

证券研究报告

2024年07月03日

行业报告 | 行业专题研究

非银金融

非银行金融行业研究框架

作者：

分析师 杜鹏辉 SAC执业证书编号：S1110523100001

联系人 陈嘉言



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

保险方面：寿险负债端持续强劲复苏，后续资产端有望催化估值的向上弹性。

1) 2024全年保险行业负债端强劲复苏。储蓄险方面，居民整体风险偏好仍处低位，预防性储蓄需求较强，同时银行期定期存款或仍有下行空间，导致竞品吸引力下降，共同推动储蓄险需求旺盛。预计后续或与23年情况接近，险企短期上宣传3.0%定价利率产品即将停售从而带来负债端增长，预计新老产品切换后，受客户资源提前消耗影响，负债端增速或将趋缓；但长期角度，新产品在同类竞品中仍具备相对优势，负债端中长期较为稳定。重疾险方面，预计常规重疾险销售将维持，期待非标/减责新产品带来增量空间。建议关注24H1负债端边际改善程度较高的中国平安、中国太保。

2) 估值仍处低位，看好负债端拐点确立后的估值修复空间：当前负债端价值向上拐点有望确立，但资产端10年期国债处于历史底部区间，对估值形成压制，一旦资产端扰动因素消除，估值具备较大的向上修复空间，建议关注中国人寿、新华保险。

风险提示：资本市场大幅波动；资本市场改革进程不及预期；保险公司负债端改善慢于预期；测算具有主观性。

1. 保险行业的逻辑框架（定性）

➤ 保险公司的业务逻辑：

- （1）保险产品定价（即产品的费率拟定）
- （2）获取保费（同时提取“保险责任准备金”）
- （3）产生费用（包括内勤费用、外勤费用）
- （4）产生赔付（即给客户的利益）
- （5）投资收益（即保险资金运用）

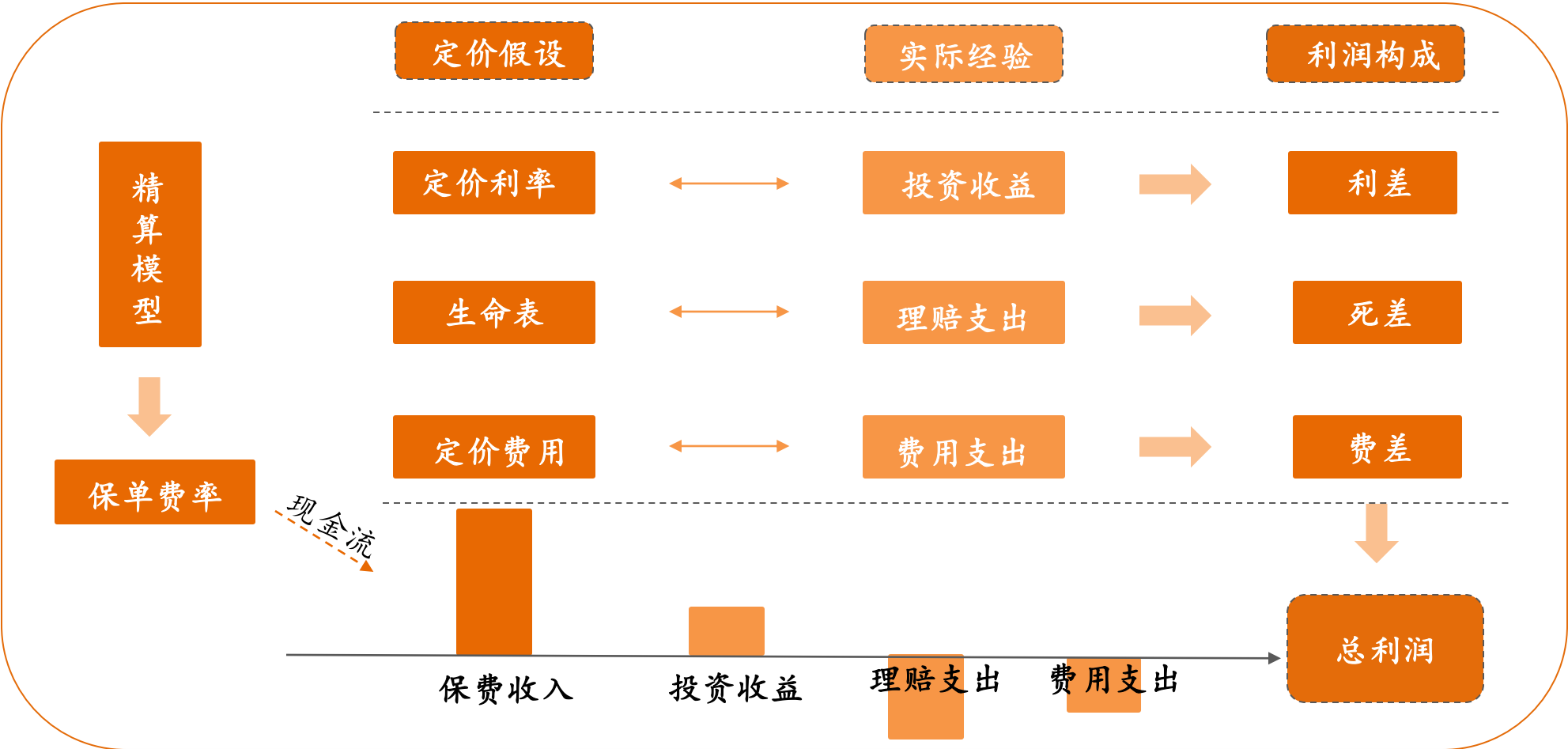
◆ 税前利润 = (2) + (5) - (3) - (4)

◆ 保险公司的利润来源：

- A、**销售能力**，即销售“低负债成本”的复杂保单的能力 \longleftrightarrow **新业务价值（NBV）**
- B、**投资能力**，即获取超额投资收益的能力 \longleftrightarrow **投资收益率；利率、股市**
- C、**运营能力**，即费用管控与赔付管控的能力 \longleftrightarrow **营运偏差；费用率、赔付率**

1.1. 保险行业的逻辑框架（定性）

图：保险公司盈利模式



1.1.寿险行业的逻辑框架

- 一个重要的会计政策：“不能确认首日利得”。即，在保单销售的第一天，新保单不允许为保险公司产生利润。因此保险公司需要多提准备金，名为“剩余边际”。
- 一个重要的经营指标：“营运利润”。即扣除了短期投资波动、折现率变动影响之后的净利润（稳定性利润）。

◆ 营运利润 = 剩余边际摊销 + 净资产投资收益 + 息差收入 + 营运偏差及其他。

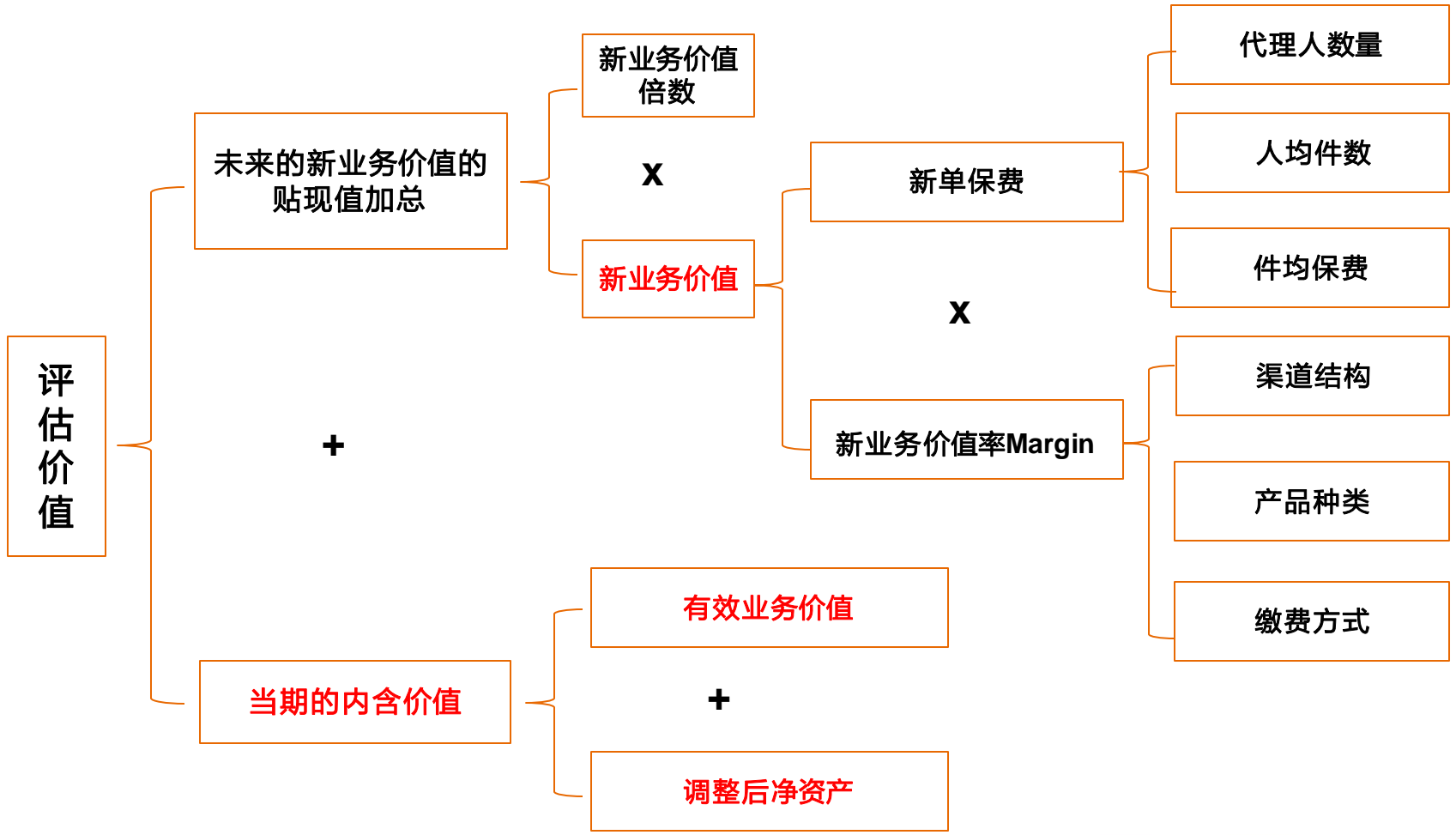
营运利润的稳定性较强，且与分红相挂钩，因此保险股的股息能够平稳增长，从而适用DDM估值方法。

目前应用营运利润（OPAT）的保险公司包括友邦保险、中国平安、中国太保。

1.2.1.寿险公司研究框架—价值体系：EV分析框架

保险公司的存量价值：内含价值是保单未来可分配利润的贴现值。

◆内含价值EV = 有效业务价值VIF + 净资产（调整后）



1.2.1.寿险公司研究框架—价值体系：EV分析框架

一、聚焦内含价值EV的可信度

有效业务价值VIF的本质是保险公司基于精算假设和DCF方法计算出来的“存量保单值多少钱”，因此有“可信度”问题。

- 精算假设是“黑箱”。所披露的精算假设主要包括：**1) 5%的长期投资收益率假设**；**2) 11%的风险贴现率假设**。
 - EV折价的核心来源：**市场预期的长期投资收益率 < 5%的假设**。
 - “市场预期的长期投资收益率”的核心影响变量：**市场预期的长端利率的未来趋势**。
- ◆因此，“市场预期的长端利率的未来趋势”是保险股PEV估值的核心影响因素。长端利率的短期走势会影响其长期预期

1.2.1.寿险公司研究框架—价值体系：EV分析框架

二、聚焦内含价值EV的成长性

增量EV =

(1) 期初EV的预期回报 + (2) 新业务价值NBV + (3) 营运偏差 + (4) 投资偏差 +
(5) 市场价值调整 + (6) 精算假设估计变更。

- 其中，稳定性部分包括(1)、(2)、(4)；强波动性部分包括(3)、(5)、(6)。(1)、(2)、(3)反映“成长性”，(4)、(5)反映“周期性”。
- (2)：销售能力，即销售“低负债成本”的复杂保单的能力。
- (4) + (5)：投资能力，即获取超额投资收益的能力。
- (3)：运营能力，即费用管控与赔付管控的能力。

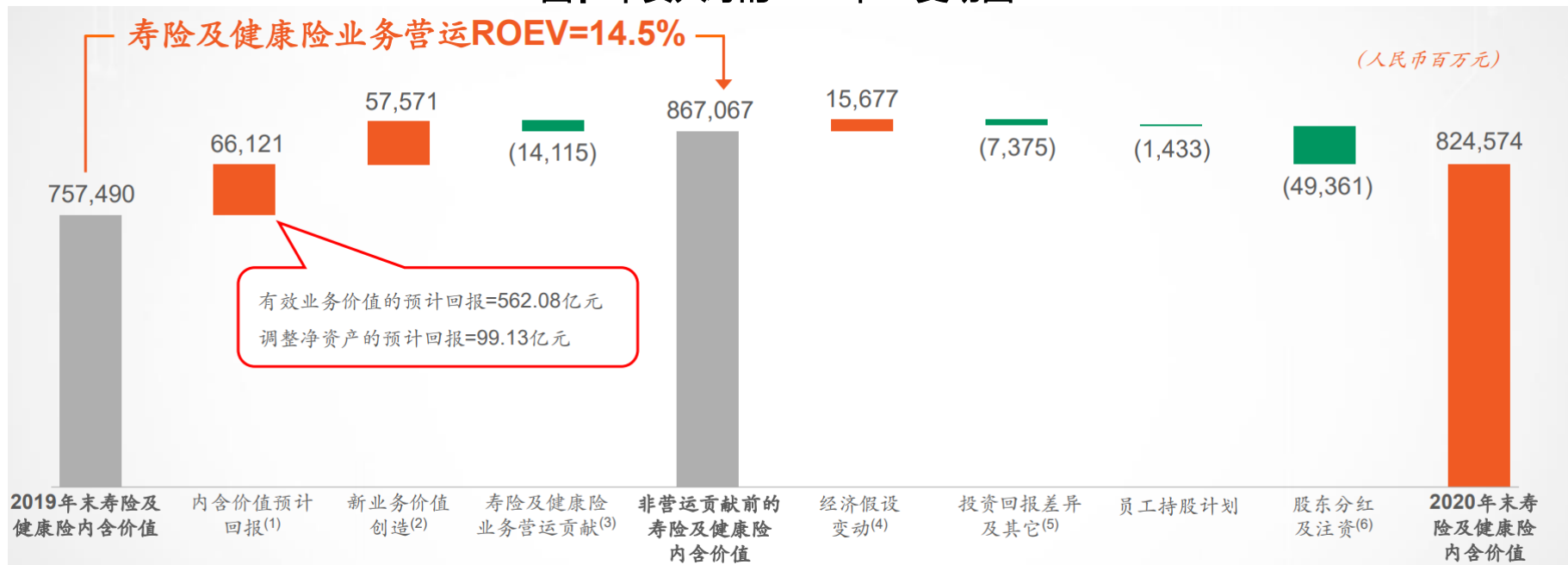
1.2.1. 寿险公司研究框架—价值体系：EV分析框架

二、聚焦内含价值EV的成长性

增量EV=

- (1) 期初EV的预期回报 + (2) 新业务价值NBV + (3) 营运偏差 + (4) 投资偏差 +
- (5) 市场价值调整 + (6) 精算假设估计变更。

