平安证券

非银金融

2022 年 12 月 07 日

保险行业 2023 年度策略报告

厉兵秣马，砥砺前行

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】行业年度策略报告-非银行金融-基本面周期性波动，行业转型行稳致远-强大于市 20221205

【平安证券】行业点评-非银行金融-首批名录发布，头部公司个人养老金业务将率先获益-强于大市 20221120

【平安证券】行业动态跟踪报告-非银行金融-制度建设加速落地，个人养老金即将远航-强于大市 20221107

【平安证券】行业动态跟踪报告*非银行金融*证券行业 2022 年三季报综述：权益市场震荡下行，券商业绩延续承压*强于大市 20221101

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号 S1060520040001 BQC673 WANGWEIYI059@pingan.com.cn

李冰婷 投资咨询资格编号 S1060520040002 LIBINGTING419@pingan.com.cn

研究助理

韦霁雯 一般证券从业资格编号 S1060122070023 WEIJIWEN854@pingan.com.cn

平安观点：

- **行业复盘：资负两端承压，寿险仍在磨底中。**2022 年寿险代理人数量、新单与 NBV 持续承压，权益市场拖累投资收益率表现，保险板块业绩不佳。但机构持仓和行业估值均处于历史底部，股价及 P/EV 下探空间有限，板块表现主要受 β 属性影响，A 股保险板块整体下跌但略跑赢大盘。海内外疫情反复、宏观经济长期转型等影响居民收入信心和消费意愿，储蓄需求增长、保障险销售乏力，银保渠道助新单增长，寿险 NBV 降幅大于新单。财产险保费与盈利能力在车险修复、非车险发力之下实现同步改善。

- **负债端展望：调整渠道、优化产品，险企整装待发。**1）寿险方面，个险转型深化、险企聚焦代理人队伍质量和人才留存。目前转型已初现成效，2022 年代理人队伍逐步体现出“稳量提质”的特征；2023 年代理人数量、寿险新单和 NBV 有望在低基数的基础上迎来改善。主要上市险企银保渠道持续发力，更注重业务价值。2022 年以来，银保新单和 NBV 占比提升，但价值贡献总体较为有限，NBV 拐点仍需个险增长。在产品优化上，险企以客户需求为中心，进行产品升级与补缺。当前居民保障缺口存在，但保障需求有待释放，险企主要聚焦产品品类补缺和原有产品升级，客户分层经营有望为保障类产品带来一定业务增量。同时，居民风险偏好下降、储蓄需求提升，储蓄险有望继续稳健增长。预计寿险 2023 年“开门红”将延续过往两年策略，储蓄需求将助新单与 NBV 增长。2）产险方面，预计保费稳健增长、综合成本率在低基数下或有回升，投资端回暖助力净利润增长。

- **资产端展望：投资压力缓释，关注海外配置机遇。**政策面积极信号不断释放，托底宏观经济增长，长端利率有望企稳、权益投资环境有望改善，险企投资压力缓释。但利率中枢长期下行趋势下，险资配置面临长久期资产有限和投资收益率下滑的两大挑战，参考海外，险企可关注境内优质企业债、海外资产配置和第三方业务发展。

- **投资建议：**目前行业估值和机构持仓处于历史底部，政策助力化解地产投资风险、资产端迎来改善，寿险负债端基本面出现企稳迹象、预计 2023 年“开门红”业绩高增。建议关注保险板块的长期配置价值和市场情绪修复带来的板块 β 行情。产险龙头公司在规模和盈利能力上仍具备领先优势，资产端将助净利润稳增，建议继续关注财险行业的配置机遇。个股方面建议优先关注中国太保和中国人寿。

- **风险提示：**1）权益市场大幅波动；2）海内外疫情反复，宏观经济改善不及预期；3）寿险新单超预期下滑；4）产险赔付超预期；5）利率超预期下行；6）房地产行业政策效果不及预期。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

股票名称	股票代码	股票价格	EVPS				P/EV				评级
		2022-12-07	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
中国太保	601601	24.85	51.80	57.57	64.07	71.93	0.5	0.4	0.4	0.3	推荐
中国人寿	601628	36.12	42.56	46.89	51.61	56.81	0.8	0.8	0.7	0.6	推荐
中国人保	601319	5.45	5.17	5.29	5.97	6.71	1.1	1.0	0.9	0.8	推荐
新华保险	601336	30.10	82.96	86.53	93.31	100.59	0.4	0.3	0.3	0.3	中性
中国财险	2328	6.71	9.12	9.90	10.87	11.99	0.7	0.7	0.6	0.6	未覆盖

备注：中国财险收盘价采用 Wind 显示的人民币股价，估值有关指标分别采用 BPS、PB，其中预测 BPS 采用 Wind 一致预期。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

正文目录

一、 行业复盘：资负两端承压，寿险仍在磨底中.....6
1.1 全年行情回顾：机构持仓仍处底部，A 股保险板块整体下跌但略跑赢大盘 6
1.2 负债端：寿险新单与 NBV 持续承压，产险保费与盈利能力明显改善 8
1.3 资产端：股债表现均不佳，投资收益率下滑显著 10
二、 负债端展望：调整渠道、优化产品，险企整装待发.....11
2.1 寿险渠道优化：个险转型初现成效，银保持续发力 11
2.2 寿险产品优化：以客户需求为中心 15
2.3 寿险 2023 年“开门红”：延续过往两年策略，储蓄需求将助新单与 NBV 增长 15
2.4 产险：保费稳健增长，投资端回暖助力净利润增长 16
三、 资产端展望：投资压力缓释，关注海外配置机遇.....16
3.1 政策托底宏观经济增长，险企投资压力缓释 16
3.2 利率中枢面临下行压力，险资可关注海外配置机遇 17
四、 投资建议及风险提示.....19
4.1 投资建议 19
4.2 风险提示 19

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表目录

图表 1 保险板块及中国财险涨跌幅（2022 年至今）.....6
图表 2 板块涨跌幅及十年期国债收益率（2022 年至今）.....7
图表 3 保险行业及中国财险估值水平（2022 年至今）.....7
图表 4 保险板块全基金持仓情况.....7
图表 5 保险板块近期全基金持仓前五个股.....7
图表 6 保险板块主动管理型基金重仓情况.....7
图表 7 保险板块近期主动管理型基金重仓前五个股.....7
图表 8 城镇储户的消费、储蓄和投资意愿.....8
图表 9 金融机构居民户新增人民币存款累计值.....8
图表 10 主要上市险企代理人数量普遍下滑（万人）.....8
图表 11 代理人质量指标有所企稳.....8
图表 12 主要上市险企近年总新单增速.....9
图表 13 主要上市险企近年 NBV 增速.....9
图表 14 主要上市险企近年保障险新单标保增速.....9
图表 15 主要上市险企近年保障险新单标保占比.....9
图表 16 主要上市险企近年银保新单占比.....9
图表 17 主要上市险企近年 NBVM.....9
图表 18 产险近年保费增速及综合成本率（COR，右轴）.....10
图表 19 车险近年保费增速及综合成本率（COR，右轴）.....10
图表 20 2022 年股债市场表现均不佳.....10
图表 21 主要上市险企近年总投资收益率表现.....10
图表 22 国寿季末代理人数量变化.....11
图表 23 平安季末代理人数量变化.....11
图表 24 太保 22Q3 总人力和核心人力稳中有升.....12
图表 25 太保 2022 年以来核心人力占比同比提升.....12
图表 26 太保 2022 年以来队伍质量有所改善.....12
图表 27 中国台湾地区银保新单保费及其占比情况.....13
图表 28 中国台湾地区银保个人新单险种结构.....13
图表 29 中国香港地区银保新单保费及其占比情况.....14
图表 30 中国香港地区银保个人新单险种结构.....14
图表 31 日本寿险渠道结构.....14
图表 32 日本银保四次解禁.....14
图表 33 主要上市险企 2023 年“开门红”主力短储产品梳理.....15

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表 34 2022 年 11 月以来房地产行业重要政策梳理 16
图表 35 美国寿险资产配置结构 17
图表 36 美国寿险投资收益率 17
图表 37 中国台湾地区寿险资产配置结构 18
图表 38 南山人寿投资收益率 18
图表 39 日本寿险资产配置结构 18
图表 40 日本寿险投资收益率 18

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

一、 行业复盘：资负两端承压，寿险仍在磨底中

1.1 全年行情回顾：机构持仓仍处底部，A 股保险板块整体下跌但略跑赢大盘

代理人数量、新单与 NBV 持续承压，权益市场拖累投资收益率表现，保险板块业绩不佳。但机构持仓和行业估值均处于历史底部，股价及 P/EV 下探空间有限，板块表现主要受β属性影响。截至 2022 年 11 月 30 日，保险指数（SW Ⅱ）跌幅 8.98%，全年与沪深 300 指数涨跌幅走势基本一致、但较沪深 300 指数形成超额收益约 13pct。行业平均估值约 0.4-0.5 倍 P/EV，处于历史前 1%分位。

