

保险 II 行业深度报告

新瓶装旧酒，分红万能齐领奏——揭开新预定利率产品面纱（储蓄篇）

增持（维持）

2023 年 08 月 05 日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

投资要点

- 预定利率如期下调，产品信息披露要求正式实施，行业迎来变革。**2023 年 7 月底前，人身险新产品预定利率已基本完成调整，传统险、分红型人身险产品的预定利率上限分别调整为 3%、2.5%，万能险最低保证利率不能高于 2%（预定利率是保险公司在保险产品设计的不过程中，对投资端资产回报率的不预测）。7 月中下旬以来，头部险企陆续完成新产品的报备和上线，并根据《一年期以上人身保险产品信息披露规则》要求在官网披露产品名称及条款、费率表、产品现金价值表和产品说明书的披露情况。
- 低利率环境下，新型产品有望扛起销售大旗。**2022 年 9 月以来，存款利率出现两次普调，银行理财净值大幅波动，新发基金持续遇冷，叠加居民风险偏好持续下行，保险产品“刚兑保本+长期稳定收益+潜在分红收益增强”的相对优势显现。2Q23 以来寿险产品预定利率下调的不预期，使得居民保险配置意愿提前释放。我们预计，当前居民风险偏好下行可能是结构性的而非周期性的。低利率环境下，以分红和万能为代表新型产品有望扛起销售大旗，新型对渠道、客户和公司提出了更高的要求。
- 新预定利率产品分析：新瓶装旧酒，分红万能齐领奏。**我们以市场更为关注的储蓄型业务切入点，观察主要长期储蓄型产品（增额终身寿险和年金险）在新旧预定利率下客户实际收益（IRR）的表现情况，以此来判断新产品的吸引力以及公司产品形态和定价策略的变化。从增额终身寿险来看，目前新产品有三种形态，分别为以 3.0%固定增额比例的传统险、以 2.5%为预定利率的分红险、分红险万能险组合的双主险计划。1) 从传统险来看，太保长相伴、新华荣耀鑫享、平安盛世金越和国寿臻爱传家第 50 保单年度新/旧产品 IRR 分别为 2.88%/3.19%，2.76%/3.23%，2.87%/3.26%和 2.66%/2.79%新产品均不同程度低于老产品。2) 分红型增额终身寿险产品，红利利益演示 IRR 相比传统险和保证利益 IRR 更高，体现了投保人对产品经营看涨期权的金融属性。我们计算了友邦传世盈佳第 15/25/35/45/55 保单年度产品 IRR 分别为 2.45%，3.16%，3.40%，3.52%和 3.59%。3) 平安盛世金越尊享分红保险产品组合计划来看，分红利益+结算利率演示（4.0%）具有比传统险更高的收益率水平。分红利益+结算利率演示 4.0%IRR 于第 20/30/40/50 个保单年度分别为 2.90%/3.31%/3.48%/3.58%。
- 寿险公司产品策略的多方利益平衡。需要满足管理层、投保人、代理人**和**股东多方利益平衡。**我们对比了增额终身寿险与长期年金产品后发现，新产品不同期限的 IRR/定价利率对比表现略差于旧产品，表明新产品在平衡队伍与客户利益上仍有进一步优化的空间，这也侧面反映出队伍利益的相对刚性。传统型增额终身寿险第 50 个保单年度 IRR/预定利率老产品和新产品分别为 97.8%/95.7%。太保鑫享康年养老年金新款产品 IRR 较旧款也有所下降，IRR 数值下降 0.2pct.，新产品 IRR/定价利率比率较旧产品低 6.7pct.。10 年款满期较旧款有所下降。
- 投资建议：我们预计，当前居民风险偏好下行可能是结构性的而非周期性的。**当前市场关注点聚焦在 3.5%预定利率炒停后负债端数据改善持续性，前资产端预期转变是催化板块核心因素，市场信心在政治局会议召开后明显恢复。作为顺周期，保险板块充分受益于长端利率向上+权益市场回暖+地产政策缓释。首推资产端弹性标的【新华保险】和【中国人寿】，推荐【中国平安】和【中国太保】。
- 风险提示：预定利率下降使得产品吸引力下降销售难度增加，宏观经济复苏低于预期，寿险业转型持续低于预期**

行业走势



相关研究

《病树前头万木春——从 MDRT 数据变迁看国内寿险转型成效》

2023-08-01

《上市险企 6 月保费数据点评：寿险新单涨势延续，车险增速持续放缓》

2023-07-17

内容目录

1. 引言：预定利率如期下调，行业迎来变革	4
1.1. 回顾历史五次预定利率调整	4
1.2. 新型产品概念梳理与辨析	5
1.2.1. 分红险：提供保底收益，给予保守定价假设	6
1.2.2. 万能险：保险金额可灵活调整，具备保障投资双重属性	9
1.2.3. 投连险：投资账户透明灵活，提供更高收益可能	10
2. 新产品陆续报备上架	10
2.1. 新型人身险产品利益演示要求信息披露更高	11
2.2. IRR 计算	12
2.3. 寿险公司产品策略的多方利益平衡	12
3. 新预定利率产品分析：新瓶装旧酒，分红万能齐领奏	13
3.1. 3.0%传统险预定利率增额终身寿险：太保推出鑫相伴	13
3.2. 分红型增额终身寿险：友邦发布传世盈佳	17
3.3. 分红型增额终身寿险与万能险结合产品：平安盛世金越尊享	18
3.4. 传统养老年金产品：太保推出鑫享康年养老年金	19
4. 投资建议与风险提示	20
4.1. 主要结论	20
4.2. 投资建议：花开堪折直须折，莫待无花空折枝	21
4.3. 风险提示	22

图表目录

图 1:	预定利率上限调整情况一览	4
图 2:	平安御享传家终身寿险 2.0 (分红型) 红利演示 (单位: 元)	7
图 3:	万能险保单账户运作原理	10
图 4:	国寿官网对产品名称及条款、费率表、产品现金价值表和产品说明书的披露情况	11
图 5:	寿险公司产品策略的多方利益平衡	13
图 6:	增额终身寿险产品利益示意图	14
图 7:	增额终身寿险 IRR/定价利率对比 (3.5%预定利率与 3.0%预定利率比较)	15
图 8:	增额终身寿险 IRR 对比 (3.5%预定利率与 3.0%预定利率比较)	15
图 9:	平安寿险创造性地将分红型增额终身寿险与万能型增额终身寿险组合销售	19
图 10:	鑫享康年新旧产品 IRR 对比图	20
图 11:	鑫享康年新旧产品 IRR/定价利率对比图	20
表 1:	预定利率调整对保险财富类产品影响分析	5
表 2:	新型寿险产品区别辨析	6
表 3:	分红实现率披露统计	8
表 4:	平安保单生效区间在 2018 年 5 月 31 日及以后产品红利实现率	9
表 5:	各类产品说明书包含内容	12
表 6:	头部寿险公司终身寿险 (传统型) 新预定利率产品 IRR 对比	16
表 7:	头部寿险公司终身寿险 (传统型) 旧预定利率产品 IRR 对比	16
表 8:	头部寿险公司终身寿险 (传统型) 新旧预定利率产品 IRR 对比	16
表 9:	友邦传世盈佳 (分红型) 终身寿险产品回报示例	17
表 10:	平安盛世金越尊享分红保险产品组合计划 IRR 分析 (分红+万能双主险)	19
表 11:	太保鑫享康年 (2023) 养老年金回报示例	20
表 12:	上市险企估值表 (以 2023 年 8 月 4 日股价计)	22

1. 引言：预定利率如期下调，行业迎来变革

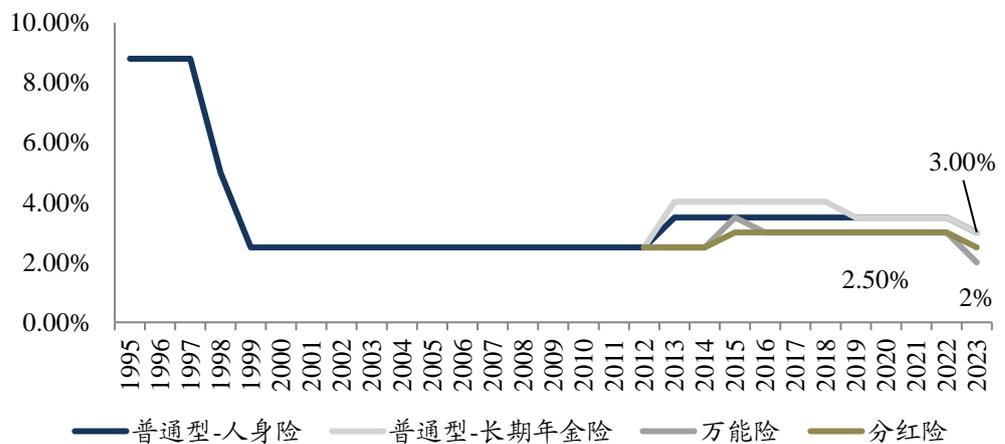
1.1. 回顾历史五次预定利率调整

保险产品的“预定利率”作为一种产品开发工具，是保险公司在保险产品设计的过程中，对投资端资产回报率的预测。假设定价利率下调会直接带来保险产品保费的增加，不同的保险产品由于保单年限、风险结构、附加费用率的不同，其市场竞争力的影响也不一致。

$$\text{趸交保费} = \sum_t \frac{\text{保险责任}_t \times \text{发生率}_t}{(1 + \text{定价利率})^t} / (1 - \text{费用率})$$