图：平安人寿的2020年EV变动图

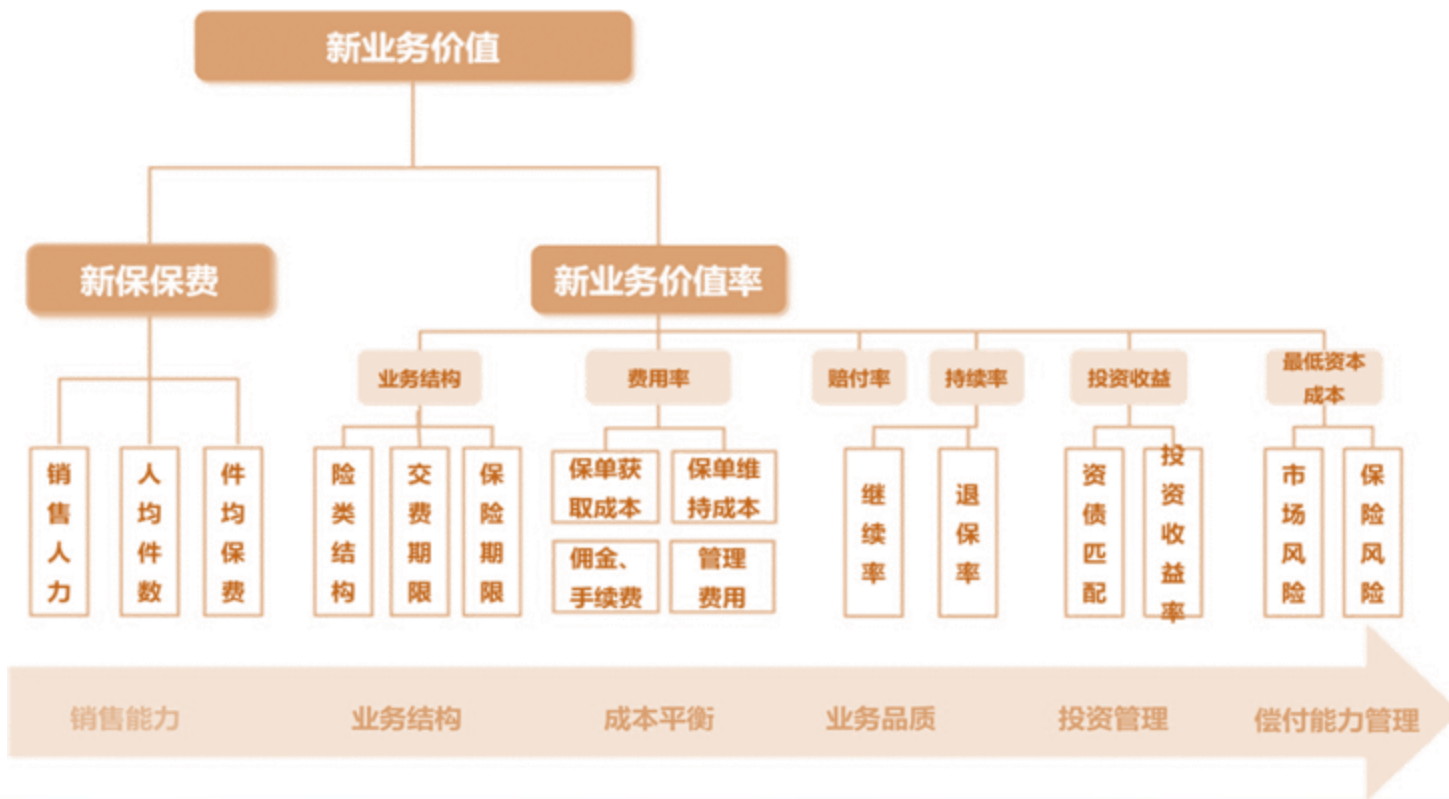


1.2.1.寿险公司研究框架—价值体系：EV分析框架

二、聚焦内含价值EV的成长性

寿险公司最重要的内部考核指标：新业务价值NBV。

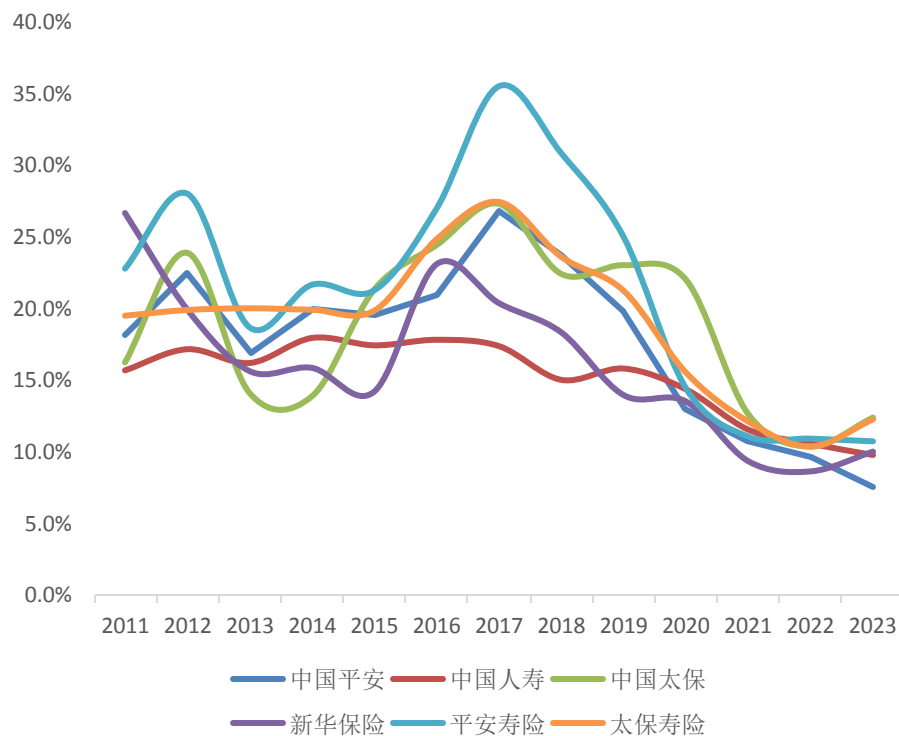
◆ “NBV的未来长期复合增速”是影响EV成长性（ROEV）的最核心指标。



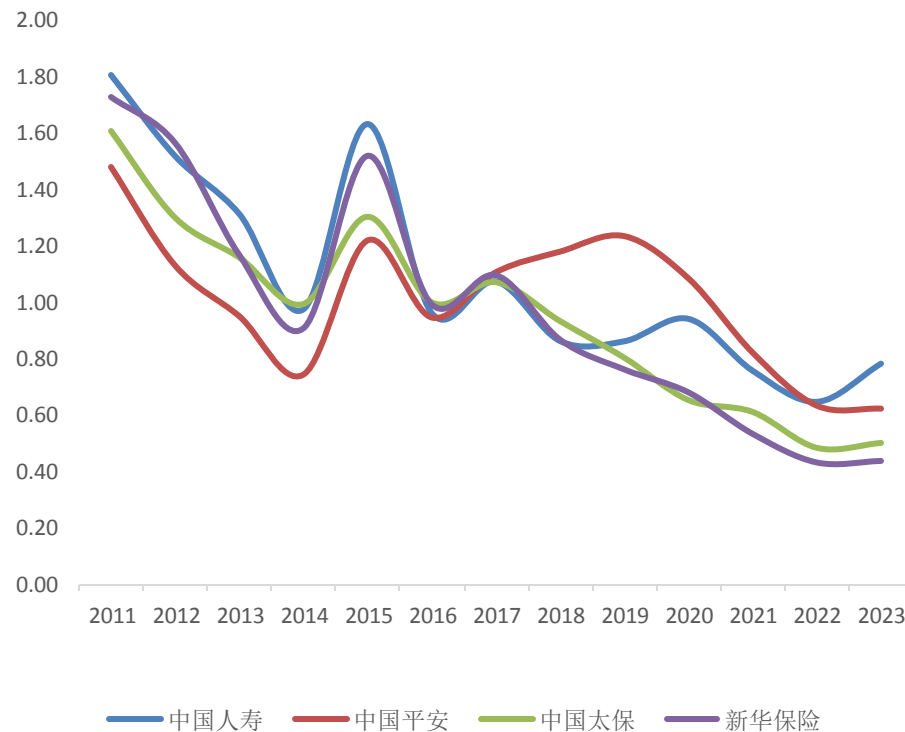
1.2.1. 寿险公司研究框架—价值体系：EV分析框架

- 2011-2023年，平安、国寿、太保、新华的NBV年均复合增速分别为5.25%、5.14%、4.17%、-3.00%。平安 > 国寿 > 太保 > 新华。

图：保险公司的ROEV



图：保险股A股的动态PEV（倍）



1.2.2.寿险研究框架—利润体系：IFRS9及IFRS17下的分析框架

- 上市险企于2023年1月1日起同步实行新金融工具准则（对应IFRS9）及新保险合同准则（对应IFRS17）。我们判断，上市险企或将会同步推进两个准则的实施，预计引发金融资产、保险合同相关科目的计量和列示调整，而同步推进有望降低准则变动引发的相关成本，同时提升各家公司业绩透明度和可比性。
- 新金融工具准则或增加险企利润波动，对险企资产配置能力提出更高要求。根据新金融工具准则，保险公司金融工具将进行重新分类，参考中国平安2018年切换结果，公允价值计量且变动计入损益类资产将有所增加，权益市场波动将更直接反映在利润表现上。同时预期信用损失法的引入也将使险企更加审慎的对金融资产进行减值损失计量，投资端表现对公司业绩影响增加。
- 新保险合同准则引入保险合同全新计量模式，显著增加报表可比性和透明度。新准则要求使用现行市场折现率计量，将导致财务业绩和权益波动加剧，更加考验险企资产负债两端的匹配度。同时进一步明确保险风险与金融风险，并根据当期提供给消费者的服务以及承担的风险部分计入为收入，因此保费收入或受到影响出现下降，但并不影响保险业务核心本质，影响相对有限。

表：新准则的主要内容以及对险企的影响分析

| 准则 | 主要内容 | 影响分析 |
|--------|--|---|
| IFRS9 | 根据其管理金融资产的商业模式和金融资产的合同现金流量特征，对金融资产进行三分类。 | 对于金融工具的分类判断更加规范化、标准化和前置化，资产价值波动更多体现在公司利润，波动性加剧。 |
| | 对分类为FVTPL和FVOCI的金融资产的公允价值计量提出了更高的要求。 | 公允价值计量更加市场化，提升投资收益对市场波动敏感性。 |
| IFRS17 | 应当以预期信用损失为基础，对分类为AC和FVOCI的债务工具进行减值会计处理并确认损失准备。 | 信用减值损失计提更加审慎，减值损失可能增加导致利润下降。 |
| | 将承保和财务业绩分开列报。 | 提高利润来源和盈利质量的透明度。 |
| | 由于投资组成部分和收取的现金不再作为收入，营业收入不再受保费金额的驱动。 | 新的计量模式可能导致利润释放的节奏发生显著变化，主要财务指标也将进行调整。 |
| | 使用现行折现率的同时不再采用锁定假设。 | 导致会计核算发生重大变化，加剧财务业绩和权益波动。 |
| | 新准则计量方式与旧有数据及控制系统可能存在不匹配。 | 需要建立新的数据、系统、控制流程，短期增加合规成本。 |

1.2.2.寿险公司研究框架—利润体系：IFRS17下的分析框架

- 新会计准则IFRS17落地，为保险公司业绩分析提供新框架：新会计准则将保险公司编制的基础从实收实付制变更到权责发生制。其中保险服务收入表征当期提供的服务与涵盖的风险所确认的收入（用于替代保费收入）；保险服务费用则涵盖保单在当期确认的所有费用；承保财务损失可以理解为保险公司获取负债所付出的资金成本。

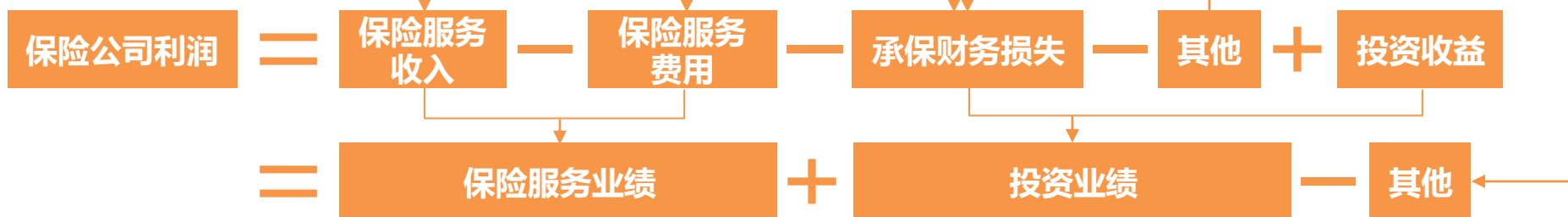
$$\text{保险公司利润} = \text{保险服务业绩} + \text{投资业绩} - \text{其他损益及所得税}$$

- 保险公司利源可以拆解为保险服务业绩和投资业绩两部分：我们将收支两端科目进行耦合。第一，将保险服务收入和保险服务费用两者之差定义为保险服务业绩，该部分用于衡量保险公司通过适当的风险定价获取的收益；第二，将投资收益与承保财务损失相耦合，两者之差用于衡量保险通过投资赚取“利差”所获取的收益。

旧准则：

$$\text{保险公司利润} = \text{保费收入} - \text{赔付、退保、佣金等} - \text{准备金提转差} - \text{其他} + \text{投资收益}$$

新准则：



1.2.2.寿险公司研究框架—利润体系：IFRS17下的分析框架

我们将新准则下利润表科目进行重整，保险公司的利源可以清晰展示为保险服务业绩和投资业绩两项



1.2.2. 寿险公司研究框架—利润体系：ROE分析框架

定义：投资资产规模为A、资产端的投资收益率为I、负债规模为L、负债成本为R、股东权益规模为E。

理论基础：税前利润 = 净资产 × 投资收益率 + 负债对应的投资资产 × (投资收益率 - 负债成本)