车险保费增长、产险综合成本率改善，中国财险持续迎来“戴维斯双击”。截至 2022 年 11 月 30 日，中国财险涨幅 30.94%，较恒生指数实现超额收益约 50pct，估值基本维持在 0.7-0.9 倍 PB、最高达 1 倍 PB。

保险指数全年约有 4 次持续时间相对较长的反弹，具体来看：

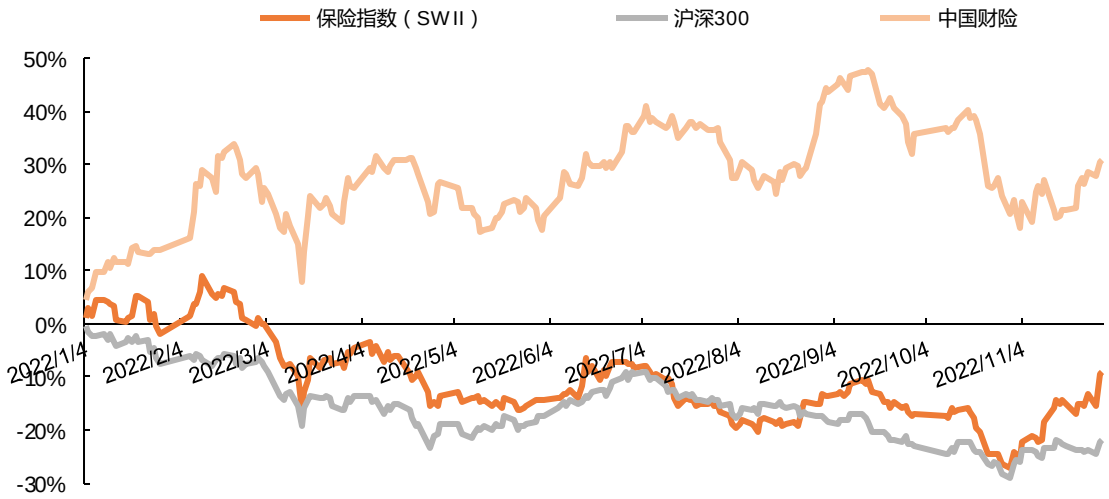
1）2 月中上旬：1 月社融和信贷数据超预期、宽信用预期升温，β属性刺激板块回弹。

2）6 月中下旬：国内疫情压力有所缓解、对社会活动和宏观经济影响边际减弱，同时稳增长政策密集出台、权益市场逐步回暖，β属性带动板块回弹；上市险企队伍数量有所企稳、新单有所改善。

3）8 月下旬-9 月中旬：一方面，险企中报发布完毕，22Q2 业绩环比有所改善；另一方面，赛道股调整明显，保险板块估值与机构持仓处于历史底部，市场资金关注度提高。

4）11 月以来：一方面，险企积极备战“开门红”、储蓄需求旺盛，市场 23Q1 业绩预期较好。另一方面，政策面积极信号不断释放，防疫政策优化、降准落地、房企融资收紧周期见底，国内流动性保持充裕、地产投资风险缓解。投资压力缓解、资产端刺激板块在低估值低持仓下迎来反弹。

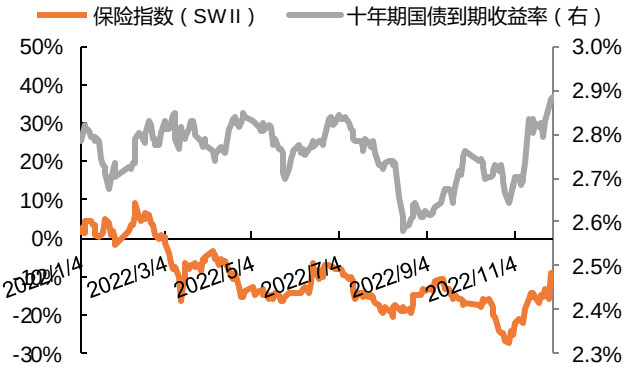
图表1 保险板块及中国财险涨跌幅（2022 年至今）



资料来源：Wind，平安证券研究所

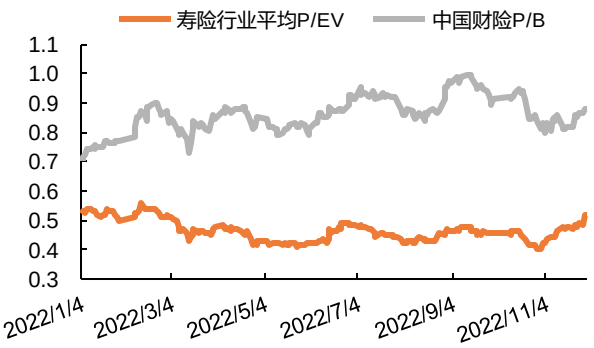
注：图表数据截至 2022 年 11 月 30 日收盘。

图表2 板块涨跌幅及十年期国债收益率(2022年至今)



资料来源:Wind,平安证券研究所

图表3 保险行业及中国财险估值水平(2022年至今)

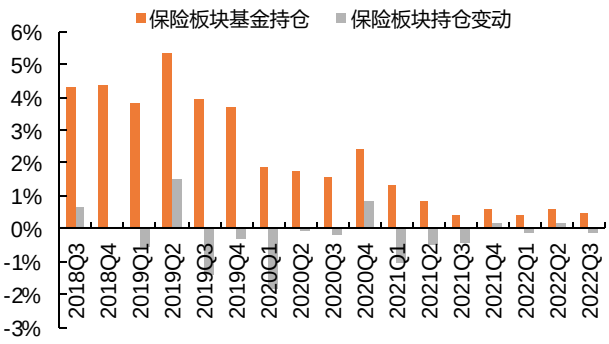


资料来源:Wind,平安证券研究所

注:1)以上图表数据截至2022年11月30日收盘;2)寿险行业平均估值P/EV采用国寿、平安、太保、新华四家主要上市险企的P/EV算术平均,主要用于观测趋势变动。

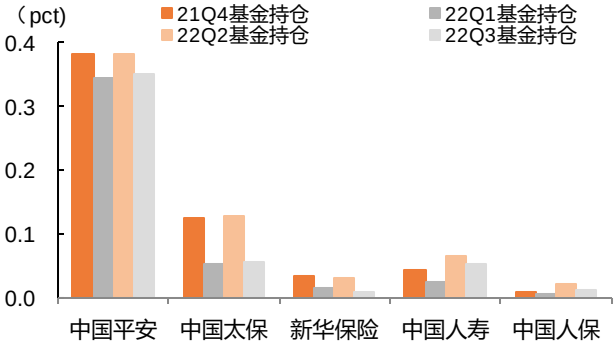
机构持仓仍处于历史底部,全基金仍遭减持;主动管理型基金重仓持股转为增持。22Q3保险板块全基金持股比例0.48%(QoQ-0.15pct)、主动管理型基金持股比例0.08%(基本环比持平)。全基金持仓从高到低依次为平安(0.35%)、太保(0.06%)、国寿(0.05%)、人保(0.01%),重仓从高到低依次为平安(0.05%)、国寿(0.02%)、太保(0.01%)、人保(0.003%)。

图表4 保险板块全基金持仓情况



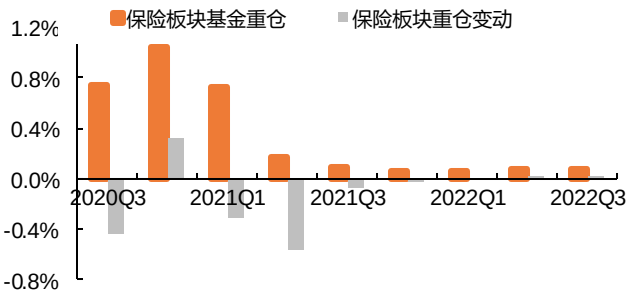
资料来源:Wind,平安证券研究所

图表5 保险板块近期全基金持仓前五个股



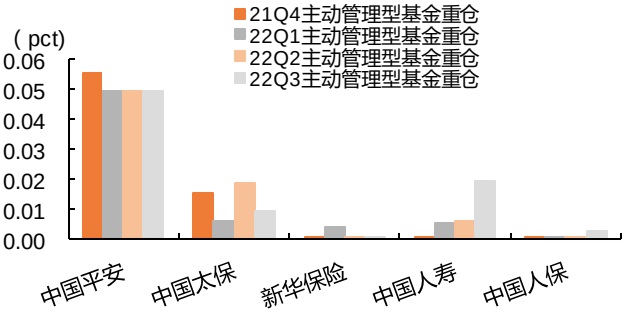
资料来源:Wind,平安证券研究所

图表6 保险板块主动管理型基金重仓情况



资料来源:Wind,平安证券研究所

图表7 保险板块近期主动管理型基金重仓前五个股



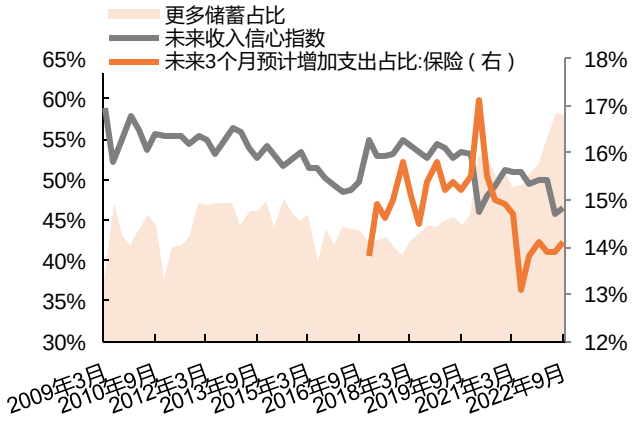
资料来源:Wind,平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

