



Research and  
Development Center

# 价值归来：2024 年保险行业年度策略

非银金融行业——2024 年度策略报告

2023 年 12 月 20 日

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

非银金融

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

## 价值归来：2024 年保险行业年度策略

2023 年 12 月 20 日

### 摘要：

- 监管趋严下的 3.0% 预定利率产品迎来发展新周期，头部险企有望更为受益。产品定价预定利率调整逐步落地，降低负债成本利好行业长期发展，同时监管进行银保“报行合一”，严控银保渠道佣金费用，防范解决潜在“费差损”风险，后续个险及经代渠道亦有望执行“报行合一”。佣金费用下调后产品价值率或有望持续提升，推动保险行业新业务价值增长。我们认为，监管趋严背景下，更加考验险企资产负债匹配和稳健、长期经营能力，头部险企有望凭更强的业务拓展和经营能力更为受益。
- 寿险：负债端复苏动能有望持续，供给侧改革利好价值表现。1) 受益于预定利率下调背景下负债端的持续回暖，前三季度主要上市险企 NBV 均呈现良好复苏态势，同时代理人持续清虚改革，规模下降逐步“钝化”，人力质态持续提升；前三季度银保渠道保费和 NBV 齐增，“报行合一”不改渠道长期发展向好，银保渠道保费及价值贡献占比有望进一步提升。2) 主要上市险企 2024 年 NBV 展望：增速预计分化，银保有望贡献增量。我们预计 2024 年主要上市险企个险、银保及其他渠道 NBV 表现有望分化，银保及其他渠道有望贡献更多增量，2024 年主要上市险企全年 NBV 或有望分化：中国人寿 (yoy+6.6%)，中国平安 (yoy+1.8%)，中国太保 (yoy+5.9%)，新华保险 (yoy-7.2%)。
- 产险：保费有望延续景气表现，降本增效和风险减量有望打开盈利空间。1) 2023 年前三季度主要上市财险公司原保费收入普增，但车险与非车险保费增速有所分化；2) 自然灾害、出行复苏等导致综合成本率阶段性回升；3) 风险减量是财险业服务实体经济发展的的重要手段，也有利于险企降低社会风险成本的同时实现降本增效；4) 2024 年车险与非车险均有望聚焦市场化定价能力和精细化运营。
- 投资：权益市场波动及会计准则切换拖累投资收益表现，经济复苏预期下的弹性回归。1) 会计准则切换以及权益市场回调拖累险企净利润表现，宏观政策发力下投资端有望贡献弹性；2) 不动产投资：投资敞口稳中有降，政策托底有望推动风险逐步出清；3) 内含价值对于投资端表现的敏感性：国寿、新华相对弹性较大；4) 保险中长期资金入市，投资端弹性有望进一步打开，监管持续出台政策鼓励险资加大权益资产配置，支持保险公司通过设立私募基金形式参与长期股票投资，平衡长期投资与当年度收益率考核，引导险资多元化考核体系，险企权益资产配置提升有望提升投资端弹性。
- 板块复盘与展望：在预定利率正式切换、银保“报行合一”和限制开门红预收等背景下，我们认为市场对于负债端存在分歧和悲观预期，同时资产端波动加大，对于保险资负两端的担忧使板块估值持续回调。但负债端供给侧改革出清下，具有“储蓄+保障”等功能的保险产

品有望进一步迎来需求增量，且当前保险板块估值处于近年来低位，因此我们依然看好行业基本面逐步回暖带来的板块阶段性行情和长期配置价值，短期关注资产端催化。建议重点关注中国太保、中国人寿和中国财险，关注中国平安和新华保险。

- 风险因素：宏观经济持续下行，险企渠道改革不及预期，险企新产品不及预期，居民财富增长不及预期，长期利率下行超预期。

## 目录

一、监管趋严下的 3.0% 预定利率产品发展新周期	6
1.1 预定利率下调开启资产负债匹配新周期	6
1.2 “报行合一” 全面执行后的新常态	6
1.3 监管趋严，头部险企有望更为受益	7
二、寿险：负债端复苏动能有望持续，供给端改革利好价值表现	8
2.1 负债端逐步复苏，NBV 表现持续回暖	8
2.2 渠道改革深入，营销队伍专业化提升助力长期价值表现	9
2.3 银保渠道保费与 NBV 齐增，价值贡献占比进一步提升	10
2.4 主要上市险企 2024 年 NBV 展望：增速预计分化，银保有望贡献增量	12
三、产险：负债端有望延续高景气，降本增效打开盈利空间	13
3.1 保费维持高景气，短期灾害及业务结构调整导致 COR 波动	13
3.2 车险与非车险：决胜精细化管理与降本增效	14
3.3 风险减量趋势下财险商业模式重塑	15
四、投资端：经济复苏预期下的弹性回归	15
4.1 权益市场波动及会计准则切换拖累投资收益表现	15
4.3 不动产投资：投资敞口稳中有降，政策托底有望推动风险逐步出清	17
4.4 内含价值对投资收益敏感性分析	17
4.4 聚焦保险中长期资金入市，投资端弹性有望进一步打开	19
五、板块复盘与展望	21
六、风险因素	25

## 表目录

表 1: 监管连续出台银保“报行合一”相关规范	7
表 2: 主要上市险企 2024 年 NBV 同比增速表现展望	12
表 3: 中国人寿 1H23 内含价值敏感性分析 (人民币百万元)	18
表 4: 中国平安 1H23 内含价值敏感性分析 (人民币百万元)	18
表 5: 中国太保 1H23 内含价值敏感性分析 (人民币百万元)	18
表 6: 新华保险 1H23 内含价值敏感性分析 (人民币百万元)	19
表 7: 《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》主要内容	19
表 8: 年初以来保险板块主要上涨与回调区间	21

## 图目录

图 1: 3.0% 预定利率产品新周期，寿险发展有望进入新阶段 (人身险原保费收入，亿元)	6
图 2: 2023 年开门红期间寿险月度累计保费增速	8
图 3: 2023 年开门红期间 1 月单月保费增速分化	8
图 4: 2023 年前三季度新业务价值表现普遍回暖	8
图 5: 主要上市新业务价值率 NBVM (%)	8
图 6: 主要上市险企归母净利润同比表现	8
图 7: 主要上市险企近 3 年各季度归母净利润同比表现	8
图 8: 各险企人均月均新单保费 (元)	9
图 9: 中国人寿个险代理人规模率先企稳 (万人)	9
图 10: 中国平安寿险改革持续打造三高代理人队伍	9
图 11: 太保寿险核心人力产能及收入大幅提升	9
图 12: 中国人寿六大举措布局新型营销	10
图 13: 中国人寿升级渠道队伍结构、强化专业能力	10
图 14: 上市险企银保渠道保费收入情况汇总 (百万元)	10
图 15: 上市险企银保渠道保费同比增长情况汇总	10
图 16: 太保寿险银保渠道 1H23 新保及续期表现 (百万元)	11
图 17: 新华保险银保渠道 1H23 新保及续期表现 (百万元)	11
图 18: 银保优才助力中国平安多元创新渠道发展	11
图 19: 太保寿险银保价值贡献占比显著提高	11
图 20: 近年来商业银行净息持续走弱	12
图 21: 2023 年 1-11 月累计财险保费增速	13
图 22: 2023 年 1-11 当月财险保费增速	13
图 23: 上市财险公司近年来综合成本率表现	13
图 24: 自然灾害频发导致第三季度综合成本率抬升	13
图 25: 乘用车销量整体自 2023 年 2 月以来整体呈现稳健态势 (万辆)	14

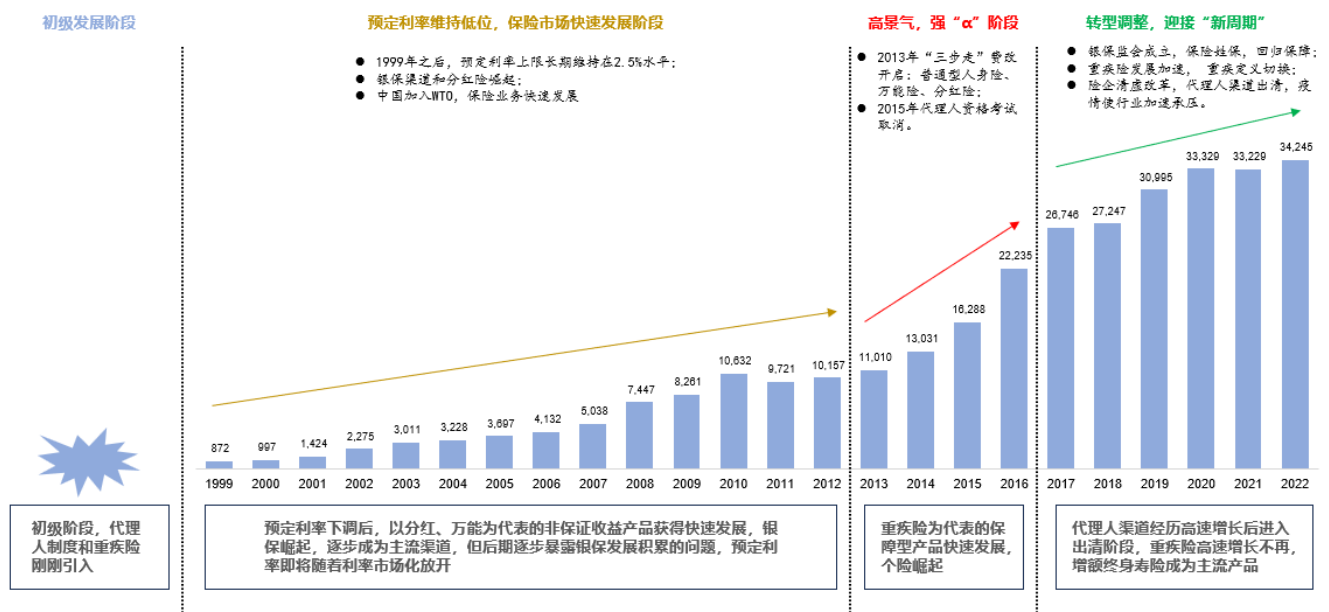
图 26: 国内新能源汽车渗透率逐步提升 (%)	14
图 27: 2023 年公路客运量逐步回升	14
图 28: 上市险企非车险保费占比逐年提升	14
图 29: 3Q23 头部产险公司车险&非车险保费增速有所分化	14
图 30: 人保前 10 月各细分险种均实现正增长	14
图 31: 中国人保风险减量服务的管理框架	15
图 32: 中国人保农业保险风险减量服务实践	15
图 33: 各大险企 1H23 年化总投资收益率及同比	16
图 34: 各大险企 1H23 净投资收益率及同比	16
图 35: 2023 年前三季度权益市场震荡回调	16
图 36: 2023 年前三季度十年期国债收益率低位震荡 (%)	16
图 37: 中国平安 3Q23 不动产投资资产种类分布	16
图 38: 主要上市险企 1H23 分入 FVOCI 权益工具结构 (IFRS9)	16
图 39: 主要上市险企 1H23 投资资产配置结构 (IFRS9)	17
图 40: 保险资金持有上市公司市值 (亿元)	20
图 41: 保险资金持有上市公司流通股家数 (家)	20
图 42: 3 年周期净资产收益率计算公式	20
图 43: 2023 年保险板块股价复盘	22
图 44: 主要上市险企年初以来个股表现	23
图 45: 主要上市险企滚动 PEV 估值 (以 2023 年 12 月 7 日收盘价计)	23
图 46: 消费者信心指数有望回升	24
图 47: 理财产品年预期收益率走低 (%)	24
图 48: 2023 年 1-10 月单月居民新增人民币存款 (亿元)	24
图 49: 居民累计新增人民币存款走高 (亿元)	24