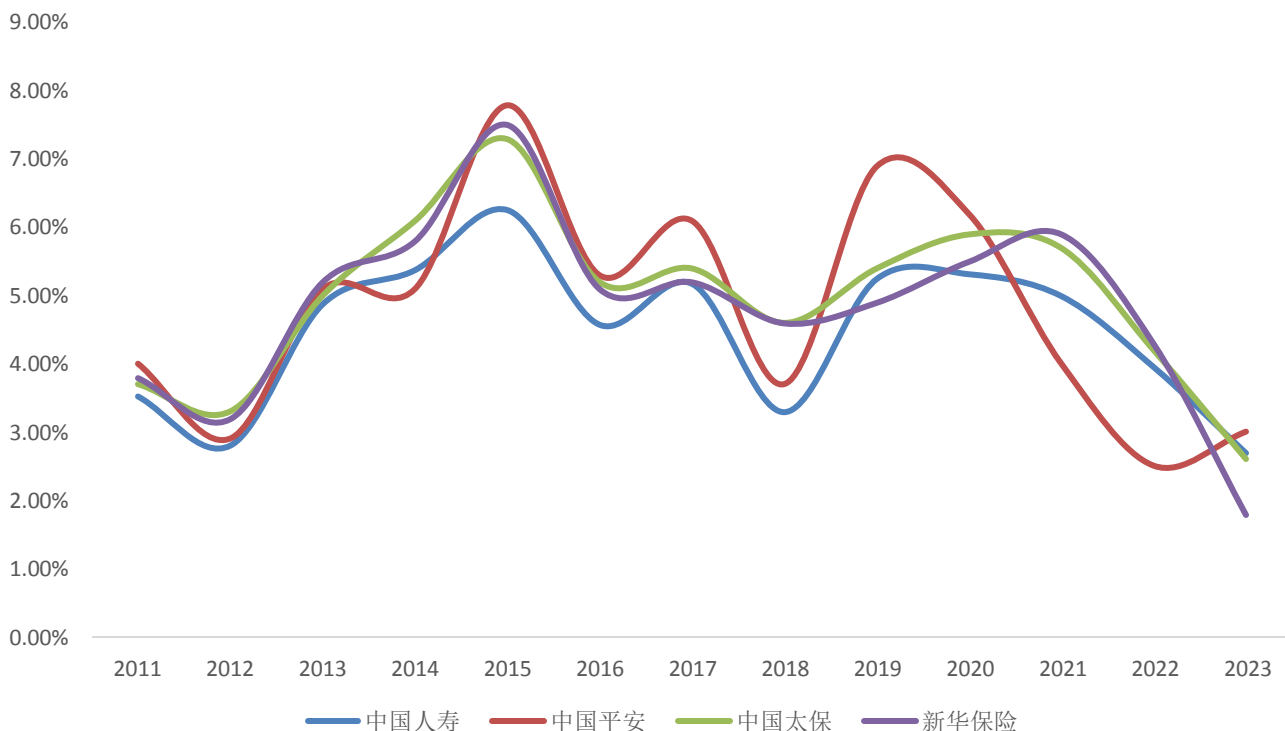
推导得出，税前ROE = $I + (AE - 1) \times (I - R)$ 。

- 投资收益率I：投资能力。
- 负债成本R：销售能力 + 运营能力，即产品定价、保单结构、费用水平、赔付水平。
- 杠杆倍数AE：销售能力。

1.2.2. 寿险公司研究框架—利润体系：ROE分析框架

- 2011-2023年，平安、国寿、太保、新华的年均总投资收益率分别为4.82%、4.45%、4.95%、4.83%。另外，国寿、太保的投资收益率的稳定性较强。

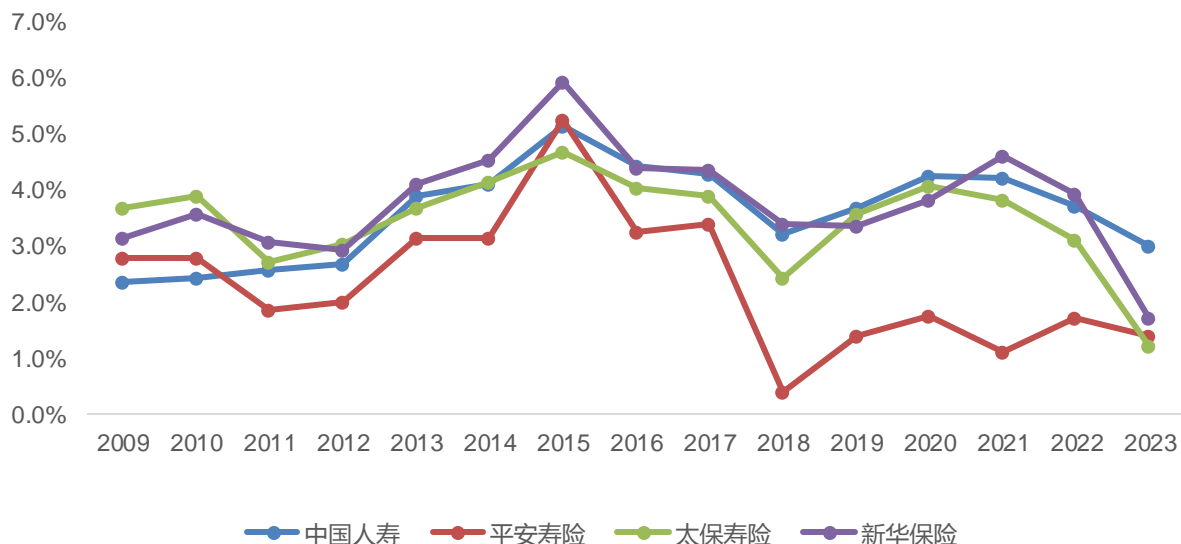
图：保险公司的总投资收益率



1.2.2. 寿险公司研究框架—利润体系：ROE分析框架

- 2009-2023年，平安、国寿、太保、新华的负债成本（年均值）分别为2.3%、3.6%、3.4%、3.8%。2023年负债成本分别为1.4%、3.0%、1.2%、1.7%。
- 2011-2015年，上市保险公司的负债成本持续上行并于2015年达到顶峰。2016年后，负债成本开始明显向下，预计后续将保持相对平稳。

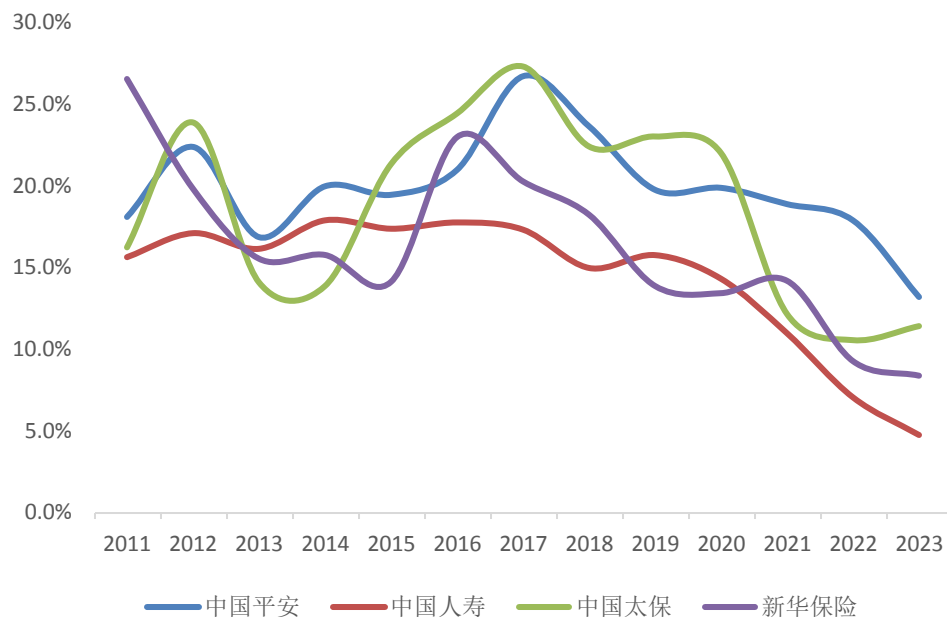
图：保险公司的负债成本



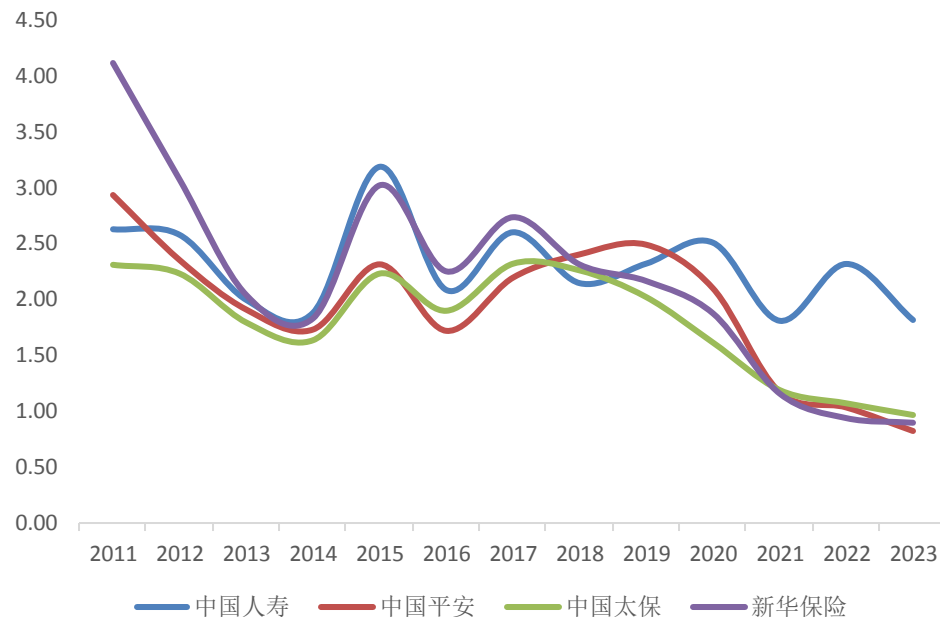
1.2.2.寿险公司研究框架—利润体系：ROE分析框架

➤ ROE趋势与PB趋势的方向趋同。

图：保险公司的ROE



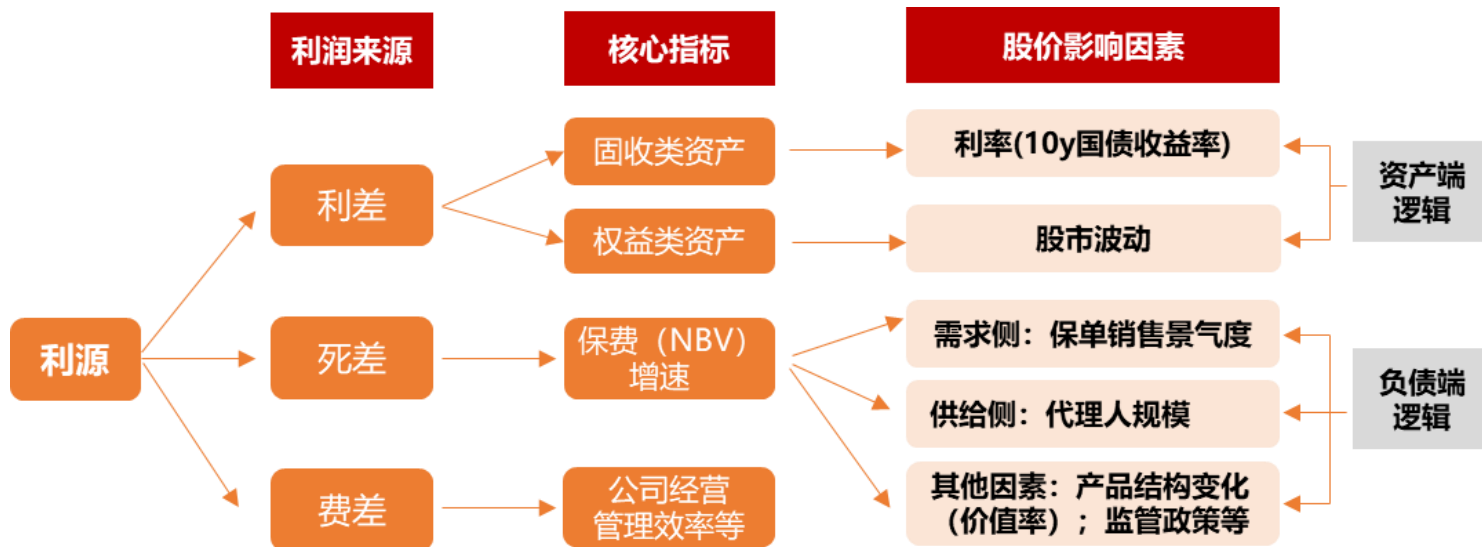
图：保险股A股的动态PB（倍）



1.3. 寿险公司投资框架（新单/利率/股市）

- 保险公司的利润来源结构分为利差、死差和费差，与之相对的，影响保险股价的核心因素分为资产端（长债收益率、权益类投资收益率）和负债端（NBV）。
- 利差：主要由公司投资收益率决定，10年期国债收益率和股市波动是核心变量，其余因素还包括地产投资情况、非标收益率。
- 死差：主要由保费增速、代理人规模、产品结构以及价值率等决定，新业务价值NBV是核心观测指标，代表行业负债端的景气度，其余影响因素还包括监管政策等。
- 费差：主要由保险公司经营效率、保险产品导向变化等决定。

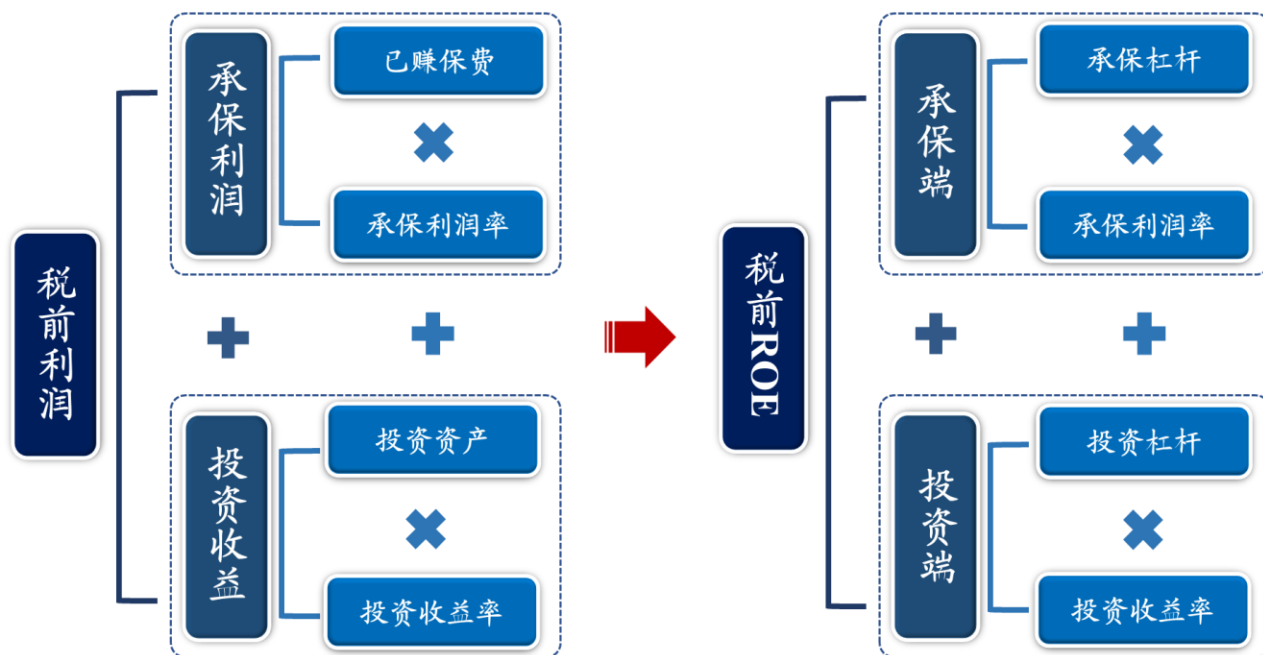
图：保险投资框架



1.4.产险公司研究框架

- 承保利润和投资收益是财险公司盈利的两大驱动力。其中：1) 承保利润=已赚保费-赔付支出-费用支出，即已赚保费* (1-综合成本率)；2) 投资收益=投资资产规模*投资资产收益率。
- 财险税前ROE=承保利润率* (已赚保费/净资产) +投资收益率* (投资资产/净资产)，即：财险税前ROE=承保利润率*承保杠杆+投资资产收益率*投资杠杆。

