安信证券 ESSENCE SECURITIES

2021 年 07 月 30 日

行业深度分析

证券研究报告

保险

保险行业专题：渠道之争，鹿死谁手？

——探究寿险改革与互联网变革的现在与未来

■渠道，兵家必争之地。对于金融机构而言，无论如何强调渠道的重要意义都不为过。过去十年，我们见证了互联网系高举流量大旗，加速对于传统金融机构渠道的侵蚀。而保险领域由于其复杂且个性化的产品属性、注重服务与信任的特点，使得代理人渠道成为险企重要护城河。但随着保险科技的日益发展，越来越多的互联网巨头对于保险中介市场跃跃欲试，不断增强对保险销售渠道的渗透。

■获客与触客效率仍是传统险企瓶颈。不同于证券交易和理财产品销售，保险产品的复杂性和供给端推动等特点，使得保险产品销售效率和难度要远低于其他金融领域。**而其中获客和触客效率则是销售过程的核心痛点，**代理人花费大量时间精力获取及接触新增客户，整体销售转化率相对较低。

- **人海战术的高光：**过去保险行业发展红利叠加代理人扩容，使得险企及代理人实现双赢，推动险企实现高增长。而 134 号文以来，监管趋严、居民保险支出放缓、代理人密度瓶颈的到来，使得代理人产能下降，险企增速下滑，进而行业转型变得刻不容缓。
- **人海红利的消退：当人均件数的提升成为破局重点，代理人渠道的转型侧重点落在：1）提升代理人获客和触客效率，更好发现保险需求客户；2）提升代理人产品销售能力，改善转化率。**后者对于代理人素质有着更高要求，能力提升需循序渐进；而前者渠道的变革则是流量互联网系的优势所在，因此渠道成为传统险企与互联网中介重点改革与发力的领域。

■互联网系凭借“长尾效应”破圈。2018 年以来，国内互联网用户增长红利见顶，流量增速放缓。互联网巨头加速金融业务拓展节奏，并逐步延伸至保险销售。

- **内容营销：**通过第三方平台向用户传递高价值内容，达成用户教育及需求唤醒的目的，筛选具有保险需求群体引流至平台，进而促成保险产品销售。如慧择借助上万个第三方自媒体账号引流获客，2020 年促成保费收入 30 亿元。
- **爆款营销：**凭借自有平台的流量数据与用户数据基础，持续推出高性价比爆款吸引用户购买，后续逐步推动客户往更高价值的长险转化。如水滴以筹款、自然复购、第三方渠道为主要流量入口，低成本获客，挖掘客户长期价值。
- **下一站，长险。**目前，互联网系巨头在短险销售领域已取得显著优势，下一步有望加大对于长险销售市场的渗透。当前，各互联网系巨头发力长险正处于不同发展阶段。**1）水滴**率先打造从流量到短险再到长险的转换闭环，2020 年 6 月长险单月年化保费突破 2 亿元；**2）蚂蚁**通过相互宝触达上亿用户群体，提升蚂蚁保险品牌形象，为下一步长险销售渗透率提升打下坚实基础；**3）腾讯微保**则处于初步发展阶段，未来发力保险销售市场空间巨大。

■传统险企积极转型应对竞争。面对互联网冲击，各传统险企依据体量差异，采取不同的应对方式。**1）大型险企**聚焦更为多样性的产品、更具把控力的渠道、更为高价值的客户三方面改革，如平安聚焦“渠道 1+4”与“产品 1+4 ”改革，打造“有温度的保险”；**2）中小险企**尝试与互联网系合作，从中寻找破局之道。

■监管趋严，规范经营，流量平台仍具长期优势。一度火爆的噱头类保险营销模式频惹合规争议，美团等互助平台陆续关停。流量获客后向保险领域渗透的模式受到监管限制，一定程度阻碍新参与者的进场。不过，一些具备天然优势、流量充沛的平台（如微保、支付宝等）仍有望将来在保险中介市场中占据一席之地。

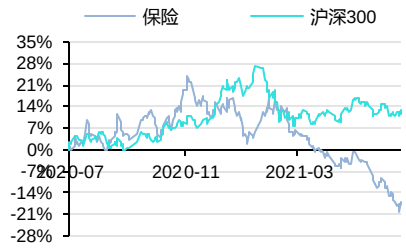
■海外创新模式以迎渠道变革。从海外经验来看，险企创新对我国保险业发展具有一定借鉴意义。**1）GoHealth** 主攻端到端健康险市场，科技赋能全渠道营销，获客效率领先，2020 年 LTV/CAC 达 3.0x；**2）UnitedHealth** 健康保险+健康管理双向协同，打造综合医疗生态圈，以重资产模式高筑竞争壁垒。

■风险提示：监管趋严/互联网销售保险产品违规激增/传统险企转型不及预期等

投资评级 领先大市-A

维持评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-11.60	-22.30	-30.78
绝对收益	-18.42	-24.65	-25.90

张经纬 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060002

zhangjw1@essence.com.cn

021-35082392

相关报告

友邦保险：百年寿险基业长青，拓展内地尽享红利 2021-01-21

海外保险科技 Lemonade 深度报告：Lemonade，下一个保险科技超级独角兽？ 2020-08-11

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

各项声明请参见报告尾页。

内容目录

1. 渠道之争：保险行业长期的痛点与转型之路.....5
1.1. 群雄逐鹿金融行业，渠道之争愈演愈烈.....5
1.2. 保险行业：尚未受互联网显著冲击的金融“净土”.....6
1.3. 昔日获客之道：“人海战术”的高光与瓶颈.....8
1.4. 今日变局已至：从人数到效能的转型之路.....10
1.4.1. 人海红利已去，提质增效方为破局之道.....10
1.4.2. “流量+队伍”双轮驱动代理人产能提升.....11
2. 互联网巨头的进击与破圈.....14
2.1. 互联网巨头觊觎保险市场.....14
2.2. 互联网流量增速见顶，金融商业变现加速.....15
2.2.1. 存量时代，互联网巨头开拓金融版图.....15
2.2.2. 案例：蚂蚁集团，从支付到综合金融的进阶.....16
2.3. 爆款袭来，引领互联网保险业发展新热潮.....16
2.4. 互联网系两大打法：内容营销与爆款营销.....17
2.4.1. 内容营销模式.....17
2.4.2. 案例：慧择保险，间接渠道“择”地而蹈.....18
2.4.3. 爆款营销模式.....19
2.4.4. 案例：水滴公司，社交裂变涓“滴”成河.....19
2.5. 互联网系的下一个目标：长险？.....20
2.6. 未来或将是“线上+线下”相结合模式.....22
2.7. 互联网系正处长险转化不同阶段.....22
2.7.1. 案例：水滴公司，搭建两大流量池，打造“流量-短险-长险”转换闭环.....23
2.7.2. 案例：蚂蚁保险，由短险迈向长险进行时，具备巨大发力空间.....24
2.7.3. 案例：腾讯微保，完成初步导流，广阔变现空间待打开.....24
3. 传统险企的博弈与应对.....26
3.1. 险企体量有别，应对之策各异.....26
3.1.1. 大型险企发力改革，中小险企谋求合作.....26
3.1.2. 案例：中国平安，寿险改革远行无急步.....26
3.2. ACN 模式存在一定借鉴空间.....27
3.2.1. 贝壳开启房产经纪人精细化分工时代.....27
3.2.2. ACN 能否成为保险代理人渠道的下一场革命？.....28
3.2.3. ACN 在保险行业合理落地仍需进一步考量.....29
4. 监管约束与海内外创新.....30
4.1. 监管趋严推动行业规范化发展.....30
4.2. 海内外险企创新频出，拥抱渠道变革正当时.....31
4.2.1. 案例：GoHealth，内部渠道突出、技术领先的 B2C 保险中介.....31
4.2.2. 案例：UnitedHealth，保险+健康管理双向协同的商业健康险巨头.....32
4.2.3. 案例：中国平安，医疗生态与金融主业互为赋能的传统险企龙头.....33
5. 风险提示.....34

图表目录

图 1 ：互联网正向传统金融各领域渗透.....5
图 2 ：证券经纪人数量下滑.....6

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 3 ： 上市券商裁撤分支机构增加.....6
图 4 ： 东方财富股基成交额及市占率提升.....6
图 5 ： 第三方机构基金销售渠道占比提升（%）.....6
图 6 ： 2011-2020 年我国保险密度和深度情况.....7
图 7 ： 我国互联网保险渗透率尚低.....7
图 8 ： 保险产品销售及服务流程解析.....7
图 9 ： 我国寿险代理人获客渠道分布.....8
图 10 ： 我国资深寿险代理人获客渠道分布.....8
图 11 ： 2015-2017 年保险行业人力扩张驱动人身险保费高增.....9
图 12 ： 2017 年平安新增新单涨幅超过新增佣金涨幅.....9
图 13 ： 人海红利时代，险企新增代理人边际效用显著.....9
图 14 ： 新单增长乏力，佣金向绩优代理人倾斜.....10
图 15 ： 代理人收入增速放缓，薪资竞争力难以匹敌.....10
图 16 ： 从业意愿减弱，代理人规模逼近“天花板”.....10
图 17 ： 2018 年四大险企人均首年新单保费均出现滑落.....11
图 18 ： 险企首年保费构成拆分.....11
图 19 ： 提升代理人获客效率及队伍素质方为破局之道.....11
图 20 ：“流量+队伍”双轮驱动代理人产能提升.....12
图 21 ： 传统公域流量平台淘宝网渠道流量成本呈增长趋势.....13
图 22 ： 互联网保险业务的核心参与者.....14
图 23 ： 移动互联网用户数于 2018 年见顶.....15
图 24 ： 移动互联网流量增速于 2018 年后趋缓.....15
图 25 ： 蚂蚁集团金融板块布局路线.....16
图 26 ： 互联网保险收入及渗透率增长复苏.....17
图 27 ： 2019 年相互宝分摊人数处快速增长期.....17
图 28 ： 内容营销模式下的获客方式.....17
图 29 ： 爆款营销模式下的获客方式.....17
图 30 ： 内容营销模式（被动模式）流程示意.....18
图 31 ： 慧择累计投保客户和被保客户数稳定增长.....18
图 32 ： 慧择保费收入持续增长.....18
图 33 ： 慧择合作第三方流量渠道账号数.....18
图 34 ： 爆款营销模式（主动模式）流程示意.....19
图 35 ： 水滴客均销售成本及营运成本相对较低.....20
图 36 ： 水滴促成首年保费规模及保单数稳定增长.....20
图 37 ： 水滴第三方流量贡献首年保费占比攀升.....20
图 38 ： 水滴销售费用大幅提升.....20
图 39 ： 相互宝大病互助计划分摊人数随分摊金额上涨而见顶.....21
图 40 ： 保险产品金字塔划分及主流参与者.....21
图 41 ： 2020 年四大险企代理人规模及寿险原保费收入占比.....22
图 42 ： 互联网保险与互联网借贷的共通之处.....22
图 43 ： 互联网保险公司不同发展阶段.....23
图 44 ： 水滴构建“筹款+保险+互助”生态布局.....23
图 45 ： 蚂蚁集团与保险合作伙伴协作示意图.....24
图 46 ： 蚂蚁集团保险科技平台促成保费规模及分摊金额.....24
图 47 ： 腾讯在保险领域的一体化客户数字经营解决方案.....25

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 48 ： 大型险企面对互联网系的抗衡优势 26
图 49 ： 平安寿险改革主要时间进程 27
图 50 ： 贝壳房产经纪业务模型 28
图 51 ： 贝壳 ACN 模式将经纪人工作划分为 10 个角色 28
图 52 ： 保险代理与房产经纪销售流程划分具备一定相似性 29
图 53 ： ACN 模式的引入有助于解决保险行业获客难题 29
图 54 ： ACN 模式在保险行业的“本土化”迁移 29
图 55 ： 美团互助被监管叫停 30
图 56 ： GoHealth 业务构成 31
图 57 ： GoHealth 各业务净收入（亿美元） 31
图 58 ： UnitedHealth 两大业务板块的双向协同 32
图 59 ： 健康保险业务为 UnitedHealth 营收主要来源 32
图 60 ： UnitedHealth 健康管理营收主要源于 OptumRx 32
图 61 ： 平安医疗生态圈协同 33

表 1 ： 截至 2021Q1 公募基金销售保有规模前十的销售机构（亿元） 6
表 2 ： 我国保险代理人制度演变历程 8
表 3 ： 公域流量与私域流量对比一览 12
表 4 ： 多个互联网平台已持有保险牌照 15
表 5 ： 贝壳利润表部分科目（亿元） 28
表 6 ： 互联网保险监管政策不断出台 30
表 7 ： 2020 年 GoHealth 除 Q1 外均实现 LTV 同比增长 31

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

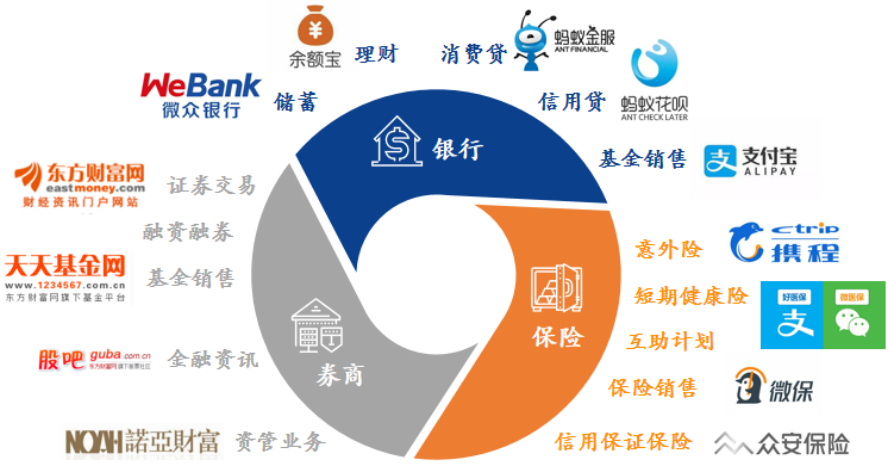
1. 渠道之争：保险行业长期的痛点与转型之路

1.1. 群雄逐鹿金融行业，渠道之争愈演愈烈

渠道之重，重于泰山。对于金融机构而言，无论如何强调渠道的重要意义都不为过。拥有强大的渠道优势，将使金融机构足以形成所向披靡的竞争壁垒和护城河，拒敌于千里之外：如券商营业部、证券经纪人之于券商，保险代理人、银保渠道之于保险，银行网点、客户经理之于银行。从以往基金代销领域银行独大、券商紧随的传统模式，到不久前支付宝独售蚂蚁战配基金、招行旋即发力“中欧互联网先锋”的代销之战，足以窥见各方对渠道的高度重视及激烈抢夺。

互联网加强向传统金融渗透。过去数年以来，伴随着互联网科技的兴起与壮大，拥有流量优势的互联网巨头对金融渗透率不断加深，从储蓄、理财、基金销售、消费贷拓展到互联网券商、百万医疗险、互助计划等。以基金销售为例，2013 年支付宝与天弘基金合作推出余额宝，上线一个月资金规模即突破百亿元，天弘基金也凭借余额宝于 2017-2019 连续三年夺得公募基金净利润之冠，互联网金融对基金业的冲击来势汹汹。

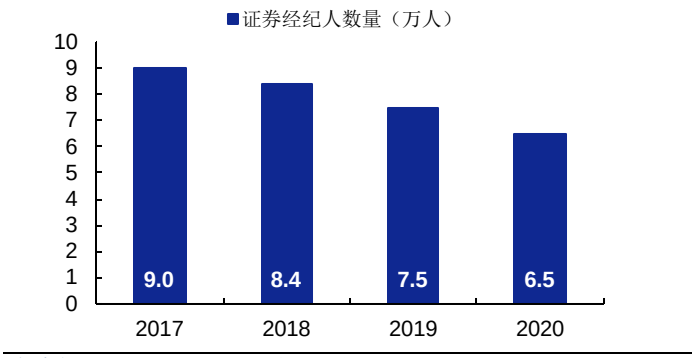
图 1：互联网正向传统金融各领域渗透



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

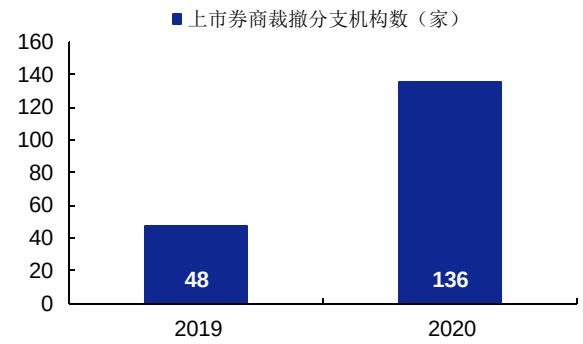
金融机构渠道变革加速，推动行业洗牌。互联网的剧烈冲击催生金融渠道变革加速，行业格局也因时而变，主要有两方面体现：**1）传统渠道所受冲击较大。**以券商经纪业务为例，受互联网冲击尤为明显。证券经纪人力加速脱落，由 2017 年的 9 万人持续下滑至 2020 年的 6 万人；落后营业网点同样加速淘汰，转而设立 C 型营业部以缩减成本。**2）第三方力量快速崛起。**互联网系加速提升业务线条渗透率，互联网券商经纪业务、第三方独立基金销售市占率均持续提升。根据中基协数据，截至 2021Q1，股票+混合基金保有规模方面，蚂蚁及天天基金均位居前十；非货币基金保有规模方面，蚂蚁基金超越招行位居全市场首位。以蚂蚁等为代表的第三方销售机构对银行系的主体地位带来了巨大冲击，2019 年销售规模占比已达 11.03%（较 2015 年+8.9 pct.）。

