

# 保险业 2023 年财报综述

负债改革延续，资产收益承压

超配

## 核心观点

**新会计准则影响凸显，归母净利润承压。**2023年，A股5家上市险企累计实现营业收入27002.4亿元，可比口径下同比增长0.9%；实现保险服务收入10417.1亿元，可比口径下同比上升3.4%。受新会计准则实施的影响，叠加资本市场的持续震荡，上市险企归母净利润表现承压，中国人寿、中国太保、中国平安、新华保险、中国人保分别下降34.2%/27.1%/22.8%/11.3%/10.2%。预计准则的变更将加大险企利润表波动，建议在跟踪利润表波动的同时，关注投资收益变化带来的资产负债表变动，全方位衡量险企资产配置行为及投资收益表现。

**持续深化负债改革，渠道质态显著改善。**2023年，行业代理人出清，绩优人群留存率显著提升，在此背景之下，人身险公司人均产能、渠道NBV贡献进一步提升。截至2023年末，A股上市险企代理人规模为144万人，较2023年中减少12万人，降幅有所收窄。预计随着2024年3月代理人分级管理管理实施办法的实施，今年上半年行业代理人规模有望实现筑底。此外，监管持续引导压降负债成本，银保、经代渠道全面实现“报行合一”，随着渠道调整的过渡完成，预计2024年下半年银保渠道价值贡献有望持续释放。

**财险业务彰显韧性，保费收入企稳。**随着2023年经济形势的逐步复苏，财产险业务需求同比提升。2023年，人保财险、平安财险、太保财险共计实现保费收入9747.2亿元，同比增长5.6%。此外，在新能源车高增的背景下，汽车需求稳步提升，2023年平安财险、人保财险、太保财险车险保费同比增长6.2%、5.3%、5.6%。在2023年大灾频发等背景之下，上市险企财险业务赔付同比提升。

**下调投资收益假设及风险贴现率，匹配当前资产端需求。**在会计准则变化，及资本市场“赚钱效应”减弱的背景之下，保险公司资产端承压。此前行业普遍使用的5%的投资收益假设难以匹配当下资产收益水平。此外，此前险企使用的10%至11%的风险贴现率体现出较为谨慎的风险预期。随着险企资产负债管理水平的不断提升，以及保险行业需求的演进，风险贴现率有一定的下调空间，从而缓解下调投资收益率导致的EV及NBV的波动，提升真实度。

**投资建议：**2023年，行业负债端延续针对渠道、产品、成本等领域的转型，人均产能及渠道质态得到显著改善，预计2024年行业有望实现NBV增速10%。资产端方面，随着资本市场的低位震荡及长端利率中枢下移，险企资产配置承压，上市险企顺势下调投资收益率假设及风险贴现率，基于当前宏观经济形势及行业现状进行调整，提高EV及NBV可信度。维持行业“超配”评级，建议关注运营情况相对稳健，同时行业供给侧结构性改革利好的龙头，推荐中国太保、中国人寿。

**风险提示：**保费收入不及预期；资本市场延续震荡；长端利率下行等。

## 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		P/EV	
					2024E	2025E	2024E	2025E
601601.SH	中国太保	买入	23.50	2255	3.28	3.52	0.39	0.36
601628.SH	中国人寿	买入	28.70	7990	1.45	1.80	0.61	0.56

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 行业研究 · 行业专题

### 非银金融 · 保险 II

#### 超配 · 维持评级

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

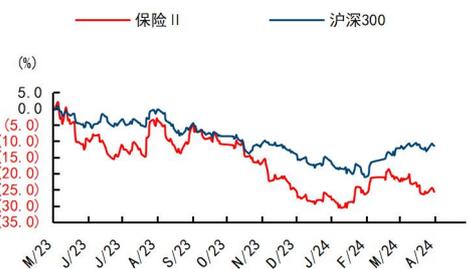
S0980523060004

联系人：王京灵

0755-22941150

wangjingling@guosen.com.cn

## 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告

《万能险定价利率下调预期分析-资产和负债端双向突围》——2024-03-26

《2024年2月保费收入点评-关注“开门红”后的结构性机会》——2024-03-17

《偿付能力成主因，中长期看格局演变-从债券赎回决策看中小保险公司风险》——2024-03-03

《2024年1月保费收入点评-产险保费新高，银保整顿下寿险保费负增》——2024-02-22

《2023年12月保费收入点评-存款降息下保费增长延续》——2024-01-17

## 内容目录

价值指标企稳，归母净利润承压 .....	4
寿险质态改善，财险稳中有升 .....	5
人身险：深化负债改革，渠道质态优化 .....	5
财产险：保费收入企稳，COR 同比上升 .....	9
市场低位震荡，投资收益承压 .....	11
会计准则调整，利润波动加大 .....	11
投资收益下行，关注结构性机会 .....	12
下调投资及贴现率，匹配资产端需求 .....	14
投资建议 .....	14
风险提示 .....	15

