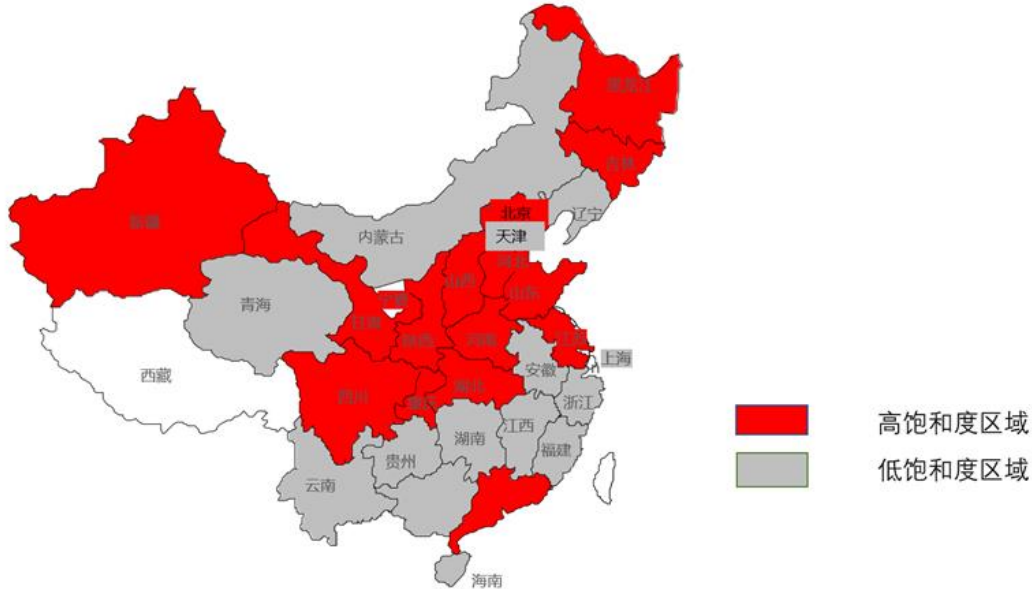
资料来源：人民银行官网，国家统计局，方正证券研究所

根据该模型，得到全国寿险饱和度=7%，而不同区域的寿险饱和度不一致。假设各地区的寿险饱和度主要与人均可支配收入相关，以全国平均值 7% 为基准，可将区域划分为两类：

- (1) 饱和度高于 7% 的区域：代表在相同人均可支配收入下，该区域的寿险市场发展程度较高，我们预估未来该增长将朝着更为精细化、差异化、分层化的模式发展。
- (2) 饱和度低于 7% 的区域：代表在相同人均可支配收入下，该区域的寿险市场不足全国平均水平，即：按照现有渠道模式发展，该地区的成长空间依然较大。

由此，我们得到一张全国各区域寿险饱和度差异（实际值-预估值）的热点图：

图表 32：我国各区域的寿险饱和度分布图



资料来源：中国人民银行，国家统计局，方正证券研究所

通过以上分析，我们发现：虽然我国人身险市场需求空间较大，但在不同区域的市场空间不同，因而区域策略应该不同。通过区域分层化经营思路，可提高供给侧的改革效率：

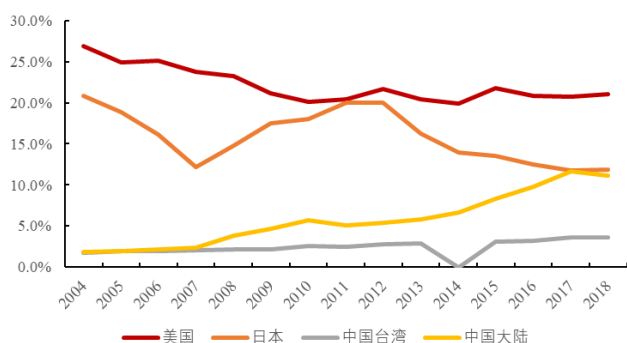
- (1) 在现有模式下，上海、浙江、福建一带的东部沿海区域值得大力开拓，其人均可支配收入较高，且市场饱和度未达到全国平均水平，潜在发展空间较大；
- (2) 而我们通常认为中西部区域（四川、重庆、湖北、陕西、甘肃、新疆等）发展潜力大，该地区人均可支配收入低，实际寿险饱和度已超过全国平均水平，在该类区域的经营需要更精细化的运作管理。

供给侧改革自 2015 年底提出至今，主要上市险企均已尝试过以“客户需求为中心”的改革之路。但因对市场声音“倾听”不够、组织层叠造成的信息不对称，及渠道利益绑架后的客户需求的曲解等原因，加之保险本身具有低频、被动消费的特点，各公司对客户需求的理解、对渠道诉求的把握，及客户本身对保险需求的理解程度尚浅，“以客户需求为中心”的转型之路略显漫长。

3 他山之石——美国、日本、中国台湾地区的渠道改革借鉴

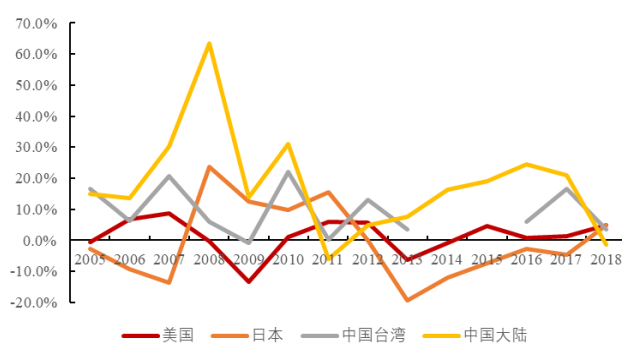
从全球范围来看，我国寿险保费占比逐渐提升，保费增速较快，寿险市场处于快速成长期。受历史传统、人口结构、金融市场发达程度、收入水平及法律监管等因素的影响，寿险销售渠道在不同国家和地区呈现不同的结构和模式，但从各主要发达市场的寿险渠道演进规律可以看出，由客户需求引导的产品结构的变化，是寿险渠道变革的核心动力，而监管政策往往成为推动渠道变化的催化因素。而应对需求的变化，各地区市场供给均经历了由粗放到精细、由低效到高能转变。目前从供给形式看，日本以代理人渠道为主；台湾以银保渠道为主，代理人渠道次之；美国以经纪、独立代理人为主。

图表 33：主要寿险市场的全球占比变化



资料来源：wind，方正证券研究所

图表 34：主要寿险市场保费增速变化



资料来源：wind，方正证券研究所

3.1 日本：以代理人为主，多元、分层化渠道发展趋势

日本是全球最重要的寿险市场之一，2018 年日本寿险⁴保费 3,342 亿美元，全球寿险市场占比 12%，位居全球第二。日本寿险业渠道经历了完整的经济周期和保险周期，对我国渠道演变具有借鉴意义。从渠道类型来看，日本寿险业目前主要的渠道包括寿险代理人、代理店、银保、网络等。代理人渠道主销的是长期期缴、定期险和终身险等传统险产品；银行保险主销的是个人年金、第三领域产品、复缴终身险产品；来店型代理店主销的是医疗险、保障型产品和储蓄型产品；网销主销的是定期险、医疗和重疾险、小额死亡险等产品，这些产品则相对简单，保费较低，对营销渠道要求也较低。从渠道演变结果来看，日本寿险渠道当前仍以代理人为主，银保、代理店、网销等渠道多元化、多层次发展的模式。

4 日本保险市场分为：寿险、财险、健康险市场，分别位列第一领域、第二领域和第三领域。第三领域健康险主要包括医疗险、癌症险，财产险公司也可以参与非终身的业务。此处寿险保费与国内的人身险一致，也包括了产险公司经营的健康险。

图表 35：日本寿险营销渠道多元化发展模式

日本主要的渠道模式	产品类型	客群	销售模式	渠道公司代表	发展历程
个险代理人	长期期缴、定期险和终身险等传统险	中老年客群	面对面顾问式营销，客户安全感较强	日本生命、第一生命、明治安田生命、住友生命	20世纪50年代开始发展，代理人人数由1991年的45万人，逐渐下降至2008年的24万人。
银保渠道	年金、趸缴终身	银行客群	面对面营销	Hartford Life哈特福德生命	年金类产品重要销售渠道
来店型（直销店铺）	医疗险、保障型产品和储蓄型产品	30-40岁客群	面对面营销；变被动为主动	Life Plaza Holdings	2000年Life Plaza holdings开设第一家店，现已有超过160家分店；日本生命、第一生命等大型寿险公司2007年开始在大型车展及客流量较大的地铁口周围设立直营店铺
产险保险代理店	所有产品	产险投保者	面对面营销	Alico Japan	1997年起，以产险投保者为对象销售寿险产品
网销	死亡险、医疗险、年金险	年轻客群	互联网营销，标准化产品	Lifenet生命、SBI安盛生命	成本较低的邮寄、网络销售，提供相对廉价和简单易懂的产品

资料来源：《日本寿险业研究》，LIJA，方正证券研究所

3.1.1 日本寿险渠道发展路径

日本寿险业的渠道发展大致经历了两个阶段：由早期的粗放经营到代理人制度的改革、多元与分层化经营。推动渠道经营变革的内在因素在于经济发展、人口结构变化、社会变化和科技进步等因素改变了保险需求的层次，为提高供给效率各公司纷纷开展渠道供给改革，同时监管的变化对渠道变革的推动起到催化作用。

（1）第一阶段：至 20 世纪 80 年代末，代理人渠道大发展。代理人基本以战争寡妇为主，缺乏专业知识，主要靠人情关系展业。在人情推销结束后，无法继续拓展业务，出现“大进大出”的行业问题，给行业发展及信誉带来较大负面影响。为应对这一情况，保险监管机构经济推动，并于 1976-1987 年分 4 次实施了以提升代理人素质、改革展业制度、提高留存率为核心的“展业体制三年规划”，分别从招募-培育-留存三大方面对代理人制度进行了系统而完善的改革。