图 2：证券经纪人数量下滑



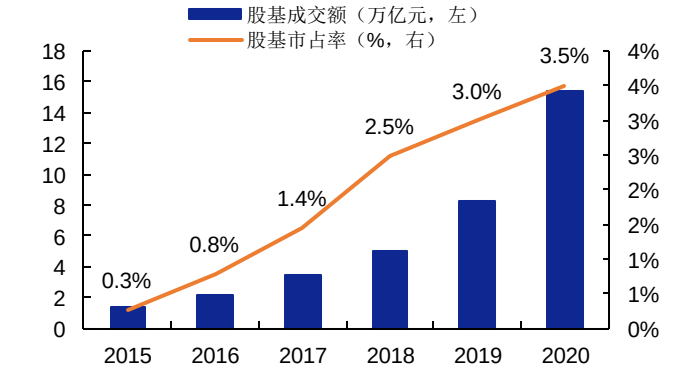
资料来源：中证协，安信证券研究中心

图 3：上市券商裁撤分支机构增加



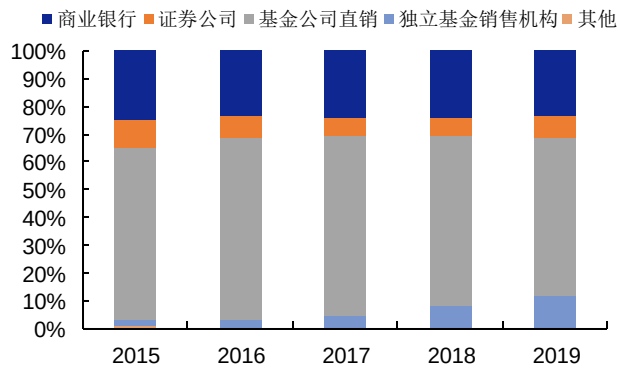
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：东方财富股基成交额及市占率提升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：第三方机构基金销售渠道占比提升（%）



资料来源：中基协，安信证券研究中心

表 1：截至 2021Q1 公募基金销售保有规模前十的销售机构（亿元）

排名	机构名称	股票+混合公募基金保有规模	非货币市场公募基金保有规模
1	招商银行股份有限公司	6,711	7,079
2	蚂蚁（杭州）基金销售有限公司	5,719	8,901
3	中国工商银行股份有限公司	4,992	5,366
4	中国建设银行股份有限公司	3,794	4,101
5	上海天天基金销售有限公司	3,750	4,324
6	中国银行股份有限公司	3,048	4,572
7	交通银行股份有限公司	2,381	2,483
8	中国农业银行股份有限公司	2,268	2,468
9	上海浦东发展银行股份有限公司	1,656	1,708
10	中国民生银行股份有限公司	1,512	1,566

资料来源：中基协，安信证券研究中心；注：按股票+混合公募基金保有规模排名

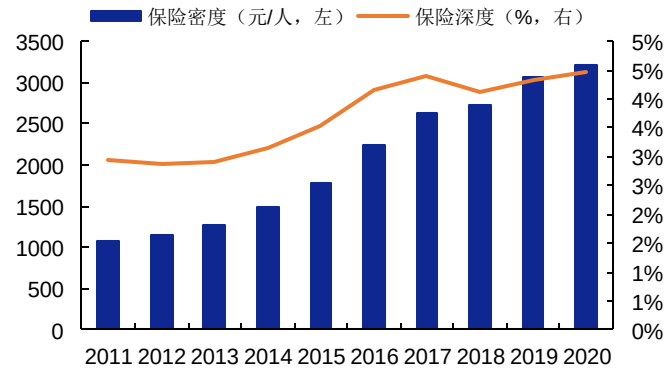
1.2. 保险行业：尚未受互联网显著冲击的金融“净土”

有别于银证，保险产品差异化程度高、需求自发性强、需跨越信任鸿沟。银行、券商产品与保险产品的区别主要在于：**1）产品差异：**就各券商提供的股票交易/基金销售、各银行提供的消费贷/信用贷等产品而言，同类产品间差异较小，即便是由互联网系参与者所提供的亦如是；而由于个体需求不同，保险产品设计复杂、系列繁多、组合多样，产品差异化较大。**2）需求来源：**银行、券商产品对应财富增值等需求，这类需求兼具刚性和普适性，无需外部推动便可自发产生；而保障型产品的需求则需要从供给端加以推动。**3）中介信任度：**相对而言，保险产品能否售出，更考验代理人这一中介体能否获取客户的深度信任。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

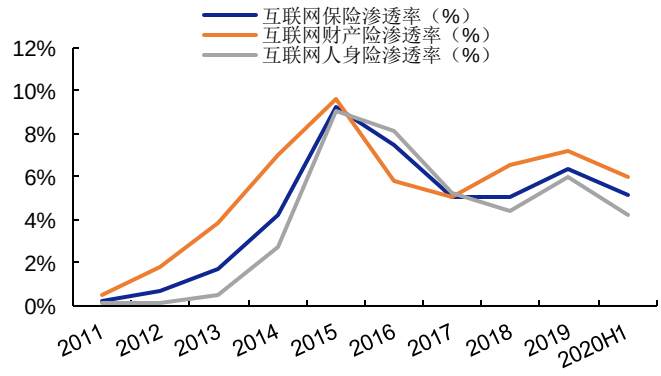
多因素导致保险业互联网渗透率尚低。2011-2020 年，我国保险密度由 1067 元/人上升至 3206 元/人，保险深度由 2.9%上升至 4.5%，增长趋势明显。而目前互联网险企与传统险企的保单量级相差悬殊（2019 年平安个险/众安新增保单件数分别为 1932 亿件/80 亿件），互联网保险业的潜在转化空间之大不言而喻，由此吸引了一众互联网参与者的加入。但保险产品差异化高、需求被动等特性构筑了一道天然壁垒，使得互联网系无法轻易攻入。与银行、券商相比，保险业对互联网系渗透和侵占的抵抗程度更为强劲。2020 年上半年，我国互联网保险收入仅为 1394 亿元，渗透率仅为 5.13%，仍处于较低水平。

图 6：2011-2020 年我国保险密度和深度情况



资料来源：银保监会，安信证券研究中心

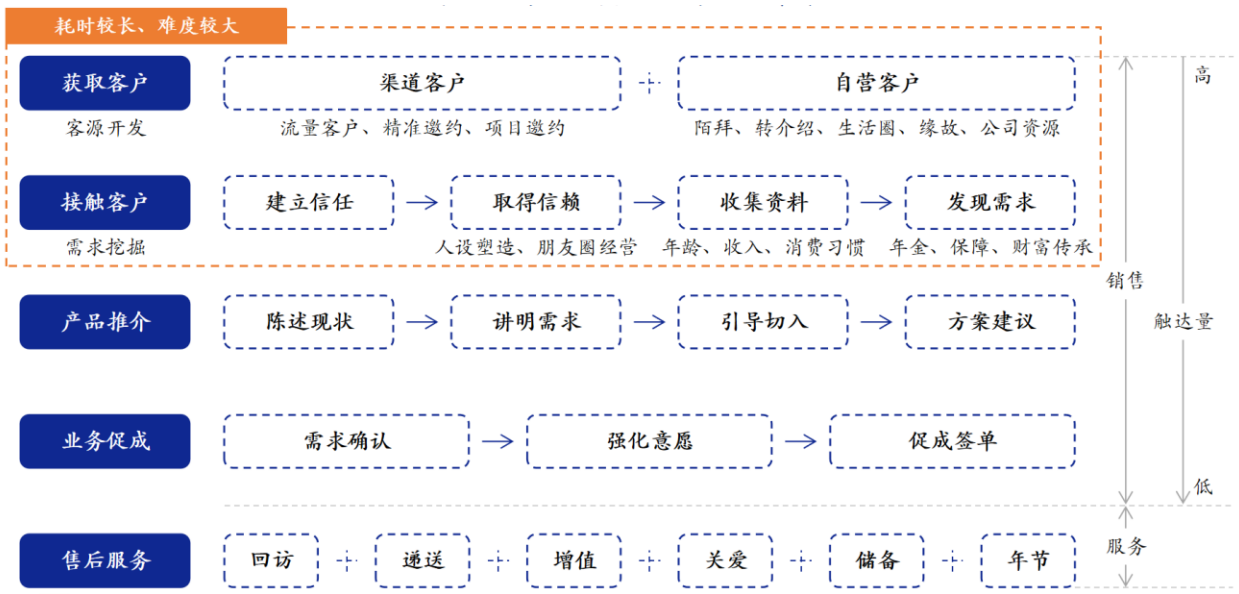
图 7：我国互联网保险渗透率尚低



资料来源：中保协，安信证券研究中心

获客、触客为保险销售流程中最低效环节。从保险产品的销售及服务流程来看，可拆分为以下五大环节：**1）获取客户：**包括通过流量、邀约等获取渠道客户，及通过陌拜、转介绍、缘故等获取自营客户；**2）接触客户：**包括建立信任、取得信赖、收集资料、发现需求；**3）产品推介；4）业务促成；5）售后服务。**伴随流程的推进，各环节的触客量由高到低呈“漏斗型”下降。根据 ThinkAdvisor 数据，寿险业从获取客户到业务促成的转化率仅约 3%。究其原因，在于获取及接触客户这两大环节难度较大，耗费代理人大量时间及精力。根据 EverQuote 测算，大多数代理人需要在获客、触客阶段花费多于半年的时间。

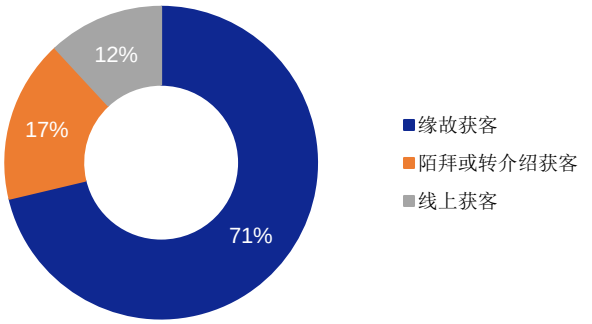
图 8：保险产品销售及服务流程解析



资料来源：安信证券研究中心整理

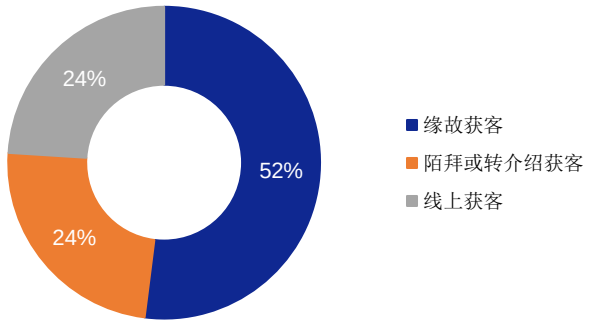
获客、触客成保险渠道攻克难点。获取及接触客户环节在构成保险渠道最大痛点的同时，也构成阻碍互联网大幅渗透的行业壁垒。具体来看：**1）获客：**尽管保险销售逐步加强线上化，但无论是对于一般代理人还是资深代理人，缘故、陌拜和转介绍等传统获客方式仍是其开发客源的主要渠道，合计占比高于 75%。**2）触客：**知悉客户真实需求建立在获取客户信赖的基础上。缘故、转介绍等方式天然具备初始信任基础，且传统线下见面方式更易于拉近距离、建立彼此信任；线上渠道则相对不利于信任构建，尤其是对高价值保险产品购买者而言。

图 9：我国寿险代理人获客渠道分布



资料来源：市场调研问卷，安信证券研究中心

图 10：我国资深寿险代理人获客渠道分布



资料来源：市场调研问卷，安信证券研究中心

1.3. 昔日获客之道：“人海战术”的高光与瓶颈

自 1982 年恢复寿险业务以来，我国保险销售渠道历经诸多演变。1982-1992 年期间几乎仅为团险渠道，1992 年由友邦将代理人制度引入，正式开启我国代理人渠道新篇章。此后，先是代理人数量高速增长，2001 年代理人总数达到 110 万，再是银保、电销、网销轮番登场，各渠道伴随我国保险业的快速发展而日益演进。其中，至关重要的个险渠道在 2010 年后经历了人数规模的缓降缓升，直至 2015 年受代理人考试取消的影响，迎来显著增长。

2015-2017 年：保险代理人门槛降低，人力扩张驱动保费高增。2015 年，《中国保监会关于保险中介从业人员管理有关问题的通知》出台，保险营销员资格考试正式取消，行业代理人数量增幅显著。中短存续期年金产品销售难度低，保障型产品需求激增，叠加民众经济水平提升且购买保险意愿较强，人力大规模扩张的同时也带来了人身险保费的高速增长，行业发展红利背景下“人海战术”迎来其高光时期。

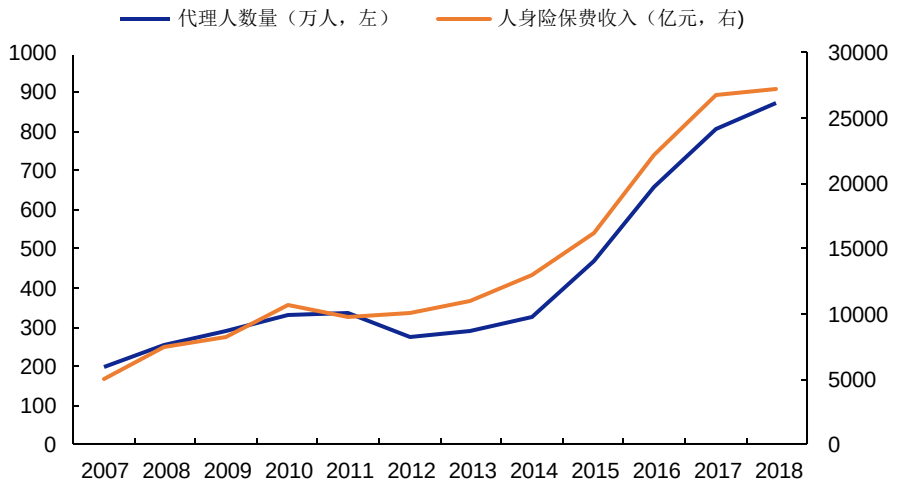
表 2：我国保险代理人制度演变历程

年份	事件
1992	保险业对外开放，友邦保险入华引入保险代理人制度
1994	平安发布首个营销队伍“基本法”，在中资险企中率先开展个人营销
1995	人保在上海开展个人营销试点改革，代理人模式逐步定型
1996	央行发布《保险代理人管理暂行规定》，首次认可个人代理人法律地位并明确资格考试制
1997	央行发布《保险代理人管理规定（试行）》
2010	平安、国寿、太保、新华等逐步加强寿险个险渠道发展
2015	4 月，新《保险法》取消保险销售（代理）、保险经纪从业人员资格核准事项；8 月，原保监会发布《中国保监会关于保险中介从业人员管理有关问题的通知》，保险营销员资格考试取消，行业代理人数量大增
2017	原保监会发布 134 号文，加强快返型产品监管，中短存续期产品停售
2021	《保险代理人监管规定》落地，首次明确“个人保险代理人”概念，首次提出“独立个人保险代理人”概念

