

保险行业2022中期策略： 保险行业是否还具备成长空间？

作者：

分析师 夏昌盛 SAC执业证书编号：S1110518110003

分析师 周颖婕 SAC执业证书编号：S1110521060002



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

摘要

一、2022Q1行业回顾与中报前瞻：上市险企受资产端拖累22Q1净利润合计同比-36.4%，寿险持续低迷，财险复苏趋势强劲

- **利润：**中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保归母净利润分别同比-24.1%、-46.9%、-36.4%、-78.7%、-12.9%，较去年同期大幅下降，主要受资产端表现不佳拖累。
- **寿险：**负债端持续低迷，代理人持续下滑但边际企稳迹象初显。2022Q1寿险负债端延续低迷态势，NBV均为负增长，主要源于21年Q1旧重疾炒停带来的高基数、22年Q1各险企淡化开门红的营销策略以及代理人大幅脱落所致。寿险行业“去产能”调整持续进行，代理人规模持续下滑，但降幅环比收窄，边际企稳迹象初显。
- **财险：**车险复苏趋势强劲，人保财险实现量质齐升。车险综合改革已走过完整一年，人保、平安、太保车险保费收入同步复苏，非车险占比持续提升。人保表现优于同业，核心车险业务实现量质齐升。
- **中报前瞻：**受疫情冲击代理人线下展业受阻，叠加居民消费疲软致使保障型产品销售困难，我们判断2022年Q2仍存在较大压力，但随着3月以来基数效应的减弱、险企代理人规模的逐渐企稳以及绩优导向下代理人产能的提升，NBV降幅有望持续收窄。财险核心车险业务有望迎来量质的同步复苏，非车险稳健增长，我们判断，受疫情影响出险减少，中国财险COR稳中有降。

二、银保重回险企视野，未来十年NBV复合增速可达16%

- 银保渠道被长期定义为规模渠道，主要源于银行当期中收导向下，银保难以形成长期稳定合作。当前，我们判断，受监管边际宽松、银行零售银行转型存在保险配置的主动需求以及险企寻求银保稳保费基本盘的三重因素影响，后续银保渠道将迎来高速发展，核心逻辑在于银行财富管理转型下保险产品销售频次的提升以及银保长期合作下产品、销售形式的升级对价值率的拉升，我们测算，未来十年银保渠道NBV复合增速高达16%。

摘要

三、寿险长期需求强劲，储蓄险+健康险未来十年NBV复合增速可达15%

- ❑ **重疾险：**受居民收入预期下滑、代理人脱落、惠民保冲击等多重因素影响，重疾险短期增速承压。展望后续，我们判断重疾险短期将受益于经济向好与消费复苏，长期将由居民可支配收入提升所带来的渗透率与存量客户加保比例提升驱动，我们测算，未来十年重疾险NBV复合增速高达5%。
- ❑ **医疗险：**当前惠民保与百万医疗险高度趋同，预计短期内将对医疗险造成较大冲击，但医疗险的长期需求依然强劲，核心逻辑在于降低医疗自付比例，我们认为，医疗险的短期破局在于围绕惠民保进行保障范围的拓展与产品分级的推进，长期来看产品与服务的深度融合是关键。我们测算，未来十年医疗险NBV复合增速高达18%。
- ❑ **储蓄险：**资管新规下银行理财净值化管理叠加权益市场大幅波动，保本刚兑的保险产品需求提升，可较好满足客户长期储蓄需求的增额终身寿成为险企阶段性主推产品。长期来看，我们认为，储蓄险将受益于居民财富配置转移以及代理人质量提升所带来的潜在财富客群扩展，我们测算，未来十年储蓄险NBV复合增速高达17%。

四、投资建议

- ❑ **寿险：**寿险方面，随着疫情的好转以及代理人的边际企稳，寿险负债端的修复或将持续；权益市场好转、地产风险逐步缓释亦能带来投资收益的改善。我们建议继续关注负债端、资产端改善带来的估值修复行情，**推荐中国人寿、中国平安、中国太保**。长期视角下，银保渠道仍有较大发展潜力，未来十年NBV复合增速或达15%，建议关注具备渠道优势的中国平安、友邦保险，持续跟踪控股广发银行的中国人寿的银保战略调整；重疾险、医疗险、储蓄险长期需求依然强劲，建议关注代理人转型早且步伐坚定的险企，如中国平安、中国太保。
- ❑ **财险：**中国财险核心车险业务迎来量质回升，非车险持续改善，当前，中国财险对应2022年PB为0.69X，对应股息率高达6%，**短期数据持续验证+长期向上复苏显现，看好后续估值修复至0.8X-1XPB区间，推荐中国财险H。**

风险提示：居民收入预期修复缓慢；保障型产品销售不及预期；疫情反复；测算基于一定前提假设，存在偏差风险。

目录——保险

第一节：2022Q1行业回顾与中报前瞻：寿险持续低迷，财险复苏趋势强劲

第二节：渠道端：银保重回险企视野，如何把握发力方向？

第三节：产品端：寿险长期需求强劲，向上复苏空间几何？

3.1 重疾险：存量客户经营成为后续发力重心，未来十年NBV复合增速可达5%

3.2 医疗险：医疗自付比例降低创造需求空间，未来十年NBV复合增速可达18%

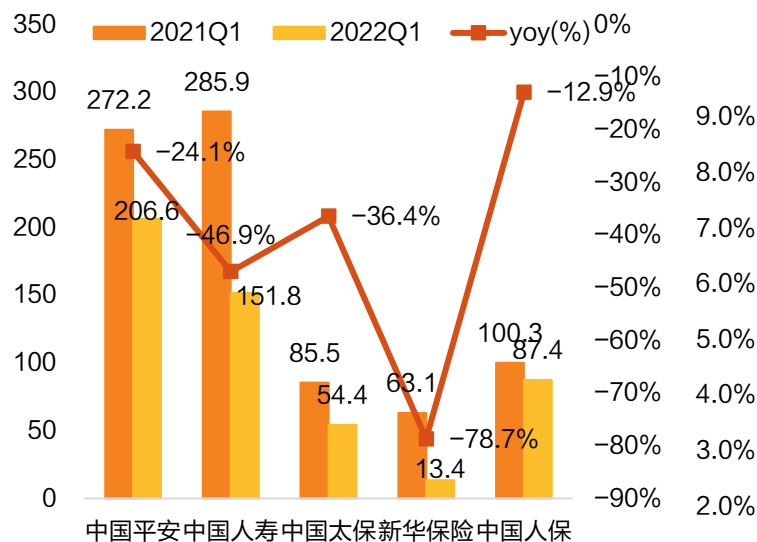
3.3 储蓄险：居民资产配置转移提振保险需求，未来十年NBV复合增速可达17%

第四节：投资建议

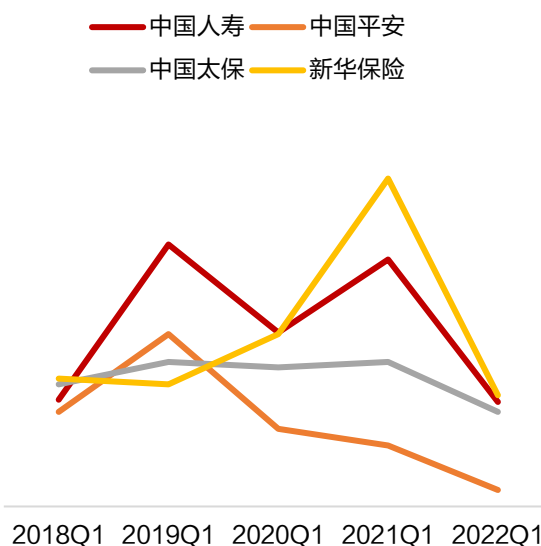
1.1 利润：净利润合计同比-36.4%，主要受资产端拖累

- 22Q1，受资产端拖累，上市险企净利润合计同比-36.4%。中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保分别实现归母净利润207亿元、152亿元、54亿元、13亿元、87亿元，分别同比-24.1%、-46.9%、-36.4%、-78.7%、-12.9%，归母净利润较去年同期大幅下降，我们判断主要受资产端表现不佳拖累。
- 受股市动荡加剧叠加去年高基数所致，险企投资收益大幅下滑。中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险总投资收益率分别为3.88%、2.30%、3.70%、4.00%，分别同比-2.56pct、-0.80pct、-0.90pct、-3.90pct；国寿、平安、太保、新华、人保账面总投资收益分别同比-29.4%、-271.0%、-34.9%、-42.8%、-15.1%，人保表现优于行业，主要源于其较低的权益杠杆（权益类投资资产/净资产），2017~2021年平均为82%，低于其他寿险公司，投资收益及利润受股市波动的影响相对较小，投资稳健性好于同业。

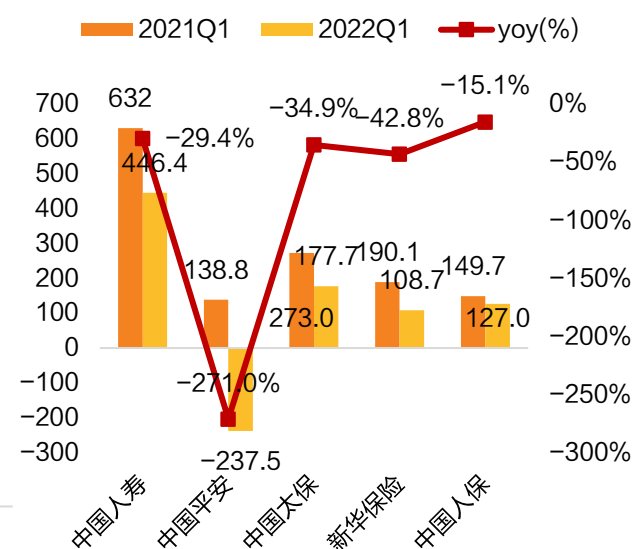
图：上市保险公司1季度归母净利润 单位：亿元



图：上市保险公司总投资收益率



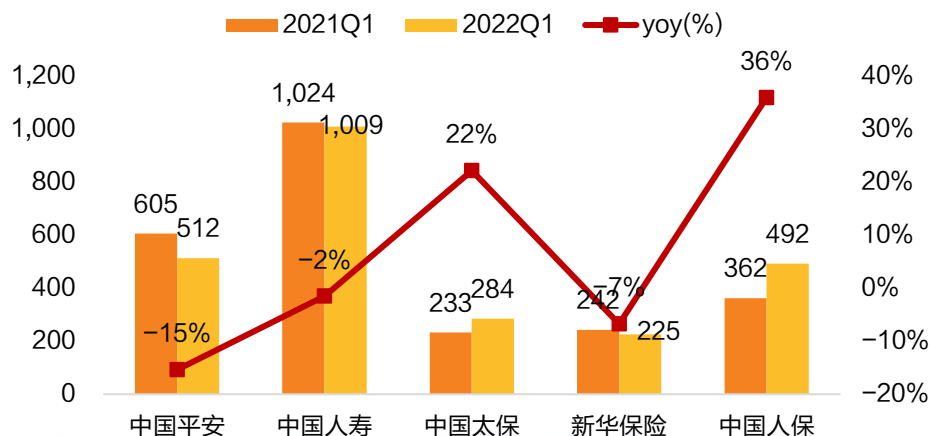
图：账面总投资收益 单位：亿元



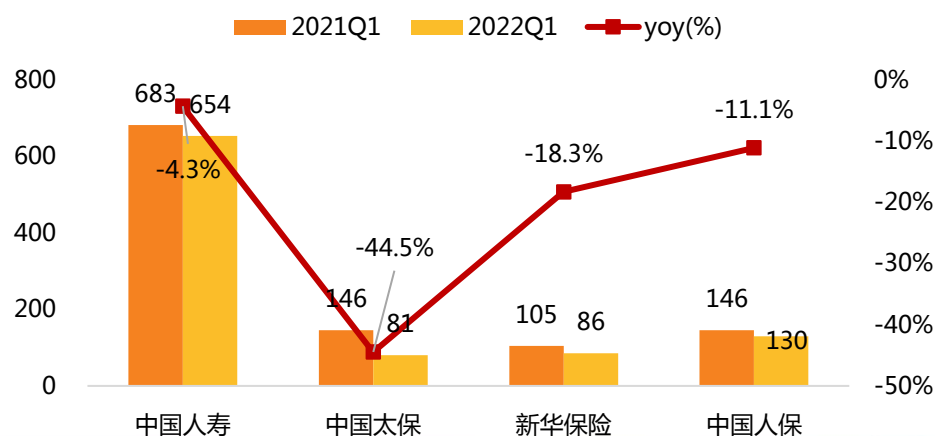
1.2 寿险：负债端持续低迷，代理人规模持续下滑

- 预计2022Q1寿险负债端延续低迷态势，NBV均为负增长。我们认为主要源于21年Q1旧重疾炒停带来的高基数、22年Q1各险企有意淡化开门红的营销策略以及代理人大幅脱落所致。2022年1季度，平安寿险NBV同比增速为-33.7%，我们预计主要由新推出的“盛世金越”增额终身寿带来，其中，新单保费同比-15.4%，单月边际向好，且三月在低基数下实现大幅增长；价值率同比-6.8pct至24.6%，预计主要源于产品结构变化所致。国寿NBV同比-14.3%，预计领先上市同业，主要由新单保费同比-1.5%拉动，我们预计主要源于公司持续推动鑫裕尊享、臻享传家等储蓄型产品所致，但疫情发散叠加代理人规模下滑，公司销售长期保障型产品的难度有所提升，NBV margin较去年同期有所下降，我们预计公司后续或将转向健康险销售，margin较Q1将提升。
- 2022Q1 除人保、太保外，其他公司新单保费均为负增长。1) 2022Q1，平安、国寿、太保、新华、人保寿新单保费分别同比-15.4%、-1.5%、+22.1%、-6.8%、+35.9%，太保、新华代理人渠道新单分别同比-44.1%、-26.9%。2) 2022Q1，国寿、太保、新华、人保首年期交保费分别同比-4.3%、-44.5%、-18.3%、-11.1%，其中，国寿、新华十年期及以上期交保费分别同比-2.8%、-63.3%，占首年期交比例分别同比+0.4pct、-12.6pct。3) 太保、人保新单保费增速遥遥领先，我们判断主要由银保渠道驱动，其中太保银保渠道新单同比+1108.1%至110亿，人保趸交长险新单同比+89.6%至265亿元。

图：上市保险公司2022Q1 新单保费 单位：亿元



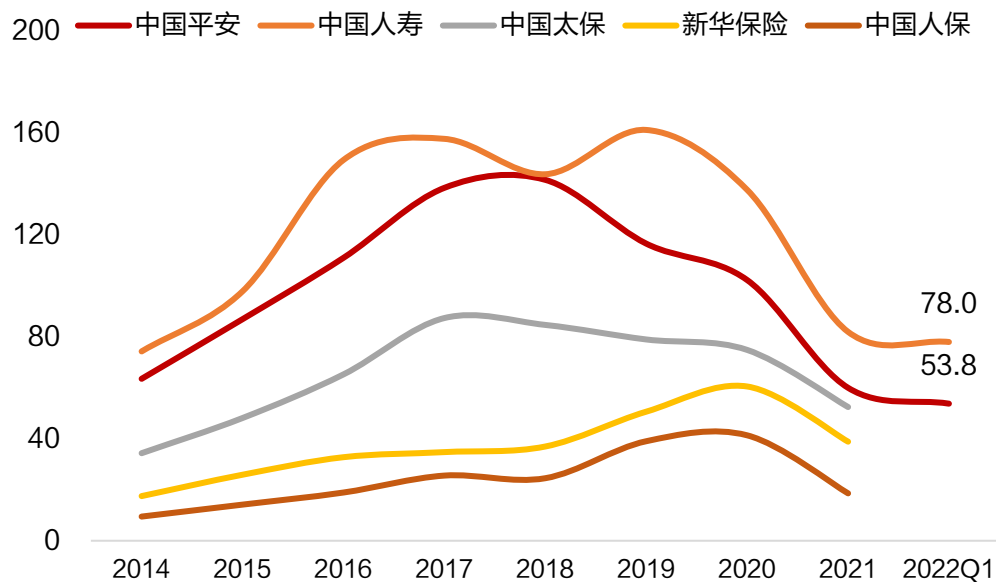
图：上市保险公司 2022Q1首年期交保费 单位：亿元



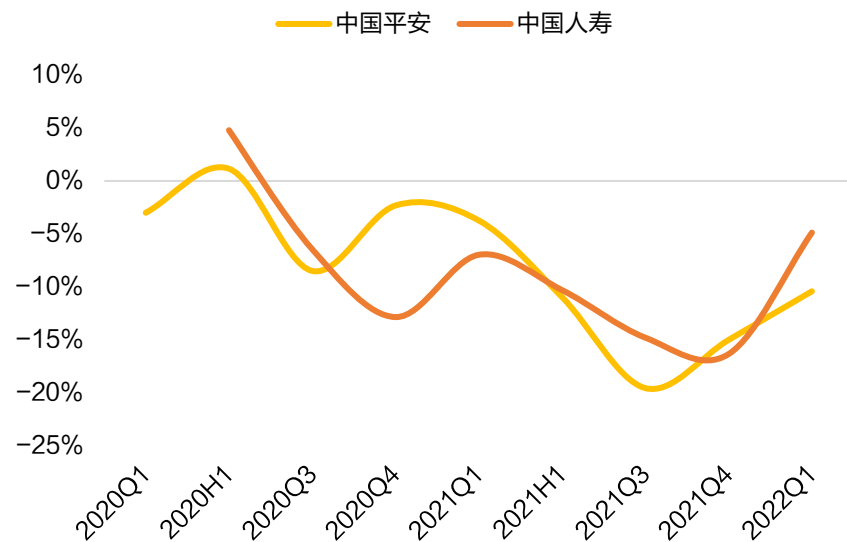
1.2 寿险：负债端持续低迷，代理人边际企稳迹象初显

□ 代理人量降但质升，边际企稳迹象初显。2022年Q1，寿险行业“去产能”调整持续进行，代理人规模持续下滑。截至2022年3月末，平安、国寿代理人规模分别为53.8万人、78.0万人，较年初分别下滑10.4%、4.9%，险企代理人规模已回落至2014-2015年保险代理人考试取消前水平，但边际企稳迹象初显，平安、国寿代理人降幅单季收窄。另一方面，代理人质量有所提升，中国平安大专及以上学历代理人占比同比提升3.5pct。我们判断，寿险队伍调结构已逐步见效，脱落人力以低产能为主，优质人力占比提升。

