

低利率时代的寿险销售

华泰研究

2024年11月12日 | 中国内地

年度策略

寿险销售动能重启

低利率环境虽不利于保险投资，但有利于寿险销售。过去一年多时间里，尽管寿险行业出于防范利差损的考虑，频繁下调产品定价利率，但寿险新业务价值（NBV）始终维持了强劲的增长势头。市场可能对 2020-2022 年间的 NBV 负增长心有余悸，对销售复苏势头仍存有疑虑，我们认为投资者可能低估了低利率环境下消费者对于安全型金融产品的偏好。部分海外发达市场从上世纪 80 年代开始经历了长达 40 年的利率下行周期，这期间寿险业发展迅猛，说明低利率并不会阻碍寿险业发展。我们看好资产负债匹配、增长动能和利润弹性相对均衡的公司。关注中国平安、中国太保、友邦保险、中国人保。

居民部门储蓄意愿上升

去年以来，上市寿险公司保持了持续且强劲的增长动能，核心指标新业务价值 NBV 在 2023 年增长 26% 的基础上，1H24 增长 31%。大背景是居民储蓄意愿上升，2022 年居民储蓄增加了 17.8 万亿元，显著高于过往增量。2023 和 1-3Q24 居民储蓄增长维持在高位。储蓄意愿上升的背后是风险意识提升，消费者对安全稳健的寿险产品接受度上升。寿险尤其是储蓄寿险，被视作资产配置的一部分而非是金融消费。与另一个相对安全型金融产品——银行存款相比，寿险的期限和收益都更占优势。我们认为寿险销售将展现出持续的韧性。但在销售动能回暖的同时，仍应当重视防范利差损风险。

增长与风险需平衡

利率下行凸显了保险产品刚兑属性的优势，但也加大了保险公司利差损风险。上市保险公司核心的现金投资收益率（净投资收益率）在过去几年快速下降（1H24: 3.3%），逐渐逼近平均定价利率（接近 3.0%）。保险行业反应迅速，从 2023 年至今新单的定价利率下调了 100bps，并将在未来市场利率挂钩联动，以确保低利率下寿险负债成本持续降低。“报行合一”和控制分红万能保险的分红/结算率水平也进一步降低了综合负债成本，对防范利差损至关重要。我们认为保险投资仍应当以拉长资产久期、实现资产负债匹配主要目标，同时增加红利股投资，以增厚现金收益和降低利润波动。

低利率并未阻碍寿险发展

海外主要经济体在 1980-2020 这四十年间经历了罕见的利率长期下行。以美国为例，四十年间无风险利率（10 年期）从最高接近 16% 下降至 0.5%。而同期寿险保费扩大 9 倍，年化增长率 6%。同期，日本寿险业在经历经济危机和利率下行冲击的同时，保费扩大 5 倍，年化增长率 4%。欧洲英、法、德等寿险市场在这期间均有强劲的增长。低利率并未阻碍发达国家寿险业的进一步发展。中国的寿险深度依然处于较低水平（2023: 2.1%），我们认为经济增长将为寿险业发展提供长期持续的增长动力。

低利率时代的产品结构变化

发达市场浮动收益寿险产品占比相对较高。美国人寿保险产品中浮动收益型产品（包括分红、变额）的比例在 1980 年就占比近半，并在后来的利率下行周期中逐渐上升到 70% 左右。其他发达经济体也多是如此。至于储蓄/保障产品的比例，我们注意到储蓄类产品经历过先升后降的发展阶段。美国在上世纪 80、90 年代，储蓄寿险产品的占比从不到 70% 上升到超过 80%，但在 2000 年之后储蓄产品的占比不断下行。中国寿险业当下以传统型储蓄险为主，在利率下行的背景下，浮动收益型产品或大有可为。此外，当发展到一定的阶段后，储蓄型产品和保障型产品可能会存在此消彼长的关系。

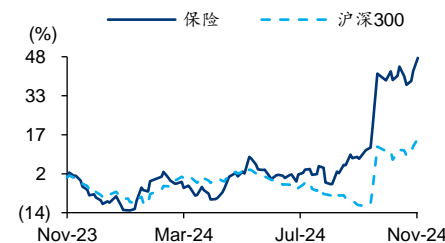
风险提示：NBV 增速和利润率大幅恶化，COR 大幅恶化，投资大幅恶化。

保险

增持（维持）

研究员	李健, PhD
SAC No. S0570521010001	lijian@htsc.com
SFC No. AWF297	+(852) 3658 6112
研究员	陈宇轩
SAC No. S0570524070010	chenyuxuan020827@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228
联系人	于明汇
SAC No. S0570124070107	yuminghui@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源: Wind, 华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
中国平安	2318 HK	72.00	买入
中国平安	601318 CH	73.00	买入
中国太保	601601 CH	43.00	买入
中国太保	2601 HK	33.00	买入
友邦保险	1299 HK	90.00	买入
中国人民保险集团	1339 HK	4.40	买入

资料来源: 华泰研究预测



正文目录

寿险销售动能重启	5
利率下行凸显寿险优势.....	5
销售渠道效率提升突破规模桎梏.....	6
定价利率下调推升产品利润率.....	8
长期增长空间探寻.....	10
增长背后亦有隐忧	12
寿险产品结构仍有待改善.....	12
利率下行压制保险投资收益.....	14
负债成本开启下降通道.....	15
资产负债久期匹配优先.....	17
权益投资重股息、抓波段.....	18
利率下行期的海外寿险业发展	20
利率下行并未阻碍寿险业发展.....	21
利率下行时期储蓄产品的兴衰	22
美国储蓄类产品先升后降.....	22
日本储蓄类产品受极低利率影响.....	23
法国储蓄产品先升后降.....	24
德国储蓄产品持续下降.....	24
中国香港储蓄产品先降后升.....	25
中国台湾储蓄产品始终处于高位.....	25
利率下行期浮动收益产品的变化	26
美国浮动收益产品上升.....	26
英国浮动收益产品始终占主流.....	26
中国香港浮动收益产品总体占比较高.....	27
公司核心预测	28
风险提示.....	34

图表目录

图表 1: 上市保险公司合计新业务价值 NBV 增速.....	5
图表 2: 我国居民储蓄年新增额.....	5
图表 3: 我国公募基金年新增额.....	5
图表 4: 我国个人存款占 M2 比例.....	6
图表 5: 国债利率、传统寿险定价利率和 5 年期存款利率对比.....	6
图表 6: 六家上市保险公司合计代理人数量 (2019-1H24).....	7
图表 7: 各上市保险公司代理人数量对比.....	7
图表 8: 上市公司代理人渠道效率提升.....	7

图表 9: 上市公司 NBV 渠道构成 (2015-1H24)	8
图表 10: 上市保险公司 NBV margin 对比 (2H22 vs. 2H23)	9
图表 11: 上市保险公司 NBV margin 对比 (1H23 vs. 1H24)	9
图表 12: 上市保险公司合计新单保费增速和新业务价值增速	9
图表 13: 寿险深度与人均 GDP (不变价, 2015)	10
图表 14: 社会保障支出占比与人均 GDP (不变价, 2015 年)	10
图表 15: 寿险深度与社保支出比例	11
图表 16: 我国人身险业总保费结构 (1999-2023)	13
图表 17: 上市保险公司寿险产品结构 (2015-1H24) (总保费口径)	13
图表 18: 利率下行压制净投资收益率	14
图表 19: 资本利得贡献波动大	15
图表 20: 净投资收益率依然高于保证负债成本	15
图表 21: 市场利率与传统寿险产品定价利率 (2007 年至今)	16
图表 22: 久期错配对净资产的影响 (2023)	17
图表 23: 久期错配对净资产的影响 (1H24)	17
图表 24: 政府债券配置比例持续上升 (2012-1H24)	18
图表 25: 二级市场敞口对比 (1H24)	18
图表 26: 二级市场敞口对比 (2023 vs 1H24)	19
图表 27: 上市保险公司资产配置演变 (2013-1H24)	19
图表 28: 过去 40 年海外无风险利率走势	20
图表 29: 过去 40 年海外国家保费规模增长	21
图表 30: 过去 40 年发达国家寿险密度	21
图表 31: 过去 40 年发达国家寿险深度	21
图表 32: 美国寿险业产品结构变化 (净保费口径) (1970-2023)	22
图表 33: 储蓄产品占比和利率变化 (1970-2023)	22
图表 34: 美国寿险公司净保费 (1960-2023)	23
图表 35: 美国健康险公司净保费 (2006-2023)	23
图表 36: 日本寿险业产品结构变化 (新单数量口径) (1985-2023)	23
图表 37: 日本储蓄型产品占比和利率变化 (1985-2023)	23
图表 38: 法国寿险业产品结构 (总保费口径) (1993-2023)	24
图表 39: 法国储蓄型产品占比和利率变化 (1993-2023)	24
图表 40: 德国寿险产品结构 (总保费口径) (1980-2018)	24
图表 41: 德国储蓄型产品占比和利率变化 (1980-2018)	24
图表 42: 中国香港寿险产品结构 (总保费口径) (1997-2023)	25
图表 43: 中国香港储蓄型产品占比和利率变化 (1997-2023)	25
图表 44: 中国台湾寿险产品结构 (总保费口径) (1995-2023)	25
图表 45: 中国台湾储蓄型产品占比和利率变化 (1995-2023)	25
图表 46: 美国个人寿险中浮动型产品占比和利率变化 (1981-1998)	26
图表 47: 美国年金中浮动型产品占比和利率变化 (1980-2000)	26
图表 48: 英国寿险业浮动型产品占比和利率变化 (1985-2007)	27

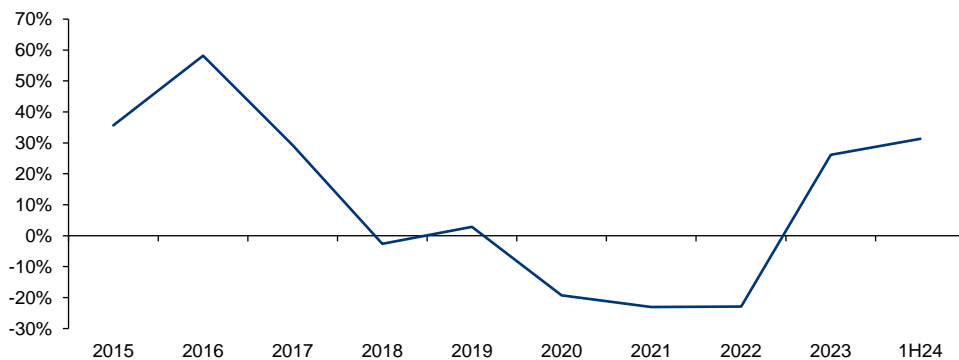


图表 49: 中国香港寿险业浮动型产品占比和利率变化 (1997-2023)	27
图表 50: 中国平安核心预测表	28
图表 51: 中国太保核心预测表	28
图表 52: 中国人寿核心预测表	29
图表 53: 中国财险核心预测表	29
图表 54: 中国人保核心预测表	30
图表 55: 新华保险核心预测表	30
图表 56: 阳光保险核心预测表	31
图表 57: 中国太平核心预测表	31
图表 58: 友邦保险核心预测表	32
图表 59: 中国再保险核心预测表	33
图表 60: 重点公司推荐一览表	33
图表 61: 重点推荐公司最新观点	33
图表 62: 提及公司名单	34

寿险销售动能重启

2023 年以来，上市寿险公司保持了强劲的增长动能，核心指标新业务价值 NBV 显著反弹，每一次业绩报告几乎都超越了投资者的预期。但投资者忌惮于 2020-2022 年 NBV 的持续负增长，仍对 NBV 的反弹持观察和质疑的态度。我们认为投资者低估了低利率时期消费者心态的变化对寿险业带来的较大增长动能，我们认为增长的动能已经复苏且可持续。当然，增长的背后也有隐忧，如固定回报型的储蓄产品一枝独大，以及低利率带来的投资压力，使得利差损风险在不断累积。保险业需要从资产负债匹配管理入手，优化产品结构，在享受高增长的同时，防范控制利差风险，穿越利率周期，为消费者带来长期的价值创造。

图表1：上市保险公司合计新业务价值 NBV 增速

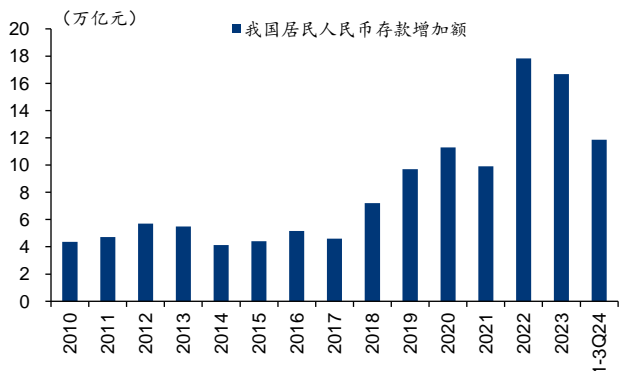


注：包含平安、国寿、太保、人保、新华、阳光、太平；NBV 增速为可比口径
资料来源：公司公告，华泰研究

利率下行凸显寿险优势

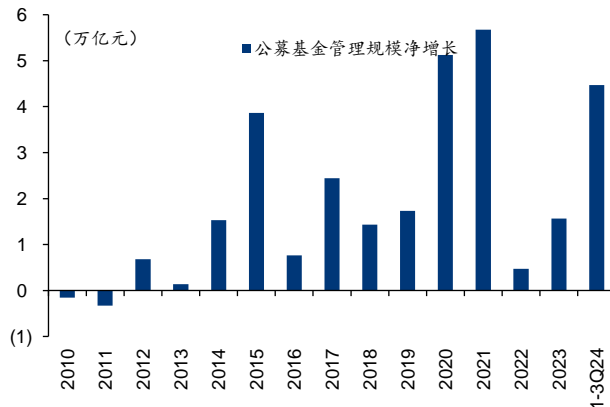
家庭部门投资风险偏好下降，面临“资产荒”。利率下行周期，消费者对于金融资产的安全性重视度上升，安全保本（刚兑）的重要性大过不确定的高收益预期。2022 和 2023 年居民储蓄意识明显提升，我国居民人民币存款增加额分别达 17.8 和 16.7 万亿元，而 2010-2021 年的最高值仅为 11.3 万亿元。与此同时，居民的投资风险偏好明显下降，2022 和 2023 年公募基金管理规模的增长陷入停滞。2022 和 2023 年我国个人存款占 M2 比例分别为 45.5% 和 47.2%，而 2010-2021 年比例基本未超过 43%，出现“超额储蓄”现象。2024 年前三季度，居民储蓄新增 11.9 万亿。虽然公募基金新增规模今年有所改善，但居民仍然缺乏有效的资产配置渠道，个人存款占 M2 的比例上行至 48.4% 的高位。

图表2：我国居民储蓄年新增额



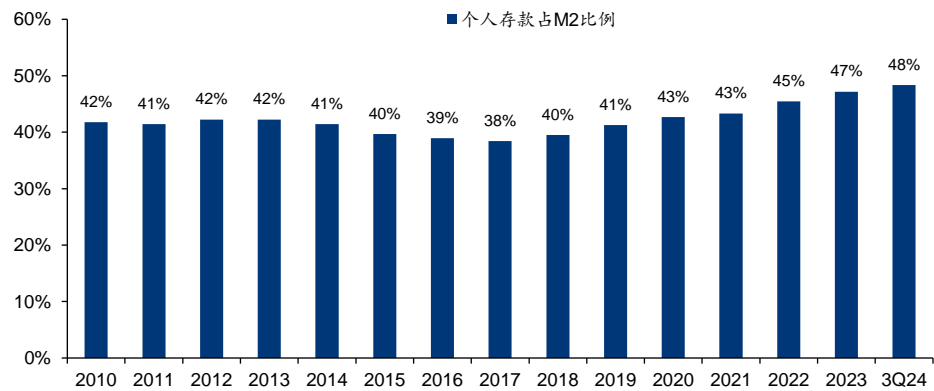
资料来源：中国人民银行，Wind，华泰研究

图表3：我国公募基金年新增额



注：2024 年前三季度增长额为较 2023 年末的净增长
资料来源：中国证券投资基金业协会，Wind，华泰研究

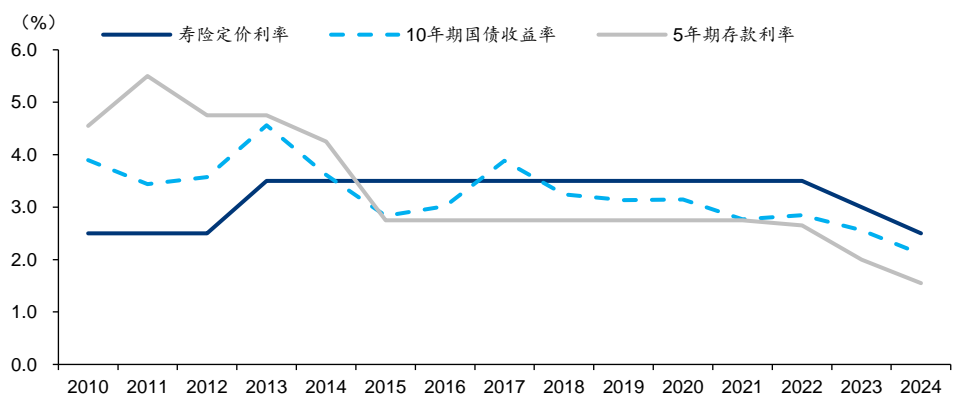
图表4：我国个人存款占 M2 比例



资料来源：中国人民银行，Wind，华泰研究

储蓄型寿险兼具长期性和安全性。寿险和储蓄是居民可选择的唯二的相对安全型金融产品，一定程度上都具有保证收益的属性。但保险产品的期限要远长于居民储蓄。长期储蓄寿险产品主要集中在 10+ 年期限，而长期储蓄存款多以 1-5 年为主。同时，储蓄险的收益要高于存款。从历史上看，2015 年以来，传统险定价利率比 5 年期存款利率高 75-100bps。截至 2024 年 10 月末，寿险传统险定价利率为 2.5%，比 5 年期存款利率（1.55%）高 95bps，高收益、长期限特征明显。可以说，储蓄类寿险产品是兼具长期和安全特征的零售金融产品。

