

保险 II

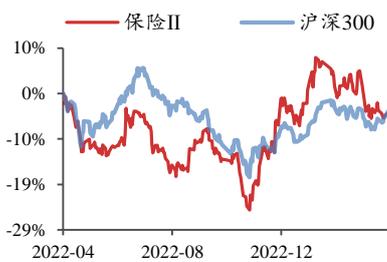
2023 年 04 月 06 日

寿险供需有望接力改善，Q1 NBV 同比或超市场预期

——上市险企 2022 年报综述暨一季报前瞻

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

《负债端筑底复苏趋势明朗，看好全年板块性机会——上市保险公司 2 月保费收入数据点评》-2023.3.17

《2 月新单同比或迎改善，预计全年需求继续复苏——上市保险公司 1 月保费收入数据点评》-2023.2.18

《展业能力短期压制或解除，疫情对险企赔付影响可控——疫情对险企经营影响分析报告》-2023.2.1

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

● 2022 年报数据符合预期，转型效果有望在 2023 年体现。

上市险企 2022 年 NBV 同比分别为中国人寿-19.6%、中国平安-24.0%、中国太保-31.4%、新华保险-59.5%、中国人保-7.2%，整体符合市场预期。权益市场下跌拖累险企净利润同比及内含价值增长。财险端，头部险企受益于车险综合成本率改善，承保利润有所改善，中国财险 2022 年归母净利润同比+19.2%（中国人保+12.8%）超市场预期。我们预计 2023Q1 各险企 NBV 同比有望转正，同比增长幅度或受个险转型见效及银保渠道增长带动超市场预期，预计 2023Q1 NBV 同比增速分别为：中国太保+18.6%、新华保险+13.1%、中国平安+8.0%、中国人寿+6.1%；归母净利润同比分别为：中国平安+88.8%、新华保险+47.5%、中国太保+28.4%、中国财险+16.5%、中国人寿+15.5%。近期监管调研负债成本事件有望在短期、长期均利好头部险企。国内经济企稳复苏利好资产端权益市场及长端利率，负债端代理人线下展业有望得到明显改善，需求改善有望持续。保险资负两端改善有望贯穿全年，首推估值空间仍较大且 NBV 预期边际改善明显的中国太保，推荐寿险转型已全国推广的中国平安及负债端稳健且资产端弹性较大的中国人寿，推荐受益于香港市场改善的友邦保险。

● 投资收益负向偏差及 NBV 承压拖累 EV 增速，权益市场波动拖累归母净利润

2022 年末上市险企 EV 及较年初变动分别为：中国人寿 1.23 万亿元/+2.3%、中国平安 1.42 万亿元/+2.0%、中国太保 5196 亿元/+4.3%、新华保险 2556 亿元/-1.3%、中国人保 3464 亿元/+1.4%。受到新业务价值同比承压以及权益市场波动拖累投资收益影响，上市险企内含价值增速有所放缓，上市险企投资回报差异分别为中国人寿-971 亿元、中国平安-405 亿元、中国太保-185 亿元、新华保险-178 亿元。权益市场波动拖累投资收益，上市险企投资收益同比分别为中国人寿-11.7%、中国平安-36.5%、中国太保-16.0%、新华保险-13.6%、中国人保-11.6%。

● 寿险：margin 下降拖累 NBV，新单表现分化，寿险转型效果显现

整体 NBV 同比符合预期，新业务价值同比承压主要系产品、渠道结构改变带来的 margin 下降。新单保费表现分化，各险企个险渠道新单保费均有承压，差异主要来自于银保渠道新单增速差异。2022 年上市险企银保渠道新单保费占比均较 2021 年有所提升，价值贡献占比分别提升至中国人寿 7.4%、中国平安 7.1%、中国太保 9.3%、新华保险 14.3%。产品价值率看，中国平安代理人渠道除短期险外险种均有下降。寿险转型方面，中国平安及中国太保披露活动率，中国平安提升 3.8pct 至 50.8%，中国太保提升 11.3pct 至 63.4%，改善幅度明显。

● 财险：车险维持高景气度，综合成本率有所分化

车险综改对保费压制于 2021 年 9 月解除，2022 年车险保费恢复增长，同时车险行业成本结构改善，恶性竞争减少，有助于头部险企优势扩大及市占率提升。非车险主要受健康险、农险等市场需求提升及有利政策带动保费增长。保费结构看，车险占比微幅下降，若成本率改善，非车险未来或成另一利润来源。财险综合成本率有所分化，平安财险上升 2.3pct 至 100.3%，太保财险下降 1.7pct 至 97.3%，人保财险下降 1.8pct 至 97.6%，主要差异由非车险中保证险及责任险带来，受疫情影响，平安财险保证险综合成本率为 131.4%，承保亏损 90 亿元，人保财险则受人伤赔付标准上升以及历史低质量业务拖累，综合成本率为 112.8%，预计后续均将随低质量业务出清有所改善。

● 风险提示：保险需求复苏不及预期；寿险转型进展慢于预期。

目 录

1、 寿险 NBV 基本符合预期，财险 COR 明显改善带动利润	4
1.1、 权益市场波动拖累利润及 EV	4
1.2、 寿险：margin 下降拖累 NBV，新单表现分化，寿险转型效果显现	6
1.3、 财险：车险维持高景气度，综合成本率有所分化	9
1.4、 资产：投资资产规模稳步增长，总投资收益率下降	11
1.5、 偿付能力：偿付能力充足率环比下降，仍高于监管要求	13
2、 展望：需求、供给或迎持续改善，负债端有望全年高景气	13
3、 投资建议	15
4、 风险提示	16

图表目录

图 1： 上市险企 2022 年 EV 较 2021 年末增幅有所放缓	4
图 2： 2022 年多数上市险企归母净利润同比承压	5
图 3： 2022 年多数上市险企归母净利润同比承压	5
图 4： 投资收益受权益市场波动有所承压	5
图 5： 上市险企 2022 年投资收益同比下降	5
图 6： 上市险企 2022 年增提保险责任准备金	5
图 7： 2022 年 10 年期国债收益率 750 日均线下降	5
图 8： 上市险企 2022 年营运利润同比增长	6
图 9： 2022 年上市险企营运利润同比增长	6
图 10： 2022 年上市险企 NBV 同比承压	6
图 11： 上市险企 2022 年新单保费同比表现分化	7
图 12： 2022 年上市险企 margin 均有所下降	7
图 13： 上市险企 2022 年个险新单保费同比承压	7
图 14： 2022 年上市险企银保新单保费同比增长	7
图 15： 上市险企 2022 年银保渠道新单保费占比提升	8
图 16： 2022 年上市险企银保渠道价值占比提升	8
图 17： 上市险企 2022 年代理人规模延续下降趋势	9
图 18： 中国太保、中国平安 2022 年活动率有所改善	9
图 19： 上市险企代理人产能延续上升趋势	9
图 20： 车与非车带动险企 2022 年财险保费同比增长	10
图 21： 2022 年车险保费同比转正	10
图 22： 2022 年上市险企非车险保费同比增长	10
图 23： 上市险企保费结构中车险占比略有下降	10
图 24： 上市险企 2022 年财险综合成本率表现分化	11
图 25： 上市险企 2022 年财险费用率进一步下降	11
图 26： 2022 年上市险企财险赔付率表现分化	11
图 27： 2022 年上市险企投资资产稳步增长	12
图 28： 上市险企权益类投资占比分化	12
图 29： 2022 年债权类投资占比均有所下降	12
图 30： 2022 年现金及定期存款占比分化	12