图：2014-2022Q1上市保险公司代理人规模 单位：万人



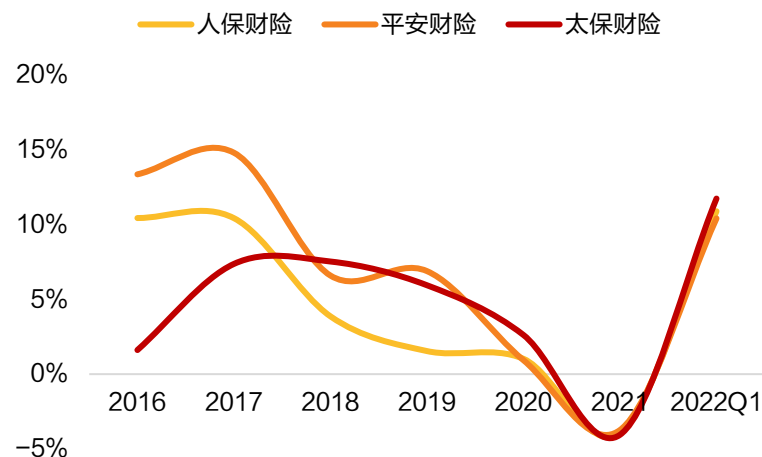
图：代理人规模降幅环比收窄



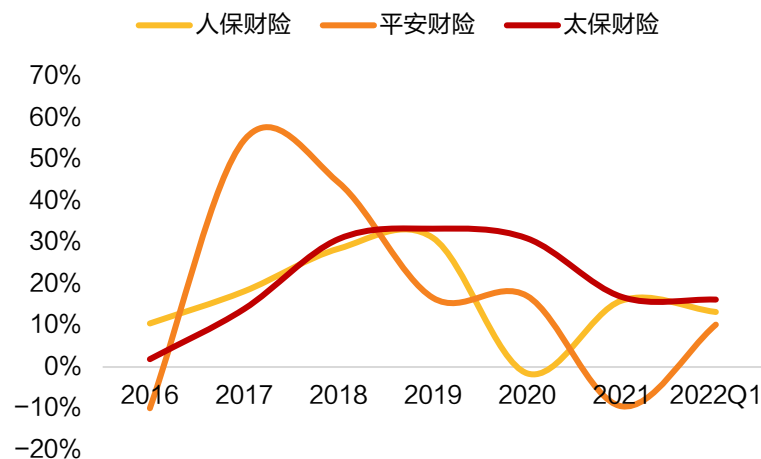
1.3 财险：车险拐点已至，财险保费复苏趋势强劲

□ 财险保费复苏趋势强劲。1) 2022年Q1，人保、平安、太保财险保费收入分别同比+12.2%、+10.3%、+14.0%。2) 车险方面，综合改革已走过完整一年，人保、平安、太保车险保费收入同步复苏，分别同比+10.9%、+10.4%、+11.8%。3) 非车险方面，人保、平安、太保非车险保费分别同比+13.2%、+10.2%、+16.2%，非车险保费占比分别为58.1%、35.5%、51.0%。平安非车险保费低增长预计与主动压缩信保业务有关。

图：财险车险保费增速



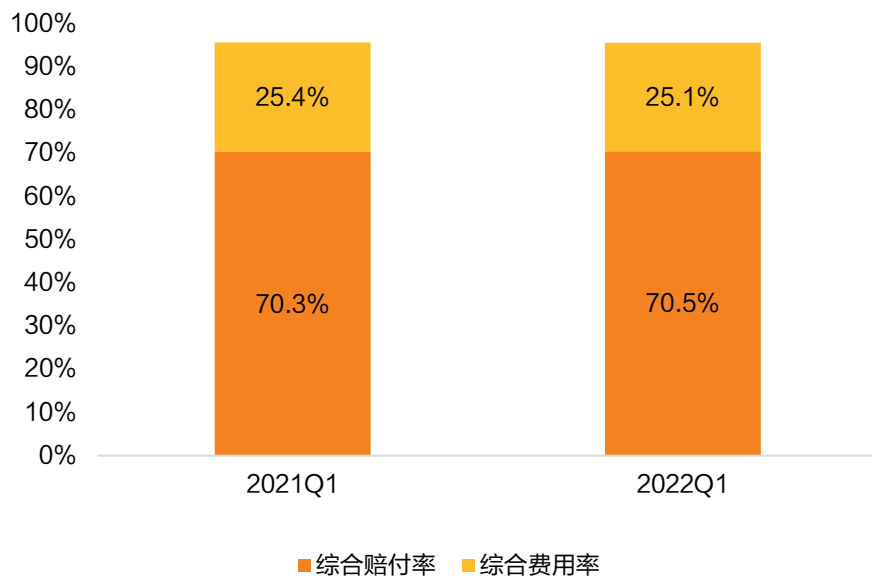
图：财险非车险保费增速



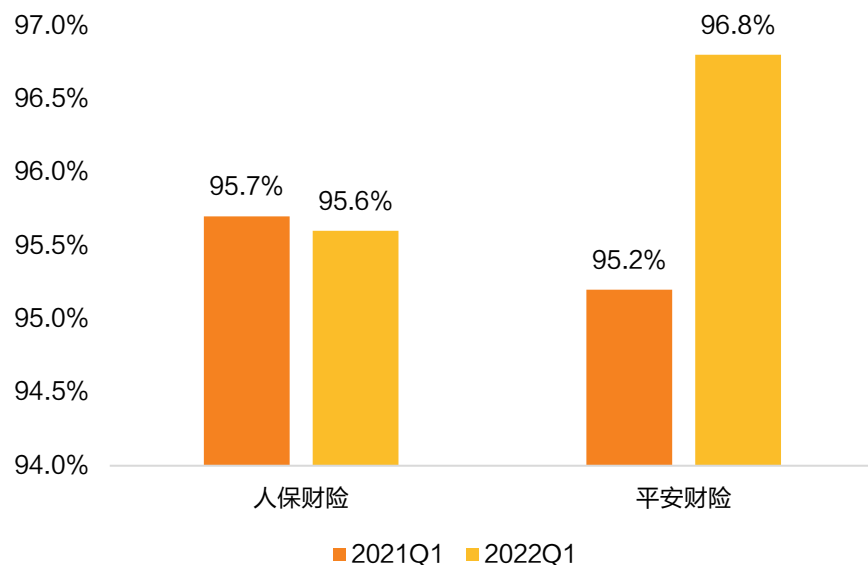
1.3 财险：综合成本率分化，人保表现优于同业

- 上市公司财险综合成本率分化，人保表现优于同业。2022年Q1，人保、平安财险综合成本率分别为95.6%、96.8%，分别同比-0.1pct、+1.6pct，其中，人保财险的费用率同比-0.3pct至25.1%，赔付率同比+0.2pct至70.5%；太保财险2022Q1综合成本率为99.1%，其中综合费用率为28.7%，综合赔付率为70.4%。
- 人保财险核心车险业务质量持续提升。人保车险综合成本率同比+1.4pct至96.0%，一方面，去年Q1保单大部分仍为综改前的保单，保费充足度较高，导致去年Q1COR较低，今年Q1保费充足度降低对COR有恶化效应；另一方面，今年Q1受疫情影响，用车频次降低，出险率降低对COR有改善效应。但前者对COR影响大于后者，因此COR小幅上行。我们判断，综改后车险业务质量改善，家庭自用车和自主直销渠道占比有所提升。

图：人保财险综合成本率的构成



图：平安财险和人保财险的综合成本率



1.4 半年报前瞻：寿险负债延续疲态，财险复苏趋势强劲

- 寿险方面，随着Q2资本市场回暖与基数效应减弱，上市险企利润与NBV边际回暖。
 - ✓ 受疫情冲击代理人线下展业受阻，叠加居民消费疲软致使保障型产品销售困难，我们判断2022年Q2或仍存在较大压力，但随着3月以来基数效应的减弱、险企代理人规模的逐渐企稳以及绩优导向下代理人产能的提升，NBV降幅有望持续收窄。
 - ✓ 受益于Q2资本市场回暖，我们判断，上市险企利润增速或将迎来边际改善。
- 财险方面，车险复苏趋势强劲，COR稳中有降。
 - ✓ 保费：1) 中国财险1-5月车险保费收入同比+6.2%，增幅缩窄主要受疫情影响，我们判断，后续中国财险有望持续受益于汽车产业链的恢复以及燃油车购置税减半与新能源汽车下乡政策对汽车销量的拉动，车险保费有望迎来量价回升。2) 非车险1-5月同比+13.5%，我们判断，在“经济稳增长”的背景下，具备顺周期属性的非车险业务全年有望维持双位数的稳健增长。
 - ✓ COR：受疫情影响出险减少，叠加公司后续风险减量管理运作平台的落地，承保盈利有望改善。
 - ✓ 资产端：受益于Q2资本市场回暖，我们判断公司投资收益率有望边际回暖，但同比或仍将保持下滑态势。

目录——保险

第一节：2022Q1行业回顾与中报前瞻：寿险持续低迷，财险复苏趋势强劲

第二节：渠道端：银保重回险企视野，如何把握发力方向？

第三节：产品端：寿险长期需求强劲，向上复苏空间几何？

3.1 重疾险：存量客户经营成为后续发力重心，未来十年NBV复合增速可达5%

3.2 医疗险：医疗自付比例降低创造需求空间，未来十年NBV复合增速可达18%

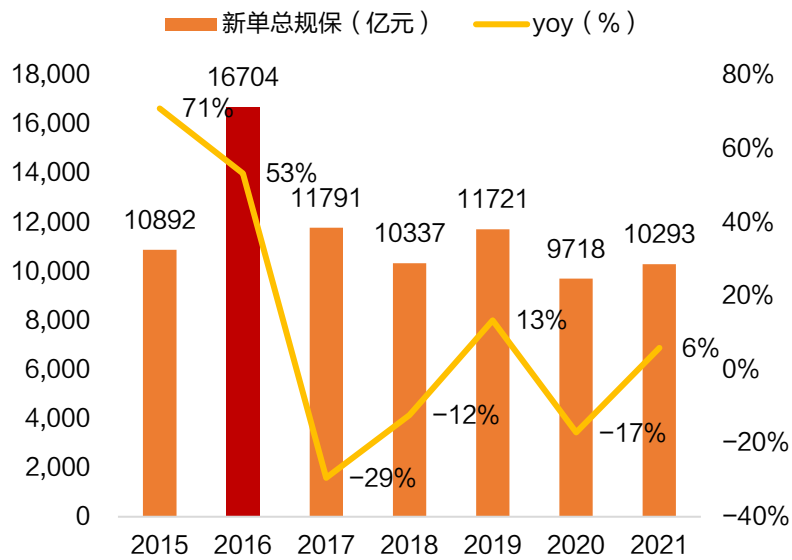
3.3 储蓄险：居民资产配置转移提振保险需求，未来十年NBV复合增速可达17%

第四节：投资建议

2.1 此前掣肘：双重制约，银保渠道增量不增价

- ❑ 传统银保渠道“重规模、轻价值”，规模贡献显著，但价值贡献有限，
 - ✓ 过去十年，众多中小险企为实现高速增长，纷纷在银保渠道采用“重规模、轻价值”的资产驱动负债运作模式，产品也主要以低价值、快返还、趸交、销售简单的短期年金险为主，价值率较低，粗犷发展致使银保渠道长期被视作“快速做大规模、实现弯道超车”的战略性渠道。
 - ✓ 自2017年银保监会134号文对年金产品进行限制以来，各险企积极推进银保渠道转型。虽然银保渠道NBV占比及价值率有所上升，但总体仍处于较低水平。

图：银保渠道新单规保及增速（亿元）



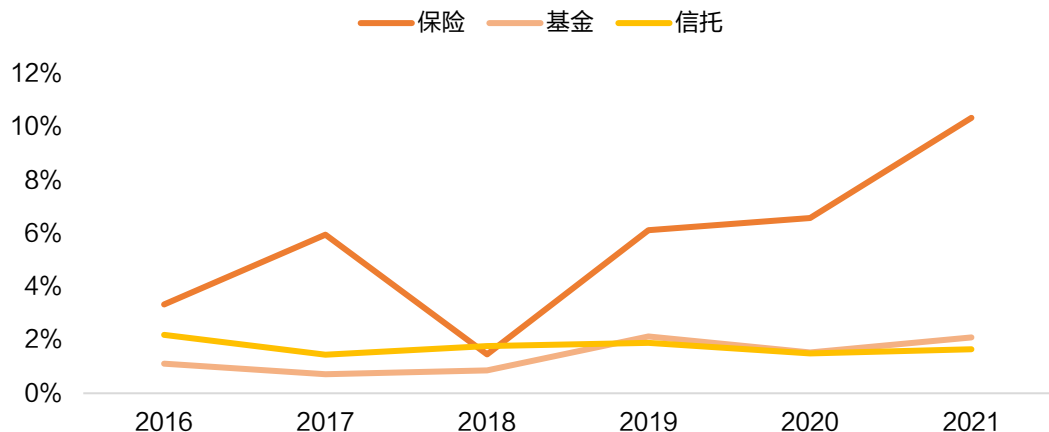
表：银保渠道新业务价值有所提升，但仍然较低

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
银保渠道NBV (百万元)						
中国人寿	2,610	6,536	6,357	6,288	-	-
中国平安	314	716	865	1,191	1,609	1,769
中国太保	-	-	-	-	117	313
新华保险	235	683	579	291	326	497
银保渠道NBV占比						
中国人寿	5.29%	10.87%	12.84%	10.71%	-	-
中国平安	0.62%	1.06%	1.20%	1.57%	3.25%	4.67%
中国太保					0.7%	2.3%
新华保险	2.25%	5.66%	4.74%	2.98%	3.55%	8.31%
银保渠道NBV Margin						
中国人寿	3.02%	8.01%	19.23%	25.12%	-	-
中国平安	2.77%	9.56%	18.75%	20.42%	17.68%	19.33%
新华保险	0.92%	10.52%	12.19%	2.84%	1.41%	1.97%

2.1 此前掣肘：双重制约，银保渠道增量不增价

- 银行营销团队专业能力受限，难以销售高价值保障型产品，与此同时，银行当期中收导向下，银保长期稳定合作受阻，险企难以从长期视角投入战略资源，赋能银行销售团队。
- ✓ 银行营销团队缺乏保障型产品销售能力。除少数领先的零售银行外，大多数银行的营销团队尚未实现专业管理与专职配置，因此，保险产品销售仍以简单储蓄、理财型产品为主，对于复杂程度较高的价值型保障产品的销售仍存在一定难度。
- ✓ 1+3框架下银保合作唯费率论，银保长期稳定合作受阻。2019年，银保监会下发《商业银行代理保险业务管理办法》，规定商业银行除互联网保险与电话销售保险业务外，每个网点在同一会计年度内只能与不超过3家保险公司开展保险代理业务合作。“1+3”限制下，保险公司对银保渠道的争夺愈加激烈，银行往往以支付佣金水平高低作为保险公司的甄选标准。2021年，招商银行代理保险手续费率高达10.35%，是基金产品手续费率的5倍，信托产品手续费率的6倍。在此背景下，银行和保险公司较难维持长期稳定的合作关系，致使险企难以从长期视角为合作银行投入战略资源，赋能银保销售人员。

