

# 渠道产品转型深化，春回草木业态复苏 人身险行业研究框架专题报告

证券分析师：陶圣禹 CFA FRM 执业证书编号：S0630523100002  
联系方式：tsy@longone.com.cn

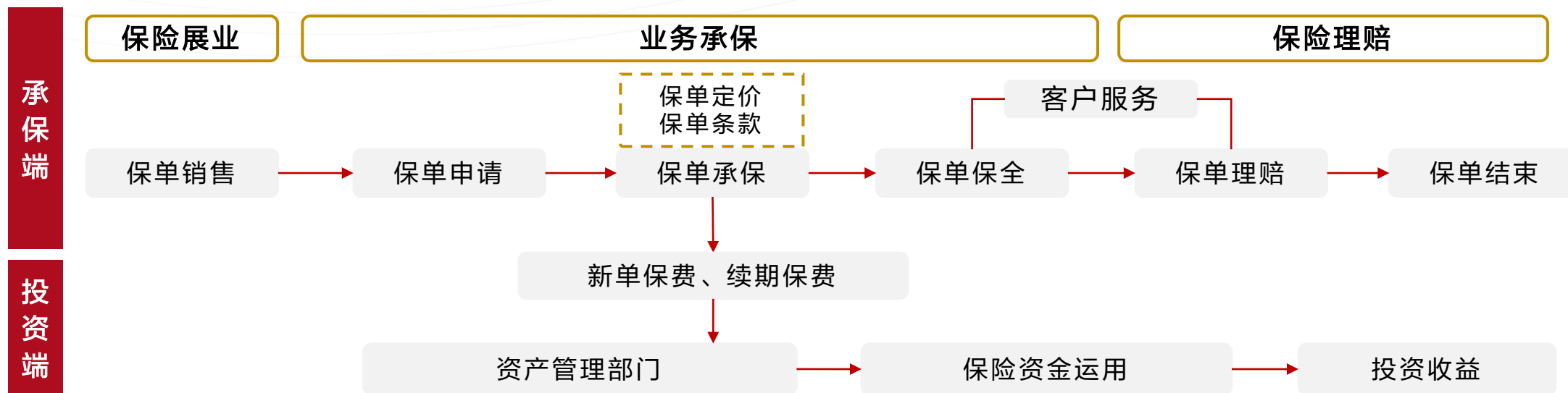
2024年12月23日

# 目 录

- 一、背景介绍：产品、历程与竞争格局**
- 二、盈利拆解：估值、报表与变动分析**
- 三、负债表现：需求、产品与渠道变化**
- 四、投资表现：利率、权益与资产配置**
- 五、前景展望：政策规范下的价值增长**
- 六、风险提示**

# 业务流程与产品分类

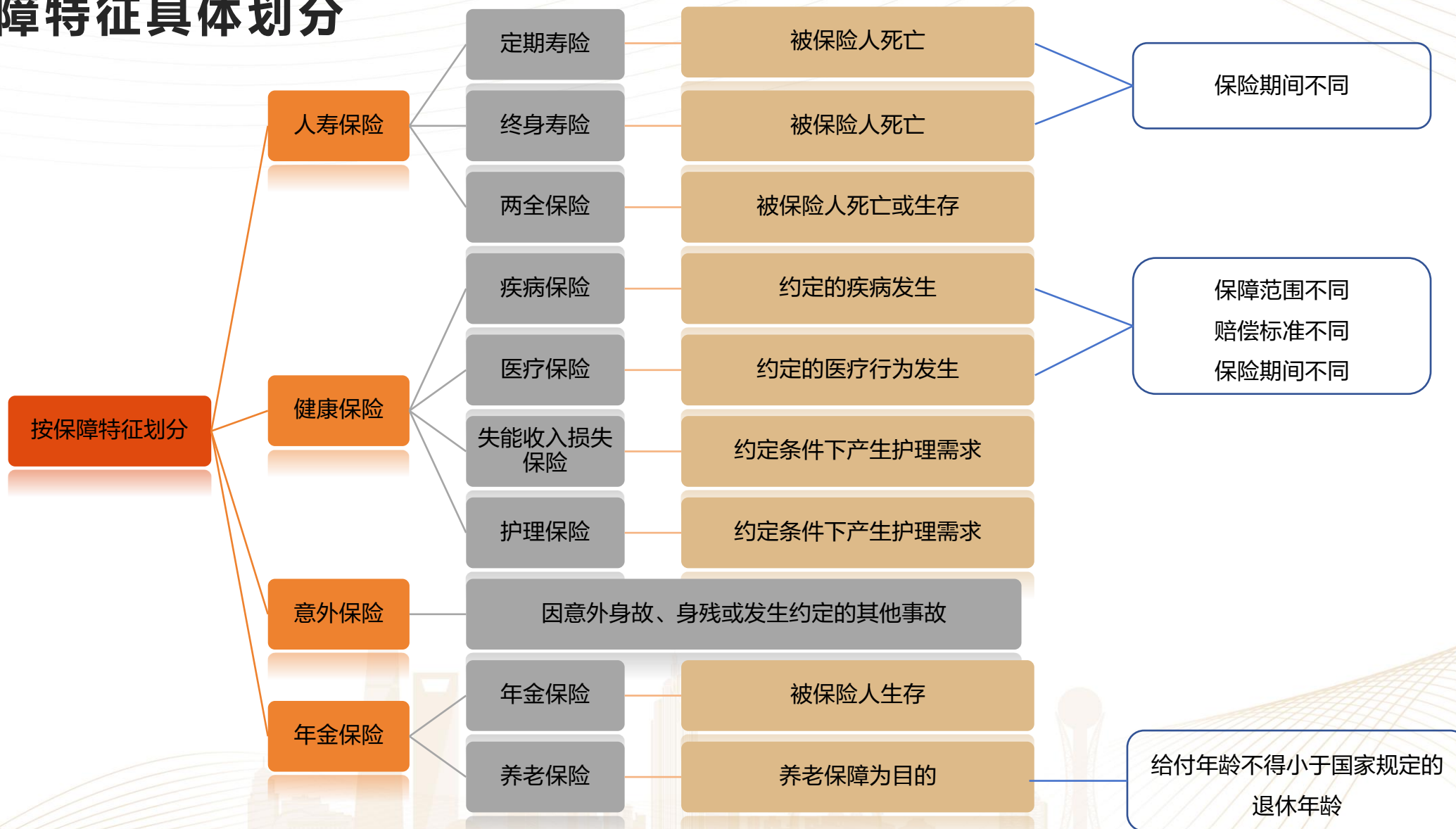
## 人身险业务流程



## 人身险产品分类

产品分类	按渠道	个险、银行、团险、电销、互联网
	按缴费方式	期缴、趸缴
	按保障特征	终身、定期、两全、健康、意外、年金
	按产品特征	传统、分红、万能、投连

# 按保障特征具体划分



## 按产品特征具体划分

对比项目	传统险	分红险	万能险	投连险
保单利率	预定利率固定，保险双方存在利率风险	较低预定利率，减少保险利率风险	较低的保证利率，能有效规避利率风险	无保证预定利率，保险公司不承担利率风险
投资收益	按固定的预定利率计算保单利益	按公司产生的盈余进行红利分配	大多有保证的回报率，收益与专门账户收益相关	无最低保障，实际收益由专门账户的投资收益决定
保单持有人收益	固定预定利率	较低预定固定利率+70%超额收益分红	最低保证利率+全部超额收益	全部超额收益
保险公司收益	全部超额收益	30%超额收益	资产管理费	资产管理费
投资组合决定权	保险公司	保险公司	保险公司	客户
投资风险承担方	保险公司	客户+保险公司	客户+保险公司	客户
保险公司盈利性	高	较高	较低	低
保户权益稳定性	高	中	中	低

数据来源：金监总局，东海证券研究所



# 发展历程

以产品和渠道为线索，市场环境 with 政策环境共同驱动人身险产业发展



## 竞争格局：大型险企 v.s. 中小型险企

- 市场集中度上升，中国人寿稳居龙头：人身险行业目前呈现4+N竞争格局，中国人寿、平安人寿、太保人寿、新华人寿常年市场份额稳居行业top4。同时保险行业具有牌照、规模、品牌、销售渠道等较高竞争壁垒，有利于大型险企龙头地位巩固。

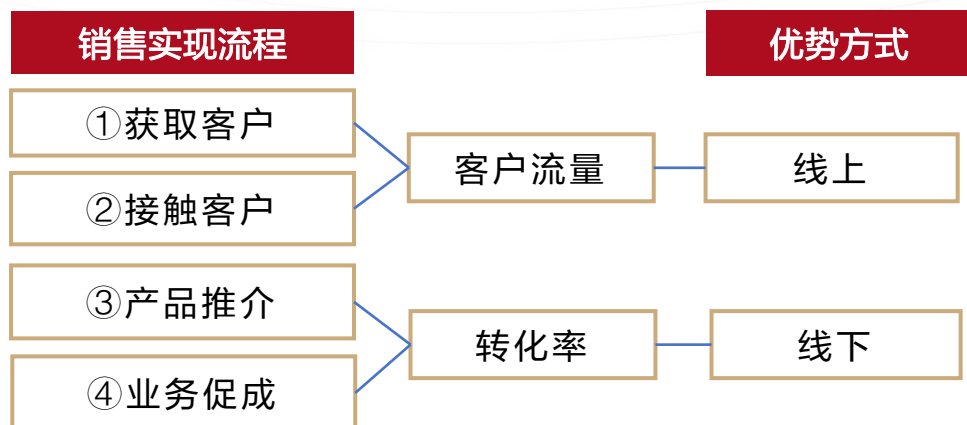
### 以原保费测算的人身险行业市占率

	2019	2020	2021	2022	2023
中国人寿	19.2%	19.4%	19.9%	19.2%	18.1%
平安人寿	16.7%	15.0%	14.6%	13.7%	13.2%
太保人寿	7.2%	6.6%	6.7%	6.9%	6.6%
新华人寿	4.7%	5.0%	5.2%	5.1%	4.7%
<b>CR4合计</b>	<b>47.7%</b>	<b>46.0%</b>	<b>46.4%</b>	<b>44.9%</b>	<b>42.6%</b>