# 一、监管趋严下的 3.0% 预定利率产品发展新周期

## 1.1 预定利率下调开启资产负债匹配新周期

产品定价预定利率调整逐步落地，降低负债成本利好行业长期发展。2023 年 4 月，财联社报道监管召集相关险企进行窗口指导，其主要着眼点在于控制和防范人身险利差损风险，**要求新开发产品的定价利率从 3.5% 降到 3.0%**，其主要思想是“市场有效，监管有为，主体调节在先，控制节奏，实现软着陆”。我们认为本次窗口指导意味着产品切换具有较为明确的时间节点，产品定价预定利率调整的落地有助于各大险企合理安排业务节奏，并且从长期来看降低险企负债成本有利于行业健康稳健发展。

图 1：3.0% 预定利率产品新周期，寿险发展有望进入新阶段（人身险原保费收入，亿元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

## 1.2 “报行合一”全面执行后的新常态

严控银保渠道佣金费用，防范解决潜在“费差损”风险。7 月底预定利率切换完成后，8 月底国家金融监督管理总局向多家人身险公司下发了《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》（以下简称《通知》），要求银保渠道保险产品佣金费用严格执行“报行合一”，即保险公司报送给监管的手续费用取值范围和使用规则需要跟实际使用保持一致。根据《通知》要求，通过银行代销的保险产品，在产品备案时应当按照监管规定在产品精算报告中明确说明费用假设、费用结构并列支佣金上限。

银保费用“报行合一”旨在杜绝银保渠道费用超支、手续费佣金不透明及费用水平突破合理限制引发不正当竞争的现象。我们认为，一方面，此次整改有助于银保费用的合理化和透明化，有望减少银保渠道费用乱象引发的无序竞争和潜在“费差损”风险；另一方面，有助于引导各大险企加强成本管控水平和专业化竞争水平，开发更多满足消费者需求、性价比更高的保险产品，助力行业长期健康可持续发展。

短期银保保费波动难免，但银保产品价值率或有望持续提升。短期内费用整改和银保合作重塑对于银保业务或有所冲击，国家金融监督管理总局在 2023 年 10 月 20 日举行的 2023 年三季度银行业保险业信息新闻发布会上表示“初步估算银保渠道的佣金费率较之前平均水平下降约 30% 左右”。我们认为银保渠道产品佣金费用的降低有望带来银保产品负债成本的逐步降低，银保产品价值率或有望提升，佣金费用水平有望更加透明合理，产品经过备案后保险公司与银行有望重新签署协议并重新上线相关产品，短期调整不改银保双方合作的长期性特

征。

**表 1: 监管连续出台银保“报行合一”相关规范**

2023/8/8	上海市保险同业工会	《上海市人身保险银保业务自律公约（2023版）》	要求保险机构承诺不通过其他渠道及方式变相增加银保业务手续费，坚决杜绝银保小账
2023年8月底	国家金融监督管理总局	《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》	银保渠道佣金费用需严格“报行合一”，通过银行代销的保险产品在设计时，审慎合理确定费用假设；备案时，在产品精算报告中明确说明 <b>费用假设、费用结构，并列示佣金上限</b> ；支付时，佣金等实际费用应与备案材料保持一致。
2023/9/1	广东省保险行业协会	《广东省人身保险银保业务自律公约》	从人员管理、业务规范、费用管理、自律管理等四方面做出规定，规范银保业务
2023/10/9	国家金融监督管理总局	《关于银保产品管理有关事宜的通知》	指出部分公司备案的银保渠道产品的预定附加费用率，与后续单独报备的银保渠道总费用不一致。监管部门将按 <b>两者孰低</b> 的原则认定银保渠道总费用。保险公司在实际执行中若超过其较低者，将按照“报行不一”依法依规严肃处理。
2023/10/20	国家金融监督管理总局	三季度银行业保险业信息新闻发布会	一是要求保险公司明确产品的费用结构
			二是要求保险公司明确产品的总费用上限和给渠道佣金的上限
			三是要求保险公司做到“ <b>三费合一</b> ”，也就是精算假设费用、预算费用和考核费用做到相统一
			四是要求保险公司在压实主体责任的同时，特别强调要压实精算师的责任，要求精算师在产品 <sup>设计</sup> 、费用 <sup>测算</sup> 等方面 <sup>负起</sup> 责任
			初步估算，银保渠道的佣金费率较之前平均水平 <b>下降了约30%</b> 左右 全面推行“报行合一”， <b>抓紧启动个人代理渠道、经纪代理渠道</b> 的“报行合一”工作

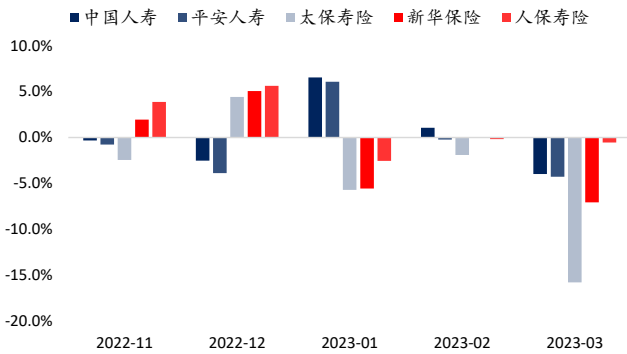
资料来源：国家金融监督管理总局，肇庆保协微信公众号，新浪财经，每日经济新闻，南方财经、保险文化，信达证券研发中心

### 1.3 监管趋严，头部险企有望更为受益

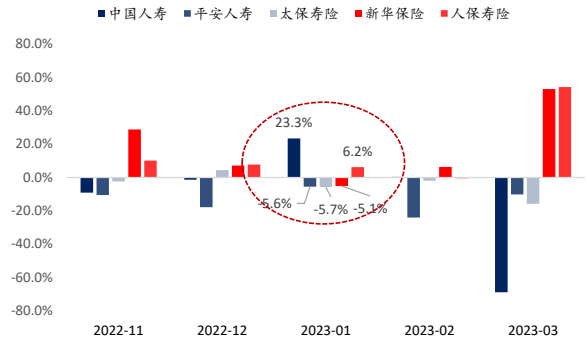
**规范承保管理，限制“开门红”大规模预收。**根据每日经济新闻报道，10月18日，国家金融监督管理总局向各人身险公司下发《关于强化管理促进人身险业务平稳健康发展的通知》（以下简称《通知》），分别从**科学制定年度预算、严格执行报行合一、规范销售行为、加大查处力度**等方面对人身险公司推进开门红过程中常见的违规行为进行预警，其中《通知》提出“**要规范承保管理，不得采取大幅提前收取保费并指定第二年保单生效日的方式进行承保，不得将客户实质为保费的资金存放于其他投资理财类账户**，防止出现承保空档，引发合同纠纷，滋生经营风险”。

**规范“开门红”营销，引导行业常态化经营。**我们认为监管对于“开门红”大规模预收的限制将使各大险企开门红预收保费有所降温，短期内或使各大险企重新规划开门红布局安排，短期月度保费或有所波动，但长期有助于引导行业常态化经营，有利于行业长期健康稳定发展。监管趋严背景下，**3.0%预定利率产品周期更加考验险企资产负债匹配和稳健、长期经营能力，头部险企有望凭更强的业务拓展和经营能力更为受益。**

**从开门红业务节奏来看，2023年“开门红”整体基数效应有限，预计2024年“开门红”常态化保费增长压力有限。**从2023年的“开门红”期间保费来看，中国人寿、平安人寿、太保寿险、新华保险和人保寿险2022年12月的单月保费增速分别为-10.5%、-17.9%、-5.6%、-24%和-10.2%，2023年1月单月保费增速分别为-2.5%、+4.4%、-5.7%、-1.9%和-15.8%，整体来看，2023年“开门红”活动关键月份的单月保费增速较为分化，且增速同比较为有限，2024年“开门红”营销常态化经营，各大公司有望更为严格执行保费收入确认时间和保费生效时间的统一，同时考虑同期基数效应，我们认为2024年1月单月保费同比增长压力有限。

**图 2：2023 年开门红期间寿险月度累计保费增速**


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

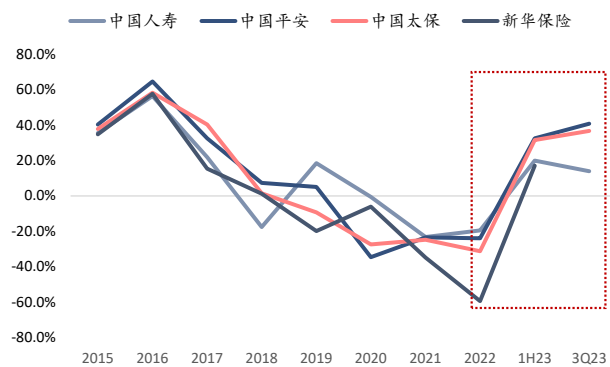
**图 3：2023 年开门红期间 1 月单月保费增速分化**


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

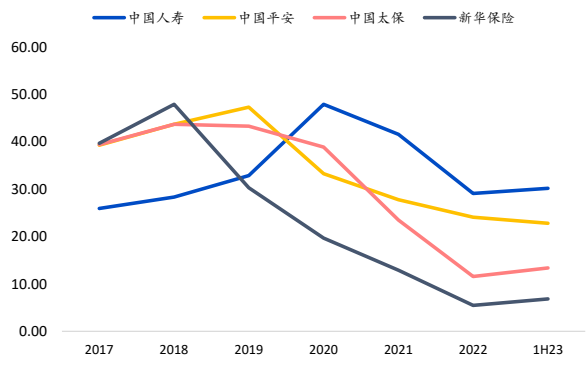
## 二、寿险：负债端复苏动能有望持续，供给端改革利好价值表现

### 2.1 负债端逐步复苏，NBV 表现持续回暖

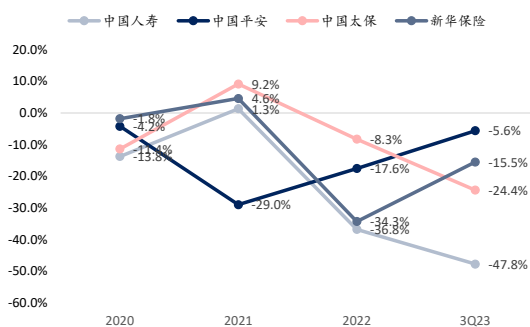
受益于预定利率下调背景下负债端的持续回暖，前三季度主要上市险企 NBV 均呈现良好复苏态势：中国人寿 (yoy+14.0%)、中国平安 (yoy +29.9%,已重述 2022 年同期)、中国太保 (yoy+36.8%)、友邦保险 (yoy+33.0%，实际汇率口径)。

**图 4：2023 年前三季度新业务价值表现普遍回暖**


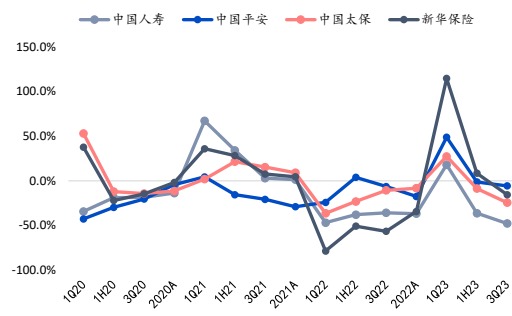
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图 5：主要上市新业务价值率 NBVM (%)**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图 6：主要上市险企归母净利润同比表现**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