回顾历史，传统险产品预定利率变化主要分五个阶段。第一阶段是1999年之前，保单预定利率较高，平均利率超过9%；第二阶段是1999-2013年，预定利率不超过2.5%，2013年原保监会启动人身险产品费改；第三个阶段是2013-2019年，普通型人身险预定利率上限调整为3.5%，长期年金险预定利率上限调整为4.025%，2019年8月原银保监会将普通型养老年金或10年以上的普通型长期年金的评估利率由4.025%上限下调至3.5%；第四阶段是2019至2023年7月传统险预定利率上限调整为3.5%；第五阶段，2023年7月底前，人身险新产品预定利率要完成调整。其中，传统险、分红型人身险产品的预定利率上限分别调整为3%、2.5%，万能险最低保证利率不能高于2%。

图1：预定利率上限调整情况一览



数据来源：原银保监会，东吴证券研究所

我们根据《中国人身保险业经验生命表（2010-2013）》CL1表测算预定利率调整对保险财富类产品毛保费影响，从利率敏感性排序来看，终身寿险>年金>重疾>两全>定期寿险。我们以30岁男性为例，保额为1000元，缴费期限10年，前五年的费用支出率为50%、30%、20%、5%、5%（第六年及以后没有费用支出）。我们分别计算了当预定利率从3.5%下调到3.25%、3.0%和2.75%影响，发现预定利率越低，毛保费上涨幅度越大。当预定利率从3.5%下调到3.0%后，年金险、终身寿险、定期寿险、两全险和健康险对应毛保费涨幅分别为18.4%、19.5%、3.5%、7.5%和16.4%。

表1: 预定利率调整对保险财富类产品影响分析

产品类型	产品介绍	预定利率	预定利率	预定利率
		从 3.5% 下调至 3.25%	从 3.5% 下调至 3.0%	从 3.5% 下调至 2.75%
年金	60 岁给付终身年金	8.8%	18.4%	29.0%
终身寿险	终身死亡给付保额	9.2%	19.5%	30.9%
定期寿险	20 年期定期死亡给付保额	1.7%	3.5%	5.3%
两全险	20 年期定期死亡给付保额 +20 年期年金	3.7%	7.5%	11.5%
重疾险	终身寿险 (主险) + 终身重疾 (附加险 1) + 轻症责任 (附 加险 2) 产品组合	7.8%	16.4%	25.9%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 30 岁男性, 10 年期缴保费, 前五年的费用支出率为 50%、30%、20%、5%、5% (第六年及以后没有费用支出)

2023 年以来保险销售持续回暖主要得益于居民储蓄需求外溢和竞品表现一般。2022 年 9 月以来, 存款利率出现两次普调, 银行理财净值大幅波动, 新发基金持续遇冷, 叠加居民风险偏好持续下行, 保险产品“刚兑保本+长期稳定收益+潜在分红收益增强”的相对优势显现。值得注意的是, 2Q23 以来, 寿险产品预定利率下调的预期, 使得居民保险配置意愿提前释放。根据监管窗口指导, 2023 年 7 月底前, 人身险新产品预定利率要完成调整。其中, 传统险、分红型人身险产品的预定利率上限分别调整为 3%、2.5%, 万能险最低保证利率不能高于 2%。从供给侧来看, 保险公司推出的增额终身寿险, 以期在抵御不确定性风险的同时锁定长期确定利益, 有效满足财富规划需求。后续的持续性需要关注新预定利率产品销售情况和客户接受度, 也要关注竞品表现和居民风险偏好修复情况。我们预计, 当前居民风险偏好下行可能是结构性的而非周期性的。

预定利率下行, 寿险公司利差损隐忧逐步缓解, 新型产品占比提升, 传统险业务占比下降, 长期来看有望引导人身险公司降低负债成本。虽然储蓄型业务吸引力略有下降, 但分红险占比提升有望缓解人身险公司刚性负债成本压力, 值得注意的是, 在资管新规和市场利率中枢下行的共振影响下, 寿险产品本身保本属性有望进一步强化。引导寿险公司预定利率下调体现监管防范利差损风险信号, 未来行业聚焦长期储蓄和保障型产品将逐步成为共识。

1.2. 新型产品概念梳理与辨析

所谓新型产品, 是相对于传统型产品而言, 系指分红保险、万能保险、投资连结保险。具体而言, 传统险收益确定。分红险提供保底收益, 给予保守定价假设, 分红险费率高于传统险, 高出部分可视为投保人对产品经营成果的“看涨期权”费。万能险的保险金额可灵活调整, 具备保障投资双重属性, 作为舶来品, 透明的费率计算方法和灵活的缴费方式成为大资管行业下保险与同业竞争重要产品。投连险的投资账户透明灵活, 提供更高收益可能, 类似公募基金承担账户净值波动。

表2: 新型寿险产品区别辨析

特点	分红险	万能险	投连险
账户结构	无投资账户	投资账户+保障账户	
缴费灵活性	低	高	
账户透明度	低	中	高
账户流动性	低	高	
利润来源	利差死差费差	投资利差	
收益分配	有最低保证, 按年度可分配利润的百分比	取决于投资收益, 有最低保证	完全取决于投资收益
风险承担	投保人与被保险人共担		投保人承担

数据来源: 魏华林《保险学》, 东吴证券研究所整理

1.2.1. 分红险: 提供保底收益, 给予保守定价假设

分红险费率高于传统险, 高出部分可视为投保人对产品经营成果的“看涨期权”费。分红险指按照相对保守的精算假设假定较高的保险费率, 在每个会计年度结束后, 将上一会计年度该类分红保险的可分配盈余, 按一定的比例, 以现金红利或增值红利的方式分配给客户的一种新型人寿保险。分红保险的红利来源于死差益、利差益和费差益所产生的可分配盈余, 投保人可以与保险公司共享经营成果, 同时, 由于每年保险公司的经营状况不一样, 客户所能得到的红利也会不同。2023年初原银保监会《一年期以上人身保险产品信息披露规则》提出, 要求保险公司披露分红实现率指标, 同时取消高、中、低三档演示利率表述, 调低演示利率水平, 其中对于分红险而言, “应当采用保证利益演示和红利利益演示两档演示产品未来的利益给付, 用于利益演示的利差水平分别不得高于 0、4.5%减去产品预定利率”。在答记者问中, 监管明确提出取消高、中、低三档演示利率表述, 调整为两档演示, 并调低演示利率水平, 一方面与市场利率长期走低趋势相符; 另一方面也有利于引导行业关注自身利差损风险的同时, 合理引导保险消费者预期。我们以平安御享传家终身寿险 2.0 (分红型) 红利演示为例, 产品利益演示从过去三档 (高、中、低) 调整为两档 (保证利益演示和红利利益演示)。具体来看, 生存总利益包含现金价值 (退保金) 及交清增额现金价值 (退保金), 身故总利益包含身故保险金及交清增额身故保险金, 保证利益演示和红利利益演示分别与各自的项目所对应。

