

行业研究

寒辞去冬雪，暖带入春风

——保险行业 2023 年度投资策略

要点

2022 年回顾：先抑后扬，保险板块整体表现优于大盘。前 10 月，权益市场大幅波动下行，长端利率震荡走低，叠加人身险行业仍处于改革承压阶段，保险指数累计下跌 28.0%，但跑赢沪深 300 指数 0.6pct。11 月以来，负债端边际改善、政策面向好、长端利率上行等多重利好因素推动保险板块实现触底反弹，11 月 1 日-12 月 23 日保险指数累计涨幅达 21.2%，跑赢沪深 300 指数 15.8pct。

2023 年展望：代理人队伍有望实现量稳质升，渠道转型成效将逐步释放。2022 年以来，政策不断推进营销体制健全完善，推动销售队伍精细化管理。各险企采取差异化转型策略，业绩表现略有分化，但整体来看人力出清或将接近尾声，部分险企核心指标有所改善，转型成效正逐步显现。预计 2023 年代理人队伍有望实现量稳质升，带动寿险板块在长期承压环境下迎来筑底回升。

银保渠道重获重视，规模与价值将双线并行。过去银保“血缘”关系不足暴露的弊端对其发展形成一定制约，现阶段在代理人转型阵痛下，银保适时补位对“量”起到的推动作用重获重视，业务结构与品质已呈现出新面貌。上市险企积极布局银保渠道，2022 年以来规模增长表现强劲，预计 2023 年银保业务将延续较高增长态势，并有望实现规模与价值双升，成为促进 NBV 快速修复的重要驱动力。

个人养老金扬帆起航，2030 年有望为险企贡献 9000 亿增量资金。老龄化时代催生了庞大的养老金融相关需求，政策层面高度重视多支柱养老金体系建设。11 月 25 日个人养老金制度正式开闸，商业养老保险可参与个人养老金范围拓宽，未来有望为保险行业带来新增量，预计头部险企将更具市场竞争优势。

财产险景气度有望延续，行业马太效应凸显。车险具备“刚性”消费特征，且新能源车渗透率仍低；非车险业务占比持续提升，正成为财险重要支柱。预计 2023 年车险与非车险业务有望保持较好增长态势，尽管疫情防控放开后赔付率或存一定压力，龙头险企在规模效应下费用率有望进一步降低，维持 COR 水平。

投资环境面临挑战，关注长期资产配置能力。险企资产久期长、配置风格稳健，过去 10 年主要上市险企平均总投资收益率在 4.8%-5.6%，相较储蓄型寿险产品普遍 3.5%的预定利率而言，仍有利差益空间。预计 2023 年随着经济预期逐渐改善，长端利率有望企稳，权益市场有望进一步回暖，险企投资端将显著受益。

投资建议：推荐寿险转型成效将逐步显现、积极拓展银保业务、布局康养产业的中国平安（A+H）、中国人寿（A+H）和中国太保（A+H）；推荐 COR 不断优化、承保盈利韧性强的财险龙头中国财险；推荐聚焦高端市场，早已率先完成代理人渠道改革，正积极通过多方合作拓展中国内地下沉市场的友邦保险。

风险分析：监管政策变动存在不确定性；保费收入不及预期；利率超预期下行。
重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元/港币)	EPS (元/美元 (友邦))			PEV/ PB (中国财险)			投资评级
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	
601318.SH	中国平安	45.64	5.56	5.71	7.32	0.60	0.55	0.51	买入
601628.SH	中国人寿	36.38	1.80	1.43	1.85	0.85	0.80	0.75	买入
601601.SH	中国太保	23.97	2.79	2.63	3.18	0.46	0.41	0.37	买入
2318.HK	中国平安	50.45	5.56	5.71	7.32	0.59	0.55	0.50	买入
2628.HK	中国人寿	12.56	1.80	1.43	1.85	0.26	0.25	0.23	买入
2601.HK	中国太保	17.38	2.79	2.63	3.18	0.30	0.27	0.24	买入
2328.HK	中国财险	7.48	1.01	1.39	1.58	0.72	0.67	0.62	买入
1299.HK	友邦保险	86.70	0.61	0.32	0.57	1.84	1.68	1.60	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022 年 12 月 23 日；汇率：1HKD=0.89575CNY，1USD=7.80200HKD

非银行金融
增持（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

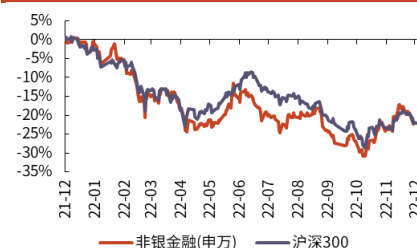
010-56513033

wangyf@ebsecn.com

联系人：黄怡婷

huangyiting@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

个人养老金制度加速落地，头部险企将更具竞争优势——《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》点评（2022-11-22）

个人养老金制度加速完善，各类可投资产品蓄势待发——《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法》点评（2022-11-21）

个人养老金细则进一步完善，商业银行综合优势凸显——《个人养老金实施办法》及相关配套政策点评（2022-11-07）

保险公司参与养老金融的现状和未来——养老金系列报告六（2022-06-13）

破而后立，期待重生——保险行业 2022 年中期投资策略（2022-06-04）

释放需求深化供给，广阔市场应有期待——保险行业系列报告五：健康险深度研究（2022-04-15）

低利率环境下的保险资金投资——保险行业系列报告四：基于美日欧经验的保险资金配置研究（2022-03-14）

雄关漫道从头越——保险行业 2022 年度投资策略（2021-11-05）

养老金系列报告五：第三支柱发展空间、入市规模及价值贡献测算，潜在规模庞大，未来成长可期（2021-10-19）

目 录

1、2022 年回顾：转型深化，投资承压	5
1.1、股价复盘：先抑后扬，保险板块整体表现优于大盘	5
1.2、负债端：人身险依然承压，财产险 COR 改善	5
1.2.1、人身险：代理人持续清虚，上市险企表现分化	6
1.2.2、财产险：保费维持增长，COR 持续优化	8
1.3、资产端：权益市场波动导致总投资收益率承压	9
2、2023 年展望：暖风将至，拐点可期	9
2.1、代理人队伍有望实现量稳质升，渠道转型成效将逐步释放	9
2.1.1、经验借鉴：友邦中国“化茧为蝶”，渠道改革难而正确	10
2.1.2、龙头险企转型成效将逐渐显现，寿险板块有望实现筑底回升	11
2.2、银保渠道重获重视，规模与价值将双线并行	14
2.2.1、行业转型压力下，银保渠道迎来复苏	14
2.2.2、银保渠道业务结构与品质呈现新面貌，各险企陆续加大布局	17
2.2.3、挑战与机遇并存，银保渠道有望实现规模与价值并重	20
2.3、个人养老金扬帆起航，康养产业长期增长空间可期	22
2.3.1、个人养老金制度正式开闸，头部险企将更具市场竞争优势	22
2.3.2、发挥康养产业协同效应，以差异化服务提升竞争优势	27
2.4、财产险景气度有望延续，行业马太效应凸显	29
2.5、投资环境面临挑战，关注长期资产配置能力	32
3、投资建议	34
3.1、估值处于历史底部，高股息保险股配置正当时	34
3.2、个股推荐	36
3.2.1、中国平安（601318.SH、2318.HK）	36
3.2.2、中国人寿（601628.SH、2628.HK）	37
3.2.3、中国太保（601601.SH、2601.HK）	38
3.2.4、中国财险（2328.HK）	39
3.2.5、友邦保险（1299.HK）	40
4、风险分析	41

图目录

图 1: 保险板块整体表现优于大盘, 11 月以来实现触底反弹	5
图 2: 中国财险表现亮眼, 中国人寿 (A)、中国人保 (A)、友邦保险实现累计正收益	5
图 3: 主要上市险企人力持续脱落	6
图 4: 代理人渠道新单承压, 但整体呈边际回暖趋势	7
图 5: 银保渠道支撑部分险企总新单恢复正增长	7
图 6: NBV 增速承压, 但呈现边际改善趋势	7
图 7: 产品结构改变导致 NBVM 下滑	7
图 8: 2022 年以来“老三家”车险保费收入恢复正增长	8
图 9: 2022 年以来“老三家”非车保费收入保持较高增长态势	8
图 10: 2022 年以来主要上市险企总投资收益率承压	9
图 11: 投资收益减少拖累上市险企归母净利润增速	9
图 12: 友邦中国三个“五年计划”推动代理人实现高质量转型	10
图 13: 友邦中国代理人改革经历三个阶段	10
图 14: 2022 年友邦中国 MDRT 全球排名位列第一	10
图 15: 人力降幅放缓后友邦中国 ANP 增速迅速回升	10
图 16: 友邦中国新业务价值整体表现出较好增长态势	11
图 17: 友邦自上市以来股价表现优异, 累计涨跌幅远超恒生指数	11
图 18: 行业代理人已下滑至大约 2015 年水平	12
图 19: 保险营销员工作业绩 (月收入) 有明显提升	12
图 20: 除太保外, 主要上市险企人力下滑幅度收窄	13
图 21: 人均 FYP 同比增速表现分化, 但均实现正增长	13
图 22: 从人均 NBV 同比增速来看, 国寿持续上升, 平安 22H1 由负转正	13
图 23: 太保夯实基础管理, 队伍质量显著改善	13
图 24: 平安建设“纺锤型”队伍结构, 三层队伍精细化经营, 推动高质量转型	14
图 25: 我国银保渠道发展经历了快速上升、收缩调整、重新复苏三个阶段	15
图 26: 近年来人身险公司保费增速承压明显, 2021 年首次出现负增长	17
图 27: 从人身险公司银保业务 13 个月继续率来看, 业务品质边际向好	18
图 28: 22H1 主要上市险企银保渠道新单呈现快速增长态势	19
图 29: 近年来部分险企银保业务 NBV 有所改善	19
图 30: 近年来主要上市险企银保渠道 NBV 占比提升	20
图 31: 近年来主要上市险企银保渠道 NBVM 有所承压	20
图 32: 保险与银行为平安集团综合金融板块重要支柱	21
图 33: 近年来, 我国人口老龄化程度不断加深	22
图 34: 预计 2050 年我国 60 岁以上人口占比将接近 35%	22
图 35: 中国三支柱养老保障体系: 第一支柱“独大”, 第二支柱发展缓慢, 第三支柱刚处于起步阶段	23
图 36: 达到领取条件前个人养老金账户资金将封闭运行, 本质为长期储蓄	23
图 37: 城镇居民储蓄意愿逐渐增强	27
图 38: 从养老金融实际参与情况看, 商业养老保险较受欢迎	27
图 39: 太保家园三大产品业务线覆盖全年龄老年人	29

图 40: 太保从客户需求出发, 构建“产品+服务”金三角体系.....	29
图 41: 综改压力释放, 车险增速回升.....	30
图 42: 车险综改后行业集中度进一步提升, 马太效应凸显.....	30
图 43: 机动车保有量稳定增长.....	31
图 44: 新能源乘用车渗透率仍有较大提升空间.....	31
图 45: 非车险占比不断抬升, 财险业务结构更加优化.....	32
图 46: 近年来“老三家”COR 稳于 100% 以下, 人保财优势显著.....	32
图 47: 主要上市险企债权投资期限以五年以上为主, 资产久期较长.....	32
图 48: 主要上市险企固收类投资占比呈下降趋势.....	33
图 49: 主要上市险企权益类投资占比呈上升趋势.....	33
图 50: 主要上市 A 股险企 PEV (静态) 估值比较.....	34
图 51: 主要上市 H 股险企 PEV (静态) 估值比较.....	34

表目录

表 1: 2022 年至今行业人身险保费收入情况 (单位: 亿元)	6
表 2: 2022 年至今财产险公司分险种单月保费收入同比增速.....	8
表 3: 2022 年以来太保、人保降本增效成效显著, 平安受疫情影响 COR 提升.....	9
表 4: 2022 年以来, 政策不断推进保险营销体制健全完善.....	11
表 5: 主要上市险企采取差异化代理人转型策略.....	13
表 6: 2010-2019 年政策规范银保渠道业务发展.....	16
表 7: 银保渠道新单及期交业务实现双线增长 (单位: 亿元)	18
表 8: 代表性险企加大银保渠道布局.....	19
表 9: 对比银保合作四种模式, 金融集团最具优势.....	20
表 10: 政策层面高度重视养老金第三支柱制度建设与养老金融产品规范发展, 2022 年以来个人养老金制度建设加速推进.....	24
表 11: 保险公司参与个人养老金业务主要内容.....	25
表 12: 首批个人养老金保险产品名单, 共 6 家险企 7 款产品, 保障具备一定吸引力.....	26
表 13: 根据设计类型, 商业养老保险可以分为普通型、分红型、万能型、投资连结型.....	26
表 14: 平安臻颐年 2.0——平安颐年城打造医养结合综合体项目	28
表 15: 国寿嘉园布局高品质养老社区.....	28
表 16: 新华家园布局“乐享”、“颐享”、“尊享”三大社区产品线.....	29
表 17: 过去 10 年 (2012-2021 年) 主要上市险企平均净/总投资收益率较为稳定.....	33
表 18: 保险股当前股价对应未来一年股息率预测.....	35
表 19: 重点公司盈利预测与估值表.....	42

1、2022 年回顾：转型深化，投资承压

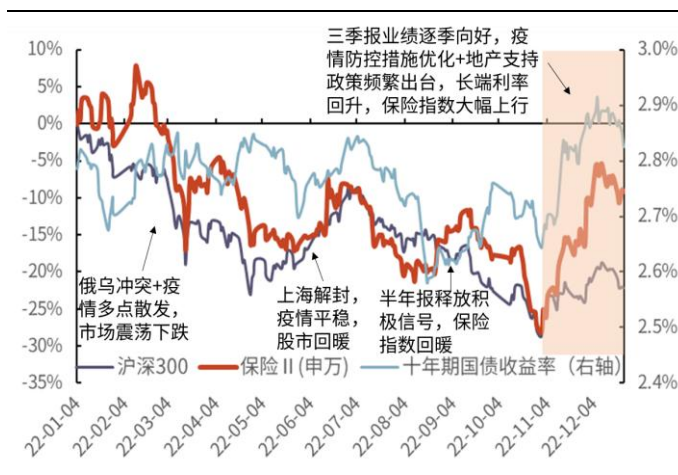
1.1、 股价复盘：先抑后扬，保险板块整体表现优于大盘

前 10 月，权益市场波动下行，长端利率震荡走低，保险板块承压但整体优于大盘。2022 年 1-10 月，受地缘政治冲突、疫情多点散发、美联储加息等影响，国内外经济环境趋于复杂严峻，权益市场大幅波动下行，成为险企投资端主要拖累因素；叠加十年期国债收益率震荡走低，人身险行业仍处于渠道改革承压阶段，自年初至 2022 年 10 月 31 日，保险指数累计下跌 28.0%，略跑赢沪深 300 指数 0.6pct；主要个股中，仅中国财险和中国人保（A）分别实现 15.5%和 6.0%的累计正收益。

11 月以来，负债端边际改善、政策面向好、长端利率上行等多重利好因素下，保险板块实现触底反弹。随着各上市公司陆续公布三季报，人身险板块呈现出人力降幅收窄、队伍质态提升等逐季改善趋势，财险板块受益于疫情影响出行、大灾影响同比减少等因素，承保利润表现较好，市场对险企负债端的担忧情绪有所缓释。此外，11 月以来随着地产支持政策出台、防疫政策优化，经济预期逐渐改善，权益市场有所回暖；叠加险企负债端“开门红”年金产品销售火热，投资端迎利率上行，保险指数触底反弹，自年初至 12 月 23 日，保险指数累计仅下跌 9.1%，跑赢沪深 300 指数 13.0pct，主要个股中，中国人寿（A）、中国财险、中国人保（A）、友邦保险分别累计上涨 22.7%、19.4%、11.9%、11.3%。

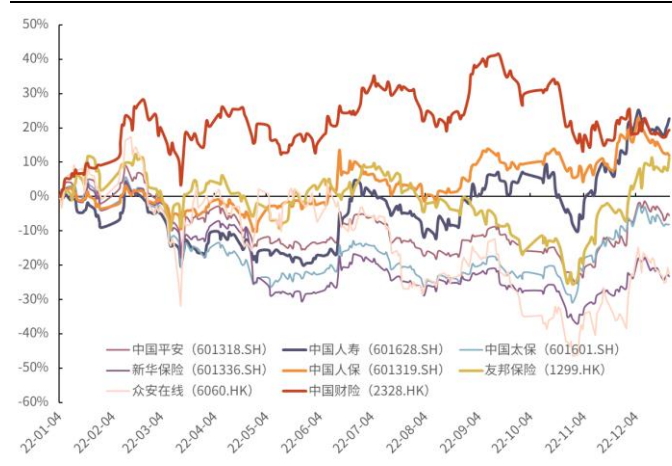
其中 11 月 1 日-12 月 23 日保险指数累计涨幅达 21.2%，跑赢沪深 300 指数 15.8pct，友邦保险、众安在线、中国人寿（A）、中国平安（A）、新华保险（A）、中国太保（A）、中国人保（A）、中国财险分别累计上涨 36.8%、30.1%、29.7%、21.8%、17.0%、16.1%、2.8%、0.9%。

图 1：保险板块整体表现优于大盘，11 月以来实现触底反弹



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：沪深 300 与保险指数数据为 2022 年以来累计涨跌幅，截至 2022 年 12 月 23 日

图 2：中国财险表现亮眼，中国人寿（A）、中国人保（A）、友邦保险实现累计正收益



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：数据为 2022 年以来累计涨跌幅，截至 2022 年 12 月 23 日

1.2、 负债端：人身险依然承压，财产险 COR 改善

2022 年以来，人身险行业随着各险企代理人持续脱落，仍面临一定压力，但随着代理人队伍质态提升，以及多元渠道布局铺开，部分险企新单及 NBV 已呈现

回暖趋势；财险行业保费维持增长态势，部分险企综合成本率（COR）不断优化，实现赔付率与费用率双降，释放承保利润。

1.2.1、人身险：代理人持续清虚，上市险企表现分化

行业人身险保费压力逐渐缓解，6月以来恢复弱增长。2022年年初，受人力脱落、“开门红”启动较晚、保障型产品需求不高以及去年同期重疾旧产品“炒停售”带来高基数等多重因素影响，行业人身险保费收入承压；随着权益市场波动加大，客户对保本储蓄型产品需求提升，以及各险企均不同程度深化银保渠道合作以贡献增量，保费增速逐渐回暖，其中6月单月人身险保费增速达78.2%，带动行业累计保费增速回正至4.0%，推测主要受中期业绩冲刺及去年同期低基数影响。前10月，人身险行业累计保费收入3.0万亿元，同比+3.5%。

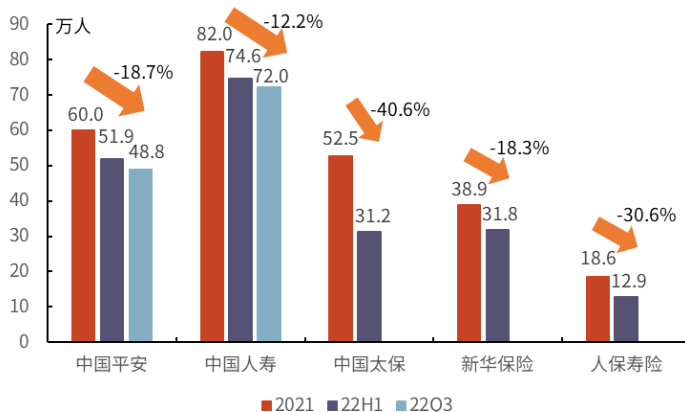
表 1：2022 年至今行业人身险保费收入情况（单位：亿元）

	人身险				其中：寿险				健康险				意外险			
	累计保费	累计同比	单月增量	单月同比	累计保费	累计同比	单月增量	单月同比	累计保费	累计同比	单月增量	单月同比	累计保费	累计同比	单月增量	单月同比
2022/01	8,387	-4.9%	8,387	-4.9%	7,050	-5.8%	7,050	-5.8%	1,212	0.5%	1,212	0.5%	125	-2.5%	125	-2.5%
2022/02	10,907	-4.0%	2,520	-0.9%	8,783	-4.9%	1,734	-1.0%	1,934	0.0%	723	-0.7%	189	-2.1%	64	-1.4%
2022/03	14,565	-3.1%	3,658	-0.2%	11,081	-4.8%	2,297	-4.4%	3,172	3.5%	1,238	9.3%	313	-3.6%	123	-5.8%
2022/04	16,773	-2.5%	2,208	1.1%	12,480	-4.0%	1,400	2.4%	3,887	2.9%	715	0.4%	406	-5.4%	93	-10.8%
2022/05	18,992	-2.3%	2,219	-0.1%	13,969	-3.5%	1,488	1.0%	4,530	2.3%	643	-0.8%	493	-6.5%	87	-11.3%
2022/06	21,915	4.0%	2,923	78.2%	15,976	4.4%	2,007	143.4%	5,341	4.0%	810	14.2%	599	-5.5%	106	-0.6%
2022/07	23,905	3.7%	1,990	0.9%	17,325	4.4%	1,349	3.8%	5,904	3.3%	563	-3.1%	676	-6.6%	78	-14.4%
2022/08	26,046	3.3%	2,141	-1.6%	18,805	3.9%	1,480	-1.5%	6,487	2.9%	583	-0.4%	754	-7.2%	78	-12.3%
2022/09	28,664	3.4%	2,619	4.2%	20,574	4.0%	1,770	4.8%	7,218	3.3%	731	7.0%	872	-8.7%	118	-17.1%
2022/10	30,450	3.5%	1,785	5.7%	21,806	4.1%	1,232	6.9%	7,699	3.5%	481	7.1%	944	-9.4%	72	-16.7%

