如何看待新形势下财险行业的发展之路？

证券研究报告

2022 年 08 月 23 日

财险行业专题报告

核心结论

车险综改推动行业发展步入新纪元，悄然发生多项变化：1）行业整体承保盈利能力下降，非Top3大型险企受到的影响更大，小型险企承保盈利能力改善；2）盈利结构变化，税前利润中投资贡献占比显著提升；3）行业分段式规模效应持续显现，大型及小型险企呈现明显规模经济，中型险企呈弱规模经济/规模不经济，理论上来讲，小型险企的盈利机会仍存。

现状：1）车险：近期件均保费稳中有升，行业集中度持续增强，或预示车险行业步入综改后的相对稳定期；**2）非车险：**车险综改影响外溢+险企调整业务结构双重作用下，行业集中度下降，市场竞争仍相对激烈。

展望：1）车险：头部险企优势有望进一步凸显，受监管在部分地区限增速、限份额的影响，预计头部机构将进一步聚焦优质业务；坚持持续经营、精细化经营、打造相对优势、深度把握车险业务价值链的中小型险企或能突出重围。**2）非车险：**仍处于发展期，行业集中度及确定性相较于车险业务更弱，多元化需求有望促进百花齐放，或将催生小而美的特色公司。

他山之石：美国财险行业集中度低，市场化竞争推动财险公司实现差异化、特色化发展。根据NAIC披露，2021年美国财险公司保费收入CR3/CR5/CR10分别为21.3%/31.4%/47.4%，与我国三巨头占比超六成的格局相比，集中度明显更低。我们选取两家特色险企——前进保险、伯克希尔哈撒韦为例分析：**1）前进保险：**坚持盈利导向，保持综合成本率在96%以内的基础上持续提升保费收入，通过精细化经营深耕交叉销售，实现业务持续增长，2021年税前利润中承保利润占比达49.53%；**2）伯克希尔哈撒韦：**通过GEICO、BHPG及BHRG经营保险及再保险业务。2021年公司直接承保保费收入516亿美元，市占率为6.44%，位居全美第二。投资收益占归母净利润比重保持高位，2021年保险业务归母净利润中投资收益占比达86.8%。

中国财险：资产负债双优，ROE及盈利结构改善有望推动估值提升。受益于行业高景气度，年初以来中国财险保费收入实现稳健增长，非车业务表现为承保盈利能力的关键影响因素。公司多措并举，预计承保盈利能力有望明显改善：1）优化业务结构，压降高风险业务，1-7月法人业务核心险种企财险、责任险、货运险保费增速显著低于非车业务整体水平；2）强化风控及费用管控。参考前进保险及伯克希尔哈撒韦PB估值表现，对比发现盈利结构及PB-ROE关联度存在显著差异，承保利润占税前利润比重提升或有望助力估值提升。公司资产负债双向改善，有望撬动ROE水平、优化盈利结构，预计将对估值形成支撑。

风险提示：利率风险、市场风险、信用风险、疫情反复。

行业评级	超配
前次评级	超配
评级变动	维持

近一年行业走势



相对表现	1 个月	3 个月	12 个月
保险	-4.37	-4.61	-21.13
沪深 300	-1.34	3.14	-13.53

分析师

罗钻辉 S0800521080005

luozuanhui@research.xbmail.com.cn

联系人

孙冀齐

13162770049

sunjiqi@research.xbmail.com.cn

相关研究

保险：财险业务高景气度延续，增员难或影响寿险产品结构—保险行业 7 月数据点评 2022-08-14

保险：内控外防双管齐下，促进保险资管业高质量发展—关于《保险资产管理公司管理规定》的点评 2022-08-06

保险：信息披露涉及产品及内容双扩容，助力提升保险销售透明度—关于《人身保险产品信息披露管理办法（征求意见稿）》的点评 2022-08-03

索引

内容目录

一、综改后各类险企表现分化.....5
1.1 车险综改后，行业呈现三大变化.....5
1.1.1 承保盈利能力下降，非 Top3 大型险企受到的冲击更大.....5
1.1.2 盈利结构变化，投资表现成为险企业绩的主要影响因素.....7
1.1.3 行业分段式规模效应持续显现，理论上来讲小型险企盈利机会仍存.....10
1.2 当前进展：财险行业转型处于何种阶段？.....12
1.3 展望：预计车险将保持较高集中度，非车行业有望迎来百花齐放.....14
1.3.1 车险：预计市场集中度增强态势将持续，少数中小险企或可通过深耕细分领域实现破局.....14
1）经验参考：海外市场化竞争催生“小而美”的特色财险公司.....14
2）行业步入发展新阶段，深度把握车险价值链的中小型险企或能突出重围.....15
1.2.2 非车业务：处于发展成长期，关注个人业务放量.....16
二、他山之石：市场化竞争催生深耕细分领域的特色险企.....17
2.1 美国财险市场结构：集中度低，催生“小而美”的专营公司.....17
2.1.1 承保驱动型公司：美国前进保险.....19
2.1.2 投资驱动型公司：伯克希尔哈撒韦.....21
三、中国财险：资产负债双向改善，盈利水平及结构有望双优.....24
3.1 承保盈利能力：重点关注非车业务的盈利能力.....24
3.1.1 非车业务：法人业务决定承保盈利下限，个人业务决定承保盈利上限.....24
1）政府业务：规模大、占比高，以收支平衡为经营导向.....24
2）法人业务：优化业务结构，主动压降高风险、高赔付业务.....25
3）个人业务：增长快、质量优，下阶段业务的重点发展方向.....26
3.1.2 车险业务：新车及续保双向改善，助力盈利能力提升.....26
3.2 长期展望：预计中国财险龙头优势将持续显现.....26
3.3 估值表现：ROE 提升及盈利结构优化有望共同驱动公司估值提升.....27
四、风险提示.....29

图表目录

图 1：行业承保盈利能力持续下探.....5
图 2：实现承保盈利的险企占比及盈利能力呈现先降后升态势.....5
图 3：大型险企中 Top3 及除 Top3 外其他险企承保利润（亿元）.....6
图 4：大型险企中 Top3 及除 Top3 外其他险企综合成本率.....6
图 5：综改后各类险企均出现合计承保利润（亿元）为负的现象.....7

图 6：综改后各类险企综合成本率表现分化.....7
图 7：综改后各类险企已赚保费增速分化.....7
图 8：三大头部险企 2019-2021 年综合成本率均低于 100%.....7
图 9：财险行业盈利模式.....8
图 10：中国财险税前利润总额结构.....8
图 11：平安财险税前利润结构.....8
图 12：太保财险税前利润结构.....8
图 13：财险公司整体税前利润结构.....9
图 14：承保盈利公司的税前利润结构.....9
图 15：大型险企税前利润结构（亿元）.....10
图 16：大中型财险公司税前利润结构（亿元）.....10
图 17：中小型财险公司税前利润结构（亿元）.....10
图 18：小型财险公司税前利润结构（亿元）.....10
图 19：综改前（2019 年）财险公司规模效应分析.....11
图 20：综改中（2020 年）财险公司规模效应分析.....11
图 21：综改后（2021 年）财险公司规模效应分析.....12
图 22：车险月度件均保费、件均保额及保险金额/保费收入变化.....13
图 23：车险年度件均保费、件均保额及保险金额/保费收入变化.....13
图 24：综改后车险保费 CR3 明显提升.....13
图 25：三大头部险企车险市占率持续提升.....13
图 26：综改后非车险保费 CR3 出现下降.....14
图 27：三大头部险企非车险市占率有升有降.....14
图 28：Auto & General 保费收入及市占率.....15
图 29：YOUI 保费收入及市占率.....15
图 30：Auto&General 及 YOUI 综合成本率（%）表现.....15
图 31：Auto & General、YOUI 综合成本率优于头部机构.....15
图 32：财险行业非车险保费收入（亿元）及同比.....17
图 33：财险行业非车业务各险种保费贡献占比.....17
图 34：美国财险行业保费收入（亿美元）、综合成本率、综合赔付率及综合费用率表现.....18
图 35：美国财险市场集中度相对较低.....19
图 36：美国前五大财险公司市占率情况.....19
图 37：2021 年美国保费 Top5 财险公司市占率及主营业务.....19
图 38：2021 年中国保费 Top5 财险公司市占率及主营业务.....19
图 39：前进保险公司保费收入及同比.....20
图 40：前进保险净利润（百万美元）及同比.....20
图 41：前进保险综合成本率表现.....20
图 42：前进保险保费收入渠道结构.....20
图 43：前进保险承保利润及同比.....21
图 44：前进保险投资收益及同比.....21

图 45：伯克希尔哈撒韦营收（亿美元）及同比增速.....22
图 46：伯克希尔哈撒韦净利润（亿美元）及同比增速.....22
图 47：伯克希尔哈撒韦收入结构.....22
图 48：伯克希尔哈撒韦利润结构.....22
图 49：伯克希尔哈撒韦保险业务营收（亿美元）及同比增速.....23
图 50： GEICO 综合成本率.....23
图 51：BHPG 综合成本率表现.....23
图 52：伯克希尔哈撒韦保险业务归母净利润结构（亿美元）.....23
图 53： 三大渠道非车险保费收入（亿元）及同比.....24
图 54：按三大渠道口径统计，非车险保费收入结构.....24
图 55：政府业务保费收入情况及同比表现.....25
图 56：政府业务保费收入结构.....25
图 57：法人业务收入保费收入（亿元）及结构.....25
图 58：法人业务收入保费收入及结构.....25
图 59：中国财险非车险累计保费收入同比表现.....26
图 60：中国财险单月保费收入同比表现.....26
图 61：个人业务保费收入及同比.....26
图 62：个人业务收入结构.....26
图 63：伯克希尔哈撒韦归母净利润主要由投资贡献.....27
图 64：伯克希尔哈撒韦的 P/B 估值持续低于 1.....27
图 65：前进保险税前利润结构.....28
图 66：前进保险 PB 及 ROE 呈现正相关.....28
图 67：美国头部保险公司 PB 表现.....28
图 68：伯克希尔与头部资管公司 PB 关联度更高.....28
图 69： 中国财险税前利润结构.....29
图 70：中国财险 PB 与 ROE 呈现较强的正相关性.....29

一、综改后各类险企表现分化

1.1 车险综改后，行业呈现三大变化

车险综合改革推动行业发展步入新纪元。在车险业务降保费、增保额、提质量的发展趋势下，综改后除车险保费收入下降、赔付率提升及车险综改外溢致使非车业务竞争加剧等直接影响外，**行业悄然发生多项变化：1）整体承保盈利能力下降，非 Top3 大型险企受到的影响更大，小型险企承保盈利能力改善；2）盈利结构出现变化，投资表现扮演更为重要的角色；3）行业分段式规模效应持续显现，理论上来讲，小型险企盈利机会仍存。**

1.1.1 承保盈利能力下降，非Top3大型险企受到的冲击更大

基于数据的可得性，我们选取 73 家财险公司综改前（2019 年）、综改中（2020 年）、综改后（2021 年）的经营情况进行对比。

整体来看，车险综改的影响较为显著：

1)承保亏损规模持续提升:2021 年样本公司合计实现承保利润-93.1 亿元，较综改前（2019 年为-6.5 亿元）、综改中（2020 年为-59.8 亿元）亏损幅度分别拉大 86.6 亿元/33.2 亿元。

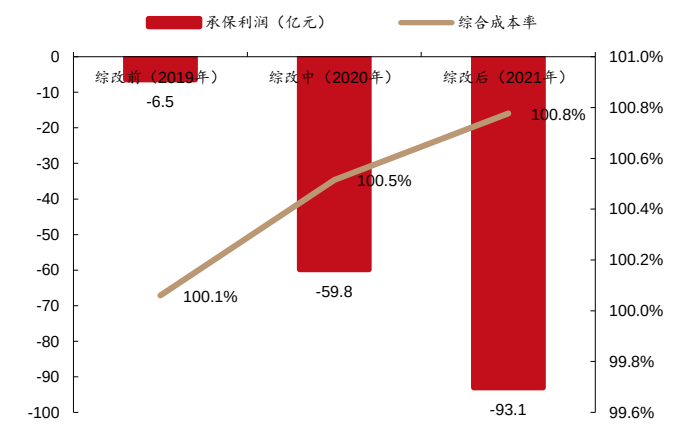
2）承保盈利能力下降：2021 年样本公司整体的综合成本率（使用 1-合计承保利润/合计已赚保费测算）达 100.8%，较综改前（2019 年）、综改中（2020 年）水平+0.7pct/+0.3pct。

按照承保盈利与否分类，分析发现：

1）实现承保盈利的险企数目占比先降后升，综合成本率先升后降。按照承保盈利口径分类，我们选取的 73 家样本财险公司综改前、综改中、综改后实现承保盈利的险企数目为 20 家、17 家、18 家，占样本比重分别为 27.4%、23.3%、24.7%；承保盈利企业合计承保利润达 177.8 / 110.2 / 122.8 亿元，对应综合成本率分别为 97.7% / 98.7% / 98.5%。

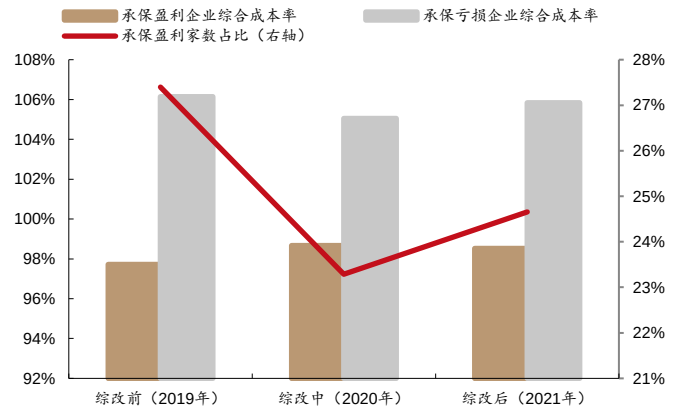
2）承保亏损企业承保亏损规模及综合成本率呈现先降后升态势。2019 - 2021 年承保亏损险企合计承保利润分别达-184.3 / -170.0 / -215.8 亿元，综合成本率分别达 106.1% / 105.0% / 105.8%，值得注意的是，出现承保亏损的险企 2021 年综合成本率水平优于综改前（2019 年）水平，其中原因或为成本压力下险企选择优化业务结构，在定价及赔付管控方面趋于理性。

图 1：行业承保盈利能力持续下探



资料来源：wind、公司公告，西部证券研发中心，根据数据可得性样本选取 73 家财险公司

图 2：实现承保盈利的险企占比及盈利能力呈现先降后升态势



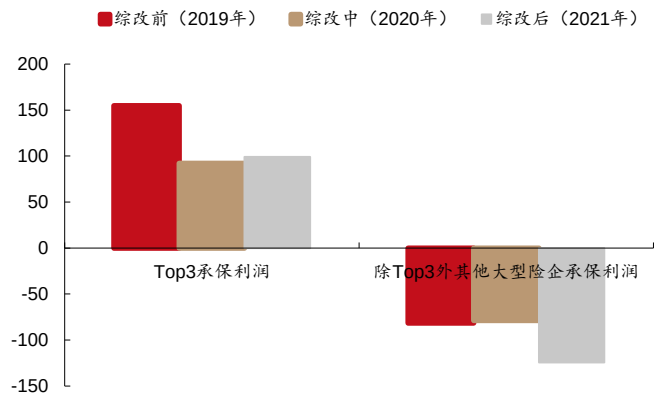
资料来源：wind、公司公告，西部证券研发中心，根据数据可得性样本选取 73 家财险公司

按照险企规模分类，分析发现：

综改后大型险企合计承保利润转负，小型险企承保盈利能力持续改善。为确保样本的可比性，我们根据综改前已赚保费规模将财险公司分为 4 类：大型险企（已赚保费大于等于 100 亿元）、大中型险企（已赚保费大于等于 30 亿元、小于 100 亿元）、中小型险企（已赚保费大于等于 10 亿元、小于 30 亿元）、小型险企（已赚保费小于 10 亿元）。