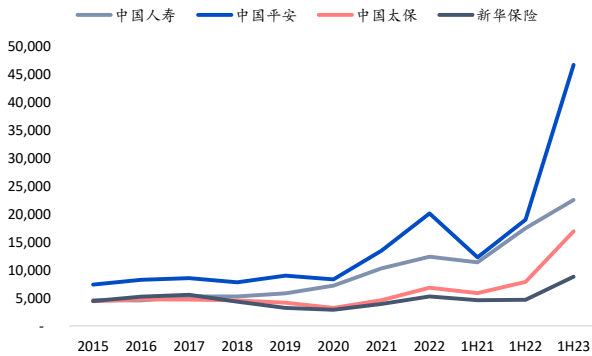
**图 7：主要上市险企近 3 年各季度归母净利润同比表现**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

## 2.2 渠道改革深入，营销队伍专业化提升助力长期价值表现

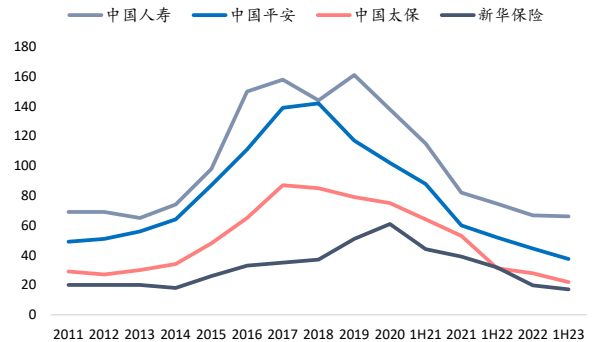
代理人持续清虚改革，规模下降逐步“钝化”，人力质态持续提升。1) 中国人寿：围绕“八大工程”，持续落地“销售渠道强体工程”，深入推进营销体系改革，强化销售队伍优增优育，队伍质态持续优化，3Q23 个险月人均首年期交保费同比提升 28.6%；2) 中国平安：代理人渠道通过绩优分群，精细化运营，队伍结构逐渐改善，人力产能大幅提升，2023 年前三季度人均 NBV 同比+94.4%；3) 中国太保：优增优育成效显著，新人量质齐升，招募人数、新人贡献及产能均同比提升，13 个月留存率大幅优化。

图 8：各险企人均月均新单保费（元）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 9：中国人寿个险代理人规模率先企稳（万人）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

渠道人力下滑逐步趋缓，人力规模有望逐步企稳止跌，高质量人力占比稳步提升。近年来主要上市险企加大个险队伍清虚力度，队伍规模持续缩减，但整体队伍素质不断提升，头部公司通过培训升级、方案支持和销售支持等措施，队伍产能不断提升。从已公布 2023 年前三季度主要上市险企人力规模来看，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继续压缩，但整体幅度将逐步收敛。

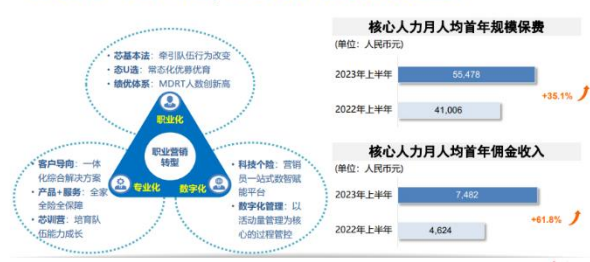
图 10：中国平安寿险改革持续打造三高代理人队伍



资料来源：中国平安公司公告，信达证券研发中心

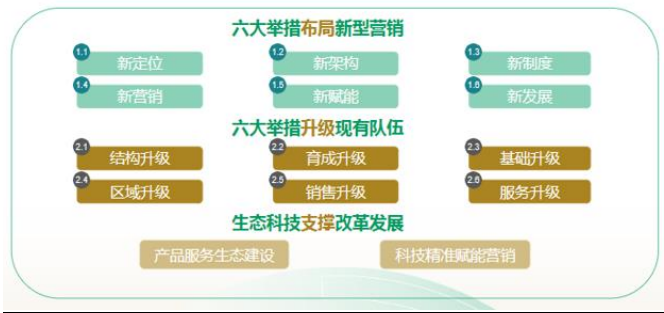
图 11：太保寿险核心人力产能及收入大幅提升

深化落地“长航”转型，核心人力产能及收入大幅提升



资料来源：中国太保公司公告，信达证券研发中心

系列监管政策引导行业销售队伍专业化转型。2022 年原银保监会发布《关于进一步推动完善人身保险行业个人营销体制的意见（征求意见稿）》，提出建立销售资质分级体系，完善监督制度体系等，指明个人营销体制改革方案。2023 年 9 月国家金融监督管理总局发布《保险销售行为管理办法》，10 月发布《关于强化管理促进人身险业务平稳健康发展的通知》，一系列监管政策的出台对行业特别是个险营销发展提出了更高要求。

**图 12: 中国人寿六大举措布局新型营销**


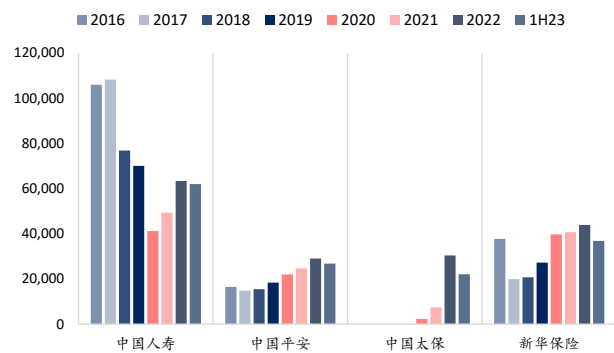
资料来源: 中国人寿公司公告, 信达证券研发中心

**图 13: 中国人寿升级渠道队伍结构、强化专业能力**

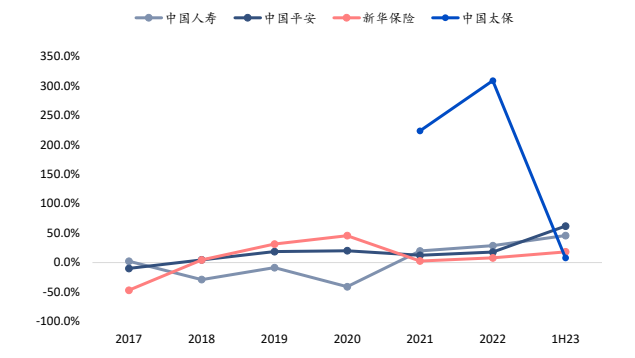

资料来源: 中国人寿公司公告, 信达证券研发中心

## 2.3 银保渠道保费与 NBV 齐增, 价值贡献占比进一步提升

1H23 主要上市险企银保渠道保费同比增速: 中国平安 (+61.7%) > 中国人寿 (+45.7%) > 新华保险 (+18.1%) > 中国太保 (+7.7%), 受益于预定利率切换, 银保渠道贡献的新单规模显著提升。中国人寿、中国平安及新华保险银保保费收入自 2021 年以来均实现同比正增长, 且增速逐步抬升。

**图 14: 上市险企银保渠道保费收入情况汇总 (百万元)**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 15: 上市险企银保渠道保费同比增长情况汇总**


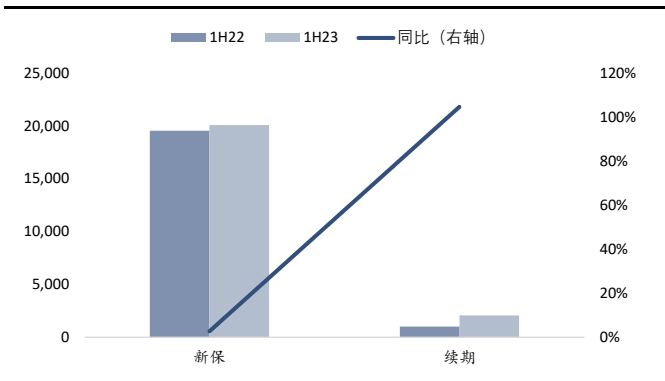
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**中国太保:** 2023 年前三季度, 太保寿险银保渠道实现规模保费 326.94 亿元, 同比+31.1%, 其中新单期缴保费 82.84 亿元, 同比+289.5%, 公司深入打造价值银保, 聚焦价值网点、价值产品和高质量队伍, 持续优化产品结构, 价值规模及贡献占比大幅提升。

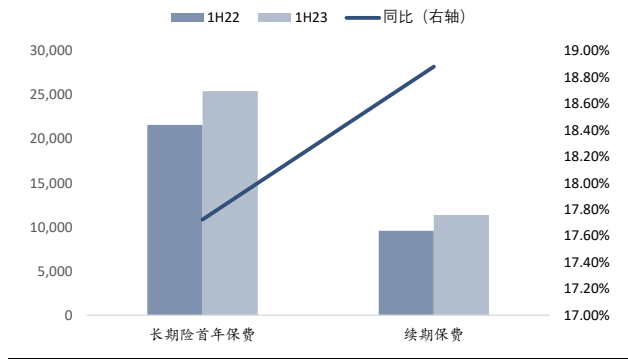
**中国平安:** 深化与平安银行独家代理模式, 截至 1H23 新优才队伍已超 2000 人, 1H23 银保 NBV 同比+174.7%, 新业务价值率同比提升 3.9pct (按首年保费)。

**中国人寿:** 公司银保渠道积极把握市场趋势, 深化拓宽银行合作, 实现保费规模快速增长, 1H23 银保渠道总保费和首年期交保费分别同比+45.7%和 59.2%, 1H23 银保客户达 2.3 万人, 季均实动人力同比+13.8%, 人均期交产能大幅提升。

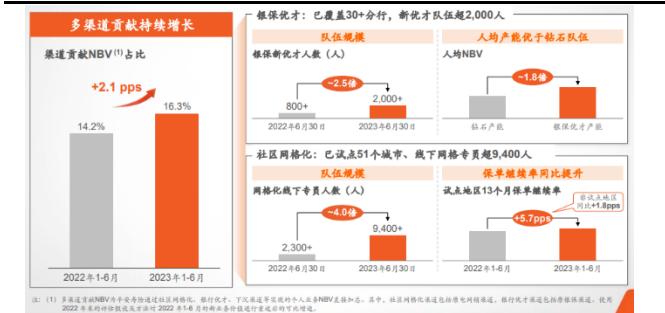
**新华保险:** 公司银保渠道抢抓市场机遇, 大力推动期缴业务发展。截至 3Q23, 公司银保渠道总保费收入、长期险首年期缴保费和续期保费分别同比+14.1%、82.9%和 17.1%。

