

中信证券研究部

核心观点



童成墩
非银行金融业联席
首席分析师
S1010513110006



张文峰
非银行金融业
分析师
S1010522030001



邵子钦
非银行金融业
首席分析师
S1010513110004



田良
金融产业
首席分析师
S1010513110005



薛姣
非银行金融业

寿险转型的本质是市场从大众客户转向中高端客户，目前处于供给显著出清、高端需求持续释放的新阶段，是优秀企业和企业家推动转型的最好时间窗口。新会计准则和降低预定利率是两个重要的估值催化剂。贝塔角度关注经济后期修复力度及 2023 年业绩弹性空间，阿尔法角度关注价值率有优势的公司。

■ 寿险转型的本质：从大众客户转向中高端客户，升级渠道、产品和服务。

1) **从渠道角度看，本质是提升触达高端客户能力。**目前触达高端客户的主要渠道是银行。银保市场正在发生积极变化，有利于头部保险公司逐步提升保单价值率，实现量价齐升的良好局面，需要绑定优质银行、提升客户经理行销能力。从代理人角度看，发展队伍需要抓住社会人力资源错配的机会，重点招募大学生和中年职场精英，友邦、平安、明亚、泰康等公司已经取得一定优势。

2) **从产品角度看，本质是为高端客户提供解决方案。**顺应中高端客户需求，保险公司的转型不再是简单卖产品，而是面向庞大的财富管理市场，提供保险公司的独特解决方案，如中长期的资产配置规划、与养老医疗教育支出匹配的金融服务等。

3) **从服务角度看，医疗养老服务本质是增值服务，第一竞争力仍然是队伍。**医疗养老服务是未来十年非常重要的发展机遇，其本质是增值服务，帮助提高保险产品竞争力，少数优秀公司长期来看有可能成为聚合资源和服务的垂直平台方。

■ 寿险转型的阶段：处于优秀企业和企业家最好的时间窗口。我们认为，目前中国寿险行业正迎来供给显著出清、需求同时回暖的新阶段，这对于致力于坚定转型、着眼于未来、重构商业模式的优秀企业和企业家来说，是最好的时间窗口。具体看：

1) **中小保险公司加速出清，牌照价值大幅下降。**在严监管趋势下，部分激进型中小保险公司先后被接管或处理；从行业周期角度看，大量中小保险公司在上一轮竞争中依托银保渠道发行高负债成本保单，2022 年以来已经明显面临利差下降或利差损压力。

2) **偿二代二期工程 2022 年全面执行，资本实力加速分化。**在偿二代二期工程全面执行后，对于通过高风险资产投资，比如高集中度持有股票、地产评估增值等方式都会在资本上受到一定规范。同时，如果保单价值率低、缺乏内生盈利能力，核心资本的补充也将十分困难。相反，头部公司整体资本充足，内生盈利能力强，还有较强的外在资本补充能力。

3) **未来本质上是高素质人力竞争，也是服务能力等综合实力竞争。**从发展高质量人力的角度看，不仅仅需要创新的人才机制，更需要坚持奉行长期主义慢慢积累，这需要保险公司有存量的财务基础长期支持公司转型；同时，从高品质服务资源的建设角度看，只有少数保险公司有机会成为平台方，需要充分发挥保险公司客户优势、长期资金优势，采取自建、并购、合作等多种方式不断丰富。因此，未来保险公司的商业模式是建立在综合优势基础上，更是建立在优秀企业家的远见卓识和公司治理机制基础上。

■ 新会计准则和降幅预定利率是重要的潜在催化剂：

1) **新会计准则下，承保利润占比高的公司有望重估。**保险公司一季报会按新会计准则进行披露，承保利润和投资收益在利润表上将十分透明。寿险公司未来将和财产险公司类似，承保利润率高，且承保利润不断增长的公司，将获得更强的估值信心和估值倍数，PEV 估值方法更被市场认可，估值水平也更有可能会体现

分析师
S1010518110002



陆昊
非银行金融业
分析师
S1010519070001

永续假设。反之，承保利润率为负，且投资收益大幅波动的公司，将缺乏估值基准，股价波动主要反映贝塔属性。

2) 监管引导行业降低负债成本。从目前五大行的三、五年期存款利率看，总体上在 2.6-2.7%左右，且公布的利率是单利计算，明显低于传统险 3.5%预定利率。我们认为银行保险业务已经迎来良好增长态势，银保期缴占比持续提高，适当降低预定利率不会影响保险的需求。即便预定利率有所下降，保单的类固收属性没有变，同时仍然是银行中间收入最重要的来源。从保险公司角度看，预定利率下降有利于降低行业负债成本压力，同时也有利于行业回归以分红险为主的产品形态。分红险一方面为客户提供保本保底保证，同时也通过浮动收益和客户共同分享投资波动，提升保险公司业绩的稳定性。

■ 风险因素：利率趋势下行；股市大幅下跌；保单销售不及预期。

■ 投资建议：复苏确立，机会来自行业后周期贝塔+正确转型带来阿尔法。

1) 从行业贝塔角度看，预计未来 1-3 年后周期属性释放贝塔回报。上市公司 2022 年报和业绩会沟通的情况表明，2022 年业务和投资端等的负面影响基本已经反映，2023 年 1 季度有望出现净利润和新业务价值的明显改善，行业向上的大周期基本确立。综合目前 PMI、地产等相关数据，寿险行业出现后周期机会的概率在提高，但仍需要耐心等待。如果后周期机会出现，中产保障需求修复、利率水平提高，寿险股有可能产生较大的向上估值弹性。

2) 从公司阿尔法角度看，专注中高端客户、提升价值率的公司创造阿尔法。寿险行业目前处于集中度进一步提高、且公司加大分化的新阶段。优秀公司在抓住中高端客户方面已经率先有了明确定位，同时通过创新的体制机制来匹配社会人力资源错位，吸引和沉淀大学生和社会中年职场精英，在人才竞争方面走在了前面。从具体指标上看，我们预计主要上市公司 NBV 都有望步入持续增长周期，但价值率的提高才是超额回报的来源。具体看，代理人渠道方面目前友邦处于明显优势，银保渠道方面平安处于明显优势。

3) 维持保险行业“强于大市”评级，重点关注价值率有优势的公司。寿险行业的投资机会来自于行业后周期贝塔和公司正确转型的阿尔法。建议重点关注价值率较高的友邦保险、中国平安（A 和 H）和中国人寿 H，以及过去三年深度出清、负债端弹性更大的中国太保（A 和 H）。