资料来源：相关文件，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

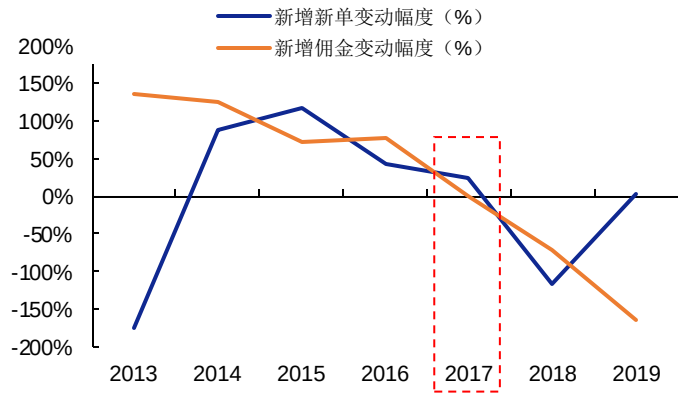
图 11：2015-2017 年保险行业人力扩张驱动人身险保费高增



资料来源：Wind，银保监会，中国保险年鉴，安信证券研究中心

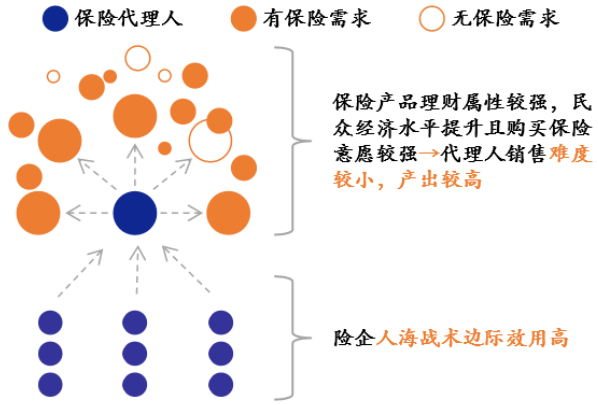
人力扩张获取社交半径流量，代理人及险企双双受益。经由代理人规模的大幅扩张，单个代理人所能触达的社交资源均有望转化为险企客源，造就代理人及险企双赢局面。**1）对代理人而言：保险产品销售难度较低，收入稳定。**凭借以年金为主、保障为辅的产品售卖方式，代理人实现收入快速增长，主管、绩优人员也较容易通过增员方式实现收入较快增长；**2）对险企而言："人海战术"奏效，增员边际效用高。**行业红利、市场机遇等加持之余，人力扩张成为推动产能高增的重要因素之一。新增代理人所带来的新单利润增量明显高于佣金成本，险企有着较高的投入产出比，抢占市场份额的效果十分明显。2017 年，平安新增新单的涨幅相较新增佣金的涨幅高出 23 pct.，人力边际效用显著。

图 12：2017 年平安新增新单涨幅超过新增佣金涨幅



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 13：人海红利时代，险企新增代理人边际效用显著

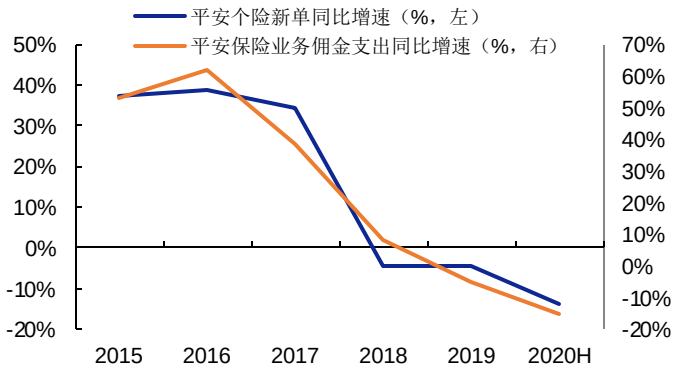


资料来源：安信证券研究中心整理

2017 年后：新单增长乏力，人海战术难以为继。2017 年 9 月，原保监会发布 134 号文，监管趋严背景下，人力扩张模式陷入瓶颈。**1）代理人密度已趋于饱和。**2018 年我国寿险代理人数量超过 871 万，占总人口/城市人口比例分别约为 0.6%/1.1%，代理人密度逼近天花板，已接近国际成熟保险市场水平。**2）收入下滑导致代理人脱落。**134 号文加强快返型产品监管，停售中短存续期产品，导致产品销售难度增大，叠加经济周期背景下新单增长乏力，使得佣金收入下滑，薪资竞争力削弱。由此，代理人从业意愿减弱，人力增长遇阻，2018、2019 年同比增速分别降至 8%、5%。**3）人均产能提升速度较缓。**

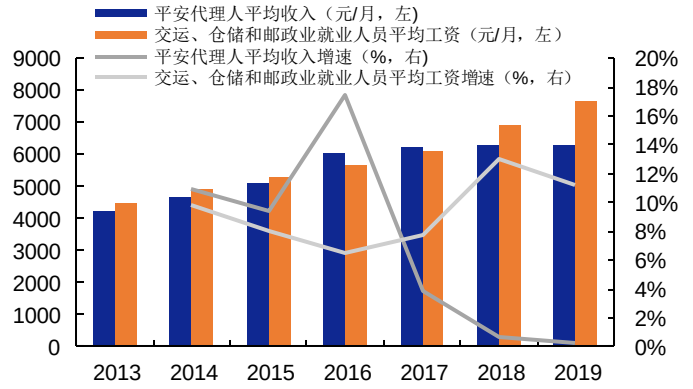
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 14：新单增长乏力，佣金向绩优代理人倾斜



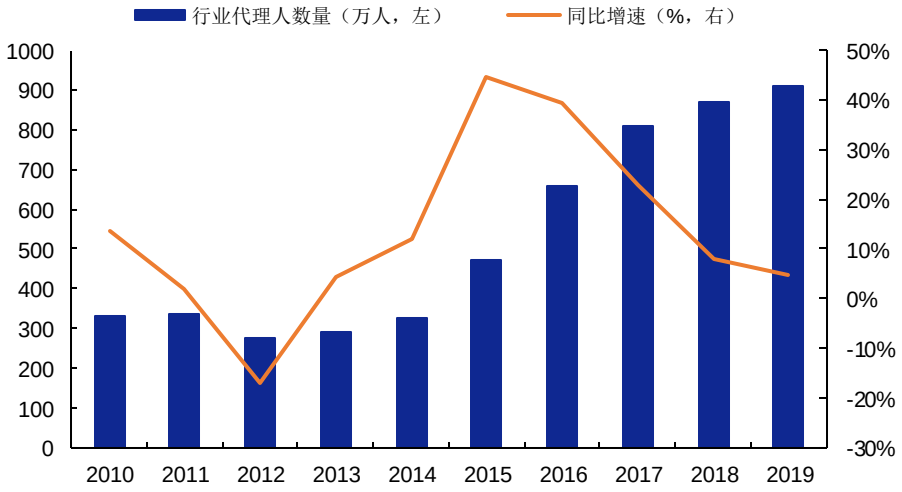
资料来源：公司公告，安信证券研究中心；注：以平安为例

图 15：代理人收入增速放缓，薪资竞争力难以匹敌



资料来源：国家统计局，公司公告，安信证券研究中心；注：以平安为例

图 16：从业意愿减弱，代理人规模逼近“天花板”



资料来源：Wind，银保监会，安信证券研究中心

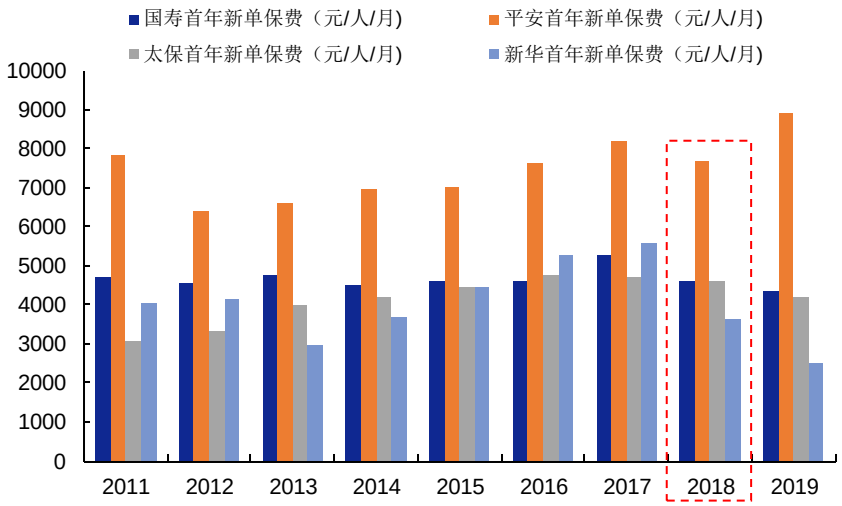
1.4. 今日变局已至：从人数到效能的转型之路

1.4.1. 人海红利已去，提质增效方为破局之道

中短存续期产品停售，代理人产能亟需提升。134 号文颁布以来，代理人增员趋难，对代理人的销售技能及素质提出了更高要求。2018 年四大险企人均首年新单保费均出现滑落，新增代理人边际效用降低。在人力大规模扩张路径不通的情况下，如何提升人均产能成为关键。

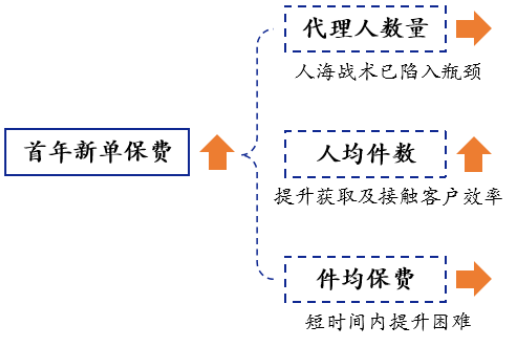
件均保费难提升，人均件数提升为破局重点。人均产能=人均件数 x 件均保费，其中件均保费由于产品特性的原因以及竞争因素上升空间有限，难以显著提升，因此代理人渠道的转型侧重点落在：**1）**提升代理人**获客效率**，更好发现有保险需求的客户；**2）**提升代理人保障产品销售能力，改善**转化率**。

图 17：2018 年四大险企人均首年新单保费均出现滑落



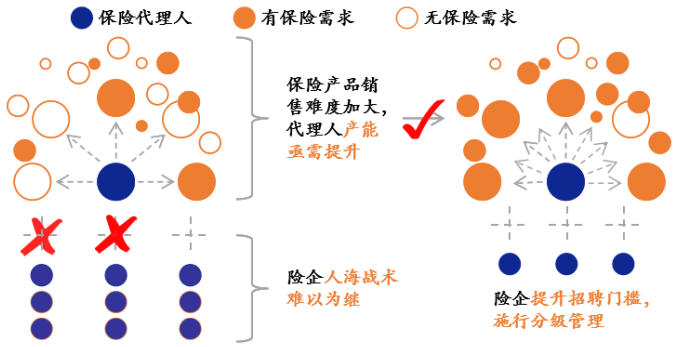
资料来源：Wind，银保监会，安信证券研究中心

图 18：险企首年保费构成拆分



资料来源：安信证券研究中心整理

图 19：提升代理人获客效率及队伍素质方为破局之道



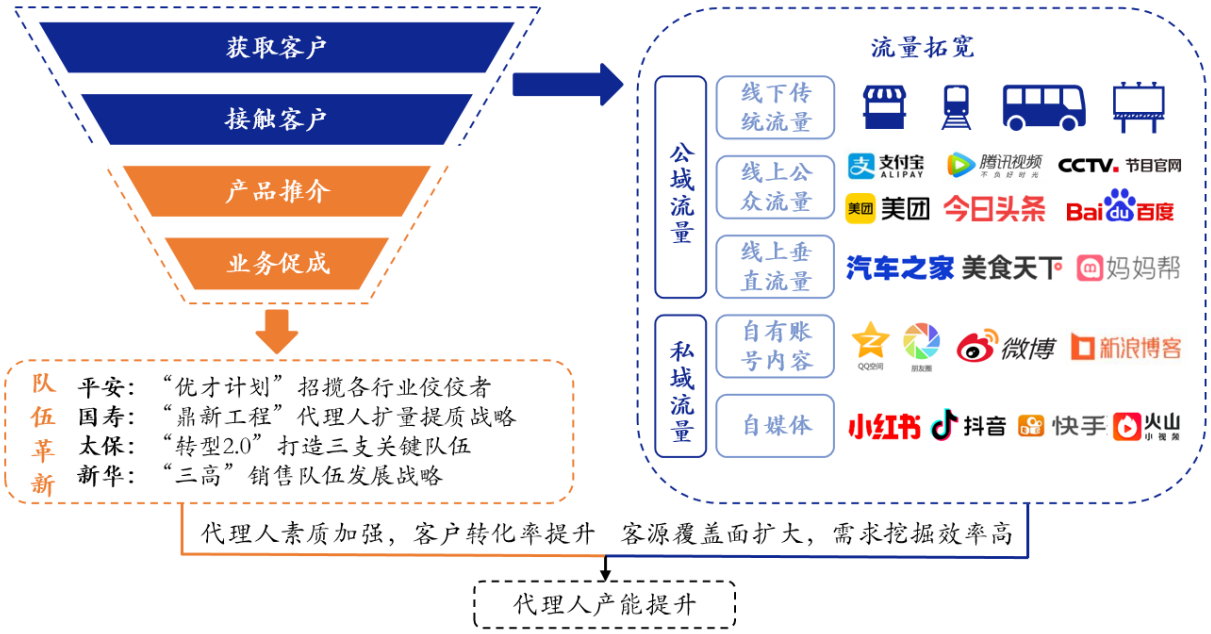
资料来源：安信证券研究中心整理

1.4.2. “流量+队伍”双轮驱动代理人产能提升

保险销售人海战术达拐点，高产能路线成业绩突破口。在代理人增员乏力的情况下，针对保险产品销售流程的不同阶段，代理人产能提升途径主要有以下两条：**1）获客与触客阶段：流量拓宽，提升获客及触客效率。**科技发展能够极大拓宽公域和私域流量渠道，节约可观的获客与探需时间成本，扩大客源覆盖广度，提升需求挖掘效率；**2）产品推介与业务促成阶段：队伍革新，提升人力素质。**通过革新代理人队伍的方式，增强代理人专业素质、营销水准等核心竞争力，优化产品推介，促进业务促成，提高潜在客户转化率。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 20：“流量+队伍”双轮驱动代理人产能提升



资料来源：公司官网，公司公告，安信证券研究中心

路径一：科技赋能“公域+私域”流量拓宽。公域流量即与百度、腾讯等大型社交平台、搜索引擎等合作投放的平台流量，私域流量即代理人借助微博、朋友圈等传播工具形成的自有流量。在代理人体系下，代理人的社交半径决定了客源覆盖广度，客户信任程度决定了需求挖掘效率。随着科技发展及其对“公域+私域”流量的拓宽，代理人社交半径得到扩张，且在获客阶段就能通过大数据等技术增强对客户的知悉程度，获客效率大幅提升。以平安为例，代理人使用的 APP 中公域流量拓宽工具有“三板斧”，私域流量拓宽工具有“八宝箱”，运用数字化手段助力代理人提升获客和转化效率。

表 3：公域流量与私域流量对比一览

	公域流量	私域流量
代表渠道	线下传统流量：地铁、公交、广告、商场等 线上公共流量：淘宝、美团、百度、腾讯等 线上垂直流量：汽车之家、美食天下、妈妈帮等	自有账号：微信、微博、博客、社群等 自媒体：小红书、抖音、电商直播等
覆盖群体	范围较广	范围较窄
触客方式	间接触达	直接触达
获客效率	获客效率低，由于保险需求的非刚性、窄向性和多样性，难以精准筛选出具有保险需求的客户	获客效率高，能精准筛选出具有保险需求的客户
获客成本	有抽佣，流量入场费高昂，且流量边际成本递增	无抽佣，自有流量成本低廉
客户交互性	弱	强
客户信任度	低	高
需求挖掘效率	相对较低	高
用户转化率	低	高
客户粘性	较低	较高

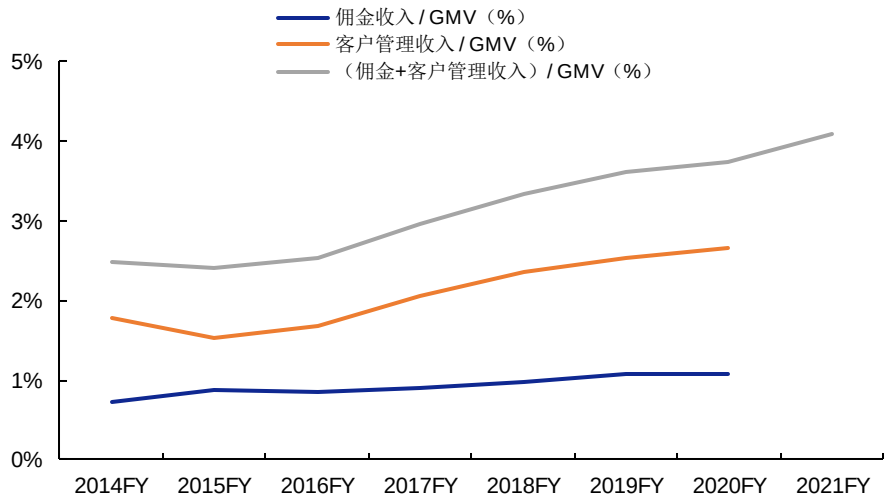
资料来源：公开资料，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

- **公域流量之“宽”与保障型需求之“窄”难以充分匹配。**固然公域流量具有覆盖范围广的优势，但当其应用于保险销售场景时，与保障型产品契合度较低。主要在于，公域流量这一过广的渠道难以满足保障型产品这一过窄的需求。公域流量主要瞄准日常消费、保值增值等普适性需求，储蓄型产品拥有与大众需求相合的理财属性，更适于借助公域流量实现较快增长；而高价值率的保障型产品个体需求差异大、产品复购率低，在公域流量中获客效率较为低下。

- **公域流量价格上行，私域流量成本相对可控。**从成本角度来看，如今坐拥庞大公域流量的渠道入口数量有限，获客成本水涨船高。以淘宝网为例，其 2021 财年佣金率及客户管理费用率合计达 4.1%（2014 财年仅为 2.5%）。与此相比，尽管私域流量覆盖的群体规模不及公域，但其自行搭建自有流量池，成本可控性更强。

图 21：传统公域流量平台淘宝网渠道流量成本呈增长趋势



资料来源：公司公告，安信证券研究中心；注：在 2021 财年业绩公告中，公司将佣金及客户管理收入值合并列报

- **私域流量特性与代理人获客效率提升更为契合。**一方面，私域流量成本较低，减轻险企获客成本压力。另一方面，私域流量粘性较高，其中各主体大多受到其所覆盖群体长期的、有针对性的关注，更能精准锁定有相应需求的群体，提升客户购买率。尤其是私域流量中的自有账号，一反以往代理人主动向外寻找客源的模式，凭借自身账号经营吸引目标群体主动向内围拢，在获取有需求客户的同时，也解决了触客过程中建立信任感这一难题。这正是私域流量能显著提升代理人获客效率的原因所在。

路径二：关注提升代理人队伍质态，改善客户转化率。在获取客户、接触客户之后，产品推介与业务促成仍是保险销售流程中不可或缺的两个环节。客源流量已就位的前提下，能否最终实现业务促成，关键在于代理人自身的营销技能及专业素质。因此，各大险企均展开了声势浩大的队伍革新，例如平安自 2013 年开始实施“优才计划”，致力于打造一支高产能、高收入、高质量的代理人队伍。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

2. 互联网巨头的进击与破圈

2.1. 互联网巨头觊觎保险市场

持牌保险公司与专业化平台为互联网保险市场主体。互联网保险市场的主要参与者包括：传统险企自建平台、专业互联网保险公司、专业化互联网中介平台、保险科技公司等。其中，持牌保险公司及专业化中介平台为核心参与主体。根据银保监数据，目前共有 146 家保险公司开展互联网保险业务，其中财产险/人身险公司各 74 家/72 家，2020 年共实现保费 2979 亿元（YoY+10.5%），占保险业总保费的 6.58%。

图 22：互联网保险业务的核心参与者



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

互联网系加速渗透保险市场。保险市场专业性强、资产较重，有着较高的进入壁垒。对于传统保险公司而言，如欲开展互联网保险产品销售，需自建平台或与第三方平台合作；而对于互联网公司而言，则需获得相应牌照。互联网保险市场目前渗透率相对较低、潜在利润较为丰厚，且具备互联网改造空间，吸引诸多互联网巨头着眼于保险渠道中流量变现效率这一突破点，加速布局互联网保险市场。在监管持续强化持牌经营原则背景下，截至目前我国已有 20 余个互联网平台持有保险牌照。

表 4：多个互联网平台已持有保险牌照

互联网平台	持牌情况
百度	百安保险（2015）、联保龙江保险经纪（2017）
蚂蚁金服	众安保险（2013）、国泰产险（2016）、蚂蚁保保险代理（2016）、信美相互（2017）
腾讯	众安保险（2013）、腾诺保险经纪（2013）、微民保险代理（2016）、和泰人寿（2017）、香港英杰华保险（2017）、FuSure（2021）
360 金融	众康永道保险经纪（2019）
滴滴	现代财险（2020）
东方财富	众心保险经纪（2019）
国美	国美保险经纪（2016）
京东	津投保险经纪（2015）、京东安联保险（2018）
联想	大树保险经纪（2016）
美团	金诚互诺保险经纪（2018）
去哪儿	众诚泰保险经纪（2013）
苏宁	苏宁保险（2014）
同程	同程保险代理（2010）
同花顺	同花顺保险经纪（2016）
途牛	途牛保险经纪（2013）
唯品会	品诺保险代理（2010）、国富人寿（2018）
小米	小米保险经纪（2005）
携程	携程保险代理（2011）、众诚泰保险经纪（2017）、二当家保险代理（2018）
新浪	兴民保险经纪（2017）
字节跳动	华夏保险经纪（2018）

资料来源：公开资料，安信证券研究中心；注 1：括号内所标注为成立/出资年份；注 2：2016 年 3 月大树保险经纪成立之初，拉卡拉持有其 100%股权，同年四季度剥离，2019 年 1.6 倍溢价回购；注 3：2016 年 7 月，携程、去哪儿合作投资成立十一贝科技，现十一贝全资持有重庆二当家、深圳众诚泰

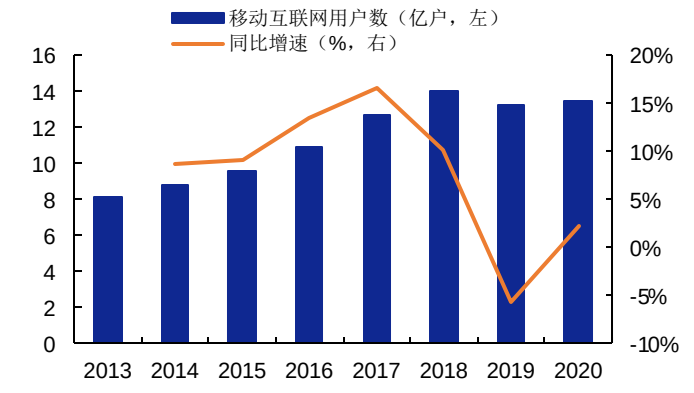
2.2. 互联网流量增速见顶，金融商业变现加速

2.2.1. 存量时代，互联网巨头开拓金融版图

互联网用户增长红利见顶，流量增速趋缓，进入存量用户运营时代。2013-2018 年是我国互联网用户和流量高速增长时期，CAGR 分别达到 12%、122%。2018 年，移动互联网用户数达到 14 亿业已见顶，同年接入流量达 711 亿 GB，同比增速达 189%创历史峰值。伴随用户数增长红利释放将尽，接入流量增速趋缓，我国互联网进入存量用户运营时代。

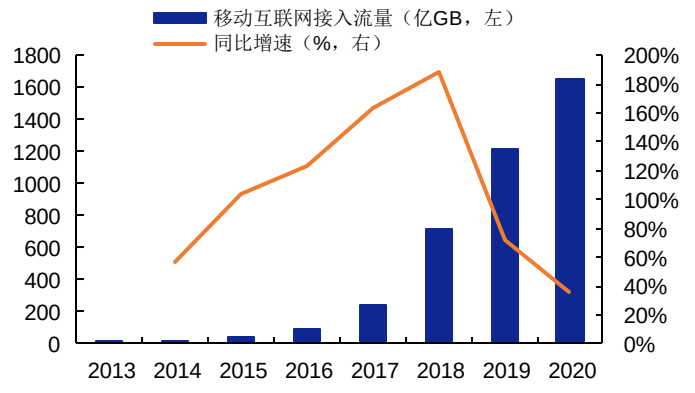
高速发展期孕育流量巨头，互联网金融商业变现加速。互联网巨头乘流量之势而起，如何将手中的巨大流量变现成为其重点关注的问题。伴随我国资本市场改革持续深化，各大互联网巨头殊途同归，蚂蚁以支付、腾讯以社交、美团以外卖为核心，在流量逐步见顶之时从最核心业务逐步扩大到理财、信贷、保险等其他领域，加速其他金融业务的拓展及变现节奏。

图 23：移动互联网用户数于 2018 年见顶



资料来源：工信部，安信证券研究中心

图 24：移动互联网流量增速于 2018 年后趋缓



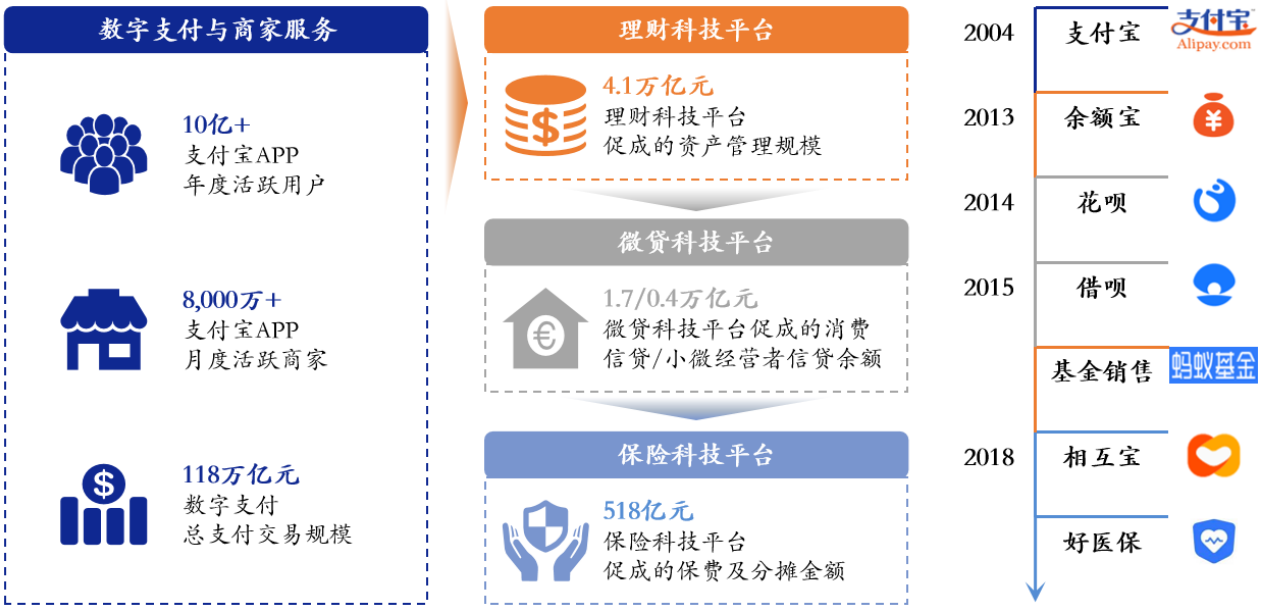
资料来源：工信部，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

2.2.2. 案例：蚂蚁集团，从支付到综合金融的进阶

横纵向金融商业变现，布局由易到难延伸至保险。流量见顶后互联网巨头加速金融业务拓展节奏，进行横向和纵向的变现，商业布局逐步延伸至保险。这一过程中，深谙流量变现之道的互联网巨头始终遵循展业由易到难、利润由厚到薄的次序。例如，蚂蚁集团从数字支付与商家服务出发，将业务扩展到理财、借贷、保险等领域，其中的支付业务即是受监管限制最少、利润最为丰厚的环节。在细分领域的切入上同样如此，譬如理财业务中先凭借余额宝初期高利率引流，构建信任后再逐步通过基金销售实现转化。

图 25：蚂蚁集团金融板块布局路线



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

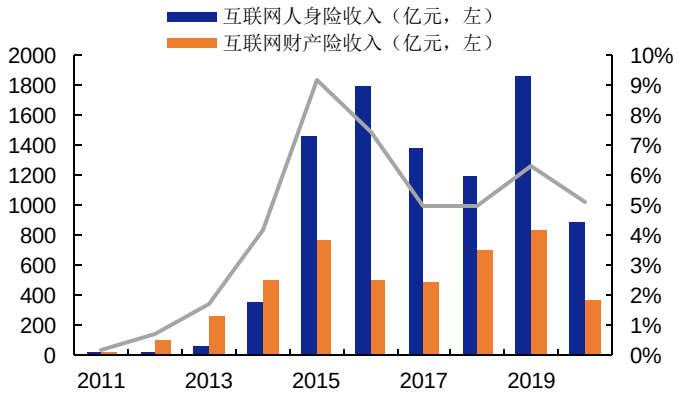
2.3. 爆款袭来，引领互联网保险业发展新热潮

早期互联网保险发展迅速，监管限制下经历短期阵痛。互联网浪潮之下，巨头们经历了业务快速拓展，焦点转移至保险领域。中国保险业协会公开数据显示，互联网保险在 2012-2015 年间经历了爆发式增长，总体保费收入增长接近 20 倍，互联网保险渗透率在 2015 年达到历史峰值 9.2%。2016-2018 年，短期快返型产品销售受限给互联网保险发展带来短期阵痛，尤其是 2017、2018 年，互联网保险保费收入及渗透率均大幅滑落。

互联网保险产品易爆量，能在短时间内实现渗透率提升。2019 年互联网保险实现保费收入 2696 亿元（YoY+42.7%），创下历史新高。纵观互联网保险发展历史，互联网创新产品的推出成为推动渗透率激增的关键。例如，2016 年众安上线“尊享 e 生”，凭借朋友圈营销转发的方式及低价高保额的特点火遍全网，轰动我国保险业，进而引发百万医疗险大战。再例如，2018 年蚂蚁金服推出“相互保”（后更名为“相互宝”），追逐互联网保险风口，2019 年参与人数及规模迅速增长，2020 年初分摊人数突破 1 亿，再次掀起网络互助新一轮热潮。

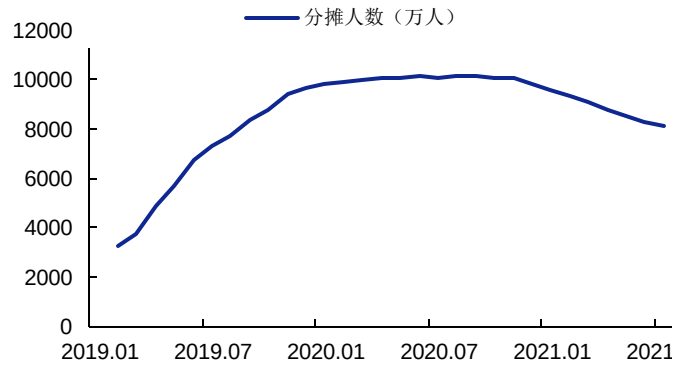
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 26：互联网保险收入及渗透率增长复苏



资料来源：中保协，安信证券研究中心

图 27：2019 年相互宝分摊人数处快速增长期



资料来源：支付宝客户端，安信证券研究中心

2.4. 互联网系两大打法：内容营销与爆款营销

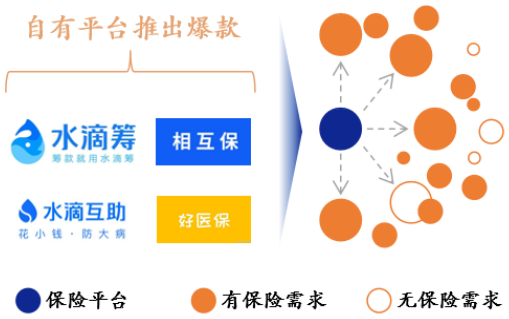
瞄准渠道痛点，实施流量运作两大打法。保险产品销售流程中的获客、触客两大痛点构筑了天然壁垒，使得保险业相较于其他金融业较少受到互联网冲击。但是，互联网保险潜在市场空间广阔，加之传统险企人海战术效益有所下滑，互联网系通过内容营销及爆款营销两种打法，进一步尝试冲击保险业。内容营销与爆款营销均属流量运作手段，前者依附于第三方平台，后者依附于自有平台，逐步达成获客、触客以及促成销售的目的。

图 28：内容营销模式下的获客方式



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 29：爆款营销模式下的获客方式



资料来源：公司官网，安信证券研究中心；注：水滴互助已关停

2.4.1. 内容营销模式

内容营销属于被动营销模式，转化率相对一般。内容营销模式即通过公众号等第三方合作伙伴和精准广告投放，唤醒客户保险需求，完成初步的客户教育，等待有保险需求的客户自发寻找至平台，再通过专业化运营和服务提升用户粘性，促成长险转化。内容营销模式下保险销售平台等待客户的反向筛选，处于相对被动的地位，因此客户转化率较为一般，但仍在一定程度上解决了获客及触客难题。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 30：内容营销模式（被动模式）流程示意

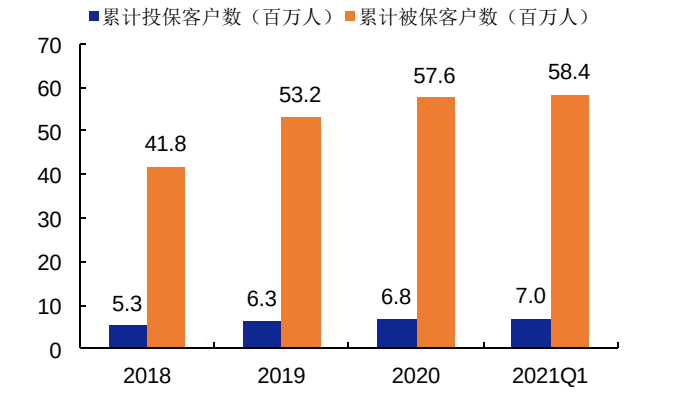


资料来源：安信证券研究中心整理

2.4.2. 案例：慧择保险，间接渠道“择”地而蹈

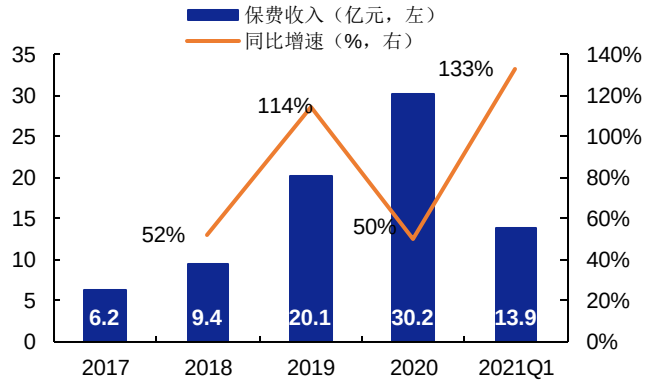
主借间接渠道推动业务发展。截至 2021Q1，慧择累计投保客户达 700 万人（YoY+9.4%），被保客户达 5840 万人（YoY+9.0%），实现保费收入 14 亿元（YoY+133.1%）。快速增长的背后，是其引入上万个第三方自媒体账号分销获客，超七成的佣金收入来自于间接渠道。近年来，慧择合作的第三方流量渠道主要为活跃于社交媒体的、从事保险精算师等专业岗位的 KOL（Key Opinion Leader）。截至 2019Q3，慧择合作的第三方流量渠道数已达 1.65 万个。

图 31：慧择累计投保客户和被保客户数稳定增长



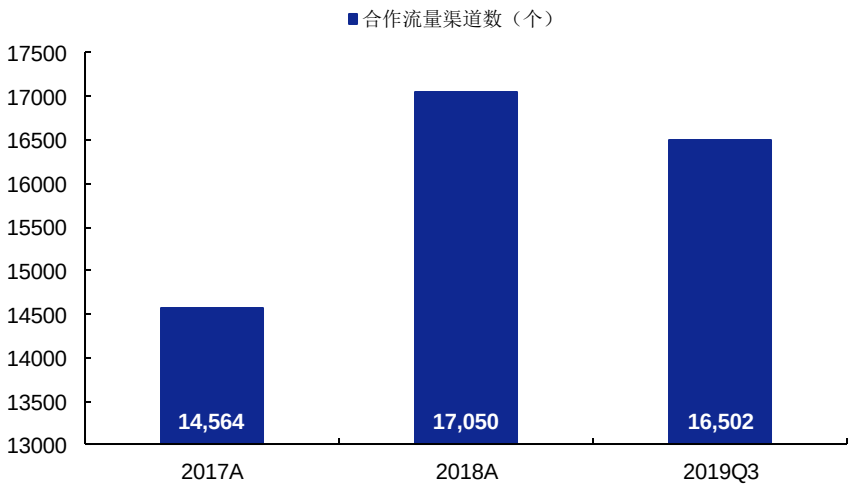
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 32：慧择保费收入持续增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 33：慧择合作第三方流量渠道账号数



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

慧择与东财之同：以内容唤醒用户需求。慧择主打 PGC 模式（Professionally Generated Content，专家生产内容），东财主打 UGC 模式（User-Generated Content，用户生产内容）。二者均采用内容营销手段，凭借“大 V”式的传播主体、优质的内容沉淀，向用户传递具备一定价值的信息，从而实现吸引用户关注、唤醒用户潜在需求的目的。

慧择与东财之异：1）用户需求：东财主要针对理财等普适性需求，易驱使用户主动靠近，渠道端与用户距离较远；慧择所针对的保障型保险需求不属用户日常高频关注范畴，其渠道需主动下沉。**2）用户粘性：**东财“大 V”产出的优质内容留存于平台，用户对于平台具有更高粘性；慧择在其第三方渠道中，主要侧重拥有全职专业岗位（保险精算师、医生、财务顾问等）、在社交媒体上拥有一批追随者的 KOL，用户粘性主要附着在这一批 KOL 上。因此东财流量与内容成本相对较低，慧择营销成本则相对较高。

2.4.3. 爆款营销模式

爆款营销属于主动营销模式，转化率相对较高。爆款营销模式，即互联网平台利用得天独厚的流量优势与用户数据基础，持续推出低价、高性价比的爆款产品，维持平台热度与流量，吸引客户进行购买，后续逐步推动客户往更高价值的长险转化。爆款营销模式下保险销售平台主动完成了客户的抢占、筛选、需求确认，处于相对主动的地位，且能够确保覆盖客户群体有保险需求者的比例，长险转化效率更高。

图 34：爆款营销模式（主动模式）流程示意



资料来源：安信证券研究中心整理

2.4.4. 案例：水滴公司，社交裂变涓“滴”成河

内部+外部渠道引流，保险+医疗健康变现。我们认为，作为爆款营销模式的互联网保险代表，水滴的核心优势在于：精准独特的客群定位、相对较低的获客成本、相对较高的转化率。

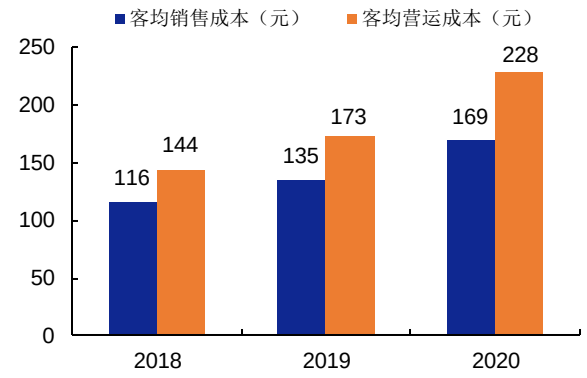
- **定位下沉市场。**水滴依托朋友圈等社交场景，业务渗透至三四线城市，瞄准这一传统险企人力边际效用相对较低的下沉市场。根据公司公告，截至 2020 年底，水滴保累计保险用户数超过 7940 万，平台用户覆盖国内 97%以上的市县，76%的用户来自小城镇及农村地区。

- **低成本流量裂变。**筹款、互助（现已关停）及第三方渠道共同构成水滴重要流量入口，背靠腾讯掌握流量先发优势，且获客成本处于相对较低水平，2020 年客均销售/营运成本分别为 169 元/228 元。基于社交裂变产生的流量红利，水滴在构建保险意识教育场景、积累海量用户数据的同时，也筛选出了健康意识较强的目标客群。

- **高效率获客转化。**先期引流过程充分积累品牌认知度，成为水滴流量转化的重要基础之一。2017 年，水滴保正式推出，以保险经纪变现流量。2020 年，水滴好药付、水滴健康相继上线，拓宽变现路径，初步构建“保险+医疗”生态。2020 年，水滴促成 FYP 及保单数分别达 144 亿元（YoY+116.3%）/18 亿张（YoY+63.7%）；2021Q1，水滴内部/第三方/自然流量及复购贡献的首年保费分别同比增长 65.2%/51.6%/48.4%，转化成效显著。

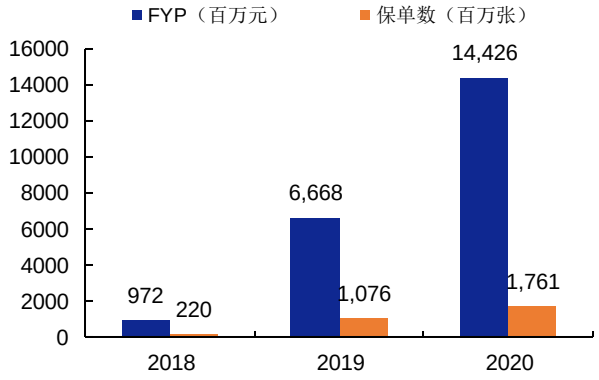
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 35：水滴客均销售成本及营运成本相对较低



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

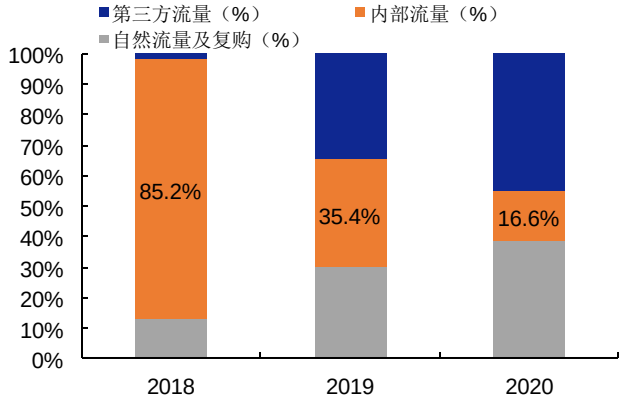
图 36：水滴促成首年保费规模及保单数稳定增长



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

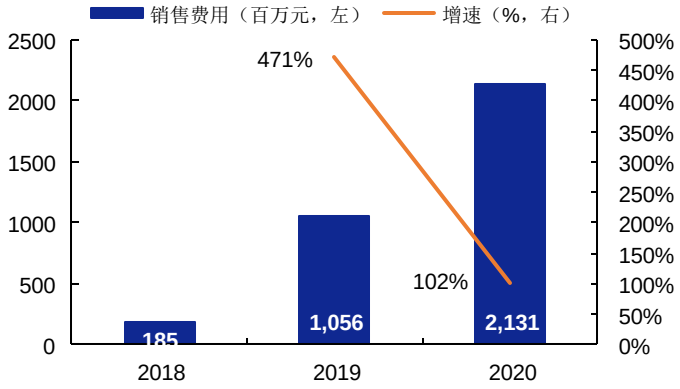
流量成本及监管将是后续发展重要影响因素。近两年，水滴内部流量所贡献保费占比有所下滑（2018 年：85.2%，2020 年：16.6%），而外部流量占比则已近半。与此同时，对外部流量投入的加大使得 2020 年水滴销售费用高达 21 亿元（YoY+101.7%），短期内流量成本的管控或将构成一定挑战。此外，互联网保险佣金费率限制等监管层面的因素也将是后续影响因素之一。

图 37：水滴第三方流量贡献首年保费占比攀升



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

图 38：水滴销售费用大幅提升

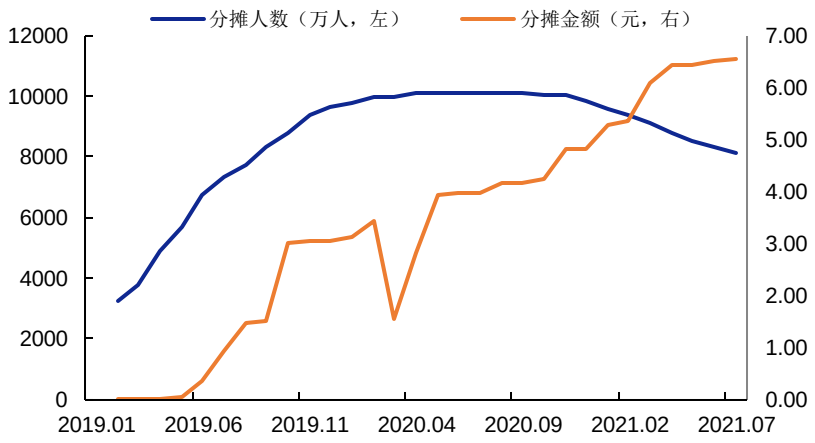


资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

2.5. 互联网系的下一个目标：长险？

爆款流量难免见顶。互联网运作模式适用于低件均、场景类的短险，凭借得天独厚的流量入口与场景优势，能够如同相互宝一般，在短时间内实现快速爆发式增长。但是，在 2019 年的高速增长之后，相互宝大病互助计划分摊人数在 2020 年维持约 1 亿人的水平，2020 年末至今甚至出现了下降趋势。背后的原因在于，分摊金额逐步增长，最新 2021 年 7 月第一期人均分摊金额已达 6.57 元，是 2019 年 1 月第二期的 219 倍。将最新数据年化得 157.68 元，相互宝相较于一年期重疾险的价格优势已不再明显。

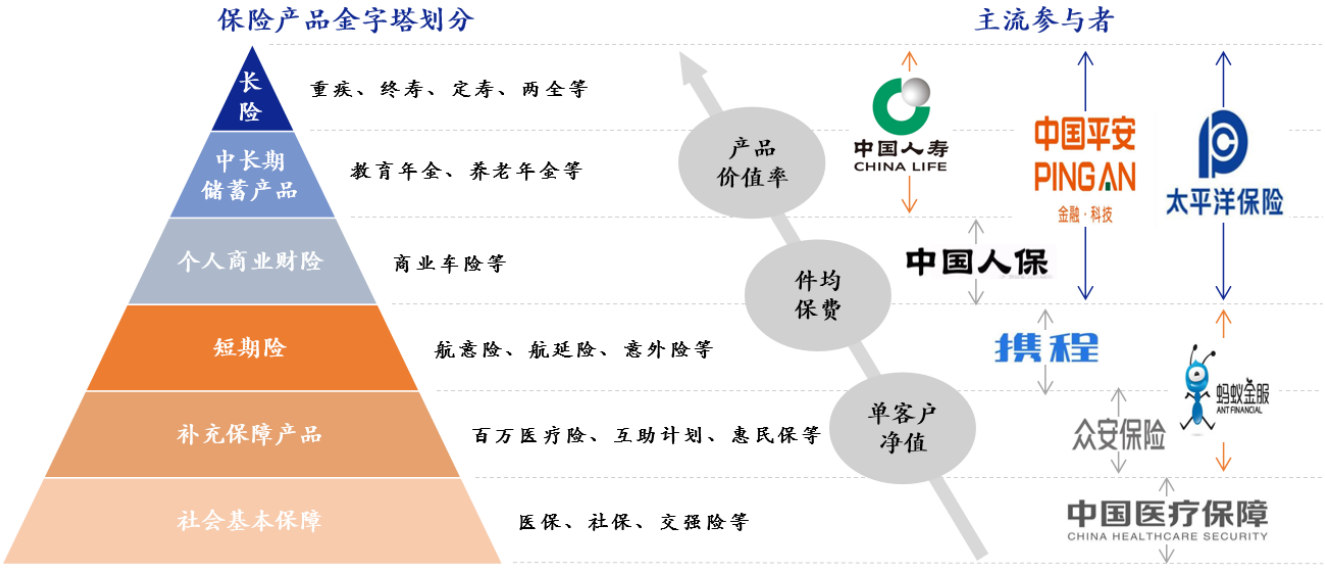
图 39：相互宝大病互助计划分摊人数随分摊金额上涨而见顶



资料来源：支付宝客户端，安信证券研究中心；注：分摊金额为半月度数据

向长险冲击已是必然。就件均保费、价值率、单客净值等而言，长险与短险分列高低两端。以平安 2020 年数据为例，其代理人渠道长期保障型险与短期险 NBVM 分别为 96.0%/67.2%（按首年保费计算）。现有的百万医疗、惠民保等产品均在一定程度上承载了引流获客功能。在低件均、低价值率的短险之后，长险将是互联网系由下向上深层次渗透的重要发展方向。

图 40：保险产品金字塔划分及主流参与者

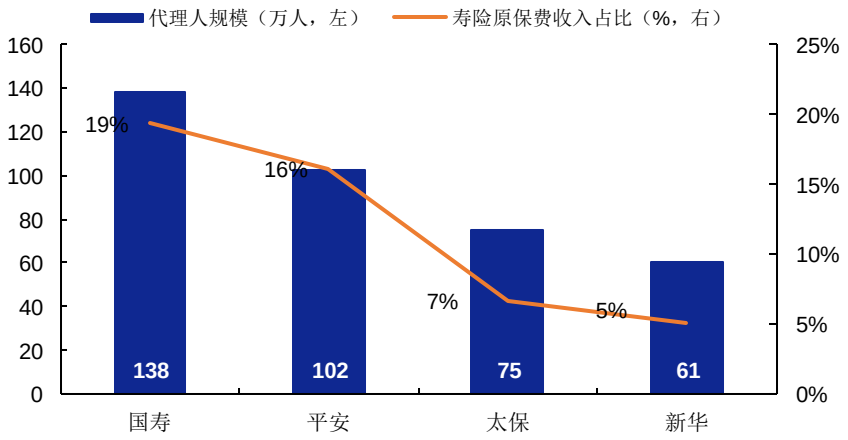


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

向长险渗透并非坦途。长险具有以下特点：1）高件均值，客户购买决策难度高、决策周期长；**2）**客群普遍为中产阶级，对服务、产品质量、信任感等方面的要求更高；**3）**客户需求多样化，产品不标准化、设计更为复杂；**4）**售后服务需求高。总结来看，客户对产品及险企的信任度是长险能否促成的重要影响因素，因而更需要代理人参与其中。我国四大险企均凭借人力优势在长险市场中占据重要地位，2020 年合计寿险原保费收入占比达 47%。目前长险在互联网渠道转化率相对较低，互联网与长险融合尚处起步阶段，主因在于代理人这一角色在互联网渠道中的缺位。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 41：2020 年四大险企代理人规模及寿险原保费收入占比

