



Research and
Development Center

负债端拐点显现，资负共振逻辑逐步验证——上市险企 2023 年一季度报综述

非银金融行业

证券研究报告

行业研究

专题研究报告

保险行业

投资评级 看好

上次评级 看好

王筋朝 非银金融行业首席分析师
执业编号: S1500519120002
联系电话: 010-83326877
邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

负债端拐点显现，资负共振逻辑逐步验证

2023年5月9日

本期内容提要：

- **新会计准则实施，资产端和负债端均有重大影响。新金融工具会计准则与原准则相比，主要变化包括两方面：**1) 一是金融资产分类由“四分类”改为“三分类”；2) 二是金融资产减值计提由“已发生损失法”改为“预期信用损失法”。**新保险合同准则与原准则相比，主要变化包括三方面：**1) 一是原准则下保费收款一次性全额确认为收入，新准则下保费收款在整个保险期间逐期确认收入，并剔除其中的“储蓄”成分（即现金价值）2) 二是原准则下负债评估的折现率使用750天移动平均国债收益率曲线，收益率曲线变动影响计入当期损益；3) 三是新准则按照利润来源，区分承保业绩和投资回报业绩分别列示。我们认为新会计准则实施后，对于主要会计指标影响各异，但整体来看上市险企的净利润、净资产的波动校对较大，对于资产负债的影响相对较小。
- **负债端：寿险改革效果显现，财险维持稳健增长。**1) **寿险及健康险：清虚提质效果显现，新业务价值表现亮眼，新业务价值恢复同比正增长。**1Q23 新业务价值同比增长：友邦（yoy+28.0%）>太保（yoy+16.6%）>平安（yoy+8.8%）>国寿（yoy+7.7%），一季度新单有所分化，但整体呈现逐月复苏态势。新会计准则下，各大险企“保险服务收入”大多实现同比正增长。2) **财险保费维持快速增长，整体延续高景气表现。**1Q23 人保财、平安财和太保财综合成本率COR分别为95.7%、98.7%和98.4%，分别同比-0.9pct、+2pct和-1.2pct，头部险企持续强化品质管控，综合成本率整体不断优化。寿险显现拐点，财险依旧稳健。我们认为在宏观经济逐步复苏企稳的背景下，居民消费预期有望逐步回暖，寿险负债端表现有望持续回暖。
- **渠道人力端：队伍整体量稳质升，渠道转型走向正轨。**1) **个险逐渐企稳，队伍专业能力和产能逐步提升。**截至1Q23，国寿总销售人力72.2万人，其中个险销售人力66.2万人，环比2022年末基本持平，队伍规模企稳迹象明显；太保寿险核心人力规模企稳，核心人力占比同比提升，核心人力月人均首年佣金收入、核心人力月人均税前收入均同比大幅提升。我们预计各大寿险公司个险渠道规模仍继续压缩，但整体幅度将逐步收敛。2) **银保渠道持续发力，价值贡献不断提升。**平安寿险银保1Q23新业务价值实现同比大幅增长，太保寿险聚焦芯银保转型，1Q23新保期交保费规模29.06亿元，同比+399.1%。
- **利润端：新准则下净利润表现亮眼。**主要上市险企按照新准则进行重述后，1Q23归母净利润均实现同比正增长：中国人保（yoy+230%）>新华保险（yoy+114.8%）>中国平安（48.9%）>中国太保（+27.4%）>中国人寿（18.0%）。营收方面，**主要上市险企1Q23营收同比普遍实现较快增长：**平安（yoy+30.8%）>太保（yoy+19.4%）>国寿（yoy+18.4%）>新华（yoy+17.4%）>人保

(yoy+8.0%)。

- **资产端：宏观经济逐步企稳助力资本市场回暖。**2023 年一季度上证综指、沪深 300 指数表现好于去年同期，长端利率中枢亦有所抬升，各大险企投资回暖。1Q23 总投资收益率：国寿/平安/太保/新华分别为 4.21%/3.3%/5.6%（简单年化）/5.2%，分别同比 +0.33pct/+1pct/+1.6pct/+1.2pct，年化总投资收益率均实现同比增长，投资表现回暖夯实险企利润基础。
- **未来展望及建议：**各大险企持续清虚改革，当前时点效果已开始逐步显现。板块自年初以来估值整体回升，但是整体看板块估值仍处于历史较低区间，我们看好行业回暖带来的板块阶段性行情和长期配置价值。我们建议重点关注“长航”行动效果持续显现的改革先锋【中国太保】，存量客户丰富且医疗健康生态圈持续发力的【中国平安】，以及业绩增长稳健、COR 不断改善的【中国财险】。
- **风险因素：**经济增长不及预期、长期利率下行超预期、险企改革不及预期、资本市场波动对业绩影响的不确定性、监管政策收紧等

目录

一、新会计准则实施，对资产端和负债端均有重大影响	5
二、负债端：寿险改革效果显现，财险维持稳健增长	7
2.1 寿险及健康险：清虚提质效果显现，新业务价值同比正增长	7
2.2 财产险：保费维持快速增长，整体延续高景气表现	8
三、渠道人力端：队伍整体量稳质升，渠道转型走向正轨	9
3.1 个险逐渐企稳，队伍专业能力和产能逐步提升	9
3.2 银保渠道持续发力，价值贡献不断提升	10
四、利润端：新准则下净利润表现亮眼	11
五、资产端：宏观经济修复托底投资表现回暖	12
六、投资建议	13
七、风险因素	13

表目录

表 1: 各大险企 1Q23 起开始正式实施新会计准则	5
表 2: 主要上市险企新旧准则切换下净资产变化 (百万元)	5
表 3: 中国平安利润表主要科目新旧准则下主要变化 (人民币百万元)	6
表 4: 中国平安金融投资主要科目新旧准则下主要变化 (人民币百万元)	6
表 5: 中国平安资产负债表主要科目新旧准则下主要变化 (人民币百万元)	6
表 6: 会计政策变更对中国平安 2022 年 12 月 31 日合并资产负债表的主要影响	7
表 7: 1Q23 主要上市险企寿险渠道改革动作	10
表 8: 主要上市险企新旧准则切换下营收变化 (百万元)	11

图目录

图 1: 1Q23 各大险企 NBV 均同比转正	7
图 2: 各大险企 1Q23 新单保费增速分化	7
图 3: 1Q23 各大险企总保费增速分化	8
图 4: 1Q23 各大险企保险服务收入 (百万元) 及同比	8
图 5: 1Q23 居民消费、投资意愿逐步上升	8
图 6: 1Q23 社会消费品零售总额反弹 (%)	8
图 7: 1Q23 各大财产险企保费 (百万元) 及同比增长	9
图 8: 1Q23 各大财险公司综合成本率 (COR) 表现	9
图 9: 1Q23 太保财险车险与非车险原保费 (百万元) 及增长	9
图 10: 国寿销售人力规模降幅趋缓	10
图 11: 平安销售人力规模逐步趋稳	10
图 12: 太保寿险银保渠道 1Q23 新保及续期表现	11
图 13: 新华保险银保渠道 1Q23 新保及续期表现	11
图 14: 各大险企 1Q23 归母净利润同比表现	11
图 15: 各大险企 1Q23 基本每股收益 (元)	11
图 16: 各大险企 1Q23 总投资收益率	12
图 17: 各大险企 1Q23 净投资收益率	12
图 18: 十年期国债收益率	12
图 19: 1Q23 沪深 300 与上证指数表现	12

一、新会计准则实施，对资产端和负债端均有重大影响

根据监管要求，上市险企从 2023 年 1 月 1 日起，实施 2017 年 3 月《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》（以下简称“新金融工具准则”）和 2020 年 12 月《企业会计准则第 25 号——保险合同》（以下简称“新保险合同准则”）两大新准则，我们认为整体上有利于保险行业稳健运行，回归保险保障本源。

新金融工具会计准则与原准则相比，主要变化包括两方面：1）一是金融资产分类由“四分类”改为“三分类”，分别是以摊余成本计量的金融资产、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。2）二是金融资产减值计提由“已发生损失法”改为“预期信用损失法”，要求基于历史损失信息、当前信息和未来预测信息，对预期信用风险损失进行估计，并计提减值准备。

新金融工具准则提出了合同现金流量测试（SPPI）和业务模式测试。1）合同现金流量测试是判断金融资产所产生的合同现金流量是否满足本金以及本金所生的利息的基本借贷安排，险企在分类时根据金融资产的合同条款、发行量及其产生的现金流量特点进行综合判断。2）业务模式测试是判断持有该金融资产的目的是长期持有、用于出售还是兼而有之，需要险企管理层结合具体业务安排进行评估，根据能够证明投资目的的管理层决议文件以及历史处置情况，判断金融资产的具体业务模式。根据合同现金流量测试和业务模式测试，金融资产可被分类为按摊余成本计量的金融资产（以下简称“AC”）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（以下简称“FVPL”）和公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（以下简称“FVOCI”）三大类别。

新保险合同准则与原准则相比，主要变化包括三方面：1）一是原准则下保费收款一次性全额确认为收入，新准则下保费收款在整个保险期间逐期确认收入，并剔除其中的“储蓄”成分（即现金价值）。2）二是原准则下负债评估的折现率使用 750 天移动平均国债收益率曲线，收益率曲线变动影响计入当期损益。新准则使用即期国债收益率曲线作为折现率，收益率曲线变动影响计入所有者权益。3）三是新准则按照利润来源，区分承保业绩和投资回报业绩分别列示。两个新准则对保险公司内部管理、财务会计、业绩考核等提出了新要求，有利于保险公司更加稳健经营和高质量发展。

表 1：各大险企 1Q23 起开始正式实施新会计准则

保险公司	新金融工具准则	新保险合同准则
中国人寿	不追溯	追溯
中国平安	2018 年起已执行	追溯
中国太保	不追溯	追溯
中国人保	不追溯	追溯
新华保险	不追溯	追溯

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

从 2023 年一季报新会计准则实施的情况来看，各大险企按照新保险合同准则规定追溯调整 2022 年末保险业务相关数据。除中国平安外（已于 2018 年起执行新金融工具准则），按照新金融工具准则规定选择不追溯调整 2022 年末投资业务相关数据。

表 2：主要上市险企新旧准则切换下净资产变化（百万元）

保险公司	2022 年末		1Q23		1Q23 新准则同比表现
	旧准则	新准则	旧准则	新准则	
国寿	445,121	374,973	470,276	505,940	34.9%
平安	1,175,298	1,185,996	/	1,233,280	4.0%
太保	234,128	201,672	/	254,517	26.2%
人保	300,565	303,004	/	330,243	9.0%
新华	102,905	97,996	/	121,624	24.1%

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

新会计准则实施后，对于主要会计指标影响各异，但整体来看上市险企的净利润、净资产的波动校对较大，对

于资产负债的影响相对较小。1Q23 新会计准则下国寿、平安、太保、人保和新华的净资产分别同比+34.9%、+4%、+26.2%、+9%和 24.1%。从 2023 年一季度情况看，实施两个新准则后保险公司资产负债表基本保持稳定，资产、负债、所有者权益变化不大。

我们以中国平安为例，从利润表、金融投资主要科目、资产负债表等维度展示新准则下核心会计指标的变化：

表 3：中国平安利润表主要科目新旧准则下主要变化（人民币百万元）

科目	1Q22 旧准则	1Q22 新准则	1Q22 新旧准则切换影响 (%)	1Q23 新准则	1Q23 同比变化
保险服务收入	/	130,338	/	133,106	2.1%
投资收益	-9,898	-10,047	/	6,823	/
归母净利润	20,658	25,758	24.7%	38,352	48.9%
其他综合收益合计	5,192	1,125	-78.3%	1,831	62.8%
综合收益总额	32,442	33,520	3.3%	47,996	43.2%

资料来源：中国平安公司公告，信达证券研发中心

新会计准则下，利润表主要科目变动较大，尤其是“投资收益”、“归母净利润”和“其他综合收益合计”等科目，2022 年同期数据重述后，中国平安 1Q23 保险服务收入、归母净利润、其他综合收益合计和综合收益总额分别同比+2.1%、48.9%、62.8%和 43.2%，投资收益同比转正。

表 4：中国平安金融投资主要科目新旧准则下主要变化（人民币百万元）

科目	2022A 旧准则	2022A 新准则	1Q22 新旧准则切换影响 (%)	1Q23 新准则	1Q23 同比变化
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	1,631,416	1,640,519	0.6%	1,680,509	2.4%
债权投资	3,004,502	1,124,035	-62.6%	1,162,694	3.4%
其他债权投资	467,031	2,500,790	435.5%	2,573,286	2.9%
其他权益工具投资	255,103	264,771	3.8%	257,244	-2.8%

资料来源：中国平安公司公告，信达证券研发中心

金融投资主要科目方面，2022 年同期经重述后，主要金融投资类别 1Q23 环比变化幅度较小，但 2022A 新旧准则切换变动较大，尤其是“债权投资”和“其他债权投资”科目。1) 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、债权投资、其他债权投资和其他权益工具投资 1Q23 分别环比+2.4%、+3.4%、+2.9%和-2.8%。2) 新准则追溯调整 2022 年同期数据后，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、债权投资、其他债权投资和其他权益工具投资变动分别为+0.6%、-62.6%、+435.5%和+3.8%。

表 5：中国平安资产负债表主要科目新旧准则下主要变化（人民币百万元）

科目	2022A 旧准则	2022A 新准则	1Q22 新旧准则切换影响 (%)	1Q23 新准则	1Q23 同比变化
资产总计	11,137,168	11,009,940	-1.1%	11,287,495	2.5%
保险合同负债	2,742,989	3,671,177	33.8%	3,828,770	4.3%
负债合计	9,961,870	9,823,944	-1.4%	10,054,215	2.3%
股东权益合计	1,175,298	1,185,996	0.9%	1,233,280	4.0%

资料来源：中国平安公司公告，信达证券研发中心

新会计准则下，资产负债表科目变动较小。整体看 2022 年同期经新准则重述后，1Q23 中国平安资产负债表主

要科目资产总计、保险合同负债、负债合计和股东权益合计分别同比+2.5%、+4.3%、+2.3%和+4.0%，2022A新旧准则切换变动较大科目主要为保险合同负债，新准则重述后 2022A 保险合同负债对比原来不重述提升 33.8%。

表 6: 会计政策变更对中国平安 2022 年 12 月 31 日合并资产负债表的主要影响

人民币亿元	会计政策变更前 2022 年 12 月 31 日	会计政策变更后 2022 年 12 月 31 日	执行新保险合同准则影响金额	变动 (%)
总资产	111,372	110,099	-1,273	-1.1
总负债	99,619	98,239	-1,380	-1.4
股东权益	11,753	11,860	107	0.9
归属于母公司股东权益	8,587	8,692	105	1.2

资料来源: 中国平安公司公告, 信达证券研发中心

二、负债端：寿险改革效果显现，财险维持稳健增长

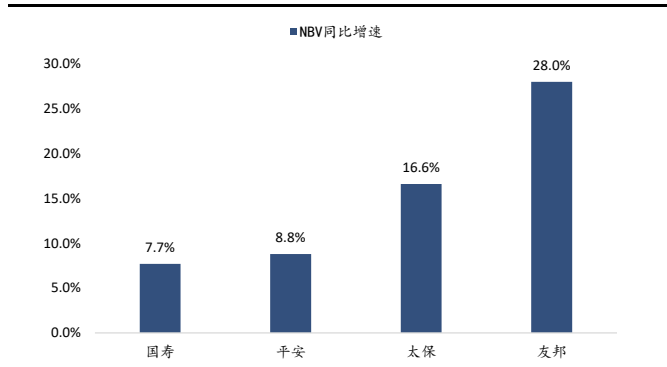
2.1 寿险及健康险：清虚提质效果显现，新业务价值同比正增长

寿险改革效果显现，清虚提质助力新业务价值恢复同比正增长。1Q23 新业务价值同比增长：友邦 (yoy+28.0%) > 太保 (yoy+16.6%) > 平安 (yoy+8.8%) > 国寿 (yoy+7.7%)，依托于近年来持续的寿险改革提质增效，年初以来储蓄型和保障型产品需求逐步复苏，各大上市险企 1Q23 新业务价值均同比转正。

一季度新单有所分化，但整体呈现逐月复苏态势。1Q23 新单保费增速有所分化：友邦 (yoy+34%) > 平安 (yoy+27.9%) > 国寿 (yoy+16.6%) > 新华 (yoy-9.2%) > 太保 (yoy-11.9%)，因 2023 年年初受疫情影响，寿险展业活动有所影响，同时各大险企开门红节奏有所差异，因此一季度新单保费增速有所分化，但从逐月保费来看，各大险企 1-3 月单月保费整体呈现逐步回暖态势。我们认为随着社会经济活动的逐渐正常化，后续储蓄型和保障型产品有望同步回暖，各大险企产品端的创新和迭代也有望进一步满足主力消费群体需求。

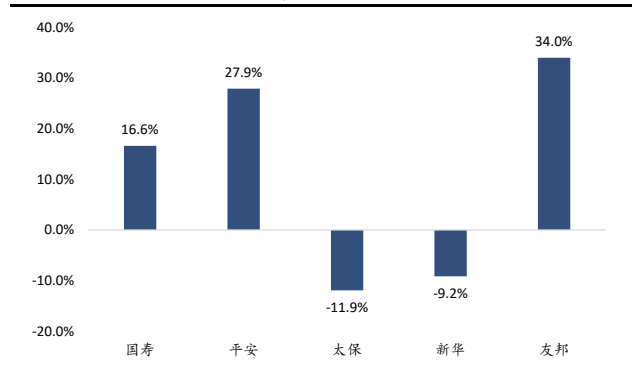
产品结构逐步优化，期交保单增长较快。中国人寿 1Q23 首年期交保费同比增长 9.4%，其中十年期及以上首年期交保费同比+5.1%，短期险同比+0.7%；太保寿险代理人渠道期交新单同比+4.2%。

图 1: 1Q23 各大险企 NBV 均同比转正



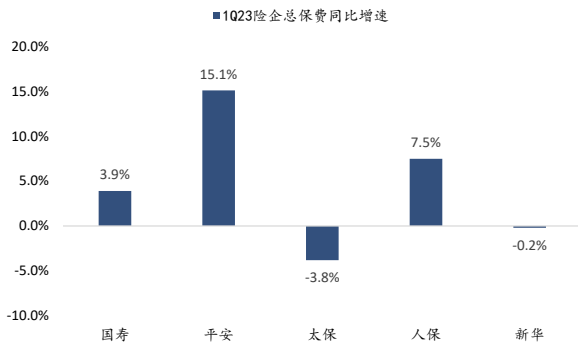
资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 2: 各大险企 1Q23 新单保费增速分化

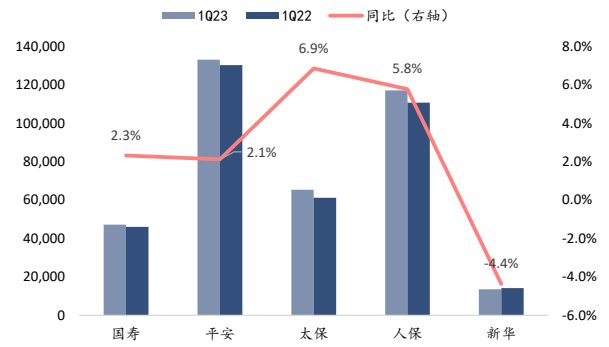


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

新会计准则下，各大险企“保险服务收入”大多实现同比正增长。1Q23 主要上市险企采用“保险服务收入”展示业务收入，按照新准则调整后保险服务收入大多实现同比稳步增长，1Q23 保险服务收入中国太保 (yoy+6.86%) > 中国人保 (yoy+5.78%) > 中国人寿 (yoy+2.33%) > 中国平安 (2.12%) > 新华保险 (-4.37%)。

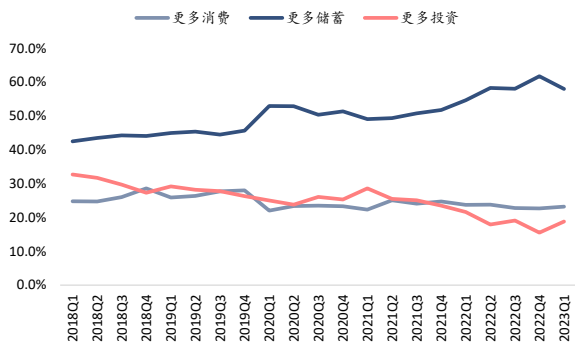
图 3：1Q23 各大险企总保费增速分化


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

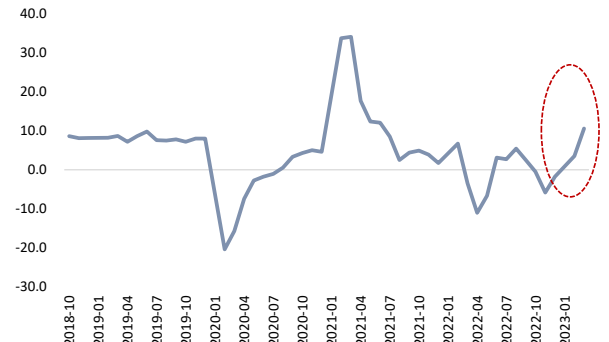
图 4：1Q23 各大险企保险服务收入（百万元）及同比


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

从宏观数据来看，1Q23 居民消费、投资意愿有所复苏，央行发布的《2023 年第一季度城镇储户问卷调查报告》显示，倾向于“更多消费”的居民占 23.2%，比上季增加 0.5 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占 58.0%，比上季减少 3.8 个百分点；倾向于“更多投资”的居民占 18.8%，比上季增加 3.3 个百分点。2023 年一季度社会消费品零售总额实现同比正增长，各线下消费场景进一步恢复正常，我们认为在宏观经济逐步复苏企稳的背景下，居民消费预期有望逐步回暖，同时有望推动保险代理人招募工作和代理人线下展业。

图 5：1Q23 居民消费、投资意愿逐步上升


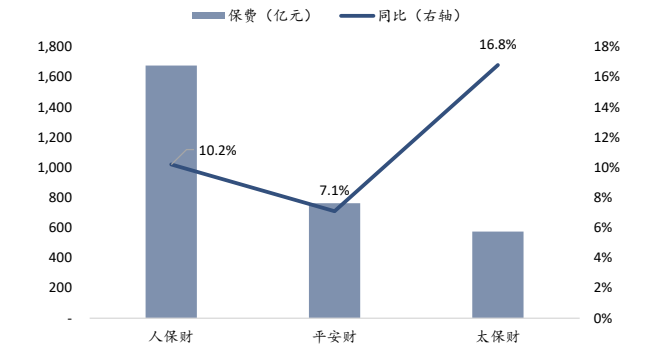
资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

图 6：1Q23 社会消费品零售总额反弹 (%)


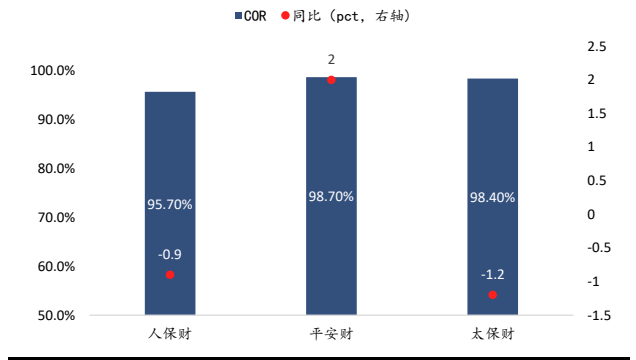
资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.2 财产险：保费维持快速增长，整体延续高景气表现

头部险企持续强化品质管控，综合成本率整体不断优化。1Q23 人保财、平安财和太保财综合成本率 COR 分别为 95.7%、98.7%和 98.4%，分别同比-0.9pct、+2pct和-1.2pct。人保财和太保财通过风险管控和精细化运营，COR 进一步降低，夯实承保利润基础，平安财 COR 同比上升 2 个百分点，主要系保证保险业务受市场环境变化影响，赔款支出上升，造成整体赔付率波动。

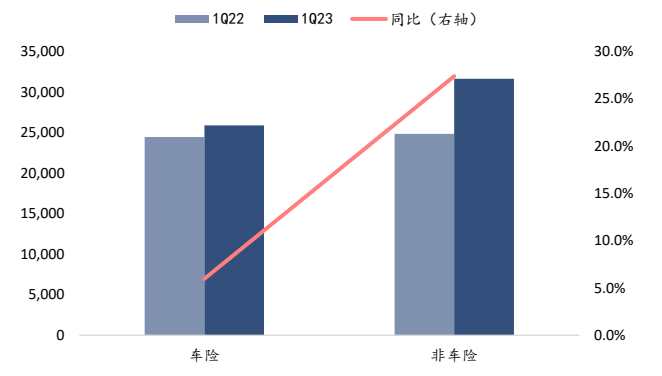
图 7：1Q23 各大财产险企保费（百万元）及同比增长


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 8：1Q23 各大财险公司综合成本率（COR）表现


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

太保财险持续强化品质管控，提升风险管理水平，一季度太保财险原保费收入同比+16.8%，其中车险和非车险保费分别同比+6%和 27.4%，非车险保费继续保持快速增长，非车险保费占比进一步提升。

图 9：1Q23 太保财险车险与非车险原保费（百万元）及增长


资料来源：中国太保公司公告，信达证券研发中心

三、渠道人力端：队伍整体量稳质升，渠道转型走向正轨

3.1 个险逐渐企稳，队伍专业能力和产能逐步提升

销售人力下滑逐步趋缓，渠道规模有望逐步企稳回升。从已公布一季度销售人力规模的国寿和平安来看，整体渠道人力虽仍有小幅下降，但整体下降幅度趋缓，我们预计各大寿险公司个险渠道规模仍将继续压缩，但整体幅度将逐步收敛。随着社会经济活动的正常化，各大险企新人招募工作有望持续推进，在队伍人均产能不断提升的趋势下，有望吸引更多高质量人力。

- 1) 中国人寿：**始终坚持有效业务发展，聚焦“销售渠道强体工程”，不断强化增育联动，夯实业务发展基石，推进销售队伍向专业化、职业化转型。截至 1Q23，公司总销售人力 72.2 万人，其中个险销售人力 66.2 万人，环比 2022 年末基本持平，队伍规模企稳迹象更为明显。
- 2) 平安寿险：**1Q23 代理人渠道经营质量优化，创新渠道队伍建设逐步成型，渠道综合实力有效提升，代理人渠道、银保渠道等主要渠道 NBV 均实现正增长，尤其是银保渠道表现亮眼，同比实现大幅增长。
- 3) 太保寿险：**持续推进“三化五最”转型，强化芯基本法牵引，加强优增优育，落地闭环经营，夯实业务基础，丰富“金三角”产品和服务供给，强化训练和科技赋能，不断提升队伍专业化销售能力。1) 1Q23 代理人渠道

新保期交规模 84.43 亿元，同比+4.2%；2) 核心人力规模企稳，核心人力占比同比提升，核心人力月人均首年佣金收入、核心人力月人均税前收入均同比大幅提升；3) 优增优育成效显著，招募人力同比提升，新人 13 月留存率大幅优化，个人寿险客户 13 个月保单继续率 95.9%，同比+6.8pct。

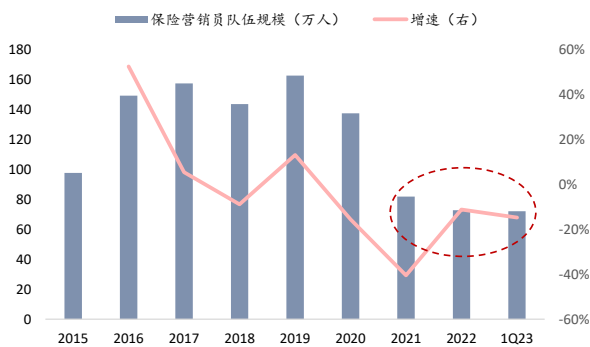
4) 友邦保险：1Q23 代理人产能双位数增长，同时新入职代理人人数有所上升。

表 7：1Q23 主要上市险企寿险渠道改革动作

中国人寿	公司始终坚持有效队伍驱动业务发展，聚焦“销售渠道强体工程”不断强化增育联动，夯实队伍发展基石，推动销售队伍向专业化、职业化转型。
中国平安	平安寿险代理人渠道经营质量优化，创新渠道队伍建设逐步成型，渠道综合实力有效提升
中国太保	代理人渠道持续深化“三化五最”转型，强化芯法牵引，加强优增优育，落地闭环经营，夯实基础管理，丰富“金三角”产品和服务供给，强化训练与科技赋能，提升队伍专业销售和自主经营能力

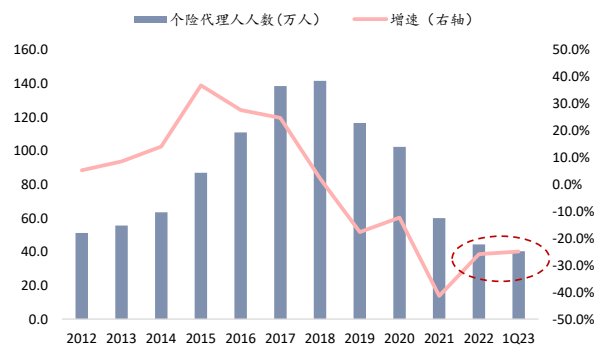
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 10：国寿销售人力规模降幅趋缓



资料来源：中国人寿公司公告，信达证券研发中心

图 11：平安销售人力规模逐步趋稳



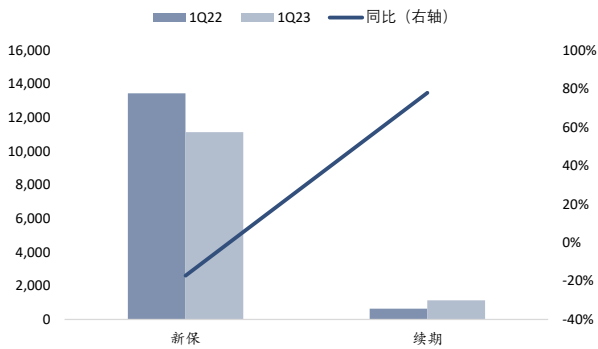
资料来源：中国平安公司公告，信达证券研发中心

聚焦高质量人力，队伍专业化能力不断提升。各大公司聚焦高质量人力发展，不再追求过去“大进大出”的人头发展模式，而且着力提升高质量人力占比和现有人力的职业化、专业化能力，努力实现销售能力的升级。在此背景下，我们认为一方面各大险企渠道规模仍将继续小幅压缩，同时各大险企“绩优人力”的绝对数和占比均有望持续回升，渠道转型有望进一步推进，改革质效将有望继续显现。

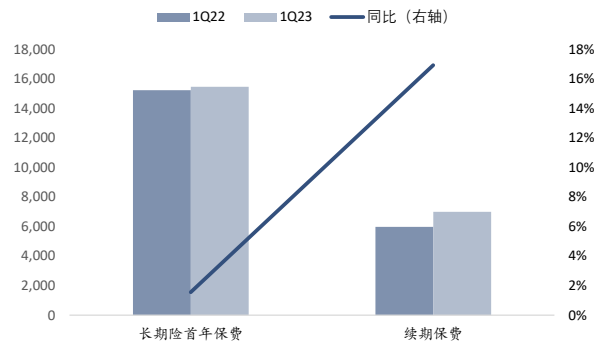
3.2 银保渠道持续发力，价值贡献不断提升

各大上市公司创新渠道队伍建设，银保业务助力渠道综合实力提升。在个险持续清虚改革的背景下，以一体化协同、价值驱动为特色的“新银保”模式逐渐兴起，各大险企加大银保渠道发展力度，挖掘银保渠道新价值。银保渠道成为增长主力军，各公司寿险业务虽转型不一，但纷纷开始重新重视银保渠道，发展以银保渠道为代表的多元渠道成为各大险企的共同选择。

1) 平安寿险银保：1Q23 新业务价值实现同比大幅增长；2) 太保寿险银保渠道：继续深化芯银保业务模式转型，聚焦价值网点、价值产品和高质量队伍，1Q23 银保渠道规模保费虽同比-12.8%，但新保期交保费规模 29.06 亿元，同比+399.1%，银保新保期交保费增长助力太保寿一季度 NBV 同比增长 16.6%；3) 新华保险银保渠道：着力期交业务发展，1Q23 总保费同比+5.9%，长期险首年保费同比+1.6%，续期保费同比+17%。

图 12: 太保寿险银保渠道 1Q23 新保及续期表现


资料来源: 中国太保公司公告, 信达证券研发中心

图 13: 新华保险银保渠道 1Q23 新保及续期表现


资料来源: 新华保险公司公告, 信达证券研发中心

四、利润端：新准则下净利润表现亮眼

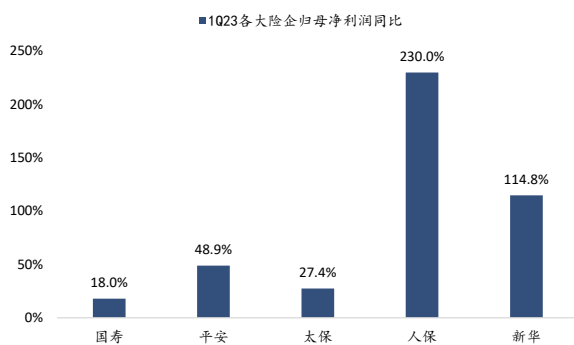
新会计准则下，受投资收益变化及传统险准备金折现率假设更新影响，主要上市险企按照新准则进行重述后，1Q23 归母净利润均实现同比正增长：中国人保 (yoy+230%) > 新华保险 (yoy+114.8%) > 中国平安 (48.9%) > 中国太保 (+27.4%) > 中国人寿 (18.0%)。1Q23 上市险企国寿/平安/太保/新华/人保 EPS 基本每股收益分别为 0.63/2.17/1.21/2.22/0.27 元/每股。

表 8: 主要上市险企新旧准则切换下营收变化 (百万元)

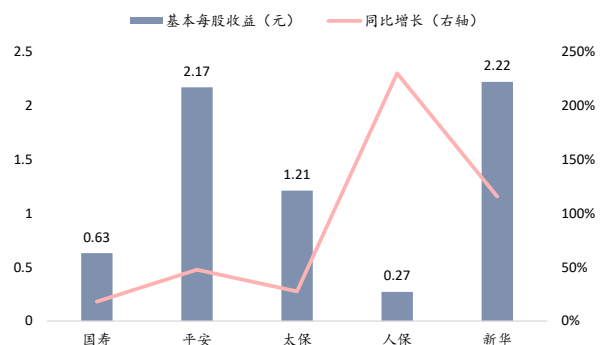
保险公司	1Q22		1Q23		1Q23 新准则同比表现	1Q22 追溯调整后营收影响
	旧准则	新准则	旧准则	新准则		
国寿	343,778	92,574	368,385	109,609	18.4%	-73.1%
平安	305,940	194,061	/	253,778	30.8%	-36.6%
太保	146,554	79,058	/	94,386	19.4%	-46.1%
人保	189,568	127,602	/	137,769	8.0%	-32.7%
新华	74,963	24,698	/	29,005	17.4%	-67.1%

资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

新准则下，主要上市险企 1Q23 营收同比普遍实现较快增长：平安 (yoy+30.8%) > 太保 (yoy+19.4%) > 国寿 (yoy+18.4%) > 新华 (yoy+17.4%) > 人保 (yoy+8.0%)，同时 2022 年同期营收在新准则下普遍大幅下降，国寿/平安/太保/人保/新华分别 -73.1%/-36.6%/-46.1%/-32.7%/-67.1%，其中纯寿险公司国寿和新华降幅较大，拥有财险业务的平安、太保和人保营收下滑相对较少。新保险合同准则要求保费收款在整个保险期间逐期确认收入，并剔除其中的“储蓄”成分 (即现金价值)，导致保险服务收入有所下降，追溯调整后的营收规模亦有所压缩。

图 14: 各大险企 1Q23 归母净利润同比表现


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 15: 各大险企 1Q23 基本每股收益 (元)


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

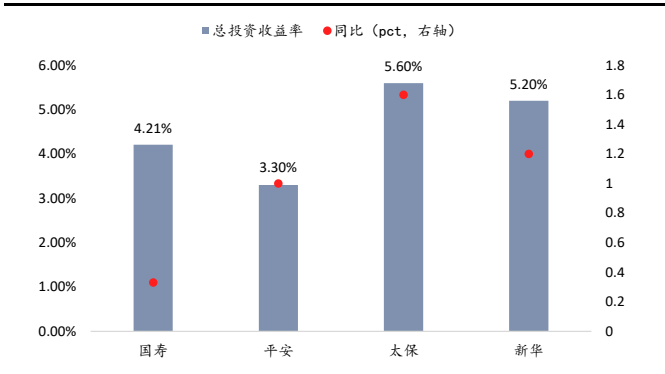
五、资产端：宏观经济修复托底投资表现回暖

宏观经济逐步企稳助力资本市场回暖。2023 年以来，社会经济活动逐步恢复常态化，企业生产和居民生活逐渐回归常态，稳经济政策提前部署发力，一季度中国宏观经济持续修复，需求和供给两端均有所改善，在此背景下，资本市场预期和信心有所回升，整体来看资本市场呈现回暖态势，一季度上证综指、沪深 300 指数表现好于去年同期，十年期国债收益率中枢亦有所抬升，推动各大险企投资回暖。

一季度各大险企总投资收益率均同比回升，净投资收益率同比小幅下滑。1) **1Q23 总投资收益率**：国寿/平安/太保/新华分别为 4.21%/3.3%/5.6%/5.2%（简单年化）/5.2%，分别同比+0.33pct/+1pct/+1.6pct/+1.2pct；2) **1Q23 净投资收益率**：国寿/平安/太保分别为 3.62%/3.1%/3.2%（简单年化），分别同比-0.38pct/-0.2pct/-0.2pct。

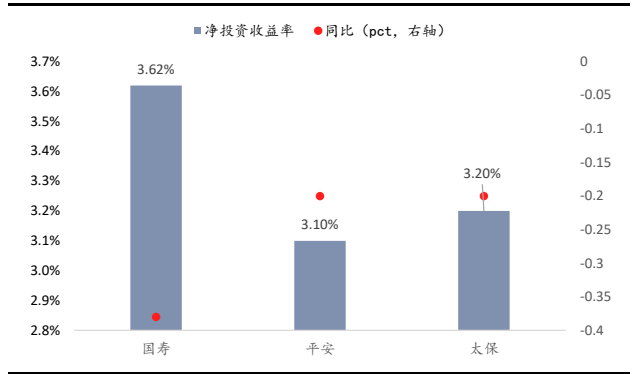
新金融工具准则 IFRS9 下，各大险企投资组合中更多金融资产被分类为公允价值计量（FVPL），因此市场波动将造成利润波动加大。但整体来看，1Q23 宏观经济复苏托底资本市场表现回暖，因此主要上市险企一季度投资收益表现整体好于去年同期。

图 16：各大险企 1Q23 总投资收益率



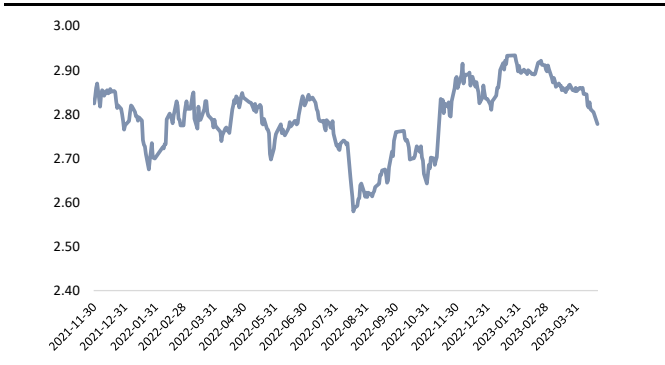
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 17：各大险企 1Q23 净投资收益率



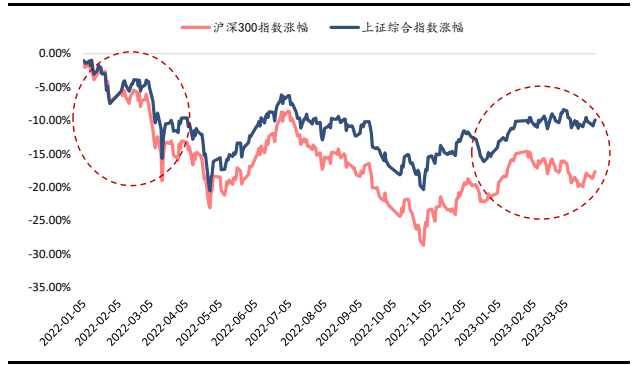
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 18：十年期国债收益率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 19：1Q23 沪深 300 与上证指数表现



资料来源：Wind，信达证券研发中心

六、投资建议

近年来各大险企持续清虚改革，当前时点效果已开始逐步显现。从2023年一季度的数据看，核心指标新业务价值率已经企稳回升，主要上市险企均实现同比正增长表现，同时代理人队伍规模下滑趋缓，核心人力有望企稳回升，寿险负债端拐点显现。同时，财险方面依旧维持高景气表现，主要产险上市公司车险和非车险保费均实现较快增长，同时在各家公司加强精细化运营的措施下，一季度综合赔付率整体仍不断优化，不断夯实承保盈利基础。

综合来看，当前保险负债端逐步渡过“磨底”阶段，渠道人力、新单保费、新业务价值等核心指标持续展现出企稳回升信号，我们认为随着线下经济活动的不断恢复，储蓄型和保障型等主要产品有望持续复苏，各大险企产品端的创新和迭代也有望进一步满足主力消费群体需求。寿险逐步恢复，财险依旧稳健，我们前期在报告《保险投资逻辑有望逐渐从估值修复转向资负共振》（2023年2月3日发布）中提出，后续板块表现有望逐渐从“估值修复”逻辑转向“基本面改善”，随着主要险企一季报的出炉，我们认为保险行业负债端表现符合我们预期并有望进一步沿着我们前期提出的逻辑进行演绎。

保险板块自年初以来估值整体回升，但是整体看板块估值仍处于历史较低区间，我们看好行业回暖带来的板块阶段性行情和长期配置价值。我们建议重点关注“长航”行动效果持续显现的改革先锋【中国太保】，存量客户丰富且医疗健康生态圈持续发力的【中国平安】，以及业绩增长稳健、COR不断改善的【中国财险】。

七、风险因素

中国经济超预期下滑，长期利率下行超预期，低利率造成利差损风险、代理人脱落压力、资本市场波动对业绩影响的不确定性，监管政策重大变化等。

研究团队简介

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾就职于天风证券，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、银行和证券业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券。2022年11月加入信达证券研发中心，从事银行业研究工作。



机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙憧	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。