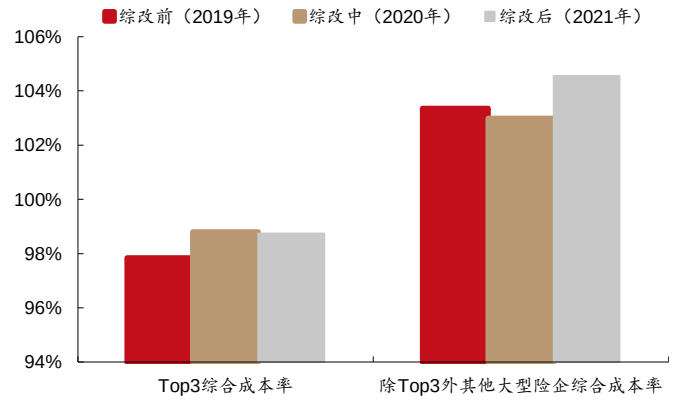
1）大型险企（共 11 家）：综改后累计承保盈利由正转负，三大头部险企及其他大型险企表现分化。2019-2021 年大型险企承保利润分别为 73.2 / 13.3 / -25.3 亿元，对应综合成本率分别为 99.2% / 99.9% / 100.2%，综改后大型险企承保利润转负。其中，三大头部险企人保财、平安财及太保财展现较强成本管控能力，实现持续承保盈利，2021 年合计承保利润达 99.2 亿元，yoy+7.7%，综合成本率为 98.7%，yoy-0.1pct。其余 8 家大型险企中，除众安 2021 年实现承保盈利外，均呈承保亏损态势，且综改后综合成本率普遍提升；2021 年非 Top3 大型险企合计出现承保亏损 124 亿元，yoy+58.9%，综合成本率 yoy+1.6pct 至 104.6%。

图 3：大型险企中 Top3 及除 Top3 外其他险企承保利润（亿元）



资料来源：wind、公司公告，西部证券研发中心

图 4：大型险企中 Top3 及除 Top3 外其他险企综合成本率



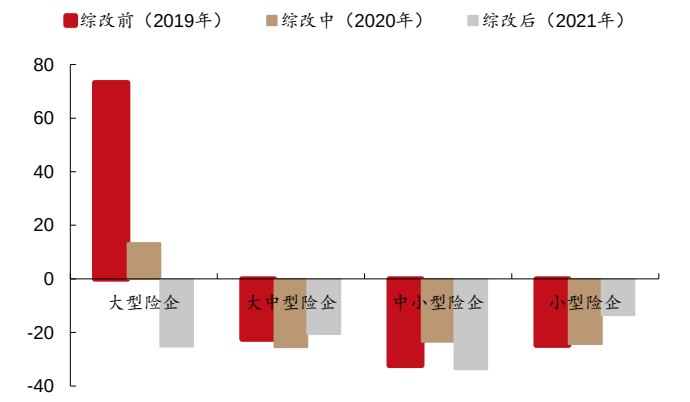
资料来源：wind、公司公告，西部证券研发中心

ii）大中型险企（共 15 家）：承保亏损规模、综合成本率先升后降。2019-2021 年大中型险企合计承保利润分别为-22.5/-25.5/-20.5 亿元，综合成本率分别为 103.2% / 103.3% / 102.5%；综改后险企综合成本率优于综改前水平，主因在于费用率较综改前实现下降。

iii）中小型险企（共 19 家）：承保亏损规模、综合成本率先降后升。2019-2021 年中小型险企合计承保利润分别达-32.3 / -23.4 / -33.7 亿元，综合成本率分别为 109.3% / 106.0% / 108.2%。综改后险企综合成本率优于综改前水平，主因在于费用率较综改前改善。

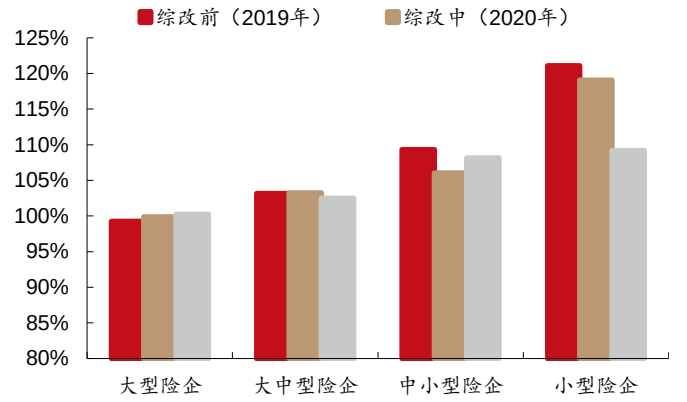
iv）小型险企（共 28 家）：承保亏损收窄，综合成本率持续优化。2019-2021 年小型险企合计承保利润分别达-24.8/-24.3/-13.5 亿元，综合成本率分别为 121.1%、119.1%、109.2%。已赚保费规模持续提升，综改后显著增速优于其他三类险企，2020 年、2021 年同比增速分别达 8.0%、15.9%；其中原因或为此类险企保费收入中车险占比低于头部机构（或无车险业务），受车险降费影响相对有限；同时，受益于业务规模较小，经营更为灵活；已赚保费收入提升带来的规模效应及行业格局变化或引导公司管理层经营更为理性，综改后小型险企综合成本率持续优化。

图 5：综改后各类险企均出现合计承保利润（亿元）为负的现象



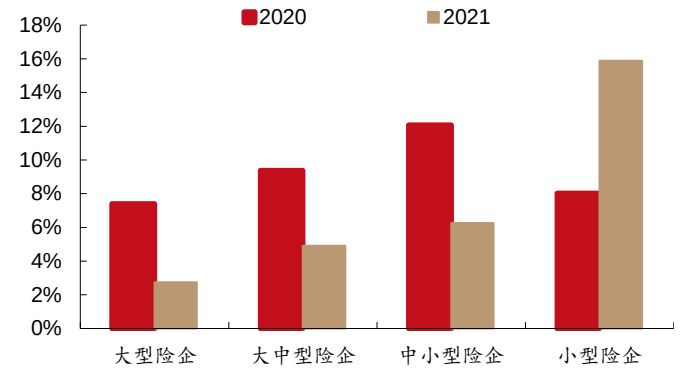
资料来源：wind、公司公告，西部证券研发中心

图 6：综改后各类险企综合成本率表现分化



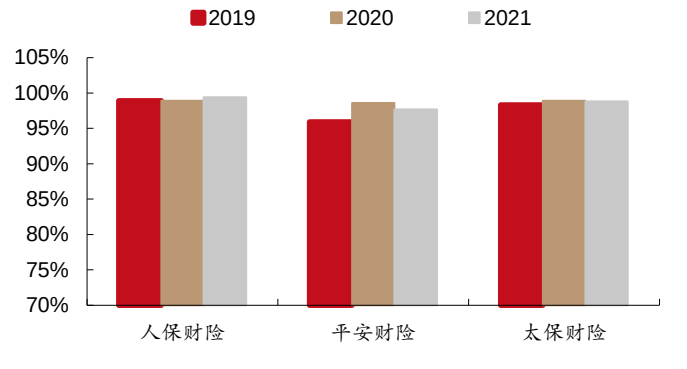
资料来源：wind、公司公告，西部证券研发中心

图 7：综改后各类险企已赚保费增速分化



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 8：三大头部险企 2019-2021 年综合成本率均低于 100%



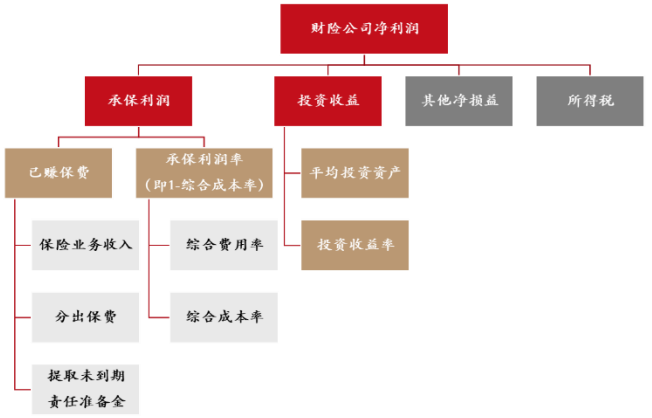
资料来源：wind，西部证券研发中心

1.1.2 盈利结构变化，投资表现成为险企业绩的主要影响因素

财险公司的盈利模式较为清晰，主要依靠承保盈利能力及投资能力双轮驱动。细分来看，财险公司的净利润由承保利润、投资收益、其他净损益及所得税四部分构成，其中承保利润及投资收益为公司利润的主要来源，承保利润可拆分为已赚保费*承保利润率（即 1-综合成本率），投资收益涵盖利息、股息和租金收入、已实现及未实现的投资净收益、投资费用、受保人储金型存款利息、汇兑收益净额、其他收入净额、财务费用、应占联营及合营公司收益，其他净损益=税前利润总额-承保利润-投资收益。

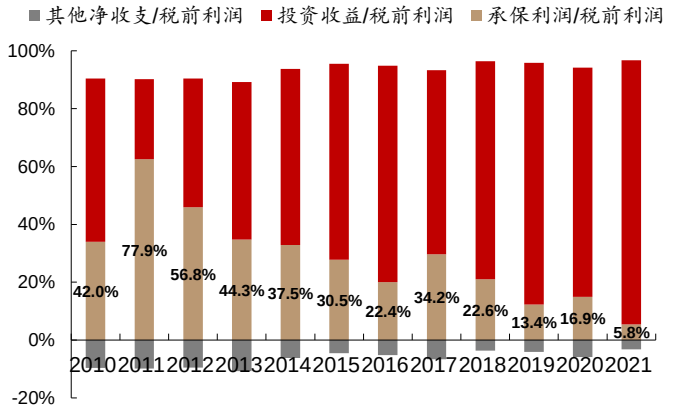
以三大头部险企为例分析发现，险企税前利润结构明显分化。2021 年中国财险、平安财险及太保财险税前利润中已赚保费贡献占比分别为 5.8%、26.6%、15.8%，同比-11.1pct、+15.3pct、-1.7pct，较综改前水平（2019 年）出现不同程度的下滑（分别-7.6pct / -10.2pct / -13.2pct）。细分来看，税前利润结构影响因素呈现多元化、个体化态势。其中，中国财险 2021 年承保利润承压（yoy-63.6%，法人业务拖累）、投资端表现亮眼（yoy+14.8%）致使承保利润贡献占比显著下降；平安财险投资表现欠佳（yoy-14.4%），但承保盈利能力实现高增（yoy+128.8%），税前利润中承保利润贡献占比显著提升；太保财投资收益增速（yoy+18.1%）高于承保利润增速（yoy+5.8%），致使承保利润贡献占比略降。

图 9：财险行业盈利模式



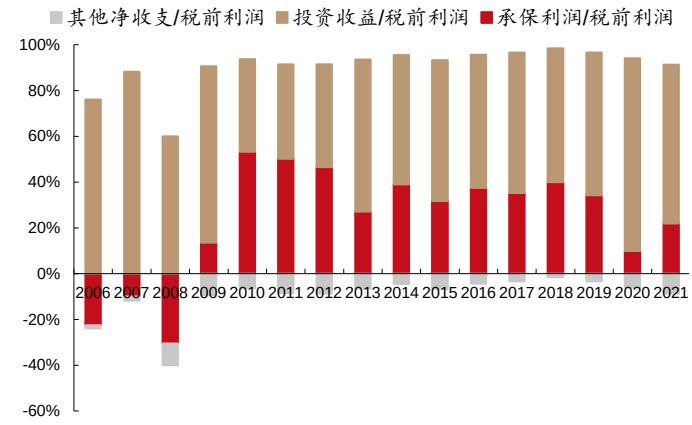
资料来源：西部证券研发中心

图 10：中国财险税前利润总额结构



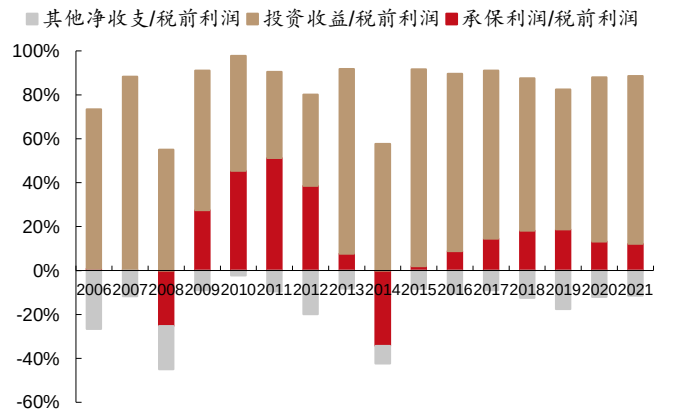
资料来源：公司公告，西部证券研发中心，其中投资收益涵盖利息、股息和租金收入、已实现及未实现的投资净收益、投资费用、受保人储金型存款利息、汇兑收益净额、其他收入净额、财务费用、应占联营及合营公司收益，其他净收支=税前利润总额-承保利润-投资收益

图 11：平安财险税前利润结构



资料来源：公司公告，西部证券研发中心；其中投资收益涵盖投资净收益、公允价值变动净收益、汇兑净收益及其他业务收入，其他净收支=税前利润总额-承保利润-投资收益

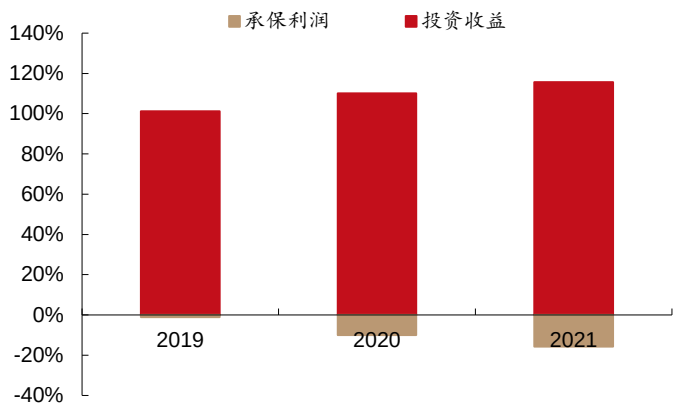
图 12：太保财险税前利润结构



资料来源：公司公告，西部证券研发中心；其中投资收益涵盖投资净收益、公允价值变动净收益、汇兑净收益及其他业务收入，其他净收支=税前利润总额-承保利润-投资收益

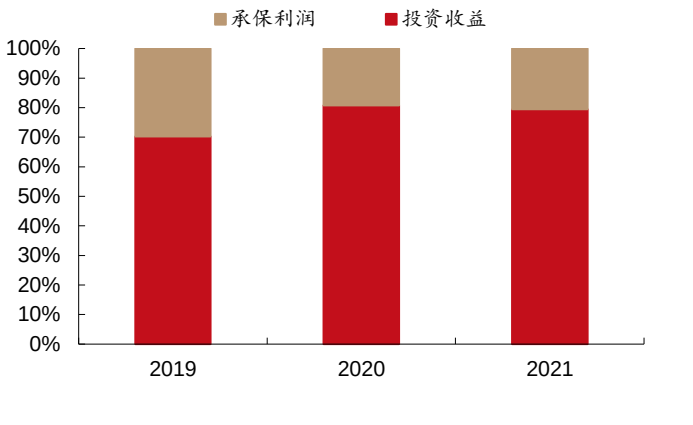
行业整体方面，投资表现的重要性愈发凸显。我们将投资收益简化为税前利润-承保利润，分析选取的 73 家样本公司表现发现，随着综改推进，承保利润对于财险公司税前利润的拖累加剧，2019-2021 年承保利润占税前利润的比重分别为-1.1% / -10.0% / -15.7%，投资收益的重要性持续凸显，是支撑整体税前利润的核心驱动因素。

图 13：财险公司整体税前利润结构



资料来源：wind、公司公告，西部证券研发中心

图 14：承保盈利公司的税前利润结构



资料来源：wind、公司公告，西部证券研发中心

按照承保盈利与否分类：

1）承保盈利险企承保利润占税前利润的比重先降后升。综改前、综改中、综改后承保盈利企业分别实现税前利润 598.37 亿元 / 569.28 亿元 / 596.12 亿元，承保利润占税前利润的比重分别为 29.7% / 19.3% / 20.6%，主要受综合成本率变化影响（综合成本率分别达 106.1% / 105.0% / 105.8%）。

2）承保亏损公司整体业绩先盈后亏，承保亏损的绝对值与投资收益规模相当。2019-2021 年承保亏损公司分别实现税前利润-9.21 亿元/ 26.53 亿元/-1.90 亿元，承保利润占比分别为 2001% / -641% / 11389%。其中，2020 年受益于承保盈利能力改善（综合成本率 yoy-1.1pct 至 105.0%）及投资表现同比提升（yoy+12.2%），承保亏损企业税前利润转正；2021 年综合成本率上升（yoy+0.8pct）及投资收益增速放缓（yoy+8.9%）致使税前利润转负。

