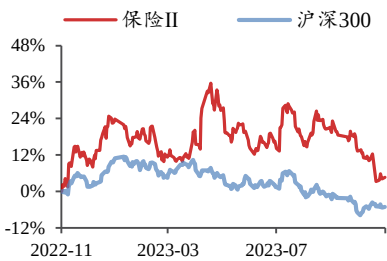


保险 II

2023 年 11 月 20 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《9 月新单承压符合预期，汇金入市提振资产端信心——上市保险公司 9 月保费收入数据点评》-2023.10.17

《8 月承压符合预期，关注开门红筹备及资产端改善——上市保险公司 8 月保费收入数据点评》-2023.9.14

《7 月保费延续高增，后续关注新品接续及资产端改善——上市保险公司 7 月保费收入数据点评》-2023.8.15

10 月寿险保费同比分化，关注超跌带来左侧机会

——上市保险公司 10 月保费收入数据点评

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

吕晨雨（分析师）

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790522090002

● 2023M10 寿险总保费同比分化，开门红降温政策预计对 2024Q1 新单影响较小

2023 年 10 月 7 家上市险企寿险总保费合计 867 亿元、同比-6.3%（同比未含阳光保险），增速较 9 月下降 1.3pct，其中：中国太平+6.3%、中国平安-0.1%、中国人寿-6.4%、中国人保-8.1%、新华保险-10.6%、中国太保-25.3%，上市险企单 10 月保费环比分化，预计主要受到 2024 年开门红筹备策略以及产品结构分化导致。2023 年前 10 月寿险总保费累计同比分别为：中国太平+10.5%、中国人保+9.6%、中国平安+6.7%、中国太保+5.8%、中国人寿+4.1%、新华保险+2.6%。展望看，2024 年开门红筹备或受开门红降温政策影响有所放缓，但我们认为对上市险企影响有限：（1）预计提前启动险企已完成部分预收工作，后续不会对该部分进行回溯处理；（2）监管明确禁止大幅提前收取保费、将客户保费存放于其他投资理财类账户等行为，一为保护消费者权益，二为规范行业销售行为，但蓄客、拜访、产说会等营销活动仍可开展；（3）居民资产配置需求长期存在，新定价产品仍具一定竞争力和吸引力。我们预计 2024Q1 行业新单仍能实现较好增长。

● 中国人保人身险板块 10 月同比承压，全年累计至 10 月仍保持较高景气度

中国人保人身险板块 10 月长险首年保费 7.7 亿元、同比-54.6%，较 10 月的-38.5%下降 16.2pct，预计主要受需求提前释放以及队伍休整备战 2024 业务拖累，前 10 月长险首年保费 581.2 亿元、同比+15.9%，较前 9 月同比下降 2.5pct。分拆看，人保寿险 10 月趸交保费同比-14.8%、期交首年保费同比-80.6%，拖累长险首年保费同比-57.0%至 6.3 亿元；人保健康 10 月期交首年保费同比-38.7%，拖累长险首年保费同比-40.1%至 1.4 亿元。

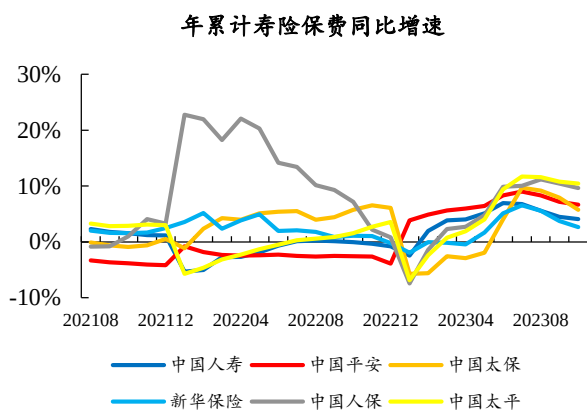
● 2023 年 10 月上市险企财险保费同比分化，乘用车销量 10 月同比改善

2023 年 10 月 6 家上市险企财险保费收入 739 亿元、同比为+3.7%（同比未含阳光保险），较 9 月+3.5%改善 0.2pct，各家险企 10 月财险保费同比分别为：众安在线+12.1%（9 月+2.1%）、太保财险+10.3%（9 月+11.2%）、太平财险+7.1%（9 月-2.1%）、人保财险+3.8%（9 月+6.1%）、平安财险-0.5%（9 月-4.1%）。根据中汽协数据，2023 年 10 月乘用车销量同比+11.5%，同比较 2023 年 9 月上升 4.8pct，环比持平。人保财险 10 月车险保费同比+6.3%，增速较 9 月下降 0.5pct，保持较好增速。众安在线 10 月保费 21.0 亿元、同比+12.1%、月环比-7.9%，同比增速扩大，前 10 月累计同比+27.0%，仍保持较快增速。

