

证券研究报告|行业投资策略

非银金融

行业评级 强大于市（维持评级）

2024年1月7日



保险2024年度策略报告： 需求景气持续，价值探底复苏

证券分析师：

周颖婕 执业证书编号：S0210523090002

研究助理：

曹翰林

请务必阅读报告末页的重要声明

寿险：2023年以来，寿险行业在经历多年的转型调整后，人力质态、产品结构、渠道发展都发生了较为明显的转变，在23上半年负债端出现明显回暖迹象，而投资端受长端利率下行、权益市场波动小幅承压，叠加下半年监管政策频出的复杂背景下，当前投资者仍对未来寿险市场复苏态势存疑，也对寿险业长期产生利差损风险感到担忧。

在此背景下，本篇报告从寿险产品的高景气需求、人力质态的持续改善、渠道端的加速转型出发，判断寿险业负债端的复苏态势在未来将持续增强，同时伴随着监管对寿险资负两端的调节，未来寿险业长期产生利差损的风险较低。综合来看，当前寿险业正跨入新一轮的增长周期，价值探底后将持续复苏。

▶ 寿险负债端复苏趋势将在未来延续。

- 寿险产品的需求是负债端发展的底层基石：短期来看，储蓄类产品的热销推动了23上半年的销售回暖；长期来看，未来重疾需求仍可挖掘、储蓄险依旧是保本保收益类产品的不二之选、分红险在险企大力推广下有望实现销售起量。
- 渠道的转型是负债端发展的效率工具：短期来看，目前各险企人力规模降幅收窄，基本实现企稳，产能相较前期也得到了“实质”提升；长期来看，受报行合一、代理人分级制度考试等政策影响，渠道转型加速，代理人收入水平有望赶超社平工资，人力质态将进一步得到提升。

▶ 寿险资产端产生长期利差损风险低。

- 与海外历史经验相比，中国寿险业对资负两端调节更加及时，产品结构更加合理有效，未来随着分红等产品销售起量，权益市场回暖，长期利差损风险将进一步降低。

▶ 当前上市险企估值处于探底复苏阶段。

- 伴随新一轮增长周期的开始，中国上市险企估值将逐渐回归0.8X-1.0X这一合理区间。

财产险：财产险增长动能发生转变，行业集中度预计提升。

投资建议：当前行业估值处于底部， β 属性将助力保险板块估值底部修复。个股方面，建议关注中国人寿、中国太保、中国平安及中国财险。

风险提示：权益市场波动，修复不及预期；监管政策不断趋严；寿险改革滞缓。

一、负债端——寿险复苏趋势是否会延续？

1.1 产品端：寿险长期需求空间是否充足？

1.2 渠道端：“报行合一”对渠道影响几何？“效率”是否真正得到改善？

1.3 未来预期：寿险行业是否迎来新一轮增长周期？

二、资产端——中国保险业是否有长期利差损风险？

三、估值——上市险企合理估值区间是多少？

四、财产险——车险综改后，财险格局将如何发展？

五、投资建议

六、风险提示

我们认为居民长期寿险需求空间依然充足，是支撑各险企销售持续增长的底层逻辑。

➤ **惠民保冲击减弱，重疾需求仍可挖掘。**

- 经济复苏迹象明显，居民疾病保障性需求持续增长，惠民保受结构及政策性影响后续发展潜力不足，为重疾销售回暖提供契机。

➤ **养老、投资压力下，储蓄险未来将维持高需求量不变。**

- 人口老龄化背景下养老需求攀升，可选投资标的类型减少，预计居民“保本保收益”的储蓄需求量将持续增加。

➤ **高产品预期收益叠加刚性负债成本压力，推动未来分红险销售起量。**

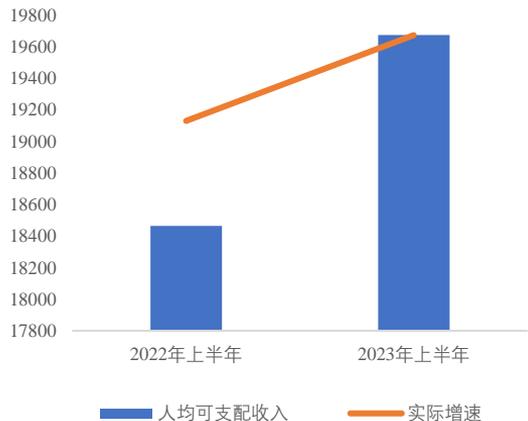
- 高收益预期满足消费者投资需求，负债端成本压力促使险企积极布局，预计未来分红险销售有望起量。

1.1 重疾险：保障需求仍可挖掘、惠民保冲击减弱

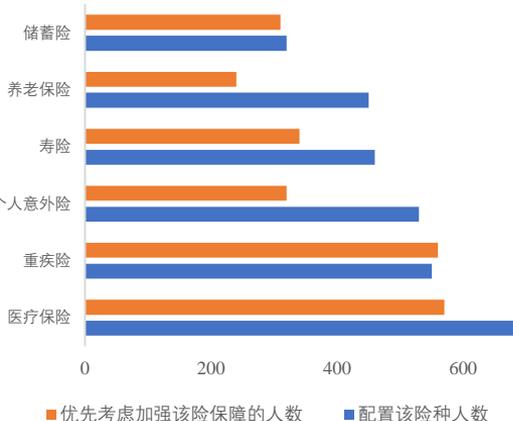
从需求侧看：经济复苏、居民预防疾病的保障性需求增长推动重疾销售回暖。

- **经济复苏迹象明显，重疾险潜在需求仍在上升。**疫情后经济逐渐恢复，2023年上半年人均可支配收入同比增长6.6%，相比2022H1提升1.9pct，且人均医疗保健消费支出同比增长17.1%。根据瑞士再报险对我国保险消费人群的调查结果显示，重疾险是除医保外配置率最高的险种，56%的消费者认为重疾险是应该优先考虑增加配置的险种，该数据侧面反映出我国重疾险还有较大缺口。
- **亚健康人数上涨，非标体人群重疾险需求攀升。**根据第六次卫生服务调查结果显示，我国居民符合健康定义的人群比率仅占15%，其中70%的人处于亚健康状态。其中慢性病人数量超4.8亿，随着慢性病患者的增加，非标体保险需求也会进一步提升。在产品方面，目前各家寿险公司均推出了适合非标体人群可投保的重疾产品。政策方面银保监会出台的《关于进一步丰富人身保险的指导意见》明确表示保险公司应承担一部分非标体的保险保障，这一趋势也为重疾险带来了新的需求。

图：2022-2023上半年我国人均可支配收入（单位：元）



图：我国保险消费者保险配置情况抽样



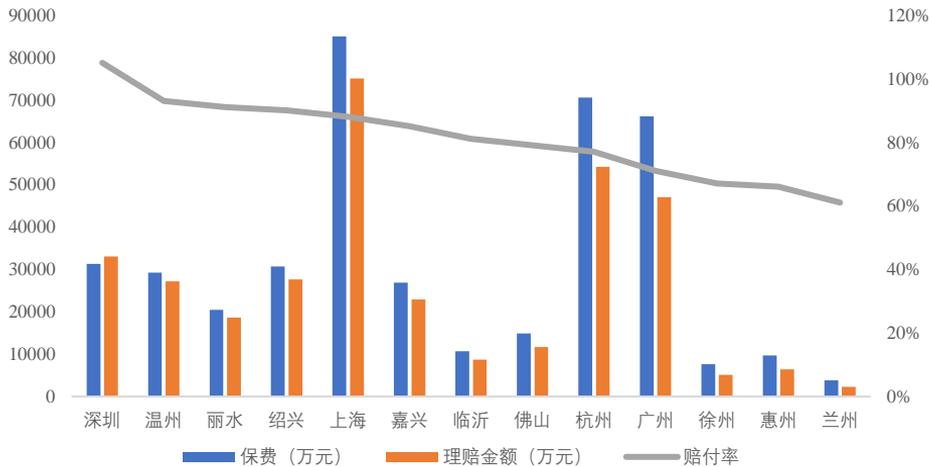
图：部分非标体可投保重疾险产品

| 产品名称 | 承保公司 | 核保要求 |
|-------------|--------|---|
| 复星联合康乐一生2.0 | 复星联合寿险 | 3个健康告知问题、无需体检、线上智能核保，高血压甲状腺结节等常见病正常核保 |
| 盛世同福 | 中国平安 | 3条健康告知，结节、慢病等人群可正常投保 |
| 人保i无忧2.0 | 中国人保 | 核保宽松、健康告知2条、甲状腺结节、乙肝正常投保 |
| 同方全球易心安 | 同方全球人寿 | ai智能核保、无职业要求、无家族病史要求、无复查、无加费及除外 |
| 如意优享 | 友邦人寿 | 5年前确诊过重疾、曾被延期拒保理赔、体检有异常目前无需治疗的均可投保 |
| 中荷超越1号 | 中荷人寿 | 甲状腺类、三高病史消化类疾病可加费承保、体检常见轻症精神类既往病轻症可正常承保 |
| 富德生命臻享保 | 富德生命人寿 | 甲状腺结节、糖尿病、三高既往病史可加费投保 |

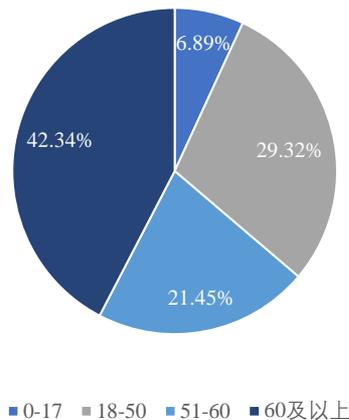
从供给侧来看：惠民保后劲不足为重疾提供发展机会

- **不同地区产品赔付率差异大，产品地域限制高。**惠民宝地域属性较强，医疗环境和管控尺度会影响成本变化，不同城市的医疗水平有差异，各地医疗政策有差异导致惠民保产品功能不能充分释放，导致地区赔付率差异大。根据2022年已披露惠民保产品的赔付率调查情况来看，部分产品的赔付率相差66.62%，无法保证各地惠民保产品都达到理想的保障标准和平均水平。
- **特定比例人群过高，逆向选择风险导致续存危机。**根据中国再保集团发布的惠民宝报告数据中显示惠民宝总参保人中有既往病史、年龄在60以上的人群占比较高，例如2022年天津惠民保平均投保年龄为58岁，沪惠宝参保人群中51岁以上群体占总赔付金额的62%。由于惠民保非差异保费和待遇会导致获赔概率低的标准体或年轻人群退出惠民保，健康体的投保比例下降会导致理赔率上升，惠民保价格也会上升，进而产生续存危机。

图：2022年惠民保产品赔付情况



图：2023天津惠民保参保人员年龄分布



1.1 重疾险：保障需求仍可挖掘、惠民保冲击减弱

从供给侧来看：惠民保产品结构不足以覆盖重疾需求，商业重疾险仍有发展潜力

- **惠民保无法保证续保且就医有限制。**惠民保产品一年一续保不保证续保，且在就医时大部分产品需要在投保地指定医疗机构就医。
- **惠民保产品理赔门槛高。**约一半惠民保产品会在医保自负超2万后开始赔付，个别地区自负段会分开计算，免赔额在1-2万不等，这一数据远超我国人均医疗可支配收入，侧面反映出惠民保只能作为其他医疗保险的补足产品。
- **惠民保病后保障缺失，重疾险定额给付属性彰显优势。**惠民保的保障范围只包含重大疾病住院及医疗费用，而病后产生的康复、护理、收入损失费用不在惠民保的保障范围中。重疾险的定额给付属性可以更灵活的支配重疾后的各项费用，更大程度减少自费比例，减轻重疾费用压力。