图2：平安御享传家终身寿险 2.0（分红型）红利演示（单位：元）

保单年度	年交保险费	累计保险费	生存总利益		身故总利益		现金价值（退保金）	身故保险金	当年交清增额保额		累积交清增额保额		累积交清增额现金价值（退保金）		累积交清增额身故保险金	
			保证利益演示	红利利益演示	保证利益演示	红利利益演示			保证利益演示	红利利益演示	保证利益演示	红利利益演示	保证利益演示	红利利益演示	保证利益演示	红利利益演示
1	100000	100000	31300	31801	160000	160501	31300	160000	0	904	0	904	0	501	0	501
2	100000	200000	83900	85710	280000	281810	83900	280000	0	2238	0	3142	0	1810	0	1810
3	100000	300000	154800	159873	420000	425073	154800	420000	0	3559	0	6701	0	5073	0	5073
4	0	300000	219800	229454	420000	431095	219800	420000	0	3602	0	10303	0	9654	0	11095
5	0	300000	284800	300397	420000	435597	284800	420000	0	3648	0	13951	0	15597	0	15597
6	0	300000	291800	312021	420000	440221	291800	420000	0	3694	0	17645	0	20221	0	20221
7	0	300000	298900	324026	420000	445126	298900	420000	0	3739	0	21384	0	25126	0	25126
8	0	300000	306100	336406	420000	450306	306100	420000	0	3787	0	25171	0	30306	0	30306
9	0	300000	313600	349393	420000	455793	313600	420000	0	3835	0	29006	0	35793	0	35793
10	0	300000	321200	362803	420000	461603	321200	420000	0	3882	0	32888	0	41603	0	41603
15	0	300000	362200	438113	420000	495913	362200	420000	0	4135	0	53049	0	75913	0	75913
20	0	300000	409100	529774	420000	540674	409100	420000	0	4411	0	74536	0	120674	0	120674
25	0	300000	462800	641424	420000	641424	462800	420000	0	4719	0	97502	0	178624	0	178624
30	0	300000	523700	776764	420000	776764	523700	420000	0	5049	0	122076	0	253064	0	253064
35	0	300000	592500	940444	420000	940444	592500	420000	0	5404	0	148377	0	347944	0	347944
40	0	300000	670300	1138616	420000	1138616	670300	420000	0	5784	0	176523	0	468316	0	468316
45	0	300000	758400	1378742	420000	1378742	758400	420000	0	6189	0	206643	0	620342	0	620342
50	0	300000	858000	1669233	420000	1669233	858000	420000	0	6624	0	238879	0	811233	0	811233
55	0	300000	970700	2021022	420000	2021022	970700	420000	0	7089	0	273379	0	1050322	0	1050322
60	0	300000	1098100	2446965	420000	2446965	1098100	420000	0	7585	0	310298	0	1348865	0	1348865
65	0	300000	1242200	2962221	420000	2962221	1242200	420000	0	8118	0	349811	0	1720021	0	1720021

数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理；投保案例：王先生（40周岁）为自己投保平安御享传家 2.0 终身寿险（分红型）（简称御享传家 2.0），选择交费期间为 3 年，年交保险费 10 万元，基本保险金额为 25.26 万元，合计保险费 30 万元，红利领取方式为购买交清增额保险。主要保单年度保单利益测算如上

分红险规范日臻完善，分红实现率披露有助于投保人客观比较不同人身险公司实际经营成果。2018 年原银保监会发布《关于组织开展人身保险产品专项核查清理工作的通知》（银保监办发〔2018〕19 号），以全面规范人身保险产品开发设计行为，规范分红险利益演示要求。2020 年 2 月原银保监会发布《关于强化人身保险精算监管有关事项的通知》，修订完善了分红险利益演示的方法，明确了演示利率上限，并将红利分配比例统一为 70%，以更好引导客户合理预期，防范销售误导和恶性竞争。原银保监会 2023 年 1 月 4 日发布《一年期以上人身保险产品信息披露规则》，文件从 2023 年 6 月 30 日起施行，要求保险公司每年在宣告分红方案后，在 15 个工作日内披露该分红期间下各分红型保险产品的红利实现率。红利实现率的公布可以提升分红产品对消费者的信息透明度，帮助消费者更好的了解分红产品的风险与回报；也可以帮助险企增加市场竞争的透明度以及消费者对产品的信任度。大部分险企已公布各产品的红利实现率。分红险某年度实际派发的红利同该产品所有保单红利演示水平的比值就是红利实现率，此项指标可以反映该款分红险产品在披露年度的分红状况，以衡量险企实际派发的红利同演示红利的差异。其中采用现金红利分配方式¹的需要披露现金红利实现率；采用增额红利分配方式²的需要披露增额红利实现率和终了红利实现率。

$$\text{现金红利实现率} = \frac{\text{实际派发的现金红利金额}}{\text{红利利益演示的现金红利金额}}$$

¹现金红利分配方式，也称为美式分红，每个会计年度结束后，寿险公司首先根据当年度的业务盈余，由公司董事会考虑指定精算师的意见后决定当年度的可分配盈余，各保单之间按它们对总盈余的贡献大小决定保单红利。保单之间的红利分配随产品、投保年龄、性别和保单年限的不同而不同，反映了保单持有人对分红账户的贡献比率。

²增额红利分配方式，也称为英式分红，每年以增加保额的方式分配红利，增加的保额作为红利一旦公布，则不得取消。采用增额红利分配方式的，保险公司可在合同终止时以现金方式给付终了红利。领取方式包括：年度红利和终了红利等。

$$\text{增额红利实现率} = \frac{\text{实际派发的红利保额}}{\text{红利利益演示的红利保额}}$$

$$\text{终了红利实现率} = \frac{\text{实际派发的终了红利金额}}{\text{红利利益演示的终了红利金额}}$$

寿险公司按监管要求陆续完成披露分红实现率要求，有 87% 的产品，分红实现率超过 100%。此次已有 650 余款分红险产品对分红实现率进行披露，从统计的数据来看，险企的分红险产品红利实现率比较高。

表3: 分红实现率披露统计

合计	<80%	[80%-90%)	[90%-100)	=100%	>100%
增额	23	0	0	72	26
现金	10	14	8	208	177
其他	0	2	28	47	41
合计	33	16	36	327	244

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

平安寿险红利实现率大多数已在 100% 及以上。平安近日根据监管要求公布了红利实现率的最新数据，在计算红利实现率时平安采用的是现金红利实现率，平安将演示利率设置为 4.5%，红利分配比例采用销售产品时演示所用的比例且不低于 70%。我们仅选择了保单生效区间在 2018 年 5 月 31 日及以后的保险产品来进行分析，不难看出平安的红利实现率已经达到了 100% 及以上，这在一定程度上可以体现险企分红实现的可靠性，为客户在选择产品时提供一定的参考。红利实现率的披露也有助于提升险企分红型保险产品的透明度，帮助投保人了解保险公司过往派发非保证利益的表现情况，使得消费者可以更加理性地做出投保决策。在我们统计的十款保险产品中，2023-2024、2022-2023、2021-2022、2020-2021、2019-2020 的红利实现率平均值分别为 108.8%、114.9%、120.4%、121.4%、132.1%。

表4: 平安保单生效区间在 2018 年 5 月 31 日及以后产品红利实现率

产品名称	生效区间	23/6/1- 24/5/31	22/6/1- 23/5/31	21/6/1- 22/5/31	20/6/1- 21/5/31	19/6/1- 20/5/31
	平安盛世逸生终身寿险(分红型)		107.1%			
平安福耀人生(至尊版)年金保险(分红型)		107.1%				
平安福耀人生 2.0 年金保险(分红型)		107.1%	114.3%			
平安御享传家终身寿险(分红型)		107.1%	114.3%			
平安恒耀金生年金保险(分红型)		107.1%	114.3%	121.4%		
平安附加增财宝年金保险(分红型)		125.7%	120.0%	114.3%		
平安传福三号终身寿险(分红型)		107.1%	114.3%	121.4%		
平安英才宝贝教育年金保险(分红型)		107.1%	114.3%	121.4%	121.4%	
平安稳赢金生年金保险(分红型)		107.1%	114.3%	121.4%	121.4%	
平安财富金尊(成人版、少儿版)年金保险(分红型)		107.1%	114.3%	121.4%	121.4%	132.1%
平安金玺人生(成人版、少儿版)年金保险(分红型)		107.1%	114.3%	121.4%	121.4%	132.1%

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

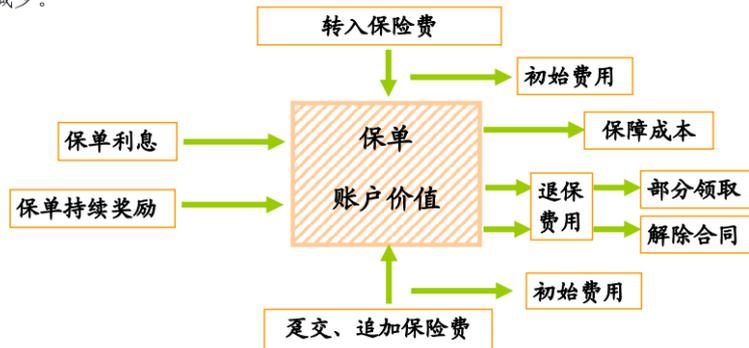
新保险合同会计准则下, 分红险采用 VFA 法, 通过 CSM 的吸收功能有望熨平负债端对报表的波动, 有望对上市险企产品策略布局产生积极引导。新保险合同会计准则下, 长险分红和万能型产品将采用浮动收费法(具有直接参与分红特征的保险合同所适用的计量模型)进行计量, 浮动收费法下, 基础项目中归属于公司权益部分的变化和其他金融风险变动将调整合同服务边际(CSM), 包括发生率、费用率、退保率等非经济假设、利率变动、权益市场变动、投资成分经验偏差等在内的变化将被 CSM 吸收, 有望熨平负债端对报表的波动, 有望对上市险企产品策略布局产生积极引导。