1.2 负债端：寿险新单与 NBV 持续承压，产险保费与盈利能力明显改善

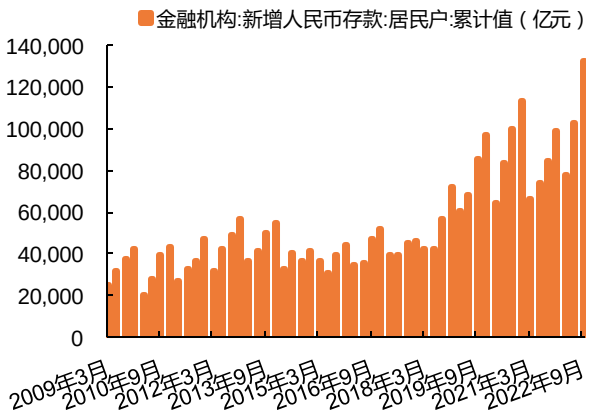
需求分析：海内外疫情反复、宏观经济长期转型等影响居民收入信心和消费意愿，储蓄需求增长、保障险销售乏力。尽管居民保障缺口仍存、保障需求较大，但有效保障需求有待进一步释放。2020 年以来，居民储蓄意愿显著增长（50%以上的居民更倾向于储蓄），累计新增居民户人民币存款不断走高；但居民未来收入信心不足、未来预计增加保险支出占比的居民比例总体下滑。2022 年前三季度居民新增人民币存款 13.2 万亿元，在高基数之上保持高增长；截至 22Q3，选择“更多储蓄”的居民占比达 58.1%、未来预计增加保险支出占比的居民比例仅 14.1%、未来收入信心指数仅 46.5%。

图表8　城镇储户的消费、储蓄和投资意愿



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表9　金融机构居民户新增人民币存款累计值

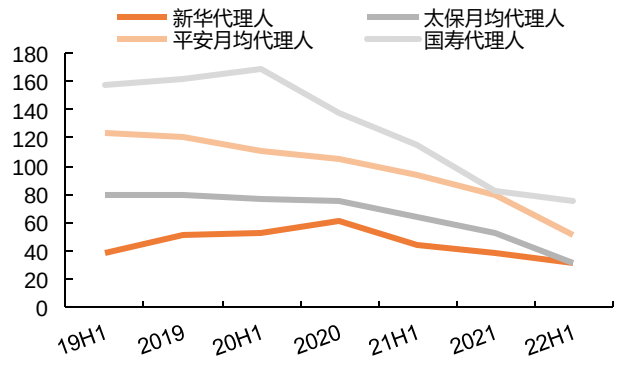


资料来源：Wind，平安证券研究所

注：收入信心指数反映居民对未来收入信心的扩散指数，低于 50%反映该项指标处于变差或收缩状态。

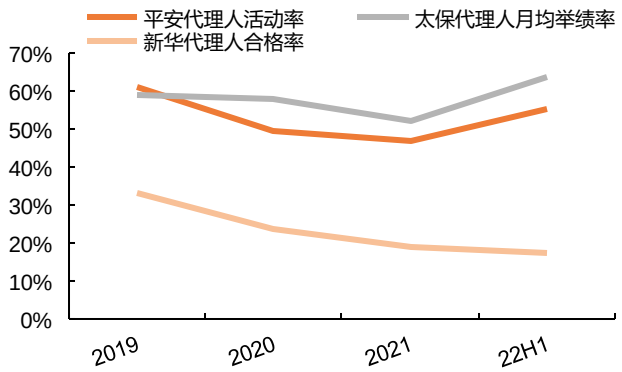
代理人数量持续下滑，质量指标有所企稳。2019 年以来，主要上市险企陆续开启寿险转型，个险渠道聚焦提升队伍质量。2020 年以来，尽管疫情影响代理人线下展业，险企仍严格考核、主动加快清虚，代理人队伍规模收缩明显。截至 22H1，国寿、平安、太保、新华代理人分别仅 74.6 万人、51.4 万人、31.2 万人、31.8 万人，较 2019 年末分别-54%、-57%、-37%、-61%。2019 年以来，产能、活动率、举绩率等质量指标普遍下滑，但 22H1 储蓄险销售良好，助队伍质量有所企稳。

图表10　主要上市险企代理人数量普遍下滑（万人）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表11　代理人质量指标有所企稳

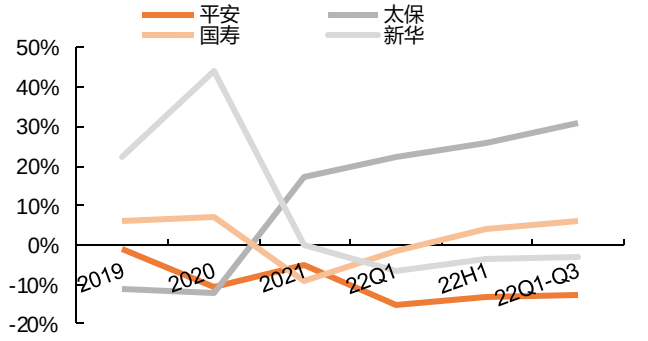


资料来源：Wind，平安证券研究所

保障险销售乏力、银保渠道助新单增长，NBV 降幅大于新单。2020 年以来，代理人数量下滑、线下展业受阻，主要上市险企重启银保渠道，银保新单占比显著提升、为总新单规模筑基。保障险销售承压，而居民储蓄意愿提升，储蓄险是 2022 年

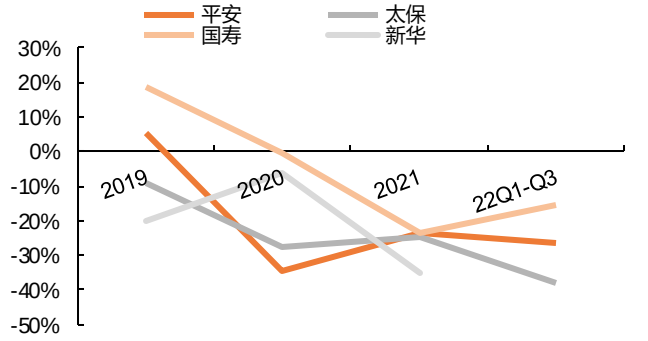
新单的主要来源，导致保障险新单占比显著下滑，NBVM 与 NBV 下降。2022 年前三季度，平安、国寿、太保 NBV 分别同比-26.6%、-15.4%、-37.8%，但 NBV 降幅逐季改善、其中太保 22Q3 单季 NBV 已扭正。

图表12 主要上市险企近年总新单增速



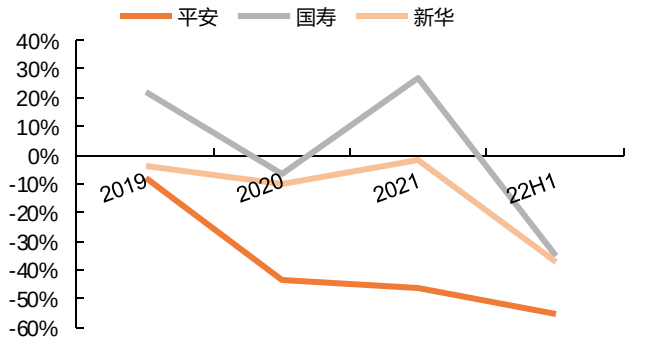
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表13 主要上市险企近年 NBV 增速



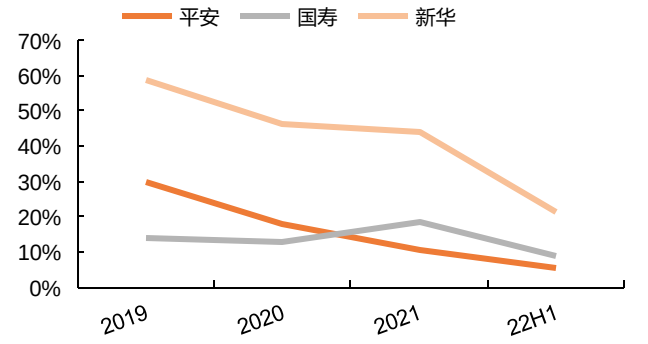
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表14 主要上市险企近年保障险新单标保增速