图表5：国债利率、传统寿险定价利率和 5 年期存款利率对比



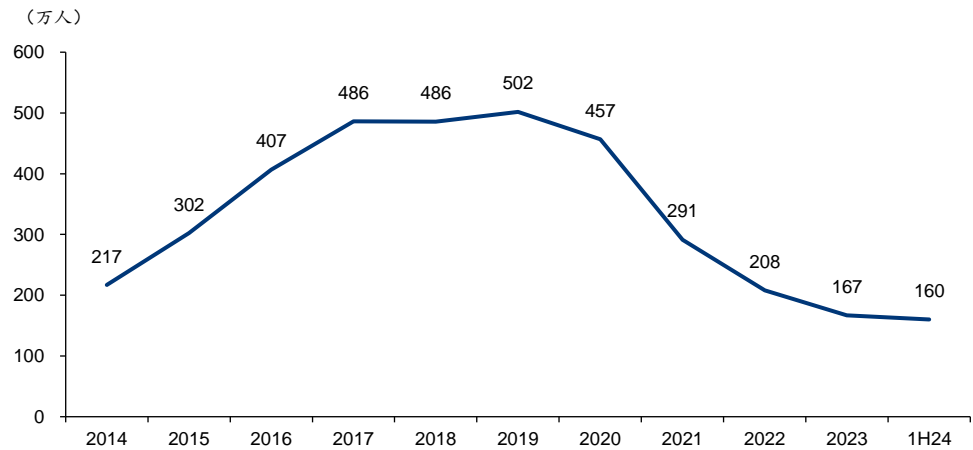
注：寿险定价利率指传统险；存款利率指整存整取；所有数据取年末值；截至 2024 年 11 月 7 日
资料来源：Wind，华泰研究

销售渠道效率提升突破规模桎梏

我们认为，中国寿险业以人力扩张推动增长的规模扩张周期大致结束于 2022 年前后（《保险业开启效率竞争新周期》，2022 年 10 月 25 日）。在此之前，上市公司已经陆续开始了以提升效率为目标的代理人转型升级，并在 2022 年实现了代理人产能（人均 NBV）的显著反弹。以此为起点，我们认为中国寿险业开启了以渠道效率提升为主要特征的发展新周期，并逐步摆脱了销售队伍萎缩带来的保费增长压力。

代理人产能大幅提升，队伍人数止跌企稳。2023 年和 1H24，上市公司代理人产能连续实现大幅提升，有力推动了行业 NBV 的强劲增长。我们估计，可比口径下，2023 年和 1H24 上市公司代理人合计人均 NBV 分别同比增长 67%/29%，其中 1H24 人保、太平、新华实现超越翻番的增长。已经有越来越多的保险公司把管理重心转移到代理人效率和产能上，以及核心代理人的规模上，对代理人总数量的重视程度在降低。当前代理人数量已经出现止跌企稳迹象，中国人寿代理人数量今年开始回升，Q1/Q2/Q3 末分别为 62.2/62.9/64.1 万人，中国平安代理人数量也从 Q2 开始回升。我们认为，未来会有更多公司实现代理人数量企稳回升，并逐步保持在合意水平。

图表6：六家上市保险公司合计代理人数量（2019-1H24）



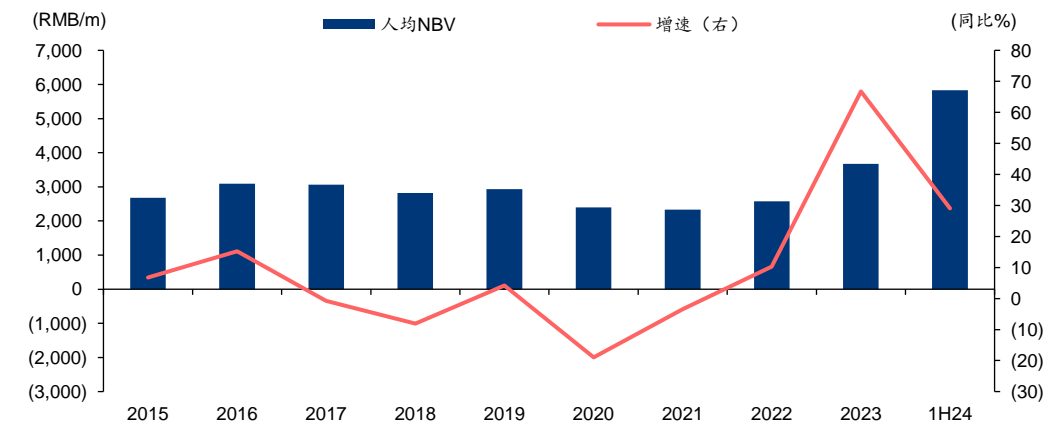
注：包含平安、国寿、太保、人保、新华、太平
资料来源：公司公告，华泰研究

图表7：各上市保险公司代理人数量对比

(万人)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1H24
中国人寿	74.3	97.9	149.5	157.8	143.9	174.5	137.8	82.0	66.8	63.4	62.9
中国平安	63.6	87.0	111.1	138.6	141.7	116.7	102.4	60.0	44.5	34.7	34.0
中国太平	13.4	23.2	26.2	38.4	51.3	38.6	38.1	38.5	39.1	23.5	22.8
中国太保	34.4	48.2	65.3	87.4	84.7	79.0	74.9	52.5	27.9	21.0	18.3
新华保险	20.6	30.1	32.8	34.8	37.0	50.7	60.6	38.9	19.7	15.5	13.9
中国人保	10.7	16.1	21.7	29.1	27.0	42.3	43.0	19.2	9.7	8.9	8.2
阳光保险						10.0	11.2	8.1	6.3	5.3	5.2

资料来源：公司公告，华泰研究

图表8：上市公司代理人渠道效率提升

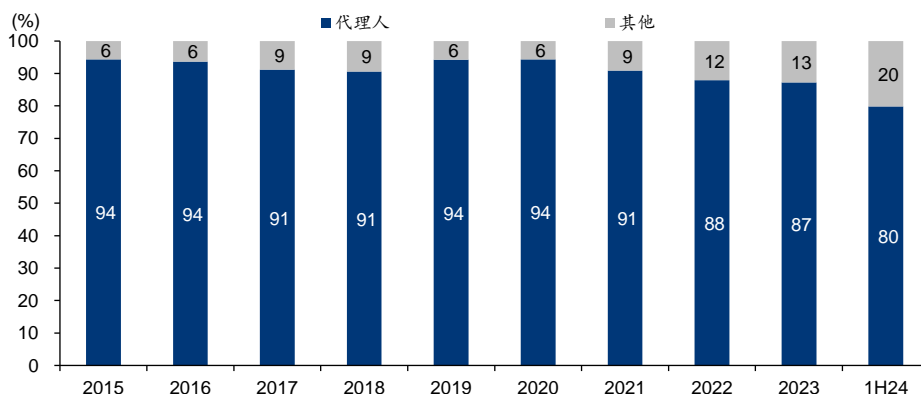


注：包含平安、国寿、太保、人保、新华、太平、阳光；增速均为可比口径；注：指月均 NBV
资料来源：公司公告，华泰研究

代理人改革有望推动产能持续增长。代理人渠道依然是上市寿险公司最重要的价值创造渠道，1H24NBV 占比合计约为 80%，代理人渠道的转型升级将有望持续推动代理人效率提升以及寿险公司的 NBV 增长。

- 中国平安在 2020 年开始了寿险改革，并逐步定型为“四+三”战略，代表四个渠道（代理人、社区网格、银行优才和下沉渠道）和三个产品（传统保险产品，综合金融，“健康+医疗”服务）。在代理人渠道强调分层精细化经营，大力培养钻石团队。
- 中国太保在 2022 年正式开始“长航行动”，营销队伍升级是重点，推动代理人职业化、专业化、数字化，重视绩优人力、产能和收入，而非人力总规模。
- 中国人寿在 2023 年 10 月底宣布了个险营销体系改革的方案。总体思路是“优化基本盘”，“布局新营销”。对于现有存量队伍，以渐进式改革为主。同时布局新型营销队伍，定位专业化的金融保险规划师，提升招募标准，提升产能和长期留存。

图表9：上市公司 NBV 渠道构成 (2015-1H24)



资料来源：公司公告，华泰研究

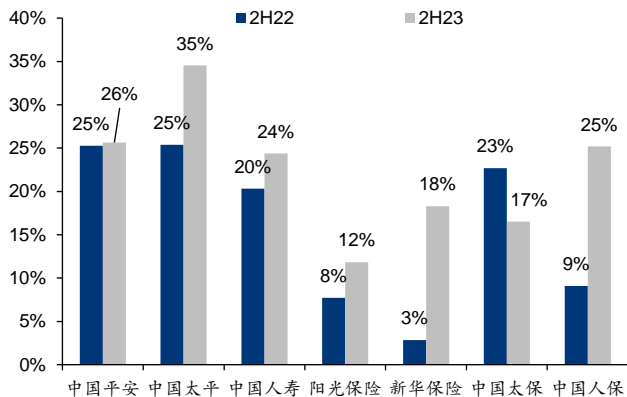
定价利率下调推升产品利润率

寿险产品定价利率于 2023 年 7 月开启了下行周期，传统/分红/万能险的定价利率分别下调 50-100bps 至 3.0%/2.5%/2.0%，这是 2013 年定价利率上调后的首次系统性下调。2024 年 9 月，监管部门再次下调定价利率，将三类产品的定价利率进一步降至 2.5%/2.0%/1.5%，并宣布改革定价利率形成机制。未来会将寿险定价利率与市场利率挂钩，形成联动机制。

在一年左右的时间里，寿险定价利率下调了 100bps，调整幅度超过了同期的市场利率和政策利率变动幅度，反映了保险行业对降低负债成本的迫切诉求。与此同时，监管部门在银行代理和专业中介渠道开始了“报行合一”要求，即实际销售费用不得超过产品定价中蕴含的费用水平，不允许保险公司对销售费用进行额外补贴，也就是所谓的“费差损”，以遏制市场上愈演愈烈的费用竞争。

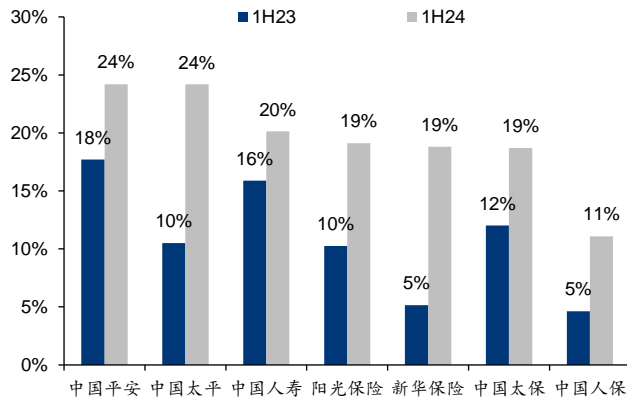
定价利率下调和费差损压缩给保险公司带来了直接的好处，即产品利润率上升。定价利率代表了资金成本，费差损代表了超额费用成本，当两者都下降的时候，自然推高了产品的利润率。

图表10: 上市保险公司 NBV margin 对比 (2H22 vs. 2H23)



注: 国寿、阳光、人保使用 2023 年假设下的 NBV 计算, 其余公司使用 2022 年假设下的 NBV
资料来源: 公司公告, 华泰研究

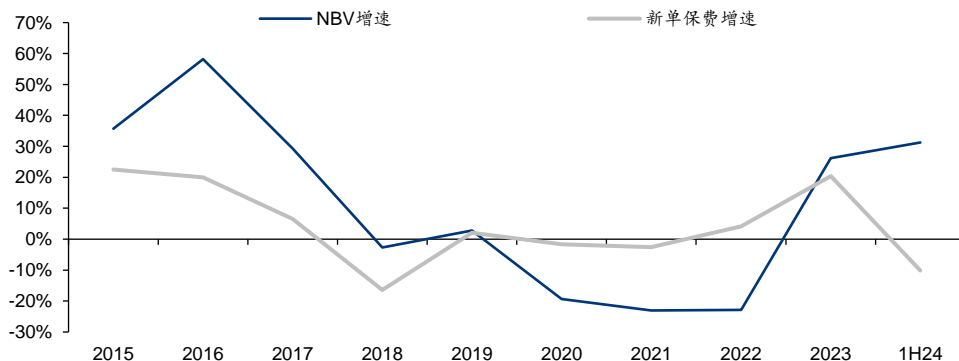
图表11: 上市保险公司 NBV margin 对比 (1H23 vs. 1H24)



注: 使用 2023 年假设下的 NBV 计算
资料来源: 公司公告, 华泰研究

产品利润率的大幅提高, 进一步推动了 NBV 的增长。2023 年 7 家上市保险公司合计 NBV 增速约为 26% (可比口径, 下同), 增长受新单保费提升和利润率提升的双重驱动。1H24 虽然新单出现负增长, 但 NBV 利润率的大幅提升支撑了 NBV 实现更强劲的增长, 1H24 合计 NBV 增速达到 31% 的出色水平。

图表12: 上市保险公司合计新单保费增速和新业务价值增速



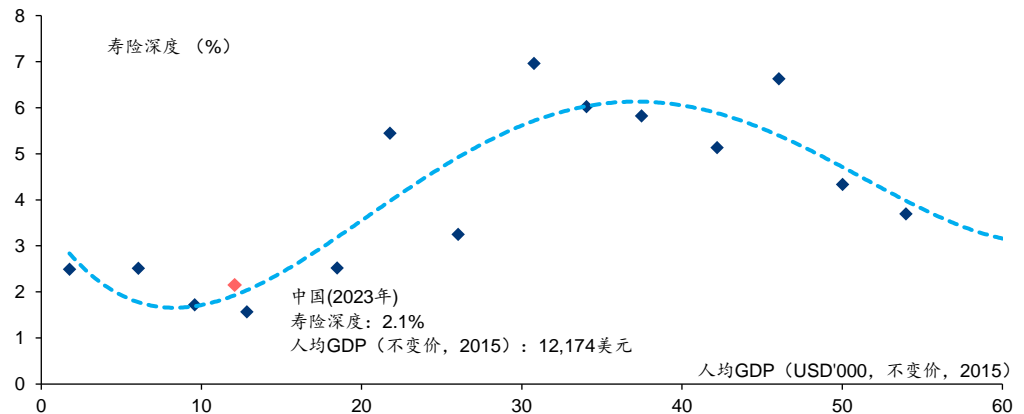
注: 包含平安、国寿、太保、人保、新华、阳光、太平; NBV 增速为可比口径
资料来源: 公司公告, 华泰研究

而三季度 NBV 增速又上一个台阶, 24 年前三季度, 5 家 A 股上市保险公司实现 NBV 约 25%~140% 的高增长, 增速均高于上半年, 我们估计前三季度新华同比增速最高 (137%), 人保也实现翻番增长 (114%), 国寿增速最慢, 但也有 25%。值得注意的是, 三季度的新单保费也有较强的增长, 较一季度和二季度明显反弹。5 家 A 股上市保险公司 24 年 Q1/Q2/Q3 的合计新单保费增速分别为 -9.6%/-21.0%/52.7%, 三季度反弹趋势强劲, 主要受到 9 月定价利率下调带来的销售提前影响, 以及上年同期基数较低的影响。今年以来销售整体不弱, 是三季度新单保费反弹的大背景。