图：2016-2021招商银行代理保险、基金、信托产品手续费率



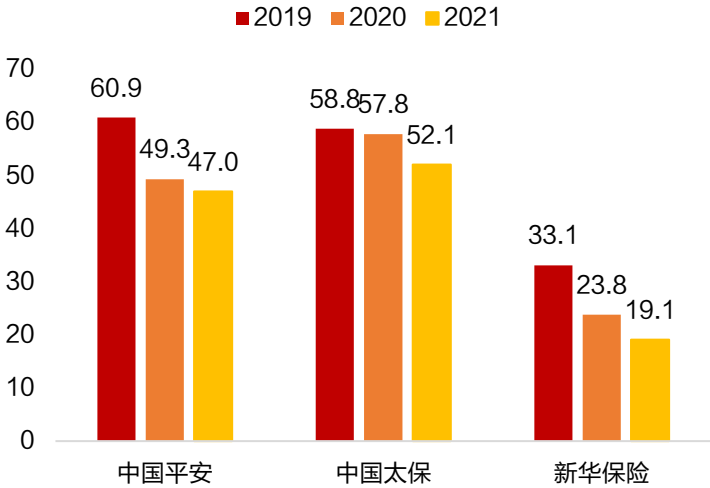
2.2 边际变化：内外驱动，银保量价有望持续复苏

- 监管方面：自2021年来，代理人与互联网渠道监管加强，或倒逼险企寻求银保渠道稳保险基本盘。
- ✓ 代理人监管趋严，致使代理人渠道规模仍存在下降空间。自2021年以来，代理人监管持续加强，“双录”与“代理人分级”征求意见稿先后落地，对代理人留存提出较大挑战。2021年5家上市险企代理人规模净流出165万，且上市险企活动率仍处于下降区间，我们判断，后续代理人仍存在小幅度环比下降的可能。
 - ✓ 互联网保险业务进一步规范，长期险销售要求提高，倒逼中小险企寻求银保渠道稳保险基本盘。2021年，银保监会下发《关于进一步规范保险机构互联网人身保险业务有关事项的通知》，对险企销售互联网保险及互联网长期险作出限制。依据规定，当前可经营互联网长期寿险业务的险企不足25家，且主要以外资保险公司与大型险企为主，鉴于中小险企代理人渠道建设普遍不及预期，新规或倒逼中小险企发展银保渠道。

表：2021年以来代理人渠道监管趋严

日期	政策名称	具体内容
2021/06	《保险销售行为可回溯管理办法(征求意见稿)》	保险机构应建立完善的保险销售可回溯管理工作机制，应明确牵头管理部门，对保险销售可回溯工作实行统一管理应督促指导与其合作的保险中介机构建立配套的保险销售可回溯管理制度，并建立定期监督评估机制，将相关要求纳入合作机构准入、清退条件。
2021/12/31	《保险销售从业人员执业失信行为认定指引》	明确了销售人员5大类共计60余项执业失信行为的特征描述，保险销售从业人员的失信灰名单落地，执业失信行为记录及档案将被长期保存，查询期限原则上不少于5年。
2022/4/15	《人身保险销售行为管理办法（征求意见稿）》	实施保险销售人员分级管理，与产品分级相匹配，新增人员于2023年底前达标，现有人员于2024年底前达标。

图：上市险企代理人活动率（%）



2.2 边际变化：内外驱动，银保量价有望持续复苏

- 监管方面：人身险销售新规在广泛征求行业意见后，对银保渠道态度有所放松。
- ✓ 整治“1+3”框架下唯费率论乱象，助力险企和银行开展长期合作。相较于原征求意见稿，现征求意见稿明确提出银行应建立公开公平的准入管理机制，不得简单将保险公司支付佣金水平的高低作为合作机构的甄选标准。
- ✓ 鼓励银行建立专业化保险销售队伍，助力银保价值潜力释放。相较于原征求意见稿，现征求意见稿鼓励具备保险代理业务资质的银行建立专业化保险销售人员队伍，提升保险销售专业化程度；同时，鼓励银行与保险公司创新业务合作模式，提升金融服务能力。

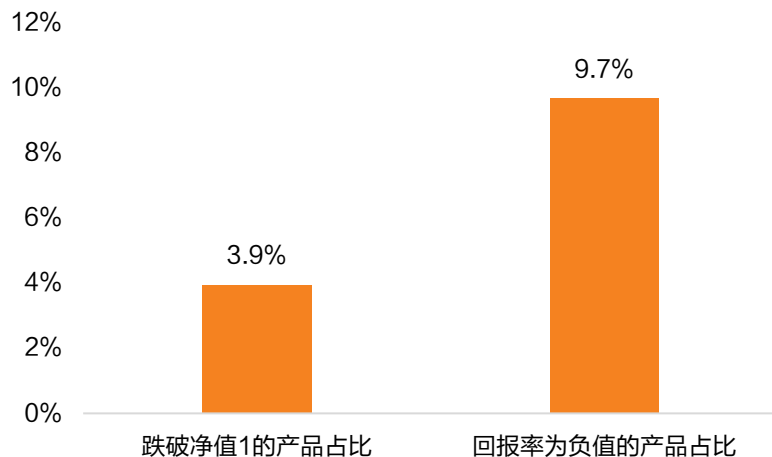
表：人身险销售新规征求意见稿银保渠道改动前后对比

原征求意见稿	现征求意见稿
保险公司可选定银行专属合作网点开展深度合作，每家专属合作网点在每年仅能与一家人身险公司开展本办法约定的深度合作，不得与其他保险公司开展常规兼业代理合作。	具备保代资质的银行选择合作的保险公司时，应建立公开公平的准入管理机制，不得简单将保险公司支付佣金水平的高低作为合作机构的甄选标准。
深度合作模式： 专门区域提供辅助咨询：全程录音录像，客户在接受保险公司人员的辅助咨询后有购买意向的，由商业银行销售人员继续完成保险销售活动，销售管理责任由保险公司和商业银行共同承担。 专门销售区域进行保险产品销售：全程录音录像，销售管理责任由保险公司独立承担。	鼓励具备保险代理业务资质的银行建立专业化保险销售人员队伍，提升保险销售专业化程度；与保险公司创新业务合作模式，从消费者需求角度出发，提供多样化的保险产品类型，丰富保险产品结构，提升一体化金融服务能力。

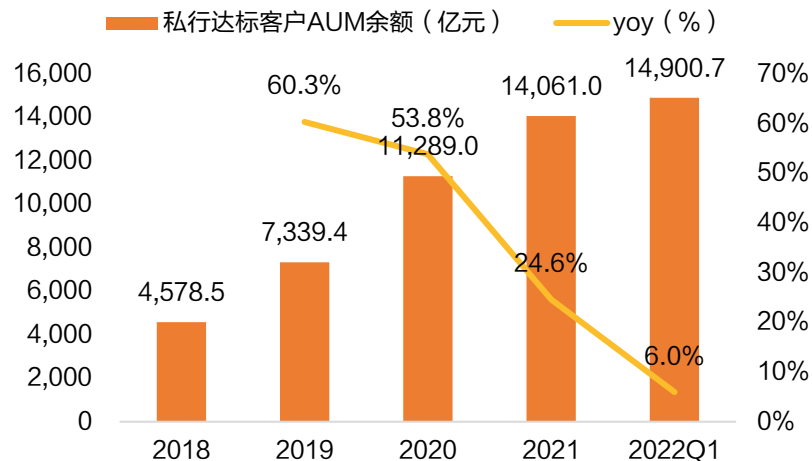
2.2 边际变化：内外驱动，银保量价有望持续复苏

- 银行方面：银行理财净值化管理下，保本刚兑的保险产品配置需求提升；银行财富管理战略转型，从产品销售向客群经营转型，存在保险产品配置的主动需求。
- ✓ 储蓄型保险产品具备保本刚兑属性，吸引力有望提升。随着《资管新规》的正式实施，银行资管类产品刚性兑付被打破，净值化管理下投资者自负盈亏，银行理财产品投资价值降低。截止2022年6月25日，共有1061只理财产品跌破净值1。因此，对于风险偏好低的客户，其保险产品的配置需求有望提升。
- ✓ 银行自身面临着零售转型压力，客群经营蕴含保险产品配置需求。近年来，理财产品净值化转型叠加资产荒加剧，银行产品同质化加剧，仅靠单一产品进行客户经营与拓展的模式难以为继，银行零售业务开始向客群经营转型。以平安银行为例，近年来其私行财富规模增长迅速，2022年1季度，平安银行私行达标客户AUM余额达到了14901亿元。银行客群经营的主要业务是财富管理，而在财富管理的资产配置中，保险是不可缺少的一环。因此，银行需要和保险公司建立合作关系，打通银保渠道，才能为客户做好全生命周期财富配置，实现配置全覆盖。

图：银行资管类产品投资风险上升（数据截至2022年6月25日）



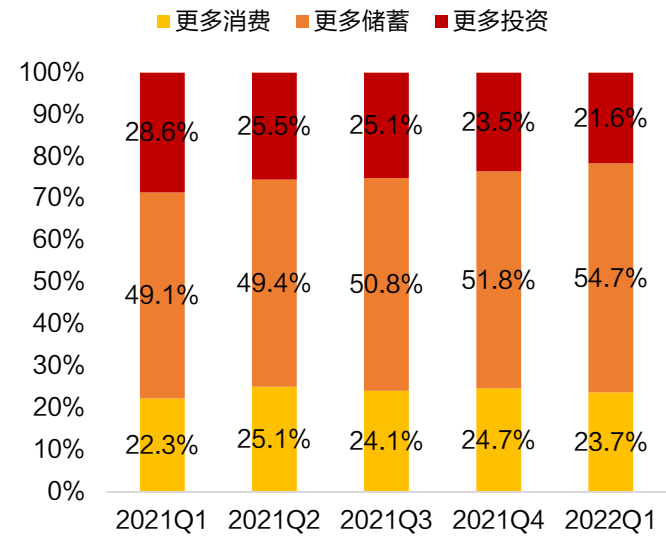
图：2018-2022Q1平安银行私行财富规模



2.2 边际变化：内外驱动，银保量价有望持续复苏

- 险企方面：受疫情等多种因素影响，客户储蓄、理财需求提升，且资产配置趋于稳健，产品策略转移推动渠道切换。
- ✓ 后疫情时代，居民储蓄意愿上升，资产配置趋于保守。受疫情影响，居民消费趋于谨慎，中国人民银行2022年1季度的调查显示，54.7%的居民倾向于更多储蓄，较上季度增加2.9pct，居民对储蓄型理财产品的需求不断提升。
- ✓ 居民储蓄意愿提升推动险企大力发展储蓄型险种，产品迭代决定渠道切换。银行相对险企具备渠道与客户两重优势，且银行场景与储蓄险的销售适配性更强，因此，当险企产品策略向储蓄险切换时，渠道端也将向更适合储蓄险产品销售的银保渠道发力。

图：疫后居民储蓄意愿上升



表：2022年3-6月各上市险企主推储蓄型产品

公司	中国人寿		中国平安		中国太保			新华保险	友邦保险	
产品名称	鑫惠赢	鑫利宝	盈添鑫	臻满意	信福宝	鑫红利	鑫从容 (庆典版)	惠享未来	友邦双赢 两全险	友未来
产品类型	两全险	两全险	年金险	两全险	两全险	两全险	年金险	年金险	两全险	年金险
缴费方式	趸交 /3/8/10年 交/月交	趸交	趸交/3/5 年交	5/8/10/15 /20年交	3/5年交	趸交	3/5/10年 交	趸交 /3/5/10/2 0年交	10/20/30 年交	3/6/10/20 年交
保险期限	至 60/70/80 岁	6/8/10年	10年/15 年	30年/至 60/70/80/ 100岁	7/10/15年	5年	15年	终身	30/40/至 65岁	至 80/85/10 5岁
保障责任	身故金、 生存金、 满期金	身故金、 满期金	身故金、 生存金、 满期金	身故/全残 金、满期 金	身故/全残、 满期金	身故/全残 金、满期 金	身故/全残 金；祝贺/ 祝福/满期 金	身故金、 关爱金、 生存金、 祝寿金	身故/全残 金、满期 金	身故/全残 金、满期 金、年金

2.2 边际变化：内外驱动，银保量价有望持续复苏

- 险企方面：代理人大幅脱落致使个险表现低迷，险企纷纷重启银保渠道保规模，稳住自身基本盘，银保渠道重回险企视野。
- ✓ 代理人规模大幅下滑，个险表现低迷。2021年5大上市险企个险新单增速全面转负，平安、国寿、太保、新华、人保个险新单分别同比-5.94%、-15.24%、-0.23%、-12.29%、-18.26%，比重较2019年已分别变化-8.41pct、-4.82pct、-17.41pct、-21.24pct、-1.53pct，人保下滑幅度较低主要源于其个险占比的低基数。
- ✓ 银保渠道重回险企视野，占比持续提升。个险承压下，险企重启银保渠道，平安、国寿、太保、新华、人保银保保费快速增长，2021年分别同比增长12.14%、19.61%、223.51%、2.54%、18.91%，比重较2019年已分别抬升1.35pct、3.49pct、3.52pct、5.17pct、3.93pct。

表：个险新单承压（保费单位：亿元）

		平安	国寿	太保	新华	人保
2019	个险新单	1246.31	1133.77	395.94	196.75	202.21
	新单比重	70.72%	62.54%	77.17%	60.89%	37.30%
2020	个险新单	994.17	1197.72	292.94	210.69	215.12
	新单比重	63.04%	61.76%	69.95%	45.26%	44.05%
	同比增长	-20.23%	5.64%	-26.01%	7.09%	6.39%
2021	个险新单	935.09	1015.16	292.27	184.79	175.85
	新单比重	62.31%	57.72%	59.76%	39.65%	35.77%
	同比增长	-5.94%	-15.24%	-0.23%	-12.29%	-18.26%

表：银保占比持续提升（保费单位：亿元）

		平安	国寿	太保	新华	人保
2019	银保保费	183.68	254.38	-	272.86	394.44
	保费比重	3.00%	4.49%	-	19.75%	40.19%
2020	银保保费	330.30	412.40	23.05	397.29	359.30
	保费比重	3.68%	6.74%	1.09%	24.91%	37.35%
	同比增长	19.94%	62.12%	-	45.60%	-8.91%
2021	银保保费	247.05	493.26	74.57	407.37	427.25
	保费比重	4.35%	7.98%	3.52%	24.92%	44.12%
	同比增长	12.14%	19.61%	223.51%	2.54%	18.91%

2.2 边际变化：内外驱动，银保量价有望持续复苏

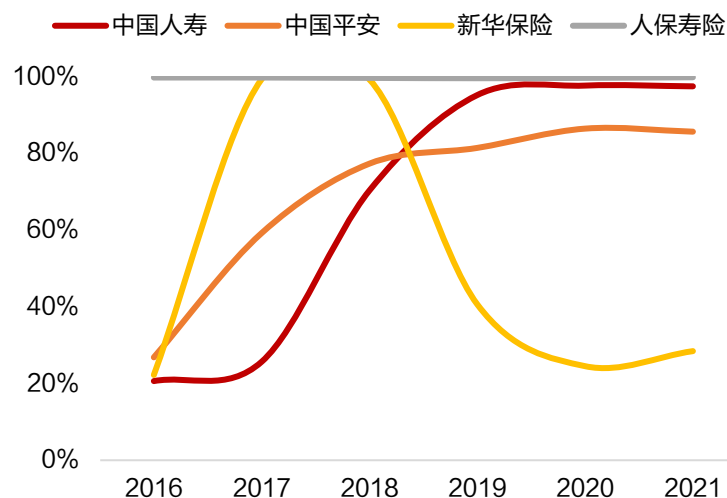
□ 险企方面：以提升价值为核心，银保布局持续升级，银保价值率稳步提升。

- ✓ 近年来，险企以提升价值为核心，持续升级银保布局。太保构建“芯”银保模式，建立高素质的银保队伍，实施价值网点、价值产品、高质量队伍三大价值策略，构建价值银保护城河。平安银行对外发布平安家·幸福家庭计划—平安家庭信托，该产品基于一个可视化的账户，为客户提供全资产配置的综合金融服务。
- ✓ 险企银保价值率稳步提升。当前，人保寿银保渠道基本均为期缴产品，国寿、平安银保渠道主要以期交产品为主，新华2021年期缴占比稳中有升，带动银保渠道NBVM呈现提升态势。