注：保费口径为原保险保费收入，行业数据为寿险公司口径。  
数据来源：公司公告，金监总局，东海证券研究所

# 竞争格局：传统险企 v.s. 互联网险企

## 渠道布局优劣势对比



		代理人	银行	互联网
传统险企	大型	强	强	中
	中小型	中	中	中
互联网险企		弱	弱	强

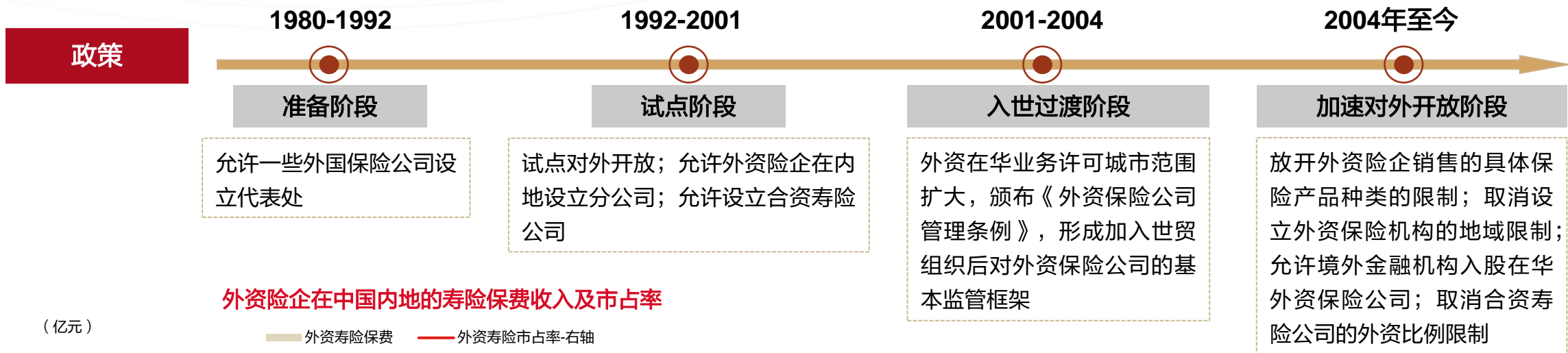
## 产品与品牌优劣势对比



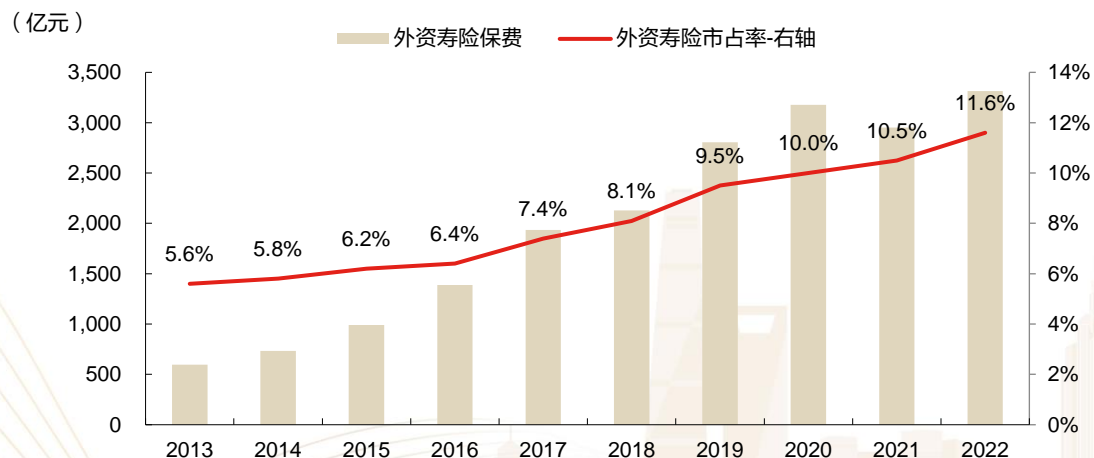


# 竞争格局：内资险企 v.s. 外资险企

- 内地保险业对外开放力度加大，外资险企保费占比提升



外资险企在中国内地的寿险保费收入及市占率



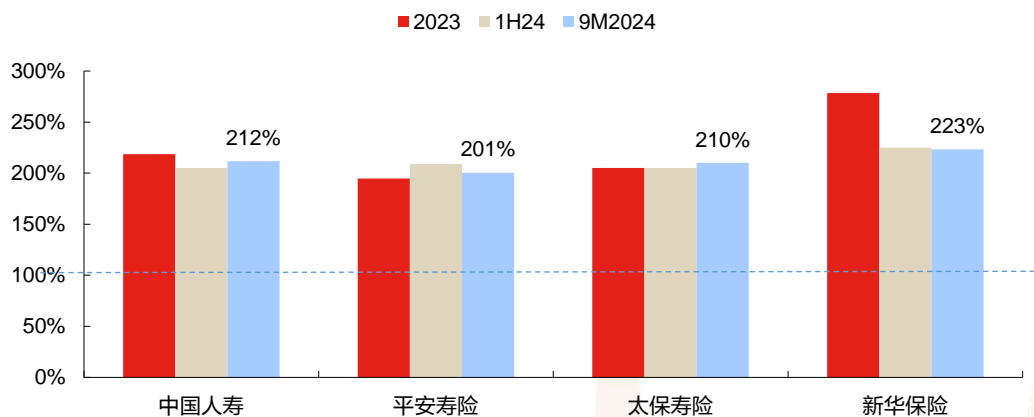
数据来源：金监总局，东海证券研究所

	外资	内资
产品	中高端	高中低端
渠道	国际化	本土化

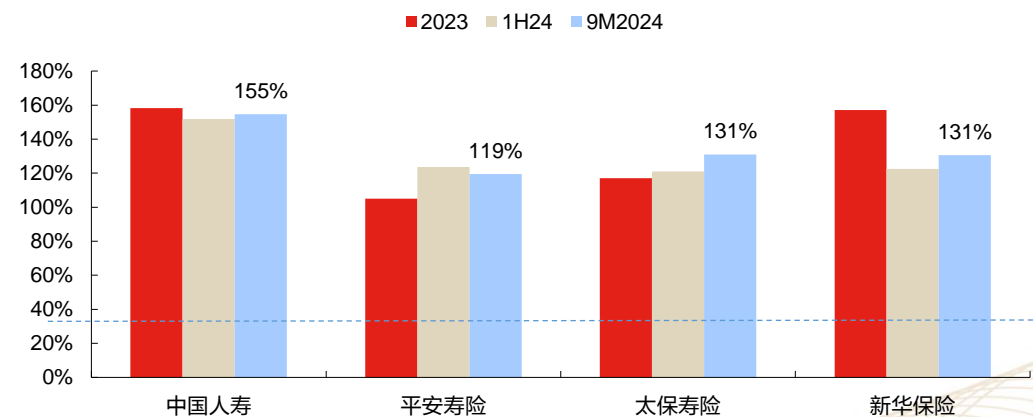
## 监管指标：偿付能力充足率

- 偿二代二期工程（C-ROSS II）于2022年一季度正式落地实施，新规对资本认定更为严格，调整后的偿付能力充足率均有所下降，但综合偿付能力充足率与核心偿付能力充足率仍显著高于100%和50%的监管要求。
- 大型险企凭借丰厚的资本实力，整体显著高于监管要求，且趋严的资本监管使得资本质量与结构得以进一步夯实，二期工程助推其步入更为规范的发展通道。

### 大型上市险企综合偿付能力充足率表现



### 大型上市险企核心偿付能力充足率表现



数据来源：公司公告，东海证券研究所

# 目 录

- 一、背景介绍：产品、历程与竞争格局
- 二、盈利拆解：估值、报表与变动分析
- 三、负债表现：需求、产品与渠道变化
- 四、投资表现：利率、权益与资产配置
- 五、前景展望：政策规范下的价值增长
- 六、风险提示

## 估值方法:P/EV

- **P/E估值法：不适用**，主要由于投资收入不稳定及难预测，摊销成本集中在初发保单的阶段，且存续保单在未来带来的收益无法体现在当期利润中。
- **P/B估值法**：对于重资产的金融企业来说较为适用，对于单一险种的估值比较更为合理，**适用于财险公司**，但缺陷是未考虑寿险有效业务价值当期的折现值。
- **P/EV估值法：是人身险公司和综合险企最为重要的估值方式**，其不受保单在签发首年对净利润造成的负面影响，同时能对综合性险企的业务进行更好的衡量，进而对保险集团各险种业务进行整体评估，相应的缺点包括需要对未来的收益和贴现率进行预测，而EV对于预测假设的高敏感性要求更为严格的预测精度。

### 内含价值变动分析

	<b>期初内含价值</b>	
+	期初内含价值的预计回报	反映适用业务在当年的预期回报，以及净资产的预期投资回报之和。
+	新业务价值	新增保单利润贴现值。
+	投资回报偏差	实际投资回报与投资假设的差异。
+	运营经验偏差	实际运营经验（如死亡率、发病率、退保率、费用率）和对应假设的差异。
+	评估方法、模型和假设的变化	反映评估方法、模型和假设变化前后的影响。
+	市场价值和其他调整	
+	汇率变动	
+	股东红利分配和资本注入	当年派发的股东现金红利。
+	其他	
=	<b>期末内含价值</b>	



# 报表拆解：“EV+IS”双报表体系

## 内含价值体系

内含价值EV = 有效业务价值 + 调整后净资产

关注边际

△内含价值

来源于增量的变动

➢ 新业务价值NBV

新业务价值率

首年保费

来源于存量的变动

➢ 期初内含价值的回报

期初有效业务价值回报

期初调整后净资产回报

来源于经验偏差

➢ 运营经验偏差

➢ 投资经验偏差

长端利率走势

资本市场波动

## 财务报表体系

收入端

成本端

保险服务业绩

➢ 保险服务收入

- 合同服务边际摊销
- 预期赔付及费用
- 获取费用摊销
- 短期已赚保费

➢ 保险服务费用

- 实际赔付及费用
- 获取费用摊销等

投资服务业绩

➢ 投资业务收入

- 利息收入
- 投资收益
- 公允价值变动损益

➢ 承保财务损益

- 手续费及佣金支出
- 业务及管理费
- 利息支出

精算模型

定价假设

预定利率

预定发生率

预定费用率

实际经验

实际投资收益率

实际赔付率

实际费用率

利差

+

死差

+

费差

现金流

保费收入

投资收益

理赔支出

费用支出

总利润

## 内含价值变动核心：NBV、期初EV回报和经验偏差

- **EV增速逐步放缓**：主要系新单销售下滑（NBV拉动降低）和投资环境恶化（投资经验负偏差）所致
- **NBV拉动效应**：EV的重点增量贡献，每年新业务带来的价值体现
- **EV预计回报**：EV的存量增长，每年贡献稳定，持续拉动存量EV增长约6%-10%
- **投资经验偏差**：受市场波动影响较大，体现为险企利差管理。极端情况下，可抹平NBV和EV预计回报增长，进而导致寿险EV同比减少；也可对EV产生强劲拉动效应
- **运营经验偏差**：体现为险企死差、费差管理，每年波动较小，对EV影响较为有限。

	2020	2021	2022	2023
<b>寿险EV增速</b>				
中国人寿	13.8%	12.2%	2.3%	2.4%
中国平安	8.9%	6.3%	-0.2%	-5.0%
中国太保	11.7%	10.3%	5.7%	1.0%
新华保险	17.3%	7.6%	-1.3%	-2.0%
<b>NBV拉动效应</b>				
中国人寿	6.2%	4.2%	3.0%	3.0%
中国平安	6.5%	4.6%	3.3%	3.6%
中国太保	5.8%	3.9%	2.4%	2.8%
新华保险	4.5%	2.5%	0.9%	1.2%
<b>EV预计回报率</b>				
中国人寿	8.1%	7.9%	7.5%	6.8%
中国平安	8.7%	8.5%	8.1%	7.8%
中国太保	9.1%	9.2%	8.6%	8.2%
新华保险	8.8%	8.0%	7.7%	7.6%
<b>投资经验偏差</b>				
中国人寿	2.6%	-0.3%	-8.1%	-6.0%
中国平安	-0.8%	-3.0%	-4.6%	-3.3%
中国太保	2.1%	-0.4%	-4.9%	-5.5%
新华保险	4.3%	-0.6%	-6.9%	-5.6%
<b>运营经验偏差</b>				
中国人寿	0.1%	-0.6%	0.1%	-0.1%
中国平安	-1.5%	-2.0%	-0.2%	0.5%
中国太保	-0.2%	-1.4%	-0.1%	0.7%
新华保险	1.9%	0.0%	1.1%	1.1%

# 上市险企P/EV复盘：处2014年以来20%-40%分位值



数据来源：Wind，东海证券研究所

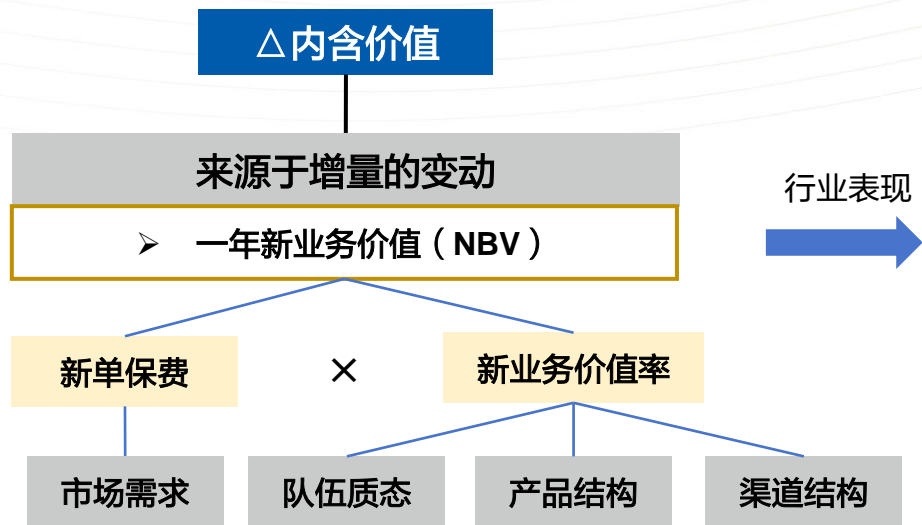


# 目 录

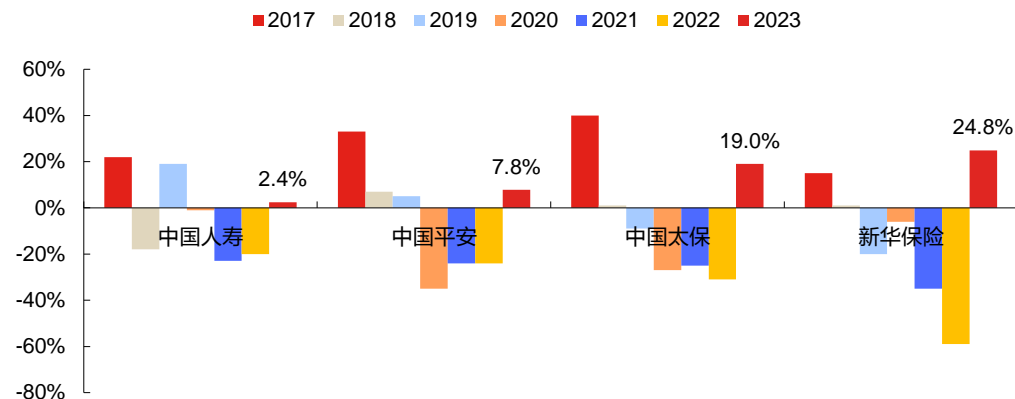
- 一、背景介绍：产品、历程与竞争格局
- 二、盈利拆解：估值、报表与变动分析
- 三、**负债表现：需求、产品与渠道变化**
- 四、投资表现：利率、权益与资产配置
- 五、前景展望：政策规范下的价值增长
- 六、风险提示