资料来源：银保监会，光大证券研究所

代理人渠道坚持向高质量转型，主要上市险企人力持续脱落。一方面各险企坚持渠道高质量转型，持续清理低产能代理人，另一方面受疫情管控限制新人销售成交等影响，业绩及收入压力导致留存尚存一定困难，22H1 末太保、新华、人保寿代理人分别较年初脱落 40.6%、18.3%、30.6%，22Q3 末平安、国寿代理人分别较年初脱落 18.7%、12.2%。

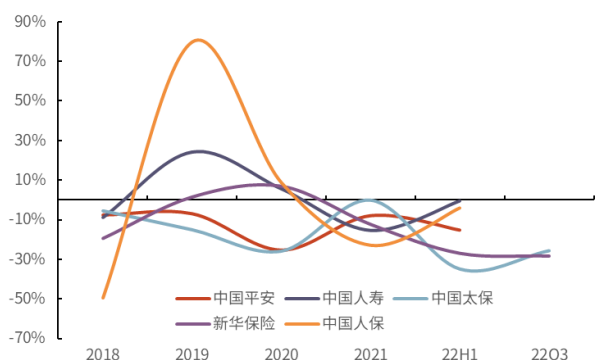
图 3：主要上市险企人力持续脱落



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：中国太保为月均代理人数据，其余为期末数据

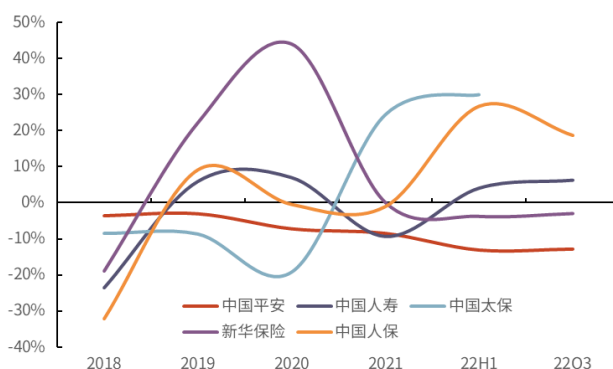
各险企新单表现分化，银保渠道支撑部分险企增速转正。1) 由于代理人渠道仍然是目前各公司新业务来源的主要途径，而人力的脱落导致中资上市险企代理人渠道新单持续承压，2022 年上半年平安、国寿、人保代理人渠道新单分别同比下滑 15.2%、0.4%、4.1%，前三季度太保、新华分别同比下滑 25.8%、28.3%，但整体已呈现边际回暖趋势，预计主要得益于队伍质态的提升。2) 转型压力倒逼险企积极拓宽多元渠道布局，银保合作进一步深化，对总新单起到重要支撑作用，其中 2022 年上半年太保总新单实现 30% 的同比增长，前三季度国寿、人保分别同比增长 6.3%、18.6%。

图 4：代理人渠道新单承压，但整体呈边际回暖趋势



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：指标为代理人渠道新单同比增速，22Q3 数据为前三季度累计值，平安口径为用于计算 NBV 的首年保费，国寿、新华、人保数据为首年业务及短期险业务加总值，其中人保数据包括人保寿与人保健康

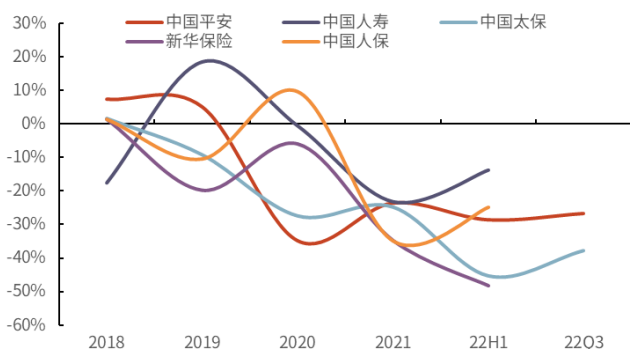
图 5：银保渠道支撑部分险企总新单恢复正增长



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：指标为总新单同比增速，22Q3 数据为前三季度累计值，平安口径为用于计算 NBV 的首年保费，国寿、新华、人保数据为首年业务及短期险业务加总值，其中人保数据包括人保寿与人保健康

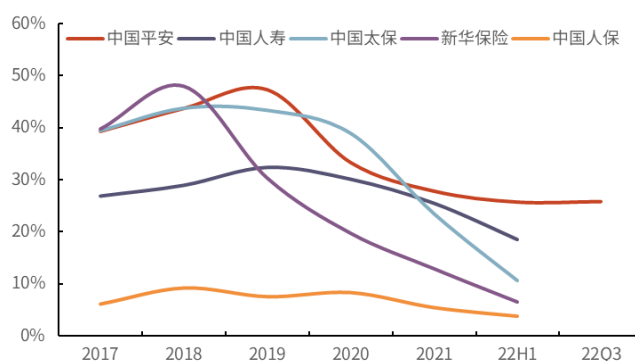
高价值率的保障型产品需求不足，产品结构向储蓄型倾斜，对 NBV 及 NBVM 形成拖累。受国内外经济形势趋于严峻复杂、疫情多点散发等因素影响，客户对价格相对较高且回报不确定性较大的长期保障型产品的消费需求不足，转而购买收益确定的保本储蓄型产品，导致各险企 NBVM 呈下滑趋势，进而拖累 NBV 增速。但伴随销售队伍质态不断提升、银保渠道贡献规模增量的同时推动趸交业务逐渐向期交转变，NBV 整体呈现边际改善趋势，其中 2022 年上半年国寿、人保 NBV 同比增速较 2021 年分别改善 9.5pct、10.1pct，前三季度平安、太保 NBV 同比增速较上半年分别改善 1.9pct、7.5pct。

图 6：NBV 增速承压，但呈现边际改善趋势



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：指标为 NBV 同比增速，中国人保 NBV=人保寿险 NBV+人保健康 NBV，22Q3 数据为前三季度累计值

图 7：产品结构改变导致 NBVM 下滑



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：平安和太保为披露值，国寿、新华、人保均为测算值，22Q3 数据为前三季度累计值

1.2.2、财产险：保费维持增长，COR 持续优化

低基数下车险保费整体保持正增长。2022 年以来，行业车险保费整体保持增长，预计主要得益于各公司加强渠道建设、21 年同期车险综改压力下基数较低、以及免税效应刺激新车销售回暖等；其中个别月份因疫情管控影响新车销售及交付导致增速承压。前 10 月，车险累计保费收入 6645 亿元，同比+6.23%。

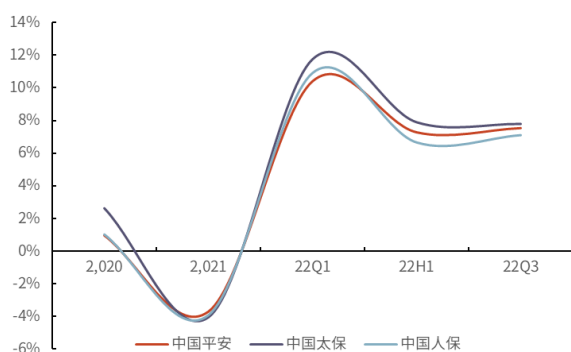
非车维持较高增长态势，主要由政府业务贡献。各险企主动优化业务结构，推动非车险业务扩张，2022 年前 10 月，财险公司非车业务累计保费收入 5887 亿元，同比+14.5%；占财险公司总保费收入比例为 47.0%，同比提升 1.9pct，未来有望与车险业务形成双轮驱动。上市险企中，2022 年以来“老三家”（中国平安、中国太保、中国人保）非车保费维持较高增长态势，主要得益于农险及健康险业务的快速增长。

表 2：2022 年至今财险公司分险种单月保费收入同比增速

	车险	非车险								
		合计	企财险	家财险	工程保险	责任险	保证保险	农业险	健康险	意外险
2022/01	11.7%	13.0%	15.4%	2.9%	-6.2%	11.3%	-3.0%	12.5%	27.0%	4.9%
2022/02	12.6%	11.5%	-20.9%	-20.3%	-41.6%	19.6%	0.3%	18.5%	23.2%	5.8%
2022/03	1.7%	15.2%	16.2%	-7.4%	-13.0%	14.9%	11.2%	50.1%	11.3%	2.5%
2022/04	-4.2%	1.0%	-12.5%	-6.4%	-27.6%	-1.7%	1.1%	7.8%	13.9%	-9.3%
2022/05	1.9%	8.2%	-6.9%	26.5%	-30.1%	4.5%	4.9%	27.2%	13.7%	-9.1%
2022/06	16.7%	21.1%	12.2%	255.6%	8.0%	21.9%	16.9%	39.0%	-3.4%	3.1%
2022/07	8.2%	9.2%	11.9%	81.2%	3.2%	17.6%	17.7%	30.0%	-21.3%	-17.6%
2022/08	8.7%	17.7%	8.7%	93.6%	23.8%	21.3%	21.4%	14.4%	22.0%	-9.2%
2022/09	5.0%	26.9%	3.8%	177.1%	44.9%	15.7%	4.6%	25.6%	93.3%	-9.6%
2022/10	3.4%	21.0%	12.3%	131.3%	17.2%	7.1%	12.8%	2.7%	153.8%	-14.8%

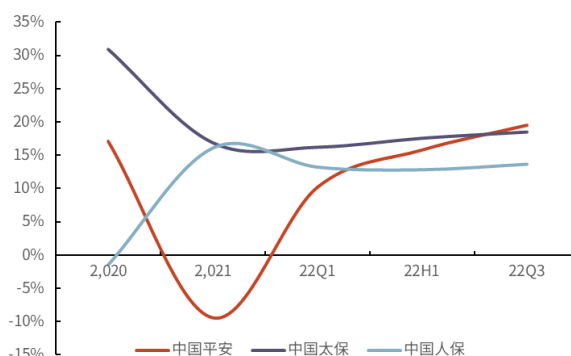
资料来源：银保监会，光大证券研究所

图 8：2022 年以来“老三家”车险保费收入恢复正增长



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：指标为车险保费同比增速；22Q3 数据为前三季度累计值；平安、人保为原保险保费收入，太保为保险业务收入；太保 22Q1、22Q3 数据含太平洋安信农险，其余为太保产险单体

图 9：2022 年以来“老三家”非车保费收入保持较高增长态势



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：指标为非车保费同比增速；22Q3 数据为前三季度累计值；非车险中包含意健险；平安、人保为原保险保费收入，太保为保险业务收入；太保 22Q1、22Q3 数据含太平洋安信农险，其余为太保产险单体

疫情管控减少赔付支出，COR 持续优化。2022 年以来，“老三家”费用率进一步降低，成本领先优势明显；同时得益于疫情管控限制车辆出行，以及自然灾害影响同比减弱等因素，太保、人保赔付率实现同比改善，推动 COR 持续优化，

释放承保利润。但平安因受疫情影响，保证保险业务赔付支出同比增加，COR略有上升。

表 3：2022 年以来太保、人保降本增效成效显著，平安受疫情影响 COR 提升

	中国平安				中国太保				中国人保			
	费用率	赔付率	COR	COR同比	费用率	赔付率	COR	COR同比	费用率	赔付率	COR	COR同比
2020	38.6%	60.5%	99.1%	↑+2.7pct	37.6%	61.4%	99.0%	↑+0.7pct	32.7%	66.2%	98.9%	持平
2021	31.0%	67.0%	98.0%	↓-1.1pct	29.4%	69.6%	99.0%	持平	25.4%	71.8%	99.5%	↑+0.6pct
22Q1	/	/	96.8%	↑+1.6pct	28.7%	70.4%	99.1%	↓-0.2pct	25.1%	70.5%	95.6%	↓-0.1pct
22H1	28.2%	69.1%	97.3%	↑+2.2pct	27.5%	69.7%	97.2%	↓-2.1pct	24.4%	71.6%	96.0%	↓-1.2pct
22Q3	/	/	97.9%	↑+0.6pct	27.6%	70.2%	97.8%	↓-1.9pct	24.3%	72.2%	96.5%	↓-2.4pct

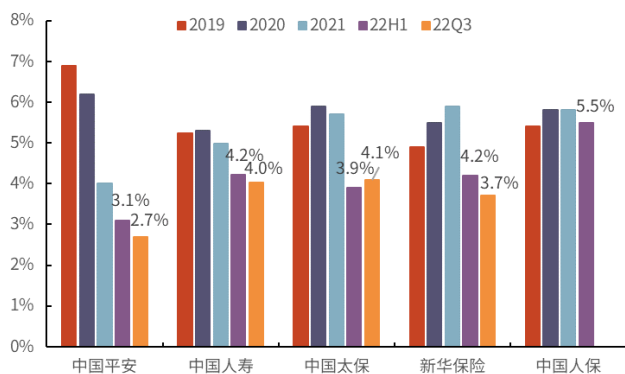
资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：22Q3 数据为前三季度累计值，22Q3 人保费用率、赔付率数据使用中国财险披露数据

1.3、资产端：权益市场波动导致总投资收益率承压

长端利率震荡走低后企稳回升。2022 年前 10 月，十年期国债收益率由年初的 2.8% 左右震荡走低至 10 月底的 2.64%，其 750 天移动平均线持续下行，险企新增固收类资产收益率下降，保险准备金计提数额增加导致当期利润下降；伴随着国内“稳经济”政策陆续出台，11 月后长端利率逐渐企稳回升至近 2.9%。

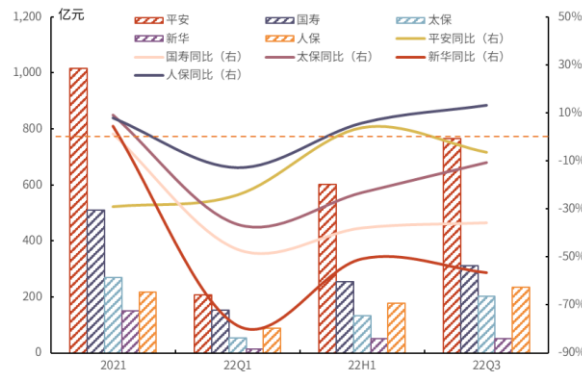
权益市场波动较大，投资收益下滑成为险企盈利增速承压的主要原因。2022 年以来，沪深 300 指数大幅下挫，侵蚀保险资金权益投资收益，导致主要上市险企总投资收益率显著下滑，盈利增速普遍承压。

图 10：2022 年以来主要上市险企总投资收益率承压



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：22H1、22Q3 为年化数据，22Q3 代表 2022 年前三季度

图 11：投资收益减少拖累上市险企归母净利润增速



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：22Q3 数据为前三季度累计值

2、2023 年展望：暖风将至，拐点可期

2.1、代理人队伍有望实现量稳质升，渠道转型成效将逐步释放

过去人身险行业依靠“人海战术”实现业绩增长的发展模式难以为继已成为行业共识，从友邦中国渠道改革成功经验来看，尽管人力脱落将导致暂时性的新单销

售疲软、业绩承压，但随着新人优增优育以及改革成效不断释放后行业将迎来高质量发展时期。

2.1.1、经验借鉴：友邦中国“化茧为蝶”，渠道改革难而正确

友邦中国率先开启渠道高质量转型，通过三个“五年计划”实现代理人优增优育。友邦中国自 2010 年便率先提出“最优代理人”策略，制定第一个五年计划，从招募、考核、激励和培训等方面实现代理队伍的“清虚”、“优增”、“优育”和“高留”，告别人海战术，建立高质量代理人队伍，并于 2013 年提前完成首个五年计划目标，ANP（年化新保费）增速迅速回升，2014 年新业务价值实现 55.4% 的正增长，达到 2.6 亿美元，为 2009 年（改革之前）的超 5 倍。

随后，友邦中国在 2014、2018 年分别开展新的“五年计划”，进一步深化“卓越营销员”战略，相较国内同业，改革走在最前列，截至 2022 年 7 月 1 日 MDRT 人数排名全球第一。

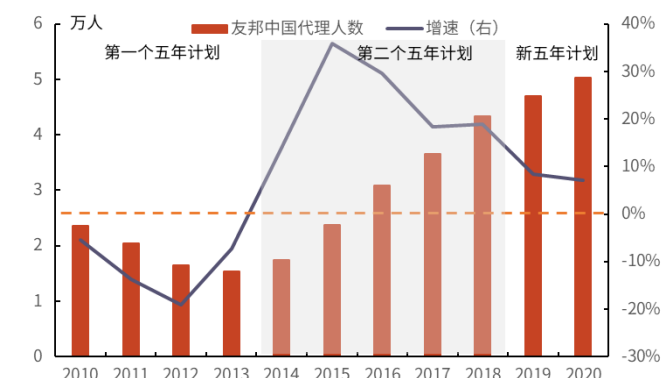
友邦中国代理渠道的成功转型，使友邦保险（H）股价自上市以来表现优异， α 效应显著。友邦保险布局亚太地区 18 大市场，其中中国内地市场为友邦最为重要的战略市场之一，2022 年上半年新业务价值为 5.6 亿美元，占全市场比例为 36.7%，位列第一。

图 12：友邦中国三个“五年计划”推动代理人实现高质量转型

时间	转型计划	代理渠道主要措施
2010-2013年 (提前一年完成)	第一个五年计划	明确以客户利益为中心的基础上提出“回归代理人渠道”转型战略，执行“最优代理人”策略，淘汰不活跃的低产能代理人，打造一支专业素质高的优秀代理人队伍。
2014-2018年	第二个五年计划	进一步深入推进“卓越营销员”战略，打造“职业化、专业化、信息化、标准化”四化营销员。
2018-2022年	新五年计划	提出“以客户引领的业务革新”为中心，大力投入“卓越人才与组织能力建设”，以及“科技驱动领先优势”，着力发展“营销员渠道优质增员”、“营销员渠道3.0转型”和“卓越多元渠道”的三大业务策略。

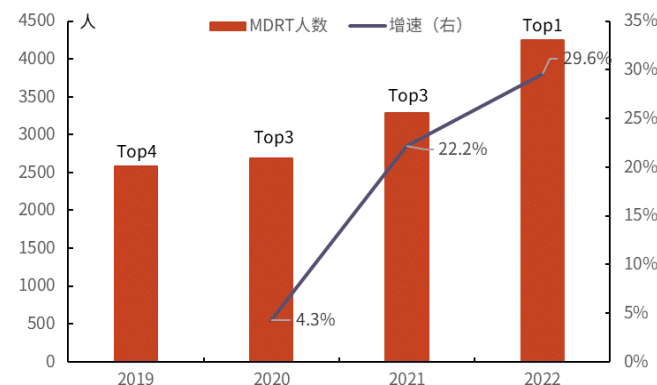
资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 13：友邦中国代理人改革经历三个阶段



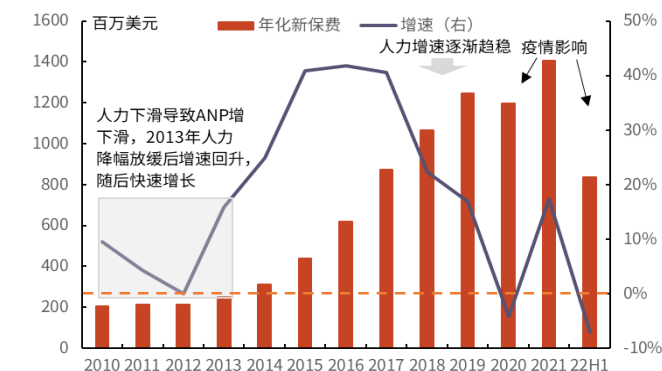
资料来源：历年中国保险年鉴，光大证券研究所

图 14：2022 年友邦中国 MDRT 全球排名位列第一



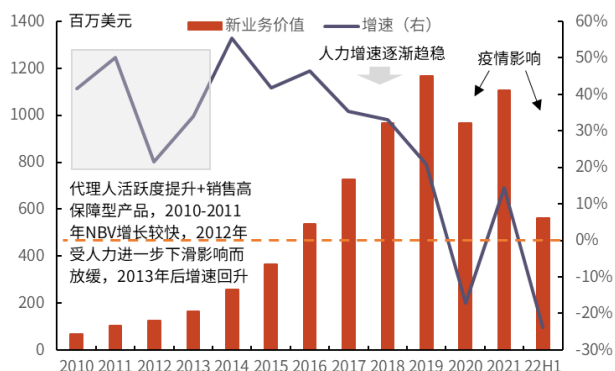
资料来源：MDRT 官网，光大证券研究所，注：“Top”指全球排名，2019-2022 年数据公布日期均为 7 月 1 日

图 15：人力降幅放缓后友邦中国 ANP 增速迅速回升



资料来源：友邦保险公告，光大证券研究所

图 16：友邦中国新业务价值整体表现出较好增长态势



资料来源：友邦保险公告，光大证券研究所

图 17：友邦自上市以来股价表现优异，累计涨跌幅远超恒生指数



资料来源：wind，光大证券研究所，股价截至 2022 年 12 月 23 日

2.1.2、龙头险企转型成效将逐渐显现，寿险板块有望实现筑底回升

过去“大进大出”的人海战术难以维系已成为行业共识，代理人渠道是为险企贡献高价值业绩的重要支柱，其规范化发展至关重要，近年来监管部门也持续深化保险营销体制改革，虽然短期阵痛难以避免，但长期来看将有助于行业健康发展。

2022 年以来，政策不断推进营销体制健全完善，推动销售队伍精细化管理，夯实业务质量。其中关于代理人销售行为规范的主要内容包括：1) 推进保险销售人员及保险产品分级管理，并根据不同销售能力资质授权其不同可销售保险产品；2) 严格规范销售宣传行为，降低销售误导行为等；3) 压实主体责任，落实保险人与投保人双方“如实告知”义务，禁止强制搭售和默认勾选等；4) 规范自保件与互保件，防止销售人员套利行为。

表 4：2022 年以来，政策不断推进保险营销体制健全完善

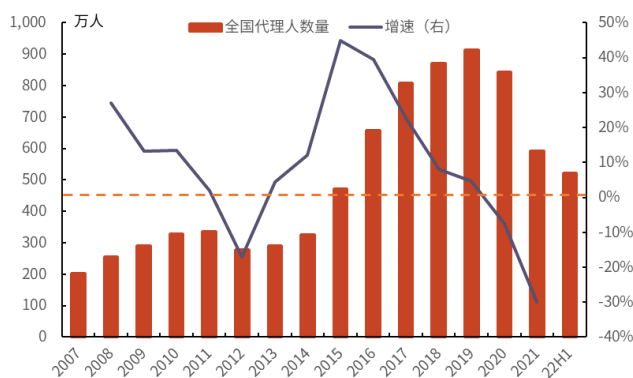
时间	文件	主要内容
2022 年 4 月	银保监会 《人身保险销售行为管理办法（征求意见稿）》	1) 对保险销售人员及保险产品分级管理，并根据风险程度明确产品风险级别； 2) 规范自保件与互保件，防止销售人员套利； 3) 强化销售适当性管理，降低销售误导行为； 4) 规范佣金管理制度，佣金占总保费的比例以所售产品定价时的附加费用率为上限； 5) 鼓励银行建立专业化保险销售人员队伍，取消此前规定的险企驻点销售规定。
2022 年 7 月	银保监会 《保险销售行为管理办法（征求意见稿）》	1) 销售前：对销售人员和产品进行分级管理，根据不同的销售能力资质授权其不同的可销售保险产品，并严格规范销售宣传行为，禁止虚假宣传等； 2) 销售中：严格落实如实告知义务、禁止强制搭售和默认勾选等； 3) 销售后：对保单送达、回访、长期险人员变更、退保管理等进行规范。
2022 年 10 月	中保协 《保险销售从业人员销售能力资质分级体系建设规划》	明确销售能力资质分级体系建设的原则和目标，通过建立全行业统一的销售能力资质分级和职业培训标准、考核评价规范以及保险销售授权规则，力争用三年左右的时间，实现以行业自律的形式实施销售人员销售产品授权与销售能力等级相匹配的销售分级管理，并逐步推动销售能力资质分级纳入国家职业技能等级认定体系，全面提升销售人员专业素质和职业技能水平。 其中，在实施对象上，坚持不新增准入门槛，即对入职上岗后的销售人员进行销售能力资质分级。
2022 年 11 月	银保监会 《关于进一步推动完善人身保险行业个人营销体制的意见（征求意见稿）》	1) 深化个人营销体制改革：压实保险机构主体责任、优化个人代理人制度设计、规范创新销售人员管理体制、有序发展独立个人代理人、强化销售人员管理、加强费用支出管控、优化佣金激励分配机制、建立风险防控长效机制、规范引导产品销售与服务创新。 2) 夯实行业发展基础：建设销售能力资质分级体系、加强销售人员诚信管理、完善个人代理人社会保障体制、加强分支机构监督管理。

资料来源：银保监会，中保协，光大证券研究所整理

人力出清或将接近尾声，营销员业绩已有明显提升。从国内行业整体来看，代理人自 2019 年达到 912 万人的峰值后，开始快速脱落，截至 22H1 末，代理制销

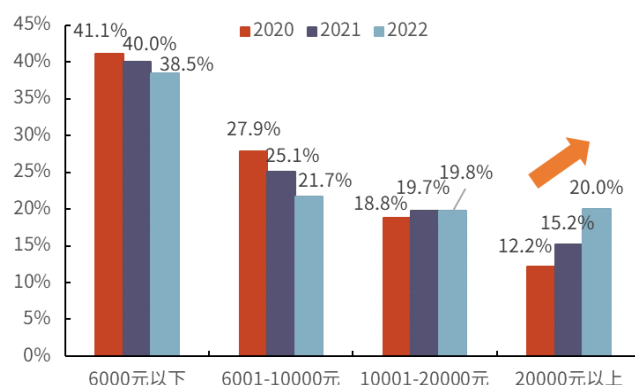
售人员为 521.7 万人，已降至大约 2015 年水平，随着优质新人的不断招募与培育，预计人力数量将逐渐趋稳。同时，根据 2020-2022 年《中国保险中介市场生态白皮书》数据显示，近三年营销员月收入在 1 万元及以上的群体明显增加，其中 2022 年月收入 2 万元以上绩优群体占比为 20%，较 2020 年提升 7.8pct。

图 18：行业代理人已下滑至大约 2015 年水平



资料来源：银保监会，光大证券研究所

图 19：保险营销员工作业绩（月收入）有明显提升



资料来源：2020-2022 年《中国保险中介市场生态白皮书》，光大证券研究所，注：年份指白皮书调研当年，即受访样本参与问卷调查时间，非全年数据

现阶段我国代理人的优质化与留存仍是关键，措施包括提高招募门槛、采取激励措施、加强培育等，各险企采取差异化转型策略，主要有：

- 1) 平安实施代理人队伍分层精细化经营，结合数字化赋能，推动队伍结构向“纺锤型¹”优化，着力打造“高素质、高绩效、高品质”的三高代理人队伍。
- 2) 国寿贯彻“鼎新工程”改革部署，坚持“稳中固量、稳中求效”，全面升级基本法，并通过“众鑫计划”专项提优提质项目，加快推动队伍向专业化、职业化转型。
- 3) 太保持续推进长航深化转型落地，推动“三化五最”职业营销转型，通过“芯”基本法加强绩优组织建设，优化招募系统流程，加快职业化营销职场升级。
- 4) 新华强化绩优队伍支持政策，推动“优计划”落地实施和“年轻化、专业化、城市化”营销队伍建设，探索营销队伍转型。

部分险企人力下滑幅度已呈现收窄趋势，产能指标也有所改善，转型成效正逐步显现。因各险企转型节奏有所不同，人力脱落幅度及业绩表现分化，整体来看有所改善：1) 2022 年以来，平安、国寿、新华、人保寿险代理人同比降幅均已呈现出边际收窄趋势。2) 核心队伍指标上，平安前三季度新人“优+”占比同比提升 10.3pct；太保第三季度核心人力占比同比提升 7.2pct 至 23.1%，较第二季度提升 1.6pct，长险举绩率同比+4.8pct。3) 产能指标（人均 FYP 和人均 NBV）上，除新华略有压力外，主要上市险企产能较阵痛期均有显著提升。

此外，前三季度太保人均首年佣金与人均收入同比增长且增速逐季扩大，其中第三季度分别同比+61.3%/52.5%，增幅较第二季度分别扩大 26.3pct/5.1pct。

展望 2023 年，我们认为随着新人优增优育、人均业绩回升推动人均收入提高，代理人留存率将进一步改善，队伍有望实现量稳质升，带动寿险板块在长期承压环境下迎来筑底回升。

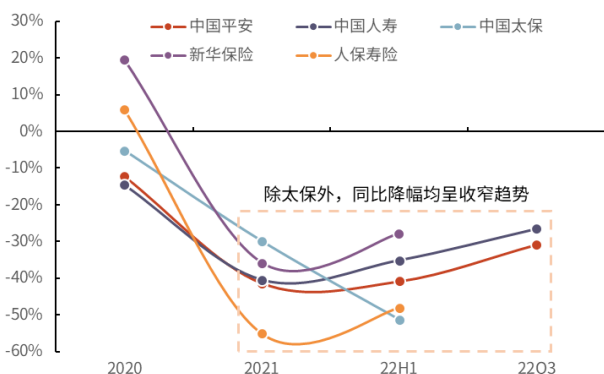
¹ “纺锤型”队伍指钻石队伍+潜力队伍+新人队伍

表 5：主要上市险企采取差异化代理人转型策略

	渠道主要转型策略	具体措施
中国平安	机构分类发展、队伍分群精细化经营以及数字赋能	1、实施代理人队伍分层精细化经营，结合数字化赋能，推动队伍结构向“纺锤型”优化。其中，1) 钻石队伍方面，通过钻石激励体系、产品体系、培训体系升级，形成合力推动钻石队伍能力持续提升；2) 新人队伍方面，实施“优+”增员升级，以优增优，严控入口，逐步提升优质新人占比。 2、稳步推进数字营业部改革，逐步面向全国推广。
中国人寿	鼎新工程 众鑫计划	1) 个险板块坚定贯彻有效队伍驱动的策略、坚持“稳中固量、稳中求效”，按照“鼎新工程”改革部署，全面升级基本法，聚焦新人、主管和绩优群体，强化业务品质管理，努力提升队伍质效。 2) 推出“众鑫计划”专项提优提质项目，加快推动队伍向专业化、职业化转型； 3) 科技赋能销售及队伍管理，通过“国寿易学堂”、智能培训系统等数字化平台加强线上培训及风险合规教育，有序恢复销售队伍活力，推动队伍建设高质量发展。
中国太保	长航行动 “三化五最”职业营销转型	1、持续推进长航深化转型落地：1) “芯”基本法驱动队伍行为转变，推行优增优育常态化招募；2) 实施“月计划、周经营、日拜访”，让队伍真正养成常态化销售工作模式，需求销售流程促进队伍产能提升。 2、推进“三化五最”的职业营销转型：“三化”即职业化、专业化、数字化，“五最”指最丰厚的收入空间、最强大的创业平台、最温暖的太保服务、最专业的成长体系、最舒心的工作环境。 其中，1) 专业化方面，强化“全家全险全保障”理念，落地需求导向的销售支持系统，完善训练体系，提升代理人专业化销售能力；2) 在数字化方面，升级并推广招募及营销支持工具应用，持续提升科技赋能水平。
新华保险	优计划	强化绩优队伍支持政策，改善队伍质量，提升队伍产能。推动“优计划”落地实施和“年轻化、专业化、城市化”营销队伍建设，探索营销队伍转型。

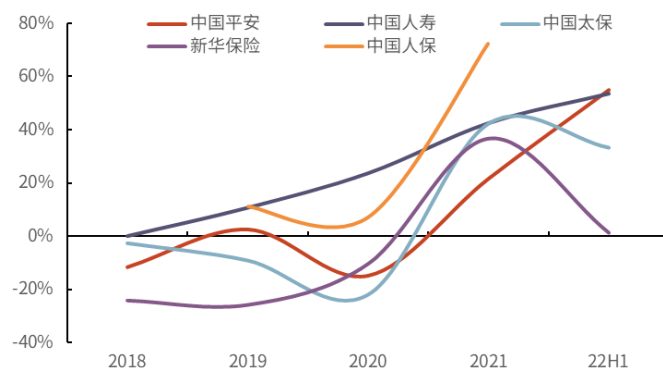
资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

图 20：除太保外，主要上市险企人力下滑幅度收窄



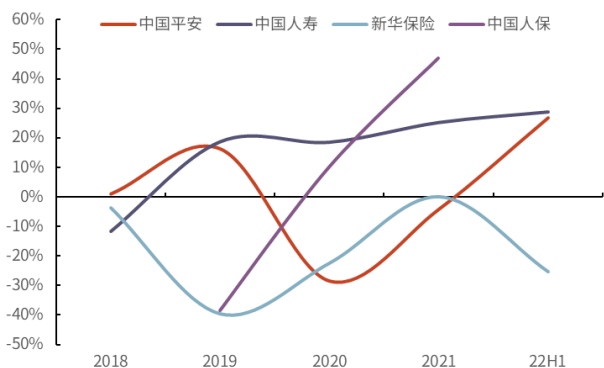
资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：指标为代理人同比增速

图 21：人均 FYP 同比增速表现分化，但均实现正增长



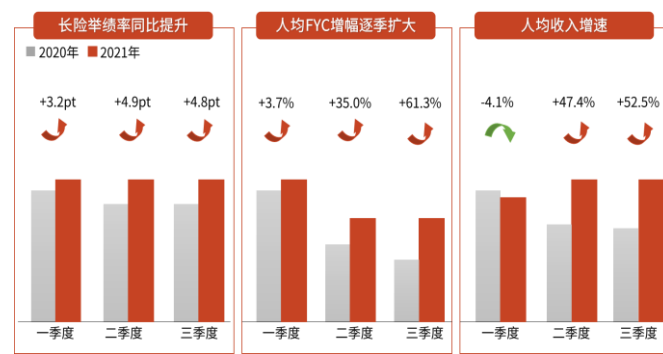
资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：FYP（首年保费）口径均为代理人渠道，人保数据包含人保寿+人保健康，22H1 未披露人保健康代理人数量

图 22：从人均 NBV 同比增速来看，国寿持续上升，平安 22H1 由负转正



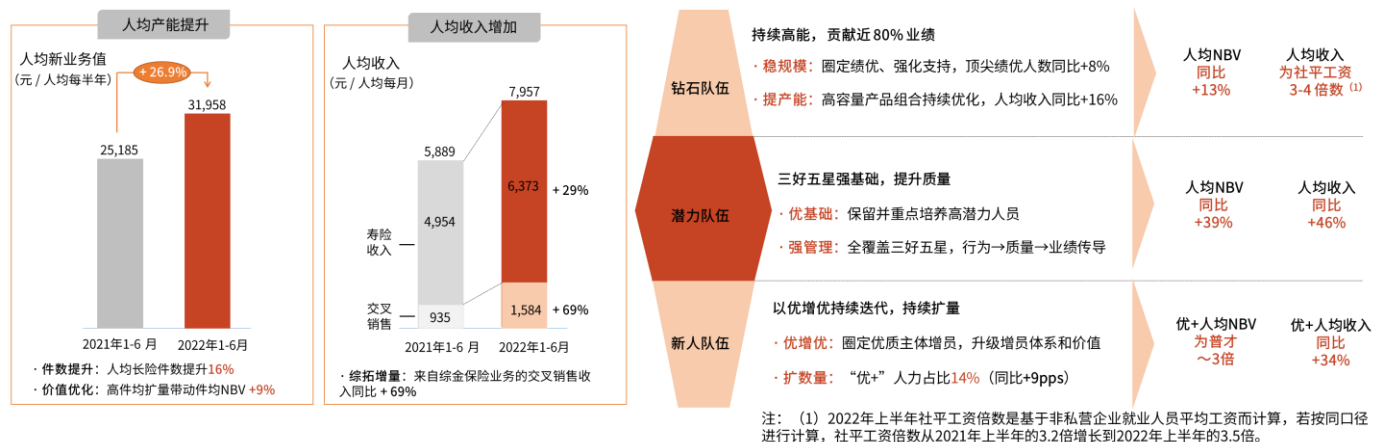
资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：NBV 口径均为代理人渠道，人保数据包含人保寿+人保健康，22H1 未披露人保健康代理人数量

图 23：太保夯实基础管理，队伍质量显著改善



资料来源：中国太保 22Q3 业绩推介材料，光大证券研究所

图 24：平安建设“纺锤型”队伍结构，三层队伍精细化经营，推动高质量转型



资料来源：中国平安 22H1 业绩推介材料，光大证券研究所，注：未标明时间数据均为 2022 年上半年

2.2、银保渠道重获重视，规模与价值将双线并行

银保渠道起源于 20 世纪 80 年代的欧洲，其发展可以为银行、保险公司、消费者各方带来好处：1) 商业银行可以提高各项资产利用率，丰富产品矩阵，赋能财富管理赛道，提升中间业务收入；2) 保险公司可以通过银行网点布局及消费者对银行的天然信任扩大营业规模，进而减少自身不必要的人员和网点设立，降低分销成本；3) 消费者可以在银行享受到“一站式”的便利服务，并且安全感更强。

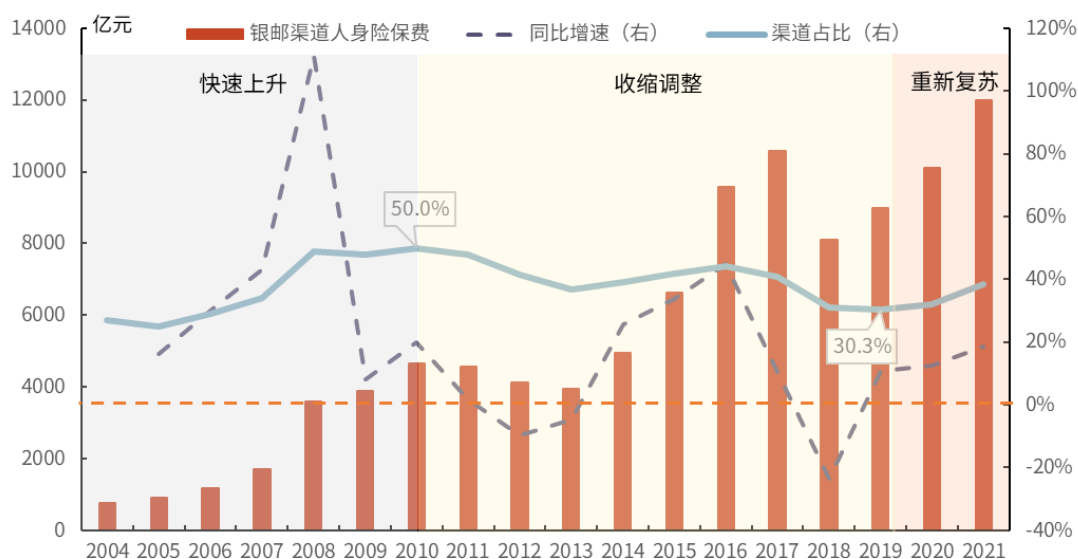
因此，自 20 世纪 90 年代我国正式引入银保合作关系以来，实现高速发展，逐渐成为保险公司主要销售渠道之一。

2.2.1、行业转型压力下，银保渠道迎来复苏

过去受银行客户偏好以及保险产品专业性较强等因素影响，银保渠道产品往往相对简单、期限较短，以储蓄类为主，如投连险、万能险、年金险等，且多为趸缴。随着我国银保渠道快速发展，产品种类单一且保障功能较低、银保合作关系不够紧密、代理手续费在相互攀比和竞相提高中抬升保险公司渠道运营成本等问题逐渐暴露，银保合作模式亟待新突破。

为促进银保渠道规范发展，银保监会不断出台监管措施，同时叠加产品需求变化、保险公司自身代理人渠道发展变化等多重因素，按照银保渠道在人身险市场份额变化，可将其发展分为快速上升（2010 年以前）、收缩调整（2010-2019 年）、重新复苏（2020 年至今）三个阶段。

图 25：我国银保渠道发展经历了快速上升、收缩调整、重新复苏三个阶段



资料来源：历年中国保险年鉴，中保协，光大证券研究所，注：1）保险年鉴中银邮渠道指银行和邮政，等同于本文所称的银保渠道；2）受数据获取限制，2004-2017 年数据口径为 PDF 版保险年鉴中寿险公司银邮代理业务披露值（部分为根据相应披露值进行的计算），2018 年为 excel 版保险年鉴各人身险公司数据计算值，2019-2021 年为中保协披露值（占比根据银保监会人身险公司保费披露值计算）；3）可能存在统计主体不完全以及不同年份统计主体有所变化等情况，与真实值可能存在误差。