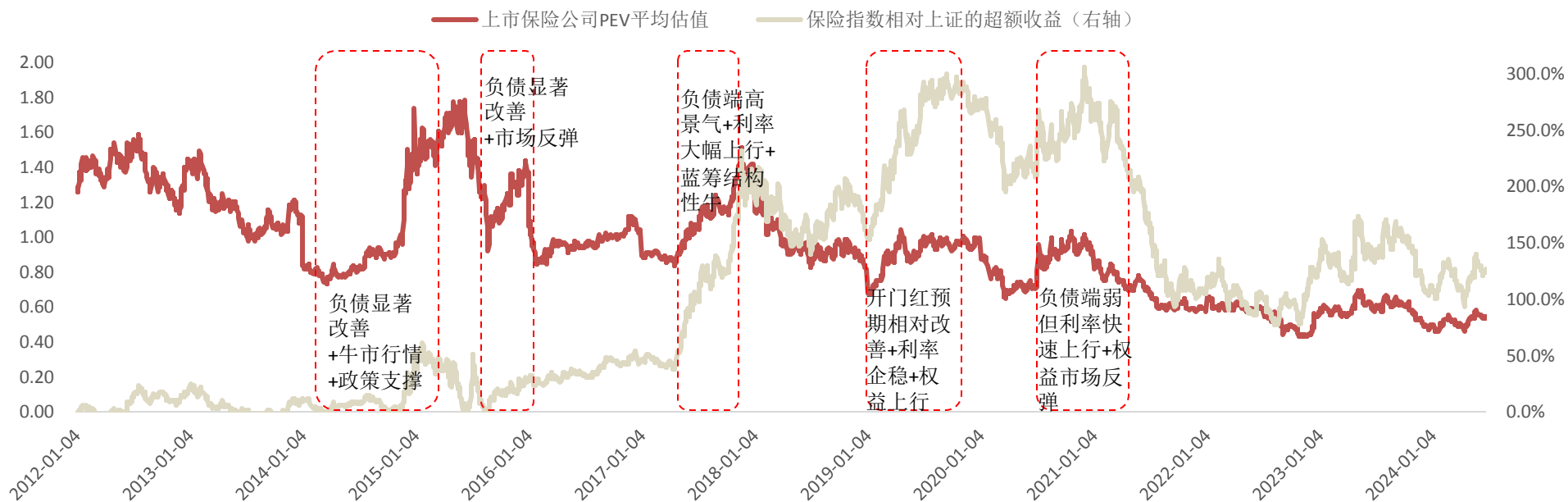
图：产险公司盈利模式



1.5.复盘：2020年起，保险估值中枢持续下行

- 复盘：近十年保险共经历五轮上涨行情，资产端+负债端高景气度共振催化大级别行情。
- 资产端 β 决定上涨弹性，负债端 α 决定超额收益。从五次探底反转的复盘能够看出，保险股估值反转有两个显著特点：1) 直接动因均与投资端变化有关，权益市场上涨和利率上行直接导致保险股估值探底回升，而这背后与宏观经济变化密切联系；2) 负债端景气度对于趋势强弱和标的选择有较大指导意义。
- 三重原因导致保险股估值达到历史底部。保险估值中枢自2020年1XPEV降至目前0.54XPEV (24/6/24)。原因：1) 资产端：过去几年，权益市场、十年期国债利率表现均较弱；2) 负债端：行业NBV继连续三年负增长后，首年回正；3) 风险：地产敞口大，资产质量带来估值折价。

图：近十年保险板块走势复盘



1.5. 保险股复盘（因素1：利率）

➤ 利好保险股的利率环境：加息周期前期、降息周期末期。

本质原因：负债久期长于资产久期，负债端成本随利率的调整速度慢于资产端收益。

➤ 1) 处于震荡期时，利率对保险股基本无影响。2) 利率对保险股的影响存在滞后性：10年期国债收益率突破并站上关键点位。3) 估值低位时，利率下行的影响会“钝化”。

图：保险指数的相对收益与10年期国债收益率



图：保险指数的相对收益与10年期国债收益率



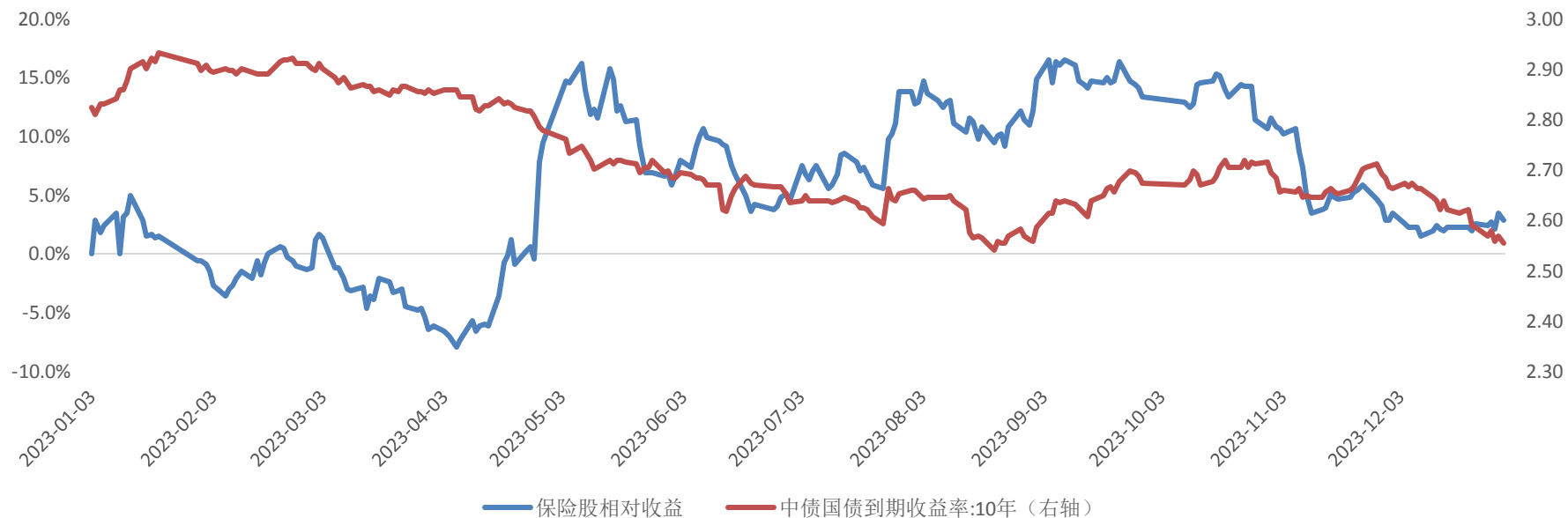
1.5. 保险股复盘（因素1：利率）

➤ 利好保险股的利率环境：加息周期前期、降息周期末期。

本质原因：负债久期长于资产久期，负债端成本随利率的调整速度慢于资产端收益。

➤ 1) 处于震荡期时，利率对保险股基本无影响。2) 利率对保险股的影响存在滞后性：10年期国债收益率突破并站上关键点位。3) 估值低位时，利率下行的影响会“钝化”。

图：保险指数的相对收益与10年期国债收益率



1.5. 保险股复盘（因素2：新业务价值NBV）

►2018-2023年，“股价表现排名”与“NBV增速排名”完全趋同。2021年平安股市表现远弱于负债端增速，我们预计主要受资产端拖累。

图：NBV增速与股价表现

| | 年度相对收益(%) | | | | NBV同比增速 | | | |
|------|-----------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| | 中国平安 | 中国人寿 | 中国太保 | 新华保险 | 中国平安 | 中国人寿 | 中国太保 | 新华保险 |
| 2010 | 15.42 | -18.36 | 3.09 | | 31.36% | 12.00% | 22.00% | |
| 2011 | -12.91 | 9.67 | 10.32 | 30.42 | 8.48% | 1.81% | 10.07% | -8.04% |
| 2012 | 25.17 | 15.46 | 11.50 | -2.64 | -5.39% | 3.14% | 5.15% | -4.31% |
| 2013 | 0.97 | -20.99 | -8.20 | -12.96 | 14.13% | 2.24% | 6.22% | 1.53% |
| 2014 | 30.48 | 79.03 | 26.63 | 66.44 | 20.94% | 9.17% | 16.35% | 15.96% |
| 2015 | -8.02 | -21.80 | -14.67 | 0.31 | 40.39% | 35.59% | 37.79% | 34.79% |
| 2016 | 11.35 | -1.87 | 11.20 | -4.28 | 32.24% | 56.40% | 56.46% | 36.36% |
| 2017 | 79.68 | 5.75 | 30.35 | 39.84 | 32.58% | 21.91% | 40.34% | 15.44% |
| 2018 | 7.83 | -6.61 | -4.37 | -13.81 | 7.33% | -17.64% | 1.49% | 1.23% |
| 2019 | 19.78 | 35.97 | 0.60 | -17.95 | 5.05% | 18.56% | -9.30% | -19.91% |
| 2020 | -22.56 | -15.05 | -21.49 | -6.33 | -34.72% | -0.55% | -27.47% | -10.50% |
| 2021 | -34.80 | -14.78 | -20.99 | -25.35 | -23.55% | -23.29% | -24.82% | -34.87% |
| 2022 | 20.09 | 47.78 | 16.18 | 3.06 | -23.95% | -19.60% | -31.37% | -59.48% |
| 2023 | 1.56 | -11.13 | 12.16 | 17.41 | 7.84% | 2.38% | 19.09% | 24.80% |

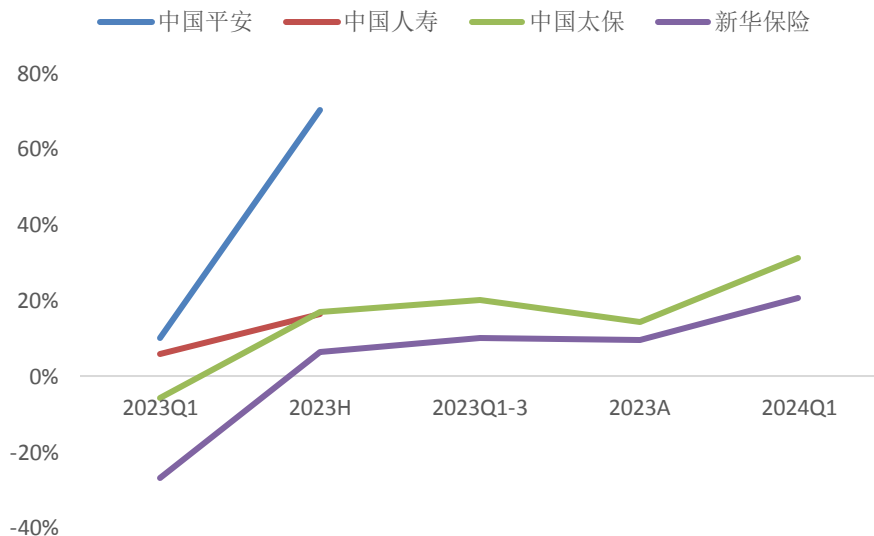
1.6.行业发展展望:短期视角—定价利率的再次下降有望驱动负债端短期增长

- **寿险：定价利率的再次下降有望驱动负债端短期增长**
- ✓ **定价利率或将再次下调。**近期多家保险公司将于6月底停售3.0%定价利率产品，并于7月初推出2.75%定价利率产品。短期角度，产品定价利率的下调或使行业重复23年情景，即旧产品停售推动Q2负债端业绩增长，但由于23年高基数+利率下降后产品吸引力下降+提前消耗客户，负债端或将调整承压。整体而言，停售预期有望催化Q2负债端，但全年角度由于上年的高基数，今年全年仍有压力；但长期角度，储蓄类产品需求旺盛将对负债端长期形成支撑。
- **财险：Q2 COR基数压力较大，业务结构优化+运营改善+准备金增提，龙头财险盈利有望维持稳定。**保费角度，2024Q1太保、人保原保费收入同比增长+8.6%及+3.8%，太保、人保、平安财险保险服务收入同比增速分别为+5.9%、+5.9%、+5.7%，后续有望维持稳健。COR角度，2023车险出行数据已大致恢复至疫前水平，预计行业方面，Q2车险赔付率压力不会大幅恶化，且人保财险车险保费企稳增长，支撑车险COR水平。非车险方面，头部财险运营效率有望持续提升，COR整体可控。

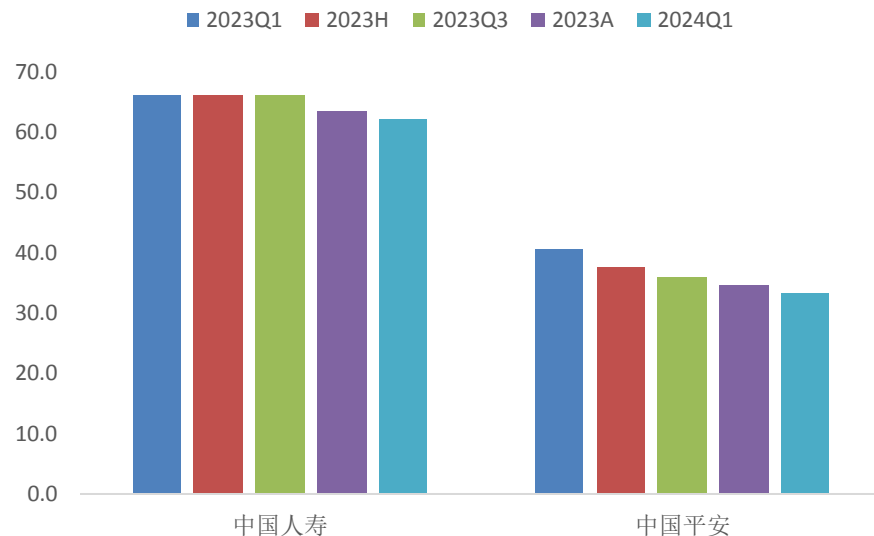
1.6.行业发展展望:中期视角（供给端）—行业人力规模降幅收窄

- **个险新单：疫情影响出清，队伍逐步稳定，驱动个险渠道边际改善。**据已披露数据，24Q1各险企个险新单同比分别为太保（31%）>新华（21%），平安及国寿并未公布Q1相关数据。
- **人力：我们预计行业队伍升级转型稳步推进，人力规模下滑空间有限，同时质态有望加速优化。**规模方面，国寿人力率先企稳，平安人力持续优化。截至24Q1，国寿、平安代理人规模分别为62.2、33.3万人，分别较年初-1.9%、-4%。产能方面，国寿个险板块月人均首年期交保费同比+17.7%，延续改善态势。

