

资负共振、业绩验真，待估值修复

——保险行业2023年一季度报综述

行业评级

保险 强于大市（维持）

平安证券研究所非银&金融科技研究团队

王维逸 S1060520040001（证券投资咨询）

李冰婷 S1060520040002（证券投资咨询）

韦霁雯 S1060122070023（一般证券业务）

2023年4月28日

摘要

- **一、行业总览：保费与利润同步增长。** 23Q1行业人身险原保费收入1.5万亿元（YoY+9%）、增速回升，行业产险原保费收入4667亿元（YoY+10%）、保持双位数增长。投资改善、会计准则调整，助力上市险企利润普遍高增。
- **二、寿险：储蓄险拉动新单与NBV增长**
 - 1) **新单：**主要上市险企普遍实现总新单增长。其中，个险渠道新单总体企稳、银保期交新单高增。
 - 2) **NBV：**险企“开门红”主要推动储蓄型产品销售，23Q1主打增额终身寿险和短交年金。23Q1普遍实现NBV增长，但同期基数、费用投放、产品设置等不同，预计23Q1整体NBVM表现各异。
 - 3) **代理人：**22Q2以来上市险企队伍规模环比、同比降幅均收窄，23Q1个险队伍规模逐步企稳，同时质态明显提升。
- **三、产险：车险保费增速放缓，COR表现分化。** 23Q1国内乘用车销量下降、基数效应已逝，车险保费增速放缓，农险、保证险推动非车险保持快速增长。受保证险业务影响，“老三家”产险综合成本率变动各异。
- **四、投资：权益市场回暖，投资收益率改善。** 上市险企净投资收益率保持相对稳定，权益市场回暖增厚总投资收益。
- **五、投资建议：** 负债端，居民保本储蓄需求旺盛、竞品吸引力下降，23Q1寿险NBV已实现正增长，预计23年寿险业绩将迎来修复。在预定利率调整的预期下，23Q2储蓄型产品销售热度有望维持。资产端，随着经济持续复苏，长端利率有望企稳回升、权益市场有望迎来修复；同时地产政策发力，险企投资端将迎来改善。行业估值和持仓仍处底部， β 属性和基本面改善将助力保险板块估值底部修复，看好行业的长期配置价值，维持“强于大市”评级。
- **六、风险提示：** 权益市场大幅波动、新单超预期下滑、产险赔付超预期、利率超预期下行。



CONTENT 目录

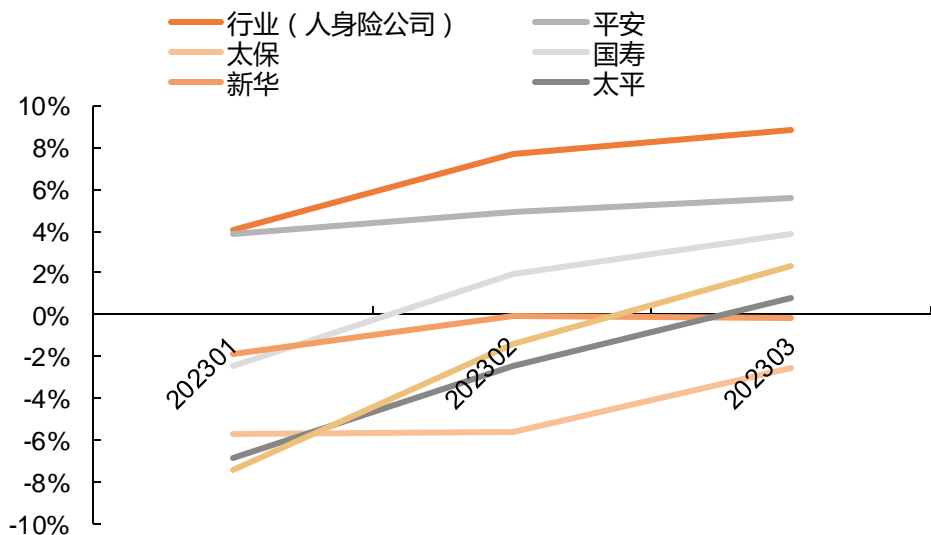
- ① 一、行业总览：保费与利润同步增长
- ② 二、寿险：储蓄险拉动新单与NBV增长
- ③ 三、产险：车险保费增速放缓，COR表现分化
- ④ 四、投资：权益市场回暖，投资收益率改善
- ⑤ 五、投资建议及风险提示