表：上市险企银保渠道布局

公司	计划	具体布局
中国平安	平安银行家	从入口端把控队伍质量，着眼高端财富管理，打造一支以寿险产品销售为主、兼顾复杂金融产品销售的财富管理队伍，提供业内独有的正式行员编制和相对同业更高的业绩激励，形成“职业+创业”的双模式；通过“产品+生态”的横向体系，以健康、康养、信托等产品组合，打破原有的产品导向的销售逻辑，尝试以客户为中心，为客户进行个性化、专业化的资产配置服务。
中国太保	“芯”银保模式	在“长航行动”的框架下，构建“芯”银保模式，建立高素质的银保队伍，实施价值网点、价值产品、高质量队伍三大价值策略，有序布局战略区域、战略渠道合作，同时加快建设底层支撑能力与体系，将银保打造成能与个险并驾齐驱的价值增长动能。
新华保险	--	银保渠道继续实施“以趸促期”的产品策略，大力发展期交业务，深化重点渠道合作，优化产品与服务供给，主推产品从固收产品转为增额终身寿，更加注重价值。
中国人寿	鼎新工程	规模与价值并重，聚焦提质创费和结构转型，深化渠道合作，建立精干、专业、高效的银保队伍，持续推进渠道健康发展。
中国人保	--	银保渠道坚持“做有价值的规模”的渠道定位，积极推动价值转型，持续改善产品结构。

图：银保渠道新单保费期缴占比



2.3 他山之石：银保“双赢”，核心在于建立长期稳定的合作关系

- 银保合作从“保险超市”向稳健的长期合作转变，当前国际上有三大主流银保合作模式可供借鉴。
- ✓ **银行控股模式：**保险公司由银行全资或控股。该模式在欧洲等银保发展相对成熟的市场比较普遍，保险公司得以全面融入银行综合金融营销服务体系，银保在数据互通、渠道联动等领域实现深度合作，一体化程度最高。
 - ✓ **合资公司模式：**银行和保险公司共建合资公司开展保险业务。通过渠道端与产品端利益绑定实现长期稳定的合作关系，有效整合双方在客户资源、渠道布局、产品创设、技术数据等领域的差异化竞争优势。
 - ✓ **战略联盟模式：**银行和保险公司通过签订长期合作协议开展全面合作。该模式在亚太地区更为常见，银行与保险公司之间形成类独家的长期合作关系，实现保险产品定制化，营销团队专业化等目标。

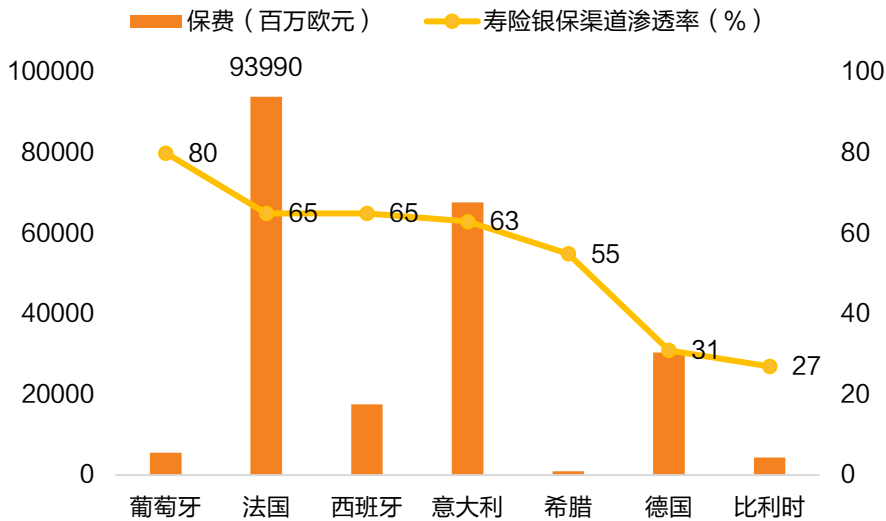
表：三种主流银保合作模式极其优缺点

合作类型	优点	缺点
银行控股模式	保险子公司全面融入银行综合金融营销服务体系，共享同一品牌与价值主张，一体化程度最高 在系统数据互通、全渠道联动、经营管理协同等领域实现深度合作	受限于银行规模，在银行弱势地区保险子公司的资源禀赋存在短板 银行间的竞争关系导致保险子公司较难服务其他银行
合资公司模式	有效整合双方在客户资源、渠道布局、产品创设、技术数据等领域的差异化竞争优势 有助于赢得监管当局认可、建立本地专业能力，并快速对接合资股东银行的渠道网络和客户资源。	银行与保险公司在战略目标一致性上易产生分歧 成本较高，设立合资企业需承担额外的法律和行政费用
战略联盟模式	保险公司通过战略费用投入换取合作银行渠道的类独家保险销售权 银行在获得高确定性佣金收入的同时，可以与保险公司在定制化保险产品货架、专业营销团队建设、数字化与全渠道融合、风险合规管控等领域实现突破。	更换合作伙伴成本低导致合作模式相对不稳定 日常经营管理问题较多

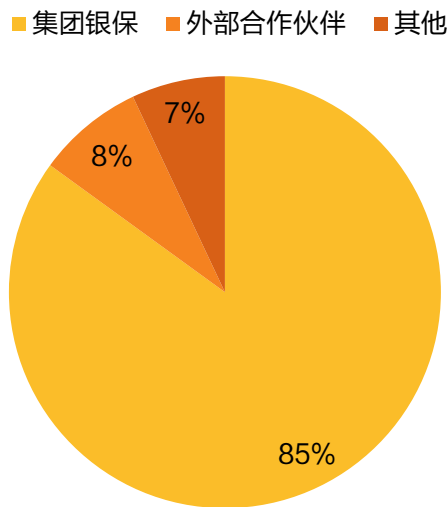
2.3 他山之石：银保“双赢”，核心在于建立长期稳定的合作关系

- 欧洲国家银保渠道渗透率较高，其中，法国农业信贷保险集团为银行控股型保险公司的代表。
- ✓ 欧洲银保渠道渗透率约35%，其中法国寿险银保渗透率达65%，2019年其银保渠道保费接近1000亿欧元，主要源于其成熟的银行控股及合资公司模式。
- ✓ 法国农业信贷保险由法国农业信贷银行控股，是法国最大的保险公司，也是欧洲最大的银行系保险公司。银行控股模式使法国农业信贷保险能够利用银行集团的客户网络进行营销，更好触达团体用户以及开拓国际业务；通过统一品牌形象与价值主张以提升市场影响力、赢得客户信赖；根据客户的资产配置情况提供差异化的保险产品；依托银行的应用程序为客户提供数字化的健康及养老服务。2021年公司为集团贡献了25%的营收，85%的保费收入来自集团银保渠道。

图：2019年欧洲各国银保渠道保费及渗透率



图：2021年法国农业信贷保险集团收入渠道分配



2.3 他山之石：银保“双赢”，核心在于建立长期稳定的合作关系

- 友邦保险通过与零售银行订立独家分销协议极大地拓展市场覆盖范围。
- ✓ 友邦与多家当地大型银行建立长期的独家及策略性的合作伙伴关系。自2014年以来，友邦保险和花旗已在11个市场建立了战略性长期银行保险合作伙伴关系，该合作关系涉及所有零售分销渠道，包括分支机构、电话销售和在线渠道，双方合作的区域与深度都在逐渐扩展。策略性银保渠道带来稳健的业务表现，
- ✓ 银保渠道数码主导以挖掘更多潜在用户。友邦通过量身订制的方案物色分行客户，并提供更广泛的渠道以接触之前并未发掘的网上银行和信用卡客户。友邦的很多策略性合作银行已采用数字化销售模式及流程，保险专员能够直接在网上联系潜在客户。

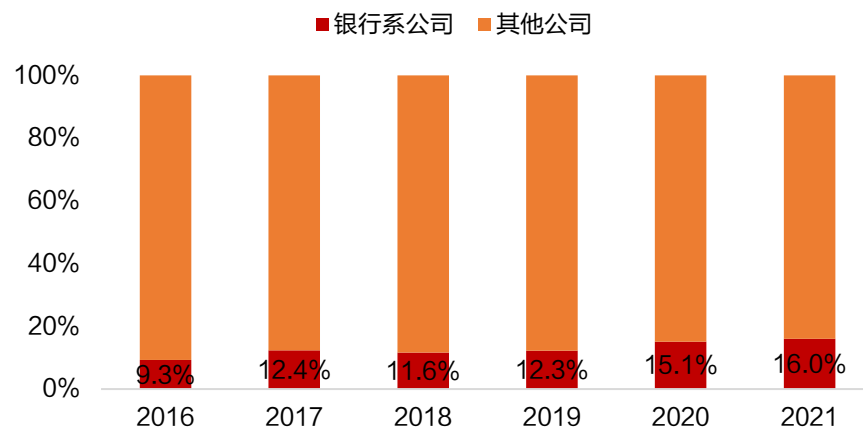
图：友邦的主要策略性合作银行

合作银行	合作方式
花旗银行	独家合作,签署15年长期合作协议，覆盖亚太区12个市场
泰国盘谷银行	独家合作,签署15年长期合作协议
东亚银行	独家合作,签署15年长期合作协议，覆盖中国大陆和香港市场
马来西亚大众银行	独家合作，协议签署至2037年
澳洲联邦银行	签署25年长期合作协议
新西兰ASB银行	签署25年长期合作协议
菲律宾群岛银行（BPI）	—
印度尼西亚中亚银行（BCA）	—
越南兴旺股份银行（VPBank）	—
印度IndusInd Bank	—
斯里兰卡国家开发银行	—
柬埔寨大众银行	—

2.3 他山之石：银保“双赢”，核心在于建立长期稳定的合作关系

- 随着传统银保渠道粗放式发展模式不断被颠覆，拥有与银行长期稳定合作关系的保险公司将拥有更强的竞争力。
- ✓ 以银行控股及合资公司模式为主的内地银行系险企新单规模保费增长迅速。中邮人寿等10家银行系保险公司采用银行控股或合资公司模式，2013年其新单期交规模保费占行业新单期交规保比例仅为13.9%，但截至2021已上升至21%。
- ✓ 以友邦为代表的战略联盟模式险企将继续开拓与银行间的合作关系。2021年友邦通过增资获取了中邮人寿24.99%的股权，并与邮储银行展开分销合作。友邦将依托与邮政集团的合作大力扩展银保渠道业务，借助邮储银行在下沉市场中的优势深入参与其分支机构尚未覆盖的地区。
- ✓ 以平安、国寿的控股银行的保险企业银保渠道发展有望提速。我们判断，相较于以上两种模式，由保险控股银行可以极大加强险企对银保渠道的掌控力，更为利好银保渠道的价值提升。2019年，广发银行将“保银协同”提上重要地位；2021年，平安银行开始着力打造平安银行家团队，全年银行推保险规模同比增长20.7%至32.59亿元。

图：银行系险企新单总规保占比



图：友邦与邮储银行展开分销合作

- 通过战略合作，友邦得以触达全国最大的零售金融分销网络：
- ✓ 全国约40000家金融分销网点，分布于21个省中的291座城市
- ✓ 全国超过6亿名零售银行客户
- 友邦也将运用其经营代理人培训、高端客户服务等优势赋能邮储银行及中邮人寿
- “双赢”建立在双方长期稳定的合作关系上

2.4 发力方向：生态化、差异化产品开发，打造银保二次增长曲线

- 银保渠道产品类型走向多元化，基于各类生态场景打造银保二次增长曲线。
- ✓ 当前银保产品集中度高，未来产品类型有望走向多元化。当前，银保渠道期交产品以增额终身寿险为主，趸缴产品以分红险和万能险为主，产品结构较为单一。在监管新规鼓励银保渠道提供多样化的产品类型背景下，保险公司应当联合银行开拓不同场景下多元化的产品。
 - ✓ 银行在营造某些生态场景上具备优势，保险公司开发契合各类场景的产品有利于打造银保二次增长曲线。例如，当前各银行着力打造养老金融和养老生态体系，其能够接触到大量具有养老需求的客户，并且受到养老客群的熟悉和信任。保险公司可以利用这一点，设计适宜在银行养老生态场景下营销的产品，增强产品的吸引力，打造银保二次增长曲线。

图：部分银行养老金融和养老生态战略规划

银行名称	具体内容
农业银行	加快交通、旅游、产业链、养老金融的场景布局，不断丰富线上信贷、交易银行、养老等产品应用。
交通银行	交行将全面参与养老金三支柱建设，丰富基本养老保险服务内涵，打造全链条养老金服务能力。为“未老”和“已老”人群对应研发丰富多样的理财、基金、保险、信托产品。
招商银行	致力于帮助解决养老、医疗、教育等民生领域存在的短板，将金融资源投向民之所盼的重点领域。
邮储银行	代理保险围绕客户生命周期，针对客户养老筹划、健康管理、子女教育、财富传承等保险需求，积极推动业务转型
兴业银行	针对老中青不同年龄群体的养老财富储备需求，不断开发可提供长期稳定收益、符合养老跨生命周期需求的差异化金融产品
光大银行	大力推动财富个人客户生态圈建设，聚焦“健康养老圈”等场景，发挥光大集团协同优势，为个人客户提供一站式金融解决方案。
民生银行	围绕个人客户的衣、食、住、行、养老、教育、娱乐、医疗等生活旅程布局生态圈，融入金融与非金融产品，着力提升客户体验

2.4 发力方向：生态化、差异化产品开发，打造银保二次增长曲线

□ 银保深度合作下可以借助银行客群数据，根据客户画像进行产品差异化开发。

- ✓ 银保深度合作下可以实现数据共享，根据客户金融资产状况及配置偏好绘制详细的用户画像，并进行产品差异化开发。例如，针对私行客群等高净值用户的财富传承需求，开发寿险加信托的组合式产品；针对个体户、城市白领等中层客群，设计符合其需求的养老年金、教育年金及医疗保障类产品；对于农民、外出务工人员等下沉市场保险消费者，开发简易型保障产品或类固收储蓄式产品。保险产品的销售和服务也可以根据产品的定制化进行调整。

图：针对不同客群进行产品差异化开发

□ 私行客群：

- ✓ 对保险存在多元化需求，其中财富传承、重疾保障为关注焦点

□ 农民、乡镇低收入人群：

- ✓ 对保险产品认知匮乏，接受度较低。对保险公司缺乏信任，加之收入低、储蓄意识强，更易接受小额、类固收储蓄式产品

□ 老年客群：

- ✓ 风险承受能力较低、储蓄意识强，重点关注稳健型类固收分红、万能或投连产品

□ 外出务工人员：

- ✓ 多从事体力劳动强度大、机械升产类高危工作，对意外伤害、意外医疗存在一定需求。收入低、喜储蓄，对类储蓄/类理财产品感兴趣

□ 小企业主、企业高管：

- ✓ 收入高、对保险产品定价不及下沉客群敏感，拥有多元化的保险需求，包括财富规划、子女教育、财富传承、重疾保障等

□ 个体户：

- ✓ 自有经营主体，无社会单位保障，总体保障覆盖较匮乏，保险产品需求较大。核心诉求包括退休养老、医疗保障、子女教育

□ 公务员、事业单位职工：

- ✓ 单位提供个人社保、医保等良好保障。考虑社保、医保无法覆盖的险种（如补充重疾），且多为家人投保（如教育类年金）

□ 高级白领：

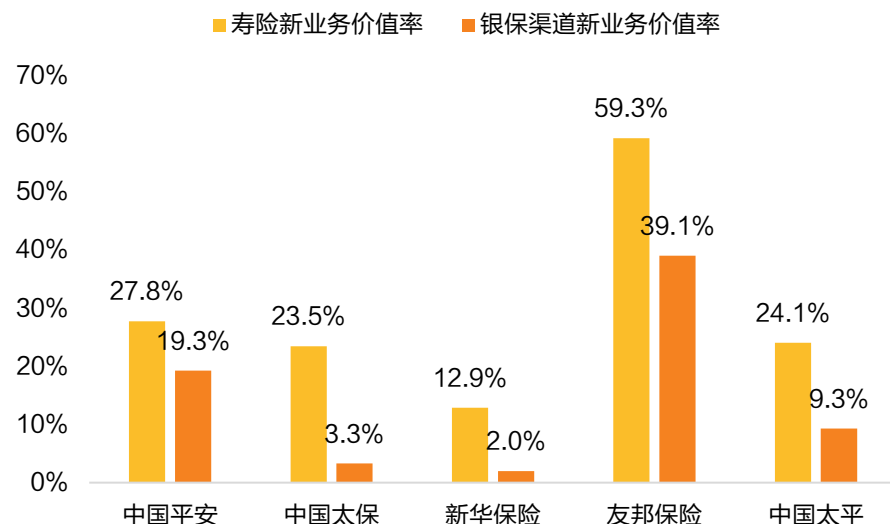
- ✓ 追求较高生活品质、侧重保险的保障功能，对保险了解程度较高，通常会在多个产品间进行细致比对。重疾保障、子女教育、资产管理需求较大