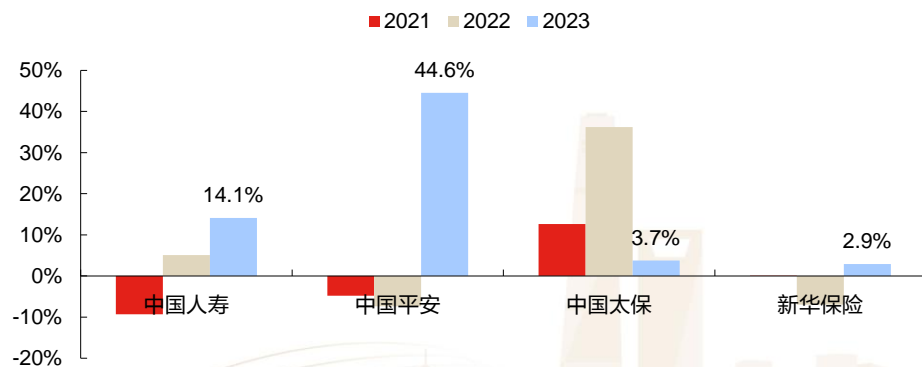
# 新业务价值(NBV)：负债端的核心影响因素



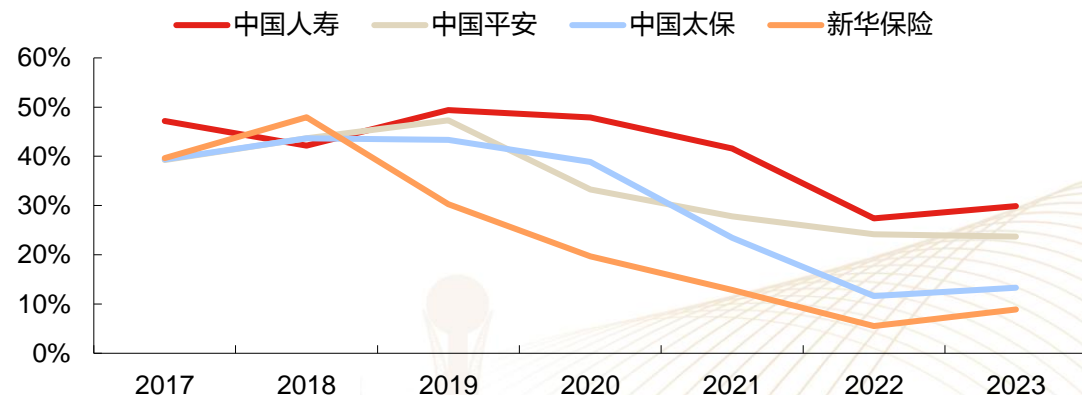
2023年险企NBV增速好转



主要险企首年保费同比增长改善



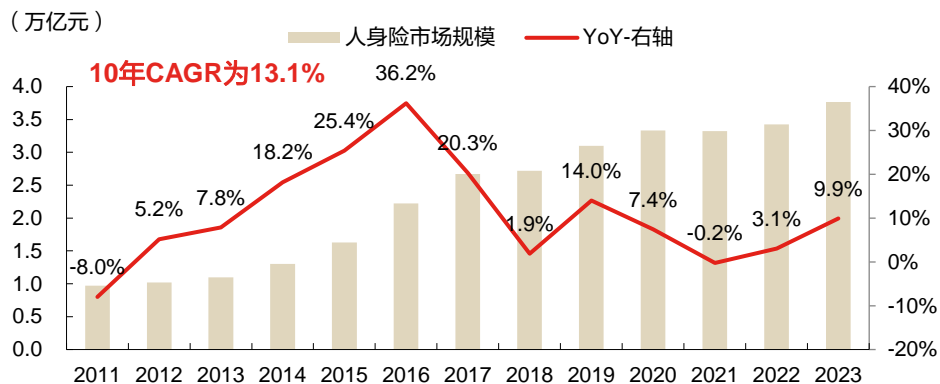
主要险企新业务价值率触底回升



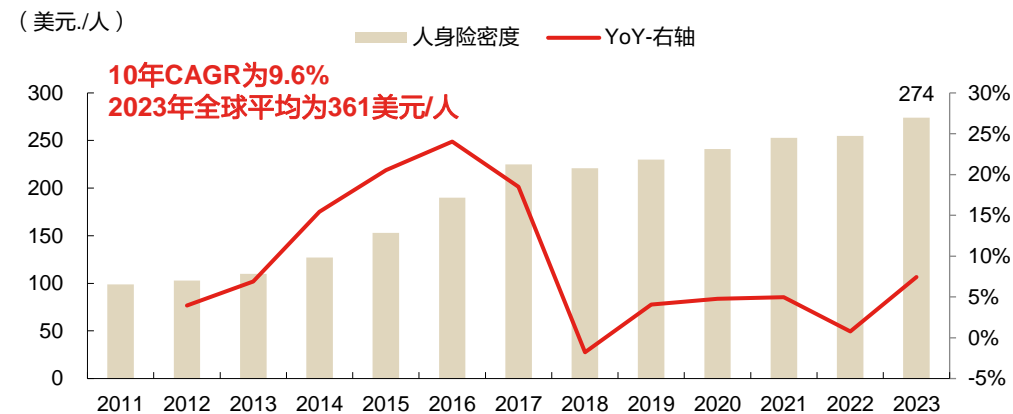
# 市场需求：决定新单保费增长动能

- 我国人身险市场增长稳健，但密度与深度和国际水平相比仍有较大提升空间，且社保压力也凸显商保的重要性与日俱增

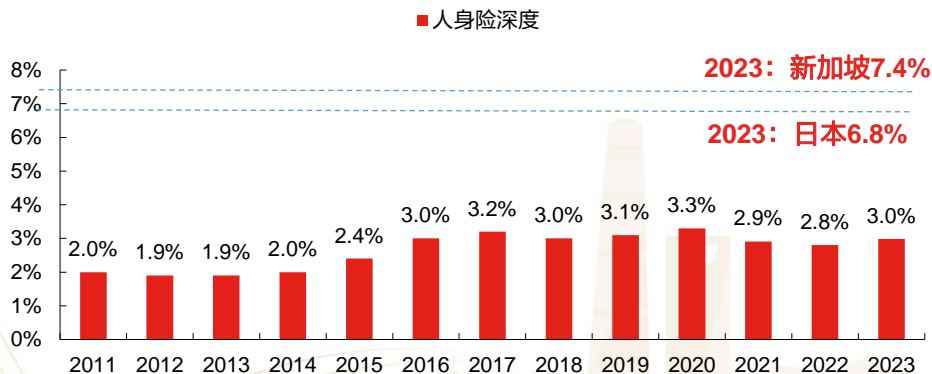
### 人身险市场规模及增速



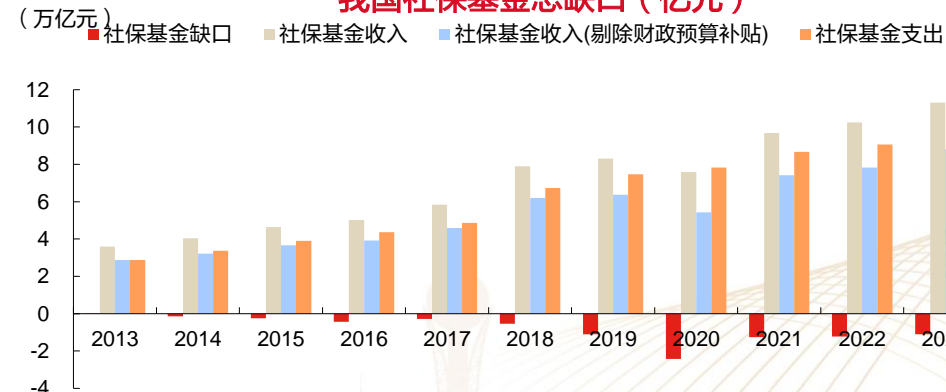
### 中国人身险密度 (人均保费)



### 中国人身险深度 (保费/GDP)



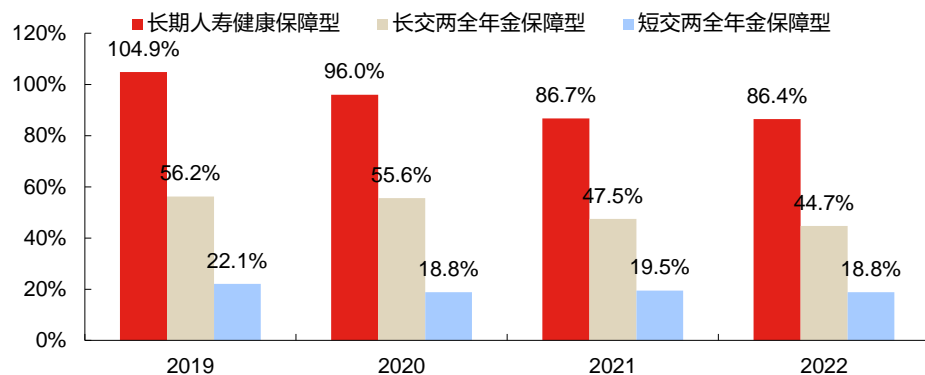
### 我国社保基金总缺口 (亿元)