保险行业

评级 **强于大市（维持）**

目录

寿险市场：立足五大趋势，抓住转型本质	5
客户：从大众客户转向中高端客户.....	5
银保：逐步成为增长的重要渠道.....	7
代理人：从人海战术转向高质量人力.....	9
产品：走向大财富管理，成为解决方案.....	10
服务：从人情服务走向大康养服务.....	11
市场格局：正在加速出清，最好的企业家机会	13
中小保险公司加速出清，牌照价值大幅下降.....	13
偿二代二期工程 2022 年全面执行，资本实力加速分化.....	13
未来本质上是高素质人力竞争，也是服务能力等综合实力竞争.....	13
潜在催化剂	13
新会计准则下，承保利润占比高的公司有望重估.....	13
监管引导行业降低负债成本.....	14
风险因素	14
投资策略：复苏确立，机会来自行业后周期贝塔+正确转型带来阿尔法	14
从行业贝塔角度看，预计未来 1-3 年后周期属性释放贝塔回报.....	14
从公司阿尔法角度看，专注中高端客户、提升价值率的公司创造阿尔法.....	15
维持保险行业“强于大市”评级，重点关注价值率有优势的公司.....	15

插图目录

图 1：重疾险的发展与代理人扩张保持同步	5
图 2：重疾险已经基本完成对刚需目标群体的覆盖	5
图 3：全国各省市寿险和健康险保费增速	6
图 4：M2、个人/高净值可投资资产	7
图 5：越来越多的高净值客户在考虑进行财富传承	7
图 6：保险是财富传承的主流工具之一	7
图 7：高净值人群的金融资产绝大部分配置在银行	8
图 8：代理保险已经是招行财富管理业务收入的主要来源	8
图 9：平安银保渠道新业务价值及新业务价值率	9
图 10：平安新银保队伍中收结构	9
图 11：平安创新渠道取得初步成效	10
图 12：中国台湾居民金融资产配置结构	11
图 13：健康险赔付占卫生总费用的比重仍然很低	12
图 14：友邦保险高端医疗服务示例	12

表格目录

表 1：主要上市寿险公司代理人人数及产能	9
表 2：预计今年寿险公司有很大的利润修复弹性	14
表 3：A 股保险公司 PEV 估值	15
表 4：A 股保险公司 PB 估值	15
表 5：H 股保险公司 PEV 估值	16
表 6：H 股保险公司 PB 估值	16

■ 寿险市场：立足五大趋势，抓住转型本质

客户：从大众客户转向中高端客户

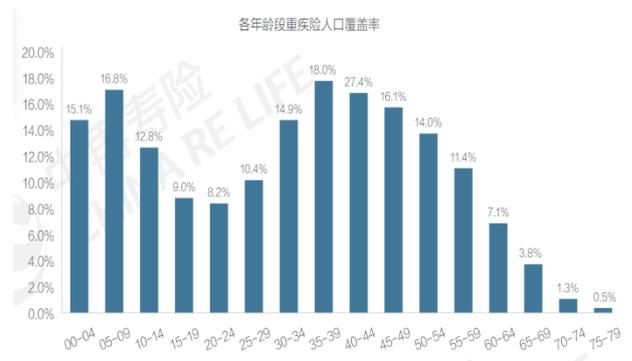
寿险行业的需求增长将主要来自于中高净值人群。2016-2020年，重疾险是寿险行业价值的主要来源，产品件均相对不大并持续下沉，本质上面向中产和中低收入人群；疫情三年的市场需求结构表明，中低收入人群不再是重点需求来源，中产和中高收入客群，尤其是高端客户成为需求的主要来源。具体看，高端客户的需求点包括三个方面：养老医疗为增值服务的大额保险需求、资管新规后配置类固收资产的财富管理需求、对资产安全和财富传承相关的解决方案需求。

