



Research and
Development Center

寿财负债质量有望持续提升，关注资产端边际弹性

——上市险企 2023 年年报综述

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

张凯烽 非银金融行业研究助理
邮箱: zhangkaifeng@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

寿财负债质量有望持续提升，关注资产端边际弹性

2024年4月7日

本期内容提要:

- **寿险及健康险：清虚提质效果显现，新业务价值同比正增长。**1) 渠道改革效果显现，规模和价值同步增长，“报行合一”有望夯实价值基础。2023年国寿/平安/太保/新华新业务价值分别同比+11.9%/+36.2%/+19.1%/+24.8%。2) 业务结构不断改善，NBVM整体回升，国寿/平安/太保/新华2023年NBVM（按首年保费口径）分别为29.9%/23.7%/13.3%/8.9%，分别同比+2.5pct/-0.4pct/+1.7pct/+3.4pct。3) 新单保费和保险服务收入整体保持稳增。新单保费方面，国寿/平安/太保/新华分别同比+14.1%/+38.9%/+4.1%/+2.5%。
- **财产险：业务规模稳健增长，COR同比抬升，承保利润分化。**1) 业务规模保持稳健增长，非车增速普遍高于车险。2023年人保财/平安财/太保财保险服务收入分别同比+7.7%/+6.5%/+11.8%，车险业务增速分别为+5.3%/+6.1%/+6.2%，非车险增速分别为+11.9%/+7.4%/+20.4%。2) COR同比均有所抬升，承保利润均有所承压。人保财、平安财和太保财分别实现承保利润110.73亿元、亏损20.83亿元和41.40亿元。3) 综合赔付率均小幅抬升，综合费用率有所分化。
- **渠道人力端：个险逐步企稳反弹，银保量价齐升，人力质态提升显著。**1) 个险：业务规模稳健增长，人力逐步见底回升，质态改善明显，2023年末国寿、平安、太保和新华个险人力规模分别为63.4万人、34.7万人、21.0万人和15.5万人，分别同比-13.0%、-22.0%、-28.7%和-21.3%。2) 银保：业务结构改善，价值与规模快速提升，但2024年增速或将波动。2023年，银保渠道保费规模均取得快速增长：中国平安(yoy+37.9%)>中国人寿(yoy+24.2%)>中国太保(yoy+12.5%)>新华保险(yoy+8.9%)。平安寿和太保寿银保渠道NBV分别同比+77.7%和115.6%。
- **利润及分红派息：净利润承压，分红派息保持稳健。**1) 投资波动叠加会计准则切换，净利润表现普遍承压。国寿/平安/太保/新华/人保归母净利润分别同比-34.2%/-22.8%/-27.1%/-10.2%/-59.5%；2) 分红派息稳中有升，利润分配的连续性和稳定性有望保持。2023年度国寿/平安/太保/新华/人保拟分别派发现金股利121.54亿元/442.50亿元/98.12亿元/26.52亿元/68.99亿元，现金分红比例分别为57.6%/51.7%/36.0%/30.4%/30.3%。
- **资产端：股债均承压拖累投资收益表现，关注权益弹性。**1) 长端利率下行、权益波动加大，总/净投资收益率均有所承压。2023年国寿/平安/太保/新华/人保的总投资收益率分别为2.7%/3.0%/2.6%/1.8%/3.3%，分别同比-1.3pct/+0.6pct/-1.6pct/-2.5pct/-1.3pct。2) 债券配置占比普遍提升，股票占比整体维持稳定。从主要上市险企投资组合的配置来看，2023年债券占比普遍提

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

升，股票占比整体维持稳定，占比变化则有所分化。

- **内含价值：增长分化，普遍调整假设，夯实计量及评估结果。**1) 期末内含价值增长分化，投资回报及贴现率假设调整拖累内含价值增长。主要上市险企 2023 年期末内含价值增长分化，国寿、太保和人保实现小幅正增长，平安和新华则小幅负增长；2) **风险贴现率和投资收益率假设均下调。**主要上市险企均将投资收益率假设下调至 4.5%，贴现率均下调 1.5-2.0pct，当前投资环境下，险企主动调整 EV 计量假设，我们认为有助于夯实 EV 的计量基础，帮助险企更好地做好资产负债匹配。
- **未来展望及建议：**整体回顾 2023 年年报，在预定利率切换、渠道“报行合一”以及宏观利率不断下行的背景下，各大险企负债端经营均呈现良好复苏态势，规模和价值表现有望持续提升。因受长端利率持续保持下行趋势、权益市场波动加大、信用风险不断加大、合意优质非标资产稀缺以及新会计准则切换等影响，拖累投资收益和净利润表现。

板块自年初以来估值持续回调，估值仍处于历史较低区间，我们认为保险行业负债端表现符合我们预期并有望持续稳健回暖表现，板块表现有望进一步沿着资产端边际回暖并提供估值弹性的逻辑演绎，建议关注资产端回暖带来的估值弹性。

我们建议重点关注“长航”二期行动效果有望持续显现的【**中国太保**】，负债端稳扎稳打、渠道人力有望率先企稳反弹且资产端稳健的【**中国人寿**】、存量客户丰富且医疗健康生态圈持续发力的【**中国平安**】，以及业绩增长和 COR 均维持稳健的【**中国财险**】。

- **风险因素：**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。

目录

一、负债端：寿险 NBV 表现景气，财险业务有所分化.....	5
1.1 寿险及健康险：清虚提质效果显现，新业务价值同比正增长.....	5
1.2 财产险：业务规模稳健增长，COR 同比抬升，承保利润分化.....	6
二、渠道人力端：个险逐步企稳反弹，银保量价齐升，人力质态提升显著.....	7
2.1 个险：业务规模稳健增长，人力逐步见底回升，质态改善明显.....	7
2.2 银保：业务结构改善，价值与规模快速提升，但 2024 年增速或将波动.....	8
三、利润及分红派息：净利润承压，分红派息保持稳健.....	9
四、资产端：股债均承压拖累投资收益表现，关注权益弹性.....	11
五、内含价值：增长分化，普遍调整假设，夯实计量及评估结果.....	12
六、投资建议.....	16
七、风险因素.....	16

表目录

表 1：中国人寿 EV 贴现率和投资回报率假设变化.....	15
表 2：中国平安 EV 贴现率和投资回报率假设变化.....	15
表 3：中国太保 EV 贴现率和投资回报率假设变化.....	15