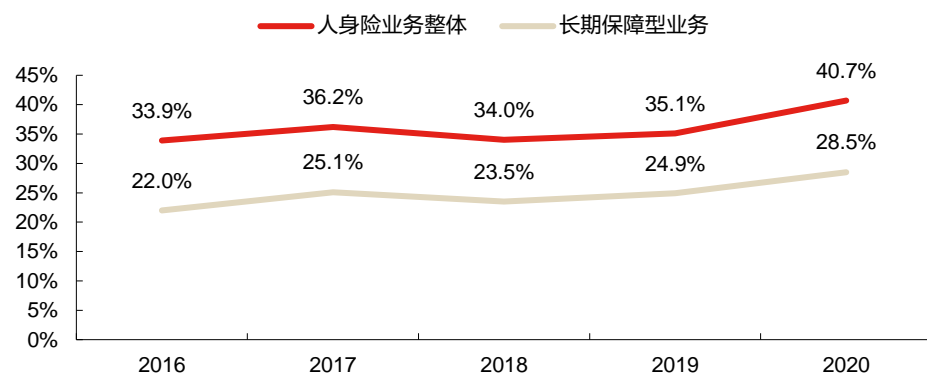
# 产品结构：长期缴、保障型产品价值率更优

- 供需矛盾：高价值率产品占比降低，行业产品结构亟待优化

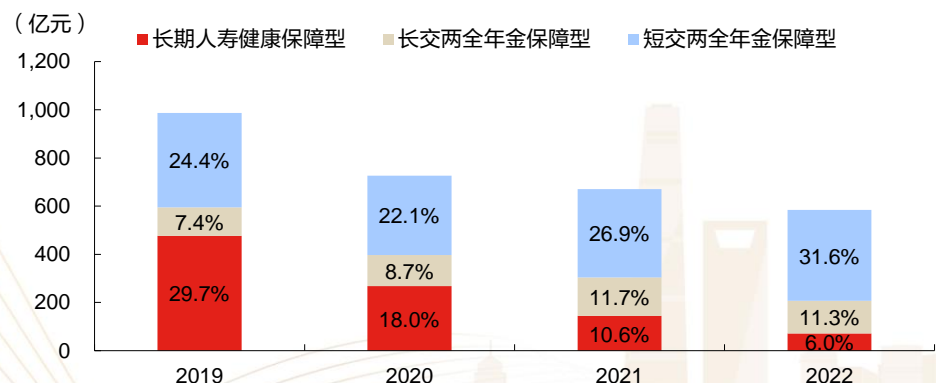
不同类型的产品价值率各异（以平安人身险业务为例）



人身险业务利差/NBV占比逐步提升（以平安人身险业务为例）



不同类型的产品新单占比（以平安人身险业务为例）



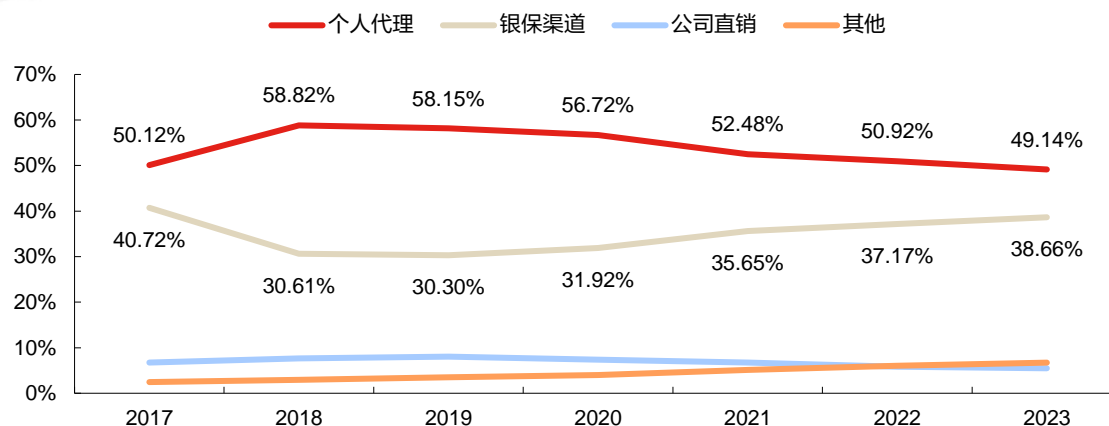
	平安人寿	新华人寿	中国人寿
产品名称	平安福	健康无忧	国寿福
产品类型	重疾终身		
保险期限相似	终身		
保障内容相似	120-130种重疾+20种中症+40种轻症		
价格相似	参保人相同时，价格无明显差异		

## 渠道结构：个险代理人渠道价值率更优

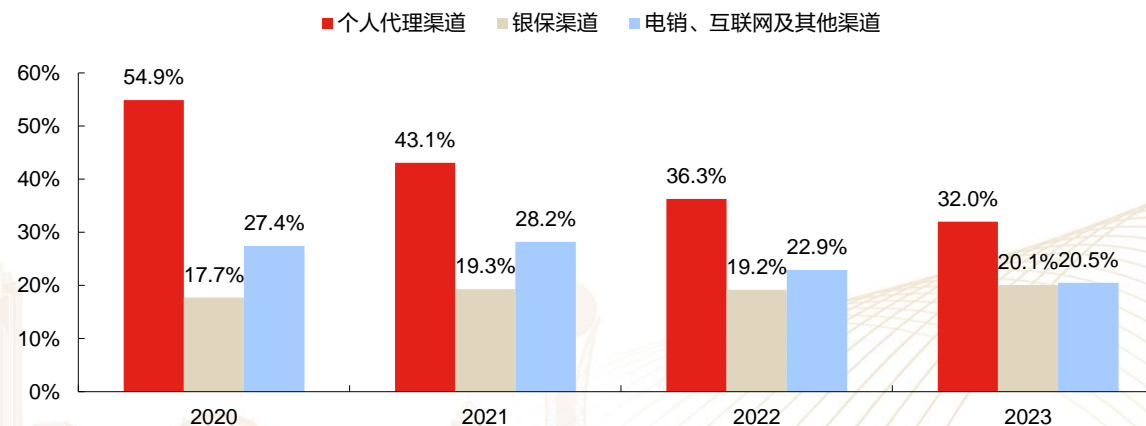
- 个人代理渠道和银保渠道仍是最主流的销售渠道，互联网渠道占比差距明显：个人代理渠道占比经历了先增后降，目前49%，仍是最主要的销售渠道，银保渠道2018年之后呈现上升趋势，互联网渠道占比较少。
- 个人代理渠道新业务价值率更高，继续提高该渠道占比仍是未来渠道结构优化方向：个人代理渠道更适合销售复杂的保障型产品，使渠道利润率、新业务价值率更高。互联网渠道在获客效率方面具有优势，未来仍具增长空间。

	个险渠道	银保渠道
主销产品	保障型	储蓄型
销售利润率	高	低
缴费期限	5年以上，10-20年	3-5年
佣金率	首年30%-40%，后续递减至0	4%左右
渠道价值率	更高	更低

人身险原保费收入渠道结构



平安人身险各渠道价值率表现



数据来源：今日保，公司公告，东海证券研究所

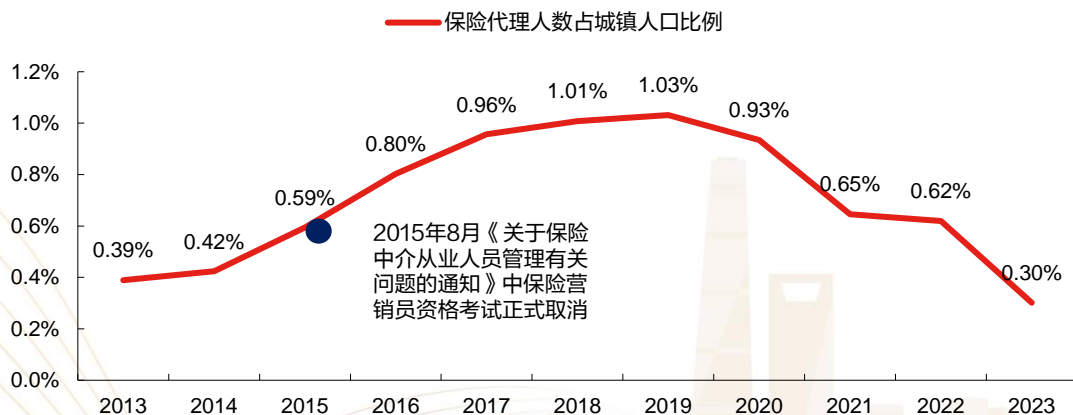


## 渠道结构：代理人渠道

### ● 供给困境：量与质的平衡

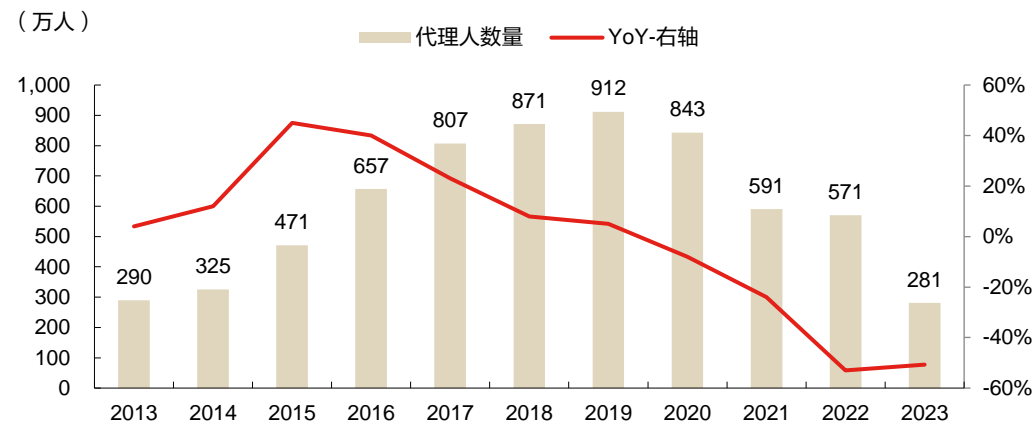
➤ 过去十年代理人规模扩大是保费收入增长的重要支撑，近几年代理人数量快速下滑，人口红利下滑使代理人渠道供给不足、亟待转型：2018年后人力增长放缓，2020年代理人受疫情冲击首次出现7.6%的负增长，通过代理人数的野蛮扩张换取保费收入数量增长的模式将难以为继。2023年之后，代理人规模企稳，代理人渠道迎来高质量发展。

我国保险代理人数量占城镇人口比例

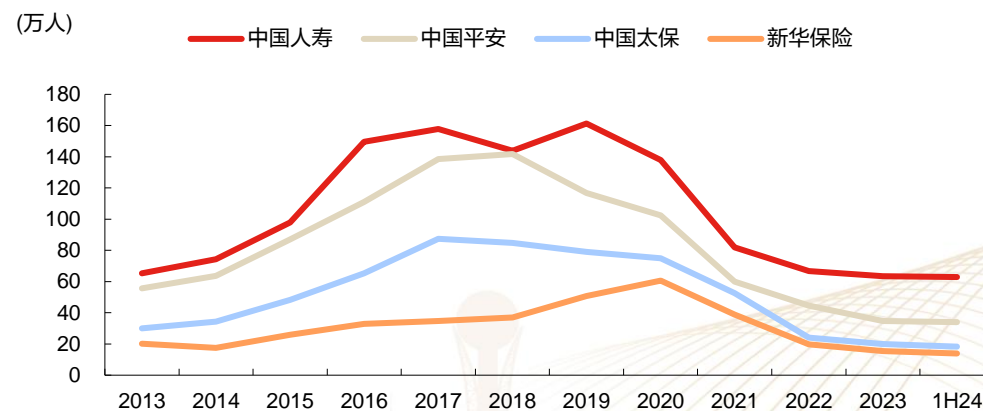


数据来源：Wind，金监总局，东海证券研究所

我国保险代理人数量近年持续下滑



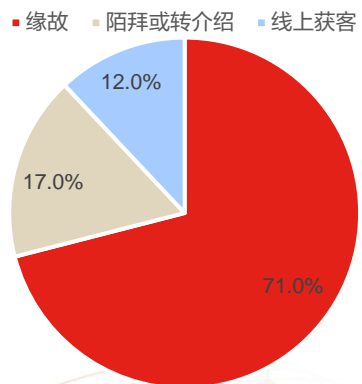
上市险企代理人数量已逐步趋稳



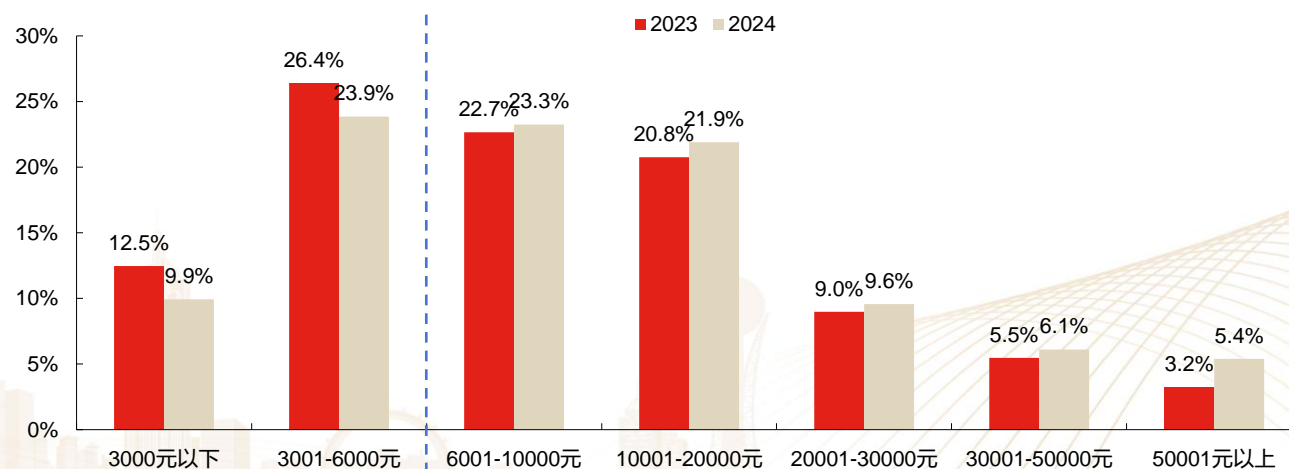
## 渠道结构：代理人渠道

- 未来破局点：产能提升与需求匹配
  - 代理人数量下滑至低点，人均销售额提升成关键：我国代理人渗透率已达瓶颈，现阶段队伍规模下滑也已到平台期，后续收入增长主要靠代理人营销技能与专业素质提升推动人均产能提高。2024年预定利率下调带来的销售行情火爆，使得月收入较往年有所提升，但仍需关注收入与产能提升的持续性。
  - 代理人结构优化升级，提高代理渠道供给与保险客户需求匹配度：2020年末原银保监会发布《关于发展独立个人保险代理人有关事项的通知》，将促进我国独立代理人发展。与国外发达国家成熟保险市场相比，我国代理人学历与专业能力偏低。由于代理人获客方式与自身学校、家庭及社会背景高度相关，未来代理人队伍将进一步清虚，学历及专业门槛提升，代理人结构优化以应对客户端升级的财富管理需求，提高代理渠道的客户转化率，并进一步拓展高净值客群。