图 1：重疾险的发展与代理人扩张保持同步



资料来源：中再寿险《2020-2021 年度健康险产品研究报告》

图 2：重疾险已经基本完成对刚需目标群体的覆盖



资料来源：中再寿险《2020-2021 年度健康险产品研究报告》

图 3: 全国各省市寿险和健康险保费增速

2022	寿险保费收入				健康险保费收入			
	22YoY	21YoY	20YoY	22vs19	22YoY	21YoY	20YoY	22vs19
北京	15.0%	12.4%	14.7%	48.3%	-3.0%	13.2%	15.1%	26.4%
天津	3.2%	-2.6%	7.7%	8.3%	0.4%	9.4%	14.9%	26.2%
河北	-0.4%	-5.2%	3.8%	-2.0%	2.2%	1.8%	11.8%	16.3%
辽宁	-2.2%	2.0%	2.6%	2.3%	6.6%	7.1%	15.2%	31.5%
大连	6.1%	4.2%	-4.1%	6.1%	-0.9%	6.0%	15.1%	20.9%
上海	8.1%	4.8%	19.2%	35.0%	8.6%	15.2%	6.0%	32.7%
江苏	5.2%	-0.1%	6.0%	11.3%	5.1%	4.0%	15.1%	25.9%
浙江	8.7%	0.6%	10.5%	20.8%	11.5%	5.3%	26.3%	48.3%
宁波	18.1%	-10.6%	-1.4%	4.1%	1.0%	-3.8%	22.1%	18.6%
福建	3.9%	7.0%	5.9%	17.7%	5.5%	6.6%	15.4%	29.7%
厦门	16.6%	6.9%	6.6%	32.8%	1.2%	8.1%	19.2%	30.5%
山东	2.1%	-8.7%	6.6%	-0.6%	2.1%	-0.4%	19.2%	21.2%
青岛	13.5%	-19.0%	-0.2%	-8.2%	2.0%	-4.2%	12.7%	10.2%
广东	2.1%	-3.6%	2.8%	1.3%	7.4%	2.7%	13.9%	25.6%
深圳	8.2%	-8.2%	-2.0%	-2.6%	3.8%	5.5%	40.2%	53.6%
海南	3.6%	-9.9%	-1.3%	-7.9%	-12.0%	-0.2%	15.1%	1.2%
山西	0.1%	11.9%	5.1%	17.8%	-1.6%	6.3%	7.5%	12.5%
吉林	-5.6%	-1.4%	1.7%	-5.3%	-4.7%	2.1%	14.8%	11.7%
黑龙江	-4.9%	3.9%	0.2%	-0.9%	-1.9%	-0.1%	12.6%	10.5%
安徽	-1.6%	0.0%	-0.2%	-1.8%	0.8%	3.1%	16.5%	21.0%
江西	7.1%	-0.5%	13.0%	20.4%	-3.2%	-2.3%	13.7%	7.5%
河南	1.1%	-7.6%	-0.8%	-7.3%	-5.7%	-4.0%	10.0%	-0.5%
湖北	0.8%	-0.8%	12.3%	12.4%	7.1%	6.3%	11.1%	26.5%
湖南	9.3%	-1.6%	7.2%	15.2%	0.1%	8.1%	19.6%	29.3%
重庆	0.2%	-3.7%	6.5%	2.8%	3.1%	7.8%	16.7%	29.7%
四川	3.2%	-6.8%	2.2%	-1.7%	4.5%	1.3%	17.5%	24.3%
贵州	-2.7%	-1.2%	6.3%	2.2%	-0.6%	-4.9%	12.5%	6.4%
云南	7.8%	-11.9%	-2.5%	-7.5%	1.5%	-0.3%	17.1%	18.4%
西藏	0.4%	3.1%	4.8%	8.4%	-7.1%	-5.0%	10.5%	-2.5%
陕西	3.7%	-10.2%	4.3%	-2.9%	6.7%	0.8%	14.8%	23.4%
甘肃	0.9%	8.3%	11.8%	22.2%	-9.9%	-1.8%	10.9%	-1.9%
青海	0.4%	4.5%	5.6%	10.8%	-2.3%	-0.6%	5.1%	2.0%
宁夏	1.5%	4.3%	9.8%	16.3%	-5.0%	-4.7%	10.9%	0.4%
新疆	-1.8%	1.7%	3.4%	3.3%	-0.5%	3.6%	6.5%	9.8%
内蒙古	0.7%	-16.1%	-4.3%	-19.1%	2.5%	-17.0%	17.2%	-0.3%
广西	5.0%	6.1%	9.0%	21.5%	-3.9%	11.9%	18.9%	28.0%
全国合计	4.0%	-1.7%	5.4%	7.8%	2.4%	3.4%	15.7%	22.5%

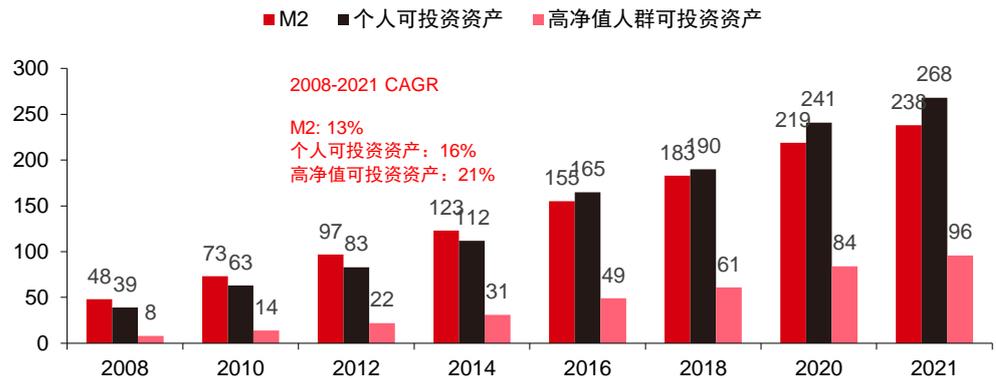
资料来源: 银保监会, 中信证券研究部

高净值客户的保险配置比例有望提升, 成为未来持续拉动保险规模增长的重要动能。

截至 2021 年, 高净值客户的可投资资产占全社会个人可投资资产的比重超过三成¹, 但是高净值客户的寿险配置占全社会寿险资产的比重仅为一成。在财富保全、财富传承逐渐成为高净值人群主流需求的情况下, 我们预计这一人群的保险配置比例有望提升, 成为寿险行业保费增长的重要驱动。在市场从大众客户向中高客户的转变大背景下, 保险公司需要重塑产品、渠道、服务等各方面能力, 从而跟上不断升级的市场需要。

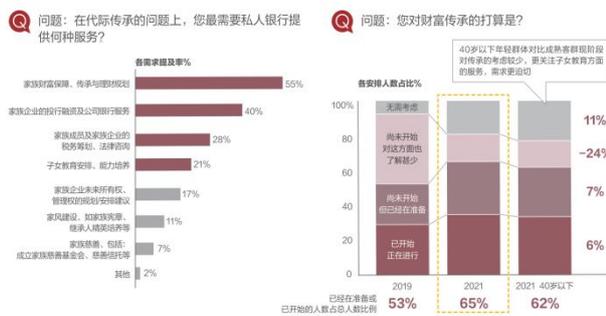
¹ 据《中国私人财富报告 2021》(招商银行、贝恩资本), 2021 年中国个人可投资资产规模为 296 万亿元人民币, 高净值人群的可投资资产为 96 万亿元人民币, 占比 36%。

图 4: M2、个人/高净值可投资资产 (万亿元)



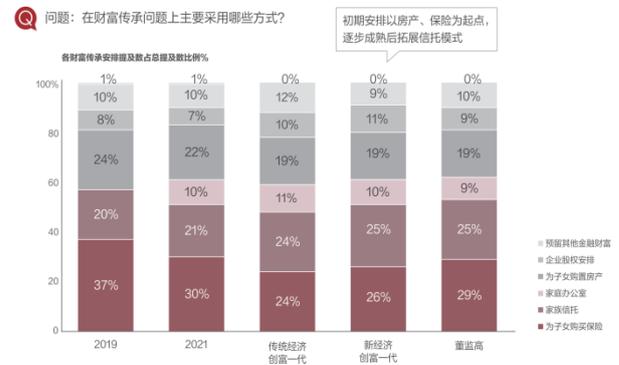
资料来源:《中国私人财富报告 2021》(招商银行、贝恩资本), Wind, 中信证券研究部

图 5: 越来越多的高净值客户在考虑进行财富传承



资料来源:《中国私人财富报告 2021》(招商银行、贝恩资本)