表：惠民保产品和一般商业重疾险理赔对比

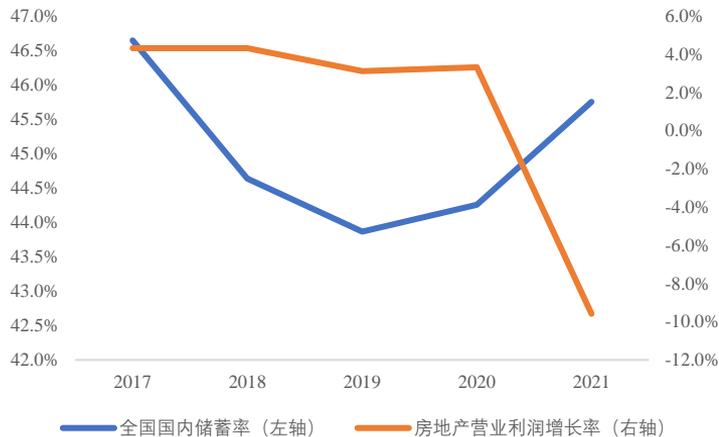
| | 免赔额 | 地区限制 | 保障范围 | 赔付条件 | 赔付内容 | 现金价值 | 续保 | 理赔次数 | 特药比例 |
|-----|---------|------------------------------------|------------------------------------|--------------|--------------------|-------|-------------|--------|------------|
| 惠民保 | 1.6万-2万 | 大部分产品需在投保地指定医疗机构就医(部分产品异地就医降低赔付比例) | 医保目录范围的住院、门诊费用 医保目录外的住院费用 | 医保理赔后除免赔外的费用 | 目录范围内的住院及医疗费用 | 无 | 一年一续不保证续保 | 保额内不限次 | 60%-70% |
| 重疾险 | 较低或无免赔额 | 基本没有异地就医限制 | 110-120种重疾 20-35种中疾 40-50种轻疾 | 一次性定额给付 | 医疗费用、收入损失补偿、康复护理费用 | 有现金价值 | 保证续保最长可保至终身 | 多次 | 根据理赔金额自行支配 |

1.1 储蓄险：保本保收益特性加持下，销售增量空间巨大

从需求侧来看：居民储蓄率的增加，以及保本保收益的投资偏好贡献了储蓄险高需求量。

- **储蓄率上涨叠加房产投资低迷为储蓄险销售带来充分增量空间。**我国家庭资产配置结构主要是房地产和储蓄，从统计数据来看自2017年以来房地产的平均营业利润增长率由4.3%下降至-9.6%，房地产市场低迷叠加总储蓄的上升将为储蓄类保险提供发展机会。
- **保本刚兑且收益率高符合市场风险偏好。**从收益率上看，固收保本类产品中，3.0%预定利率下的储蓄型保险产品仍然具备一定竞争力，平均收益更高，更符合一般投资者的风险偏好。且叠加权益市场下行，储蓄险收益率相对于基金、理财也有明显优势。

图：全国总储蓄率及地产利润增长率情况



表：储蓄险与其他理财产品收益率对比

| 产品名称 | 产品类别 | 产品收益率 |
|------|--------------------------------|---|
| 储蓄险 | 太保寿险-长相伴（精英版2.0） （预定利率3.0%） | 增额终身寿险 20年IRR=2.65% （30岁男，3年交，5万保费/年） |
| 银行存款 | 中国工商银行-5年期定期存款 | 定期存款 2.25%（年利率） |
| | 中国农业银行-2年期定期存款 | 定期存款 2.15%（年利率） |
| 债券基金 | 货币基金七日年化收益率 | 主动型基金 1.91%（2023年Q1-3平均收益率） |
| | 中国国债 | 国债 2.56%（5年到期收益率） |
| 股票 | 沪深300指数 | 指数 -3.3%（近1年收益率） |
| 房地产 | 房产 | 房产 大中城市新建商品住宅指数连续下滑 |

1.1 储蓄险：保本保收益特性加持下，销售增量空间巨大

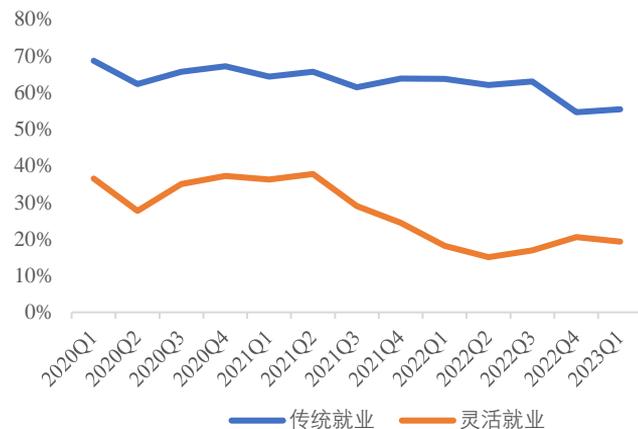
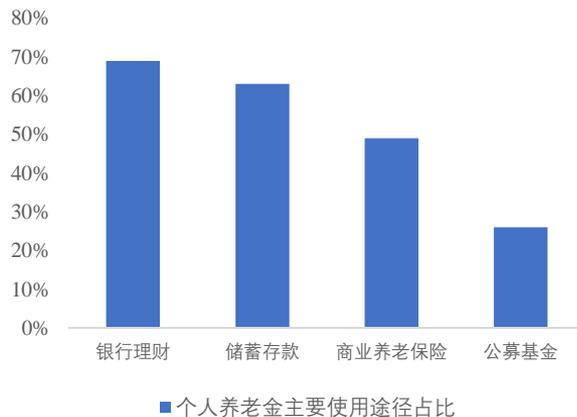
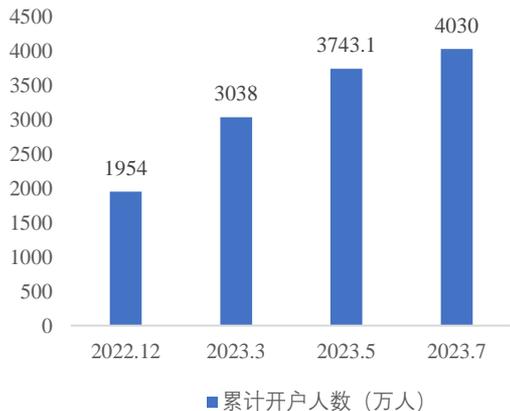
从需求侧来看：老龄化社会趋势下，储蓄险分担养老压力，潜在需求人群众多，未来有充足的销售增量空间。

- **养老问题亟待解决，社会养老保险压力大。**我国第七次人口普查结果显示我国老龄人口已接近15%，2021年城镇居民基本养老金代替率仅为43.6%，远低于国际标准下维持基本生活的60%的替代率水平，仅靠社会养老金很难保障退休后维持原有的生活质量。对于政府来说养老问题亟待解决。数据显示2022年11月试行的个人养老金制度，截至23年7月累计开户人数达4030万人。在部分抽样调查报告中有49%人受访者表示将使用个人养老金购买商业养老保险，这一发展趋势也反映出商业储蓄型保险将有潜力成为个人养老的主要保障工具。
- **灵活从业人数比例上升，商业储蓄险潜在需求人群众多。**近年随着互联网金融和自媒体产业的快速发展，我国灵活从业人数急剧上升，2023年灵活就业人员已达2亿，这部分人群在社会养老保障方面还没有完善的制度和养老体系，储蓄型保险将填补这一空缺为更多的灵活就业人员提供养老保障。

图：2022年末至上半年个人养老金账户开立情况

图：个人养老金主要使用用途

图：灵活就业职位和传统就业职位的社保覆盖率变化趋势



1.1 储蓄险：保本保收益特性加持下，销售增量空间巨大

从供给侧来看：医养养生态圈赋能储蓄险未来高增长预期。

- **长缴期的储蓄险更适配险企养老社区政策，附加价值开拓销售空间。**除累计收益率高于其他储蓄类产品外，储蓄类保险的附加属性功能性更强。对于有养老需求的长期储蓄险客户，除寿险中包含的基本身故和残疾保障外，部分寿险公司还提供养老、疗养社区的入住资格，形成完整的投资、增值、养老一站式服务。以泰康人寿为例，旗下养老社区已覆盖全国多个城市，社区养老资格可通过购买储蓄类产品获得，到期后也可直接抵扣养老社区的相关费用，有效解决了一些有高品质养老需求的客户公共养老难的相关问题。

表：市面热门含养老社区附加服务的储蓄类保险产品

| | 泰康人寿 | 光大永明 | 复星保德信 | 太平人寿 | 恒大人寿 | 平安人寿 | 中国人寿 |
|-----------|--|--|--------------------------------------|----------------------------|-------------------------------------|--|-------------------------|
| 保险产品 | 乐享百岁养老年金、泰康乐赢1号终身寿险 | 光大永明优享养老年金、光明一生（智选版）养老年金 | 星海赢家（庆典版）、星盈家（龙腾版）、星海赢家（虎耀版） | 共享盛世年金 | 万年禧、万年禧两全、恒大北极星 | 平安御享财富3.0 | 满满盈养老年金、国寿鑫瑞年年养老年金 |
| 社区特点 | CCRC养老社区 | CCRC养老社区、养老院、护理院、居家养老站点 | 复星与美国蜂堡合作的美式CCRC养老社区 | CCRC养老社区、机构养老 | CCRC养老社区 | CCRC养老社区、LORC高端养老社区、居家养老服务 | CCRC养老社区、LORC养老社区、居家养老 |
| 保费门槛及客户权益 | 总保费>200万（80岁前保证入住）>300万终身保证入住 >500万两个入住权（配偶、父母、子女） | 投保人及配偶，单张保单>30万有旅居权（优先入住权，价格优惠权）>70万 保证入住权+优先入住权 >100万 旅居权+长居权 | >150万有保证入住权+优先入住权投/被投保人本人、配偶、父母任意一人） | 同一投保人150万总保费有保证入住权（入住权可转让） | 总保费>50万旅居权、优先入住权、优惠入住权累计保费>100万保证入住 | 会员V1新老单总保费>1888万 逸享会员新单保费>500万 新老保单>580万可获得高端养老社区入住权 | 老用户累计总保费>200万可获得社区入住资格； |

1.1 分红险：高产品预期收益叠加刚性负债成本压力，推动未来分红险销售起量

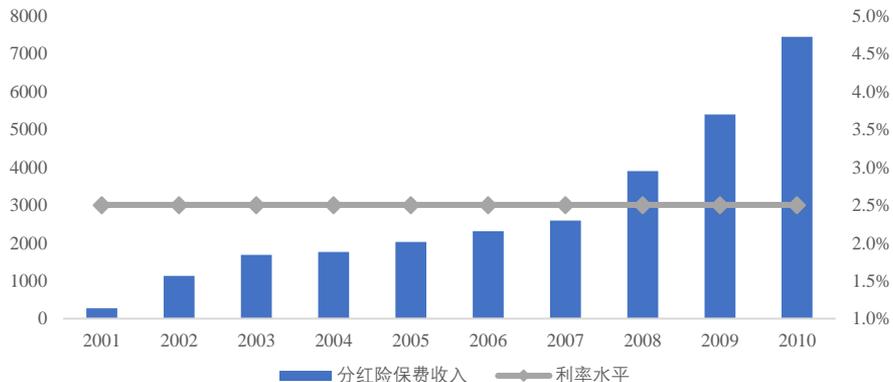
从需求侧来看，“保证+分红”的产品特质满足了超额收益需求，预定利率下降后分红险销售增量空间巨大。

- “保证+分红”特质的分红险成为追求超额收益人群的最佳选择。分红险产品利益由确定收益+分红收益而得，其中确定收益为合同约定即刚性兑付，而分红利益取决于可分配盈余。产品属性在保证了确定收益外，还能在权益市场上行阶段获得超额收益，满足了风险平滑分散的投资需要。
- 分红险作为长期投资和盈余共享型的新型险种，在利率下行周期中吸引力有望持续增强。根据过往经验来看，预定利率下调阶段，分红险销售都得到了增强。1999年保监会将保单预定利率上限调整为2.5%（1999年前采取一年期储蓄利率），费率管制下的传统险对于客户的吸引力大幅下降，带来分红险、万能险、投连险等储蓄型险种发展良机。分红险保费收入迅速上升，9年CAGR达44.4%。2023年7月寿险预定利率下调至3.0%后，险企主力销售产品有望从增额终身寿逐步发展至分红型产品、年金险、终身寿险和健康险等险种同步发展，险种结构有望进一步优化。