1.2.2. 万能险: 保险金额可灵活调整, 具备保障投资双重属性

万能险作为舶来品, 透明的费率计算方法和灵活的缴费方式成为大资管行业下保险与同业竞争重要产品。万能险是一种具有保险保障功能并设有单独保单账户, 且保单账户价值提供最低收益保证的人身保险, 兼具保险保障和储蓄投资功能。具有三个主要特征: 第一, 保费缴纳灵活。万能险的保费交纳方式较为灵活, 投保人可根据自己的需要选择一次性交清保费, 或者分次交清保费。第二, 可灵活调整保险金额。投保人可以根据自己对保障、投资的不同需求自主选择或随时变更保险金额, 通常保险公司会规定最低保险金额, 而且保险金额的变更需要在保单成立且生效满一年以后。第三, 具备保障寿险产品的特征。万能险产品可以为投保人提供相应的人身保障, 当被保险人死亡或发生重大疾病时, 保险人将给予相应的保险给付。相比分红险, 万能险投资账户有相对明确的投资策略, 在风险可控的前提下, 尽量提高账户的财务投资收益率, 捕捉市场高收益资产。销售环节会议以高(一般为 6.0%)、中(一般为 4.5%)、低(保底结算利率)档进行演示收益, 产品透明度相对较高。

图3: 万能险保单账户运作原理

如下图所示，保单账户价值随着扣除初始费用后的保险费、保单持续奖励、保单利息计入保单账户而增加；随着保障成本的收取、主险保单账户价值的部分领取及相应退保费用的收取而减少。



数据来源：平安人寿万能险产品说明书，东吴证券研究所整理；

2013 至 2017 年间原保监会对万能险历经放开和收紧两个阶段。2013 年原保监会为了引导寿险公司经营模式和产品结构的创新，同时也为了建立市场化主导的费率形成机制，通过“传统险-分红险-万能险”三步走方式逐步放开预定利率的相关限制，给予保险公司更多的定价自主权。2015 年取消万能保险不超过 2.5% 的最低保证利率限制。最低保证利率由保险公司根据产品特性、风险程度自主确定。而利率中枢下移叠加万能险市场的野蛮发展，自 2016 年末以来，原保监会持续规范万能险业务发展，落实“保险姓保”的政策理念，对万能险的规模、经营管理等进行了限制和规范，将万能保险责任准备金的评估利率上限调整为年复利 3%，引导保险资金服务实体经济，支持资本市场平稳健康发展。

1.2.3. 投连险：投资账户透明灵活，提供更高收益可能

投连险投资账户透明灵活，类似公募基金承担账户净值波动。投资连结保险是指具有保险保障功能并至少在一个投资账户拥有一定资产价值，并不保证最低收益的人身保险。投资账户完全独立于保险公司的其他投资账户，这是投资连结保险区别于其他类型保险产品的一个最主要的特征。投资连结保险在操作上的透明度很高，投保人可以知晓每笔保险费在投资账户、死亡成本及管理费用上的具体分配情况。投资连结保险保险费可以灵活支付，保险金额可以灵活调整，投资账户也可以灵活转换，一张保险单就可以灵活适应消费者未来多样化且不确定的理财需求。

2. 新产品陆续报备上架

新预定利率产品逐步上架，3.5% 预定利率老产品有序下架，头部寿险公司已于 7 月末完成新老产品切换。值得注意的是，《人身保险产品信息披露管理办法》要求下，产品目录、条款、费率表、现金价值表和说明书均明确公开，接受监管及社会的监督，有助于投保人更好理解和比较不同产品和不同公司间差异。

2.1. 新型人身险产品利益演示要求信息披露更高

新型人身险产品利益演示要求信息披露更高，对渠道、客户和公司提出了更高的要求。《一年期以上人身保险产品信息披露规则》已在 2023 年 6 月 30 日正式实施，是在原保监会《人身保险新型产品信息披露管理办法》（保监会令 2009 年第 3 号）基础上，结合最新监管实践，对不同设计类型的人身保险产品信息披露要求进行重新梳理并细化，以便消费者更全面、清楚地了解保险产品的功能作用，便于消费者自主选择保险产品。各大险企官网均已陆续按要求披露。

产品说明书的披露有助于提升投保人比较不同公司、不同类型产品的优劣势，提高了产品信息透明度。保险公司会公布保险产品说明书以及保险产品条款，二者在内容以及形式上存在一些不同之处。保险产品条款属于保险合同的一部分，是一份法律文件，具有法律约束力。保险条款的主要目的是规定双方的权益和义务，确保保险合同的正常履行以及保险事故的处理。保险产品条款一般较为详细和专业，包含了具体的保险责任、保险期限、保险金额、免赔额、保险费、投保人义务、理赔流程等具体的条款内容。而保险产品说明书是向潜在客户介绍保险产品的重要文件，是一份非法律约束力的文件，产品说明书的主要目的是向客户提供充足信息便于客户了解产品，做出理性的购买决策。所以产品说明书通常更加简明扼要，包含了产品的基本信息、保险责任、保险范围、投保条件、费用说明、理赔流程等等。主要向客户传递产品的核心信息，所以往往采用更为通俗易懂的语言，且会增加投保示例并列明保单利益示例表，供投保人进行参考。保险产品条款和产品说明书的内容会因具体产品和公司而有所不同。

图4：国寿官网对产品名称及条款、费率表、产品现金价值表和产品说明书的披露情况

<input checked="" type="checkbox"/> 在售保险产品 <input type="checkbox"/> 停售保险产品		产品名称	条款	费率表	现金价值全表	产品说明书	其他材料	备注
<input checked="" type="checkbox"/>		国寿康宁相伴重大疾病保险	查看	查看	查看	查看		
<input checked="" type="checkbox"/>		国寿附加康宁相伴两全保险 (A款)	查看	查看	查看	查看		
<input checked="" type="checkbox"/>		国寿附加康宁豁免保险费疾病保险	查看	查看	查看	查看		
<input checked="" type="checkbox"/>		国寿附加广西学生意外伤害门诊费用补偿医疗保险 (C款)	查看					
<input checked="" type="checkbox"/>		国寿附加广西学生住院费用补偿医疗保险 (C款)	查看					
<input checked="" type="checkbox"/>		国寿附加广西学生重大疾病保险 (A款)	查看					
<input checked="" type="checkbox"/>		国寿附加颐养安康长期护理保险	查看	查看	查看	查看		
<input checked="" type="checkbox"/>		国寿颐养安康养老金保险 (分红型)	查看	查看	查看	查看		
<input checked="" type="checkbox"/>		国寿臻鑫传家终身寿险	查看	查看	查看	查看		
<input checked="" type="checkbox"/>		国寿颐养人生养老金保险	查看	查看	查看	查看		
<input checked="" type="checkbox"/>		国寿如意福终身寿险	查看	查看	查看	查看		
<input checked="" type="checkbox"/>		国寿卓越英才少儿年金保险 (互联网专属)	查看	查看	查看	查看		
<input checked="" type="checkbox"/>		国寿福享E盈养老金保险 (互联网专属)	查看	查看	查看	查看		
<input checked="" type="checkbox"/>		国寿福享E金年金保险 (互联网专属)	查看	查看	查看	查看		
<input checked="" type="checkbox"/>		国寿附加乐学无忧特定传染病疾病保险 (C款)	查看	查看				

1 2 3 4 5 6 7 8 > >>

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

表5：各类产品说明书包含内容

内容	普通型保险产品说明书	分红型保险产品说明书	万能型保险产品说明书	投资连结型保险产品说明书
产品基本特征（保险责任、责任免除、投保范围、保险期间、交费方式、保单利益、等待期、犹豫期等）	✓	✓（需加入分红型保险产品主要投资策略）	✓（需加入万能型保险产品的主要投资策略）	✓
利益演示	✓	✓	✓	✓
犹豫期及退保	✓	✓	✓	✓
风险提示		✓	✓	✓
红利及红利分配		✓		
保单账户			✓	
投资账户情况说明				✓

数据来源：原银保监会、东吴证券研究所

2.2. IRR 计算

IRR（Internal Rate of Return）是内部收益率，是一个可以用来衡量现金流收益率的指标，常常将 IRR 看作衡量保险储蓄产品收益的主要标准。保险产品的预定利率是一种产品的开发工具，是保险公司在保险产品的设计过程当中对投资端资产回报率的预测假设，是保险公司计划给投保人的“投资回报率”。但保险公司存在成本费用，保险公司在经营一个产品时需要承担多项费用，一张保单所涉及的费用成本通常包括：1. 保险公司销售保单所需要知福的获取费用。2. 保险公司经营产生的固定成本费用。3. 保险产品提供风险保障所需分摊的风险成本。4. 保单若早期退保所需承担的退保费用。正因为这些费用成本的存在，所以客户实际到手的投资回报率会低于预定利率。不同公司以及不同产品之间的费用成本假设存在差异，预定利率相同的产品只代表保险公司给客户资金增值所使用的投资回报率相同，但不代表保险公司在定价时采用的费用成本假设也相同，相同预定利率时，费用成本假设高的产品，实际回报率低，费用成本假设低的产品，实际回报率高。所以在选择保险产品时不仅要看预定利率同时也要看产品的 IRR。预定利率的计算公式：