图 6: 保险是财富传承的主流工具之一

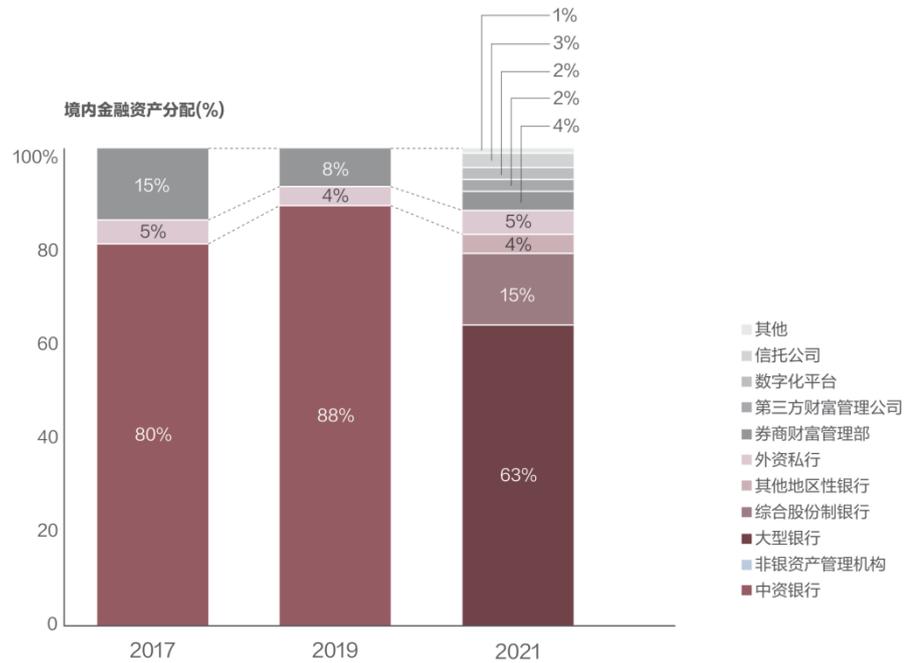


资料来源:《中国私人财富报告 2021》(招商银行、贝恩资本)

银保: 逐步成为增长的重要渠道

触达高端客户金融资产的主要渠道是银行。和依靠人海战术触达大众客群不一样, 中高端客户及其资金主要沉淀在银行。保险公司在保障型产品、医疗养老服务方面可以通过代理人来触及中高净值人群, 但是要想通过储蓄型产品来触达高端客户的财富管理需求, 保险公司必须发展银行保险业务, 积极创新业务模式。

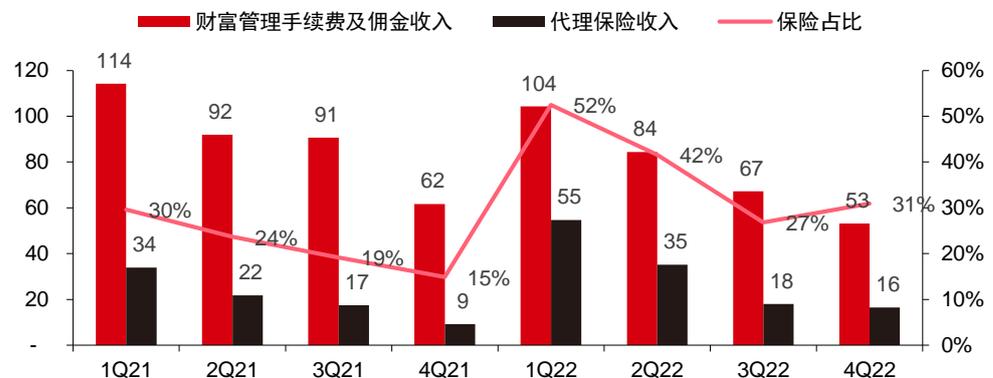
图 7：高净值人群的金融资产绝大部分配置在银行



资料来源：《中国私人财富报告 2021》（招商银行、贝恩资本）

我们认为银保市场正在发生积极变化，有利于头部保险公司逐步提升保单价值率，实现量价齐升的良好局面。原因包括：第一，银行客户需要大量类固收资产配置，保险是资管新规后市场上主要的刚兑金融产品之一；第二，银行作为渠道方希望销售低风险资产并能创造中间业务收入，保险是低风险且高手续率的独特品种；第三，大量中小寿险公司在 2022 年亏损，且偿二代二期工程下资本面临压力，为头部保险公司创造更好的竞争环境。我们认为，未来中国银保市场有望维持快于 M2 的增速，并且银保竞争环境的好转有利于保险公司通过拉长保单期限、提供增值服务等式提高价值率。

图 8：代理保险已经是招行财富管理业务收入（亿元）的主要来源

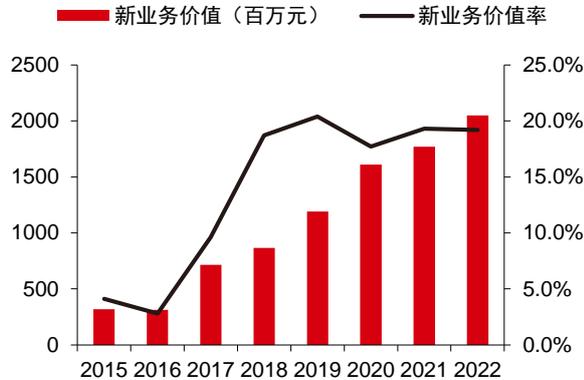


资料来源：招商银行财报，中信证券研究部

自下而上看，以中国平安为代表的公司正在积极创新商业模式，实现了远高于行业一般水平的保单价值率。平安银保的优势主要体现在：第一，保险公司和银行之间建立了深度的合作关系，背后甚至有股权纽带的保障；第二，银行虽然手握大量高价值客户，但总

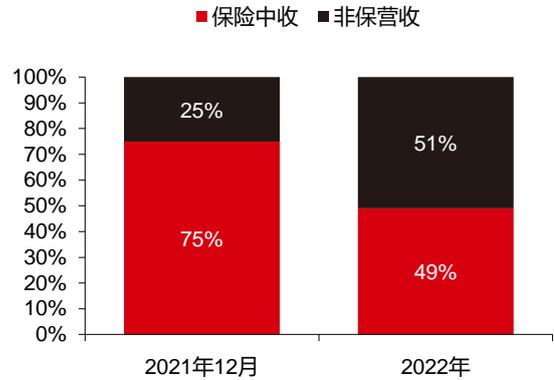
体上仍然是坐商，有价值的银保需要行销能力，即发展一支具有主动挖掘客户保险需求潜力的客户经理队伍。