长期增长空间探寻

从全世界主要经济体的经验来看，寿险业的发展空间取决于经济的发展阶段。我们对全世界 34 个国家 1999-2023 年的数据分析显示，当人均 GDP（美元，不变价，2015）超过 1 万美元的时候，寿险保险深度进入快速提升阶段。人均 GDP 从 1 万美元上升到 3 万美元，寿险的保险深度会从 2% 左右上升至 6% 左右。也就是说这一阶段寿险保费增长速度超过了 GDP 增长速度，寿险呈现出加速发展态势。我们认为这条曲线仍然有其现实意义，当居民富裕之后，增加寿险保障以保护人力资本是历史的大趋势，中国的消费者也不例外。中国的人均 GDP 刚刚超过 1 万美元不久，我们认为只要中国的经济继续发展，消费者就会购买越来越多的保险保障。

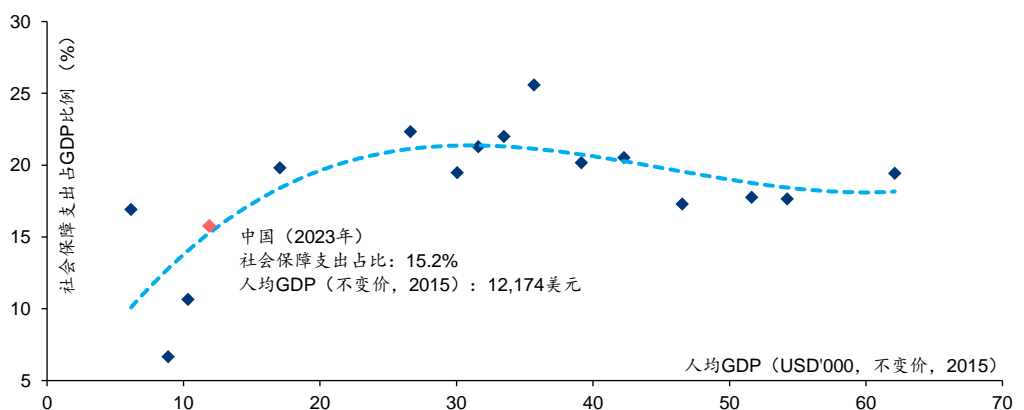
图表13：寿险深度与人均 GDP（不变价，2015）



资料来源：瑞再 Sigma、世界银行、华泰研究

有投资者认为，中国的社会保障支出力度大、覆盖面广，会影响消费者购买商业保险的意愿。我们梳理了 OECD 国家的社会保障支出与寿险发展之间的关系，恰恰相反，我们看到的是社会保障和商业保险呈现出同向发展的趋势。社会保障支出在人均 GDP 1 万美元到 3 万美元之间也有显著提升，从 13% 左右，上升至 20% 左右。人均 GDP 超过 3 万美元之后，略有轻微下降。也就是说商业保险和社会保障渗透率高增长均发生在人均 GDP 1 万-3 万美元之间。

图表14：社会保障支出占比与人均 GDP（不变价，2015 年）

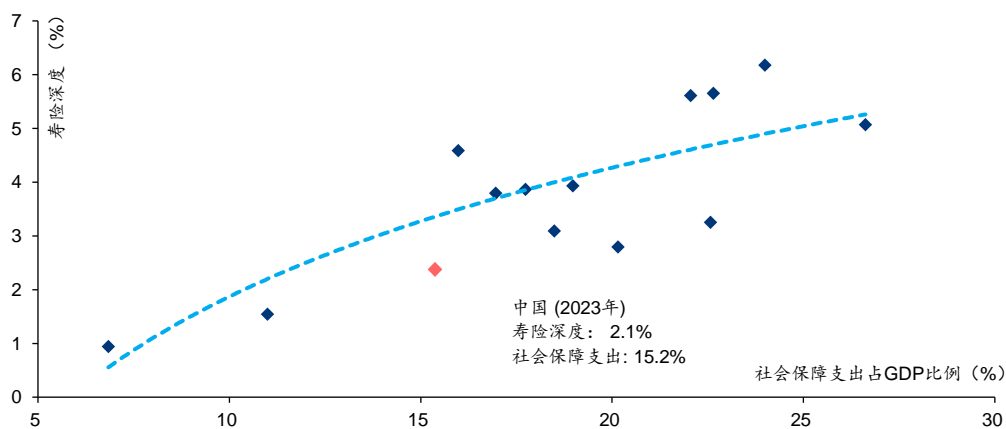


资料来源：OECD、Word Bank、中国统计局、华泰研究

社会保障支出是一个国家或地区在社会领域的投入，为社会政策的最终落实提供资金支持和物质保证。欧盟社会保障支出统计口径包括 8 个领域，分别是医疗卫生、养老保障、残疾人保障、抚恤事务、家庭和儿童、失业治理、住房保障及社会融入。中国国家统计局口径的社会保障支出统计口径包括 6 个领域，分别为医疗卫生、养老保障、残疾人保障、社会服务、就业保障、住房保障。根据统计局的《我国与欧盟社会保障支出对比分析》，我国的具体社会保障支出包括政府卫生支出、社会卫生支出、基本养老保险基金支出、失业保险基金、残疾人事业费、社会服务事业费、就业补助、保障性安居工程支出和住房公积金提取额。

我们认为社会保障支出和商业保险的增长，都是受经济发展、人均 GDP 增长的驱动。当人均 GDP 迈过 1 万美元，走向 3 万美元的时候，我们看到社会保障支出占比和商业保险深度同时增加。社会保障支出占 GDP 的比重在 10% 以下的时候，寿险深度处在较低水平 (<2%)。之后随着社会保障支出占比不断提升，寿险深度也随之提高。

图表15：寿险深度与社保支出比例



资料来源：瑞再 Sigma、OECD、世界银行、华泰研究

一个经济体随着富裕程度的提高，会快速提升保险保障类的支出，这当中既包含公共部门的社会保障支出，也包含私人部门的商业保险。公共和私人部门的保障支出共同代表了经济体在快速发展阶段产生的保障需求。在一定意义上，这种保障需求得不到满足的话，甚至会阻碍经济的发展，因为私人部门可能出于谨慎目的储蓄过多而消费过少，导致生产消费循环不畅。

短期看，社会保障支出的增加，可能在一定程度上会影响消费者对商业保险的需求，比如各地惠民保的发展对重疾险造成冲击；但长期看，社会保障支出和商业保险均受经济发展驱动。如果商业保险缺乏增长动力，很可能是经济发展动力不强，而不是社会保障支出对商业保险形成压制。

中国 2023 年的社会保障支出占 GDP 比重为 15.2%，寿险深度为 2.1%。我们认为随着中国经济发展，社会保障支出和商业保险支出都将持续增加。中国目前的位置，处于社保相对较强而商业保险相对较弱的状态（位于拟合线的下方）。在保障这件事上，公共部门的投入力度大，私人部门投入的力度相对不足，预示着中国商业寿险需要加快发展，以提升全方位的保障水平。

增长背后亦有隐忧

与寿险销售好转对应的是投资端压力加大，在利率下行过程中，利差损风险不容忽视。保险行业在过去一年多时间里将新业务的定价利率（资金成本）下调了 100bps，超过了市场利率的下降程度，反应了对利差损的高度重视。但存量业务的高成本续期保费仍在持续流入，新单成本下降对总体成本的压降需要在较长时间内才能显现效果。我们认为保险业需要坚定不移地持续压降负债成本，并在资产端重视资产负债久期匹配，以尽快降低利率风险对资产负债表的冲击。此外，增加浮动收益型产品的销售，为保险公司的资产负债匹配拓宽空间，也是重要的发展方向。

寿险产品结构仍有待改善

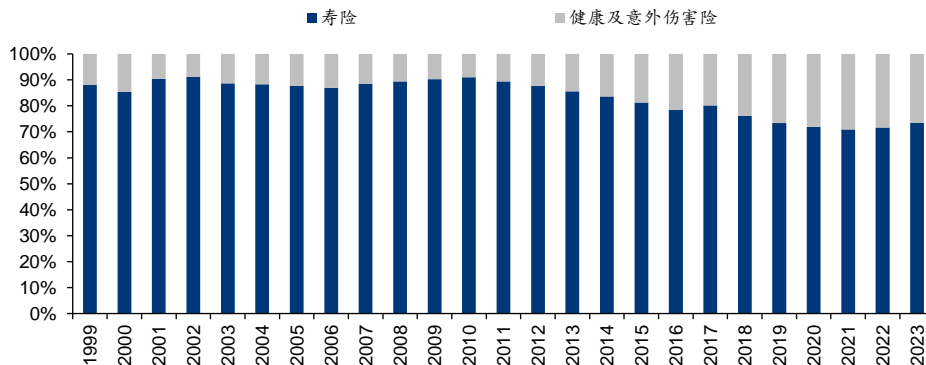
这一次寿险销售的改善，动能主要来自于储蓄类产品，这和上一轮（2013-2018）销售改善由重疾险推动有很大不同。2023 年增额终身寿险产品热销，让过去几年销售萎缩的保险公司大大缓解了增长焦虑。但增长过于集中在传统（非分红）储蓄类寿险上时，也会带来问题，最突出的就是利差损风险。

寿险产品大体可以分成保障和储蓄两类。保障产品覆盖小概率发生的风险事件，对消费者有“以小博大”的效应，保险金额相对于保费的杠杆比例较高；储蓄产品更多是提供长期稳健的投资回报，对风险事件的覆盖程度相对较低。任何一个寿险产品无非是保障和储蓄的组合，有的保障成分高一些，有的储蓄成分高一些。通常重疾险、意外险、医疗险、定期寿险被视作保障类产品，年金、两全、终身寿险等被视作储蓄类产品。目前我国寿险业以储蓄型产品（寿险）为主，2023 年在总保费中的占比超 70%。在上一轮重疾险带动的销售增长推动下，保障类产品的占比从 2013 年的 10% 出头上升至 2020 年的 20% 以上，但之后保障性产品的占比不再扩张，甚至在 2023 年有所降低。

保障产品的利润率相对较高，因为较多的死病差益，但保费规模相对较小。储蓄产品的利润率相对较低，利差贡献占大部分，但保费规模相对较大。储蓄类寿险产品在定价谨慎的情况下也能获得较为理想的利润率，但如果竞争激烈导致定价激进，利润率可能会非常低。比如开门红期间销售的产品和一些定价激进的增额终身寿险，利润率可能是储蓄类寿险产品当中最低的。储蓄类寿险的盈利水平差异可能会较大，盈利能力较好的储蓄类产品无疑是保险公司的合适选择。但盈利差的储蓄类产品则有可能带来偿付能力压力和利差损风险。

以“开门红”产品为例，这类产品保费规模大，NBV 利润率低，对偿付能力消耗较大，除了推动保费规模之外，给保险公司带来的实际好处很有限。过往保险公司通常用激励销售队伍士气的理由为开门红辩护，但当前面临利差损风险，降低产品成本，提升盈利能力是更重要的考量因素。此外，在销售队伍转向职业化专业化过程中，激励销售队伍的士气应内化至团队的日常管理中，以精细化管理提升销售队伍活力，而不是依靠运动式销售来推动销售行为。

图表16：我国人身险业总保费结构（1999-2023）



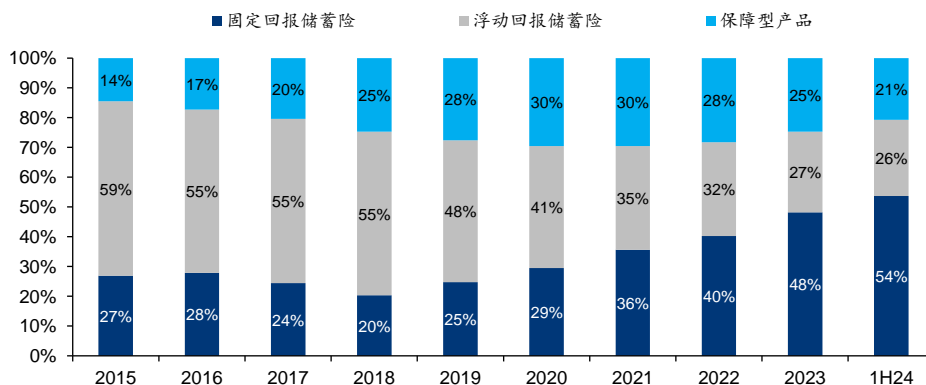
资料来源：Wind，国家金融监督管理总局，华泰研究

从产品形态角度看，传统型产品（非分红）是市场主导，也带来了一些潜在的压力和隐患。最大的风险是传统型储蓄产品的负债成本高，且缺乏弹性。所谓传统型寿险，就是隐含在产品中给客户的回报是固定的，比如当下传统险的定价利率是 2.5%；与之相对，分红险的刚性成本略低为 2.0%，在 2.0%之上会将超额收益的 70%分配给消费者，这部分即为“分红”。

相较于传统险，我们认为利率下行期更应该发展以分红险为代表的浮动收益型产品。首先，分红险的刚性成本较低，因此利差损的风险较小。虽然正常情况下分红险的总成本（刚性成本+分红）很可能比传统险还要高，但分红作为弹性部分不是保证回报，不构成保险公司的刚性成本。在投资收益较低的时候，分红险的成本要低于传统险，因此更有利于规避利差损风险；其次，分红险对客户提供了保证水平之上的弹性回报，类似于“固收+”的投资产品。在利率下行的阶段，可以给予客户一定的风险回报，在利率反弹的时候也能够让客户享受到收益上行的好处。

上一轮 2013/2015 年定价利率改革之后，浮动型产品占比持续下降。我国上市保险公司浮动型储蓄险产品包括分红险和万能险，合计保费占比呈现下降趋势，由 2015 年的 59% 下降到 1H24 的 26%。具体来看，浮动型产品主要以分红险为主，1H24 分红险占浮动险比例达 61%，2015 年以来分红险、万能险占比均有所下降。注意这里是总保费口径，其中包含续期保费，会延缓保费结构的变化。如果从新单保费的角度看，变化会更剧烈。

图表17：上市保险公司寿险产品结构（2015-1H24）（总保费口径）



注：包括中国平安、中国太保、中国人保、新华保险、中国太平、阳光保险，阳光保险数据从 2019 年开始，其余公司从 2015 年开始；固定回报储蓄险包括传统险、年金等，浮动回报储蓄险包括分红险、万能险等，保障型产品包括意外险和健康险
资料来源：公司公告，华泰研究

但发展分红险也面临一些困难。最大的困难在于代理人和客户对寿险的理解已经定型为固定回报的传统型保险，代理人需要时间来学习销售更复杂的分红产品，客户也需要时间来理解分红险的特点，分红险的消费者教育亟须跟上。我们认为 2024 年将是保险公司重新在战略上重视并布局分红险的起点。

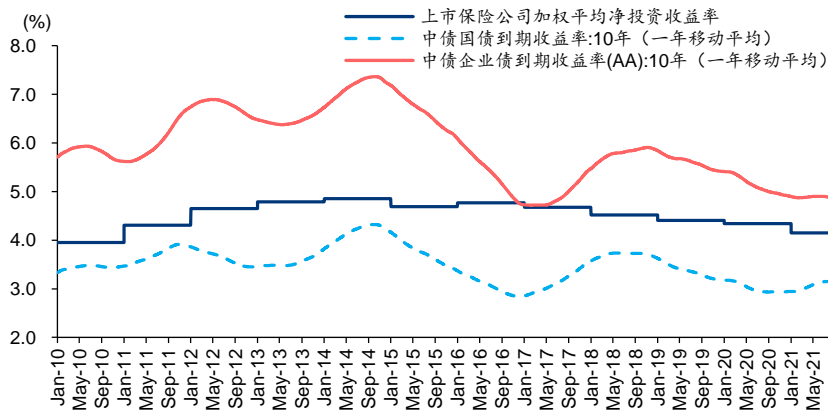
利率下行压制保险投资收益

当保险投资的收益水平无法覆盖对客户承诺的回报的时候，寿险公司就出现了利差损。利差损是寿险公司最大的风险因素，世界历史上破产的寿险公司大部分都是因为利差损风险爆发导致资产负债表严重恶化。保险负债的长期属性，导致负债成本具有“刚性”和“粘性”的特征，短期内无法有效降低负债成本。保险投资具有较强的“固收+”属性，因此利率下行环境就容易造成利差损风险。

净投资收益是险资投资表现的核心和压舱石。我们采用华泰调整口径的 NIY(净投资收益率)对上市公司投资表现进行比较。调整口径的净投资收益仅包含利息、股息和租金这三类可重复发生的现金收益，并扣除险资加杠杆(卖出回购)的利息成本。净投资收益不含长期股权投资的收益，以及资本利得或损失。净投资收益代表了险资的现金投资收益，相对稳定且可预期性强，是险资投资表现最重要的衡量指标。