**图 16: 太保寿险银保渠道 1H23 新保及续期表现 (百万元)**


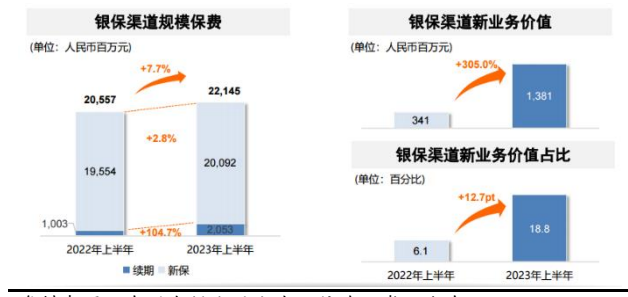
资料来源: 中国太保公司公告, 信达证券研发中心

**图 17: 新华保险银保渠道 1H23 新保及续期表现 (百万元)**


资料来源: 新华保险公司公告, 信达证券研发中心

**图 18: 银保优才助力中国平安多元创新渠道发展**


资料来源: 中国平安公司公告, 信达证券研发中心

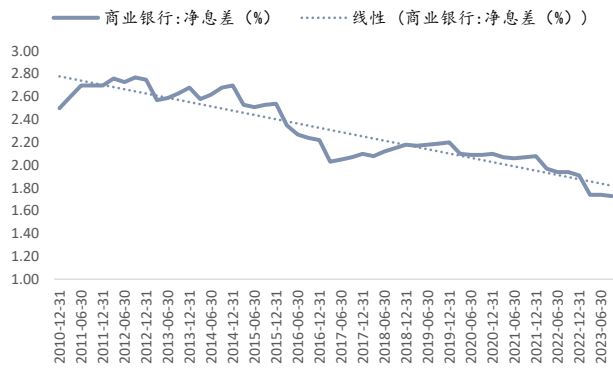
**图 19: 太保寿险银保价值贡献占比显著提高**


资料来源: 中国太保公司公告, 信达证券研发中心

银保报行合一不改渠道长期发展向好, 银保渠道保费及价值贡献占比有望进一步提升。

“报行合一”下保险公司的银保业务运行平稳、进展良好, “报行合一”有望逐步平稳落地。根据国家金融监督管理总局三季度银行业保险业数据信息新闻发布会显示, 截至 2023 年 10 月 20 日, 经初步估算, 银保渠道的佣金费率较之前平均水平下降了约 30%左右。在个险渠道进入深度改革之际, 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, 同时, 银保“报行合一”、大财富管理、银行零售转型和监管正本清源有望助力银保价值提升。

银保合作一体化程度有望提升, 个险险企银保战略地位有望提升。我们认为, 银行和寿险公司双方有更多相向而行的理由和条件, 保险具有独特的风险管理、养老规划、健康管理、资产传承等产品属性, 商业银行作为天然具有账户优势的财富管理平台, 双方在“报行合一”、佣金费用透明化的背景下有望迎来更为紧密合作, 银保一体化程度有望持续提升。近年来各大险企运用自身优势, 加大银保战略投入, 如中国平安率先将平安银行原财富管理板块业务与银保业务打通, 建设兼具职业和创业特征的“平安银行家”队伍。

**图 20: 近年来商业银行净息持续走弱**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

## 2.4 主要上市险企 2024 年 NBV 展望: 增速预计分化, 银保有望贡献增量

展望 2024 年主要上市险企全年新业务价值表现:

- 个险渠道:** 各大险企个险渠道近年来持续清虚改革, 渠道人力总规模整体不断压缩, 队伍结构逐渐改善, 人均产能大幅提升, 在预定利率切换完成及开门红预收政策等背景下, 我们预计个人寿险销售代理人数量将继续压缩, 但整体下滑幅度有望逐步“钝化”, 同时人均产能提升有望带来 NBVM 逐步提升。整体来看, 我们预计 2024 年主要上市险企个险渠道 NBV 同比表现有望分化: 中国人寿 (yoy+5.7%), 中国平安 (yoy-2.7%), 中国太保 (yoy+1.6%), 新华保险 (yoy-16.2%)。
- 银保及其他渠道:** 银保“报行合一”逐步落地, 我们认为短期来看银保渠道保费波动在所难免, 但调降费用和 3.0% 预定利率产品上市不改银保渠道产品需求, 严格执行佣金费用有望推动银保产品价值率不断提升, 产品或有望更具吸引力。整体来看, 银保渠道规模保费有望在降低费用和佣金的背景下得到较大提升, 从而推动银保渠道 NBV 表现。我们预计 2024 年主要上市险企银保渠道同比均有望实现正增长: 中国人寿 (yoy+12.1%), 中国平安 (yoy+25.4%), 中国太保 (yoy+20.4%), 新华保险 (yoy+22.2%)。

综上, 我们预计 2024 年主要上市险企个险、银保及其他渠道 NBV 表现有望分化, 银保及其他渠道有望贡献更多增量, 2024 年主要上市险企全年 NBV 或有望分化: 中国人寿 (yoy+6.6%), 中国平安 (yoy+1.8%), 中国太保 (yoy+5.9%), 新华保险 (yoy-7.2%)。

**表 2: 主要上市险企 2024 年 NBV 同比增速表现展望**

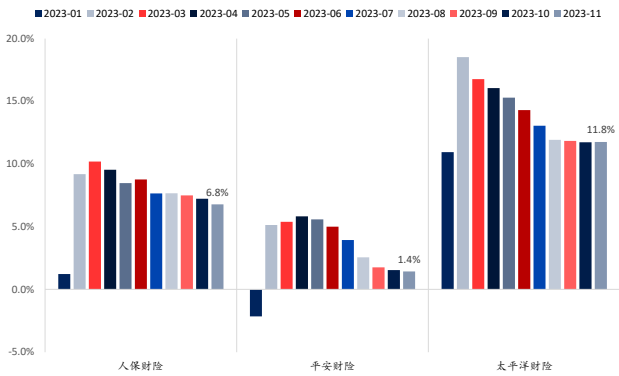
渠道	指标	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险
个险	人力增速	5.0%	-15.0%	-12.0%	-16.0%
	人均新单保费增速	-5.0%	6.0%	5.0%	-5.0%
	NBVM 提升幅度	6.0%	8.0%	10.0%	5.0%
	NBV 增速	<b>5.7%</b>	<b>-2.7%</b>	<b>1.6%</b>	<b>-16.2%</b>
	个险 NBV 占比	<b>86.8%</b>	<b>84.1%</b>	<b>77.2%</b>	<b>76.6%</b>
银保及其他渠道	人力增速	0%	-5%	-15%	-15%
	人均新单保费增速	-5%	10%	20%	15%
	NBVM 提升幅度	18%	20%	18%	25%
	NBV 增速	<b>12.1%</b>	<b>25.4%</b>	<b>20.4%</b>	<b>22.2%</b>
	银保及其他 NBV 占比	13.20%	15.90%	22.80%	23.40%
合计		<b>6.6%</b>	<b>1.8%</b>	<b>5.9%</b>	<b>-7.2%</b>

资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

### 三、产险：负债端有望延续高景气，降本增效打开盈利空间

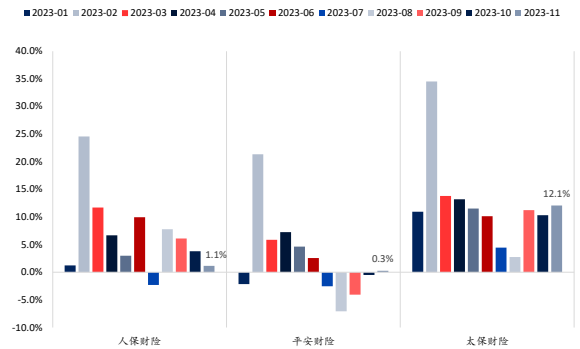
#### 3.1 保费维持高景气，短期灾害及业务结构调整导致 COR 波动

图 21: 2023 年 1-11 月累计财险保费增速



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

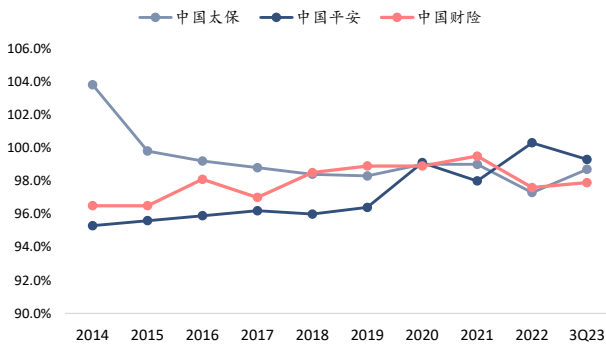
图 22: 2023 年 1-11 当月财险保费增速



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

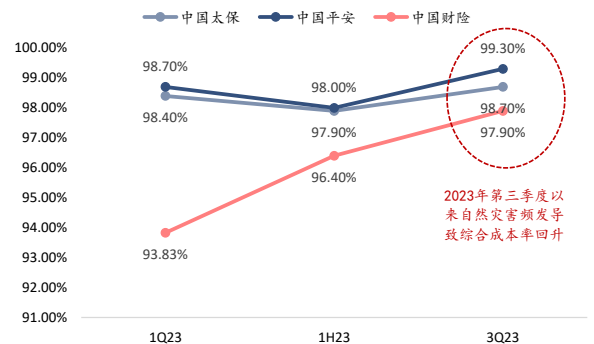
保险服务收入及原保费收入普增，车险和非车险有所分化。1H23 财险“老三家”人保财险、太保财险和平安财险：保险服务收入分别同比+8.6%、+13.9%和 6.8%；原保费分别同比 7.5%、11.8%和 1.8%，前三季均实现同比正增长，但车险与非车险保费增速有所分化，其中人保财险和太保财险车险和非车险均实现同比增速，且非车险增速均高于车险增速，平安产险车险和非车险保费增速有所分化，分别同比 6.2%、-6.7%。

图 23: 上市财险公司近年来综合成本率表现



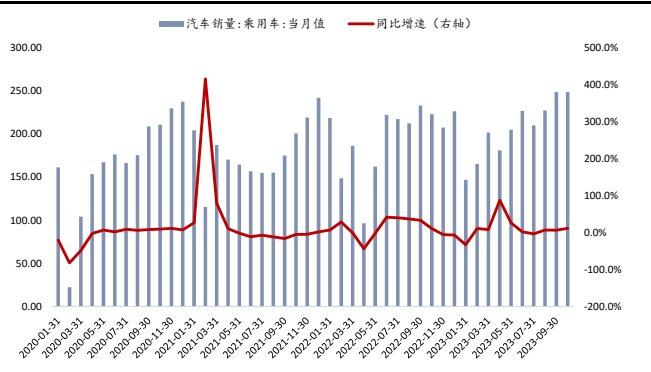
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 24: 自然灾害频发导致第三季度综合成本率抬升

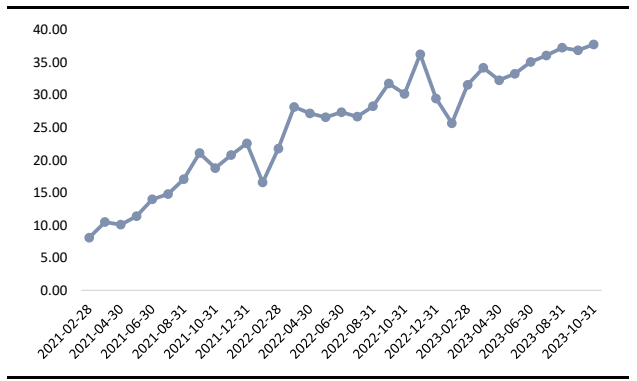


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

自然灾害、出行复苏等导致综合成本率阶段性回升。受台风暴雨灾害影响，车险客户出行需求恢复，以及保证业务受到市场环境的影响，主要上市险企 2023 年前三季度综合成本率和承保盈利波动，截至 3Q23 人保财险、太保财险和平安财险综合成本率分别为 97.9%、98.7%和 99.30%，环比 1H23 分别+1.50pct、+1.30pct 和 +0.8pct。

**图 25: 乘用车销量整体自 2023 年 2 月以来整体呈现稳健态势 (万辆)**


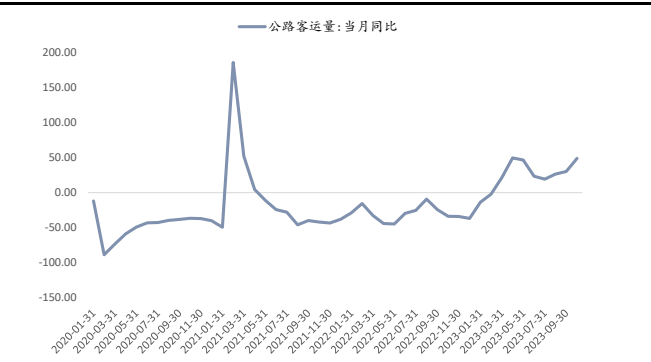
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 26: 国内新能源汽车渗透率逐步提升 (%)**