A、招募：提高对基本能力的要求，严格招募程序。

B、培育：设立统一培训考试制度，有新人培训、继续教育、分级考试、特色培训等。

C、留存：颁布《最低收入法》引入底薪制，加强代理人稳定性，在完善选拔录用制度上提升对基本能力的要求。首先，日本各大公司均纷纷将代理人的委托关系逐渐转变为雇佣关系。日本各大公司纷纷设立了较为详细的准入、培训计划，根据公司的不同，从签订试用合同到成为公司正式员工通常需要 2-4 个月的时间。具体流程为：寿险公司与营销员签订试用合同，接受公司培训，学习寿险基本知识和实践训练，然后参加寿险协会主办的每月一次的初级课程考试，考试合格后，在监督管厅注册取得营销员资格。随后继续接受培训并开展实地展业活动，经公司考核合格后与寿险公司签订劳动雇佣合同，正式成为公司的合法员工。其次，各大寿险公司开展了“严格转入机制”、“强化培训考核”，优化竞争机制，创设制度要求代理人多次访问客户，引入内部公开竞聘等措施。

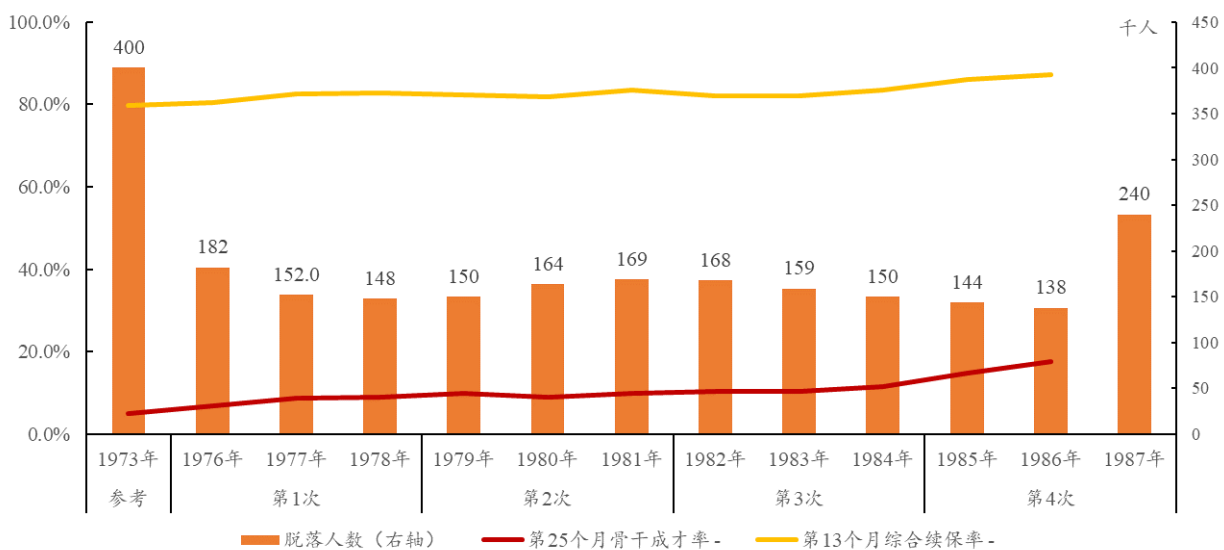
通过四次“展业体制三年规划”改革，有效提升了代理人的综合素质，其代理人数量和产能均有稳步提升。日本寿险代理人渠道逐渐从以家庭主妇为主的传统结构，逐步转向理财规划师、特种代理人团队、传统代理人团队的分层渠道模式。经过严格招聘和培育后的理财规划师具备“三高（高学历、高素质、高绩效）”特点，以保德信生命（日本）为例，2005 年其人均保单件数达到同业的 4 倍，员工留存率是达到同业的 2 倍，MDRT 数量占比达到 24%，远超同业（0.2%）。

图表 36：日本寿险代理人渠道分层管理模式

代理人渠道分层管理	主要客群	渠道特点	公司代表
理财规划师营销团队	城市的富裕阶层、中小企业主等	(1) 主要培育大学毕业的男性寿险规划师； (2) 招募门槛极高（保德信日本，30:1）； (3) 以客户需求为中心，提供个人服务。	保德信生命、索尼生命
特种代理人团队	城市职场精英	女性大学生为主，充当职场白领的理财顾问	
传统代理人团队	普通客户，按商业区、居民区、学区、工厂区、科技园区、公共场所等区域划分	普通消费者	

资料来源：《日本寿险业研究》，LIAJ，方正证券研究所

图表 37：日本四次“展业体制三年规划”改革成果：骨干成材率提高、续保率提高、脱落率减少



资料来源：《日本寿险业研究》，LIAJ，方正证券研究所

(2) 第二阶段：20 世纪 90 年代至今，代理店、银保渠道逐步提升，多元化发展。

20 世纪 90 年代日本泡沫经济破灭，行业破产风潮来临；而后日本开始恢复，但 GDP 增速仍然疲软，日本寿险保费增长放缓，代理人渠道因此受到影响。随着人口老龄化、低利率甚至负利率、人均收入下降等因素变化，引发了日本客户需求的变迁；加之销售媒介的多元化兴起，多样化的渠道模式开始出现。

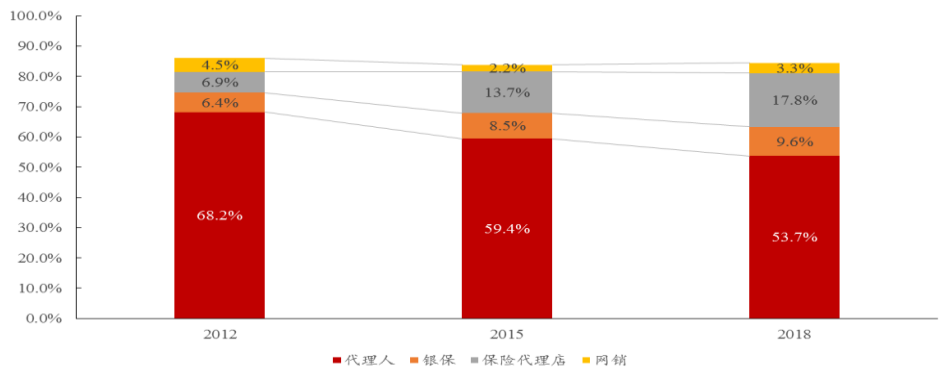
A、具有较强保险意识的成熟消费者——保险代理店模式崛起。代理

店主要面向具有较强保险意识的成熟消费者，可以方便选购和定制多样化产品，新单数量占比由 2012 年的 6.9% 上升至 2018 年的 17.8%。

B、中老年富裕客群——银保渠道占比有所提升。2001 年开始日本政府陆续解禁银行对各类保险产品的销售，2007 年彻底放开，银保渠道快速崛起，成为年金类储蓄产品的重要销售渠道。近几年来，银保渠道主要销售的保险产品是针对富裕阶层（中老年客户）的趸交储蓄类产品。

C、年轻人群——网销。作为线上时代的产物，对于标准化的死亡、医疗保险有较好的销售能力，主要面向年轻人群。虽然日本互联网普及率较高（93.5%）但 2018 年网销渠道占比仅为 3.3%，并没有体现出增长趋势。

图表 38：日本寿险市场分渠道新单件数占比



资料来源：L/JA，方正证券研究所

3.1.2 日本生命公司的改革措施及成果

日本寿险市场集中度较高，在 42 家法人主体中，排名前 5 的公司市场总份额占比 50% 以上，分别为生命保险、邮政保险、明治安田生命保险、住友生命、第一生命等内资保险公司。这四家公司保费收入、资产规模和营销网络均占据行业领先地位。其中，日本生命是日本寿险市场份额排名第一的公司，主要以代理人渠道为主，将提供销售服务的代理人成为“日生 Total Partner（共同发展伙伴）”，并将其定位为营销渠道的核心，不断进行强化。历经多次渠道改革，日本生命公司通过生活广场（客户服务中心）、代理店渠道、互联网及电话等销售渠道，实现渠道的多样化发展。

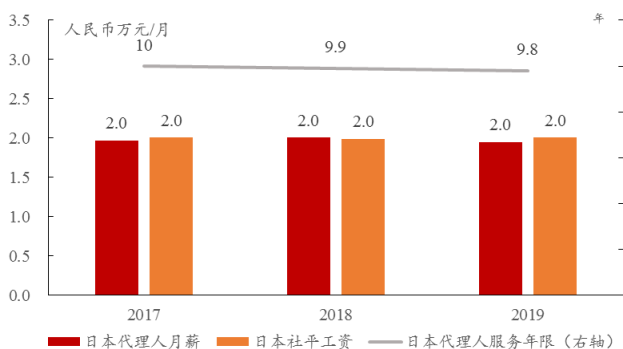
图表 39：日本生命的代理人渠道改革措施

日本生命的改革措施	具体内容
加大培训力度，设置阶梯化培训考核体系	<ol style="list-style-type: none"> 1. 新人：保险销售、售后服务等必要基础教育，包括礼仪训练、产品基础知识、支付相关知识、合规道德教育、销售实践训练等。 2. 入司1年：基础研修课程，包括客户服务进修培训、公共年金制度、公共医疗保险制度、商品知识等； 3. 入司2年：高度咨询能力进修课程，包括SLC的相关辅助课程。 4. 入司3年后：高度咨询能力进修，主要为课题形式的研究学习。 5. 提供各种学习手册和教材、内部卫星广播栏目（“NICE-NET”）等教育资源，通过直接、生动的方式为全国各地的代理人提供学习便利。 6. 增设全国通用确认考试（公司内部考试）
改革收入分配措施	<p>2007年4月起：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 在职2年以上的代理人降低新单件数指标，转向对保全服务质量的考核； 2. 对在职2年以上、有效保单达到一定数量的有效保单代理人发放额外奖金。 3. 入司第3年起，可根据自身职业规划选择进入管理序列或销售序列，并接受更为具体的培训。