图 9：平安银保渠道新业务价值及新业务价值率



资料来源：中国平安财报，中信证券研究部

图 10：平安新银保队伍中收结构



资料来源：平安银行 2022 年业绩会，中信证券研究部

代理人：从人海战术转向高质量人力

代理人渠道转型同样需要面向中高端客户。随着低质量人力的大量出清，传统代理人队伍被动做小做精，依靠存量老客户加保和需求再开发有望恢复业务上的正常增长；但传统队伍社会口碑差、福利待遇差、队伍出清老化断代，如何能够吸引大批高学历、高素质人才成为巨大挑战。

表 1：主要上市寿险公司代理人人数及产能

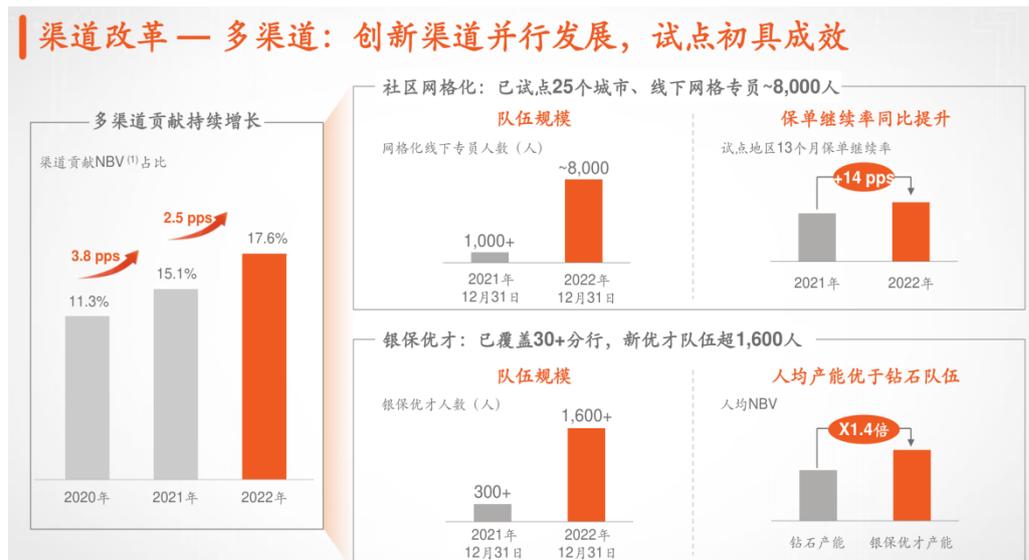
寿险代理人数量 (万人)	2019	2020	2021	2022
中国人寿	161	138	82	67
中国平安	117	102	60	45
中国太保 (月均)	79	75	53	28
新华保险	51	61	39	20
中国太平	39	38	39	39
友邦中国	4.7	5.0	4.4	4.7
个险渠道 NBV (百万元人民币)				
中国人寿	52,189	57,669	42,945	33,333
中国平安	68,209	42,913	31,076	22,932
中国太保	24,105*	17,661	13,074	8,338
新华保险	9,692	8,987	5,780	2,339
中国太平	9,199	7,034	6,431	5,800
友邦中国	7,819	6,486	7,424	6,137
月人均 NBV (元人民币)				
中国人寿	2,850	3,211	3,253	3,734
中国平安	4,400	3,265	3,190	3,657
中国太保	2,543	1,965	2,075	2,490
新华保险	1,842	1,346	968	665
中国太平	1,705	1,528	1,399	1,247
友邦中国	14,417	11,107	13,154	11,271

资料来源：各公司财报，中信证券研究部 注：友邦中国按美元/人民币固定汇率 6.7 计算，假设 NBV 全部来自于个险渠道；*公司未披露单独的个险 NBV，按 2020 年个险占总新业务价值比重估算。

代理人转型需要抓住人力资源错配的机会。从社会人力资源角度看，对于学历比较低

的年轻人而言，有大量类似外卖骑手、网约车司机等更好的就业和收入机会；而大学毕业生、35岁左右面临职业转型的职场人群面临很大的失业压力。保险公司如何重塑体制机制，立足社会人力资源错配机会，将队伍发展人力重点转向大学生、职场精英是未来竞争重点。比如平安设立社区网格队伍，提供劳动合同，主要面向大学生，2022年队伍迅速发展至8000人；平安通过平安银行设立新银保团队，面向社会销售精英，一年多时间队伍发展到1600人。此外，友邦、明亚、泰康HWP队伍等也通过队伍的年轻化、专业化、良好的优秀人才聚焦效应，保持市场竞争力。

图 11：平安创新渠道取得初步成效

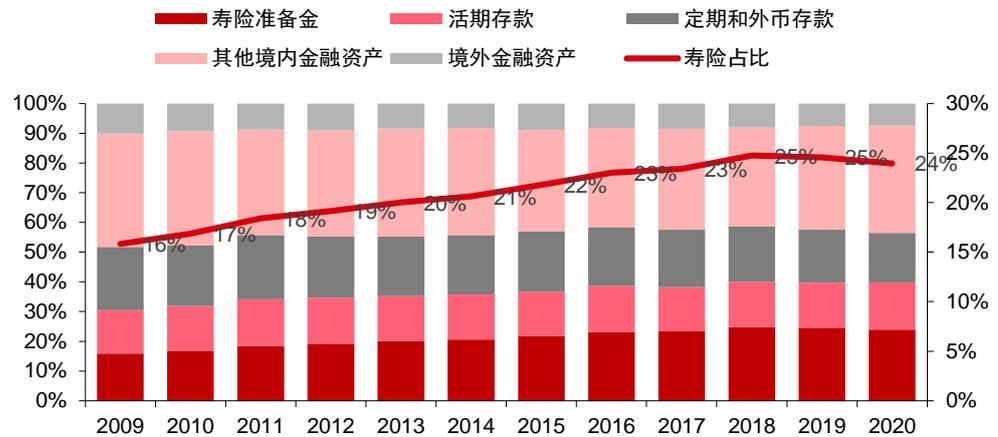


资料来源：中国平安 2022 年业绩推介 PPT

产品：走向大财富管理，成为解决方案

从高端客户角度看，保险是资产配置解决方案之一，不再是单纯的风险保障。寿险产品除了不能做5年期以下的产品外，中长期财富管理的大部分需求都能通过保险来满足。我们认为，未来十年中国大陆的寿险业发展轨迹会和中国台湾过去二十年情况类似，寿险产品成为市场上最重要的类固收产品、商业养老和医疗最重要的支付方、以及家庭财富安全和传承最重要的方式。顺应中高端客户需求，保险公司的转型不再是简单卖产品，而是面向庞大的财富管理市场，提供保险公司的独特解决方案。