➤ 2010 年以前：银保业务快速发展，市场份额稳步提升

投资类保险产品热销，与银行经营模式及客户需求天然契合，监管相对宽松环境下银保渠道实现快速发展。1999 年 6 月，原保监会发布《关于调整寿险保单预定利率的紧急通知》，要求各险企将寿险保单预定利率调整为不超过年复利 2.5%，且不得附加利差返还条款，导致寿险产品吸引力降低，险企开始推出投连险、万能险、分红险等创新型产品，促进保费增长。其中：

1) 2007-2008 年，万能险结算利率不断上行，投资类险种愈发受欢迎，银保渠道人身险保费收入增速分别达 43.3%/111.2%，市场份额也由 2006 年的 29.1% 提升至 2008 年的 48.9%。

2) 2008 年 8 月，银保监会提出将万能险结算利率和分红险的分红水平稳定到可持续水平，2009 年在监管政策推动及受资本市场低迷影响，主要寿险公司开始下调万能险结算利率，控制或停售投资类险种，但同时寿险监管工作会议开始鼓励养老保险产品创新，作为储蓄类产品，适合银行销售，2009-2010 年银保渠道人身险保费增速虽有所放缓，但市场份额升至 2010 年 50.0% 的历史高点²。

➤ 2010-2019 年：政策规范及渠道竞争制约银保业务发展

过去产品推动下，处于初级阶段的银保渠道在粗放式发展过程中问题逐渐暴露，银行与保险公司之间合作关系不够紧密，银行销售人员专业性不足，代销产品结构不合理，导致销售误导、违规经营、退保金大幅上升等问题频发。

2010 年起，监管出台一系列政策规范代销模式及产品结构等问题，推动银保业务加快转型。在外部因素及销售模式转变作用下，银保业务整体进入收缩调整期，但由于严监管有助于规范业务经营、树立行业正面形象，以及银行通过保险业务

² 根据数据可得性，历史高点指 2004 年以来

扩大中收的经营思路不会改变，银保业务对于寿险公司而言仍有一席之地。具体来看：

1) 2010 年 11 月，原银监会出台《关于进一步加强商业银行代理保险业务合规销售与风险管理的通知》，对银保渠道销售人员、产品宣传、销售流程及合作数量等方面进行全面规范。2012 年，电话销售、网络销售等新兴渠道高速发展，渠道趋于多元化和均衡化，对银行渠道产生一定程度挤压，保费增速承压。

2) 2016-2017 年，原保监会《关于进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知》和《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》对中短期产品、万能险及投连险等进行规范；2019 年 8 月银保监会《商业银行代理保险业务管理办法》鼓励银行销售长期储蓄型和风险保障型保险产品，促进保险业回归“保险姓保”。

3) 2019 年 9 月，银保监会发布《关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知》，要求 2013 年 8 月 5 日及以后签发的普通型养老年金或 10 年以上的普通型长期年金，责任准备金评估利率上限由年复利 4.025% 和预定利率的小者调整为年复利 3.5% 和预定利率的小者，降低保险公司利差损风险的同时，也一定程度降低了银保渠道年金产品竞争力。

在此期间，银保渠道人身险保费市场份额由 2010 年 50.0% 的下滑至 2019 年的 30.3%。

表 6：2010-2019 年政策规范银保渠道业务发展

时间	文件	主要内容
2010.11	原银监会 《关于进一步加强商业银行代理保险业务合规销售与风险管理的通知》	1) 销售人员：通过商业银行网点直接向客户销售保险产品的人员，应当是持有保险代理从业人员资格证书的银行销售人员；商业银行不得允许保险公司人员派驻银行网点。 2) 产品宣传：不得将保险产品与储蓄存款、基金、银行理财等产品混淆销售，不得将保险产品收益与上述产品简单类比，不得夸大保险产品收益。 3) 销售流程：商业银行应当充分了解客户的风险偏好、风险认知能力和承受能力，对购买投资连结保险等复杂保险产品的客户，应当建立客户风险测评和适合度评估制度，防止错误销售。 4) 合作数量：商业银行每个网点原则上只能与不超过 3 家保险公司开展合作，销售合作公司的保险产品。如超过 3 家，应坚持审慎经营，并向当地原银监会派出机构报告。
2014.01	原保监会、原银监会 《关于进一步规范商业银行代理保险业务销售行为的通知》	1) 要求保险公司和商业银行将合适的产品卖给合适的人，对低收入居民、老年人等特定人群出台进一步保护措施。 2) 引导银保业务进行结构调整，鼓励风险保障型产品和长期储蓄型产品发展。 3) 对银邮代理渠道销售行为进一步提出规范性要求，明确保险公司和代理机构哪些行为应该做、哪些行为不能做。
2016.09	原保监会 《关于进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知》	1) 2019 年开始中短存续期业务占比不得超过 50%，2020 年和 2021 年进一步降至 40% 和 30%。 2) 自 2017 年 1 月 1 日起，对于投资连结保险产品、变额年金保险产品，应按照中短存续期产品的定义要求进行评估和报告；保险公司不得将终身寿险、年金保险、护理保险设计成中短存续期产品；对于附加万能保险和附加投资连结保险等附加险产品，应单独评估该产品的预期存续时间，并判断其是否属于中短存续期产品。
2017.05	原保监会 《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》	针对目前市场上多种有可能“异化”为理财险的人身险产品都做出了明确的规定，明确规定两全险以及年金险 5 年之内不得返还，万能险以及投连险不得以附加险形式存在，严格限制保险产品名称，要求突出保险产品责任特点。
2019.08	银保监会 《商业银行代理保险业务管理办法》	商业银行应当充分发挥销售渠道优势，保险公司应当充分发挥长期资产负债匹配管理和风险保障的核心技术优势，在商业银行代理保险业务中大力发展长期储蓄型和风险保障型保险产品，持续调整和优化商业银行代理保险业务结构，为消费者提供全面的金融服务。
2019.09	银保监会 《关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知》	2013 年 8 月 5 日及以后签发的普通型养老年金或 10 年以上的普通型长期年金，将责任准备金评估利率上限由年复利 4.025% 和预定利率的小者调整为年复利 3.5% 和预定利率的小者，其他险种的评估利率要求维持不变。

资料来源：银保监会，中国政府网，光大证券研究所整理

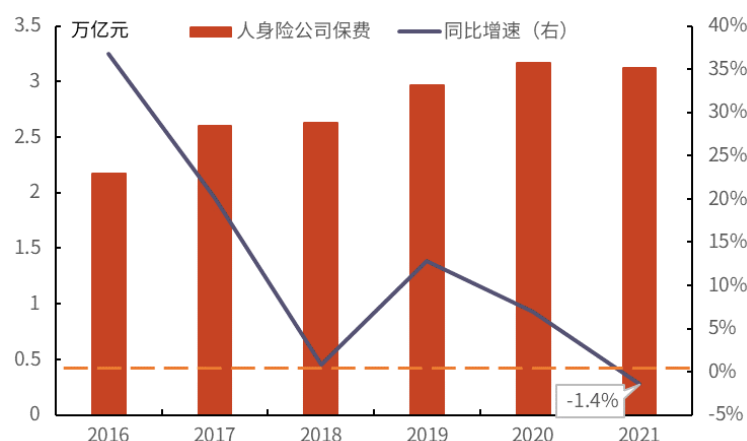
此外，代理人渠道的快速扩张也对银保渠道产生一定挤压。2014 年，代理人资格考试取消，保险公司开始采取“人海战术”实现规模扩张，由于代理人渠道更擅长销售复杂且价值率高的产品，如重疾险等长期保障型产品，可为保险公司贡献更高的新业务价值；而银保渠道以销售简单、价值率低的储蓄型产品为主，新业务价值贡献有限，其地位逐渐因代理人渠道扩张而降低。

➤ 2020 年至今：人身险公司保费承压，银保渠道“以量补价”

代理人渠道进入转型期，行业整体承压，银保渠道重获重视。虽然代理人渠道是险企提高新业务价值的重要支柱，但过去代理人素质参差不齐，专业服务能力不足，导致保单质量较差，保险业进入供给侧改革阶段，各险企陆续开展人力清虚，22H1 末行业代理人规模降至大约 2015 年水平，叠加产品创新进入瓶颈以及消费者需求较难提振等多重影响，近两年人身险公司保费增速承压明显，2021 年更是出现负增长。

在监管规范下经过不断调整的银保渠道产品体系日益丰富，期交新单占比提升，价值率有所改善，成为各保险公司“以量补价”的首选。2020-2021 年，银保渠道人身险市场份额逐步回升，2021 年为 38.4%，较 2019 年提升 8.1pct。

图 26：近年来人身险公司保费增速承压明显，2021 年首次出现负增长



资料来源：银保监会，光大证券研究所

2.2.2、银保渠道业务结构与品质呈现新面貌，各险企陆续加大布局

在政策及产品推动、代理人渠道承压等多重因素影响下，近年来我国银保业务重获重视、迎来复苏，保费实现较快增长，渠道占比进一步提升。

➤ 从行业整体来看，银保渠道业务结构与品质持续向好

期交新单占比提升，利好价值增长。近年来各保险公司更加注重银保渠道业务的价值增长，期交业务逐渐提升，改变了过往以趸交为主的缴费模式。2021 年银保渠道实现期交新单 2678 亿元，同比增长 19.0%，在银保总新单中占比 38.0%，同比提升 1.3 个百分点，保持持续上升态势。

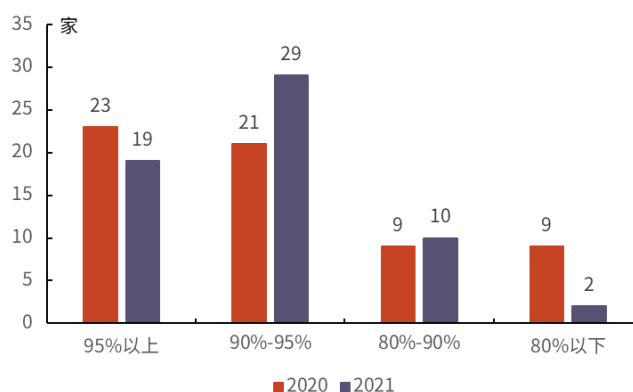
表 7：银保渠道新单及期交业务实现双线增长（单位：亿元）

	2019	2020	2021	21 年同比增速
原保险保费收入	8977	10108	11991	18.6%
新单保费	5868	6120	7041	15.1%
其中：期交	2028	2249	2678	19.0%
趸交	3836	3871	4363	12.7%
续期	3109	3988	4950	24.1%
新单占比	65.4%	60.5%	58.7%	/
期交在新单中占比	34.6%	36.7%	38.0%	/

资料来源：中保协，光大证券研究所

银保渠道业务品质持续向好。2021 年人身险公司银保渠道业务质量相较 2020 年整体有所提升，13 个月继续率在 90%以上的公司占比达到 80%，高于 2020 年的 72%；仅有 2 家机构低于 80%，相较 2020 年的 9 家公司也有明显改善。同时，参与调查的 60 家人身险公司中，有 50%的公司 13 个月继续率相较 2020 年得到改善，反映行业银保渠道整体业务品质有所改善并保持在较高水平。

图 27：从人身险公司银保业务 13 个月继续率来看，业务品质边际向好



资料来源：中保协，光大证券研究所

➤ 上市险企积极布局银保渠道，规模增长表现强劲

2022 年以来，部分险企银保渠道保费规模呈现高速增长态势，在个险渠道相对较为低迷时期，银保渠道的适时补位对“量”起到一定推动作用，但同时也因渠道自身特点及需求端变化面临“价”的承压。

2018 年以来，各险企渠道策略陆续转向多元化发展，并重点加大了银保渠道布局，具有代表性的例如：1) 平安依托集团优势，积极推动“单一渠道”向“多渠道”转型，打造新银保团队，坚持价值经营导向。2) 国寿自 2019 年开启“鼎新工程”改革以来，构建“一体多元”发展布局，银保渠道聚焦期交业务发展，将规模与价值并重作为长期目标。3) 太保 2021 年全面开启“长航行动”，优化资源整合，打造新型银保合作关系，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，以促进银保渠道快速发展。

表 8：代表性险企加大银保渠道布局

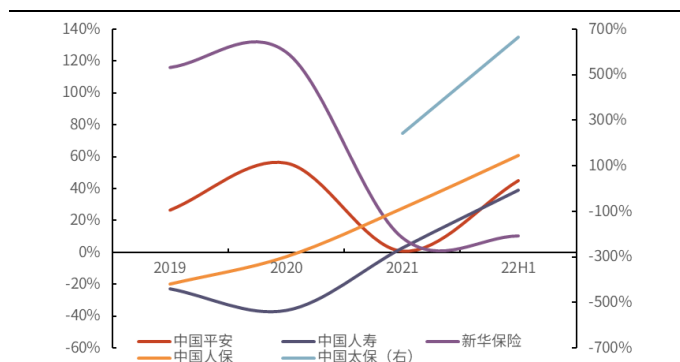
代表险企	银保渠道策略
中国平安	以价值经营为导向，聚焦“渠道+产品+科技”专业经营体系，持续提升银保渠道价值贡献能力。 1) 平安寿险与外部银行巩固合作、深耕经营。 2) 平安寿险发挥集团协同优势，与平安银行深化合作，协助打造平安银行新优才队伍，通过银行反哺保险。 ➢ 截至 2022 年三季度末，平安银保新优才队伍引入高学历精英，已招募超 1000 人，超九成拥有本科学历，致力于更好地为客户提供个性化私人财富管理服务。 3) 为助力银保渠道转型，平安寿险不断完善银保产品体系，以满足客户需求。
中国人寿	2019 年开启“鼎新工程”改革并持续深入贯彻，构建“一体多元”发展布局，银保渠道聚焦期交业务发展，将规模与价值并重作为长期目标。同时，持续加强银保渠道客户经理队伍专业化、科技化能力建设，队伍质态稳步提升。 ➢ 截至 22H1 末，银保渠道客户经理达 2.3 万人，季均实动人力保持稳定，人均产能持续增长。
中国太保	全面实施长航行动，构建价值银保“芯”模式。太保通过长航行动，打造新型银保合作关系，优化资源整合，深入打造价值银保，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，实现银保渠道保费收入较快增长。

资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

主要上市险企银保渠道新单快速增长，太保尤为突出。2022 年上半年，平安/国寿/太保/新华/人保银保渠道新单保费均实现较高增速，分别同比增长 45.0%/38.8%/665.9%/10.4%/60.8%至 65.0/169.0/195.5/216.2/335.0 亿元，其中太保、新华、人保银保渠道新单规模超过代理人渠道，成为重要支柱。

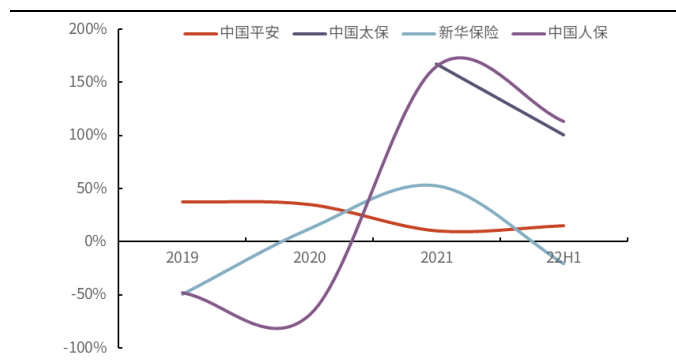
规模增长的代价是价值承压，但 NBV 贡献度提升。由于银保渠道以销售条款简单、价值率相对较低的储蓄型产品为主，该类型产品价值率相较代理人渠道而言处于较低水平，其规模发展不可避免会伴随着 NBVM 下滑，进而拖累 NBV 增速。但一方面因代理人渠道清虚导致高价值率产品销售乏力，拖累总体 NBV 增长；另一方面近期备受欢迎的增额终身寿险产品推动银保业务实现“量”的增长，近年来各上市险企银保渠道 NBV 占比均有明显提升。

图 28：22H1 主要上市险企银保渠道新单呈现快速增长态势



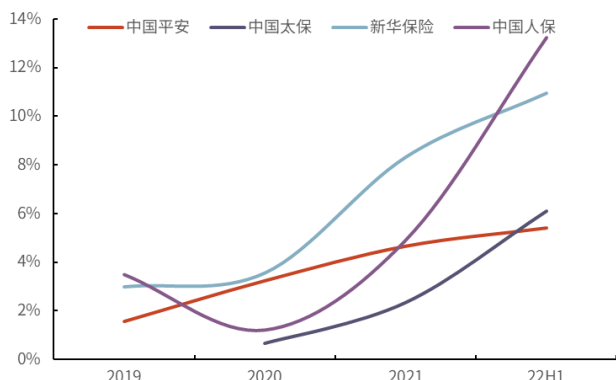
资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：1) 指标为银保渠道新单同比增速；2) 平安、太保新单数据为用于 NBV 计算的首年保费口径，国寿、新华、人保为长险首年保费与短期险保费之和（测算值），3) 人保数据为人保寿+人保健康合计值

图 29：近年来部分险企银保业务 NBV 有所改善



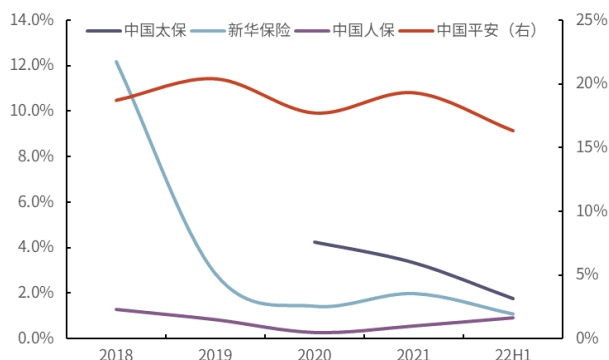
资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：1) 指标为银保渠道 NBV 同比增速；2) 人保数据为人保寿+人保健康合计值

图 30：近年来主要上市险企银保渠道 NBV 占比提升



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：人保数据为人保寿+人保健康合计值

图 31：近年来主要上市险企银保渠道 NBVM 有所承压



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：1) 平安为披露值，其余为测算值；2) 人保数据为人保寿+人保健康合计值

2.2.3、挑战与机遇并存，银保渠道有望实现规模与价值并重

纵观国际银保合作模式，主要可以分为协议代理、战略联盟、资本合作、金融集团（综合经营）四种。我国银保合作最主流的模式为战略联盟，即银行和保险公司之间达成战略合作，险企通过支付渠道费用获得渠道销售权，有助于险企快速抢占市场，本质上可以看做协议代理模式的深化，合作广度、深度及稳定性等方面更优。但该模式存在容易陷入渠道费用恶性竞争、合作不稳定、双方独立性较强等劣势。

具有代表性的如友邦：1) 海外合作，例如 2013 年 12 月，友邦与最大跨国银行之一的花旗银行达成独家银保合作关系，囊括亚太地区 11 个市场；2017 年 10 月，友邦与泰国最大银行——盘古银行签订长达 15 年合作协议。2) 近年来友邦也通过银行渠道积极拓展国内市场，例如 2021 年 7 月，与东亚银行建立 15 年独家银行保险伙伴关系，覆盖中国香港和中国内地；2022 年 2 月，与邮储银行签订合作，进一步拓宽其在中国内地寿险市场的发展机遇。