图：各险企个险新单保费同比增速



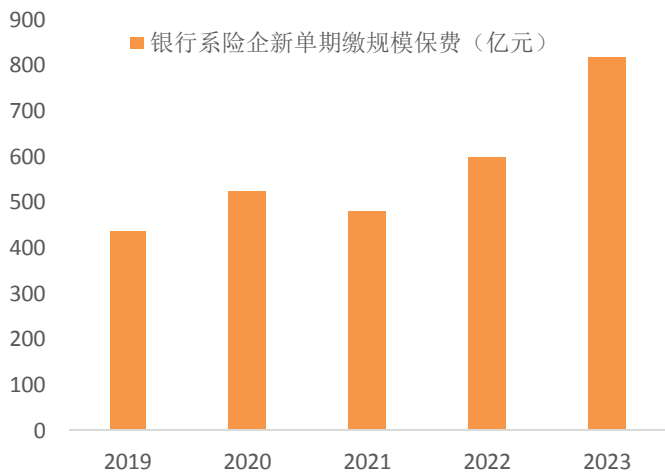
图：各险企人力规模变动（单位：万人）



1.6.行业发展展望:中期视角（供给端）—2023年起银保渠道高速增长

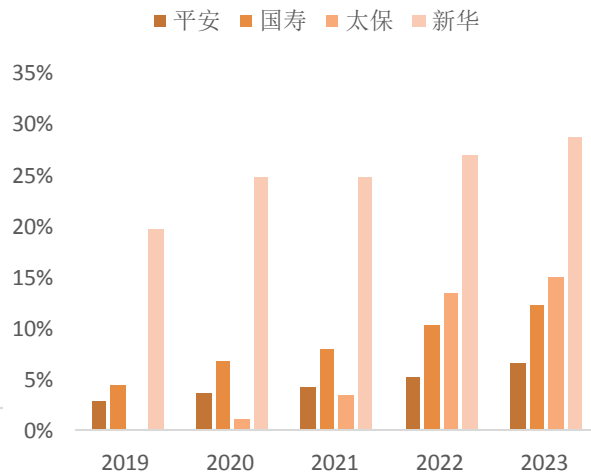
- **2023年银保渠道快速放量，银保期交快速增长，高质量发展的银保渠道大幅带动NBV表现。**银保渠道高速发展，其中期交保费增长迅猛。24Q1太保、新华银保新单保费分别同比-22%、-64%，新单期交保费占比同比分别-1.2pct、-7pct至11.3%、27.8%。
- **保险公司重视银保渠道发展。**自2020年起，大型公司代理人渠道承压，代理人规模大幅下滑，导致个险渠道保费、价值双降。同时，内地银行系险企新单规模保费增长迅速，2023年7家代表性银行系险企总新单期交规模保费达819亿元，2019-2023年CAGR达17%，在行业普遍下滑的背景下逆势增长。由于代理人队伍改革尚需时间，为寻求新的增长点，各大型公司陆续发力银保渠道，为整体价值提供支撑。

图：银行系险企新单期交规模保费

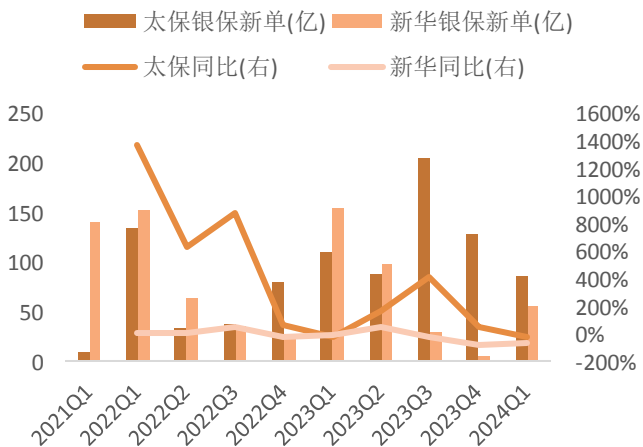


注：2019年中银三星人寿数据未披露

图：各家公司的银保保费收入占比



图：太保及新华银保新单规模及同比增速



1.6.行业发展展望:中期视角（供给端）—保险公司对银保渠道战略重视提升

- 保险公司以提升价值为核心，持续升级银保布局，其中平安、太保的战略重视提升最为明显。太保构建“芯”银保模式，建立高素质的银保队伍，实施价值网点、价值产品、高质量队伍三大价值策略，构建价值银保护城河。平安银行对外发布平安家·幸福家庭计划—平安家庭信托，该产品基于一个可视化的账户，为客户提供全资产配置的综合金融服务。
- 银保合作模式：合力打造专业银保队伍，借助银行的客户资源优势，提供保险产品解决方案，推动险企产品销售，同时为银行创造代销中间收入。

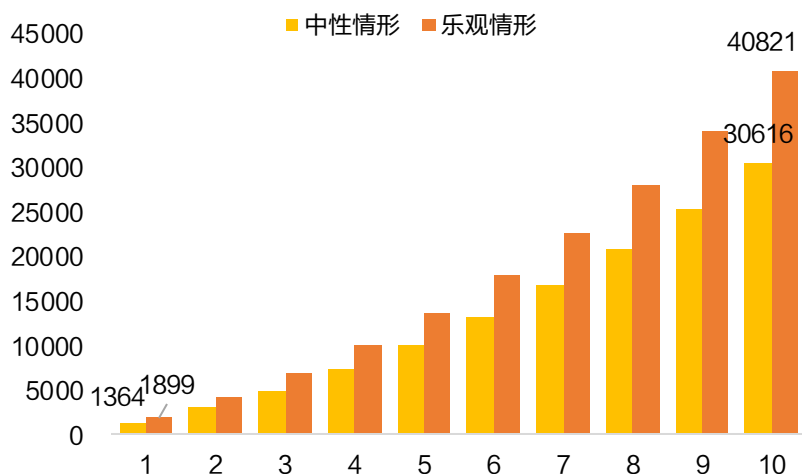
表：各家保险公司银保渠道的布局战略

| 公司 | 计划 | 具体布局 | 主要战略合作银行 |
|------|---------|--|--------------------------|
| 中国平安 | 平安银行家 | 从入口端把控队伍质量，着眼高端财富管理，打造一支以寿险产品销售为主、兼顾复杂金融产品销售的财富管理队伍。以资产配置的逻辑组合银保产品，打造更为个性化、智能化、动态演进的一站式解决方案，贴合客户需求。将保险单独服务接入银行生态，使保险成为财富个人资产配置的组成部分。 | 平安银行（内部）、工商银行、建设银行、农业银行等 |
| 中国太保 | “芯”银保模式 | 在“长航行动”的框架下，构建“芯”银保模式，建立高素质的银保队伍，实施价值网点、价值产品高质量队伍三大价值策略，有序布局战略区域、战略渠道合作，同时加快建设底层支撑能力与体系，将银保打造成能与个险并驾齐驱的价值增长动能。 | 浦发银行、中国银行 |
| 新华保险 | — | 银保渠道继续实施“以趸促期”的产品策略，大力发展期交业务，深化重点渠道合作，优化产品与服务供给，主推产品从固收产品转为增额终身寿，更加注重价值。 | 建设银行、兴业银行 |
| 中国人寿 | 鼎新工程 | 规模与价值并重，聚焦提质创费和结构转型，深化渠道合作，建立精干、专业、高效的银保队伍，持续推进渠道健康发展。 | 交通银行等 |
| 中国人保 | — | 银保渠道坚持“做有价值的规模”的渠道定位，积极推动价值转型，持续改善产品结构。 | 浙商银行、兴业银行等 |

1.6.行业发展展望:中期视角（供给端）一个人养老金制度落地，银保有望深度受益

- 养老金账户预计将成为银保渠道增长的核心动力。
- ✓ 结合国家统计局及相关数据，我们根据下图中性情形估算养老金账户年增量约**1500亿**。我们估算全国月收入超过1万元的人口~2500万人，假定养老金账户平均年化收益率~4.0%，且月入过万人群50%均按照1.2万元缴纳（后续覆盖率逐年提升1%），个人养老金账户年增量分别可达约1500亿。
- ✓ 养老金账户资金无法短期取出，预计将大幅降低保险产品流动性较差的劣势，保险产品有望攫取更大份额。个人养老金的退休后增益取决于账户积累，客户视角更加关注长周期下的稳健回报，我们预计个人养老金参与者整体风险偏好较低。而保险产品偏长期、流动较差的劣势也因账户无法提前支取而大幅降低。

图：个人养老金账户落地后规模测算（亿元）



表：保险在个人养老金账户的产品列表

| 产品名称 | 最低保证利率 | 22稳健实际年利率 | 22进取实际年利率 | 缴费方式 | 领取方式 | 保障责任 |
|----------------|-----------------------|-----------|-----------|-------------------|----------------------------|------------------|
| 国寿鑫享宝 | A:2.00% B:0% | 4.50% | 5% | 趸交、期缴 追加 | 60-100岁,终身/10/15/20年,月领/年领 | 养老年金、失能护理金、身故保险金 |
| 人保福寿年年专属商业养老保险 | 稳健型:3.00% 进取型:0.5% | 4.80% | 5.10% | 趸交、定期追加(3次)、不定期追加 | 60岁起,终身/10/15/20/25年,月领/年领 | 养老年金、重度失能护理金、身故金 |
| 太平岁岁金生 | 稳健型:2% 进取型:0% | 4% | 5.10% | 趸交、期缴 追加 | 60岁起,终身/10/20年,可月领/年领 | 养老年金、全残金、身故金 |
| 泰康臻享百岁B | 稳健型2.85% 进取型:0.5% | 4.80% | 5% | 趸交、期缴 追加 | 60岁起,终身/10/15/20/30年,月领/年领 | 养老年金、身故金 |

1.6.行业发展展望:中期视角（供给端）—银保渠道21-31年CAGR有望双位数增长

- 我们预计2031年银保渠道保费规模或达3.36万亿，21年-31年CAGR为12%，NBV贡献21年-31年CAGR高达16%，主要由银行财富管理转型下网点销售频次提高与银保长期合作下高价值的期缴产品占比提升推动。核心假设如下：
- 鉴于银行对客户财富情况掌握度较高，假设客群经营下每个银行网点销售频率由每五天一件期缴、一件趸交产品增至平均每天销售1.7件保险产品，且期缴件数占比提升至65%，即每天销售0.6件趸交产品、1.1件期缴产品；
- 假设当前趸交产品价值率为5%、期缴产品价值率为15%，且随着险企价值银保战略的推进，期缴产品价值率有望提升至20%。
- 假设21年-31年银行网点从16万家降低至12万家。

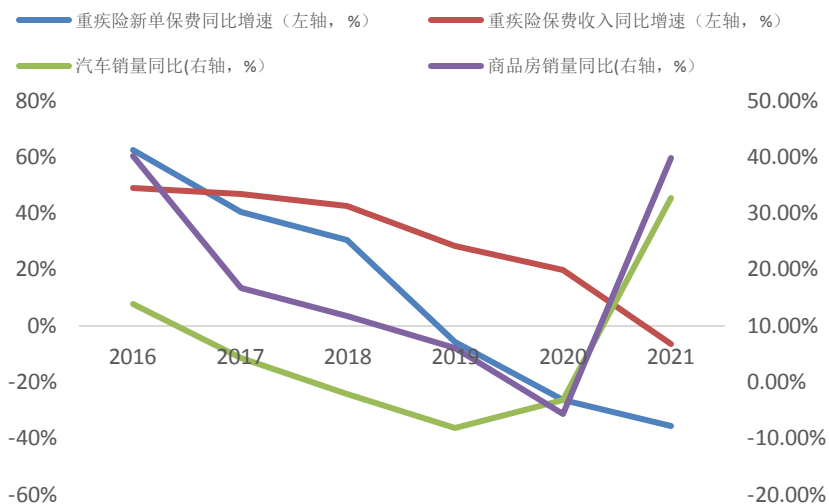
表：银保渠道长期增长空间测算

| | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E |
|--------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 银行网点（万个） | 16.0 | 15.6 | 15.2 | 14.8 | 14.4 | 14.0 | 13.6 | 13.2 | 12.8 | 12.4 | 12.0 |
| 每个网点趸交产品销售频次（件/天） | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.6 |
| 趸交产品销售件数（万件） | 1,000.0 | 1,219.1 | 1,425.8 | 1,619.9 | 1,801.4 | 1,970.5 | 2,127.0 | 2,271.1 | 2,402.6 | 2,521.5 | 2,628.0 |
| 趸交产品件均保费（万元） | 8.0 | 8.0 | 8.0 | 8.0 | 8.0 | 8.0 | 8.0 | 8.0 | 8.0 | 8.0 | 8.0 |
| 趸交产品保费（亿元） | 8,000.0 | 9,753.1 | 11,406.1 | 12,958.9 | 14,411.5 | 15,764.0 | 17,016.3 | 18,168.5 | 19,220.5 | 20,172.3 | 21,024.0 |
| 趸交产品价值率（%） | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 趸交产品价值贡献（亿元） | 400.0 | 487.7 | 570.3 | 647.9 | 720.6 | 788.2 | 850.8 | 908.4 | 961.0 | 1,008.6 | 1,051.2 |
| 每个网点期缴产品销售频次（件/天） | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.1 |
| 期缴产品销售件数（万件） | 1,061.5 | 1,557.8 | 2,027.3 | 2,470.0 | 2,885.9 | 3,274.9 | 3,637.2 | 3,972.6 | 4,281.2 | 4,563.0 | 4,818.0 |
| 期缴产品件均保费（万元） | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 |
| 期缴产品保费（亿元） | 2,760.0 | 4,050.4 | 5,271.1 | 6,422.0 | 7,503.3 | 8,514.8 | 9,456.6 | 10,328.7 | 11,131.1 | 11,863.8 | 12,526.8 |
| 期缴产品价值率（%） | 15.0% | 15.5% | 16.0% | 16.5% | 17.0% | 17.5% | 18.0% | 18.5% | 19.0% | 19.5% | 20.0% |
| 期缴产品价值贡献（亿元） | 414.0 | 627.8 | 843.4 | 1,059.6 | 1,275.6 | 1,490.1 | 1,702.2 | 1,910.8 | 2,114.9 | 2,313.4 | 2,505.4 |
| 银保渠道保费（亿元） | 10,760.0 | 13,803.5 | 16,677.1 | 19,380.9 | 21,914.8 | 24,278.8 | 26,472.9 | 28,497.2 | 30,351.6 | 32,036.1 | 33,550.8 |
| 价值率（%） | 7.6% | 8.1% | 8.5% | 8.8% | 9.1% | 9.4% | 9.6% | 9.9% | 10.1% | 10.4% | 10.6% |
| 银保NBV贡献（亿元） | 814.0 | 1,115.5 | 1,413.7 | 1,707.6 | 1,996.1 | 2,278.3 | 2,553.0 | 2,819.2 | 3,075.9 | 3,322.1 | 3,556.6 |
| YoY | - | 37.0% | 26.7% | 20.8% | 16.9% | 14.1% | 12.1% | 10.4% | 9.1% | 8.0% | 7.1% |