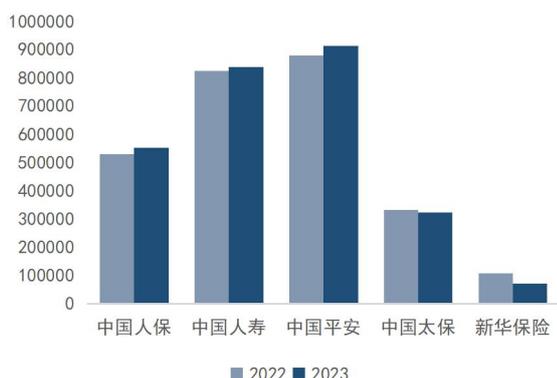
## 图表目录

图 1: 上市险企 2022 年及 2023 年营业收入 (单位: 百万元)	4
图 2: 上市险企 2023 年归母净利润有所收缩 (单位: 百万元)	4
图 3: 上市险企内含价值 (可对比口径, 单位: 百万元)	4
图 4: 上市险企新业务价值 (可对比口径, 单位: 百万元)	4
图 5: 上市险企保险服务收入 (可对比口径, 单位: 百万元)	5
图 6: 上市险企保险服务费用 (可对比口径, 单位: 百万元)	5
图 7: 上市险代理人规模或已筑底 (单位: 万人)	6
图 8: 上市险代理人人均产能 (单位: 元/人/月)	6
图 9: 2023 年上市险各渠道保费收入 (单位: 百万元)	7
图 10: 2023 年上市险各渠道 NBV (单位: 百万元)	7
图 11: 上市险企财险业务保费收入 (单位: 百万元)	9
图 12: 上市险企车险总保费收入同比提升 (单位: 百万元)	9
图 13: 上市险企非车险总保费增速相对分化 (单位: 百万元)	10
图 14: 人保车险及非车险综合费用率变化水平 (单位: 百万元)	10
图 15: 2023 年上市险企财险业务综合成本率有所上升 (单位: 百万元)	11
图 16: 上市险企总投资收益率同比下降 (单位: %)	12
图 17: 上市险企净投资收益率同比下降 (单位: %)	12
表 1: 我国保险产品结构周期	8
表 2: 2023 年上市险企利润贡献率分析 (单位: 百万元, %)	13
表 3: 2023 年上市险企金融资产占比 (按会计计量方式, 单位: 百万元, %)	13
表 4: 上市险企投资收益率假设持续下调 (单位: %)	14
表 5: 2023 年上市险企金融资产占比 (按会计计量方式, 单位: 百万元, %)	14

## 价值指标企稳，归母净利润承压

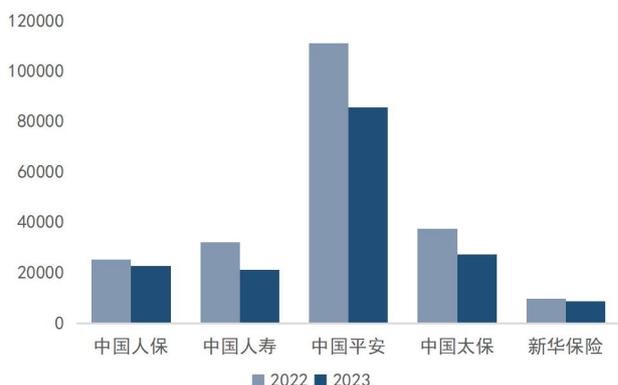
2023年，保险行业持续深化负债端改革，在监管引导之下，人身险、财产险等进一步优化负债成本管理，叠加新会计准则的实施，保险业务核心价值指标稳增，归母净利润表现短期承压。截至2023年末，A股5家上市险企累计实现营业收入27002.4亿元，可比口径下同比上升0.9%。其中，中国人保、中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险营业收入较去年同期分别+4.4%/+1.4%/+3.8%/-2.5%/-33.8%；带动NBV较2022年分别增长42.1%/11.9%/36.2%/11.4%/24.8%。其中，在IFRS17会计准则实施影响下，反应保险业务收入情况的保险服务收入表现相对分化，其中中国人保、中国太保同比上升7.5%、6.6%，中国平安、新华保险同比下降3.7%、15.5%。受2023年1月1日开始实施的会计准则的影响，投资收益震荡加大利润表波动，叠加资本市场的持续低位震荡，2023年上市险企归母净利润承压，中国人寿、中国太保、中国平安、新华保险、中国人保同比下降34.2%/27.1%/22.8%/11.3%/10.2%。