表 9：对比银保合作四种模式，金融集团最具优势

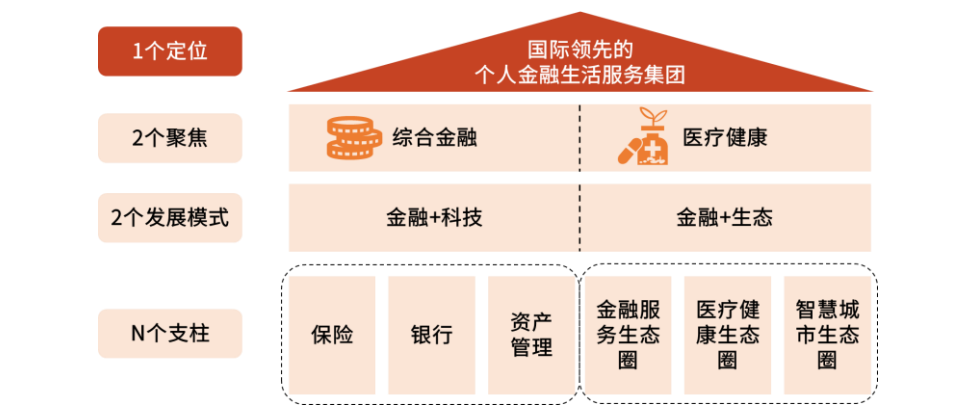
	协议代理	战略联盟	资本合作	金融集团（综合经营）
特征	银行与保险公司签订代理销售协议，可以一对多	银行和保险公司实现战略合作，业务范围由协议代理模式下的网点销售扩展到联合进行产品开发和售后服务，并建立统一的操作平台等	1) 银行和保险公司共同出资建立一家新的企业经营银行保险，双方共同拥有、共同控制、共享收益、共担风险； 2) 银行或保险公司通过持股的方式，成为对方的股东	通过金融控股集团形式，使银行和保险同属一个集团，进行银行、保险业务乃至其他金融业务的综合经营。可以采取并购或新设保险公司的方式。
优势	合作方式简便、自由度大、成本低	1) 有助于双方实现业务渗透、优势互补、互惠互利、共同发展格局； 2) 合作广度、深度及稳定性都超过协议合作模式	银行和保险公司成为利益共同体，促使双方资源共享更加充分	金融集团容易推行自己的银行保险发展战略，能最大程度减少交易成本，实现优势互补，增强银行保险协同性
劣势	双方关系松散、不稳定	没有从根本上解决双方利益冲突，包括容易陷入渠道费用恶性竞争，合作不稳定，双方独立性较强等	1) 周期长、法律限制较多； 2) 双方战略和文化差异会提升成本，协同性不足	1) 并购：双方面临经营战略和企业文化冲突； 2) 新设：周期较长、成本大
典型代表	亚洲、非洲、中东	亚洲、美国部分地区	法国、土耳其	欧洲、北美

资料来源：《国际银保合作模式分析及对我国的启示》中国人民保险集团吕晨，光大证券研究所整理

未来大型保险集团或更能通过综合经营模式发挥银保业务协同优势。险企与银行构建“愿景一致、利益统一”的长期稳定共赢关系，是全面释放银保业务价值潜

力的关键³。对比四种银保合作模式，我们认为综合经营模式更有利于集团整合并最大限度调动旗下各种金融资源，充分发挥各子公司之间业务协同效应，降低竞争成本，实现银行与保险公司之间优势互补。现阶段，国寿、泰康、平安等综合化经营程度较深的头部险企已形成了较为全面的金融业务布局。此外，我们从图 31 中也可以发现，平安银保渠道 NBVM 在上市同业中领先优势明显。

图 32：保险与银行为平安集团综合金融板块重要支柱



资料来源：中国平安 2021 年度业绩推介材料，光大证券研究所

挑战与机遇并存，预计随着商业银行与保险公司“血缘关系”进一步加深，未来银保业务规模与价值有望实现双升。

1) **挑战**在于一方面，银保业务快速扩张并未实质上扭转现阶段各险企新业务价值承压的现状，因此银行营销团队销售复杂型高价值率保险产品的能力仍需提升；另一方面，过去保险公司主要通过推动银保业务从趸交产品向期交产品迭代，并未从产品本身角度进行创新，未来如何刺激客户新需求、提高客户留存率、做深价值才是银保渠道发展重点，而这些都需要各险企与银行在产品形态与服务方面持续创新。

2) **机遇**在于一方面，随着资管新规后银行理财迈向全面净值化、利率中枢下行、权益市场大幅波动，具有刚兑性且享有一定收益率的储蓄型保险产品将更具竞争优势；另一方面，11 月 25 日个人养老金账户正式上线，第三支柱的快速发展有望打开银保市场未来发展新空间。

展望 2023 年，储蓄型产品将继续受到客户青睐，我们预计银保业务将延续较高增长态势，同时随着银保合作模式深化、银保队伍销售能力进一步提升，银保业务有望实现规模与价值双升，成为促进 NBV 快速修复的重要驱动力。数据显示，国际领先银行在超高净值、高净值和富裕客群的保险渗透率高达 30%，而我国大部分银行的中高净值客群保险渗透率仅约 3%-5%（不含储蓄替代型产品），差距明显。若未来我国银保渗透率翻番至约 6%-10%，将意味着银保市场高价值产品规模翻倍⁴。

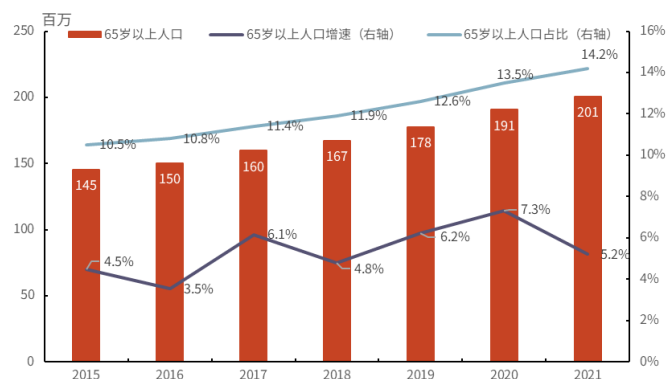
³ 资料来源：保险行业白皮书《破解迷思，探索高质量银保发展新模式》，麦肯锡，2021 年 7 月

⁴ 资料来源：保险行业白皮书《破解迷思，探索高质量银保发展新模式》，麦肯锡，2021 年 7 月，注：白皮书中未明确说明数据具体时间，预计与发表时间相差不大。

2.3、个人养老金扬帆起航，康养产业长期增长空间可期

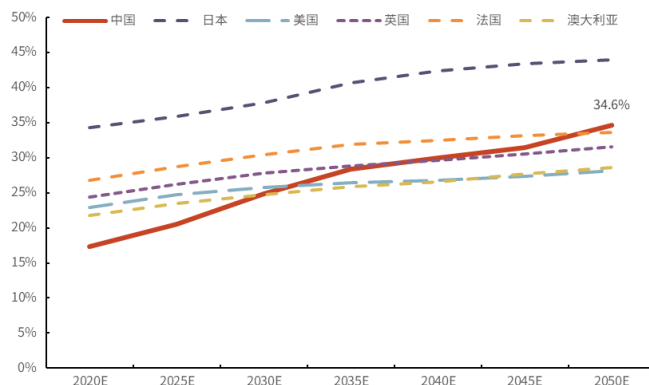
截至 2021 年底，我国 65 岁及以上老年人口达 2 亿以上，占总人口 14.2%。国家卫健委预计“十四五”时期我国将进入中度老龄化阶段，2035 年将进入重度老龄化阶段。老龄化时代的到来，也催生了庞大的养老金融相关需求，如居民养老金投资、养老财富管理、康养产业投融资等。

图 33：近年来，我国人口老龄化程度不断加深



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 34：预计 2050 年我国 60 岁以上人口占比将接近 35%



资料来源：联合国经济和社会事务部预测，光大证券研究所，注：数据为 60 岁以上人口占比，预测结果为 Medium fertility variant 情景下，受统计口径影响，2020E 数据与我国统计局披露数据存在差异

2.3.1、个人养老金制度正式开闸，头部险企将更具市场竞争优势

政策层面高度重视多支柱养老金体系建设。由于我国政府提供的基本养老保险仅以保基本为目的，难以充分保障老年人群退休后的资金需求；企业年金对中小企业而言负担较重，转移接续等问题也导致员工参与意愿不强，而职业年金仅覆盖体制内工作人员，受众群体有限。随着老龄化程度的不断加深以及家庭养老负担的逐渐加重，我国养老金三支柱结构不平衡问题凸显——第一支柱“独大”，第二支柱发展缓慢，第三支柱刚处于起步阶段，近年来政策层面高度重视多支柱养老金体系建设。

➢ 相关配套政策加速完善，个人养老金制度正式开闸

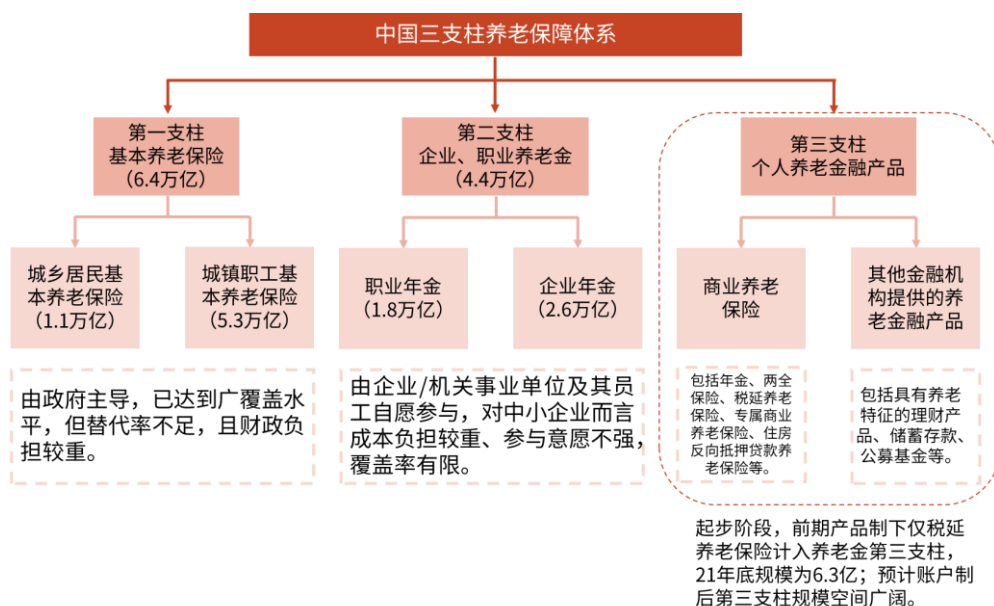
4 月 21 日，国务院办公厅印发《关于推动个人养老金发展的意见》，个人养老金账户制顶层框架出台，随后银保监会陆续对公募基金、商业银行和理财公司、保险公司参与个人养老金业务的配套政策公开征求意见。

11 月 4 日，多部委联合印发《个人养老金实施办法》，正式对个人养老金制度的具体参加流程及相关管理作出明确规定，当日，证监会发布正式稿《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》；11 月 18 日，银保监会发布正式稿《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法》；11 月 21 日，银保监会发布正式稿《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》，标志着行业层面个人养老金制度配套政策均已初步落地。

11 月 25 日，人社部、财政部及税务总局公布 36 个先行城市（地区）名单，并确定自通知印发之日起，先行城市（地区）所在地参加职工基本养老保险或城乡居民基本养老保险的劳动者可参加个人养老金。同日，国家社会保险公共服务平台等渠道均已支持开通个人养老金账户，首批入围商业银行也正式上线个人养老

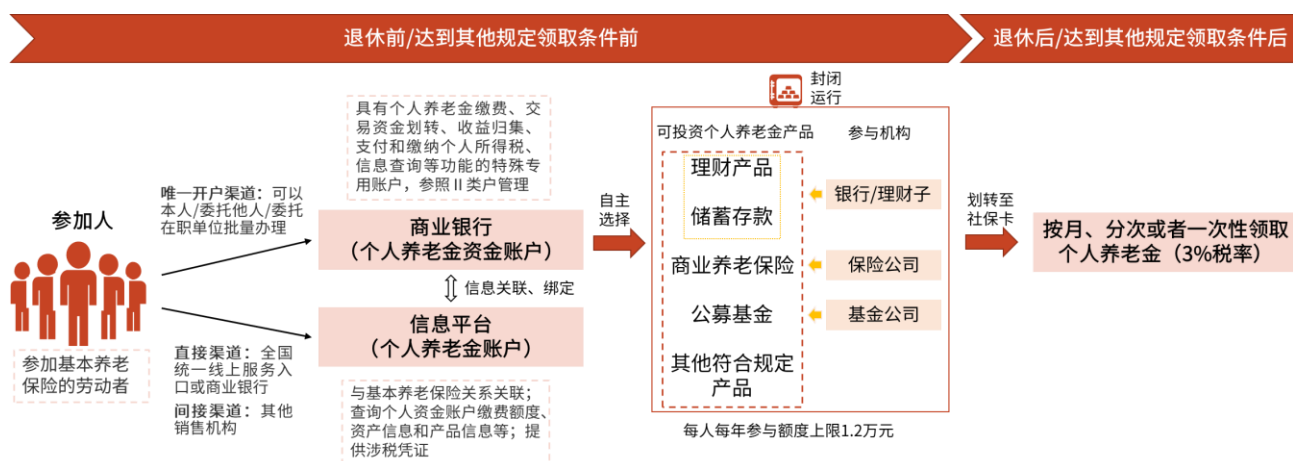
金资金账户开户通道，个人所得税 APP 办税频道同步新增“个人养老金扣除信息管理”功能，标志着个人养老金制度正式开闸。

图 35：中国三支柱养老保障体系：第一支柱“独大”，第二支柱发展缓慢，第三支柱刚处于起步阶段



资料来源：人社部，银保监会，光大证券研究所整理并绘制，注：第一、二支柱数据截至 2021 年末，其中职业年金、企业年金数据为人社部公布的年末投资运营规模，此处三支柱养老保障体系针对消费者能够购买的养老金融产品，不等同于三支柱养老金体系（如不包含社保基金等）。

图 36：达到领取条件前个人养老金账户资金将封闭运行，本质为长期储蓄



资料来源：银保监会，人社部，光大证券研究所绘制

表 10：政策层面高度重视养老金第三支柱制度建设与养老金融产品规范发展，2022 年以来个人养老金制度建设加速推进

类型	时间	政策文件/会议	主要内容
配套政策 (规范指引)	2018 年 3 月 2 日	证监会《养老目标证券投资基金指引（试行）》	1) 形成专门养老投资的基金产品类别，便于投资者识别选择投资。2) 养老目标基金将成为养老金第三支柱的重要产品。
配套政策 (试点)	2018 年 4 月 12 日	财政部等联合印发《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》	1) 明确税延养老保险资金运用在投资范围和比例、投资能力、投资管理、风险管理等方面，应当符合有关保险资金运用的法律、法规和监管要求；2) 从业务条件、大类资产配置、运作规范、风险管理和监督管理等方面，对税延养老保险的资金运用提出专门要求。3) 在上海市、福建省和苏州工业园区三地开展税延养老保险试点。
配套政策 (试点)	2021 年 5 月 15 日	银保监会发布《关于开展专属商业养老保险试点的通知》	专属商业养老保险是第三支柱养老保险的组成部分，2021 年 6 月 1 日起，由 6 家人身险公司在浙江省（含宁波市）和重庆市开展专属商业养老保险试点，鼓励试点保险公司创新开发投保简便、交费灵活、收益稳健的专属保险产品，积极探索满足新产业、新业态从业人员和各种灵活就业人员养老需求。
配套政策 (试点)	2021 年 9 月 10 日	银保监会发布《关于开展养老理财产品试点的通知》	银保监会结合国家养老或金融领域改革试点区域，选择“四地四家机构”开展养老理财产品试点（2022 年 2 月 25 日试点范围扩大为“十地十机构”）。同时，坚持正本清源，持续清理名不符实的“养老”字样理财产品，维护养老金融市场良好秩序。
顶层框架 (意见)	2022 年 4 月 21 日	国务院办公厅《关于推动个人养老金发展的意见》	1) 明确个人养老金的定位和作用、覆盖范围、管理模式、账户开立和变更，以及领取条件；2) 规定缴费水平：上限起步为每年 1.2 万元，并根据经济社会发展水平、多层次养老保险体系发展情况等适时调整；3) 规定投资范围：符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等金融产品，由参加人自主选择；4) 信息平台建设：由人力资源社会保障部建设国家级信息平台，与符合条件的商业银行以及相关金融行业平台对接，为参加人、参与金融机构、政府相关部门提供服务；5) 试点先行：个人养老金结合实际分步实施、选择部分城市试行 1 年后，再逐步推开。
配套政策 (征求意见稿)	2022 年 6 月 24 日	证监会《个人养老金投资公募基金证券投资管理暂行规定（征求意见稿）》	1) 明确基金管理人、基金销售机构开展个人养老金投资基金业务的总体原则和基本要求；2) 明确个人养老金可以投资的基金产品标准要求，并对基金管理人的投资管理和风险管理职责做出规定；3) 明确基金销售机构的展业条件要求，并对基金销售机构信息披露、账户服务、宣传推介、适当性管理、投资者教育等职责做出规定。
配套政策 (试点)	2022 年 7 月 29 日	银保监会、人民银行《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》	1) 明确由工、农、中、建四家大型银行在合肥、广州、成都、西安和青岛五个城市开展特定养老储蓄试点，单家银行试点规模不超过 100 亿元，试点期限为一年。2) 特定养老储蓄产品包括整存整取、零存整取和整存零取三种类型，产品期限分为 5 年、10 年、15 年和 20 年四档，产品利率略高于大型银行五年期定期存款的挂牌利率。3) 储户在单家试点银行特定养老储蓄产品存款本金上限为 50 万元。鉴于试点银行系统改造需要一定时间，试点开始时间为 2022 年 11 月左右。
税收优惠措施	2022 年 9 月 27 日	国务院常务会议	会议指出，发展政策支持、商业化运营的个人养老金，是对基本养老保险的补充，有利于更好满足群众多样化需求、提升保障水平。会议决定，对政策支持、商业化运营的个人养老金实行个人所得税优惠：对缴费者按每年 12000 元的限额予以税前扣除，投资收益暂不征税，领取收入的实际税负由 7.5% 降为 3%。政策实施追溯到今年 1 月 1 日。
配套政策 (征求意见稿)	2022 年 9 月 29 日	银保监会《关于促进保险公司参与个人养老金制度有关事项的通知（征求意见稿）》	1) 对可经营个人养老金相关业务的保险公司设置准入门槛；2) 明确保险公司提供的商业养老保险包括年金保险、两全保险以及银保监会认定的其他产品；3) 对参与个人养老金业务的保险公司销售流程、资金管控、信息披露等方面作出规定。
顶层框架 (落地)	2022 年 11 月 4 日	人社部、财政部、国家税务总局、银保监会、证监会联合印发《个人养老金实施办法》	相比《关于推动个人养老金发展的意见》，在参加流程、信息报送和管理、资金账户管理、机构与产品管理、信息披露及监督管理等方面作出更加详细规定；值得关注的是， 该办法明确个人养老金资金账户需在商业银行开立。
税收优惠措施	2022 年 11 月 4 日	财政部、税务总局《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》	相比 9 月国务院常务会议，1) 进一步明确计算方式、平台管理等具体事项；2) 上海市、福建省、苏州工业园区等已实施个人税收递延型商业养老保险试点的地区，自 2022 年 1 月 1 日起统一按照此规定执行；3) 具体试点城市名单将由人社部会同财政部、税务总局另行发布。
配套政策 (征求意见稿)	2022 年 11 月 4 日	银保监会《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法（征求意见稿）》	1) 明确个人养老金业务范围；2) 规定建立相应管理系统，与各信息平台对接；3) 明确个人养老金资金账户定义及管理方式；4) 可投资产品包括个人养老储蓄、个人养老金理财产品、个人养老金保险产品、个人养老金公募基金产品等；5) 明确商业银行需提供交易、查询、信息咨询等服务；6) 对理财公司开展个人养老金业务的门槛、产品类型、信息对接、托管要求及费率优惠等作出相应规定；7) 强调信息报送及监督管理。
配套政策 (落地)	2022 年 11 月 4 日	证监会《个人养老金投资公募基金证券投资管理暂行规定》	相比征求意见稿，可投资基金产品门槛放宽：最近 4 个季度末规模不低于 5000 万元或者 上一季度末规模不低于 2 亿元的养老目标基金（新增）。
配套政策 (落地)	2022 年 11 月 18 日	银保监会《关于印发商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法的通知》	相比征求意见稿， 细则进一步优化，主要包括： 1) 单位代理开立资金账户的，激活手续前新增允许商业银行向参加人提供资金转入、产品购买等服务；2) 要求公平对待通过资金账户或其他账户购买的所有投资者；3) 个人养老金理财产品的销售费用由“豁免”修订为“费率优惠”。
配套政策 (落地)	2022 年 11 月 21 日	银保监会《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》	相比征求意见稿， 变化主要为： 1) 对保险公司风险控制要求更为严格；2) 放松对养老险公司的所有者权益要求；3) 进一步明确个人养老金制度参加人交费灵活性要求；4) 细节上优化信息管理系统建设要求。
试点城市 名单公布	2022 年 11 月 25 日	人社部、财政部、税务总局《关于公布个人养老金先行城市（地区）的通知》	公布个人养老金先行城市（地区）名单，自通知印发之日起，在先行城市（地区）所在地参加职工基本养老保险或城乡居民基本养老保险的劳动者，可参加个人养老金。