表：分红险与传统储蓄险对比

| | 储蓄险 | 分红险 |
|------|----------------------------|--------------------------------------|
| 利益确定 | 保单利益写入条款，现价在合同中列明，各项收益确定保证 | 保单利益分为保证利益与不保证利益，不保证部分根据后续实际经营情况每年公布 |
| 红利分配 | 保单不参与公司经营红利分配 | 保单参与公司经营红利分配，保险公司须为分红险业务单独设立分红账户。 |
| 分类 | - | 根据分红方式不同，具体细分为现金分红、保额分红 |
| 风险 | 风险较低、保本保收益 | 根据险企投资表现情况，分红收益可能存在波动性 |

图：2002-2010年，分红险产品保费收入（亿元）



1.1 分红险：高产品预期收益叠加刚性负债成本压力，推动未来分红险销售起量

从供给侧来看，“高分红实现率+相对低风险预期”为分红险销售起量提供合适“土壤”。

- **监管政策助力调低风险预期。**2023年1月监管发布《一年期以上人身保险产品信息披露细则》要求各险企自年中开始公布分红实现率，提升产品透明度，同时调低分红演示利率，使其更贴近真实收益。此外，分红险产品设计时的“投资平滑”机制使得红利实现相对稳定且持续，部分对冲了市场利率风险。
- **近年来，各险企分红实现率基本达100%以上。**6月底以来，各人身险公司陆续披露分红险红利实现率，截至2023年7月19日，共有40家寿险公司披露了947款分红险产品分红实现率，其中囊括了835款现金分红产品，112款保额分红产品。从分红实现率来看，有690款实现率超过100%，占比7成。预计未来随着权益市场恢复增长，各险企分红产品实现率有望进一步提升。

表：《一年期以上人身保险产品信息披露细则》要求

| 细则 | 要求 |
|-----------|---|
| 披露规定 | 应当于每年分红方案宣告后15个工作日内，在公司官方网站上披露该分红期间下各分红型保险产品的红利实现率。采用现金红利分配方式的，披露现金红利实现率。采用增额红利分配方式的，披露增额红利实现率和终了红利实现率 |
| 红利实现率计算准则 | 1) 现金红利实现率=实际派发的现金红利金额/红利利益演示的现金红利金额 2) 增额红利实现率=实际派发的红利保额/红利利益演示的红利保额 3) 终了红利实现率=实际派发的终了红利金额/红利利益演示的终了红利金额。 |
| 利益演示 | 保险公司在计算各产品红利实现率时，以4.5%减去产品预定利率为利益演示基础 |

图：部分险企近两年年分红实现率情况

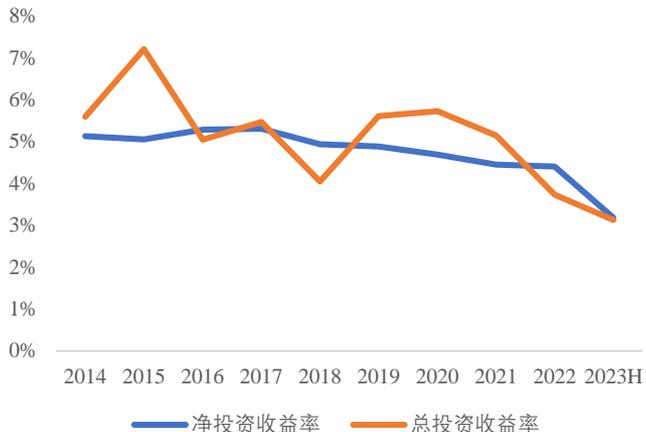
| 公司 | 产品数量 | 分红形式 | 分红实现率情况 |
|------|------|------|-----------------------------|
| 中国人寿 | 105 | 现金分红 | 最高211%、最低53%，平均为67.71% |
| 平安人寿 | 118 | 现金分红 | 最高120%、最低37.5%，平均为88.2% |
| 太保人寿 | 80 | 现金分红 | 最高166%、最低78%，平均为92.9% |
| | 20 | 保额分红 | 增额红利实现率均为100%；终了红利实现率最高153% |
| 新华人寿 | 10 | 现金分红 | 最高27%、最低6% |
| | 60 | 保额分红 | 增额红利实现率最高270%；终了红利实现率最高490% |
| 太平人寿 | 19 | 现金分红 | 最高144%、最低100% |
| | 96 | 保额分红 | 增额红利实现率最高144%、最低100% |
| 阳光人寿 | 73 | 现金分红 | 22款超100%、47款75%-80% |
| | 3 | 保额分红 | 90%-100% |
| 富德生命 | 27 | 现金分红 | 全部超过100% |
| | 23 | 保额分红 | 69%-71% |
| 合众人寿 | 39 | 现金分红 | 28款75%-80%、11款低于60% |
| | 5 | 保额分红 | 4款75%-105%、2款低于60% |

1.1 分红险：高产品预期收益叠加刚性负债成本压力，推动未来分红险销售起量

从供给侧来看，利差损风险推动各险企加快分红险培训销售，分红险产品未来收益高增长预期推动销售起量。

- **资本市场下行，各险企投资收益率降低带来利差损风险。**2020年以来，资本市场持续下行，从上市四家险企平均投资收益率来看，2023H1四家险企总投资平均收益率、净投资平均收益率分别为3.13%、3.18%，低于长期投资回报假设水平。
- **各险企加速推动分红险销售培训，叠加预定利率下调政策，有望缓解人身险公司刚性负债成本压力，预期将引导人身险公司降低负债成本。**
- **权益类资产增配，未来分红险产品收益有望实现进一步增长。**对比香港分红险产品，受偿付能力充足率影响，香港险企更高权重的权益类资产投资配置带来更高的超额收益预期。内地在长周期考核叠加风险因子调低背景下，险企有望增配权益类资产，实现投资收益率回暖，分红险总产品收益有望达到新高。

图：上市四家险企平均投资收益率情况



表：内地与香港分红险产品收益率对比测算

| 保单年度 | 内地A公司 | | | 内地B公司 | | | 香港A公司 | | | 香港B公司 | | |
|------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | 保证 | 非保证 | 合计 | 保证 | 非保证 | 合计 | 保证 | 非保证 | 合计 | 保证 | 非保证 | 合计 |
| 第10年 | -0.40% | 1.40% | 1.00% | -2.11% | 1.23% | -0.88% | -3.52% | 5.41% | 1.89% | -6.23% | 8.13% | 1.90% |
| 第20年 | 1.89% | 1.39% | 3.28% | 0.57% | 1.26% | 1.83% | 0.15% | 4.59% | 4.74% | 0.01% | 5.12% | 5.13% |
| 第30年 | 2.12% | 1.40% | 3.52% | 1.47% | 1.27% | 2.74% | 0.33% | 5.34% | 5.67% | 0.50% | 5.63% | 6.13% |
| 第40年 | 2.22% | 1.28% | 3.50% | 1.90% | 1.27% | 3.17% | 0.39% | 5.66% | 6.05% | 0.55% | 5.65% | 6.20% |
| 第50年 | 2.27% | 1.21% | 3.48% | 2.09% | 1.24% | 3.33% | 0.43% | 5.93% | 6.36% | 0.60% | 5.96% | 6.56% |

我们认为报行合一对于头部险企利大于弊，将加速推动寿险业转型。

➤ 报行合一影响几何？

- 对于银保渠道，费率下降后销售意愿长期将不会发生减弱，新业务价值率预计提升，银保渠道对整体规模及价值的贡献有望持续增长。
- 对于个险渠道，实行报行合一后将加速人力规模收窄企稳，提升人力质态、产能，鉴于目前各险企转型进度较快，费用率下降将不会对整体规模价值产生剧烈冲击，24年在高基数背景下仍有望实现正增长，行业集中度有望提升。

➤ “效率”是否真正得到提升？

- 当前人均产能的提升并不完全是“清虚”带来的自然结果，伴随着各险企对代理人团队的不断改革，目前行业人力结构更加扁平、透明化，各险企核心人力数量及质量相较前几年均有明显的改善，预计随着人力逐渐企稳，未来代理人人均收入及产能将进一步提升。

1.2 银保渠道：报行合一后销售意愿长期不减，增长逻辑依旧存在

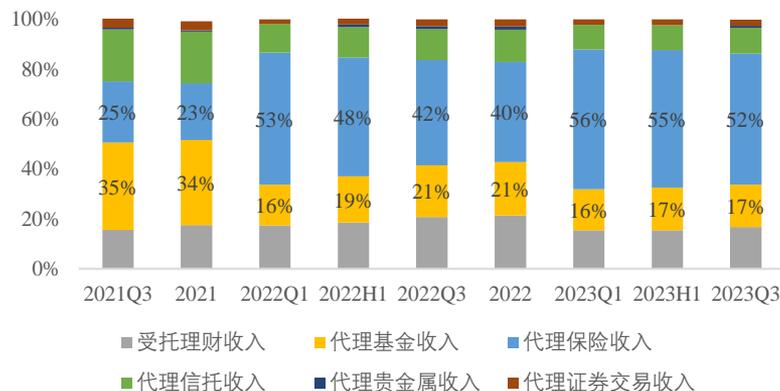
从银行成本端来看：近年来中收压力加大，硬性考核指标强，财富管理收入结构相对固化无法内部转移，是倒逼客户经理加强保险销售的主要原因。

- **银行中收压力加大。**受资本市场和政策面影响，以往令银行业“躺赚”的息差收入持续下滑，提升中收、加快轻资本转型成为各银行共同的战略选择。近年来银行中收压力加剧，财富管理收入下降。以招行为例，23Q3实现手续费及佣金收入744亿元，同比-11%；财富管理手续费及佣金收入240亿元，同比-6%。在高中收压力下，预计各银行将不会调整代销保险硬性考核指标。
- **财富管理收入结构中，代理保险收入贡献更大。**以招行为例，23Q3代理保险收入126亿元，占总财富管理收入52%，远高于代理基金、理财等其他项目收入。报行合一手续费率下降后，短期内代销保险部分收入缺口无法在短期内转移，各银行将以“量”补“价”，持续推动保险产品销售。

表：招商银行手续费及佣金收入情况

| 收入（亿元） | 2021Q3 | 2021 | 2022Q1 | 2022H1 | 2022Q3 | 2022 | 2023Q1 | 2023H1 | 2023Q3 |
|--------------|--------|------|--------|--------|--------|------|--------|--------|--------|
| 手续费及佣金收入 | 815 | 1023 | 308 | 576 | 824 | 1034 | 273 | 513 | 744 |
| 财富管理手续费及佣金收入 | 297 | 361 | 104 | 189 | 256 | 309 | 91 | 169 | 240 |
| 受托理财收入 | 46 | 63 | 18 | 35 | 53 | 66 | 14 | 26 | 40 |
| 代理基金收入 | 104 | 123 | 17 | 35 | 53 | 66 | 15 | 29 | 41 |
| 代理保险收入 | 73 | 82 | 55 | 90 | 108 | 124 | 51 | 93 | 126 |
| 代理信托收入 | 62 | 75 | 12 | 23 | 32 | 40 | 9 | 17 | 25 |
| 代理贵金属收入 | 2 | 2 | 0 | 2 | 3 | 4 | 0 | 0 | 2 |
| 代理证券交易收入 | 11 | 13 | 2 | 5 | 7 | 9 | 2 | 4 | 6 |
| 同比增速 | | | | | | | | | |
| 手续费及佣金收入 | 19% | 18% | 6% | 3% | 1% | 1% | -11% | -11% | -11% |
| 财富管理手续费及佣金收入 | 26% | 30% | -11% | -8% | -14% | -14% | -13% | -10% | -6% |