### 中国寿险行业代理人获客方式



### 我国保险营销员月收入分布

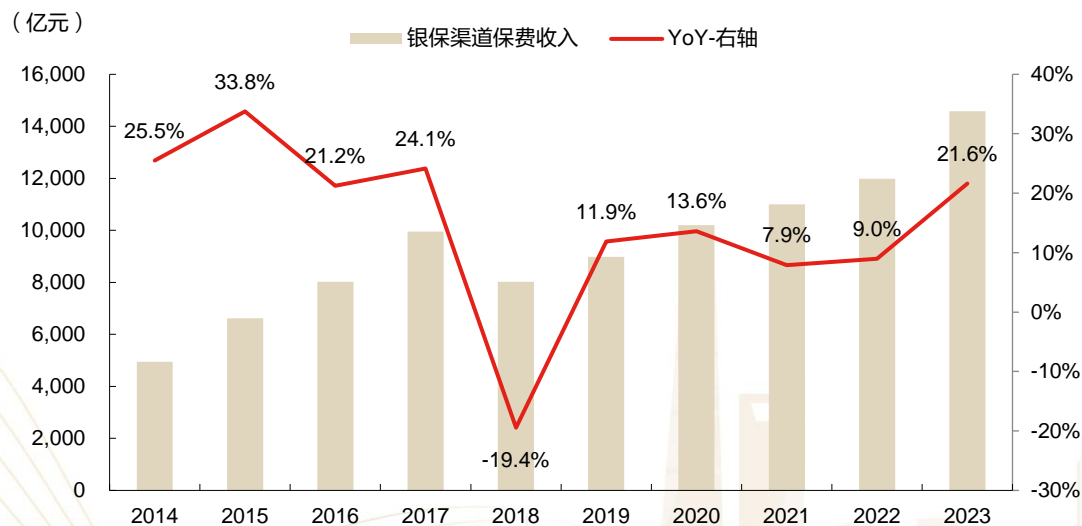


## 渠道结构：银保渠道

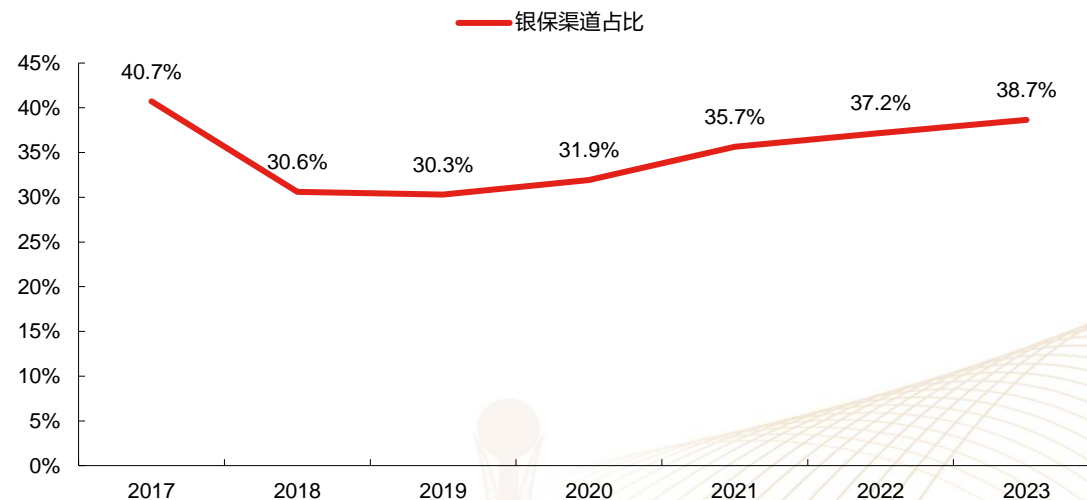
### ● 银保渠道：重要性有所提升，分担个险渠道压力

- 2019年以来，险企代理人渠道承压，代理人规模调整，银保渠道价值体现，保费收入逆势提升，银保渠道在各渠道间保费收入占比上升，渠道重要性进一步提升。
- 除代理人脱落带来的保单销售压力外，近两年险企产品策略重心导向储蓄型产品，以增额终身寿险为代表的储蓄险受到市场追捧，而银行销售渠道具有客户资源优势，天然契合储蓄型产品销售，进一步提升银保渠道的战略重要性。

#### 银保渠道保费及增速表现



#### 银保渠道保费收入占比提升

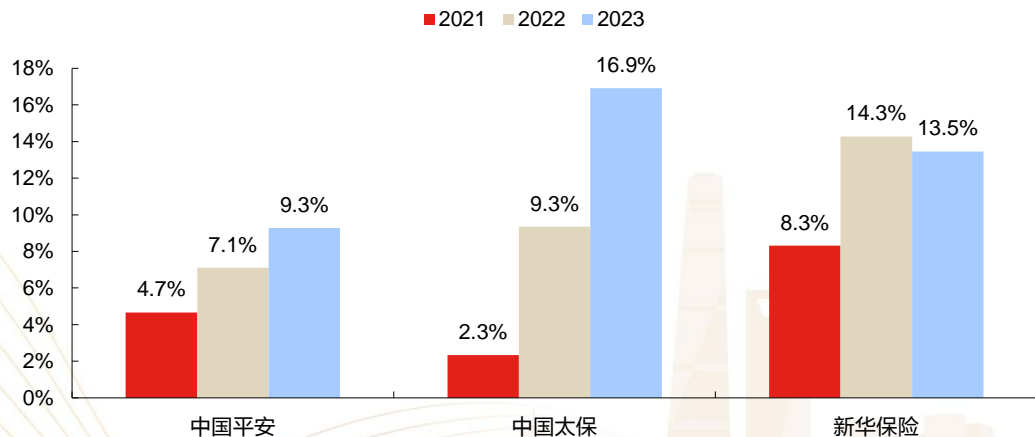




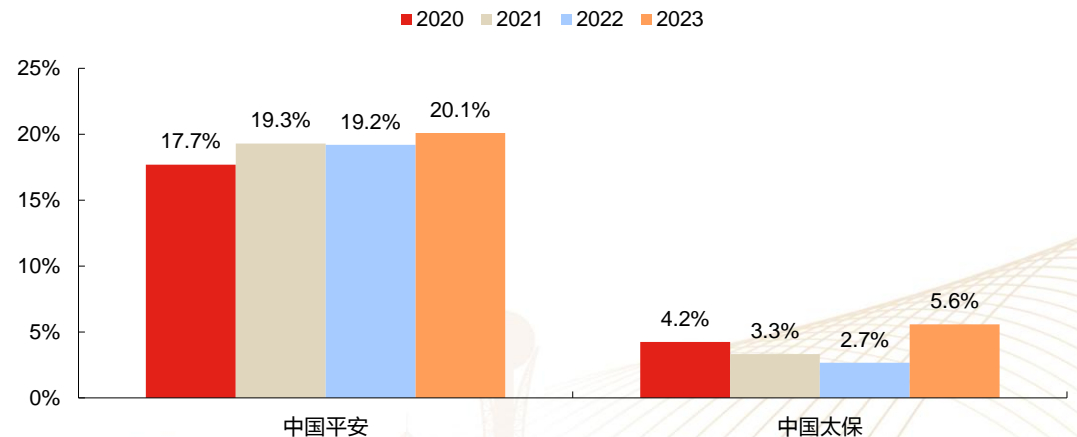
## 渠道结构：银保渠道

- 银保渠道：战略地位提升，掘金大财富管理
  - 虽价值率弱于个险渠道，但价值贡献逐步提升。由于银保渠道大多销售短期储蓄型产品，价值率较以销售保障产品为主的个险渠道更低，部分险企甚至在盈亏平衡点徘徊。但我们观察到在新单保费的快速拉动下，银保渠道新业务价值贡献持续上升，我们认为其对价值的稳定作用不可忽视。
  - 大财富管理趋势下，银保业务迎来发展良机。资管新规打破银行理财刚性兑付属性，今年以来部分理财类产品跌破净值，投资风险上升，对于低风险偏好的投资者吸引力下降。具有一定保本属性的保险产品能够满足投资者多样化的财富配置需求。我们预计在大财富管理趋势下，银保业务价量同时驱动，银保渠道将有较大发展前景。