资料来源：银保监会，证监会，国务院，人社部，光大证券研究所整理

➤ 商业养老保险可参与个人养老金范围拓宽，未来有望为保险行业带来新增量

政策鼓励更多专业养老险公司参与个人养老金业务。根据《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》，政策从所有者权益、偿付能力充足率、责任准备金覆盖率等多方面规定保险公司经营个人养老金业务资质，体现监管对保险公司风险控制的严格要求。与此同时，该通知对养老险公司给予“特殊对待”，放松对养老主业突出、业务发展规范、内部管理机制健全的养老险公司的所有者权益要求，预计旨在鼓励更多专业养老险公司加强自身能力建设，回归养老主业并参与到个人养老金业务当中。

税优产品范围拓宽，交费方式更为灵活。过去产品制下仅税延养老保险享受税收优惠，此次新规将可参与个人养老金业务的商业养老保险产品范围拓宽至年金保险、两全保险，以及银保监会认定的其他产品。同时，交费方式除主流的“趸交”、“期交”以外，还设有“不定期交费”，目前主要为专属商业养老保险。

11月23日，首批个人养老金保险产品名单出炉，涉及6家保险公司共7款产品，均为专属商业养老保险，最低保底利率在0-3%之间（其中老产品21年实际结算利率在4%-6%左右），兼具失能护理、全残、身故等保障责任，具备一定吸引力。

根据设计类型，商业养老保险可以分为普通型、分红型、万能型、投资连结型，契合不同风险偏好投资者。预计未来将有更多符合规定的商业养老保险产品推出，并采用不定期交费等方式吸引更广泛群体，进一步提升养老保险产品设计的人性化与特色化。

表 11：保险公司参与个人养老金业务主要内容

	主要内容
经营资质	1) 上季度末所有者权益不低于 50 亿元且不低于公司股本（实收资本）的 75%； 2) 上季度末的综合偿付能力充足率不低于 150%、核心偿付能力充足率不低于 75%； 3) 上季度末责任准备金覆盖率不低于 100%； 4) 最近 4 个季度风险综合评级不低于 B 类； 5) 最近 3 年未受到金融监管部门重大行政处罚； 6) 具备完善的信息管理系统，与银行保险行业个人养老金信息平台实现系统连接并按相关要求信息进行信息登记和交互； 7) 银保监会规定的其他条件。 ➤ 对养老险公司特殊规定： 养老主业突出、业务发展规范、内部管理机制健全的养老保险公司，可以豁免第一款关于上年度末所有者权益不低于 50 亿元的规定。
产品范围及要求	保险公司提供的商业养老保险包括 年金保险、两全保险 ，以及银保监会认定的其他产品，并符合以下要求： 1) 保险期间不短于 5 年； 2) 保险责任限于生存保险金给付、满期保险金给付、死亡、全残、达到失能或护理状态； 3) 能够提供趸交、期交或不定期交费等方式满足个人养老金制度参加人交费要求； 4) 银保监会规定的其他要求。

资料来源：银保监会《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》，光大证券研究所整理

表 12：首批个人养老金保险产品名单，共 6 家险企 7 款产品，保障具备一定吸引力

保险 公司	产品名称	A 账户（稳健回报型）		B 账户（积极进取型）		其他保障责任
		最低保证 利率	21 年结算 利率	最低保证 利率	21 年结算 利率	
中国人寿	国寿鑫享宝专属商业养老保险	2.0%	4.0%	0.0%	5.0%	失能护理保险金 身故保险金
人保寿险	人保寿险福寿年年 专属商业养老保险	3.0%	5.0%	0.5%	5.3%	重度失能保险金 身故保险金
太平人寿	太平岁岁金生专属 商业养老保险	2.0%	4.5%	0.0%	5.35%	全残保险金 身故保险金
太平养老	太平盛世福享金生 专属商业养老保险	3.0%	/	0.55%	/	失能护理/疾病全 残保险金 身故保险金
泰康人寿	泰康臻享百岁专属 商业养老保险	2.85%	6.0%	0.0%	6.1%	身故保险金
	泰康臻享百岁 B 款 专属商业养老保险	2.85%	6.0%	0.0%	6.1%	身故保险金
国民养老	国民共同富裕专属 商业养老保险	3.0%	/	0.0%	/	身故保险金

资料来源：中国银保信官网，各产品条款，光大证券研究所整理，注：投资账户由投资者自由选择，太平养老与国民养老产品为 2022 年新推出，无 21 年结算利率，其他保障责任指除养老金以外的保障责任

表 13：根据设计类型，商业养老保险可以分为普通型、分红型、万能型、投资连结型

类型	产品特点	适合人群
普通型养老保险	<ul style="list-style-type: none"> 投保人与保险公司通过签订合同，双方约定确定的养老金领取时间和相应额度。 通常来说，预定利率和未来养老金的领取金额是确定的。 	适合以强制储蓄养老为主要目的，在投资理财上比较保守的投保人
分红型养老保险	<ul style="list-style-type: none"> 保险公司在每个会计年度结束后，根据上一会计年度该类分红保险可分配盈余的一定比例，以现金红利或者增值红利的方式分配给保单持有人。 预定利率比普通型养老保险稍低，一般在 2.0%-2.5%，除该部分保证利益外，每年还能获得一定红利。 	适合理财相对保守，不愿意承担风险但希望收益有浮动的投保人
万能型养老保险	<ul style="list-style-type: none"> 保费在扣除各项费用后（如初始费用、保障成本等）进入个人投资账户，设有保底利率，一般在 1.75%-2.5%。 除最低保证收益外，还有一定的“额外结算收益”。 	适合理性投资理财，能够坚持长期投资，自制能力强的投保人
投资连结型养老保险	<ul style="list-style-type: none"> 是一种长期投资型产品，设有不同风险类型的账户，与不同投资品种的收益挂钩。 不设保底收益，保险公司只收取账户管理费用，盈亏由投保人承担。 	适合风险承担能力强，以投资为主要目的，兼顾养老保障并能坚持长期投资的投保人

资料来源：保险资管协会，光大证券研究所

第三支柱的本质是长期储蓄，养老保险在熨平周期波动、保障长寿风险方面具有天然优势及丰富经验。一方面，商业养老保险具有保本保收益、穿越周期实现长期增值等特征，长期投资收益率较为稳健；另一方面，保险公司可以凭借自身“产品+服务”的康养生态圈为客户提供包括财富管理、健康管理服务在内的综合养老解决方案，提升客户粘性。随着基金、理财等产品净值波动加大，居民风险偏好趋于保守稳健，储蓄意愿逐渐增强，预计未来本金安全、收益稳健、多种交费方式可供选择的商业养老保险产品有望在各类养老金融产品中脱颖而出。

根据《中国养老金融调查报告 2021-2022》对养老金融实际参与情况调查结果显示，商业养老保险参与度超过银行理财、基金、股票等，仅次于银行存款。

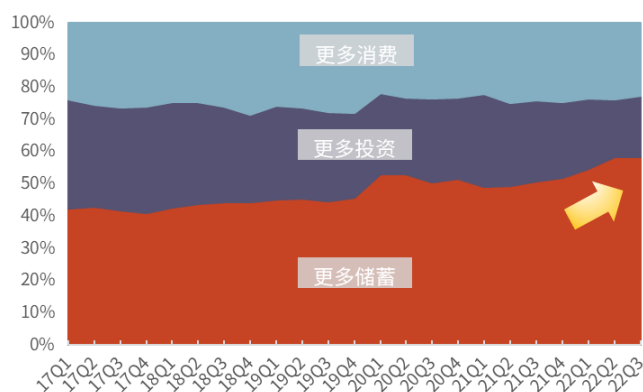
养老金第三支柱有望为保险行业带来新增量，预计头部险企更具市场竞争优势。社科院专家郑秉文提到“居民在银行的储蓄率是比较低的，低于养老金个人账户

的长期投资收益率。发达国家的经验告诉我们，个人养老金的长期投资回报率平均在 7% 左右，相当于银行五年期存款的 2 倍左右。”据中保协 2020 年 11 月发布的《中国养老金第三支柱研究报告》，预计我国未来 5-10 年将有 8-10 万亿养老金缺口，而且这个缺口会随着时间的推移进一步扩大。后续看，若年缴费限额放宽、税优力度进一步加大，个人养老金长期规模空间可期。

因此，养老金第三支柱的发展未来有望为保险行业带来新增量，同时资产长期配置能力强、广泛布局康养产业、以及通过“保险+服务”提升客户粘性的头部险企将更具市场竞争优势。

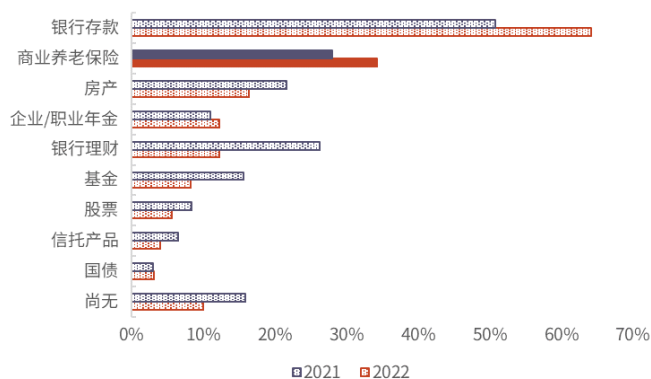
我们假设以第三支柱规模 2030 年达到中保协预计的 10 万亿缺口为发展目标⁵，按照美国第三支柱发展起步第 8 年（即 1982 年）时保险公司 9% 的市场份额，在其他条件保持不变情况下，第三支柱 2030 年若达到该目标将为保险公司贡献 9000 亿增量资金。

图 37：城镇居民储蓄意愿逐渐增强



资料来源：人民银行各季度《城镇储户问卷调查报告》，光大证券研究所

图 38：从养老金融实际参与情况看，商业养老保险较受欢迎



资料来源：养老金融 50 人论坛《中国养老金融调查报告 2021-2022》，光大证券研究所，注：2021、2022 指报告发布年份，调查问卷为多选题，各项占比之和 > 100%

2.3.2、发挥康养产业协同效应，以差异化服务提升竞争优势

随着人民生活水平的不断提高，对保险需求已然从“额度”（保险金额）升级为“温度”（服务），传统的纯产品销售方式已不足以吸引广大客户群体，只有提供更丰富的健康养老服务，形成“产品+服务”闭环，才能真正有效触达客户，受到市场更多青睐。

养老社区差异化服务将成为保险公司核心竞争力之一。养老保险本身只能单纯地为客户提供金钱上的补充，而真正的养老还需要包括衣、食、住、行、健康、娱乐、心理等多方面。因此，养老社区差异化的服务将成为保险公司拓展康养产业的核心竞争力之一，同时险企也可以通过服务促进保险产品的销售。

中国平安：“平安臻颐年”整合金融、医疗与科技领域的优势资源，打造高端综合康养社区。“平安臻颐年”通过其体系下的核心产品——“平安颐年城”打造集全景医疗、智慧社区、精细养护、乐享生活为一体的医养结合综合体项目，布局一线城市及部分核心二线城市，为客户提供全方位的高品质服务，同时将康养社区入住权益和保单相结合，实现双向促进。

⁵ 中保协 2020 年 11 月在《中国养老金第三支柱研究报告》中以养老金第三支柱 10 年发展到 10 万亿资产愿景作出了“三步走”规划，以期 2030 年实现养老金市场的“全面腾飞”。

表 14：平安臻颐年 2.0——平安颐年城打造医养结合综合体项目

特点	概述
位于核心区位	布局北、上、广、深等核心城市核心区位，环抱多元生活圈
拥有“1%稀缺”顶级资源	1) 专医：专业医生，三甲医院主任医师级别以上，24 小时全天候服务； 2) 专科：全国各区域排名前 10 专科，线下 1 天内，线上最快 1 小时完成预约； 3) 专院：全国各区域排名前 10 专科，线下 1 天内，线上最快 1 小时完成预约； 4) 提供龙华医院、北大国际医院等专属三甲医院及多个康复医院医疗资源； 5) 专案：全球排名前 10 机构，制定整合式专业医疗方案。
“100%定制”健康服务	1) 康养服务完美贴合日程：私人秘书对接，精准规划时间，健康管理、医疗计划贴合商务日程； 2) 全面定制健康管理计划：以细致做定制，超 100 项健康指标全面评估，高发疾病早干预、早发现、早治疗。
终生管家	配备 1×N 专属管家团，定制个性化全场景生活服务，1 位专属管家周到服务，N 位行业专家提供支持。
提供 10 大生活场景的全维服务	从“医食住行财康养乐护安”10 大场景出发，即就医问诊、日常餐饮、居住疗养、旅游出行、财富传承、健康管理、静心颐养、社交娱乐、健康护理、安宁服务，将个性化服务全面定制升级

资料来源：平安臻颐年公众号，光大证券研究所整理

中国人寿：布局高品质养老社区，打造医养结合服务模式。国寿旗下专业养老产业平台——国寿嘉园立足集团战略布局，借助集团强大的资源优势跨界整合护理、医疗、金融，致力打造养老服务全产业链，坚持医养结合的养老服务模式，提供持续照料退休社区，打造自理、介护、介助一体化的居住设施和服务，使老年人在健康状况和自理能力变化时，可以在熟悉的居住环境中获得与身体状况相对应的照料服务。

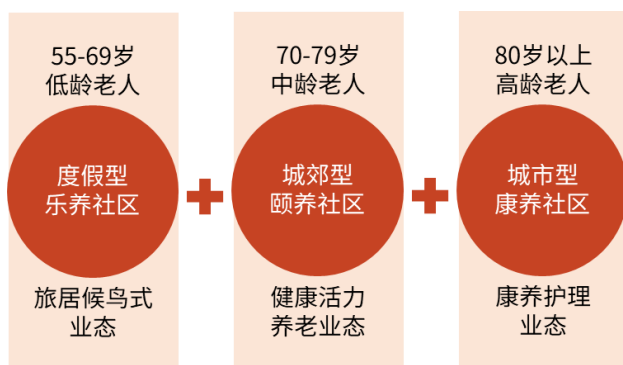
表 15：国寿嘉园布局高品质养老社区

特点	概述
重点区域布局	国寿嘉园坚持重点区域、重点城市思路，布局苏州（雅境——复合型养老养生社区）、三亚（逸境——高端健康管理度假养生基地）、天津（乐境——高品质养老+建管体检中心）。
领先技术支持，智慧养老	1) 五大智慧——智慧家庭、智慧社区、智慧健康、智慧金融、智慧生活； 2) 国寿嘉园借助华为、广发银行等全球领先企业最新技术、金融科技实力，让社区每一位长者的生活更智能、更安全。
多层次社区规划，兼顾身心	五层交往空间——国寿嘉园社区规划充分遵循“个人、家庭、邻里、社区、社会”五层交往空间理念，从个人身心、家庭健康管理、朋友圈互动、社区生活、社会价值层面，构建丰富多彩的生活圈和社交圈，打造温暖的精神家园。
多元化服务体系，专业完善	九大服务体系——国寿嘉园通过搭建平台、整合资源、实施建立等多元化模式，围绕长者“医、食、住、行、文、娱、思、享、健”九大需求，建立专业服务体系及标准，最大化满足长者物质与精神层面的需求。

资料来源：中国人寿公众号，光大证券研究所整理

中国太保：建设覆盖全龄的康养生态圈，通过“产品+服务”金三角体系提升服务能级。太保养老社区布局在重度人口老龄化城市，建立了颐养、康养、乐养“三位一体、全龄覆盖”的产品体系，在 11 座城市落地 12 个养老社区项目，其中成都颐养社区和大理乐养社区正式开业，新业务模式已进入落地运行阶段。同时，太保从客户需求出发，构建“产品+服务”金三角体系，提升服务能级。

图 39：太保家园三大产品业务线覆盖全年龄老年人



资料来源：中国太保官网，光大证券研究所整理

图 40：太保从客户需求出发，构建“产品+服务”金三角体系



资料来源：中国太保 2021 年度业绩推介材料，光大证券研究所整理

新华保险：全线布局养老社区。新华积极研发“寿险+养老健康”产品，在全国重点城市布局康养产业，布局“乐享”、“颐享”、“尊享”三大社区产品线，服务对象包含活力养生型、持续照护型和康复护理型，满足客户的不同需求。

表 16：新华家园布局“乐享”、“颐享”、“尊享”三大社区产品线

社区	服务对象	代表社区	概述
乐享社区	活力养生型	海南博鳌养生养老休闲度假社区	自然环境、气候条件良好，适合旅游度假、休闲康养的大型社区
颐享社区	持续照护型	北京延庆自理活跃型养老社区	地处大城市周边，有良好的交通条件，能够实现从活力养老到生活照护、到医养护理的持续照料退休社区
尊享社区	康复护理型	北京莲花池持续照料型尊享公寓	周边医疗资源配套丰富、交通便捷的城心照护医养社区

资料来源：新华保险官网，光大证券研究所整理

预计未来低端养老社区以及居家养老将有广阔市场空间。上述养老社区绝大多数属于高端产品项目，针对中高端客户群体，其入住门槛基本上都在百万元以上，我国绝大部分老年人不具备入住的经济条件，门槛相对较低的低端养老社区以及居家养老仍是一片蓝海。部分险企也已展开居家养老服务布局，例如：2022 年 3 月，平安寿险上市行业首创的居家养老服务，推出 1 个智能助手、1 个专属管家携手 N 个专家顾问，7x24 小时为客户提供整合多场景服务的居家养老专业解决方案，目前相关服务已覆盖 32 个城市。

2.4、财产险景气度有望延续，行业马太效应凸显

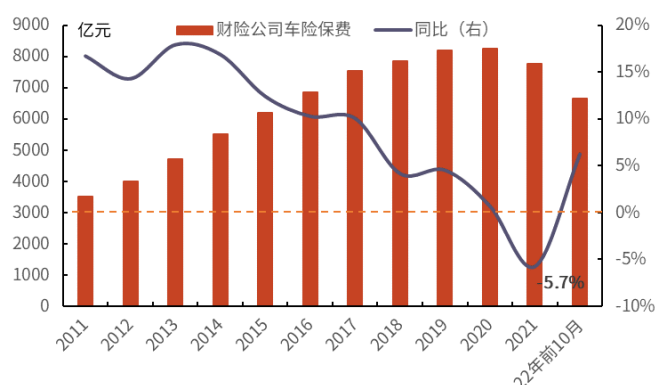
车险综改压力释放，保费增速回升，市场集中度进一步提升。

1) 车险作为财险行业第一大险种，过去长期存在“高保低赔”和“无责不赔”等难点问题，2020 年 9 月全国落地实施《关于实施车险综合改革的指导意见》（简称“车险综改”），开展车险改革，包括优化费率、提升保障水平等方面，2021 年车险保费在改革压力下同比负增长 5.7%。自 2021 年 9 月车险改革满 1 年以来，压力逐渐释放，2022 年 1-10 月累计车险保费增速回升至 6.2%。

2) 目前“降价、增保、提质”的阶段性目标已基本实现。根据银保监会披露，截至 2022 年 6 月底，车均保费为 2784 元，较改革前大幅下降 21%；保障程度明显提高，在价格不变的情况下，交强险保障金额由 12.2 万元提升至 20 万元；机动车商业第三者责任险平均保额达 194 万，较改革前大幅提升；同时，保障责任也更为全面，将玻璃单独破碎、发动机涉水损失等责任纳入主险承保范围，并开发车轮单独损失险、医保外用药责任险等新附加险产品。

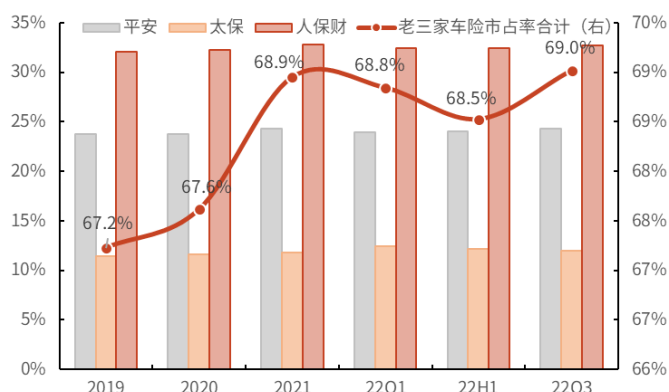
3) 上市险企中，“老三家”车险市场份额进一步提升。由于车险综改导致中小险企在车均保费下滑、保险责任限额提升背景下经营压力显著增加，若不能成功转型将面临退出车险市场的窘境，而龙头险企受益于规模效应，将通过降本增效呈现出强者恒强趋势。2022 年前三季度财险老三家车险市占率合计为 69.0%，较 2021 年提升 0.1pct，较 2020 年前三季度（实施车险综改前）提升 1.6pct。