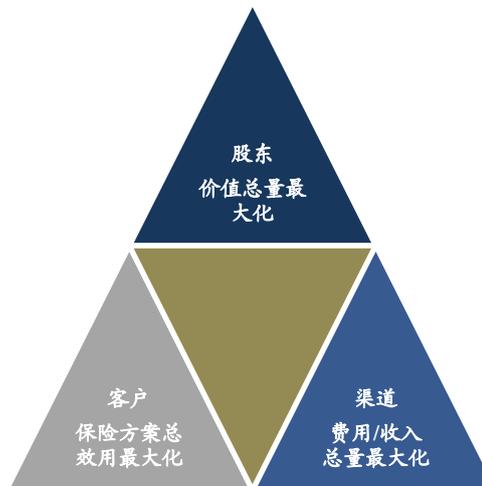
$$\text{趸交保费} = \sum_t \frac{\text{保险责任}_t * \text{发生率}_t}{(1 + \text{预定利率})^t} / (1 - \text{费用率})$$

2.3. 寿险公司产品策略的多方利益平衡

在满足管理层、投保人、代理人 and 股东多方利益平衡下，长期快返年金和终身重疾就成了行业产品主流。一方面，开门红期间的长期快返年金是提升代理人收入和回馈客户的重要基数，而终身寿险主险+附加重疾成为的高价值率低件均保费成为平衡股东利

益和完善客户保障体系的重要补充。但是必须客观认识到的是由于从储蓄型产品向保障型产品切换过程中，件均保费降低是不争的事实（但同时也说明代理人质态仍有待提升，简单粗放型增员无法扭转行业颓势），因此确保高资产规模，拉长、拉高利差依然是产品的最大使命和唯一的选择，结合客户需求，产品战略的核心原则应为“储蓄拉动保障、死差服务利差”。在这个原则下，储蓄型强需求产品的目的，不是追求自身的价值率，而是带动弱需求的高价值产品销售。三大利益相关方转向总量衡量原则，即，股东追求价值总量最大化、渠道追求费用/收入总量最大化、客户追求保险方案总效用最大化。结合未来规模、价值率和需求程度，未来长期年金、终身寿险和长期健康险三足鼎立可期。

图5：寿险公司产品策略的多方利益平衡



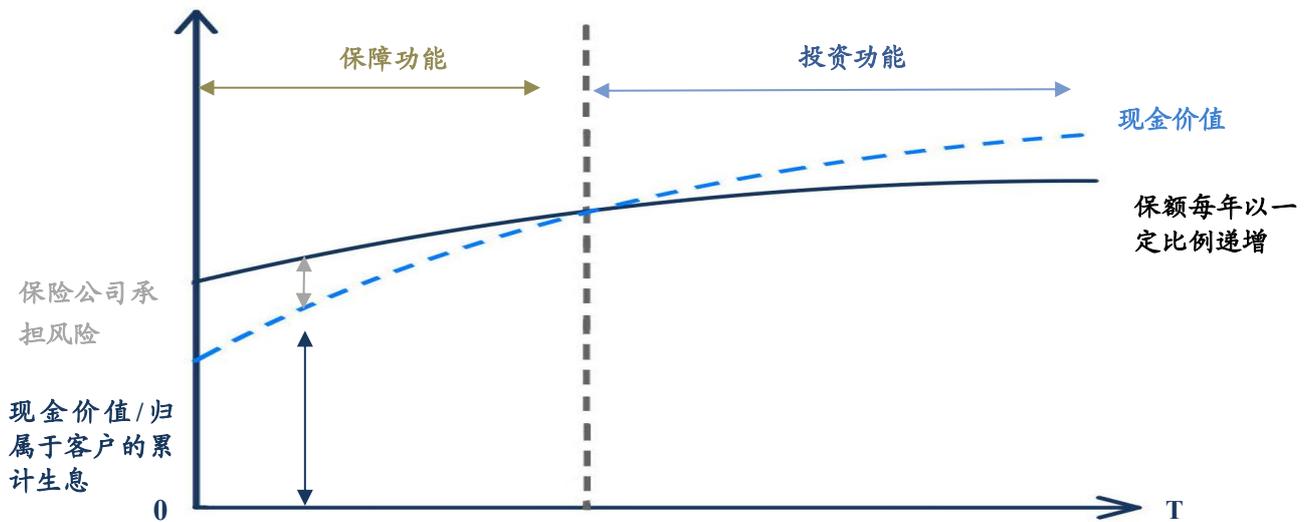
数据来源：东吴证券研究所整理

3. 新预定利率产品分析：新瓶装旧酒，分红万能齐领奏

3.1. 3.0%传统险预定利率增额终身寿险：太保推出鑫相伴

近年来，太保抓住“低利率+低风险偏好”外部环境，积极推出多版本的长相伴增额终身寿险产品，以满足客户对长期储蓄和长期保障型产品的综合需求。2023年以来受预定利率下调影响，该产品市场需求进一步被激活，如太保长相伴（精英版 2.0）终身寿险。该产品卖点在于：1. 长久关怀，终身递增。有效保险金额每年按照 3.0% 确定递增直至终身，为客户提供终身保障。2. 减保灵活，自由调配。可根据资金使用需求，在满足条款要求的条件下，通过减保方式获取部分保单现金价值。3. 保单贷款，缓解压力。产品可通过保单贷款获取流动资金，缓解未来可能出现的现金压力。4. 产品一张保单可保两人，其中一人意外身故或全残可享保费豁免，保单依然有效。

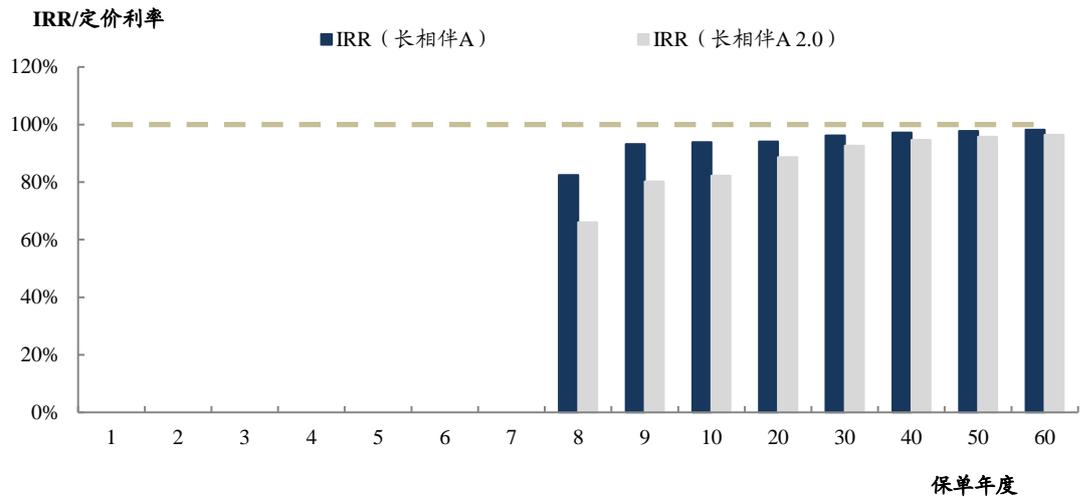
图6: 增额终身寿险产品利益示意图



数据来源：东吴证券研究所整理

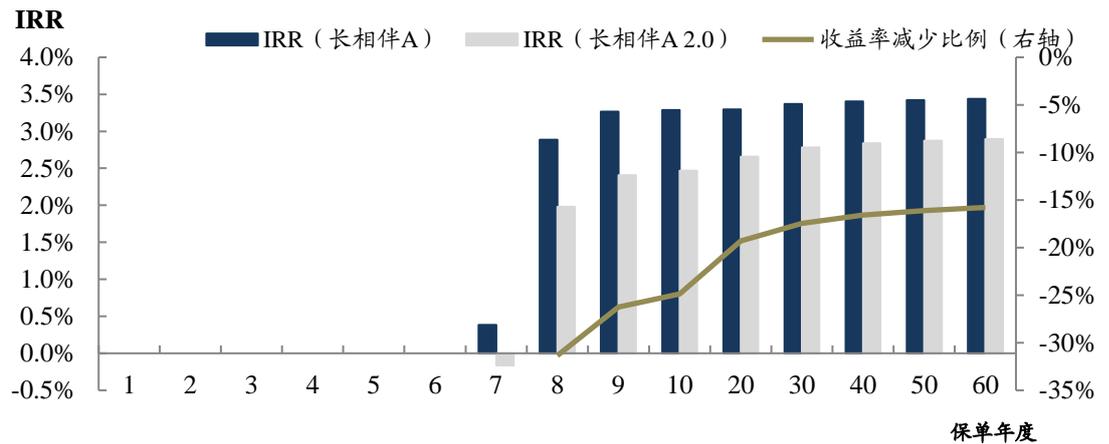
我们以公司近年来主力长期储蓄型业务增额终身寿险为例，分析了新产品太保鑫相伴（至尊版）终身寿险产品在养老保障和财富管理双管齐下的独特优势。根据产品说明书的利益演示，投保人10年后产品内部回报率（IRR）在2.5%-3.0%之间，满足了客户长期储蓄和长期保障的双重需求，且产品负债成本相对可控。我们对比公司此前主力增额终身寿险长相伴A的新旧产品利益说明书，作为一款传统险，该产品IRR在3.5%预定利率和增额比例（根据规定，保额增额比例不得高于定价利率）定价假设下，产品IRR于第七个保单年度为正，而在3.0%预定利率和增额比例定价假设下的新产品（长相伴A2.0）IRR于第七个保单年度仍为负。同时，我们计算了第10/20/30/40/50/60保单年度老产品与新产品IRR分别为3.29%/2.47%，3.29%/2.66%，3.37%/2.78%，3.40%/2.84%，3.42%/2.87%和3.44%/2.89%，新产品均不同程度低于老产品，老产品第60个保单年度IRR为3.44%（基本接近定价和增额比例3.5%），而新产品为2.89%（基本接近定价和增额比例3.0%）。不过值得注意的是，新产品不同期限的IRR/定价利率对比表现略差于旧产品，第10/20/30/40/50/60个保单年度IRR/预定利率老产品和新产品为93.9%/82.3%，94.1%/88.6%，96.2%/92.7%，97.2%/94.6%，97.8%/95.7%和98.2%/96.5%，表明新产品在平衡队伍与客户利益上仍有进一步优化的空间，这也侧面反映出队伍利益的相对刚性。