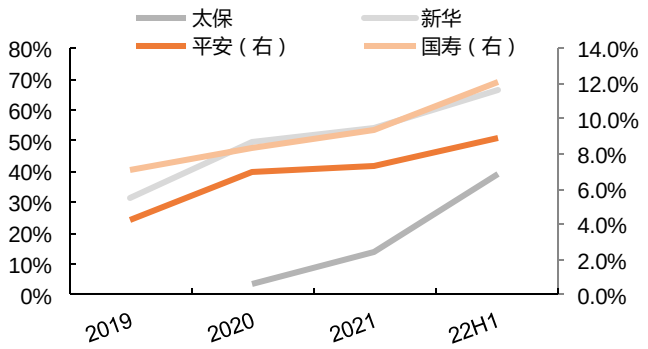
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表15 主要上市险企近年保障险新单标保占比



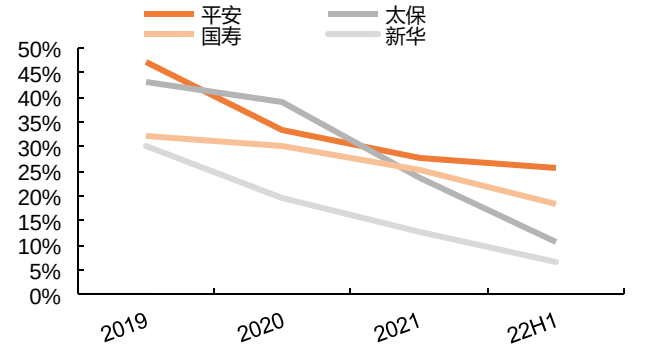
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表16 主要上市险企近年银保新单占比



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表17 主要上市险企近年 NBVM

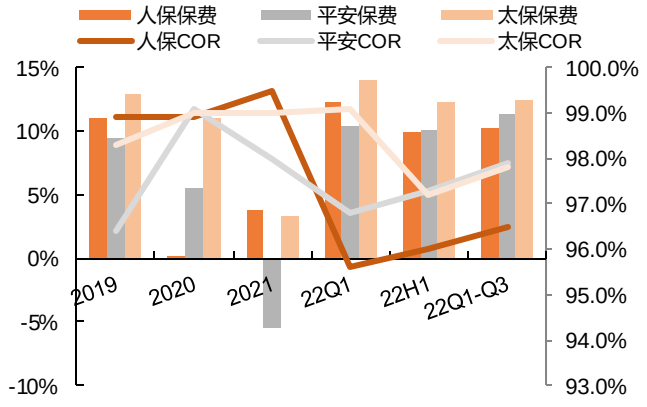


资料来源：Wind，平安证券研究所

车险修复、非车险发力，财产险保费与盈利能力同步改善。车险综改实施后，市场回归理性竞争，度过保费基数高点后，政策刺激新车消费，22H1 车险保费回升、综合成本率下降。同时，“老三家”大力发展非车险业务，车险保费稳增、非车险保

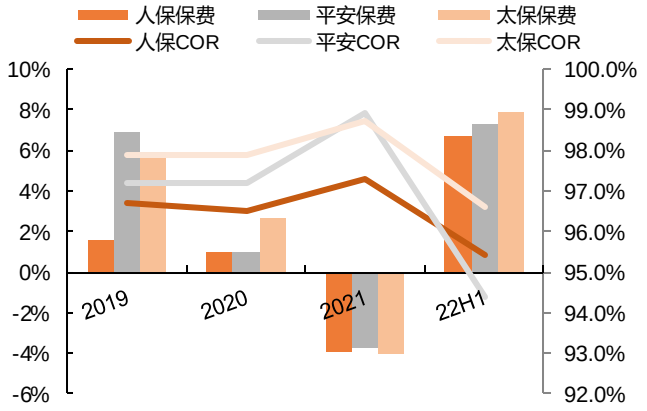
费高增，助产险保费保持较高速增长。此外，“老三家”注重强化风控、管控理赔，且 2022 年巨灾发生频率和严重程度较 2021 年有所缓解，非车险综合成本率显著优化，财产险保费与盈利能力同步改善。

图表18 产险近年保费增速及综合成本率（COR，右轴）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表19 车险近年保费增速及综合成本率（COR，右轴）



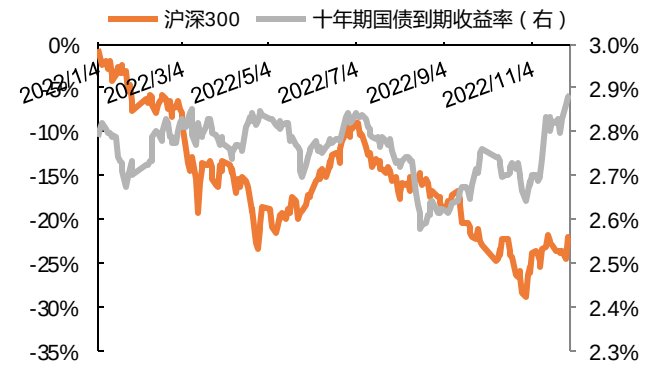
资料来源：Wind，平安证券研究所

1.3 资产端：股债表现均不佳，投资收益率下滑显著

股市波动剧烈，长端利率低位震荡。国内疫情反复、宏观经济面临长期转型压力，海外地缘局势动荡、美联储不断加息，A 股主要指数震荡下行，截至 2022 年 11 月 30 日，沪深 300 指数跌幅达 22.01%；十年期国债到期收益率 2.89%，全年基本在 2.7%-2.9%区间震荡。

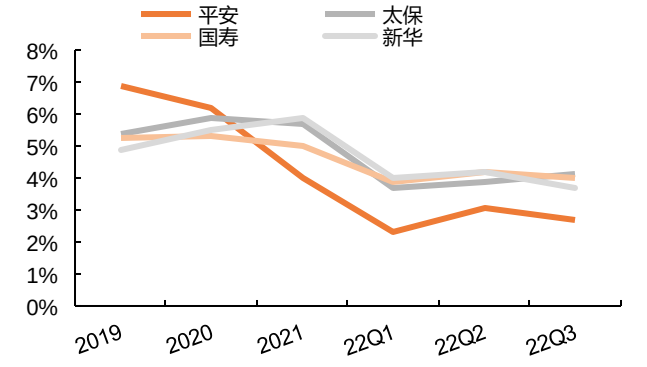
险企总投资收益率下滑，拖累净利润。2022 年以来，主要上市险企总投资收益率总体不足 4%，同比下滑约 1pct；截至 22Q3 末，平安、国寿、太保、新华总投资收益率分别 2.7%、4.0%、4.1%、3.7%，导致净利润普遍同比下降。

图表20 2022 年股债市场表现均不佳



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表21 主要上市险企近年总投资收益率表现



资料来源：Wind，平安证券研究所

注：图表数据截至 2022 年 11 月 30 日收盘。

二、 负债端展望：调整渠道、优化产品，险企整装待发

2.1 寿险渠道优化：个险转型初现成效，银保持续发力

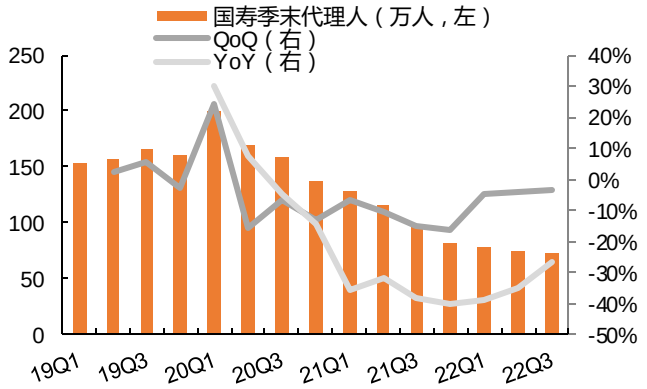
2.1.1 个险转型深化，2022 年代理人队伍逐步体现出“稳量提质”的特征

在代理人渠道上，险企聚焦队伍质量和人才留存，2023 年代理人数量、寿险新单和 NBV 有望在低基数的基础上迎来改善。

1）中国人寿：坚持队伍高质量发展。近年来，国寿多效并举推动队伍的职业化、专业化转型。一方面，公司推出“众鑫人才招募计划”，打造年轻化、专业化、职业化的精英型销售队伍。与原有队伍相比，“众鑫计划”优化晋升机制，设置业务系列、主管系列等多条发展通道。另一方面，公司推出“队伍常态运作 4.0 体系”，从制度经营、有效新增、新人育成和主管培育四大模块改善队伍常态运作。目前，国寿代理人队伍数量基本企稳，22Q1-22Q3 代理人规模保持在 70 万-80 万人，22Q3 约 72 万人；季环比降幅收窄至 4%以内、较此前 10%以上的降幅改善明显。