银保业务NBV在总体中贡献



不同险企银保业务Margin差异较大

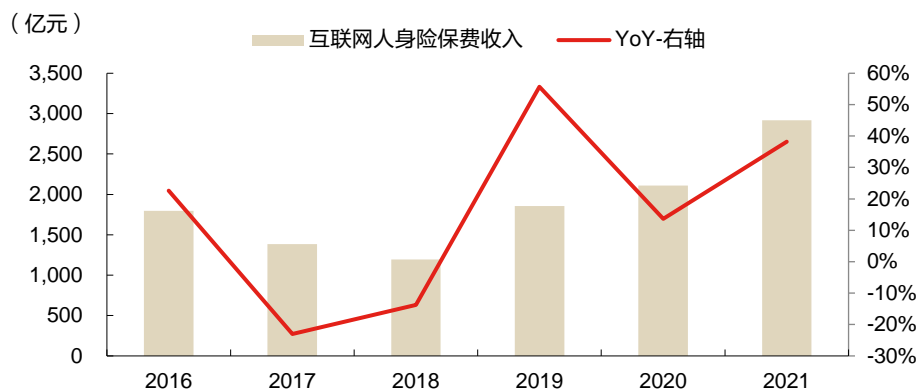




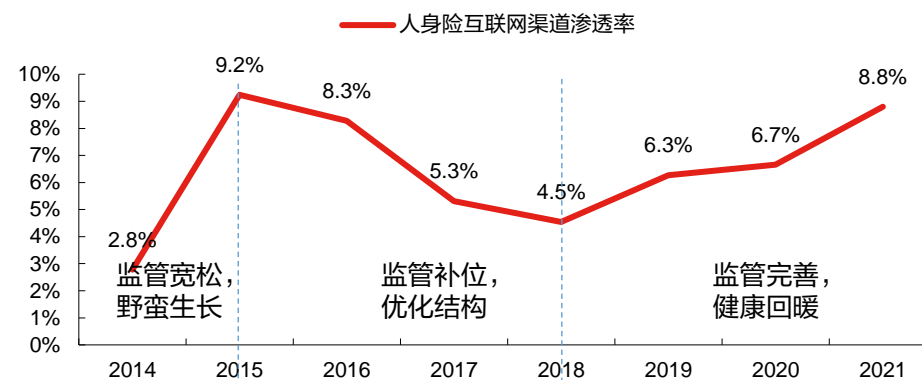
# 渠道结构：互联网渠道

- 供给困境：渠道渗透率不足+渠道新业务价值率低

互联网人身险保费收入及增速



人身险互联网渠道渗透率



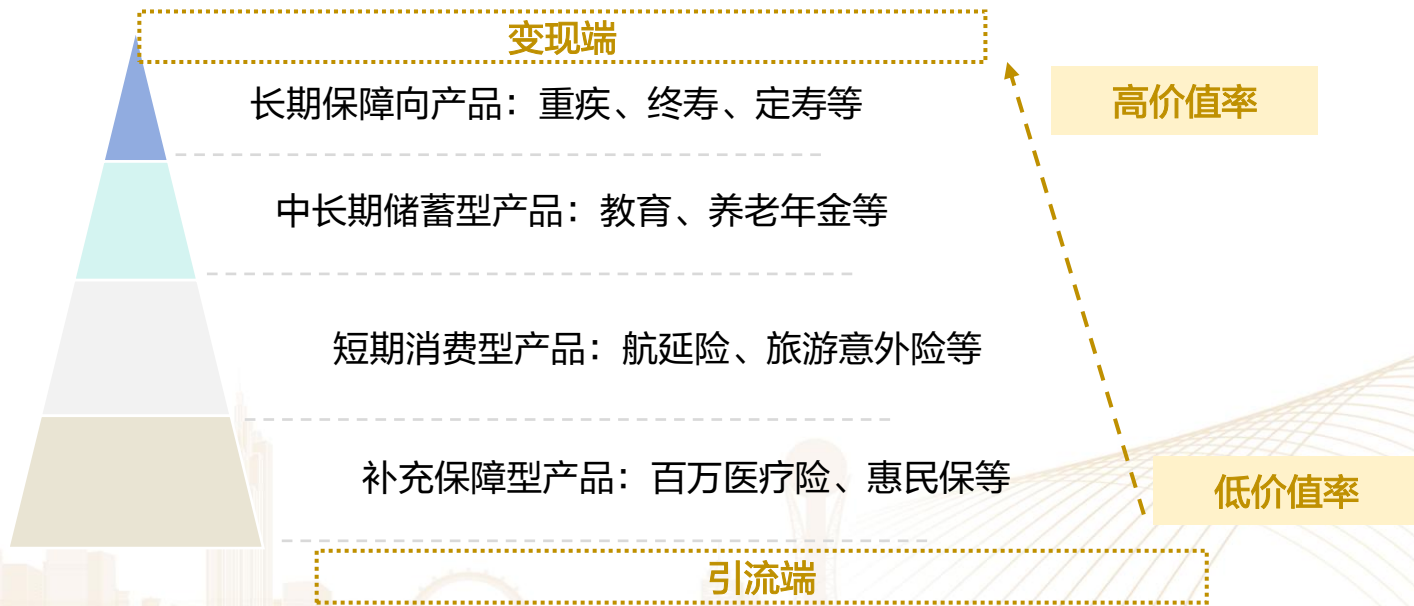
年份	政策名	主要内容
2015	《互联网保险业务监管暂行办法》	规范产品开发、风险管理、售后服务
2016	《关于加强互联网平台保证保险业务管理的通知》	明确互联网平台选择、偿付能力等要求
2018	《关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》	立即停售存续期不满1年的中短存续期产品
2018	《打赢保险业防范化解重大风险攻坚战的总体方案的通知》	加强互联网渠道保险业务风险监管
2020	《互联网保险业务监管办法》	划定参与主体范围, 强调机构持牌、人员持证
2021	《关于进一步规范保险机构互联网人身保险业务有关事项的通知》	加强和改进互联网人身保险业务监管, 规范市场秩序、防范经营风险
2024	《关于加强和改进互联网财产保险业务监管有关事项的通知》	进一步规范互联网财产保险业务, 有效防范行业风险, 切实保护金融消费者合法权益

## 渠道结构：互联网渠道

- 破局点：科技赋能+产品转型，推动“量+质”同步提升
  - 科技赋能保险：以“互联网+大数据+保险”协同，实现流量、营销、场景联动，降低获客成本，提高获客效率，促进保单销售数量提升。
  - 产品高阶转型：从流量入口的低价值率简单型产品，向高价值率长期型产品转型，提升客户粘性，提升价值增长韧性。

### 互联网与线下渠道产品形态对比

	互联网线上渠道	传统线下渠道
产品期限	短险为主	覆盖长短险
产品属性	偏消费型	偏保障型
件均保费	更低	更高
价值率	更低	更高
产品特征	偏标准化、简单	偏多样化、复杂

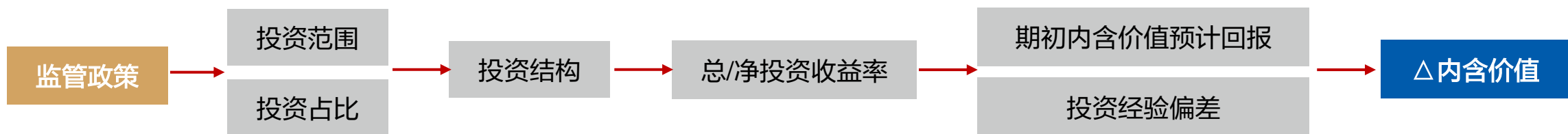


# 目 录

- 一、背景介绍：产品、历程与竞争格局
- 二、盈利拆解：估值、报表与变动分析
- 三、负债表现：需求、产品与渠道变化
- 四、投资表现：利率、权益与资产配置**
- 五、前景展望：政策规范下的价值增长
- 六、风险提示

## 资产配置：以固收为主，辅以权益增强收益

- 投资范围：持续扩容，结构多元化。
- 配置上限：放松权益资产投资比例限制，上市险企实际配置比例较监管仍有上升空间。
  - 2005-2021年：5%→10%→20%→30%→45%

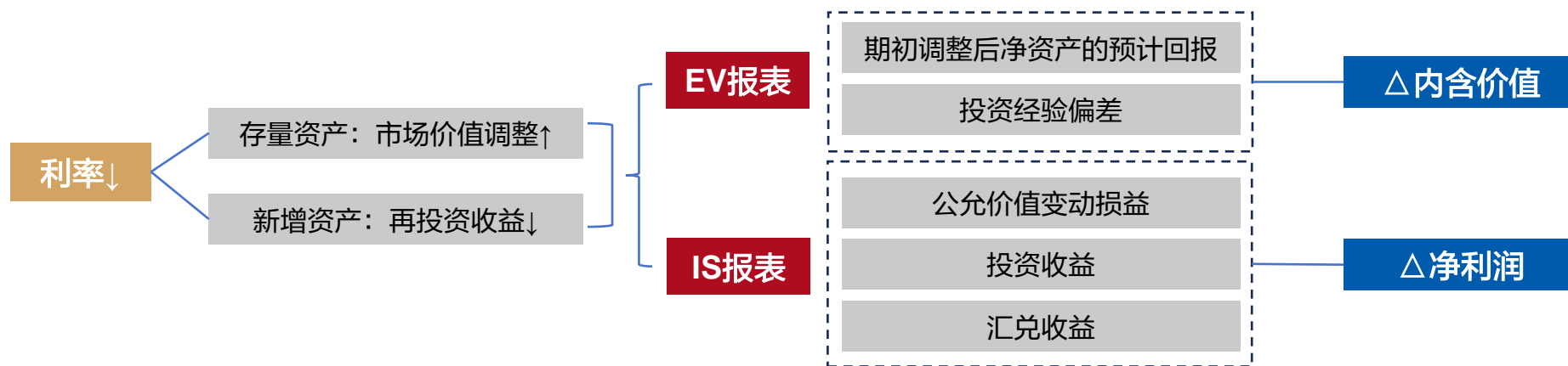


时间	保险资金投资范围	相关政策
1995-2003	银行存款、政府债券、金融债券、中央企业债、基金、AA级以上企业债	1995年《中华人民共和国保险法》； 1996年《保险管理暂行规定》
2004-2005	<b>新增：</b> 银行次级定期债务、可转债、境外投资、境内股票	《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》
2006-2009	<b>新增：</b> 基础设施项目、资产证券化产品、未上市银行的股权、进入全国银行间同业拆借市场、QDII 投资、债权投资计划等非金融企业债务融资工具	《保险资金运用管理暂行办法》
2010-以后	<b>新增：</b> 不动产、PE、集合资金信托、银行理财产品、股指期货、金融衍生品	修订原有保险投资范围相关法规，并颁布《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》，此后保险资金投资范围日益扩大

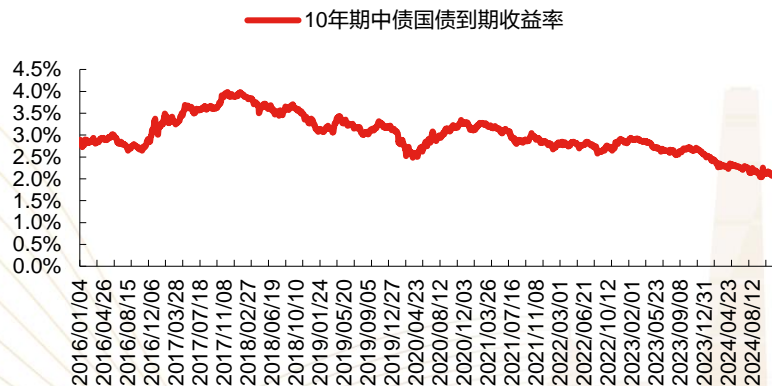


# 长端利率：影响固收资产当期与再配置收益

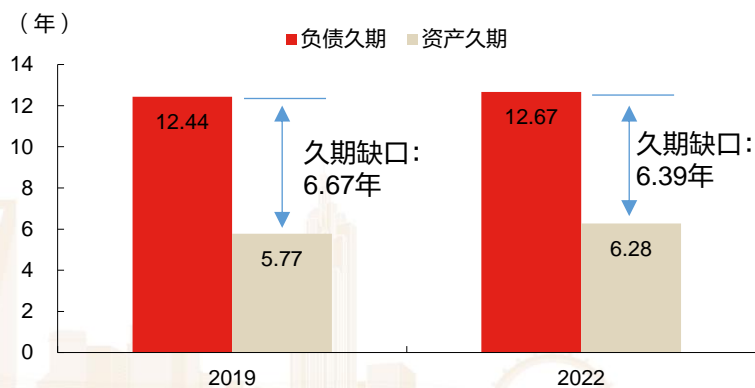
- 现状：资负久期错配，长期利率下行使行业面临较大再配置压力。
- 应对：提高资负久期匹配度，从源头减小再投资与利率风险；积累更多长期资产的险企具有投资端的长期优势。