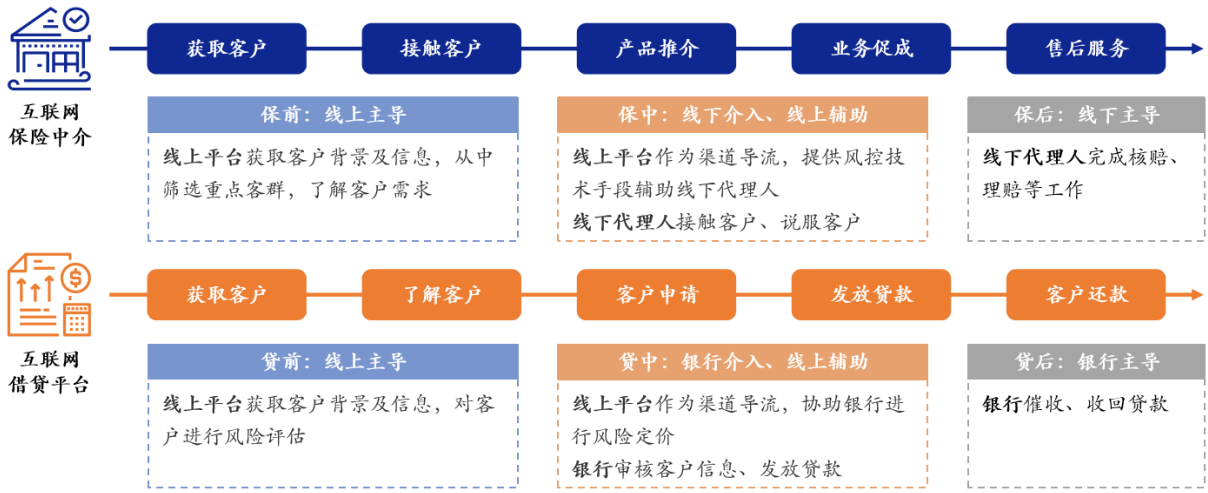


资料来源：银保监会，公司公告，安信证券研究中心

2.6. 未来或将是“线上+线下”相结合模式

线上结合线下，不参与“最后一公里”。基于互联网平台能有效解决获客、触客难题，以及代理人在长险销售中至关重要，我们认为未来或将演变为“线上+线下”相结合的模式。类比互联网借贷，互联网保险中介可以在线上获取客户流量及信息，导流给金融机构，不参与销售的“最后一公里”。这种打法优点在于能够极大提升获客效率及互联网长险转化率；缺点在于代理人培养不易，第三方代理人素质不一、能力有限，中高端客户可能对服务水平一般的代理人产生排斥，客户对大品牌与小品牌的信赖感不一等。

图 42：互联网保险与互联网借贷的共通之处



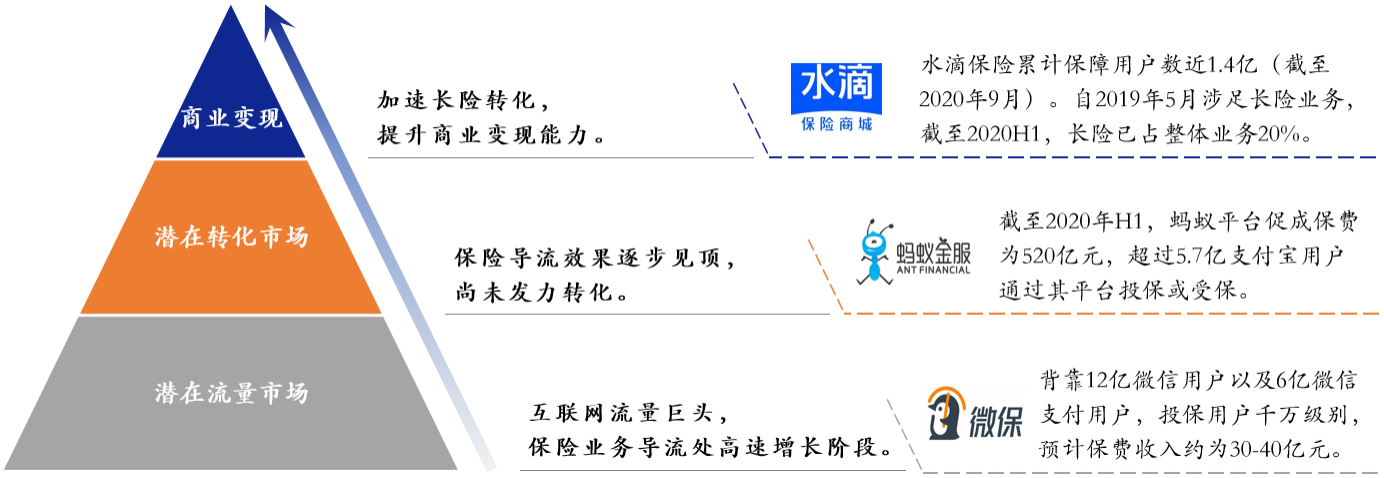
资料来源：安信证券研究中心整理

2.7. 互联网系正处长险转化不同阶段

各互联网巨头处在流量至短险、长险的不同转化阶段。1）水滴率先打造从流量到短险再到长险的转换闭环。水滴保险商城早已实现流量到短险的转化，2020 年月均 FYP 约 12 亿元。2019 年 5 月起涉足长险，2019 年 11 月及 2020 年 6 月长险单月年化保费分别突破 1 亿元/2 亿元。**2）蚂蚁集团加速长险转化。**2020 年疫情以来，相互宝大病互助分摊人数保持 1 亿人左右，近几个月呈单月环比 3%下滑。伴随参与人数见顶，赔付人数增加，导致分摊金额上升。2020 年全年分摊金额为 91 元，相较于百万医疗产品价格吸引力逐步降低。相互宝流量向长险转化则应是下一阶段的核心与重点。**3）腾讯等互联网巨头尚处保险导流起步阶段。**

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 43：互联网保险公司不同发展阶段



资料来源：公司官网，公司公告，安信证券研究中心

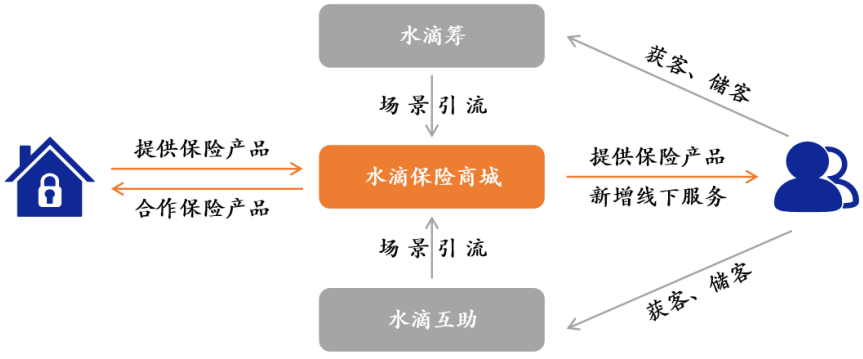
2.7.1. 案例：水滴公司，搭建两大流量池，打造“流量-短险-长险”转换闭环

高质量客流快速积累。水滴通过筹款及互助业务积累高质量流量，快速聚集有效客群。筹款业务经由朋友圈等渠道实现流量裂变式增长；互助业务设置等待期，用户为获得保障必须长期留存，由此构建平台与用户的高度连结。尽管互助业务已于 2021 年 3 月底关停，但两项业务已为水滴积累了大量保险意识较高的客户流量，成为其高效的获客、储客渠道。

客户分层经营，短险销售先行。获客之后，水滴根据其所掌握的用户特征数据，将用户区分为以下几类：赠险用户、网络互助用户、短期险用户和推广获客用户，并进行分层营销。依托流量基础及下沉布局，水滴首先向销售难度较小、与互联网性质更为契合的短险进军。水滴保披露数据显示，截至 2020 年 9 月，水滴平台累计保障用户数近 1.4 亿，76%的用户来自三线及三线以下城市，90%的用户通过水滴保险商城完成个人首次在线投保。

发力长险市场，线下协同线上推动高增长。根据水滴保披露数据，经过约两年的短险销售发展，水滴自 2019 年 5 月起开始试水长险。长险业务开展首月，保费规模仅 600 万元。2019 年 11 月及 2020 年 6 月，当月长险年化保费分别突破 1 亿元/2 亿元，相较首月月度复合增长率分别超过 60%/31%。截至 2020H1，长险业务已占水滴整体业务的 20%左右。能成功打破互联网与长险销售间的“不可能”，除自身流量及场景优势外，还得益于其线下协同线上决策。2020 年，水滴在全国组建上千人的线下代理人团队，赋能长险获客及线下服务，显著拉动长险业绩增长。

图 44：水滴构建“筹款+保险+互助”生态布局



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.7.2. 案例：蚂蚁保险，由短险迈向长险进行时，具备巨大发力空间

雄厚公司实力为保险业务开发奠定基础。蚂蚁集团起步于 2004 年，在短短十余年间搭建了支付、借贷、理财等一系列生态场景。庞大的客户体量和用户数据积累为蚂蚁集团奠定了坚实的流量优势基础，并使得其能够享有更为充分的合作资源，与合作方一同开拓保险业务。截至 2020H1，蚂蚁已与约 90 家保险机构展开合作，为数亿客户提供保险产品及互助项目。

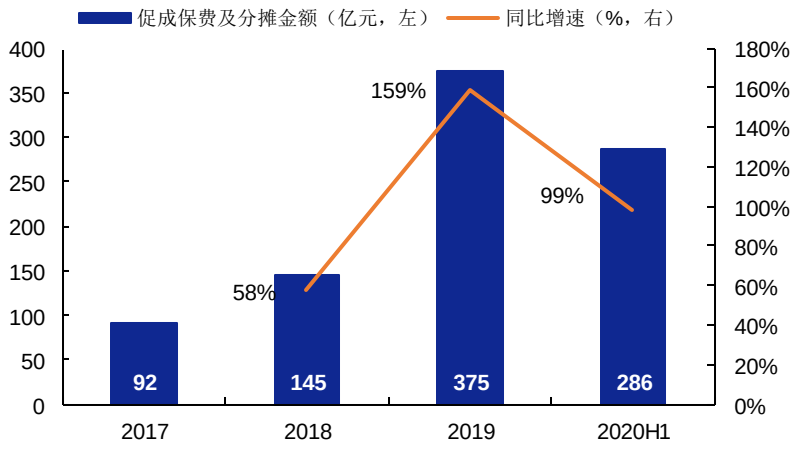
图 45：蚂蚁集团与保险合作伙伴协作示意图



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

客户导流成效显著，产品逐渐由短险向长险升级。凭借流量先发优势，蚂蚁集团在保险业务拓展之路上高歌猛进。蚂蚁与人保合作的好医保自 2018 年 5 月起上线仅两年，用户数突破 3000 万，2018 年 8 月亦合作推出全民保，冲击养老险市场；2019H1 至 2020H1 期间，超过 5.7 亿支付宝用户通过蚂蚁平台投保、受保或参与相互宝，促成保费及分摊金额合计 518 亿元，成为目前国内最大的线上保险服务平台。从早期的退货运费险到近年推出的养老险，蚂蚁正逐步发力由短险向长险渗透，流量与科技支撑将为其带来巨大发力空间。

图 46：蚂蚁集团保险科技平台促成保费规模及分摊金额

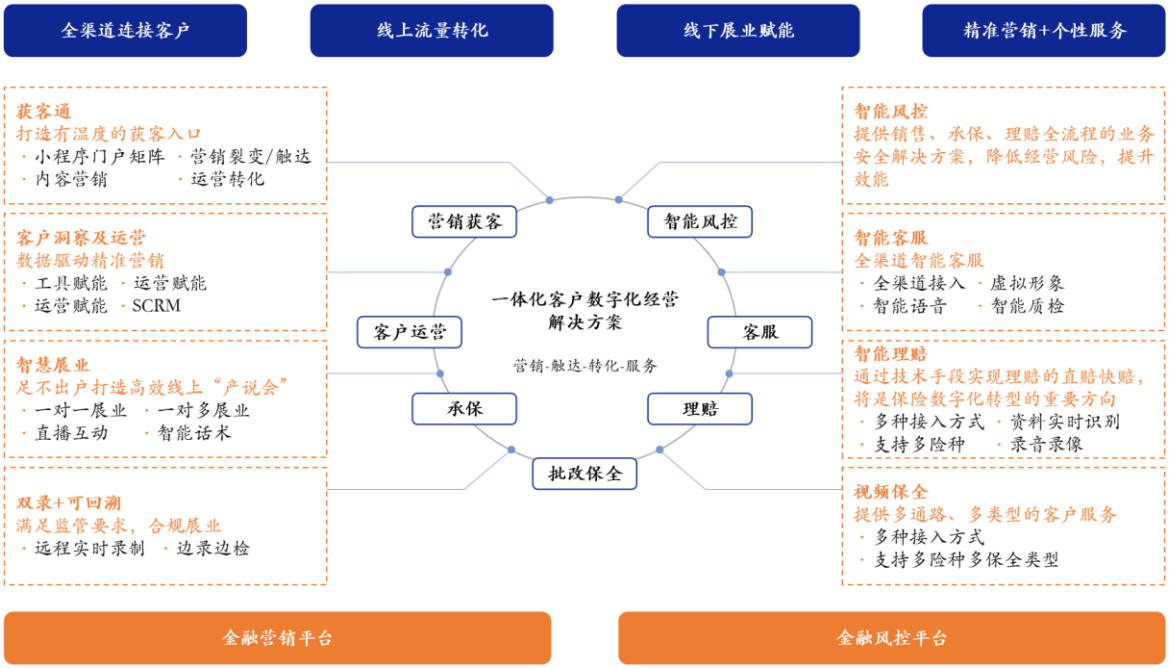


资料来源：公司招股书，公司公告，安信证券研究中心；注：公司披露金额仅精确到亿元，故增速计算可能有一定误差

2.7.3. 案例：腾讯微保，完成初步导流，广阔变现空间待打开

强大生态支持，提供一体化客户数字经营解决方案。腾讯深耕互联网 20 余年，通过 QQ、微信等搭建社交生态，汇集消费者行为、偏好等重要数据。在精准把握客户需求之余，发挥其 C2B 优势，更好对接客户及合作方，打通线上+线下全方位连接，具备在保险业高效应用的潜力，提供包括营销获客、客户运营、承保理赔等在内的一体化客户数字经营解决方案。

图 47：腾讯在保险领域的一体化客户数字经营解决方案



资料来源：腾讯金融研究院，安信证券研究中心

微信巨额流量转化变现空间广阔。根据微保披露数据，腾讯于 2017 年 11 月推出微保，代理车险、健康险、意外险和寿险业务，上线三年注册用户已突破 1 亿人。截至 2020H1，微保累计赔付金额 12.7 亿元，服务客户数突破 8000 万人（2019 年 11 月末仅突破 2500 万人）。尽管发展迅速，但与 2020 年月活已达 12 亿人的微信相比，体量差异悬殊。因而，微保目前仅处于初步导流完成阶段。依托于庞大微信生态，微保仍存在广阔的流量转化和变现空间。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