按照已赚保费规模分类（分类标准参考 1.1.1）：

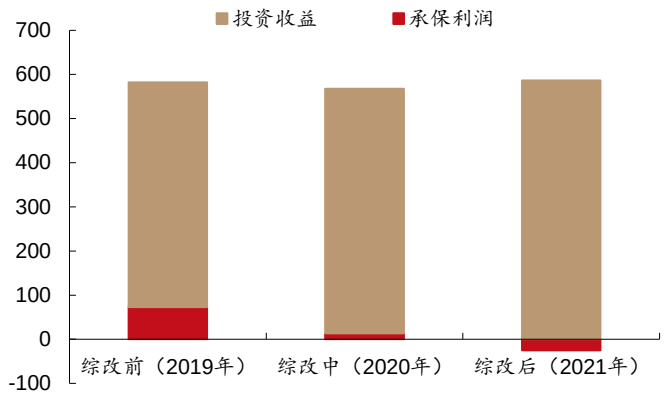
1）大型险企：综改后承保利润转负拖累税前利润。2019-2021 年大型险企分别实现税前利润 582.3 亿元、567.4 亿元、561.3 亿元，受承保利润下降拖累，税前利润稳中略降。结构方面，税前利润中投资收益贡献占比分别为 87.4%、97.6%、104.5%，投资能力的重要性进一步凸显。

2）大中型公司：承保利润及投资收益交替驱动税前利润稳步提升。2019-2021 年大中型险企分别实现税前利润 20.1 亿元、31.0 亿元、33.1 亿元。承保利润持续下探的情况下，2020 年税前利润提升主要受投资收益同比高增驱动（yoy+32.4%）；2021 年投资收益同比-5.0%，税前利润提升受承保亏损规模下降（yoy-19.3%）驱动。

3）中小型公司：税前利润先正后负。2019-2021 年中小型险企分别实现税前利润-10.3 亿元、2.7 亿元、-5.9 亿元。受益于资产（yoy+18.5%）、负债（亏收窄 27.5%）双向改善，2020 年中小型险企实现承保盈利；2021 年承保盈利大幅承压（亏损规模 yoy+43.9%）拖累税前利润转负。

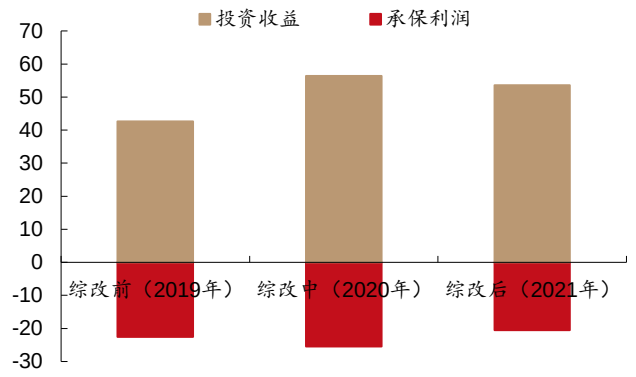
4）小型公司：综改后税前利润由负转正。2019-2021 年小型险企分别实现税前利润-2.9 亿元、-5.2 亿元、5.8 亿元，承保亏损持续收窄是利润转正的主要驱动因素。其中 2021 年承保亏损大幅下降 44.3%（投资收益 yoy+1.3%）助力税前利润转正。我们认为，小型险企业务规模小，部分险企并不经营车险业务，经营策略调整的灵活性更强，综改后盈利能力实现显著改善。

图 15：大型险企税前利润结构（亿元）



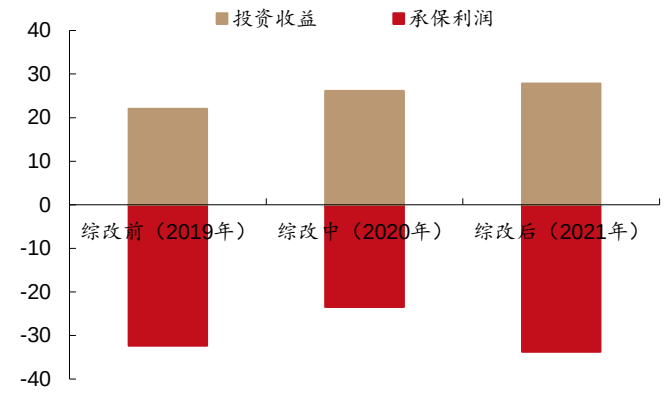
资料来源：wind、公司公告，西部证券研发中心

图 16：大中型财险公司税前利润结构（亿元）



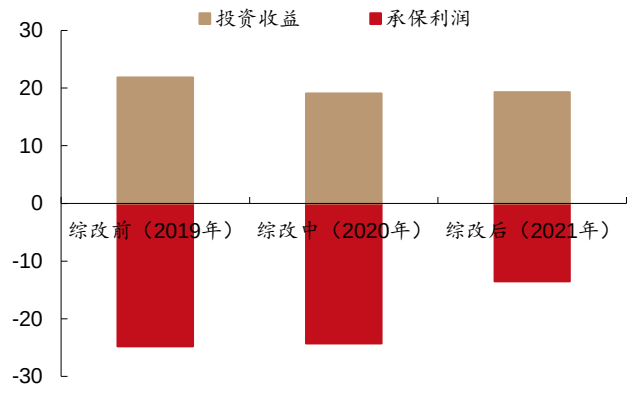
资料来源：wind、公司公告，西部证券研发中心

图 17：中小型财险公司税前利润结构（亿元）



资料来源：wind、公司公告，西部证券研发中心

图 18：小型财险公司税前利润结构（亿元）



资料来源：wind、公司公告，西部证券研发中心

1.1.3 行业分段式规模效应持续显现，理论上来讲小型险企盈利机会仍存

行业分段式规模效应持续显现。考虑到财险公司在不同发展阶段面临的市场竞争及经营可能存在差异，参考已赚保费规模分为大型险企、大中型险企、中小型险企及小型险企 4 类，对比分析综改前（2019 年）、综改中（2020 年）、综改后（2021 年）各类公司规模效应情况发现，综改前后各类公司规律相对一致，**即大型险企及小型险企呈现明显的规模经济，综改后大中型公司呈现弱规模经济，中小型险企无明显规模经济现象，即大型险企（受益于良好的成本管控能力）、小型险企（受益于固定成本摊薄）实现承保盈利的可能性更大，中型公司规模效应不显著的主因可能是在一定规模基础上实现保费增长的边际成本增加，同时对业务质量难以实现较为有效的管控，致使综合成本率承压。**细分来看：

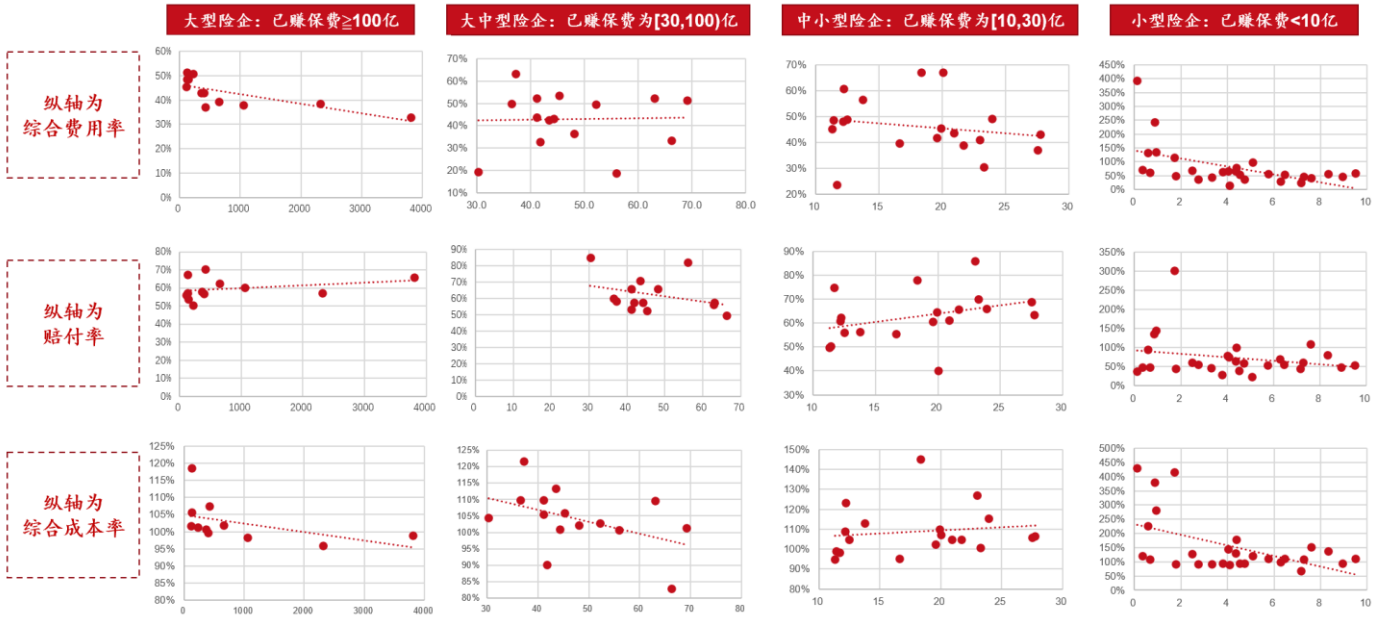
1) **大型险企（已赚保费规模大于等于 100 亿元）：**综合费用率、综合成本率均呈现明显的规模经济，综合赔付率规模不经济，即头部险企受益于规模优势，成本管控能力更强；但规模扩大到一定程度后，业务覆盖面更广，因而赔付率出现提升。

2) **大中型险企（已赚保费规模大于等于 30 亿元，小于 100 亿元）：**综改后综合成本率呈现弱规模经济，综合费用率规模不经济，综合赔付率呈现规模经济，即规模升至一定水平后，提升保费所需的费用成本投入增加；但受益于大数法则，赔付率实现有效优化。

3) **中小型险企（已赚保费大于等于 10 亿元，小于 30 亿元）：**综合费用率呈现弱规模经济，综合赔付率呈现规模不经济，综合成本率与规模无明显关系，即规模升至一定水平后，新增业务质量可能无法实现有效管控，致使赔付率承压。

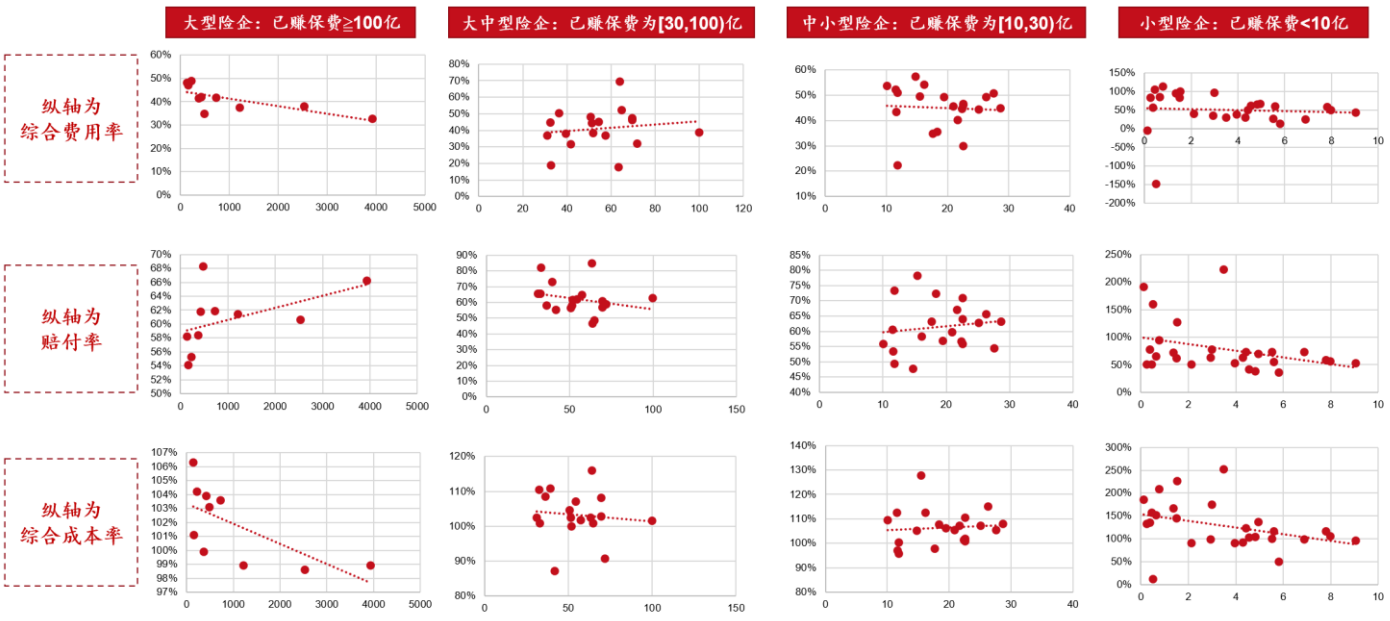
4) **小型险企（已赚保费规模小于 10 亿元）：**综合费用率、综合赔付率、综合成本率均呈现明显规模经济，即随着规模增加，对固定费用的摊薄作用及大数法则显效作用明显。

图 19：综改前（2019 年）财险公司规模效应分析



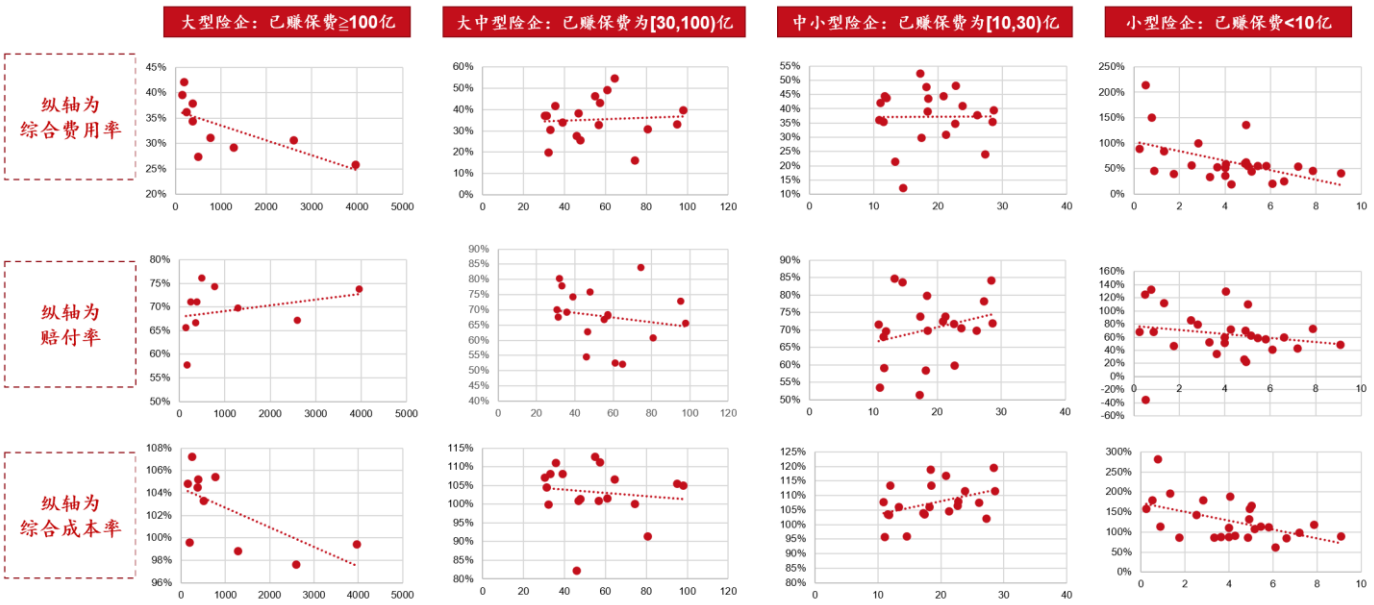
资料来源：wind、公司公告，西部证券研发中心

图 20：综改中（2020 年）财险公司规模效应分析



资料来源：wind、公司公告，西部证券研发中心

图 21：综改后（2021 年）财险公司规模效应分析



资料来源：wind、公司公告，西部证券研发中心

1.2 当前进展：财险行业转型处于何种阶段？

1.2.1 车险业务：2022 年以来车均保费稳中略升，行业竞争逐步趋稳

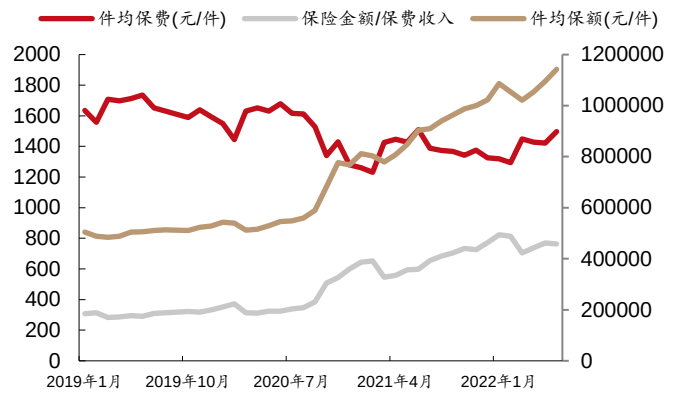
2022 年以来件均保费稳中略升，行业集中度持续增强。我们使用银保监会月度数据中机动车辆险保费/保单件数、机动车辆险保额/保单件数作为件均保费、件均保额的近似度量，分析发现车险综改“降费、增保、提质”成效明显，**近期件均保费呈现稳中略升态势，或预示车险行业步入综改后的相对稳定期。**