资料来源：《日本寿险业研究》，日本生命官网，方正证券研究所

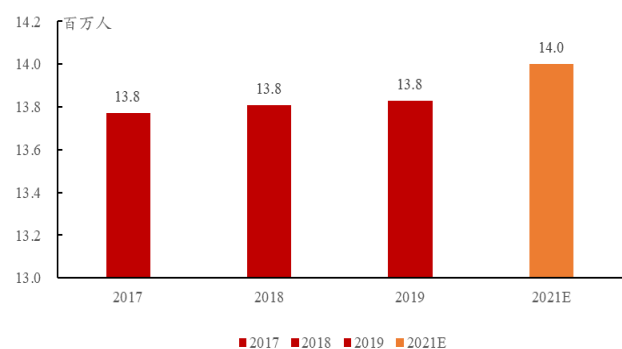
在渠道改革上，日本生命自 2007 年 4 月大幅修改基本法，更加注重客户服务及业务流程，将售后服务予以点数化，并增加该部分的薪金比重。在育成培训方面，着重培养有活力的代理人成为核心职员，完善自上而下的统一育成制度，并继续扩充银行窗口和代理店渠道。从经营成果看，客户满意度由 2007 年 77.9% 提升到 2019 年的 89.2%，同时代理人收入稳定，基本等于当地社平工资（按照 5 月 24 日汇率计算，约为人民币 2 万月薪），代理人数量稳步提升，员工稳定性、留存率较高，服务期限达到 10 年左右，公司保费逐步提高。在公司中长期发展策略“Zen Shin-next stage-(2017-2020)”中，日本生命在 2021 年有望实现保费收入 8% 的增速，客户数量达到 1400 万人。

图表 40：日本生命代理人服务期限、月薪



资料来源：日本生命官网，方正证券研究所

图表 41：日本生命客户数量稳步提升



资料来源：日本生命官网，方正证券研究所

3.2 中国台湾地区：以银保渠道、高质量代理人渠道为主

中国台湾地区（以下简称“台湾”）寿险业发展较为成熟，2018 年人均寿险保费达到 4320 美元，远高于全球平均水平 370 美元，台湾寿险市场发展较为成熟，渗透率位列世界第一。在向高度成熟发达的保险市场发展过程中，台湾也经历过代理人模式从人海战术逐渐向精英化、专业化的过渡，并形成当前以银保渠道为主、代理人为辅的业务模式。

3.2.1 台湾寿险渠道发展历程

台湾自 1962 年准许设立民营保险公司以来，随着客户需求的演变、外资保险进入、监管政策变化等因素的推动，供给端的销售渠道随之演化升级。总体而言，台湾寿险在 2000 年以前以代理人渠道为主；2000 年以后，银保渠道迅速发展并逐渐成为主流，2010 年电视、网络等新兴渠道逐渐兴起，但占比仍然较低。

图表 42：台湾寿险渠道发展历程

起始时间	发展情况
20世纪60年代：兴起期	1) 准许设立民营保险公司，保险市场竞争逐渐激烈。 2) 人海模式，代理人素质参差不齐、队伍稳定性差、保单继续率不高。
20世纪80年代：探索期	1) 1987年，放开外资准入。外资公司引入电网销等创新渠道，冲击代理人渠道规模。 2) 粗放经营模式下的人情保单随着代理人的跳槽脱落、解约转保，形成恶性循环。个人营销渠道朝专业顾问、市场细分的方向探索。
20世纪90年代起：转型期	1) 利率下行，流动性过剩，因保险产品对利率的敏感性滞后，同期保险产品相对银行定期存款利率有优势，银保业务急速增长，后于2008年后超过代理人渠道。 2) 2001年《金融控股公司法》、2003年《银行、保险、证券等机构合作推广商品或提供相关服务规范》：实现银行、证券、保险金融混业经营模式，对代理人提出了新的理财投资保险专业要求和调整，迫使代理人渠道转型升级。
2005年以来	1) 行业推行代理制向员工制转型、资格认证、强化培训教育三大内容。 2) 2003年台湾地区寿险代理人负增长，市场逐步形成劳动合同、代理合同并存的合同关系。 3) 营销人力占比由2000年的91.8%下降到2008年61%，代理人渠道“清虚”开启向高产能人力转型。

资料来源：《我国台湾地区寿险营销渠道的演进与选择策略》，方正证券研究所

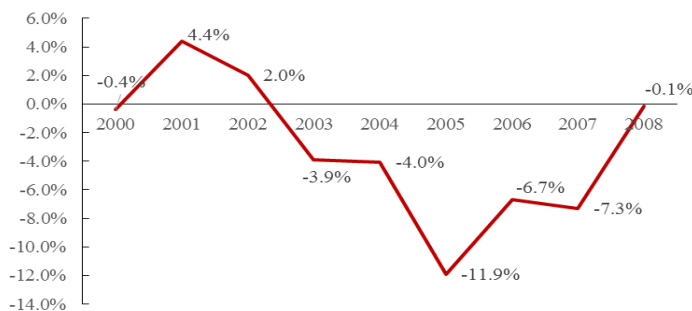
(1) 代理人渠道向高质量队伍转型

A、1992 年台湾颁布《保险业务员管理规则》，确立了资格考试、注册登记等资格管理制度。代理人需通过资格考试后方可展业，且规定了之后 5 年由所属公司进行在职培训，并规定了相应课程、培训时长等。

B、1996 年-2008 年台湾财政部保险司实施了“业务经营自律准则暨招揽体制阶段改善计划”，重点关注代理人的增员问题、留存问题以及专业素质问题。尤其是 1998 年寿险业被纳入“劳基法”后，传统大进大出的增员方式难以维系。保险公司纷纷与代理人签订雇佣合同或者雇佣与代理混合合同等方式，为代理人提供社保、退休金等基本保障。同时，保险公司开始改革基本法，从增员向绩优倾斜，在增员

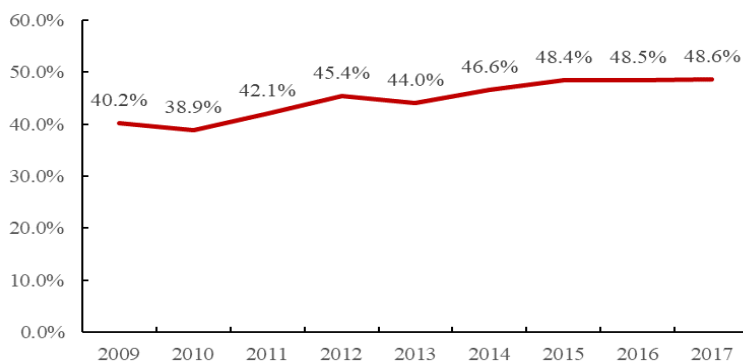
方面更加强调人员素质。受清虚影响代理人人数有所下滑，但整体继续率等指标有显著提升，13 个月继续率 1996 年 74% 提升到 2009 年 85%，服务能力得到加强。2009 年政府联合寿险同业公会组织第二次代理人专业化提升计划，即“人身保险业提升保险服务招揽质量计划”，通过两轮改革，台湾代理人专业化初步完成，代理人逐步恢复增员，同时人均产能和留存率均得到显著的提高。

图表 43：改革期间，台湾代理人增速持续下滑



资料来源：台湾人寿保险商业同业公会，方正证券研究所

图表 44：改革后，台湾代理人 13 个月留存率提高



资料来源：台湾人寿保险商业同业公会，方正证券研究所

经过改革，台湾寿险代理人渠道模式逐渐从“人海模式”向高学历、年轻化转变。根据台湾寿险同业公会统计，2004 年新登记业务员中，大专以上学历为 74.7%，35 岁以下为 66.4%。台湾国泰人寿代理人队伍中，大专以上学历占比由 2000 年的 22.6% 提升至 2012 年的 40.72%。同时，代理人队伍稳定性逐渐提高：台湾国泰人寿的平均服务年资由 2000 年 6.78 增长到 2012 年的 10.24 年。

(2) 银保渠道受市场供需影响，飞速发展

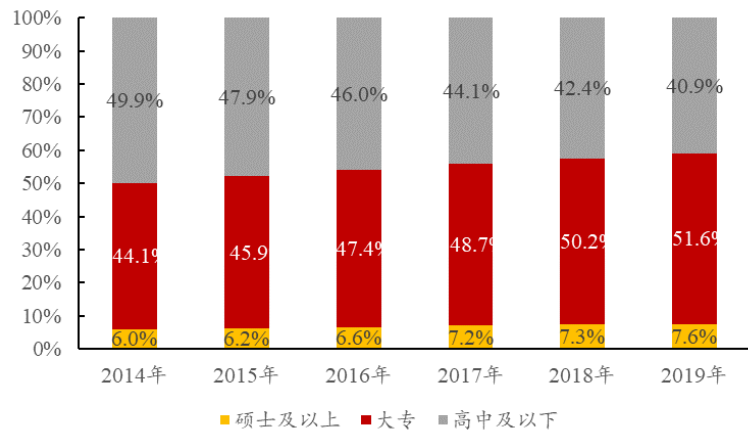
从需求来看，2000 年以后随着市场利率的快速下降，银行存款等理财收益率下滑，保险产品因对利率的敏感性滞后，相对同期银行存款收益具有吸引力，投资型保险产品的客户需求显著提高。受低利率环节影响，为增加中间渠道收入，银行代销意愿增强，同时随着台湾保险市场逐步开放，海外银保渠道的经验也被引入，90 年代银保渠道开始萌芽。银保渠道从供需两端较为匹配，但发展仍需要政策配合。2000-2003 年，台湾地区金融机构开始进行改革，允许金控公司形式出现，银行和保险之间的合作界限有了明显突破，通过设立子公司等

形式展开深度协作，银保渠道保费开始飞速跃升，到 2010 年渠道保费占比超过 60% 以上，超越代理人成为最重要的销售渠道。

3.2.2 国泰人寿的改革成果

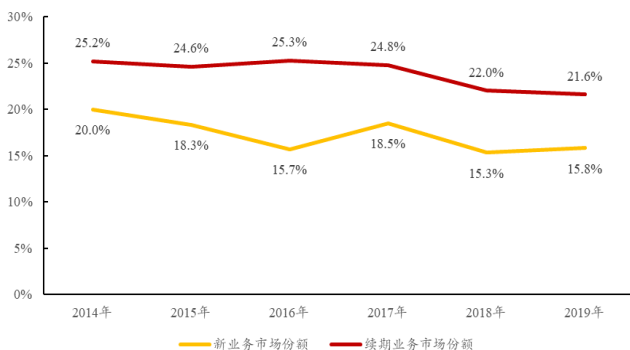
台湾国泰人寿是台湾寿险市场份额最高、发展最成熟的公司，其主要的销售渠道是代理人渠道。2018 年国泰人寿新单市场占有率 15.3%，总保费占比 22%。国泰人寿经过 90 年代的代理人精英化改革，目前营销队伍由低学历逐渐向高学历、年轻化的精英策略转变，代理人大专及以上学历占比由 2000 年 22.6% 逐步提升至 2019 年 59.1%；经营的代理人稳定性提高，由 2000 年的平均工作年资 6.76 年提升至 2019 年的 12.01 年。借由高质量代理人渠道，国泰人寿的业务结构以复杂的保障类产品为主，在低利率环境下经营稳健，市场份额保持高位；代理人渠道的高质量服务也为其续期业务维持市场领先奠定了良好的基础。