图目录

图 1：2023 年各大险企 NBV 同比增速.....	5
图 2：主要上市险企新业务价值率 NBVM (%).....	5
图 3：主要上市险企寿险首年新单保费同比增速.....	5
图 4：2023 年各大险企保险服务收入（百万元）及同比.....	5
图 5：主要财险公司历年综合成本率变化 (%).....	6
图 6：主要财险公司历年综合赔付率变化.....	6
图 7：主要财险公司历年综合费用率变化 (%).....	6
图 8：2023 年各大财险公司承保利润同比增速.....	6
图 9：2023 年主要财产险企保险服务收入及同比增长.....	7
图 10：太保财险车险与非车险原保费（百万元）及增长.....	7
图 11：国寿销售人力规模有望率先企稳.....	8
图 12：平安销售人力规模变化.....	8
图 13：太保销售人力规模变化.....	8
图 14：新华销售人力规模变化.....	8
图 15：主要上市险企银保渠道保费规模（百万元）及增速.....	9
图 16：太保寿险银保渠道新保（百万元）及续期表现.....	9
图 17：新华保险银保渠道新保（百万元）及续期表现.....	9
图 18：各大险企 2023 年归母净利润同比表现.....	10
图 19：各大险企 2023 年基本每股收益（元）.....	10
图 20：主要上市险企历年营收同比表现 (%).....	10
图 21：主要上市险企历年归母净利润同比表现 (%).....	10
图 22：主要上市险企 2023 年现金分红比例.....	11
图 23：主要上市险企 2023 年股息率.....	11
图 24：各大险企 2023 年总投资收益率.....	11
图 25：各大险企 2023 年净投资收益率.....	11
图 26：十年期国债收益率 (%).....	12
图 27：2023 年沪深 300 指数与上证指数表现.....	12
图 28：中国平安 2023 年末不动产投资资产种类分布.....	12
图 29：中国人寿 2023 年内含价值变动分解.....	13
图 30：中国平安 2023 年内含价值变动分解.....	13
图 31：中国太保 2023 年内含价值变动分解.....	13
图 32：中国人寿内含价值（百万元）及增速.....	13
图 33：中国平安内含价值（百万元）及增速.....	13
图 34：中国人保内含价值（百万元）及增速.....	14
图 35：中国太保内含价值（百万元）及增速.....	14
图 36：新华保险内含价值（百万元）及增速.....	14
图 37：人身险公司年化财务投资收益率与综合投资收益率.....	15

一、负债端：寿险 NBV 表现景气，财险业务有所分化

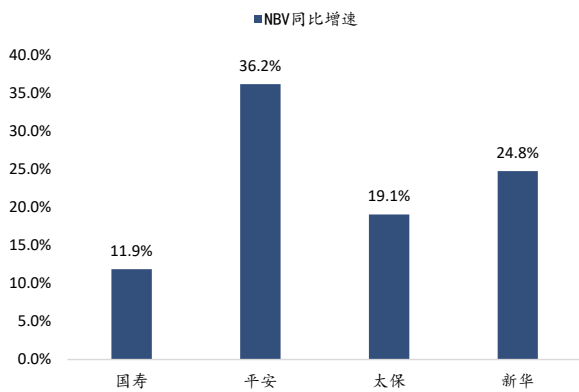
1.1 寿险及健康险：清虚提质效果显现，新业务价值同比正增长

渠道改革效果显现，规模和价值同步增长，“报行合一”有望夯实价值基础。2023 年国寿/平安/太保/新华新业务价值分别同比+11.9%/+36.2%/+19.1%/+24.8%，主要上市险企寿险及健康险业务改革成果逐步显现，个险代理人渠道 NBV 实现较快增长，同时银保渠道价值贡献不断提升。在预定利率切换后，银保渠道及个险、经代渠道逐步推进“报行合一”，在费用得到不断控制和压实的背景下，我们认为产品新业务价值率有望提升并带动 NBV 持续增长。

业务结构不断改善，NBVM 整体回升。依托于业务结构的优化，长期险首年保费的提升，主要上市险企寿险 NBVM 整体有所抬升，国寿/平安/太保/新华 2023 年 NBVM（按首年保费口径）分别为 29.9%/23.7%/13.3%/8.9%，分别同比+2.5pct/-0.4pct/+1.7pct/+3.4pct。除平安小幅波动外，其余险企 NBVM 均同比有所提升。

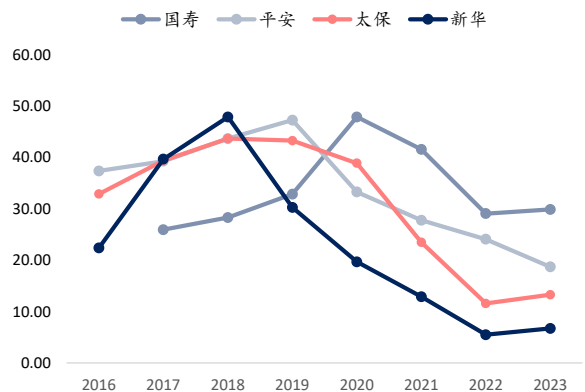
新单保费和保险服务收入整体保持稳增。2023 年首年新单保费：国寿/平安/太保/新华分别同比+14.1%/+38.9%/+4.1%/+2.5%，国寿和太保连续两年保持正增长，平安和新华则恢复正增长。保险服务收入方面，国寿/平安/太保/人保/新华 2023 年分别同比+16.4%/+2.0%/+6.6%/+7.5%/-15.5%。

图 1：2023 年各大险企 NBV 同比增速



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

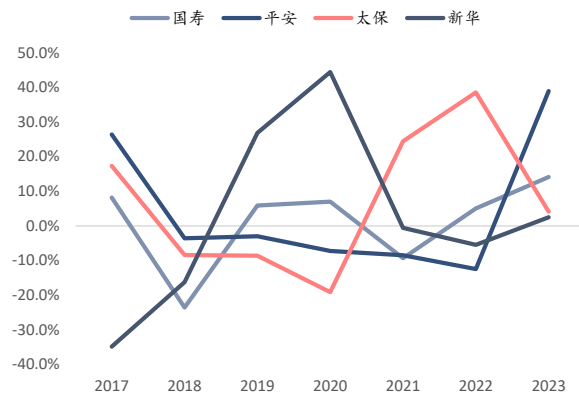
图 2：主要上市险企新业务价值率 NBVM (%)



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

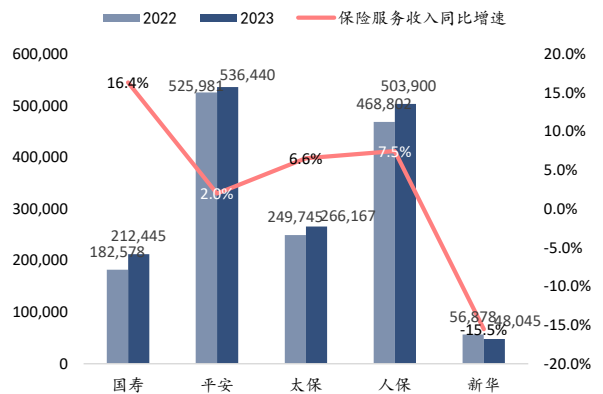
注：基于首年保费口径，同时平安为基于 2022 年 EV 假设结果，最新 EV 假设下，NBVM 为 18.7%，2022 年同期不可比。

图 3：主要上市险企寿险首年新单保费同比增速



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 4：2023 年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

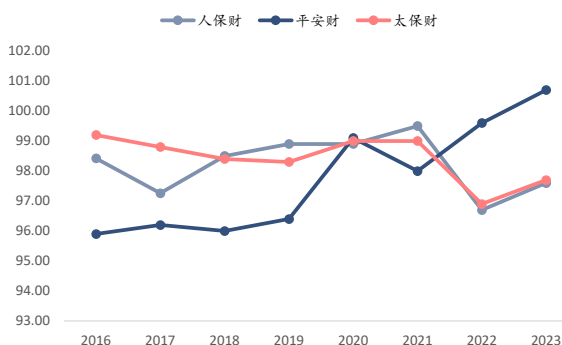
1.2 财产险：业务规模稳健增长，COR 同比抬升，承保利润分化

业务规模保持稳健增长，非车增速普遍高于车险。2023 年人保财/平安财/太保财保险服务收入分别同比 +7.7%/+6.5%/+11.8%，车险业务增速分别为 +5.3%/+6.1%/+6.2%，非车险增速分别为 +11.9%/+7.4%/+20.4%，整体来看，车险业务保持稳健增长，非车险业务保持景气，增速快于车险。

COR 同比均有所抬升。从 COR 来看，人保财、平安财和太保财 2023 年 COR 分别为 97.6%、100.7%和 97.7%，分别同比 +0.9pct、+1.1pct 和 +0.4pct，其中平安财 COR 超过 100%，未能实现承保盈利，平安财 2023 年综合赔付率和综合费用率分别为 71.5%和 29.2%，分别同比抬升 0.2pct 和 0.9pct。

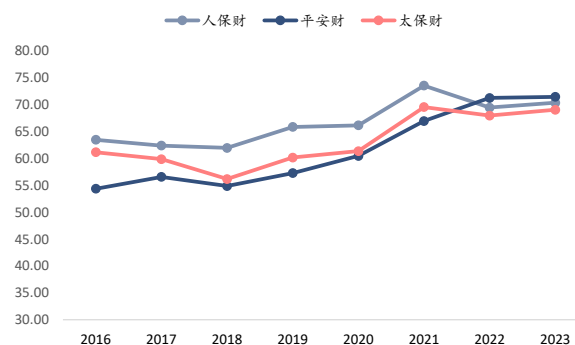
承保利润均有所承压：2023 年人保财、平安财和太保财分别实现承保利润 110.73 亿元、亏损 20.83 亿元和 41.40 亿元，人保财和太保财承保利润分别同比 -22.1%和 -15.6%，主要受到综合赔付率同比抬升影响。

图 5：主要财险公司历年综合成本率变化（%）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

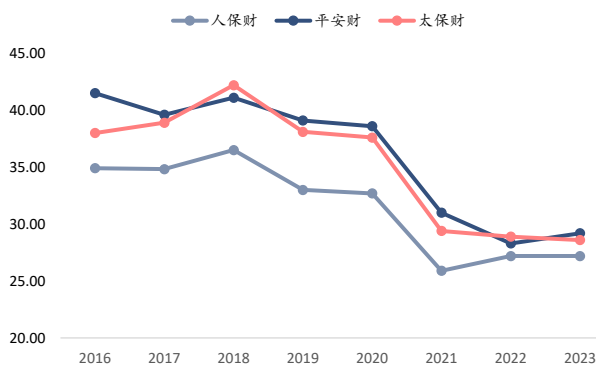
图 6：主要财险公司历年综合赔付率变化



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

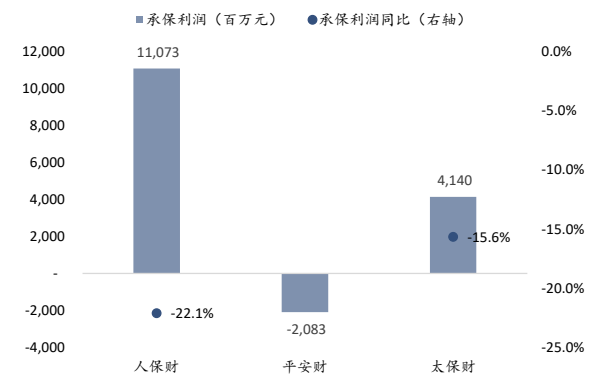
综合赔付率均小幅抬升，综合费用率有所分化。2023 年人保财/平安财/太保财的综合赔付率分别为 70.4%/71.5%/69.1%，分别同比 +0.9pct/+0.2pct/+1.1pct；综合费用率分别为 27.2%/29.2%/28.6%，分别同比 +0.0%/+0.9pct/-0.30pct。整体来看，综合赔付率均有所上升，主要由于社会经济活动正常化后出行增加以及下半年自然灾害频发等导致。综合费用率表现有所分化，太保财险费用率水平不断优化，人保财基本维持稳定，平安财则有所抬升，从渠道来看，主要系电话及网络渠道保费占比大幅下降，代理渠道、车商渠道等渠道保费占比有所上升，导致费用率有所波动。

图 7：主要财险公司历年综合费用率变化（%）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

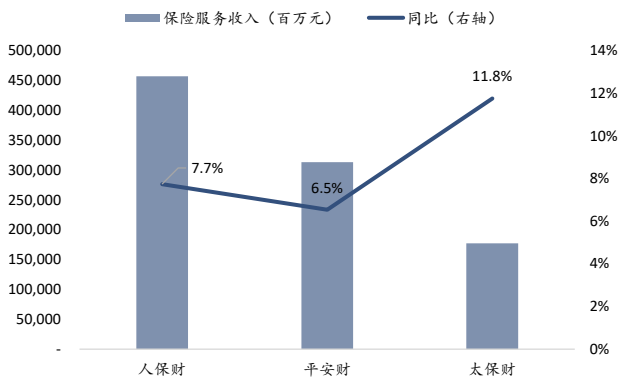
图 8：2023 年各大财险公司承保利润同比增速



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

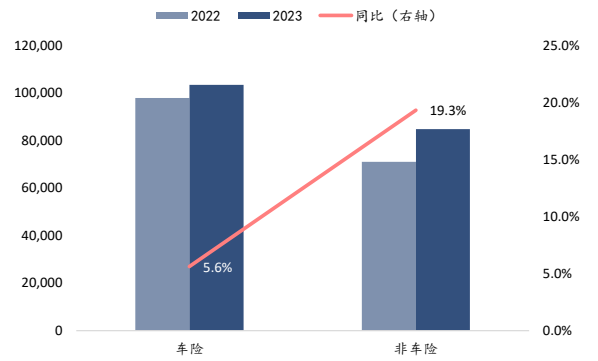
平安财险保证险业务敞口有望逐步压缩，非车险业务品质有望不断改善。平安产险 2023 年 COR 承压，分险种来看，主要受保证保险、意外伤害险和责任险业务拖累，COR 分别达 131.1%、106.0%和 106.3%。2023 年平安产险保证保险业务原保费收入同比-97.0%至 6.65 亿元，保证险 COR 相比 2022 年同比+5.5pct，公司有望进一步压缩保证险业务，相关业务有望快速收敛，提升非车险业务质态，夯实非车险承保利润水平。

图 9：2023 年主要财产险企保险服务收入及同比增长



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 10：太保财车险与非车险原保费（百万元）及增长



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

二、渠道人力端：个险逐步企稳反弹，银保量价齐升，人力质态提升显著

2.1 个险：业务规模稳健增长，人力逐步见底回升，质态改善明显

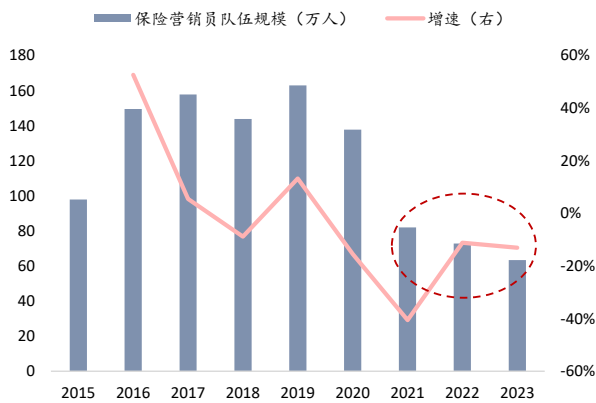
国寿、平安、太保和新华 2023 年期末个险人力规模分别为 63.4 万人、34.7 万人、21.0 万人和 15.5 万人，分别同比-13.0%、-22.0%、-28.7%和-21.3%，各大险企个险渠道近年来坚定清虚改革，聚焦优质人力，人力规模有望逐步在 2024 年筑底回升。

中国人寿：个险人力规模率先企稳，产能大幅提升。截止 2023 年末，国寿个险人力规模为 63.4 万人，队伍质态持续改善，绩优人群数量及占比均提升，销售队伍产能大幅增长，月人均首年期缴保费同比+28.6%。公司持续落地个险“6+1”重点工作，不断推动现有队伍专业升级，在“个险队伍建设常态化 4.0 体系”、“众鑫计划”、“强基计划”推动下，个险队伍质态持续提升。

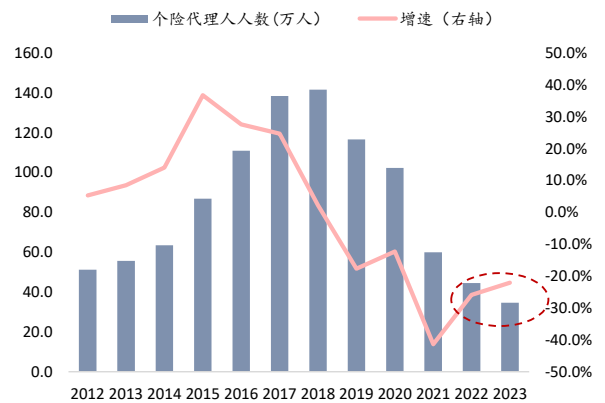
中国平安：持续打造“三高”队伍，推动队伍结构升级，人均收入及新业务价值大幅增长。可比口径下，平安寿险 2023 年代理人渠道 NBV 同比+40.3%，人均 NBV 同比+89.5%，代理人人均收入同比+39.2%。公司不断推动队伍结构优化，打造“三高”队伍，聚焦以“优”增“优”，提升增优规模和整体专业能力，2023 年个险新增人力中“优+”占比同比提升 25.2pct。

中国太保：坚定“长航二期”转型发展，重视队伍能力升级，核心人力规模企稳。太保寿险 2023 年月均人力 21.0 万人，期末人力 19.9 万人，人均首年规模保费同比+51.8%。核心人力企稳带动产能及收入大幅提升，太保寿险核心人力月人均首年规模保费同比+26.6%，核心人力月人均首年佣金收入同比+46.3%至 6051 元。

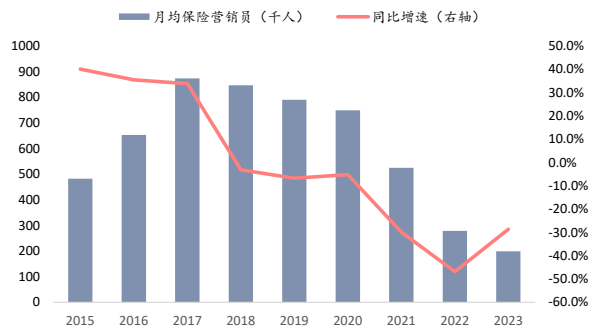
新华保险：公司聚焦价值成长，保持期交增长，推动以绩优为核心的队伍转型，回归制度经营引领队伍变革，打造一支“专业化”、“职业化”、“精英化”的销售队伍，公司 2023 年月均人均综合产能 6293.7 元，同比+94.4%。

图 11: 国寿销售人力规模有望率先企稳


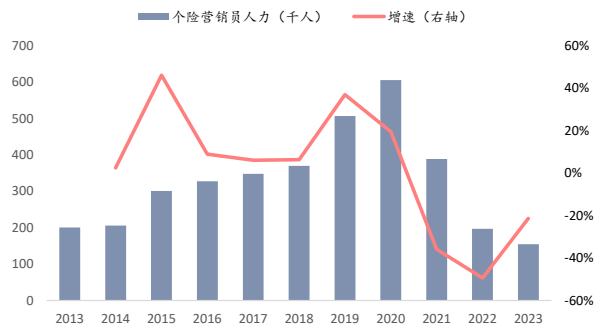
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 12: 平安销售人力规模变化


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 13: 太保销售人力规模变化


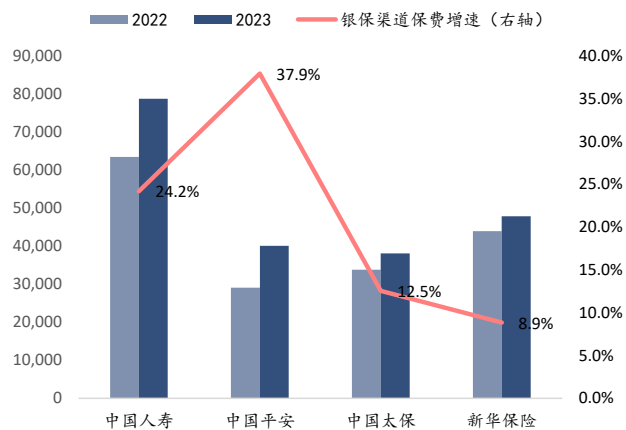
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 14: 新华销售人力规模变化


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2.2 银保: 业务结构改善, 价值与规模快速提升, 但 2024 年增速或将波动

各大险企坚持银保渠道高质量发展, 在预定利率切换、“报行合一”背景下, 聚焦价值转型, 业务结构不断优化, 银保渠道规模和价值表现均有所提升。2023 年, 银保渠道保费规模均取得快速增长: 中国平安 (yoy+37.9%) > 中国人寿 (yoy+24.2%) > 中国太保 (yoy+12.5%) > 新华保险 (yoy+8.9%)。

图 15: 主要上市险企银保渠道保费规模 (百万元) 及增速


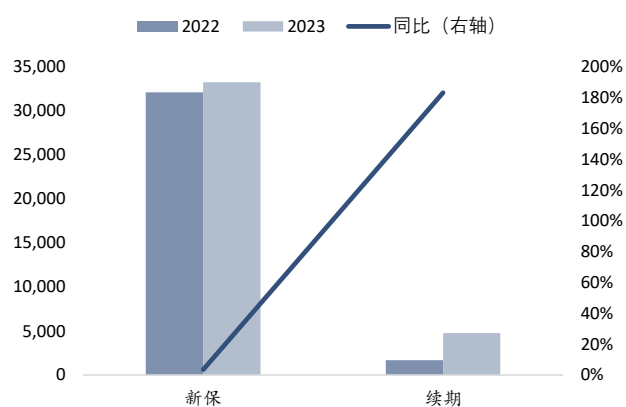
资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

中国人寿: 2023 年公司银保渠道强化银行合作, 实现保费规模与价值同步提升, 业务结构不断优化, 人力质态不断提升: 首年期交保费同比+39.4%, 季均实动人力同比+8.5%, 人均期交产能同比大幅提升。

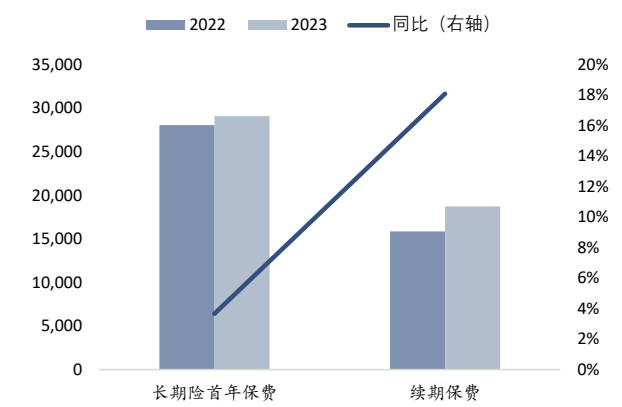
平安寿险: 可比口径下, 公司 2023 年银保渠道 NBV 同比+77.7%, 银保渠道实现高质量、跨越式发展, 渠道贡献显著提升。

中国太保: 重塑银保渠道管理和作业模式, 经营效能持续优化。太保寿险 2023 年银保渠道规模保费同比+12.5%, 其中期缴新单规模保费 90.24 亿元, 同比+170.2%, NBV 同比+115.6%。

新华保险: 聚焦期交发展, 改善银保渠道业务结构和产品供给, 银保价值贡献不断提升。2023 年银保渠道保费收入同比+8.9%, 其中长期险首年期交保费同比+60.5%至 124.37 亿元, 创历史新高。

图 16: 太保寿险银保渠道新保 (百万元) 及续期表现


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 17: 新华保险银保渠道新保 (百万元) 及续期表现


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

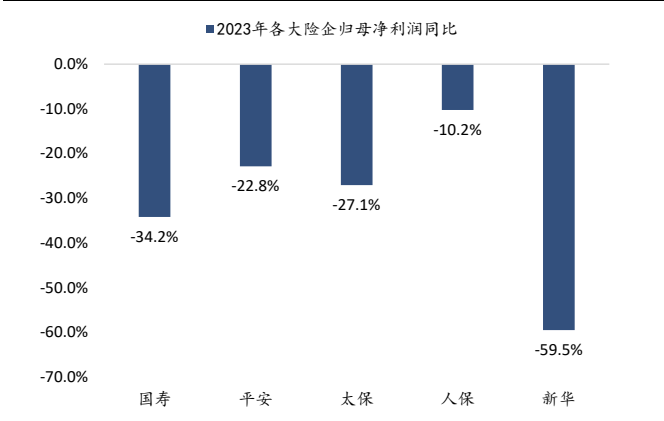
三、利润及分红派息: 净利润承压, 分红派息保持稳健

营收表现有所分化但整体仍承压, 归母净利润普遍下滑。从 2023 年主要上市险营收来看, 除新华保险外, 同比整体持平, 新华保险同比降幅较大, 国寿/平安/太保/人保/新华分别同比+1.43%/+3.80%/-2.47%/+4.43%/-33.78%, 新华保险营收同比降幅较大, 主要受到投资收益率下行, 尤其是权益资产波动影响, 导致 2023 年投资收益和公允价值变动较 2022 年同期大幅下降所致。受投资收益下行和会计准则切换等影响, 各大险企归母净

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 9

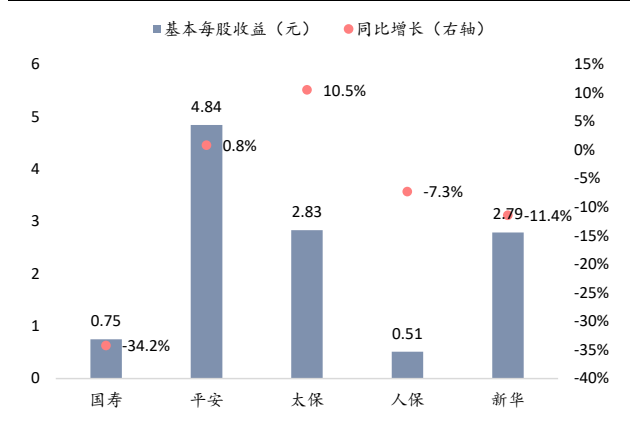
利润均同比下滑：国寿/平安/太保/人保/新华分别同比-34.20%/-22.83%/-27.08%/-10.23%/-59.48%。其中新华保险营收连续两年负增长，中国平安归母净利润连续4年负增长。

图 18: 各大险企 2023 年归母净利润同比表现



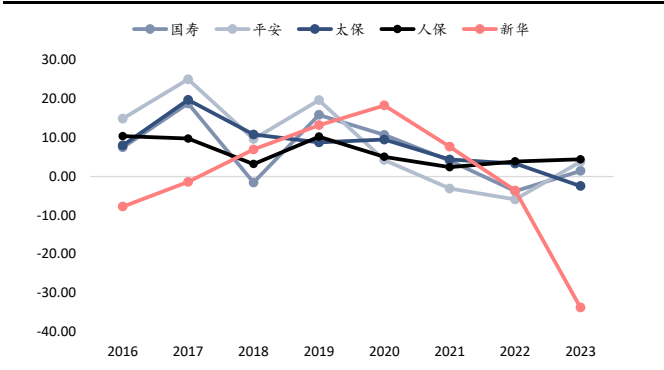
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 19: 各大险企 2023 年基本每股收益 (元)



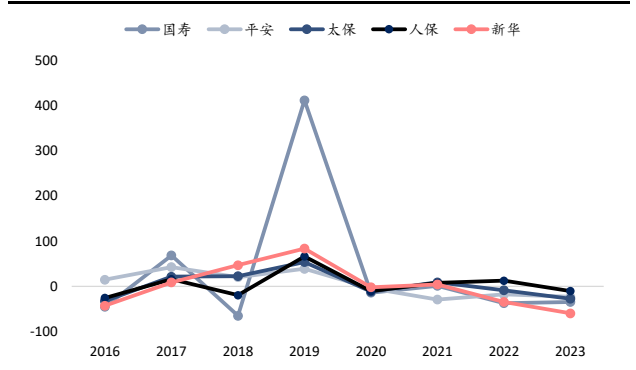
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 20: 主要上市险企历年营收同比表现 (%)



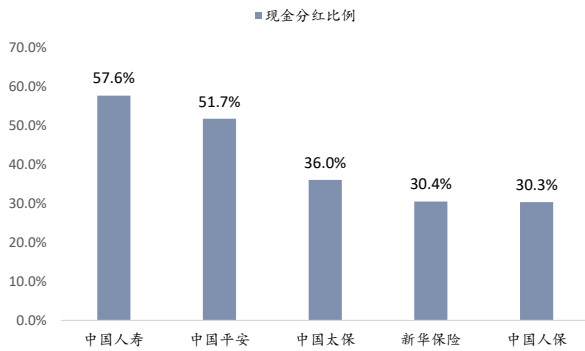
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 21: 主要上市险企历年归母净利润同比表现 (%)

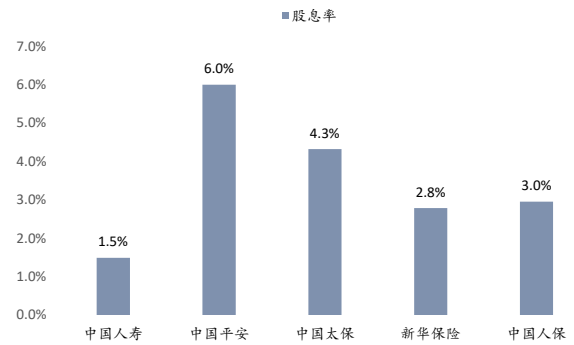


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

分红派息稳中有升，利润分配的连续性和稳定性有望保持。2023 年度国寿/平安/太保/新华/人保拟分别派发现金股利 121.54 亿元/442.50 亿元/98.12 亿元/26.52 亿元/68.99 亿元，归母净利润分别为 211.10 亿元/856.65 亿元/272.57 亿元/87.12 亿元/227.73 亿元，现金分红比例分别为 57.6%/51.7%/36.0%/30.4%/30.3%，以 2024 年 4 月 3 日收盘价计算，股息率分别达 1.5%/6.0%/4.3%/2.8%/3.0%。其中中国平安分红总额连续 12 年保持增长，过去 11 年累计分红总额达 2800 亿元，股息率保持稳定增长。

图 22: 主要上市险企 2023 年现金分红比例


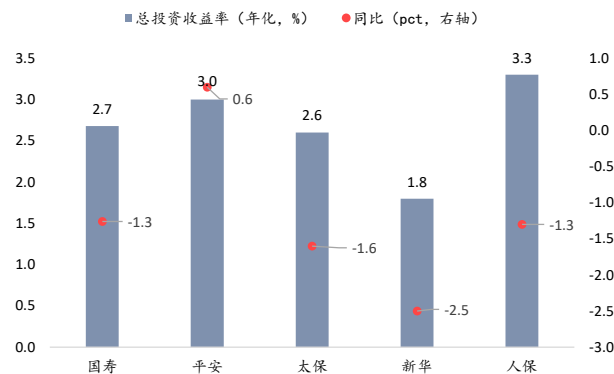
资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 23: 主要上市险企 2023 年股息率

 资料来源: 各公司公告, iFinD, 信达证券研发中心
 注: 股息率以 2024 年 4 月 3 日收盘价计

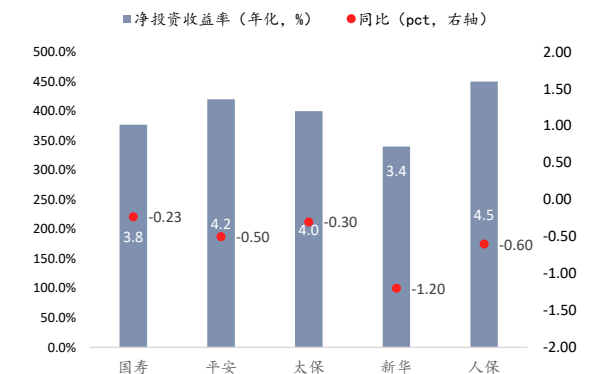
四、资产端：股债均承压拖累投资收益表现，关注权益弹性

长端利率下行、权益波动加大，总/净投资收益率均有所承压。2023 年长端利率低位运行，同时优质资产稀缺，权益市场波动加大，股票市场震荡下行，总投资收益率和净投资收益率普遍承压，2023 年国寿/平安/太保/新华/人保的总投资收益率分别为 2.7%/3.0%/2.6%/1.8%/3.3%，分别同比-1.3pct/+0.6pct/-1.6pct/-2.5pct/-1.3pct，净投资收益率分别为 3.8%/4.2%/4.0%/3.4%/4.5%，分别同比-0.23pct/-0.50pct/-0.30pct/-1.20pct/-0.60pct。

总投资收益率方面，除平安总投资收益率同比提升外，国寿、太保、新华和人保均同比下降 1pct 以上，净投资收益率则均同比下降。总投资收益率下滑幅度整体较净投资收益率更大，我们认为主要源于权益市场下行导致公允价值变动损益和证券投资价差减少，拖累总投资收益表现。

图 24: 各大险企 2023 年总投资收益率


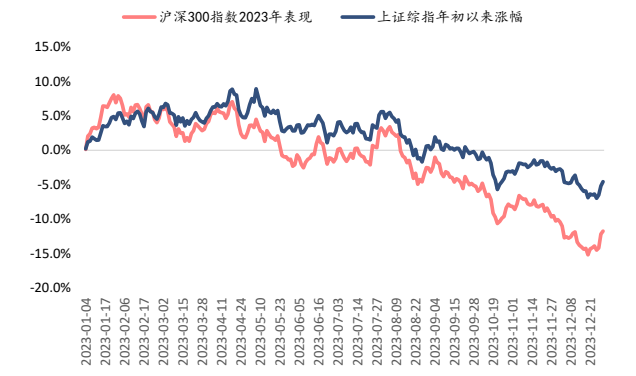
资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 25: 各大险企 2023 年净投资收益率


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

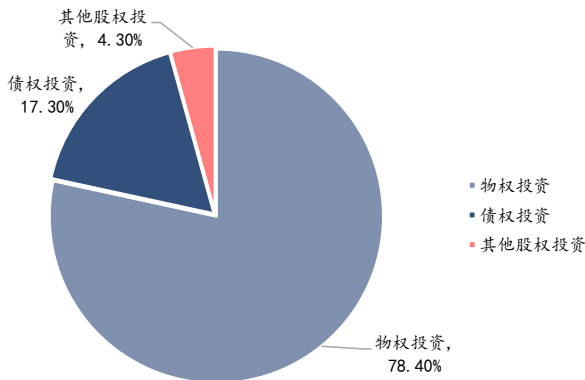
图 26: 十年期国债收益率 (%)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 27: 2023 年沪深 300 指数与上证指数表现


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

债券配置占比普遍提升，股票占比整体维持稳定。从主要上市险企投资组合的配置来看，2023 年债券占比普遍提升，股票占比整体维持稳定，占比变化则有所分化。1) **债券投资方面**：2023 年末国寿/平安/太保/新华/人保的债券投资占比分别为 48.54%/54.60%/43%/41.60%/41.40%，分别同比+3.05pct/3.50pct/8.7pct/8.8pct/2.2pct；2) **股票投资方面**，2023 年末国寿/平安/太保/新华/人保的股票投资占比分别为 7.58%/6.2%/8.4%/7.9%/3.2%，分别同比-0.96pct/+0.9pct/-0.6pct/+0.8pct/-1.1pct。

图 28: 中国平安 2023 年末不动产投资资产种类分布


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

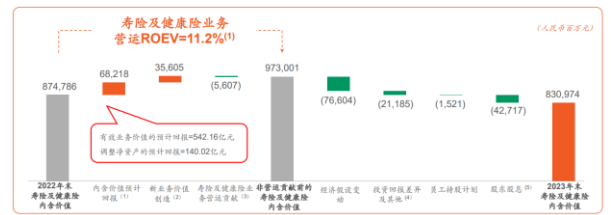
中国平安不动产投资：截至 2023 年末，公司保险投资组合中不动产投资余额为 2039.87 亿元，在总投资资产中占比为 4.3%，从投资类别来看，以物权投资为主，占比为 78.4%，其余为债权投资和其他股权投资，分别占比 17.3%和 4.3%。

五、内含价值：增长分化，普遍调整假设，夯实计量及评估结果

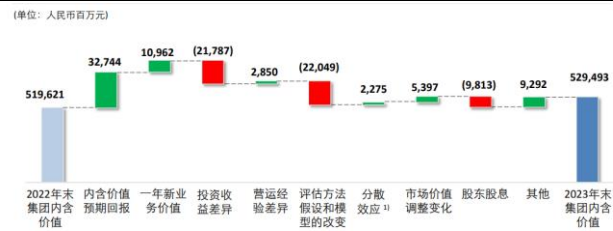
期末内含价值增长分化，投资回报及贴现率假设调整拖累内含价值增长。主要上市险企 2023 年期末内含价值增长分化，国寿、太保和人保实现小幅正增长，平安和新华则小幅负增长，整体来看 EV 增速近年来呈下行趋势。国寿/平安/太保/新华/人保 2023 年期末内含价值较期初分别+2.4%/-2.4%/+1.9%/-2.0%/+1.6%，整体来看，内含价值增长放缓主要受投资回报差异及评估假设调整影响拖累。

图 29: 中国人寿 2023 年内含价值变动分解


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 30: 中国平安 2023 年内含价值变动分解


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 31: 中国太保 2023 年内含价值变动分解


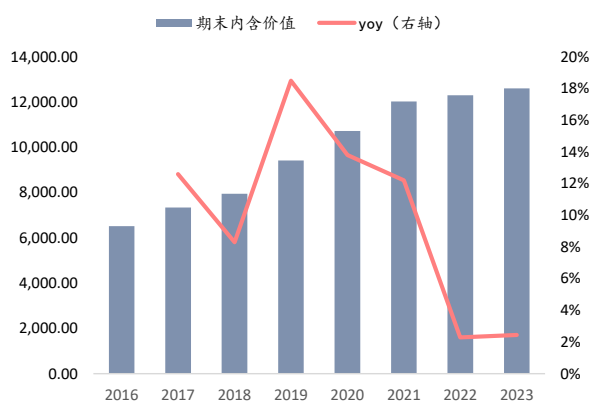
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

下调后假设下新业务价值增长有所放缓。投资回报收益率和贴现率假设下调后, NBV 同比增长相比基于原假设普遍有所放缓。

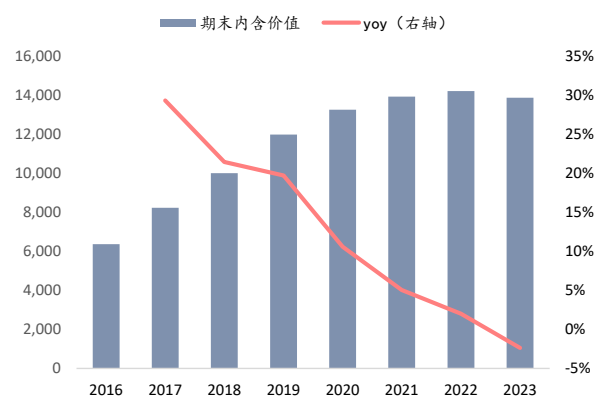
中国人寿: 基于 2023 年调整后最新假设, 公司 2023 年 NBV 为 368.80 亿元, 同比+11.9%; 若基于 2022 年末假设, 则 2023 年 NBV 为 410.35 亿元, 同比+14%。

中国平安: 基于 2023 年调整后最新假设, 公司 2023 年 NBV 为 310.80 亿元, 同比+7.8%, 若基于 2022 年末假设, 则 2023 年 NBV 为 392.62 亿元, 同比+36.2%。

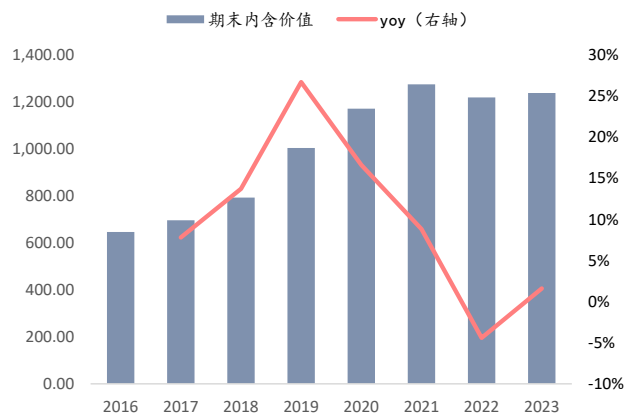
中国太保: 基于 2023 年调整后最新假设, 公司 2023 年 NBV 为 109.62 亿元, 同比+19.1%, 经济假设及评估方法调整前同比+30.8%。

图 32: 中国人寿内含价值 (百万元) 及增速


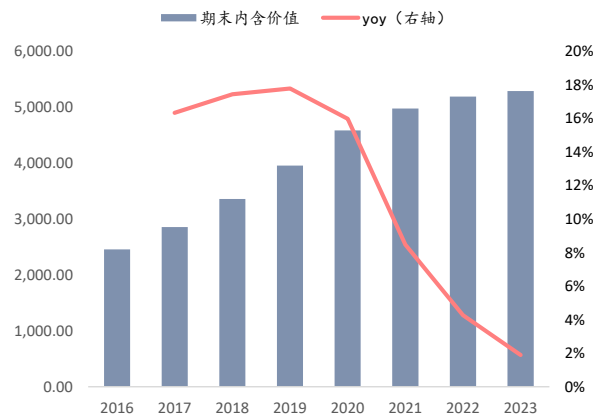
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 33: 中国平安内含价值 (百万元) 及增速