图7: 增额终身寿险 IRR/定价利率对比 (3.5%预定利率与 3.0%预定利率比较)



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图8: 增额终身寿险 IRR 对比 (3.5%预定利率与 3.0%预定利率比较)



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

4Q22 以来存款利率出现两次普调, 银行理财净值大幅波动, 新发基金持续遇冷, 叠加居民风险偏好持续下行, 保险产品“刚兑保本+长期稳定收益+潜在分红收益增强”的相对优势显现。从供给侧来看, 保险公司推出的增额终身寿险, 以期在抵御不确定性风险的同时锁定长期确定利益, 有效满足财富规划需求。我们同样计算新华保险荣耀鑫享终身寿险产品、平安御享一生 2.0 终身寿险和国寿臻爱传家终身寿险产品 IRR 并进行对比。

表6: 头部寿险公司终身寿险(传统型)新预定利率产品 IRR 对比

保单年度	太保长相伴 2.0 增额终身寿险	新华荣耀鑫享终身寿险	平安盛世金越(尊享版)终身寿险	国寿臻爱传家终身寿险
缴费年限	10 年缴	10 年缴	10 年缴	10 年缴
10	-0.64%	1.93%	1.82%	0.07%
20	2.65%	2.29%	2.60%	1.97%
30	2.79%	2.57%	2.76%	2.38%
40	2.85%	2.70%	2.83%	2.56%
50	2.88%	2.76%	2.87%	2.66%

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所; 上述产品根据 10 年期缴增额终身寿险产品利益演示表计算得到, 我们假设缴费与现金价值退保金均为期末付。

表7: 头部寿险公司终身寿险(传统型)旧预定利率产品 IRR 对比

保单年度	太保长相伴(盛世版)终身寿险	新华鑫荣耀终身寿险	平安盛世金越(尊享版)终身寿险	国寿臻鑫传家终身寿险
缴费年限	10 年缴	10 年缴	10 年缴	10 年缴
10	0.80%	1.13%	1.31%	1.22%
20	2.57%	2.69%	2.78%	2.36%
30	2.94%	3.01%	3.07%	2.61%
40	3.10%	3.15%	3.19%	2.72%
50	3.19%	3.23%	3.26%	2.79%

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所; 上述产品根据 10 年期缴增额终身寿险产品利益演示表计算得到, 我们假设缴费与现金价值退保金均为期末付。

表8: 头部寿险公司终身寿险(传统型)新旧预定利率产品 IRR 对比

保单年度	太保长相伴增额终身寿险		新华荣耀鑫享终身寿险		平安盛世金越终身寿险		国寿臻爱传家终身寿险	
	新产品	旧产品	新产品	旧产品	新产品	旧产品	新产品	旧产品
缴费年限								
10	-0.64%	0.80%	1.93%	1.13%	1.82%	1.31%	0.07%	1.22%
20	2.65%	2.57%	2.29%	2.69%	2.60%	2.78%	1.97%	2.36%
30	2.79%	2.94%	2.57%	3.01%	2.76%	3.07%	2.38%	2.61%
40	2.85%	3.10%	2.70%	3.15%	2.83%	3.19%	2.56%	2.72%
50	2.88%	3.19%	2.76%	3.23%	2.87%	3.26%	2.66%	2.79%

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所; 上述产品根据 10 年期缴增额终身寿险产品利益演示表计算得到, 我们假设缴费与现金价值退保金均为期末付。

我们对于头部险企新旧预定利率下, 传统型增额终身寿险产品 IRR 情况。我们根据 10 年期缴增额终身寿险产品利益演示表计算得到, 缴费与现金价值退保金均为期末付。我们计算了头部寿险公司终身寿险(传统型)新预定利率产品内部收益率, 投保人在第 50 个投保年度内部收益率均在 2.5%-3.0% 之间。太保产品在第 10 个投保年度 IRR 仍为负, 新华、平安和国寿产品 IRR 均在第十个保单年度转正, 分别为 1.93%、1.82% 和 0.07%。从第四十个保单年度开始, 各公司产品 IRR 均已高于 2.5%, 依照表头顺序分别为 2.85%、

2.7%、2.83%和 2.56%。我们对比了头部各公司新旧款传统型终身寿险产品 IRR，在新预定利率下新产品 IRR 从第 20 个保单年度起均低于旧产品。太保长相伴、新华荣耀鑫享、平安盛世金越和国寿臻爱传家第 50 保单年度新/旧产品 IRR 分别为 2.88%/3.19%，2.76%/3.23%，2.87%/3.26%和 2.66%/2.79%新产品均不同程度低于老产品。

3.2. 分红型增额终身寿险：友邦发布传世盈佳

当前利率下行背景下，市场对兼顾保证利益和可期分红的分红险需求不断提升，友邦推出传世盈佳分红型终身寿险，以期在抵御不确定性风险的同时锁定长期确定利益，有效满足财富规划需求。传世盈佳终身寿险的总现金价值不仅包含载于合同的保证利益，还有共享公司经营成果的累计增值红利的现金价值，通过持续的增长和积累，让客户在紧急情况下能够灵活应对。该产品于 2023 年 8 月 2 日上市，卖点在于：1.一旦被保险人发生身故或者全残，除了给付保证利益之外，还有累计增值红利对应的给付金额。2.在分红利益方面，友邦采取稳健分红策略，致力于实现分红的稳定性、平滑性、长期性和客户利益的可持续性。3.投保宽松友好，投保门槛低，下至 7 天，上至 70 岁均可进行投保，且免体检、免财务核保的最高限额均达 2500 万总保费。4.诸多可选保障，配套多项增值服务。其中，“康养管家”以“链接+选择+品质”打造“康养生态圈”闭环，能够满足客户对于居家、社区、机构不同享老方式的诉求。“致成长”精英成长陪伴服务则能够为高净值客户的家庭教育提供“中立指引”和“四维护航”。同时，该产品也适用于保险金信托。

分红型增额终身寿险产品，红利利益演示 IRR 相比传统险和保证利益 IRR 更高，体现了投保人对产品经营看涨期权的金融属性。根据产品说明书利益演示，我们计算了传世盈佳的产品内部回报率。传世盈佳分红型终身寿险 IRR 于第 12 个保单年度才由负转正，转正点比传统型终身寿险多两个保单年度。前期回报率较传统型终身寿险更低是因为分红利益为长期财富保障，前期费用分摊后保费才会逐渐转向投资。同时，我们计算了第 15/25/35/45/55/65 保单年度产品 IRR 分别为 2.45%，3.16%，3.40%，3.52%，3.59%和 3.62%。值得注意的是，传世盈佳产品转正点 IRR 变化较大，保证利益 IRR 增长 4.37pt，分红利益 IRR 增长 3.91pt。在第 11 个保单年度红利利益有显著增长，是滚存红利的累计结果。

表9：友邦传世盈佳（分红型）终身寿险产品回报示例

保单年度	被保人年龄(岁)	年度保费(元)	累计保费(元)	总身故保险金/总全残保险金		总退保金(总现金价值)		IRR 保证利益	IRR 红利利益
				保证利益演示	红利利益演示	保证利益演示	红利利益演示		
1	35	56,320	56,320	90,112	90,736	11,600	12,224	-	-
2	36	56,320	112,640	180,224	182,184	32,800	34,760	-	-
3	37	56,320	168,960	270,336	274,387	59,200	63,251	-	-
4	38	56,320	225,280	360,448	367,392	89,600	96,544	-	-
5	39	56,320	281,600	450,560	461,245	122,400	133,085	-	-
6	40	56,320	337,920	540,672	556,000	158,000	173,328	-	-