图表 45：2014-2019 年台湾国泰人寿代理人学历逐年提高



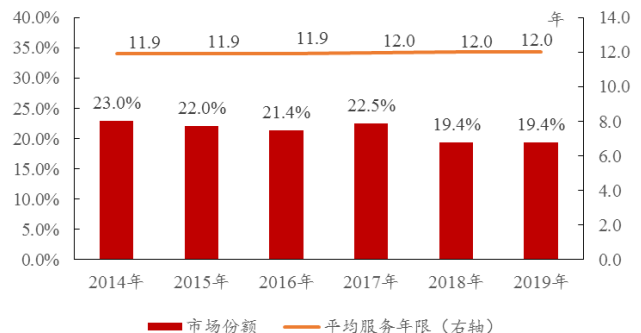
资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表 46：国泰人寿新单、续期业务份额稳定



资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表 47：国泰人寿市场份额稳定、代理人服务年限



资料来源：公司年报，方正证券研究所

3.3 美国：以独立代理人、专属代理人为主，多渠道发展格局

美国是世界第一大寿险市场，2018 年寿险收入达到 5934 亿美元，人均寿险保费 1810 美元，寿险市场发展成熟。得益于二战后美国经济快速发展、人民保险意识增强、社会养老问题开始显现和政策调控，整体寿险业发展快速，逐渐呈现以年金为主、个人寿险和团体健康险为支撑的发展趋势。

美国寿险市场起步较早，当前的分销渠道占比相对稳定，总体维持以独立经纪为主、专属代理人及银保渠道为辅的结构，**渠道发展和变革的动因主要来自市场自身要求及渠道效率的导向**。具体体现在：

保险公司降低经营成本的诉求：近年来美国老牌相互制保险公司纷纷转为股份制，股东对盈利水平提出越来越高的要求；近年来美国经济持续疲软，保险公司必须不断降低自身经营成本。消费者对独立代理人/独立经纪人信任度更高，促使自身专属代理人乐于转向独立代理人以提高市场认可度。

3.3.1 美国的寿险渠道演变趋势

美国寿险渠道发展有四个典型的时间段，随着产品需求的迭代更新，渠道供给不断变化来寻求效率的提升。

第一阶段（19 世纪-20 世纪 80 年代初）：从员工制为主逐步向以专属代理制为主。在保险需求迅速发展时，专属代理人相对于雇员、佣金制带来更多生产力，固定薪资降低使得成本更优，释放行业发展潜能。此时，专属代理人销售份额约占寿险队伍的 2/3，独立代理人仅占 1/3。

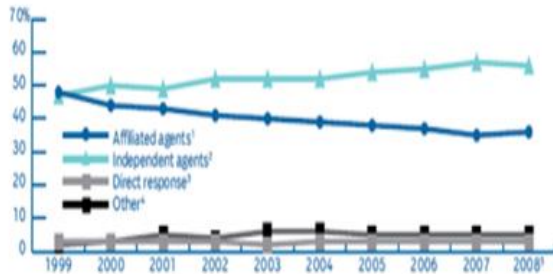
第二阶段（20 世纪 80 年代-90 年代）：专属代理人继续占据主导地位，但逐步呈现下降趋势。20 世纪 70-90 年代，美国寿险市场先后推出个人变额寿险、万能险、指数型万能险、变额年金、指数型年金等一系列较为复杂或带有投资功能的寿险产品。产品复杂性提高，不仅增加了专业性的要求，更对销售的全面性有需要。独立代理人由于能够销售多家保险公司的产品，覆盖的产品种类更为全面，使其较专属代理人更受人寿市场的欢迎。因此，去专属化过程逐步展开，独立代理人渠道占比逐步上升，并于 90 年代末期超越专属代理人成为个人寿险和年金市场最主要的销售渠道。

第三阶段（2000 年-2008 年）：独立代理人开始占据主导地位，且影响力日益扩大。随着投资理财保险需求的逐步升级，万能年金等产品出现刺激了保险需求，催生了专属代理人之外的独立代理人、独立经纪交易商等中介机构，而专属代理人由于只能销售一家公司的产品限制，无法通过对比分析为客户选择产品，因此占比逐步下滑。到 2003 年，独立代理人销售份额占整个寿险营销队伍的一半以上，专属代理人销售份额下跌至 40%，而新的销售渠道（经纪人、网络、银保）占比 10%。

第四阶段（2009 年至今）：渠道多元化分层化。在市场进入成熟期之

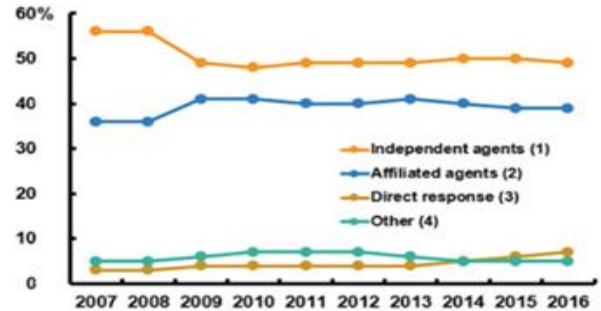
后，各个渠道寻求自身效率最大化，发挥各自渠道优势对不同产品销售进行倾斜。截至 2018 年，美国独立代理人、独立经纪交易商等在个人寿险和年金销售上分别占 51%、56%，其中，2016 年后，独立代理人在年金险市场的销售份额也超过了专属代理人，成为仅次于独立经纪交易商的年金险分销渠道。

图表 48：第三阶段独立代理人超过专属代理人



资料来源：III, LIMRA, 方正证券研究所

图表 49：第四阶段渠道结构多元化



资料来源：III, LIMRA, 方正证券研究所

3.3.2 美国当前的寿险渠道特点

(1) 专属代理人、独立代理人渠道情况

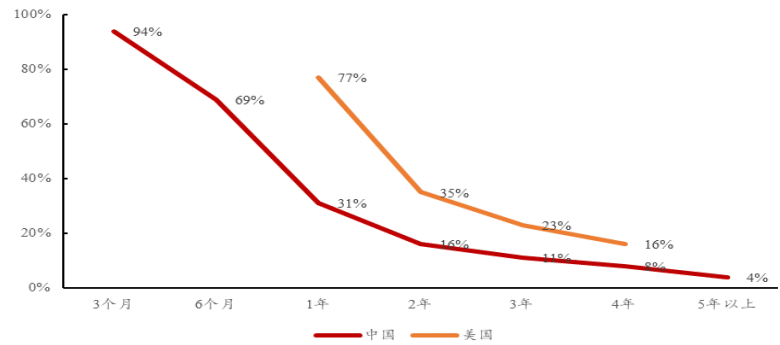
美国寿险营销渠道呈现新的分层化趋势。分层化是在渠道结构相对稳定的情况下，不同渠道的主销产品分化。在美国，分层化最显著的表现就是独立代理人倾向于年金类产品，2017 年年金类产品在独立代理人销售占比接近 70%，其中 IUL（指数年金）排名第一，占年金产品比例 18.8%。

图表 50：美国专属代理人与独立代理人的关系

	专属代理人	独立代理人
与保险公司关系	代理关系	代理关系
定义	只服务一家保险公司或保险集团，销售产品较为单一	根据自身意愿和倾向销售多家保险公司产品
业务保有权	保险公司	代理机构
薪酬	固定薪资、福利	佣金，佣金率较专属代理人高
业务流程	保险代理商或保险公司的培训、IT 信息支持	展业基本完全依靠自己，或从保险代理商或经纪机构付费获取客户资料。
销售产品	个人寿险、年金。个人寿险主要为定期、终身寿。	产品复杂度高、客户需求多样化的投资性产品。如：IUL 指数型年金；万能类寿险（2011 年占比 80%）
保险公司掌控力	较强	较弱
组织形式	门店代理人、综合专属代理人、上门服务代理人	经营总代理、股票经纪人、经纪公司

资料来源：A.M.Best 网站，公开资料整理，方正证券研究所

图表 51：中美代理人留存比率对比



资料来源：LIMRA，方正证券研究所

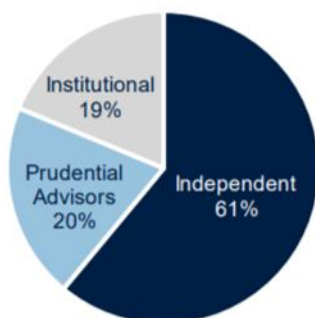
(2) 银保渠道情况

美国的银保渠道起步较晚，在 1999 年设立金融服务现代法后才开始摆脱“通道”作用真正参与到保险产品的销售中。由于银行网点多、分布广、客户群体大、客户触达机会多等优势，银保渠道迅速在美国的寿险市场中获得一席之地。同时，由于银行柜员对保障类保险产品了解不足、与客户沟通的时间一般较短、客户属性偏向理财等特点，银保渠道在美国个人寿险产品销售中表现较差，主要销售倾向投资性较强的年金产品，且以固定收益年金为主。固定收益类年金，产品形态简单、产品间差异主要是收益率，所需培训资源投入相对较少，因此固定年金逐渐成为银保渠道年金类的主力产品。