1）件均保额稳步提升：从月度口径来看，2022 年 6 月单月车险件均保额为 114.22 万元/件，较 2020 年 6 月及 2019 年 6 月水平分别+109% / +126%；从年度口径来看，2021 年件均保额达 90.26 万元，较 2020 年及 2019 年水平分别+50.5% / +77.9%，车险综改“增保”效果明显。

2）件均保费先降后增：件均保费受保额、定价系数及业务结构等多重因素影响，自 2020 年 9 月车险综改落地以来，件均保费呈震荡下行态势，2022 年后稳中略升。月度口径方面，2022 年 6 月单月车险件均保费为 1496.77 元/件，较 2020 年 6 月及 2019 年 6 月水平分别-11%/-14%；从年度口径来看，2021 年件均保费为 1371.62 元，较 2020 年及 2019 年水平分别-10.2%/-16.7%。2022H1 件均保费为 1402.2 元，同比+1.34%，件均保费稳中有升，或预示车险行业步入综改后的相对稳定期。

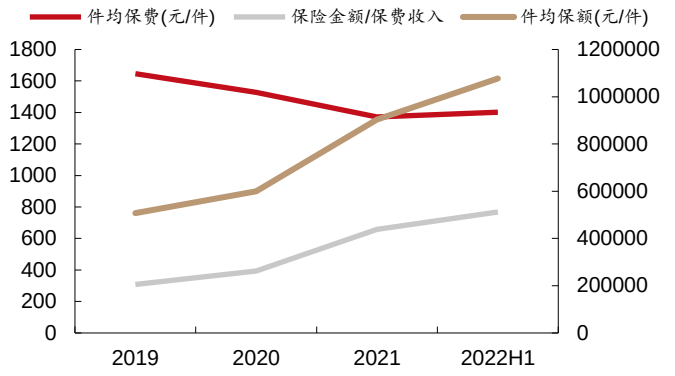
3）保险金额/保费收入稳步提升，让利客户成效持续显现：我们使用保险金额/保费收入作为客户利益的度量（即单位保费对应保额），分析发现综改以来保险金额/保费收入同样实现翻倍，客户利益实现有效提升。从月度口径来看，单位保费收入对应保险金额持续提升，2022 年 6 月达 763.12 元，较 2021 年 6 月及 2019 年 6 月分别+27%/+162%。年度口径方面，2021 年单位保费收入对应保险金额达 658.09 元，较 2020 年及 2019 年水平分别+67.6% / +113.5%，车险综改让利客户成效持续显现。

图 22：车险月度件均保费、件均保额及保险金额/保费收入变化



资料来源：银保监会，西部证券研发中心

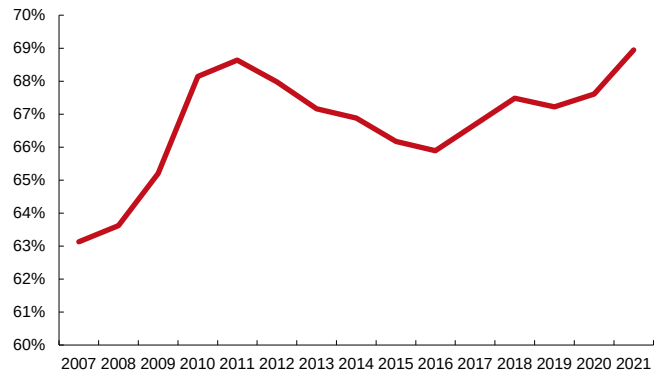
图 23：车险年度件均保费、件均保额及保险金额/保费收入变化



资料来源：银保监会，西部证券研发中心

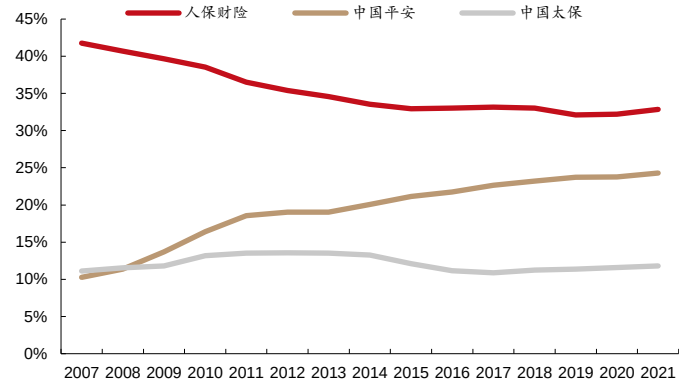
行业集中度稳步提升，持续演绎强者恒强态势。以保费收入口径测算，综改后头部险企车险市占率持续提升，2021 年车险保费 CR3 达 68.9%，较综改前（2019 年）、综改中（2020 年）水平分别+1.7pct / +1.3pct。细分公司来看，三大财险龙头市占率均呈稳步提升态势，2021 年中国财险、平安财险、太保财险车险保费收入市占率分别达 32.8% / 24.3% / 11.8%，较综改前（2019 年）水平分别+0.7pct/+0.6pct/+0.4pct，较综改中（2020 年）水平分别+0.6pct / +0.5pct / +0.2pct。

图 24：综改后车险保费 CR3 明显提升



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 25：三大头部险企车险市占率持续提升

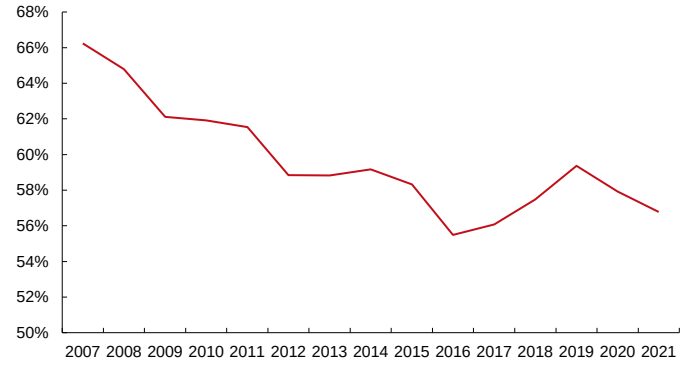


资料来源：wind，西部证券研发中心

1.2.2 非车业务：行业竞争仍呈现较为激烈态势，头部公司市占率波动程度较高

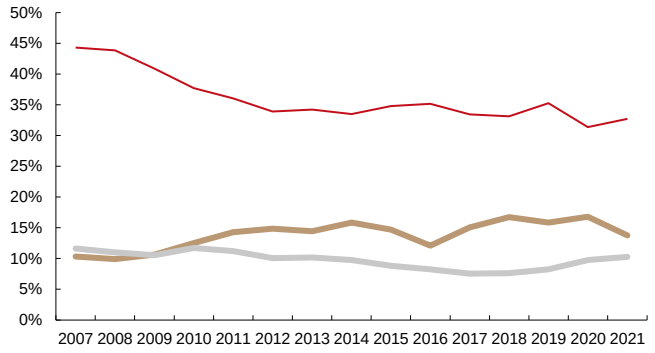
行业集中度下降，预计市场竞争仍相对激烈。市场集中度变化在一定程度上反映了市场竞争的激烈程度。与车险业务相反的是，受车险综改外溢+头部险企主动调整业务结构影响，非车险市场集中度呈现持续下降态势，2021 年非车险保费 CR3 为 56.8%，较综改前（2019 年）、综改中（2020 年）水平分别-2.6pct / -1.2pct。细分公司来看，三大财险龙头市占率变化呈现分化态势，2021 年中国财险、平安财险、太保财险非车险保费收入市占率分别达 32.7%/13.8%/10.3%，较综改前（2019 年）水平分别-2.5pct / -2.1pct / +2.1pct，较综改中（2020 年)水平分别+1.3pct / -3.0pct / +0.6pct。

图 26：综改后非车险保费 CR3 出现下降



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 27：三大头部险企非车险市占率有升有降



资料来源：wind，西部证券研发中心

1.3 展望：预计车险将保持较高集中度，非车行业有望迎来百花齐放

车险行业头部公司优势凸显，少数中小险企或可通过深耕细分领域突出重围。我们认为，车险的发展历程也是行业市场化程度逐步提升的过程。纵观近 20 年来行业发展历史，历次改革的总基调均是以提质为目的，最终的目标是回归保障本源、提升客户利益。我们认为，短期来看行业发展趋势较为确定，即在竞争趋于市场化的态势下，头部财险公司在产品定价、客户资源、成本管控方面的优势有望进一步凸显，新车产销量提升、续保率/转保率持续优化有望贡献保费增量，但受监管在部分地区限增速、限份额的影响，预计头部险企保费增速高于行业整体 1-2pct；中小型险企受限于客户资源及成本管控能力，预计短期保费收入及承保利润承压，**但长期来看，少数中小险企或可通过深耕细分市场实现破局。**

非车业务方面，我们认为非车业务仍处于发展成长期，综改影响外溢致使行业竞争加剧。但与车险相较，部分非车险种基数小、增速快、潜在需求逐步浮出水面，预计保费收入仍将保持稳健增长。与此同时，新业态催生新需求，随着保障意识增强，创新型产品有望应运而生。**我们认为，非车业务产品多元化、业务分散化趋势有望持续，大型险企或将“抓大放小”，中小险企有望走出特色化发展之路。**

1.3.1 车险：预计市场集中度增强态势将持续，少数中小险企或可通过深耕细分领域实现破局

车险综改后，中小险企受成本管控能力拖累，业务显著承压，部分险企选择收缩业务线以压降成本，行业市场集中度进一步增强。如何看待下阶段行业竞争格局？中小型险企是否已经无法实现破局？**我们认为，坚持持续经营、精细化经营、打造相对优势、深度把握车险价值链的中小型险企或能突出重围。**

1）经验参考：海外市场化竞争催生“小而美”的特色财险公司

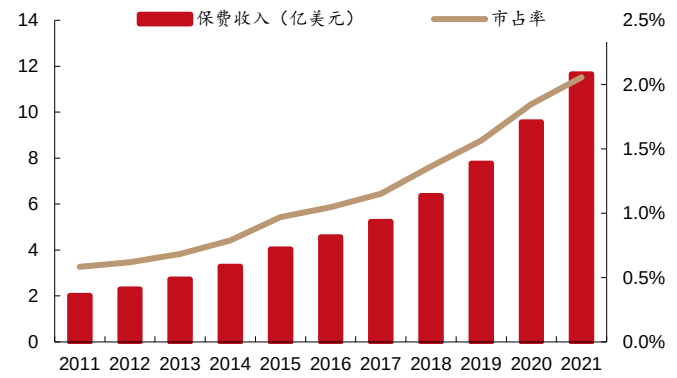
分析海外市场发现，财险公司的经营结果与规模并无直接联系，更多的在于是否可以明确细分目标客群，即秉承精细化经营策略，“小而美”的公司仍有望实现有效益的增长。通过精准的风险识别和定价，许多传统意义上的高风险客户可转化为高质量客户，中小型险企可采用此类经营模式走出差异化的经营路线。

在市场化竞争态势下，海外车险行业实现差异化发展，直观特点涵盖两个方面：**1）精细化经营：**产品货架丰富，通过客户分层经营实现细分客群对多元化需求的有效覆盖；**2）制定差异化产品策略，兼顾长短期目标：**在确保公司以产品为抓手达成短期经营目标的同时，实现与公司发展战略的有机结合。不同的产品策略适用于不同的产品开发方式，同时

会需要随着产品生命周期进行管理和监控，并与公司经营的顶层规划契合，需考虑的内容包括：i）产品目标客群及长期市场定位；ii）如何打造产品竞争优势；iii）产品的可行性分析等。

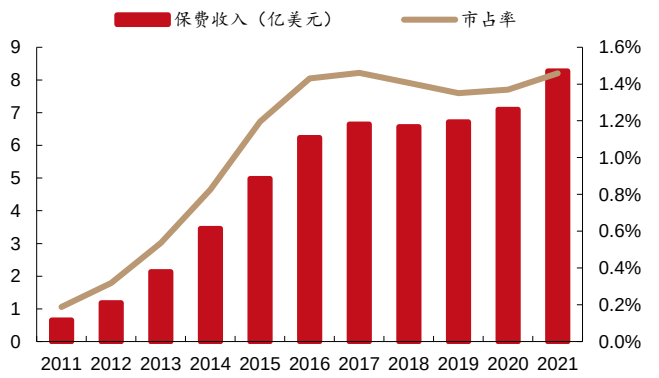
参考海外险企的成功经验，保费规模并非车险业务良好经营的必要条件。以澳大利亚财险公司 Auto & General 及 Youi 为例，公司在业务规模较小的情况下，保费收入、市占率稳步提升，综合成本率表现持续优于行业。2021 年 Auto & General 实现保费收入 11.67 亿美元，同比+21.80%，2011-2021 年 CAGR 达 19.15%；2021 年保费市占率为 2.06%，较 2011 年水平（0.58%）增长二倍有余。Youi 2021 年实现保费收入 8.27 亿美元，同比+16.57%，2011-2021 年 CAGR 达 28.92%；保费市占率为 1.46%，为 2017 年以来最高水平。二者规模快速提升背后的原因在于产品及渠道创新，以 **Auto & General** 为例，公司的定位为定制化保险公司，通过 B2B2C 模式展业，**1）目标客群：**合作伙伴覆盖澳大利亚及全球多个行业的领先品牌；**2）定制化产品策略：**基于每个合作伙伴在保险领域的定位和独特需求提供专属解决方案；**3）定制化渠道方案：**根据合作伙伴的特点制定销售、服务和分销模式。作为一家业务规模小、品牌力相对有限的险企，Auto & General 通过和 B 端客户合作实现低成本、高效率的销售，以合作伙伴为渠道覆盖其长期培养的客户群体。

图 28：Auto & General 保费收入及市占率



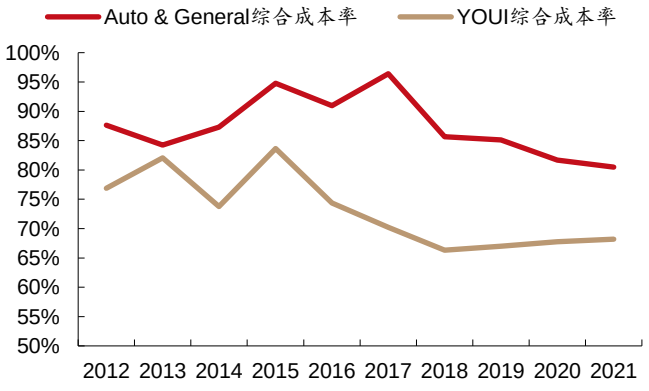
资料来源：Australian Prudential Regulation Authority，西部证券研发中心

图 29：YOUI 保费收入及市占率



资料来源：Australian Prudential Regulation Authority，西部证券研发中心

图 30：Auto&General 及 YOUI 综合成本率（%）表现



资料来源：Australian Prudential Regulation Authority，西部证券研发中心

图 31：Auto & General、YOUI 综合成本率优于头部机构

公司名称	保费（亿美元）	综合成本率
IAL	86.46	169.20%
AAI	85.21	94.67%
QBE AUS	58.95	96.32%
AAIL	54.88	94.02%
IMA	39.46	83.35%
AUTO & GEN	11.67	80.49%
YOUI	8.27	68.22%