图 41：综改压力释放，车险增速回升



资料来源：银保监会，光大证券研究所

图 42：车险综改后行业集中度进一步提升，马太效应凸显

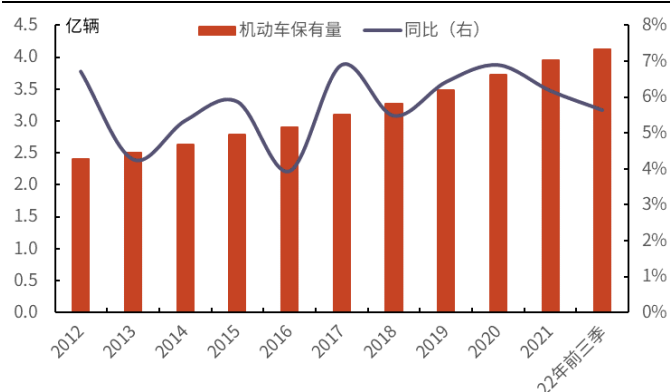


资料来源：各公司公告，光大证券研究所

车险“刚性”消费特征下保费增长有望延续，随着新能源车渗透率提升，将为市场迎来更为广阔空间。一方面，近年来机动车保有量保持稳定增长，车险综改压力释放后，无论是新车销售带来的增量业务，亦或是存量车带来的确定性业务，车险“刚性”消费特征下都将利好保费维持增长。另一方面，2021 年 12 月，中保协发布《新能源汽车商业保险专属条款（试行）》，基于新能源车特点设定专属保障范围，将新能源车与传统燃油车区分开，利好车险市场合理稳健经营。2021 年以来，新能源乘用车销量呈现高速增长态势，2022 年前 11 月，新能源乘用车零售销量累计 503.0 万辆，同比增速达 100.1%，渗透率逐年增加至 27.4%，且未来仍有较大提升空间。

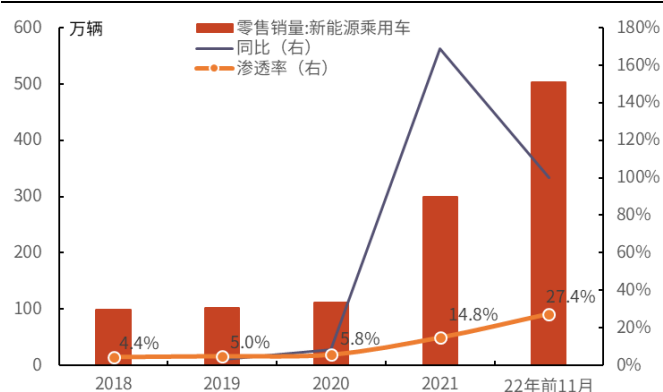
尽管新技术伴随着新挑战，现阶段新能源车险赔付率较高以及中短期面临较多不确定性因素，但预计随着技术不断进步、险企经验数据逐渐积累，大数法则下保费定价将更为合理、风险将更加可控，我们认为头部险企将更有竞争优势。

图 43：机动车保有量稳定增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 44：新能源乘用车渗透率仍有较大提升空间



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：渗透率=新能源乘用车零售销量/狭义乘用车零售销量

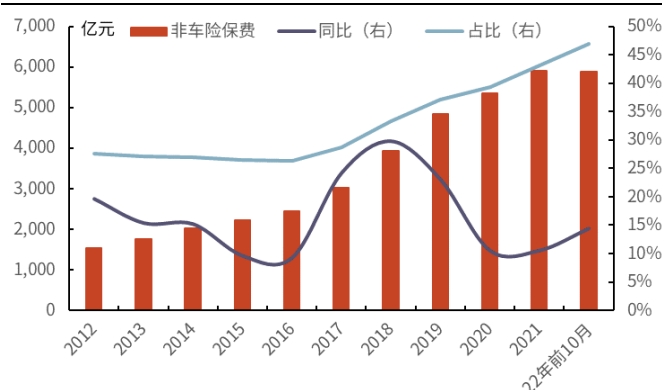
非车险占比持续提升，未来有望成为财产险重要支柱。近年来，财险公司非车险业务一直维持稳健增长，占比由2012年的27.6%提升至2021年的43.2%，2022年1-10月累计非车险保费占比再次升至47.0%，一定程度上改变了过去车险“独大”局面。2021年9月，中国银保监会发布《中国银保监会办公厅关于推动财产保险专业化、精细化、集约化发展的指导意见》（以下简称《财险指导意见》），提出2023年底非车险业务比重较2020年底提升10个百分点（即49.3%）以上的目标，预计未来财险业务结构将进一步优化，非车险业务有望持续增长。

2023年赔付率或存一定压力，但随着经营效率提升，费用率有望进一步优化，龙头险企承保盈利韧性更强。近年来财险“老三家”综合成本率稳定在96%-99%左右，2022年受疫情多点散发限制车辆出行，以及自然灾害赔付支出同比减少等因素影响，太保、人保赔付率均有改善，随着疫情防控措施逐渐放开，2023年赔付率或存在一定压力，但由于外部环境不确定性较大，我们认为后续应主要关注费用率的压降情况。

《财险指导意见》提出2023年底综合费用率较2020年底降低10个百分点以上，以及承保盈利公司覆盖面较2020年底提升10个百分点以上两大目标。同时，各保险公司正积极运用区块链、物联网、人工智能等先进技术赋能业务流程，在精准营销、精准定价、智能理赔、品质管控等核心环节不断创新，实现从以产品为中心向以客户为中心的新型业务模式和组织架构转型，提升经营效率。

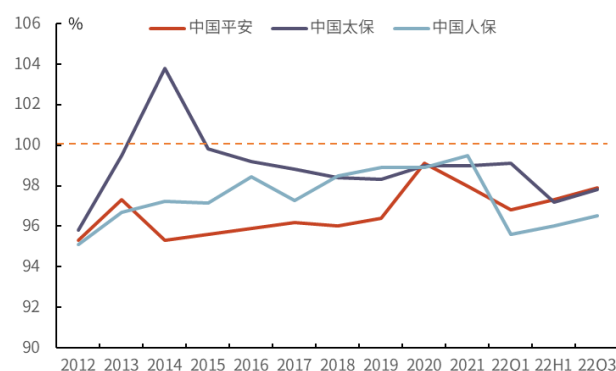
展望2023年，财险景气度将延续，车险与非车业务有望保持较好增长态势，形成“双轮驱动”，我们认为未来应主要关注各险企业经营质效持续优化带来的长期稳健业绩及盈利韧性，而非短期外部干扰形成的赔付波动，预计龙头险企在规模效应下费用率有望进一步降低，维持COR水平。

图 45：非车险占比不断抬升，财险业务结构更加优化



资料来源：银保监会，光大证券研究所，注：保费数据含意健险

图 46：近年来“老三家”COR 稳于 100% 以下，人保财优势显著



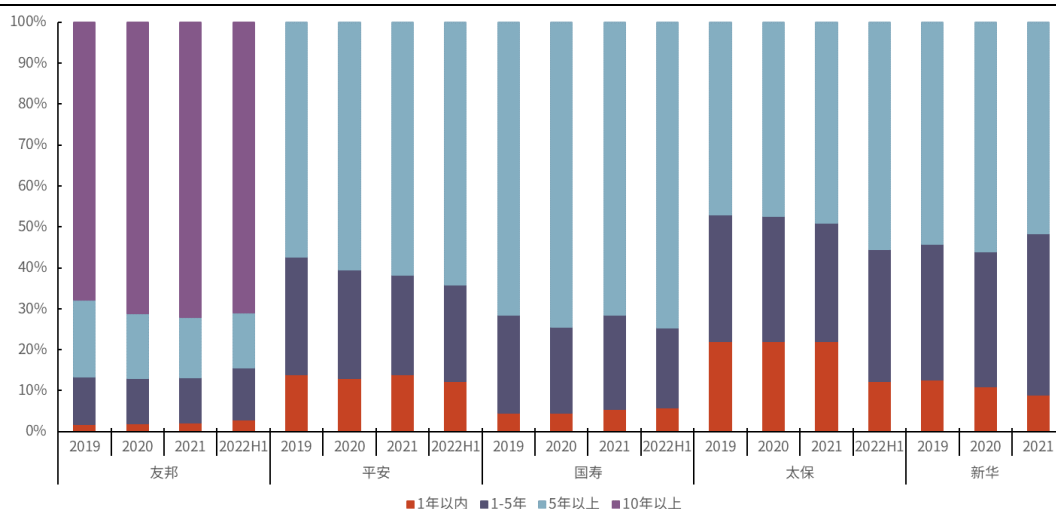
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

2.5、投资环境面临挑战，关注长期资产配置能力

险企债权投资以 5 年以上为主。整体来看，主要上市险企资产久期呈现逐年拉长趋势，以更好匹配负债，缩小久期缺口，其中截至 22H1 末，友邦 10 年期以上债权型投资资产占比为 70.9%，5 年期以上达 84.4%，为同业最优；平安/国寿/太保 5 年期以上债权型投资资产占比分别为 64.1%/74.7%/55.4%，分别较 21 年末提升 2.4/3.1/6.4pct。预计随着各险企资产负债久期结构持续优化，错配风险降低，行业有望进入向上周期。

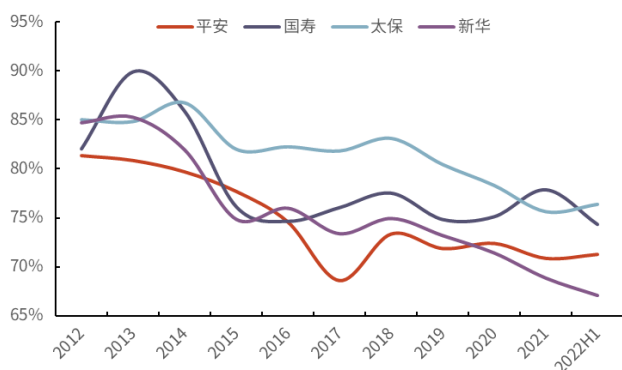
主要上市险企资产配置以稳健型为主，同时近年来逐渐加大权益资产配置比例。截至 22H1 末，平安/国寿/太保/新华固收类资产配置比例分别为 71.3%/74.3%/76.4%/67.1%，权益类资产配置比例分别为 23.2%/22.6%/20.4%/26.0%，符合保险投资的安全性原则。同时权益类资产占比在合理区间内逐年上升，以期增厚投资收益。

图 47：主要上市险企债权投资期限以五年以上为主，资产久期较长



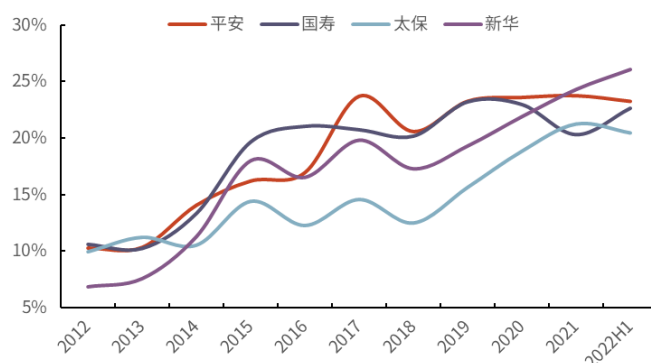
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 48：主要上市险企固收类投资占比呈下降趋势



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 49：主要上市险企权益类投资占比呈上升趋势



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

因此，尽管受长端利率震荡走低、权益市场波动加大等影响，2022 年前三季度各险企投资收益均承压；但保险资金具备长久期、安全性等特征，未来还应关注其长期资产配置能力。过去 10 年（2012-2021 年）主要上市险企平均总投资收益率在 4.8%-5.6% 之间，相较储蓄型寿险产品普遍 3.5% 的预定利率而言，仍有利差益空间。

表 17：过去 10 年（2012-2021 年）主要上市险企平均净/总投资收益率较为稳定

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	算术平均 (2012-2021)
净投资 收益率	中国平安	4.70%	5.10%	5.30%	5.80%	6.00%	5.80%	5.20%	5.20%	5.10%	4.60%	5.28%
	中国人寿	4.44%	4.54%	4.71%	4.30%	4.61%	4.91%	4.64%	4.61%	4.34%	4.38%	4.55%
	中国太保	5.10%	5.00%	5.30%	5.20%	5.40%	5.40%	4.90%	4.90%	4.70%	4.50%	5.04%
	新华保险	4.70%	4.60%	5.20%	4.90%	5.10%	5.10%	5.00%	4.80%	4.60%	4.30%	4.83%
	中国人保	4.60%	5.10%	5.77%	5.54%	5.65%	5.54%	5.50%	5.30%	5.00%	4.80%	5.28%
总投资 收益率	中国平安	2.90%	5.10%	5.10%	7.80%	5.30%	6.00%	3.70%	6.90%	6.20%	4.00%	5.30%
	中国人寿	2.79%	4.86%	5.36%	6.24%	4.56%	5.16%	3.28%	5.23%	5.30%	4.98%	4.78%
	中国太保	3.20%	5.00%	6.10%	7.30%	5.20%	5.40%	4.60%	5.40%	5.90%	5.70%	5.38%
	新华保险	3.20%	4.80%	5.80%	7.50%	5.10%	5.20%	4.60%	4.90%	5.50%	5.90%	5.25%
	中国人保	4.20%	5.20%	6.02%	7.28%	5.76%	6.02%	4.90%	5.40%	5.80%	5.80%	5.64%

资料来源：Wind，光大证券研究所

房地产政策积极信号不断释放，有助于缓释市场对险企地产敞口的担忧情绪。自 7.28 政治局会议首提“保交楼”后，国常会多次提及支持合理住房需求，住建部、人民银行、银保监会等部门相继出台支持政策；11 月以来，政策面对房地产融资端的支持力度显著加大，各项举措密集部署，包括但不限于“第二支箭”扩容、支持房地产市场平稳健康发展的 16 条举措发布、“第三支箭”出炉、央行零息“保交楼”再贷款推出等。在多重政策利好催化下，市场对后续“保交楼”加速推进、房企融资环境回暖、房地产销售改善的预期更为乐观，对保险公司投资端的担忧也相应缓释。

预计随着经济预期逐渐改善，2023 年险企投资端将实现修复。11 月以来，受疫情防控政策优化、金融支持地产政策持续加码，以及理财赎回引发的负反馈效应影响，债券市场经历了一轮快速调整，十年期国债收益率从 8 月 2.58% 低位大幅上行至 2.9% 左右；同时权益市场快速回暖，11 月 1 日-12 月 23 日沪深 300 指数涨幅超 5%。12 月 15-16 日，中央经济工作会议召开，强调加大宏观调控力度，通过扩大内需与供给侧改革有机结合等方式，推动经济整体好转。**展望**

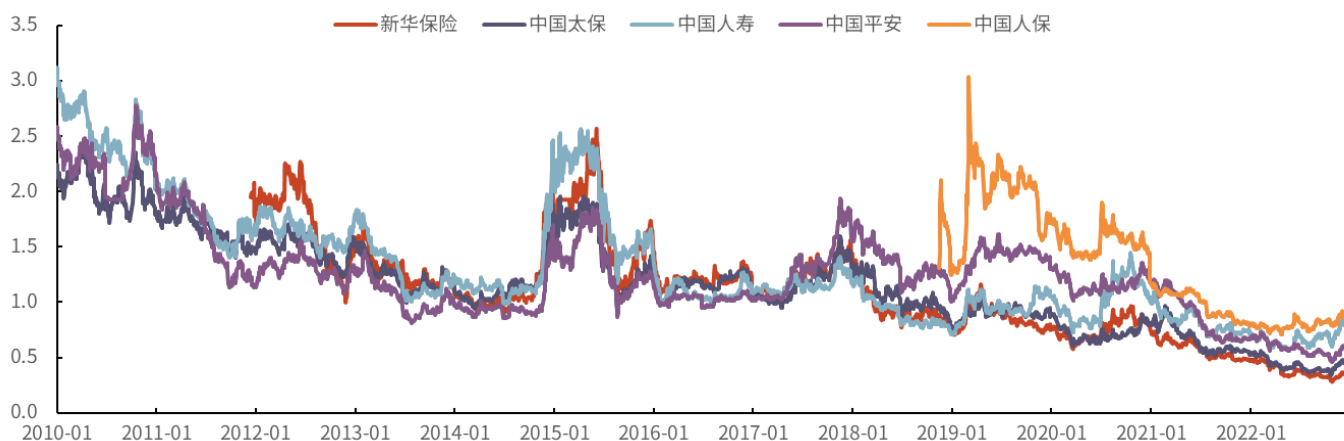
2023 年，预计随着经济预期逐渐改善，长端利率有望企稳，权益市场有望进一步回暖，险企投资端将显著受益。

3、投资建议

3.1、估值处于历史底部，高股息保险股配置正当时

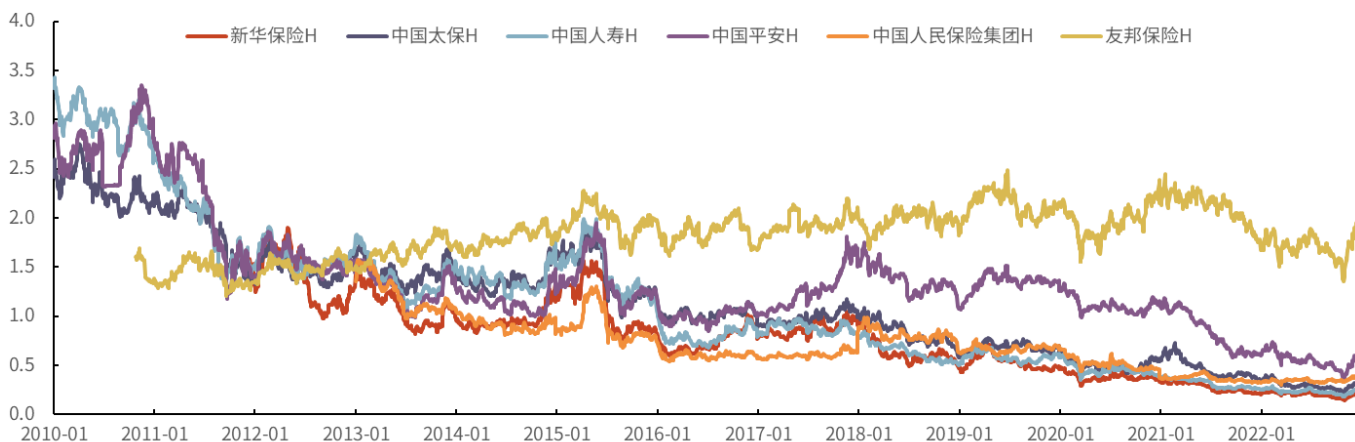
上市保险公司中，除友邦以外，各险企 A 股和 H 股估值中枢不断接近历史底部。2022 年以来，受疫情多点散发、市场利率中枢下移、权益市场波动拖累投资收益等因素影响，保险股估值整体下滑，但 11 月以来受益于利率上行以及市场对地产行业情绪的改善，估值有所修复。截至 2022 年 12 月 23 日，从静态估值水平来看，1) A 股中，新华、太保、国寿、平安、人保估值分别为 0.34xPEV、0.45xPEV、0.82xPEV、0.58xPEV、0.84xPEV；2) H 股中，友邦 PEV 显著高于同业，但较 2021 年仍有一定幅度下移，2022 年以来波动于 1.36-1.95xPEV 之间。

图 50：主要上市 A 股险企 PEV（静态）估值比较



资料来源：Wind，光大证券研究所，股价截至 2022 年 12 月 23 日

图 51：主要上市 H 股险企 PEV（静态）估值比较



资料来源：Wind，光大证券研究所，股价截至 2022 年 12 月 23 日

我们认为 2022 年人身险行业已跌入底部区间，随着代理人渠道改革压力逐渐缓释、银保等多元渠道业务驱动，以及各险企适时把握保险储蓄类产品需求，“开门红”年金产品销售火热，2023 年负债端有望实现筑底回升，叠加市场对险企地产敞口担忧情绪的缓释，以及防疫措施优化、扩大内需等宏观调控政策推动经济复苏，**低估值、高股息率的保险股具有较高配置性价比。**

个股推荐：1) 寿险转型成效将逐步显现、积极拓展银保业务、布局“保险+健康+养老”产业的中国平安（601318.SH、2318.HK）、中国人寿（601628.SH、2628.HK）和中国太保（601601.SH、2601.HK），其中中国平安将更加受益于地产预期修复；2) COR 不断优化、承保盈利韧性强的财险龙头**中国财险**（2328.HK）；3) 聚焦高端市场，早已率先完成代理人渠道改革，正积极通过多方合作拓展中国内地下沉市场的**友邦保险**（1299.HK）。