图1：上市险企2022年及2023年营业收入（单位：百万元）



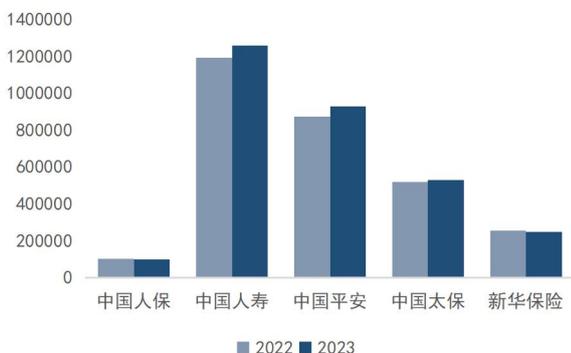
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：上市险企2023年归母净利润有所收缩（单位：百万元）



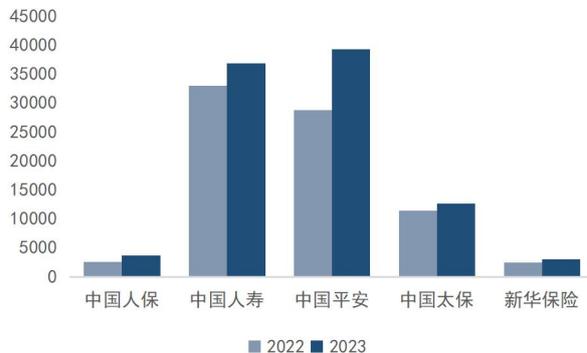
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：上市险企内含价值（可对比口径，单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

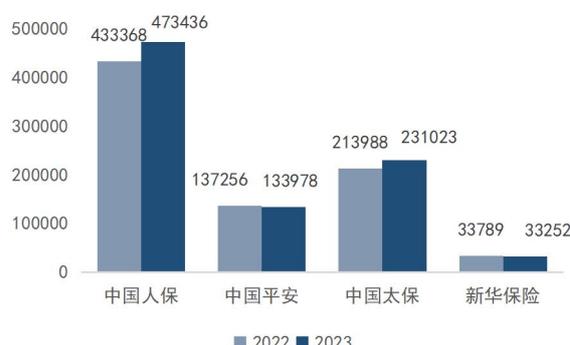
图4：上市险企新业务价值（可对比口径，单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图5: 上市险企保险服务收入（可对比口径，单位：百万元）**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图6: 上市险企保险服务费用（可对比口径，单位：百万元）**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新金融工具准则调整对险企利润表波动的影响主要体现在以下两方面：**第一**，大量权益资产被指定为 FVTPL 计量，直接加大利润表波动。按照新金融工具准则规定，权益资产被指定为 FVOCI 后，该决策不可撤销，只有分红可计入损益，处置时买卖价差不得计入损益，只能计入留存收益，因此保险公司将大量权益资产归入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL），资本市场变动导致的金融资产公允价值变动对利润表的影响变大。**第二**，利润表中与投资收益核算有关的科目发生变化。旧准则下与投资收益核算相关的主要科目是投资收益、公允价值变动损益和资产减值损失；新准则下的主要相关科目是利息收入、投资收益、公允价值变动损益、信用减值损失。其中，“利息收入”反映新金融工具准则下对分类为以摊余成本计量的金融资产和分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产按照实际利率法计算的利息收入。“信用减值损失”反映企业按新金融工具准则计提金融工具信用损失准备所确认的信用损失。