资料来源：Australian Prudential Regulation Authority，西部证券研发中心

2）行业步入发展新阶段，深度把握车险价值链的中小型险企或能突出重围

拉长时间来看，我们认为中小险企的车险业务经营情况主要取决于三个因素：1）在承保利润承压的态势下，管理层持续经营的决心；2）结合自身优势，明确细分目标客群，深耕细分领域；3）避开头部险企锋芒，锻造相对优势。

i）持续经营：在盈利不确定性增强的态势下，持续经营的定力是中小险企突围的基础

虽然在 2021 年车险综改持续深入+自然灾害影响下，行业竞争趋于理性，但我们认为行业仍处于调整期，尚未完全达到新的动态平衡，中小险企面临内外双重挑战：**1）内：**定价能力、渠道能力及赔付管控能力承压；**2）外：**头部险企竞争优势持续增强，行业集中度提升，即潜在的蛋糕小了，分到的份额也少了。同时，年初以来头部财险公司车险保费录得稳健增长，在监管“限增速、限份额”的影响下，如何在有限的范围内最大化提升效益或为头部公司的主要经营策略——即家用车等优质业务为核心聚焦。在这种发展态势下，短期来看中小险企车险业务或面临持续亏损或承保利润大幅波动的挑战，持续经营的定力是中小险企突出重围的基础。

ii）精细化经营：锁定细分目标客群，做细分领域内的专家

受限于资源禀赋及能力水平，预计中小型险企需通过“锁定细分目标客群-战略性集中资源-构筑相对竞争优势”的经营模式深耕细分市场，随后逐步扩大覆盖的细分领域。以澳大利亚财险公司 YOUI 为例，公司主要聚焦有车但驾驶频率较低的白领人群；伯克希尔哈撒韦的子公司 GEICO 在成立初期目标客群聚焦政府雇员；USAA 的目标客群为美国军人及家属。

iii）构建相对优势：避开头部险企锋芒，锻造相对竞争优势。车险业务价值链主要涵盖“客户-渠道-产品-服务”四大核心环节，头部机构在四大环节中均具有显著优势：**1）客户：**历经多年持续经营，头部公司积累了丰厚的客户资源，续保保费为公司保费收入构筑了坚实的安全垫；**2）渠道：**线上+线下、直销+车商+代理人渠道布局实现全场景覆盖；**3）产品：**产品货架丰富，定价优势持续凸显；**4）服务：**客户服务高效，赔付管控能力占优。

在头部险企优势显著的情况下，我们认为中小险企的核心能力在于构筑相对优势，即当务之急并非“补短板”，而是“锻长板”，具体打法应与市场需求、头部机构经营策略、行业竞争态势、公司自身资源禀赋、经营优势及目标客群实现有机结合，聚焦车险业务价值链中的一环或多环持续发力，实现差异化发展。

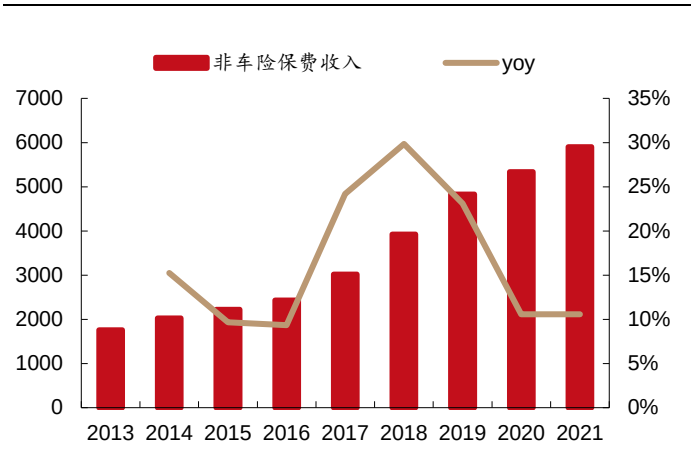
我们认为，可能突出重围的中小型险企画像为：1）战略导向注重长期，不以短期盈利为目标：股东实力雄厚，管理层稳固，聚焦长期经营；**2）具有一定年限的车险业务经验：**具有相对长期的车险业务经营经验，深入了解我国车险市场；**3）业务具有一定规模的安全垫：**拥有一定规模强黏性客户的险企或股东及关联公司可提供业务支持的集团系财险子公司具有显著优势。

1.2.2 非车业务：处于发展成长期，关注个人业务放量

非车业务仍处于成长期，监管政策为行业增长奠定基础，产品创新助力行业扩容。近年来监管扶持力度加大，多措并举推动非车险业务发展。以责任险为例，2006 年以来银保监会先后出台关于推动火灾公众责任保险、医疗责任保险等险种的文件，推出环境污染强制责任险、食品安全责任保险试点，受益于政策引导责任险保费收入实现稳健增长，2021 年成为非车险业务第二大保费贡献来源。同时，科技进步及新兴产业的发展孕育出新的保险场景，市场对风险管理的需求发生变化，创新产品应运而生，新场景、新需求、新产品助力行业扩容。

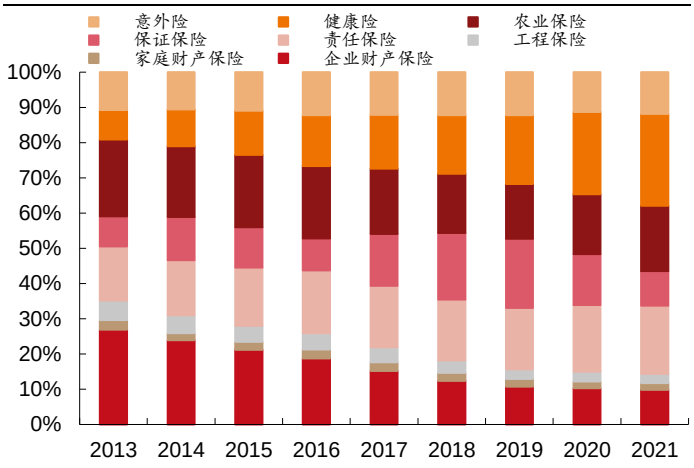
财险行业非车险保费规模实现稳健增长，产品结构趋于多元。2021 年财险行业非车险保费收入合计达 5903 亿元，yoy+10.6%，2010-2021 年 CAGR 达 17.3%；占财险保费总收入比重进一步升至 43.16%，yoy+3.86pct。细分险种来看， 2021 年健康险、责任险、农业险、意外险及保证保险为非车险保费贡献前五大产品，占比分别达 23.3%、17.3%、16.5%、10.6%、8.8%。

图 32：财险行业非车险保费收入（亿元）及同比



资料来源：银保监会，西部证券研发中心

图 33：财险行业非车业务各险种保费贡献占比



资料来源：银保监会，西部证券研发中心

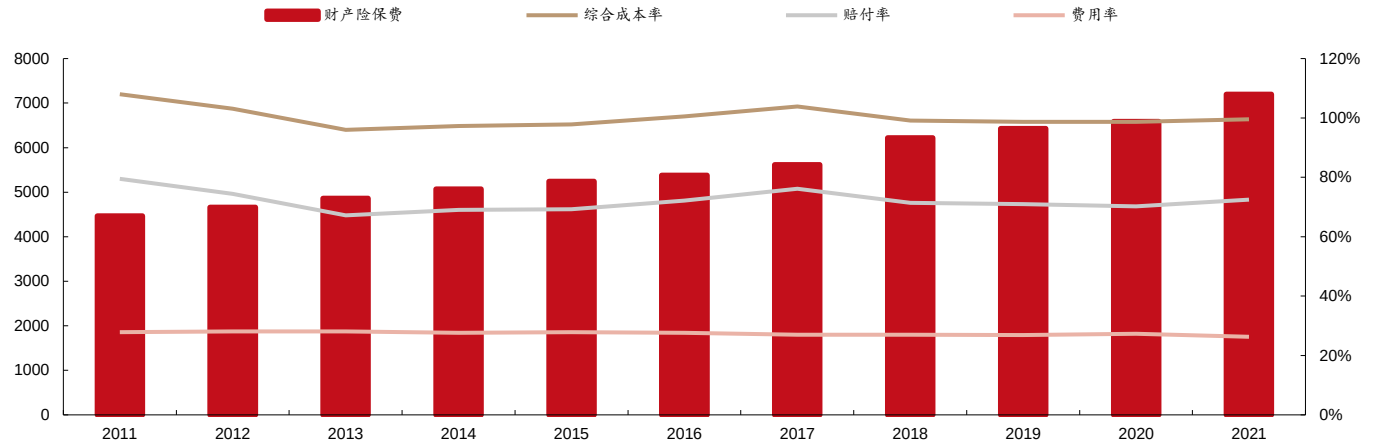
多元化细分需求有望促进非车行业百花齐放。农业保险、企业财产险、信用保证险等险种核保、核赔专业性较强，风险概率测定的难度较大，头部险企在此类险种的项目资源、定价体系及人员配置方面颇具优势。但面对细分领域的新兴险种需求，基于大型险企或采取抓大放小的经营策略，中小险企有望走出一条特色发展之路，如美亚财险在董责险方面形成独特优势。

二、他山之石：市场化竞争催生深耕细分领域的特色险企

2.1 美国财险市场结构：集中度低，催生“小而美”的专营公司

美国财险保费规模持续增长，综合成本率与赔付率同频共振。21 世纪后，美国财险行业历经多重考验，综合成本率主要受赔付率影响。灾难频发致使财险公司赔付率难以管控，2001 年的 9·11 恐怖袭击、2005 年的卡特里娜飓风、威尔玛和丽塔飓风、2008-2009 年的金融危机、2017 年的 Harvey、Irma、Maria 飓风致使赔付率明显增加。“9·11”恐怖袭击为有史以来投保成本最高的人为灾难，根据瑞再披露，保险公司赔付约 238 亿美元，此后独立的恐怖袭击保险市场应运而生。政府立法持续完善财险市场，《恐怖主义风险保险法》(TRIA)于 2002 年签署成为法律，为恐怖袭击保险提供了政府资助的再保险支持；2010 年，《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》签署成为法律，在保留各州对保险监管的同时建立了向国会和总统报告保险业的部门——联邦保险办公室(FIO)，此后财险承保保费增速显著提升。2021 年美国财产险行业实现保费收入 7925 亿美元，同比增长 10.8%。综合成本率方面，美国财险行业费用率保持在较为稳定区间内，赔付率表现与大灾联系较为紧密，为影响综合成本率表现的核心因素。2021 年行业综合成本率达 99.6%，其中赔付率为 72.5%，费用率为 26.3%。

图 34：美国财险行业保费收入（亿美元）、综合成本率、综合赔付率及综合费用率表现

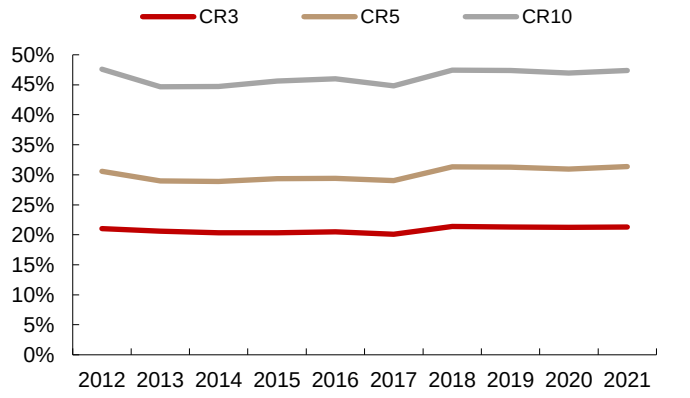


资料来源：NAIC，西部证券研发中心

美国财险行业集中度低。根据 NAIC 披露的数据，2021 年美国财险公司保费收入 CR3 / CR5 / CR10 分别为 21.29%/ 31.37% / 47.4%，yoy+0.05pct / +0.41pct / +0.44pct，保费规模前十的保险公司贡献约半数保费，与我国三巨头占比超六成的格局相比，集中度明显更低。近 10 年间，美国财险行业集中度水平较为平稳，变化幅度不大（2012 年 CR3 / CR5 / CR10 为 21.03% / 30.56% / 47.6%）。

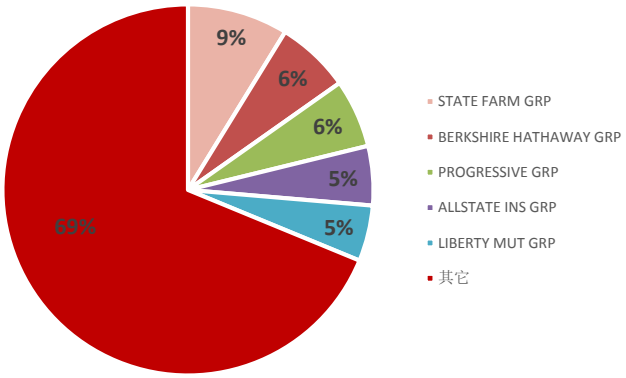
市场化竞争助力财险公司差异化、特色化发展。细分公司来看，2021 年全球第 1 大财险公司 STATE FARM GRP（美国州立农业保险）仍以较大优势领先同业，稳居行业头把交椅，2021 年实现保费收入 703 亿美元，市占率达 8.78%；BERKSHIRE HATHAWAY GRP（伯克希尔哈撒韦）实现保费收入保费为 516 亿美元，位居第二，市占率为 6.44%，市场份额保持稳定；排在第 3-5 名的依次是 PROGRESSIVE GRP（前进保险）、ALLSTATE INS GRP（好事达保险公司）、LIBERTY MUT GRP（利宝互助保险），前进保险 2021 年实现保费收入 478 亿美元，其余两家保费在 400 亿美元左右徘徊。其中，前进保险与好事达保险 2021 年保费增速较高，均达 17%以上，进一步缩小与前一位的差距。与我国头部险企全险种经营的模式不同，美国财险保费收入位居前五的企业经营险种呈现差异化布局；其中，美国州立农业保险主营业务涵盖车险、家财险、非医疗健康险、寿险；伯克希尔哈撒韦主营业务为财产/伤亡保险、再保险业务；前进保险聚焦个人和商业车险、家财险；好事达保险从事个人财产与意外保险业务；利宝互助保险致力于多险种经营，最大险种为个人汽车险（财产和意外伤亡保险）。我们选取两家差异化发展的美国头部财险公司前进保险及伯克希尔哈撒韦进行分析，为中国财险公司的发展之路提供参考借鉴。

图 35：美国财险市场集中度相对较低



资料来源：NAIC，西部证券研发中心

图 36：美国前五大财险公司市占率情况



资料来源：NAIC，西部证券研发中心

图 37：2021 年美国保费 Top5 财险公司市占率及主营业务

序号	公司名称	保费收入（亿美元）	市占率	主营业务
1	STATE FARM GRP	703.12	8.8%	车险、家财险、健康险、寿险
2	BERKSHIRE HATHAWAY GRP	516.04	6.44%	财产/伤亡保险、再保险业务
3	PROGRESSIVE GRP	477.58	5.96%	个人和商业车险、房屋财产保险
4	ALLSTATE INS GRP	413.88	5.17%	车险、家财险、定期寿险等
5	LIBERTY MUT GRP	390.23	4.87%	多险种，最大的险种业务为个人汽车险（财产和意外伤亡保险）
合计		2500.85	31.2%	-

资料来源：NAIC，西部证券研发中心，总保费（Total Premium）口径

图 38：2021 年中国保费 Top5 财险公司市占率及主营业务

序号	公司名称	已赚保费（亿人民币）	市占率	COR	主营业务
1	人保财险	3971	33.1%	99.4%	全险种经营
2	平安产险	2605	21.7%	97.7%	全险种经营
3	太保财险	1288	10.8%	98.8%	全险种经营
4	国寿财产	769	6.4%	105.3%	全险种经营
5	中华联合	510	4.3%	103.3%	全险种经营
合计		9143	76.3%	-	

资料来源：wind，公司公告，西部证券研发中心，其中市占率按照目标公司已赚保费/73 家样本公司已赚保费合计近似估计

2.1.1 承保驱动型公司：美国前进保险

非标车险为基，业务布局逐步拓展至标准化业务及家财险市场。美国前进保险（Progressive）成立于 1937 年，主营业务涵盖个人车辆保险、商业车辆保险及其他险种三个单元。创设初期，公司聚焦蓝领工人的车险业务及汽车租赁公司的财产业务，以此为抓手快速构建竞争优势。随后逐步进入标准化产品市场，并将业务范围拓展至家财险，通过一系列多元化的产品布局进一步提升自身竞争实力。