图 12：中国台湾居民金融资产配置结构



资料来源：CEIC，中信证券研究部

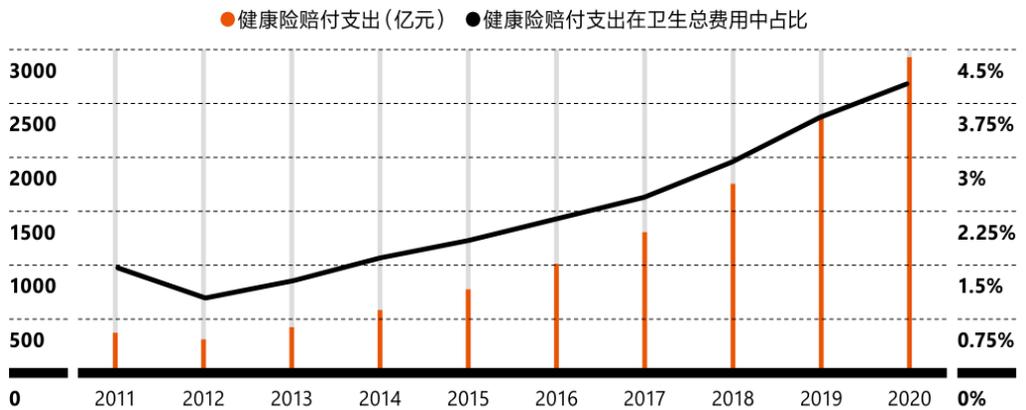
保险在财富管理市场的独特性体现在以下几个方面：帮助客户建立真正中长期的财富管理方案，期限可能是终身甚至跨代际；帮助客户建立从纯理财行为到真正满足客户全生命周期需要的财富规划方案，比如和养老、医疗、教育相匹配的理财方案；帮助客户建立以资产配置为基础的理财方法论，而保险产品的可持续性就是建立在长期资产配置能力基础上。

此外，中国中产仍然是非常重要的基本保险客群，在保险保障和财富管理方面均有长期发展潜力。这一方面仍然需要一定的规模人力作为基础，另一方面也需要保险公司不断提升人力素质，创新商业模式效率，将更有价值的保险解决方案服务以更高效率的方式让普通中产受益。

服务：从人情服务走向大康养服务

我们认为，医疗养老服务是中国保险行业十年最重要的发展机遇。这个商业模式闭环总体上是建立在中高端客户，尤其是高端客户需求基础上。一方面，社保为主要支付方、三甲医院占主导地位、政府强势话语权背景下，中低收入群体很难发展出足够购买力和购买意愿的商业需求；另一方面，中国有财富占比足够大的中高收入群体，这个群体对服务品质的升级需求和品质服务资源稀缺的矛盾将日渐突出。

图 13：健康险赔付占卫生总费用的比重仍然很低



资料来源：《2021 健康险市场洞察报告》（第一财经、平安健康保险）

大康养本质是增值服务，帮助公司提高保险产品竞争力，优秀公司长期有可能成为垂直平台方。美国联合健康是一个医疗险、健康管理高度闭环的体系，保险、医疗均通过更加有效和精准的管理实现良好的盈利贡献。和联合健康模式相比，中国特殊的体制环境，决定了难以实现彻底的闭环，同时也决定了难以在服务端形成实质性的盈利贡献。由于未来中高客，尤其高客保单配置需求的持续释放，行业本身就具有可观的保费增长潜力，保单仍然是主要的利润来源；在产品 and 定价无法做出实质差异的情况下，高品质的服务竞争将成为同业产品竞争加分项。

我们认为，面向高客市场，保险公司第一竞争力仍然是高素质的保险代理人，其次是通过附加品质服务为产品增加差异化特色。从增值服务布局方式看，在养老医疗资源十分稀缺的情况下，自建是必要选项；而未来随着第三方服务供给增加，并购或者合作都是可行选项。长期看，如果能够集合足够多的高端客户和足够丰富的品质服务资源，那么保险公司作为支付方有可能成为养老医疗垂直领域的平台公司。

图 14：友邦保险高端医疗服务示例

服务概览 → SERVICE OVERVIEW

依托覆盖海内外的优质医疗资源及专家团队，为您提供高端专业的一站式专业健康和理赔解决方案。自建专属的服务平台，整合高端医疗多领域核心服务内容，为您提供专业、健康的一站式尊贵服务体验。

服务概览

治疗前

- 健康管理服务 (通用)
- 健康管理服务 (专家管理)
- 其他服务

治疗中

- 健康评估
- 健康风险评估
- 健康干预
- 手术预约协助
- 紧急救援门诊预约
- 陪护管家
- 境外就医二诊

治疗后

- 健康随访
- 全球/境内紧急救援服务
- 7*24小时专家咨询热线
- 数字化健康管理服务
- 高级医疗助理

* 具体服务内容以本保险产品条款为准

昂贵医院列表

适用于本产品的昂贵医疗机构包括：

医疗机构名称	地区
和睦家医院及诊所 (北京、上海和其他城市, 包括华山医院浦东分院国际部)	国内
瑞新国际医疗中心/百汇医疗/百汇华康门诊部 (上海和其他城市)	
国际SOS诊所 (BRIAFLES集团管理, 北京、天津、南京和其他城市)	
西部外科研究所 / 国际外科手术中心 (INSTITUTE FOR WESTERN SURGERY, 上海、广州、佛山)	北京
北京国际医疗中心	
北京明德医院	上海
北京港澳国际医务诊所	
耀彰医疗 (ALL SINO UNITED CLINICS) 包括但不限于以下三家诊所： 1. 上海商厦门诊部 (上海耀彰国际医疗门诊部有限公司) 2. 惠康中心门诊部 (上海耀彰门诊部有限公司) 3. 前滩世茂门诊部 (上海耀彰门诊部有限公司)	
上海沃德医疗中心 (WORLDPATH CLINIC INTERNATIONAL)	香港
全康医疗, 包括以下诊所： 1. 上海全康医疗-浦东诊所 2. 上海全康医疗-浦东诊所	
香港港安医院	新加坡
明德国际医院	
香港养和医院	
伊丽沙白医药中心 (MOUNT ELIZABETH HOSPITAL)	
鹰阁医院 (EAGLEGLADES HOSPITAL)	