图：招商银行财富管理收入结构



1.2 银保渠道：报行合一后销售意愿长期不减，增长逻辑依旧存在

从银行销售端来看：代销保险手续费率下降后，费率水平相对理财、基金等仍有优势，高费率水平的长缴期类产品是客户经理有长期销售动力的主要原因。

- **公募基金费改政策落地，费率水平降低。**7月10日起，公募基金费改政策落地，要求已成立的股票型基金和混合型基金中，管理费率超过1.2%的全部降到1.2%及以下，托管费超过0.2%的全部降到0.2%及以下。受此影响，预估银行的托管费用下降7.5%。
- **报行合一后代理保险费率仍有优势，长缴期产品获得超额佣金收益。**据《2023年三季度银行业保险业数据信息新闻发布会》提示，有的保险公司银保新业务已达往年同期水平，个别公司的业务量还有提升，初步估算银保渠道的佣金费率较之前平均水平下降了约30%左右。经过费率测算，预计费改后代理保险平均费率水平为10.6%，分别是代理信托、非货币公募基金、理财产品的3.1倍、5.9倍、106倍，平均费率水平仍有巨大优势。此外，保险长缴期类产品有明显的费率优势，伴随着银保渠道价值转型背景，叠加销售人员素质提升，长缴期产品销售额有望提升，给销售人员带来超额收益。

表：银保渠道报行合一费率变动情况

| 缴费期限 | 增额终身寿险产品费率 | 《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》规定水平 |
|------|------------|-------------------------|
| 趸交 | 4% | 3% |
| 3年 | 13% | 9% |
| 5年 | 19% | 14% |
| 10年 | 25% | 18% |
| 20年 | 30% | / |

表：招商银行财富管理费率结构测算

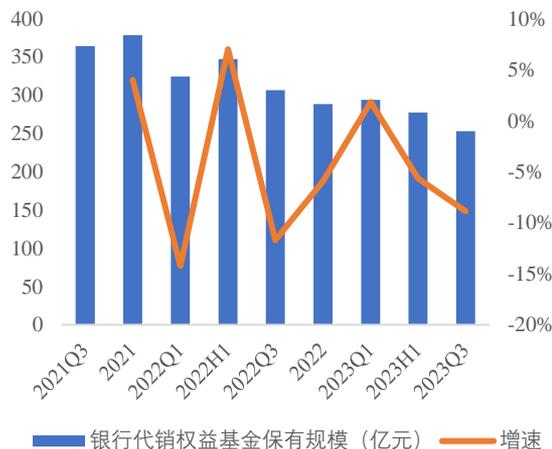
| 代理产品 | 销售额(亿元) | 佣金收入(亿元) | 平均费率 | 费改后平均费率 |
|-----------|----------|----------|-------|---------|
| 代理理财产品 | 32392.38 | 25.33 | 0.1% | 0.1% |
| 代理非货币公募基金 | 1526.06 | 30.34 | 2.0% | 1.8% |
| 代理信托类产品 | 494.57 | 16.76 | 3.4% | 3.4% |
| 代理保险 | 573.94 | 87.21 | 15.2% | 10.6% |

1.2 银保渠道：报行合一后销售意愿长期不减，增长逻辑依旧存在

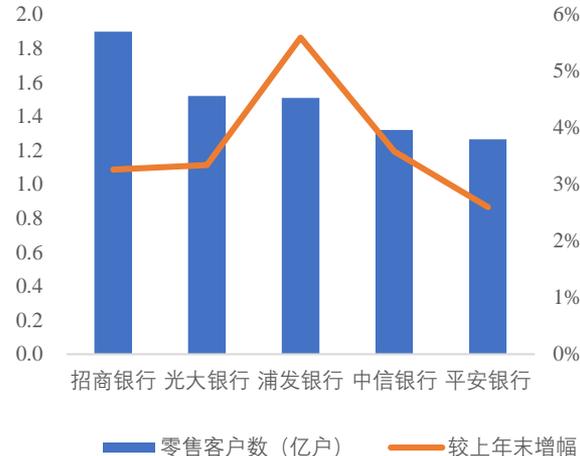
从市场需求端来看：权益市场下行，基金保有规模持续下降，客户总体保本保收益需求量未发生变化，且客户数、AUM在持续增长，为代理保险销售提供足够增量空间。

- 权益基金代销规模下降。23Q3银行代销权益基金保有规模252.83亿元，环比-8.9%，近年来规模持续下滑。
- 客户总量稳步增长，AUM持续攀升。在零售渠道发展更好的股份制银行中，2023上半年零售客户数量均保持正增长，且零售AUM均实现5%以上的正增长。在客户保本保收益需求旺盛的背景下，高增长的客户数及AUM为保险产品销售带来了足够的增量空间。

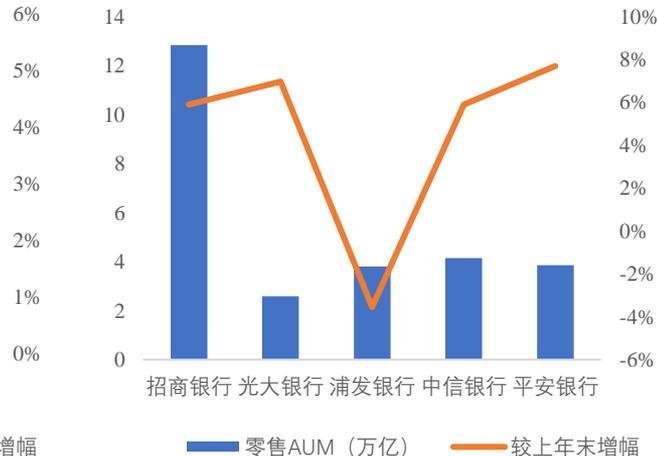
图：银行代销权益基金保有规模及增速情况



图：各股份制银行零售客户数量及增速情况



图：各股份制银行AUM及增速情况



1.2 银保渠道：报行合一后销售意愿长期不减，增长逻辑依旧存在

从历史经验来看：银保渠道历经多次改革，产品销售结构及模式都曾发生改变，不影响渠道保费持续增长。银保整体销售优势特性使得客户经理销售意愿长期内不发生变化。

- **1993-2004年，业务初步探索期。**1993年，国务院颁布《关于金融体制改革的决定》，规定银行业与保险业分业经营，此后保险公司开始与银行签署代理协议，银行代理保险业务的模式起步。
- **2004-2009年，初步规范银保业务快速增长。**2003年，监管部门解除了“一对一”机构合作数量的限制，银保渠道保费收入开始快速增长。
- **2010-2016年，监管趋严，渠道占比有所下降。**监管下发一系列政策，叫停保险人员驻点，驱动趸交转期交业务转型。银保渠道人力锐减，但经历两年调整周期后，自2013年开始，银保渠道保费及保费占比回暖。
- **2017-2023年，清虚改革，规模与价值齐升。**快返产品停售，银保渠道进入“去短期化”阶段，经过一年调整期，渠道依旧为险企贡献大量保费规模与价值增量。

图：银保渠道保费规模增速及占比情况



图：银保渠道历年政策改革梳理

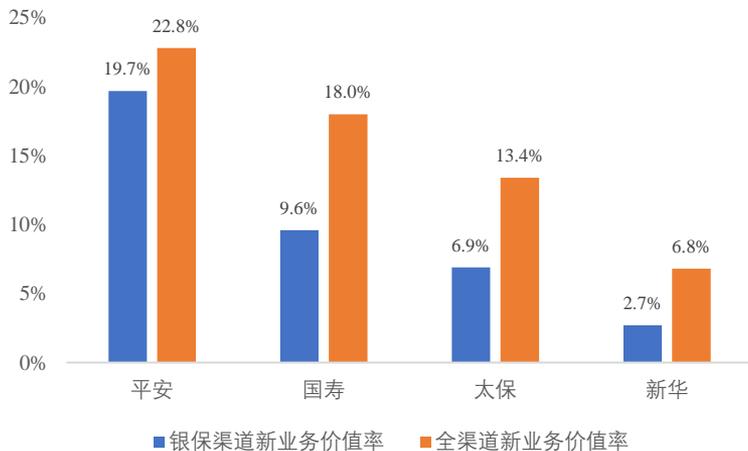
| 相关政策 | 政策解读 |
|--------------------------------------|---|
| 1993 《关于金融体制改革决定》 | 规定银行业与保险业分业经营，此后险企开始与银行签署代理协议 |
| 2003 《中华人民共和国保险法》 | 解除“一对一”机构合作数量限制，粗放式发展出现了销售误导、佣金及费用违规现象 |
| 2010 《关于进一步加强商业银行代理保险业务合规销售与风险管理的通知》 | 叫停保险公司人员在银行网点驻点销售行为，规定每个网点只能与不超过3家险企合作 |
| 2011 《商业银行代理保险业务渠道监管指引》 | 全面系统规范了银保渠道业务经营管理和市场秩序 |
| 2014 《关于进一步规范商业银行代理保险业务销售行为的通知》 | 鼓励险企和银行发展风险保障型和长期储蓄型产品，头部险企开始收缩银保趸交业务 |
| 2019 《商业银行代理保险业务管理办法》 | 明确销售行为由银行负责，对中短存续期保险产品和份额进行严格限制，引导“保险姓保，回归保障” |
| 2022 《银行保险机构消费者权益保护管理办法》 | 明确保护消费者8项基本权利、4项禁止行为、建立11大消保机制 |
| 2023 《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》 | 对渠道佣金进行约束，要求“报行合一” |

1.2 银保渠道：报行合一利大于弊，NBVM有望提升

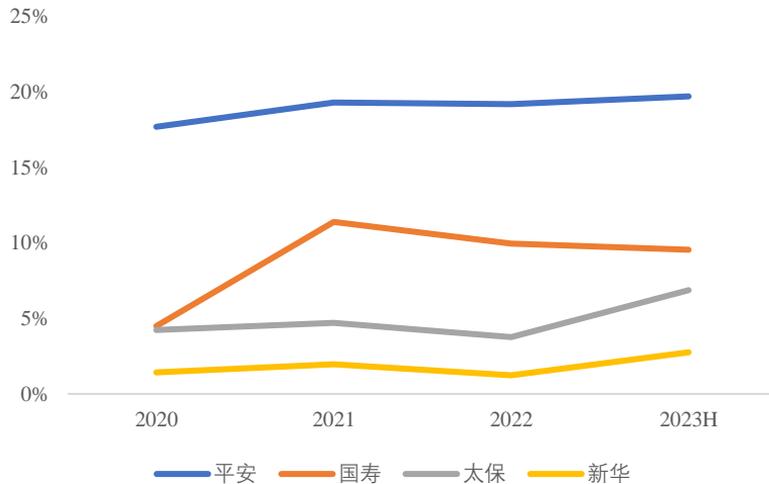
从保险端来看：随着各险企持续推动银保合作模式深化、推动银保队伍销售能力提升，以及银保渠道“报行合一”严监管对费用成本的压降，NBVM有望得到显著提升。

- **报行合一前，银保渠道新业务价值率相对较低。**自2020年以来，银保渠道费用率竞争加剧，这也导致了渠道新业务价值率处于较低水平。2023上半年，银保渠道相比全渠道NBVM有显著缺口，当前银保渠道对于整体NBV贡献较低。
- **佣金费率下降约30%，预计未来银保渠道NBVM显著提升。**报行合一后，佣金费率下降约30%，有助于银保渠道边际成本改善提高利润率，叠加银保合作模式持续深化，有望在未来进一步提升新业务价值率。