2.4 发力方向：银保共建一体化专业团队是未来转型方向

□ 银行销售保险能力有限，保险与银行共建一体化专业团队，赋能银行保险销售队伍将是未来转型方向。

- ✓ 银行销售保险能力差强人意，保险与银行共建一体化专业团队有利于扭转“价值贡献不足”的情况。银行营销团队销售保险产品的经验及能力不足，难以销售复杂型高价值保险产品，导致险企银保渠道新业务价值率较低。保险公司通过与银行组建专业团队，在产品培训、营销话术等方面赋能银行保险销售队伍，为销售复杂型高价值产品提供了可能。
- ✓ 平安发布“平安银行家”计划，率先发力改造银保团队。平安从入口端把控队伍质量，打造一支以寿险产品销售为主、兼顾复杂金融产品销售的财富管理队伍。截至2021年12月初，平安新银保团队中约有23%来自外资银行、外资寿险公司，约45%曾有高素质、高产能团队的管理经验，约36%的个人业绩达MDRT标准及以上，我们预计，随着新银保团队的持续扩容，综合金融产品有望持续发布，激发银保渠道深层次的生产力。

图：上市险企2021年新业务价值率对比



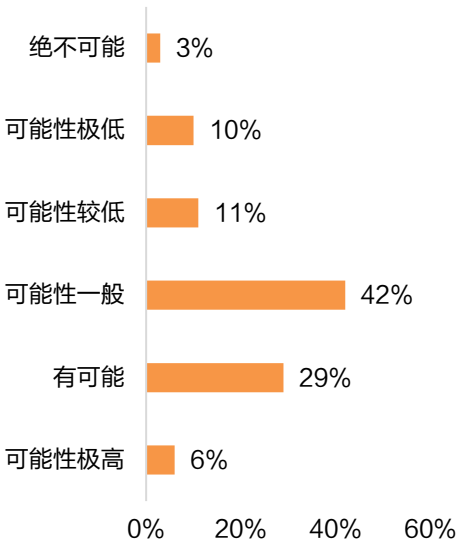
图：“平安银行家”具体内容

- 从入口端把控队伍质量，着眼高端财富管理，**打造一支以寿险产品销售为主、兼顾复杂金融产品销售的财富管理队伍**，提供业内独有的正式行员编制和相对同业更高的业绩激励，形成“职业+创业”的双模式；
- 通过“产品+生态”的横向体系，以健康、康养、信托等产品组合，**打破原有的产品导向的销售逻辑**，尝试以客户为中心，为客户进行个性化、专业化的资产配置服务。

2.4 发力方向：银保共建一体化专业团队是未来转型方向

- ❑ 客户数字化接受程度提升，银行数字化渠道将是一体化销售服务体系的重要载体。
- ✓ 随着保险客群的年轻化，其数字化接受程度也在不断提升。在互联网经济下成长的八零后和九零后将是未来保险消费的主力军，在疫情催化下，其更有意愿将购买渠道转至线上，银保渠道“离柜”趋势将越来越显著。
- ✓ 通过银行数字化渠道开展销售业务有利于形成全渠道、立体式的销售服务体系。营销APP或小程序是银保全渠道营销服务体系中的重要一环。依托银行成熟的应用程序、手机银行和网上银行等数字化渠道，将其中的保险模块前置，并将保单购买、核保及理赔等功能集成，有利于形成全渠道、立体式的销售服务体系，提升客户体验。

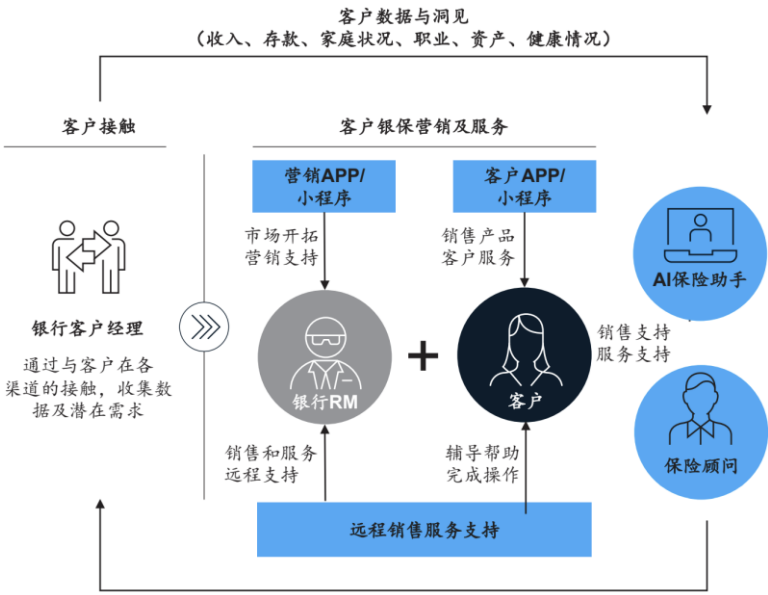
图：针对“是否考虑未来5年在线上购买健康险/寿险”的调查结果



图：中国工商银行APP保险模块示例



图：银保全渠道营销服务体系

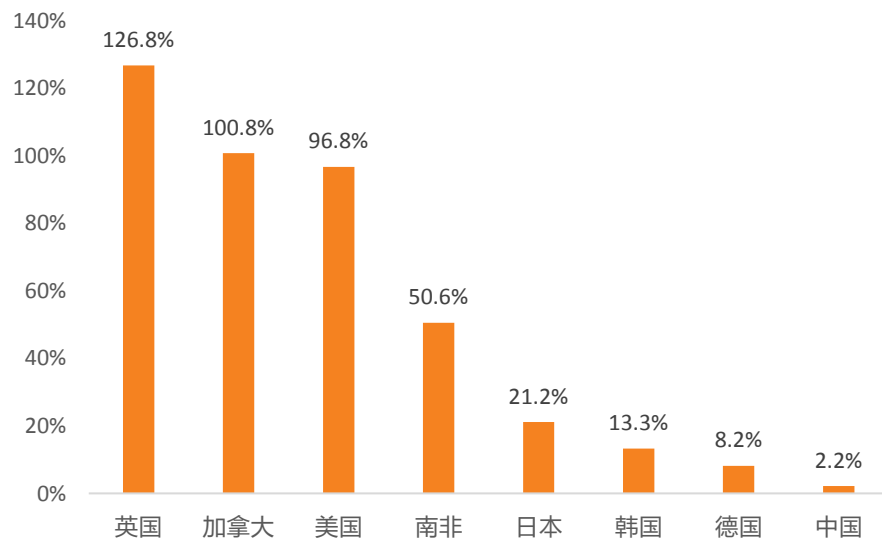


2.4 发力方向：个人养老金发展成为银保增长新动能

□ 个人养老金顶层设计落地，通过银行销售养老保险将是银保渠道发力的重要方向。

- ✓ 我国养老保障体系尚欠发达，第三支柱发展空间较大。就养老金资产规模占GDP比重来看，我国的养老保障体系发展水平较发达国家仍有很大差距。另一方面，我国养老保障体系发展不均衡，第三支柱建设起步较晚，2020年，我国商业养老保险责任准备金5800亿元、养老目标基金593亿元，第三支柱占养老体系资产总规模的比重约5.2%，远低于美国近35%的水平。
- ✓ 个人养老金制度出台，通过银行销售养老保险将是银保渠道发力的重要方向。2022年4月，国务院印发《关于推动个人养老金发展的意见》，意见指出“个人养老金资金账户可以由参加人在符合规定的商业银行指定或者开立”，有利于养老资金在银行汇集沉淀。开发养老保险等商业养老金产品，与银行进行深度合作并通过银行进行分销，深度参与到第三支柱的建设中，将是未来保险公司在银保渠道发力的重要方向。

图：部分国家养老金资产规模占GDP比重（2020年）



图：个人养老金发展相关制度密集出台

- 2022年4月，国务院办公厅印发《关于推动个人养老金发展的意见》，意见提出“个人养老金资金账户可以由参加人在符合规定的商业银行指定或者开立”。
- 2022年6月，人社部等六部门印发《关于推动个人养老金发展的意见》宣传提纲，对个人养老金资金账户的开立和变更作出更详细指导。
- 2022年6月，证监会就《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》向社会公开征求意见。征求意见稿中要求基金行业平台与开展个人养老金资金账户业务的商业银行建立连接。

2.5 规模测算：未来十年NBV复合增速高达16%

- 我们预计，2031年，银保渠道保费规模或达3.4万亿，未来十年复合增速为12%，NBV贡献为3557亿，未来十年复合增速高达16%，主要由银行财富管理转型下网点销售频次提高与银保长期合作下高价值的期缴产品占比提升推动。核心假设如下：
 - ✓ 信息化浪潮下银行网点裁撤频发，假设未来十年银行网点从16万家降低至12万家；
 - ✓ 鉴于银行对客户财富情况掌握度较高，假设客群经营下每个银行网点销售频率由每五天一件期缴、一件趸交产品增至平均每天销售1.7件保险产品，且期缴件数占比提升至65%，即每天销售0.6件趸交产品、1.1件期缴产品；
 - ✓ 由于产品结构不同，险企价值率之间存在较大差异，我们假设当前趸交产品价值率为5%、期缴产品价值率为15%，且随着险企价值银保战略的推进，期缴产品价值率有望提升至20%。

图：未来十年银保渠道NBV复合增速或高达16%

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
银行网点（万个）	16.0	15.6	15.2	14.8	14.4	14.0	13.6	13.2	12.8	12.4	12.0
每个网点趸交产品销售频次（件/天）	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
趸交产品销售件数（万件）	1,000.0	1,219.1	1,425.8	1,619.9	1,801.4	1,970.5	2,127.0	2,271.1	2,402.6	2,521.5	2,628.0
趸交产品件均保费（万元）	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
趸交产品保费（亿元）	8,000.0	9,753.1	11,406.1	12,958.9	14,411.5	15,764.0	17,016.3	18,168.5	19,220.5	20,172.3	21,024.0
趸交产品价值率（%）	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
趸交产品价值贡献（亿元）	400.0	487.7	570.3	647.9	720.6	788.2	850.8	908.4	961.0	1,008.6	1,051.2
每个网点期缴产品销售频次（件/天）	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1
期缴产品销售件数（万件）	1,061.5	1,557.8	2,027.3	2,470.0	2,885.9	3,274.9	3,637.2	3,972.6	4,281.2	4,563.0	4,818.0
期缴产品件均保费（万元）	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
期缴产品保费（亿元）	2,760.0	4,050.4	5,271.1	6,422.0	7,503.3	8,514.8	9,456.6	10,328.7	11,131.1	11,863.8	12,526.8
期缴产品价值率（%）	15.0%	15.5%	16.0%	16.5%	17.0%	17.5%	18.0%	18.5%	19.0%	19.5%	20.0%
期缴产品价值贡献（亿元）	414.0	627.8	843.4	1,059.6	1,275.6	1,490.1	1,702.2	1,910.8	2,114.9	2,313.4	2,505.4
银保渠道保费（亿元）	10,760.0	13,803.5	16,677.1	19,380.9	21,914.8	24,278.8	26,472.9	28,497.2	30,351.6	32,036.1	33,550.8
价值率（%）	7.6%	8.1%	8.5%	8.8%	9.1%	9.4%	9.6%	9.9%	10.1%	10.4%	10.6%
NBV贡献（亿元）	814.0	1,115.5	1,413.7	1,707.6	1,996.1	2,278.3	2,553.0	2,819.2	3,075.9	3,322.1	3,556.6

目录——保险

第一节：2022Q1行业回顾与中报前瞻：寿险持续低迷，财险复苏趋势强劲

第二节：渠道端：银保重回险企视野，如何把握发力方向？

第三节：产品端：寿险长期需求强劲，向上复苏空间几何？

3.1 重疾险：存量客户经营成为后续发力重心，未来十年NBV复合增速可达5%

3.2 医疗险：医疗自付比例降低创造需求空间，未来十年NBV复合增速可达18%

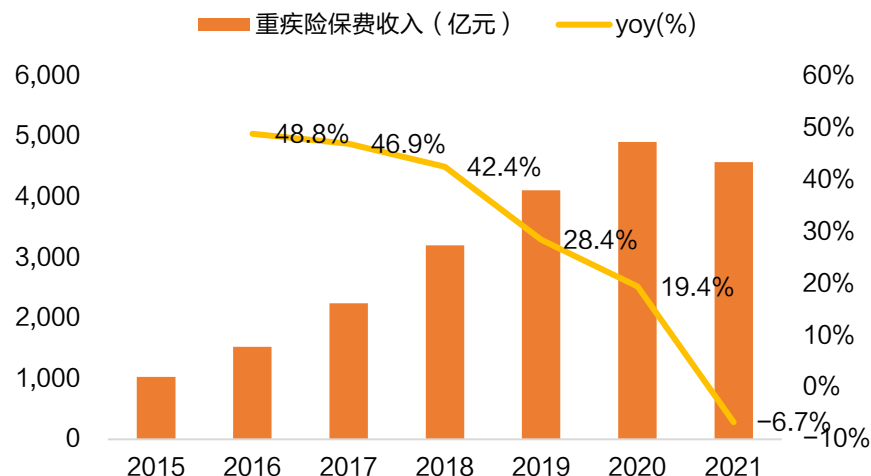
3.3 储蓄险：居民资产配置转移提振保险需求，未来十年NBV复合增速可达17%

第四节：投资建议

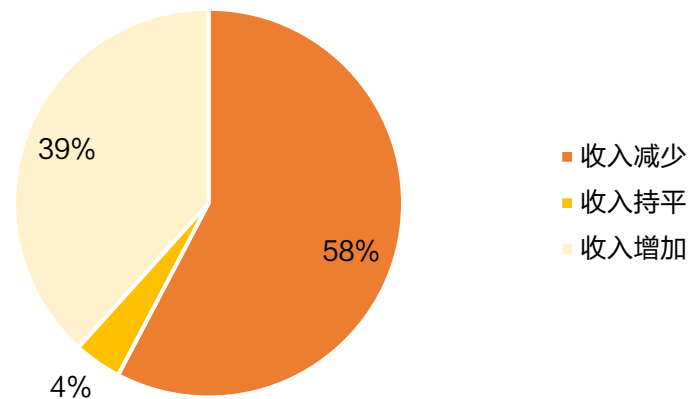
3.1 重疾险：受居民收入预期下滑等因素影响，短期增速承压

- 近年来，我国重疾险保费增速持续下滑，2021年更是迎来近6年来的首次负增长，主要受居民预期收入下滑、惠民保冲击、代理人未完全匹配产品销售需求等因素共同影响。
- ✓ 重疾险具有可选消费性质，消费频次较低、单次消费较高，是对于疾病保障的“消费升级”，因此重疾险的销售受到居民收入预期的影响较大，具有一定的周期性。
- ✓ 过去几年，重疾险作为高价值、高费用产品是寿险公司的主推产品，并且医疗险的缺位使得不少消费者购买重疾险作为抵御疾病风险的主要险种，医疗险、重疾险定位出现混淆。因此，当百万医疗险、惠民保以低价高保额的特点横扫市场之时，对重疾险产生了一定的挤出。
- ✓ 长期以来，重疾险增长主要依赖增员创造新单，而非产品创新或代理人专业能力提升拉动，随着重疾险客群年轻化转移，其对保险的需求随之演进，专业化服务需求有所提升，原先人口红利下大流量客群变现模式难以为继。