一、行业总览：保费与利润同步增长

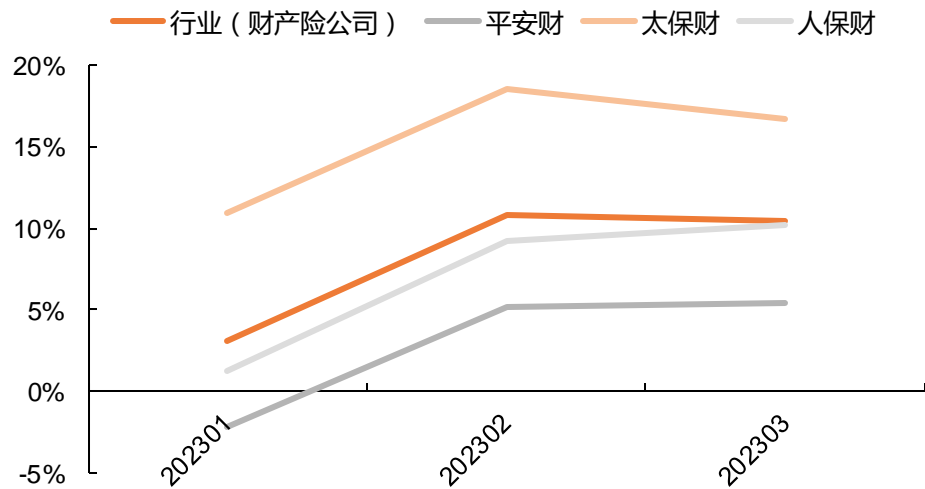
1.1 人身险保费增速回升，产险保费保持双位数增长

- **人身险**：23Q1行业原保费收入1.5万亿元（YoY+9%），上市险企累计人身险保费回暖，23Q1总保费同比增速排名：行业（+8.9%）>平安（+5.6%）>国寿（+3.9%）>人保（+2.3%）>太平（+0.8%）>新华（-0.2%）>太保（-2.6%）。
- **财产险**：23Q1行业原保费收入4667亿元（YoY+10%），上市险企23Q1总保费增速排名：太保（+16.8%）>行业（+10.4%）>人保（+10.2%）>平安（+5.4%）。

◆ 23Q1人身险累计保费同比增速



◆ 23Q1财产险累计保费同比增速

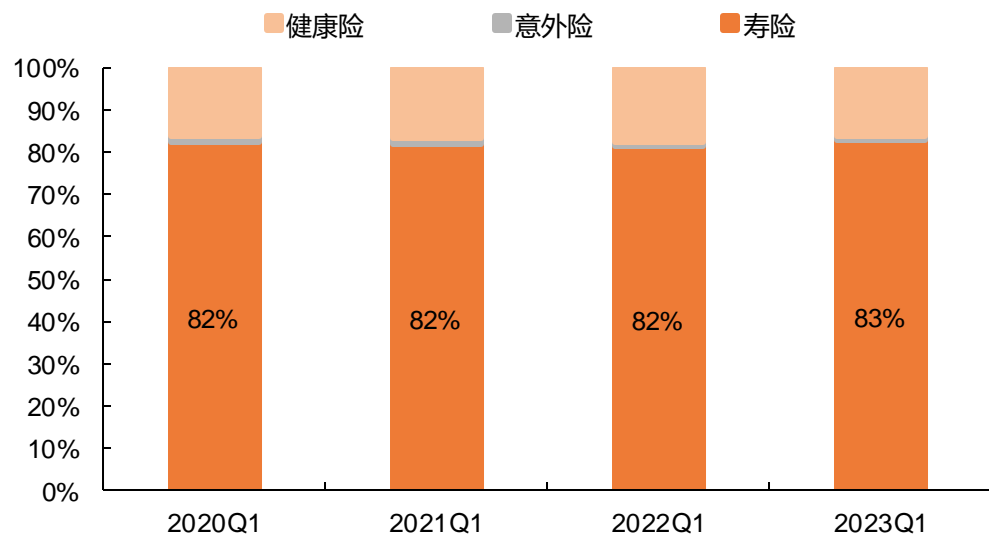


一、行业总览：保费与利润同步增长

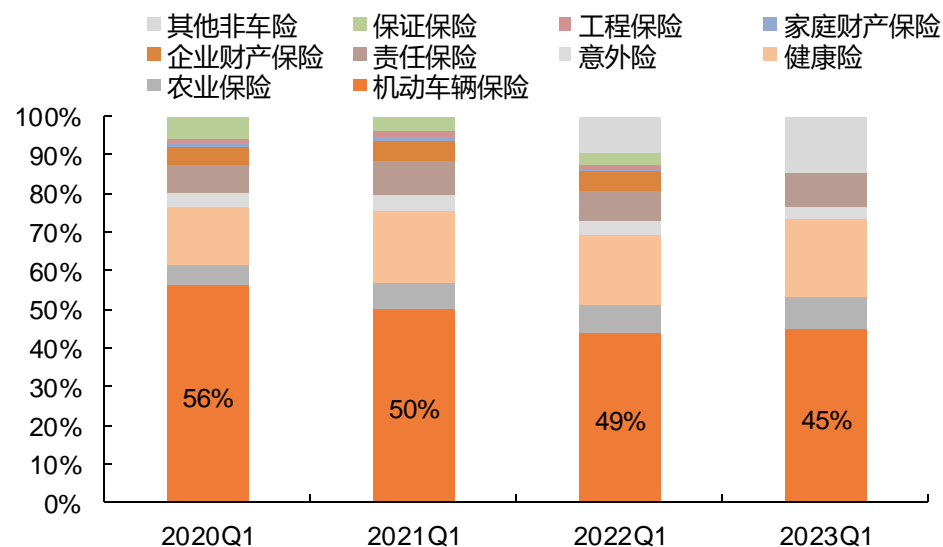
1.2 寿险与非车险保费增长更快

- 人身险：寿险增长较快，健康险基本持平。23Q1行业寿险、健康险、意外险原保费分别1.2万亿元（YoY+11%）、2385亿元（YoY+1%）、132亿元（YoY-10%），在人身险保费中分别占比83%（YoY+1pct）、16%（YoY-1pct）、1%（YoY-0.2pct）。
- 产险：车险保费延续增长，非车险保费增速更快。23Q1行业车险、非车险原保费分别2087亿元（YoY+6%）、2580亿元（YoY+14%），在产险保费中分别占比45%（YoY-4pct）、55%（YoY+4pct），其中农险/健康险/意外险/责任险/其他非车险在产险保费中占比分别9%/20%/3%/9%/15%，同比分别+1/-0.02/-1/-0.2/+4pct。

◆ 20Q1-23Q1人身险累计保费构成



◆ 20Q1-23Q1财产险累计保费构成

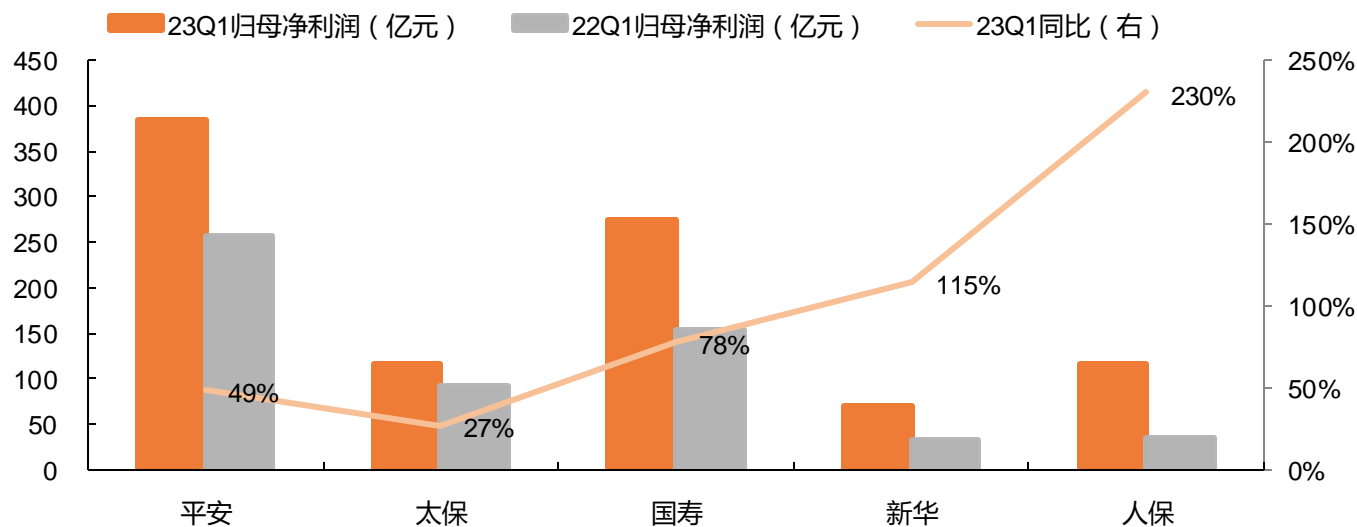


一、行业总览：保费与利润同步增长

1.3 投资改善、会计准则调整，上市险企利润高增

➤ **23Q1上市险企归母净利润普遍高增。**新会计准则下，险企23Q1归母净利润及同比增速分别：平安384亿元（YoY+49%）、国寿273亿元（YoY+78%）、人保117亿元（YoY+230%）、太保116亿元（YoY+27%）、新华69亿元（YoY+115%）。旧会计准则下，国寿23Q1归母净利润179亿元（YoY+18%）。新准则下险企利润规模较高，主要由于：1) 权益市场回暖，以FVTPL计量的权益类资产浮盈增厚利润；2) 负债端折现率可采用OCI选择权，折现率等经济假设下降导致的保险合同负债变动影响OCI、而不减少净利润。

◆ 主要上市险企归母净利润（新会计准则）

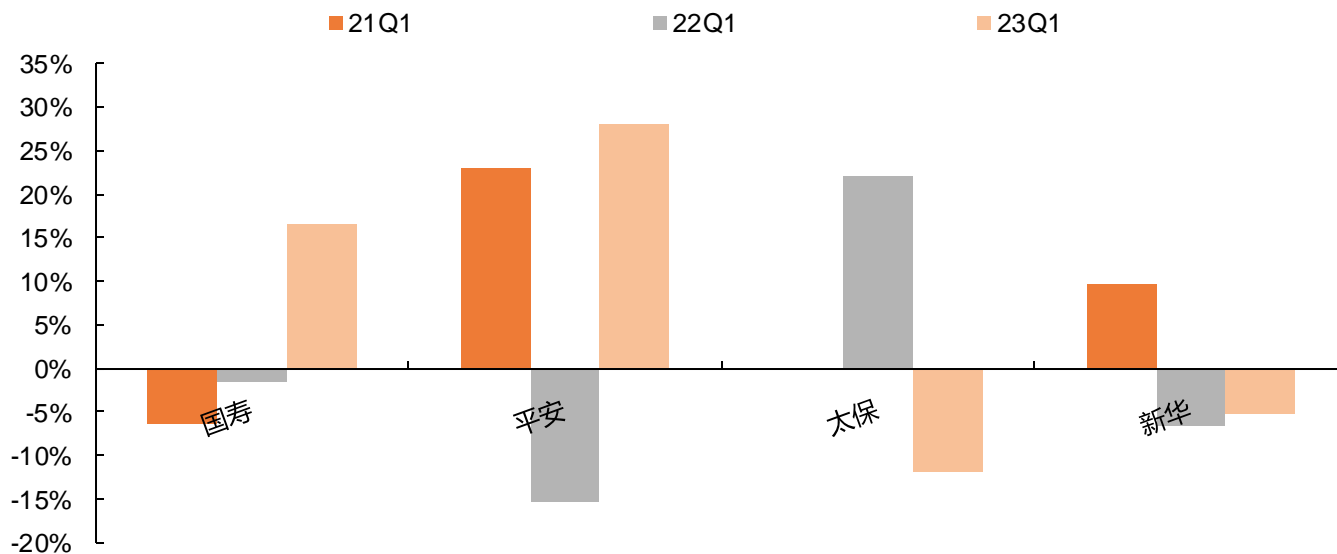


二、寿险：储蓄险拉动新单与NBV增长

2.1 个险企稳、银保高增，总新单明显改善

- 主要上市险企普遍实现总新单增长。尽管23Q1各家“开门红”备战节奏不同，但银行存款和理财产品等竞品吸引力下降、保险产品优势凸显，居民财富管理需求释放，主要上市险企23Q1总新单改善明显。23Q1总新单同比增速排名：平安(+28%) > 国寿(+17%) > 新华(-5%) > 太保(-12%)。其中，太保调整披露口径，规模保费下滑大概率由于23Q1主打增额终身寿险产品，并无万能险作为附加，预计原保费收入口径下总新单有望实现正增长。

◆ 主要上市险企21Q1-23Q1总新单同比增速



注：新单口径

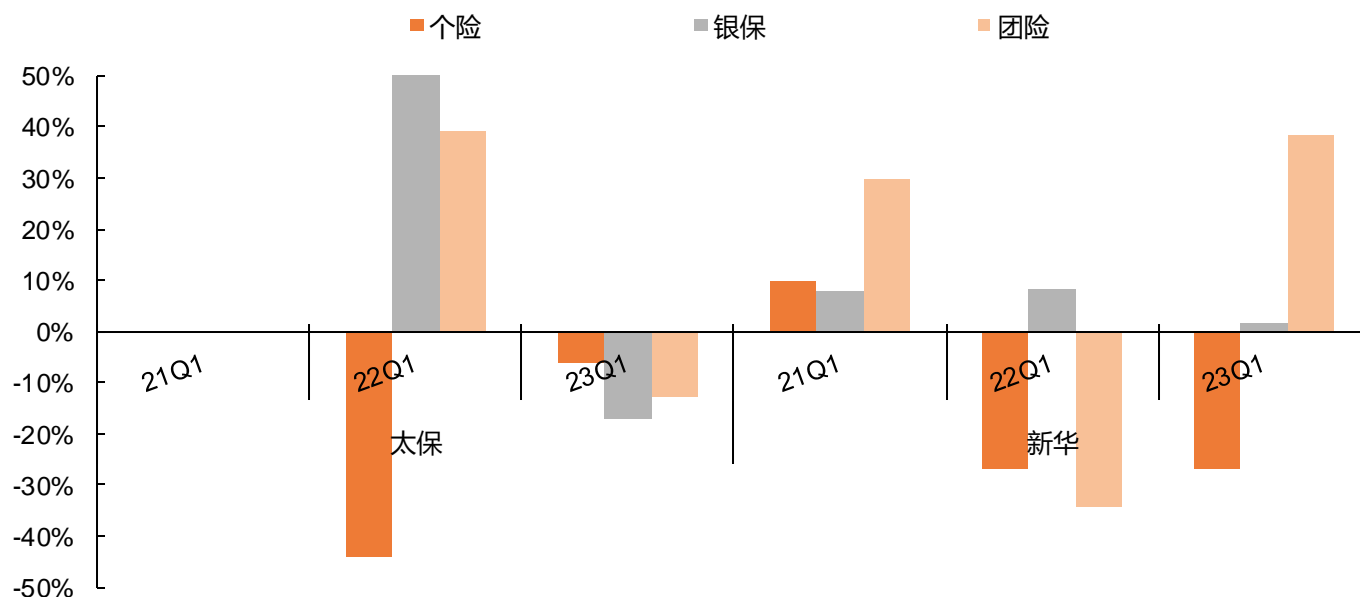
- 平安：“用来计算新业务价值的首年保费”
- 太保：23Q1由“保费收入”调整为“规模保费”
- 国寿：“保费收入”
- 新华：“保费收入”

二、寿险：储蓄险拉动新单与NBV增长

2.1 个险企稳、银保高增，总新单明显改善

- 寿险转型成效初显，预计23Q1个险总新单企稳、期交新单正增长（除新华外）。太保个险队伍销售和自主经营能力提升，23Q1个险新单同比-6%、个险期交新单同比+4.2%；新华队伍规模缩减，23Q1个险新单同比-27.0%、个险期交新单同比-25.8%。
- 重视银保价值增长，推动银保期交新单高增。23Q1太保银保期交新单同比+399%、新华银保长险首年期交保费同比+75%，在银保新单中占比分别26%（YoY+22pct）、34%（YoY+15pct）。

◆ 主要上市险企21Q1-23Q1分渠道新单同比增速

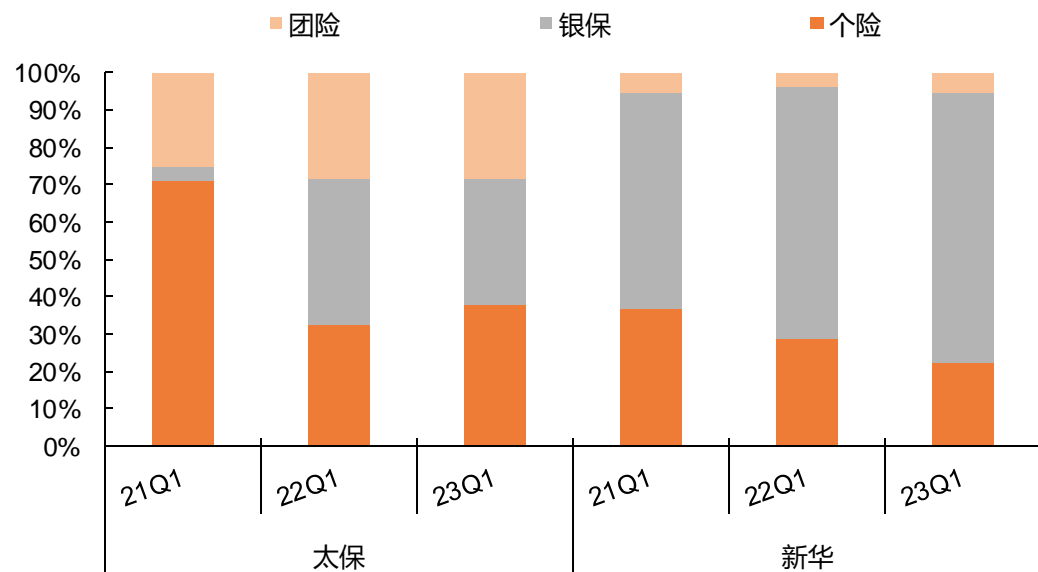


二、寿险：储蓄险拉动新单与NBV增长

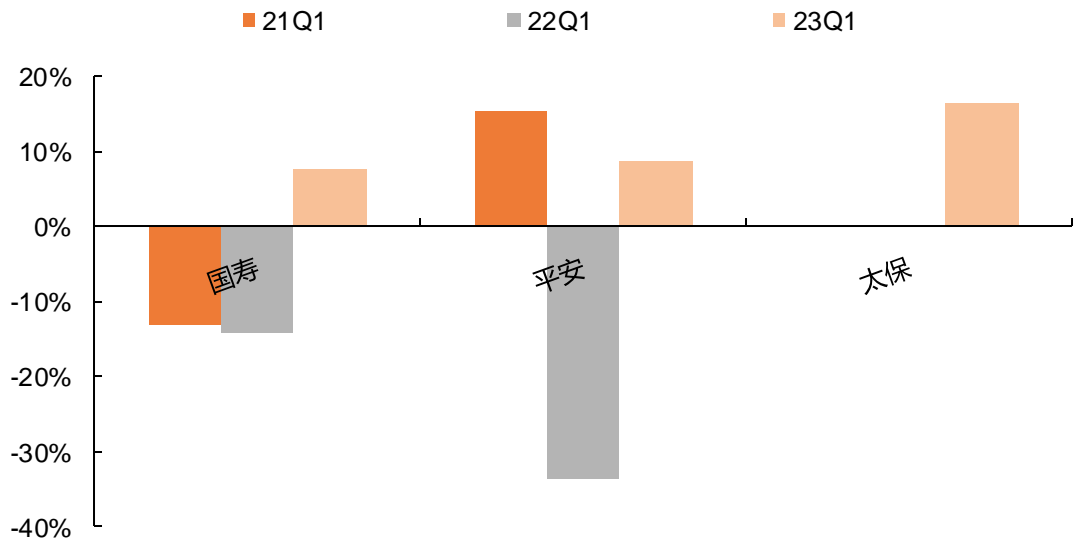
2.2 储蓄险为主、NBV正增，预计NBVM表现各异

➤ 23Q1普遍实现NBV增长，但同期基数、费用投放、产品设置等不同，预计23Q1整体NBVM表现各异。随着银保期交新单增长，预计银保NBV增幅更高、NBV占比提升。险企“开门红”主要推动储蓄型产品销售，23Q1主打增额终身寿险和短交年金；而增额终身寿险产品也以5年期及以下产品为主。具体来看，国寿、平安的新单增幅高于NBV增幅，NBV增长主要由新单拉动、平安NBVM同比-3.7pct，太保、新华23Q1起开始推动终身寿险销售，预计NBVM是推动NBV增长的主要因素、新单辅之。23Q1险企NBV同比增速排名：太保（+16.6%）>平安（+8.8%）>国寿（+7.7%）>新华（预计+3%）。

◆ 主要上市险企21Q1-23Q1分渠道新单构成



◆ 主要上市险企NBV同比增速



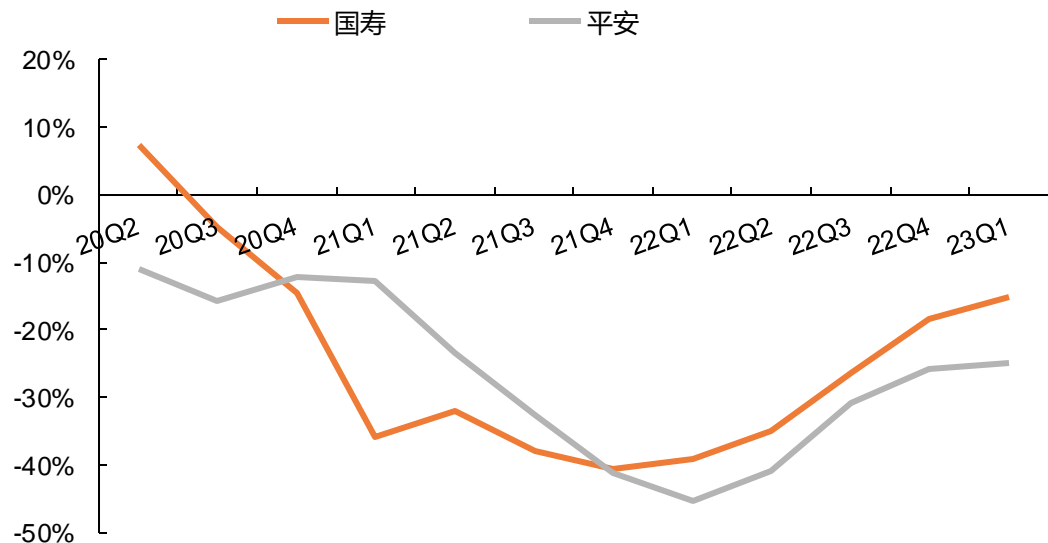
资料来源：Wind，平安证券研究所

二、寿险：储蓄险拉动新单与NBV增长

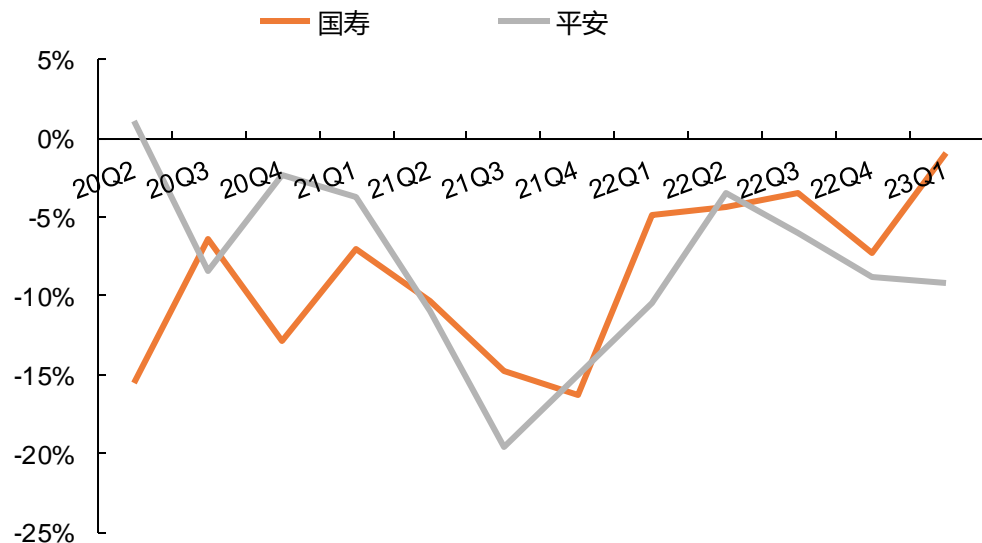
2.3 个险队伍稳量提质

- 队伍规模逐步企稳。上市险企自20Q2起逐步收紧考核，队伍“脱水”。经过2年的调整，22Q2以来，队伍规模环比、同比降幅均收窄。截至23Q1，国寿个险代理人66.2万人（YoY-15.1%、QoQ-0.9%）；平安个险代理人40.4万人（YoY-24.9%、QoQ-9.2%）；预计太保和新华个险代理人均约20万人左右。
- 队伍质态明显提升。国寿23Q1个险月人均产能同比+28.8%；太保核心队伍规模企稳、人力占比提升、收入提升。

◆ 主要上市险企代理人规模同比变动



◆ 主要上市险企代理人规模环比变动

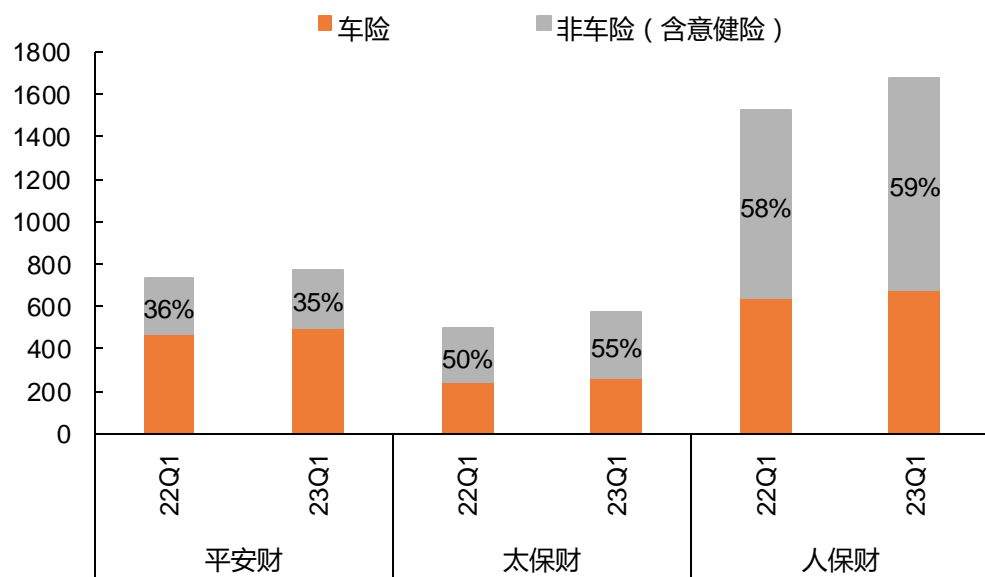


三、产险：车险保费增速放缓，COR表现分化

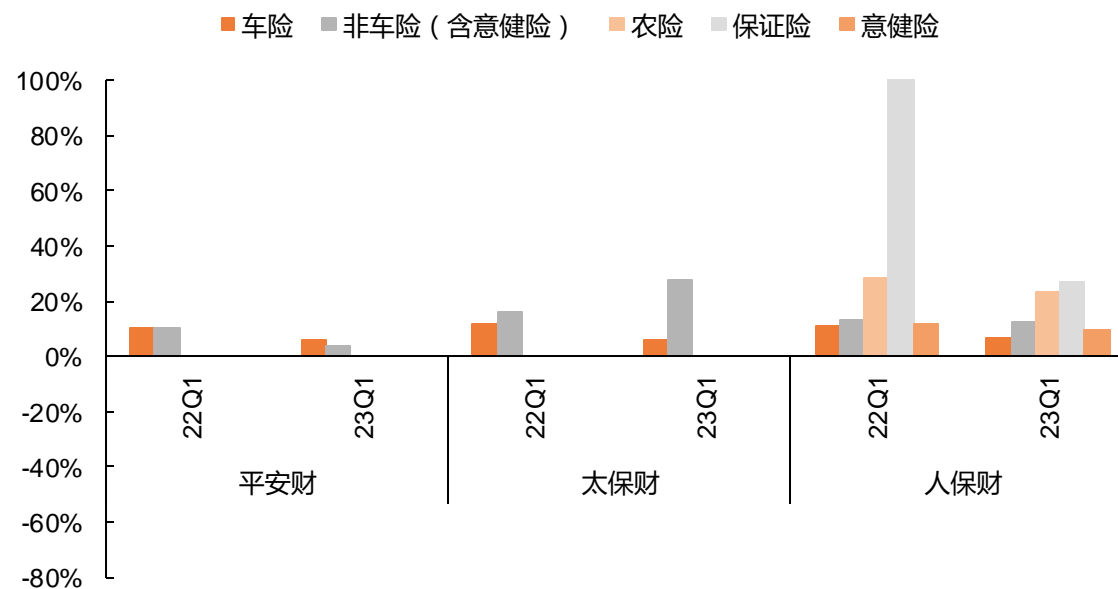
3.1 车险保费增速放缓，非车险保持快速增长

- 车险原保费增速放缓。23Q1国内乘用车销量降至513.8万辆（YoY-7.3%）、叠加基数效应已逝，车险保费增速放缓，行业车险原保费2087亿元（YoY+6%）；从“老三家”车险原保费增速来看，人保（+6.5%）>平安（+6.2%）>人保（+6.0%）。
- 农险、保证险推动非车险增长。太保、人保、平安非车险原保费高增，分别同比+27%、+13%、+4%，在产险总保费中占比分别同比+5pct、+1pct、-1pct。人保非车险业务中，信证险、农险累计原保费分别+26.7%、23.2%，拉动非车险保费增长。

◆ “老三家”产险分险种原保费收入（亿元）



◆ “老三家”产险分险种原保费增速

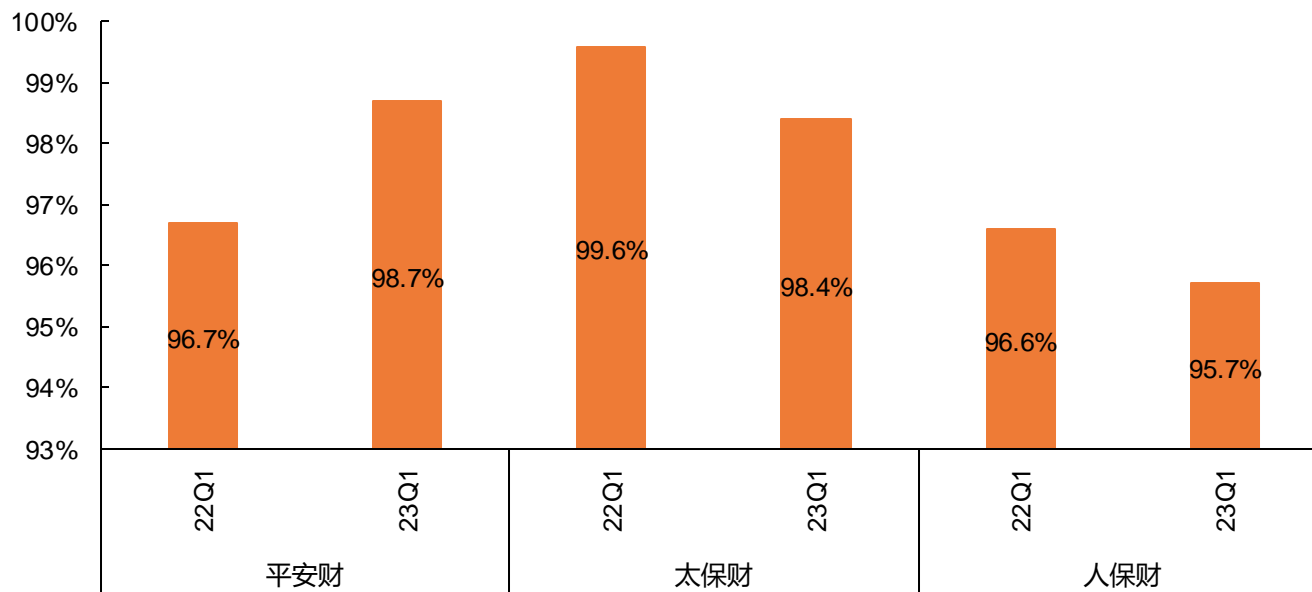


三、产险：车险保费增速放缓，COR表现分化

3.2 赔付率分化导致综合成本率变动各异

▶ 赔付率分化，产险综合成本率变动各异。受市场环境的影响，23Q1平安保证险赔款支出上升，导致旧会计准则下平安产险23Q1综合成本率99.8%（YoY+3.0pct）；新会计准则下的平安产险综合成本率约98.7%（YoY+2.0pct）。太保产险、人保产险成本管控继续改善，新会计准则下，23Q1综合成本率分别下降至98.4%（YoY-1.2pct）、95.7%（YoY-0.9pct）。23Q2起，基数影响显现、居民出行同比增加，预计COR将承压。

◆ “老三家”产险综合成本率

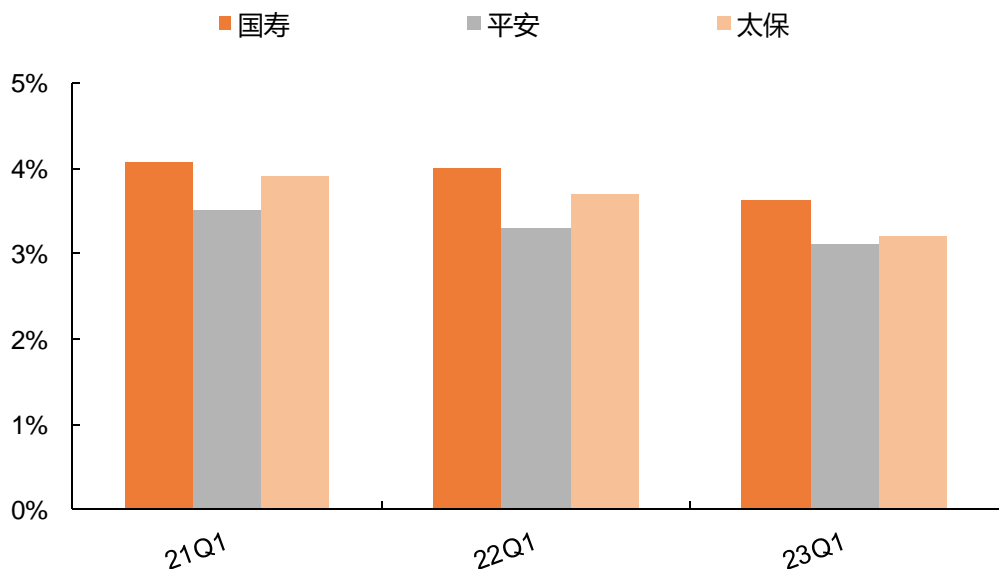


资料来源：Wind，平安证券研究所

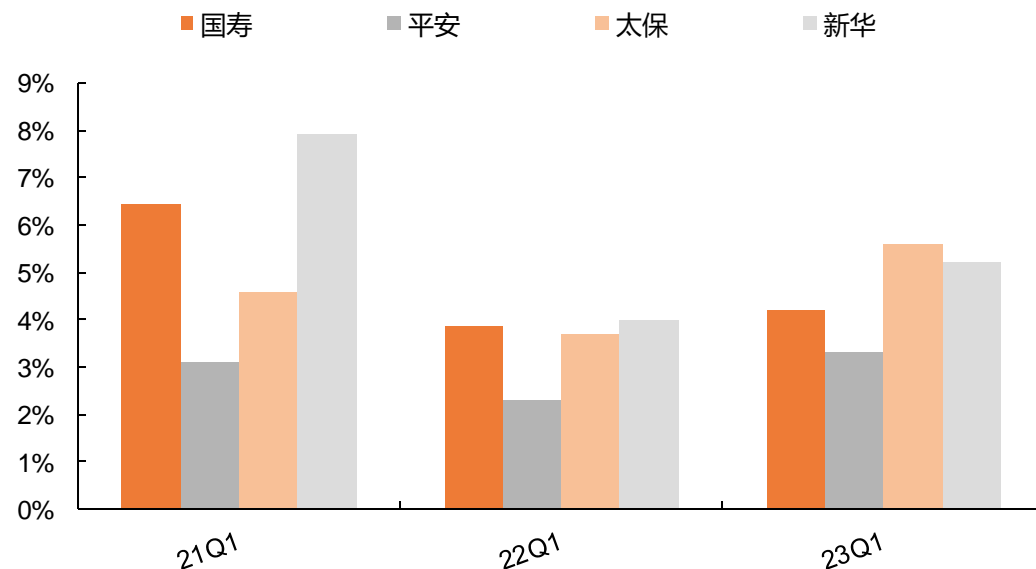
四、投资：权益市场回暖，投资收益率改善

- 上市险企注重资产负债久期匹配，灵活把握利率阶段性高点配置长久期固收资产，净投资收益率保持相对稳定。23Q1国寿、平安、太保净投资收益率分别3.6%、3.1%、3.2%，分别同比-0.4pct、-0.2pct、-0.5pct。
- 权益市场回暖，以FVTPL计量的权益类资产浮盈浮亏直接计入利润表，增厚总投资收益。23Q1国寿、平安、太保、新华总投资收益率分别4.2%、3.3%、5.6%、5.2%，分别同比+0.3pct、+1.0pct、+1.9pct、+1.2pct。

◆ 主要上市险企净投资收益率一览



◆ 主要上市险企总投资收益率一览



五、投资建议及风险提示

➤ 投资建议:

- 1) 行业方面，从负债端来看，居民保本储蓄需求旺盛，而银行理财净值化转型、银行储蓄收益率下降，竞品吸引力下降，23Q1寿险NBV已实现正增长，预计2023年寿险业绩将迎来修复。在预定利率调整的预期下，23Q2储蓄型产品销售热度有望维持。从资产端来看，内外部流动性环境改善、政策托底经济大盘，随着经济持续复苏，长端利率有望企稳回升、权益市场有望迎来修复；同时地产政策发力，险企投资端将迎来改善。行业估值和机构持仓目前仍处于历史底部， β 属性和基本面改善将助力保险板块估值底部修复，看好行业长期配置价值，维持“强于大市”评级。
- 2) 个股方面，建议关注23Q1业绩高增、2023年业绩有望在低基数下迎来改善的中国太保，以及基本面相对稳健、率先启动23年“开门红”的中国人寿。

➤ 风险提示:

- 1) 权益市场大幅波动， β 属性导致板块行情波动加剧。
- 2) 代理人数量持续下滑、质态提升不及预期，新单超预期下滑。
- 3) 车均保费超预期下滑、赔付率超预期提升，车险承保利润承压。
- 4) 自然灾害频发，农险、企财险赔付超预期。
- 5) 利率超预期下行，到期资产与新增资产配置承压。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利