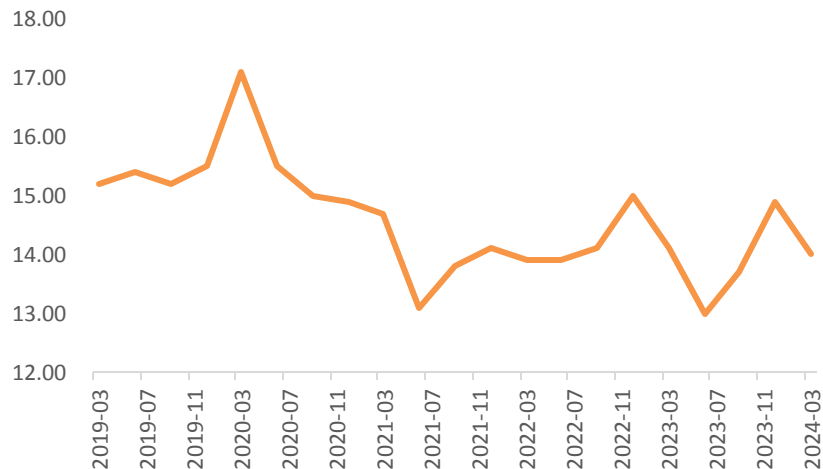
1.6.行业发展展望:中期视角（需求端）—重疾险：2024年有望伴随消费复苏

- **重疾险具备较强的可选消费属性。**重疾险此前在收入趋势上与汽车、商品房等具有一定相关性，疫情冲击后均有所下滑，但由于其可选消费属性较强，复苏又滞后于汽车等消费品。
- **后续居民消费意愿提升有望驱动重疾险复苏。**随着经济复苏和居民预防疾病的保证性需求持续增长，有望带动居民收入与消费意愿回升，作为可选消费的保障型险种需求亦有望释放。

图：重疾险复苏滞后于汽车、商品房



图：未来3个月预计增加支出占比:保险（单位：%）



1.6.行业发展展望:中期视角（需求端）—重疾险：模式创新，推出非标体+模块化重疾

- **我国非标体健康险空间广阔。**据麦肯锡数据，2020年我国“带病体”保险保费约500亿元，仅占当年健康险保费6%，而“带病体”人群年医疗支出约为2.2-3万亿元，占医疗总支出的60%，向非标体扩展的重疾险空间广阔。此外，随着我国逐步步入重度老龄化社会，带病体人群或将进一步增长，其保障缺口也将更大。
- **保险公司产品创新持续发力，非标体重疾推出加速。**据慧保天下公众号统计，2021年至2022上半年各大险企共推出30余款“带病体”保险产品，其中约一半为2022年上半年上线，可见险企参与非标体保险的积极性正在提升，供给端推进加速。

表：2020年我国带病人群的规模大、但保障严重不足

| 人群 | | 人口数量 | 全年医疗支出 | 全年商保保费 | 主要覆盖的商业健康险产品 |
|----------------|-------|------|------------------------|--------------------|--------------------------------|
| 老年人 (65+) | 带病人群 | 1.2亿 | 20% (近1万亿) | <0.1% (1-2亿) | 惠民保（目前约50%产品允许带病人群投保，未来有望全面放开） |
| | 不带病人群 | 0.4亿 | 3%-5%(1000-2000万亿) | <0.1% (~0.5亿) | 惠民保（最新产品基本以放开年龄限制） |
| 中年人 (45-64) | 带病人群 | 2.1亿 | 25% (1-1.5万亿) | 3-5% (300-400亿) | 团险性质的补充医疗及高端医疗险惠民保（通老年人带病群体） |
| | 不带病人群 | 2亿 | 10% (3000-5000亿) | 约30% (约2500亿) | 允许参保全部商保 |
| 年轻人 (<45) | 带病人群 | 0.6亿 | 5%-10% (2000-4000亿) | 约1% (100-200亿) | 团险性质的补充医疗及高端医疗险惠民保（通老年人带病群体） |
| | 不带病人群 | 7.9亿 | 30% (约1.5万亿) | 约65% (约5000亿) | 允许参保全部商保 |

表：保险公司开始积极探索非标体健康市场

| 险企 | 产品名称 | 投保人群 |
|------|------------|---|
| 友邦保险 | 如意悠享系列重疾险 | 仅三条健康告知： 1、过去6个月内没被医生建议住院、手术或做进一步检查； 2、过去2年内没有住院或进行过手术； 3、过去5年内没被确诊过重疾 |
| 中国太保 | “家安芯”百万医疗险 | 拓展5种常见既往症人群（包括高血压、2型糖尿病、甲状腺结节、乳腺结节和肺结节），以及超过20种慢病人群，且有3年保障期限 |

1.6.行业发展展望:中期视角（需求端）—重疾险：预计21年-31年NBV贡献增速为5%

- 我们预计，2031年，重疾险新单保费规模或达1624亿，NBV贡献为1137亿，21年-31年复合增速为5%，主要由渗透率及加保比例提升推动。核心假设如下：
 - 假设我国总人口维持不变，可支配收入口径的中等收入人群维持60%不变，非标群体2031年提升至25%，并以此测算重疾险目标人群规模；
 - 未来重疾险的空间兑现在于渗透率和加保比例的提升，假设重疾险渗透率、加保比例2031年将分别达到65%、6%，并以匀速提升；
 - 随着重疾险的发展，续期保费占比将提升，假设2031年，新单保费占重疾险年保费的比例降至16.5%；
 - 假设重疾险价值率维持在70%。

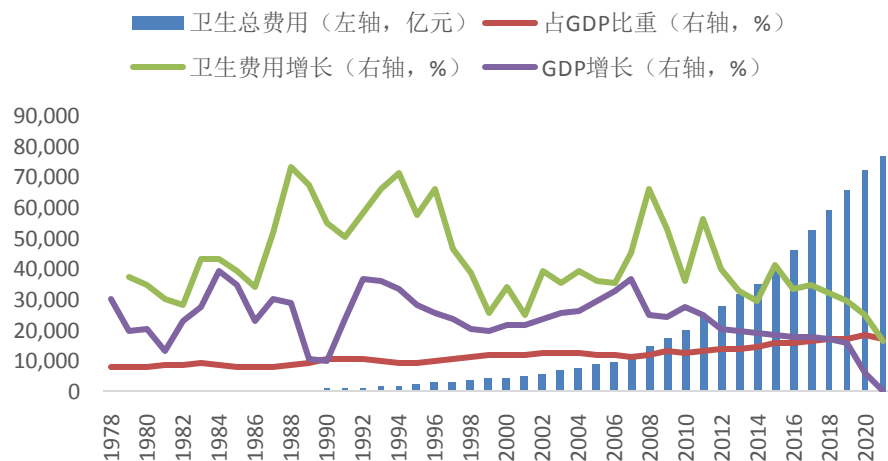
表：未来十年重疾险NBV复合增速为5%

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

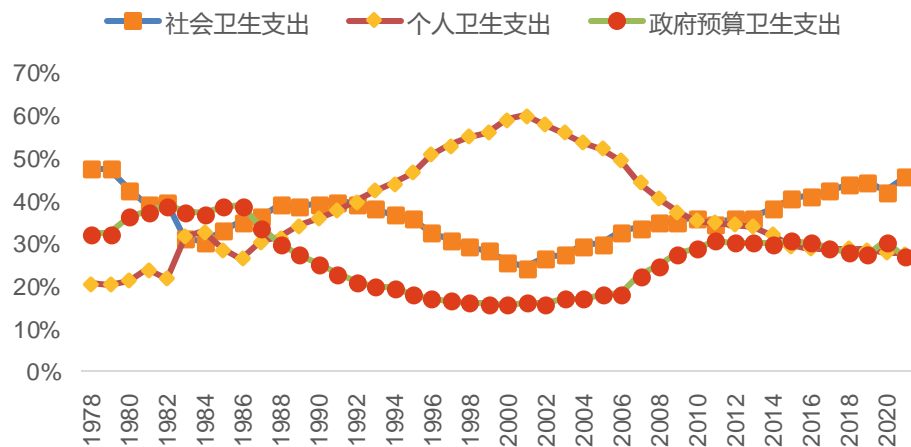
1.6.行业发展展望:中期视角（需求端）—医疗险：发展需求空间依然强劲

- 我们认为，医疗险的发展需求空间依然强劲，核心在于降低居民卫生自付比例以及提高先进医疗的可及性：
- ✓ 由于医疗费用通胀、人口老龄化加剧、不断增长的发病率等因素，卫生总费用近年来快速上升，快于GDP增速，占GDP比例从2013年的5.4%增长至占2021年的6.72%。
- ✓ 从卫生总费用构成来看，2021年个人卫生支出占比27.6%，自2001年来呈下降趋势。根据WHO发布的《2010年世界卫生报告——卫生系统筹资：实现全民覆盖的道路》指出，“如果卫生总费用中个人患者直接支付部分所占的比例低于15%~20%，灾难性医疗支出的发生率以及因病致贫发生率就非常小。”可见我国个人卫生支出占比仍有下降的空间。
- ✓ 2021年社会卫生支出占比45.5%，自2001年来呈上升趋势，医保基金运行面临较大压力，驱动医疗卫生体系进行控费改革，导致缺乏社保支付的先进医疗资源外溢，需要医保外的支付方来对新药品、新医疗器械和新诊疗方法在医疗服务中的应用支出进行保障。

图：全国卫生总费用及增长情况



图：全国卫生总费用构成



1.6.行业发展展望:中期视角（需求端）—医疗险：21年-31年NBV复合增速有望达到18%

- 我们预计，2031年，医疗险新单保费规模或达2.5万亿，21年-31年复合增速为20%，NBV贡献为4988亿，21年-31年复合增速为18%，核心逻辑在于降低居民卫生费用自付比例。核心假设如下：
 - ✓ 2016年国务院发布的《“健康中国2030”规划纲要》提出2030年，商业健康保险赔付支出占卫生总费用比重显著提高，个人卫生支出占卫生总费用比重降低到25%左右，据此，我们假设至2031年，个人卫生自付比例降至24.7%，且商业健康险支出占社会卫生支出比例增至20.7%；
 - ✓ 2021年，商业健康险赔付率为47.7%，较2020年大幅提升12pct，我们假设健康险赔付率2031年或将提升至55%，价值率随之降至20%。

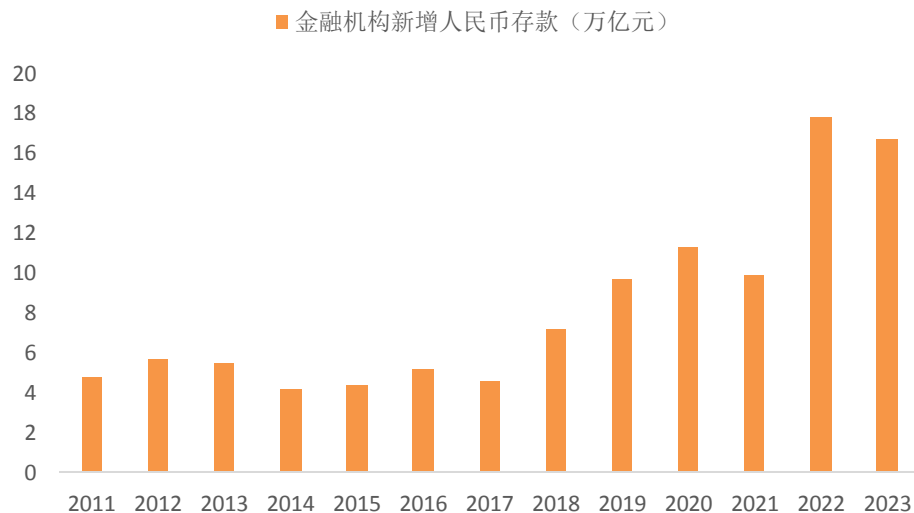
表：21年-31年医疗险NBV复合增速或高达18%

| | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E |
|---------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 全国卫生总费用(亿元) | 76,392.5 | 87,331.8 | 96,064.9 | 105,671.4 | 116,238.6 | 127,862.4 | 140,648.7 | 154,713.5 | 170,184.9 | 187,203.4 | 205,923.7 |
| 个人自付比例(%) | 27.4% | 27.1% | 26.9% | 26.6% | 26.3% | 26.1% | 25.8% | 25.5% | 25.3% | 25.0% | 24.7% |
| 政府卫生支出比例(%) | 30.4% | 30.4% | 30.4% | 30.4% | 30.4% | 30.4% | 30.4% | 30.4% | 30.4% | 30.4% | 30.4% |
| 社会卫生支出比例(%) | 42.2% | 42.5% | 42.7% | 43.0% | 43.3% | 43.5% | 43.8% | 44.1% | 44.3% | 44.6% | 44.9% |
| 社会卫生支出(亿元) | 33,511.4 | 37,094.0 | 41,058.0 | 45,443.8 | 50,296.2 | 55,664.7 | 61,603.9 | 68,174.2 | 75,442.6 | 83,483.0 | 92,377.0 |
| 商业健康险支出占社会卫生支出比例(%) | 10.7% | 11.7% | 12.7% | 13.7% | 14.7% | 15.7% | 16.7% | 17.7% | 18.7% | 19.7% | 20.7% |
| 商业健康险支出(亿元) | 4,028.5 | 4,325.2 | 5,200.2 | 6,212.5 | 7,381.6 | 8,729.1 | 10,279.8 | 12,061.7 | 14,106.1 | 16,448.8 | 19,130.0 |
| 商业健康险赔付率(%) | 47.7% | 48.4% | 49.2% | 49.9% | 50.6% | 51.3% | 52.1% | 52.8% | 53.5% | 54.3% | 55.0% |
| 商业健康险保费(亿元) | 8,447.0 | 8,932.2 | 10,579.5 | 12,454.0 | 14,583.8 | 17,000.7 | 19,739.9 | 22,840.9 | 26,347.7 | 30,309.7 | 34,781.8 |
| 商业医疗险保费(亿元) | 3,872.4 | 5,824.2 | 7,048.9 | 8,441.5 | 10,022.6 | 11,815.0 | 13,844.1 | 16,138.1 | 18,728.4 | 21,649.5 | 24,939.5 |
| 价值率(%) | 25.0% | 24.5% | 24.0% | 23.5% | 23.0% | 22.5% | 22.0% | 21.5% | 21.0% | 20.5% | 20.0% |
| NBV贡献(亿元) | 968.1 | 1,426.9 | 1,691.7 | 1,983.8 | 2,305.2 | 2,658.4 | 3,045.7 | 3,469.7 | 3,933.0 | 4,438.1 | 4,987.9 |