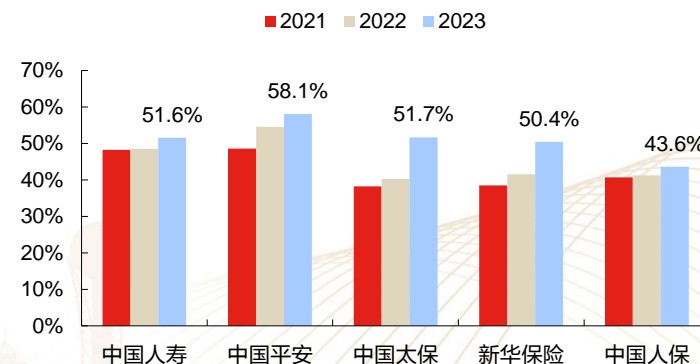
长期利率整体呈下降趋势



资产与负债久期的错配

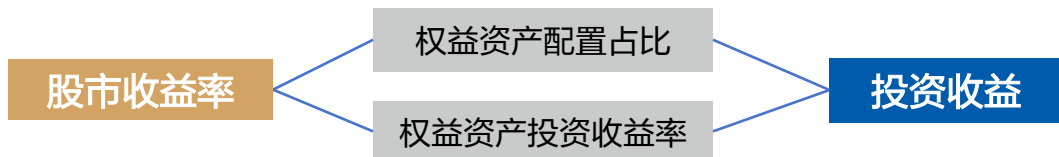


债券资产投资占比高

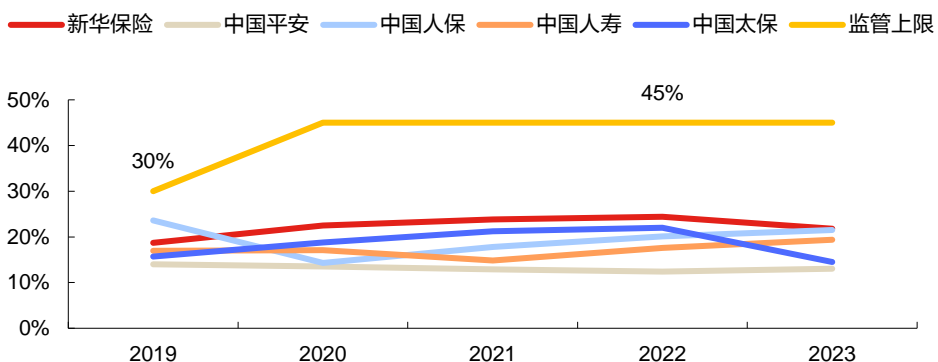


# 资本市场表现：影响权益资产收益且波动较大

- 现状：权益资产占比在监管限制下仍有较大向上增配空间。
- 应对：长期久资产荒背景下，权益投资仍是提升投资收益水平、对抗利率下行、维持利差益的重要手段。



上市险企权益资产配置比例与监管上限比例



沪深300指数与中债10年期国债到期收益率对比



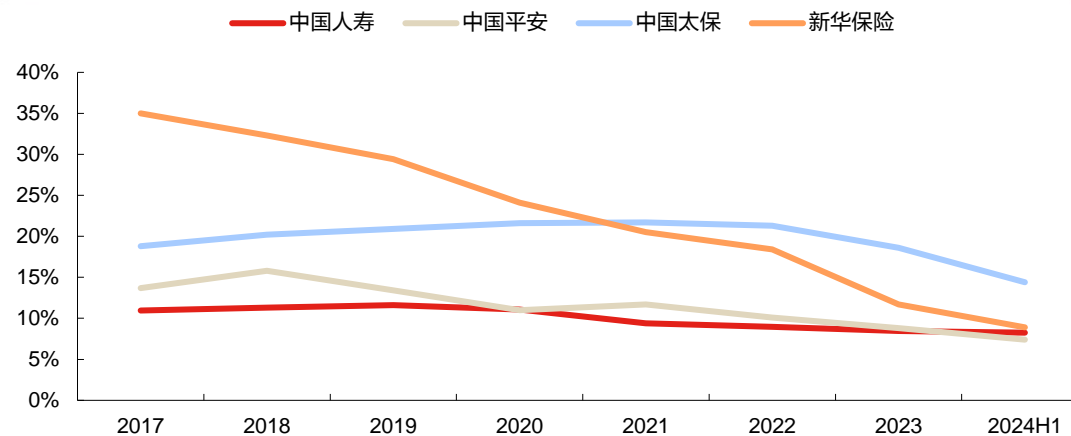
## 资产质量：非标与不动产风险整体可控

- **现状：**资管新规引导下非标占比持续收缩；债权型资产评级较高，风险可控；不动产配置压缩，且大多以物权为主，具有稳定的现金流收益。
- **应对：**优选资产，降低风险，强化资产负债久期匹配。

上市险企资产配置评级（2024H1数据）

公司	类别	占比
中国人寿	持仓信用债外评AAA级	98%+
	债权型金融产品外评AAA级	99%+
中国平安	持仓公司债券外部信用评级为AA及以上	99.5%
	其中：AAA机以上	62.6%
	持有债权计划和信托计划外部信用评级AAA	96.4%
	持有债权计划和信托计划外部信用评级AA+	0.9%
中国太保	企业债及非政策性银行金融债AA及以上	98.8%
	具有外部信用评级的非公开市场融资工具AAA	100.0%
新华保险	非标资产AAA级（2023数据）	98.6%

上市险企非标资产配置比例



中国平安不动产配置及类型

	2021	2022	2023	2024H1
在总投资资产占比	5.5%	4.7%	4.3%	4.0%
-物权投资/不动产	46.6%	57.7%	78.4%	79.1%
-债权投资/不动产	27.1%	20.1%	17.3%	16.9%
-股权投资/不动产	26.3%	22.2%	4.3%	4.0%

# 目 录

- 一、背景介绍：产品、历程与竞争格局
- 二、盈利拆解：估值、报表与变动分析
- 三、负债表现：需求、产品与渠道变化
- 四、投资表现：利率、权益与资产配置
- 五、前景展望：政策规范下的价值增长
- 六、风险提示



# 保险新“国十条”完善“强监管、防风险、扩开放、促协同”框架

- 保险业新“国十条”从过往两版在此方面的唯一一条内容“加强和改进/改善保险监管，防范化解风险”，扩展为四条重点内容，分别从市场准入、持续监管、违法违规查处、化解风险等方面做了具体部署，且位次显著提升，凸显此轮监管重点已从前期的“重规模”向如今的“提质量”转型。

建设一个市场体系完善、服务领域广泛、经营诚信规范、偿付能力充足、综合竞争力较强、发展速度、质量和效益相统一的现代保险业

基本建成保障全面、功能完善、安全稳健、诚信规范，具有较强服务能力、创新能力和国际竞争力，与我国经济社会发展需求相适应的现代保险服务业，努力由保险大国向保险强国转变

初步形成覆盖面稳步扩大、保障日益全面、服务持续改善、资产配置稳健均衡、偿付能力充足、治理和内控健全有效的保险业高质量发展框架。保险监管制度体系更加健全，监管能力和有效性大幅提高

基本形成市场体系完备、产品和服务丰富多样、监管科学有效、具有较强国际竞争力的保险业新格局

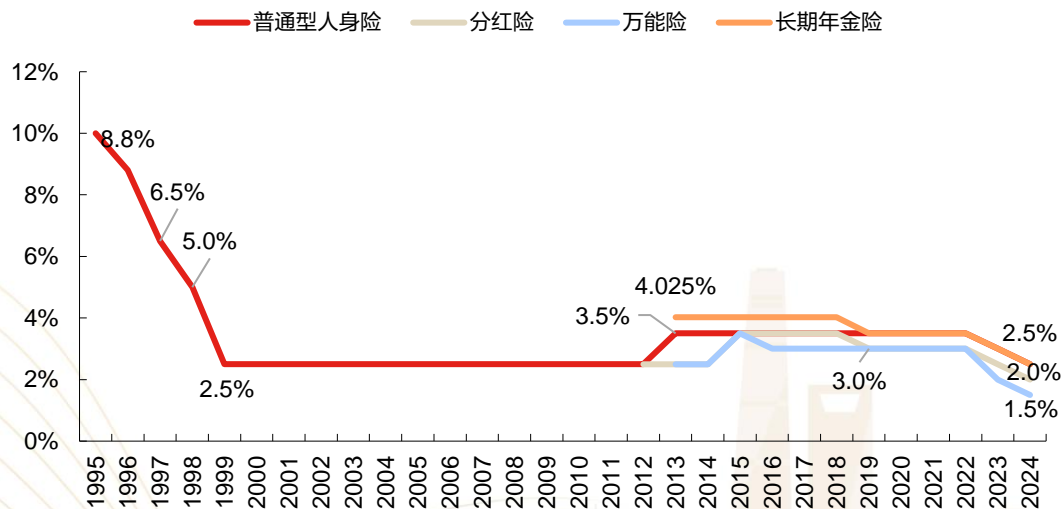


条款	《关于保险业改革发展的若干意见》	《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》	《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》
时间	2006/6/15	2014/8/10	2024/9/8
一	充分认识加快保险业改革发展的重要意义	总体要求	总体要求
二	加快保险业改革发展的指导思想、总体目标和主要任务	构筑保险民生保障网，完善多层次社会保障体系	严把保险市场准入关
三	积极稳妥推进试点，发展多形式、多渠道的农业保险	发挥保险风险管理功能，完善社会治理体系	严格保险机构持续监管
四	统筹发展城乡商业养老保险和健康保险，完善多层次社会保障体系	完善保险经济补偿机制，提高灾害救助参与度	严肃整治保险违法违规行为
五	大力发展责任保险，健全安全生产保障和突发事件应急机制	大力发展“三农”保险，创新支农惠农方式	有力有序有效防范化解保险业风险
六	推进自主创新，提升服务水平	拓展保险服务功能，促进经济提质增效升级	提升保险业服务民生保障水平
七	提高保险资金运用水平，支持国民经济建设	推进保险业改革开放，全面提升行业发展水平	提升保险业服务实体经济质效
八	深化体制改革、提高开放水平，增强可持续发展能力	加强和改进保险监管，防范化解风险	深化保险业改革开放
九	加强和改善监管，防范化解风险	加强基础建设，优化保险业发展环境	增强保险业可持续发展能力
十	进一步完善法规政策，营造良好发展环境	完善现代保险服务业发展的支持政策	强化推动保险业高质量发展政策协同

# 预定利率下调优化负债成本，分红险占比提升丰富产品货架

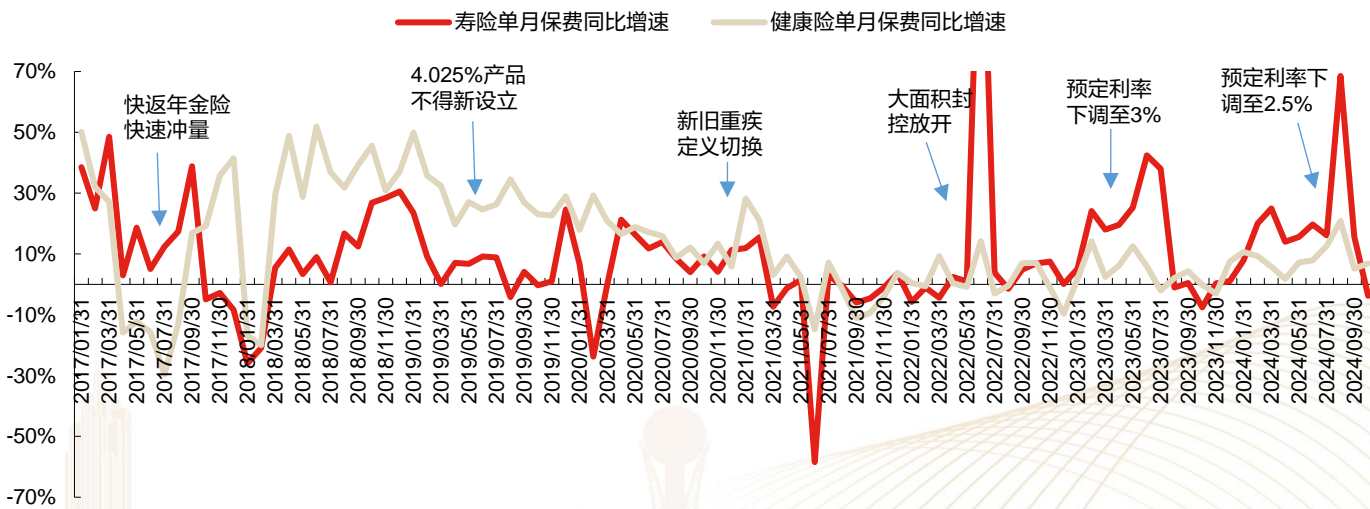
- 主动压降预定利率应对利差损风险，推动资产负债联动有效性提升。金融监管总局明确自2024年9月1日和10月1日起，新备案的普通型和分红型保险产品预定利率上限分别调整为2.5%和2.0%，我们预计会带来“短多中稍空长多”的市场影响，即短期“炒停售”有望催化保费增长，中期产品竞争力较理财产品稍有降低，长期缓解利差损风险，有望提高估值中暑水平。
- 2025年“开门红”启动，主要有以下特点：一是产品形态上以分红险为主导，在市场利率下行背景下有利于降低负债成本；二是缴费方式上，通过和银行或第三方合作，以理财产品形式先行锁定部分资金，由过去的预收转为预录，确保客户粘性和转化率的提升；三是价值体现上，由于渠道端推进“报行合一”和产品端预定利率下调，新产品价值率有所提升。