图：重疾险保费收入及增速



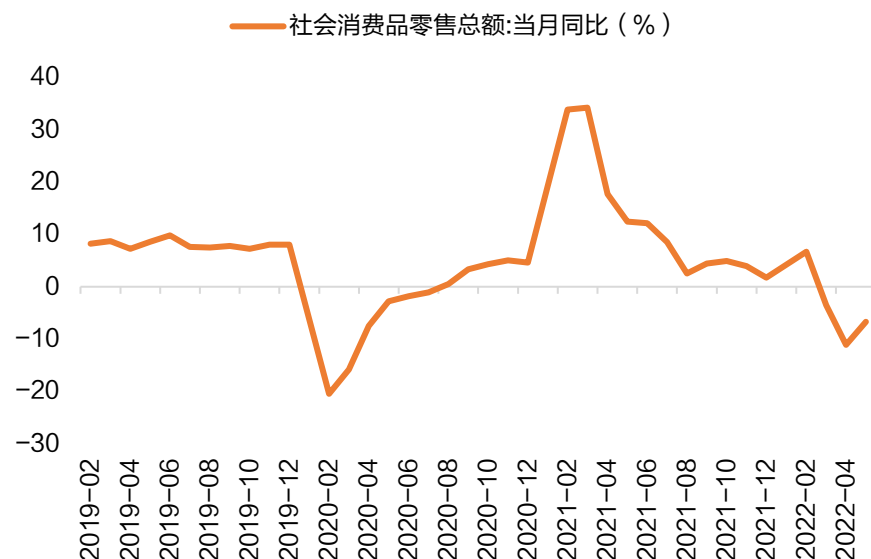
图：近6成受访者收入下降



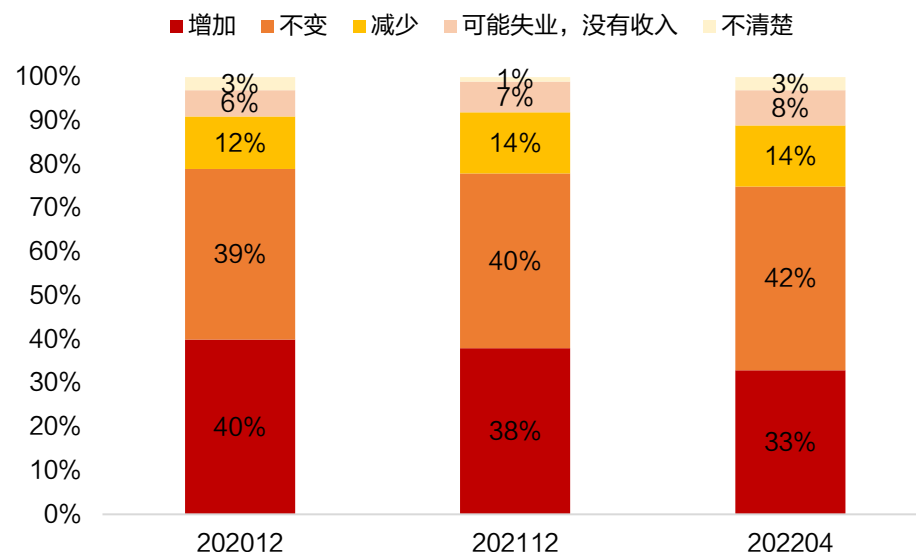
3.1 重疾险：短期受益于经济向好，居民可支配收入的提升是长期驱动力

- 短期视角下，重疾险将持续受益于经济向好、居民收入预期提升。今年以来，受国际关系恶化与疫情冲击超预期的双重影响，我国经济下行压力进一步加大，居民预期收入较为悲观，3-5月社会消费品零售总额当月同比增速转为负增长，但5月增速边际收窄。我们判断，随着稳增长政策的持续发力以及疫情防控向好带来的复工复产的稳步推进，居民消费有望持续回暖，重疾险销售有望迎来复苏，但其的复苏将滞后于整体消费的复苏。

图：社会消费品零售总额当月同比增速



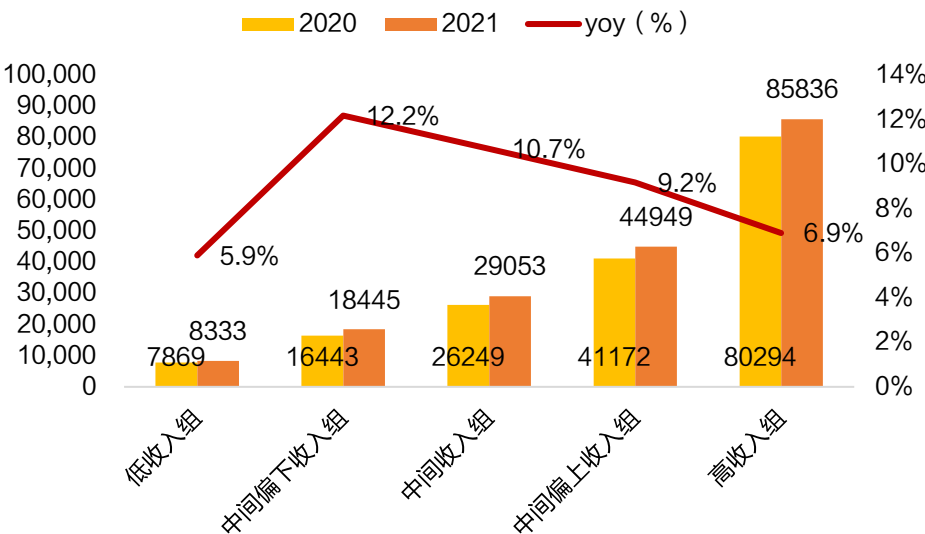
图：受访者预期收入增加比例大幅下降



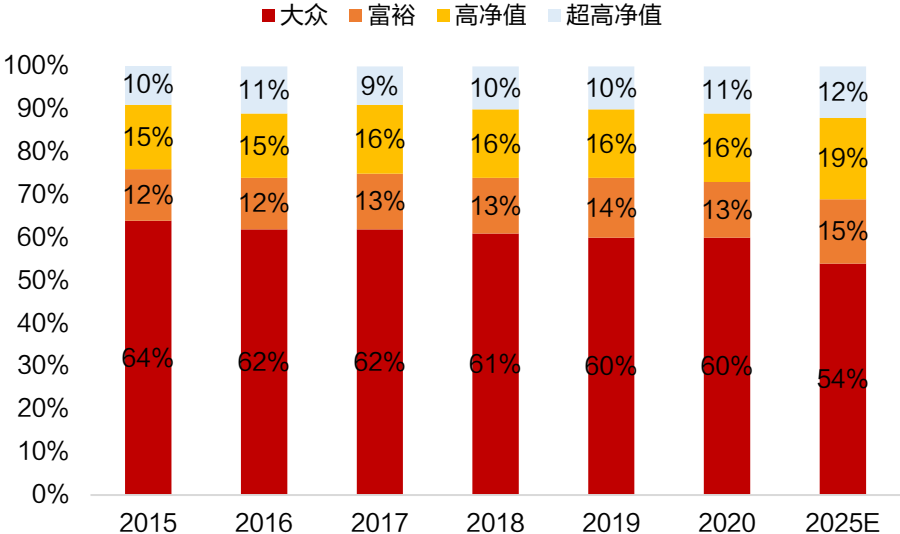
3.1 重疾险：短期受益于经济向好，居民可支配收入的提升是长期驱动力

- 长期视角下，重疾险的核心驱动力在于居民可支配收入与财富人群占比提升所带来的渗透率与存量客户加保比例的提升。
- ✓ 渠道导向下，重疾险产品开发受制于代理人质量与专业能力，创新不足且产品储蓄属性大于保障属性，保障杠杆低，叠加居民支付能力有限，形成了重疾险高渗透率低保额的现状。当前我国持有重疾险保单的客户接近2亿人，但件均保额极低，全量保单的件均保额仅为10 万，近两年新单件均保额也不过15-20 万，极大限制了产品重大疾病保障功能的发挥。因此，我们判断，长期视角下，重疾险的发展潜力在于居民可支配收入与财富人群占比持续提升背景下，渗透率的进一步提升以及针对存量客户二次开发的加保。

图：全国居民可支配收入五等份分组（元）



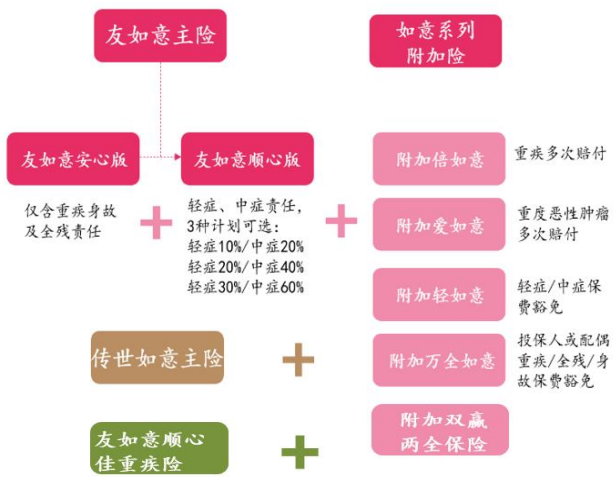
图：过去5年，富裕、高净值、超高净值家庭占比持续提升，预计未来仍将不断扩大



3.1 重疾险：短期受益于经济向好，居民可支配收入的提升是长期驱动力

- ❑ 存量客户经营视角下，功能化与模块化的协同并进将是重疾险的发力方向。重疾险在某种程度上内嵌了医疗险、护理险和失能险等健康险的功能，因此，在营销话术上，代理人亦以治疗费用给付、收入损失补偿、长期护理支持、长期储蓄替代等为卖点，极大提高了获客效率，但过于杂糅的功能不仅不利于客户的二次开发，也容易被低价值的医疗险挤出。
- ✓ 功能化即聚焦单项保障功能，着力提升客户保障额度。重疾险过低的保额与其过于杂糅的保障范围不相匹配，客户存在较大的加保需求。但另一方面，客户存在部分保险责任已被其他产品基本满足的可能，因此，大杂烩的保障模式不利于存量客户二次开发。我们判断，重疾险功能化将有助于明晰客户保障缺口，提升客户加保的可能性。
- ✓ 模块化即保险责任相互解绑，围绕客户需求进行保险产品组合。此前重疾险责任相互绑定，客户在确定重疾保额后，轻症及中症保额基本也已确定，致使代理人无法根据客户的实际保障缺口推荐产品组合，另一方面，惠民保、百万医疗险的功能与轻症责任重合度较高，责任模块化，如轻症责任可选，也有利于推动客户将释放出的资金用于配置更多的重疾责任保额。

图：友邦“友如意”重疾体系



3.1 重疾险：预计未来十年NBV贡献增速为5%

□ 我们预计，2031年，重疾险新单保费规模或达1624亿，NBV贡献为1137亿，未来十年复合增速为5%，主要由渗透率及加保比例提升推动。核心假设如下：

- ✓ 假设我国总人口维持不变，可支配收入口径的中等收入人群维持60%不变，非标群体2031年提升至25%，并以此测算重疾险可目标人群规模；
- ✓ 未来重疾险的空间兑现在于渗透率和加保比例的提升，假设重疾险渗透率、加保比例2031年将分别达到65%、6%，并以匀速提升；
- ✓ 随着重疾险的发展，续期保费占比将提升，假设2031年，新单保费占重疾险年保费的比例降至16.5%；
- ✓ 假设重疾险价值率维持在70%。

表：未来十年重疾险NBV复合增速为5%

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
总人口（万人）	141,260.0	141,260.0	141,260.0	141,260.0	141,260.0	141,260.0	141,260.0	141,260.0	141,260.0	141,260.0	141,260.0
中等收入及以上人群占比（%）	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
非标群体占比（%）	21.4%	21.8%	22.1%	22.5%	22.9%	23.2%	23.6%	23.9%	24.3%	24.6%	25.0%
50岁以下群体占比（%）	66.6%	66.6%	66.6%	66.6%	66.6%	66.6%	66.6%	66.6%	66.6%	66.6%	66.6%
重疾险目标人口（万人）	44,351.6	44,150.0	43,948.4	43,746.8	43,545.2	43,343.6	43,142.0	42,940.4	42,738.8	42,537.2	42,335.6
渗透率（%）	45.1%	47.1%	49.1%	51.1%	53.1%	55.0%	57.0%	59.0%	61.0%	63.0%	65.0%
重疾险覆盖人口（万人）	20,000.0	20,787.9	21,567.8	22,339.7	23,103.6	23,859.4	24,607.2	25,347.0	26,078.7	26,802.5	27,518.2
新客件数（万件）	-	787.9	779.9	771.9	763.9	755.8	747.8	739.8	731.8	723.7	715.7
加保比例（%）	-	3.0%	3.3%	3.7%	4.0%	4.3%	4.7%	5.0%	5.3%	5.7%	6.0%
加保件数（万件）	-	600.0	692.9	790.8	893.6	1,001.2	1,113.4	1,230.4	1,351.8	1,477.8	1,608.1
件均保费（元）	4,500.0	4,702.5	4,914.1	5,135.2	5,366.3	5,607.8	5,860.2	6,123.9	6,399.5	6,687.4	6,988.4
总新单件数（万件）	-	1,387.9	1,472.8	1,562.7	1,657.4	1,757.0	1,861.2	1,970.1	2,083.6	2,201.5	2,323.8
新单保费(亿元)	983.5	652.7	723.8	802.5	889.4	985.3	1,090.7	1,206.5	1,333.4	1,472.3	1,624.0
新单占总保费比例（%）	21.5%	21.0%	20.5%	20.0%	19.5%	19.0%	18.5%	18.0%	17.5%	17.0%	16.5%
重疾险总保费（亿元）	4,574.6	3,108.0	3,530.6	4,012.4	4,561.2	5,185.7	5,895.8	6,702.7	7,619.3	8,660.3	9,842.4
价值率（%）	70%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
NBV贡献（亿元）	688.5	456.9	506.6	561.7	622.6	689.7	763.5	844.5	933.4	1,030.6	1,136.8

3.2 医疗险：惠民保与百万医疗趋同，短期冲击较大

- 惠民保定位及功能与百万医疗险趋同，性价比更高对百万医疗险形成替代。
- ✓ 惠民保与百万医疗险均以“低保费、高保额”为特征，但惠民保相对于百万医疗险更具普惠性质，通过压降产品价格，将百万医疗险的大部分利润空间转移给消费者，叠加政府部门强有力的信用背书，参保人数与渗透率持续提升，2021年，惠民保参保人数已突破1亿人，上市项目参保率提升4.9pct至9.1%。
 - ✓ 惠民保保障程度相对于百万医疗险而言仍稍显不足，但产品亦在不断升级发展过程中，从2021年新上线的项目来看，“目录内住院责任+目录外住院责任+特药责任”的产品责任已逐步成为主流，部分产品免赔额降低，这也说明与百万医疗险的重合度进一步提高。且部分地区对于惠民保产品“低门槛、低价格、高保障”的宣传，短期来看，对目前的百万医疗产品的冲击较大。

表：百万医疗与惠民保对比

对比项目	百万医疗险	惠民保
年龄	通常为0-60周岁	无年龄限制
职业限制	从事特殊职业的投保人不予承保	无职业限制
不保既往症	通常多达40+种 包括胃溃疡、椎间盘突出症等常见疾病	通常在10-12种 部分城市既往症可保，但通过赔付比例作限制
核保状况	多数产品不支持工人核保，智能核保下，如稍不符合健康告知，即被拒保	社会医疗保险参保人均可投保
费率	已参加社保的三十岁男性，保费通常在200-400元； 未参加社保且年龄较大的投保人，年保费可达2000以上	年保费通常不超过100-200元 多数产品没有年龄区分
保证续保	长期医疗险可保险续保	不可

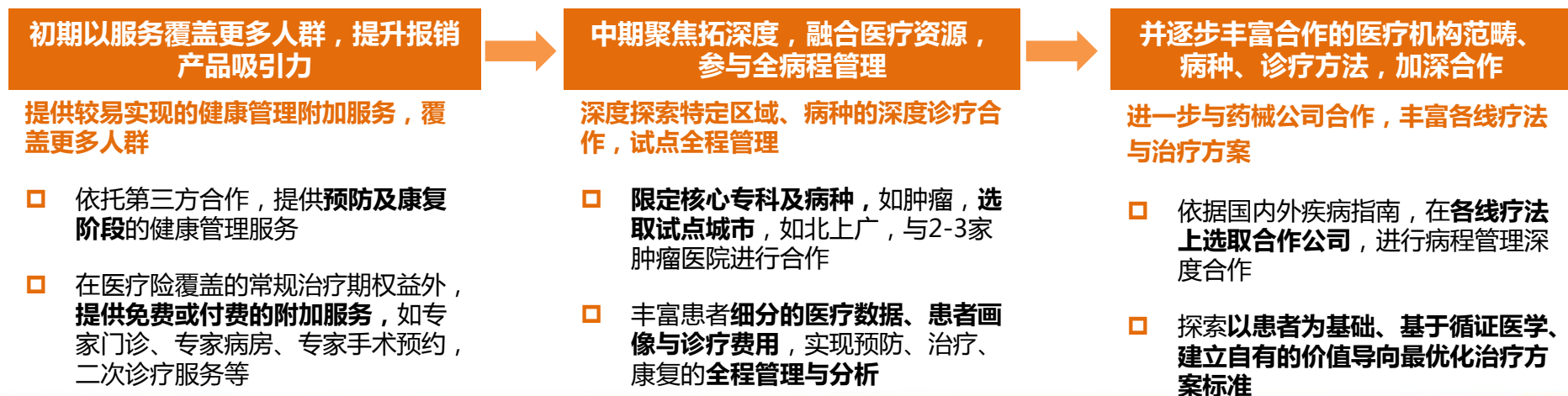
3.2 医疗险：短期破局在于保障范围拓展，产服融合是长期方向

□ 短期视角下，我们认为，百万医疗险的破局之道在于拓展保障范围，即保险责任、保险期间、保险对象的延伸：

- ✓ 保险责任拓展：后续政府对惠民保的扶持力度将持续加强，惠民保或将成为我国多层次保障体系中的重要一环，因此，围绕惠民保责任进行拓展是医疗险的发展方向之一：1) 向上补充，重视自费项目和社保覆盖较少的特需/私立机构以及创新器械与疗法等。2) 向下补充，开发门诊责任险等“高频低损”险种，提高赔付频次，增强客户获得感。
- ✓ 保险期间拓展：发展保证续保的长期医疗保险产品，能够有效满足被保险人的长期健康保险需求。
- ✓ 保险对象拓展：扩大可保人群，将带病体、老年人纳入保障范畴，通过差异化的产品设计与核保规则设计，形成标准体产品和垂直人群产品矩阵是后续的发展方向。

□ 长期视角下，供需不匹配是制约医疗险发展的深层次原因，产品与服务的深度融合是关键。保险公司必须同时发力健康服务生态的建设，整合体检机构、医疗机构、医药厂商、医疗科技等相关资源，提升优质医疗资源的可及性，并通过数据赋能参与医疗控费。

图：保险公司健康服务生态建设路径

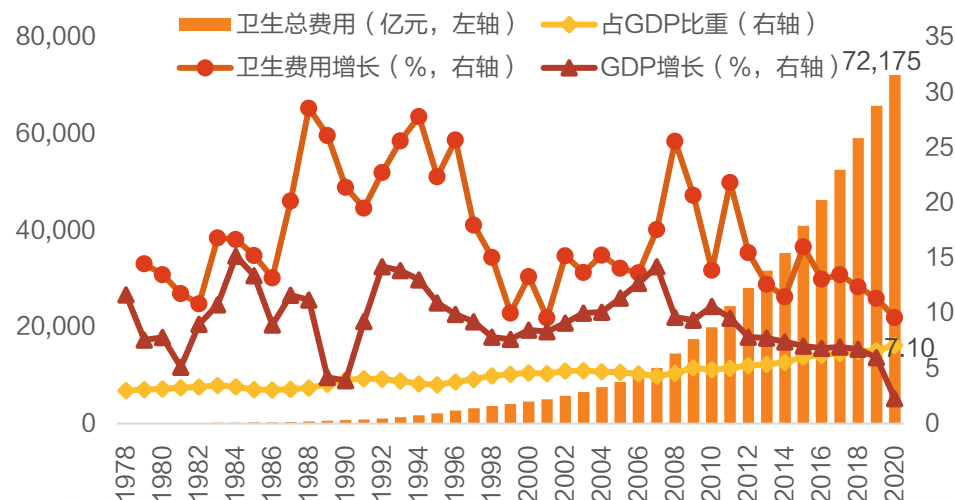


3.2 医疗险：长期需求依然强劲，核心在于降低居民医疗自付比例

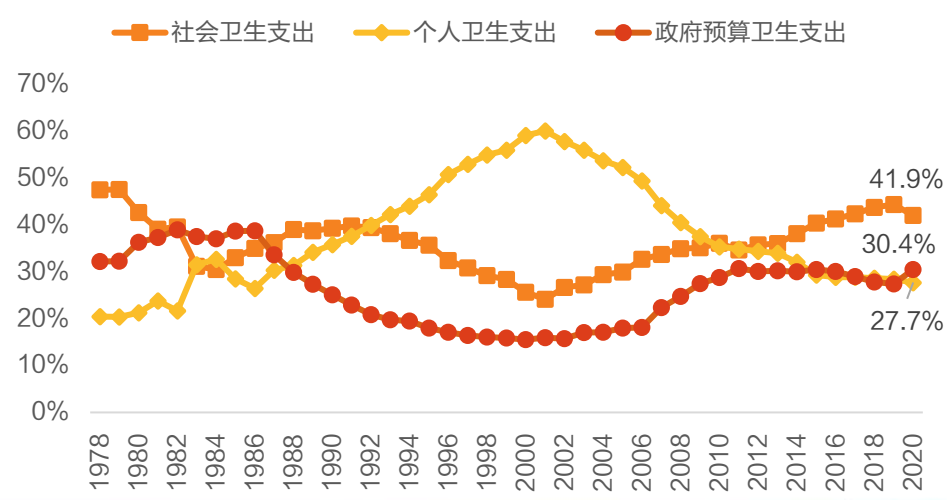
□ 我们认为，医疗险的发展需求空间依然强劲，核心在于降低居民卫生自付比例以及提高先进医疗的可及性：

- ✓ 由于医疗费用通胀、人口老龄化加剧、不断增长的发病率等因素，卫生总费用近年来快速上升，快于GDP增速，占GDP比例从2013年的5.4%增长至占2020年的7.1%。
- ✓ 从卫生总费用构成来看，2020年个人卫生支出占比27.7%，自2001年来呈下降趋势。根据WHO发布的《2010年世界卫生报告——卫生系统筹资：实现全民覆盖的道路》指出，“如果卫生总费用中个人患者直接支付部分所占的比例低于15%~20%，灾难性医疗支出的发生率以及因病致贫发生率就非常小。”可见我国个人卫生支出占比仍有下降的空间。
- ✓ 2020年社会卫生支出占比41.9%，自2001年来呈上升趋势，医保基金运行面临较大压力，驱动医疗卫生体系进行控费改革，导致缺乏社保支付的先进医疗资源外溢，需要医保外的支付方来对新药品、新医疗器械和新诊疗方法在医疗服务中的应用支出进行保障。

图：全国卫生总费用及增长情况



图：全国卫生总费用构成



3.2 医疗险：未来十年NBV复合增速高达18%

- 我们预计，2031年，医疗险新单保费规模或达2.5万亿，未来十年复合增速为20%，NBV贡献为4988亿，未来十年复合增速为18%，核心逻辑在于降低居民卫生费用自付比例。核心假设如下：
 - ✓ 2016年国务院发布的《“健康中国2030”规划纲要》提出2030年，商业健康保险赔付支出占卫生总费用比重显著提高，个人卫生支出占卫生总费用比重降低到25%左右，据此，我们假设至2031年，个人卫生自付比例降至24.7%，且商业健康险支出占社会卫生支出比例增至20.7%；
 - ✓ 2021年，商业健康险赔付率为47.7%，较2020年大幅提升12pct，我们假设健康险赔付率2031年或将提升至55%，价值率随之降至20%。

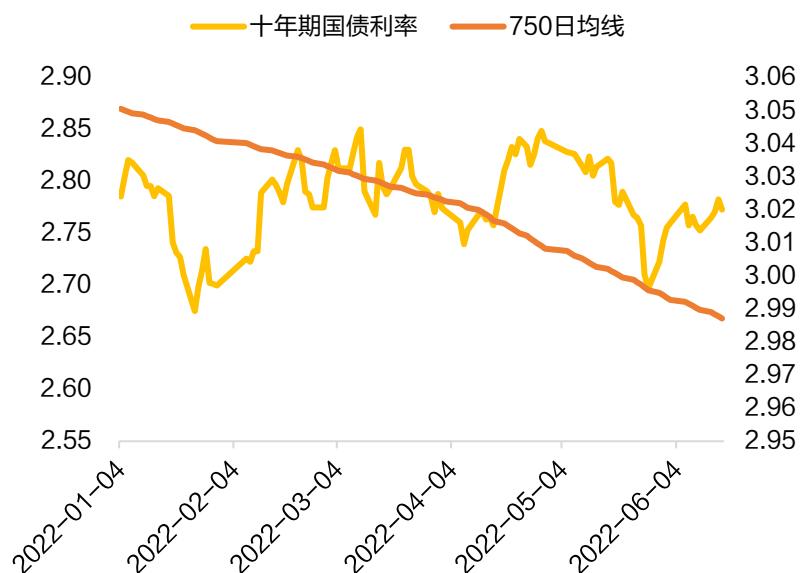
表：未来十年医疗险NBV复合增速或高达18%

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
全国卫生总费用(亿元)	79,392.5	87,331.8	96,064.9	105,671.4	116,238.6	127,862.4	140,648.7	154,713.5	170,184.9	187,203.4	205,923.7
个人自付比例(%)	27.4%	27.1%	26.9%	26.6%	26.3%	26.1%	25.8%	25.5%	25.3%	25.0%	24.7%
政府卫生支出比例(%)	30.4%	30.4%	30.4%	30.4%	30.4%	30.4%	30.4%	30.4%	30.4%	30.4%	30.4%
社会卫生支出比例(%)	42.2%	42.5%	42.7%	43.0%	43.3%	43.5%	43.8%	44.1%	44.3%	44.6%	44.9%
社会卫生支出(亿元)	33,511.4	37,094.0	41,058.0	45,443.8	50,296.2	55,664.7	61,603.9	68,174.2	75,442.6	83,483.0	92,377.0
商业健康险支出占社会卫生支出比例(%)	10.7%	11.7%	12.7%	13.7%	14.7%	15.7%	16.7%	17.7%	18.7%	19.7%	20.7%
商业健康险支出(亿元)	4,028.5	4,325.2	5,200.2	6,212.5	7,381.6	8,729.1	10,279.8	12,061.7	14,106.1	16,448.8	19,130.0
商业健康险赔付率(%)	47.7%	48.4%	49.2%	49.9%	50.6%	51.3%	52.1%	52.8%	53.5%	54.3%	55.0%
商业健康险保费(亿元)	8,447.0	8,932.2	10,579.5	12,454.0	14,583.8	17,000.7	19,739.9	22,840.9	26,347.7	30,309.7	34,781.8
商业医疗险保费(亿元)	3,872.4	5,824.2	7,048.9	8,441.5	10,022.6	11,815.0	13,844.1	16,138.1	18,728.4	21,649.5	24,939.5
价值率(%)	25.0%	24.5%	24.0%	23.5%	23.0%	22.5%	22.0%	21.5%	21.0%	20.5%	20.0%
NBV贡献(亿元)	968.1	1,426.9	1,691.7	1,983.8	2,305.2	2,658.4	3,045.7	3,469.7	3,933.0	4,438.1	4,987.9

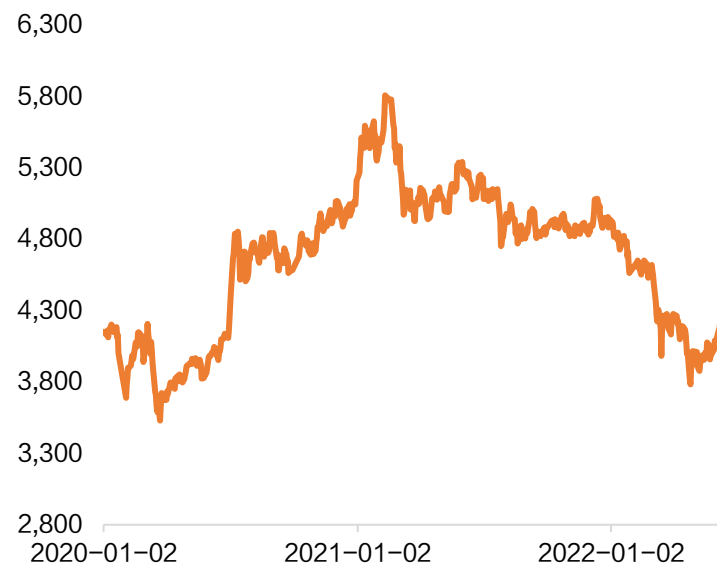
3.3 储蓄险：本质上是满足客户的长期储蓄需求

- 短期视角下，随着资管新规破除银行理财刚兑、长端利率持续下滑以及权益市场大幅波动，居民投资风险偏好明显降低，储蓄型保险产品具备保本刚兑属性和锁定长期收益功能，吸引力明显加强。

图：十年期国债利率及750日均线走势



图：沪深300走势



3.3 储蓄险：疫后理财趋于保守，增额终身寿成主流

居民理财需求提升推动险企大力发展储蓄型险种，终身增额寿成主流。受疫情影响，居民消费趋于谨慎，储蓄偏好提升，保障型保险产品作为可选消费品短期需求减弱，储蓄型产品需求相对提升。另一方面，随着监管窗口收紧，预定利率为4.025%年金险退出历史舞台，同样具备长期储蓄功能且保单权益多样的增额终身寿补位成为险企主推产品，我们预计未来一段时期内仍将成为险企的主要保费、价值增长点。

表：上市险企主推增额终身寿产品

公司		中国平安	中国人寿		中国太保	新华保险		中国太平	
产品名称		盛世金越	乐盈一生（尊享版）	臻享传家	长相伴（臻享版）	荣华世家	荣耀	传世一号（分红型）	岁悦添富
投保年龄		28天-75周岁	28天-70周岁	28天-70周岁	5天-65周岁	30天-不满71周岁	30天-不满71周岁	男：28日-66周岁；女：28日-70周岁	28日至70周岁
保额增长系数		3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.30%	3.50%	2.50%	3.50%
缴费方式		趸交/3年/5年/10年/15年/20年交	3年/5年	3年/10年/20年	9年/14年/19年	趸交/3年/5年/10年/15年/20年交	年交/3年/5年/10年/15年/20年交	趸交/分期支付	趸交/3年/5年/10年/20年
身故给付	18岁前	MAX（所交保费、现金价值）	MAX（所交保费、现金价值）	MAX（所交保费、现金价值）	MAX（所交保费、现金价值）	MAX（所交保费、现金价值）	MAX（所交保费、现金价值）	MAX（已交保险费*（1+本合同的累积红利保险金额/本合同的基本保险金额）、合同的现金价值）	MAX（所交保费、现金价值）
	18岁后	MAX（所交保费*相应比例、现金价值、当年度保额）18-40岁/41-60岁/61岁以上为所交保费的1.6/1.4/1.2倍	MAX（所交保费*身故给付比例、现金价值、当年度保额）18-40岁/41-60岁/61岁以上为所交保费的1.6/1.4/1.2倍	若因疾病身故：所交保费 若因疾病以外情形身故：MAX（所交保费、现金价值、合同身故保险金额）18-40岁/41-60岁/61岁以上为所交保费的1.6/1.4/1.2倍	MAX（所交保费比例、现金价值、当年度保额）18-40岁/41-60岁/61岁以上为所交保费的1.6/1.4/1.2倍	MAX（实际缴纳的保险费*给付系数、现金价值、当年度保额）18-40岁/41-60岁/61岁以上为所交保费的1.6/1.4/1.2倍	交费期间届满后的首个保单生效对应日（不含）之前，MAX（实际缴纳的保险费*给付系数、现金价值） 否则，MAX（本保险实际缴纳的保险费*给付系数、现金价值、当年度保额）18-40岁/41-60岁/61岁以上为所交保费的1.6/1.4/1.2倍	MAX（给付系数*所交保费*（1+本合同的累积红利保险金额/本合同的基本保险金额）、有效保险金额、现金价值）18-40岁/41-60岁/61岁以上为所交保费的1.6/1.4/1.2倍	MAX（给付系数*已交保险费、合同的有效保险金额、现金价值）18-40岁/41-60岁/61岁以上为所交保费的1.6/1.4/1.2倍
其他权益		可选单/双被保险人、保单贷款、自动垫付、减额交清	保单贷款、年金转换、意外身故	年金转换	保单贷款、自动垫交、年金转换、减额交清	保单贷款、减额交清、减保	减保、保单贷款	保单贷款、减额交清、年金转换	保单贷款、减额交清、年金转换

3.3 储蓄险：疫后理财趋于保守，增额终身寿成主流

□ 监管持续加强，大批中小险企增额终身寿产品陆续下架，大型险企优势明显。近两年，监管对增额终身寿产品监管持续加强，多次发布问题通报推动相关险企整改，2022年1月更是直接将“增额终身寿险的保额递增比例超过定价利率，存在严重误导隐患”、“增额终身寿险的减保比例设计不合理；加保设计存在变相突破定价利率风险”两项纳入负面清单，引导行业回归保险本源。当前，较多中小险企产品已陆续下架，而大型险企凭借更为审慎的精算定价、更为完备的合规体系以及更为稳健的经营策略，后期发展优势明显。

表：增额终身寿产品监管持续加强

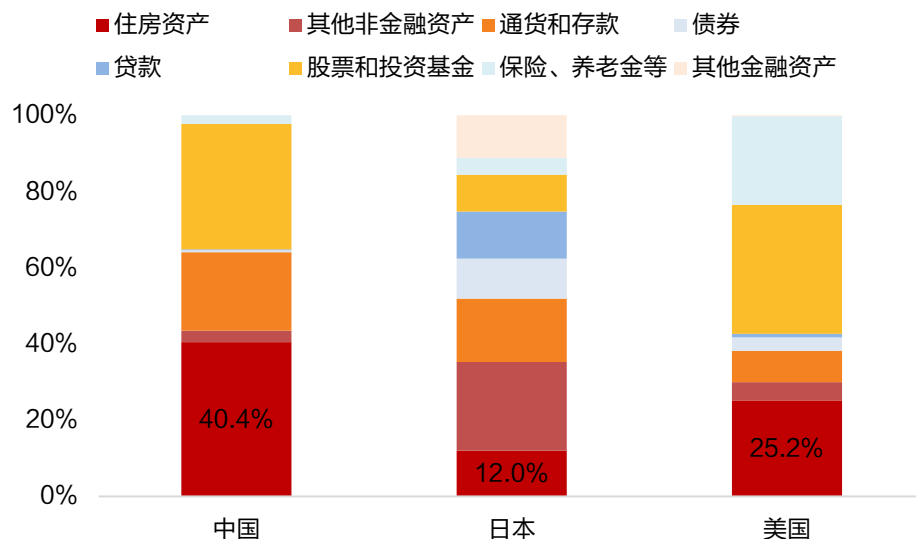
时间	政策/文件	具体内容
2020/12/31	《关于近期人身保险产品 及监管报告报送有关问题的 通报》	复星保德信、同方全球人寿和华泰人寿某终身寿险，产品可灵活减保，且无比例限制，存在长险短做风险；阳光人寿某终身寿险，产品前五年退保率过高，存在长险短做风险。
2022/1/29	《关于近期人身保险产品 问题的通报》	海保人寿、和泰人寿、横琴人寿、华贵人寿、信美相互人寿、小康人寿报送的11款增额终身寿险增额利率超过3.5%，易与产品定价利率混淆，存在噱头营销风险。
2022/01	《人身保险产品“负面清单” (2022版)》	增额终身寿险保额递增比例超过定价利率，存在严重误导隐患；减保比例设计不合理；加保设计存在变相突破定价利率风险。