在过去的 10 多年中，上市公司的 NIY 基本处于无风险利率和 AA 信用债收益率之间。2013-2017 年，上市保险公司平均 NIY 达到 5.0%左右，属于相当高的水平。这一阶段 10 年期无风险利率最高触及 4.5+%，为高投资收益率创造了良好的利率环境。2018 年后，伴随着市场利率的不断走低，保险 NIY 也节节下行。2023 年以来的利率快速下行对险资带来较大压力，平均 NIY 从 2022 年的 4.1% 下降至 1H24 的 3.3%。需要指出的是上半年的 NIY 通常会被低估，因为大部分股息收入是下半年发生的。但利率下行的压力是显而易见的。

图表18：利率下行压制净投资收益率



注 1：上市保险公司包括中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平、中国财险、阳光保险；

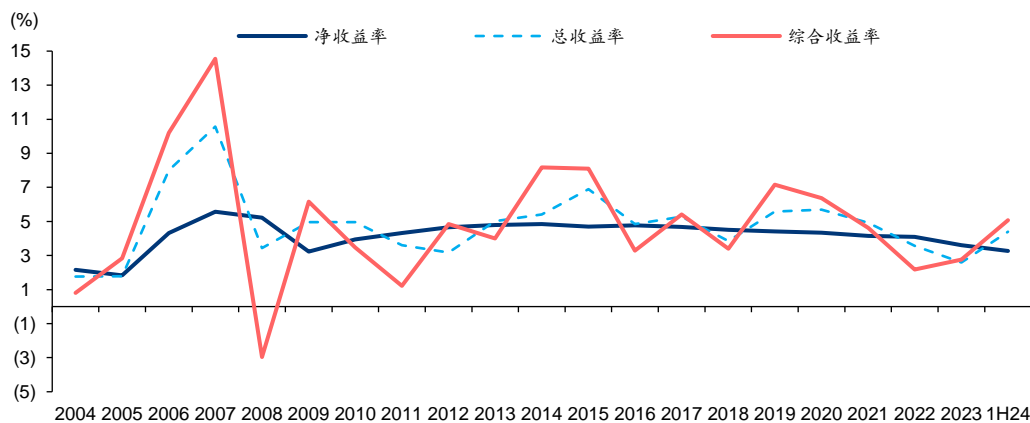
注 2：净投资收益 = 利息+股息+租金-卖出回购利息；

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

净投资收益加上计入利润表的资本利得，包括金融资产公允价值波动和联营企业收益构成了总投资收益 (TIY)，影响会计净利润，也被称为财务口径的投资收益；总投资收益加上计入其他综合收益 (OCI) 的资本利得构成了综合投资收益 (CIY)，影响净资产，是衡量险资投资表现的最全面指标。总/综合投资收益率围绕净投资收益率波动，且综合投资收益率的波动比总投资收益率更大。过去二十多年 (2004-1H24) 的数据显示，上市公司平均综合投资收益率也仅仅较净投资收益率年均增厚 68bps，如果以 12-15% 的权益资产投资比例估算，资本利得 (主要为股票资本利得) 年化复合收益率大约为 5%，相比于大盘 (沪深 300) 这一期间的表现并不是特别高。

权益投资是险资投资策略的一个必然组成部分，但这不能改变险资整体“固收+”的投资属性，因为保险投资受到负债的约束。保险公司向客户承诺了一定程度的回报（刚兑属性），权益投资对收益的增厚是建立在完成保证回报的基础之上，而不能危及保证回报。这就要求把权益投资控制在一定的比例上，以确保波动性可控。险资如果通过大比例权益投资来覆盖长期的刚性成本，将会面临非常大的资产价格波动风险。

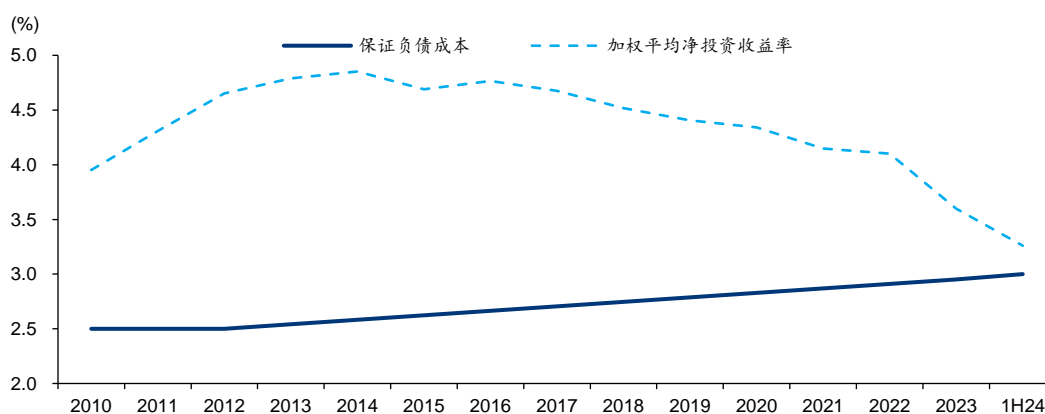
图表19：资本利得贡献波动大



注：上市保险公司包括中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平、中国财险、阳光保险；净投资收益=利息+股息+租金-卖出回购利息；总投资收益=净投资收益+长期股权投资收益+已变现资本收益+FVTPL资产的公允价值变动-预期信用损失（资产价值损失）；综合投资收益=总投资收益+FVOCI权益资产公允价值变动
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究估算

借鉴日本寿险业的计算方式，比较净投资收益率和寿险产品平均定价利率，来衡量是否存在利差损。可以看出目前大公司并无利差损，但利差空间正在收窄。目前上市公司平均的定价利率接近 3.0%，以 1H24 平均 3.3%的净投资收益率计算，利差空间只有 30bps，相较 2015 年的 200+bps，有了大幅收窄。如果市场利率持续走低，将对利差空间造成持续压力。

图表20：净投资收益率依然高于保证负债成本



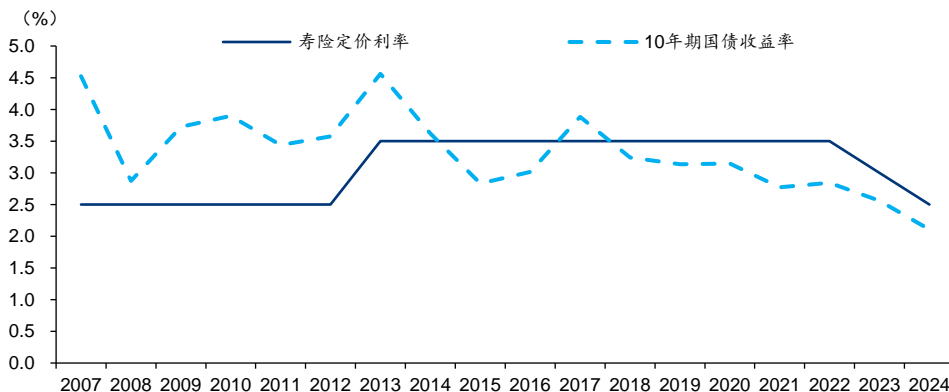
注：加权平均净投资收益率的计算包括中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国太平、中国人保、阳光保险、中国财险
资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

负债成本开启下降通道

保险的负债成本有三重含义：1) 狭义的寿险负债成本仅包括向客户承诺的回报，也就是定价利率，是保险公司刚性资金成本。这是保险公司投资收益的底线，低过这个水平就是严格意义上的利差损；2) 如果把分红和万能保险的弹性负债成本（分红险的分红部分，万能险结算利率超过保证的部分）也算进来，属于全面的资金成本；3) 再进一步，如果把费差益（损）、死病差益（损）也算进来，就是全面意义上的综合负债成本，是衡量保险公司能否盈利的标准。定价利率经历了先升后降的过程。

- 2013年是上一轮寿险定价利率改革的起点。2000到2013年,寿险业执行统一2.5%的保证利率(定价利率)水平,刚性负债成本较低。这一阶段以分红险为主,所以整体资金成本要远高于2.5%。
- 2013年传统险定价利率被上调至3.5%,开启了近十年传统险(非分红)的快速发展。2015年分红险定价利率被放宽至3.0%。
- 2023年开启了本轮定价利率下调周期。7月传统险定价利率又被调降至3.0%,分红险定价利率被降至2.5%。今年9月、10月,传统险、分红险定价利率分别被下调至2.5%、2.0%。

图表21: 市场利率与传统寿险产品定价利率(2007年至今)



注: 寿险定价利率指传统险; 截至2024年11月7日, 数据取期末值
资料来源: Wind, 华泰研究

我们认为上市公司为代表的大公司负债成本总体低于中小公司。这些公司经营历史长, 在2013年之前销售了大量2.5%定价利率产品, 有效平衡了后期的高定价利率产品。我们估计, 上市公司平均定价利率接近3.0%。这些公司的规模大, 费差损较小, 还有一定的死病差益, 我们认为综合负债成本远低于平均定价利率。但是中小保险公司的负债成本相对较高。首先这些公司的经营历史短, 主要经营时期处于3.5%定价利率时代, 因此刚性负债成本较高。加之这些公司规模小, 缺乏规模效应, 费差损较高, 且死病差益较小, 综合负债成本往往高于平均定价利率, 对投资产生了较大的压力。

监管机构从去年系统性调降定价利率。在此之前行业短暂销售过4.025%定价利率的产品, 但销售范围不大, 后被停止。2023年开始全面降低定价利率, 标志着监管部门正式开始着手防范利差损风险。

比预定利率下调更重要的是, 2024年监管机构提出建立“预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制”, 参考包括10年期国债利率在内的市场利率, 确定预定利率基准值, 由保险行业协会发布, 各公司按照市场化原则及时调整产品预定利率。正式建立了寿险产品预定利率的市场化调节机制。相比于过去监管机构相机抉择的方式, 我们认为新机制下预定利率调整会对市场变化更敏感。更有利于管理保险公司和消费者的预期, 有利于预定利率调整的常态化。我们注意到, 曾经利差损严重的日本寿险业正是通过与市场利率挂钩, 动态下调预定利率, 最终在2013年走出利差损。

除了降低定价利率, 2023年监管部门还要求保险公司在银保渠道实施“报行合一”, 即实际费用支出要符合产品定价中的费用假设, 以遏制部分保险公司通过费用补贴来争抢渠道, 扰乱市场秩序。“报行合一”有效降低了保险公司银保渠道的费差损。我们注意到上市公司银保渠道的NBV利润率从2H23开始大幅上升, 这里面既有定价利率下调的原因, 也有费差损收窄的影响。

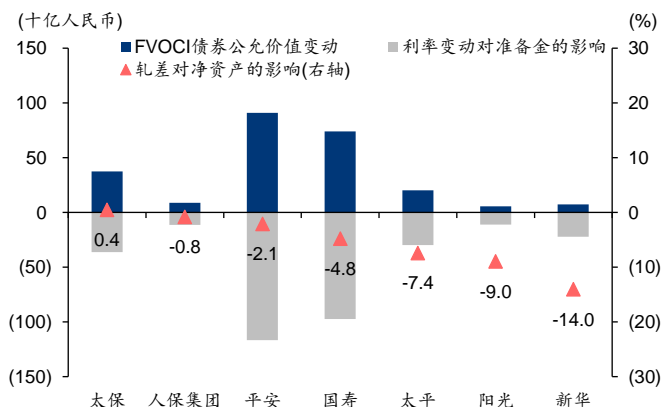
此外，对于投资表现较弱的保险公司，监管部门还着手限制分红险的分红比率，防止部分保险公司通过补贴分红回报来吸引客户，补贴分红回报的做法最终会损害保险公司的偿付能力。这一举措有助于降低保险公司的“弹性”资金成本。通过上述一系列政策，我们注意到上市保险公司新业务综合成本在逐步降低，有效缓解了投资下行的压力。

资产负债久期匹配优先

利差损风险表面看是投资收益不能覆盖负债成本的风险，实质上是资产负债的期限错配。保险负债的期限长，资产期限短，当利率下行资产到期的时候，再投资只能获得较低收益，而这时负债尚未到期，还不能重定价，成本仍然较高，这样较低收益就无法覆盖负债成本，导致利差损。

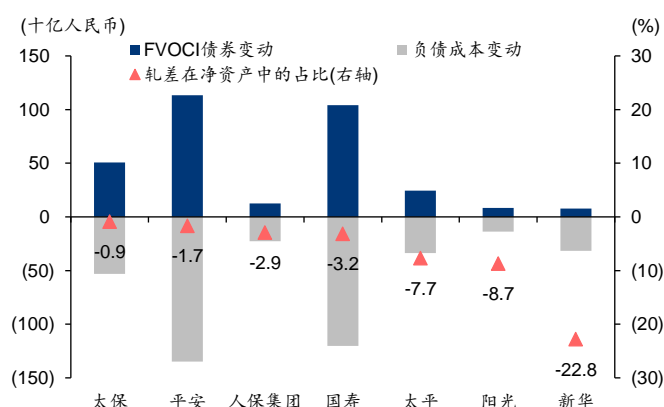
期限和利率变动结合起来，就变成了久期，用久期概念可以把利差损风险在一定程度上进行量化分析。久期是指资产负债对利率的敏感性，也就是利率变动对资产价值和负债价值的影响。通常而言，期限越长，久期也越长，对利率变动越敏感。这样期限错配就变成了久期错配，资产久期短于负债久期，就变成了资产对利率的敏感性小于负债对利率的敏感性。利率下行，就会导致资产的增值速度赶不上负债的膨胀速度，错配会挤压净资产，这相当于把久期错配量化了。保险行业新会计准则提供了相关的数据，使得我们能够对久期错配有直观感受。

图表22：久期错配对净资产的影响（2023）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表23：久期错配对净资产的影响（1H24）

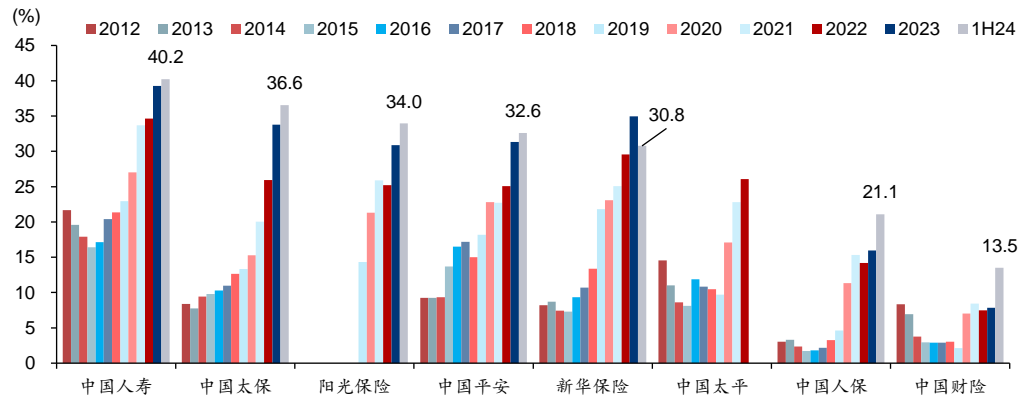


资料来源：公司公告，华泰研究

保险资金的债券投资（不含永续债优先股比例过去几年稳中有升，并在2023年加速上升，挤出了非标投资的比例，显示保险资金整体风险偏好有所下降。其中，政府债券的配置比例在过去几年迅速上升，寿险公司尤其明显。我们估计，6家主要上市保险公司2023年和1H24分别增配了1.29/0.67万亿的政府债，占当年保险资金新增规模的85%/50%。

近期超长期特别国债落地，我们认为是对寿险行业资产端的利好。长期国债的优势在于拉长资产久期，减少资产负债久期错配；当下的低利率环境中，政府债券利息免税对寿险公司也具有较强烈的吸引力；当前信用利差被压缩在较低水平，也凸显了利率债的相对吸引力。

图表24：政府债券配置比例持续上升（2012-1H24）



注：中国太平未披露 1H24、2023 年政府债券配置情况，中国平安未披露险资的政府债数据，我们假设险资中政府债券占债券总额的比例和集团整体比例一致
资料来源：公司公告，华泰研究