图：2023H各险企渠道新业务价值率情况



图：各险企银保渠道新业务价值率情况

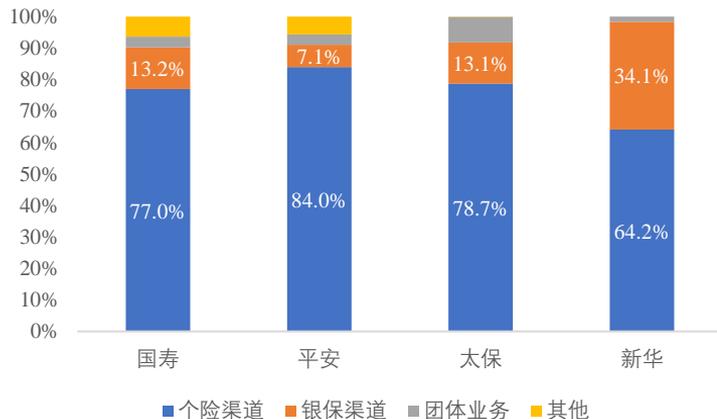


1.2 银保渠道：报行合一利大于弊，NBVM有望提升

从保险端来看：长期来看，报行合一对险企而言利大于弊，未来银保市场集中度或加强。

- **银保渠道佣金费率下调，对险企而言利大于弊。**量的层面，23H1上市人身险企业新华/国寿/太保/平安的银保渠道占比分别为34.1%/13.2%/13.1%/7.1%，预计银保渠道依赖程度较高的险企影响较为明显。价的层面，长期来看监管引导报行合一，有利于引导行业回归理性竞争、降低银保渠道附加费用率，引导银保渠道由“量发展”到“价增长”，有效压降险企负债端成本。
- **大型险企具备资源、费用、服务三重优势，后续银保业务发展有望优于中小公司。**上市险企积极布局并不断深化银保渠道合作，在手续费竞争趋缓背景下，大型公司由于具备资源、费用、服务三重优势，预计银保业务的后续发展机遇将显著优于中小公司。

图：主要上市险企渠道保费结构



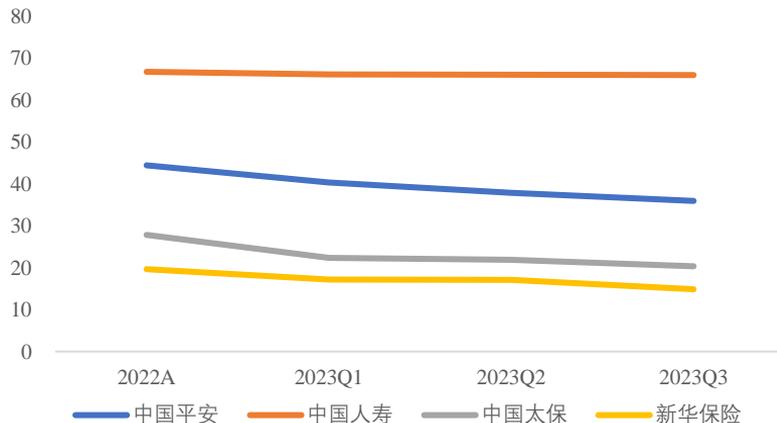
表：主要上市险企银保渠道策略

| | 渠道策略 |
|----|---|
| 平安 | <ol style="list-style-type: none">1) 独家代理：在培训、产品、服务等方面与平安银行开展深度合作，协助银行建立专业化私人财富管理专家——新优才队伍。截至23H1末，该团队已招募超2,000人，结合具体场景和客户触点，将保险融入客户的整个财富管理体系，保险销售能力大幅提升。2) 外部合作：积极夯实外部银行合作关系，推动网点经营标准化，强化队伍专业化能力。3) 针对银行客群特点及需求，重点完善银保化“产品+”体系，提供全方位一站式保险保障及增值服务，优化客户体验。 |
| 国寿 | <ol style="list-style-type: none">1) 深化拓宽银行合作，银保渠道持续加强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23H1末，银保渠道客户经理达2.3万人，季均实动人力同比提升13.8%，人均期交产能同比大幅提升。 |
| 太保 | <ol style="list-style-type: none">1) 深化“长航”转型，有序落地价值银保。2) 持续强化渠道突破，深化网点经营，固化引领动作，夯实基础管理，促进队伍能级跃升，深化产品服务推动，完善客群精细化分层经营。 |
| 新华 | <ol style="list-style-type: none">1) 以“客户需求”为导向。推动终身寿险、年金险等产品满足客户多样化需求。2) 深耕合作渠道。深化业务期文化、长期化转型发展。 |

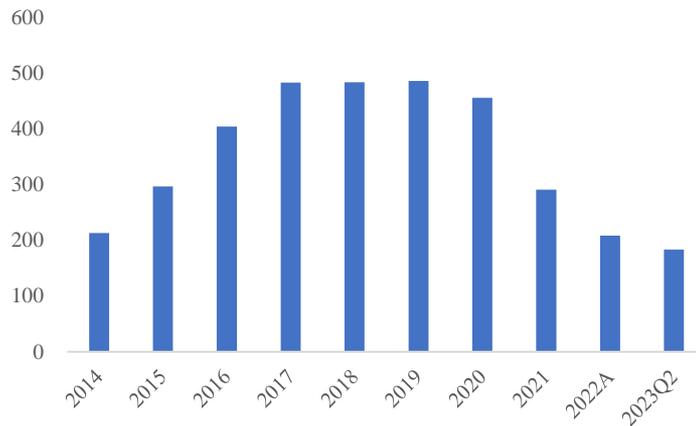
从降幅空间来看：个险渠道深化改革进程中，总人力降幅持续收窄，报行合一后预计人力规模下降空间有限

- **2023年，代理人渠道总人力仍在下降但降幅明显收窄。**各上市险企的人力规模均不足历史规模的一半，人均产能同比提升，人力清虚效果明显。截至2023Q3，各上市险企代理人数量分别为：中国人寿（66.0万，较年初减少0.8万）、中国平安（36.0万，较年初减少8.5万）、中国太保（20.4万，较年初减少7.5万）、新华保险（14.9万，较年初减少4.8万）。
- **报行合一后，人力规模将加速收窄但压缩空间有限。**个险渠道费用率下降后，预计低产能人力将逐渐出清，介于目前各险企人均产能都维持在较高水平，预计人力规模将加速收窄但压缩空间有限。同时，随着各险企深化改革，基本法逐渐扁平化，费用分配更加合理，长期不出单人力脱落对于险企整体价值规模平台影响较小。

图：主要上市险企代理人规模情况（单位：万人）



图：六家公司合计代理人数量情况（单位：万人）

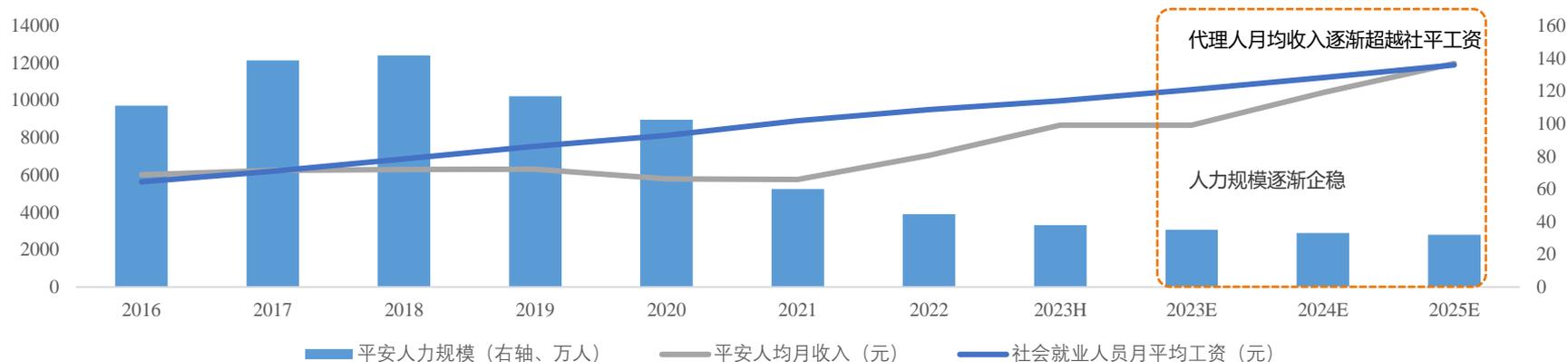


1.2 个险渠道：人力规模降幅收窄，人均收入提升是规模企稳的关键

从平均收入来看：社会就业人员平均工资可作为人力企稳参考指标，预计行业人力规模在25年前后达到相对稳定状态

- 回顾历史，我们认为收入是影响留存的关键指标，代理人平均工资达到社平工资时人力能达到相对稳定状态。
 - 2016-2018年间，平安代理人人均月收入水平与社平工资接近，相对稳定的收入结构推动人力规模稳定增长
 - 2018-2021年间，重疾险销售疲软、疫情等因素导致代理人月均收入水平降低，与社平工资产生背离，人力规模产生脱落
 - 2021-2023年间，各险企主动清虚，推动团队转型，平安代理人月均收入水平反弹，增速超越社平工资，人力规模降幅收窄
- 预计2025年代理人收入达到社会平均工资水平，人力规模企稳。我们以近几年社平工资增速预估未来增长情况，同时以2023H平安人均月收入增速作为基准，考虑到报行合一、未来结构转型推动产能增长等因素对其进行一定折价处理，预计在2025年代理人收入可以达到社平工资水平。

图：社会平均工资与平安代理人收入情况对比



1.2 个险渠道：“效率”提升不仅是清虚带来的自然结果

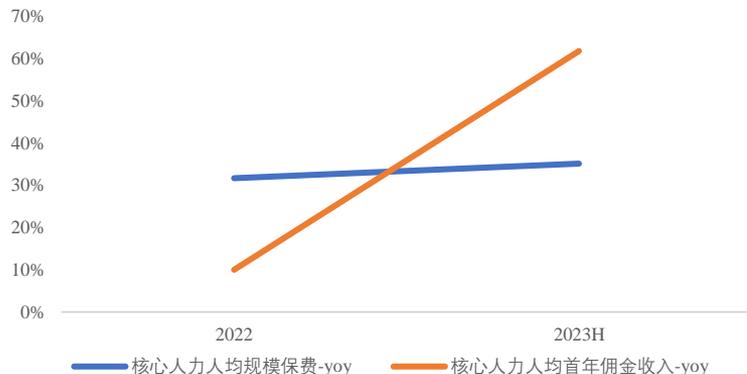
从代理人产能来看：我们认为当前产能的提升并非仅是清虚带来的自然结果，一方面人力结构正向着绩优方向靠拢，另一方面清虚带来的结构及费用优化使得团队运营管理效率提升，转型节奏加快刺激产能进一步提升。

- 从绩优人力产能上来看，代理人“效率”确有提升。市场普遍担心目前阶段各公司产能的提升只是清虚带来的自然结果，即当不出单没有业绩的代理人淘汰后，剩下的代理人产能自然会提升。但单独看绩优人力的产能，我们发现平安2023上半年人均收入同比+36.8%，人力结构中，钻石队伍、潜力队伍等高绩优人力占比提升，其中钻石队伍人均NBV同比+37%，占比+7pps，潜力队伍人均NBV同比+13%，人均收入同比+10%；太保核心人力人均首年佣金2023H同比+61.8%。绩优人力产能提升说明团队代理人的素质及“效率”确有提升。
- 管理成本及费用的合理分配提升了团队整体效率。在主动清虚、报行合一的大背景下，代理渠道有望降低费用成本、提升价值率水平，未来团队结构的扁平化、清晰化将使得费用的使用效率更高，产品策略更加精确，叠加持续高企的储蓄意愿及产品端的相对竞争优势，2024年代理人渠道NBV在高基数下仍有望实现正增长，人力逐渐企稳的态势下人均产能有望进一步提升。

图：中国平安人力结构及人均产能情况



图：中国太保核心人力人均产能情况



1.2 个险渠道：“效率”提升不仅是清虚带来的自然结果

从转型改革成效来看：我们认为随着各险企深入推进代理人队伍转型升级，团队构建将更加扁平化，个险渠道“效率”的提升效果正逐渐显现出来。

➤ 目前各险企推动个险渠道转型举措已全面铺开。国寿推出个险营销体系改革方案“金种子计划”，将基于“新定位、新架构、新制度、新营销、新赋能、新发展”六大举措布局新型营销队伍发展，预期到2025年能打造3-5个样板工程带动扩面。新改革战略将从多层次向扁平化架构转变，从一人多职向专业专注转变，目前已实现中高产能人力占比提升2.4pct，预计报行合一后各险企转型已基本完成，费用下降将不会带来规模和价值的巨大冲击。