7	41	56,320	394,240	551,936	572,857	196,000	216,921	-	-
8	42	56,320	450,560	630,784	658,310	236,800	264,326	-	-
9	43	56,320	506,880	709,632	744,829	280,800	315,997	-	-
10	44	56,320	563,200	788,480	832,481	327,600	371,601	-	-
11	45	-	563,200	788,480	841,804	449,600	502,924	-4.14%	-2.07%
12	46	-	563,200	788,480	851,671	571,600	634,791	0.23%	1.84%
13	47	-	563,200	788,480	862,137	585,200	658,857	0.51%	2.09%
14	48	-	563,200	788,480	873,203	599,600	684,323	0.74%	2.29%
15	49	-	563,200	788,480	884,903	614,000	710,423	0.91%	2.45%
20	54	-	563,200	788,480	953,913	692,000	857,433	1.42%	2.92%
25	59	-	563,200	788,480	1,043,684	781,600	1,036,800	1.69%	3.16%
30	64	-	563,200	884,000	1,255,055	884,000	1,077,305	1.85%	3.31%
35	69	-	563,200	999,200	1,518,656	999,200	1,518,651	1.96%	3.40%
40	74	-	563,200	1,128,800	1,837,087	1,128,800	1,837,087	2.03%	3.47%
45	79	-	563,200	1,274,000	2,221,162	1,274,000	2,221,159	2.08%	3.52%
50	84	-	563,200	1,435,200	2,683,057	1,435,200	2,683,057	2.12%	3.56%
55	89	-	563,200	1,614,400	3,236,989	1,612,400	3,236,978	2.14%	3.59%
60	94	-	563,200	1,805,200	3,899,837	1,805,200	3,899,837	2.16%	3.60%
65	99	-	563,200	2,010,400	4,689,184	2,010,400	4,689,184	2.16%	3.62%
70	104	-	563,200	2,225,200	5,627,012	2,225,200	5,626,991	2.15%	3.62%

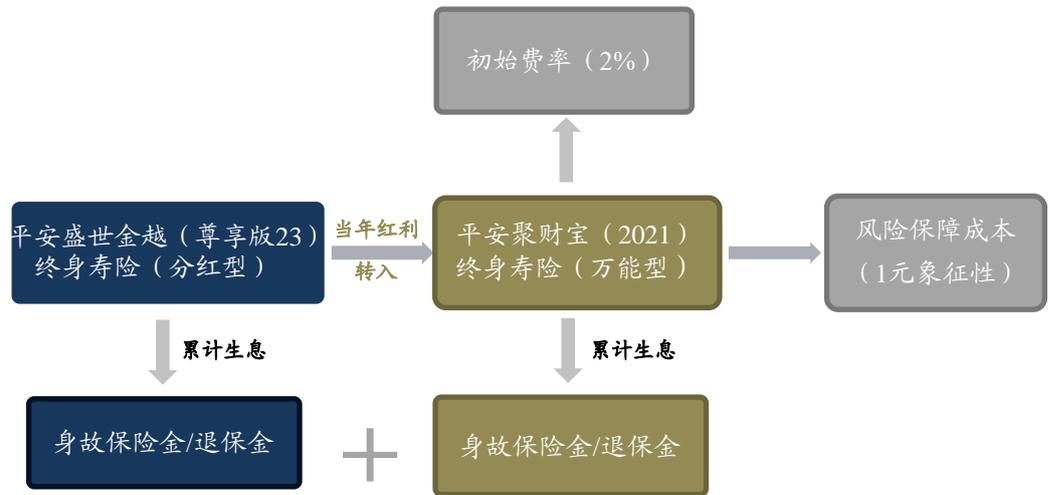
数据来源：公司官网，东吴证券研究所；注：王先生，35周岁，为自己投保了友邦传世盈佳终身寿险（分红型），选择10年交费期间，基本保险金额40万元，保险期间为终身，首年保费56320元。产品责任：身故保险金或全残保险金：若被保险人投保时年龄未满十八岁且于年满十八岁后的首个保险单周年日以前身故或全残，则该身故保险金或全残保险金等于保证利益的现金价值和保险合同的累计保险费两项中金额较大者；若被保险人投保时年龄未满十八岁且于年满十八岁后的首个保险单周年日或以后身故或全残，或若被保险人投保时年龄已满十八岁且在保险合同有效期内身故或全残，则1.若付费年限未满，身故保险金或全残保险金为保证利益的现金价值和累计保险费的一定比例中金额较大者。2.若付费年限已满，则身故保险金或全残保险金等于保险合同基本保险金额 $\times(1+2.5\%)^{(n-1)}$ ，n为保险单年度数、保证利益的现金价值以及累计保费一定比例三项中金额较大者。

3.3. 分红型增额终身寿险与万能险结合产品：平安盛世金越尊享

为迎接低利率时代的到来，平安人寿推出兼具保险保障和资产储备功能的分红型增额终身寿险：平安盛世金越尊享分红保险产品计划。该款产品于2023年7月1日上市，属于分红型增额终身寿险。由平安盛世金越（尊享版23）终身寿险（分红型）、平安聚财宝（2021）终身寿险（万能型）所组成，分红型增额终身寿险为主险，该产品的定价利率、保额增长系数均为2.5%。该产品的卖点在于：1.一定年度后现金价值按约2.5%逐年增长。2.现金价值、保单分红、万能账户三级联动。搭配的平安聚财宝（2021）终身寿险（万能型）能为客户提供更大的财富增长空间，客户可选择将分红险累积红利存入身故利益，而是转入副险的万能账户进行二次增值。3.支持设置双被保人，增长穿越周期，传承随心掌控。4.均可提供保单贷款。除这些卖点以外，平安人寿还为此产品搭载了许多增值服务，比如满足条件的客户可以享受“平安臻享RUN健康服务权益”，可享受包括亚健康督促、慢性病照护、在线问诊、体检等等十二项核心服务。此外，“金

越尊享分红”的长者客户在一定条件下还可以享受居家养老、高端康养的多项权益。

图9：平安寿险创造性地将分红型增额终身寿险与万能型增额终身寿险组合销售



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

我们根据平安盛世金越尊享分红保险产品组合计划利益演示表，将分红型增额终身寿险与万能型增额终身寿险计算组合 IRR 分析后发现，整体来看分红利益+结算利率演示 (4.0%) IRR > 分红利益演示 IRR > 分红利益+结算利率演示 (1.75%) IRR > 保证利益演示 IRR。分红利益+结算利率演示 (4.0%) 具有比传统险更高的收益率水平。分红利益+结算利率演示 4.0%IRR 于第 10/20/30/40/50 个保单年度分别为 -6.44%/2.90%/3.31%/3.48%/3.58%。

表10：平安盛世金越尊享分红保险产品组合计划 IRR 分析 (分红+万能双主险)

保险年度	第 10 个保单年度	第 20 个保单年度	第 30 个保单年度	第 40 个保单年度	第 50 个保单年度
保证利益演示 IRR	-8.98%	1.43%	1.86%	2.04%	2.15%
分红利益演示 IRR	-6.49%	2.78%	3.11%	3.22%	3.26%
分红利益+结算利率演示 1.75%IRR	-6.59%	2.70%	3.00%	3.09%	3.11%
分红利益+结算利率演示 4.0%IRR	-6.44%	2.90%	3.31%	3.48%	3.58%

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.4. 传统养老年金产品：太保推出鑫享康年养老年金

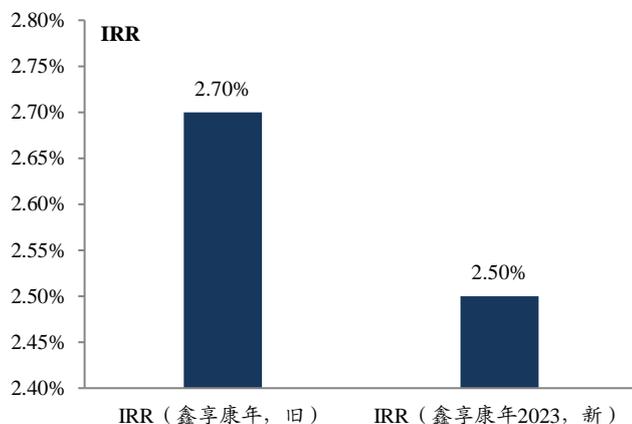
年金产品同样受到预定利率下调影响，我们以太保鑫享康年 (2023) 养老年金新产品进行演示。根据产品说明书的利益演示，投保人可获产品内部回报率 (IRR) 为 2.5%，满足了客户长期保障的需求。对比新旧两版鑫享康年年金产品 IRR 及与定价利率比率，我们计算新旧产品 IRR 分别为 2.5%/2.7%，其 IRR/预定利率表现低于旧产品，分别为 83.3%/90.0%，仍有改善的空间。10 年款满期较旧款有所下降。