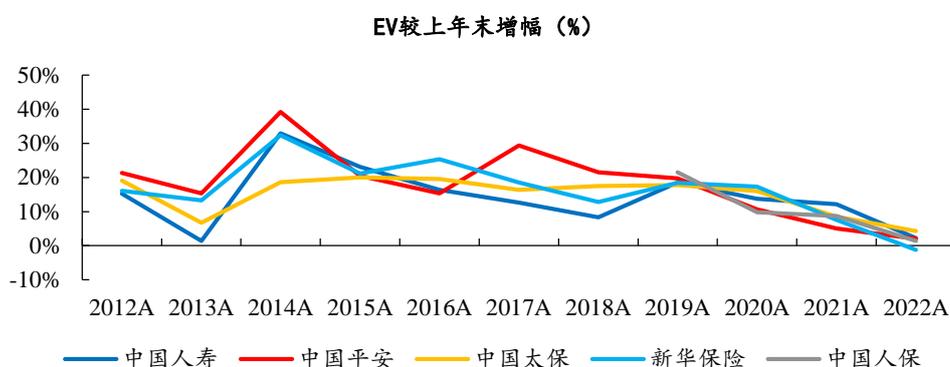
图 31: 2022 年股票占比投资资产分化	12
图 32: 2022 年险企净投资收益率表现分化.....	13
图 33: 2022 年上市险企总投资收益率下降.....	13
图 34: 平安银行新聘银保团队多数来自于金融同业.....	14
图 35: 平安银行 2022 年银保中收占比提升至 31%.....	14
图 36: 保险行业代理人规模自 2019 年以来连续下降 4 年.....	14
图 37: 2023 年前 2 月乘用车销量同比承压.....	15
表 1: 2022 年投资回报差异明显拖累 EV 增速	4
表 2: 中国平安部分类型产品价值率有所下降.....	8
表 3: 上市险企偿付能力充足率均出现下降, 但仍满足监管要求.....	13
表 4: 2023Q1 寿险 NBV 同比有望转正	15
表 5: 受益标的估值表	16

1、寿险 NBV 基本符合预期，财险 COR 明显改善带动利润

1.1、权益市场波动拖累利润及 EV

多数险企 EV 同比增长，投资收益负向偏差及 NBV 承压拖累 EV 增速。2022 年末上市险企 EV 及较年初变动分别为：中国人寿 1.23 万亿元/+2.3%、中国平安 1.42 万亿元/+2.0%、中国太保 5196 亿元/+4.3%、新华保险 2556 亿元/-1.3%、中国人保 3464 亿元/+1.4%。受到新业务价值同比承压以及权益市场波动拖累投资收益影响，上市险企内含价值增速有所放缓，上市险企投资回报差异分别为中国人寿-971 亿元、中国平安-405 亿元、中国太保-185 亿元、新华保险-178 亿元。

图1：上市险企 2022 年 EV 较 2021 年末增幅有所放缓



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

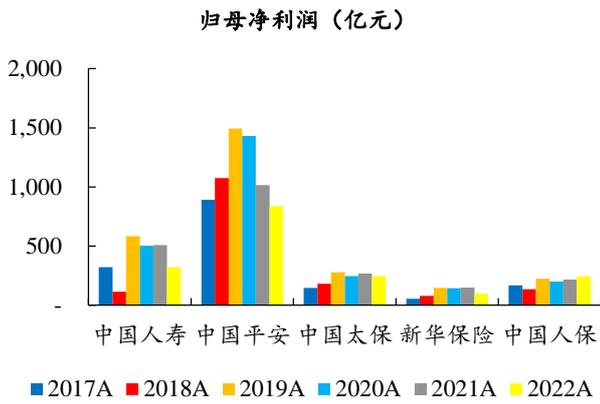
表1：2022 年投资回报差异明显拖累 EV 增速

2022A	期初内含价值	期末内含价值	新业务价值	内含价值 预期回报	投资回报 差异	NBV 占比期初	预期回报占 比期初	投资偏差占 比期初
中国人寿	12,030	12,305	360	900	-971	3.0%	7.5%	-8.1%
中国平安	8,765	8,748	335	712	-405	3.8%	8.1%	-4.6%
中国太保	3,766	3,982	92	323	-185	2.4%	8.6%	-4.9%
新华保险	2,588	2,556	24	200	-178	0.9%	7.7%	-6.9%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

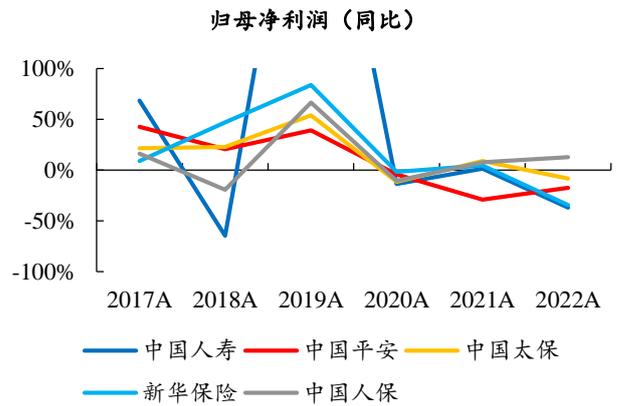
权益市场波动及长端利率下行增提责任准备金拖累归母净利润。2022 年上市险企归母净利润及同比分别为：中国人寿 321 亿元、同比-37.0%，中国平安 838 亿元、同比-17.6%，中国太保 246 亿元、同比-8.3%，新华保险 98 亿元、同比-34.3%，中国人保 244 亿元、同比+12.8%。权益市场波动拖累投资收益，上市险企投资收益同比分别为中国人寿-11.7%、中国平安-36.5%、中国太保-16.0%、新华保险-13.6%、中国人保-11.6%。10 年期国债收益率自 2021 年底的 3.05%下降 0.14pct 至 2.91%，上市险企分别增提责任准备金：中国人寿 345 亿元、中国平安 268 亿元、中国太保 119 亿元、新华保险 113 亿元、中国人保 41 亿元，相应减少税前利润。

图2：2022年多数上市险企归母净利润同比承压



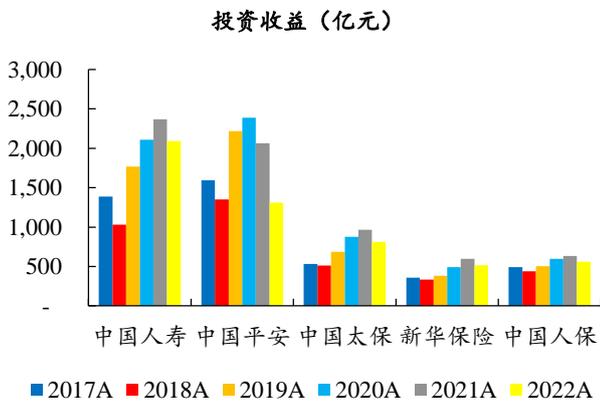
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图3：2022年多数上市险企归母净利润同比承压



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

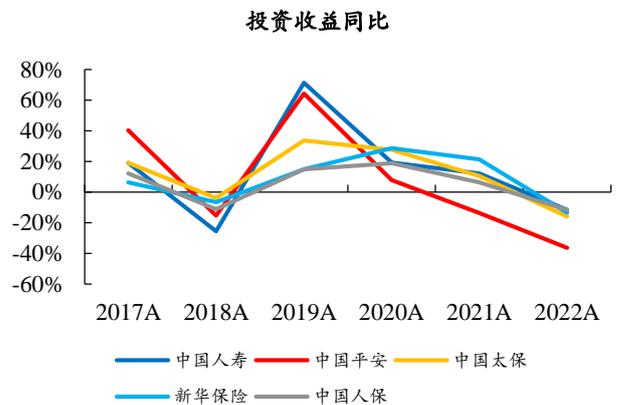
图4：投资收益受权益市场波动有所承压



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

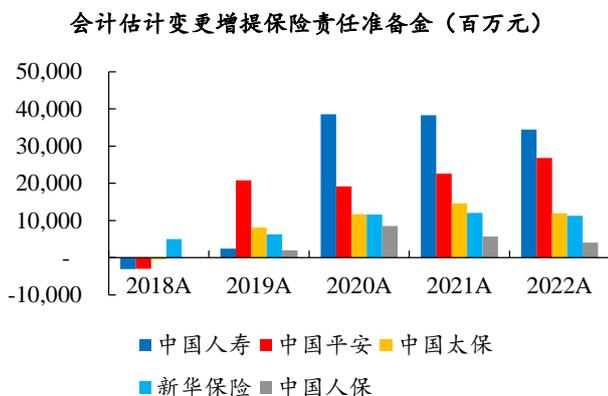
注：投资收益包含公允价值变动，中国平安包含非银行利息收入。

图5：上市险企2022年投资收益同比下降



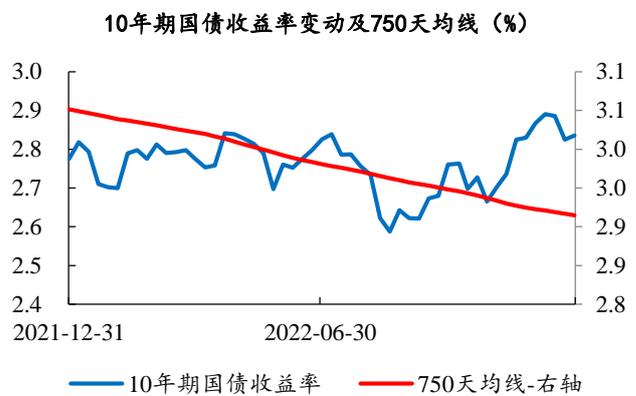
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图6：上市险企2022年增提保险责任准备金



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图7：2022年10年期国债收益率750日均线下降

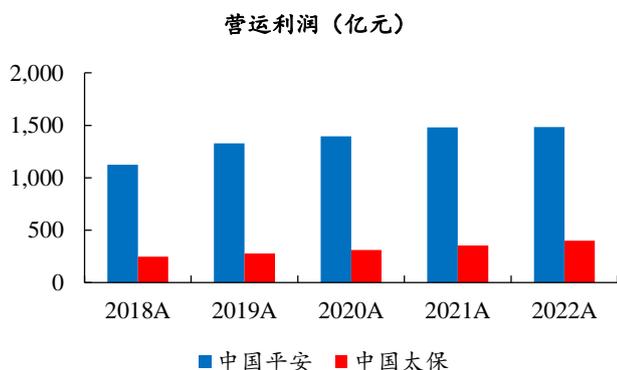


数据来源：Wind、开源证券研究所

营运利润稳步增长，增速略有下降。2022年中国平安营运利润1484亿元、同比+0.3%，增速较2021年同比下降5.8%，中国太保2022年营运利润401亿元、同比+13.5%，

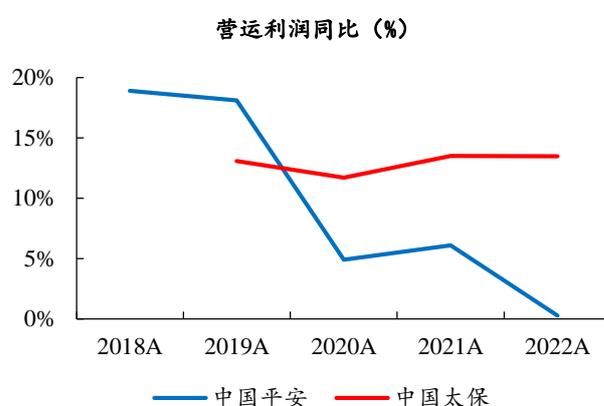
与 2021 年增速基本持平。

图8：上市险企 2022 年营运利润同比增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图9：2022 年上市险企营运利润同比增长

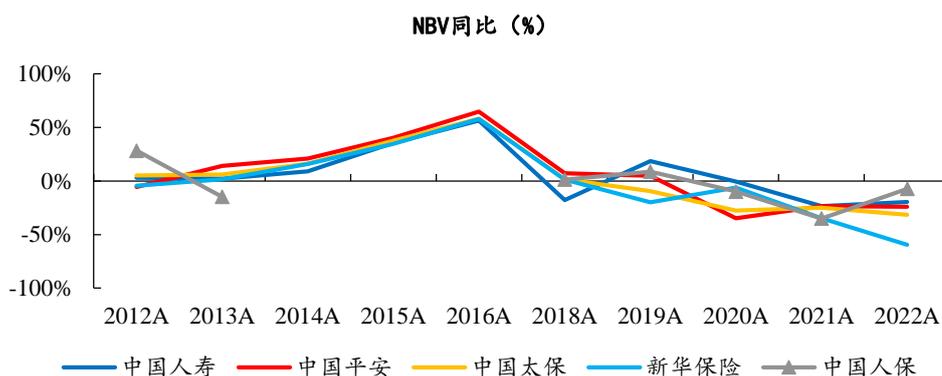


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

1.2、寿险：margin 下降拖累 NBV，新单表现分化，寿险转型效果显现

新业务价值率下降拖累新业务价值。2022 年上市险企 NBV 及同比分别为：中国人寿 360 亿元、同比-19.6%，中国平安 288 亿元、同比-24.0%，中国太保 92 亿元、同比-31.4%，新华保险 24 亿元、同比-59.5%，中国人保 37 亿元、同比-7.2%，其中寿险公司-17.3%、健康险公司+35.3%。整体 NBV 同比符合预期，中国人寿、新华保险 2022Q4 略低于预期。新业务价值同比承压主要系产品、渠道结构改变带来的 margin 下降。

图10：2022 年上市险企 NBV 同比承压

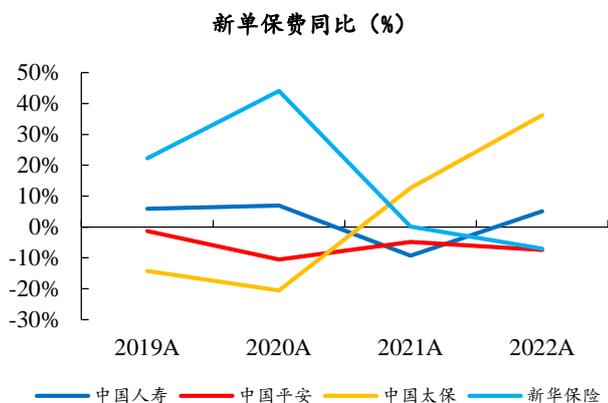


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

新单保费同比分化，margin 均有所下降。上市险企 2022 年新单保费及同比分别为中国人寿 1848 亿元、同比+5.1%，中国平安 1390 亿元、同比-7.4%，中国太保 694 亿元、同比+36.2%，新华保险 434 亿元、同比-7.0%，新单保费表现分化，各险企个险渠道新单保费均有承压，差异主要来自于银保渠道新单增速差异：中国人寿+64.6%、中国平安+18.3%、中国太保+332.0%、新华保险+11.2%。Margin 受产品结构及渠道结构影响下降，各险企 margin 及同比下降：中国人寿个险 29.1%、-12.5pct，中国平

安 24.1%、同比-3.7pct，中国太保 11.6%、-11.9pct，新华保险 5.5%、-7.4pct。

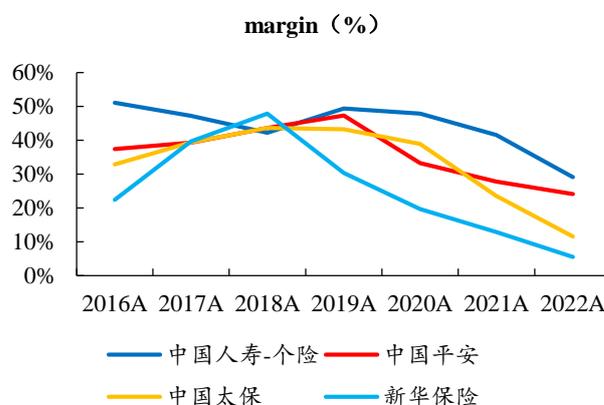
图11：上市险企 2022 年新单保费同比表现分化



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

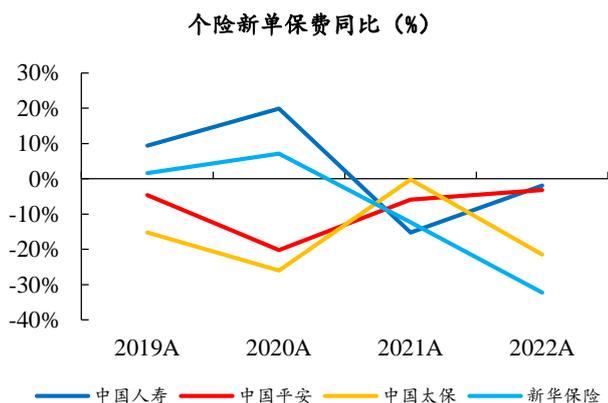
注：新单保费口径为长期险首年保费+短期险保费。

图12：2022 年上市险企 margin 均有所下降



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

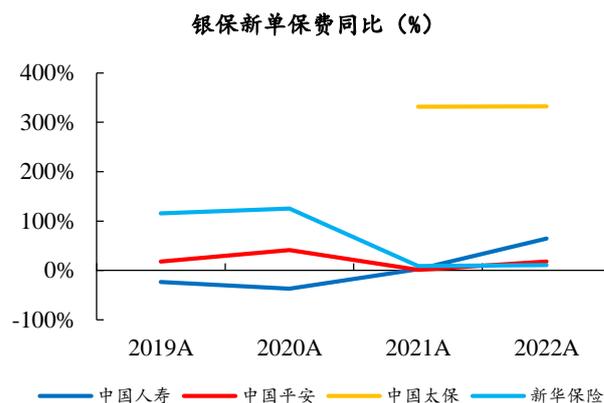
图13：上市险企 2022 年个险新单保费同比承压



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：新单保费口径为长期险首年保费+短期险保费。

图14：2022 年上市险企银保新单保费同比增长

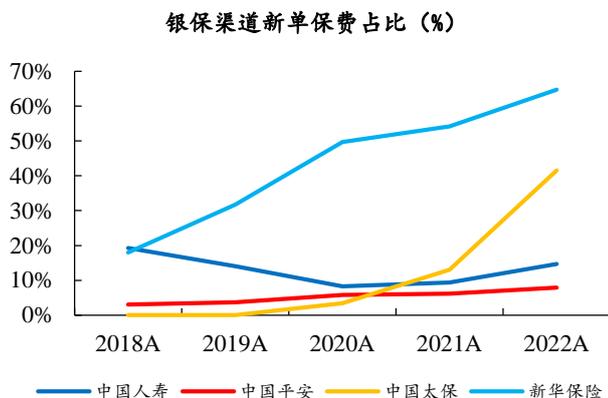


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：新单保费口径为长期险首年保费+短期险保费。

银保渠道发力占比提升，产品价值率略有下降，产品、渠道结构改变拖累 margin。 2022 年上市险企银保渠道新单保费占比均较 2021 年有所提升，分别提升：中国人寿 5.3pct 至 14.7%、中国平安 1.7pct 至 7.9%、中国太保 28.4pct 至 41.5%、新华保险 10.6pct 至 64.7%。价值贡献占比分别提升至中国人寿 7.4%、中国平安 7.1%、中国太保 9.3%、新华保险 14.3%。产品价值率看，中国平安长期人寿健康保障型 margin 下降 0.3pct 至 86.4%、长交两全年金保障型下降 2.8pct 至 44.7%、短交两全年金保障型下降 0.7pct 至 18.8%。

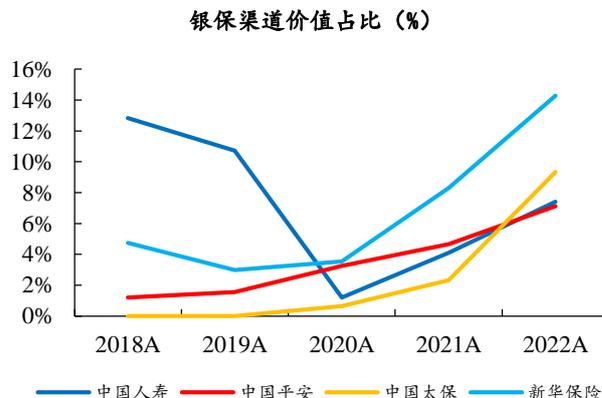
图15: 上市险企 2022 年银保渠道新单保费占比提升



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

注: 新单保费口径为长期险首年保费+短期险保费。

图16: 2022 年上市险企银保渠道价值占比提升



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

注: 中国人寿银保价值口径为总价值剔除个险价值。

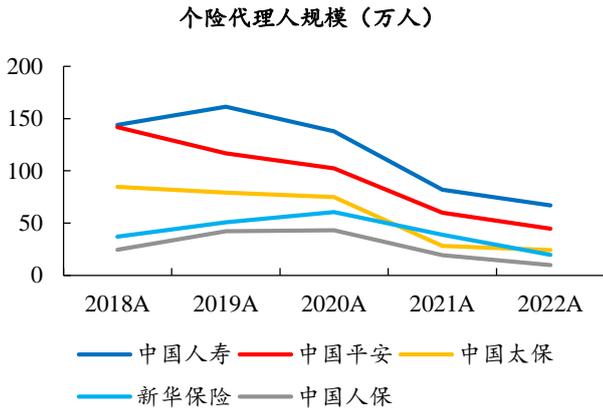
表2: 中国平安部分类型产品价值率有所下降

中国平安-新业务价值率-按首年保费 (%)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
个人业务	53.9	59.7	47.4	38.4	32.0
代理人渠道	57.1	64.9	54.9	43.1	36.3
长期保障型	94.7	104.9	96.0	86.7	86.4
长交保障储蓄混合型	55.4	56.2	55.6	47.5	44.7
短交保障储蓄混合型	16.9	22.1	18.8	19.5	18.8
短期险	38.3	45.4	67.2	75.6	76.8
电销、互联网及其他渠道	41.1	39.3	27.4	28.2	22.9
银保渠道	18.7	20.4	17.7	19.3	19.2
团险业务	1.3	1.3	1.8	1.5	1.2
合计	43.7	47.3	33.3	27.8	24.1

数据来源: 中国平安公司公告、开源证券研究所

人力规模进一步下降, 活动率改善, 队伍质态有所提升。上市险企 2022 年末人力及较 2021 年底变化分别为: 中国人寿 66.8 万人、-18.5%, 中国平安 44.5 万人、-25.9%, 中国太保 24.1 万人、-14.2%, 新华保险 19.7 万人、-49.4%, 延续自 2019 年起的下降趋势, 预计主动清虚及被动脱落均为下降原因。中国平安及中国太保披露活动率, 中国平安提升 3.8pct 至 50.8%, 中国太保提升 11.3pct 至 63.4%, 改善幅度明显。个险渠道产能继续受人力规模下降及产品结构改变提升, 中国人寿提升 20.4%至 1.24 万元、中国平安提升 30.6%至 1.69 万元、中国太保提升 47.7%至 6853 元、新华保险提升 33.8%至 5299 元。

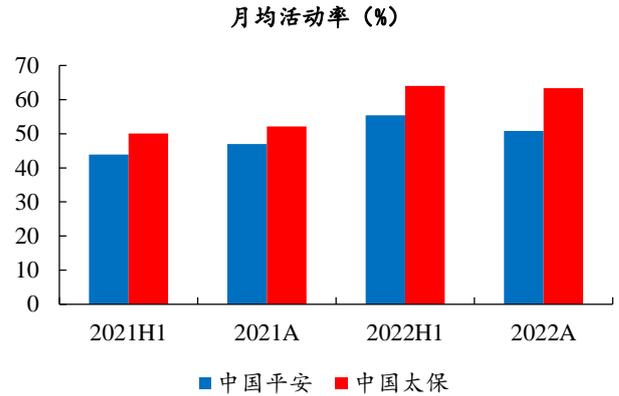
图17: 上市险企 2022 年代理人规模延续下降趋势



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

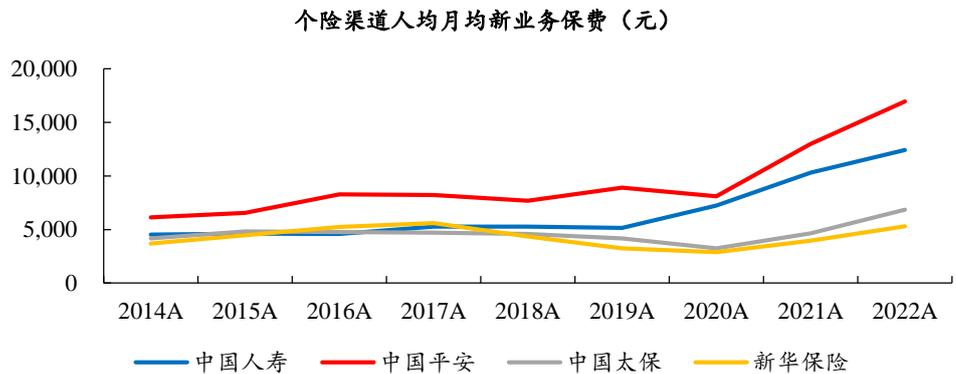
注: 中国太保 2021 年 (含) 前为月均人力。

图18: 中国太保、中国平安 2022 年活动率有所改善



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图19: 上市险企代理人产能延续上升趋势

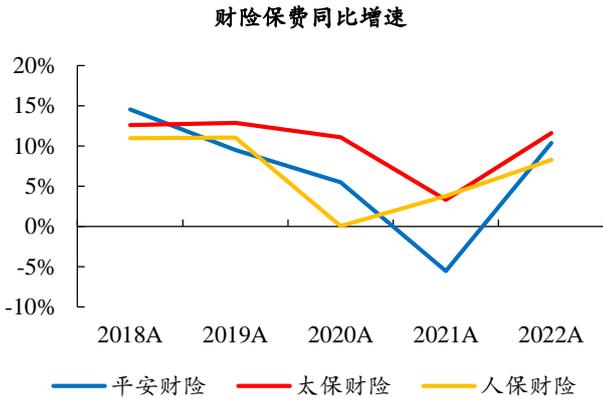


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

1.3、财险: 车险维持高景气度, 综合成本率有所分化

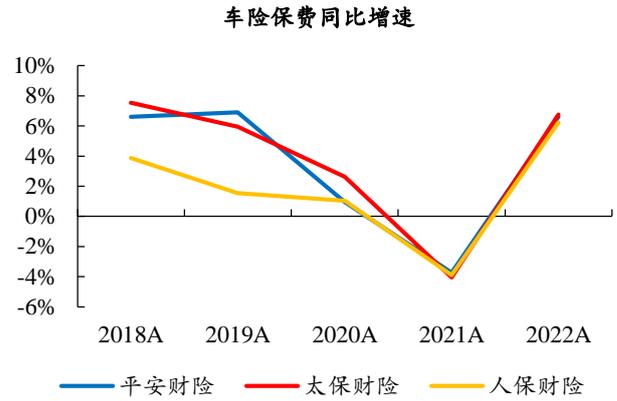
车险综改成果展现, 车与非车保费稳步增长。2022 年上市险企财险保费及同比为: 平安财险 2980 亿元、同比+10.4%, 太保财险 1704 亿元、同比+11.6%, 人保财险 4854 亿元、同比+8.3%。具体险种看, 车险综改对保费压制于 2021 年 9 月解除, 2022 年车险保费恢复增长, 同时车险行业成本结构改善, 恶性竞争减少, 有助于头部险企优势扩大及市占率提升。非车险主要受健康险、农险等市场需求提升及有利政策带动保费增长。保费结构看, 车险占比微幅下降, 若成本率改善, 非车险未来或成另一利润来源。

图20: 车与非车带动险企 2022 年财险保费同比增长



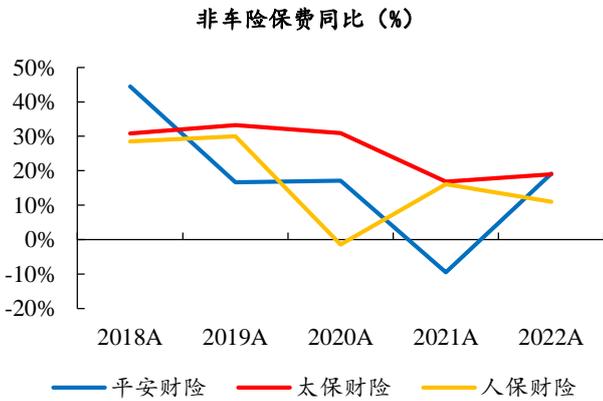
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图21: 2022 年车险保费同比转正



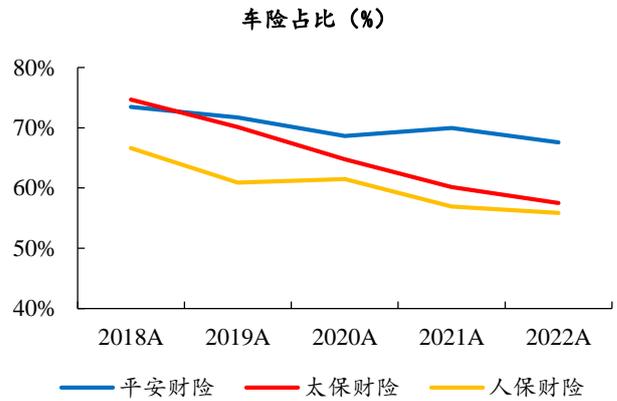
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图22: 2022 年上市险企非车险保费同比增长



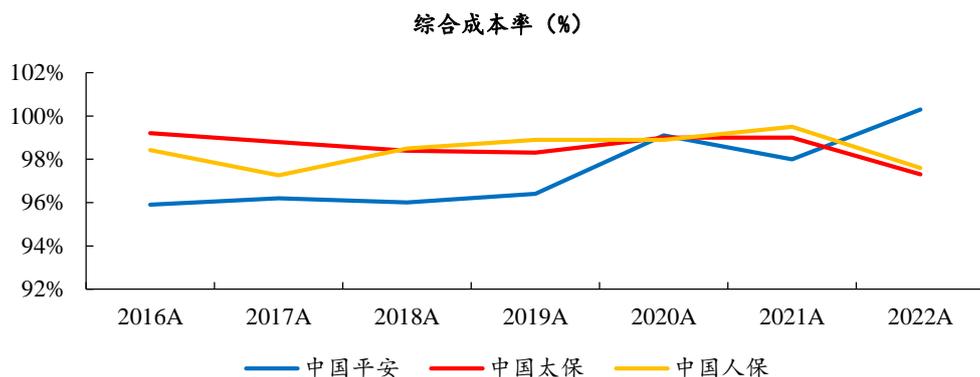
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图23: 上市险企保费结构中车险占比略有下降

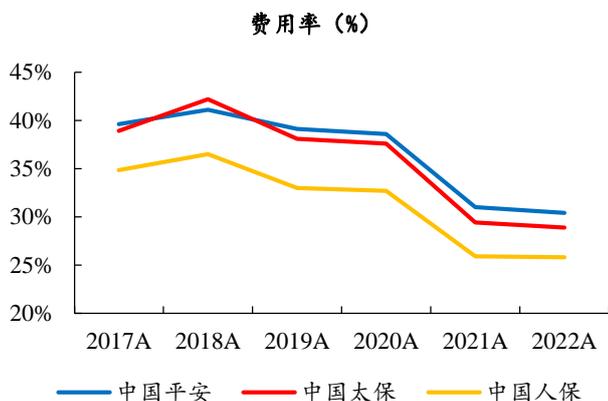


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

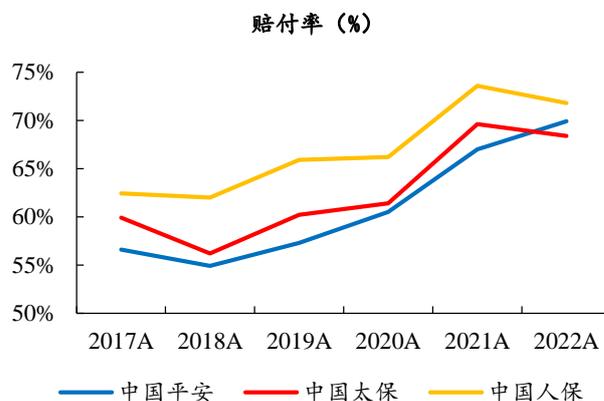
综合成本率表现分化,但结构均有改善。上市险企2022年财险综合成本率有所分化,平安财险上升2.3pct至100.3%,太保财险下降1.7pct至97.3%,人保财险下降1.8pct至97.6%,主要差异由非车险中保证险及责任险带来,受疫情影响,平安财险保证险综合成本率为131.4%,承保亏损90亿元,人保财险则受人伤赔付标准上升以及历史低质量业务拖累,综合成本率为112.8%,预计后续均将随低质量业务出清有所改善。2022年车险成本率均有明显改善,平安财险95.8%、太保财险96.6%、人保财险95.6%。结构方面,费用率均有所下降,平安财险下降0.6pct至30.4%,太保财险下降0.5pct至28.9%,人保财险下降0.1pct至25.8%。

图24：上市险企 2022 年财险综合成本率表现分化


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图25：上市险企 2022 年财险费用率进一步下降


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

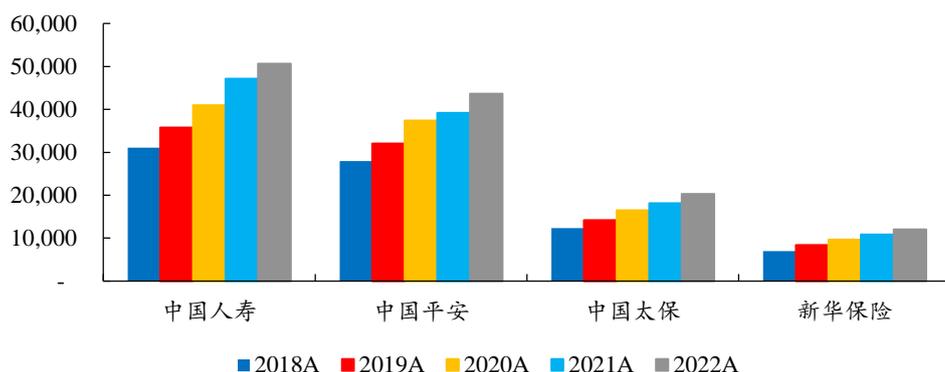
图26：2022 年上市险企财险赔付率表现分化


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

1.4、资产：投资资产规模稳步增长，总投资收益率下降

上市险企投资资产规模稳步提升。上市险企 2022 年末投资资产规模及环比分别为中国人寿 50650 亿元、同比+7.4%，中国平安 43684 亿元、同比+11.5%，中国太保 20263 亿元、同比+1.1%，新华保险 12030 亿元、同比+11.1%，投资资产规模稳步提升。

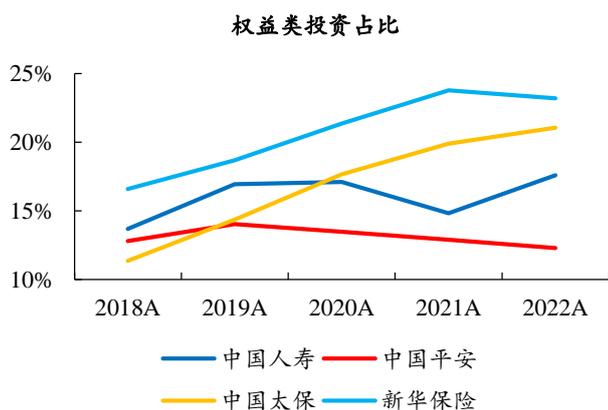
图27：2022年上市险企投资资产稳步增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

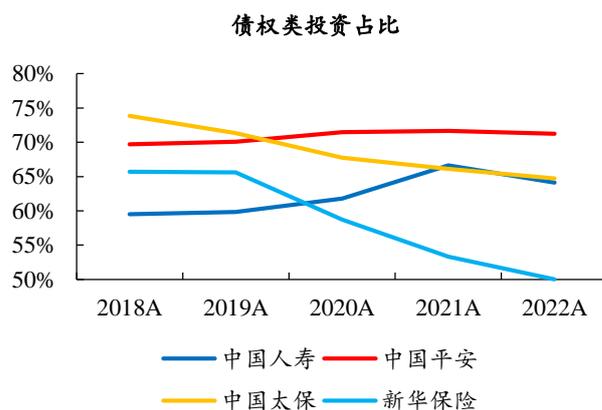
资产配置比例变动分化，债权类投资比例有所下降。2022年上市险企债权类投资比例均有所下降，各险企分别下降：中国人寿下降2.5pct至64.1%、中国平安下降0.5pct至71.2%、中国太保下降1.4pct至64.7%、新华保险下降3.3pct至50.0%。权益类投资占比分化，中国太保、中国人寿有所提升，新华保险、中国平安有所下降。

图28：上市险企权益类投资占比分化



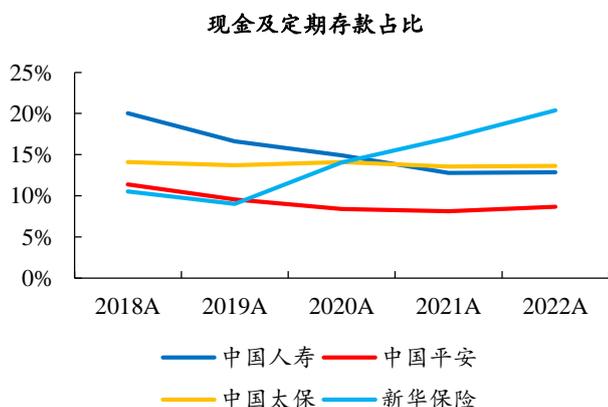
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图29：2022年债权类投资占比均有所下降



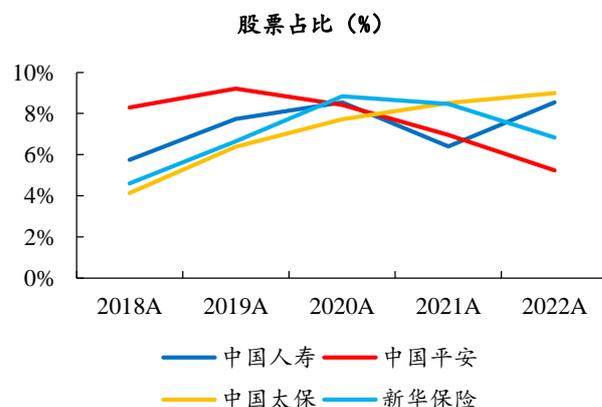
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图30：2022年现金及定期存款占比分化



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

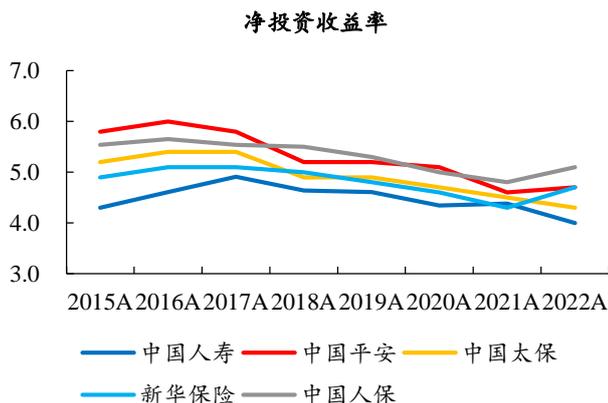
图31：2022年股票占比投资资产分化



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

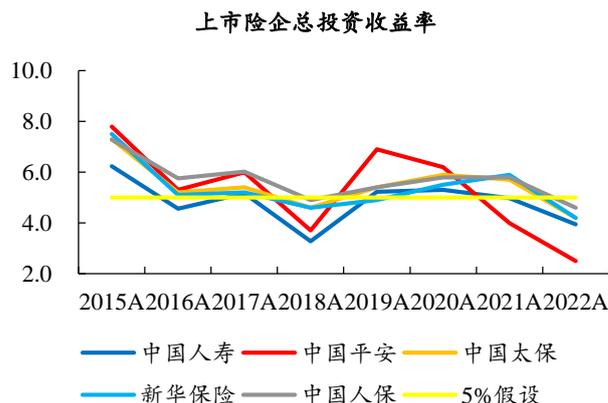
多数险企净投资收益率有所回升，总投资收益率承压。多数险企 2022 年净投资收益率环比有所回升：中国人寿 4.0%（同比-0.38%）、中国平安 4.7%（同比+0.1%）、中国太保 4.3%（同比-0.2%）、新华保险 4.7%（同比+0.4pct）、中国人保 5.1%（同比+0.3pct）；总投资收益率受权益市场波动拖累，上市险企均下降：中国人寿同比-1.04pct 至 3.94%，中国平安下降 1.5pct 至 2.5%，中国太保下降 1.5pct 至 4.2%，新华保险下降 1.7pct 至 4.2%，中国人保下降 1.2pct 至 4.6%。

图32：2022 年险企净投资收益率表现分化



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图33：2022 年上市险企总投资收益率下降



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

1.5、偿付能力：偿付能力充足率环比下降，仍高于监管要求

偿付能力充足率下降，但仍显著高于监管要求。2022 年末，上市公司业务主体偿付能力充足率均出现下降，预计主要受到最低资本增加影响，但仍明显高于监管要求。其中寿险主要业务主体核心偿付能力充足率分别为中国人寿 143.6%、平安人寿 124.1%、太平洋人寿 132.0%、新华人寿 140.5%。

表3：上市险企偿付能力充足率均出现下降，但仍满足监管要求

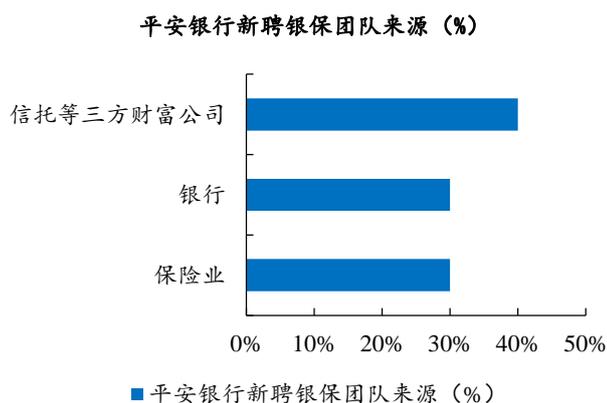
上市险企主要业务主体	偿付能力充足率			核心偿付能力充足率			综合偿付能力充足率		
	2022Q3	2022A	环比变化	2022Q3	2022A	环比变化	2022Q3	2022A	环比变化
中国人寿	161.9%	143.6%	-18.3%	230.3%	206.8%	-23.5%	230.3%	206.8%	-23.5%
-平安寿险	140.9%	124.1%	-16.8%	250.0%	219.7%	-30.3%	250.0%	219.7%	-30.3%
-平安产险	191.2%	177.6%	-13.6%	241.7%	220.0%	-21.7%	241.7%	220.0%	-21.7%
-太平洋人寿	143.0%	132.0%	-11.0%	241.0%	218.0%	-23.0%	241.0%	218.0%	-23.0%
-太平洋财险	168.0%	166.0%	-2.0%	221.9%	202.0%	-19.9%	221.9%	202.0%	-19.9%
新华保险	141.7%	140.5%	-1.2%	240.7%	238.2%	-2.5%	240.7%	238.2%	-2.5%
-人保财险	209.0%	202.0%	-7.0%	238.0%	229.0%	-9.0%	238.0%	229.0%	-9.0%
-人保寿险	128.0%	118.0%	-10.0%	215.0%	204.0%	-11.0%	215.0%	204.0%	-11.0%
-人保健康	101.0%	94.0%	-7.0%	201.0%	189.0%	-12.0%	201.0%	189.0%	-12.0%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2、展望：需求、供给或迎持续改善，负债端有望全年高景气

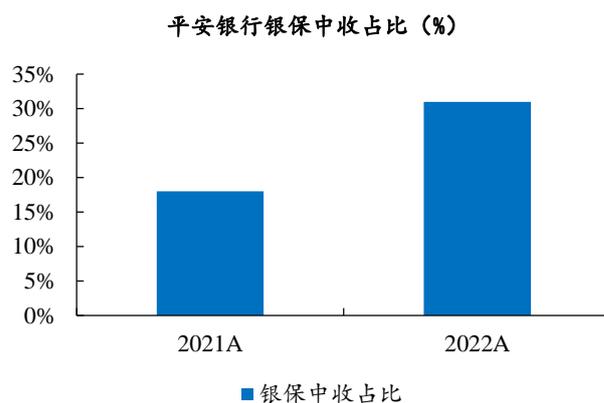
储蓄型产品需求有望释放，银保渠道或迎发展机遇。2023 年宏观经济复苏预期有所上升，居民超额储蓄有望得到释放，2022 年基金产品及理财产品存在一定波动，储蓄型保险产品具有刚兑属性，产品具有一定吸引力，2023 年储蓄型产品或迎需求释放。据财联社报道，2023 年 3 月 23 日，银保监会摸底调研行业负债成本及资产负债情况，引导行业降低负债成本，短期产品销售热度或有所提升，长期利于险企降低利差损风险同时大型险企竞争优势进一步提升。银保渠道有望受自上而下-储蓄搬家以及自下而上银行诉求财富管理中间业务收入迎来进一步增长，具体数据验证上，2022 年平安银行财富管理收入中，银保收入占比自 2021 年的 18% 提升至 31%。

图34：平安银行新聘银保团队多数来自于金融同业



数据来源：财联社、开源证券研究所

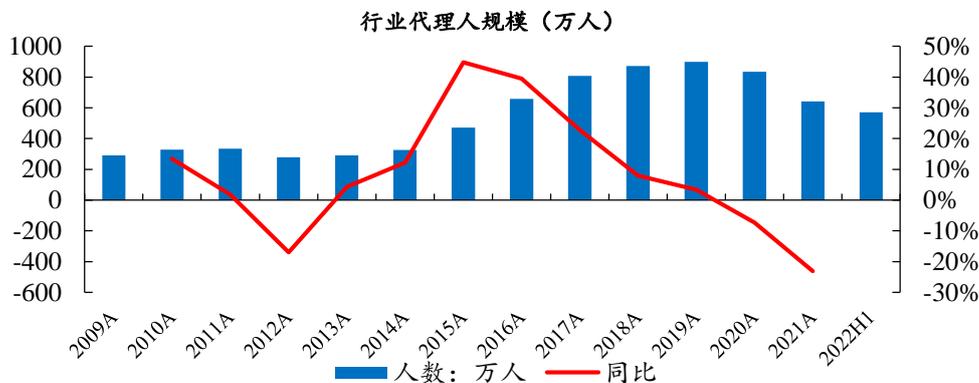
图35：平安银行 2022 年银保中收占比提升至 31%



数据来源：财联社、开源证券研究所

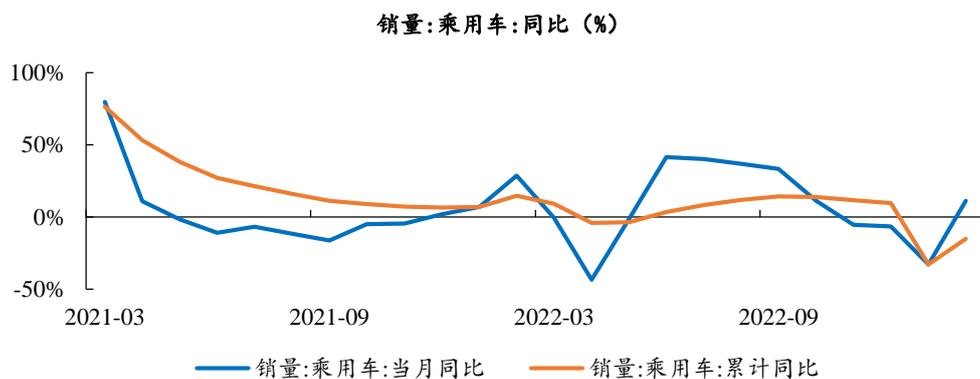
寿险转型已有成效，预计人力仍有下降空间，个险渠道 2023 年或企稳触底。从寿险转型先行指标-活动率来看，中国太保、中国平安 2022 年均有所提升，分别提升至 63.4% 与 50.8%，队伍质态有所改善，但整体仍未达到理想状态。但考虑到疫情影响逐渐减弱，线下活动明显改善，居民保险需求有望逐步恢复，代理人展业、收入状况或较疫情期间有所改善，结合中国太保长航行动预计于 2023 年 6 月完成时长 18 个月的第一阶段以及中国平安寿险转型已于 2022 年底推广至全国营业部，我们预计 2023 年或为个险渠道企稳触底之年。

图36：保险行业代理人规模自 2019 年以来连续下降 4 年



数据来源：银保监会、开源证券研究所

乘用车销量有望带动车险稳增，非车险关注 COR 改善幅度。2023 年前 2 月乘用车累计销量同比-15.2%，2 月单月销量同比+12.5%，预计受春节时间以及需求提前释放影响，同比较 2022 年增速有所下降。考虑到各地汽车消费刺激政策以及降价促销措施，汽车消费有望重回增长渠道，有望带动车险保费稳步增长。非车险方面，综合成本率是 2023 年能否贡献承保利润关键，后续关注低质量业务出清进展。

图37：2023 年前 2 月乘用车销量同比承压


数据来源：Wind、开源证券研究所

2023Q1 寿险 NBV 同比有望转正，归母净利润受权益市场波动减弱正增。考虑到上市险企 2023 年开门红业务启动较早且储蓄型产品需求有所回升，叠加寿险转型效果显现，我们预计上市险企 2023Q1 NBV 同比分别为中国太保+18.6%、新华保险+13.1%、中国平安+8.0%、中国人寿+6.1%。2023Q1 权益市场波动较 2022Q1 同期较小，上市险企 2023Q1 归母净利润有望同比高增。

表4：2023Q1 寿险 NBV 同比有望转正

盈利预测 (亿元)	NBV			归母净利润		
	2022Q1	2023Q1E	同比	2022Q1	2023Q1E	同比
上市险企						
中国人寿	137	145	6.1%	152	175	15.5%
中国平安	126	136	8.0%	207	390	88.8%
中国太保	32	37	18.6%	54	70	28.4%
新华保险	11	13	13.1%	13	20	47.5%
中国财险	-	-	-	87	101	16.5%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：除中国平安外，2022Q1NBV 数据为预估数据。

3、投资建议

2022 年报数据符合预期，转型效果有望在 2023 年体现。上市险企 2022 年 NBV 同比分别为中国人寿-19.6%、中国平安-24.0%、中国太保-31.4%、新华保险-59.5%、中国人保-7.2%，整体符合市场预期。权益市场下跌拖累险企净利润同比及内含价值增长。财险端，头部险企受益于车险综合成本率改善，承保利润有所改善，中国财险 2022 年归母净利润同比+19.2%（中国人保+12.8%）超市场预期。在银行降息、2022 年基金及理财产品波动较大的背景下，储蓄型保险产品吸引力相对提升，我们预计

2023Q1 各险企 NBV 同比有望转正，同比增长幅度或受个险转型见效及银保渠道增长带动超市场预期，我们预计 2023Q1 NBV 同比增速排序为：中国太保、新华保险、中国平安、中国人寿。近期监管调研负债成本事件有望在短期、长期均利好头部险企。国内经济企稳复苏利好资产端权益市场及长端利率，负债端代理人线下展业有望得到明显改善，需求改善有望持续。保险资负两端改善有望贯穿全年，首推估值空间仍较大且 NBV 预期边际改善明显的中国太保，推荐寿险转型已全国推广的中国平安及负债端稳健且资产端弹性较大的中国人寿，推荐受益于香港市场改善的友邦保险。

表5：受益标的估值表

当前股价及评级表			EVPS			PEV			BVPS		PB		评级
证券代码	证券简称	2023/4/5	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2022A	2023E	
601628.SH	中国人寿	33.71	43.54	47.30	51.33	0.77	0.71	0.66	15.43	16.66	2.18	2.02	买入
601318.SH	中国平安	45.57	76.34	85.63	85.63	0.60	0.53	0.53	46.97	54.48	0.97	0.84	买入
601601.SH	中国太保	26.52	51.80	59.06	59.06	0.51	0.45	0.45	23.75	24.88	1.12	1.07	买入
1299.HK	友邦保险	83.50	44.41	51.30	57.17	1.88	1.63	1.46	24.57	28.78	3.40	2.90	增持

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

保险需求复苏不及预期；寿险转型进展慢于预期。

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R4（中高风险），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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为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

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

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

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