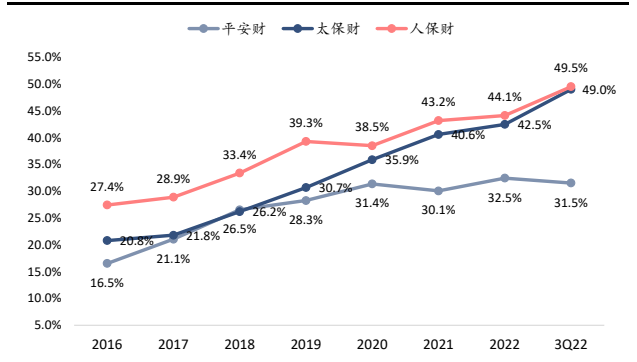
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

### 3.2 车险与非车险: 决胜精细化管控与降本增效

**车险: 聚焦市场化定价能力和精细化运营, 新能源车险有望带动保费持续提升。**受益于新车销量增长及新能源车购置税的减免政策, 主要上市财险公司新能源车险保费快速增长推动车险保费稳增。1H23 太保财险车险原保费收入同比+5.4%, 其中新能源车险同比增长 65.1%; 1H23 人保财险新能源车承保数量同比+54.4%, 推动机动车辆险承保数量同比+7.3%, 保险服务收入同比+5.2%。

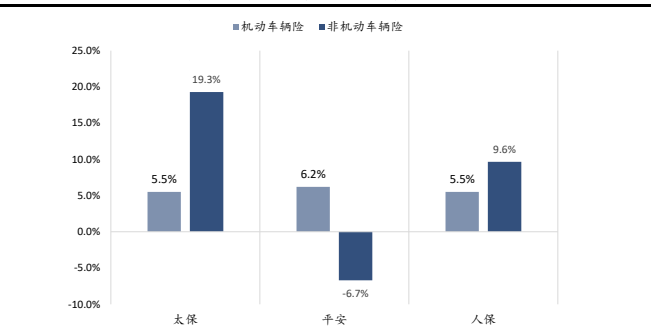
**图 27: 2023 年公路客运量逐步回升**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

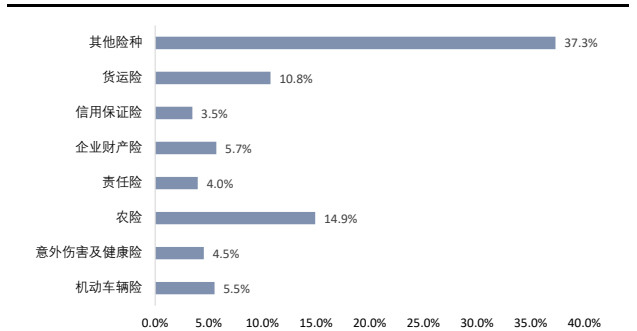
**图 28: 上市险企非车险保费占比逐年提升**


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

**非车险: 头部险企保费增速有所分化, 长期非车险业务占比有望持续提升。**3Q23 产险“老三家”太保财险、平安财险、人保财险车险保费增速分别为 5.5%/6.2%/5.5%, 非车险保费增速分别为 19.3%/-6.7%/9.6%, 非车险保费占比分别为 49.0%/31.5%/49.5%, 较 2022 年末占比分别+6.5pct/-0.9pct/+5.4pct。

**图 29: 3Q23 头部产险公司车险&非车险保费增速有所分化**


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

**图 30: 人保前 10 月各细分险种均实现正增长**


资料来源: 中国人保公司公告, 信达证券研发中心

### 3.3 风险减量趋势下财险商业模式重塑

风险减量服务是指保险公司为提高社会抗风险能力、降低社会风险成本，通过投入资金、技术、人员等方式主动介入被保险标的的风险管理，协助被保险人降低保险事故发生概率或减少事故损失程度。

2023年1月，原中国银保监会发布《中国银保监会办公厅关于财产保险业积极开展风险减量服务的意见》，要求各大财险企积极开展风险减量服务，此后各地监管局陆续出台风险减量具体方案，要求保险业协助各行业主体开展风险评估、隐患排查、监测预警等工作，以降低发生频率和损失额，降低全社会风险成本。

图 31: 中国人保风险减量服务的管理框架



资料来源：中国人保公司公告，信达证券研发中心

图 32: 中国人保农业保险风险减量服务实践



资料来源：中国人保公司公告，信达证券研发中心

中国人保拓展“风险减量服务”，构建“保险+服务+科技”新模式 1) 财险业务：构建“产品供给——保前——保中——灾前——灾中——灾后”的服务闭环。加强对各类风险特征的深入研究，推进风控服务队伍建设，在安全生产、住房安全、网络安全等重点领域，不断创新风险减量服务模式；2) 人身险业务：加快推动大健康、大养老生态建设，发挥集团康养布局整体合力，更好地为人民群众提供健康养老服务，加快推动人身险板块商业模式转型升级。

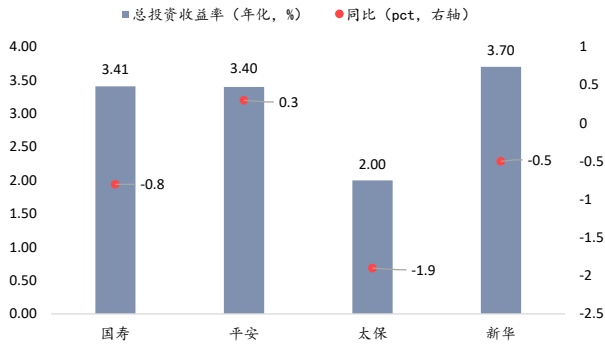
风险减量是财险业服务实体经济的重要手段，也有利于险企降低社会风险成本的同时实现降本增效：1) 积极融入国家防灾减灾体系中，充分发挥好保险的灾前防治、灾中救助等作用；2) 做深做实风险减量服务，在车险、责任险、农险等业务中提供更优质的风险减量服务，将服务链条延伸至投保企业所在行业的上下游产业；3) 探索巨灾风险分散体系，合理进行再保险安排，更有效地发挥再保险的保大灾、防重损作用。

## 四、投资端：经济复苏预期下的弹性回归

### 4.1 权益市场波动及会计准则切换拖累投资收益表现

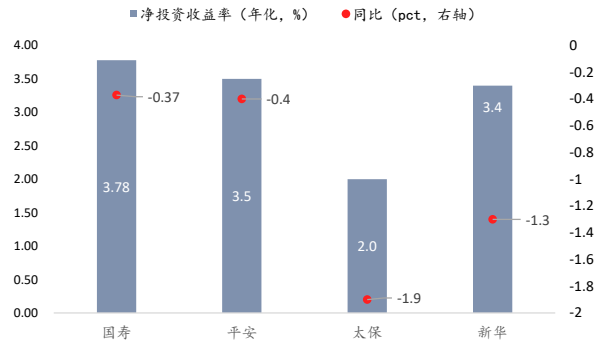
2023年前三季度，受制于资本市场尤其是权益市场波动，同时中小企业信用风险上升，地产行业偶发违约，导致投资端普遍承压。中国人寿、中国平安、中国太保和新华保险 2023 年前三季度的年化总投资收益率分别为 3.41%/3.40%/2.00%/3.70%，分别同比-0.8pct/+0.3pct/-1.9pct/-0.5pct；年化净投资收益率分别为 3.78%/3.5%/2.0%/3.4%，分别同比-0.37pct/-0.4pct/-1.9pct/-1.3pct。

图 33: 各大险企 1H23 年化总投资收益率及同比



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

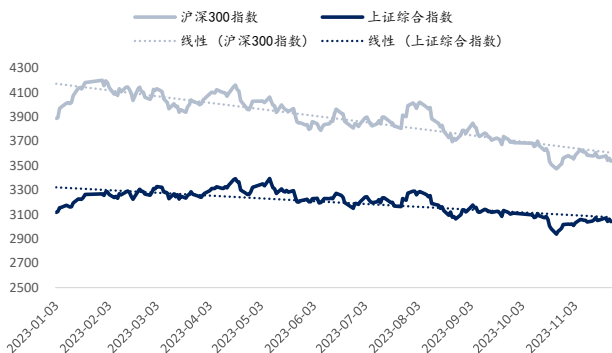
图 34: 各大险企 1H23 净投资收益率及同比



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

会计准则切换以及权益市场回调拖累险企净利润表现。受制于宏观经济和资本市场的波动，2023 年前三季度长端利率保持低位震荡，长端利率中枢下行导致固收类资产配置承压，同时股票市场整体震荡调整幅度较大，另外叠加会计准则切换影响，头部上市险企 Q3 权益资产面临一定的减值、买卖价差、公允价值变动（浮亏）的压力。例如中国人寿，公司在 2022 年 2 个权益市场相对低点进行了权益资产配置，但是截至 2023 年第三季度末，大盘持续维持低位震荡，全市场偏股的混合型基金总指数前三季度下跌了 11.7%，去年低位配置的权益资产到今年同期，持有超过 1 年期的低于当时买入成本的，按照会计准则进行了浮亏价差和减值的计提，从而导致投资阶段性承压。

图 35: 2023 年前三季度权益市场震荡回调



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 36: 2023 年前三季度十年期国债收益率低位震荡 (%)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 37: 中国平安 3Q23 不动产投资资产种类分布

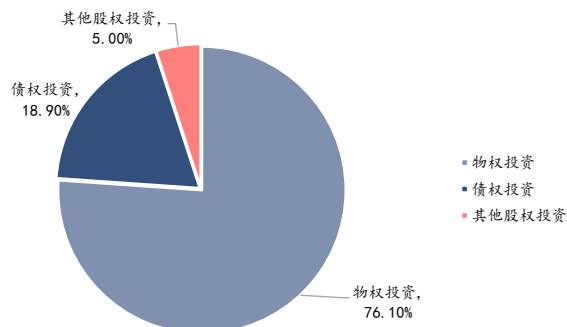
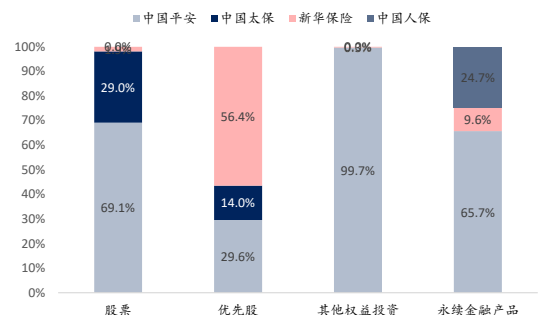


图 38: 主要上市险企 1H23 分入 FVOCI 权益工具结构 (IFRS9)



资料来源：中国平安公司公告，信达证券研发中心

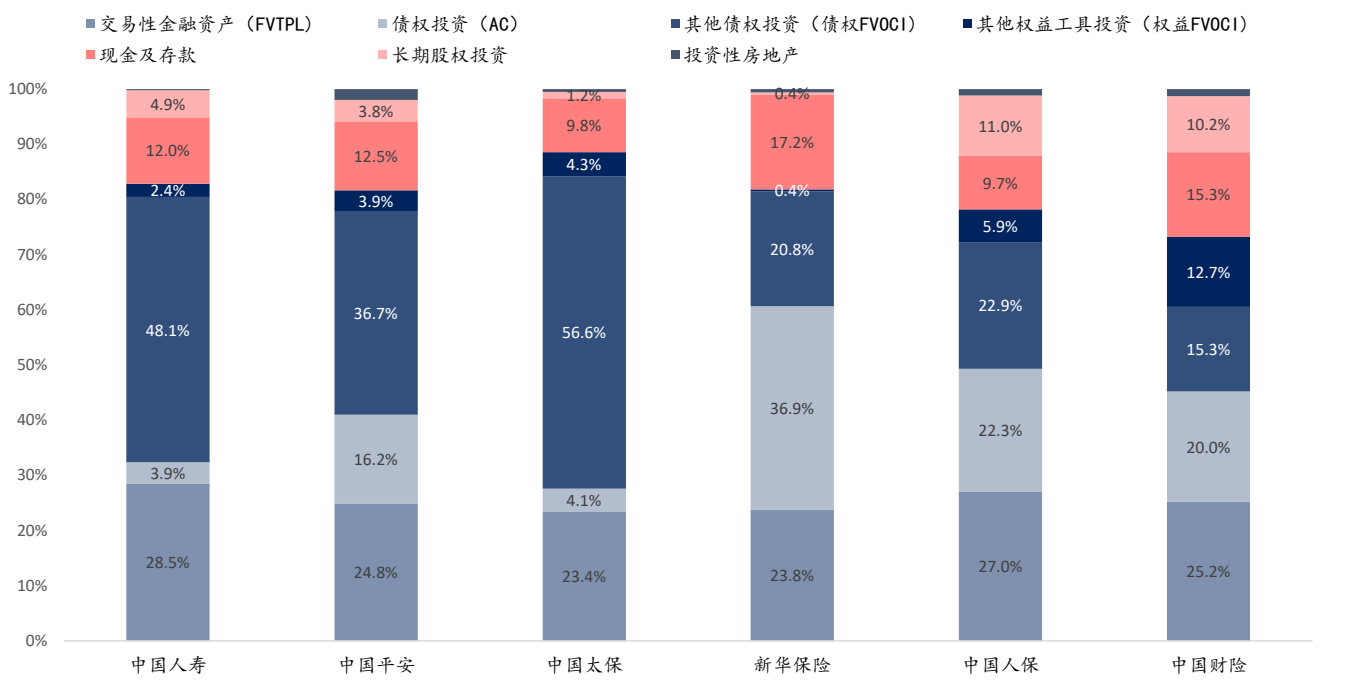
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

### 4.3 不动产投资：投资敞口稳中有降，政策托底有望推动风险逐步出清

**中国平安房地产投资敞口：**截至 3Q23，中国平安保险资金投资组合中不动产余额为 2094.82 亿元，在总投资资产中的占比为 4.5%。资产类别中，主要以物权投资为主（包含直接投资及以项目公司股权形式投资的持有型物业），采用成本法计量，在不动产投资中占比 76.1%，主要投向商业办公、物流地产、产业园、长租公寓等收租型物业，以匹配负债久期，贡献相对稳定的租金、分红等收入，并获取资产增值；另外，债权投资占比 18.9%，其他股权投资占比 5.0%。

**中国人寿对于远洋集团的长期股权投资：**中国人寿集团在远洋集团提供的截至 2023 年 6 月 30 日止 6 个月期间的利润表和所有者权益变动表的基础上进行权益法调整，2023 年 1-6 月权益法调整金额为 -21.94 亿元，国寿集团对于远洋集团的长期股权投资投资成本为 112.45 亿元，截至 2023 年 6 月 30 日止中国人寿持有的远洋集团的长期股权投资账面价值为 0。

图 39：主要上市险企 1H23 投资资产配置结构（IFRS9）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

### 4.4 内含价值对投资收益敏感性分析

**中国人寿：**基于 1H23 内含价值，投资回报率提高/降低 50bp，扣除要求资本成本之后的有效业务价值变动幅度分别为 +20.7% 和 -20.6%，扣除要求资本成本之后的上半年新业务价值变动幅度分别为 27.8% 和 -27.7%。

**表 3：中国人寿 1H23 内含价值敏感性分析（人民币百万元）**

	扣除要求资本成本之后的有效业务价值	扣除要求资本成本之后的上半年新业务价值	扣除要求资本成本之后的有效业务价值-比例变动	扣除要求资本成本之后的上半年新业务价值-比例变动
<b>基础情形</b>	<b>578,192</b>	<b>30,864</b>		
风险贴现率提高 50 个基点	552,289	29,117	-4.5%	-5.7%
风险贴现率降低 50 个基点	605,940	32,752	4.8%	6.1%
<b>投资回报率提高 50 个基点</b>	<b>697,722</b>	<b>39,459</b>	<b>20.7%</b>	<b>27.8%</b>
<b>投资回报率降低 50 个基点</b>	<b>459,181</b>	<b>22,307</b>	<b>-20.6%</b>	<b>-27.7%</b>
费用率提高 10%	571,580	28,435	-1.1%	-7.9%
费用率降低 10%	584,803	33,292	1.1%	7.9%

资料来源：中国人寿公司公告，信达证券研发中心

**中国平安：**基于 1H23 内含价值，投资收益率和风险贴现率每年增加/降低 50bp，集团内含价值变动幅度分别为 +4.3%/-4.7%，寿险及健康业务的内含价值变动分别为 +6.8%/-7.4%，一年新业务价值比例变动分别为 +10.5%/-11.5%。

**表 4：中国平安 1H23 内含价值敏感性分析（人民币百万元）**

	集团内含价值	寿险及健康险业务内含价值	一年新业务价值	集团内含价值-比例变动	寿险及健康险业务内含价值-比例变动	一年新业务价值-比例变动
<b>基准假设</b>	1,441,261	906,619	30,083			
投资收益率和风险贴现率每年增加 50 个基点	1,502,910	968,267	33,235	4.3%	6.8%	10.5%
投资收益率和风险贴现率每年减少 50 个基点	1,373,870	839,228	26,625	-4.7%	-7.4%	-11.5%
死亡、疾病和意外等发生率上升 10%	1,416,088	881,445	26,921	-1.7%	-2.8%	-10.5%
保单失效率上升 10%	1,434,885	900,243	29,113	-0.4%	-0.7%	-3.2%
维持费用上升 10%	1,437,814	903,172	29,827	-0.2%	-0.4%	-0.9%
客户分红比例增加 5%	1,431,784	897,142	30,029	-0.7%	-1.0%	-0.2%
权益资产公允价值下跌 10%	1,419,091	890,681	不适用	-1.5%	-1.8%	不适用

资料来源：中国平安公司公告，信达证券研发中心

**中国太保：**基于 1H23 内含价值，投资收益率假设 +50bp/-50bp，有效业务价值的变动比例分别为 +18.0%/-18.1%，半年新业务价值的变动幅度为 +28.9%/-29.0%。

**表 5：中国太保 1H23 内含价值敏感性分析（人民币百万元）**

	有效业务价值	半年新业务价值	有效业务价值-比例变动	半年新业务价值-比例变动
<b>情形 1：基础假设</b>	<b>228,667</b>	<b>7,361</b>		
风险贴现率假设 +50 个基点	220,833	6,976	-3.4%	-5.2%
风险贴现率假设 -50 个基点	237,141	7,776	3.7%	5.6%
<b>投资收益率假设 +50 个基点</b>	<b>269,885</b>	<b>9,486</b>	<b>18.0%</b>	<b>28.9%</b>
<b>投资收益率假设 -50 个基点</b>	<b>187,237</b>	<b>5,226</b>	<b>-18.1%</b>	<b>-29.0%</b>
死亡率假设提高 10%	227,483	7,291	-0.5%	-1.0%
死亡率假设降低 10%	229,851	7,433	0.5%	1.0%
疾病发生率假设提高 10%	221,436	7,225	-3.2%	-1.8%
退保率假设提高 10%	230,398	7,277	0.8%	-1.1%
退保率假设降低 10%	226,843	7,454	-0.8%	1.3%
费用假设提高 10%	225,563	7,014	-1.4%	-4.7%

资料来源：中国太保公司公告，信达证券研发中心

**新华保险：**基于 1H23 内含价值，投资回报率比中间情形+50bp/-50bp，扣除要求资本成本后的有效业务价值比例变动分别为+26.2%/-26.4%，扣除要求资本成本后的上半年新业务价值比例变动分别为 65.6%/-65.9%。

**表 6：新华保险 1H23 内含价值敏感性分析（人民币百万元）**

	扣除要求资本成本后的有效业务价值	扣除要求资本成本后的上半年新业务价值	扣除要求资本成本后的有效业务价值-比例变动	扣除要求资本成本后的上半年新业务价值-比例变动
中间情形	90,781	2,474		
风险贴现率 11.5%	86,326	2,257	-4.9%	-8.8%
风险贴现率 10.5%	95,541	2,706	5.2%	9.4%
投资回报率比中间情景提高 50 个基点	114,611	4,096	<b>26.2%</b>	<b>65.6%</b>
投资回报率比中间情景降低 50 个基点	66,850	843	<b>-26.4%</b>	<b>-65.9%</b>
获取费用和维持费用提高 10%（中间情景的 110%）	88,964	1,677	-2.0%	-32.2%
获取费用和维持费用降低 10%（中间情景的 90%）	92,596	3,270	2.0%	32.2%
失效和退保率提高 10%（中间情景的 110%）	90,394	2,306	-0.4%	-6.8%
失效和退保率降低 10%（中间情景的 90%）	91,157	2,651	0.4%	7.2%
死亡率提高 10%（中间情景的 110%）	89,938	2,418	-0.9%	-2.3%
死亡率降低 10%（中间情景的 90%）	91,627	2,530	0.9%	2.3%
发病率及赔付率提高 10%（中间情景的 110%）	85,840	2,292	-5.4%	-7.4%
发病率及赔付率降低 10%（中间情景的 90%）	95,744	2,656	5.5%	7.4%
75%的分红业务盈余分配给保单持有人	85,886	2,473	-5.4%	0.0%

资料来源：新华公司公告，信达证券研发中心

#### 4.4 聚焦保险中长期资金入市，投资端弹性有望进一步打开

**扩大中长期资金来源，提高险企权益资产投资比例。**作为资本市场投资端改革的重要部分，监管不断推出鼓励和引导保险资金作为重要中长期资金之一入市的相关政策，包括推动调整保险偿付能力监管中的保险资金投资股票风险因子、推动落实保险资金长周期考核、推动保险资金开展长期股票投资等。

**优化偿付能力监管标准，支持保险公司通过设立私募基金形式参与长期股票投资。**2023 年 9 月 10 日，国家金融监督管理总局发布《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》，规定保险公司投资沪深 300 指数成分股，风险因子从 0.35 调整为 0.3；投资科创板上市公司股票，风险因子从 0.45 调整为 0.4，监管通过适时调整偿付能力风险因子，通过减少保险公司投资资本市场资金占用的方式，引导险资增量资金增加权益投资。

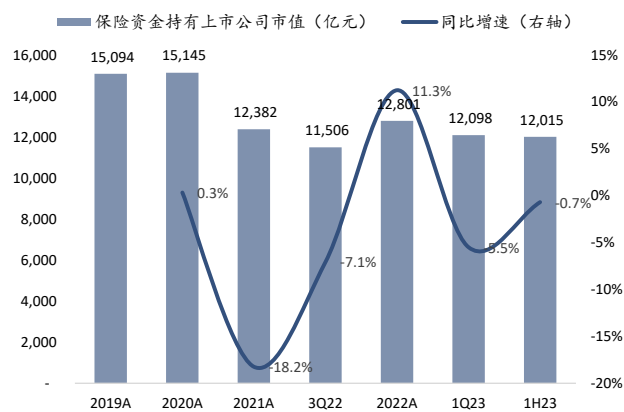
**表 7：《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》主要内容**