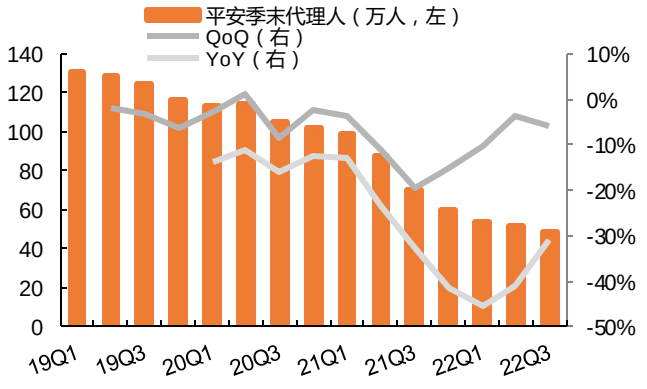
2）中国平安：深化个险转型，搭建多元化渠道。一方面，公司持续深化代理人渠道改革，加强精细化经营，推进三好五星营业部建设。另一方面，公司搭建社区网格化渠道，深耕孤儿单客户服务；发挥下沉渠道场景化销售的作用。2022 年以来，平安代理人数量基本稳定在 50 万人左右，22Q2 起队伍数量企稳，22Q3 季环比降幅大幅收窄至 5%左右、降幅同比改善 15pct。22H1“优+”新人占比 14%（YoY+9pct）、顶尖绩优人数同比+8%；Q3“优+”新人占比同比增幅扩大，达+10.3pct。

图表22 国寿季末代理人数量变化



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表23 平安季末代理人数量变化

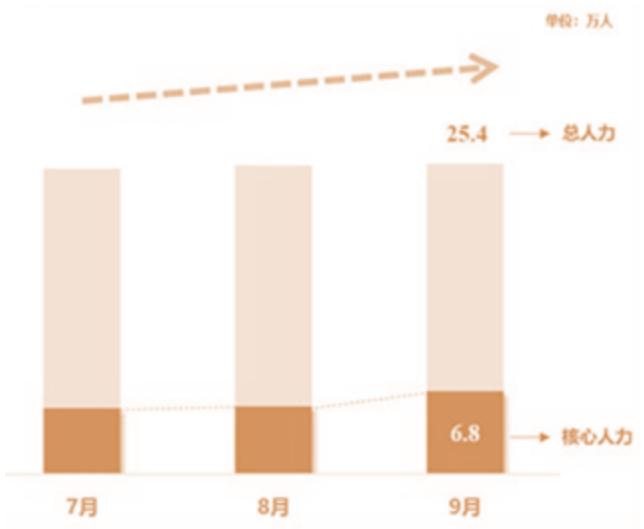


资料来源：Wind，平安证券研究所

3）新华保险：注重年轻化、专业化、城市化人群，“优计划”和“新计划”并进。具体来看，“优计划”针对存量队伍提出六个标准——优新增、优培训、优客户、优活动、优科技和优支持；新增建立职业成长规划，放大精英队伍奖励系数。“新计划”旨在打造新生代营销队伍，通过“科技+队伍+服务”形成从拜访、出单、服务到转介绍的完整产业链。

4）中国太保：坚定推进“长航行动”。具体来看，公司通过“三化五最”推进职业营销队伍转型，升级“芯”基本法重点培养绩优人力；此外，公司也已形成长航合伙人画像，增员目标明确。2022 年以来，公司代理人队伍规模企稳、质量改善、收入提升，且公司优增优育已初见成效。2022 年以来，太保核心人力占比始终维持在 20%以上，且同比增幅逐季走阔；截至 22Q3，太保总人力 25.4 万人，其中核心人力占比 23.1%（YoY+7.2pct），长险举绩率、人均收入分别同比+4.8pct、+52.5%。22Q1-22Q3 季度新增人力回升明显、1 年内新人产能同比逐季提升、7 个月留存率逐季提升。

图表24 太保 22Q3 总人力和核心人力稳中有升



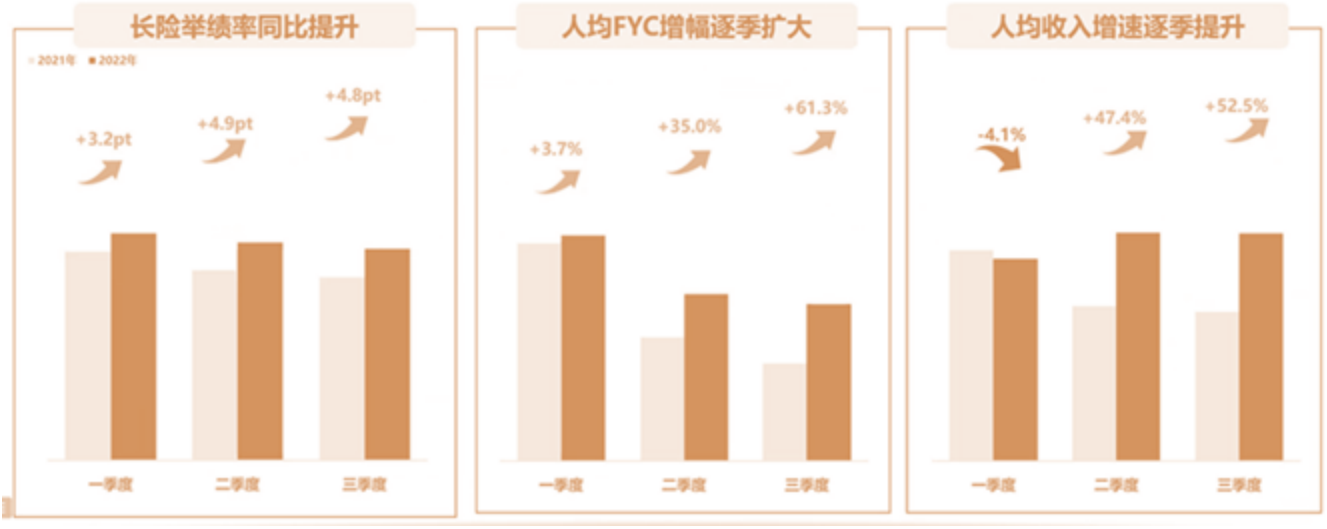
资料来源：太保 22Q3 业绩会公开材料，平安证券研究所

图表25 太保 2022 年以来核心人力占比同比提升



资料来源：太保 22Q3 业绩会公开材料，平安证券研究所

图表26 太保 2022 年以来队伍质量有所改善



资料来源：太保 22Q3 业绩会公开材料，平安证券研究所

2.1.2 银保渠道持续发力，注重业务价值

2022 年以来，主要上市险企银保新单和 NBV 占比提升，但价值贡献总体较为有限，NBV 拐点仍需个险增长。

1）中国平安：搭建银行优才队伍。一方面，平安持续与外部银行巩固合作、深耕经营；另一方面，与平安银行深化融合，搭建银保新优才队伍——引入高学历精英队伍，为平安银行财富客户提供“保险+金融”的一站式财富管理服务。22H1 平安银保新单占比 8%、NBV 占比 5%、NBVM 约 16%，总体高于同业；22Q3 银行优才队伍已超 1000 人，超九成拥有本科学历，业绩贡献提升。

2）中国太保：重启银保渠道，聚焦价值银保。太保聚焦三大核心策略——①以私人银行为主的高客经营；②对深度合作的战略伙伴（如浦发、招行、中行、农行等）给予资源和产品倾斜，提供服务和系统对接；③建设高素质、高收入、高举绩和

高留存的四高队伍，助力银保新单销售。尽管银保业务快速发展、新单快速增长、但价值贡献有限，22Q3 太保银保新单同比+1071%、新单占比 39%，预计 NBV 占比仅 6%、NBVM 水平仍偏低。

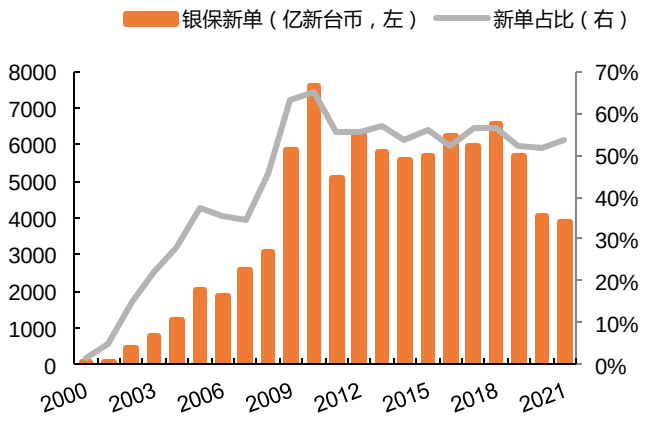
3）新华保险：最早恢复银保业务，以趸促期。新华银保业务贯彻“以趸交业务拉动期交业务发展”的总体战略，强化重点渠道合作、大力发展期交业务，银保渠道价值提升、但价值贡献仍相对有限。22Q3 新华银保期交新单同比+16%、新单占比 65%；22H1 新华 NBV 占比 11%（同比+4pct）。

4）中国人寿：银保价值与规模并重。一方面，国寿积极深化银行合作，提升渠道价值，可持续发展能力增强；另一方面，加强客户经理队伍的专业化、科技化能力建设，队伍质态提升。截至 22H1，国寿银保长险新单占比 14%、NBV 占比 6%；银保渠道客户经理 2.3 万人，季均实动人力保持稳定、人均产能持续增长。

参考海外，亚洲银保渠道在政策支持与业务增量需要的双重驱动下兴起。在亚洲金融危机、利率持续下滑和寿险市场高饱和的多重影响下，银行与险企亟需新的业务增长点，亚洲发达保险市场相继放开金融混业限制。保险产品兼具储蓄性质、相对保底收益率更高，银保渠道迅速崛起，成为银行中间业务收入和险企保费的又一重要来源。当前我国保险市场个险发展遇瓶颈，银保已逐步成为补位新单和 NBV 的重要抓手，险企正通过精耕长储产品、着力挖掘银行财富客户需求等来提升银保渠道价值贡献。

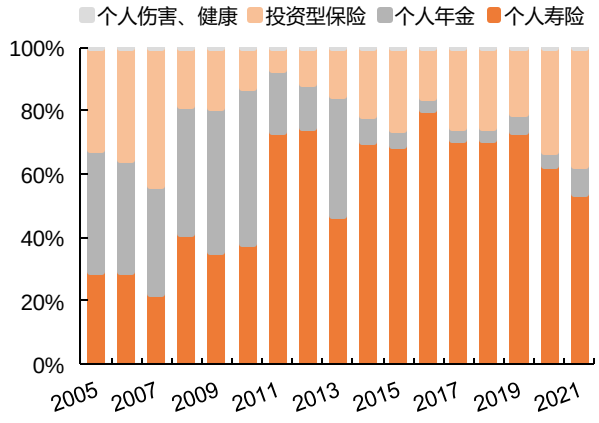
1）中国台湾地区：2000 年起逐步放开混业经营，银保新单贡献高。在利率下行、金融混业放开的背景下，当地银行开始发展银保业务。随着 2000 年起逐步放开保险资金投资境外资产的限制，保险产品更具竞争力、银保业务快速发展——2000 年银保新单仅 18 亿新台币、占比仅 1.5%，2010 年银保新单达到高点 7582 亿新台币，新单 CAGR 超过 80%、占比 65.3%。截至 2021 年，中国台湾地区银保新单 3912 亿新台币，近年来新单占比仍持续超过 50%。从险种结构来看，银保渠道以储蓄保障混合型产品为销售主力，个人寿险、个人年金和投资型保险占比近 100%；纯保障型产品新单占比低，传统健康保险和伤害保险的银保新单贡献不足 0.1%。

图表27 中国台湾地区银保新单保费及其占比情况



资料来源：lia-roc，平安证券研究所

图表28 中国台湾地区银保个人新单险种结构



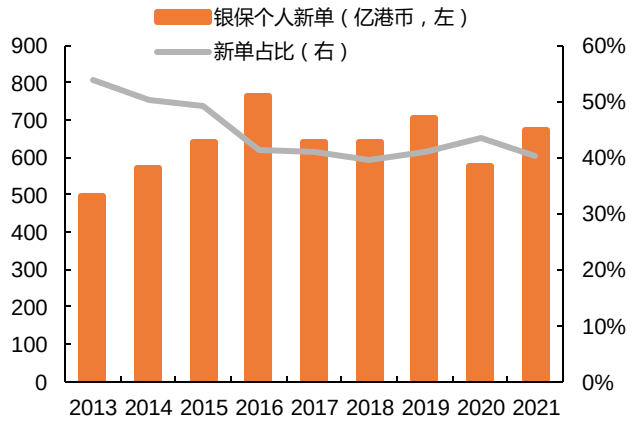
资料来源：lia-roc，平安证券研究所

2）中国香港地区：金融混业经营、分业监管，银保业务发展具备政策基础。当地保监局允许保险公司自由开发适合银行销售的保险产品。众多银行通过设立保险公司或签订战略协议的方式深入发展银保业务：如香港汇丰银行在全港银行设立保险服务中心，东亚银行在全港设立 40 个保险服务中心，永隆银行、廖创兴银行、亚洲商业银行、上海商业银行等银行 2000 年合资成立香港人寿保险公司。因此，银保业务是中国香港地区新单保费的主要来源之一，新单占比始终保持 40%以上。截至 2021 年，中国香港地区银保新单 674 亿港元（YoY+17%），新单占比 40%。从险种结构来看，低利率环境下，风险偏好较低的人群购买保险产品的意愿增强，因此银保渠道主力产品为普通寿险和年金险。总体来看，普通寿险和年金新单占比

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

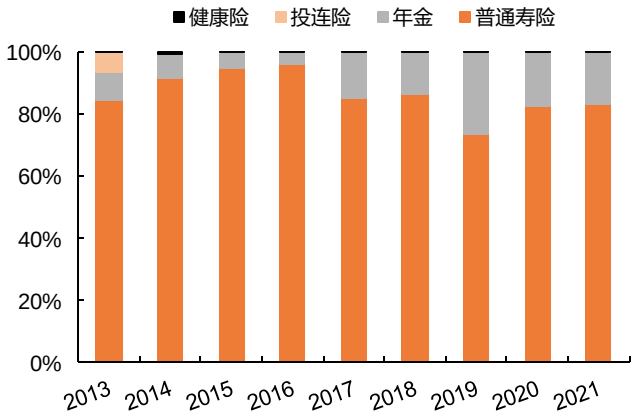
分别约 80%、20%，年金新单占比近年有所提升。截至 2021 年，中国香港地区银保新单中，普通寿险占比 83%、年金占比 17%。

图表29 中国香港地区银保新单保费及其占比情况



资料来源：中国香港保险业监管局，平安证券研究所

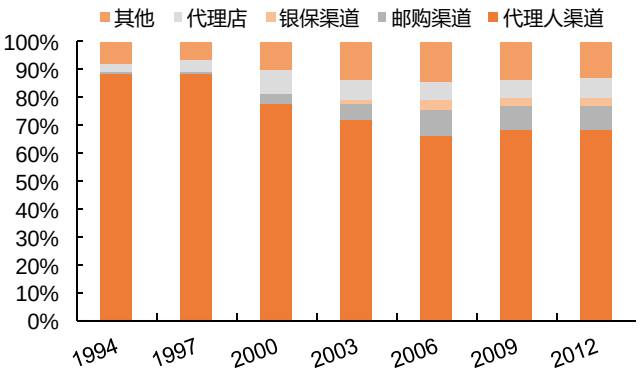
图表30 中国香港地区银保个人新单险种结构



资料来源：中国香港保险业监管局，平安证券研究所

3）日本：逐步放开银行从事保险产品销售、不断拓宽销售范围，大型寿险公司和外资寿险公司的银保新单占比较高。20 世纪 90 年代中后期，在泡沫经济的压力下，日本展开“金融大改革”和保险监管改革，为银行销售保险产品创造政策环境。低利率环境下，银行利差缩窄，需要新的业务增长点；寿险存量业务面临利差损问题、新单失效率激增且寿险家庭投保率居高不下，亟需新渠道来扩大销售。2001 年起，日本分四次解禁银保渠道可销售的寿险产品，直至 2007 年全面解禁。总体来看，日本银行与保险公司以代理合作模式为主，银行作为保险公司的兼业代理人，主要由银行职员在柜台销售保险产品，保险公司驻点人员较为少见。日本银保渠道主要销售个人年金产品，据统计，日本银保渠道个人年金产品的市场份额高达 70%。由于银保以储蓄类产品销售为主，银保渠道在日本寿险业保费的占比有限，但大型寿险公司和外资寿险公司的银保保费占比达 20%-30%——外资寿险公司为抢占个人年金产品市场份额、扩展营销渠道和销售网点，加速与银行进行合作；日本大型寿险公司“第一生命”主要将银保渠道定位为储蓄型产品（以年金产品为主）的销售渠道。

图表31 日本寿险渠道结构



资料来源：《日本寿险业研究》，平安证券研究所

图表32 日本银保四次解禁

时间	政策	内容
1998 年 3 月	“推进法律规限改革三年计划”	预计 2001 年 3 月之前实现寿险与其他金融机构跨业经营
2000 年 6 月-2001 年 4 月	第一次解禁	同意银行销售与住宅贷款相关的保险，如火险、保证保险等
2002 年 10 月	第二次解禁	开放个人年金保险、年金支付性储蓄意外险
2005 年 6 月	第三次解禁	趸交终身寿险、趸交和 10 年期以下两全险、个人非车险、储蓄性生存寿险
2007 年 12 月	全面解禁	全面开放寿险、医疗险、意外险各类产品

资料来源：《日本寿险业研究》，平安证券研究所

2.2 寿险产品优化：以客户需求为中心

保障类产品：居民保障缺口存在，但保障需求有待释放，主要上市险企当前主要聚焦产品品类补缺和原有产品升级，客户分层经营有望带来一定业务增量。我国居民个人医疗支出负担较重、保障缺口较大，主要险企加大产品创新力度、升级保险责任，扩大对特定人群的覆盖，进一步加强客户分层经营；同时补充产品空缺。具体来看：

1）针对带病体：太保、友邦开发特定健康险，附加健康管理服务。如太保 5 月推出“家安芯”医疗险，除健康人群外，增加三类带病人群——高血压、糖尿病人群，甲状腺、乳腺结节人群和肺结节人群。

2）针对少儿、老年和失能人群：持续创新产品，推出失能保险。如新华 11 月推出少儿重疾“多倍新守护”，在特定年龄患病或身患特定重疾均进行双倍赔付；太保 11 月推出“顶梁柱”收入损失保险计划，若客户因病丧失工作能力，将每年给付收入损失补偿。基本医保、惠民保、商业医保等医疗保险主要用于医疗费用报销，重疾险人均保额不足 20 万元、收入补偿功能有限，失能保险能够进一步保障家庭收入缺口。

3）针对高净值客户：加快推出高端医疗。如平安健康的高端医疗产品线主要包括平安宝贝、尊欣人生、尊优人生和颐享 A/B 四款产品，其中尊欣人生 2014 年便推出，目前尊欣人生（升级版）分为精选计划、优选计划。

储蓄类产品：居民风险偏好下降、储蓄需求提升，储蓄险有望继续稳健增长，但应适度推动增额终身寿险销售。从需求端来看，宏观经济面临长期转型压力，居民收入水平增长有限、对未来收入信心不足，投资风险偏好下降、储蓄需求提升。从产品供给端来看，资管新规过渡期结束，银行储蓄和保险合同是仅剩的“刚兑”金融产品。2022 年以来，权益市场震荡下行、新发基金遇冷；利率中枢下移、中长期银行存款利率下降；银行理财产品收益率破净；保险产品主要竞品吸引力减弱，储蓄险配置价值凸显。主要上市险企 2022 年加大增额终身寿险销售力度，助力新单增长。但该类产品可以进行年金转换或减保，潜在退保风险可能更高，存在潜在费差损问题；另一方面，传统寿险定价利率 3.5%，近年来险企投资收益率承压，长期或有利差损风险，应适度发展。此外，部分中小险企存在长险短做、误导销售等行为，监管要求严格排查。

2.3 寿险 2023 年“开门红”：延续过往两年策略，储蓄需求将助新单与 NBV 增长

长端利率低位震荡、银行理财产品收益率下行甚至破净，储蓄类保险产品的配置价值凸显，客户需求仍将旺盛；预计 2023 年“开门红”新单和 NBV 将大幅增长。目前，主要上市险企均已开启 2023 年“开门红”备战工作，总体来看，“开门红”第一阶段仍延续过往两年的产品形态和销售策略，主打“高流动性”短储产品、搭配相对高收益的万能险。第二阶段在长储产品的基础上，加大增额终身寿险的销售力度，并继续搭配康养服务。

图表33 主要上市险企 2023 年“开门红”主力短储产品梳理

	中国人寿	中国人保	中国平安	新华保险	中国太保
主力产品	鑫享未来（两全险）	卓越鑫生（两全险）	御享财富2023（年金险）	惠金享（年金险）	暂无短储计划，主打增额终身寿险“长相伴”
时间安排	2022/9/13预热 2022/10/1启动	2022/11/1	2022年10月底预热 2022/11/8启动	2022年11月中预热 2022/12/1启动	2022年11月底预热 2022/12/8启动
交费期间	3/5年期/趸交	3/5年期	3/5年期	3/5年期/趸交	
保险期间	8/10年	7年	8年	8/10/15年	
万能险	**鑫尊宝A/C款**：保证利率2.5%，10月结算利率4.8%/3.7%；**鑫缘宝（乐鑫版）**：保证利率2.5%，10月结算利率4.4%	**寿险品质金（尊享版）**：保证利率2.85%，10月结算利率4.8%	**聚财宝终寿/养老**：保证利率1.75%，10月结算利率4.8%	**新华金利优享**：保证利率2.5%，10月结算利率4.55%	
保险责任	年金、满期金、身故金	祝福金、满期金、身故或全残金、可选意外事故豁免保险费	生存金、满期金、身故金	关爱金、生存金、满期金、身故金	
典例	40岁男性，3年交，年交保费10万，保险期间8年（人保卓越鑫生保险期间为7年）				
无万能IRR	1.5540%	1.6677%	1.7901%	1.7468%	

资料来源：公司官网，保险师，平安证券研究所

2.4 产险：保费稳健增长，投资端回暖助力净利润增长

龙头险企具备资源禀赋、定价定损和渠道优势，保费增速、承保利润率有望持续优于行业平均。

1）保费收入：预计持续稳健增长。①车险业务方面，预计存量业务助保费低速平稳增长。汽车保有量已处于较高水平，政策对新车销量的刺激效果边际递减，预计车险保费主要由存量车拉动，车险保费长期增长空间有限、存量业务经营更考验公司综合能力。车险综改以来，规模效应凸显、龙头市场份额提升，预计“老三家”车险保费增速高于行业。②非车险业务方面，预计保费将在政策支持下保持较高速增长。非车险保费中，信用保证保险、农业保险和短期意健险占比较高。2020 年以来，人保加强风控，较大规模压缩信保业务规模、风险基本出清；但农险以政策性业务为主、大病保险也属于政策性业务，近年来财政支持力度加大、政策支持商业性短期健康险发展，有望推动非车险保费持续增长。

2）净利润：综合成本率或边际抬升，利润增长受益于投资回暖。①从承保端来看，承保利润率或将收窄。随着防疫政策不断优化、出行频率提高，低基数下的车险综合成本率或有抬升，龙头险企有望凭借定价定损优势持续实现超额承保盈利。非车险综合成本率主要受自然灾害和宏观环境影响，有待进一步观测。②从投资端来看，2023 年政策托底经济大盘、国内流动性保持合理充裕、外部流动性压力缓解，投资环境有望改善，险企投资压力缓释、助力净利润增长。

三、 资产端展望：投资压力缓释，关注海外配置机遇

3.1 政策托底宏观经济增长，险企投资压力缓释

政策面积极信号不断释放，托底宏观经济增长，长端利率有望企稳、权益投资环境有望改善，险企投资压力缓释。

1）国内流动性：预计 2023 年货币政策将维持稳健宽松，流动性有望继续保持充裕。2022 年 11 月 16 日，央行发布《2022 年第三季度中国货币政策执行报告》，指出下一阶段将继续“加大稳健货币政策实施力度，做好跨周期调节”；11 月 22 日，国常会提出“适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕”；11 月 25 日，降准 25bp 正式落地，既是进一步强化呵护经济的信号，同时又缓解市场对近期债市波动加剧引发的流动性担忧，也是对货币政策执行报告基调的一以贯之。

2）外部流动性：美债利率将逐步进入下行周期，人民币贬值压力减轻。一方面，美国 PMI 回落、欧洲 PMI 低位平稳，全球经济衰退预期增强；另一方面，美国 CPI 持续回落、核心 CPI 在 10 月出现拐点。随着通胀预期下行，美联储加息节奏将趋于放缓、美债利率将逐步下行，外部流动性环境改善、人民币贬值压力减轻，中美利差有望改善、A 股市场压力缓释。

3）防疫政策优化、基建和制造业持续发力，稳地产政策是宏观经济稳增长的重要一环。一方面，优化防疫二十条措施更强调科学和精准防控，宏观经济修复预期提升。另一方面，目前国内经济呈现结构性弱复苏的迹象，但仍在筑底；基建和制造业持续发力之下，预计稳地产政策的持续推进将成为宏观经济稳增长的重要抓手之一。2021 年四季度以来，房地产政策总体积极、以“稳”为主，但民企融资压力犹存、民企信用亟待修复。11 月以来，房地产行业政策再发力，聚焦保主体、稳信用，从信贷、债券和股权三大主要融资渠道支持房地产企业融资，行业融资收紧周期见底、助力房企风险有效化解。

图表34 2022 年 11 月以来房地产行业重要政策梳理

时间	机构	文件名	主要内容
11 月 8 日	中国银行间市场交易商协会	“第二支箭”延期并扩容，支持民企债券融资再加力	在人民银行的支持和指导下，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。
11 月 14 日	银保监会、住建部、央行	《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》	允许商业银行按市场化、法治化原则，在充分评估房地产企业信用风险、财务状况、声誉风险等的基础上进行自主决策，与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务。**预售监管金政策迎优化，优质企业资金使用灵活性更高、改善房企现金流。**
11 月 21 日	央行、	全国性商业银行信贷工作座	因城施策实施差别化住房信贷政策，保持房地产融资平稳有序，

	银保监会	谈会	支持民营房企发债融资，推动“保交楼”工作加快落实。 央行拟发布“保交楼”贷款支持计划，2023 年 3 月 31 日前，将向商业银行提供 2000 亿元免息再贷款，支持商业银行提供配套资金用于支持“保交楼”。据财联社统计，截至 11 月 24 日，六大行给予 17 家房企的意向性授信额度超万亿元。
11 月 23 日	央行、 银保监会	《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》也即“金融十六条”	从保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置等六方面提出 16 条政策措施。
11 月 28 日	证监会	就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问	证监会决定调整优化房地产股权融资： 1）恢复涉房上市公司并购重组及配套融资； 2）恢复上市房企和涉房上市公司再融资； 3）调整完善房地产企业境外市场上市政策； 4）进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用； 5)发挥私募股权投资基金作用，开展不动产私募投资基金试点。