* 昂贵医疗机构是指超出地区常规医疗费用水平的医疗机构，昂贵医疗机构的运用与西因保险计划而异。
* 名单以我们的最新公布信息为准，您可通过友邦中国客服热线进行查询。
* 由于各医疗机构的收费水平可能发生变化，本公司会跟踪分析并及时更新和公布昂贵医疗机构。

资料来源：友邦保险官网

■ 市场格局：正在加速出清，最好的企业家机会

我们认为，目前中国寿险行业正迎来供给出清、需求回暖的好阶段，一方面供给侧中小公司和低质量人力显著出清，另一方面中高端客户尤其是高端客户需求潜力巨大。同时面向资管新规后泛理财市场格局正在改写。传统寿险公司普遍受制于体制约束、人才约束以及传统惯性，内卷视角下缺乏正确的行动方向，这正是优秀公司和企业家最大的历史机遇。从行业供给看：

中小保险公司加速出清，牌照价值大幅下降

在严监管趋势下，部分激进型中小保险公司先后被接管或处理；从行业周期角度看，大量中小保险公司在上一轮竞争中依托银保渠道发行高负债成本保单，2022 年以来已经明显面临利差下降或利差损压力。2022 年近半数中小寿险公司亏损，经营压力显著加大。我们预计未来资产端实现 5% 以上的回报更加困难，大量高负债成本公司将进入被动降规模压力。从牌照价值角度看，2022 年以来，越来越多中小公司面临增资困难局面，一级市场缺乏交易对手，并且估值明显下降。

偿二代二期工程 2022 年全面执行，资本实力加速分化

在偿二代二期工程全面执行后，对于通过高风险资产投资，比如高集中度持有股票、地产评估增值等方式都会在资本上受到一定规范。同时，如果保单价值率低、缺乏内生盈利能力，核心资本的补充也将十分困难。相反，对于头部保险公司来说，总体上看还有比较强的盈利能力，寿险 ROE 整体在 10% 以上；保单期限也比较长，价值率相对高，是公司核心资本的重要来源。而且，凭借良好的经营能力，头部保险公司在永续债、次级债，甚至权益融资方面仍然保持良好的市场状态。

未来本质上是高素质人力竞争，也是服务能力等综合实力竞争

我们认为，在中高端客户带动的大财富管理市场面前，保险公司第一竞争要素仍然是队伍，尤其是高质量人力，包括银行和代理人渠道；医疗、养老等综合服务能力是增值服务，是给保险产品带来差异化特色重要因素，考验保险公司的综合实力。从发展高质量人力的角度看，不仅仅需要创新的人才机制，更需要坚持奉行长期主义慢慢积累，这需要保险公司有存量的财务基础长期支持公司转型；同时，从高品质服务资源的建设角度看，只有少数保险公司有机会成为平台方，需要充分发挥保险公司客户优势、长期资金优势，采取自建、并购、合作等多种方式不断丰富。因此，未来保险公司的商业模式是建立在综合优势基础上，更是建立在优秀企业家的远见卓识和公司治理机制基础上。

■ 潜在催化剂

新会计准则下，承保利润占比高的公司有望重估

保险公司一季报会按新会计准则进行披露，承保利润和投资收益在利润表上将十分透明。寿险公司未来将和财产险公司类似，承保利润率高，且承保利润不断增长的公司，将获得更强的估值信心和估值倍数，PEV 估值方法更为被市场认可，估值水平也更有可能会

现永续假设。反之，承保利润率为负，且投资收益大幅波动的公司，将缺乏估值基准，股价波动主要反映贝塔属性。

监管引导行业降低负债成本

从目前五大行的三、五年期存款利率看，总体上在 2.6%-2.7%左右，且公布的利率是单利计算，明显低于传统险 3.5%预定利率。我们认为银行保险业务已经迎来良好增长态势，银保期缴占比持续提高，适当降低预定利率不会影响保险的需求。即便预定利率有所下降，保单的类固收属性没有变，同时仍然是银行中间收入最重要的来源。从保险公司角度看，预定利率下降有利于降低行业负债成本压力，同时也有利于行业回归以分红险为主的产品形态。分红险一方面为客户提供保本保底保证，另一方面也通过浮动收益和客户共同分享投资波动，提升保险公司业绩的稳定性。

■ 风险因素

利率趋势下行：长期利率下行影响保险公司的长期收益率中枢，带来利差损压力；

股市大幅下跌：在切换至新金融工具准则 19 后，股市下跌对净利润的影响可能进一步加大；

保单销售不及预期：储蓄型保单可能会受到其他财富管理工具的销售影响，表现出一定的“跷跷板”效应；保障型保单的销售如果长期低迷则会影响价值率的回暖。

■ 投资策略：复苏确立，机会来自行业后周期贝塔+正确转型带来阿尔法

从行业贝塔角度看，预计未来 1-3 年后周期属性释放贝塔回报

我们年初发布的报告《正困境反转，未来三年走向健康发展》认为行业结束连续三年的下行周期，未来三年总体上是向上的大周期。上市公司 2022 年年报和业绩会沟通的情况表明，2022 年业务和投资端等的负面影响基本已经都反映，2023 年 1 季度有望出现净利润和新业务价值的明显改善，行业向上的大周期基本确立。展望未来，从需求角度看，未来寿险作为可选消费，投资机会来自于后周期的贝塔回报。

总体上，我们需要看全社会的经济、就业、收入恢复到疫情前水平；同时，在一二三线等地产持续修复的情况下，利率等关键指标进入逐步回升趋势。我们认为，综合目前 PMI、地产等相关数据，寿险行业出现后周期机会的概率在提高，但仍需要耐心等待。如果后周期机会出现，中产保障需求修复、利率水平提高，寿险股有可能产生较大的向上估值弹性。从利润弹性来看，保险公司今年均有较大的利润修复空间，由于基数原因，我们预计中国平安和中国太平利润弹性更大；从 NBV 弹性来看，过去三年深度出清的中国太保有望实现领先于行业的 NBV 修复速度。

表 2：预计今年寿险公司有很大的利润修复弹性

归母净利润（百万元）	2019	2020	2021	2022	2023E
------------	------	------	------	------	-------

归母净利润（百万元）	2019	2020	2021	2022	2023E
中国平安	149,407	143,099	101,618	85,367	145,760
YoY	39%	-4%	-29%	-16%	71%
中国人寿	58,287	50,268	50,921	32,082	45,359
YoY	412%	-14%	1%	-37%	41%
中国太保	27,741	24,584	26,834	24,609	30,111
YoY	54%	-11%	9%	-8%	22%
新华保险	14,559	14,294	14,947	9,822	13,237
YoY	84%	-2%	5%	-34%	35%
中国太平	9,009	6,549	7,514	2,797	5,652
YoY	31%	-27%	15%	-63%	102%

资料来源：各公司财报，中信证券研究部预测 注：中国太平为港元，其余为人民币元

从公司阿尔法角度看，专注中高端客户、提升价值率的公司创造阿尔法

从上文第一二部分的分析，我们认为寿险行业目前处于集中度进一步提高、且公司加大分化的新阶段。优秀公司在抓住中高端客户方面已经率先有了明确定位，同时通过创新的体制机制来匹配社会人力资源错位，吸引和沉淀大学生和社会中年职业精英，在人才竞争方面走在了前面。此外，优秀公司也通过发挥综合优势，在医疗、养老生态积极投入来构建垂直生态。虽然创造阿尔法是更加困难，但友邦、平安、泰康等主要公司方向和模式已比较明确，未来主要是比定力以及背后的资源基础、机制基础。从具体指标上看，我们预计主要上市公司 NBV 都有望步入持续增长周期，但价值率的提高才是超额回报的来源。我们持续关注各家公司个险渠道和银保渠道的价值率。具体看，代理人渠道方面目前友邦处于明显优势，银保渠道方面平安处于明显优势。

维持保险行业“强于大市”评级，重点关注价值率有优势的公司

综上，综合目前 PMI、地产等相关数据，寿险行业出现后周期的概率在提高，但仍需要耐心等待。如果后周期机会出现，中产寿险消费修复、利率水平提高，寿险股有可能产生较大的向上贝塔机会。从阿尔法角度，目前中国寿险行业转型正迎来最好的阶段，一方面供给侧中小公司和低质量人力显著出清，另一方面中高端客户尤其是高端客户需求潜力巨大，同时面向资管新规后泛理财市场格局正在改写，这正是优秀公司和企业家最大的历史机遇。在各家公司 NBV 都有望保持正常增长的情况下，我们更加关注能够提升价值率的公司。建议重点关注价值率较高的友邦保险、中国平安（A 和 H）和中国人寿 H，以及过去三年深度出清、负债弹性更大的中国太保（A 和 H）。

表 3：A 股保险公司 PEV 估值

A 股 PEV	评级	股价	EVPS (元)					PEV (x)				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
中国平安	买入	48.4	76.34	77.89	83.47	89.49	96.00	0.63	0.62	0.58	0.54	0.50
中国人寿	持有	36.7	42.56	43.54	47.77	52.33	57.26	0.86	0.84	0.77	0.70	0.64
中国太保	增持	30.3	51.80	54.01	58.36	63.01	68.06	0.58	0.56	0.52	0.48	0.44
新华保险	增持	33.1	82.96	81.92	87.65	94.00	100.85	0.40	0.40	0.38	0.35	0.33

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：2023/4/19 收盘价，股价单位为元。

表 4：A 股保险公司 PB 估值

A 股 PB	评级	股价	BVPS (元)					PB (x)				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
中国平安	买入	48.4	44.44	46.97	52.49	58.65	65.05	1.09	1.03	0.92	0.83	0.74
中国人寿	持有	36.7	16.93	15.43	16.75	17.92	19.17	2.17	2.38	2.19	2.05	1.92
中国太保	增持	30.3	23.57	23.75	25.86	27.99	30.22	1.28	1.27	1.17	1.08	1.00
新华保险	增持	33.1	34.77	32.98	36.14	39.29	42.68	0.95	1.00	0.92	0.84	0.78

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：2023/4/19 收盘价，股价单位为元。

表 5：H 股保险公司 PEV 估值

H 股 PEV	评级	股价	EVPS (元)					PEV (x)				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
中国平安	买入	54.3	76.34	77.89	83.47	89.49	96.00	0.62	0.61	0.57	0.53	0.49
中国人寿	增持	14.0	42.56	43.54	47.77	52.33	57.26	0.29	0.28	0.26	0.23	0.21
中国太保	增持	23.8	51.80	54.01	58.36	63.01	68.06	0.40	0.39	0.36	0.33	0.31
新华保险	买入	20.3	82.96	81.92	87.65	94.00	100.85	0.21	0.22	0.20	0.19	0.18
中国太平	增持	8.6	60.54	55.11	59.50	64.02	68.99	0.14	0.16	0.14	0.13	0.12
友邦保险	买入	85.0	6.03	5.87	6.18	6.55	7.14	1.79	1.85	1.75	1.65	1.52

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：2023/4/19 收盘价，股价单位为港元；中国太平 EVPS 为港元，友邦保险 EVPS 为美元，其余为人民币；港元/人民币汇率为 0.88，美元/港元汇率为 7.85

表 6：H 股保险公司 PB 估值

H 股 PB	评级	股价	BVPS (元)					PB (x)				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
中国平安	买入	54.3	44.44	46.97	52.49	58.65	65.05	1.07	1.01	0.91	0.81	0.73
中国人寿	增持	14.0	16.93	15.43	16.75	17.92	19.17	0.72	0.79	0.73	0.68	0.64
中国太保	增持	23.8	23.57	23.75	25.86	27.99	30.22	0.88	0.88	0.81	0.74	0.69
新华保险	买入	20.3	34.77	32.98	36.14	39.29	42.68	0.51	0.54	0.49	0.45	0.42
中国太平	增持	8.6	24.50	21.01	22.52	23.91	25.43	0.35	0.41	0.38	0.36	0.34
友邦保险	买入	85.0	5.00	3.25	4.02	4.76	5.49	2.17	3.34	2.69	2.28	1.97

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：2023/4/19 收盘价，股价单位为港元；中国太平 EVPS 为港元，友邦保险 EVPS 为美元，其余为人民币；港元/人民币汇率为 0.88，美元/港元汇率为 7.85

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。