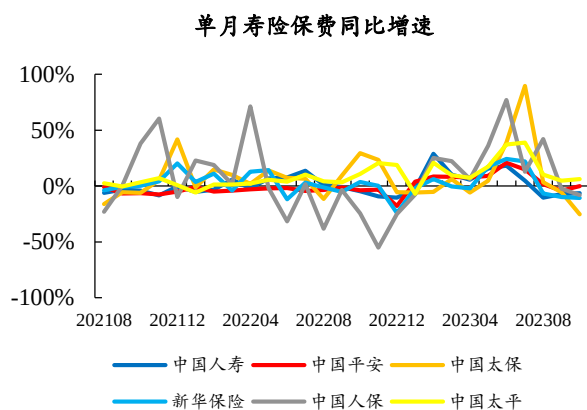
● 市场过度担忧报行合一对头部险企的影响，关注左侧布局机会

10 月中下旬以来保险板块下跌明显，先后受开门红规范政策、3 季报净利润偏弱、房企收购等公司传闻和“报行合一”向个险推行等担忧影响，我们认为：（1）“报行合一”监管意图在于管控恶性竞争、降低负债成本，与银保和经代渠道不同，个险作为自营排他渠道恶性竞争较少且价值率更高，监管更鼓励个险渠道做大做强。预计后续个险推行报行合一的效果与银保渠道费用明显下降（银保降 30%）的结果不同，更多是规范法外利益，禁止返佣、黑产等，短期对代理人实际佣金和新单销售影响有限。（2）中长期看，规范开门红、限制返佣、压降银保和经代成本均利于转型领先的头部险企，依靠产品和服务优势、专业的代理人队伍，头部险企市占率和价值率均有望持续提升。整体看，报行合一对上市头部险企利大于弊。（3）上市险企目前估值 PEV 位于较低水位，负债端和资产端中期改善趋势不改，继续看好板块性机会，推荐中国人寿、中国太保、中国平安。

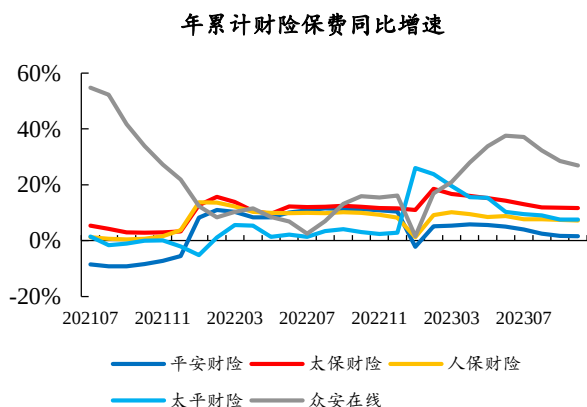
● 风险提示：经济复苏不及预期；保险产品需求复苏不及预期。

附图 1：2023 年前 10 月上市险企寿险保费同比增长


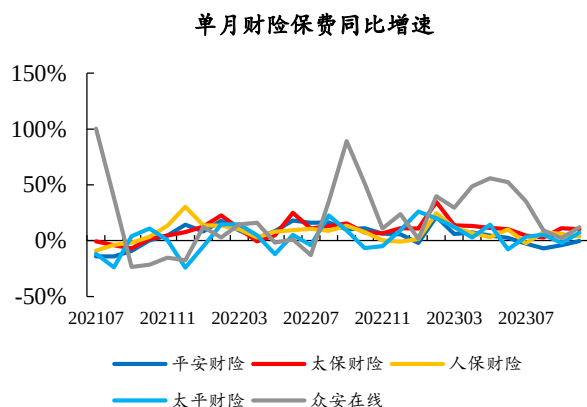
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

附图 2：2023 年 10 月多数上市险企寿险保费同比放缓


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

附图 3：2023 年前 10 月上市险企财险保费同比增长


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

附图 4：2023 年 10 月多数上市险企财险保费同比改善


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

附图 5：当前十年期国债收益率在 2.6-2.7%附近震荡


数据来源：Wind、开源证券研究所

附表 1：上市险企 2023 年 10 月人身险板块总保费收入同比分化

人身险板块 公司	年度累计保费（亿元）		年度保费同比		单月保费收入（亿元）		单月保费同比	
	2023 年 9 月	2023 年 10 月	2023 年 9 月	2023 年 10 月	2023 年 9 月	2023 年 10 月	2023 年 9 月	2023 年 10 月
中国人寿	5,788	5,979	4.5%	4.1%	452	191	-7.2%	-6.4%
中国平安	4,097	4,380	7.2%	6.7%	334	283	-4.2%	-0.1%
中国太保	2,047	2,145	7.9%	5.8%	159	98	-5.5%	-25.3%
新华保险	1,429	1,529	3.7%	2.6%	150	100	-9.9%	-10.6%
中国人保	1,311	1,361	10.4%	9.6%	63	50	-2.5%	-8.1%
中国太平	1,376	1,484	10.8%	10.5%	149	108	4.9%	6.3%
阳光保险	604	641			53	36		