表11: 太保鑫享康年(2023)养老年金回报示例

保单年度	被保险人年龄(岁)	年度保费(元)	累计保费(元)	身故保险金或全残保险金(元)	现金价值(退保金)(元)	养老金(元)	满期金(元)	IRR
1	61	100,000	100,000	100,000	46,850	25,000	0	2.5%
2	62	100,000	200,000	175,000	108,270	25,000	0	
3	63	100,000	300,000	250,000	180,520	25,000	0	
4	64	100,000	400,000	325,000	264,590	25,000	0	
5	65	100,000	500,000	400,000	356,080	25,000	0	
6	66	-	500,000	375,000	348,810	25,000	0	
7	67	-	500,000	365,190	341,180	25,000	0	
8	68	-	500,000	358,820	333,170	25,000	0	
9	69	-	500,000	352,090	324,750	25,000	0	
10	70	-	500,000	344,990	0	0	340,900	

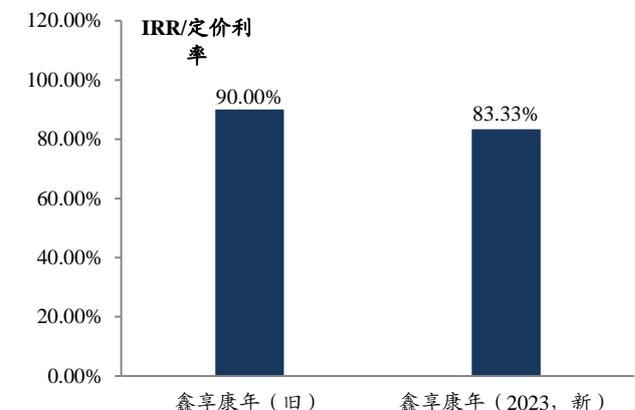
数据来源: 太保官网, 东吴证券研究所; 注: 产品示例: 张先生, 60周岁, 为自己投保了10份“太保鑫享康年养老年金保险”, 年交保险费100,000元, 5年交清, 保险期间为10年, 基本保险金额344,990元。产品责任: 1、养老金: 张先生可于第1个合同生效日对应日起每年领取养老金, 直至身故或保险期间届满前一个合同生效日对应日或合同终止(以较早者为准)2、满期金: 张先生可于保险期间届满后领取344,990元的满期金。3、身故保险金或全残保险金: 按已支付的保险费总额与已领取养老金总额的差额和现金价值较大者给付。

图10: 鑫享康年新旧产品 IRR 对比图



数据来源: 公司官网, 公司公告, 东吴证券研究所

图11: 鑫享康年新旧产品 IRR/定价利率对比图



数据来源: 太保官网, 公司公告, 东吴证券研究所

4. 投资建议与风险提示

4.1. 主要结论

2022年9月以来, 存款利率出现两次普调, 银行理财净值大幅波动, 新发基金持续遇冷, 叠加居民风险偏好持续下行, 保险产品“刚兑保本+长期稳定收益+潜在分红收益增强”的相对优势显现。值得注意的是, 二季度以来, 寿险产品预定利率下调的预期, 使得居民保险配置意愿提前释放。根据监管窗口指导, 2023年7月底前, 人身险新产品预定利率已完成调整。其中, 传统险、分红型人身险产品的预定利率上限分别调整为3%、

2.5%，万能险最低保证利率不能高于 2%。保险公司推出的增额终身寿险，以期在抵御不确定性风险的同时锁定长期确定利益，有效满足财富规划需求。

我们预计，当前居民风险偏好下行可能是结构性的而非周期性的。当前市场关注点聚焦在 3.5% 预定利率炒停后负债端数据改善持续性。我们认为无需过度担心 3Q23 新单数据压力。即便预定利率下降（从 3.5% 到 3.0%）对这追求保本长期稳定收益的客户影响不大。产品储备方面，公司推出分红险等利益共享新产品，同时考验队伍的销售能力，优质头部公司有望受益。值得注意的是，相比 2021 年初重疾险炒停后长期健康险销售持续低迷不同的是，当前储蓄型业务外部销售环境是持续且明显改善的，或者说即使没有炒停，储蓄型业务表现本来就不差，关注下半年队伍增员情况和 2024 年开门红产品及策略布局。后续的持续性需要关注新预定利率产品销售情况和客户接受度，也要关注竞品表现和居民风险偏好修复情况。

4.2. 投资建议：花开堪折直须折，莫待无花空折枝

我们认为，当前资产端预期转变是催化板块核心因素。7 月末，政治局会议表述超预期，首提“要活跃资本市场，提振投资者信心”、再提“加强逆周期调节”；不提“房住不炒”，彰显政策发力对于下半年稳经济、稳市场、稳信心的诉求较此前是明显加强了；此后，住建部座谈会及各地表态；证监会学习贯彻精神，中证报再发评论员文章直指“有活力的资本市场是稳预期强信心的重要抓手”。信心比黄金更重要，市场信心在政治局会议召开后明显恢复。

作为顺周期，保险板块充分受益于长端利率向上+权益市场回暖+地产政策缓释，从近期走势来看，指向当前资产端预期转变是催化板块核心因素，个股表现中纯寿险公司涨幅更大。从基本面来看，炒停后关注下半年队伍增员情况和 2024 年开门红产品及策略布局。当前储蓄型业务外部销售环境是持续且明显改善的，或者说即使没有炒停，储蓄型业务表现本来就不差。我们预计 1H23 上市险企 NBV 增速平均达 20%，较 1Q23 个位数增长明显提速，在二季度企业盈利普遍下行的背景下实属不易，核心基本面表现在大金融板块中一枝独秀。个股推荐：首推资产端弹性标的【新华保险】和【中国人寿】，推荐【中国平安】和【中国太保】。

表12: 上市险企估值表 (以 2023 年 8 月 4 日股价计)

代码	公司名称	元 收盘价	EVPS (元)				P/EV			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601318.SH	中国平安	51.90	77.89	84.08	90.44	93.50	0.67	0.62	0.57	0.56
601628.SH	中国人寿	37.98	43.54	47.22	51.03	55.13	0.87	0.80	0.74	0.69
601601.SH	中国太保	30.35	54.01	60.17	64.92	69.35	0.56	0.50	0.47	0.44
601336.SH	新华保险	46.80	83.94	90.25	97.42	105.24	0.56	0.52	0.48	0.44

代码	公司名称	元 收盘价	EPS (元)				P/E			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601318.SH	中国平安	51.90	4.58	7.27	8.62	9.31	11.32	7.14	6.02	5.57
601628.SH	中国人寿	37.98	1.14	1.53	1.74	1.89	33.46	24.75	21.86	20.11
601601.SH	中国太保	30.35	2.56	3.02	3.54	3.95	11.86	10.05	8.58	7.69
601336.SH	新华保险	46.80	3.15	4.12	4.57	5.12	14.87	11.35	10.25	9.14

代码	公司名称	元 收盘价	BVPS (元)				P/B			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601318.SH	中国平安	51.90	46.16	49.79	54.79	59.59	1.12	1.04	0.95	0.87
601628.SH	中国人寿	37.98	15.43	16.65	17.98	19.40	2.46	2.28	2.11	1.96
601601.SH	中国太保	30.35	23.75	27.29	29.79	32.50	1.28	1.11	1.02	0.93
601336.SH	新华保险	46.80	32.98	36.36	39.95	43.97	1.42	1.29	1.17	1.06

代码	公司名称	元 收盘价	BVPS (元)				P/B			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
2328.HK	中国财险	8.90	9.57	10.91	12.03	13.23	0.86	0.75	0.68	0.62

数据来源: Wind, 公司财报, 东吴证券研究所

注: 除中国财险外, 以上公司皆为 A 股上市险企, 其中 A 股上市险企股价单位统一为人民币, 港股 (H 股) 险企股价单位统一为港元, 估值数据则按照 1 港元=0.9198 元人民币汇率计算, 数据更新至 2023 年 8 月 4 日, 上述公司盈利预测均来自东吴证券研究所, 均为已覆盖标的。

4.3. 风险提示

1) 预定利率下降使得产品吸引力下降销售难度增加。由于预定利率的下降会使得长期险费率上行、储蓄型产品内部收益率 (IRR) 下降, 若竞品收益率保持不变将会一定程度上增加产品销售难度。

2) 宏观经济复苏低于预期。若放开后, 宏观经济持续无法恢复至疫情前, 甚至是放开前的平均水平, 则对长端利率和权益市场产生较大压制, 拖累寿险板块估值。

3) 寿险业转型持续低于预期。近年来头部寿险公司积极实施寿险转型。若出现存量队伍质态优化不及预期, 新增优增队伍入口迟迟无法打开局面, 进而使得寿险业务新单和价值增长持续低迷。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>