资料来源：央行、银保监会、住建部等，平安证券研究所

3.2 利率中枢面临下行压力，险资可关注海外配置机遇

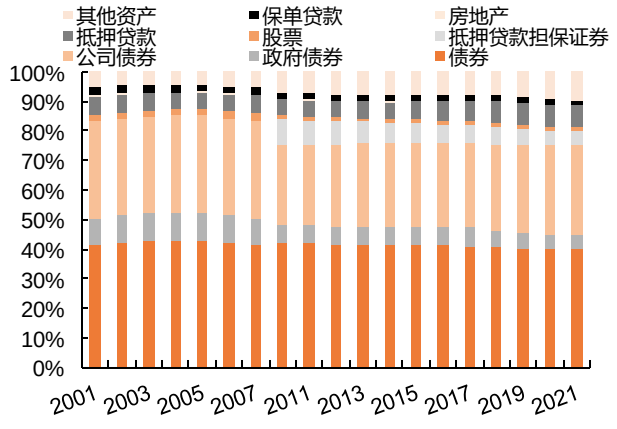
3.2.1 利率中枢长期下行趋势下，险资配置面临长久期资产有限和投资收益率下滑的两大挑战

随着险企负债久期的不断拉长，资产久期缺口压力更大，主要上市险企高度重视长久期债券的配置、紧抓高利率窗口期、加配长久期债券（固收类资产占比约 80%左右、债券占比 40%以上）。宏观经济长期转型背景下，GDP 增速降档、利率下行（30 年期国债收益率仅约 3%、考虑免税效应收益率约 4%）；同时，优质非标产品供给稀缺、长久期债券供给有限，理财产品在资管新规过渡期结束后已打破刚兑、净值化产品成为主流，险企可投资的、可实现穿越周期的优质固收类资产有限。

3.2.2 海外利率中枢下移的配置策略经验：寻找新的增长点，关注境内优质企业债、海外资产配置和第三方业务发展

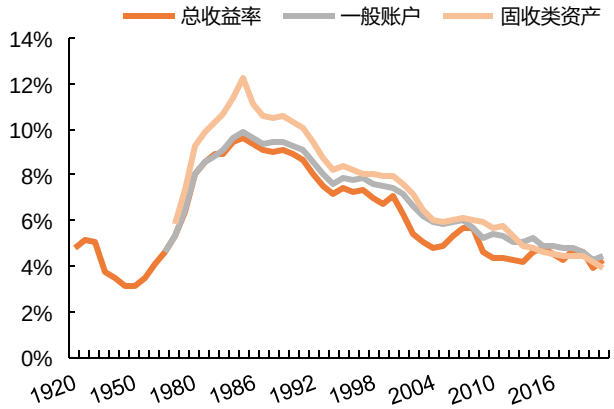
1）以美国为例，丰富的境内长久期、多元化固收类资产是核心，注重优质企业债配置。美国保险资产投资范围更广，寿险资金可以投向 MBS，收益率较高的企业债是主要的资产配置方向和投资收益来源。总体来看，美国寿险一般账户的债券投资比例近 70%、近年占比略有回落；收益率较高的企业债单项占比近 50%。截至 2021 年，美国寿险投资收益率达 4.28%、固收类资产投资收益率 3.94%，同比略有回落。

图表35 美国寿险资产配置结构



资料来源：ACLI，平安证券研究所

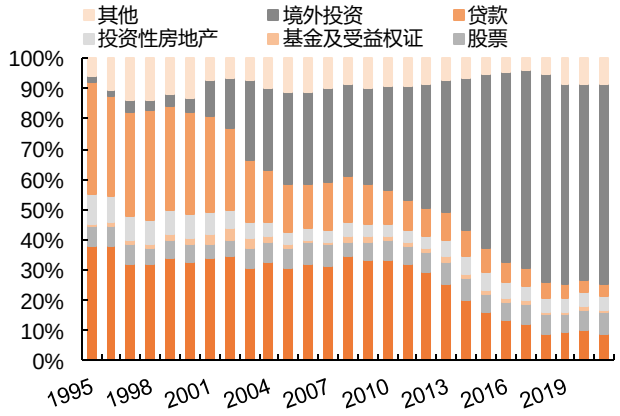
图表36 美国寿险投资收益率



资料来源：ACLI，平安证券研究所

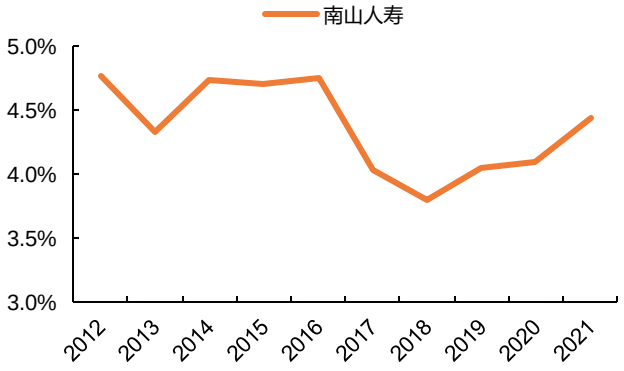
2）以中国台湾地区为例，高负债成本、低利率环境下，监管支持险资进行海外配置，助投资收益率保持 4%以上。如中国台湾地区保险公司海外资产配置比例上限高达 45%、海外债券配置更是不受比例限制。寿险公司海外资产配置比例约 60%，总体以股票和债券为主，海外债券以金融债和公司债为主，助力南山人寿投资收益率保持在 4%以上。而日本境外投资比例上限 30%、境外证券投资占比约 25%，总体以政府债配置为主（占比近半），投资收益率偏低、主要由股票投资贡献弹性。

图表37 中国台湾地区寿险资产配置结构



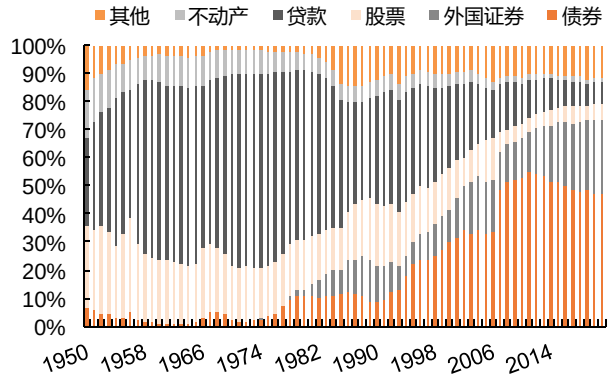
资料来源：TII，平安证券研究所

图表38 南山人寿投资收益率



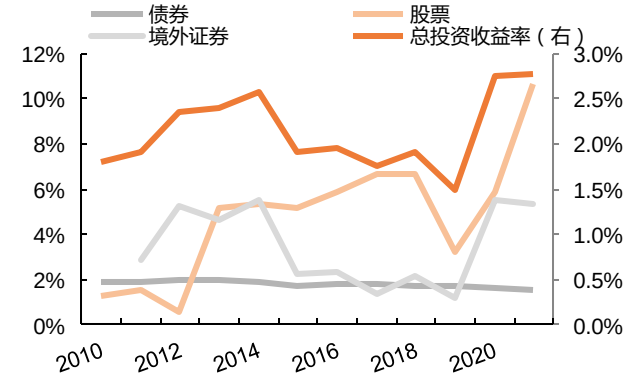
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表39 日本寿险资产配置结构



资料来源：LIAJ，平安证券研究所

图表40 日本寿险投资收益率



资料来源：LIAJ，平安证券研究所

3）德国安联为例，第三方资管业务是增量。随着保险业务趋于平稳，安联大力发展第三方资管业务、收购 PIMCO，以资管业务作为业绩的新增长点。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

四、 投资建议及风险提示

4.1 投资建议

目前行业估值和机构持仓处于历史底部，政策助力化解地产投资风险、资产端迎来改善，寿险负债端基本面出现企稳迹象、预计 2023 年“开门红”业绩高增。建议关注保险板块的长期配置价值和市场情绪修复带来的板块β行情。产险龙头公司在规模和盈利能力上仍具备领先优势，资产端将助净利润稳增，建议继续关注财险行业的配置机遇

1）资产端：内外部流动性环境改善、政策托底经济大盘，随着经济的持续复苏，长端利率有望企稳回升、权益市场有望迎来一定修复，β属性将刺激保险板块估值底部修复。

2）负债端：寿险 2022 年 NBV 仍将下滑，但储蓄需求旺盛，2023 年“开门红”业绩有望高增、全年 NBV 有望在低基数之下迎来改善。

3）个股推荐：建议优先关注寿险转型初显成效、地产投资比例相对较高的中国太保和“开门红”启动较早的中国人寿。

4.2 风险提示

1）权益市场大幅波动，加剧保险板块行情波动。

2）海内外疫情反复，致使投资者风险偏好降低、宏观经济改善不及预期。

3）代理人数量持续下滑、质态提升不及预期，寿险新单超预期下滑。

4）产险赔付超预期：车险赔付率超预期提升，车险承保利润承压；自然灾害频发，农险、企财险赔付超预期。

5）利率超预期下行，到期资产与新增资产配置承压。

6）房地产行业政策效果不及预期。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 ± 10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 ± 5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层 邮编：100033