3. 传统险企的博弈与应对

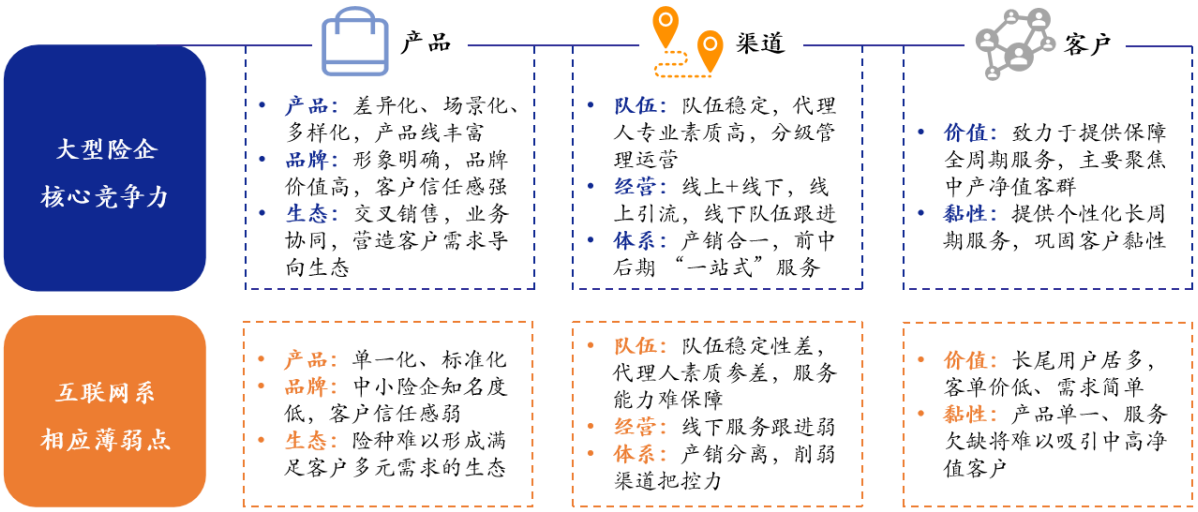
3.1. 险企体量有别，应对之策各异

3.1.1. 大型险企发力改革，中小险企谋求合作

马太效应格局下，传统险企应对之策各异。互联网系的加速渗透对传统险企造成的冲击是全局性的，然而在保险业马太效应加剧的行业格局下，大型险企和中小险企拥有的品牌、产品、渠道、客户等资源底蕴分化巨大，导致二者面对互联网系冲击所作的应对之策不一。具体而言，大型险企凭借自身基础优势，掌握更多应权通变的主动权，能通过改革对互联网系进行抗衡与反击；中小险企受制于自身渠道资源等相对劣势，通过与互联网系的合作纾困解难，以期在竞争激烈的保险红海中突围。

大型险企聚焦三方面发力改革反击。大型险企通过改革进行反击，加速科技赋能保险的运用，构筑长期的核心竞争力壁垒，维持巩固行业领先地位。大型险企相较于互联网系的核心竞争力主要体现在产品、渠道、客户三方面：**1）产品：**差异化、场景化、多样化的产品，客户信任感更强的高价值品牌，交叉销售、业务协同的客户需求导向生态。**2）渠道：**高素质且稳定的代理人队伍，“线上+线下”协同经营，前中后期“一站式”服务体系。**3）客户：**聚焦中产净值客群，个性化全周期服务增强客户粘性。

图 48：大型险企面对互联网系的抗衡优势



资料来源：安信证券研究中心整理

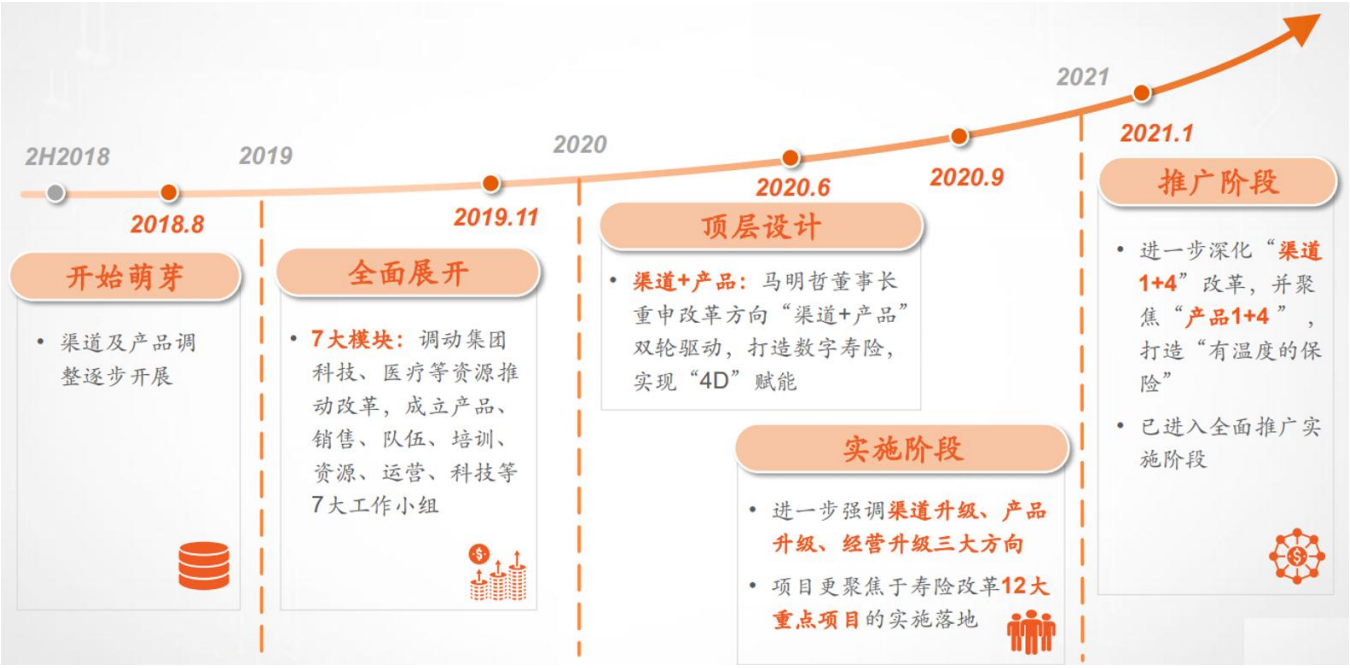
中小险企与互联网系合作，机遇与风险兼具。与互联网系的合作，能为中小险企提供“弯道超车”的破局新机遇，但同时隐含一定路径依赖风险。**1）机遇：**中小险企借力互联网系强大的科技与流量优势，重构“线上+线下”运营模式，实现降本增效，获取更多客户资源和市场份额。**2）风险：**中小险企如果形成对互联网系平台渠道的长期过度依赖，可能面临渠道费用高昂、客户资源管控乏力等诸多风险，品牌知名度低、产品创新活力弱、渠道资源有限等短板将进一步暴露，被迫陷入“受制于人”的路径依赖恶性循环。

3.1.2. 案例：中国平安，寿险改革远行无急步

平安寿险改革聚焦产品、渠道、经营。针对互联网系薄弱点，并结合自身不足之处，平安自2018年下半年起正式启动寿险改革，2019年成立寿险改革领导小组。平安寿险改革从客户需求出发，聚焦渠道、产品、经营三方面升级，致力于打造“有温度的保险”。目前改革正处推广阶段，我们充分看好中长期改革成效充分显现。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 49：平安寿险改革主要时间进程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

产品端：“1+4”改革。其中“1”为 1 人 1 医，“4”为健康、慢病、重疾、养老管理。目前平安已全新构建“臻享 RUN”服务体系，提供多场景健康增值服务，并升级“平安福”等系列产品，开拓中高端市场。从最终目标来看，一方面是针对客户需求提供一站式医疗服务，另一方面是构建覆盖至高客及中产客户的服务体系。

渠道端：“1+4”改革。其中“1”为 1 个评价体系（“三好五星”营业部评价体系），“4”为 4 大改革项目（数字营业部、数字化增员、智慧培训、活动量管理）。渠道端改革着眼于代理人、银保等主要渠道，动态调整代理人基本法，同时通过上线“新版 E 增员”平台、升级实践化培训等方式，持续推动高效经营，为高质量发展奠定基础。

经营端：数据化经营+营销。一方面是数据化经营，以先知、先觉、先行驱动决策，推动精细化管理；另一方面是数据化营销，通过内容、社交、活动、服务等营销方式全面提升客户触达率，从而促成保单销售。

3.2. ACN 模式存在一定借鉴空间

3.2.1. 贝壳开启房产经纪人精细化分工时代

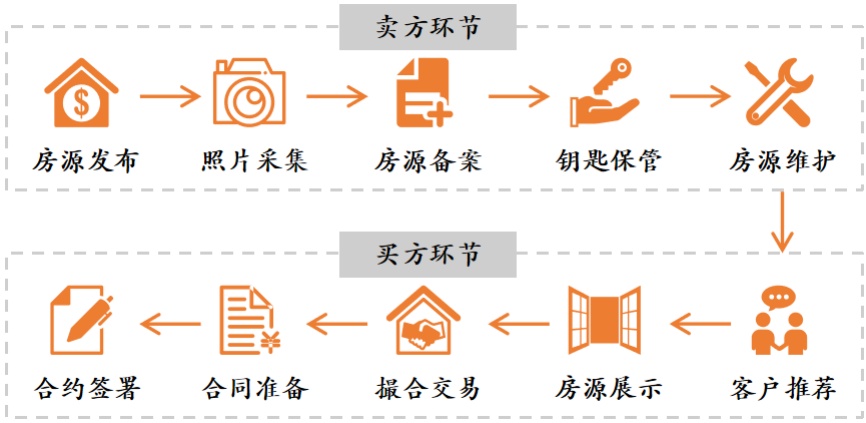
ACN 模式打破经纪人零和博弈局面，重构利益分配机制。贝壳开创 ACN（Agent Cooperate Network，经纪人合作网络）模式，将经纪人从获取房源到签署合约的工作流程拆解为 10 个环节，并确定不同环节的佣金分配比例，使经纪人在任一环节均能获取佣金收入，促成新型合作共赢模式。2020 年，贝壳支付给加盟经纪人的佣金持续走高，并超过支付给自营经纪人的佣金，带动其新房/二手房 GTV 市占率分别达 8%/27%（YoY+2 pct./7 pct.）。

图 50：贝壳房产经纪业务模型



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

图 51：贝壳 ACN 模式将经纪人工作划分为 10 个角色



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

表 5：贝壳利润表部分科目（亿元）

	2017	2018	2019	2020
总收入	255.1	286.5	460.1	704.8
主要成本				
佣金分成：加盟经纪人	9.3	13.9	111.5	248.5
佣金分成：自营经纪人	156.6	157.7	194.4	233.2
门店支出	35.4	34.0	30.8	32.1
毛利	47.7	68.7	112.7	168.6
毛利率	18.7%	24.0%	24.5%	23.9%

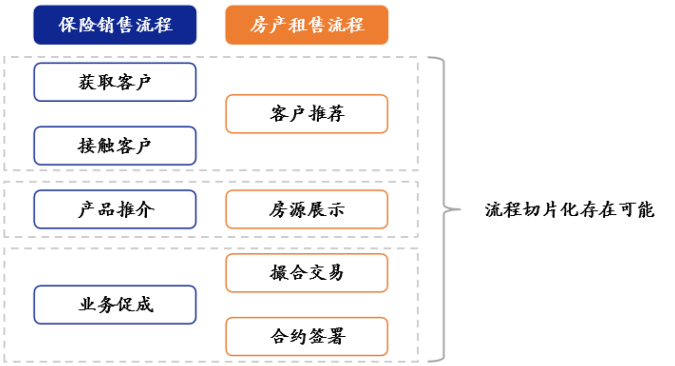
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2.2. ACN 能否成为保险代理人渠道的下一场革命？

ACN 模式在保险行业具备应用可行性。房产经纪与保险代理具备一定相似性：**1）销售流程**可拆分为近似的“获取客户及其需求-推介产品/房源-促成交易”几大环节；**2）客源获取**为销售流程中的核心与痛点所在。这两方面的高度相似使得 ACN 模式在保险行业的应用成为可能。与线上引流解决代理人获客难题这一方式所不同的是，ACN 模式相当于回归线下，以另一角度重新诠释代理人社交半径，凭借佣金激励，由更多的触点带来更多的获客入口。

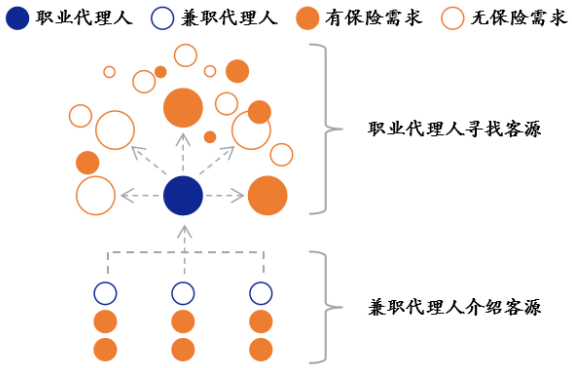
代理人合作网络或将重塑寿险行业。1）兼职引荐客源，提升获客效率。兼职代理人社会化开放，在经营主业之余，基于自身社交网络推荐客源，赚取佣金分成，解决保险业获客难题。**2）业务流程切分，优化客户体验。**兼职代理人推荐熟客、与客户长期保持稳定关系，职业代理人专攻专业环节分别解决客户购买保险尤其是长险时最为关注的信任建立、服务持续、需求定制三大问题。**3）深耕单个环节，进一步切分“最后一公里”。**ACN 模式解决职业代理人获客难题之余，使其得以发挥专业能力，甚至能够专攻产品推介、保单签订、服务跟踪等单一环节。

图 52：保险代理与房产经纪销售流程划分具备一定相似性



资料来源：安信证券研究中心整理

图 53：ACN 模式的引入有助于解决保险行业获客难题



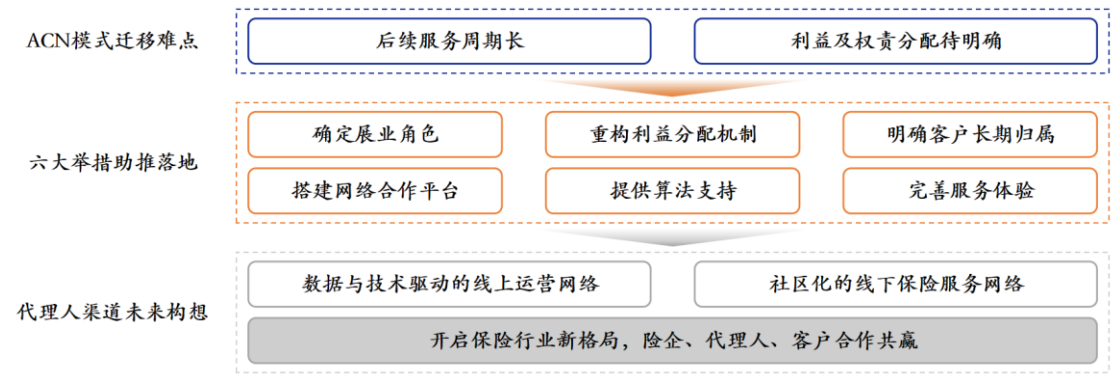
资料来源：安信证券研究中心整理

3.2.3. ACN 在保险行业合理落地仍需进一步考量

ACN 模式迁移至保险行业并非坦途。1）后续服务周期长。不同于房产经纪一经签约后几近完成整个流程，后续服务较少，保险行业（尤其是长险）的后续服务周期甚至可延长至覆盖客户完整生命周期，使得业务流程切分更为复杂。**2）利益及权责分配待明确。**例如，推荐客源的佣金分成在推荐人与被推荐人之间、售后理赔责任在兼职与职业代理人之间的归属。

六大举措推进 ACN 模式在保险行业合理落地。1）确定展业角色，即将保险销售及服务流程精确合理地拆分为客源提供、需求评估、产品匹配、签单协作、条款解释、资料整理、保单签订、后续服务等具体环节。**2）重构利益分配机制，**合理确定各环节佣金比例。**3）明确客户长期归属，**保证客源提供者积极性。**4）搭建网络合作平台，**实现线上与线下协同。**5）提供算法支持，**实现客户需求与代理人专长的精准匹配。**6）完善服务体验，**高效跟进客户售前及售后需求。

图 54：ACN 模式在保险行业的“本土化”迁移



资料来源：安信证券研究中心整理

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

4. 监管约束与海内外创新

4.1. 监管趋严推动行业规范化发展

相关政策陆续出台，互联网保险监管加强。近年来，我国互联网保险业在迎来井喷式发展的同时，也面临着非法经营、产品定价风险、销售误导风险、线下服务能力偏弱、信息安全风险等一系列问题。监管层陆续出台各项管理办法及细则，促进互联网保险业务健康可持续发展。从 2011 年原保监会制定《互联网保险业务监管规定》，到 2020 年末《互联网保险业务监管办法》几经修订后正式出炉，监管体系日趋完善，监管效能也日渐提升。