表 18：保险股当前股价对应未来一年股息率预测

公司名称	证券代码	收盘价（元/港币）	未来 1 年每股股利预测（元/港币）	未来 1 年股息率预测
中国平安	601318.SH	45.64	2.57	5.63%
中国人寿	601628.SH	36.38	0.66	1.81%
中国太保	601601.SH	23.97	1.00	4.17%
新华保险	601336.SH	28.50	1.49	5.23%
中国人保	601319.SH	5.12	0.18	3.52%
中国平安	2318.HK	50.45	2.30	4.56%
中国人寿	2628.HK	12.56	0.59	4.71%
中国太保	2601.HK	17.38	0.90	5.15%
新华保险	1336.HK	18.20	1.34	7.34%
中国人民保险集团	1339.HK	2.57	0.16	6.28%
中国财险	2328.HK	7.48	0.44	5.91%
友邦保险	1299.HK	86.70	1.59	1.83%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，注：第 N 期每股股利按第 N-1 期同比增长率预测（若为负增长则假设增速为 0）；股价时间为 2022 年 12 月 23 日；汇率：1HKD=0.89575CNY

3.2、个股推荐

3.2.1、中国平安（601318.SH、2318.HK）

寿险改革稳步推进，公司积极推动多渠道并行发展。公司从 18 年便开始坚持渠道改革，虽正经历短期业绩压力，但仍不改转型决心。随着高质量代理人的招募与培育，公司队伍质态持续改善，2022 年前三季度新人“优+”占比同比提升 10.3pct。同时，公司降低对单一代理人渠道的依赖，持续深化与平安银行合作，积极探索小区网格化及下沉渠道。截至 22Q3 末，公司银保渠道新优才队伍已招募超 1000 人，网格试点“孤儿单”13 个月保单继续率同比提升超 17pct，结合公司持续探索下沉渠道创新发展模式，未来有望为公司业绩提供有力支撑。

NBV 延续承压态势，全年降幅有望收窄。2022 年前三季度，受代理人持续脱落、疫情多点散发、经济形势复杂多变等影响，公司 NBV 同比下滑 26.6%至 258.5 亿；同时，公司用于计算新业务价值的首年保费同比下滑 12.9%至 1000.0 亿。由于公司产品销售仍以增额终身寿等储蓄类为主，长期保障型产品需求较难提振，NBVM 同比下滑 4.9pct 至 25.8%。我们认为随着公司代理人转型成效逐渐释放，银保等多渠道共同发力，以及疫情缓和后线下展业恢复促进保障型产品销售提升，全年 NBV 降幅有望收窄。

财险业务维持增长态势，综合成本率同比+0.6pct。2022 年前三季度，公司财产险保费收入同比增长 11.4%至 2220.2 亿，增幅较 22H1 扩大 1.3pct。其中车险同比增长 7.5%至 1456.9 亿，增幅较 22H1 扩大 0.3pct；非车险同比增长 21.3%至 572.2 亿，增幅较 22H1 扩大 8.9pct，表现亮眼。但由于疫情影响下保证保险业务赔款支出同比上升，前三季度公司综合成本率同比提升 0.6pct 至 97.9%。我们认为公司业务品质仍保持健康水平，预计未来随着疫情逐渐恢复以及公司产险业务积极采取各类风控举措，综合成本率将有所改善。

专利申请数全球领先，综合金融优势尽显。截至 22Q3 末，公司科技专利申请数较年初增加 6544 项，累计达 4.5 万项，位居国际金融机构前列。同时，作为一家全牌照公司，其银行业务和综合金融业务等均在前三季度有不错的表现，综合实力仍强。

盈利预测与评级：公司持续深化“综合金融+医疗健康”双轮并行、科技驱动战略，推动寿险业务高质量改革转型，巩固综合金融优势，构建“管理式医疗模式”，随着代理人质态改善以及多元渠道共同驱动，预计全年 NBV 压力将有所缓解。此外，随着地产政策利好信号频发，市场过去对平安投资端地产风险敞口的担忧将有所缓解，我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测 1043/1339/1518 亿。目前 A/H 股价对应公司 22 年 PEV 为 0.55/0.55，维持 A/H 股“买入”评级。

风险提示：经济复苏不及预期；政策改革推进不及预期；长端利率超预期下行。

公司盈利预测与估值简表

财务简表	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	12,183	11,804	12,029	13,314	14,105
营业收入增长率	4.23%	-3.11%	1.90%	10.68%	5.94%
净利润（亿元）	1,431	1,016	1,043	1,339	1,518
净利润增长率	-4.22%	-28.99%	2.67%	28.34%	13.40%
EPS（元）	7.83	5.56	5.71	7.32	8.31
EVPS（元）	72.65	76.34	82.59	89.53	97.91
P/E（A）	5.83	8.21	8.00	6.23	5.50
P/B（A）	1.09	1.03	0.92	0.82	0.73
P/EVPS（A）	0.63	0.60	0.55	0.51	0.47
P/E（H）	5.77	8.13	7.92	6.17	5.44
P/B（H）	1.08	1.02	0.91	0.81	0.72
P/EVPS（H）	0.62	0.59	0.55	0.50	0.46

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022 年 12 月 23 日；HKD/CNY=0.89575

3.2.2、中国人寿 (601628.SH、2628.HK)

人力规模逐步企稳，业务质量持续向好。公司持续推动寿险渠道改革，截至 22Q3 末，个险销售人力 72.0 万人，同比-26.5%，较二季度末-3.5%，降幅有所放缓，预计未来进一步清虚空间有限。公司坚持“稳中固量，稳中求效”队伍发展策略，不断改善队伍质态，前三季度退保率为 0.74%，同比下降 0.19pct，业务质量持续向好。

新单保费保持增长，NBV 延续承压态势。2022 年前三季度，公司新单保费收入 1713.4 亿，同比+6.3%，增幅较上半年扩大 2.2pct，其中十年期及以上首年期交保费同比增长 4.9%至 386.9 亿，占首年期交保费比重较上半年提升 4.5pct，预计主要得益于增额终身寿等长期储蓄型产品销售增加。同时，预计受疫情区域性反复阻碍线下展业、长期保障型产品需求不高、产品结构以价值率相对偏低的储蓄型为主等因素影响，前三季度 NBV 同比下滑 15.4%，降幅较上半年略扩大 1.6pct。我们预计随着公司“一体多元”销售布局更加成熟，代理人队伍专业化、职业化水平不断提升，“大健康”和“大养老”领域布局稳步推进，寿险改革成效将逐步释放，全年 NBV 增速有望得到修复。

盈利预测与评级：公司作为寿险行业龙头，坚持有效队伍驱动业务发展，利用专业优势、网点优势、科技优势及队伍优势稳步推进改革创新。预计随着公司改革成效逐步释放，全年 NBV 增速有望回暖。我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测 403/522/611 亿。目前 A/H 股价对应公司 22 年 PEV 为 0.80/0.25，维持 A/H 股“买入”评级。

风险提示：保费收入不及预期；长端利率超预期下行。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	825,049	858,505	835,849	878,978	928,482
营业收入增长率	10.72%	4.06%	-2.64%	5.16%	5.63%
归母净利润 (百万元)	50,257	50,921	40,290	52,248	61,114
净利润增长率	-13.78%	1.32%	-20.88%	29.68%	16.97%
EPS (元)	1.78	1.80	1.43	1.85	2.16
EVPS (元)	37.93	42.56	45.28	48.74	52.20
P/E (A)	20.46	20.19	25.52	19.68	16.83
P/B (A)	2.28	2.15	2.00	1.87	1.77
P/EVPS (A)	0.96	0.85	0.80	0.75	0.70
P/E (H)	6.33	6.24	7.89	6.09	5.20
P/B (H)	0.71	0.66	0.62	0.58	0.55
P/EVPS (H)	0.30	0.26	0.25	0.23	0.22

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022 年 12 月 23 日（汇率 1 HKD = 0.89575RMB）

3.2.3、中国太保（601601.SH、2601.HK）

优增优育初见成效，核心人力占比提升。公司持续深化长航转型驱动发展模式转变，代理人队伍 7 个月留存率逐季提升，规模逐步企稳，22Q3 末总人力 25.4 万人，较 22H1 末仅脱落 9.6%。同时，公司队伍质量实现显著改善，第三季度核心人力占比同比提升 7.2pct 至 23.1%，较第二季度提升 1.6pct，长险举绩率同比+4.8pct，人均首年佣金与人均收入均同比增长且增速逐季扩大。此外，公司业务品质有所提升，第三季度个人寿险客户 13 个月保单继续率同比提升 7.5pct 至 88.0%，赔付率与管理费用率均实现优化。

银保业务高速发展，支持新单增幅走阔。2022 年前三季度公司代理人渠道新单同比下滑 25.8%至 196.7 亿，降幅较上半年收窄 9.3pct，其中期缴新单同比下滑 24.9%至 170.9 亿，降幅较上半年收窄 10.2pct，预计主要得益于人力脱落速度放缓以及优增优育成效释放后新人产能的逐渐提升。同时，**公司积极拓宽多元渠道布局，推进价值银保策略落地**，与浦发、农信、招行、中行、农行等战略合作，银保渠道维持高速增长态势，前三季度银保新单同比大幅增长 1071.0%至 207.6 亿，支撑总新单同比增长 31.0%，增幅较上半年扩大 5.2pct。

NBV 增速逐季向好。公司持续丰富产品供给，以“产品+服务”金三角（财富管理+健康保障+养老传承）契合客户需求，2022 年前三季度 NBV 为 75.5 亿，同比-37.8%，降幅较上半年收窄 7.5pct，预计主要得益于新单增长以及 10 年期以上长险产品占比提升带来的产品结构优化。

财险业务结构持续优化，综合成本率同比改善 1.9pct 至 97.8%。2022 年前三季度，公司强化客户经营能力建设，车险保费同比增长 7.8%至 717.1 亿，非车险保费同比增长 18.5%至 621.8 亿，非车占比同比提升 2.3pct 至 46.4%，业务结构持续优化。同时，受益于公司积极推进降本增效，疫情限制车辆出行减少赔付支出，以及自然灾害影响同比减弱等因素，前三季度公司综合赔付率/综合成本率分别同比下滑 0.6pct/1.3pct 至 70.2%/27.6%，推动综合成本率同比改善 1.9pct 至 97.8%，利好产险板块承保利润释放。

盈利预测与评级：公司稳步推进长航转型，强化“芯”基本法推动，推进既有组织建设，优化招募系统流程，队伍质态进一步优化，改革成效正逐步显现，全年 NBV 增速有望实现进一步修复。我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测 253/306/345 亿。目前 A/H 股价对应公司 22 年 PEV 分别为 0.41/0.27，维持 A/H 股“买入”评级。

风险提示：经济复苏不及预期；政策改革推进不及预期；长端利率超预期下行。

公司盈利预测与估值简表

财务简表	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	4,222	4,406	4,616	5,060	5,557
营业收入增长率	9.5%	4.4%	4.7%	9.6%	9.8%
净利润（亿元）	246	268	253	306	345
净利润增长率	-11.4%	9.2%	-5.5%	20.7%	12.6%
EPS（元）	2.56	2.79	2.63	3.18	3.58
EVPS（元）	47.75	51.80	58.13	65.45	73.93
P/E（A）	9.38	8.59	9.10	7.53	6.69
P/B（A）	1.07	1.02	0.90	0.78	0.69
P/EVPS（A）	0.50	0.46	0.41	0.37	0.32
P/E（H）	6.09	5.58	5.91	4.89	4.35
P/B（H）	0.70	0.66	0.58	0.51	0.45
P/EVPS（H）	0.33	0.30	0.27	0.24	0.21

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022 年 12 月 23 日；HKD/CNY=0.89575

3.2.4、中国财险 (2328.HK)

承保利润同比+246.3%，带动净利润增幅走阔。2022 年前三季度，公司持续优化业务经营模式，践行“承保+减损+赋能+理赔”新逻辑，实现承保利润同比大幅增长 246.3%至 111.0 亿，其中 22Q3 单季同比扭亏为盈，主要得益于保费快速增长、疫情限制车辆出行减少车险赔付支出、同期自然灾害影响减弱等，带动归母净利润同比增长 29.8%至 259.5 亿，增幅较上半年扩大 14.4pct。

保费收入稳步提升，业务结构持续优化。1) 2022 年前三季度，公司积极加强渠道建设，应对疫情多点散发可能对汽车销售的负面影响，实现车险保费收入 1960.3 亿，同比+7.1%，增幅较上半年扩大 0.4pct。预计随着疫情得到有效控制后新车销售回暖以及新能源车渗透率不断提升，车险保费有望实现进一步增长。2) 前三季度公司非车险保费收入 1858.6 亿，同比+13.6%，增幅较上半年扩大 0.9pct，主要得益于意健险同比增长 14.6%至 803.7 亿以及农险同比增长 22.9%至 459.2 亿，推动业务结构得到进一步优化，非车占比同比提升 1.5pct 至 48.7%。

赔付率与费用率双降，综合成本率同比优化 2.4pct。2022 年前三季度，公司提升费用投放效能的同时，提高理赔管理效率，实现费用率/赔付率分别同比下滑 0.8pct/1.6pct 至 24.3%/72.2%，促进综合成本率同比优化 2.4pct 至 96.5%，成本领先优势进一步巩固。其中，车险综合成本率同比下滑 2.3pct 至 95.1%，预计主要由于疫情多点散发使得车辆出行减少，赔付支出同比降低；非车险综合成本率同比下滑 2.9pct 至 98.4%，预计主要由于去年同期河南暴雨灾害等影响下商业非车险赔付较高，而今年自然灾害影响相对减弱。

盈利预测与评级：中国财险作为财险行业龙头，不断强化高风险业务管控，通过“价费联动”提升其精算定价能力及精细化管理水平，综合实力强劲。随着公司持续优化业务经营模式，推进提质降本增效，规模效应下未来有望呈现强者恒强趋势。我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测 308/352/381 亿。目前股价对应公司 2022-2024 年 PB 分别为 0.67/0.62/0.57，维持“买入”评级。

风险提示：经济复苏不及预期；资本市场大幅波动；长端利率超预期下行。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	4,332	4,495	5,076	5,741	6,503
营业收入增长率	0.0%	3.8%	12.9%	13.1%	13.3%
净利润 (亿元)	209	224	308	352	381
净利润增长率	-14.1%	7.1%	37.9%	14.3%	8.0%
EPS (元)	0.94	1.01	1.39	1.58	1.71
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.1%	11.0%	14.1%	14.9%	14.9%
P/E	7.14	6.66	4.83	4.23	3.91
P/B	0.78	0.72	0.67	0.62	0.57

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022 年 12 月 23 日（汇率 1HKD=0.89575RMB）

3.2.5、友邦保险 (1299.HK)

代理产能提升及银保渠道合作共同推动 22Q3 单季新单及 NBV 恢复正增长。1) 2022 年前三季度，公司年化新保费 40.5 亿美元，同比-6.0%，降幅较上半年收窄 3.2pct，预计主要得益于代理人招募改善、产能提升以及东盟业务中银保分销伙伴的良好表现。2) 前三季度公司新业务价值率 56.1%，同比-2.8pct，预计主要受疫情多点散发导致传统保障型产品销售下滑以及长期储蓄型产品需求提升带来的业务结构变化影响，但相比上半年已改善 0.9pct。3) 前三季度公司新业务价值 22.8 亿，同比-10.7%，降幅较上半年收窄 4.7pct，在新单及业务结构改善带动下呈现逐季向好趋势。我们认为随着疫情对代理人展业及消费者需求造成的暂时性干扰减退，全年 NBV 增速有望实现进一步修复。

中国内地销售势头改善，东南亚市场业务整体向好。三季度友邦各市场新业务价值均取得不错表现，具体来看：1) 中国内地销售势头大幅改善，NBV 同比+6%（固定汇率），主要因为疫情遏制放宽后上海地区业务恢复，以及新老代理人产能提升。2) 中国香港 NBV 维持增长态势，主要由公司通过中国澳门分公司向中国内地旅客进行销售以及与东亚银行独家合作共同驱动。3) 泰国各分销渠道销售活动均有所改善，同时新冠赔付支出逐季下降，推动 NBV 实现同比增长。4) 新加坡及马来西亚 NBV 均录得双位数同比增长，主要得益于活跃代理人人数增加及与大众银行的独家合作伙伴关系。5) 尽管澳洲和南韩业务仍然承压，但其他市场整体仍实现 NBV 同比增长。

最优代理及战略伙伴分销策略持续推进，彰显公司韧性。友邦连续八年在全球百万圆桌会会员人数中排名第一，并不断通过拓展分销渠道、达成战略合作实现策略及优势互补。如 21 年 6 月投资中邮人寿，拓宽中国寿险市场发展机遇；21 年 7 月与东亚银行建立 15 年独家银行保险伙伴关系，覆盖中国香港和中国内地；22 年 2 月与邮储银行签订合作；22 年 3 月收购蓝十字（亚太）保险有限公司全部股份以及宝康医疗 80% 股份；22 年 9 月宣布收购菲律宾领先的健康维护组织（HMO）MediCard，为客户提供更便利、更可负担及更高效的医疗保健服务。

中国内地寿险市场将成为公司未来价值增长的核心力量。友邦持续深耕中国内地市场，2021 年以来四川成都、湖北武汉分公司陆续开业，2022 年 5 月再次获批筹建河南分公司，地域市场开拓节奏持续稳步推进。目前，作为友邦最大业务市场，中国内地（22H1 占总 NBV36.7%）寿险市场渗透率仍然非常低，未来市场潜力巨大。

盈利预测与评级：友邦广泛布局于亚太地区 18 大市场，国际经营经验丰富，实力雄厚，战略定位明确，持续深耕渗透率较低且具有巨大增长潜力的中国内地市场，预计疫情逐渐好转后全年 NBV 将进一步实现边际改善。我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测 38/68/95 亿美元。目前股价对应公司 22-24 年 PEV 为 1.68/1.60/1.51，维持“买入”评级。

风险提示：经济复苏不及预期；政策改革推进不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万美元）	50,359	47,525	43,713	50,756	58,189
营业收入增长率	6.60%	-5.63%	-8.02%	16.11%	14.64%
净利润（百万美元）	5,779	7,427	3,789	6,795	9,499
净利润增长率	-13.07%	28.52%	-48.98%	79.34%	39.78%
EPS（美元）	0.48	0.61	0.32	0.57	0.79
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.14%	12.28%	5.91%	10.00%	13.19%
P/E	23	18	35	20	14
P/EV	2.06	1.84	1.68	1.60	1.51

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022 年 12 月 23 日；HKD/USD=7.80200

4、风险分析

监管政策变动存在不确定性。监管部门对保险行业的从严监管或其他政策变动将影响行业竞争及长期发展格局，利好政策推行不及预期也将影响行业改革转型节奏。

保费收入不及预期。寿险改革成效释放仍需时日，疫情影响下保险需求短时间较难提振，以及新车销售不及预期对车险保费增长存在一定减缓作用，导致公司总体保费收入不及预期。

疫情对居民保险和健康意识的影响不及预期。若疫情未激发人们的保障意识，反而降低人均可支配收入，导致消费投资下滑大于预期，将显著影响保险行业经营。

利率超预期下行。受国内外经济形势不确定性较大影响，若市场利率下行加剧，将影响保险资金投资端新增固收类资产投资收益，从而对税前利润及 ROE 产生不利影响。

险企管理层变更。管理层更替可能带来公司发展方向、盈利模式的变化，增加经营风险。

表 19：重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价	EPS (元/美元 (友邦))			PEV/ PB (中国财险、众安在线)			投资评级	
		(元/港币)	21A	22E	23E	21A	22E	23E	当前评级	评级变动
601318.SH	中国平安	45.64	5.56	5.71	7.32	0.60	0.55	0.51	买入	维持
601628.SH	中国人寿	36.38	1.80	1.43	1.85	0.85	0.80	0.75	买入	维持
601601.SH	中国太保	23.97	2.79	2.63	3.18	0.46	0.41	0.37	买入	维持
601336.SH	新华保险	28.50	4.79	2.73	3.92	0.34	0.33	0.32	买入	维持
601319.SH	中国人保	5.12	0.49	0.58	0.71	0.86	0.78	0.71	买入	维持
2318.HK	中国平安	50.45	5.56	5.71	7.32	0.59	0.55	0.50	买入	维持
2628.HK	中国人寿	12.56	1.80	1.43	1.85	0.26	0.25	0.23	买入	维持
2601.HK	中国太保	17.38	2.79	2.63	3.18	0.30	0.27	0.24	买入	维持
1336.HK	新华保险	18.20	4.79	2.73	3.92	0.20	0.19	0.18	买入	维持
1339.HK	中国人民保险集团	2.57	0.49	0.58	0.71	0.38	0.35	0.32	买入	维持
2328.HK	中国财险	7.48	1.01	1.39	1.58	0.72	0.67	0.62	买入	维持
1299.HK	友邦保险	86.70	0.61	0.32	0.57	1.84	1.68	1.60	买入	维持
6060.HK	众安在线	20.95	0.79	0.72	1.57	1.65	1.56	1.50	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022 年 12 月 23 日；汇率：1HKD=0.89575CNY，1USD=7.80200HKD

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分都不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE