

# 保险 II 行业深度报告

## 守得云开见月明——上市保险公司 2022 年年报综述

增持（维持）

2023 年 04 月 19 日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001  
021-60199793  
hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002  
021-60199761  
geyx@dwzq.com.cn

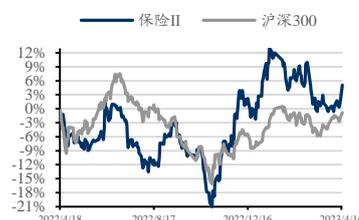
证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004  
zhujieyu@dwzq.com.cn

### 投资要点

- **A 股上市险企（中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险和中国人保）已披露 2022 年年报。**2022 年上市险企合计实现保险业务收入 2.6 万亿元，同比增长 3.1%；合计实现归母净利润 1,746.9 亿元，同比下降 19.1%；平均 ROE 达 9.5%，期末净资产较年初基本持平；平均现金分红率为 44.8%；合计现金分红总额同比增速为-5.6%，疫情反复持续拖累行业资产负债两端基本面。
- **人身险：疫情持续反复冲击超预期，需求不足仍是主要难题。**2022 年末，年报口径上市险企代理人期末合计人力达 168.6 万人，同比下降 33.1%，约为高点（1H20）的 36.4%，重回 2015 年放开代理人资格考试前的水平。我们测算的 2022 年上市险企平均人均产能 9493 元/人/月，平均收入 5,174 元/人/月，提升质效仍是行业共同课题。质效水平同比虽有改善，是否是“数字游戏”有待观察，绝对水平仍有提升空间。银保独领风骚，新单对总新单贡献同比提升 7.5 个 pct.至 27.8%，较 2019 年（疫情前）提升 14.5 个 pct.。在资管新规正式落地、市场利率下行以及权益市场波动的背景下，保险财富类产品相对于其他金融产品的长期稳健优势凸显。从 2022 年上市险企寿险业务保费收入排名前五产品一览表中发现，储蓄型业务占比明显提升，中期年金和两全产品帮助客户解决教育金储备等各类中长期财富管理需求，终身寿险满足客户风险保障、资产传承以及长期储蓄的综合需求。业务品质方面，25 个月保单继续率同比继续下行，但 13 个月保单继续率出现企稳改善。
- **财产险：承保利润量价齐升，基本面显著优于寿险。**2022 年头部“老三家”财险公司（人保、平安和太保）合计实现财险保费收入 9,538.49 亿元，同比增长 9.5%（2021 年：0.63%）；实现综合成本率 98.4%（2021 年：98.9%）；实现净利润 437.11 亿元，同比下降 3.1%。2022 年老三家车险综合成本率为 95.9%（2021 年：97.3%），其中人保：95.6%、平安：95.8%、太保 96.9%，均创出费改以来最好水平。得益于疫情封控使得出险率大幅下降叠加老三家精耕细作，上市险企车险业务品质持续优化，车险赔付率改善带动承保利润提升；非车业务综合成本率为 102.6%，平安信保业务大幅拖累非车业务承保盈利。2022 年老三家 ROE 创出近年来新高（人保：12.7%，平安：7.6%，太保：16.7%）。
- **投资收益率明显承压。**上市险企合计可投资资产较上年末增长 9.67% 至 13.96 万亿元。上市险企合计净投资收益同比增长 3.8%，稳住投资收益和利润贡献的基本盘；总投资收益同比大幅下降 18.2%，主要系股债市场全年波动下行所致；平均净投资收益率同比下滑 0.1 个 pct.至 4.44%；平均总投资收益率同比下滑 1.3 个 pct.至 3.78%；考虑其他综合收益后的综合投资收益率同比大幅下行 2.5 个 pct.至 2.72%。
- **1H22 上市险企合计 NBV 同比增速为-27.5%，2H22 降幅缩小至 19.5%，2022 年全年价值负增长达 25.1%。**从 NBV 归因分析来看，2022 年上市险企累计 FYP 同比下降-0.4%，Margin 同比-24.8%（绝对值同比大幅减少 6.2 个 pct.至 18.7%）拖累价值增长。2022 年上市险企寿险 EV 同比增速 1.6%，集团 EV 同比增速 2.2%，投资回报偏差拖累增速。
- **投资建议：**上市险企完成 2022 年年报披露，符合市场此前较低的预期。宏观预期持续向好，负债端仍处于改善过渡期，拐点正在验证。个股推荐顺序：中国太保、中国人寿和中国平安。
- **风险提示：**疫情扩散超市场预期、宏观经济复苏低于预期、寿险业转型持续低于预期

### 行业走势



### 相关研究

《引导降本提质，影响短空长多——监管组织协会以及人身险公司召开座谈会点评》

2023-03-23

《添酒回灯重开宴——保险板块异动点评》

2023-03-01

## 内容目录

<b>1. 净利润同比下降 19.1%，ROE 持续承压下滑至 9.5%</b> .....	<b>5</b>
1.1. 疫情反复持续拖累行业资产负债两端基本面 .....	5
1.2. 分红率逆势提升至 44.8%，分红总额同比仅下滑 5.6% .....	7
<b>2. 人身险：疫情持续反复冲击超预期，需求不足仍是主要难题</b> .....	<b>7</b>
2.1. 个险渠道：提升队伍收入仍是摆在行业的首要课题 .....	8
2.2. 银保渠道：独领风骚，新单增长强劲稳住大盘 .....	11
2.3. 产品结构：健康险新单持续走弱 .....	12
2.4. 业务品质：继续率同比出现改善 .....	13
<b>3. 财产险：承保利润量价齐升，基本面显著优于寿险</b> .....	<b>15</b>
3.1. 车险业务：强化车险品质管控，承保利润量价齐升 .....	16
3.2. 非车业务：承保业绩同比改善，平安受信保拖累 .....	17
3.3. 老三家 ROE 创出近年来新高：人保：12.7%，平安：7.6%，太保：16.7% .....	18
<b>4. 投资收益率明显承压</b> .....	<b>19</b>
4.1. 可投资资产同比增长 9.67% .....	19
4.1. 各类口径下的投资收益率明显承压 .....	19
4.2. 核心权益投资中股基投资占比稳步上行 .....	20
<b>5. NBV 量价齐跌 EV 较年初负增长</b> .....	<b>21</b>
5.1. NBV：全年大幅下滑 下半年降幅小幅收窄 .....	21
5.2. EV：寿险 EV 同比增速 1.6%，集团 EV 同比增速 2.2% 投资回报偏差拖累增速 .....	22
<b>6. 投资建议</b> .....	<b>23</b>
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

图 1:	2022 年 A 股上市险企平均 ROE 持续下行 .....	6
图 2:	2022 年上市险企合计补提责任准备金 885.8 亿元, 占税前利润比例达 49.1% .....	6
图 3:	疫情对资产负债两端的影响复杂而深远 .....	6
图 4:	2022 年 A 股上市险企现金分红率平均水平从 2021 年的 38.4% 提升至 2022 年的 44.8% .....	7
图 5:	2022 年上市险企个险和银保渠道新单同比下滑 7.3% 和增长 40.2% .....	8
图 6:	上市险企代理人数量持续下行 (单位: 千人) .....	9
图 7:	上市险企个险渠道新单同比增长归因分析 .....	9
图 8:	2022 年上市险企银保渠道新单期缴占比 .....	11
图 9:	近年来上市险企银保渠道新单贡献占比不断提升 .....	11
图 10:	银保渠道: 独领风骚, 新单增长强劲稳住大盘 .....	12
图 11:	平安 NBV 新单中长期保障业务占比明显下滑 .....	12
图 12:	新华保险首年保费收入中健康险占比回落 .....	12
图 13:	上市险企 13 个月保单继续同比有企稳回升迹象 .....	14
图 14:	上市险企 25 个月保单继续同比仍有一定压力 .....	14
图 15:	上市险企 NBV/寿险手续费及佣金支出 .....	14
图 16:	上市险企管理费用率 .....	14
图 17:	上市险企剩余边际余额及占准备金比例 .....	15
图 18:	老三家产险保费收入及同比增速对比 (百万元) .....	15
图 19:	老三家综合赔付率与综合费用率变化趋势 .....	15
图 20:	上市险企车险综合成本率下行 .....	16
图 21:	人保财险逐季车险综合成本率 .....	16
图 22:	2022 网约车订单量同比下滑 16.8% .....	17
图 23:	2022 年城市出租汽车+轨道交通+公共汽电车客运量全年同比下滑 19.7% .....	17
图 24:	2022 年上市险企非车业务综合成本率 .....	18
图 25:	上市险企非车业务占比提升 .....	18
图 26:	上市险企净投资收益率水平逐步下行至 4.44% .....	20
图 27:	上市险企总投资收益率水平大幅下行至 3.78% .....	20
图 28:	上市险企股基投资余额占比提升至历史中枢上方 .....	20
图 29:	上市险企债券投资占比上升 .....	20
图 30:	上市险企 2022 年上下半年 NBV 同比增速一览 .....	21
图 31:	上市险企 2022 年 NBV 增长归因分析 .....	21
图 32:	上市险企 2022 年 NBV Margin 一览 .....	22
图 33:	上市险企投资回报偏差对期初 EV 增长拖累 .....	23
图 34:	2022 年上市险企寿险业务 ROEV 下滑至 10.7% .....	23
表 1:	2022 年上市险企主要财务数据一览 .....	5
表 2:	2022 年上市险企人力质态主要数据一览 .....	9
表 3:	守得云开见月明, 上市险企年报和业绩发布会透出现渠道积极转型成效 .....	10
表 4:	2022 年上市险企寿险前五保费收入排名 .....	13
表 5:	中国财险 ROE 驱动分析 .....	18
表 6:	上市险企投资业务主要数据一览表 .....	19

表 7: 上市险企估值表 (以 2023 年 4 月 17 日股价计) .....24

## 1. 净利润同比下降 19.1%，ROE 持续承压下滑至 9.5%

### 1.1. 疫情反复持续拖累行业资产负债两端基本面

2022 年五家 A 股上市险企，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险和中国人保合计实现保险业务收入 2.6 万亿元，同比增长 3.1%（平安、国寿、太保、新华和人保同比增速分别为 1.2%、-0.5%、8.7%、-0.2%和 6.9%，太保得益于寿险银保业务快速增长，人保得益于财险板块保费增长面对疫情彰显韧性）；合计实现归母净利润 1,746.9 亿元，同比下降 19.1%（平安、国寿、太保、新华和人保分别同比-17.6%、-37.0%、-8.3%、-34.3%和 12.8%，人保同比正增长一枝独秀）。

表1：2022 年上市险企主要财务数据一览

公司名称	原保费收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	归母综合收益 (亿元)	归母净资产 (亿元)	ROE
中国平安	7696.33	837.74	880.97	8586.75	10.0%
中国人寿	6151.9	320.82	-230.7	4361.69	7.0%
中国太保	3988.18	246.09	113.22	2284.46	10.8%
新华保险	1630.99	98.22	-12.21	1028.84	9.3%
中国人保	6258.09	244.06	90.01	2215.1	11.1%
合计值	25725.49	1746.93	841.29	18476.84	9.5%

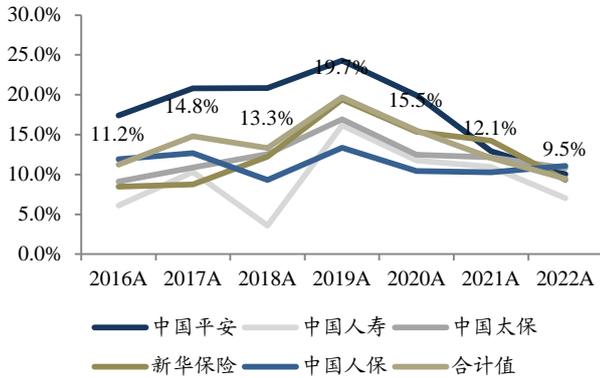
  

公司名称	原保费收入 同比增速	净利润 同比增速	归母综合收益 同比增速	归母净资产 同比增速	ROE
中国平安	1.2%	-17.6%	-11.3%	3.0%	10.0%
中国人寿	-0.5%	-37.0%	-149.8%	-6.2%	7.0%
中国太保	8.7%	-8.3%	-53.1%	3.1%	10.8%
新华保险	-0.2%	-34.3%	-110.9%	0.9%	9.3%
中国人保	6.9%	12.8%	-60.9%	3.5%	11.1%
合计值	3.1%	-19.1%	-58.8%	0.6%	9.5%

数据来源：Wind，公司财报，东吴证券研究所

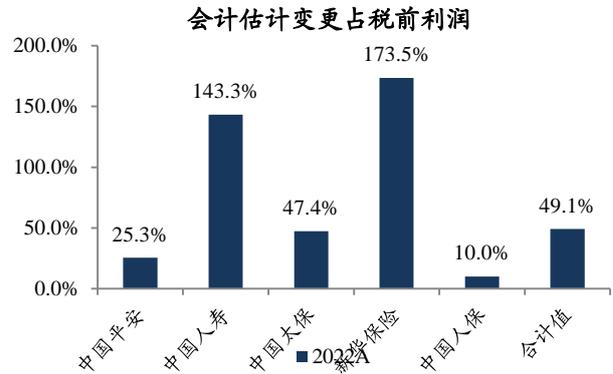
**2022 年五家 A 股上市险企平均 ROE 达 9.5%，期末净资产较年初基本持平。**上市险企平均 ROE 已连续三年下行（2019:19.7%;2020:15.5%;2021:12.1%;2022:9.5%）。整体来看，上市险企业绩表现基本符合预期。2022 年上市险企平均 ROE 为 9.5%，同比下降 2.6 个 pct.，主要系：1）受权益市场大幅震荡下行拖累，全年投资收益+公允价值变动损益同比大幅下滑 20.2%。2）受对应国债利率 750 天移动平均曲线下行拖累，上市险企合计补提责任准备金 885.8 亿元，占税前利润比例达 49.1%。3）2022 年上市险企 ROE 由高至低排序为：中国人保（11.1%）、中国太保（10.8%）、中国平安（10.0%）、新华保险（9.3%）和中国人寿（7.0%）。

图1: 2022年A股上市险企平均ROE持续下行



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

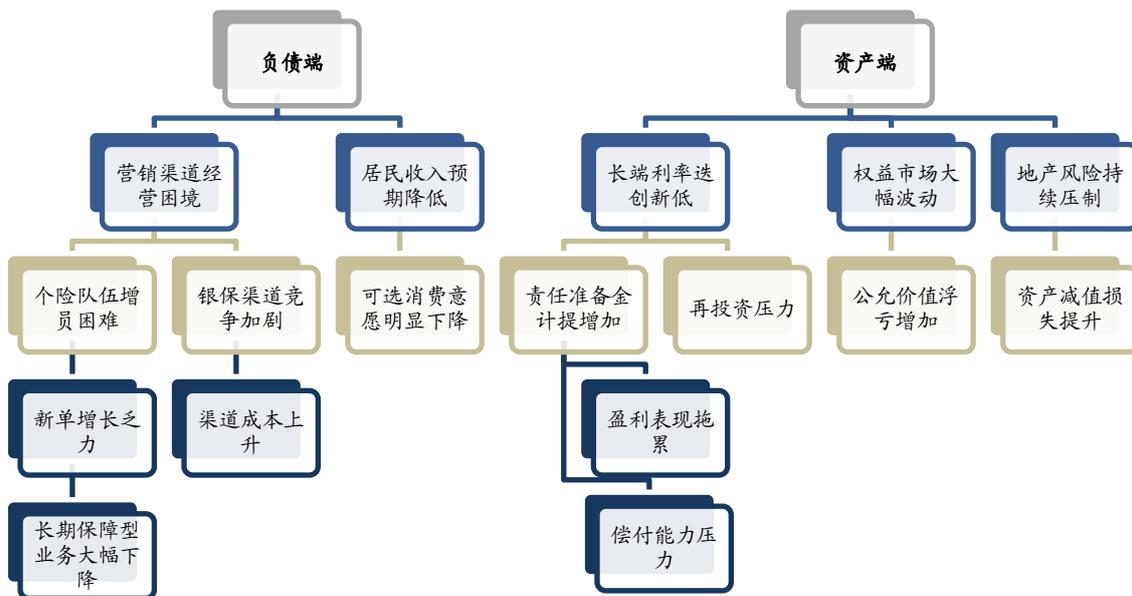
图2: 2022年上市险企合计补提责任准备金885.8亿元, 占税前利润比例达49.1%



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

**疫情持续蔓延对险企资产负债两端带来深远而复杂影响。**疫情对于寿险业的影响深远而复杂, 深远反映影响的程度, 而复杂则反映各项因素相互交织、内生共振从而将影响进一步放大。从负债端来看, 疫情的直接影响是个险队伍增员困难, 使得新单增长乏力, 间接影响是居民收入预期降低, 可选消费意愿明显下降, 以重疾险为代表的长期保障型业务大幅下降。从资产端来看, 长端利率迭创新低、权益市场大幅波动和地产风险持续压制三者影响交织, 对险企再投资收益、保单盈利能力和偿付能力提出考验。疫情防控形势的向好将有力支撑寿险行业复苏, 资产端体现在权益市场复苏、经济复苏预期向好所引致的投资表现回暖, 而负债端则体现在规模人力的复苏和新单价值数据的恢复。短期资产端弹性强于负债端, 保险作为可选消费预计业绩复苏需要2季度左右时滞等待。

图3: 疫情对资产负债两端的影响复杂而深远

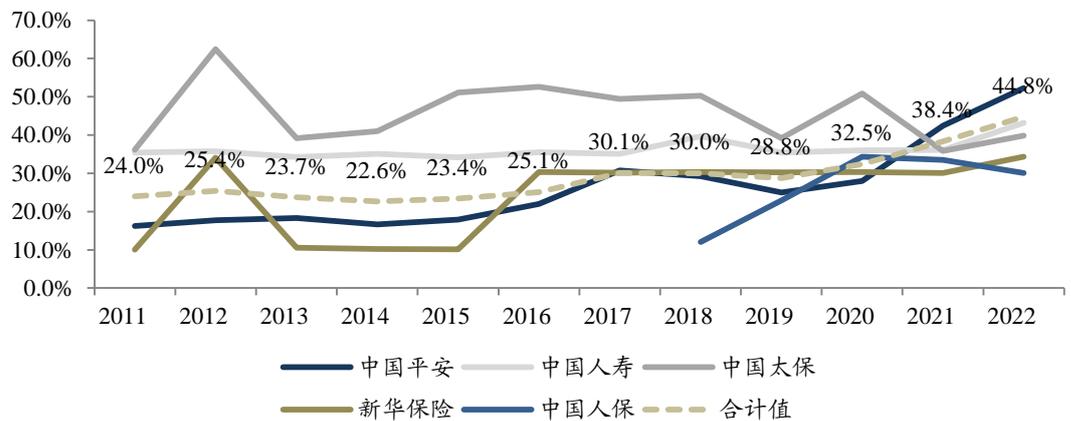


数据来源: 东吴证券研究所整理

## 1.2. 分红率逆势提升至 44.8%，分红总额同比仅下滑 5.6%

从现金分红率来看，上市险企普遍提升了分红率水平，A 股 5 家上市险企平均现金分红率（占当年归母净利润比例）为 44.8%。2022 年 A 股上市险企现金分红率平均水平从 2021 年的 38.4% 提升至 2022 年的 44.8%，2022 年分红率由高至低分别为中国平安（52.3%）、中国人寿（43.2%）、中国太保（39.9%）、新华保险（34.3%）和中国人保（30.1%）。值得注意的是，中国平安 2022 年实现归母营运利润 1,483.65 亿元，同比增长 0.3%，但实现归母净利润 837.74 亿元，同比下滑 17.6%，净利润与营运利润两者主要差异为短期投资波动 467.91 亿元和折现率变动 168.43 亿元；2022 年中国平安分红率（占当年归母营运利润）比例为 29.5%，每股分红总额同比增长 1.7%，彰显较强韧性。我们认为在行业低迷期，上市险企主动提高分红比例，维持每股分红总额的稳定，有利于夯实估值底部，2022 年 A 股上市险企合计现金分红总额为 781.93 亿元，同比增速为 -5.6%，显著好于净利润 -19.1% 的同比增速。

图4：2022 年 A 股上市险企现金分红率平均水平从 2021 年的 38.4% 提升至 2022 年的 44.8%



数据来源：Wind，公司财报，东吴证券研究所

## 2. 人身险：疫情持续反复冲击超预期，需求不足仍是主要难题

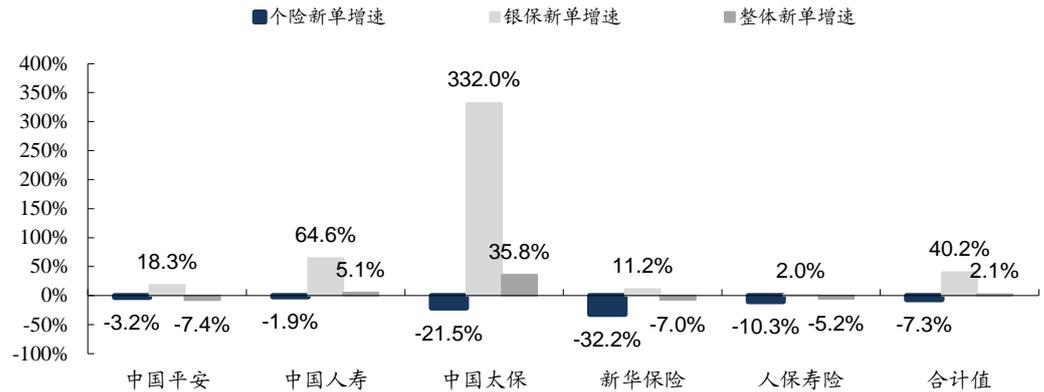
2022 年，国内经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，人身险业仍处于深度调整和转型期，行业保费收入增速进一步放缓，上市险企寿险新单仍面临较大负增长压力。面对人口红利消退、产品同质竞争、客户需求变化等外部挑战，头部险企苦练内功，抓实寿险业转型，通过刀刃向内的主动改革，迎接新一轮周期复苏机遇。

寿险总保费同比平稳，个险新单同比压力较大。2022 年 A 股 5 家上市险企平安寿、国寿、太保寿、新华和人保寿险合计实现原保费 1.57 万亿元，同比小幅下降 0.8%。原保费增速除太保（6.5%）同比正增长外，平安（-3.9%）、国寿（-0.5%）、新华（-0.2%）和人保寿险（-4.3%）均呈现负增长。2022 年，太保寿险银保渠道实现保险业务收入 304.78 亿元，同比大幅增长 308.7%。

整体新单平稳增长，个险低迷银保独领风骚。根据上市险企 2022 年年报口径，整体新单同比基本持平小幅正增长 2.1%，其中个险和银保渠道新单同比下滑 7.3% 和增长

40.2%，人均产能大幅下降拖累个险渠道新单增速，队伍收入降幅较大。2022 年平安寿、国寿、太保寿、新华和人保寿险代理人渠道新单保费同比增速为-3.2%、-1.9%、-21.5%、-32.2%和-10.3%；而银保渠道新单同比增速分别为 18.3%、64.6%、332.0%、11.2%和 2.0%。2022 年市场需求受疫情等因素影响对个险冲击较大，险企产能和稳定性均面临一定挑战。相比之下，上市险企在银保渠道继续加深合作、加大产品投放力度，银保渠道持续发力，行业贡献度明显提升。

图5：2022 年上市险企个险和银保渠道新单同比下滑 7.3%和增长 40.2%

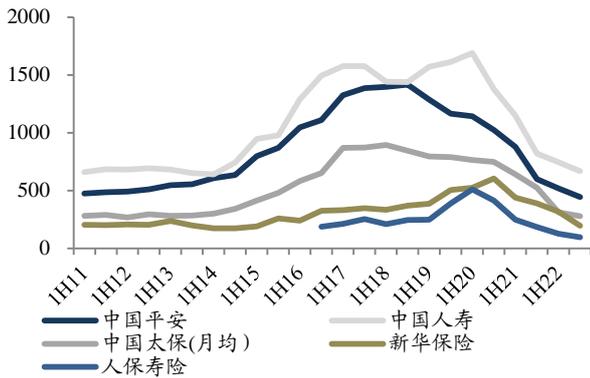


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2.1. 个险渠道：提升队伍收入仍是摆在行业的首要课题

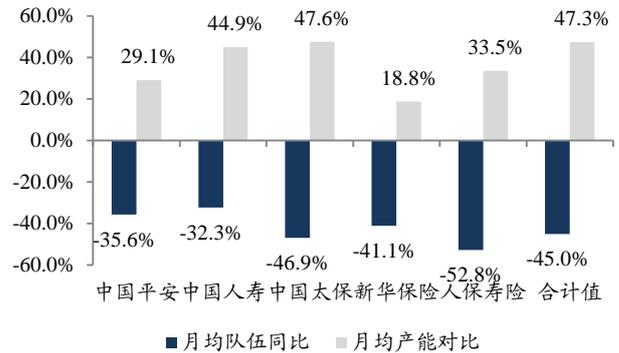
队伍数量持续下降，2022 年末年报口径代理人数量期末值为 168.6 万人，同比下降 33.1%，约为高点（1H20）的 36.4%，重回 2015 年放开代理人资格考试前的水平。截至 2022 年末，平安寿、国寿、太保寿、新华和人保寿险代理人规模分别为 44.5、66.8、27.9、19.7 和 9.7 万人，同比增速分别为-25.9%、-18.5%、-46.9%、-49.4%和-47.6%（其中太保为月均数据）。各险企代理人规模均呈负增长，其中中国寿代理人规模降幅优于同业，得益于公司多措并举多元化产品布局，NBV 考核占比提升，推广“众鑫计划”专项提优提质项目，主动清虚，加快专业化、职业化转型，继续坚持“稳中固量、稳中求效”的队伍发展策略。平安寿险坚定推动高质量转型，实施代理人队伍分层精细化经营，队伍结构实现优化。新人队伍方面，平安寿险持续升级“优+”政策，通过以优增优，逐步改善队伍结构与质量，提升优质新人占比，2022 年新增人力中“优+”占比同比提升 14.1 个百分点。钻石队伍方面，平安寿险进一步深化绩优经营策略，优化队伍结构，提升钻石人群产能。此外，平安寿险数字营业部已完成经营智能化在全国营业部的推广。

图6：上市险企代理人数量持续下行（单位：千人）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：上市险企个险渠道新单同比增长归因分析



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们根据个险新单=平均人力\*人均产能拆解，主动清虚拖累个险新单表现，质态提升有望成为未来个险队伍改革主要方向。根据上市公司披露数据，平均人力下滑33.1%，人均产能同比上升47.3%，两者共同影响下个险新单同比下降7.3%，以价补量但仍有缺口（注：人均产能为披露值，根据月人均首年保险业务收入计算）。上市险企持续主动清虚拖累个险新单表现，质态提升有望成为未来个险队伍改革主要方向。

2022年上市险企平均人均产能9493元/人/月，平均收入5,174元/人/月，提升质态仍是行业共同课题。质态水平同比虽有改善，是否是“数字游戏”有待观察，绝对水平仍有提升空间。我们测算的代理人人均收入指标中平安、国寿、太保、新华和人保寿险分别为6,357、6,135、2,923、2,892和4,242元/人/月，同比增速分别为18.50%、23.07%、30.11%、18.32%和69.10%，增幅得益于主动持续清虚以及新增人力中高质量代理人占比同比提升。经测算从月均人均产能角度分析来看，2022年平安寿、国寿、太保寿、新华和人保寿险同比增速分别为29.1%、44.9%、47.6%、18.8%和33.5%至12,634、11,155、6,844、3,237和3,995元/人/月。

表2：2022年上市险企人力质态主要数据一览

	个险队伍规模 (千人)	同比	人均产能 (元/人/月)	同比	人均收入 (元/人/月)	同比
中国平安	44.5	-25.9%	12,634	29.1%	6,357	18.5%
中国人寿	66.8	-18.5%	11,155	44.9%	6,135	23.1%
中国太保	27.9	-46.9%	6,844	47.6%	2,923	30.1%
新华保险	19.7	-49.4%	3,237	18.8%	2,892	18.3%
人保寿险	9.7	-47.6%	3,995	33.5%	4,242	69.1%
<b>合计值</b>	<b>168.6</b>	<b>-33.1%</b>	<b>9,493</b>	<b>47.3%</b>	<b>5,174</b>	<b>31.7%</b>

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们预计，2023 年队伍脱落率有望明显改善。2020 年以来受新冠疫情反复冲击影响，队伍收入吸引力显著下降，行业增员瓶颈约束下快速脱落时期已过，经过多轮疫情考验存量队伍质态已出现触底迹象；同时，新增入口有回暖迹象，得益于部分头部机构加大费用投入，随着各家头部公司基本法不断优化，优质新人增员入口有所打开。2022 年，平安寿险代理人期末大专及以上学历代理人占比同比上升 3.4 个百分点。

表3: 守得云开见月明，上市险企年报和业绩发布会透出现渠道积极转型成效

公司名称	主要举措
中国人寿	2022 年末总队伍规模为 72.9 万人，同比和环比增速为-18.1%，和-6.9%（9M22: -25.6%和-3.3%），4Q22 单季度人力降幅有所扩大主要系公司推广“众鑫计划”专项提优提质项目，加快专业化、职业化转型。2022 年个险产能及个险月人均 NBV 同比分别保持 33.0%和 14.7%增长。在队伍建设上，公司将继续坚持“稳增长、重价值、优结构、强队伍、推改革、防风险”策略，推进“八大工程”落地见效。队伍建设上要有突破，挖掘存量客户资源和数字化和健康养老生态工程。
中国平安	队伍发展继续践行“三好五星”营业部模式，提升经营效率。加强高质量代理人团队建设，队伍人均月收入 7,051 元，同比增长 22.5%，质态改善得益于主动持续清虚以及新增人力中优+人力占比同比提升 14.1 个 pct.，数字营业部全国营业部推广。公司持续推进 4 渠道+3 产品寿险改革，联席 CEO Jessica 强调数字化营业部已全国推广，在 12-18 个月见效，需经历 3 个阶段：活动率提升（在前 3-4 个月面访客户提升，建议书制作频数提升）——人均产能提升（长险件数）——增员改善。第一批和第二批试点营业部 2H22NBV 同比 1H21 已出现改善。第三批业绩超全国。
中国太保	队伍改革继续落实“长航行动”，加强年轻队伍和核心人力发展。2022 年人均 FYP 同比提升 47.6%，核心人力 FYP 同比提升 31.7%，核心人力 FYC 同比增长 10.1%。公司进一步深化组织转型，释放各级机构主管能动性和积极性，通过解放生产关系再造，配套外勤职业化和数字化转型，让内勤管理架构和专业性得到提升。
新华保险	2022 年末个险营销规模人力 19.7 万人，同比大幅减少 49.4%，月均合格人力 4.5 万人，同比减少 50.5%；月均合格率 15.0%，同比下降 4.1 个百分点；但月均人均综合产能 3,237 元，同比提高 18.8%。公司主动加快人力清虚，队伍建设向“年轻化、专业化、城市化”转型。在队伍转型过程中要致力于挖掘客户需求，增加绩优队伍的量 and 产能。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

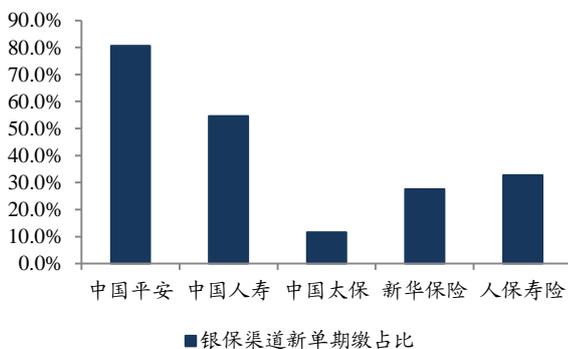
我们预计，上市险企不会重走拉人头的老路。通过年报观察，平安寿险推动高质量代理人建设，继续落实“三好五星”营业部模式，2022 年队伍人均月收入 7,051 元，同比增长 22.5%，质态改善得益于主动持续清虚以及新增人力中优+人力占比同比提升 14.1 个 pct.。太保寿险持续推进“长航”转型落地，新基本法实施显成效，2022 年月均营销员 27.9 万人同比下滑 46.9%，但人均 FYP 同比提升 47.6%，核心人力 FYP 同比提升 31.7%，核心人力 FYC 同比增长 10.1%。质态提升显著。国寿队伍降幅显著优于上市同业，2022 年末总队伍规模为 72.9 万人，同比和环比增速为-18.1%和-6.9%（9M22: -25.6%和-3.3%），4Q22 单季度人力降幅有所扩大主要系公司推广“众鑫计划”专项提优提质项目，加快专业化、职业化转型。2022 年个险板块实现 NBV333.33 亿元，同比下降 22.4%，归因来看：个险新单同比持平，NBV Margin 为 33.0%，同比下降 9.2 个 pct.。2022 年个险产能及个险月人均 NBV 同比分别保持 33.0%和 14.7%增长（1H22: 61%和 35%）；佣金及手续费支出同比下降 16.7%，月均人力同比下滑 32.3%，平均收入延续改善。在队伍建设上，公司将继续坚持“稳增长、重价值、优结构、强队伍、推改革、防风险”策略，

推进“八大工程”落地见效。队伍建设上要有突破，挖掘存量客户资源和数字化和健康养老生态工程。产能增速最快的当属太保寿险，公司加快推进“三化五最”的职业营销转型。职业化方面，坚持固优，推进“芯”基本法有效落地，队伍销售行为改善显著；坚持募优，打造“态U选”长航合伙人招募体系，推动养成常态化招募习惯；坚持升优，做透高端客户转化；推动“芯”职场优化升级，提升客户体验，赋能队伍经营。专业化方面，以客户需求为导向，推进“态幸福”销售管理系统体系化落地；打造个性化、实战型的训练体系，推动“全家全险全保障”，实现销售能力升级。数字化方面，持续推进覆盖客经、销售等全流程场景数字化经营，科技赋能水平持续提升。

## 2.2. 银保渠道：独领风骚，新单增长强劲稳住大盘

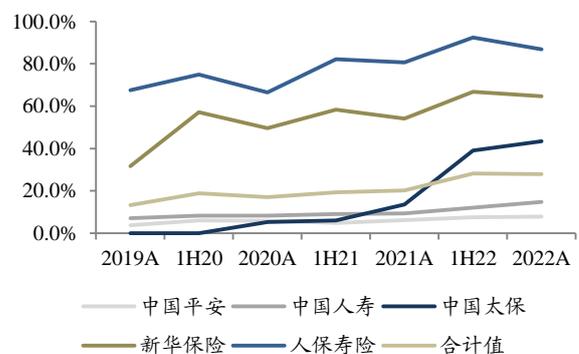
2022年上市险企银保新单对总新单贡献同比提升7.5个pct.至27.8%，较2019年（疫情前）提升14.5个pct.。银保渠道独领风骚，上市险企银保新单增长强劲稳住大盘。此前银保渠道新业务价值率较低、手续费率高、保险公司议价能力低，相比个险银保渠道有些“不受待见”，但是疫情之下银保渠道却展现较快增长。银行网点拥有优质丰富业务客户资源，且客户对理财类金融产品有着明确的诉求，只要险企给出有竞争优势的产品和手续费，提升保费规模难度并不大。不过，仍需客观指出的是，当前银保渠道新单贡献仍以趸交业务为主，期缴占比除平安（80.7%）和国寿（54.7%），其余上市险企占比不足1/3。未来银保客户的价值、质量、缴费质量和价值率仍有进一步提升的空间。

图8：2022年上市险企银保渠道新单期缴占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：近年来上市险企银保渠道新单贡献占比不断提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

上市险企通过增加银保客户经理、探索专属合作、布局战略渠道、优化产品服务支持体系，提升渠道价值创造能力。太保寿险自2021年起重启银保部门，2022年银保新单贡献已近半壁江山。2022年太保寿险银保渠道新业务价值同比增长174.9%，新业务价值占比同比提升7.0个百分点至9.3%。平安银保渠道新业务价值同比增长15.9%，对寿险新业务价值贡献度提升。平安寿险与平安银行的独家代理模式探索初见成效，依托平安集团综合金融平台优势，双方建立了便捷高效的沟通运作机制，平安寿险在培训、产品、服务等方面与平安银行开展深度合作，提升其客户服务的综合化、专业化水平。

平安寿险重点协助平安银行打造银保新优才队伍，目前该队伍已招募超 1,600 人，超 9 成拥有本科学历。同时，平安寿险也积极拓展与外部银行合作，并针对银行客群特点及需求，重点完善银保化“产品+”体系，提供全方位一站式保险保障及增值服务，优化客户体验。

图10: 银保渠道: 独领风骚, 新单增长强劲稳住大盘

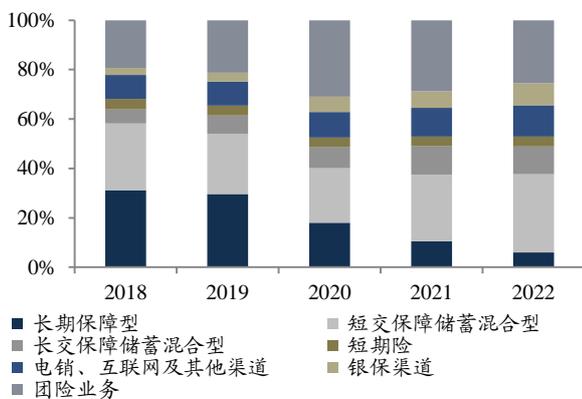
中国人寿	平安寿险	太保寿险	新华保险
<ul style="list-style-type: none"> <li>持续加强客户经理队伍专业化、科技化能力建设，队伍质态稳步提升。2022年末银保客户经理达2.1万人，季均实动人力保持稳定，人均产能同比提升9.1%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>银保渠道NBV同比逆势增长15.7%。重点协助平安银行打造银保新优才队伍，2022年末已招募超1,600人，超9成拥有本科学历。积极拓展与外部银行合作，并针对银行客群特点及需求，重点完善银保化“产品+”体系</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>秉持价值银保定位，深度聚焦核心区域，有序布局战略渠道，塑造高质量队伍，优化产品服务支持体系，建设科技赋能平台，实现银保渠道业务高速发展，价值贡献持续提升至9.3%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司银保渠道抢抓市场机遇，着力发展期交业务，优化渠道合作模式与产品服务供给，但NBV Margin仍为负向贡献</li> </ul>

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 2.3. 产品结构: 健康险新单持续走弱

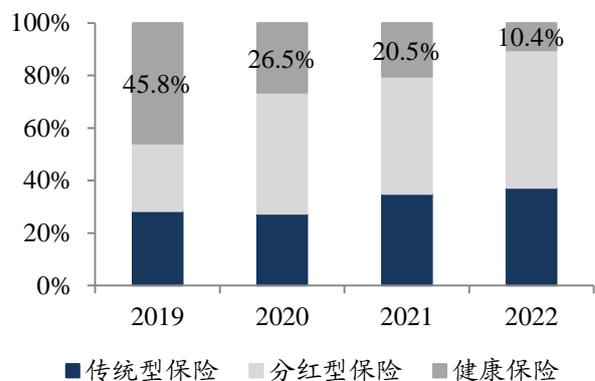
疫情冲击下健康险新单占比保障型业务销售受阻，健康险新单占比下滑。新华变化幅度最为剧烈，公司在新一届董事会领导下，沿袭了“资产负债双轮驱动，规模价值协同发展”的战略，健康险长险首年新单贡献从 2019 年的 45.8% 下降至 2022 年 10.4%。平安用于计算新业务价值的首年保费构成中，长期人寿健康保障型业务占比从 2019 年的 29.7% 下降至 2022 年的 6.1%。

图11: 平安 NBV 新单中长期保障业务占比明显下滑



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图12: 新华保险首年保费收入中健康险占比回落



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

由于重疾险依赖营销员一对一讲解“创造”需求且复购水平较低，与新增队伍数量关联度较高。重疾险新单销售复苏“短期看队伍增员、中期看居民收入、长期看产品升级”。居民消费增速回暖仍需观察。重疾险保费具有一定可选消费属性，2021年以来居民可支配收入增速受疫情冲击出现明显波动。

在资管新规正式落地、市场利率下行以及权益市场波动的背景下，保险财富类产品相对于其他金融产品的长期稳健优势凸显。从2022年上市险企寿险业务保费收入排名前五产品一览表中发现，储蓄型业务占比明显提升，中期年金和两全产品帮助客户解决教育金储备等各类中长期财富管理需求，终身寿险满足客户风险保障、资产传承以及长期储蓄的综合需求。展望未来，我们认为随着居民可支配收入预期的提升，对保险产品配置需求逐步释放，寿险公司仍需坚持以客户为中心的产品开发理念。

表4: 2022年上市险企寿险前五保费收入排名

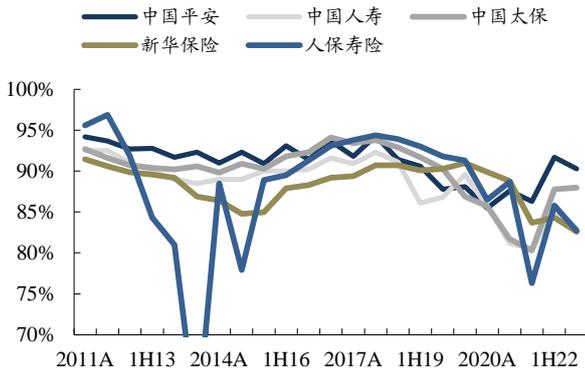
中国人寿	平安人寿	新华保险	太保寿险	人保寿险
国寿鑫享至尊年金保险(庆典版)	平安金瑞人生(2021)年金保险	稳得福两全保险(分红型)	鑫红利两全保险(分红型)	人保寿险鑫安两全保险(分红型)(C款)
国寿鑫耀东方年金保险	平安财富金瑞(2021)年金保险	惠添富年金保险	金佑人生终身寿险(分红型)A款(2014版)	人保寿险如意保两全保险(分红型)
国寿鑫裕金生两全保险	平安御享金瑞年金保险	荣华世家终身寿险	长相伴(庆典版)终身寿险	人保寿险聚财保养老年金保险(分红型)
国寿城乡居民大病团体医疗保险(A型)	平安平安福终身寿险	健康无youC款重大疾病保险	鑫享事诚(庆典版)两全保险	人保寿险温暖金生年金保险
国寿鑫福临门年金保险	平安金瑞人生(20)年金保险	惠金享年金保险	城乡居民大病团体医疗保险(A型)	人保寿险卓越金生两全保险

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

#### 2.4. 业务品质: 继续率同比出现改善

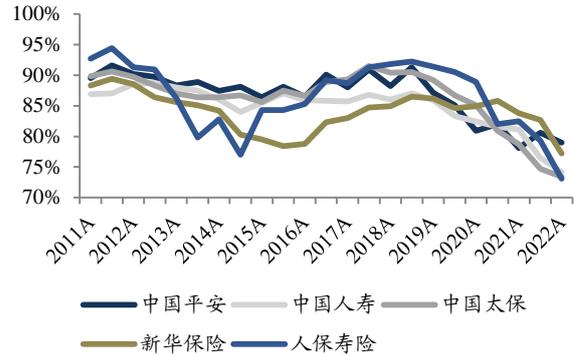
25个月保单继续率同比继续下行, 但13个月保单继续率出现企稳改善。2020年以来队伍大幅脱落拖累存量保单继续率。同时, 受新冠肺炎疫情影响, 部分客户因暂时经济困难未续保, 续期队伍线下面访服务受限, 在一定程度上拉低了整体继续率。2022年, 平安寿险13个月和25个月保单继续率绝对水平同业领跑, 并且已经双双同比改善。公司多措并举, 通过持续深化服务式续收, 通过数字化、智能化开展对续期保单的前置服务、精准续收, 提升续收效能和保单继续率。

图13: 上市险企 13 个月保单继续同比有企稳回升迹象



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 上市险企 25 个月保单继续同比仍有一定压力

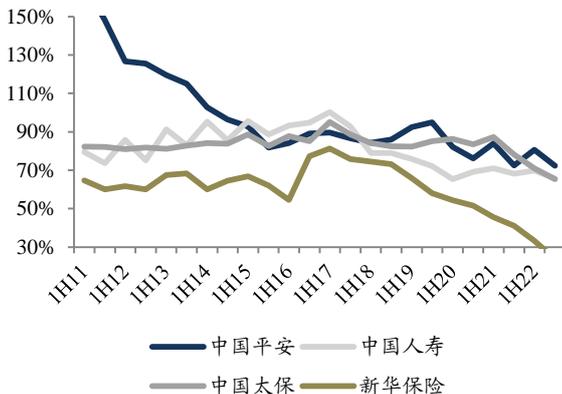


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**提升营销费用的价值创造能力, 平衡内外勤费用支出结构。**我们通过寿险业务管理费用率表征寿险公司费用效率。管理费用/(管理费用+手续费及佣金支出)表征费用经营情况。从内外勤配置比例来看, 随着外勤队伍大幅拖累, 内勤队伍也需同步优化精简, 提升费用效率。上市险企寿险业务管理费用率从 2021 年的 44.4% 下滑至 2022 年的 48.8%。

我们通过新业务价值/手续费及佣金支出和寿险业务管理费用率来表征寿险公司经营效率。从上市险企新业务价值/手续费及佣金支出比(表明每消耗 1 单位的手续费及佣金支出创造的新业务价值, 体现了股东与队伍建设的平衡)来看, 上市险企均值从 2021 年的 68.1% 下滑至 2022 年的 64.3%, 国寿相对稳定, 平安降幅压力较大。

图15: 上市险企 NBV/寿险手续费及佣金支出



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图16: 上市险企管理费用率

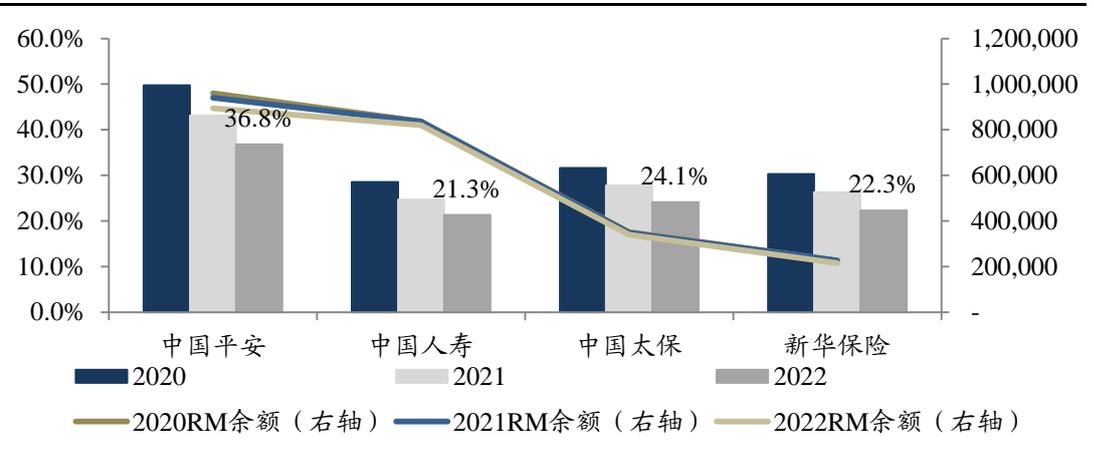


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**2022 年末上市险企合计剩余边际较上年末减少 3.4%, 存量优质业务质地稳健助力利润平稳过度。**截止 2022 年末, 平安寿、国寿、太保寿和新华剩余边际分别较上年末下降 4.9%、1.9%、2.3% 和 4.5% 至 8944、8197、3402、2159 亿元, 剩余边际占期末寿险及长期健康险责任准备金比例达 36.8%、21.3%、24.1% 和 22.3%。剩余边际是公司未来利润的现值, 摊销模式在保单发单时刻锁定, 摊销稳定不受资本市场波动影响, 而剩余边际摊销=上年存量业务摊销+上年业务在当年摊销+当年新业务摊销, 是当年寿险公

司重要的税前利润来源。由于 2019 年以来行业新单增速持续低迷，存量和新业务对当期剩余边际的增长贡献逐步降低，我们预计 2023 年至 2024 年寿险公司剩余边际及其释放仍面临压力。

图17：上市险企剩余边际余额及占准备金比例

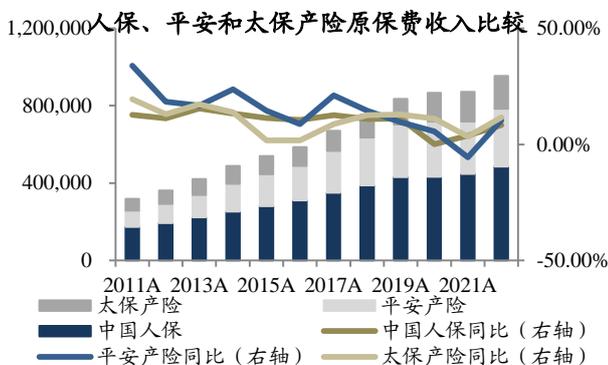


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 财产险：承保利润量价齐升，基本面显著优于寿险

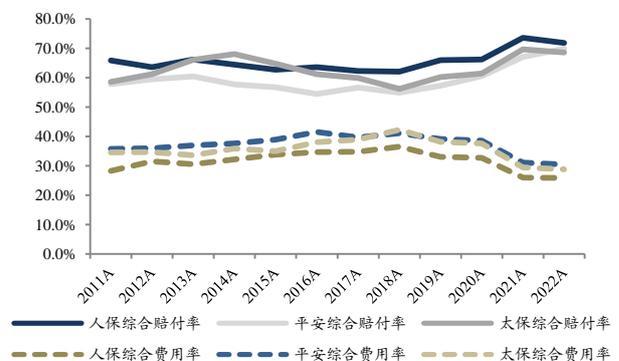
财险保费收入实现较快增长，综合成本率持续优化，综合指标表现优良。2022 年头部“老三家”财险公司（人保、平安和太保）合计实现财险保费收入 9,538.49 亿元，同比增长 9.5%（2021 年：0.63%），其中人保：8.3%、平安 10.4%、太保 11.6%；非车业务占比同比提升 1.7 个 pct.至 40.2%，其中人保：44.1%、平安 32.5%、太保 42.5%。2022 年老三家实现综合成本率 98.4%(2021 年:98.9%)，其中人保:97.6%(同比-1.9pct.)、平安 100.3%(同比+2.3pct.)、太保 97.3%(同比-1.7pct.)。归因来看赔付率同比下降 0.3pct.，费用率同比下降 0.3pct.。2022 年老三家实现净利润 437.11 亿元，同比下降 3.1%，其中人保同比+17.5%、平安同比-45.2%、太保同比+30.4%。

图18：老三家产险保费收入及同比增速对比（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图19：老三家综合赔付率与综合费用率变化趋势



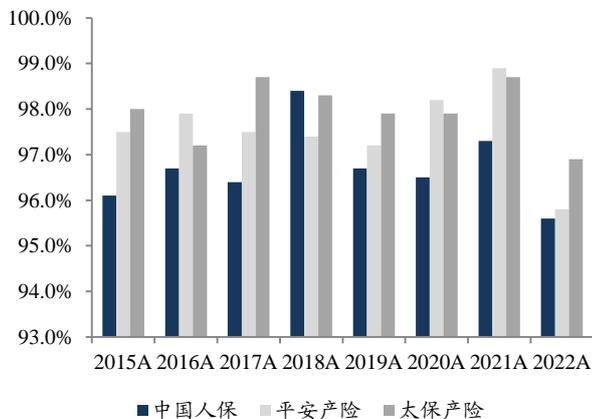
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.1. 车险业务：强化车险品质管控，承保利润量价齐升

2022 年车险综合改革后整体经营稳健有序，老三家实现车险业务原保险保费收入 5704.50 亿元，同比增长 6.4%。老三家通过优化定价模型、加强风险筛选及精细化费用投放等管理举措，车险品质大幅改善。受出行需求降低影响，车险出险频度有一定程度下降。2022 年老三家车险综合成本率为 95.9%（2021 年：97.3%），其中人保：95.6%、平安：95.8%、太保 96.9%，均创出费改以来最好水平。得益于疫情封控使得出险率大幅下降叠加老三家精耕细作，上市险企车险业务品质持续优化，车险赔付率改善带动承保利润提升，交通运输部数据显示 2022 网约车订单量同比下滑 16.8%，城市出租汽车+轨道交通+公共汽电车客运量全年同比下滑 19.7%。

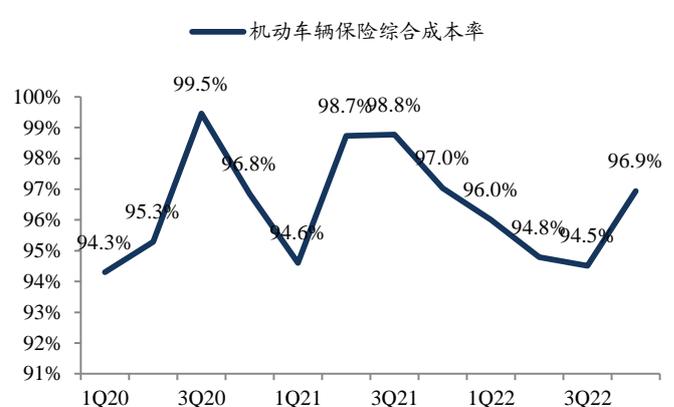
龙头中国财险车险承保利润量价齐升，4Q22 单季回升系费用率有所抬头。2022 年中国财险车险综合成本率（COR）为 95.6%，同比下降 1.7 个 pct.（1Q22 至 4Q22 单季度 COR 分别为 96.0%、94.8%、94.5%和 96.9%），贡献承保利润 113.05 亿元，同比增长 69.4%，主要得益于因疫情管控车险赔付率同比下降 2.0 个 pct.至 68.1%（1H22：69.7%和 2H22：66.5%），而费用率同比上升 0.3 个 pct.至 27.5%（1H22：25.7%和 2H22：29.2%）。2022 年车险续保率同比提升 1.3 个 pct.，“三湾改编”凸显结构改善和效益提升。

图20：上市险企车险综合成本率下行



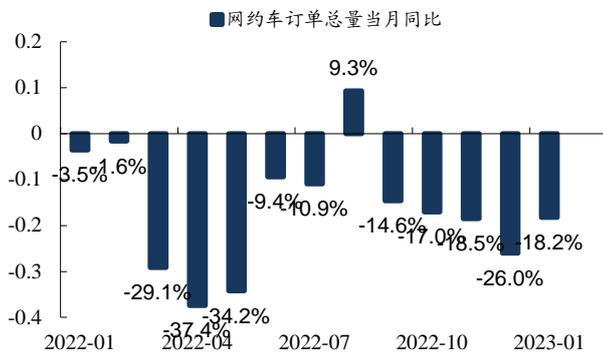
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图21：人保财险逐季车险综合成本率



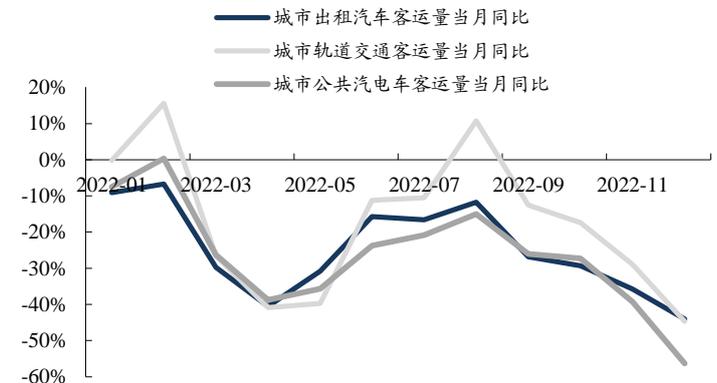
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图22: 2022 网约车订单量同比下滑 16.8%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 2022 年城市出租汽车+轨道交通+公共汽车客运量全年同比下滑 19.7%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

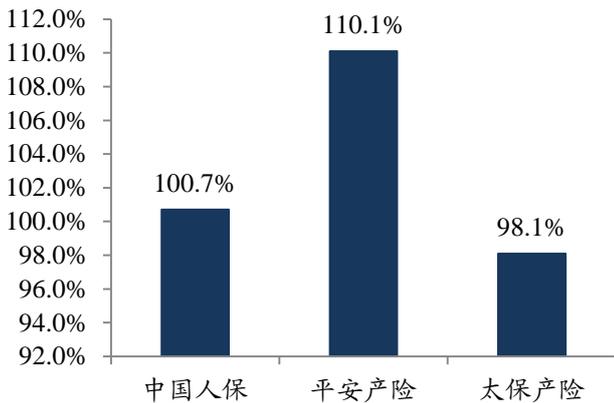
### 3.2. 非车业务: 承保业绩同比改善, 平安受信保拖累

2022 年老三家非车业务综合成本率为 102.6%，平安信保业务大幅拖累非车业务承保盈利。2022 年人保非车业务综合成本率为 100.7%，非车业务承保亏损由 -51.51 亿元大幅收窄至 -9.76 亿元。1) 受人伤赔偿标准上涨以及历史业务赔付责任影响，2022 年责任险赔付率同比上升 8.3 个 pct. 至 76.2%，承保亏损由 2021 年 -16.43 亿元扩大至 2022 年 -31.53 亿元。2) 企财险受大灾损失降低，承保亏损由 2021 年 -24.43 亿元收窄至 2022 年 -8.27 亿元。3) 2022 年农险赔付率和费用率分别同比下降 2.4 个 pct. 和 6.3 个 pct.，承保利润由 2021 年亏损 -4.78 亿元转为 2022 年盈利 26.58 亿元。4) 公司稳步重启信保业务，2022 年保费同比增速 86.4%，受已赚净保费形成率影响，费用率同比上升 14.7 个 pct. 至 30.8%，拖累承保利润同比减少 34.3% 至 11.58 亿元。5) 意健险因商业性业务占比提高，费用率同比上升 1.4 个 pct. 至 18.8%。2023 年非车承保改善力度是全年胜负手，我们预计有望实现盈亏平衡。

2022 年平安非车综合成本率 110.1%，2022 年保证保险承保亏损达 90.13 亿元 (COR: 131.4%)，主要系小微企业客户因经营困难拖累还款能力。关注疫后宏观经济复苏企稳对保证险业务品质改善的推动。2022 年公司责任保险业务综合成本率 105.4%，主要受全国城乡人身损害赔偿标准统一的影响。

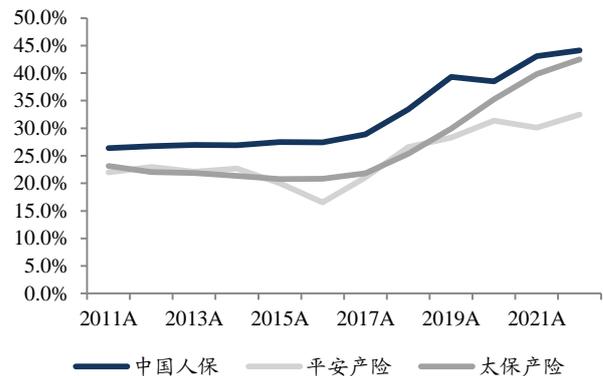
2022 年太保非车综合成本率 98.1%，责任险、健康险、农业险等新兴领域业务保持较快增长势头，同时综合成本率基本保持稳定，企财险、意外险、工程险综合成本率不断优化，业务品质持续向好。

图24: 2022年上市险企非车业务综合成本率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图25: 上市险企非车业务占比提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.3. 老三家 ROE 创出近年来新高: 人保: 12.7%, 平安: 7.6%, 太保: 16.7%

我们以中国财险为例,分析 ROE 提升的原因。2022 年中国财险 ROE 提升至 12.7%, 承保丰年增提准备金夯实来年利润。根据我们搭建的财险 ROE 框架(平均承保杠杆\*承保利润率+平均投资杠杆\*总投资收益率+其他收益)\*(1-实际税率), ROE 由 2021 的 11.3% 上升至 2022 的 12.7%。平均承保杠杆同比持平于 2.0, 得益于已赚保费增速由 2021 年 1.0% 提升至 7.2%; 承保利润率由 2021 的 0.4% 提升至 2022 的 2.4%, 其中赔付率下降贡献 1.9 个 pct., 费用率下降贡献 0.1 个 pct., 得益于疫情防控车险出险率下降以及 2021 年河南暴雨及“烟花”台风导致基数较低。总投资收益率由 2021 年的 4.9% 下降至 2022 年的 3.8%, 平均投资杠杆维持在 2.6 倍; 实际税率由 2021 年的 14.1% 下降至 2022 年的 13.8%。值得注意的是: 1) 加强准备金审慎计提, 2022 年末决赔款准备金净额占已赚保费比例同比增加 4.3 个 pct. 至 41.3%; 2) 2022 年现金流量净额 427.10 亿元, 同比增加 161.4%, 承保质量改善明显。

表5: 中国财险 ROE 驱动分析

ROE 驱动分析	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
已赚保费(百万元)	344,124	380,683	393,127	396,997	425,480	462,521	495,361	531,218
综合成本率	98.5%	99.2%	98.9%	99.6%	97.6%	97.9%	97.7%	97.5%
平均承保杠杆	2.5	2.4	2.2	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9
承保利润(百万元)	5,304	3,177	4,177	1,521	10,329	9,778	11,429	13,509
投资资产(百万元)	434,222	464,751	507,525	534,072	570,736	610,688	650,382	690,706
投资收益率	4.5%	4.8%	4.6%	4.9%	3.8%	4.7%	5.0%	5.0%
平均投资杠杆	3.1	2.9	2.7	2.6	2.6	2.6	2.5	2.4
投资收益(百万元)	19,047	21,676	22,135	25,416	20,906	27,852	31,552	33,510
其他收益(百万元)	-923	-1,070	-1,636	-909	-316	-777	-666	-620

利润总额（百万元）	23,428	23,783	24,676	26,028	30,919	36,853	42,315	46,399
所得税（百万元）	-7,942	496	-3,808	-3,663	-4,266	-6,002	-7,146	-7,942
实际税率	-33.9%	2.1%	-15.4%	-14.1%	-13.8%	-16.3%	-16.9%	-17.1%
净利润（百万元）	15,486	24,279	20,868	22,365	26,653	30,850	35,169	38,457
权益（百万元）	141,503	169,954	190,031	205,649	212,748	242,568	267,595	294,300
ROE	11.3%	15.6%	11.6%	11.3%	12.7%	13.6%	13.8%	13.7%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所，本表财务数据根据国际会计准则计量

## 4. 投资收益率明显承压

### 4.1. 可投资资产同比增长 9.67%

2022 年末五大上市险企合计可投资资产较上年末增长 9.67% 至 13.96 万亿元，其中中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险和中国人保的可投资资产分别同比增速分别为 11.5%、7.4%、11.8%、11.1% 和 8.0%。

表6：上市险企投资业务主要数据一览表

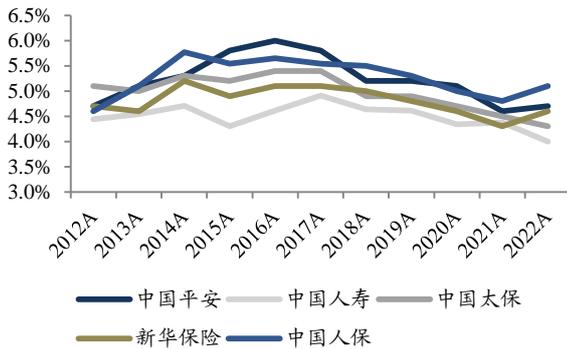
公司名称	可投资资产 (百万元)	净投资收益率	总投资收益率	综合投资收益率	股基投资占比	债券投资占比
中国平安	4,368,400	4.7%	2.5%	2.7%	11.1%	50.7%
中国人寿	5,064,980	4.0%	3.9%	2.6%	11.4%	48.5%
中国太保	2,026,283	4.3%	4.2%	3.2%	12.4%	40.3%
新华保险	1,203,008	4.6%	4.3%	1.9%	14.1%	40.0%
中国人保	1,292,797	5.1%	4.6%	3.2%	13.6%	41.2%
合计值	13,955,468	4.4%	3.8%	2.7%	11.9%	46.6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 4.1. 各类口径下的投资收益率明显承压

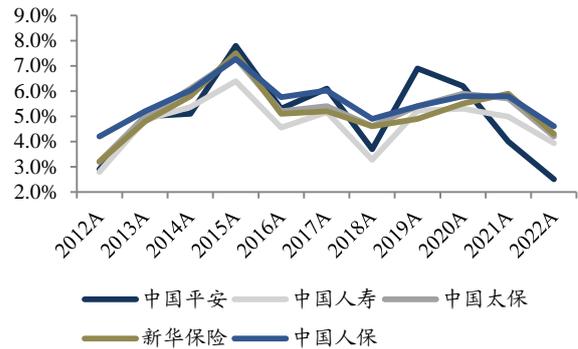
2022 年对保险业而言是极度不平凡的一年，行业资产负债来两端深度承压。受疫情持续反复冲击，长端利率低位震荡下行，叠加海外地缘局势和政策紧缩的制约，权益市场大幅下行。从 2022 年年报披露数据来看，各家上市险企秉持在不确定的环境中抓住确定性收益的指导思想，尽管 10 年期国债收益率在年中曾最低下探至 2.85%，较年初下降近 20 个基点，但 A 股 5 家上市险企（中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险和中国人保）合计净投资收益同比增长 3.8%，稳住投资收益和利润贡献的基本盘；总投资收益同比大幅下降 18.2%，主要系股债市场全年波动下行所致。2022 年上市险企平均净投资收益率同比下滑 0.1 个 pct. 至 4.44%；平均总投资收益率同比下滑 1.3 个 pct. 至 3.78%；考虑其他综合收益后的综合投资收益率同比大幅下行 2.5 个 pct. 至 2.72%，主要受计入其他综合收益的可供出售类金融资产的公允价值变动净额下降。

图26: 上市险企净投资收益率水平逐步下行至 4.44%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图27: 上市险企总投资收益率水平大幅下行至 3.78%

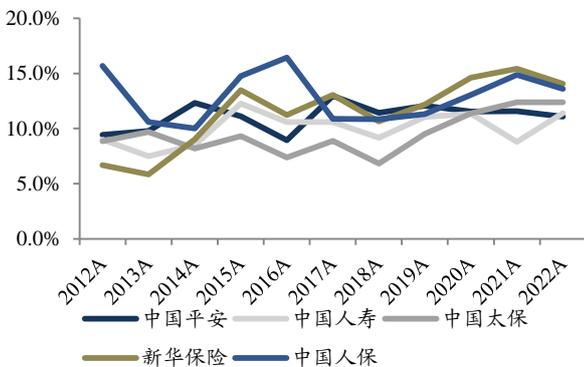


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

#### 4.2. 核心权益投资中股基投资占比稳步上行

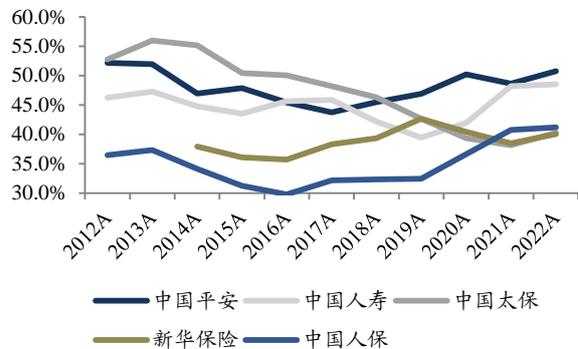
不过值得注意的是, 在股债双杀的环境下, 上市险企核心权益配置逆势上行, 体现作为长期机构投资者在较低, 发挥保险资金规模大、期限长、稳定性高的优势。此前银保监会认真学习贯彻中央经济工作会议精神中明确强调“完善分级分类差异化监管措施, 鼓励偿付能力充足、资产负债管理能力较强的保险公司加大股票等二级市场权益类资产投资。积极创造条件, 探索保险资金长期稳定投资股票模式, 充分发挥机构投资者作用, 加大优质上市公司股票投资。”2022年末, 上市险企股票+基金配置比例同比上升0.6个pct.至11.9%。上市险企权益投资逐步推进组合策略结构调整, 在2022年四季度估值相对低点配置低估值、高股息股票。整体来看当前对权益类资产持仓当前处于历史中高水平, 中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险和中国人保股票和基金持仓占比分别为11.1% (同比-0.5pct.)、11.4% (同比+2.6pct.)、12.4% (同比持平)、14.1% (同比-1.3pct.)和13.6% (同比-1.3pct.)。

图28: 上市险企股基投资余额占比提升至历史中枢上方



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图29: 上市险企债券投资占比上升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

在年报和业绩发布会环节，上市险企管理层也传达了当下对权益市场的投资策略的思考，整体来看，在当前疫后宏观环境持续复苏的大背景下，叠加 2023 年伊始上市险企需要实施新金融工具会计准则，积极配置低估值、高股息的蓝筹品种仍是占优策略。保险资金配置仍需要以负债为驱动，以偿付能力为核心指标，致力于创造穿越宏观经济周期的稳定的投资收益，以满足负债需求，实现资产负债的匹配。中国太保披露的集团 2022 年权益投资类收益率为 2.7%，同比下降 5.9 个 pct.，取得正收益实属不易。中国人寿提出做稳权益投资，统筹控制风险敞口，均衡投资权益品种，增配低估值、高股息股票，降低风险波动，垫高安全垫。新华保险于 2022 年四季度挖掘港股市场这一价值洼地，在港股投资方面坚持高股息策略，2022 年股权型投资股息和分红收入同比增长 92.3%，在支撑净投资收益率逆势提升 0.3 个 pct. 至 4.6% 的同时稳住了全年利润基本盘。

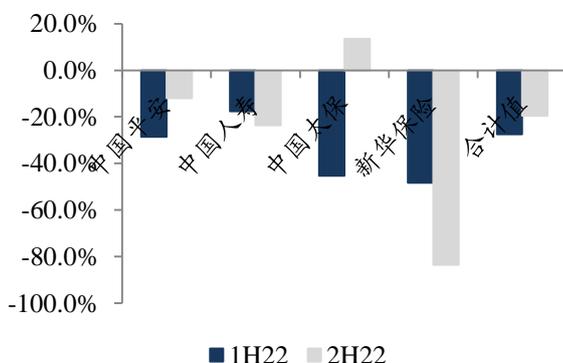
## 5. NBV 量价齐跌 EV 较年初负增长

### 5.1. NBV: 全年大幅下滑 下半年降幅小幅收窄

受新冠肺炎疫情影响，新单增长乏力、增员困难、保障型业务销售受阻的负向循环影响，上半年上市险企合计 NBV 同比增速为-27.5%，下半年降幅缩小至 19.5%，全年价值负增长达 25.1%。我们根据 FYP 口径测算的 2022 年上市险企平均 NBV Margin 水平为 18.7%，较 2021 年的 24.9% 下滑明显。具体来看中国平安、中国人寿、中国太保和新华保险 NBV 1H22 同比增速分别为-28.5%、-17.6%、-45.3%和-48.4%；2H22 同比增速分别为-12.0%、-23.7%、-13.5%和-83.5%；全年累计增速分别为-24.0%、-19.6%、-31.4%和-59.5%。

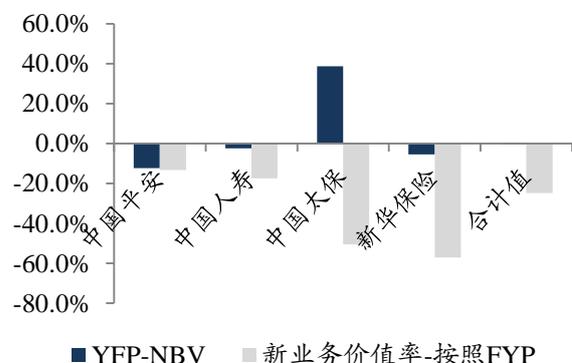
从 NBV 归因分析来看，上市险企累计 FYP (NBV 口径) 同比下降-0.4%，Margin 同比增速-24.8% (绝对值大幅减少 6.2 个 pct. 至 18.7%) 拖累价值增长。2022 年中国平安、中国人寿、中国太保和新华保险 FYP (NBV 口径) 同比增速分别为-12.3%、-2.5%、38.7%和-5.4%，而 NBV Margin (FYP) 同比贡献为-13.3%、-17.5%、-50.5%和-57.2%。

图30: 上市险企 2022 年上下半年 NBV 同比增速一览



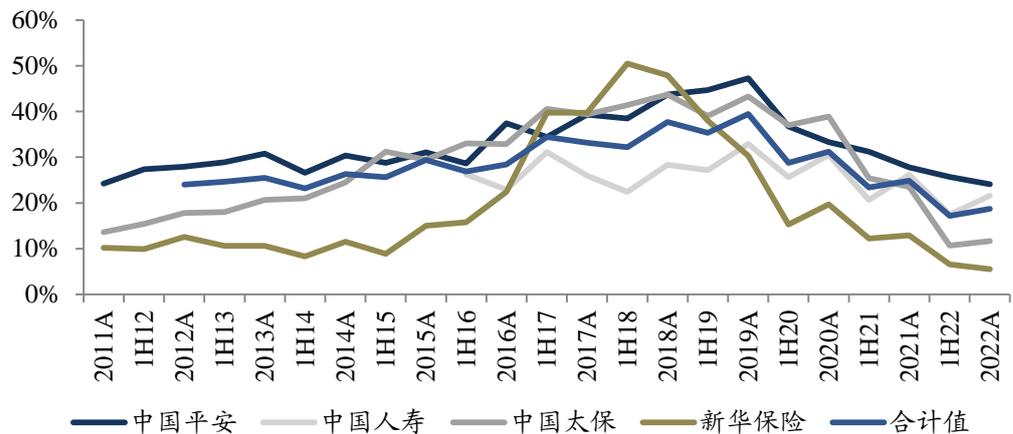
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图31: 上市险企 2022 年 NBV 增长归因分析



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图32: 上市险企 2022 年 NBV Margin 一览



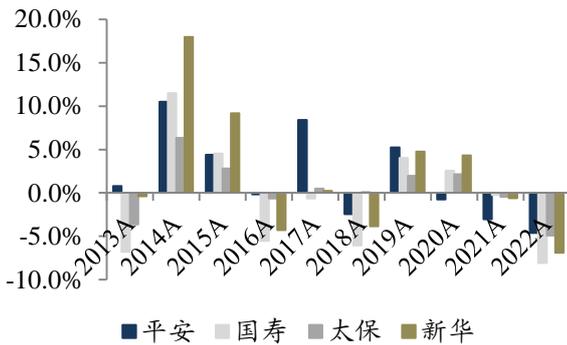
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 5.2. EV: 寿险 EV 同比增速 1.6%，集团 EV 同比增速 2.2% 投资回报偏差拖累增速

**寿险 EV 增速达 1.6%，投资回报偏差正拖累寿险 EV 增速。**2022 年中国平安、中国人寿、中国太保和新华保险寿险 EV 同比增速为-0.2%、2.3%、5.7%和-1.3%至 8747.86、12305.19、3981.91 和 2555.82 亿元，合计同比增速为 1.6%。其中 1H20 较 2019 年末增速分别为 6.3%、7.8%、3.8%和 9.6%，2H20 较 1H20 增速分别为 2.4%、5.5%、7.6%和 7.1%。寿险 EV 增速放缓主要受：1.NBV 增速放缓使对寿险 EV 贡献降低，2022 年中国平安、中国人寿、中国太保和新华保险 NBV 对期初 EV 贡献为 3.3%、3.0%、2.4%和 0.9%，合计达 2.8%，而 2021 年同期为 4.1%；2.2020 年至 2022 年连续三年寿险新单增长乏力，有效业务价值增速放缓，带动 EV 本年预计回报增速逐年下滑；3.因资产端投资收益下降使得投资回报偏差拖累 EV 增长，中国平安、中国人寿、中国太保和新华保险投资回报偏差对期初 EV 负贡献达-4.6%、-8.1%、-4.9%和-6.9%，合计达-6.4%（而 2019 年至 2021 年分别为+4.2%，+1.5%和-1.2%）。集团 EV 增速为 2.2%，2022 年中国平安、中国人寿、中国太保和新华保险集团 EV 同比增速为 2.0%、2.3%、4.3%和-1.3%至 14,238、12,305、5,196 和 2,556 亿元，合计同比增速为 2.2%。

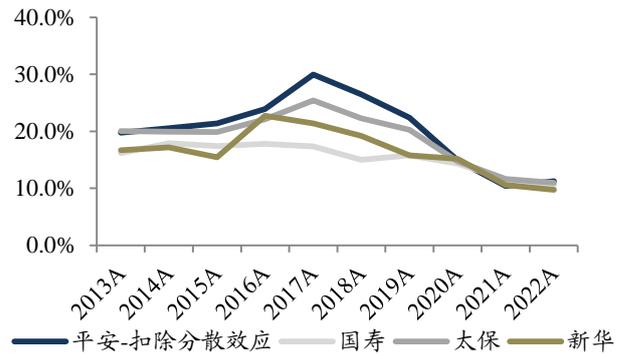
**ROEV 为 10.7%，NBV 占期初 EV 为 2.5%。**上市险企整体 ROEV[(EV 期初预计回报+不考虑分散效应的 NBV+营运经验差异)/期初 EV]达 10.7%。2022 年中国平安、中国人寿、中国太保和新华保险 ROEV 达 11.2%、10.5%、10.9%和 9.7%，而 2021 年同期为 10.4%、11.5%、11.6%和 10.6%。

图33: 上市险企投资回报偏差对期初 EV 增长拖累



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图34: 2022年上市险企寿险业务 ROEV 下滑至 10.7%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 6. 投资建议

上市险企完成 2022 年年报披露, 整体业绩符合市场此前较低的预期。宏观预期持续向好, 资产端复苏仍为当前上涨核心逻辑, 长端利率仍是胜负手, 关注 3.0% 整数关口信号意义。我们在年度策略中旗帜鲜明提出资产端底部反转是短期估值修复的核心。1Q23 信贷开门红维持高增长, 企业和居民中长贷增长保持韧性, 3 月出口总值同比增长 23.4%, 近期易行长在 G20 财长和央行行长会议上发言明确中国经济正在企稳回升, 2023 年全年 GDP 增速将达 5%。

负债端拐点正在验证, 春节错位、二阶段开门红促同比改善。随着疫情放开影响不断深化, 代理人逐步复工复产, 春节基数效应消除, 各大险企积极备战二阶段开门红, 需求有望进一步释放, 负债端业绩表现有望实现同比改善。我们预计 1Q23 上市险企 NBV 增速基本持平, 我们预计 1Q23 上市险企 NBV 增速排序为: 太保 (+12%) > 平安 (+7%) > 国寿 (+3%) > 新华 (+3%), 全年上市险企维持 5-10% 左右正增长判断不变。

添酒回灯重开宴。从宏观预期到业绩兑现, 近日保险股初显持续反弹预兆, 板块上涨核心逻辑在于经济复苏与负债端拐点显现, 我国经济韧性强、潜力大、活力足, 长期向好的基本面没有变, 人身险市场长期空间依旧广阔。个股推荐顺序: 中国太保、中国人寿和中国平安。

表7: 上市险企估值表 (以 2023 年 4 月 17 日股价计)

代码	EVPS	收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/EV	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	47.48	76.34	77.89	83.87	90.01	中国平安	0.62	0.61	0.57	0.53
601628.SH	中国人寿	35.20	42.56	43.54	47.20	51.01	中国人寿	0.83	0.81	0.75	0.69
601601.SH	中国太保	28.68	51.80	54.01	60.70	66.06	中国太保	0.55	0.53	0.47	0.43
601336.SH	新华保险	32.70	82.96	83.94	90.25	97.42	新华保险	0.39	0.39	0.36	0.34
代码	EPS	收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/E	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	47.48	5.56	4.58	7.27	8.62	中国平安	8.54	10.36	6.53	5.51
601628.SH	中国人寿	35.20	1.80	1.14	1.53	1.74	中国人寿	19.54	31.01	22.94	20.26
601601.SH	中国太保	28.68	2.79	2.56	3.02	3.54	中国太保	10.28	11.21	9.49	8.11
601336.SH	新华保险	32.70	4.79	3.15	4.12	4.57	新华保险	6.83	10.39	7.93	7.16
代码	BVPS	收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/B	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	47.48	44.44	46.16	49.79	54.79	中国平安	1.07	1.03	0.95	0.87
601628.SH	中国人寿	35.20	16.93	15.43	16.63	17.96	中国人寿	2.08	2.28	2.12	1.96
601601.SH	中国太保	28.68	23.57	23.75	27.29	29.79	中国太保	1.22	1.21	1.05	0.96
601336.SH	新华保险	32.70	34.77	32.98	36.36	39.95	新华保险	0.94	0.99	0.90	0.82
代码	BVPS	收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/B	2021A	2022E	2023E	2024E
2328.HK	中国财险	8.75	9.12	9.57	10.91	12.03	中国财险	0.84	0.80	0.70	0.64

"数据来源: Wind, 公司财报, 东吴证券研究所"

注: 除中国财险外, 以上公司皆为 A 股上市险企, 其中 A 股上市险企股价单位统一为人民币, 港股 (H 股) 险企股价单位统一为港元, 估值数据则按照 1 港元=0.8753 元人民币汇率计算, 数据更新至 2023 年 4 月 17 日, 上述公司盈利预测均来自东吴证券研究所, 均为已覆盖标的。"

## 7. 风险提示

1) 疫情扩散超市场预期。若疫情防控优化进程低于预期, 持续的社交距离的限制或将使得传统营销队伍步入保障型业务销售受阻——队伍收入下滑——新增入口受限——新单回落的负向循环影响。同时新冠肺炎疫情变异毒株反复也将拖累资产端权益市场表现和长端利率水平, 进而拖累寿险公司估值水平和投资收益。

2) 宏观经济复苏低于预期。若放开后, 宏观经济持续无法恢复至疫情前, 甚至是放开前的平均水平, 则对长端利率和权益市场产生较大压制, 拖累寿险板块估值。

3) 寿险业转型持续低于预期。近年来头部寿险公司积极实施寿险转型。若出现存量队伍质态优化不及预期, 新增优增队伍入口迟迟无法打开局面, 进而使得寿险业务新单和价值增长持续低迷。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