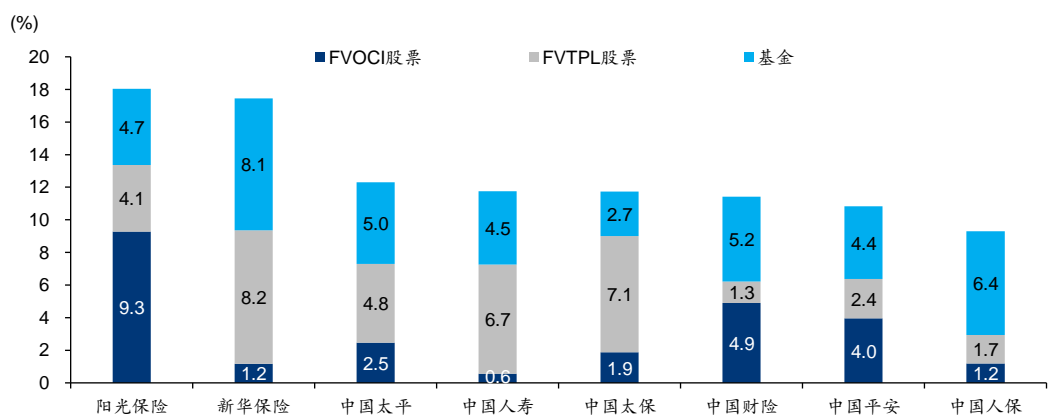
权益投资重股息、抓波段

我们认为目前保险公司的权益投资应坚持两条主线：一是继续稳步增加高息股配置；二是相机调整股票交易策略，在当前较为积极的市场环境中抓注波段机会，增厚收益。

出于增厚股息和降低利润波动的考虑，我们认为保险投资应加大对高息股配置，并计入 FVOCI 科目，实现一举两得的效果。这部分配置在我们看来属于红利策略中的“收息策略”，其特征在于长期持有，以收取股息为主要投资目标，属于配置型投资。目前看大部分公司收息策略是欠配的，红利贡献不足，而投资波动对利润影响较大，因此应稳步增加收息策略配置。

中报显示 1H24 上市公司的“收息策略”规模稳步增长（《险资的两种红利策略》，2024 年 9 月 24 日）。“收息策略”要求投资标的股息稳定、资本亏损概率不大、股息率达到一定标准。基于 2023 年数据，我们估计全行业传统险账户欠配规模在 5000-9000 亿元人民币，可能在未来三年逐步完成配置。每年传统险账户还有大约 1000 亿人民币左右的新增资金。此外，分红万能账户也可能配置“收息策略”，但规模可能较不确定。

图表25：二级市场敞口对比（1H24）



资料来源：公司公告，华泰研究

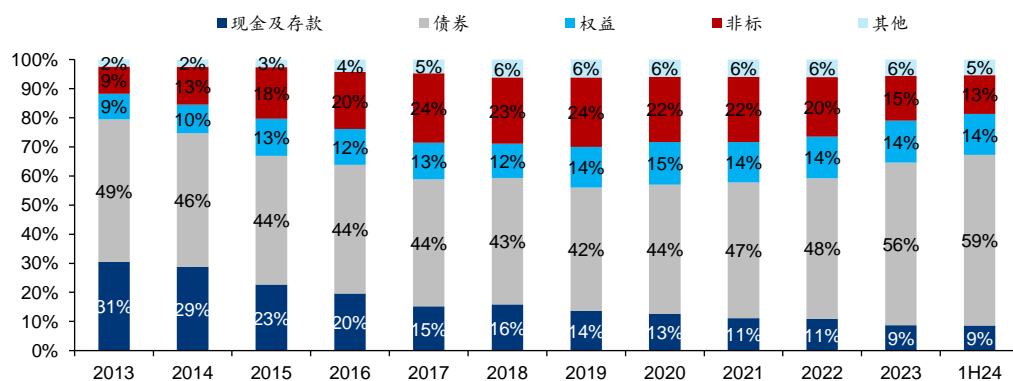
上半年数据显示，上市公司的交易策略权益配置比例有所下降。当前市场预期好转，保险资金也应当积极布局，抓住波段性机会，以有效增厚收益。

图表26：二级市场敞口对比（2023 vs 1H24）

单位：亿元人民币	2023						1H24					
	FVOCI股票		FVTPL股票		基金		FVOCI股票		FVTPL股票		基金	
	余额	配置比例	余额	配置比例	余额	配置比例	余额	配置比例	余额	配置比例	余额	配置比例
中国平安	1,751	3.7%	1,170	2.5%	2,515	5.3%	2,060	4.0%	1,259	2.4%	2,312	4.4%
阳光保险	301	6.3%	225	4.7%	232	4.8%	477	9.3%	210	4.1%	240	4.7%
中国太保	271	1.2%	1,613	7.2%	658	2.9%	460	1.9%	1,753	7.1%	671	2.7%
中国太平	204	1.6%	828	6.6%	754	6.0%	339	2.5%	669	4.8%	691	5.0%
中国人寿	148	0.3%	4,154	7.3%	2,070	3.7%	341	0.6%	4,076	6.7%	2,737	4.5%
中国财险	279	4.7%	80	1.3%	464	7.7%	315	4.9%	84	1.3%	334	5.2%
中国人保	160	1.1%	295	2.1%	1,174	8.2%	182	1.2%	267	1.7%	975	6.4%
新华保险	54	0.4%	913	6.8%	846	6.3%	168	1.2%	1,179	8.2%	1,164	8.1%
合计（不含中国财险）	2,889	1.7%	9,198	5.4%	8,248	4.8%	4,028	2.2%	9,413	5.1%	8,790	4.7%

资料来源：公司公告、华泰研究

图表27：上市保险公司资产配置演变（2013-1H24）



注：权益包括股票、基金、优先股、永续债，不含非标；非标包括非标股及非标债；包括中国平安、中国太保、中国人寿、中国人保以及中国太平，不包含新华保险

资料来源：公司公告，华泰研究

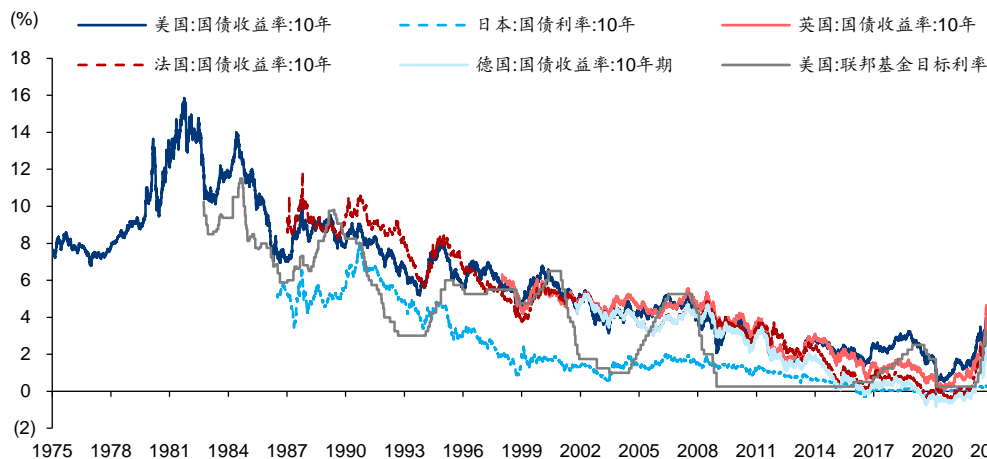
利率下行期的海外寿险业发展

80年代初至20年代末，海外发达经济体经历了长达四十年的利率下行期，对保险业的发展产生了深远影响。我们注意到利率下行并未对寿险业发展形成严重制约，这期间几个主要经济体的寿险业均取得了长足发展。以美国为例，寿险业保费四十年中增长至9倍（1980-2020），年化增长率达到6%；日本在这期间寿险业保费增长至5倍（1980-2020），年化增长率达到4%。对中国的启示就是，利率下行对保险业的增长可能更多是动力而非阻力。

海外长达四十年的利率下行期

以美国为首的发达国家在1980年代初期利率达到了历史高位，这并非常态，而是在中东石油危机推升世界范围的通胀，迫使美联储为代表的央行大幅提升利率予以应对。自此之后，西方发达经济体经历了长达四十年的利率下行。一方面各国央行试图通过降息刺激经济增长，另一方面降息也多次成为应对危机事件的手段。一个大的背景是，中国2001年加入WTO推动了出口型经济发展，通过低成本商品输出抑制全球通胀，间接支持了西方国家的低利率环境。

图表28：过去40年海外无风险利率走势



资料来源：Wind，华泰研究

第一类情形典型的时间段是80年代后期、90年代初和1995-1998年。美国80年代初的高通胀在80年代后期逐步得到控制，CPI由最高接近15%逐步降低，美联储的目标利率也随通胀降低而下降，进而带动无风险收益率降低。90年代初期，随着美国1990年的衰退、美苏冷战结束和海外各国CPI的不断走低，为了刺激经济增长，以美联储为首的海外央行再次降息，带动利率下行。

第二类情形的典型时间段是2000-2003年、2008-2015年和2020年，三个时间段内分别发生了互联网泡沫破裂+“911”事件、美国次贷危机、新冠疫情。为了应对，海外主要央行快速、大幅度地降息。2000-2003年，美联储目标利率由6.5%快速降低至1%，英国基准利率由6%降至3.5%，欧元区基准利率由4.75%降低至2.00%，推动海外无风险利率降低。2008-2015年，美国次贷危机爆发引发全球金融危机，各国央行采取了极度宽松的货币政策，美联储更是使用了量化宽松（QE）的新型货币工具，联邦基金目标利率由5.25%迅速降低至0.25%并长期维持，直到2015年才再次加息，海外其他主要央行的目标利率也长期维持在0-1%之间。海外利率在这一周期内持续下行。2020年，疫情爆发导致利率迅速降低。2020年初，疫情影响全球经济，联储重启QE，其他国家央行也采取了宽松的货币政策，全球利率降至历史性低点。

在过去 40 年海外利率下行的过程中，中国加入 WTO 的作用不容忽视。2001 年入世促进了我国出口导向型经济的发展，加速了全球化进程。大量高性价比的中国商品进入全球市场，为其他国家提供了低通胀环境，进一步推动海外央行低利率政策的实施。此外，中国长期保持贸易顺差，积累了大量外汇储备，并大量购买西方国家的债务，尤其是美国国债，为全球金融体系带来了额外的流动性供应，也推动了海外主要国家的长期利率下行。

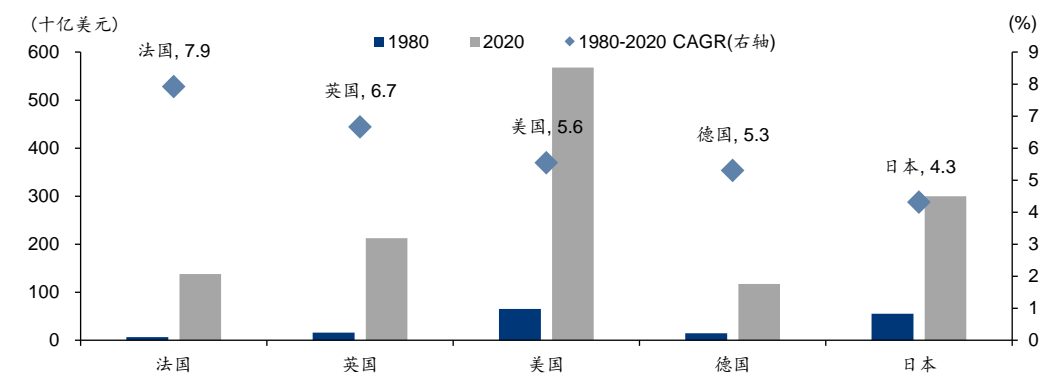
利率下行并未阻碍寿险业发展

在这 40 年（1980-2020 年）的利率下行周期中，海外发达国家的保险行业规模仍在持续提升，显示保险产品对投资者的吸引力。以美国为例，美国在 1980 年的人均 GDP 31,082 美元，寿险深度（寿险保费/GDP）为 2.3%（这里仅包含人寿保险保费，不含健康险保费，因此有所低估）。在随后的四十年利率下行期，寿险业持续增长，到 2020 年寿险业保费增长至 1980 年的 9 倍，年化增长率达到 6%。

除了美国以外，1980 年海外其他发达经济体如日本、英国、德国、法国的人均 GDP 在 2 万美元上下，寿险深度在 0.9%-4.6% 之间。在利率下行周期中，保费也都呈现出快速增长的趋势，法国/英国/德国/日本的保费规模增长至 21/13/8/5 倍，年化增速达到 7.9/6.7/5.3/4.3%，寿险密度提升至 18/11/7/5 倍。

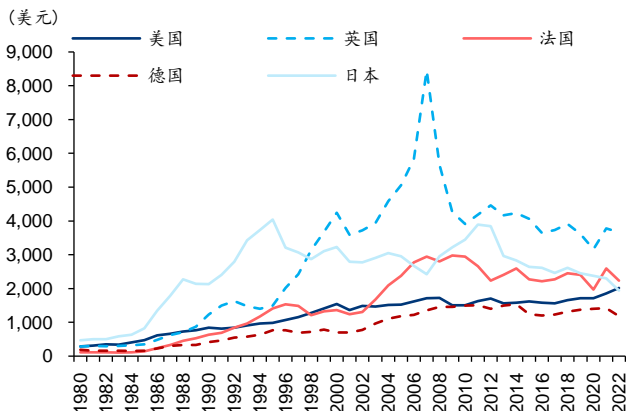
我们认为经济增长是保险业发展最大的推动力，只要经济持续增长，利率下行不会对寿险业发展形成障碍。中国的寿险深度目前处于国际经验中的低位，也处在寿险业高速发展的周期起点，我们认为中国经济长期可持续的增长前景将为寿险业发展带来持续的动力。

图表29：过去 40 年海外国家保费规模增长



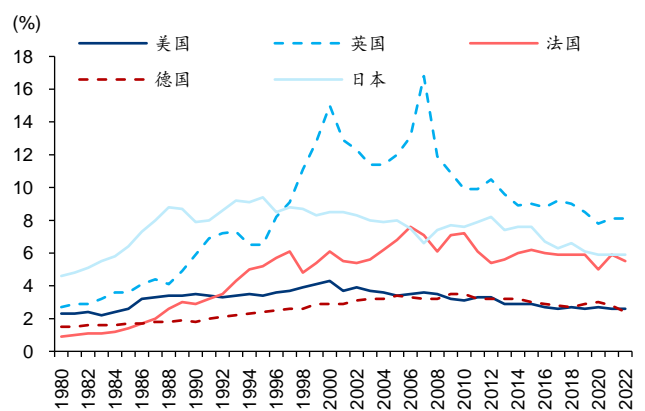
注：美、德、英、法的数据不包含健康险保费
资料来源：Swiss Re Sigma, 华泰研究

图表30：过去 40 年发达国家寿险密度



注：英镑汇率在 2007 年发生重大波动。
资料来源：Swiss Re Sigma, 华泰研究

图表31：过去 40 年发达国家寿险深度



资料来源：Swiss Re Sigma, 华泰研究

利率下行时期储蓄产品的兴衰

中国保险业对储蓄类寿险产品的发展有一种复杂的看法，一方面希望通过储蓄产品的发展推动保费增长；另一方面又认为储蓄产品可能偏离了保险保障的实质。我们认为长期储蓄类寿险和保障型产品均是寿险业的重要组成部分，分别对消费者的长期财务波动和风险事件提供保障，是保险提供的不同于其他金融产品的独特的“商业价值”。但短期的理财型业务不应是寿险的发展方向，保险业无法通过短期理财型业务提供独特的保险价值。

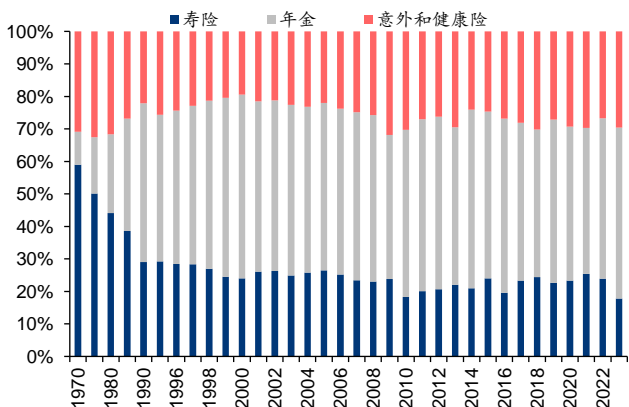
观察海外寿险业，储蓄类产品始终是寿险业的重要组成部分，且在长期的利率下行过程中呈现出不同的发展特征。在几个保险大国，如美国、法国、日本，储蓄型产品经历了先升后降的发展阶段。二十世纪八九十年代，美国储蓄险占比由不到70%上升到超过80%，但在2000年之后，储蓄产品的占比不断下行。日本和法国也有类似发展趋势，转折点分别为2011年前后和2007年。储蓄产品作为保收益的储蓄手段，在利率下行初期，优势凸显，因此得到快速发展。但当利率下降到一定水平时，其收益率过低，可能导致竞争力减弱，占比下降。

在德国、中国香港、中国台湾，储蓄型产品的发展趋势有所不同。德国的储蓄型产品一直呈下降趋势，可能与保障型产品快速发展有关；在中国香港地区，储蓄类产品先降后升，可能与大陆客户涌入香港市场有关；在中国台湾地区，储蓄类产品始终处于高位，或与消费者较强的储蓄偏好有关。

美国储蓄类产品先升后降

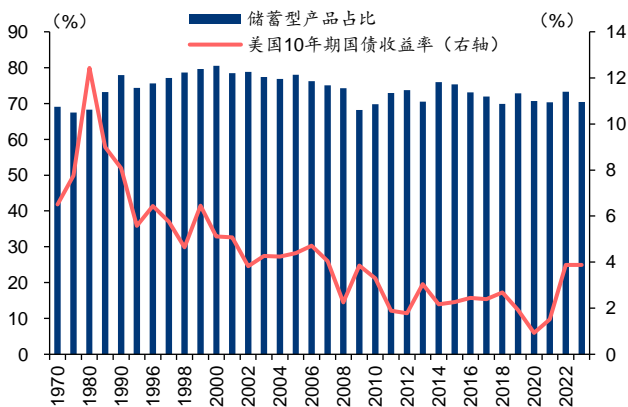
1980-2000年储蓄险占比整体增长，其后缓慢下降。美国寿险公司业务可分为寿险、年金、意外和健康险三部分，其中寿险业务包括个人寿险（终身、定期）以及团体寿险，年金包括个人年金和团体年金，意外和健康险包括综合健康险、医疗保险、残疾险、长期护理险、牙科保险、眼科保险等。寿险业务中终身寿险占比最高，因此我们将寿险和年金共同视为储蓄险。1980-2000年随着利率下行，美国储蓄产品占比呈现上升趋势，由68.3%上升至12.3pcts至80.5%，其中年金占比实现大幅提升。步入21世纪后，利率仍不断下行，2000年时10年期国债收益率已到5%左右的位置，相较于1980年左右12%的水平，利率已大幅下降。储蓄险作为储蓄手段，收益率也下降到较低水平，其占比开始小幅下降。

图表32：美国寿险业产品结构变化（净保费口径）（1970-2023）



注：1) 寿险包括个人定期寿险、个人终身寿险以及团体寿险等；2) 年金包括个人年金和团体年金；3) 意外和健康险包括综合健康险、医疗保险、残疾险、长期护理险、牙科保险、眼科保险等
资料来源：ACLI，华泰研究

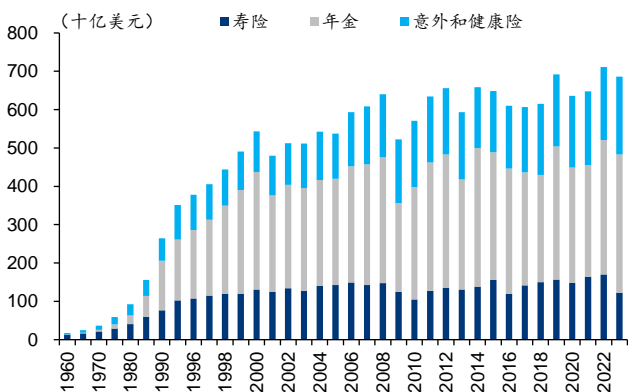
图表33：储蓄产品占比和利率变化（1970-2023）



注：储蓄产品包括寿险和年金
资料来源：ACLI，Wind，华泰研究

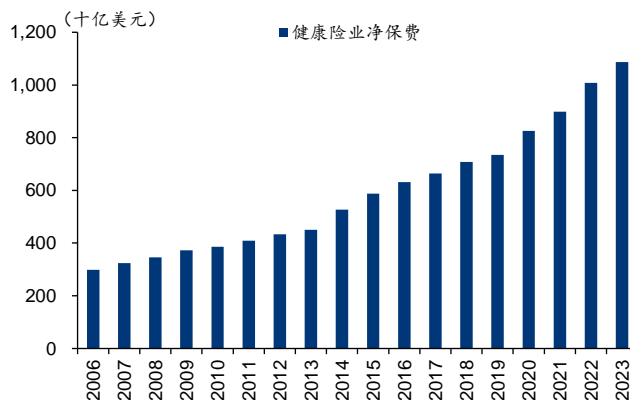
需要指出的是，美国健康险公司不在讨论范围内。美国人身险公司可分为寿险公司和健康险公司两类。寿险公司的业务主要包括人寿保险、年金、意外及健康险，例如纽约人寿、保德信集团、大都会人寿等。健康险公司作为管理式医疗机构，专注于经营健康险，提供“保险+服务”，医疗网络和服务更为完备全面，例如联合健康。美国寿险公司保费在1980-2000年利率下行期快速增长，年均复合增速达到9.2%，步入21世纪后增长放缓，保费波动上行。健康险公司保费自2006年以来快速增长，2006-2023年年均复合增速为7.9%。我们重点关注寿险公司，健康险公司暂不在讨论范围内。

图表34：美国寿险公司净保费（1960-2023）



资料来源：ACLI，华泰研究

图表35：美国健康险公司净保费（2006-2023）

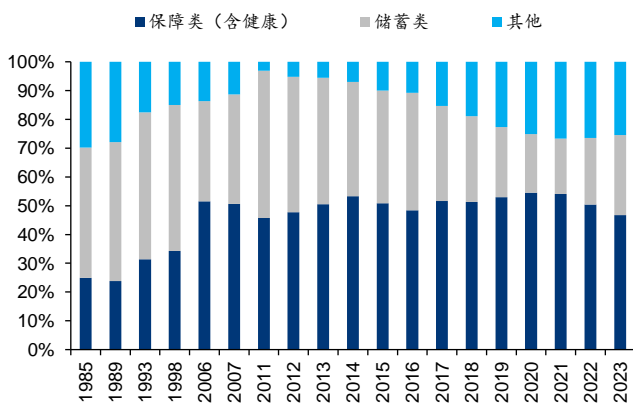


资料来源：NAIC，华泰研究

日本储蓄类产品受极低利率影响

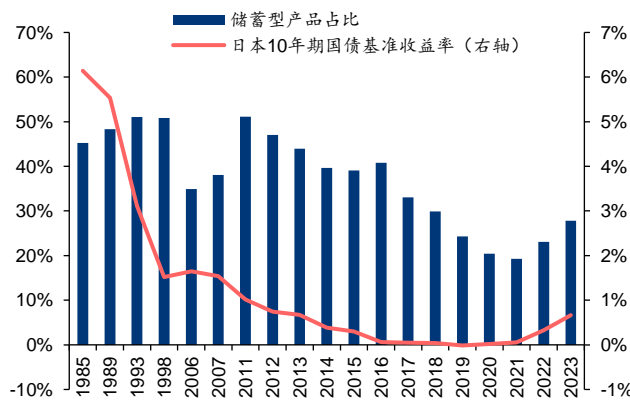
日本储蓄险占比先波动上升，待2011年利率降至1%左右时占比减少。日本寿险业储蓄类产品包括终身保险、两全险以及定额年金。在利率下行期，储蓄产品占比先波动上升，2011年时新单数量占比达到52%的高位。之后占比开始下行，到2021年时达到历史低位19.3%，并开始反弹。这10年左右的占比下降，我们认为受以下因素影响：1) 2011年时日本10年期国债基准收益率下降至1%左右的水平，过低的收益率削弱储蓄险竞争力；2) 2013年日本股市开始繁荣发展，变额保险占比提升；3) 老龄化及利差损背景下，健康险需求提升，同时保险公司更乐意推动健康险销售。在利率回升后，储蓄险占比也有所提升，表明过低利率也不利于储蓄险销售，利率走出低谷时需求和销售意愿才有所提升。

图表36：日本寿险业产品结构变化（新单数量口径）（1985-2023）



注：保障类包括定期保险、儿童保险、医疗保险、癌症保险，储蓄类包括终身保险、附加定期终身保险、利率变动型终身保险、两全险、定额年金，其他包括变额保险、变额年金等其他保险；指个人保险，不包括团体险
资料来源：LIAJ，华泰研究

图表37：日本储蓄型产品占比和利率变化（1985-2023）

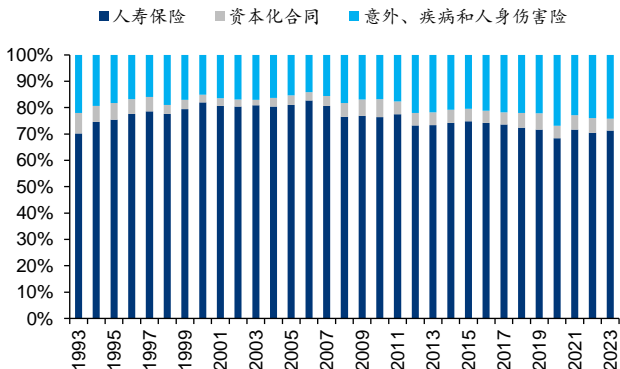


注：储蓄类包括终身保险、附加定期终身保险、利率变动型终身保险、两全险、定额年金；使用新单数量口径
资料来源：LIAJ，Wind，华泰研究

法国储蓄产品先升后降

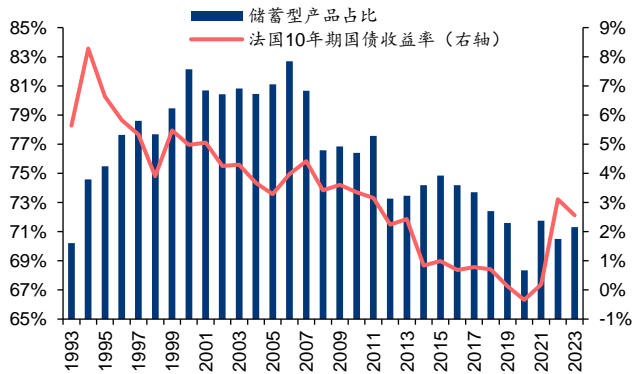
法国同样呈现储蓄型产品先上升后下降的特点，转折点在 2007 年前后。法国寿险产品分为：1) 储蓄及退休险（储蓄类）：包括人寿保险和资本化合同（一种用于中长期投资的储蓄产品）；2) 健康及保障险（保障类）：包括意外事故险、疾病和人身伤害保险。2007 年之前法国储蓄产品占比上升，根据法国保险联合会数据，储蓄型产品占比由 1993 年的 70.2% 上升至 2006 年的 82.7%。到 2006 年时，法国 10 年期国债利率已经下降至 4% 左右水平，储蓄险竞争力相对减弱，叠加 2009 年后股市长期上行，其占比缓慢下降。直到 2021 年利率回升后，储蓄产品占比才有所回升。

图表38：法国寿险业产品结构（总保费口径）（1993-2023）



注：意外、疾病和人身伤害险包括意外事故险、疾病和人身伤害保险
资料来源：法国保险联合会（French Insurance Federation），华泰研究

图表39：法国储蓄型产品占比和利率变化（1993-2023）

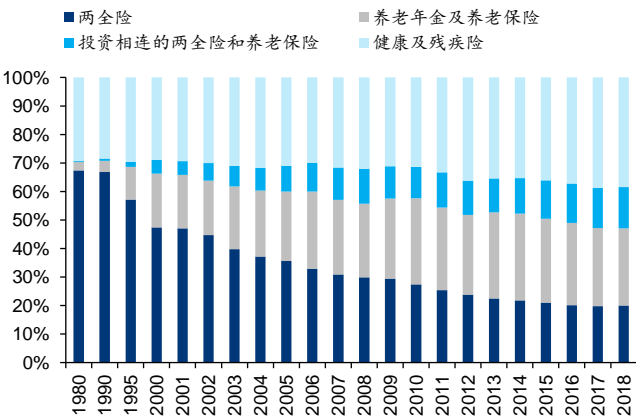


注：储蓄型产品指左图中的寿险，寿险被法国保险联合会归为储蓄及退休险，属于储蓄型产品
资料来源：法国保险联合会（French Insurance Federation），Wind，华泰研究

德国储蓄产品持续下降

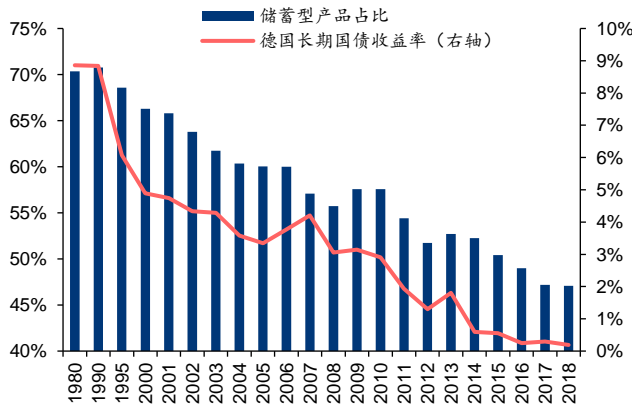
德国储蓄险包含两全险、养老年金和养老保险，但与美日法不同，储蓄险保费占比自 1980 年呈现下降趋势。我们认为，一方面，在老龄化的驱动下，健康险快速发展；另一方面，股市的繁荣发展带动投连险占比提升。但需要注意到，德国储蓄险占比本身已处于较高水平，上世纪八九十年代在 70% 左右，到 2018 年时也有接近一半的水平。

图表40：德国寿险产品结构（总保费口径）（1980-2018）



注：不含团体险及附加险
资料来源：德国保险协会（GDV），华泰研究

图表41：德国储蓄型产品占比和利率变化（1980-2018）

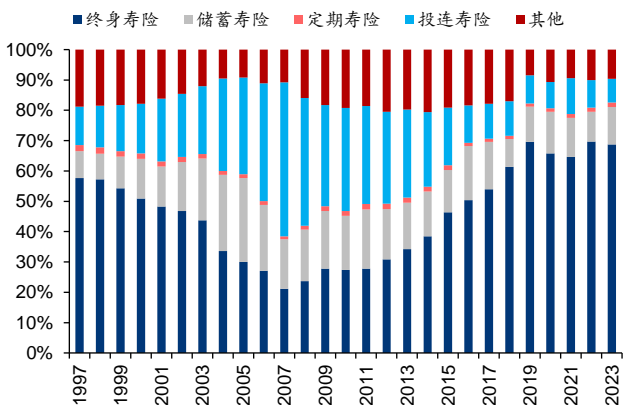


注：储蓄险包含两全险、养老年金和养老保险，不含投连险
资料来源：德国保险协会（GDV），Wind，华泰研究

中国香港储蓄产品先降后升

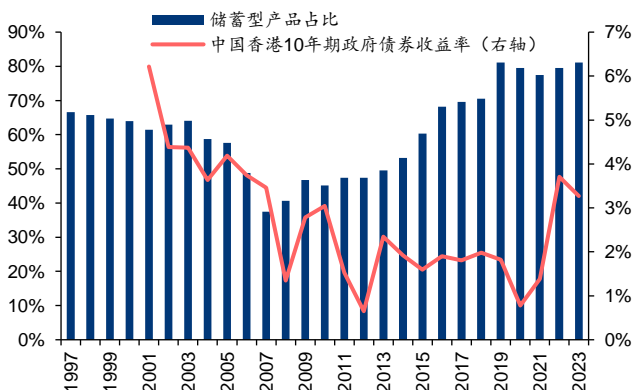
利率下行有利于推高储蓄险占比，但占比受投连险发展扰动。香港保监局将寿险产品分为终身寿险、储蓄寿险、定期寿险、投连寿险和其他共 5 类，前二者为储蓄型产品。与美日法不同，香港储蓄险占比呈现先下降再上升的趋势。2003-2007 年，股票市场繁荣带动投连险占比增长，储蓄险占比有所收缩，2008 年金融危机后，随着利率的下行，中国香港储蓄型产品占比逐步提升，由 2008 年的 40.6% 上升至 2019 年的 81.2%。2000 年下半年利率开始反弹，储蓄型产品的占比维持相对稳定，占比 80% 左右。可以看出，拉长看，利率下行有助于推高储蓄险占比，而占比一开始下降则是因为投连险的发展。

图表42：中国香港寿险产品结构（总保费口径）（1997-2023）



注：指个人寿业务
资料来源：香港保监局，华泰研究

图表43：中国香港储蓄型产品占比和利率变化（1997-2023）

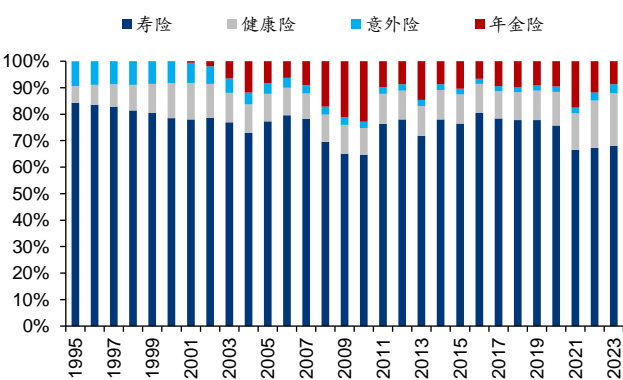


注：指个人寿业务，储蓄型产品包括终身寿险和储蓄寿险
资料来源：香港保监局，华泰研究

中国台湾储蓄产品始终处于高位

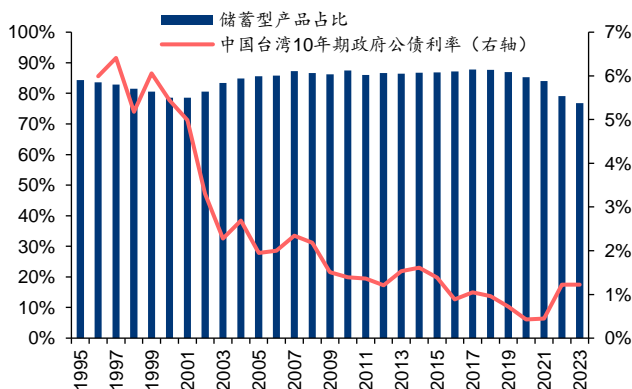
中国台湾寿险业分为寿险、健康险、意外险、年金险四类，其中寿险主要为储蓄类产品。以中国台湾最大的寿险公司国泰人寿为例，传统寿险中储蓄型产品占比达 76% (2023 年)。因此我们将寿险和年金粗略视为储蓄型产品。台湾寿险业以储蓄型保险为主，占比达 80% 左右。2001-2010 年，中国台湾利率快速下行，10 年间下降 4.1pcts。在此期间，储蓄型产品的保费占比由 79% 的高位上升至 87% 的更高水平。之后占比维持在 87~88% 左右，直到 2021 年利率反弹，占比才逐步下降。

图表44：中国台湾寿险产品结构（总保费口径）（1995-2023）



资料来源：中国台湾人壽保險商業同業公會，中國台灣財團法人保險事業發展中心，华泰研究

图表45：中国台湾储蓄型产品占比和利率变化（1995-2023）



注：储蓄险包括寿险和年金险
资料来源：中国台湾人壽保險商業同業公會，中國台灣財團法人保險事業發展中心，Wind，华泰研究

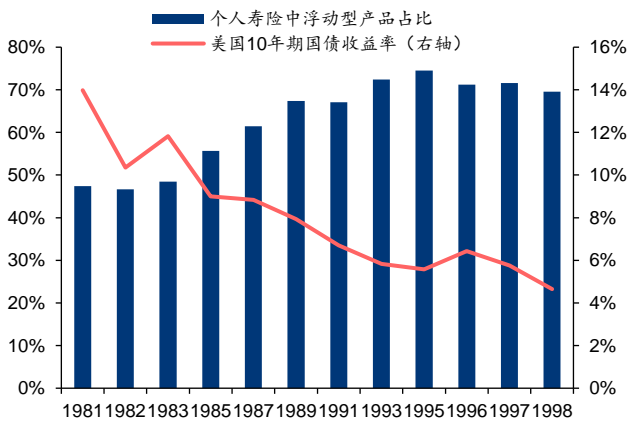
利率下行期浮动收益产品的变化

海外主要寿险市场中浮动收益型产品占比始终较高，且在利率下行周期中进一步提升，对中国寿险业的发展有所启示。浮动型产品包括分红、变额、万能等险种，特点为收益率在一定的保底收益之上附加浮动的回报，与之相对的是回报始终不变的固定回报产品（中国成为传统型产品）。我们认为浮动收益产品与寿险的长期属性较为契合，能够把客户与保险公司的利率结合起来，在长期的利率周期中同进退，共同承担低利率带来的压力，也共同分享高利率带来的利益。

美国浮动收益产品上升

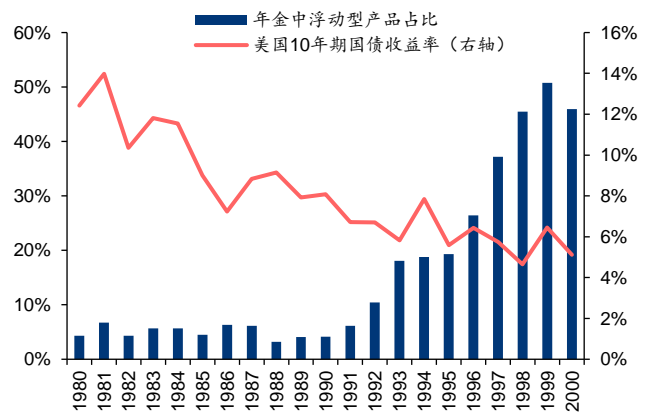
美国浮动型产品占比较高，并在 20 世纪八九十年代利率下行期快速提升。美国个人寿险（不含年金、健康险）中的浮动型产品包括分红、变额、万能及变额万能险，1980 年左右占比在 40%~50% 的高位，二十世纪八九十年代利率快速下行期，浮动型产品占比呈现增加趋势，90 年代末达到 70% 左右，不保证收益的产品成为主要类别。年金也类似，浮动型产品（变额年金）占比在上世纪九十年代快速攀升，由 1990 年的 4% 上升至 1999 年的 51%，主要受利率下行至低位、股市繁荣发展以及政策等因素驱动。

图表 46：美国个人寿险中浮动型产品占比和利率变化（1981-1998）



注：浮动型产品包括分红、变额、万能及变额万能险；占比为有效保单保额口径；包括个人寿险，不包括团体寿险、年金和意外险等
资料来源：ACLI，华泰研究

图表 47：美国年金中浮动型产品占比和利率变化（1980-2000）

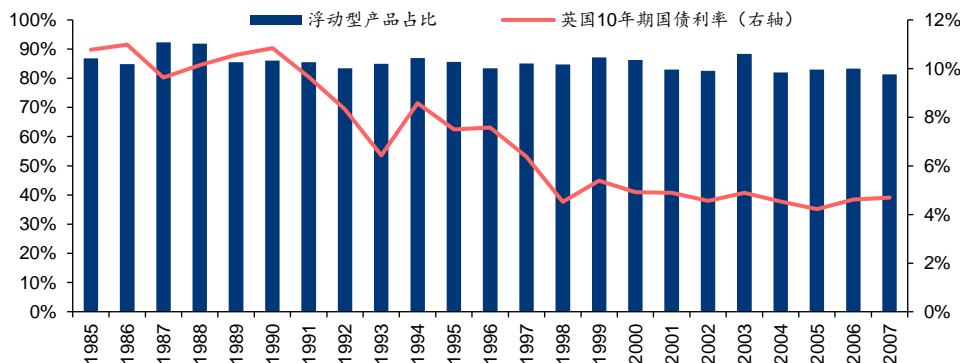


注：包括个人年金和团体年金；浮动型产品包括变额年金；占比为总保费口径
资料来源：ACLI，Wind，华泰研究

英国浮动收益产品始终占主流

英国浮动产品占比维持 80%~90% 高位。英国寿险业浮动型产品包括分红险和投连险，其 APE 合计占比在 1985-2007 年保持较高位置（超 80%），表明在英国这个成熟寿险市场中，利率下行期以浮动型产品为主。具体来看，1985-2000 年，分红险占比基本维持在 30%~40% 左右，投连险占比略高（40%~50%）。而后 2000-2007 年股市大幅上涨，带动投连险占比提升，压缩分红险份额，但总体来看，浮动型产品占比维持在 80%~90% 的较高水平。

图表48：英国寿险业浮动型产品占比和利率变化（1985-2007）



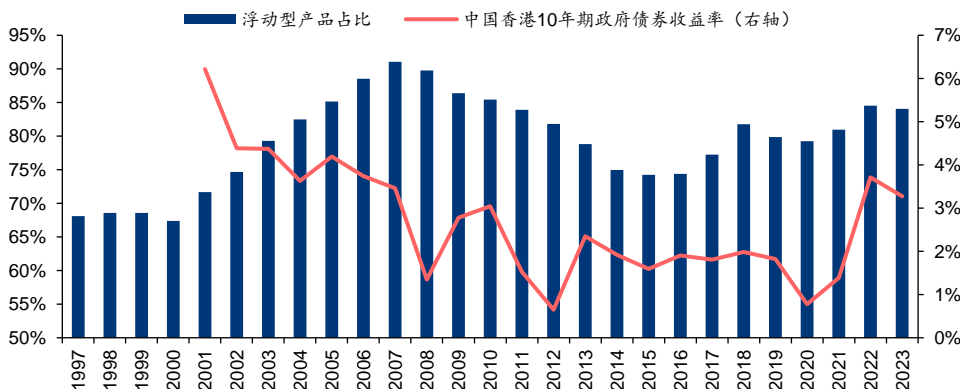
注：浮动型产品包括分红险和投连险；占比使用 APE 口径

资料来源：《The UK with-profits life insurance industry: a market review》(C.D. O'Brien, M.A., F.I.A., A.S.A., 2009)，标普 500，华泰研究

中国香港浮动收益产品总体占比较高

2000 年以来中国香港浮动型产品占比维持在 65% 以上。中国香港浮动型产品包括分红险和投连险。在利率快速下行期（2000-2007 年），中国香港寿险业浮动型产品占比快速上升，主要原因为投连险快速增长。中国香港股市在此期间高速发展，带动投资型保险热销，2007 年时投连险保费占比达到 51%。在 2008 年金融危机后，投连险占比快速萎缩，2023 年时仅有 8%，带动浮动型产品占比在 2007-2015 年有所下降。与此同时，分红险却实现了长期发展，随着利率下行，分红险保费占比在 2020 年时上升至 71%。总的来看，2000 年以来，中国香港寿险业浮动型产品占比维持在 65% 以上，最高曾达到 90% 以上的高位。

图表49：中国香港寿险业浮动型产品占比和利率变化（1997-2023）



注：浮动型产品包括分红险和投连险；占比使用总保费口径

资料来源：香港保监局，华泰研究

公司核心预测

中国平安：寿险方面，前三季度 NBV 同比增长 34.1%，增长强劲。在产品结构变化、预定利率下调以及报行合一压降费率的影响下，前三季度 NBV 利润率（首年保费基准）同比提升 7.3pcts 至 25.4%。我们预计 NBV 利润率的持续提升仍将推动 NBV 增长，2024/2025 年 NBV 增速为 33.4%/18.0%。财险方面，前三季度承保表现有所改善，COR 为 97.8%，同比下降 1.5pcts，保证险业务快速出清中，我们预计 2024/2025 年 COR 为 98.1%/98.3%。投资端，三季度末股市上涨带动公司投资收益大幅提升，前三季度公司保险资金年化综合投资收益率为 5.0%，同比上升 1.3pcts。平安核心利润稳定提升中，前三季度集团归母营运利润（OPAT）同比增长 5.5%，我们预计会持续增长。

图表50：中国平安核心预测表

	单位	2024	2025	2026
EPS	RMB	7.34	7.17	7.70
DPS	RMB	2.50	2.67	2.79
BVPS	RMB	51.86	55.71	59.80
EVPS	RMB	82.05	88.44	95.73
OPAT	RMB mn	135,231	150,365	156,739
NBV	RMB mn	41,475	48,935	58,144
NBVg	%	33.4%	18.0%	18.8%
COR	%	98.1%	98.3%	98.4%
ROE	%	14%	13%	13%
ROEV	%	12%	11%	12%

资料来源：华泰研究预测

中国太保：我们估计公司前三季度 NBV 同比增长 51.5%（可比口径下），主要受 NBV 利润率改善的驱动，前三季度 NBV 利润率（FYP 口径）同比提升 7.5pcts 至 20.1%。前三季度寿险新单保费同比小幅下降 5%，但第三季度恢复增长（同比+15%）。我们预计公司 2024/2025 年 NBV 同比增速为 50.7%/18.5%。财险方面，1H24 承保表现出色（COR97.1%），三季度财险或承保亏损（COR 101.9%），可能受暴雨台风等自然灾害影响。我们预计 2024/2025 年财产险 COR 为 97.6%/97.7%。1H24 集团归母营运利润同比增长 3.3%（可比口径），显示核心利润复苏。公司资产负债久期匹配度较好，3Q24 归母净资产较上年末增长 10%，利率下行对资产负债表影响有限。

图表51：中国太保核心预测表

	单位	2024	2025	2026
NPAT to S/H	RMB mn	46,653	37,091	40,538
OPAT	RMB mn	47,629	38,164	41,719
VNB	RMB mn	16,524	19,576	22,646
EPS	RMB	4.85	3.86	4.21
OP EPS	RMB	3.8	4.0	4.3
DPS	RMB	1.1	1.1	1.2
EVPS	RMB	62.0	68.0	74.7
EPSg	%	71.4%	-20.5%	9.3%
ROE	%	17.3%	12.3%	12.2%
ROEV	%	14.4%	11.4%	11.5%
VNBg	%	50.7%	18.5%	15.7%
VNB margin	%	42.6%	44.6%	45.6%
COR	%	97.6%	97.7%	97.8%
NPAT - Life	RMB mn	36,699	27,685	30,626
NPAT - P&C	RMB mn	9,081	8,565	9,111
NPAT - Others	RMB mn	1,848	1,914	1,981
NPAT - Total	RMB mn	47,629	38,164	41,719

资料来源：华泰研究预测

中国人寿：前三季度 NBV 同比增长 25.1%（可比口径），高于 1H24（18.6%），三季度 NBV 增长提速。前三季度 NBV 增长主要受价值率提升的驱动，我们估计，前三季度 NBV 利润率为 21.8%，高于 1H24（20.1%）。我们预计 NBV 利润率的提升有望持续驱动 NBV 增长，预计 2024/2025 年 NBV 同比增速为 26.5%/15.0%。同时代理人规模回升趋势稳健，截至 24 年 Q1/Q2/Q3，公司个险销售人力分别为 62.2/62.9/64.1 万人。我们认为，未来代理人数量或将小幅上涨并维持在合意水平，代理人产能有望持续提升。公司投资业绩占利润比例较高，股票大部分计入 FVTPL，利润显著受益于股市上涨，投资成为带动三季度净利润增长的重要驱动力。

图表52：中国人寿核心预测表

	单位	2024	2025	2026
EPS	RMB	4.43	2.04	2.19
DPS	RMB	1.17	0.54	0.58
BVPS	RMB	20.08	20.79	22.41
EVPS	RMB	51.68	58.61	66.84
NPAT to S/H	RMB mn	125,098	57,561	61,821
VNB	RMB mn	46,613	53,616	61,657
EPSg	%	171.5%	-54.0%	7.4%
VNBg	%	26.5%	15.0%	15.0%
ROE	%	23.9%	10.0%	10.1%

资料来源：华泰研究预测

中国财险：前三季度 COR98.2%，较上半年 96.2%上升 2.0pcts，主要受三季度暴雨台风等自然灾害影响所致，对非车险承保利润影响较大，我们估计第三季度承保亏损。我们认为四季度承保或将再次盈利，投资表现向好也有助于推动盈利继续增长。我们预计 2024/2025 车险 COR 分别为 96.9%/96.9%。我们预计 2024/2025 非车险 COR 分别为 99.9%/98.8%。

图表53：中国财险核心预测表

	单位	2024	2025	2026
EPS	RMB	1.51	1.44	1.56
DPS	RMB	0.60	0.61	0.66
NPAT to S/H	RMB mn	33,504	32,033	34,726
UW profit	RMB mn	9,456	12,168	13,037
Equity to S/H	RMB mn	256,106	275,210	296,506
EPSg	%	36%	-4%	8%
ROE	%	13.7%	12.1%	12.1%
COR - total	%	98.0%	97.6%	97.6%
COR - auto	%	96.9%	96.9%	96.9%
COR - nonauto	%	99.9%	98.8%	98.7%

资料来源：华泰研究预测

中国人保：前三季度寿险 NBV（不含健康险）同比增长 114%，较 1H24 的 91% yoy 进一步提升，增长势头强劲，主要受价值率提升的驱动。前三季度寿险健康险新单保费同比持平（-0.4%），三季度同比大幅反弹（+89.2%）。我们预计随着价值率的提升，中国人保 2024/2025 年人身险 NBV 有望同比增长 104%/13%。财险业务方面，1H24 中国财险 COR 96.2%，处于健康水平。三季度受巨灾影响，或整体承保亏损，主要受暴雨台风等自然灾害所致，对非车险承保利润影响较大。综合看，前三季度财险 COR 98.2%，我们预计 2024/2025 年 COR 有望小幅下降至 98.0%/97.6%。

图表54：中国人保核心预测表

	单位	2024	2025	2026
EPS	RMB	0.93	0.77	0.84
DPS	RMB	0.34	0.24	0.26
EVPS	RMB	7.36	7.65	8.12
NPAT to S/H	RMB mn	41,059	34,016	37,123
EV to S/H	RMB mn	325,419	338,176	358,971
L&H EV	RMB mn	126,029	129,777	135,798
VNB	RMB mn	13,225	14,929	17,236
EPSg	%	85.7%	-17.2%	9.1%
VNBg	%	103.8%	12.9%	15.5%
COR	%	98.0%	97.6%	97.6%
ROE	%	16.1%	12.3%	12.4%
NPAT				
P&C	RMB mn	35,740	35,826	38,519
L&H	RMB mn	19,930	11,302	12,820
Corp & others	RMB mn	-504	-792	-834
Total	RMB mn	55,166	46,336	50,505

资料来源：华泰研究预测

新华保险：我们估计可比口径下 1-3Q24 NBV 增速可能高达 130+%，在 5 家 A 股上市保险 公司中，增速最快，较上半年（109%）进一步提升。NBV 的强劲增长同样亦由 NBV 利润 率提升的驱动，第三季度新单保费提升亦有助于抬高 NBV。我们预计新华保险 2024/2025 年 NBV 同比增速为 134/17%。投资端，公司股票及基金配置比例较高，且大部分计入 FVTPL，显著受益于三季度末股市大幅上涨。3Q24 公司投资业绩由去年的-50 亿人民币大 幅增长至 113 亿人民币，占公司的税前利润的 99%，提振公司盈利。前三季度，公司年化 总/综合投资收益率为 6.8/8.1%，大幅好于去年同期的 2.3/3.0%。

图表55：新华保险核心预测表

	单位	2024	2025	2026
EPS	RMB	7.39	4.41	4.38
DPS	RMB	2.25	1.34	1.33
BVPS	RMB	28.95	28.45	29.56
EVPS	RMB	89.52	98.37	109.53
NBV	RMB mn	7,073	8,265	9,587
NPAT to S/H	RMB mn	23,051	13,761	13,649
EV to S/H	RMB mn	279,266	306,864	341,686
NBVg	%	133.9%	16.9%	16.0%
EPSg	%	164.8%	-40.3%	-0.8%
ROE	%	23.6%	15.4%	15.1%

资料来源：华泰研究预测

阳光保险：我们估计，1H24 寿险新业务价值（NBV）可比口径下同比增长 69%，主要受 NBV 利润率改善的驱动。未来在行业定价利率下调以及费用压降的驱动下，NBV 利润率有 望持续提升。我们估计 2024NBV 同比上升 57%。1H24 财产险综合成本率（COR）为 99.1%， 同比小幅上升 0.9pct，COR 的上升主要由于车险。我们预计 2024 年 COR 或同比小幅抬升 至 99.2%。

图表56：阳光保险核心预测表

	单位	2024	2025	2026
Group				
EPS	RMB	0.40	0.39	0.43
DPS	RMB	0.20	0.20	0.21
BVPS	RMB	5.21	5.18	5.19
EVPS	RMB	9.60	10.16	10.89
EPSg	%	25.8%	-3.0%	9.5%
ROE	%	7.7%	7.5%	8.2%
ROEV	%	4.7%	9.5%	10.6%
Life				
VNB	RMB mn	5,661	6,695	7,909
VNBg	%	57.4%	18.3%	18.1%
VNB margin	%	31.9%	34.1%	36.2%
ROEV	%	12.4%	11.8%	12.6%
COR	%	99.2%	99.1%	99.1%
NPAT				
Life	RMB mn	4,257	4,097	4,463
P&C	RMB mn	788	821	909
Others	RMB mn	(313)	(329)	(345)
Total	RMB mn	4,733	4,589	5,027

资料来源：华泰研究预测

中国太平：1H24 寿险新业务价值 (NBV) 可比口径同比增长 110%，表现非常强劲，主要受产品利润率上升推动。1H24 NBV 利润率同比翻番，推动了 NBV 的快速增长。在寿险定价利率持续下调的背景下，我们预计寿险 NBV 利润率有望持续改善，2024 年全年寿险 NBV 有望增长 70%。1H24 财产险表现整体向好，其中内地财产险业务综合成本率 (COR) 97%，可比口径同比改善 0.6pcts；我们估计海外财产险业务整体 COR 86.4%，亦较上年改善；再保险业务 COR 从去年同期的承保亏损改善至盈利。我们预计 2024 年大陆产险/海外产险/再保险 COR 分别为 98.0%/88.2%/95.8%。

图表57：中国太平核心预测表

	单位	2024	2025	2026
NPAT to S/H	HKD mn	8,365	7,401	8,269
EPS	HKD	2.19	2.06	2.30
DPS	HKD	0.44	0.41	0.46
EVPS	HKD	62.61	69.36	77.07
EPSg	%	46.4%	-5.9%	11.7%
ROE	%	0.0%	8.9%	9.1%
Life EV	HKD mn	273,418	304,753	340,321
VNB	HKD mn	12,799	15,190	17,992
VNBg	%	70.4%	18.7%	18.4%
COR - TPI	%	98.0%	98.0%	98.0%
COR - Overseas P&C	%	88.2%	90.0%	90.0%
COR - TPre	%	95.8%	95.0%	95.0%
NPAT				
Life	HKD mn	11,830	11,138	12,524
PRC P&C	HKD mn	407	404	419
Overseas P&C	HKD mn	512	445	476
RI	HKD mn	993	1,013	1,063
Corp	HKD mn	(46)	(221)	(242)
Consolidated NPAT	HKD mn	13,697	12,779	14,240

资料来源：华泰研究预测

友邦保险：1H24 公司新业务价值 (NBV) 同比高增 25% (固定汇率口径)，主要受 CSM 释放规模增长推动，中国内地市场和香港市场均表现亮眼。第三季度 NBV 同比增长 16% (固定汇率口径)，增速有所回落。但在 23 年高基数情况下，我们认为这一增速具备韧性。我们预计 2024 年 NBV 同比增长 21% (固定汇率口径)/19% (实际汇率口径)。受益于 2023 年 NBV 强劲反弹，公司 1H24 营运利润 (OPAT) 显著回升，在不变汇率 (CER) 下同比增长 7%。由于回购减少股份，公司 1H24 每股 OPAT 同比增速更高 (10%)。此外，公司宣布 23-26 年每股 OPAT 复合增速 9-11% 的目标，我们认为 2024-2026 年公司业绩有望稳健增长。

图表 58：友邦保险核心预测表

	单位	2024	2025	2026
EPS	USD	0.56	0.56	0.63
OP EPS	USD	0.60	0.67	0.75
DPS	HKD	1.81	2.04	2.28
BPS	USD	3.57	3.83	4.19
EVPS	USD	6.57	7.40	8.37
ROE	%	15.5%	15.0%	15.6%
OP ROE		16.6%	18.0%	18.6%
ROEV	%	16.5%	14.0%	14.7%
OP ROEV	%	15.3%	15.7%	16.2%
VNBg (AER)	%	19.1%	17.0%	16.5%
Mainland China	%	23.1%	24.1%	20.7%
Hong Kong	%	25.0%	13.6%	14.0%
Thailand	%	9.4%	10.8%	10.7%
Singapore	%	18.0%	22.1%	22.4%
Malaysia	%	11.1%	13.1%	13.0%
Other markets	%	20.5%	18.9%	19.3%
NBV margin (ANP)	%	53.7%	54.5%	55.6%
Mainland China	%	56.7%	59.8%	62.8%
Hong Kong	%	66.7%	67.9%	69.9%
Thailand	%	93.0%	92.0%	91.0%
Singapore	%	52.8%	54.7%	56.7%
Malaysia	%	64.6%	66.6%	68.6%
Other markets	%	27.9%	27.9%	27.9%

资料来源：华泰研究预测

中国再保险：1H24 财产再保险业务承保表现平稳，其中境内业务 COR 同比基本持平，境外业务承保表现略有承压，主要受侨社 COR 上升的影响，但我们认为仍处于优良水平，且看好其未来承保表现的稳健性。我们预计 2024 年财再利润同比增长 26.4%。1H24 寿险再保险业务净利润大幅上升，主要受费用率改善以及投资表现良好的推动。我们预计 2024 年寿险再保险业务利润同比增长 168%。1H24 财险直保业务实现承保盈利，COR 同比下降 1pct 至 99.86%。考虑到国内产险市场竞争格局稳定，我们预计 2024 年财险业务承保表现或略有改善，COR 同比下降 1pct 至 99.8%。

图表59：中国再保险核心预测表

	单位	2024	2025	2026
EPS	RMB	0.21	0.18	0.21
DPS	RMB	0.07	0.06	0.07
BVPS	RMB	2.40	2.52	2.67
EVPS	RMB	2.84	2.99	3.19
EPSg	%	63%	-13%	13%
ROE	%	9.2%	7.5%	8.0%
COR - P&C Re	%	93.4%	94.0%	94.0%
COR - P&C	%	99.8%	99.9%	99.9%
NPAT				
P&C Re	RMB mn	3,873	3,971	4,648
L&H Re	RMB mn	3,463	3,217	3,626
Pri P&C	RMB mn	999	31	24
Others	RMB mn	894	693	647
Total	RMB mn	9,230	7,912	8,945

资料来源：华泰研究预测

图表60：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价 (当地币种)	目标价 (当地币种)	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
						2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
中国平安	2318 HK	买入	48.20	72.00	877,733	4.84	7.34	7.17	7.70	9.15	6.04	6.18	5.75
中国平安	601318 CH	买入	58.40	73.00	1,063,478	4.84	7.34	7.17	7.70	12.07	7.96	8.15	7.58
中国太保	601601 CH	买入	36.97	43.00	355,664	2.83	4.85	3.86	4.21	13.06	7.62	9.58	8.78
中国太保	2601 HK	买入	26.35	33.00	253,496	2.83	4.85	3.86	4.21	8.56	4.99	6.27	5.75
友邦保险	1299 HK	买入	60.55	90.00	660,835	0.33	0.56	0.56	0.63	23.61	13.91	13.91	12.37
中国人民保险集团	1339 HK	买入	4.12	4.40	182,203	0.50	0.93	0.77	0.84	7.57	4.07	4.92	4.51

资料来源：Bloomberg, 华泰研究预测

图表61：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
中国平安 (2318 HK)	平安公布三季度业绩：3Q24 EPS RMB2.52 同比提升 152%，主要受投资业绩提升的影响。三季度寿险新业务价值 (NBV) 同比提升 110%，增长强劲。前三季度财产险综合成本率 (COR) 为 97.8%，承保表现同比改善。第三季度营运利润 (OPAT) 同比增长 22%，显示核心利润稳定增长。维持“买入”评级。
中国平安 (601318 CH)	考虑投资波动，我们调整 2024/2025/2026 EPS 至 RMB7.34/7.17/7.70 (前值：RMB 7.24/7.43/7.93)，上调基于 DCF 的 A/H 目标价 RMB73/HKD72，(前值：RMB70/HKD69)，维持“买入”评级。 风险提示：NBV 增长大幅恶化，COR 大幅恶化，投资收益大幅恶化。 报告发布日期：2024 年 10 月 22 日 点击下载全文：中国平安(2318 HK,买入);601318 CH,买入): 3Q24: NBV 增长强劲
中国太保 (601601 CH)	公司公布三季度业绩：1-3Q24 归母净利润 383.1 亿元，同比增长 65.5%，符合两周前的业绩预告；3Q24EPS RMB1.37，同比增长 173.6%，主要受投资向好推动。寿险 NBV 强劲增长，我们估计三季度可比口径 yoy 增速可能超过 90%，较上半年提速。1-3Q24 财产险 COR 为 98.7%，我们估计三季度财险承保面临压力，可能受到自然灾害影响。维持“买入”。
中国太保 (2601 HK)	考虑到投资波动，我们降低 2024/2025/2026 年 EPS 预测至 RMB4.85/3.86/4.21 (前值：RMB5.38/3.90/4.24)，维持基于 DCF 估值法的 A/H 股目标价 RMB43/HKD33，维持“买入”评级。我们认为在强劲的寿险 NBV 增长推动下，目前 A/H 0.60/0.41 2024 PEV 的估值仍具吸引力。 风险提示：NBV 增速大幅恶化，COR 大幅恶化，投资出现重大损失。 报告发布日期：2024 年 10 月 31 日 点击下载全文：中国太保(2601 HK,买入);601601 CH,买入): 3Q24: NBV 增长提速
友邦保险 (1299 HK)	友邦保险公布三季度新业务价值 (NBV) 信息。第三季度 NBV 同比增长 16% (固定汇率口径) (1H24 25%)，考虑到报告货币美元贬值，实际汇率下同同比增长 17% (1H24 21%)，显示第三季度增速有所回落。但在 23 年高基数情况下，我们认为这一增速具备韧性。第三季度各主要市场均实现 NBV 增长。第三季度代理人渠道 NBV 取得 15% 同比增长，与 1H24 持平；与银行/理财顾问等合作渠道 NBV 增长 16%，1H24 增速 39.5%。维持“买入”。 考虑到投资波动，我们调整 2024/2025/2026 年 EPS 预测至 USD0.56/0.56/0.63 (前值：USD0.52/0.57/0.64)，维持 HKD90 目标价和“买入”评级。 风险提示：NBV 大幅恶化，投资出现大幅损失。 报告发布日期：2024 年 10 月 31 日 点击下载全文：友邦保险(1299 HK,买入): 3Q24: NBV 增长有韧性

股票名称 **最新观点**

中国人民保险集团 (1339 HK) 公司公布三季度业绩：1-3Q24 归母净利润 363.3 亿元，同比提升 77.2%，符合两周前的业绩预告；3Q24EPS RMB0.29，同比实现扭亏（3Q23 RMB-0.01）。公司寿险 NBV（不含健康险）前三季度同比 114%，增长强劲。财险业务受巨灾影响，承保表现小幅恶化。我们估计，受益于股市上涨，公司投资业绩同比提升 741%。维持 A/H“持有/买入”评级。

考虑到投资波动，我们调整 2024/2025/2026 年 EPS 预测至 RMB0.93/0.77/0.84（前值：RMB0.91/0.77/0.84），维持基于 DCF 估值法的 A/H 股目标价 RMB7.2/HKD4.4，维持“持有/买入”评级。公司 A/H 股估值分别为 0.98/0.50 2024 PEV。我们认为 H 股估值有吸引力，A 股估值合理。

风险提示：NBV 增长放缓、财险保费增速大幅放缓以及 COR 大幅恶化、投资出现严重亏损。

报告发布日期：2024 年 10 月 29 日

[点击下载全文：中国人民保险集团\(1339 HK,买入;601319 CH,持有\)：3Q24：NBV 增长强劲](#)

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

NBV 增长和利润大幅恶化：寿险销售可能受经济恢复不及预期影响，出现新单保费负增长。产品利润率可能会结构变化影响继续下降，可能与新单保费负增长一同导致 NBV 大幅下降。

产险 COR 大幅恶化：激烈的车险市场竞争可能导致车险承保利润率下降，下半年频发的自然灾害或导致车险和非车险的赔付增加。

投资大幅亏损：市场波动和信用风险敞口可能导致重大投资损失。

图表62：提及公司名单

公司名称	股票代码
中国人寿	601628 CH
中国人寿	2628 HK
中国人保	601319 CH
新华保险	601336 CH
新华保险	1336 HK
阳光保险	6963 HK
中国太平	0966 HK
中国再保险	1508 HK
纽约人寿	未上市
保德信金融	PRU US
大都会人寿	MET US
联合健康集团	UNH US

资料来源：华泰研究

免责声明

分析师声明

本人, 李健、陈宇轩, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中国平安（601318 CH）、中国平安（2318 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 中国人寿（2628 HK）、中国太保（601601 CH）、中国平安（2318 HK）、中国太保（2601 HK）、友邦保险（1299 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李健、陈宇轩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中国太保（601601 CH）、中国太保（2601 HK）、阳光保险（6963 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 中国太保（601601 CH）、中国太保（2601 HK）、阳光保险（6963 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 中国太保（601601 CH）、中国太保（2601 HK）、阳光保险（6963 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 中国平安（601318 CH）、中国平安（2318 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 中国人寿（2628 HK）、中国太保（601601 CH）、中国平安（2318 HK）、中国太保（2601 HK）、友邦保险（1299 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持： 预计行业股票指数超越基准
中性： 预计行业股票指数基本与基准持平
减持： 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入： 预计股价超越基准 15% 以上
增持： 预计股价超越基准 5%~15%
持有： 预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间
卖出： 预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级： 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级： 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国： 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港： 华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国： 华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡： 华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问。公司注册号：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019
电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件：Huatai@htsc-us.com
<http://www.htsc-us.com>

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183

©版权所有 2024 年华泰证券股份有限公司