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

附表 2：上市险企 2023 年 10 月财产险板块同比分化

财产险板块 公司	年度累计保费（亿元）		年度保费同比		单月保费收入（亿元）		单月保费同比	
	2023 年 9 月	2023 年 10 月	2023 年 9 月	2023 年 10 月	2023 年 9 月	2023 年 10 月	2023 年 9 月	2023 年 10 月
平安财险	2,259	2,494	1.8%	1.5%	256	235	-4.1%	-0.5%
太保财险	1,485	1,610	11.8%	11.7%	164	125	11.2%	10.3%
人保财险	4,096	4,398	7.5%	7.2%	433	302	6.1%	3.8%
太平财险	236	259	7.6%	7.6%	27	23	-2.1%	7.1%
众安在线	230	251	28.5%	27.0%	23	21	2.1%	12.1%
阳光保险	335	367			40	32		

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

附表 3：2023 年 10 月中国人保寿险及健康险业务同比放缓

中国人保保费 收入分类及明细	年度累计保费（亿元）		年度保费同比		单月保费收入（亿元）		单月保费同比	
	2023 年 9 月	2023 年 10 月	2023 年 9 月	2023 年 10 月	2023 年 9 月	2023 年 10 月	2023 年 9 月	2023 年 10 月
寿险及 健康险业务								
长险首年	574	581	18.4%	15.9%	9	8	-38.5%	-54.6%
趸交	299	303	1.8%	1.5%	5	4	-8.4%	-15.4%
期交首年	275	278	43.9%	37.2%	5	3	-53.6%	-72.2%
期交续期	542	576	4.4%	5.1%	39	35	7.9%	16.9%
短期险	195	204	6.5%	6.2%	15	8	10.9%	-1.7%
合计	1,311	1,361	10.4%	9.6%	63	50	-2.5%	-8.1%

数据来源：中国人保公司公告、开源证券研究所

附表 4：中国人保 2023 年 10 月财险各险种保费同比分化

中国人保保费 收入分类及明 细	年度累计保费（亿元）		年度保费同比		单月保费收入（亿元）		单月保费同比	
	2023 年 9 月	2023 年 10 月	2023 年 9 月	2023 年 10 月	2023 年 9 月	2023 年 10 月	2023 年 9 月	2023 年 10 月
财险业务								
机动车辆险	2,067	2,296	5.5%	5.5%	256	229	6.8%	6.3%
意外伤害及健康 险	844	866	5.0%	4.5%	61	22	0.8%	-9.8%

中国人保保费收入分类及明细									
收入分类及明细	年度累计保费（亿元）		年度保费同比		单月保费收入（亿元）		单月保费同比		
农险	533	545	16.1%	14.9%	39	12	1.2%	-21.5%	
责任险	280	298	2.8%	4.0%	42	18	15.2%	26.6%	
企业财产险	137	145	6.0%	5.7%	13	8	13.2%	1.1%	
信用保证险	45	48	7.6%	3.5%	4	3	-35.7%	-36.4%	
货运险	41	45	10.6%	10.8%	5	4	20.8%	12.0%	
其他险种	148	156	39.3%	37.3%	13	7	20.7%	6.8%	
合计	4,096	4,398	7.5%	7.2%	433	302	6.1%	3.8%	

数据来源：中国人保公司公告、开源证券研究所

附表 5：受益标的估值表-寿险

当前股价及评级表			EVPS			PEV			BVPS		PB		评级
证券代码	证券简称	2023/11/20	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2022A	2023E	
601628.SH	中国人寿	31.36	43.54	47.74	52.11	0.72	0.66	0.60	15.43	16.07	2.03	1.95	买入
601318.SH	中国平安	42.91	77.89	85.82	94.55	0.55	0.50	0.45	46.97	53.84	0.91	0.80	买入
601601.SH	中国太保	24.27	54.01	59.14	64.96	0.45	0.41	0.37	23.75	24.69	1.02	0.98	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn