

寿险承压探底，财产险高景气

——保险行业2022年报综述

行业评级：看好

2023年4月6日

分析师 梁凤洁
邮箱 liangfengjie@stocke.com.cn
电话 021-80108037
证书编号 S1230520100001

研究助理 胡强
邮箱 huqiang@stocke.com.cn
研究助理 洪希柠
邮箱 hongxining@stocke.com.cn

1、22A业绩总览

- **盈利**：除人保净利润增加12.8%、ROE提升0.8pc外，其他上市险企的净利润及ROE均出现不同程度的下降。
- **规模**：人保、太保营收小幅正增长（3.9%、3.3%），其他公司均下降；净资产仅平安、人保、太保有所增长。

2、分业务线综述

- **寿险**：①NBV：继续承压，人保、友邦好于同业，同比增速-7.2%、-8.1%。②新单保费：增减不一，除太保、太平、人保、国寿增长外，其他下降。③代理人：规模除太平略增外，其余均下降，降幅约在20%~50%，人均产能大部分提升较大。
- **产险**：①总保费：基本实现两位数的较快增长，三家合计同比增速9.6%，太保（11.6%）>平安（10.4%）>人保（8.5%）。②综合成本率：总体有所优化，太保、人保分别改善1.7pc、1.9pc，降至97.3%、97.6%，平安上升2.3pc至100.3%。
- **投资**：主要上市险企净投资收益率相对稳定，均值4.45%；总投资收益率均有较大下降，均值3.81%，降幅都在1pc以上。
- **偿付能力**：在偿二代新的体系下，寿险核心充足率显著下降，平均从212.2%下降到125.9%，降幅达86.4pc，综合充足率降幅18.7pc，相对较小；产险公司核心、综合充足率均有较大下降，平均降幅分别为69.0pc、57.4pc。

3、展望及投资建议

- **负债端**：①寿险：受益于储蓄型产品热销，预计大部分上市险企23Q1的NBV同比增速转正。②产险：预计财险23Q1的保费收入同比约10%，综合成本率95.6%，同比持平。
- **投资端**：23Q1的股市、利率上行，同时考虑去年同期投资收益基数较低，预计行业投资端收益反弹。
- **投资建议**：寿险负债端开门红底部反转，投资端收益提升，推荐资负共振，且增长确定性更强的国寿、太保、平安；产险延续景气，头部险企强者恒强，推荐量升质优的中国财险。

4、风险提示：宏观经济失速；地产风险扩大；长端利率大幅下行；资本市场大幅波动；严监管政策加剧。

目录

CONTENTS

01

22A业绩总览

盈利表现|规模变化

02

分业务线综述

寿险|产险|投资|偿付能力

03

展望及投资建议

负债端及投资端展望|投资建议

04

风险提示

01

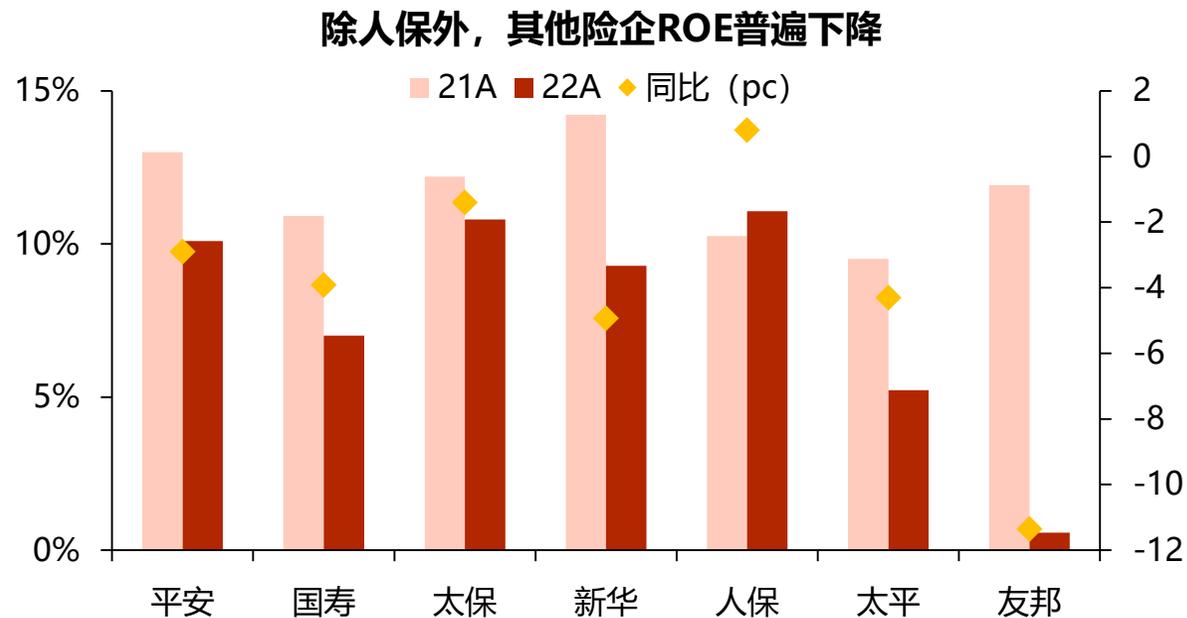
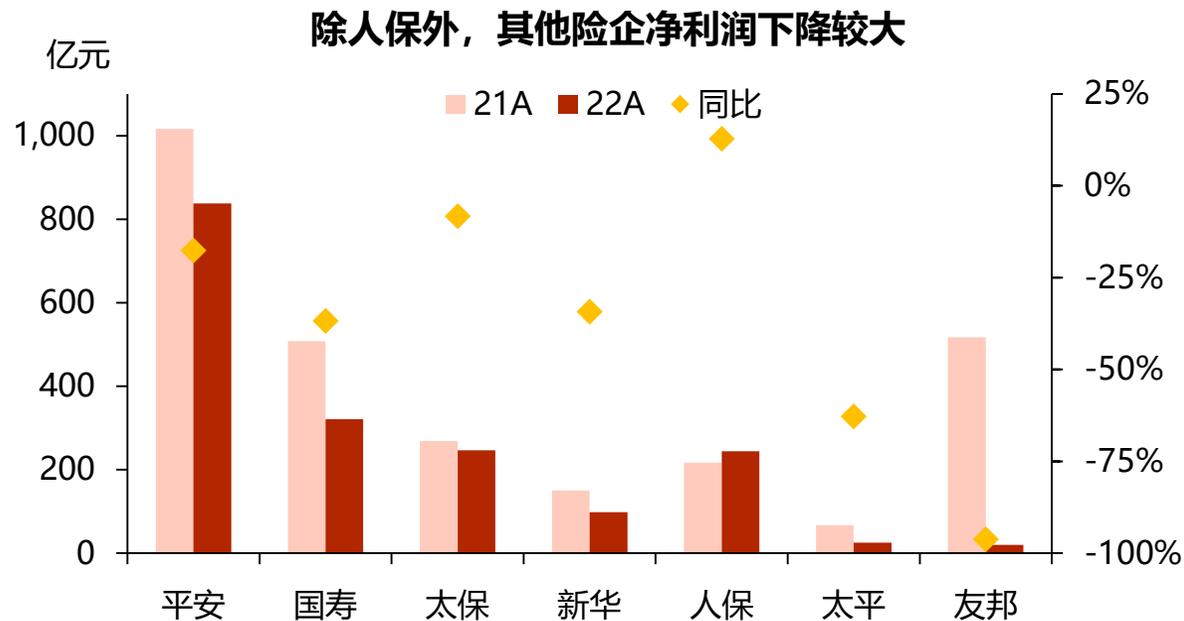
22A总览

盈利表现

规模变化

归母净利润：多数同比下降，友邦降幅最大，中国人保实现唯一正增长，具体为：人保（12.8%）>太保（-8.3%）>平安（-17.6%）>新华（-34.3%）>国寿（-36.8%）>太平（-62.8%）>友邦（-96.2%）。

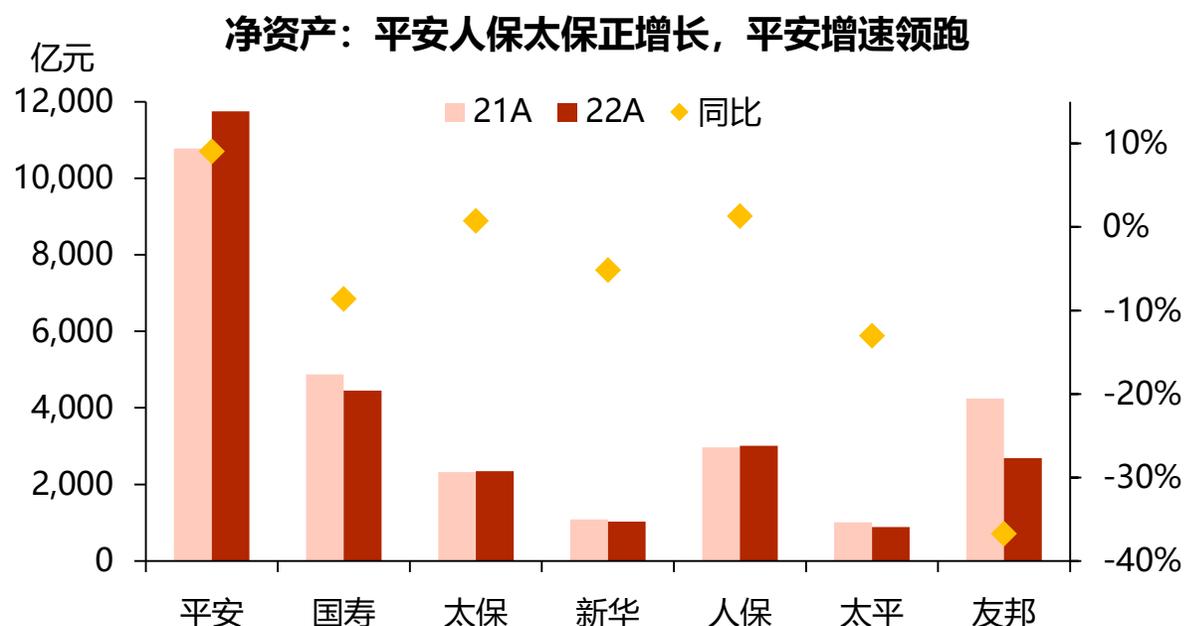
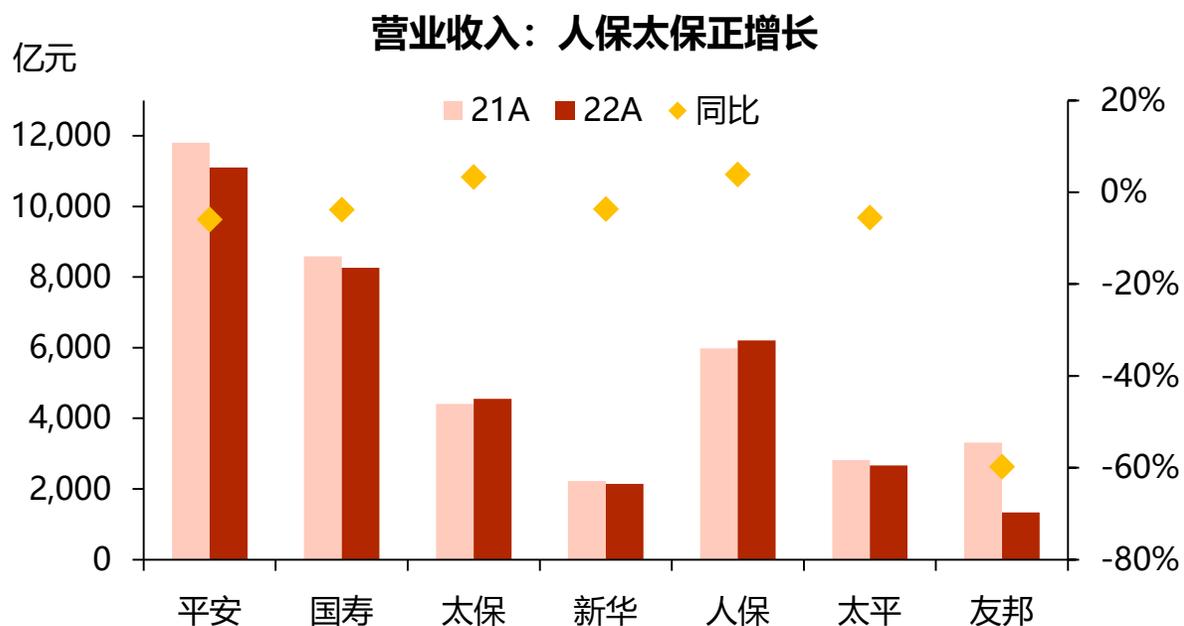
加权平均ROE：普遍下降，人保位列第一，具体为：人保（11.1%）>太保（10.8%）>平安（10.1%）>新华（9.3%）>国寿（7.0%）>太平（5.2%）>友邦（0.6%）；下降幅度方面，友邦（-11.4pc）<新华（-4.9pc）<太平（-4.3pc）<国寿（-3.9pc）<平安（-2.9pc）<太保（-1.4pc）<人保（+0.8pc）。



数据来源：公司公告，浙商证券研究所。注：友邦原始计量货币为美元，按汇率1：6.964换算为人民币；太平原始计量货币为港元，按汇率1：0.893换算为人民币，下同。

营业收入：人保、太保实现正增长，分别同比增加3.9%、3.3%；其他公司同比均下降，友邦降幅最大，具体为：新华（-3.6%）>国寿（-3.8%）>太平（-5.5%）>平安（-5.9%）>友邦（-59.8%）。

净资产：仅平安、人保、太保为正增长，其中平安增速领跑，同比增加9.1%，具体为：平安（9.1%）>人保（1.3%）>太保（0.7%）>新华（-5.2%）>国寿（-8.6%）>太平（-13.0%）>友邦（-36.7%）。



数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

02

分业务综述

寿险

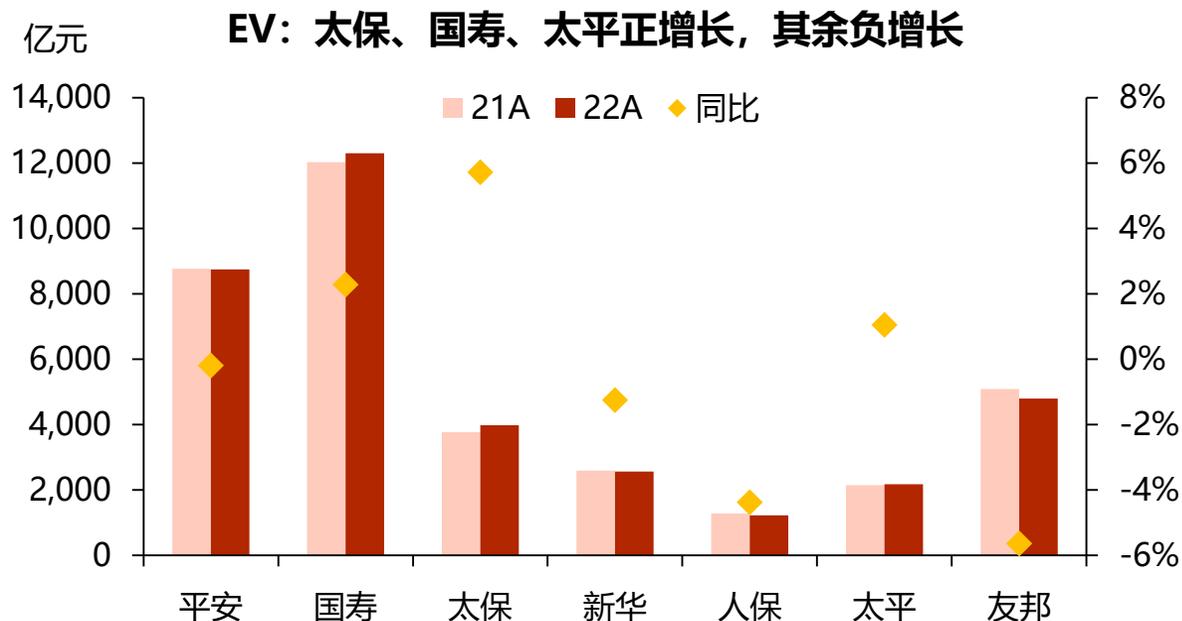
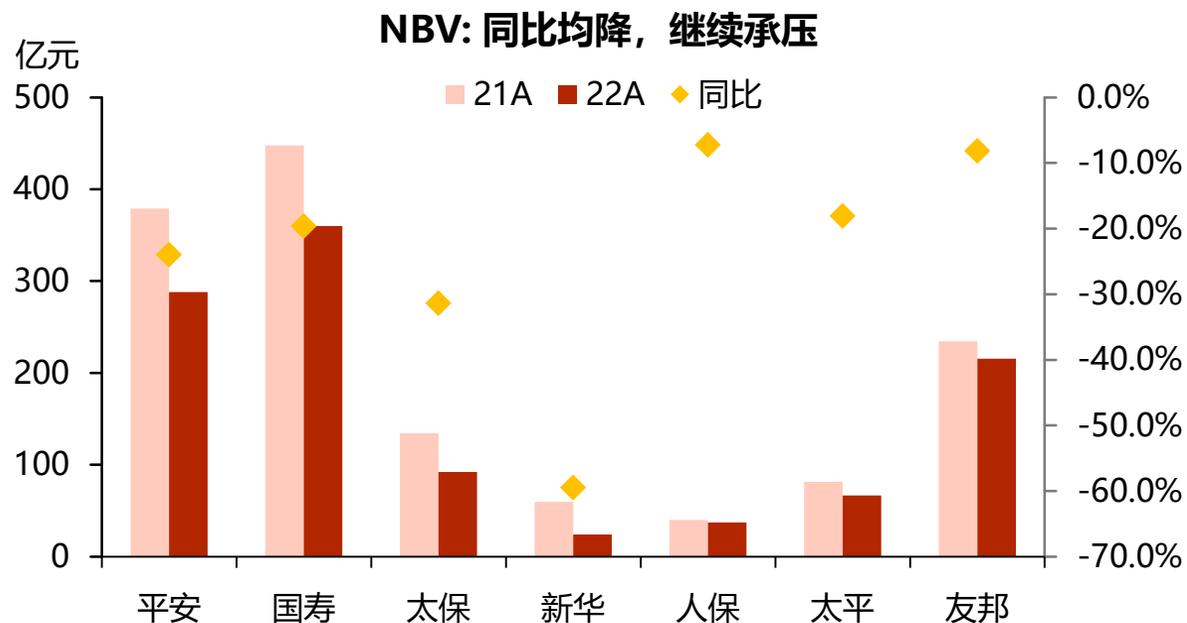
产险

投资

偿付能力

NBV: 同比均下降, 继续承压, 具体来看, 人保 (-7.2%) >友邦 (-8.1%) >太平 (-18.1%) >国寿 (-19.6%) >平安 (-24.0%) >太保 (-31.4%) >新华 (-59.5%) 。

EV: 太保、国寿、太平正增长, 其余负增长, 具体为: 太保 (5.7%) >国寿 (2.3%) >太平 (1.1%) >平安 (-0.2%) >新华 (-1.3%) >人保 (-4.4%) >友邦 (-5.6%) 。

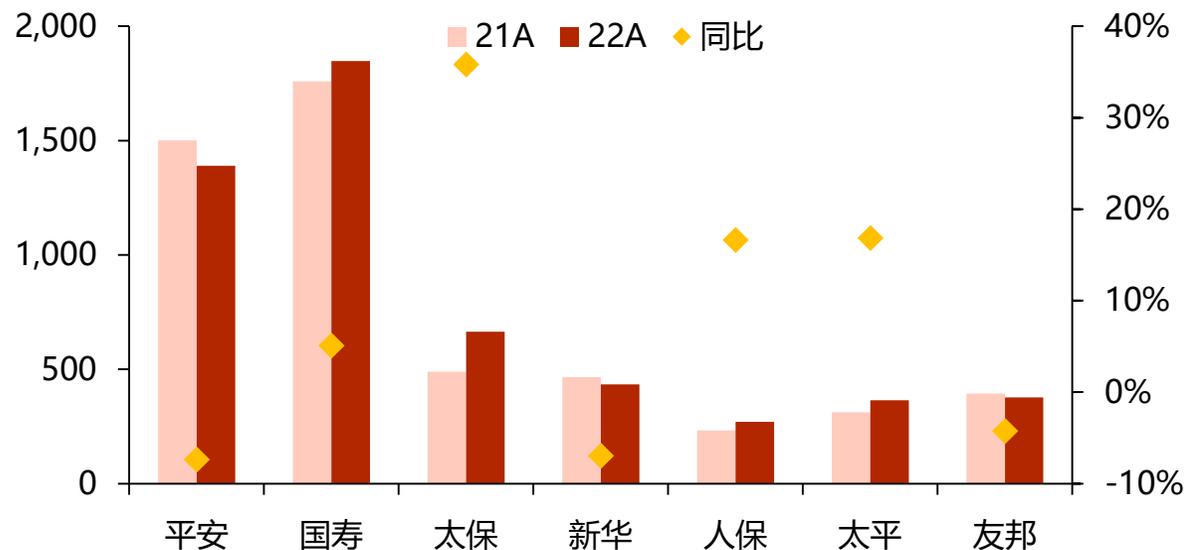


数据来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

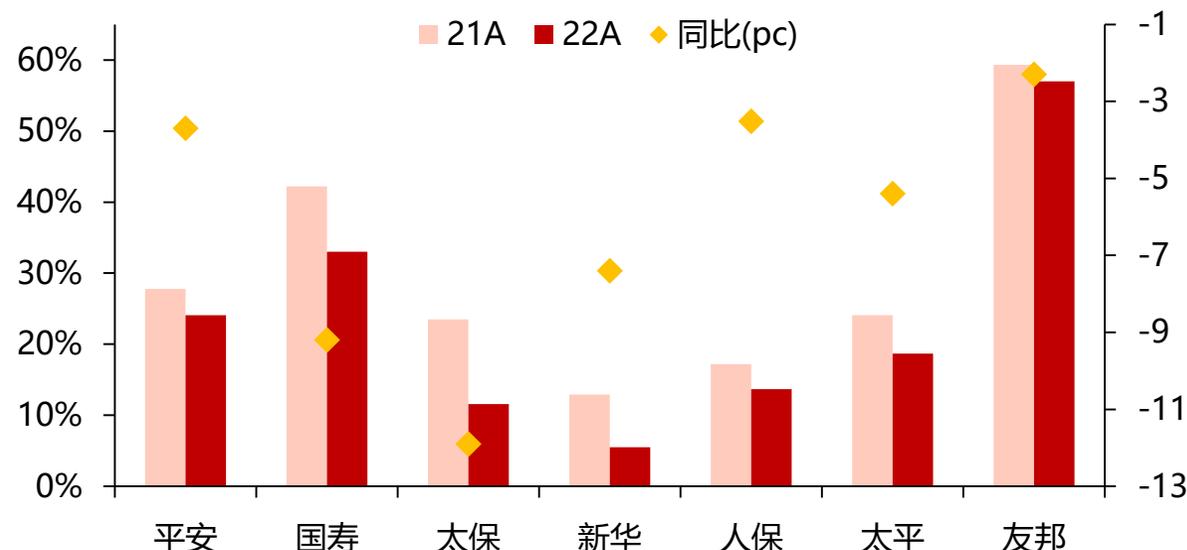
新单保费：增减不一，其中，友邦、新华和平安有所下降，具体为：友邦 (-4.3%) > 新华 (-7.0%) > 平安 (-7.4%)，其他增长，具体为：太保 (35.8%) > 太平 (16.8%) > 人保 (16.6%) > 国寿 (5.1%)，太保主要由于银保渠道的储蓄型产品保费大增带动。

新业务价值率：均有所下降，具体来看，友邦 (-2.3pc) > 人保 (-3.5pc) > 平安 (-3.7pc) > 太平 (-5.4pc) > 新华 (-7.4pc) > 国寿 (-9.2pc) > 太保 (-11.9pc)，总体看，主要由于储蓄型产品增加带来的产品结构变化所致。

亿元 新单保费增减不一，太保、太平、人保实现两位数增长



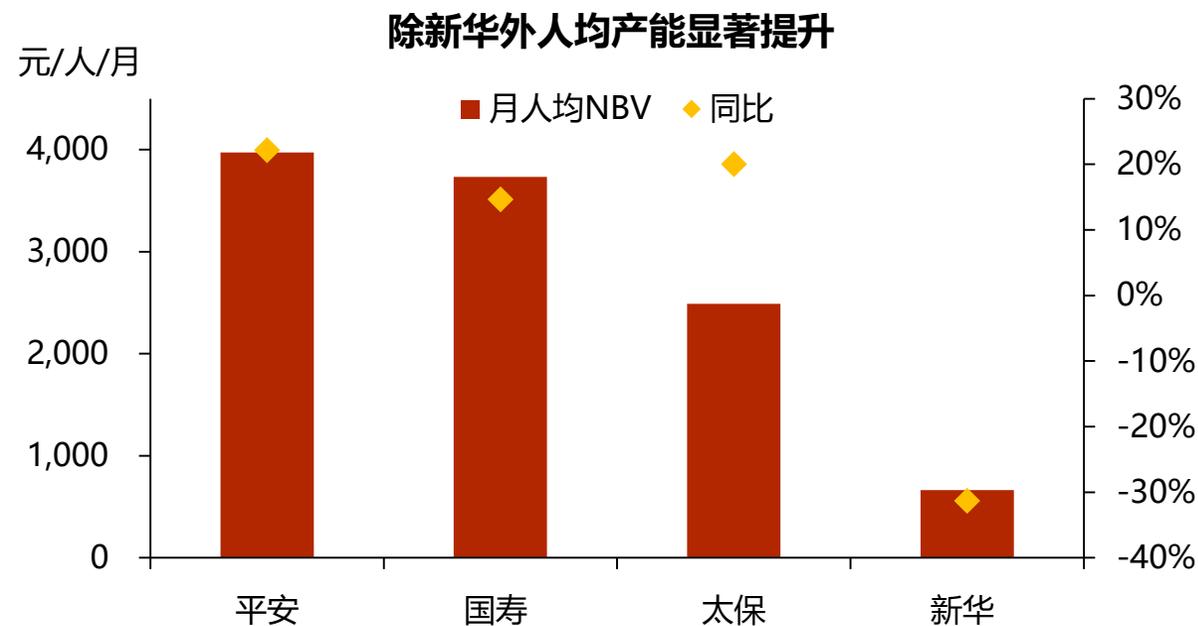
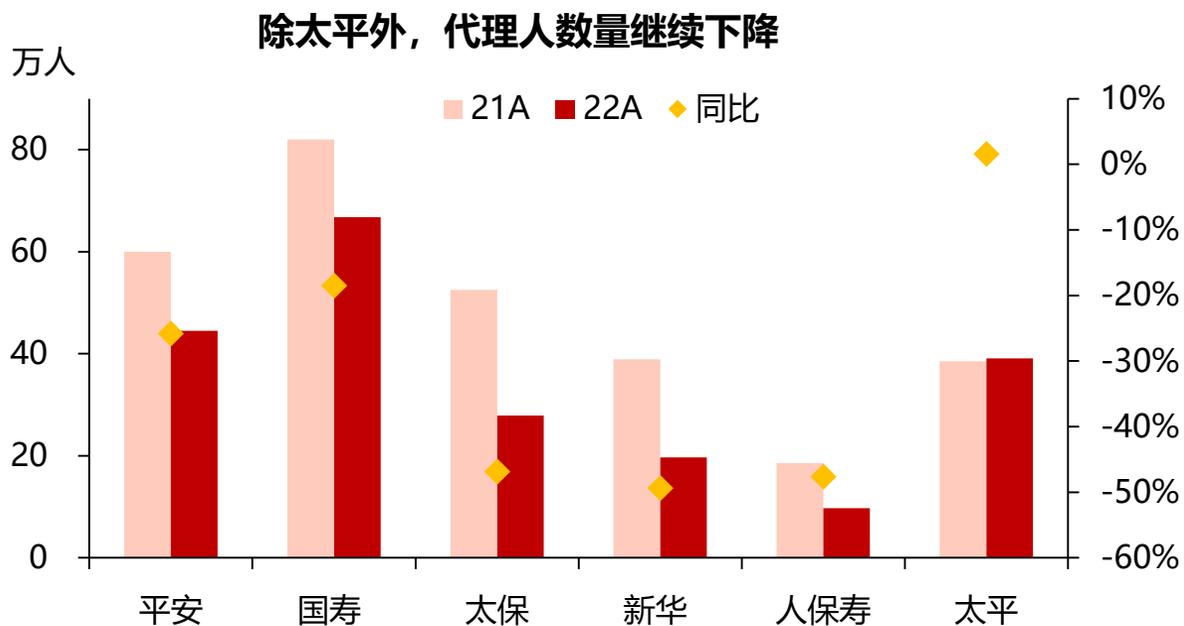
新业务价值率均有下降



数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

代理人数量：除太平略增外，其余均下降，降幅约在20%-50%之间，具体看，太保月均人力降幅46.9%，清虚较多，其他公司，22年末人力同比新华 (-49.4%) < 人保寿 (-47.6%) < 平安 (-25.8%) < 国寿 (-18.5%) < 太平 (+1.6%)。

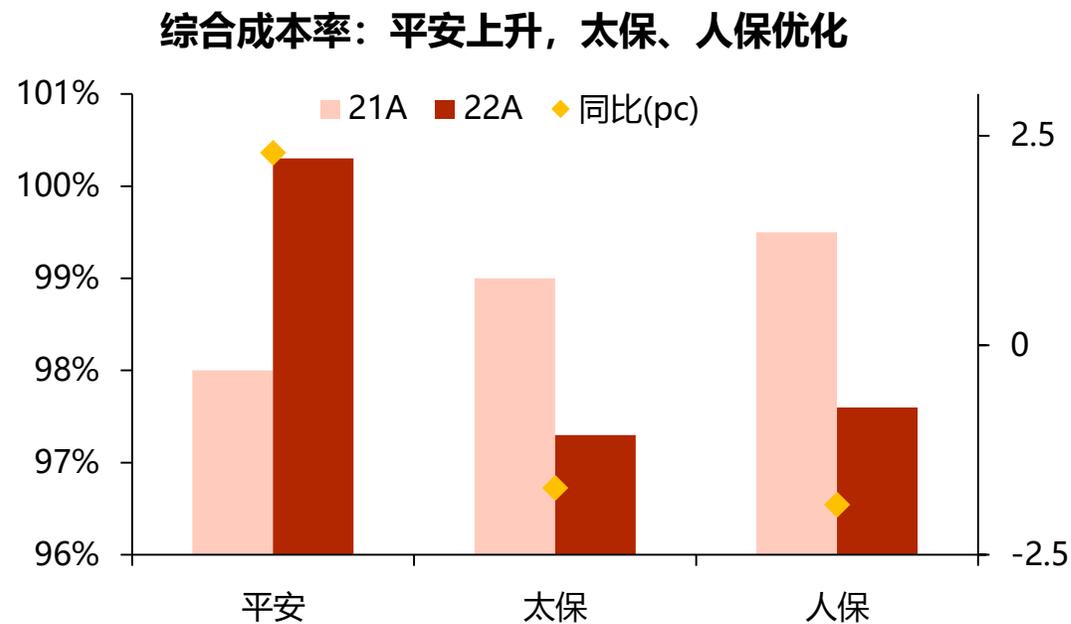
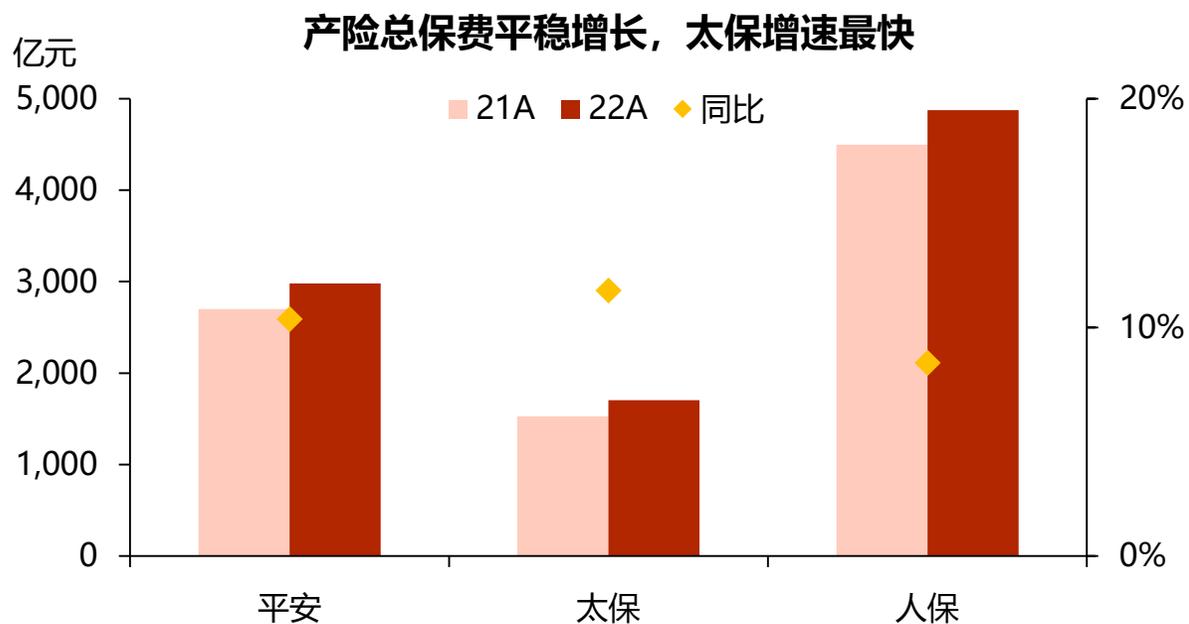
人均产能：受队伍规模减少和结构改善两方面影响，除新华外，其他公司月人均NBV均有显著提升，具体为平安 (3973元) > 国寿 (3734元) > 太保 (2490元) > 新华 (665元)，平安、国寿、太保同比分别增加22.1%、14.7%、20.0%，新华同比减少31.3%。



数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

总保费：22年平安、太保、人保产险总保费分别为2980亿、1704亿和4875亿元，合计同比增速9.6%，太保增速最快（11.6%），其次平安（10.4%）、人保（8.5%）。人保财险市场份额32.7%，同比略降0.1pc，但行业龙头地位依旧稳固。

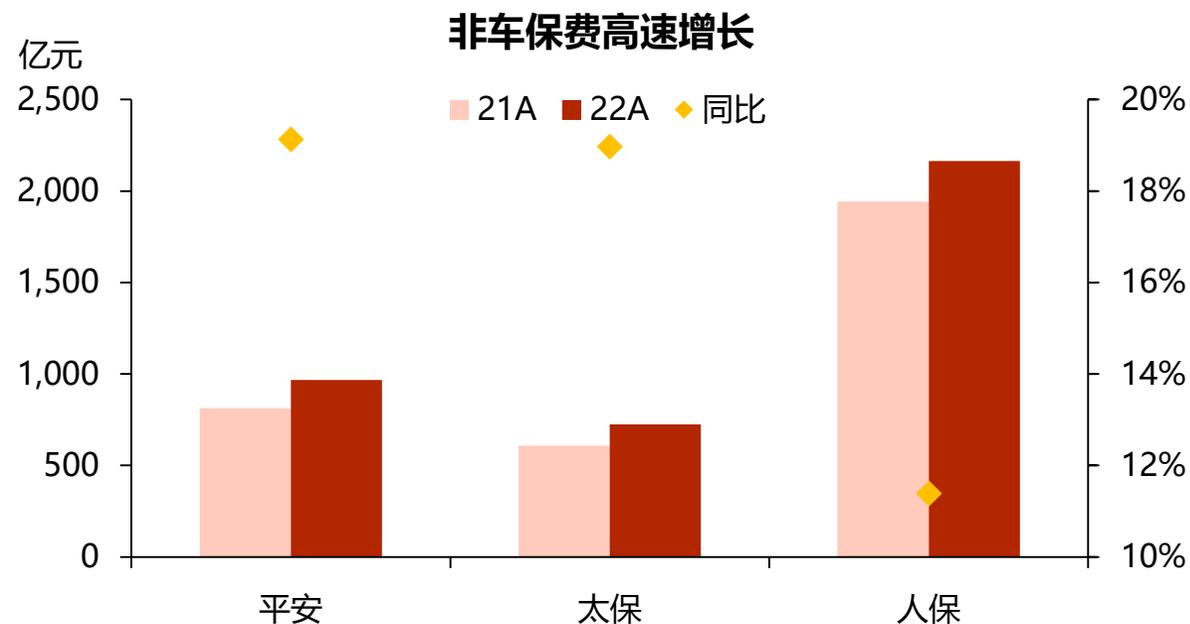
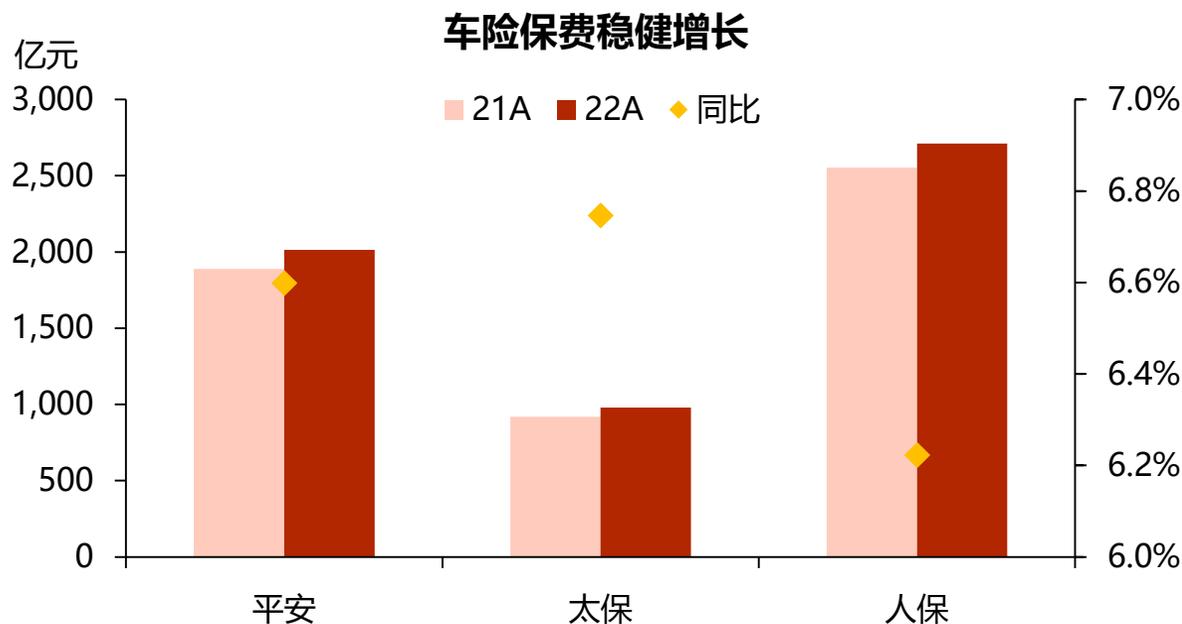
综合成本率 (COR)：太保、人保改善，具体看，两家赔付率分别下降1.1pc、1.8pc，费用率下降0.6pc、0.1pc，COR总体下降1.7pc、1.9pc；平安COR同比上升2.3pc，主要由于受疫情影响保证保险业务赔款支出上升影响。



数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

分险种看：车险保费高个位数稳健增长，非车险保费继续快速增长。

- **车险保费：**规模方面，人保保持首位，具体为：人保（2712亿）>平安（2013亿）>太保（980亿）；增速方面，太保（6.7%）>平安（6.6%）>人保（6.2%）。
- **非车险保费：**规模方面，人保继续领跑，人保（2164亿）>平安（967亿）>太保（724亿）；增速方面，平安、太保表现亮眼，具体为：平安（19.1%）>太保（19.0%）>人保（11.4%）。

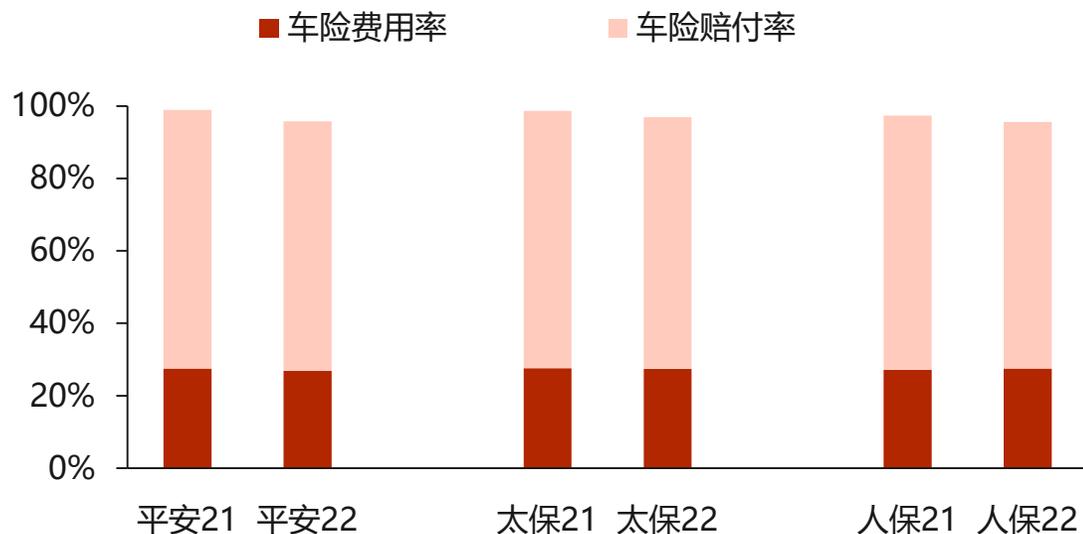


数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

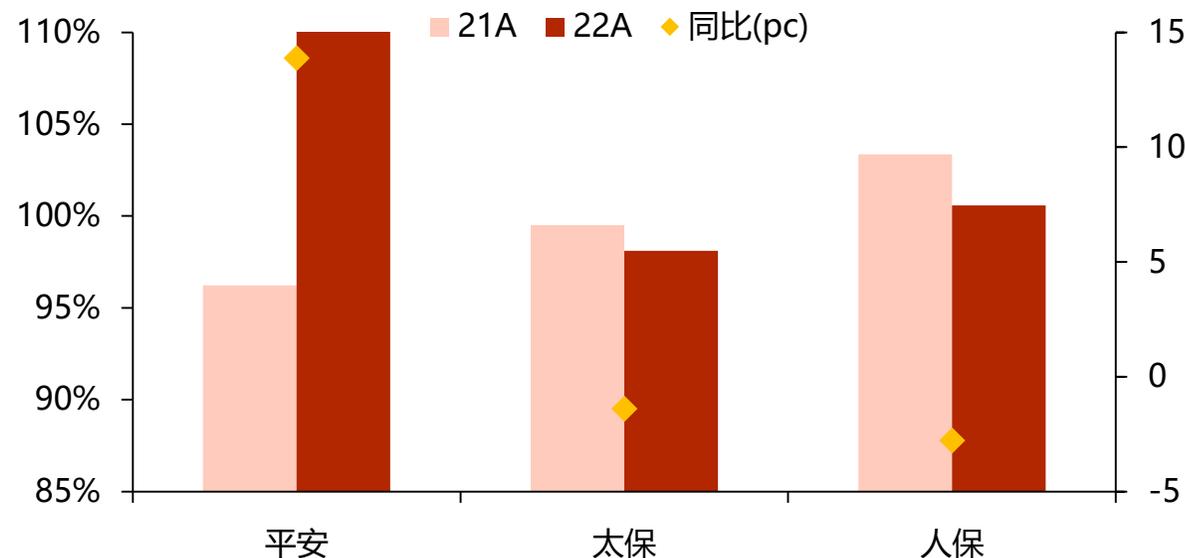
综合成本率：车险COR均有显著下降，非车险COR除平安上升外，其余均有下降。

- **车险综合成本率：**车险赔付率与费用率整体下降。平安费用率最低，平安 (26.9%) <太保 (27.4%) <人保 (27.5%)；同比方面，除太保外均下降，具体为平安 (-0.6pc) <人保 (-0.2pc) <太保 (+0.3pc)。就车险赔付率而言，三家均有下降，平安降幅最大，同比平安 (-2.5pc) <人保 (-2pc) <太保 (-1.6pc)。
- **非车险综合成本率：**表现有所分化，非车险COR平安上升13.9pc，人保、太保分别下降2.8pc、1.4pc；非车的成本率具体为太保 (98.1%) <人保 (100.6%) <平安 (110.1%)。

车险COR均有显著下降



非车COR表现分化

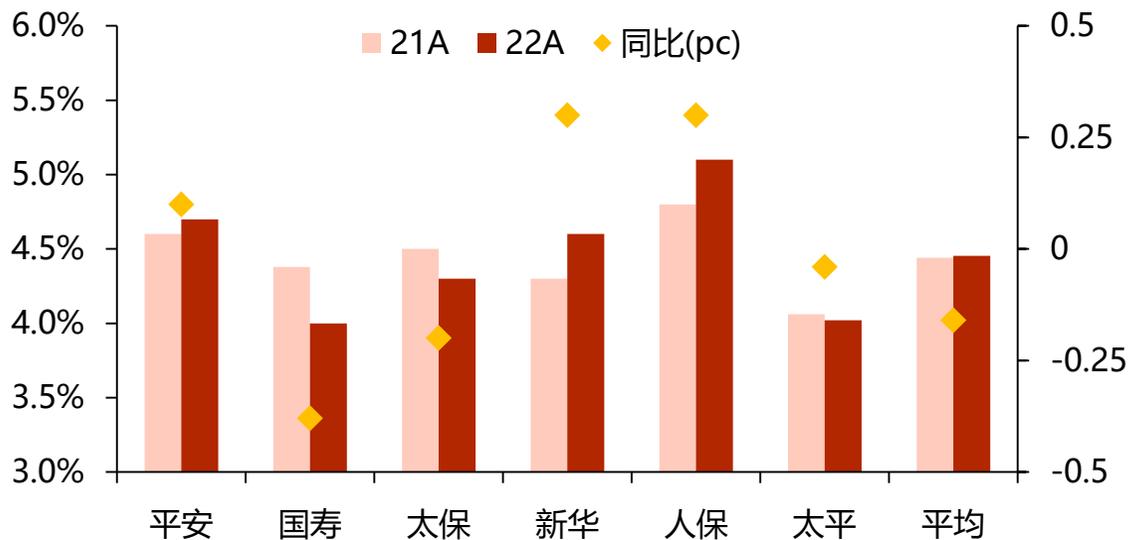


数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

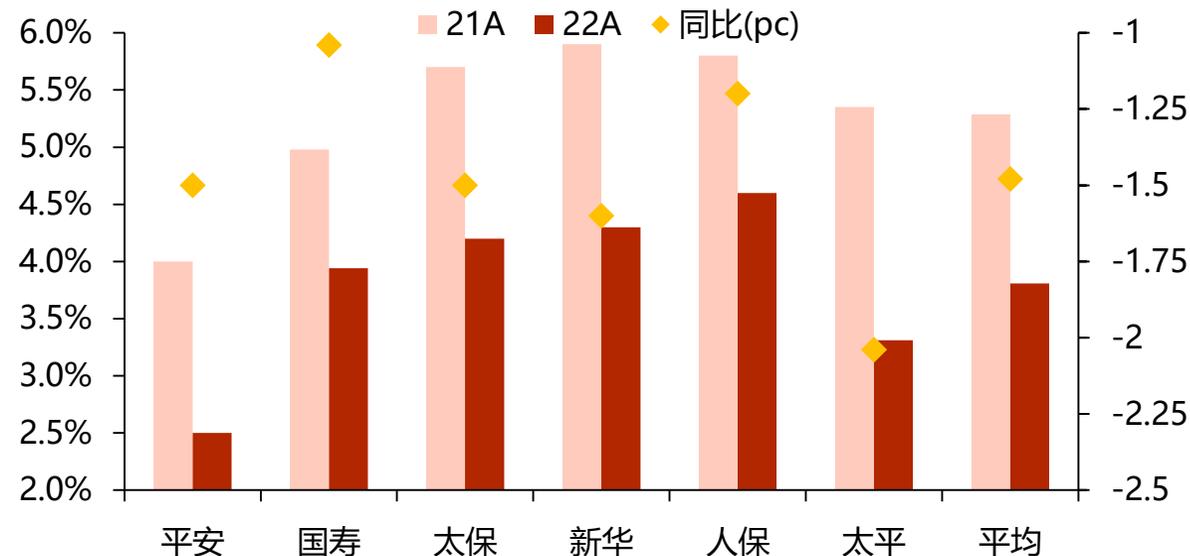
投资收益：受资本市场波动以及利率下行的影响，22年保险公司总投资收益率出现大幅下降，净投资收益率相对平稳。

- **净投资收益率：**人保最高，具体为：人保（5.1%）>平安（4.7%）>新华（4.6%）>太保（4.3%）>太平/国寿（4.0%），分别同比变动+0.3pc、0.1pc、0.3pc、-0.2pc、0pc、-0.4pc。
- **总投资收益率：**人保最高，具体为：人保（4.6%）>新华（4.3%）>太保（4.2%）>国寿（3.9%）>太平（3.3%）>平安（2.5%），降幅均较大，分别同比变动-1.2pc、-1.6pc、-1.5pc、-1.0pc、-2.0pc、-1.5pc。

净投资收益率增减不一



总投资收益率下滑幅度较大



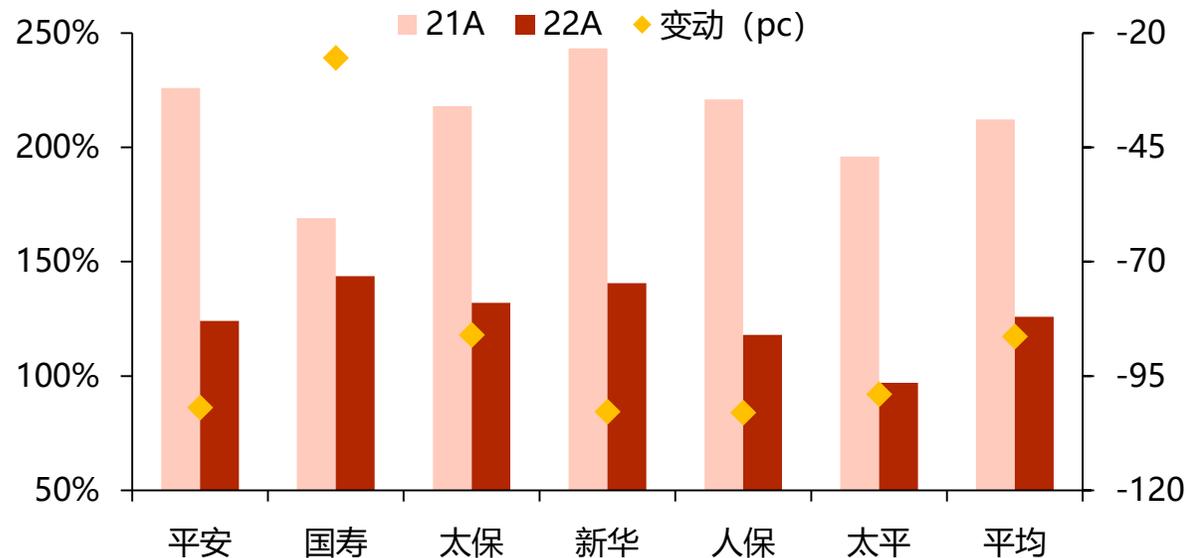
数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

寿险核心偿付能力：在偿二代规则（II）新的体系下，同比显著下降，平均从212.2%下降到125.9%，降幅达86.4pc。

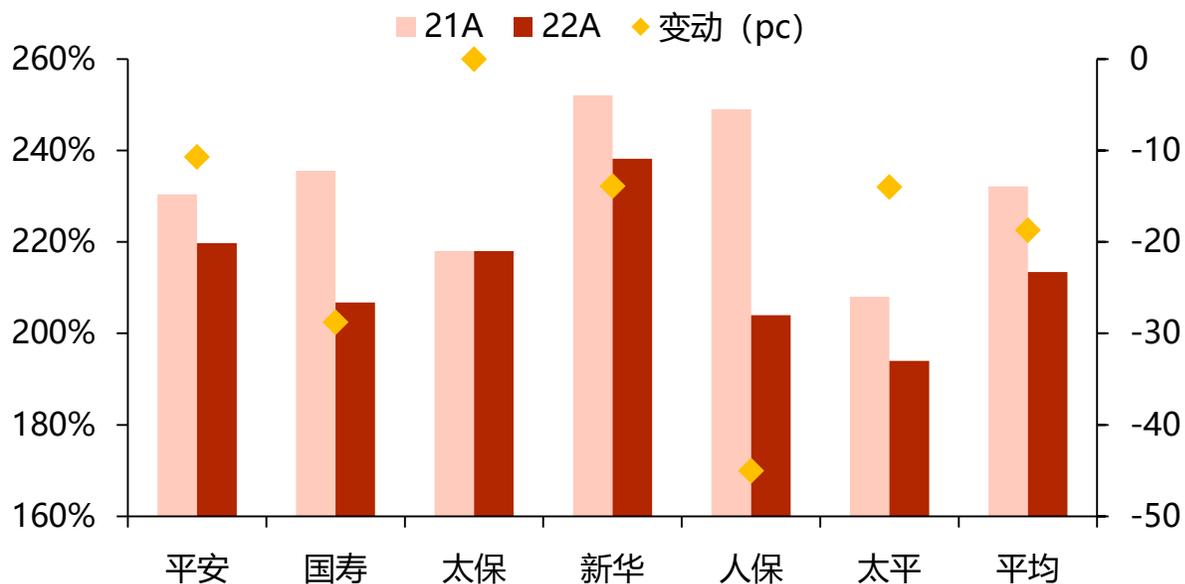
- 核心充足率：国寿最高，太平最低，具体为：国寿（143.6%）>新华（140.5%）>太保（132.0%）>平安（124.1%）>人保（118%）>太平（97%）。
- 降幅：国寿最小，人保最大，具体为：国寿（-25.5pc）>太保（-86.0pc）>太平（-99.0pc）>平安（-101.9pc）>新华（-102.8pc）>人保（-103.0pc）。

寿险综合偿付能力：平均从232.2%下降到213.4%，下降18.7pc，降幅相对较小。

寿险核心偿付能力显著下降



寿险综合偿付能力相对降幅较小



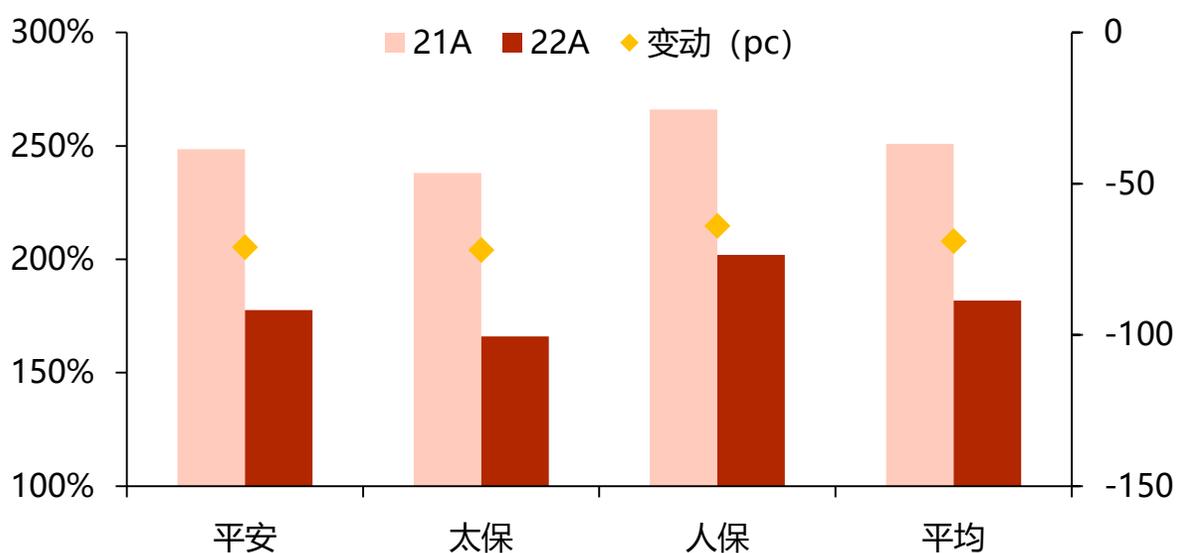
数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

产险核心偿付能力：在偿二代规则（II）新的体系下，同比下降较大，平均从250.9%下降到181.9%，降幅达69.0pc。

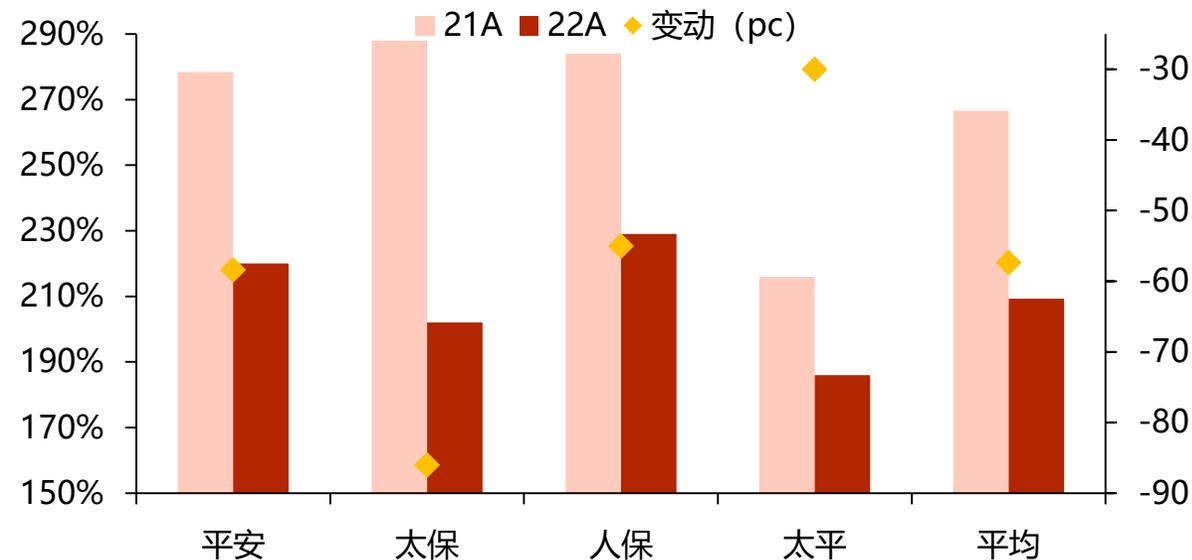
- 核心充足率：人保最高，具体为：人保（202.0%）>平安（177.0%）>太保（166.0%）。
- 降幅：均有所下降，降幅为：人保（-64.0pc）>平安（-71.0pc）>太保（-72.0pc）。

产险综合偿付能力：人保（229.0%）>平安（220.0%）>太保（206%）>太平（186.0%），均有较大下降，平均从266.6%下降到209.3%，降幅达57.3pc。

产险核心偿付能力降幅显著



产险综合偿付能力下降较大



数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

03

23展望 及投资建议

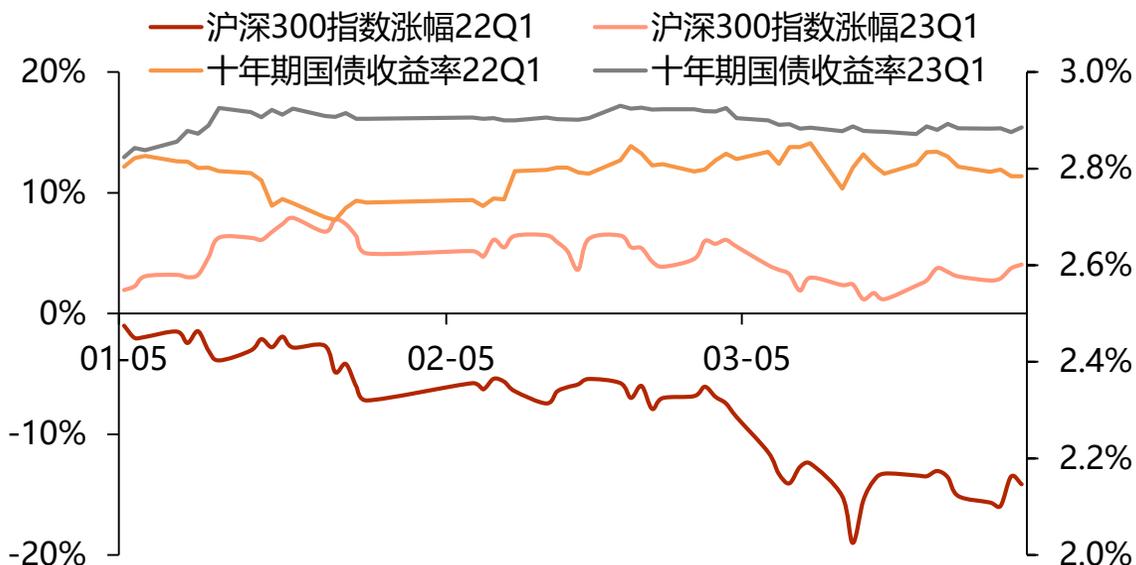
负债端及投资端展望

投资建议

负债端：①寿险：市场对于储蓄型产品需求旺盛，各险企主推增额终身寿险、年金险，部分公司加大传统长期保障型产品销售，预计大部分上市险企能够实现23Q1的NBV增速转正，太保受益于去年同期低基数，以及队伍产能提升，预计NBV表现领先同业。②产险：经济复苏，新车销售回暖，同时中国财险加强续保管理，推进精细化理赔和费用管控，定价优势、费用率的优化等将抵消赔付率的上升，预计财险23Q1的保费收入同比约10%，综合成本率95.6%，同比持平。

投资端：23Q1，10年期国债收益率基本在2.9%上下小幅震荡，750天国债收益率曲线下行趋势放缓，权益市场表现较好，沪深300指数涨幅+4%，考虑去年同期投资收益基数较低，预计行业投资端收益反弹，助力利润增长。

23Q1，股市、利率上行



重点个股23Q1业绩指标预测

公司名称	23Q1末代理人规模较年初增速	23Q1E NBV同比增速	23Q1E净利润同比增速
中国人寿	1%	6%	23%
中国平安	-10%	2%	16%
中国太保	-5%	13%	29%
中国财险	/	/	12%

寿险负债端开门红底部反转，投资端收益提升，推荐资负共振，且增长确定性更强的中国人寿、中国太保、中国平安；产险延续景气，头部险企强者恒强，推荐量升质优的中国财险。

投资逻辑

- **寿险：推荐资负共振更强的个股。** 寿险负债端拐点将现，国寿坚持有效队伍驱动业务发展的策略，“稳中固量，稳中求效”；太保去年低基数，队伍产能提升较快，NBV同比改善更优；平安数字化营业部已经实现100%覆盖，赋能前线销售。
- **产险：推荐强者恒强的行业龙头。** 车险需求刚性，保费稳增，非车持续快增，龙头险企凭借更大的客户规模，在定价、渠道、服务等方面的优势将进一步凸显，推升ROE及估值提升。

推荐个股

中国人寿
中国太保
中国平安

中国财险

04

风险提示

1、宏观经济失速

国内经济增长承压，复苏低于预期，居民收入增长受限，保险消费需求不足。

2、房地产风险扩大

地产暴雷违约事件持续扩散，地产投资风险加剧。

3、长端利率大幅下行

长端利率若出现快速的大幅下行，影响投资收益，险企将面临严重的利差损。

4、资本市场大幅波动

资本市场波动导致险企投资资产价值波动，进而影响投资收益。

5、严监管政策加剧

监管政策若出现更为严厉的要求，将影响险企既有的业务节奏，压制业绩改善。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>