3.3.3 美国当前的寿险渠道特点

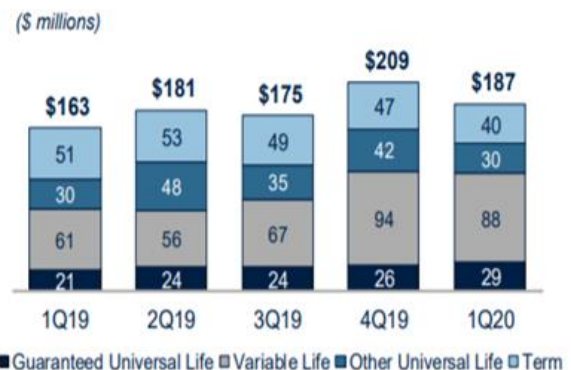
美国保德信金融集团旗下保德信保险成立于 1875 年，历经较长的经济周期的考验，目前已发展成美国最大的人寿保险公司之一。根据 NAIC 披露，2019 年保德信寿险业务位列美国人寿保险公司第 5 位，2019 年寿险市场份额占比 5.5%。根据保德信 2020 年 1 季报披露，保德信的个险渠道主要为独立代理人(占比 61%)、专属综合顾问(20%)及其他中介的模式。这一模式主要与保德信在个人寿险方面主要以万能险、变额年金、指数年金等较复杂的、收益较高的储蓄类产品为主相关。

图表 52：保德信个险的渠道模式：独立代理人为主



资料来源：2020 年公司公告，方正证券研究所

图表 53：保德信个险产品结构：主要为万能险



资料来源：2020 年公司公告，方正证券研究所

3.4 我国寿险渠道发展模式展望

美国寿险渠道的主要产品为年金（尤其是 IUL 指数万能）等储蓄投资类产品，其对渠道的金融专业性要求相对较高，持有专业资格的独立代理人、专属代理人较受市场欢迎。加之独立代理人可代理多家公司产品，具有更强的客观性，因而自 2009 年以来美国寿险渠道以独立代理人为主、专属代理人次之，而美国的银保渠道、新兴渠道仍以基础、标准化产品的“通道”作用为主。

日本、台湾也主要以代理人渠道为主，通过监管层向高质量代理人渠道转型的政策引导，日本险企为适应市场需求，逐渐采取分层多样化的渠道发展模式，给中国寿险代理人发展方向以借鉴参考；而台湾因银保产品对利率的敏感性滞后，加之后续监管政策金控法案等助推，银保渠道深度融合，成为市场第一大渠道，紧随之后是代理人渠道，其代理人渠道也从粗放型模式转向了高质量模式，以台湾位列第一的国泰人寿位列，其代理人渠道是未来业务增长的核心引擎。

3.4.1 寿险渠道模式的转变根本原因来自于客户产品需求的变化

在产品需求和监管引导的发展中，渠道演化也表现出一定的规律：保险公司会寻求效率最大化的营销模式，通常表现为代理人专业化再到多样化分层化的过程。

- (1) 早期代理人都是保险销售的起点，随着市场的扩容和客户需求的深化，粗放式管理的代理人模式效率难以满足市场需求，则由客户需求引发的渠道改革逐渐走向专业化发展路径，以进一步释放销售活力。
- (2) 产品进一步复杂化多样化后，客户需要更多购买建议和对比选择，进行保险规划具备多种类产品销售技能的专属代理人或独立中介将得到发展机会。
- (3) 在整个市场相对成熟、客户保险意识和认知较高的发展阶段，各类保险需求将倾向于向成交效率最高的渠道转换，从而形成一定的分层化状态，实现不同公司、不同渠道、不同产品、不同客群的最优组合，体现为渠道端分层化、多元化模式。

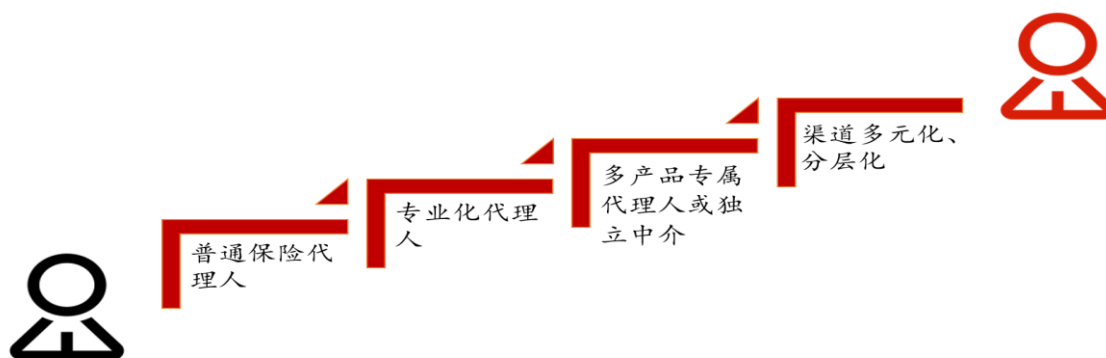
3.4.2 多元化、分层化的渠道模式是渠道改革的终极方向

我国保险市场发展速度较快，短短 30-40 年间就从刚刚起步跃升至全球第二大保险市场。我国市场寿险渠道与国外发达国家和地区的寿险渠道发展规律具有一致性和特殊性。

- (1) 从一致性来看，我国保险需求与国外市场类似，均需要经历从广覆盖到深挖掘的阶段，客户持有保单从“0-1”到“1+N”的过程过渡，即客户将从开始持有保单到持有保单组合。在需求引领下，渠道将进入专业化、多样化的过程。

- (2) 从特殊性来看：首先，我国经济的迅速崛起，大大缩短了我国寿险发展的进程，短短 30-40 年间市场便直接从起步跃升至全球第二大市场，整体寿险市场“大”而“不够成熟”。其次，我国人口数量、结构等因素的深刻变化，银发经济、高端客群、中产阶级崛起、下沉市场等对当前的寿险渠道模式提出了更多的要求。第三，互联网消费习惯的普及，线上化、数字化的消费行为正悄无声息的深刻影响着寿险渠道模式的变迁。在这些因素下，国外的渠道演变规律不会仅在我国重复上演，我国的寿险渠道发展或会走出与发达市场不一样的路径。但我们可以肯定的是，渠道变革最终将形成更高效、更多元化的局面，不同的客户需求、不同的渠道特点、不同的公司特征，在供给与需求的高效配置中存在更多分层结合的可能。

图表 54：我国寿险渠道发展趋势预估



资料来源：方正证券研究所

4 平安人寿的渠道改革展望

2019 年下半年，平安人寿开始新一轮渠道改革方案，通过实施“2355”改革工程计划，构建五大职能中心和五大销售区域，一方面继续坚持向全面数字化的战略转型措施，通过充分发挥其自身的综合金融优势，深化科技化、数字化转型成果落地；一方面大手笔改革代理人渠道，进一步提高渠道产能。改革的初衷来源于对市场及客户需求变化所引发的公司发展策略的转变，在改革的过程中取得了成果，也存在着不足。从满足客户需求角度看，如能进一步加强对中高端客群的经营能力、对现有客群的持续服务能力、对下沉市场的把握能力，持续发挥在互联网科技优势，则平安人寿的渠道改革必将带来更高的业绩回报。

4.1 当前：已构建竞争优势，在渠道改革上取得阶段性成果

4.1.1 独特的核心能力：1+N 综合金融，5 大生态圈交叉引流

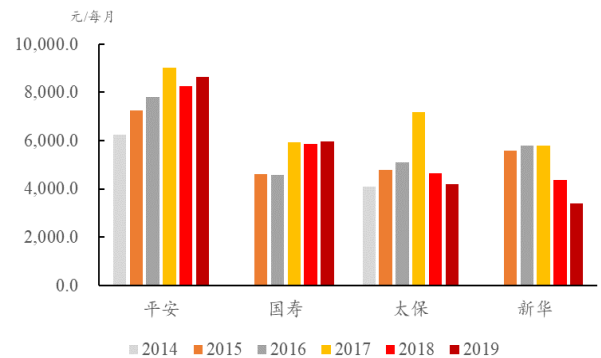
平安人寿代理人人均产能（人均 FYP）位列上市险企首位，依托平安集团丰富的客户及业务资源进行交叉销售，实现了“1+N”的收入赋能。通过五大生态圈（金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市）实现增量用户和未来用户的延展。相对国寿、新华，因代理人渠道优势及电网销渠道及交叉销售的综合影响，平安已实现多元化渠道增长策略。

图表 55：平安寿依托集团“1+N”



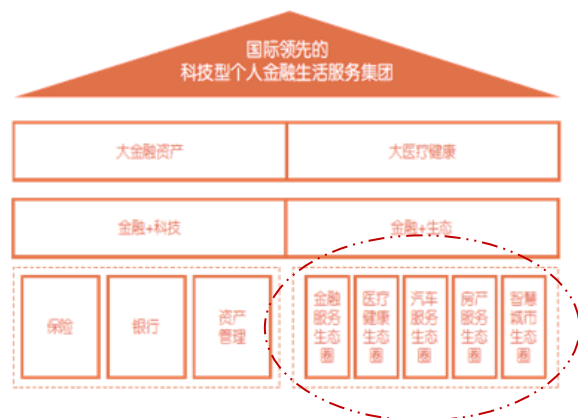
资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表 56：平安寿人均产能远超同业



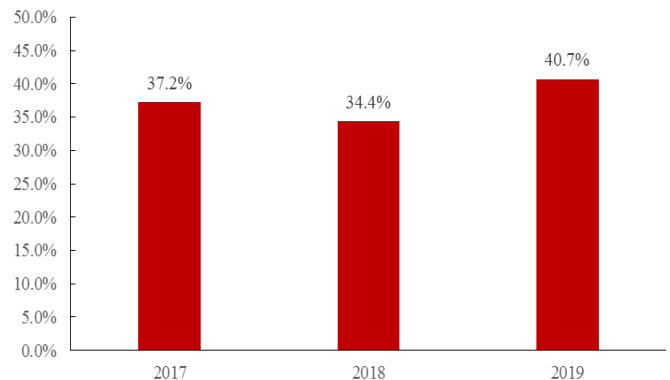
资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表 57：平安集团 5 大生态圈赋能传统业务