方面	主要内容
差异化调节最低资本要求	总资产 100 亿元以上、2000 亿元以下的财产险公司和再保险公司，以及总资产 500 亿元以上、5000 亿元以下的人身险公司，最低资本按照 <b>95%</b> 计算偿付能力充足率；
	总资产 100 亿元以下的财产险公司和再保险公司，以及总资产 500 亿元以下的人身险公司，最低资本按照 <b>90%</b> 计算偿付能力充足率
引导保险公司回归保障本源	将保险公司剩余期限 10 年期以上保单未来盈余计入核心资本的比例，从目前不超过 <b>35%</b> 提高至不超过 <b>40%</b> ，鼓励保险公司发展长期保障型产品
	财产险公司最近一个季度末计算的上两个会计年度末所有非寿险业务再保后未到期责任准备金回溯偏差率的算术平均数、未决赔款准备金回溯偏差率的算术平均数小于等于 <b>-5%</b> 的，保费风险、准备金风

	险的最低资本要求减少 5%
	财产险公司最近一个季度末计算的上两个会计年度末所有非寿险业务再保后未到期责任准备金回潮偏差率的算术平均数、未决赔款准备金回潮偏差率的算术平均数小于等于-5%的，保费风险、准备金风险的最低资本要求减少 5%
引导保险公司支持资本市场平稳健康发展	对于保险公司投资沪深 300 指数成分股，风险因子从 0.35 调整为 0.3；投资科创板上市普通股票，风险因子从 0.45 调整为 0.4
	对于投资公开募集基础设施证券投资基金（REITS）中未穿透的，风险因子从 0.6 调整为 0.5
引导保险公司支持科技创新	保险公司投资的国家战略性新兴产业未上市公司股权，风险因子赋值为 0.4。保险公司经营的科技保险适用财产险风险因子计量最低资本，按照 90% 计算偿付能力充足率
优化投资收益考核机制	保险公司应加强投资收益长期考核，在偿付能力季度报告摘要中公开披露近三年平均的投资收益率和综合投资收益率

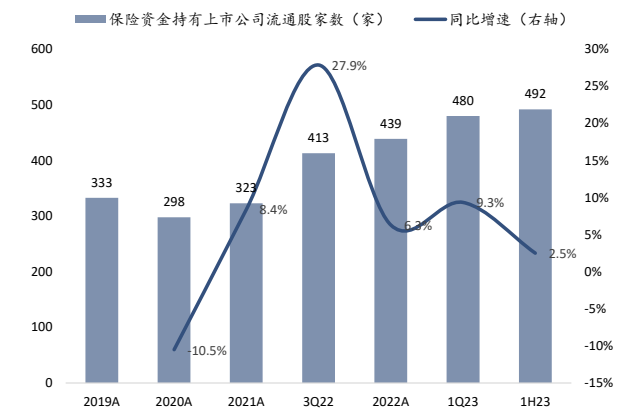
资料来源：国家金融监督管理总局，信达证券研发中心

图 40：保险资金持有上市公司市值（亿元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 41：保险资金持有上市公司流通股家数（家）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

平衡长期投资与当年度收益率考核，引导险资多元化考核体系。10 月 30 日，财政部印发《关于引导保险资金长期稳健投资 加强国有商业保险公司长周期考核的通知》（以下简称“《通知》”），进一步加强国有商业保险公司长周期考核，并对投资管理提出相关要求，《通知》对《财政部关于印发〈商业保险公司绩效评价办法〉的通知》（财金〔2022〕72 号，以下简称“《办法》”）的相关经营指标规定进行了调整，将《办法》中经营效益类指标的“净资产收益率”由“当年度指标”调整为“3 年周期指标+当年度指标”相结合的考核方式。

图 42：3 年周期净资产收益率计算公式

$$\sqrt[3]{(1 + r_n) \times (1 + r_{n-1}) \times (1 + r_{n-2})} - 1$$

资料来源：财政部，信达证券研发中心

## 五、板块复盘与展望

2023 年以来，保险板块主要经历四轮涨幅区间。

**阶段一：2023 年 1 月 3 日-2023 年 1 月 13 日，保险指数区间涨幅 9.9%。**2022 年年底以来，高层密集会议进一步强调经济发展主线，2023 年开年后稳增长预期进一步凸显。同时，随着疫情管控逐渐优化，经济活动正常化预期不断加强，伴随着 2023 年开门红活动和各大险企改革效果逐步显现，资产负债两端均迎来修复。

**阶段二：2023 年 3 月 30 日-2023 年 5 月 15 日，保险指数区间涨幅 21.4%。**主要上市险企 2023 年一季度业绩数据较为亮眼，特别是寿险负债端数据呈现不断向好趋势，各大险企近年来改革清虚效果从 2H22 以来逐步显现，一季度头部险企保费、新业务价值和净利润等指标均表现优异。在负债端反转复苏，基本面不断向好的支撑下有望持续受益，同时各大险企逐步增加低估值高股息资产配置，中特估逻辑下较为受益，这也进一步有利于保险资产端表现并推动估值提升。

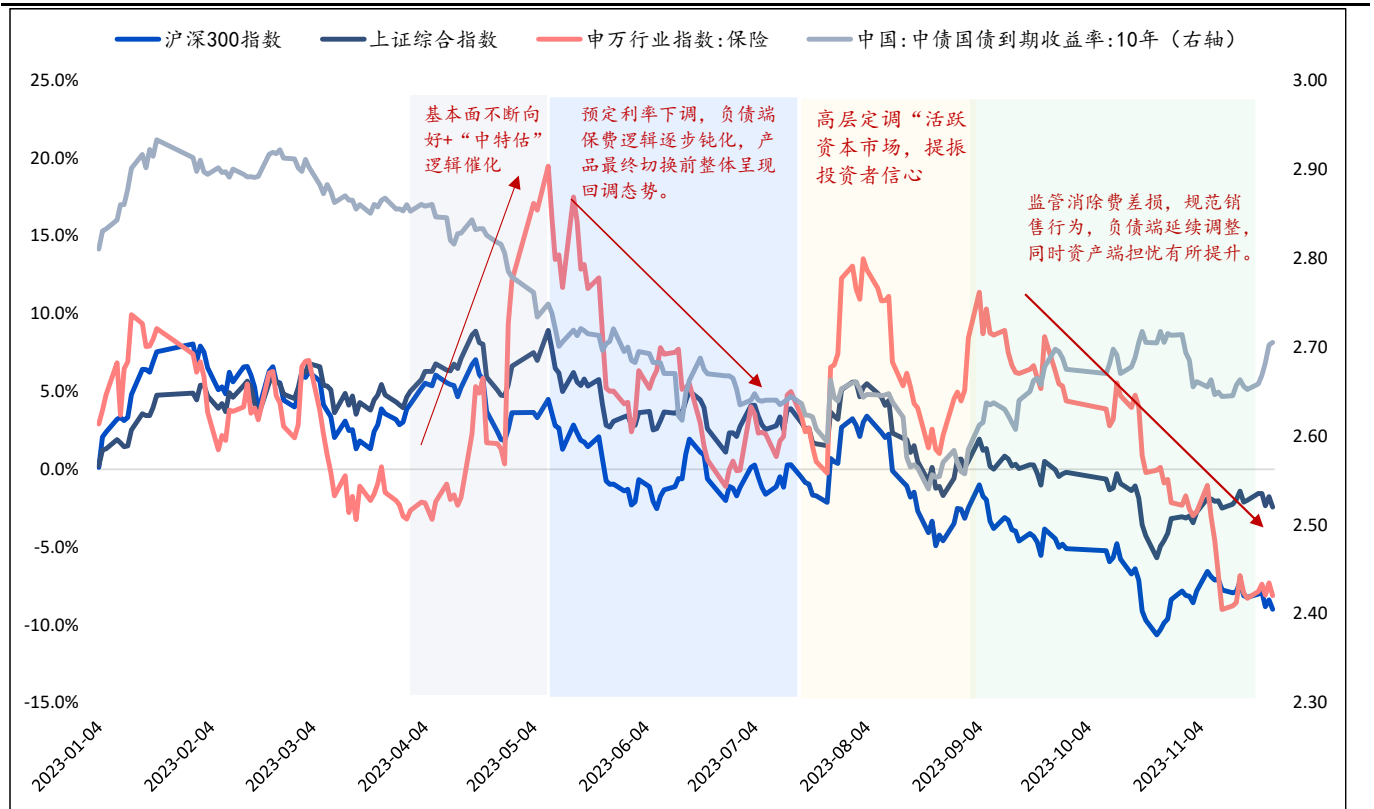
**阶段三：2023 年 7 月 28 日-2023 年 8 月 10 日，保险指数区间涨幅 11.4%。**7 月 24 日政治局会议召开，定调积极，我们认为利好保险资产端，另外负债端 3.0%预定利率产品切换逐步落地，资产负债两端逐步发力推动保险估值抬升。

**阶段四：2023 年 8 月 21 日-2023 年 9 月 4 日，保险指数区间涨幅 9.9%。**主要上市险企中报逐步发布印证负债端亮眼表现，同时 8 月底房地产支持政策逐步出台，一方面有助于房地产行业风险化解和需求逐步回升，同时也有益提振消费和投资，各大险企投资端不动产敞口风险存在进一步化解预期，利好保险投资端表现并推动估值提升。

表 8：年初以来保险板块主要上涨与回调区间

	时间区间	申万保险指数涨幅
主要 <b>上涨</b> 阶段	20230103-20230113	9.9%
	20230330-20230515	21.4%
	20230726-20230810	11.4%
	20230821-20230904	9.9%
主要 <b>回调</b> 阶段	20230516-20230710	-13.0%
	20230917-20231124	-16.7%

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

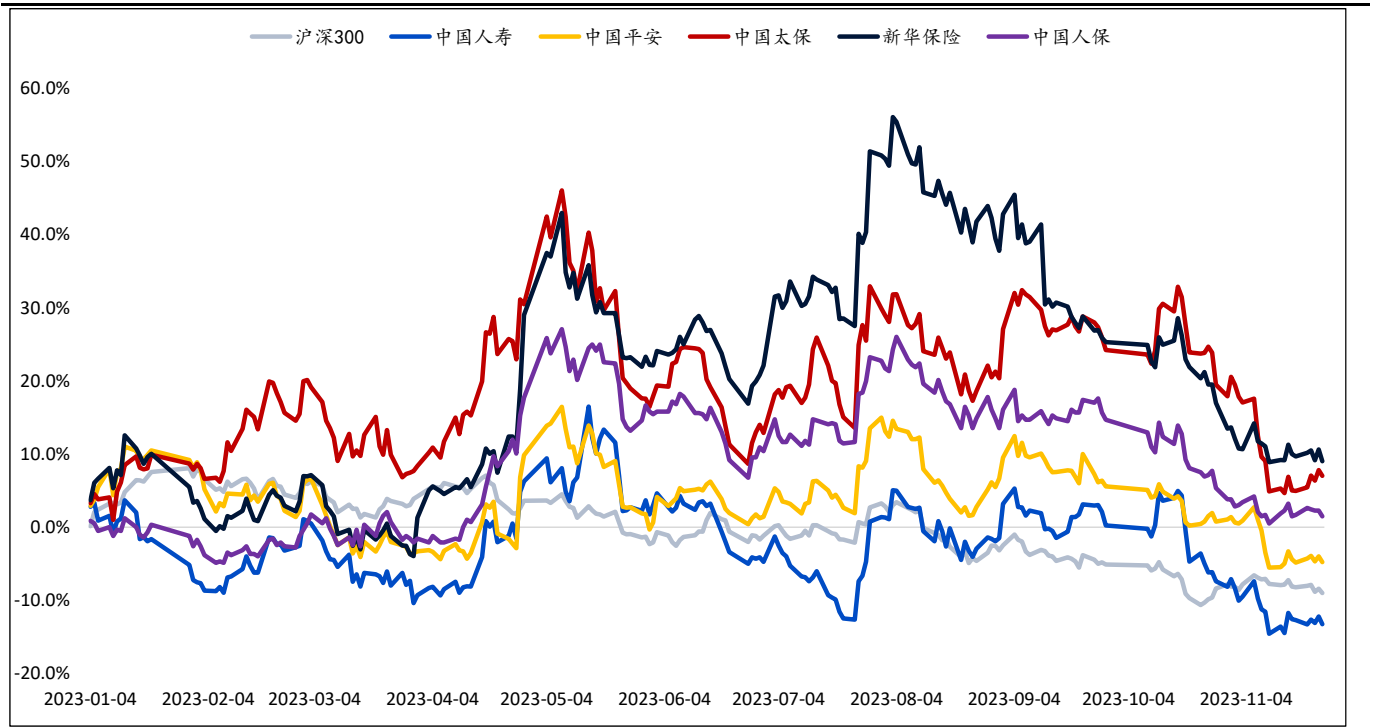
**图 43: 2023 年保险板块股价复盘**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