人身险产品预定利率历史调整梳理



资料来源：金监总局，东海证券研究所

健康险与寿险单月保费同比增速表现



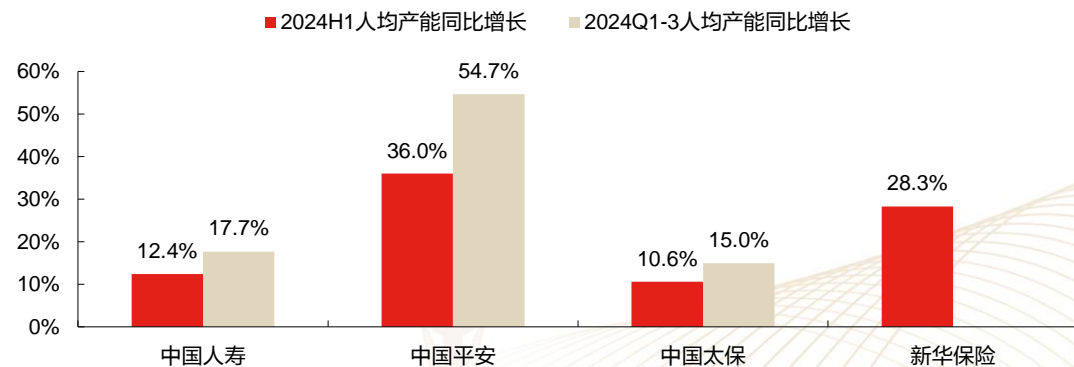
资料来源：Wind，东海证券研究所

## 个险改革步入下半场，银保“报行合一”夯实价值增长基础

- 全行业队伍规模已下滑至10年前水平，上市险企队伍规模已现企稳回升。过去十年代理人规模扩大是保费收入增长的重要支撑，2015年代理人资格考试取消推动队伍规模迅速放量，2018年后人力增长放缓，2020年代理人受疫情冲击首次出现7.6%的负增长，人口红利下滑使得代理人渠道供给不足，通过代理人数的野蛮扩张换取保费收入增长的模式难以为继。截至2023年末全行业代理人规模仅281万人，规模已下滑至10年前水平，但上市险企代理人数量已于今年开始企稳回升。
- 个险渠道步入改革下半场，队伍质态提升是转型重点。经历了多年的客观环境影响与主观转型推动，现阶段已步入渠道改革的下半场，虽然产能有所提升，但仍需关注收入与产能提升的持续性。而产代理人队伍从量稳到质增的关键转折节点，产能提升才是未来队伍发展的核心。2024年预定利率下调带来的销售行情火爆，使得月收入较往年有能的持续提升主要依附于代理人的优质与留存，以较有竞争力的收入吸引人才加入，以完善的培养体系助力人才成长，以充满潜力的职业上升空间吸附人才留存，队伍质态提升将是各大险企转型之路的重中之重。我们认为主要有两条改革路径：

- 1) 把握入口关：以高质量增员为核心，改善代理人福利水平，打破恶性循环。例如2024前三季度，平安新增人力中“优+”占比同比提升4pp，太保新人月人均首年规模保费同比增长35%。
- 2) 精细化经营：打造分层分级营销队伍，高质量队伍产能更为突出。例如2024前三季度，太保月均核心人力规模同比增长2.4%，核心人力月人均首年规模保费同比增长15%。

上市险企代理人产能持续放大



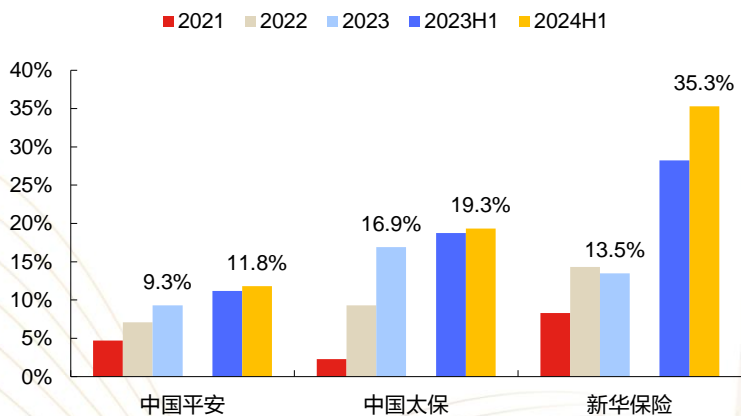
注：各家产能口径各异，中国人寿为月人均首年期交保费，中国平安为月人均NBV，中国太保为核心人力月人均首年规模保费，新华保险为月人均综合产能。  
资料来源：公司公告，东海证券研究所



## 个险改革步入下半场，银保“报行合一”夯实价值增长基础

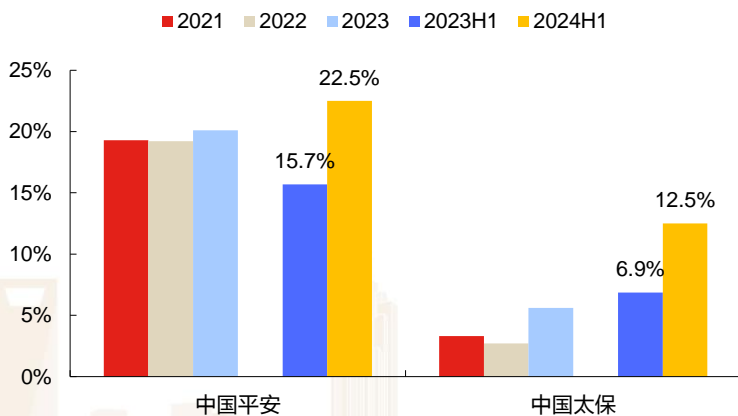
- 虽价值率弱于个险渠道，但银保渠道价值贡献逐步提升。由于银保渠道大多销售短期储蓄型产品，价值率较以销售保障产品为主的个险渠道更低，部分险企甚至在盈亏平衡点徘徊。但我们观察到在新单保费的快速拉动下，银保渠道新业务价值贡献持续上升，我们认为其对价值的稳定作用不可忽视。
- 取消“1+3”网点合作限制，银保业务迎来大财富管理发展良机。今年金监总局发布《关于商业银行代理保险业务有关事项的通知》，取消银行网点与保险公司合作的数量不超过3家的限制，给予业务开展更大的灵活性，有望推动银保渠道保费持续提升。此外，资管新规打破银行理财刚性兑付属性，今年以来部分理财类产品跌破净值，投资风险上升，对于低风险偏好的投资者吸引力下降，具有一定保本属性的保险产品能够满足投资者多样化的财富配置需求。我们预计在大财富管理趋势下，银保业务价量同时驱动，银保渠道将有较大发展前景。

银保业务NBV在总体中贡献



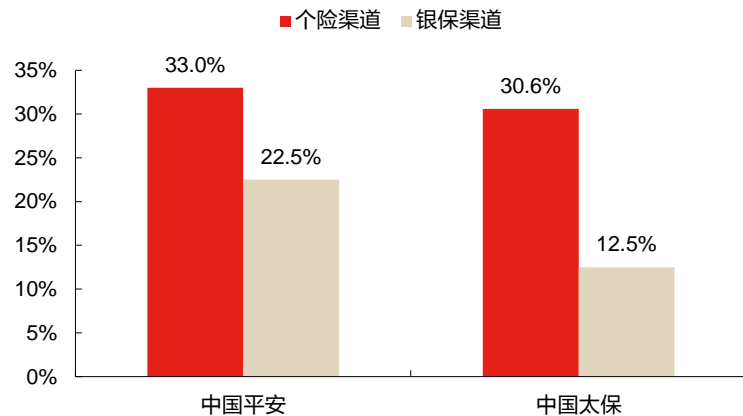
资料来源：公司公告，东海证券研究所

银保业务Margin提升较为显著



资料来源：公司公告，东海证券研究所

银保业务Margin低于个险渠道（以2024H1数据测算）



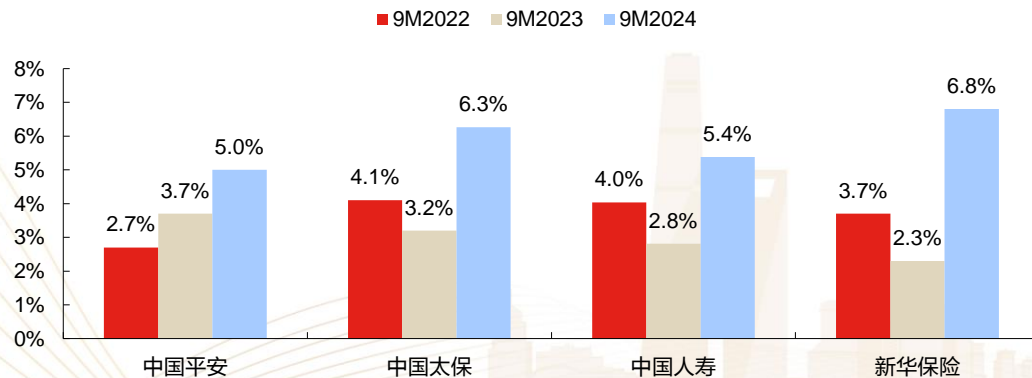
资料来源：公司公告，东海证券研究所



## 权益弹性向上，地产风险缓释，投资端展望乐观

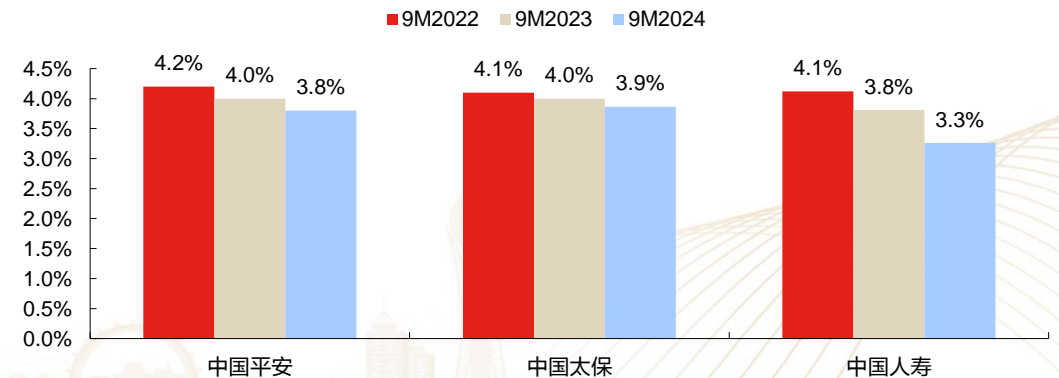
- **优化资产配置，强化资产负债联动。**在长端利率持续下滑趋势下，监管在负债端调整产品预定利率，资产端优化偿付能力风险因子，强化资产负债联动，旨在引导保险公司合理规划经营业务、释放更广的投资空间，从而提高资金使用效率和投资回报。
- **引导中长期资金入市，稳增长政策缓解投资端风险担忧。**监管还积极引导中长期保险资金入市，并特别强调提高权益类资产的配置，一方面满足新会计准则调整下对高股息资产的配置需求，另一方面也有利于改善投资者结构，为资本市场带来更加稳定和长期的资金来源。稳增长的经济预期缓解了市场对投资端的风险担忧，地产风险也得到一定程度缓释。
- **聚焦服务新质生产力，发挥耐心资本优势。**监管多次提及要加大保险资金对战略性新兴产业、先进制造业、新型基础设施以及创业投资等支持力度。我们认为，新质生产力的特征与保险资金等耐心资本特性相匹配，有助于推动保险机构坚持长期投资、稳健投资、价值投资。通过这种战略性的资本配置，保险机构不仅能够为实体经济的转型升级提供强有力的资金支持，同时也能够实现自身资本的长期增值和风险分散，促进保险行业的可持续发展与经济结构的优化升级，也是对于当前长端利率低位震荡环境下的资产配置的重要补充。

上市险企总投资收益率大幅回暖



资料来源：公司公告，东海证券研究所

上市险企净投资收益率有所承压



资料来源：公司公告，东海证券研究所

# 目 录

- 一、背景介绍：产品、历程与竞争格局
- 二、盈利拆解：估值、报表与变动分析
- 三、负债表现：需求、产品与渠道变化
- 四、投资表现：利率、权益与资产配置
- 五、前景展望：政策规范下的价值增长
- 六、风险提示**

## 风险提示

- **新单销售不及预期。**新单销售低迷，影响代理人收入，产能下滑导致脱落率升高，进而影响队伍稳定。此外，NBV增速低迷也拖累新业务价值倍数中枢水平。
- **长端利率持续下行。**保险资产配置中绝大多数为固定收益类资产，其中又尤以持有至到期资产占主导，利率下行会导致到期再投资与新增固收类投资收益下滑，进而形成潜在利差损风险。
- **权益市场大幅波动。**保险公司重要利源之一的投资利差来自于投资端的业绩波动，若A股出现系统性下跌，分红险收益下滑，影响客户收益与险企业绩，此外也对公司当期利润和净资产造成不利影响。
- **股权投资计提减值风险。**保险资金运用中包含较多长期股权投资，其中地产投资风险近期暴露较为频繁，例如华夏幸福与恒大集团流动性紧张导致的悲观预期已被市场认知，进而需要对其进行减值计提，其他股权投资项目或有进一步计提减值风险。
- **政策风险。**保险行业各项业务开展均受到严格的政策规范，近些年陆续发布的政策对现有业务格局和未来发展均有影响，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏。



## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

## 二、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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。



### 三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

### 四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

#### 东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：(8621) 20333275

手机：18221959689

传真：(8621) 50585608

邮编：200125

#### 东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：(8610) 59707105

手机：18221959689

传真：(8610) 59707100

邮编：100089