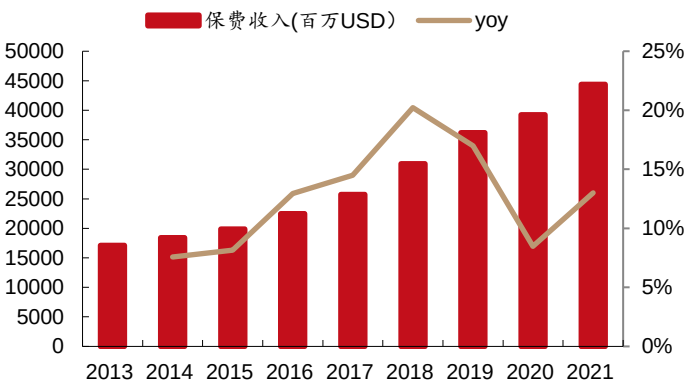
公司重视盈利能力，以 96%的综合成本率目标为前提，尽可能地扩大业务规模。盈利为前进保险的五大核心价值观之一，公司坚信需要对自身、客户、代理人和投资者负责，通过向客户提供有价值的产品和服务成为一家持续盈利、经久不衰的公司。公司的经营理念可以概括为锚定 96%的综合成本率目标，在此基础上持续扩大保费规模，有效平衡公司盈利能力及市场竞争力，业务经营涵盖两大抓手：**1）尽可能地高速增长：**通过为客户提供高质量服务促进业绩提升，公司对此的衡量指标为有效保单数目（policies in force）；**2）延长保单寿命：**短期保单提升业务的灵活性，公司关注保单续保等核心指标，通过精细化分层、深耕经营将客户持续留在公司。

受益于聚焦效益的经营战略，前进保险在保费稳增的同时对综合成本率实现有效管控。2021 年公司实现保费收入 443.69 亿美元，yoy+13.01%；其中，个人车险业务占据主导，

保费贡献占比达 85.85%；承保利润率达 4.7%，受益于聚焦效益的经营战略，过去 5 年/10 年承保利润率均值分别为 8.4%/7.6%，行业均值（私人车险行业）为 1.5% / -0.1%，展现出较强的承保盈利能力。2021 年公司个人及商业车险的综合成本率分别为 95.4%/88.9%，家财险出现承保亏损（COR 为 115.3%）对公司综合成本率形成一定拖累。细分渠道结构来看，个人业务中直接渠道和代理渠道保费贡献占比较高，2021 年分别达 42.08% / 34.65%。

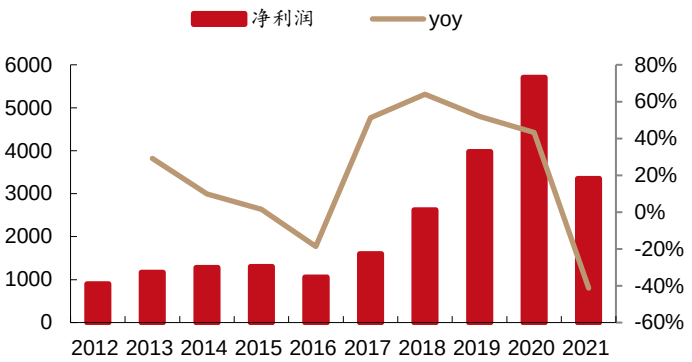
精细化客户经营帮助公司深度挖掘客户需求。根据客户价值，前进保险将客群分为 4 类：1）不连续投保客户；2）连续投保客户；3）有房产但未绑定车险和住宅保险的客户；4）有房产且绑定购买车险和住宅保险的客户。公司的核心销售策略之一是提高和房屋绑定投保客户的比例(即 Robinson 客群)，2021 年此类客群的保费增速约为 13%。通过对风险人群的分层并针对不同风险人群提供与风险相匹配的价格，公司可实现精准的差异化定价。同时，根据不同客户群体和购买行为，前进保险提供了种类繁多的折扣，包括忠诚折扣、驾驶员折扣、购买行为折扣等，在对价格敏感度较高的客群形成有效吸引的同时，有助于促进老客户将其他保险需求转移至前进保险。

图 39：前进保险公司保费收入及同比



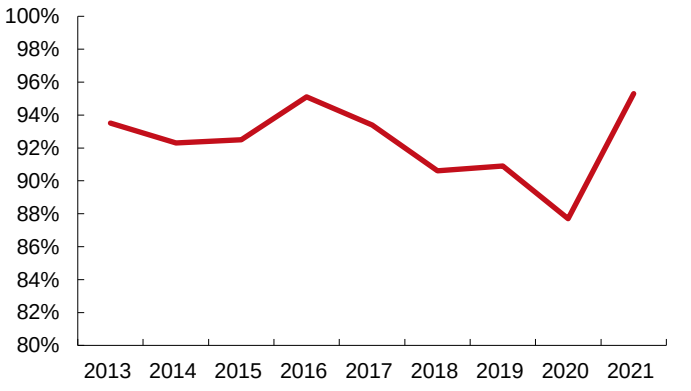
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 40：前进保险净利润（百万美元）及同比



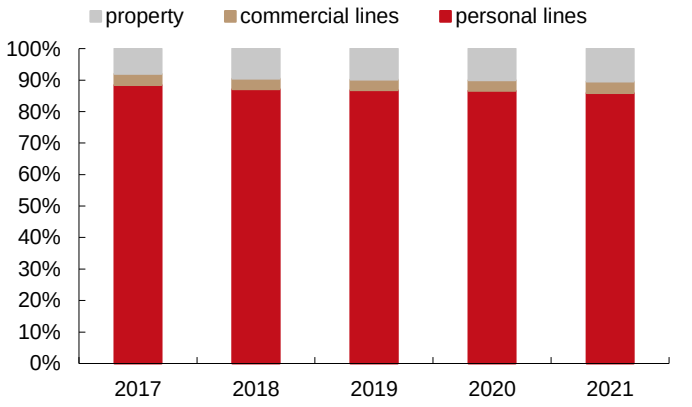
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 41：前进保险综合成本率表现



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 42：前进保险保费收入渠道结构

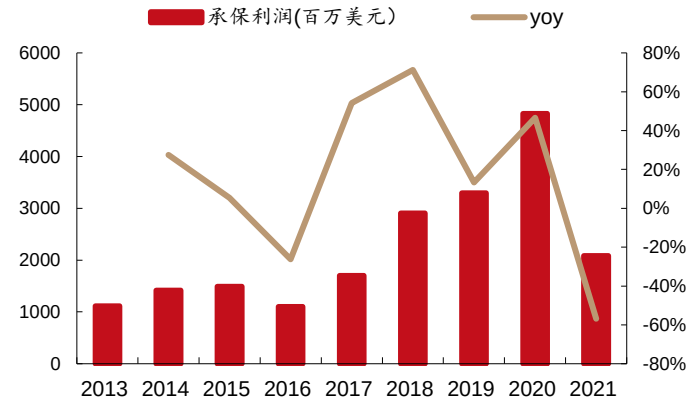


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

税前利润中承保利润占比较高，助力估值提升。拆分利润结构来看，受益于较强的承保盈利能力，公司税前利润中承保盈利贡献占比保持较高水平。2016-2020 年，公司承保利润

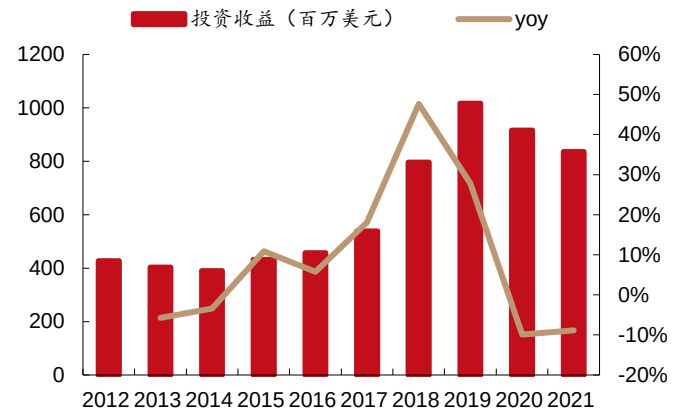
稳步提升，2020 年达 48.29 亿美元，为 2016 年水平的 4.39 倍；2021 年受综合成本率提升(yoy+7.6pct)影响，承保利润 yoy-56.8%至 20.85 亿美元，占税前利润的比重为 49.53%。投资方面，过去两年公司投资收益受利率下行影响出现同比下降，2021 年投资净收入为 8.35 亿美元，yoy-8.9%。拉长时间线来看，2016 年以来公司 P/B 估值实现显著提升，截至 2022 年 8 月 17 日，公司 P/B 为 4.9，显著高于其他上市险企。我们认为，承保利润的持续提升及税前利润结构的均衡发展助力公司估值提升。

图 43：前进保险承保利润及同比



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 44：前进保险投资收益及同比



资料来源：wind，西部证券研发中心

2.1.2 投资驱动型公司：伯克希尔哈撒韦

伯克希尔哈撒韦（Berkshire Hathaway）诞生于 1955 年，最初主要经营纺织业务；1962 年，巴菲特开始以合伙公司的名义买入伯克希尔哈撒韦的股票，并于 1963 年成为公司的第一大股东。公司于 1985 年完成产业转型，成为一家以财险业务为中心、多领域业务齐头并进的综合金融企业。

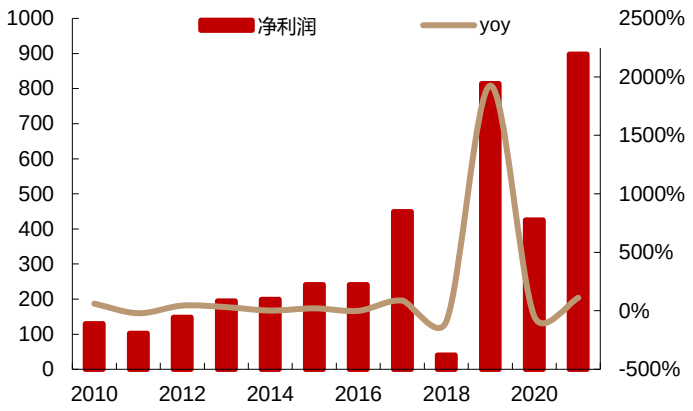
公司营收稳步提升，净利润水平呈现较强波动。2021 年伯克希尔哈撒韦实现营业收入 2760.94 亿美元，yoy+12.46%，2010-2021 年 CAGR 为 6.64%。营收增速自 2010 年开始呈现不断下降态势，2020 年公司营收出现近十年间唯一一次负增长(yoy-3.68%)，2021 年公司营收增速迅速攀升至 12.46%，同比+16.03pct。2021 年伯克希尔哈撒韦实现净利润 897.95 亿美元，yoy+111.18%，2010-2021 年 CAGR 为 19.23%；其中，2010-2017 年净利润稳定增长，2017 年公司净利润为 449.4 亿美元，yoy+86.67%；2018-2021 年期间净利润剧烈波动；其中，2018 年净利润跌至 2010 至 2021 年间的最低值 40.21 亿美元，yoy-91.05%，随后在 2019 年净利润迅速拉升，2019 年净利润为 814.17 亿美元，yoy+1925.3%，净利润增速达将近 20 倍，为近 11 年的最大值。

图 45：伯克希尔哈撒韦营收（亿美元）及同比增速



资料来源：wind，西部证券研发中心

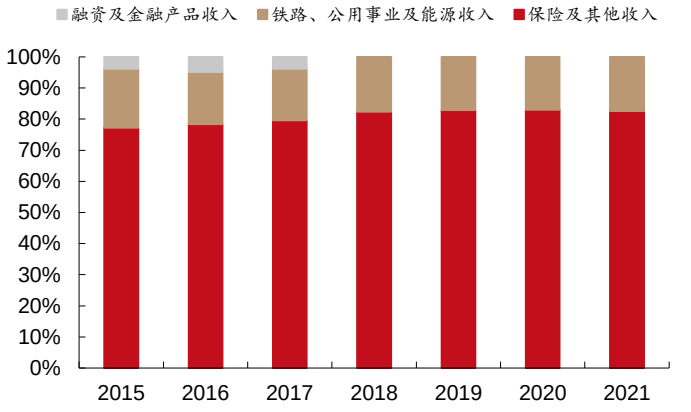
图 46：伯克希尔哈撒韦净利润（亿美元）及同比增速



资料来源：wind，西部证券研发中心

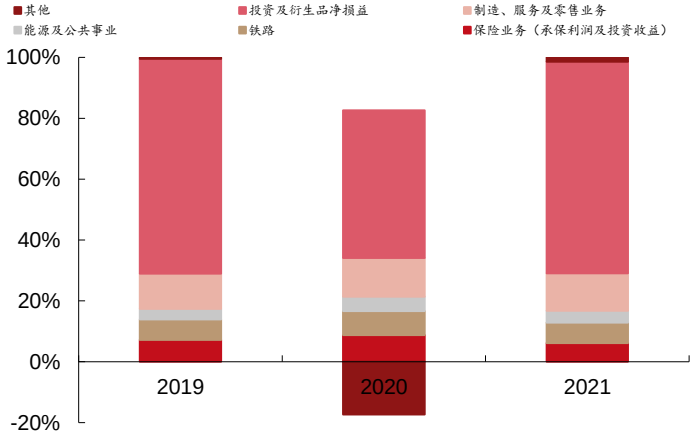
保险及其他收入占营收比重超八成，投资及衍生品收入为归母净利润的主要来源。公司秉承分散经营的理念，业务结构较为多元，主营业务涵盖保险业务、BNSF（Burlington Northern Santa Fe）、BHE（Berkshire Hathaway Energy）、制造业务、McLane、服务及零售以及其他业务。2021 年公司实现营收 2760.94 亿元；其中，保险及其他业务贡献收入 2279.74 亿元，占比 82.6%；利润结构方面，投资及衍生品收益公司利润的主要来源，2021 年达 623.4 亿美元，占归母净利润比重达 69.4%；制造、服务及零售业务位列其次，收入贡献占比达 12.4%；铁路及保险业务分列第三、四，利润贡献占比分别为 6.7%、6.2%。

图 47：伯克希尔哈撒韦收入结构



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 48：伯克希尔哈撒韦利润结构



资料来源：wind，西部证券研发中心

根据美国保险业协会（NAIC）的统计数据，2021 年公司财险保费收入位居全美第二，实现直接承保保费收入 516 亿美元，市占率为 6.44%，市场份额保持稳定。公司通过旗下三个主体经营保险及再保险业务——GEICO、BHPG（Berkshire Hathaway Primary Group）以及 BHRG（Berkshire Hathaway Reinsurance Group）。

1）GEICO：业务范围涵盖美国 50 个州及哥伦比亚特区，主要通过直销渠道（电销、网销等）展业，产品包括个人车险、摩托车险等，同时也代理其他公司的寿险等业务；

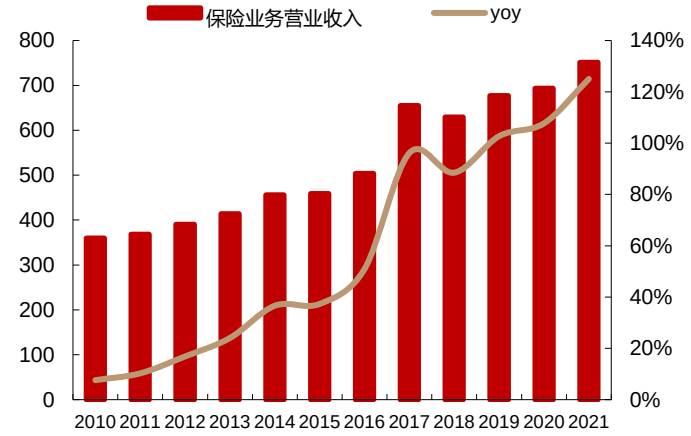
2）BHPG 是公司旗下许多独立经营的险企的集合，主要为美国客户提供多元化的产品服务，旗下经营主体包括 National Indemnity Company（NICO）及 NICO Primary、The Berkshire Hathaway Homestate Companies (“BHHC”) 、Berkshire Hathaway Specialty Insurance (“BH Specialty”)、MedPro Group (“MedPro”)、U.S. Liability

Insurance Company (“USLI”) 、Berkshire Hathaway GUARD Insurance Companies (“GUARD”)、MLMIC Insurance Company (“MLMIC”)，产品涵盖责任险、家财险、商业车险等。

3）BHRG 在 24 个国家提供广泛的财产、伤亡、健康险等的再保险业务，主要通过 NICO Group 及 General Re Corporation 两个主体展业。