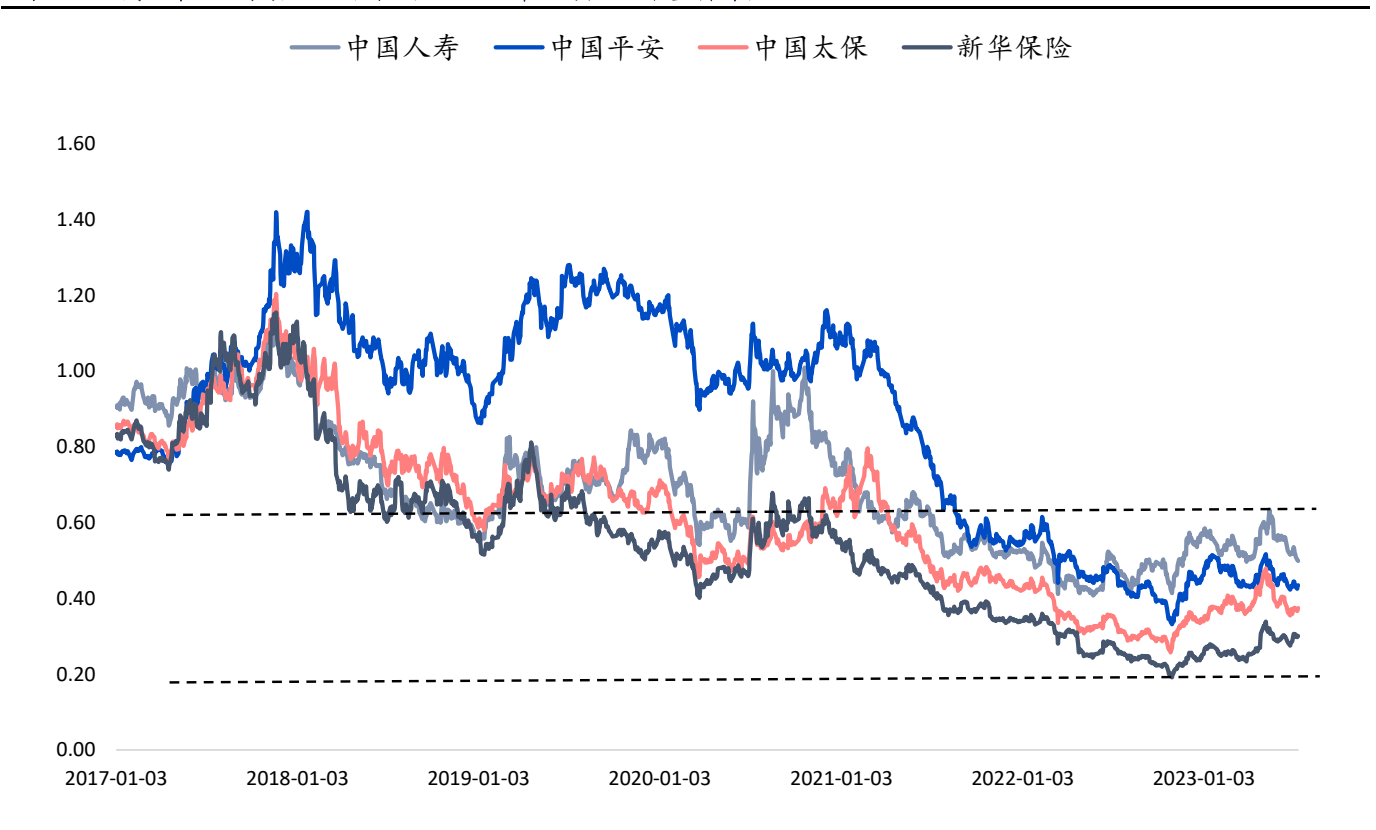
### 2023 年以来，保险板块主要经历两轮回调区间。

**阶段一：2023 年 5 月 16 日-2023 年 7 月 10 日。**在前期 3.5% 预定利率产品停售和切换的预期下，各大险企 5、6 月寿险保费虽然均实现高增，产品切换后保费短期切换和冲击难以避免，市场对于保险负债端在预定利率切换完成后的表现持续性存在一定的担忧和分歧。同时，资产端大盘指数和十年期国债收益率中枢整体呈现下行趋势，负债两端悲观预期拖累板块表现。

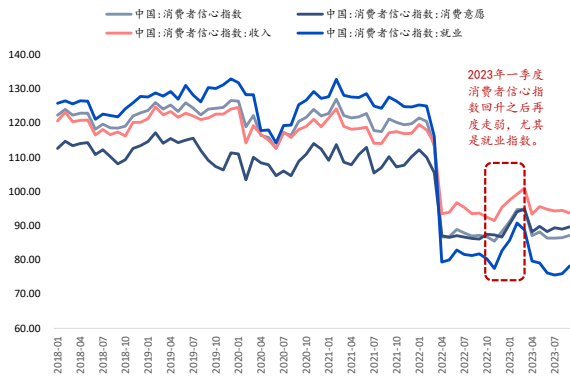
**阶段二：2023 年 9 月 17 日-2023 年 11 月 24 日。**在预定利率正式切换完成后，监管开启银保“报行合一”和限制开门红预收等一系列防范费差损、清理行业乱象等措施，长期来看有助于防范费差损风险，助力行业高质量发展，但短期业务节奏有所波动，增加市场对于负债端悲观预期。同时，资产端持续回调，对于保险资产负债两端的担忧使板块估值持续回调。

**图 44: 主要上市险企年初以来个股表现**


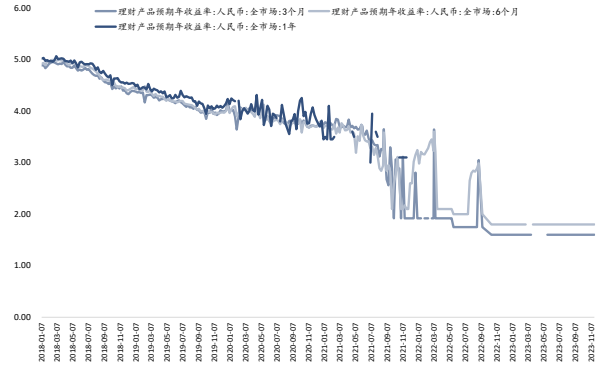
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 45: 主要上市险企滚动 PEV 估值 (以 2023 年 12 月 7 日收盘价计)**


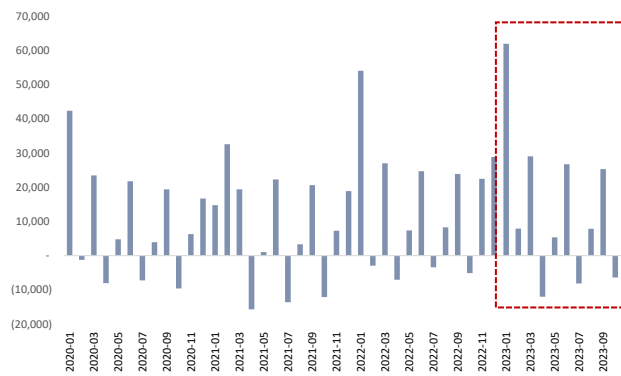
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 46: 消费者信心指数有望回升**


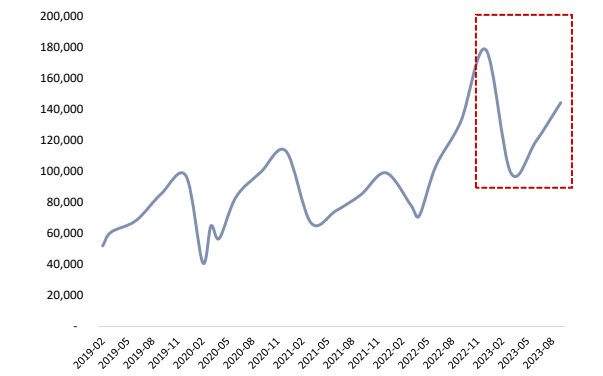
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 47: 理财产品年预期收益率走低 (%)**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 48: 2023 年 1-10 月单月居民新增人民币存款 (亿元)**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 49: 居民累计新增人民币存款走高 (亿元)**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

三季度以来，保险板块整体呈现回调态势，我们认为主要来自于市场对于负债端和资产端预期存在担忧和分歧。一方面，由于开门红预收限制对于 2024 与一季度开门红节奏有所担忧，在 3.0% 预定利率完成切换的同时，监管密集出台对银保渠道费用进行报行合一、短期健康险规范和保险销售行为管理等政策，使得市场短期对于负债端的新单和价值增长产生一定的担忧，另一方面 Q3 权益市场波动使各大险企当期利润承压，资产负债双重因素影响使估值持续回调。

但是我们认为，在权益市场波动、长端利率低位震荡、商业银行频繁下调存款利率等金融环境下，具有“储蓄+保障”等功能的保险产品有望进一步迎来需求增量，当前宏观政策落地发力和经济数据逐步呈现企稳修复态势，且当前保险板块估值处于近年来低位，因此我们依然看好行业基本面逐步回暖带来的板块阶段性行情和长期配置价值，短期关注资产端催化。建议重点关注中国太保、中国人寿和中国财险，关注中国平安和新华保险。

## 六、风险因素

---

宏观经济持续下行：宏观经济持续下行背景下，负债端和投资端分别面临需求不足和投资表现不佳的压力；

险企渠道改革不及预期：“报行合一”以及渠道改革背景下，代理人、银保渠道等人力改革不及预期等，拖累保费和新业务价值等指标；

险企新开发产品不及预期：预定利率下调和银保等渠道费用变化后若无法开发满足客户需求产品则影响公司整体竞争力；

居民财富增长不及预期：拖累保险负债端；

长期利率下行超预期：拖累投资收益和当期利润表现。

## 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。

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。

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。

张晓辉，信达证券研发中心银行资深分析师，悉尼大学硕士，曾就职于中国邮政集团研究院金融研究中心、西部证券等。2023年加入信达证券研究所，从事金融业研究工作，主要覆盖银行业，包括上市银行投资逻辑、理财行业及理财子、资产负债、风控、相关外部环境等。

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。

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。