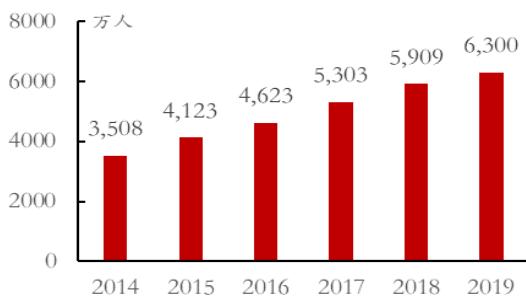
资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表 58：集团新增客户来自 5 大生态圈比例



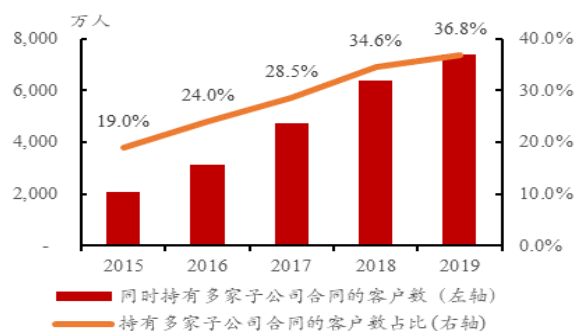
资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表 59：平安寿个人客户数量增加



资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表 60：平安集团客户迁徙情况



资料来源：公司年报，方正证券研究所

4.1.2 渠道效能的提升：人均 NBV 的提升

平安一直以来坚持价值发展路径，平安人寿在渠道端探索了多元化、分层化的管理模式，通过客户分层、渠道分层、产品分层的管理体系，实现了改革的阶段性成果。虽然自 2018 年来，平安人寿代理人数量下降，但人均产能开始逐步提升，显示出较强的渠道发展基础及渠道提升能力。

图表 61：NBV 分解图



资料来源：方正证券研究所

根据代理人渠道业务价值的判定公式，即：

代理人渠道的 NBV = 人均 NBV * 代理人数量

因为 $NBV = FYP * NBV \text{ margin}$ ，FYP 体现的是当前业务的当期保费收入，而 NBV 是未来保单利润的折现值，考虑了未来保单收入支出结构的指标，更适合长期业务价值的衡量。从实际经营流程上看，因寿险公司在产品设计时已对各产品的 margin 及件均水平进行初步设定，通过渠道销售的最终客群、缴费期等确定实际 NBV。相比人均 FYP 而言，人均 NBV 体现的是一个较为综合的指标，在一系列精算假设的前提下，同时体现了寿险公司的当期产品策略的效率及渠道产能。平安一直以来坚持价值发展，主要的抓手就是各机构的 NBV 达成情况。

上式可进一步拆解为：

$NBV \text{ 增速} (\%) =$

$\text{人均 NBV 增速} (\%) +$

$\text{代理人数量增速} (\%) +$

$\text{人均 NBV 增速} (\%) * \text{代理人数量增速} (\%)$

过去 5 年来，第 1)、2) 项均低于 100%，第 3) 项作为两者之积，均低于第 1)、2) 项本身的值，因此，NBV 增速近似等于前两项之和。

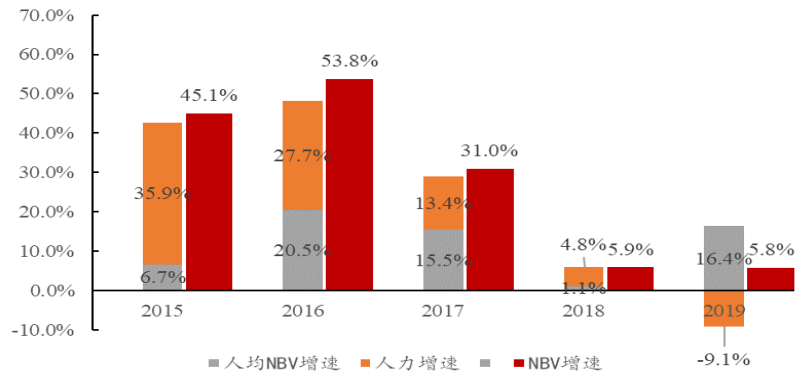
如 1) > 2)，则 NBV 增长可归为产能推动型；

如 1) < 2)，可归为产能推动型。

通过对比，我们发现平安寿的 NBV 增长模式在 2015-2017 年逐渐由人力驱动型转向人均价值驱动型，并在 2017 年实现了人均 NBV 增速超越人力增速，但 2018 年人均 NBV 下降明显，2019 年平安人寿人

均 NBV 再次超越了人力增速，成为驱动 NBV 增长的主要来源。

图表 62：平安寿 NBV 增长模式分解：逐渐向人均 NBV 价值增长型模



资料来源：公司年报，方正证券研究所

当前，平安寿为提高新业务价值，在人数和渠道产能及产品策略上均进行了改革。

1) 代理人数量：“健康人海”+优才+绩优策略

A) 增员方面：聚焦“优才”，提高增员效率。

B) 脱落方面：改革基本法，持续提高科技赋能代理人全面、深度的培训支持（如：ASKBOB 赋能代理人展业），提高绩优代理人比例；提高绩优代理人收入及其他软性奖励，提高绩优代理人留存率。

2) 人均 NBV：聚焦价值，以快速响应的产品策略为支撑，完善产品体系。针对客群需求向上延伸设计面向高端客群的保障类、高价值储蓄产品；向下延伸设计低端、平价保障类产品；并为不同的队伍设计不同的适配产品。继续坚持科技化战略，在内部改革中力推数字中台战略，通过端到端销售流程，增强对客户、渠道效率的理解力和指导性，为未来提高渠道能力奠定基础。

4.2 从客群需求来看，平安人寿渠道改革的提升空间较大

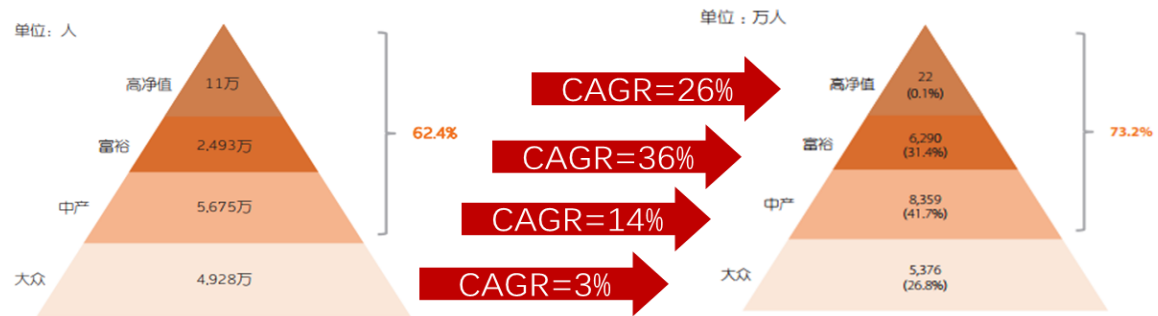
4.2.1 中高端客群的经营能力逐渐改善，服务深度有待提高

近年来，平安集团的客户结构逐渐改善，高端客群数量及服务深度提升较快。

- (1) 从总量上看，客均合同数逐年增加，但受代理人渠道人力数量降低的影响，2017 年以来平安寿的个人客户增速逐渐放缓。
- (2) 从结构来看，富裕客群占比提高。虽然平安的主力客群是中产（年收入 10-24 万）和大众（年收入 10 万以下）两大类（68.8%），但富裕（24 万年收入以上，个人资产规模 1000 万以下）客群的增速最大（年复合增速 36%）。
- (3) 从运营成果来看，高端客群的服务深度提高，但在中高端客

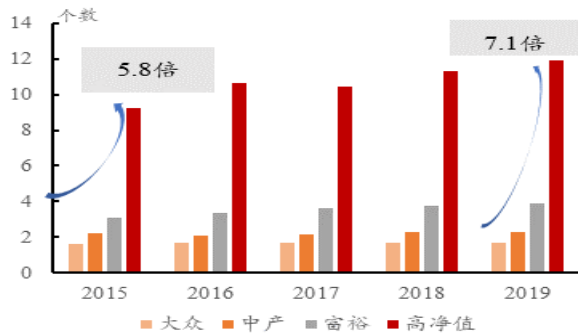
群把握上与外资公司（如：友邦）仍存一定差距。2019 年高净值、富裕客户的客均合同数分别增加 2.7 份、0.8 份，客均营运利润提升。

图表 63：平安集团 2016-2019 年客户结构变化：逐渐向中高端客群延展



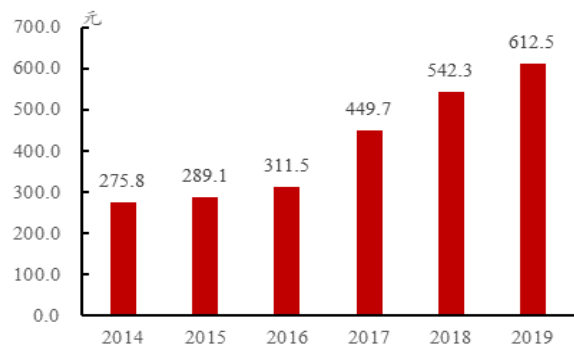
资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表 64：平安集团的客均合同数提高



资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表 65：平安集团的客均利润逐年提高



资料来源：公司年报，方正证券研究所

平安集团的中高端客群经营取得了成绩，但大众、中产在客群中仍然占据主要份额，是集团的主要客群，也是平安人寿的主要客群。在面向中高端客户时，代理人渠道及配套产品、服务与普通客群的“区隔感”有待提高。虽然平安人寿的渠道产能已位列国内上市险企首位，但与友邦等专注中高端客群经营的公司相比，渠道产能增长空间仍然较高。