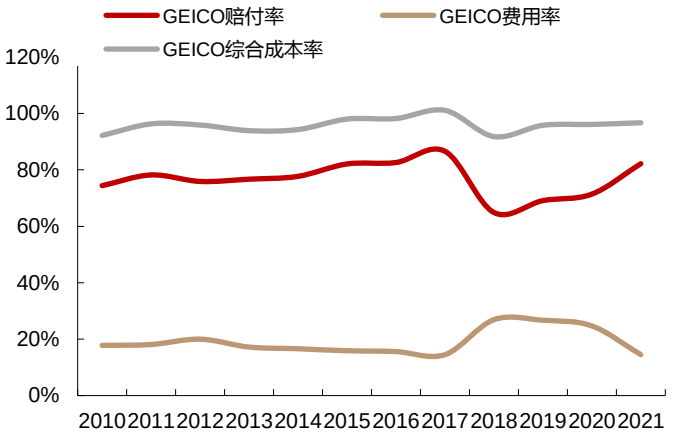
公司保费收入持续增长，综合成本率水平较为稳定。2021 年伯克希尔哈撒韦实现净保费收入 694.78 亿美元，yoy+9.59%，2010-2021 年 CAGR 为 7.69%，2017 年实现期间最大增速（yoy+32.07%）。财险子公司综合成本率表现较为平稳，2021 年三家财险子公司 GEICO/BHPG/BHRG 综合成本率分别为 96.7%/94.8%/107.5%。

图 49：伯克希尔哈撒韦保险业务营收（亿美元）及同比增速



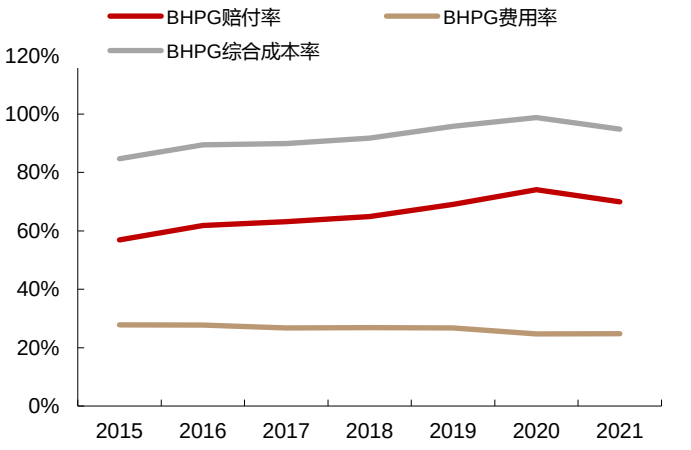
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 50： GEICO 综合成本率



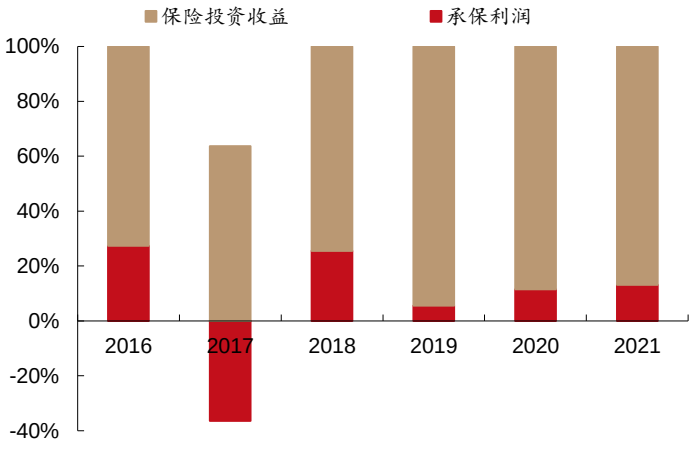
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 51：BHPG 综合成本率表现



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 52：伯克希尔哈撒韦保险业务归母净利润结构（亿美元）



资料来源：wind，西部证券研发中心

公司保险业务归母净利润中投资贡献占比保持较高水平。参考财险公司盈利模式，我们将伯克希尔哈撒韦的税前利润拆分为承保利润及投资收益两项。2021 年公司保险业务实现承保利润 7.28 亿美元，yoy+10.8%；投资收益 48.07 亿美元，yoy-4.6%；二者分别占保险业务归母净利润的 13.2%、86.8%，近年来保险业务投资收益利润贡献占比呈现稳中略降态势。

三、中国财险：资产负债双向改善，盈利水平及结构有望双优

3.1 承保盈利能力：重点关注非车业务的盈利能力

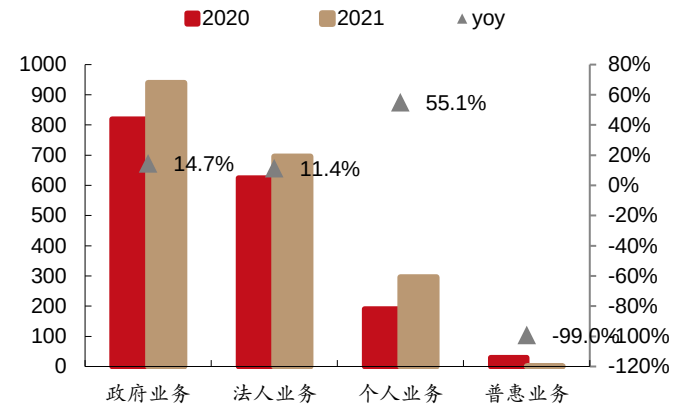
年初以来，虽然受到疫情的短期扰动，但车险业务趋稳态势明显，行业高景气度态势持续，非车业务为公司承保盈利能力的关键影响因素。受法人业务影响，2021 年中国财险的非车险综合成本率为 103.4%，同比+0.1pct，承保亏损 51.51 亿元。细分业务来看，非车险中信用保证险、货运险、农险、其他、责任险、意健险、企财险综合成本率分别为 66.7%、91.2%、101.6%、108.7%、107.3%、102.6%、129.9%，承保利润分别为 17.62 亿元、2.60 亿元、-4.78 亿元、-6.57 亿元、-16.43 亿元、-19.52 亿元、-24.43 亿元。年初以来，公司多措并举改善盈利能力，预计成效有望逐步显现。

3.1.1 非车业务：法人业务决定承保盈利下限，个人业务决定承保盈利上限

组织架构调整后，公司非车业务结构更为清晰。中国财险于 2021 年启动“三湾改编”，重塑组织架构并打造专业运营体系，其核心调整在于根据客户类型将业务分为个人（To C）、法人（To B）、政府（To G）三大事业群。其中，个人事业群分为车险、个人非车险、个人业务渠道、电子商务中心等四个部门；法人事业群下设团体保险部、机构客户部、风控技术部等三个部门；政府事业群包括农业农村部和健康保险事业部两个部门。

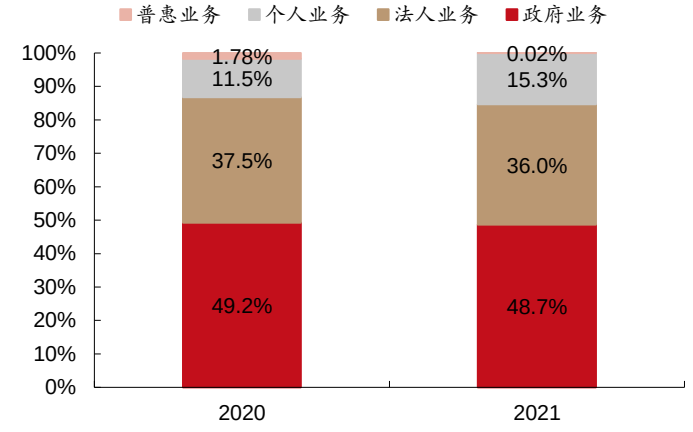
政府业务非车险保费贡献占比过半，个人业务保费贡献占比稳步提升。参考中国人保 2021 年业绩发布会推介材料，2021 年公司非车业务中政府、法人、个人业务及普惠金融业务分别贡献保费 939.8 亿元、695.1 亿元、295.9 亿元及 0.3 亿元，同比+14.7% / +11.4% / +55.1% / -99.0%；占非车险保费收入的比重分别为 48.7% / 36.0% / 15.3% / 0.02%，同比分别-0.5pct / -1.5pct / +3.8pct / -1.76pct。

图 53： 三大渠道非车险保费收入（亿元）及同比



资料来源：2021 年中国人保业绩发布会推介材料，西部证券研发中心

图 54：按三大渠道口径统计，非车险保费收入结构

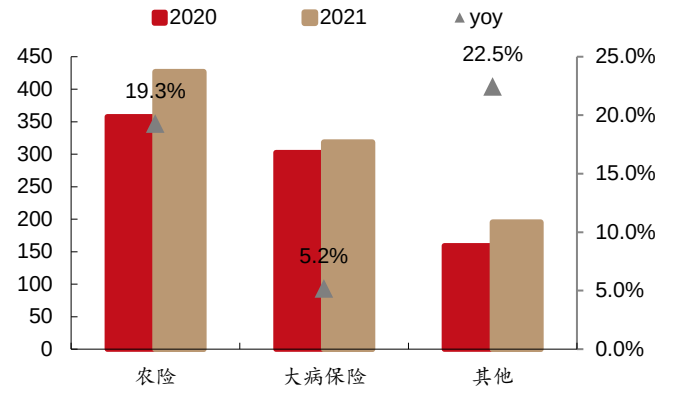


资料来源：2021 年中国人保业绩发布会推介材料，西部证券研发中心

1）政府业务：规模大、占比高，以收支平衡为经营导向

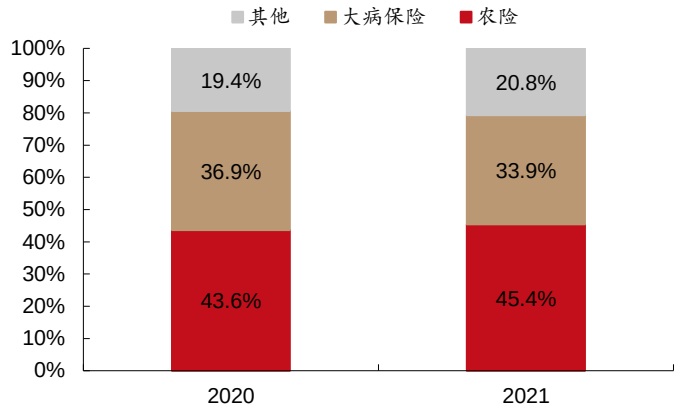
2021 年中国财险政府业务实现保费收入 939.8 亿元，同比+14.7%；占非车业务保费收入的 48.7%，同比-0.6pct（按照 2021 年表现倒推）。细分产品来看，政府业务涵盖农险、大病保险及其他业务，2021 年分别实现保费收入 426.5 / 318.2 / 195.1 亿元，同比+19.3%/+5.2%/+22.5%；保费贡献占比分别达 45.4% / 33.9% / 20.8%，同比分别+1.8pct / -3pct / +1.4pct。**公司背靠人保集团，股东实力雄厚，在政府业务资源方面优势显著，预计政府业务保费收入将保持稳健增长。**

图 55：政府业务保费收入（亿元）及同比表现



资料来源：2021 年中国人保业绩发布会推介材料，西部证券研发中心

图 56：政府业务保费收入结构



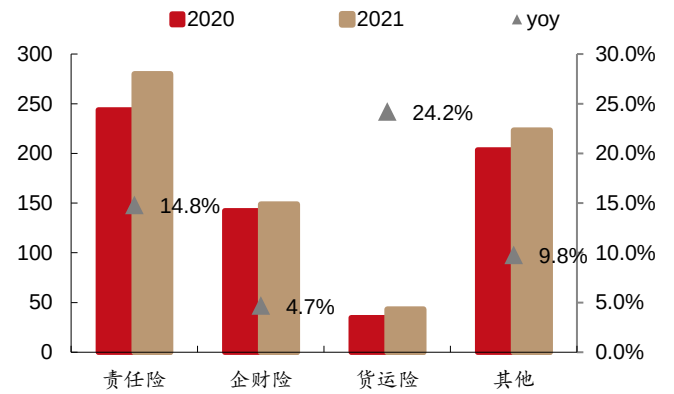
资料来源：2021 年中国人保业绩发布会推介材料，西部证券研发中心

2）法人业务：优化业务结构，主动压降高风险、高赔付业务

法人业务是影响公司承保盈利能力的关键一环。2021 年中国财险法人业务实现保费收入 695.1 亿元，同比+11.4%；占非车业务保费收入的 36.0%，同比-1.5pct（按照 2021 年表现倒推）。细分产品结构来看，法人业务涵盖责任险、企财险、货运险及其他业务，2021 年分别实现保费收入 279.8 / 148.9 / 43.1 / 223.3 亿元，同比分别+14.8% / +4.7% / +24.2% / +9.8%；分别占法人业务保费收入的比重达 40.3% / 21.4% / 6.2% / 32.1%，同比+1.2pct / -1.4pct / +0.6pct / -0.5pct。分险种来看，中国财险企财险、责任险、货运险中法人业务占比保持较高水平，2021 年占比分别达 94%/84%/90%。

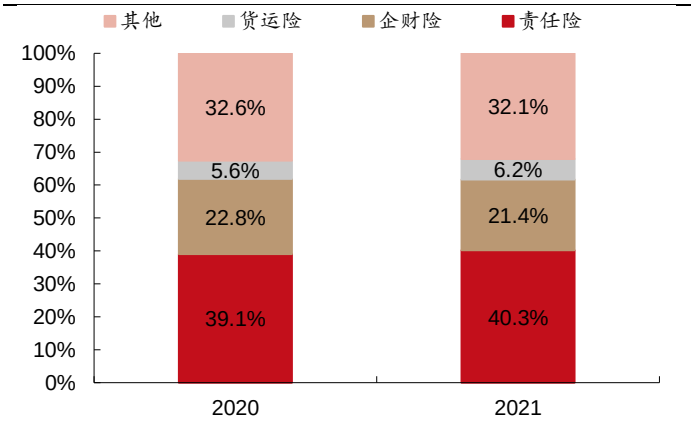
公司主动压降高风险业务，预计综合成本率有望实现一定改善。2022 年上半年受公司压降高风险业务及疫情反复影响，中国财险的责任险、企财险、货运险保费收入同比表现相对低迷。1-7 月企财险、责任险、货运险累计保费收入同比增速分别为 2.0% / 2.5% / 2.0%，增速显著低于非车整体表现（yoy+13.0%）。

图 57：法人业务收入保费收入（亿元）及结构



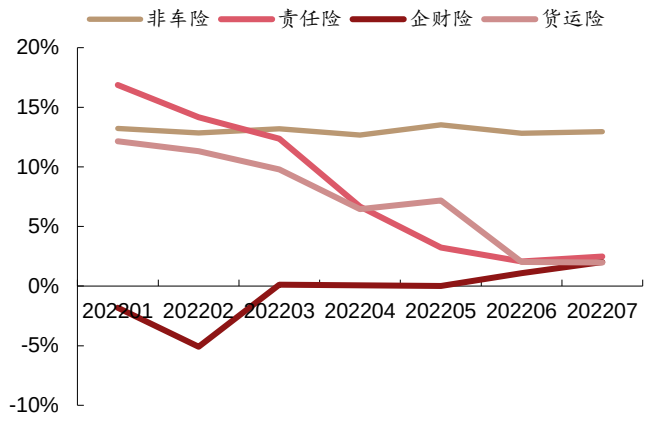
资料来源：2021 年中国人保业绩发布会推介材料，西部证券研发中心

图 58：法人业务收入保费收入及结构



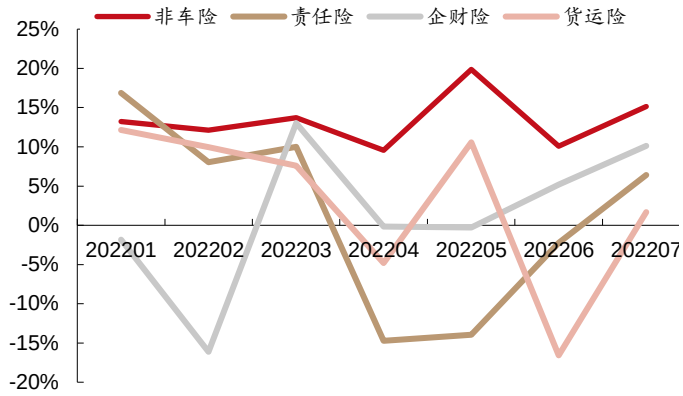
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 59：中国财险非车险累计保费收入同比表现