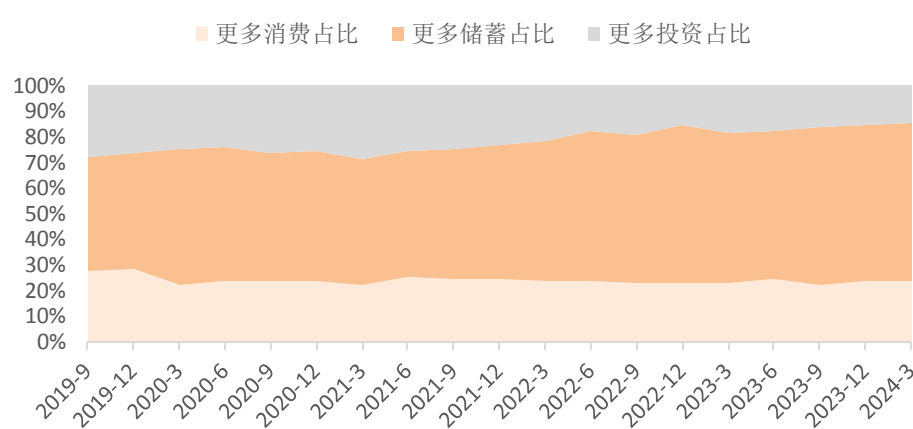
1.6.行业发展展望:中期视角（需求端）—储蓄险：风险偏好角度，预防性储蓄需求提升

- **风险偏好角度，近年来外部的不确定性使我国居民的风险偏好下降。**在这一时点，刚兑（保本）将会更加占据客户心智。当前我国存款余额不断上升可以例证这一事实。截至2023年末，我国金融机构新增人民币存款16.67万亿元；据推算，截止2024年3月末，我国居民的存款数额或已突破150万亿元大关，按23年末人口数据估算，目前人均存款达10.64万元。
- 从居民意愿角度，可看出后疫情时期居民储蓄意愿不断增强。截至2024年3月末，居民储蓄意愿持续上升，偏向于更多储蓄的居民占比高61.8%，相较于2019年末大幅提升16pct.。

图：金融机构新增人民币存款（万亿元）



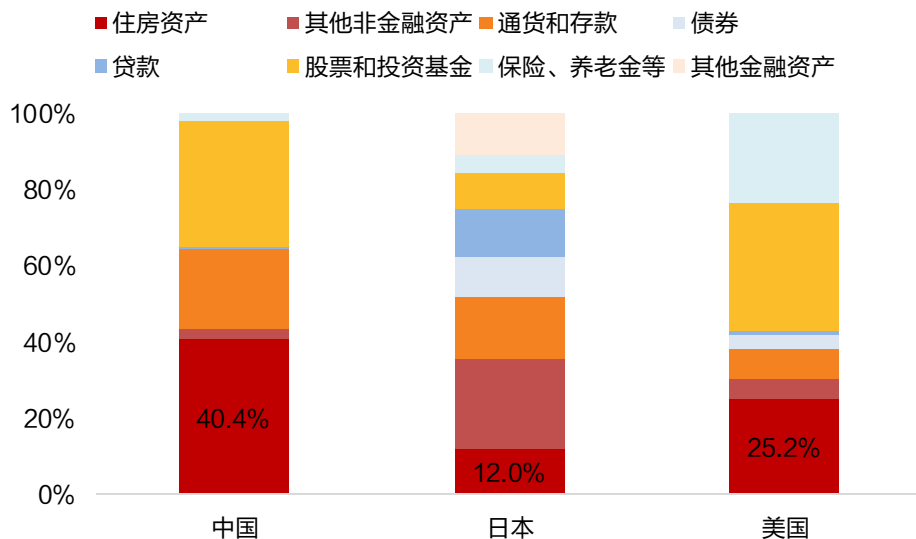
图：我国居民储蓄意愿大幅提升



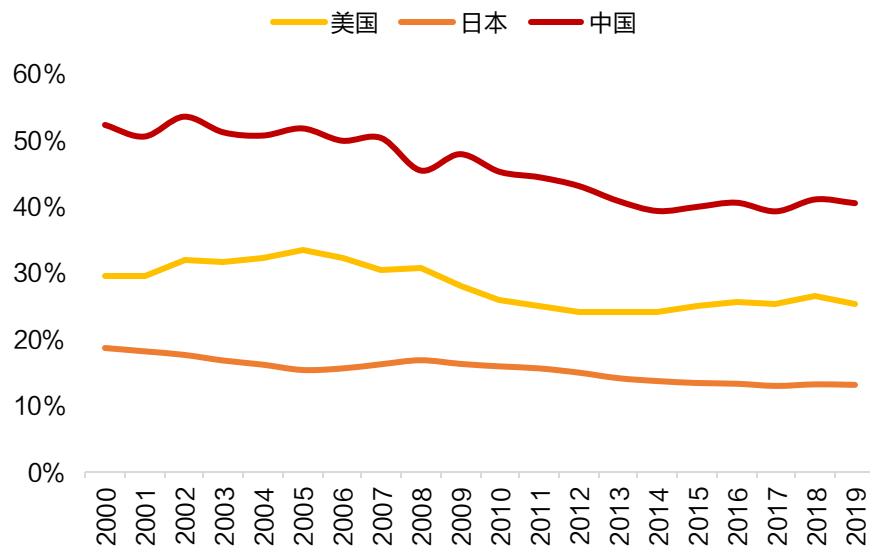
1.6.行业发展展望:中期视角（需求端）—储蓄险：长期受益于居民财富配置转移

- **房地产投资属性弱化，居民资产配置向金融资产转移或是大势所趋。**对比美日，我国居民资产金融资产配置长期被房地产挤占，2019年我国居民金融资产占居民总资产的比例为36%，明显低于美国的74%和日本的61%，与此同时房地产占居民总资产比例高达40%，远高于美国的25%和日本的12%。我们判断，未来随着中国人口出生率的降低，居民的购房需求将持续下降，叠加房住不炒政策导向对房地产行业的影响，地产投资风险加大、收益下行，后续地产资产配置比例将持续降低，居民财富将持续向金融资产转移。
- **财富人群保险配置比例有待提升。**2021年，美国保险类资金配置占金融资产比例高达30%，与之相比，2019年我国保险资产占比仅为4%，整体市场尤其是财富人群的保险渗透率提升潜力较高。

图：2019年，中、美、日居民资产配置



图：中、美、日居民房地产资产配置比例



1.6.行业发展展望:中期视角（需求端）—储蓄险：利率下调后增额终身寿仍有相对竞争力

居民理财需求提升，储蓄型险种需求旺盛，中期视角下终身增额寿仍有望重回高增。受经济影响，居民消费趋于谨慎，储蓄偏好提升，保障型产品作为可选消费品短期需求减弱，储蓄型产品需求相对提升。另一方面，部分险企或计划再次下调预定利率，预定利率由3.0%下调至2.75%，但我们预计随着银行5年期定存后续或仍有下行空间，对比定存，保险产品预订利率下调后仍有相对竞争力。

表：上市险企主推增额终身寿产品

| 公司 | | 中国平安 | 中国人寿 | 中国太保 | 新华保险 | 中国太平 |
|--------|------|---|---|--|---|--|
| 产品名称 | | 金越尊享23 | 国寿鑫越传家终身寿险 | 长相伴（传世版） | 荣耀鑫享庆典版 | 太平红利多终身寿险（分红型） |
| 投保年龄 | | 28天-75周岁 | 28天-70周岁 | 男：5天-72岁；女：5天-75周岁 | 30天-70周岁 | 男：28日-66周岁；女：28日-70周岁 |
| 保额增长系数 | | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 2.5% |
| 缴费方式 | | 趸交/3年/5年/10年/15年/20年交 | 6年/10年/20年 | 趸交/3年/5年/6年/10年/20年交 | 3年/5年/10年 | 趸交/3年/5年/10年/20年交 |
| 身故给付 | 18岁前 | MAX（所交保费、现金价值） | MAX（所交保费、现金价值） | MAX（所交保费、现金价值） | MAX（所交保费、现金价值） | MAX（已交保险费*(1+本合同的累积红利保险金额/本合同的基本保险金额)、合同的现金价值） |
| | 18岁后 | MAX（所交保费*相应比例、现金价值，当年保额）18-40岁/41-60岁/61岁以上为所交保费的1.6/1.4/1.2倍 | MAX（所交保费*身故给付比例、现金价值，当年保额）18-40岁/41-60岁/61岁以上为所交保费的1.6/1.4/1.2倍 | MAX（所交保费比例、现金价值，当年保额）18-40岁/41-60岁/61岁以上为所交保费的1.6/1.4/1.2倍 | 交费期间届满后的首个保单生效对应日(不含)之前，MAX（保险实际缴纳的保险费*给付系数、现金价值） 否则，MAX（本保险实际缴纳的保险费*给付系数、现金价值、当年度保额）18-40岁/41-60岁/61岁以上为所交保费的1.6/1.4/1.2倍 | MAX（给付系数*所交保费*(1+本合同的累积红利保险金额/本合同的基本保险金额)、有效保险金额、现金价值）。18-40岁/41-60岁/61岁以上为所交保费的1.6/1.4/1.2倍 |
| 其他权益 | | 可选单/双被保险人、保单贷款、自动垫付、减额交清 | 保单贷款、年金转换 | 可选单/双被保险人、保单贷款、自动垫交、年金转换 | 减保、保单贷款 | 分享公司经营红利、公共交通意外身故保险金、保单贷款、减保、年金转换 |

1.6.行业发展展望:中期视角（需求端）—储蓄险：21年-31年NBV复合增速有望达到17%

- 在居民资产配置转移的大趋势下，我们测算至2031年，储蓄险新单保费规模有望达3.5万亿，21年-31年CAGR为10.8%，NBV21年-31年CAGR达到17%，核心假设如下：
 - ✓ 假设我国居民总资产2025年以前以12%的增速提升，2025年以后以10%增速提升，根据社科院测算数据，10-19年居民总资产CAGR为13.8%，预计将逐步放缓。
 - ✓ 房住不炒背景下居民住房资产配置下降带动非金融资产配置比例下降至40%；
 - ✓ 保险作为保本刚兑产品对风险偏好低的投资者的吸引力将持续提升，有望推动保险资产占金融资产比例从2021年的4.3%提升至2031年的6%；
 - ✓ 储蓄险期缴占比提升、长期险占比提升有望推动价值率由2021年的8.2%提升至2031年的14%。

表：储蓄险长期增长空间测算

| | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 我国居民总资产（万亿元） | 721.2 | 807.8 | 904.7 | 1,013.3 | 1,134.9 | 1,248.4 | 1,373.2 | 1,510.5 | 1,661.6 | 1,827.7 | 2,010.5 |
| 非金融资产占比（%） | 42.9% | 42.6% | 42.3% | 42.0% | 41.7% | 41.4% | 41.2% | 40.9% | 40.6% | 40.3% | 40.0% |
| 非金融资产 | 309.3 | 344.1 | 382.8 | 425.8 | 473.6 | 517.4 | 565.2 | 617.3 | 674.2 | 736.4 | 804.2 |
| 其中：住房资产占比 | 38.7% | 37.8% | 37.0% | 36.1% | 35.2% | 34.3% | 33.5% | 32.6% | 31.7% | 30.9% | 30.0% |
| 住房资产（万亿元） | 279.1 | 305.5 | 334.3 | 365.6 | 399.6 | 428.8 | 459.7 | 492.5 | 527.4 | 564.2 | 603.1 |
| 金融资产占比（%） | 57.1% | 57.4% | 57.7% | 58.0% | 58.3% | 58.6% | 58.8% | 59.1% | 59.4% | 59.7% | 60.0% |
| 金融资产（万亿元） | 411.9 | 463.6 | 521.9 | 587.5 | 661.2 | 731.0 | 808.0 | 893.2 | 987.3 | 1,091.3 | 1,206.3 |
| 保险资产占金融资产比例（%） | 4.3% | 4.5% | 4.7% | 4.8% | 5.0% | 5.2% | 5.3% | 5.5% | 5.7% | 5.8% | 6.0% |
| 保险资产（万亿元） | 17.8 | 20.8 | 24.3 | 28.4 | 33.0 | 37.7 | 43.1 | 49.1 | 55.9 | 63.7 | 72.4 |
| 储蓄险占比（%） | 52.0% | 51.3% | 50.6% | 49.9% | 49.2% | 48.5% | 47.8% | 47.1% | 46.4% | 45.7% | 45.0% |
| 储蓄险规模（万亿元） | 9.3 | 10.7 | 12.3 | 14.1 | 16.2 | 18.3 | 20.6 | 23.1 | 25.9 | 29.1 | 32.6 |
| 储蓄险新单规模（亿元） | 12,461.9 | 14,218.2 | 16,204.9 | 18,450.6 | 20,986.9 | 20,522.7 | 22,851.3 | 25,422.2 | 28,258.3 | 31,384.8 | 34,828.6 |
| 价值率（%） | 8.2% | 8.8% | 9.3% | 9.9% | 10.5% | 11.1% | 11.7% | 12.3% | 12.8% | 13.4% | 14.0% |
| NBV贡献（亿元） | 1,017.7 | 1,244.1 | 1,512.5 | 1,829.7 | 2,203.6 | 2,274.6 | 2,666.0 | 3,114.2 | 3,626.5 | 4,210.8 | 4,876.0 |
| YoY | 23.0% | 22.2% | 21.6% | 21.0% | 20.4% | 3.2% | 17.2% | 16.8% | 16.4% | 16.1% | 15.8% |

1.6.行业发展展望:中期视角（需求端）—寿险：储蓄险+健康险21年-31年NBV复合增速有望达到15%

- 根据前文测算，我们预计，2031年，寿险（储蓄险+健康险）新单保费规模或达6.1万亿，21年-31年复合增速为13.5%，NBV贡献为1.1万亿，21年-31年复合增速达到15%，其中重疾险、医疗险、储蓄险贡献度分别为10.3%、45.3%、44.3%。