图表 66：平安寿与友邦的代理人渠道策略对比

	友邦	平安寿
目标客群	中高端客群，并对中高端客群进行了细分	所有客群
产品体系	<p>中产客群：全佑系列——重疾、长期护理等保障类产品组合，契合中产对保障类保险的“刚需”。</p> <p>高端客群：传世系列。传世经典（终身寿）、传世金生（年金）和传世无忧（医疗）。保障+储蓄产品组合，契合高客对保障、理财的均衡需求。</p>	<p>主要以产品件均划分：</p> <p>(1) 基础产品：三鑫系列（鑫利、鑫享、鑫盛）、安心百分百等（件均0-3千）；</p> <p>(2) 中端产品：大小福星；守护福等（件均3-5千）；</p> <p>(3) 中高端产品：大小平安福、大小满分（件均6千-1万）；</p> <p>(4) 高端产品：金瑞（件均3万）；</p> <p>(5) 超高端：财富金瑞、传世臻宝（件均：10万以上）。</p>
代理人策略	精英化	全量代理人发展模式
管理	招募	门槛高：大专以上学历，有一定社会资源；不接受兼职
	培育	仅对“优才”要求大专以上学历
	留存	<p>(1) 新人育成期长（100天以上）；</p> <p>(2) 以MDRT为核心的培训体系和培育目标，营业部培育能力强。</p>
配套支持	留存	<p>(1) 新人育成期相对较短（28天）；</p> <p>(2) 以钻石体系为主的培训体系，以“入钻”为主要培育目标，兼顾MDRT。</p>
	留存	<p>(1) 鼓励组织发展：入司即可增员；</p> <p>(2) 激励高，高指标、高回报；</p> <p>(3) 延迟新人津贴发放，加强留存。</p>
	留存	<p>(1) 转正后可增员；</p> <p>(2) 优才与普通代理人的考核指标、津贴差异相对不明显。</p>
配套支持	留存	<p>从组织架构上，为高端客户提供额外的服务和支持团队：</p> <p>(1) 成立高客部，配备法商、税务等人员。</p> <p>(2) 成立医疗博士团队，对接高客的高端医疗服务。</p> <p>(3) 为高客配备专门的核保人员，以辅助出单。</p>
	留存	<p>科技化程度较高，在培训、展业上支持更大：</p> <p>(1) 面向所有代理人培训的线上化培训资源（知鸟）；</p> <p>(2) 面向所有代理人展业出单的线上化工具（AskBob、E行销）等。</p>
	留存	<p>(1) 面向所有代理人培训的线上化培训资源（知鸟）；</p> <p>(2) 面向所有代理人展业出单的线上化工具（AskBob、E行销）等。</p>

资料来源：公司年报，中保协，公开资料整理，方正证券研究所

平安人寿与友邦在市场份额、客群规模、代理人体量等方面的差异较大，无法直接对比。我们选取了四个维度，测算二者的代理人渠道经营效率。

(1) **高产能人数占比**：以全球通用的 MDRT 为代表，友邦中国、平安人寿的 MDRT 人数均稳步上涨，平安人寿的 MDRT 已位列全球第一。但从 MDRT 占代理人的比例来看，友邦中国的 MDRT 相对更多。

(2) **人均 ANP**：ANP 即新单标准保费，相对新单规模保费更能体现价值，经统一年报披露的计算口径，我们发现：友邦通过深度开发中高端客群，其代理人渠道人均 ANP 高于平安人寿。

(3) **人均 NBV**：人均 NBV 综合反应了渠道销售能力及产品利润率，友邦的产品体系虽然简单，但 NBV margin 较高，配合强大的销售能力，人均 NBV 相对更高。

(4) **从单位盈利能力看：**

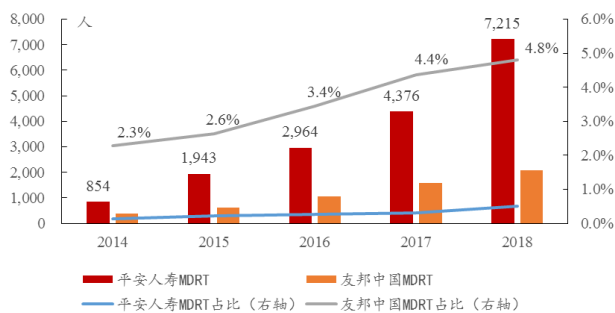
$NBV\ margin = NBV / FYP$

NBV margin 是去除了 FYP 和 NBV 规模差异的、能够体现该渠道所销售的单位产品对公司利润贡献率的指标。虽然 NBV margin 在产品开发时已基本确定，但 NBV margin 最终由渠道

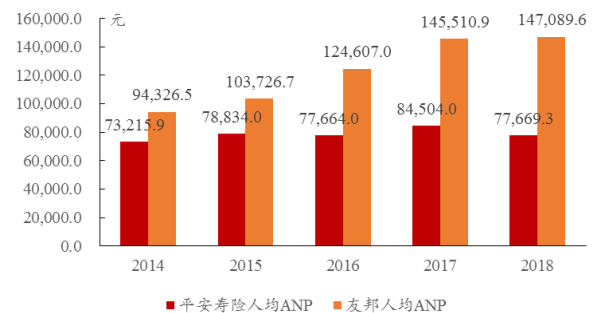
的“带货”能力体现。如前所述，从渠道间的对比来看，银保渠道、互联网渠道所售产品的 NBV margin 较低，通常该类产品较为简单，对销售人员的专业性要求相对较低；代理人渠道的 NBV margin 相对较高，该类产品通常更为复杂，产品的死差、费差占比较大，对销售人员的专业性要求较高。

而从公司层面看，不同公司的代理人渠道 NBV margin 除受渠道“带货”效率影响外，与公司的产品策略、产品设计具有较强的关联性。因此公司间 NBV margin 的对比是综合体现公司潜在的渠道能力、产品策略对公司单位利润影响的指标，一家公司的 NBV margin 高，则代表公司的潜在利润较高。公司间的 NBV margin 相对我们通常意义上的产能（人均 FYP）来说，是人均 FYP 的进阶指标，NBV margin 更能体现单位产能对公司的价值贡献。通过对比二者 NBV margin，我们发现友邦中国的渠道单位利润率更强。

图表 67：友邦中国与平安寿 MDRT 对比



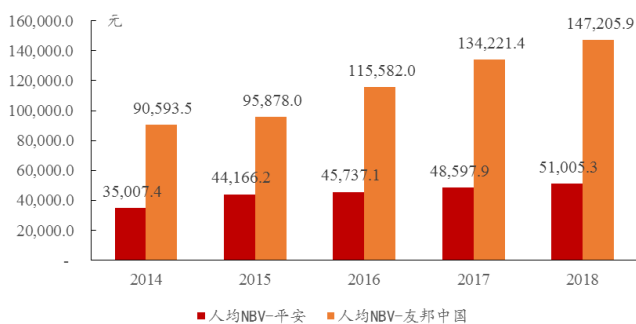
图表 68：友邦中国与平安寿人均 ANP 对比



资料来源：MDRT 官网，保险年鉴，方正证券研究所

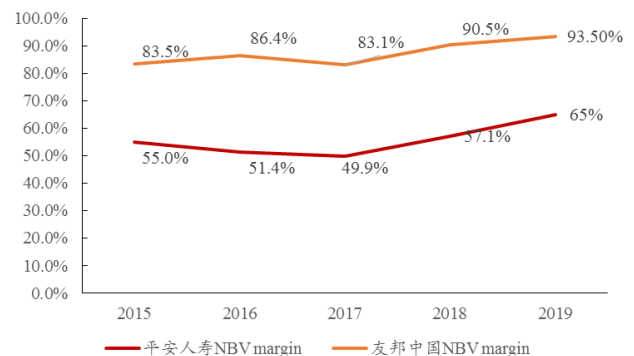
资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表 69：友邦中国与平安寿人均 NBV 对比



资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表 70：友邦中国与平安寿 NBV margin 对比



资料来源：公司年报，方正证券研究所

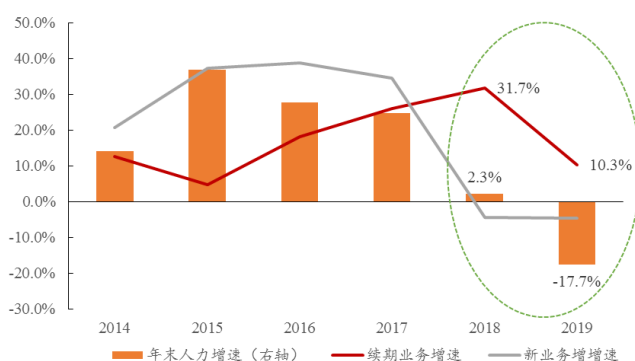
综上，平安人寿在中高端客群结构上取得了一定的成果，但与友邦中国等长期经营中高端客群相比，在渠道建设上仍然存在一定的差异。从渠道经营成果上看，加强对于中高端渠道的建设，将进一步推高平安人寿的高产能代理人数量，对于新单保费规模及人均 NBV 及 NBV margin 也将得到有效提高，未来发展空间较大。

4.2.2 更加注重对现有客群的维护

2016 年以来，平安寿的代理人年末净人力增速逐渐放缓，其中，2018 年代理人增速跌至个位数（2.3%，yoy-22pt），2019 年启动转型改革继续下跌至人力负增长（-17.7%）。18-19 年，平安寿当期 FYP 增速由 17 年 34% 分别下跌至 -4%、-5%；而续期保费增速则从 31.7% 降至 10.3%；此外，13 个月保单留存率也同时从 91.4% 降至 87.8%。续期业务增速、保单留存率的下降，反映出改革转型中对现有客户关注度不够。

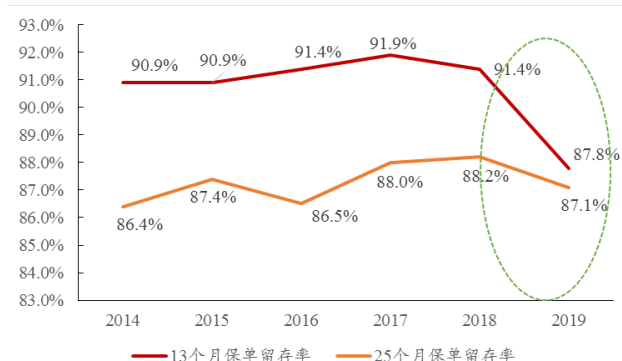
另一方面，通常代理人脱落率加大，会自然分流部分“人情保单”及客户，同时也意味着由新人为通过转正考核所带来的“自保件”的减少。因此，代理人数量下降时，通常当期 FYP 增速、保单继续率会自然下降。但此时更需要公司能及时加大对现有客户的服务和维护，以保持续期业务的稳定，续期保费及增速的稳定。随着未来平安人寿人均产能提高，即便人力增速下降，整体保费规模未来可受到的冲击更小。