3.3 储蓄险：长期受益于居民财富配置转移与代理人质量的提升

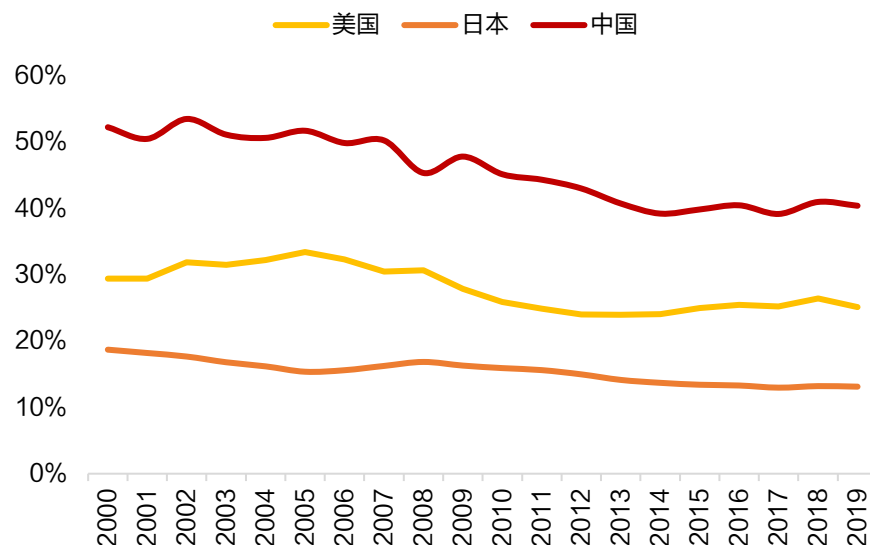
□ 长期来看，储蓄险的销售将受益于居民财富配置转移与代理人质量的提升。

- ✓ 房地产投资属性弱化，居民资产配置向金融资产转移是大势所趋。对比美日，我国居民资产金融资产配置长期被房地产挤占，2019年我国居民金融资产占居民总资产的比例为36%，明显低于美国的70%和日本的72%，与此同时房地产占居民总资产比例高达40%，远高于美国的25%和日本的12%。我们判断，未来随着中国人口出生率的降低，居民的购房需求将持续下降，叠加房住不炒政策导向对房地产行业的打击，地产投资风险加大、收益下行，后续地产资产配置比例将持续降低，居民财富将持续向金融资产转移。
- ✓ 财富人群保险配置比例有待提升。2021年，美国保险类资金配置占金融资产比例高达30%，与之相比，2019年我国保险资产占比仅为4%，整体市场尤其是财富人群的保险渗透率提升潜力极高。

图：2019年，中、美、日居民资产配置



图：中、美、日居民房地产资产配置比例



3.3 储蓄险：长期受益于居民财富配置转移与代理人质量的提升

- ✓ 代理人渠道深度转型，我们预计后续高质量代理人占比将大幅提升，带动潜在财富客户挖掘广度和深度持续提高，利好储蓄险销售。
- 当前，上市险企以扩大及巩固绩优代理人规模为目标，相继发布绩优代理人专属计划，“劣去优存”成为代理人的新发展主线，2021年百万圆桌会议中国成员不降反升，同比增长34%至13200人。
- 另一方面，调研显示，超过65%的绩优代理人获得了本科以上学历，85%的绩优代理人曾经从事过销售、金融、互联网、医疗、保险内勤、工程等工作，我们判断，绩优代理人导向下，保险业对高素质人才的吸引力有所提升，且转行代理人拥有更为丰富的潜在财富客户网络，利好储蓄险的销售。

表：上市险企代理人渠道改革举措

公司	代理人转型举措	
中国平安	“优+”增员升级	增员标准：主要面向大专以上学历、年龄在25-45岁之间，达到当地社平收入且在本地居住满1年的候选人。 培养：为“优+”保险代理人打造12个月的专属培养体系，通过岗前8天培训、岗后90天跟进实战培训、4-12月的月度集中训练，匹配丰富产品、主拓支持。 待遇：将为代理人提供业绩津贴、训练津贴、特别津贴、养成津贴等项目收入。
中国太保	长航计划	打造“职业化、专业化、数字化”代理人。
	北斗工程	以模式引领、创新驱动，通过三年时间，聚焦重点城市，打造高素质队伍。同时通过深化城区业务发展赋能平台，搭建专属的增募系统、培训体系和客户服务体系，匹配现代化多功能的职场等全方位的支持。
中国人寿	众鑫计划	打造“精准招募-定制培养-专属支持-成长创富”的绩优销售队伍全链条运作体系，开展全流程、多领域的专业技能、体验实践、荣誉激励等职业培训，包括专业销售培训、职业认证培训、进阶提升培训、研修精英培训等等，实现跨养老、健康和理财管理三大领域全方位专业认证。
新华保险	优计划	增员与培育：打造“年轻化、专业化、城市化”队伍，对“优”增新人建立长达三年的职业成长规划，通过专项培训活动、专属培训场地、专职班主任和助教进一步优化新人培养和主管培育。 待遇：放大精英队伍的奖励系数，在津贴设置、晋升奖励、培训投入方面给予专项支持。

3.3 储蓄险：未来十年NBV复合增速高达17%

- 我们预计，2031年，储蓄险新单保费规模或达3.5万亿，未来十年复合增速为11%，NBV贡献为4876亿，未来十年复合增速高达17%，主要由去房地产化背景下居民资产配置转移以及价值率的提升带动。核心假设如下：
 - ✓ 假设我国居民总资产2025年以前以12%的增速提升，2025年以后以10%增速提升；
 - ✓ 房住不炒背景下居民住房资产配置下降带动非金融资产配置比例下降至40%；
 - ✓ 保险作为保本刚兑产品对风险偏好低的投资者的吸引力将持续提升，有望推动保险资产占金融资产比例从4%提升至6%；
 - ✓ 储蓄险期缴占比提升、长期险占比提升有望推动价值率由7%提升至14%。

表：未来十年储蓄险NBV复合增速或接近17%

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
我国居民资产总资产（万亿元）	575.0	644.0	721.2	807.8	904.7	1,013.3	1,134.9	1,248.4	1,373.2	1,510.5	1,661.6	1,827.7	2,010.5
非金融资产占比（%）	43.5%	43.2%	42.9%	42.6%	42.3%	42.0%	41.7%	41.4%	41.2%	40.9%	40.6%	40.3%	40.0%
非金融资产	249.9	278.1	309.3	344.1	382.8	425.8	473.6	517.4	565.2	617.3	674.2	736.4	804.2
其中：住房资产占比	40.4%	39.6%	38.7%	37.8%	37.0%	36.1%	35.2%	34.3%	33.5%	32.6%	31.7%	30.9%	30.0%
住房资产（万亿元）	232.5	254.8	279.1	305.5	334.3	365.6	399.6	428.8	459.7	492.5	527.4	564.2	603.1
金融资产占比（%）	56.5%	56.8%	57.1%	57.4%	57.7%	58.0%	58.3%	58.6%	58.8%	59.1%	59.4%	59.7%	60.0%
金融资产（万亿元）	325.0	365.9	411.9	463.6	521.9	587.5	661.2	731.0	808.0	893.2	987.3	1,091.3	1,206.3
保险资产占金融资产比例（%）	4.0%	4.2%	4.3%	4.5%	4.7%	4.8%	5.0%	5.2%	5.3%	5.5%	5.7%	5.8%	6.0%
保险资产（万亿元）	13.0	15.2	17.8	20.8	24.3	28.4	33.0	37.7	43.1	49.1	55.9	63.7	72.4
储蓄险占比（%）	53.4%	52.7%	52.0%	51.3%	50.6%	49.9%	49.2%	48.5%	47.8%	47.1%	46.4%	45.7%	45.0%
储蓄险规模（万亿元）	6.9	8.0	9.3	10.7	12.3	14.1	16.2	18.3	20.6	23.1	25.9	29.1	32.6
储蓄险新单规模（亿元）	-	10,910.7	12,461.9	14,218.2	16,204.9	18,450.6	20,986.9	20,522.7	22,851.3	25,422.2	28,258.3	31,384.8	34,828.6
价值率（%）	7.0%	7.6%	8.2%	8.8%	9.3%	9.9%	10.5%	11.1%	11.7%	12.3%	12.8%	13.4%	14.0%
NBV贡献（亿元）	-	827.4	1,017.7	1,244.1	1,512.5	1,829.7	2,203.6	2,274.6	2,666.0	3,114.2	3,626.5	4,210.8	4,876.0

3.4 寿险：储蓄险+健康险未来十年NBV复合增速高达15%

- 根据前文测算，我们预计，2031年，寿险（储蓄险+健康险）新单保费规模或达6.1万亿，未来十年复合增速为13%，NBV贡献为1.1万亿，未来十年复合增速高达15%，其中重疾险、医疗险、储蓄险贡献度分别为10.3%、45.3%、44.3%。

表：未来十年储蓄险+健康险NBV复合增速或接近15%（亿元，%）

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
重疾险新单保费	983.5	652.7	723.8	802.5	889.4	985.3	1090.7	1206.5	1333.4	1472.3	1624.0
重疾险价值率	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
重疾险NBV贡献	688.5	456.9	506.6	561.7	622.6	689.7	763.5	844.5	933.4	1030.6	1136.8
医疗险新单保费	3,872.4	5,824.2	7,048.9	8,441.5	10,022.6	11,815.0	13,844.1	16,138.1	18,728.4	21,649.5	24,939.5
医疗险价值率	25.0%	24.5%	24.0%	23.5%	23.0%	22.5%	22.0%	21.5%	21.0%	20.5%	20.0%
医疗险NBV贡献	968.1	1,426.9	1,691.7	1,983.8	2,305.2	2,658.4	3,045.7	3,469.7	3,933.0	4,438.1	4,987.9
储蓄险新单保费	12461.9	14218.2	16204.9	18450.6	20986.9	20522.7	22851.3	25422.2	28258.3	31384.8	34828.6
储蓄险价值率	8.2%	8.8%	9.3%	9.9%	10.5%	11.1%	11.7%	12.3%	12.8%	13.4%	14.0%
储蓄险NBV贡献	1017.7	1244.1	1512.5	1829.7	2203.6	2274.6	2666.0	3114.2	3626.5	4210.8	4876.0
寿险新单保费	17,317.9	20,695.0	23,977.6	27,694.6	31,898.9	33,323.0	37,786.1	42,766.8	48,320.1	54,506.5	61,392.1
寿险价值率	15.4%	15.1%	15.5%	15.8%	16.1%	16.9%	17.1%	17.4%	17.6%	17.8%	17.9%
寿险NBV贡献	2,674.3	3,127.9	3,710.8	4,375.2	5,131.4	5,622.7	6,475.2	7,428.5	8,492.8	9,679.5	11,000.7
重疾险贡献率	25.7%	14.6%	13.7%	12.8%	12.1%	12.3%	11.8%	11.4%	11.0%	10.6%	10.3%
医疗险贡献率	36.2%	45.6%	45.6%	45.3%	44.9%	47.3%	47.0%	46.7%	46.3%	45.9%	45.3%
储蓄险贡献率	38.1%	39.8%	40.8%	41.8%	42.9%	40.5%	41.2%	41.9%	42.7%	43.5%	44.3%

目录——保险

第一节：2022Q1行业回顾与中报前瞻：寿险持续低迷，财险复苏趋势强劲

第二节：渠道端：银保重回险企视野，如何把握发力方向？

第三节：产品端：寿险长期需求强劲，向上复苏空间几何？

3.1 重疾险：存量客户经营成为后续发力重心，未来十年NBV复合增速可达5%

3.2 医疗险：医疗自付比例降低创造需求空间，未来十年NBV复合增速可达18%

3.3 储蓄险：居民资产配置转移提振保险需求，未来十年NBV复合增速可达17%

第四节：投资建议

4 投资建议

- 寿险方面，随着疫情的好转以及代理人的边际企稳，寿险负债端的修复或将持续；权益市场好转、地产风险逐步缓释亦能带来投资收益的改善。当前保险股整体处于历史估值低位。截至7月6日，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险A股2022PEV分别为0.64、0.56、0.42、0.35倍，友邦保险、中国太平H股2022PEV分别为1.64、0.14倍，分别处于历史估值分位的4.5%、1.5%、2.1%、1.4%、30.6%、2.5%。我们建议继续关注负债端、资产端改善带来的估值修复行情，推荐中国人寿、中国平安、中国太保。
- 长期视角下，银保渠道仍有较大发展潜力，未来十年NBV复合增速或达16%，建议关注具备渠道优势的中国平安、友邦保险，持续跟踪控股广发银行的中国人寿的银保战略调整；重疾险、医疗险、储蓄险长期需求依然强劲，建议关注代理人转型早且步伐坚定的险企，如中国平安、中国太保。

表：保险公司2022PEV（从2012年1月4日开始计算）

		最大值	最小值	均值	中位数	3/4分位	1/4分位	当前估值/ 均值	当前估值/ 中位数	当前估值 (2022)	分位数
A股	中国人寿A	2.11	0.50	1.06	0.97	1.28	0.83	0.60	0.66	0.64	4.5%
	中国平安A	1.74	0.52	1.02	1.05	1.17	0.86	0.54	0.53	0.56	1.5%
	中国太保A	1.69	0.36	0.96	0.94	1.16	0.78	0.43	0.44	0.42	2.1%
	新华保险A	2.12	0.30	0.98	0.90	1.19	0.75	0.36	0.39	0.35	1.4%
H股	中国人寿H	1.82	0.19	0.83	0.75	1.20	0.49	0.27	0.30	0.22	2.9%
	中国平安H	1.62	0.49	1.06	1.08	1.23	0.89	0.55	0.54	0.59	0.7%
	中国太保H	1.64	0.25	0.88	0.85	1.20	0.58	0.32	0.34	0.29	2.1%
	新华保险H	1.63	0.18	0.68	0.67	0.88	0.42	0.31	0.31	0.21	4.0%
	友邦保险H	2.33	1.18	1.76	1.78	1.92	1.59	0.93	0.92	1.64	30.6%
	中国太平H	1.40	0.12	0.58	0.55	0.74	0.40	0.24	0.25	0.14	2.5%

4 投资建议

- 财险方面，费改带来的费用大幅下降，强化了龙头的渠道、品牌优势，程度大于预期。我们预计将迎来行业竞争格局大幅改善的一年，综改后中小公司价格优势收敛，持续亏损下或将逐步退出车险业务，龙头财险凭借对车险产业链的深度把控，及数据、定价、服务等优势有望进一步提升市占率。
- 中国财险核心车险业务持续实现量质的同步复苏，22Q1车险保费增速和盈利能力较去年Q1进一步改善（21Q4单季车险保费同比+9%、估算21Q4单季COR为97.1%；22Q1保费同比+10.9%，COR为96%）；非车险在运营管控下实现承保质量持续改善。当前，中国财险对应2022年PB为0.69X，对应股息率高达6%，短期数据持续验证+长期向上复苏显现，看好后续估值修复至0.8X-1XPB区间，推荐中国财险H。

风险提示

居民收入预期修复缓慢

疫情导致国内经济压力增加，叠加海外疫情仍然具有不确定性，亦对国内经济增长形成压力，若居民收入预期修复缓慢，将会影响保险需求的修复。

保障型产品销售不及预期

若消费者未来收入预期修复缓慢，后续重疾产品销售可能不及预期。

疫情反复

疫情发散影响代理人展业与招募。

测算基于一定前提假设，存在偏差风险

本文对银保渠道以及各类产品未来规模的测算基于一定的前提假设，存在假设不成立、市场发展不及预期等因素导致测算结果偏差的可能性。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下