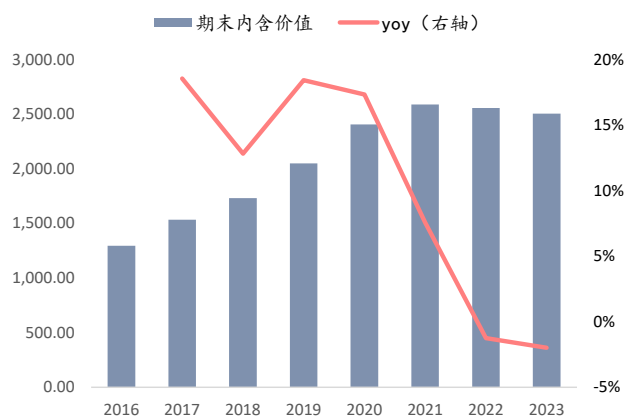
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 34: 中国人保内含价值 (百万元) 及增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 35: 中国太保内含价值 (百万元) 及增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

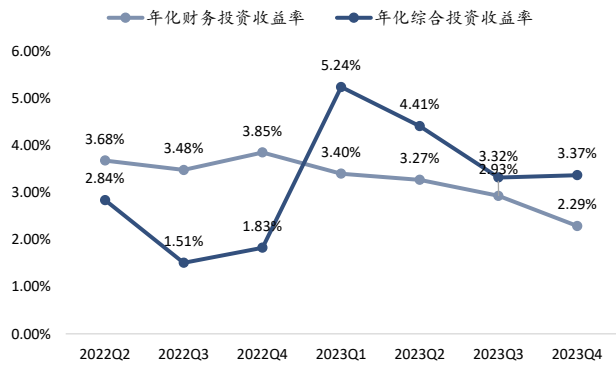
图 36: 新华保险内含价值 (百万元) 及增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

投资收益承压, 各大险企重视潜在“利差损”风险, 风险贴现率和投资收益率假设均下调。

主要上市险企均将投资收益率假设下调至 4.5%, 贴现率均下调 1.5-2.0pct。贴现率假设调整: 国寿/平安/太保/新华/人保分别由 10.0%/11%/11%/11%/11%调整至 8%/9.5%/9%/9%/9%。投资收益率假设调整(传统险): 国寿/平安/太保/新华/人保均由 5%调整至 4.5%。

2023 年四个季度人身险公司年化财务投资收益率分别为: 3.40%/3.27%/2.93%/2.29%; 年化综合收益率分别为: 5.24%/4.41%/3.32%/3.37%, 行业投资收益率均呈现逐季下降的趋势, 投资收益假设距离 EV 假设 4%-5%的投资收益率假设偏离扩大, 利率风险导致资产错配的潜在风险有所增加, 因此各大险企适时将 EV 假设与长端利率中枢水平对齐并依据资本市场中长期资产回报率的变化进行调整, 对无风险收益率和风险溢价及时进行评估并进行相应调整, 有助于更好地建立起 EV 投资收益率假设和贴现率假设的内在联动机制。

图 37: 人身险公司年化财务投资收益率与综合投资收益率


资料来源: 国家金融监督管理总局, 信达证券研发中心

2023 年长端利率呈现下行趋势, 长端利率低位波动、权益市场波动加大、合意非标资产供给边际减少等背景下, 各大险企及时根据资本市场中长期资产回报率变化进行假设调整, 我们认为有助于夯实 EV 的计量基础, 同时有望提升投资收益率和风险贴现率的内在联动, 帮助险企更好地做好资产负债匹配。

表 1: 中国人寿 EV 贴现率和投资回报率假设变化

	贴现率假设	投资回报率假设
2018	10.0%	5.0%
2019	10.0%	5.0%
2020	10.0%	5.0%
2021	10.0%	5.0%
2022	10.0%	5.0%
2023	8.0%	4.5%

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

表 2: 中国平安 EV 贴现率和投资回报率假设变化

	贴现率假设	投资回报率假设
2018	11.0%	首年 4.75%, 第二年起 5%
2019	11.0%	首年 4.75%, 第二年起 5%
2020	11.0%	首年 4.75%, 第二年起 5%
2021	11.0%	首年 4.75%, 第二年起 5%
2022	11.0%	5.0%
2023	9.5%	4.5%

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

表 3: 中国太保 EV 贴现率和投资回报率假设变化

	贴现率假设	投资回报率假设
2018	11%	2016 年为 4.85%, 2017 年为 4.9%, 之后为 5%
2019	11%	2017 年为 4.9%, 之后为 5%
2020	11%	5.0%
2021	11%	5.0%
2022	11%	5.0%
2023	9%	4.5%

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

六、投资建议

整体回顾 2023 年年报，在预定利率切换、渠道“报行合一”以及宏观利率不断下行的背景下，各大险企负债端经营均呈现良好复苏态势，规模和价值均有往伴随渠道持续的清虚提质而维持亮眼表现，叠加新会计准则实施和内含价值假设适时调整，资产和负债匹配有望进一步夯实。

市场过分担忧供给侧改革的影响，1H23 以来保费回暖但是估值却未得到充分反应。前期受到预定利率切换、开门红预收限制和银保“报行合一”等影响，保费在 2023 年 9 月、10 月短期有所波动，但去年 11 月以来整体负债端表现明显逐步企稳，但市场并未真正反应。我们认为当前金融环境下，保险有望凭借“保障”和“储蓄”的属性保持旺盛需求，2024 年负债端有望在“报行合一”持续深入、万能险结算利率适时调降以及老龄化背景下养老产品供给政策持续支持等背景下持续夯实，更好地帮助各大险企降低负债成本、缓解潜在“利差损”、“费差损”等风险，助力资产负债匹配水平持续提升，利好整体经营质量。

回顾 2023 年险企投资端，因受长端利率持续保持下行趋势、权益市场波动加大、信用风险不断加大、合意优质非标资产稀缺以及新会计准则切换等影响，2023 年各大险企总投资收益率和净投资收益率承压，进而拖累归母净利润表现。投资的波动和净利润的下滑有望促使各大险企更加主动资产负债匹配，更加贯彻和践行长期稳健经营理念。

同时各大险企在 2023 年归母净利润普遍承压的背景下，仍坚持稳健的分红派息政策，重视投资者投资回报，国寿、平安、太保、新华和人保 2023 年全年现金分红比例均超过 30%，其中国寿和平安超过 50%，有望在当前股价普遍低估的形势下，稳定投资者预期，吸引更多长期投资者。

当前宏观政策处于“组合拳”持续落地发力期，后续板块估值有望逐渐伴随经济企稳复苏而反弹，随着主要险企 2023 年年报的出炉，我们认为保险行业负债端表现符合我们预期并有望持续稳健回暖表现，板块表现有望进一步沿着资产端边际回暖并提供估值弹性的逻辑演绎，建议关注资产端回暖带来的估值弹性。

整体来看，保险板块自 2024 年年初以来估值持续回调，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”二期行动效果有望持续显现的【中国太保】，负债端稳扎稳打、渠道人力有望率先企稳反弹且资产端稳健的【中国人寿】，存量客户丰富且医疗健康生态圈持续发力的【中国平安】，以及业绩增长和 COR 均维持稳健的【中国财险】。

七、风险因素

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。

武子皓，中小盘分析师，西安交通大学学士，悉尼大学硕士，ACCA，五年研究经验，曾就职于民生证券，国泰君安证券，2022年加入信达证券从事中小市值行业研究工作，2019年“新浪金麒麟行业新锐分析师”。

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。

张凯峰，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。

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。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	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。