图表 71：平安寿代理人新单及续期业务增速



资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表 72：平安寿保单留存率有所下降



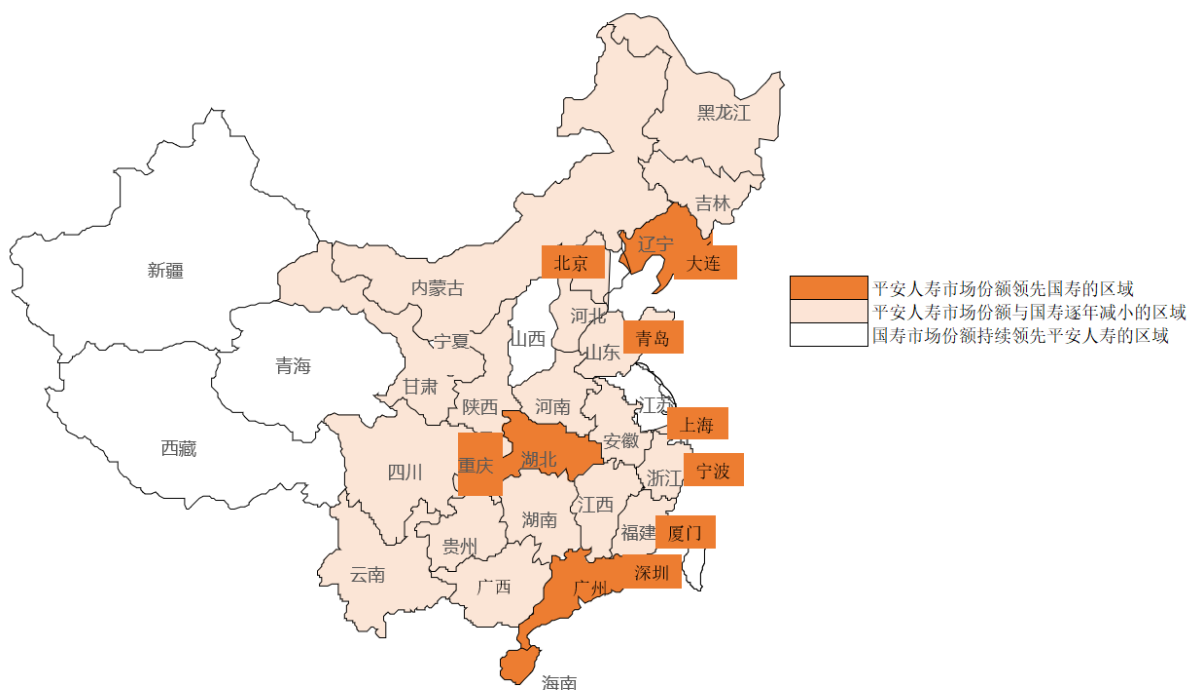
资料来源：公司年报，方正证券研究所

4.2.3 更加对注重下沉市场的渠道分层经营能力

受不同地域经济发展水平、文化、人均 GDP 的影响，不同地区的客户对保险的理解、由此引发的保险需求及所适配的渠道及展业模式会有较大的差异。为更好的开拓我国保险市场，对于更进一步的下沉市场（如：县域市场）的渠道策略，平安应进一步进行分区域的差异化的渠道建设。同时，对同一区域的一二线城市、中心城市、县域市场建立分层经营理念。

根据保险年鉴披露的各地区情况，我们发现与主要竞争对手中国人寿相比，平安人寿主力区域分布在中心城市及东部沿海经济发达地区及部分内陆（重庆、湖北）地区。近年来，虽然国寿占据我国绝大多数省市的市场份额的首位，但整体而言，平安与国寿的市场份额在不断缩小：自 2017-2019 年，平安人寿与国寿在四川、湖南、江西山东等内陆地区的市场份额差异呈逐年缩小的趋势。

图表 73：平安人寿与中国人寿在全国各区域的市场份额对比图



资料来源：保险年鉴，方正证券研究所

4.2.4 进一步发挥数字化优势，提高年轻客群经营能力

近年来，对于客单价较低、追求“性价比”的互联网年轻客群，中小保险公司纷纷加大了投入和迅速的产品迭代开发，网红重疾险层出不穷，如：弘康人寿的哆啦A保、百年人寿的康惠保等。虽然该产品本身的NBV margin 较低，但各中小公司仍然把互联网渠道作为重点经营。原因有三：

- (1) 互联网渠道主要面向年轻客群，该人群的理赔发生率相对老年、少儿客群较低，短期赔付成本可控；
- (2) 低门槛、低FYP、低margin产品较容易吸引年轻客群；通过对年轻客群的保险产品和服务习惯的培养，保险公司可伴随其生命周期进行二次开发和引流，提高单个客户全生命周期的保费收入；
- (3) 对年轻客群消费心理的影响和洞察，对未来保险产品开发和经营具有比较重要的借鉴意义。

但中小险企在发展互联网渠道时，因本身线上化客户流量有限，需要依托具有较大流量的互联网平台（如：支付宝、慧择等）实现销售，也因此受限于平台较强的产品设计及佣金手续费要求。平安寿已自建金管家互联网客户平台，及五大生态圈：汽车之家、平安好医生等生态圈也可对平安寿进行交叉销售引流，具有较强的科技及互联网实力，对基于互联网客群的渠道进一步发展奠定了基础。

4.3 未来：高产能、分层化代理人渠道为主，电网销、银保多渠道协同

通过理解国外寿险渠道演进策略，对照我国及平安的寿险渠道改革策略，我们发现**目前我们的寿险渠道仍然处于从粗放型到高产能提高的第一阶段**。受疫情及全球经济进入低利率的影响，长期来看，我国寿险市场也将逐渐进入稳步增长态势，但相对全球保险市场增速依然较高。庞大的中产人群及不断增加的高净值人群，催生了寿险领域的高质量发展需求。同时，死亡保障、健康保障等需求也将被进一步激发。我国寿险公司应结合各自发展优势渠道，积极探索如何提高保障类产品的渠道及面向中高端客群的储蓄+保障产品的供给能力。

因代理人渠道对复杂产品的“带货”专业性更强，我国代理人渠道在可预见的 3-5 年内也将继续保持行业第一大渠道趋势，并必然会从当前的粗放模式向高产能、分层化的模式发展。当前，针对不同客群需求（中高端、下沉市场）各家公司应思考**代理人渠道的分层管理模式**，在现有的基础上从“招募”-“培育”-“留存”三大环节提高对中高端客群所适配的代理人培训，同时，应结合我国人均收入水平，**提高对中高端代理人的收入水平**，以进一步巩固培训投入成果。在寿险代理人留存方面，我国寿险公司也应加强对现有客户服务的要求，**将代理人回访和售后服务纳入基本法考核中**。4 月 16 日，银保监会发布《保险代理人监管规定》第二次征求意见稿，倡导高素质“独立代理人”的发展，并对规范行业代理人起到重要的助推作用。

平安现有的渠道改革虽然在当前遭遇代理人数量下滑导致的保费及 NBV 增速下降，但从长期来看，其所具有的 1+N 的金融服务体系、领先的科技水平，及平安寿自 2016 年以来的人均 NBV 渠道模式已取得一定成效。对比台湾、日本的渠道改革经验，因提高代理人招募门槛、改革基本法绩效考核会对现有的粗放型代理人团队造成一定的冲击，因而脱落率加大不可避免，但无论是日本 1973 年-1987 年的四次“展业体制三年规划”改革成果，还是台湾 1996 年-2008 年的“业务经营自律准则暨招揽体制阶段改善计划”中各公司的表现来看，经过改革，**虽然初期的脱落率加大，而后经过 3-5 年不等的时间，人员素质逐渐提高，高素质代理人成材率提高，续保率提高，且代理人队伍的脱落率逐渐减少**。据此，我们预测，未来平安将在进一步发挥“综合金融”“科技化”优势的基础上，代理人渠道收入持续增加，并将吸引更多高素质代理人的加入，虽然暂时脱落率加大对保费收入有影响，但不改代理人渠道继续向高产能演进的趋势。

通过美国、日本、台湾的渠道演进及平安当前的渠道改革模式来看，**随着客户需求的细分和产品复杂性的提升，新兴渠道对效率的逐渐提高，及区域差异化、精细化经营的需要，渠道的发展也将向分层化方向发展，在不同区域、不同客群推不同模式的代理人发展方式**。同时，平安人寿也将继续保持电网销、银保渠道的竞争优势，继续向多元化渠道策略演进。

5 投资建议

2019 年为寿险行业代理人渠道的结构性转型期。当前已抢占更多代理人资源，业务规模持续扩张的险企表现更优，有望继续保持领先优势。2019 年国寿率先开启“鼎鑫工程”改革，通过聚焦大个险、率先开启 2020 年开门红踏准业务增长节奏维持增长态势，预计下半年随着改革的深化，改革成果将进一步巩固和提升。

从中长期来看，平安人寿已于 2018 年起启动并坚定执行渠道人力结构性转型。虽然面临的渠道不确定性及困难较多，但其转型中所积累的经验及已取得的渠道转型优势将不断巩固和持续，并为未来抢占更多优质代理人资源奠定基础，长期来看在寿险发展新周期中获得领先地位，应当给予更高的估值。

目前，中国人寿/中国太保/中国平安/新华保险五家公司的 P/EV 估值分别为 0.75/0.56/0.95/0.60，平均 P/EV 为 0.72 倍，处于历史估值较低位。优先推荐转型成果显著的中国人寿，同时中长期推荐正在推进转型升级的中国平安。

EVPS	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
中国人寿	28.13	33.33	37.81	43.04	48.93
中国太保	37.09	43.70	48.88	54.25	60.22
中国平安	54.84	65.68	75.90	87.98	101.74
新华保险	55.50	65.72	74.79	85.00	96.19

P/EV	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
中国人寿	0.72	1.05	0.75	0.66	0.58
中国太保	0.72	0.83	0.56	0.51	0.46
中国平安	0.98	1.28	0.95	0.82	0.71
新华保险	0.81	0.68	0.60	0.53	0.47

资料来源：公司年报，wind，方正证券研究所

6 风险提示

利率大幅下行；股市表现持续低迷；新单增长持续低于预期。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com