图：中国人寿“金种子”计划及成效概览



图：各险企代理人渠道主要改革策略

| 渠道策略 | |
|------|--|
| 平安 | 1) 通过代理人绩优分群，精细化经营，助力渠道高质量转型。其中钻石队伍方面，进一步深化绩优经营策略，优化队伍结构，提升钻石人群产能；新人队伍方面，通过以“优”增“优”，持续改善队伍结构与质量，提升优质新人占比。 |
| 国寿 | 1) 优化产能结构：通过“众鑫计划”、“队伍4.0”、“星级工程”，实现中高产能人力占比提升2.4pct，期望到2025年个险新单产能较2022年增长30%。 2) 优化年龄结构：通过“长青计划”优先试点7家分公司，实现团队人力年轻化、专业化。 3) 优化能力结构：通过“领越计划”培育百万级及以上精英5000+；通过“腾跃计划”培训组经理40000+；通过“跨越计划”实现一年内岗位人员培训覆盖率达54%。 |
| 太保 | 1) 全面启动长航行动二期工程。构建以代理人渠道为核心的多元渠道布局，有序推进职业化营销等项目落地。 2) 持续深化“三化五最”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。 |
| 新华 | 1) 以优计划“增优、育优、绩优”队伍建设为导向，系统性推动绩优队伍建设和发展，加强队伍综合素养培训，做好产品储备与匹配，强化基础管理和支持，推动队伍向“年轻化、专业化、城市化”转型；同时围绕绩优队伍建设提质增效，坚持“提高人均产能、优化队伍结构、稳定队伍收入”三步转型和基本法改革。 |

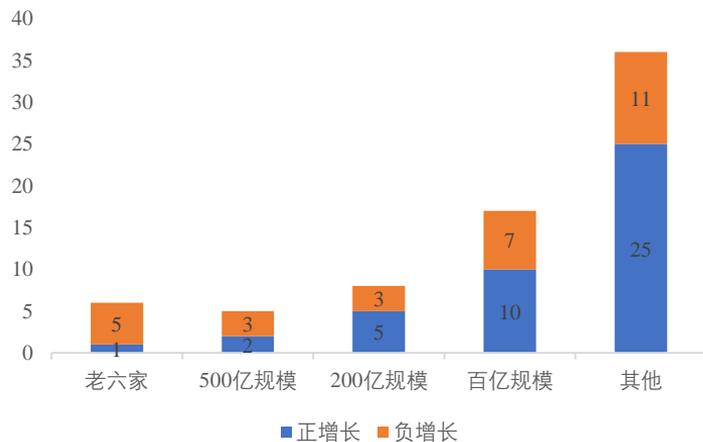
从市场份额来看：报行合一利好头部险企，份额有望持续集中。

➢ 近年上市险企市占率略有小幅下降，但在报行合一持续推进的背景下，头部险企份额有望持续集中。一方面，从产品角度来看，过往中小险企凭借着高费用率投入以获得市场份额，在报行合一降费后产品将进入同水平竞争，头部险企品牌及服务竞争力将更为明显，中小险企的“粗犷”式发展模式受限将逐渐出清。另一方面，从渠道来看，头部险企由于代理人渠道的优势，在市场平稳后，其保费质量以及个险价值率或将得到进一步提升。综合来看，头部险企或将凭借自己的风控、品牌、产品等综合优势，在监管强化“报行合一”下，受影响更小，同时凭借过往积累的资源，收获更多的优质、高贡献值客户，从而进一步提升自己的市场份额。

图：头部险企保险业务收入及市场份额变化

| | 2023H1 保险业务收入 (亿元) | 保险收入增速 | 市场份额 | 市场份额变化 |
|---------|-----------------------|--------|--------|--------|
| 中国人寿 | 4701.15 | 6.90% | 23.19% | -0.78% |
| 平安人寿 | 2862.48 | 8.70% | 14.12% | -0.23% |
| 太保寿险 | 1550.68 | 4.00% | 7.65% | -0.47% |
| 泰康人寿 | 1174.54 | 21.00% | 5.79% | 0.50% |
| 新华保险 | 1078.51 | 5.10% | 5.32% | -0.27% |
| 太平人寿 | 1021.54 | 9.40% | 5.04% | -0.05% |
| “老六家”合计 | 12388.9 | 8.15% | 61.12% | -0.15% |
| 行业 | 32000 | 12.5% | - | - |

图：2023H跑赢市场保费增速的中小险企更多



短期来看，得益于负债端中短期高景气预期，我们预计各险企NBV有望实现正增长；长期来看，得益于政策推动以及各险企转型成效显著，预计未来四至五年，中国寿险业能实现新一轮增长。

➤ 中国寿险业是否迎来新一轮增长周期？

- 2023年起以来，基本面底部反转，中长期EV成长性凸显。得益于预定利率下降、报行合一等政策持续催化各险企加速转型，产品结构优化，人力逐渐企稳，产能大幅提升，寿险业迎来新一轮增长空间，未来预计有四至五年高速增长空间。

1.3 中国寿险业踏入新增长周期，未来将有充足增长空间

中国寿险业踏入新增长周期，未来将有四至五年增长空间。从历年保费及NBV走势来看，保险行业一般为四年一个周期，23年前三季度，上市险企NBV及保费明显反弹实现正增长，开启新一轮增长周期。

- **2010-2014年：基本面弱周期，负债端压制使利率影响钝化。**银保/个险渠道及产品层面均持续受到冲击，权益市场延续震荡下行，利率走势在估值层面没有充分体现（2010和2013两轮加息周期估值无显著变化）。
- **2015-2017年：大变革+高景气向上，EV成长性预期提升。**2.5%定价利率上限放开+代理人资格考试取消+转型个险渠道推动margin提升，NBV增速维持高位，估值中枢较前几年显著提升，利率决定阶段内估值波动。
- **2018-2019年：基本面调整期，EV成长性预期有所下滑。**134号文限制快返类产品+前期高速扩张积累泡沫，NBV增速下滑至0左右，但经历前几年高增长后，实质上对于EV成长性的预期仍然较高。
- **2020-2022年：疫情冲击+行业竞争环境恶化，EV成长性预期达历史底部。**短期数据疲弱导致市场对行业长期发展空间质疑，惠民保/百万医疗加剧行业竞争，同时地产风险导致资产质量可信度下降，估值历史低位。
- **2023年起：基本面底部反转，中长期EV成长性凸显。**预定利率下降、报行合一等政策持续催化各险企加速转型，产品结构优化，人力逐渐企稳，产能大幅提升，寿险业迎来新一轮增长空间，未来预计有四至五年高速增长空间。

图：上市险企历年PEV及NBV增速变动情况



一、负债端——寿险复苏趋势是否会延续？

- 1.1 产品端：寿险长期需求空间是否充足？
- 1.2 渠道端：“报行合一”对渠道影响几何？“效率”是否真正得到改善？
- 1.3 未来预期：寿险行业是否迎来新一轮增长周期？

二、资产端——中国寿险业是否有长期利差损风险？

三、估 值——上市险企合理估值区间是多少？

四、财产险——车险综改后，财险格局将如何发展？

五、投资建议

六、风险提示

中国寿险业是否有长期利差损风险？

➤ **预计长期投资收益率将维持在4.0%以上，长期利差损风险小。**

- 中国上市险企平均净投资收益率与10年期国债收益率价差稳定维持在100-200bps之间，与海外市场经验趋势一致。

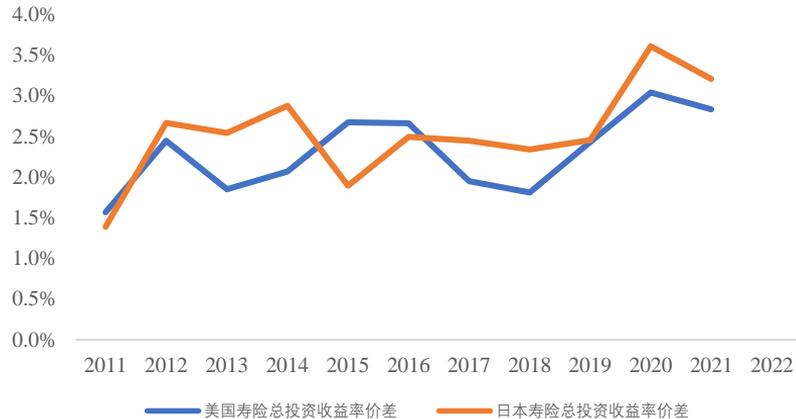
➤ **与海外过往经验相比，中国寿险业资产负债调节较好，长期利差损风险小。**

- 通过降低预定利率、优化产品结构（加强保障型险种、投连及分红险销售）、提升权益类资产配置等举措，有效降低了长期利差损风险。

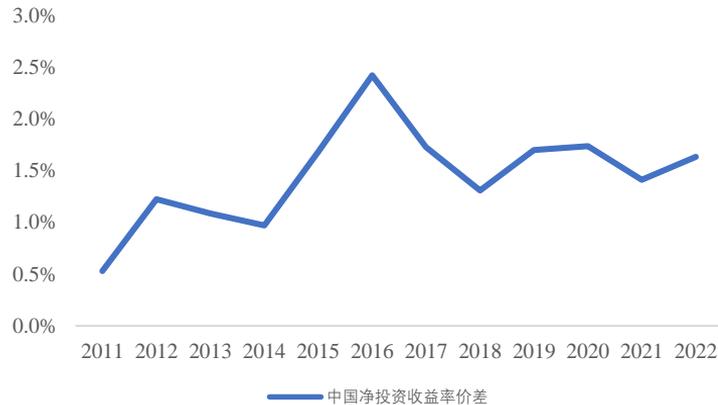
从投资收益率利差水平看：寿险投资收益率稳定性高于利率，且基本维持在100-200bps利差之间，长期利差损风险小。

- 美国寿险业投资收益率变动幅度平缓，主要源于超长期债券投资比重高，以及发达的企业债市场带来的良好流动性及收益率。
- 日本寿险业海外资产配置占比近年来迅速上升，以对冲本国长期负利率水平带来的投资收益压力，良好的海外投资收益率水平使得日本寿险总投资收益率长期稳定在2.5%左右水平，且不受长端利率持续下行影响。
- 我国上市险企平均净投资收益率与10年期国债收益率价差近五年来稳定维持在100-200bps之间，与海外市场经验趋势一致。超长期利率债+高股息率股票+优质非标将能稳定投资收益率，预计长期投资收益率将维持在4.0%以上，长期利差损风险小。

图：美国及日本总投资收益率价差



图：中国上市险企平均投资收益率价差



从海外经验来看：各国寿险业均经历了利率下行周期，通过资产负债调节缓解了利差损风险。

➢ 降低预定利率、加强投连及分红险销售、提升权益类资产配置、加大海外资产配置都能有效改善长期利差损风险

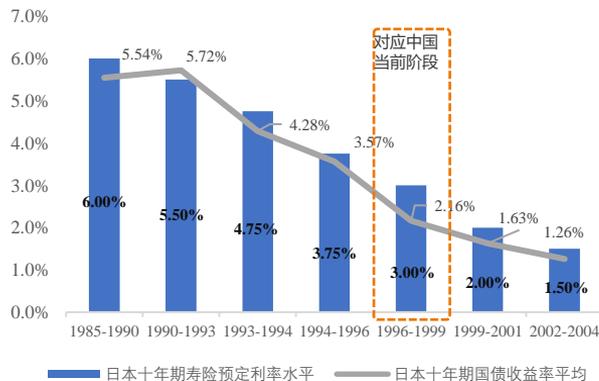
图：各国利率下行周期，资产负债调整措施

| 国家 | 利率趋势 | 举措 | 投资收益率表现 |
|----|---------------------------------------|---|--------------------------------------|
| 美国 | 20世纪80年代起利率下行 | <p>增加投连、分红型等产品；稳步扩大股权投资、增配超长期债券：</p> <p>1) 在负债端，寿险降低产品保证利率、降低负债成本，以缓冲市场和利率波动对保险公司盈利的冲击</p> <p>2) 在资产端，美国人身险行业通过调整资产配置策略，稳步扩大股权类投资，增加高收益的另类投资等，缓解收益压力，此外，美国逐步增配超长期债券，拉低资产负债久期缺口</p> | 美国行业资产的投资收益率下降幅度较国债收益率下行相对平缓 |
| 欧盟 | 2014年起欧洲央行开始实施了负利率政策，2019年以来持续维持“负利率” | <p>降低预定利率；增加投连、分红型等产品；近年来权益类资产配置比重有所提升：</p> <p>1) 逐步降低保险产品的保证利率：德国有效保单的定价利率此前普遍为3.1%，</p> <p>2) 固定收益类产品从贷款向债权类基金转移：主要加配政府债、企业债及基金形式持有债券，配置长久期债券缩小资产负债久期缺口</p> | 德国、英国人身险投资收益率维持在稳定水平 |
| 日本 | 泡沫经济后利率持续走低，大量寿险公司经历利差损与破产潮 | <p>下调预定利率；加大海外资产配置：</p> <p>1) 负债端：下调保单预定利率，降低负债成本，极调整产品结构，增加死差益、减少利差益</p> <p>2) 资产端：强调资产负债匹配原则，一方面加大海外投资，引入变额年金等新型产品投资国际市场，对冲国内经济利率下行；另一方面注重资产负债匹配原则，强调安全性，加大对长期国债的配置比例，减少股票、贷款及不动产投资，实现稳健收益</p> | 日本人身险行业投资收益率近年来维持在2.5%左右，经过20多年走出利差损 |
| 台湾 | 自1993年以来，台湾10年期公债利率持续走低，近年来维持在1%-2%波动 | <p>加大海外资产配置：</p> <p>1) 从台湾寿险近20年的资产配置趋势来看，最为明显的变化即海外投资比例大幅增加，海外投资占比从1999年4.1%上升至2018年的68%，在境内资产收益不断下滑的情况下，面对不断增长的保费规模，台湾保险监管机构不断提高海外投资比例上限，以提升保险资金运用效率</p> | 台湾人身险行业投资收益率维持在3.5%左右 |

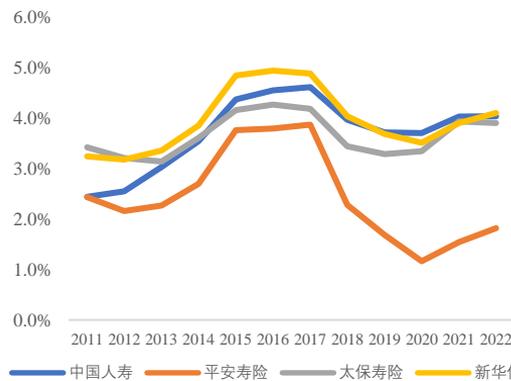
与日本寿险业历史经验相对比：中国监管政策调整预定利率水平更及时，降低了负债端成本，利差损风险小。

- **中国利率水平与日本相比目前处于相对较高水平，且预定利率处于低水平，长期负债端成本压力不大。**目前中国处于3.0%预定利率时代，相当于日本寿险1996-1999年水平，但利率水平远高于当时的日本（1996-1999年平均十年期国债收益率为2.16%），长期来看中国寿险业长期负债端成本压力不大。
- **报行合一政策压降负债端成本，随着未来政策在各渠道全面推行，手续费率下降将进一步压降险企负债端成本。**各险企综合负债成本长期来看在2%-4%之间，在负债端成本进一步下降的情况下，长期产生利差损风险概率较小。
- **我国寿险业90年代也曾经历过利差损，目前预定利率过高引发的风险已基本被消化。**经历了前期的多轮监管，包括遏制投资型保险的增长，134号文对快返型年金的限制，引导保险回归保障本源，同时今年下调了预定利率至3.0%，抑制潜在利差损风险。我们认为，比起日本90年代泡沫破灭后利率下行导致长期利差损，中国寿险业利差损问题很早就已经消化（高预定利率存量规模小），负债端目前处于高质量发展阶段，不太可能重蹈日本长期利差损的覆辙。

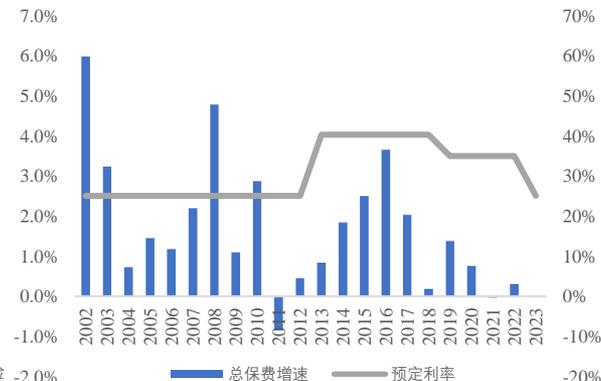
图：日本寿险预定利率及国债收益率变动情况



图：各上市险企综合负债成本率



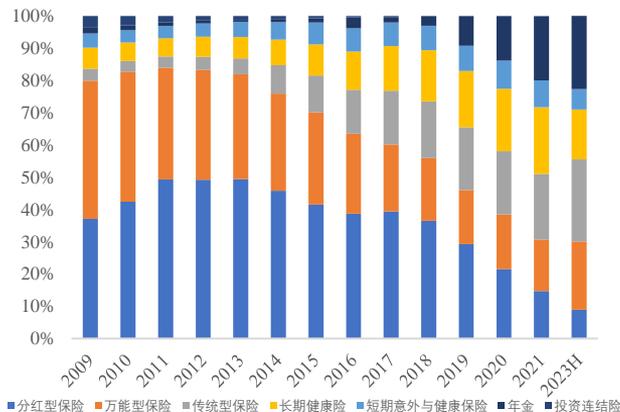
图：中国寿险业总保费增速预定利率变化



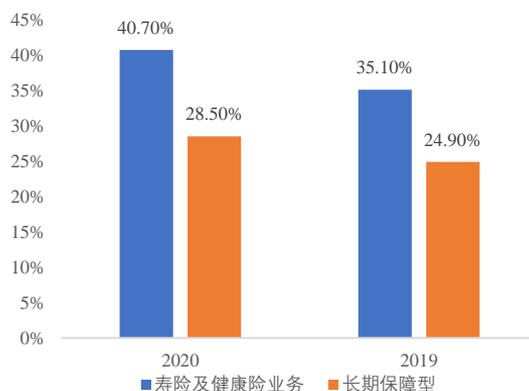
与日本寿险业历史经验相对比：中国寿险业产品端策略转变更及时，加大保障型产品配置，分红险、万能险多元发展，减小了利率敞口，利差损隐患长期可得到化解。

- **保障型产品利差依赖度较低，带来更多死差益和费差益。**日本自21世纪来加大产品结构调整，大力发展健康险等保障型产品，驱动死差益，最终在2014年扭转了长达20多年的利差损。同样，中国寿险业也自2016年后回归保障，降低利率风险敞口。保障型产品由于在新业务价值中利差占比较小，NBV和EV受投资收益率假设变动敏感性较低，对利差依赖度较低，可以带来更多死差益和费差益。
- **分红险、万能险可将利率风险部分转移。**面对低利率环境，日本引入变额年金（具有保底利率，保单利益与连结的投资账户投资单位价格相关联），将部分风险转嫁给客户。中国寿险公司采取传统、分红和万能均衡发展的策略，这些规定产品保证利率都不高，得以通过新单业务增加来消化此前的高利率保单，降低利率敏感性。

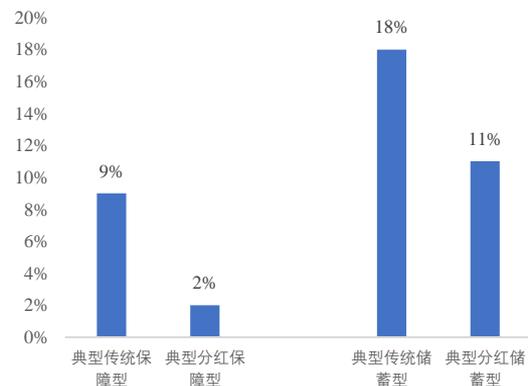
图：平安保费收入结构情况



图：平安保障型、寿险业务总体利差占比情况



图：投资收益率+50bp，平安产品NBV变动敏感性



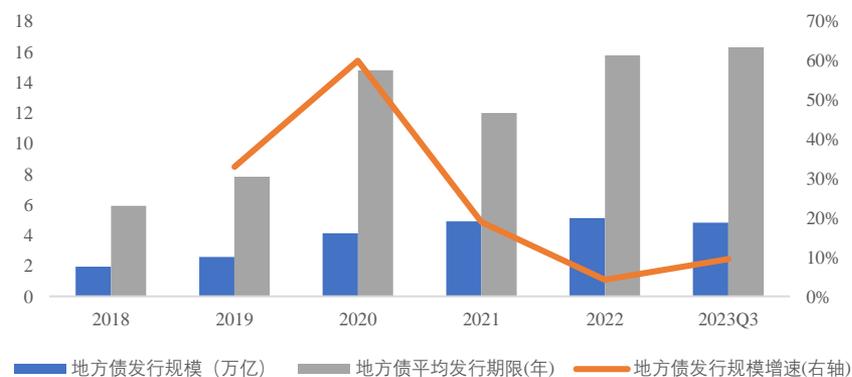
与日本寿险业历史经验相对比：中国寿险业非标、长久期债券配置更加合理，强化了资产负债久期匹配；长周期考核背景下，权益类资产增配有望缓解投资端压力。

- **监管引导放开非标投资，提高险企投资收益率。**2012年开始，保监会发布了保险资金运用新政策，保险资金可以投资非标资产，随后另类投资占比逐步提升，在2016年下半年开始超过债券成为第一大配置品种，期间上市险企平均净投资收益率由2013年的4.9%升至2016年的5.3%。
- **长久期国债和地方债配置将锁定更高收益，资产负债久期将进一步收窄。**近年来地方债规模逐渐加大，相比往年期限更长，利于险企更好匹配资产负债结构，降低利率下行产生的再投资风险。
- **未来权益类资产配置有望提升。**监管近期推动建立长周期考核机制，同时对偿付能力风险因子进行调整，降低了险资机构对权益投资收益短期波动性的顾虑，驱动险资从资产的周期收益特征加大权益资产配置比例，预计带来增量资金入市，叠加资本市场回暖，有望实现长期投资收益率提升。

图：中国保险业投资资产配置结构



图：地方债发行规模、增速及平均发行年限情况



一、负债端——寿险复苏趋势是否会延续？

1.1 产品端：寿险长期需求空间是否充足？

1.2 渠道端：“报行合一”对渠道影响几何？“效率”是否真正得到改善？

1.3 未来预期：寿险行业是否迎来新一轮增长周期？

二、资产端——中国寿险业是否有长期利差损风险？

三、估值——上市险企合理估值区间是多少？

四、财产险——车险综改后，财险格局将如何发展？

五、投资建议

六、风险提示

中国上市险企合理估值在0.8X-1.0X倍PEV之间。

- 投资收益率假设变动对各险企内含价值影响不大。
- 对比海外历史经验，中国险企ROEV修复至12%以上水平时，对应海外险企估值应在0.8X-1.0X PEV之间。
- 对比国内历史经验，考虑长端利率以及负债端预期，我们认为2020年末能成为重要参考时间点，估值在0.8X PEV。

3 估值：投资收益率假设对估值影响不大，合理区间在0.8X-1X倍PEV

投资收益率假设变动对各上市险企内含价值影响不大。

- 根据测算，投资收益率假设下降50bp至4.5%后，国寿、平安、太保、新华内含价值分别-9.1%、-4.7%、-7.7%、-9.0%，对应PEV整体均值上升0.04左右。
- 根据测算，投资收益率假设下降100bp至4.0%后，国寿、平安、太保、新华内含价值分别-16.3%、-9.2%、-14.0%、-15.6%，对应PEV整体均值上升0.08左右。