表 6：互联网保险监管政策不断出台

发布时间	政策文件	主要内容
2011.04	《互联网保险业务监管规定（征求意见稿）》	互联网保险监管**首个纲领性文件**。
2011.09	《保险代理、经纪公司互联网保险业务监管办法（试行）》	明确保险代理、经纪公司开展互联网保险业务的条件、互联网站要求、报告材料、信息披露与展示等**运营规范**。
2015.07	《互联网保险业务监管暂行办法》	从经营条件、经营区域、信息披露、监督管理等方面明确互联网保险业务经营的基本经营规则，标志着我国**互联网保险业务监管制度正式出台**。
2016.10	《互联网保险风险专项整治工作实施方案》	对互联网高现金价值业务、保险机构依托互联网跨界开展业务、非法经营互联网保险业务进行**重点查处和纠正**。
2017.05	《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》	规定保险公司**不得以附加险形式**设计万能型或投资连结型保险产品，万能型、投资连结型保险产品设计应具备提供不定期、不定额追加保费、灵活调整保险金额等功能。
2017.09	《关于在互联网平台购买保险的风险提示》	提醒消费者在互联网平台购买保险时注意产品宣传藏“忽悠”和不法行为“鱼目混珠”这**两类风险**。
2019.04	《关于印发 2019 年保险中介市场乱象整治工作方案的通知》	**重点整治**保险中介市场存在的风险防范意识弱、管控责任落实不到位、与第三方网络平台非法合作等**乱象**，继续压实中介渠道责任，排查中介机构合规性以及强化整治第三方平台。
2020.06	《关于规范互联网保险销售行为可回溯管理的通知》	明确互联网保险销售行为可回溯管理的**定义和范围**，明确销售页面和销售页面管理的定义，对保险机构互联网销售过程管理作出要求，明确可回溯内控管理，明确对融合业务和自助终端业务的管理要求，以及相关法律责任和实施时间。
2020.12	《互联网保险业务监管办法》	厘清互联网保险**业务本质**，规定互联网保险业务经营要求、强化**持牌经营原则**，规范互联网保险营销宣传，全流程规范互联网保险售后服务，按经营主体分类监管，创新完善监管政策和制度措施。

资料来源：银保监会，安信证券研究中心

多家互助关停，短期行业出清，长期需求回流。继 2020 年 9 月百度灯火互助关停之后，美团互助也于 2021 年 1 月被监管以偏离主业、逆选择风险增加为由叫停，而后又有轻松、水滴、悟空、小米等互助平台掀起关停潮。短期来看，互联网巨头较难介入，大型平台受限较多，已获流量且仍存续的中小平台有望受益。长期来看，各巨头规范化经营后仍有机会进入，对大型平台的较高信任度将致使用户回流。

图 55：美团互助被监管叫停



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

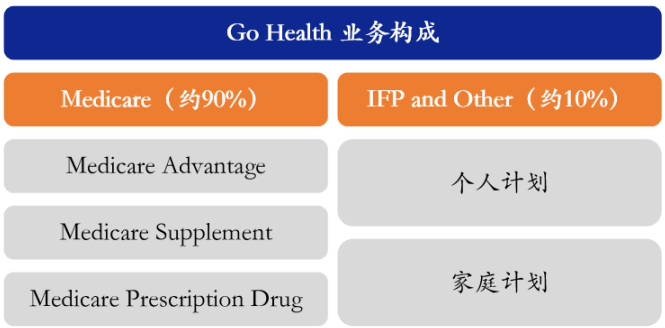
4.2. 海内外险企创新频出，拥抱渠道变革正当时

线上线下相结合，保险业未来已来。展望保险行业未来发展，我们认为可能以线上+线下相结合为主要趋势。纵向遍历我国保险行业渠道变革史，互联网系未停止自下而上渗透的意图与步履，传统险企依据体量不同而各行其道奋起反击。横向放眼海内外，我们关注到以GoHealth、UnitedHealthcare、中国平安等为代表的大型保险企业或保险销售平台，正以技术革新、生态圈建设、资产端重构、线上线下良性互动等诸多方式，迎接保险行业渠道变革浪潮。

4.2.1. 案例：GoHealth，内部渠道突出、技术领先的 B2C 保险中介

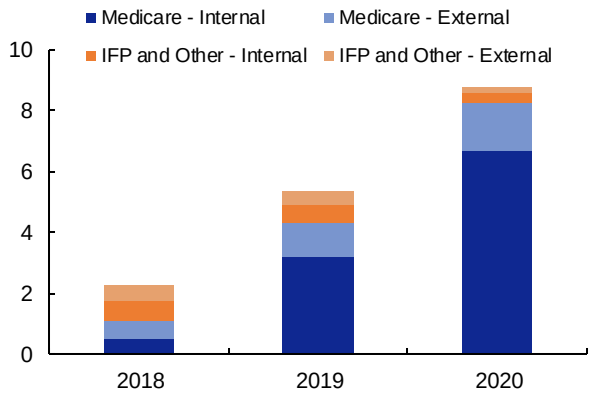
主攻健康险市场，内部渠道贡献较高。GoHealth 是一家领先的在线健康险销售平台，成立于 2001 年，利用其专利技术平台为消费者提供广泛的健康险产品，包括 Medicare Advantage、Medicare Supplement、Medicare Prescription Drug 以及个人和家庭计划等，并允许消费者自由选择。从收入构成来看，Medicare 业务自 2016 年起逐渐成为公司发力重点，2020 年净收入占比已达 94%。从渠道构成来看，内部渠道已逐渐成为主要收入来源，2020 年净收入占比已达 80%。

图 56：GoHealth 业务构成



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 57：GoHealth 各业务净收入（亿美元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

科技赋能获客效率提升，连接 B 端与 C 端。GoHealth 科技赋能全渠道营销，通过搜索引擎、社交媒体等精准投放、高效引流，再通过 LeadScore 技术预测各销售渠道的 LTV 及退保率，采用优先排序等技术为潜在用户匹配最佳产品方案，并由 TeleCare 团队为用户提供远程服务。由此，GoHealth 实现了 LTV 同比改善，且获客效率稳步提升，Medicare 业务内部渠道的 LTV/CAC 由 2018 年的 2.7x 提升至 2019 年的 3.8x，2020 年因加大代理人招聘培训力度而降至 3.0x，但仍保持领先优势。凭借获客优势及 10 余年保险数据支持，GoHealth 高效连接投保人与保险公司，充分整合端到端健康险市场，将为我国互联网保险业提供有益借鉴。

表 7：2020 年 GoHealth 除 Q1 外均实现 LTV 同比增长

LTV	Q1	Q2	Q3	Q4	FY
2019	$860	$873	$939	$1,019	$968
2020	$857	$905	$987	$1,073	$995
同比变动（%）	-0.4%	3.7%	5.1%	5.3%	2.8%

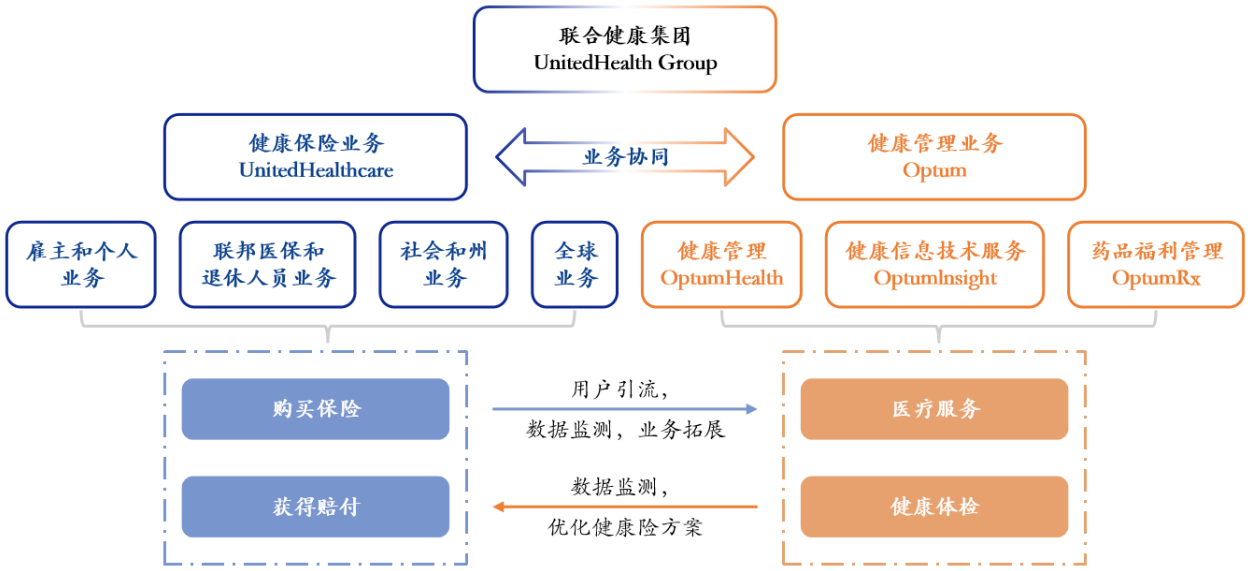
资料来源：公司业绩发布材料，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

4.2.2. 案例：UnitedHealth，保险+健康管理双向协同的商业健康险巨头

两大业务板块架构综合医疗生态圈。UnitedHealth 是美国最大医疗保险集团，在健康保险、健康信息技术、健康管理等领域均领先业界，2020 年集团营收 2571.4 亿美元。业务板块由两大部分构成，双向协同打造综合医疗护理网络：**1）健康保险业务（United Healthcare）：**向全人群提供健康保险和福利服务，包括 HMO、PPO、POS、医疗保险、牙科保健选择等，2020 年对集团营收贡献达 78.1%；**2）健康管理业务（Optum）：**提供药品福利管理和健康数据分析等业务，下设三家子公司，形成健康险业务闭环。

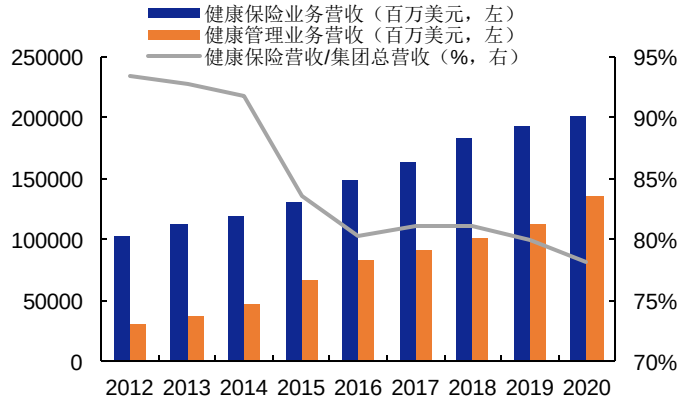
图 58：UnitedHealth 两大业务板块的双向协同



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

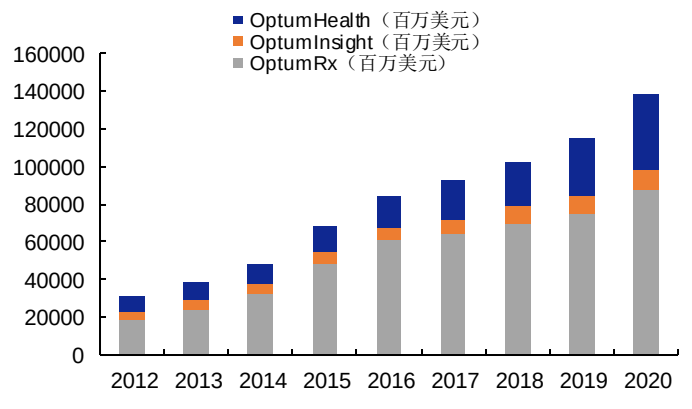
前端导流+后端服务，双向协同赋能业绩高增。健康保险和健康管理两大业务板块相互促进、互为保障，双向协同效应突出。2012-2020 年集团总营收 CAGR 为 11.1%，其中健康保险和健康管理业务分别为 8.7%和 20.6%。分板块来看：**1）健康保险：**作为前端发挥获客作用，为 Optum 相关公司提供客户引流、实现业务拓展。**2）健康管理：**作为后端提供健康、医疗、护理等服务，基于先进科技支持、深厚客户基础、遍布全美的医疗机构和销售网络，一方面赋能健康保险业务服务多样化与数字化升级，另一方面监测医疗行为数据，把控医疗费用、削减赔付成本。从营收拆分来看，三家子公司中 OptumRx 营收占比最高，2020 年达 63.4%。

图 59：健康保险业务为 UnitedHealth 营收主要来源



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 60：UnitedHealth 健康管理营收主要源于 OptumRx



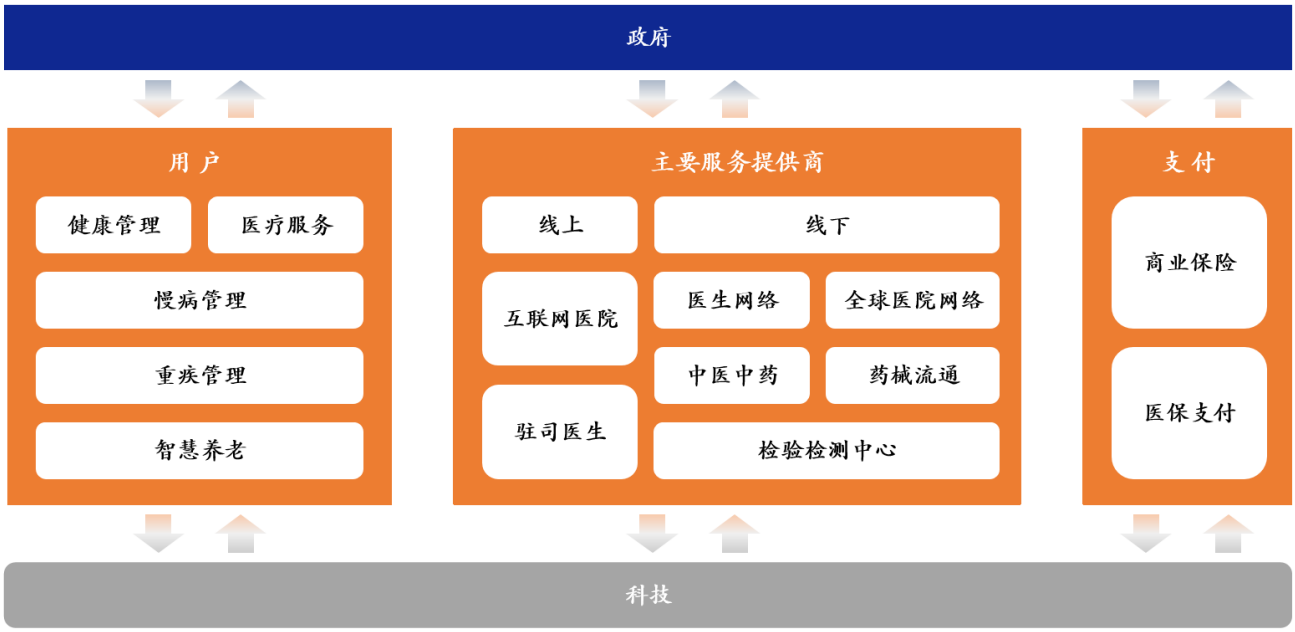
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

4.2.3. 案例：中国平安，医疗生态与金融主业互为赋能的传统险企龙头

医疗生态圈协同显著。平安在医疗健康领域已有 20 余年经验，携旗下平安好医生、平安智慧医疗等 12 个子成员单位构建集团医疗生态圈，协同效应显著。主要有以下三大方面：**1）用户端+服务方+支付端协同，**实现横向打通；**2）政府端+科技端协同，**实现纵向打通；**3）保险+医疗健康协同，**实现主业协同。根据公司数据，每年约有 15%-20%新增金融客户来自医疗生态圈，使用与不使用医疗服务的客户客均金融合同数分别为 3.1 个/2.0 个，客均 AUM 分别为 1 万元/0.56 万元。

图 61：平安医疗生态圈协同



资料来源：公司投资者开放日材料，安信证券研究中心

重资产模式构建竞争壁垒。医院的打通、药械的流通等都需要险企投入大量资金及人力成本，且回报周期较长，这意味着医疗生态圈的建设无疑属于重资产扩张模式，也意味着唯有资金实力雄厚的大型险企方能有余力入场。进入壁垒已然偏高，生态圈建成后险企所能拥有的竞争壁垒也同样高企。正是由于这一拓展路径的重资产特征，一旦平安等大型险企完成医疗生态圈布局，那么互联网系如若试图打通同样环节，则将面临很大的困难。伴随平安相关体系的日益完善，我们看好未来平安医疗生态与金融主业持续互为赋能，重塑保险市场新格局。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

5. 风险提示

- 对于互联网保险中介平台的监管政策趋严。
- 通过互联网销售保险产品行为违规导致市场负面反馈激增。
- 传统寿险公司渠道转型不及预期。
- 互联网流量平台对于保险渗透率增幅放缓。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张经纬声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	钟玲	上海区域销售经理	15900782242	zhongling@essence.com.cn
	赵丽萍	北京区域公募基金销售负责人	15901273188	zhaolp@essence.com.cn
	张莹	北京区域社保保险销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	张秀红	深圳区域销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳区域高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳区域销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	马田田	深圳区域销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn
	聂欣	深圳区域销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳区域销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳区域销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳区域销售经理	0755-88914832	yucong@essence.com.cn
	毛云开	广州区域销售负责人	13560176423	maoyk@essence.com.cn
	赵晓燕	广州区域销售经理	15521251382	zhaoxy@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： **深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层**

邮　编： 518026

上海市

地　址： **上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层**

邮　编： 200080

北京市

地　址： **北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层**

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。