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 60：中国财险单月保费收入同比表现

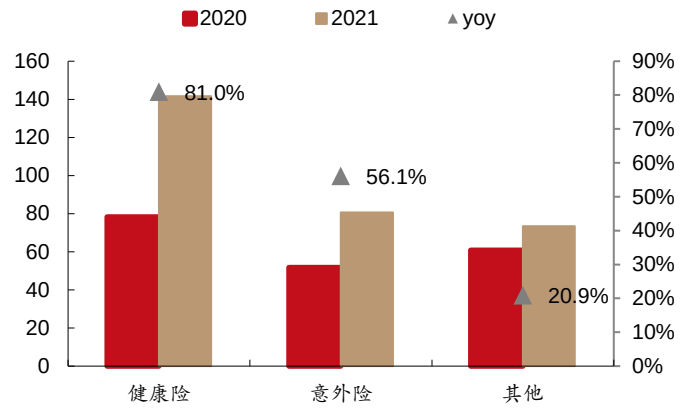


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

3）个人业务：增长快、质量优，下阶段业务的重点发展方向

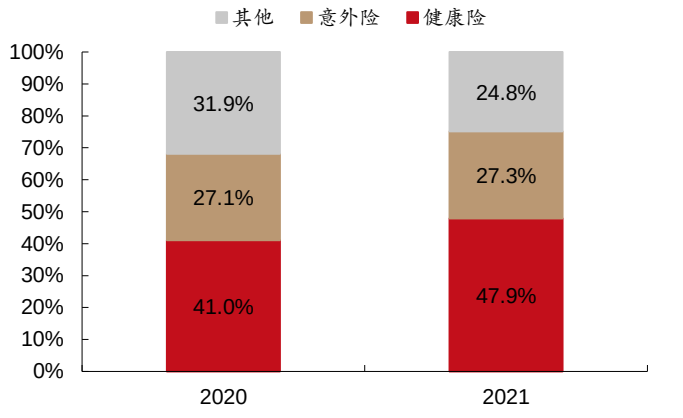
个人业务保费收入贡献占比呈提升态势。2021 年公司个人业务实现保费收入 295.9 亿元，同比+55.1%；占非车业务保费收入的 15.2%，同比+3.9pct（按照 2021 年表现倒推）。细分产品来看，个人业务包括健康险、意外险及其他业务，2021 年分别实现保费收入 141.7 / 80.7 / 73.5 亿元，同比+81.0% / +56.1% / +20.9%；占个人业务比重分别达 47.9% / 27.3% / 24.8%。细分险种来看，2021 年健康险/意外险中个人业务保费收入占比分别为 18%/10%，同比+6pct/+2pct。与其他业务相比，个人业务基数小、增速快、质量优，依托公司成熟的车商渠道优势，三湾改编后有望保持快速发展。

图 61：个人业务保费收入（亿元）及同比



资料来源：2021 年中国人保业绩发布会推介材料，西部证券研发中心

图 62：个人业务收入结构



资料来源：2021 年中国人保业绩发布会推介材料，西部证券研发中心

3.1.2 车险业务：新车及续保双向改善，助力盈利能力提升

受益于行业景气度提升，车险盈利能力有望实现改善。新车产销量同比高增+购车利好政策持续推进态势下，财险行业景气度明显上行，我们判断公司作为财险龙头，车险保费同比增速仍将保持稳健；同时，**受益于三重因素，车险综合成本率有望实现同比改善：**1）疫情影响下，预计车险出险率将出现同比下降；2）持续优化业务结构，主动压降高风险业务，成效有望逐步显现；3）公司聚焦效益指标，对成本及风险管控的重视程度提升。

3.2 长期展望：预计中国财险龙头优势将持续显现

中国财险作为行业龙头，在客户资源、产品定价、数据积累、规模效应等方面的优势有望

持续显现。我们认为，公司市占率有望保持稳中有升态势；其中，公司车险业务在“客户-渠道-产品-服务”四大核心环节的优势预计持续显现；非车业务仍处于发展阶段，公司在农险业务等政府业务资源方面优势显著；法人业务受益于公司在售前-售中-售后的一系列风险管控举措，综合成本率有望实现有效压降；三湾改编后，个人业务有望依托车商渠道优势保持高增，助力承保盈利能力提升。

3.3 估值表现：ROE提升及盈利结构优化有望共同驱动公司估值提升

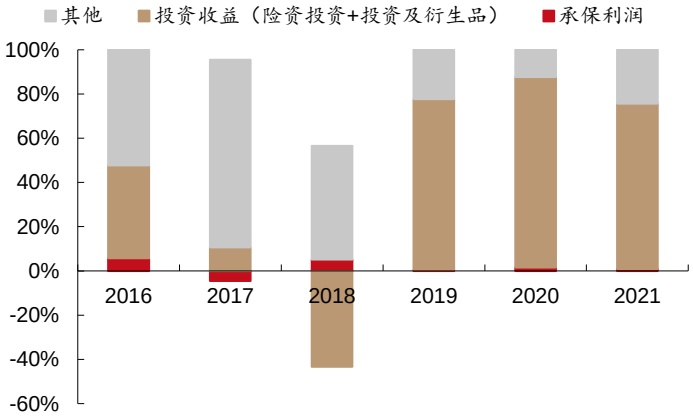
由于中国财险是中国大陆上市的唯一一家传统财险公司，缺乏可比公司，我们选取美国财险市场上最具代表性的两家财险公司——美国前进保险（盈利结构均衡型）及伯克希尔哈撒韦（投资驱动型）作为可比公司，探究中国财险潜在的估值区间。

对比发现，二者盈利结构及 PB-ROE 关联度存在显著差异：

1）**伯克希尔哈撒韦：**参考财险公司盈利模式，我们对伯克希尔哈撒韦的归母净利润进行重新分类，将其简化为一家投资贡献占据绝对主导的财险公司，即公司归母净利润涵盖三个部分：i)承保利润；ii）投资收益：险资投资收益+投资及衍生品收益；iii）其他收益：除 i 及 ii 外其他业务净利润表现。近年来，公司投资收益贡献占比保持高位，2021 年实现收益，2021 年税前利润中投资贡献占比达 74.8%；PB 与 ROE 相关性较弱，估值与资管公司走势相似度更高。

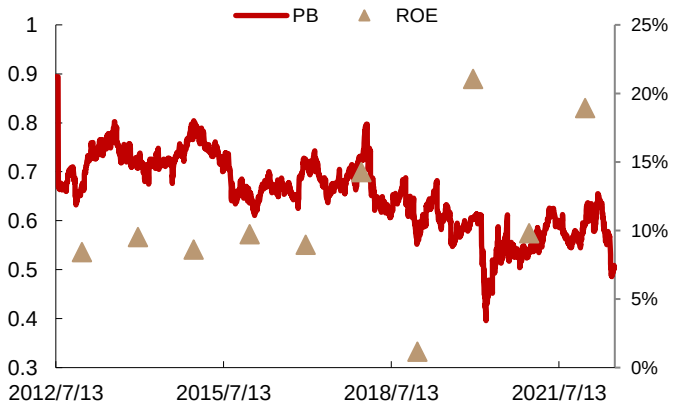
2）**前进保险：**承保利润贡献占比较高，2021 年税前利润中承保利润占比达 49.53%，2013-2021 年承保盈利占税前利润比重均值达 71.54%，2016-2020 年承保利润稳步提升驱动公司估值持续提升，显著优于可比同业，PB 与 ROE 呈现较强关联性。

图 63：伯克希尔哈撒韦归母净利润主要由投资贡献



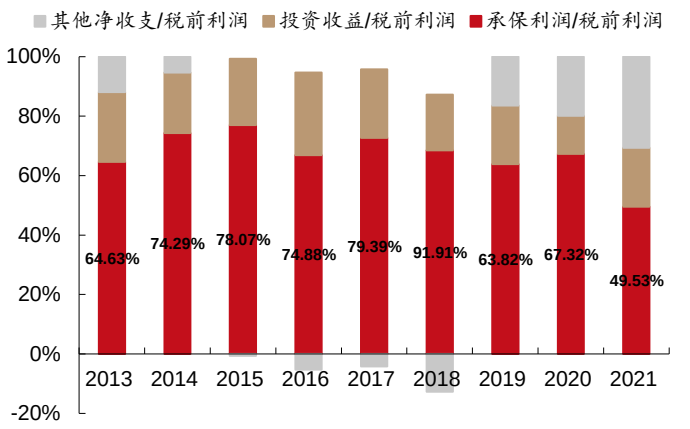
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 64：伯克希尔哈撒韦的 P/B 估值持续低于 1



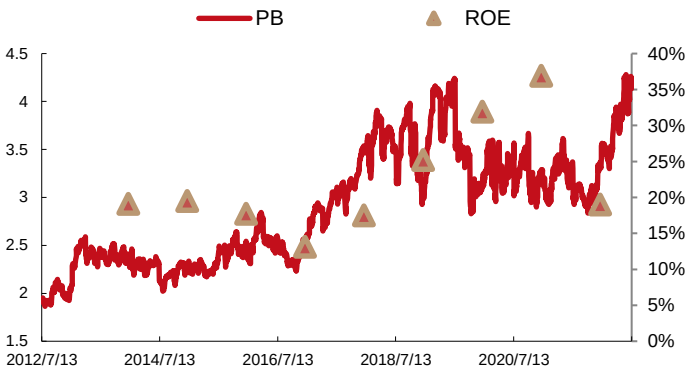
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 65：前进保险税前利润结构



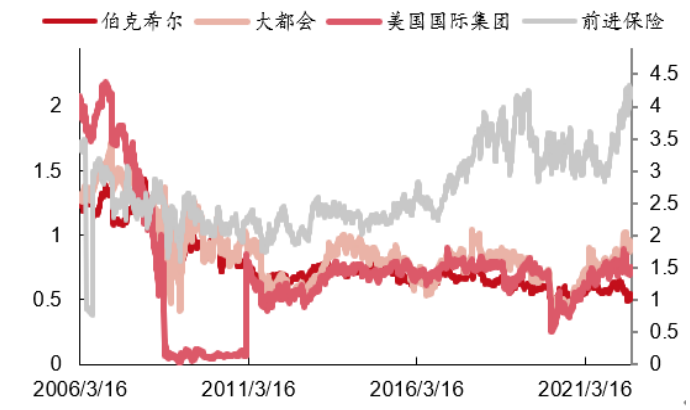
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 66：前进保险 PB 及 ROE 呈现正相关



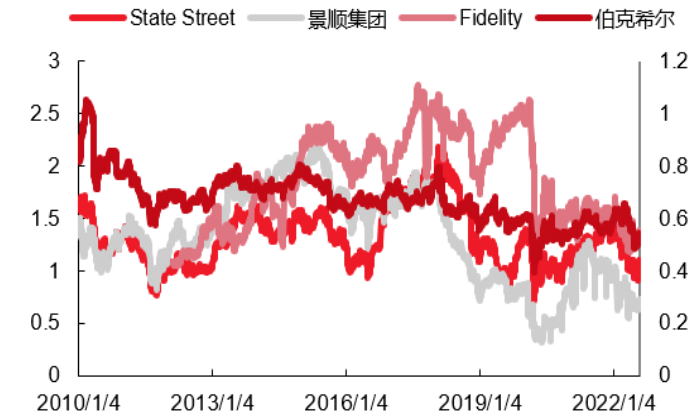
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 67：美国头部保险公司 PB 表现



资料来源：wind，西部证券研发中心

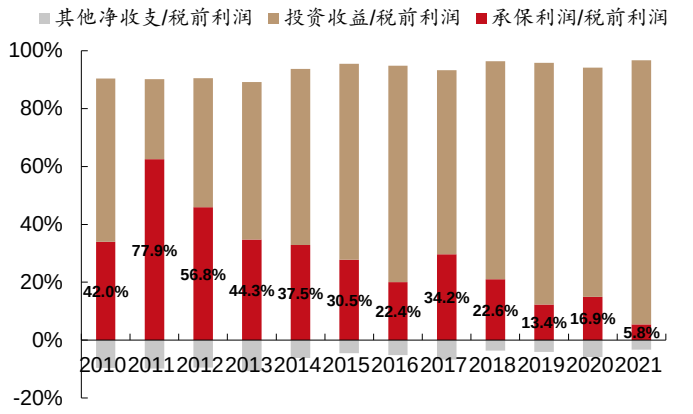
图 68：伯克希尔与头部资管公司 PB 关联度更高



资料来源：wind，西部证券研发中心，伯克希尔哈撒韦 PB 参考右轴

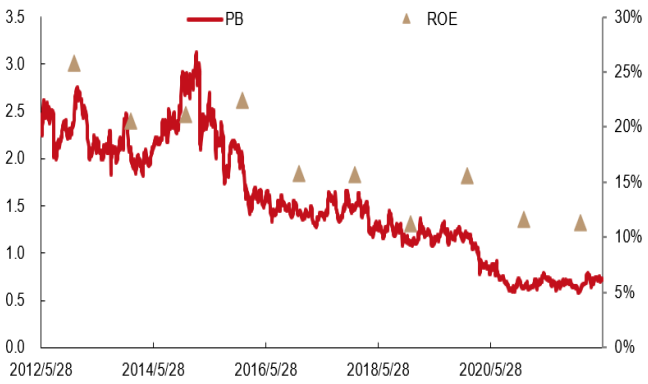
中国财险 PB 与 ROE 呈现较强正相关性，税前利润结构优化或将给估值带来支撑。受非车业务综合成本率承压影响，2021 年公司承保利润同比大幅下降致使税前利润中承保利润贡献占比降至近 10 年来最低水平（5.8%）。复盘中国财险历史股价表现发现，2010-2021 年公司年均 PB 与 ROE 及税前承保 ROE 均呈现较强的正相关性，近年来公司税前投资 ROE 保持相对稳定，税前承保 ROE 处于波动下行状态，参考承保盈利驱动型公司前进保险及投资驱动型公司伯克希尔哈撒韦估值表现，我们认为公司估值调整或与税前承保 ROE 下降具有一定相关性。今年以来，中国财险主动剔除高风险业务，持续强化费用及赔付管控，预计承保利润规模及占比将实现双升，有望对估值形成支撑。

图 69： 中国财险税前利润结构



资料来源：wind、公司公告，西部证券研发中心

图 70：中国财险 PB 与 ROE 呈现较强的正相关性



资料来源：wind、公司公告，西部证券研发中心

公司在业务结构及风险管控方面持续优化，预计成效将逐步显现。1）财险行业景气度提升，公司作为财险龙头优势有望进一步凸显；2）保持较高分红水平，偿二代二期新规切换后偿付能力仍保持较高水平；3）公司股价仍处于低估状态，截至 8 月 22 日，公司股价对应 2022EPB 为 0.7。保费+综合成本率有望实现双重优化，助力承保盈利能力提升。车险业务直接受益于新车产销量复苏，承保车辆+车均保费双升驱动车险保费增长；综合成本率方面，税优政策利好家用车销售，家用车作为优质业务有望助力提升承保盈利能力，疫情期间车险出险率下降+业务结构优化+风控体系完善助力压降综合成本率。非车险保费稳健增长，公司主动压降高风险业务，综合成本率管控成效有望逐步显现。投资展现较强韧性，资产配置结构相对稳定。在长端利率低位波动+权益市场承压的情况下，22Q1 年化总投资收益率为 4.8%，同比-0.8pct，显著优于同业，资产配置较寿险灵活度更高。Q2 权益市场估值迎来上修，预计对公司投资表现形成支撑。公司承保盈利能力+投资能力双优有望撬动 ROE 水平，同时税前利润结构预计将得到改善，有望进一步对估值形成支撑，维持“买入”评级。

四、风险提示

政策风险：监管导向对险企负债端表现产生较大影响，监管对销售宣传、产品形态等要求趋严将给险企业务开展带来一定压力。

利率风险：险企投资久期长，且固收类产品占比较高，长端利率下行将致使险企投资端承压。

市场波动风险：险资资产配置中权益类资产为重要组成成分，权益市场波动将对险企投资端带来一定影响。

疫情反复：疫情对新车产销量水平及非车业务招投标产生一定负面影响，疫情反复可能致使保费同比表现低于预期。

西部证券—行业投资评级说明

超配： 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过大盘（沪深 300 指数）10%以上

中配： 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于大盘（沪深 300 指数）-10%到 10%之间

低配： 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过大盘（沪深 300 指数）10%以上

联系我们

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：9161000071972242D。