表：各公司PEV对投资收益率敏感性测算

| 单位：百万元 | 国寿 | 平安 | 太保 | 新华 |
|--------------|-----------|-----------|---------|---------|
| 市值 | 853,594 | 746,984 | 230,022 | 98,235 |
| 2023H EV | 1,311,669 | 1,492,923 | 537,114 | 266,479 |
| 2023E EV | 1,398,171 | 1,565,442 | 555,196 | 277,841 |
| 2023E PEV | 0.61 | 0.48 | 0.41 | 0.35 |
| 投资收益率下降50bp | | | | |
| 调整后2023 EV | 1,271,312 | 1,492,039 | 512,371 | 252,890 |
| 调整后2023 PEV | 0.67 | 0.50 | 0.45 | 0.39 |
| 投资收益率下降100bp | | | | |
| 调整后2023 EV | 1,170,565 | 1,422,079 | 477,305 | 234,516 |
| 调整后2023 PEV | 0.73 | 0.53 | 0.48 | 0.42 |

表：各公司静态EV对投资收益率的敏感性测算

| | 测算情景 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E |
|------|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 中国人寿 | 基准情景 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | 投资收益率下降50bp | -8.8% | -8.5% | -9.0% | -9.1% |
| | 投资收益率下降100bp | -15.9% | -15.3% | -16.2% | -16.3% |
| 平安集团 | 基准情景 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | 投资收益率下降50bp | -4.7% | -4.7% | -4.7% | -4.7% |
| | 投资收益率下降100bp | -9.1% | -9.1% | -9.2% | -9.2% |
| 太保集团 | 基准情景 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | 投资收益率下降50bp | -7.2% | -7.1% | -7.5% | -7.7% |
| | 投资收益率下降100bp | -13.2% | -13.1% | -13.7% | -14.0% |
| 新华保险 | 基准情景 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | 投资收益率下降50bp | -7.8% | -8.0% | -8.7% | -9.0% |
| | 投资收益率下降100bp | -14.1% | -14.3% | -15.2% | -15.6% |

3 估值：投资收益率假设对估值影响不大，合理区间在0.8X-1X倍PEV

参考其余地区经验，2022-2023年我国上市保险公司平均ROEV约10%，预计2024-2025年将修复至12%以上水平，对标海外国家，PEV的合理中枢应在0.8X-1X。

- 美国自2009年起，30-54岁劳动力人群规模（保险主力购买人群）进入负增长区间，而我国维持稳定；且美国GDP增速弱于我国。参考美国保险股估值，ROE达到8%-10%区间时，对应PB约0.8X-1X。
- 英国保险公司PB估值、ROE水平较高，近年来PB维持在1X以上；台湾十年国债收益率已降至1%附近，且全民健保对寿险市场竞争格局形成冲击，但近年来PB也可维持在1X以上。
- 日本保险股估值一直以来受长期的超低利率水平压制，近年来ROEV维持在8%-11%，对应PEV 0.4X-0.8X。从利率角度来看，近二十年10年期国债维持-1%到+1%的低收益率区间，估值受此影响有一定折价，在参考时我们给予一定估值溢价。

表：各国保险公司估值及ROE情况

| 美国 | | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 大都会 | PB | 1.29 | 1.46 | 1.09 | 0.96 | 0.91 | 0.79 | 0.60 | 0.78 | 0.90 | 0.80 | 0.66 | 0.84 |
| | ROE | 19.6% | 12.1% | 10.9% | -7.9% | 6.5% | 12.4% | 1.9% | 5.2% | 9.4% | 7.6% | 1.1% | 6.2% |
| 美国 | | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
| 保诚 | PB | 2.89 | 3.17 | 2.44 | 2.07 | 2.35 | 2.13 | 2.17 | 2.92 | 3.54 | 3.43 | 2.62 | 3.03 |
| | ROE | 16.4% | 16.4% | -7.1% | 11.9% | 20.0% | 17.1% | 22.9% | 13.5% | 20.7% | 20.8% | 13.9% | 15.5% |
| 台湾 | | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
| 国泰 | PB | 2.91 | 2.97 | 2.98 | 2.56 | 2.38 | 2.08 | 1.42 | 1.81 | 1.61 | 1.39 | 1.06 | 1.14 |
| | ROE | 5.2% | 13.9% | 1.1% | 6.2% | 2.1% | 5.1% | 7.0% | 12.2% | 12.2% | 12.9% | 9.7% | 10.0% |
| 日本 | | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
| 第一生命 | PEV | 0.82 | 0.78 | 0.65 | 0.81 | 0.71 | 0.80 | 0.66 | 0.84 | 0.77 | 0.58 | 0.47 | 0.46 |
| | ROEV | 18.1% | 22.0% | 23.9% | 19.5% | 16.4% | 14.2% | 9.8% | 8.7% | 8.7% | 9.0% | 11.0% | 8.0% |
| T&D控股 | PEV | 0.82 | 0.76 | 0.67 | 0.86 | 0.80 | 0.85 | 0.66 | 0.83 | 0.77 | 0.53 | 0.40 | 0.39 |
| | ROEV | 9.0% | 12.9% | 11.3% | 12.2% | 11.5% | 11.2% | 18.2% | 7.9% | 10.4% | 8.5% | 10.4% | 7.4% |
| 香港 | | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
| 友邦 | PEV | 1.54 | 1.51 | 1.55 | 1.70 | 1.81 | 1.96 | 1.84 | 1.86 | 2.01 | 2.12 | 2.01 | 1.80 |
| | ROEV | 11.5% | 12.5% | 12.8% | 12.7% | 13.4% | 13.6% | 15.4% | 15.5% | 16.3% | 15.9% | 11.7% | 12.1% |
| 保诚 | PEV | 0.70 | 0.72 | 0.76 | 0.93 | 1.08 | 1.01 | 0.74 | 0.87 | 0.73 | 0.62 | 0.63 | 0.72 |
| | ROEV | 18.7% | 16.1% | 16.2% | 18.7% | 16.5% | 16.6% | 17.0% | 16.9% | 16.9% | 16.0% | 9.5% | 7.4% |

以长端利率为基准，给予EV成长性溢价，确定合理平均估值为0.8X。

- **长端利率：**以20年一季度末为历史基准，长端利率受经济复苏预期驱动下行至2.6%，后持续攀升。当前经济基本面中长期复苏预期较强，我们认为利率具有潜在上行空间，全年或上升40-50bp至3.1-3.2%区间，因此我们以20年末长端利率上行至3.2%左右时的0.8xPEV (2020Q4)为估值中枢。
- **负债端预期：中短期角度，**受23年高基数压力影响，预计2024年上市险企平均NBV增速在6%左右，增速与2013-14年接近。新单方面，受益于居民储蓄需求旺盛以及基金、银行理财等竞品净值波动，储蓄险维持高销售量，重疾险或将伴随经济及消费复苏有所改善；**长期角度，**市场对行业长期展望的预期弱于2013-14年，但好于2020-2022年，主要由于监管开门红、报行合一等政策因素，行业需要一定时间进行转型调整，代理人质态也需要一定时间验证。

图：上市险企平均PEV及利率走势情况



一、负债端——寿险复苏趋势是否会延续？

1.1 产品端：寿险长期需求空间是否充足？

1.2 渠道端：“报行合一”对渠道影响几何？“效率”是否真正得到改善？

1.3 未来预期：寿险行业是否迎来新一轮增长周期？

二、资产端——中国寿险业是否有长期利差损风险？

三、估值——上市险企合理估值区间是多少？

四、财产险——车险综改后，财险格局将如何发展？

五、投资建议

六、风险提示

4 财产险：财产险增长动能转变，行业集中度预计提升

近年来财险行业增长动能发生转化，2017年来车险增长放缓，财险保费增长由非车险高速增长带来。展望未来，汽车市场受新能源车销量增长影响逐渐回暖，且相对于传统汽车车均保费更高，叠加商务部等汽车市场支持政策，预计2024年车险保费有望维持一定增速。

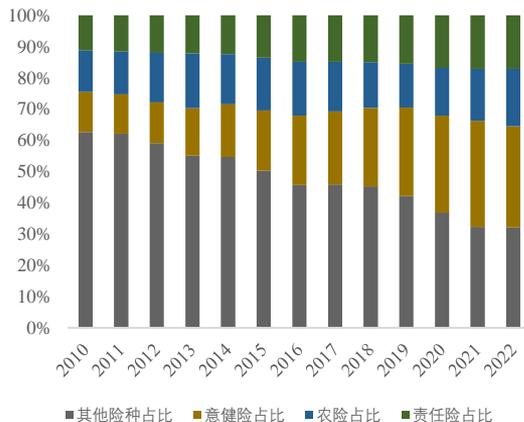
非车险中政府性业务如大病保险、农险仍是主要推力。车险综合改革对费率进行管控，中小财险公司规模效应较小、固定分摊的成本较高，在费用支出方面并无优势，叠加三季度自然灾害影响，赔付率显著上升，进一步影响未来费用投放，吸引力边际趋弱。

未来财险行业集中度将进一步提升。龙头财险有望凭借对车险产业链的深度把控，以及数据、定价、服务等优势，进一步提升市占率，并持续维持稳健的盈利能力。

图：行业财险保费及增速变化情况



图：非车险保费结构情况



图：车险及非车险保费占比情况



一、负债端——寿险复苏趋势是否会延续？

1.1 产品端：寿险长期需求空间是否充足？

1.2 渠道端：“报行合一”对渠道影响几何？“效率”是否真正得到改善？

1.3 未来预期：寿险行业是否迎来新一轮增长周期？

二、资产端——中国寿险业是否有长期利差损风险？

三、估值——上市险企合理估值区间是多少？

四、财产险——车险综改后，财险格局将如何发展？

五、投资建议

六、风险提示

寿险：负债端方面，2023年各险企受益于储蓄险销售旺盛，预计保费及价值将实现正增长，随着银行储蓄利率的持续走低以及其他理财产品收益率波动性加剧，储蓄类保险产品的销售预计将持续走强，同时各险企代理人团队加速转型、产能进一步提升，预计24年各险企保费及价值有望实现正增长。**资产端方面**，随着稳增长等系列政策落地，权益市场有望实现好转，预计24年各险企利润端压力将减弱。

财险：在监管对车险费用的管控下，财险行业增长动能发生转变，头部险企凭借更加精确的定价模型及管理手段，有望在规范化市场中扩大竞争优势，预计未来龙头财险公司将持续占据领先地位。

综合来看，目前保险板块估值位于底部，β属性将助力保险板块估值底部修复。个股方面，建议关注行业龙头中国人寿、寿险转型进度较快的中国太保及中国平安、财产险延续景气的龙头中国财险。

一、负债端——寿险复苏趋势是否会延续？

1.1 产品端：寿险长期需求空间是否充足？

1.2 渠道端：“报行合一”对渠道影响几何？“效率”是否真正得到改善？

1.3 未来预期：寿险行业是否迎来新一轮增长周期？

二、资产端——中国寿险业是否有长期利差损风险？

三、估值——上市险企合理估值区间是多少？

四、财产险——车险综改后，财险格局将如何发展？

五、投资建议

六、风险提示

➤ **权益市场波动，修复不及预期**

经济增长承压、长端利率持续下行、居民消费信心不足

➤ **监管政策不断趋严**

可能推出更加严厉的监管政策，影响险企短期业务表现

➤ **寿险改革滞缓**

各险企代理人团队转型未达预期，核心人力流失较快，影响负债端表现

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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 | 评级 | 评级说明 |
|------|------|----------------------------------|
| 公司评级 | 买入 | 未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上 |
| | 持有 | 未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间 |
| | 中性 | 未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间 |
| | 回避 | 未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出 | 未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上 |
| | 跟随大市 | 未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间 |
| | 弱于大市 | 未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下 |

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