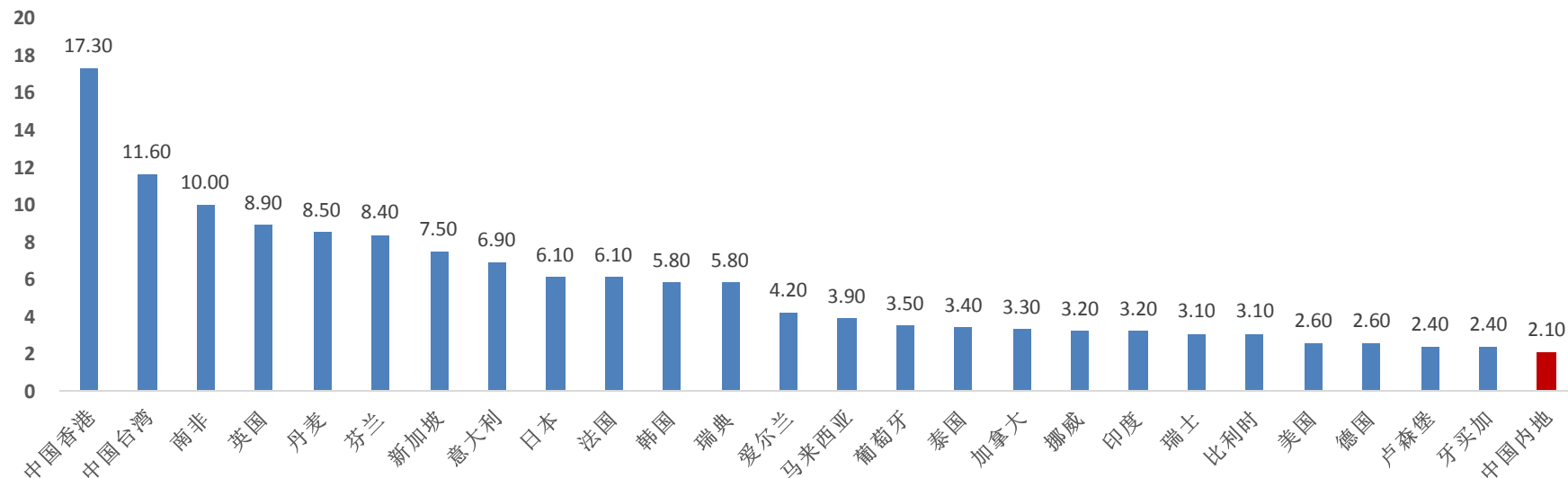
表：21年-31年储蓄险+健康险NBV复合增速或接近15%（亿元，%）

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

1.6.行业发展展望:长期视角——人身险行业的空间有多大? 传统指标

- 2021年中国内地寿险深度为2.1%，显著低于全球平均水平。2.1%的寿险深度仅接近美国1980年、欧洲1986年水平，远远不及日本80年代的水平。
- 国际经验显示，“人均GDP1万美元”是发达国家寿险业发展进入到快车道的一个标志性节点。2019年我国人均GDP首次突破1万美元，2021年我国人均GDP达到1.27万美元。
- 但传统的“寿险深度”（即“寿险保费/GDP”）存在着较大的局限性，因此我们对其进行了改良。

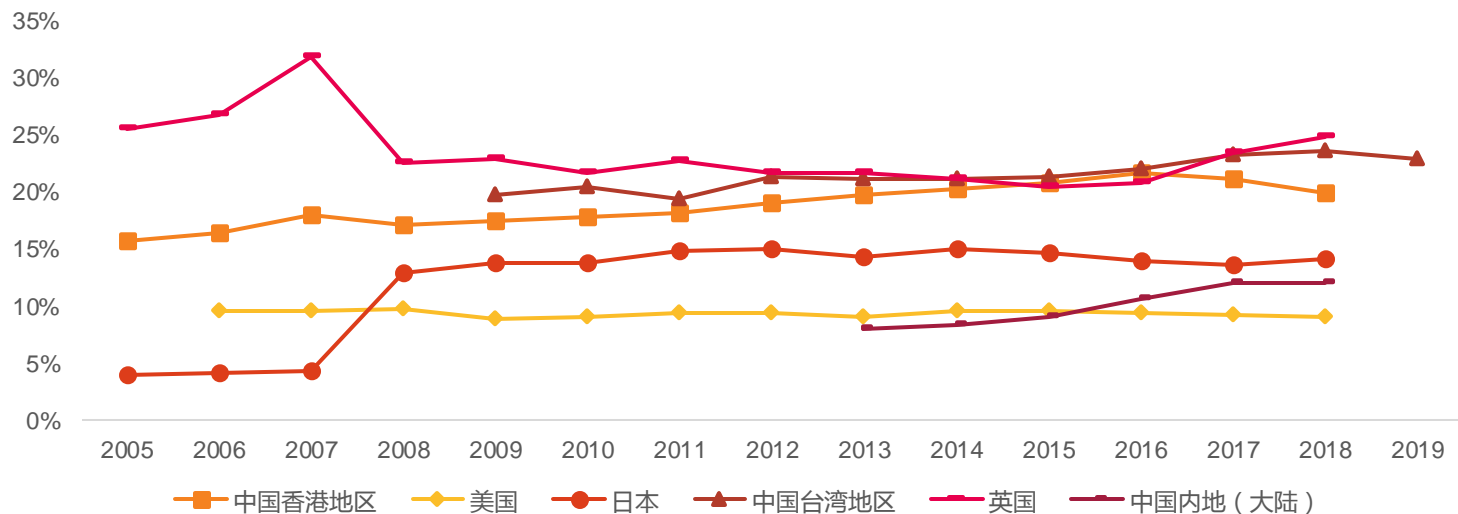
图：2021年全球寿险深度（单位：%）



1.6.行业发展展望:长期视角——人身险行业的空间有多大? 创新指标

- 我们引入了“调整后的人身险深度”，能更准确地衡量人身险行业的渗透率。
- 调整后的人身险深度 = (人身险保费 + 社保自付金额) / 居民可支配收入。1) 加入“社保自付金额”能更全面地体现出不同社保体系下的居民的人身险支出水平。2) 用“居民可支配收入”代替GDP，更能匹配人身险to C的“消费 + 理财”特征。
- “调整后的人身险深度”（2018年）：英国（25%）>中国台湾地区（23%）>中国香港地区（20%）>日本（14%）> 中国内地（大陆）（12%）>美国（9%）。

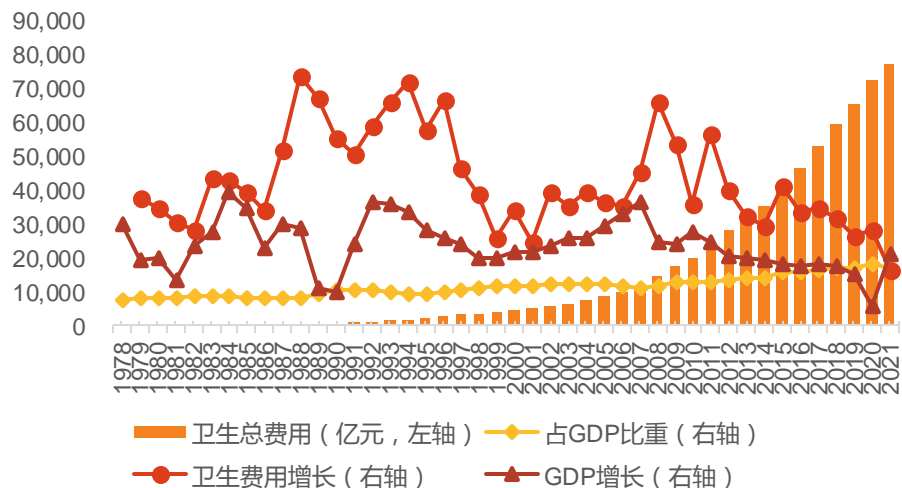
图：调整后的人身险深度



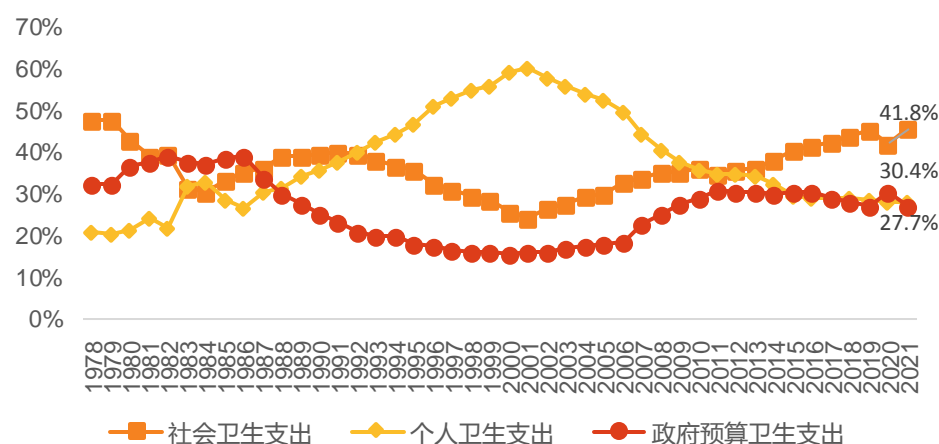
1.6.行业发展展望:长期视角——人身险行业空间多大? 卫生费用角度

- 医疗险长期发展的逻辑在于：健康险的逻辑在于卫生总费用快速增加、DRG与DIP支付改革对医保的控费利好商保，健康险核心要解决的是优质医疗资源的可及性问题。
- 由于医疗费用通胀、人口老龄化加剧、不断增长的发病率等因素，卫生总费用近年来快速上升，快于GDP增速，占GDP比例从2013年的5.4%增长至占2021年的6.7%。
- 从卫生总费用构成来看，2021年个人卫生支出占比27.6%，自2001年来呈下降趋势。根据WHO发布的《2010年世界卫生报告——卫生系统筹资：实现全民覆盖的道路》指出，“如果卫生总费用中个人患者直接支付部分所占的比例低于15%~20%，灾难性医疗支出的发生率以及因病致贫发生率就非常小。”可见我国个人卫生支出占比仍有下降的空间。
- 2021年社会卫生支出占比45.5%，自2001年来呈上升趋势，医保基金运行压力较强。

图：全国卫生总费用及增长情况



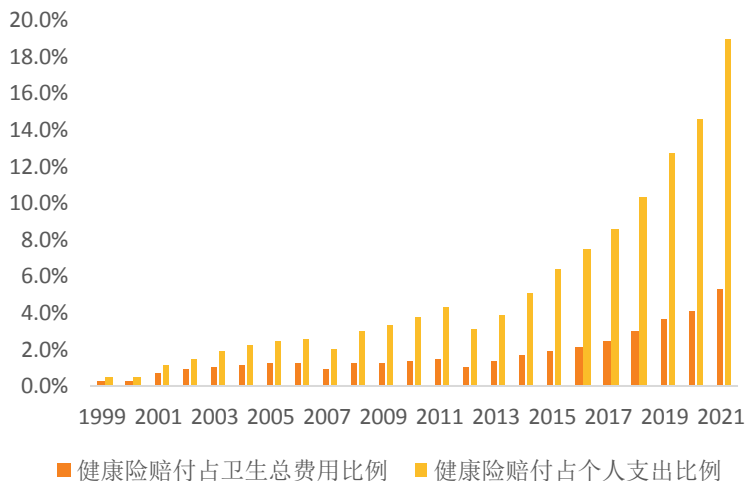
图：全国卫生总费用构成



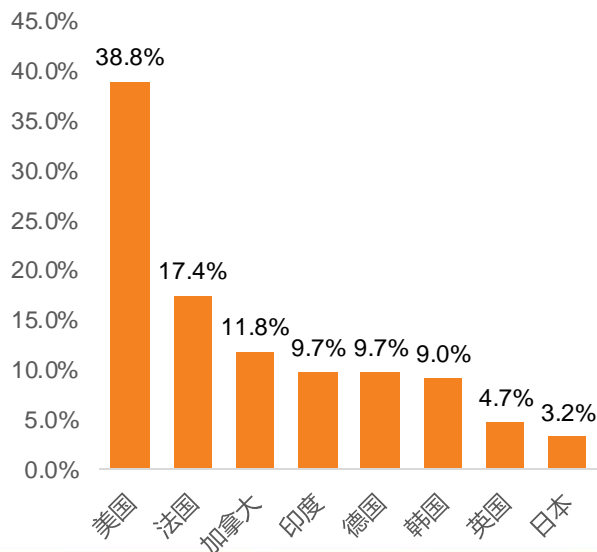
1.6.行业发展展望:长期视角——人身险行业空间多大? 卫生费用角度

- 商业保险机构对于解决卫生总费用快速增加的难题或将发挥越来越重要的作用，主要体现在医疗费用支付和控费方面。
- 目前商业健康险补充保障力度不足。截至2021年，健康险的赔付金额占卫生总费用比例仅为5.2%，占个人卫生支出比例为19%。
- 对标主要发达市场，商业健康险赔付占卫生总费用比例最少为10%是较为合理的水平。假设21年-31年卫生总费用支出复合增长为10%（2019、2020年同比增速为10%左右），商业健康险赔付占比10%，那么健康险赔付21年-31年复合增速将达17%。相应地，预计医疗险保费复合增速有望达17%。

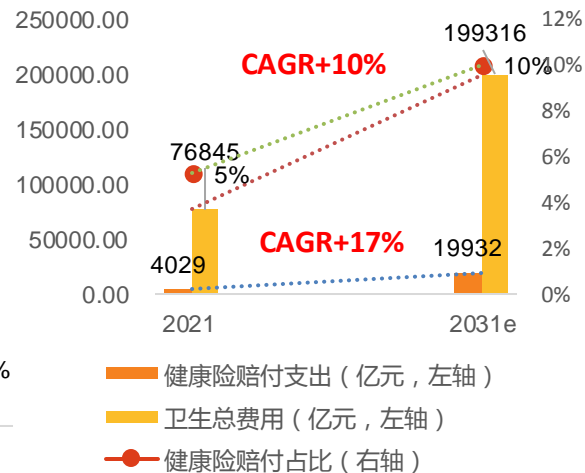
图：健康险赔付占卫生总费用/个人卫生支出的比例



图：各国卫生费用筹资结构中商业保险占比（2018年）



图：卫生总费用和健康险赔付支出预估



总结：

保险板块的估值驱动因素主要为：利率、股市、新单。自2020年以来板块估值持续走低，主要源于1) 负债端持续疲弱，人力规模下滑；2) 投资端受市场影响，投资表现不佳。

长期角度，行业空间仍然广阔；中短期角度，在医养生态布局+人力规模提质增量两方面取得优势的公司有望率先反转。

行业经历连续三年负增长后，2023首次恢复正增，确立负债端向上拐点。2024年定价利率或继23年下调后再次下调，叠加产品策略或向重疾倾斜，预计负债端后续有望保持正增长。

目前压制保险股估值的三重压力均有所改善：2) 负债端企稳筑底，行业NBV有望持续正增；3) 地产带来的资产质量压力基本消化。

3、风险提示

- **1) 资本市场大幅波动：**非银股的 β 属性较强，受市场波动的影响较大。私募及融券业务的持续发展受到市场环境的影响，若市场持续低迷，则会减缓进程；
- **2) 资本市场改革进程不及预期：**政策对资本市场的影响较大，当前行业的重要驱动在于资本市场系列改革，若改革进程不及预期，则会影响行业业绩增量；
- **3) 保险公司负债端改善慢于预期：**如受到宏观经济修复、行业供给侧改革进度不及预期等影响，造成负债端改善慢于预期，或将影响保险公司估值；
- **4) 测算具有主观性：**本报告中测算部分为研究员分析，具有一定主观判断因素。

分析师声明

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

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

特别声明

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

投资评级声明

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

THANKS