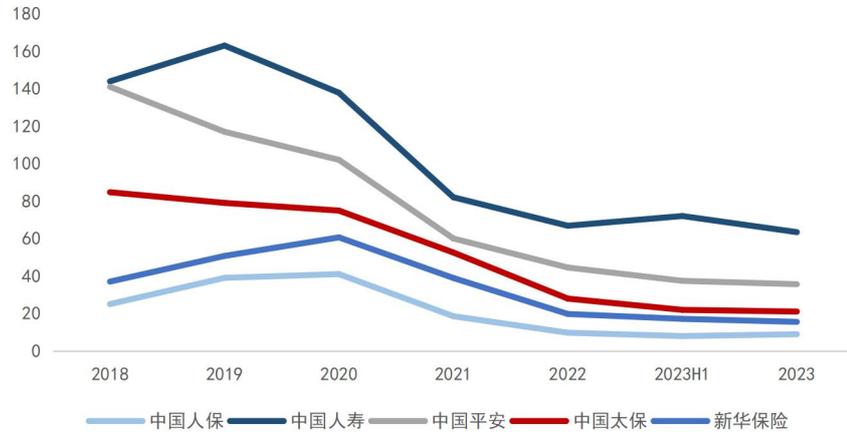
## 寿险质态改善，财险稳中有升

### 人身险：深化负债改革，渠道质态优化

#### ◆ 监管引导各渠道改革，新单保费延续高增态势

个险渠道方面，各人身险公司持续推进营销团队改革，行业代理人规模或见底，人均产能显著提升。2023 年，行业代理人不断出清，绩优人群留存率显著提升，在此背景之下，人身险公司人均产能、渠道 NBV 贡献进一步提升。截至 2023 年末，A 股上市险企代理人规模为 144 万人，较 2022 年末及 2023 年中分别减少 24 万人、12 万人，降幅有所收窄。预计随着 2024 年 3 月代理人分级管理管理办法的实施，今年上半年行业代理人规模有望实现筑底。

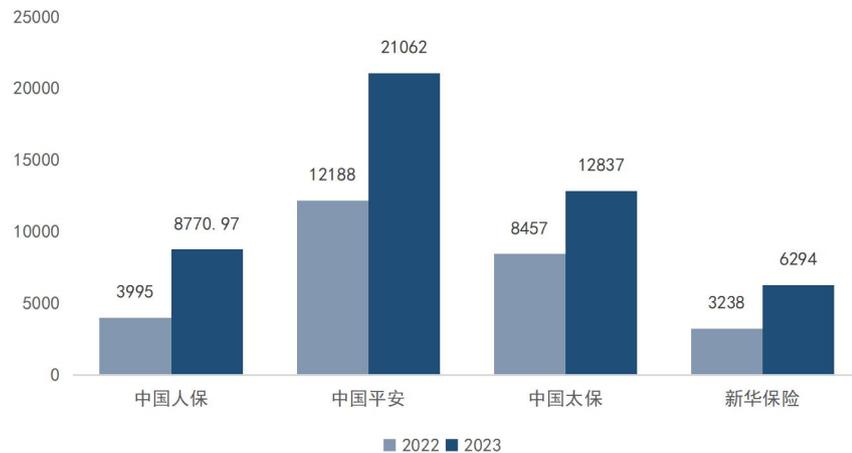
图7：上市险代理人规模或已筑底（单位：万人）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

人均产能方面，在人力清虚背景之下，行业加快个险渠道代理人的转型，通过优化基本法、实施营销改革方案等措施提升代理人人均产能及佣金收入，稳定绩优人群的留存率，锁定渠道长期稳定价值贡献能力。截至 2023 年末，人保寿险、中国人寿、平安寿险、太保寿险、新华保险人均首年期交保费分别同比提升 119.5%/28.6%/72.8%/51.8%/94.4%，渠道改革成果显著。

图8：上市险代理人人均产能（单位：元/人/月）

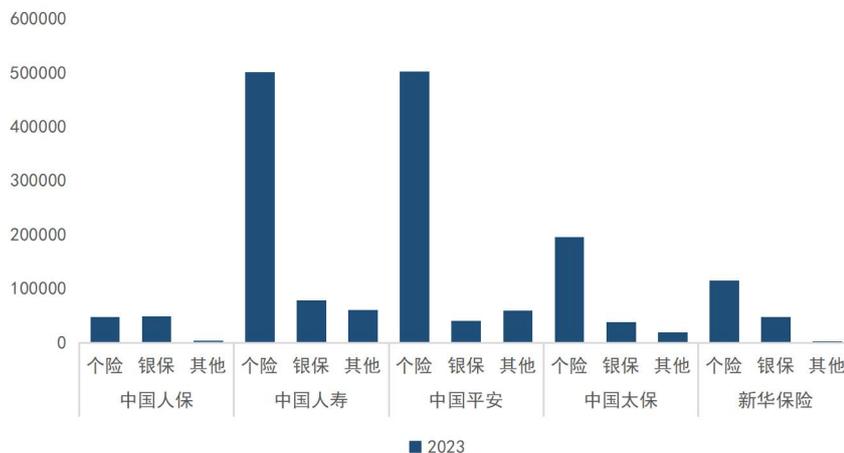


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 银保“报行合一”，优化负债成本管理

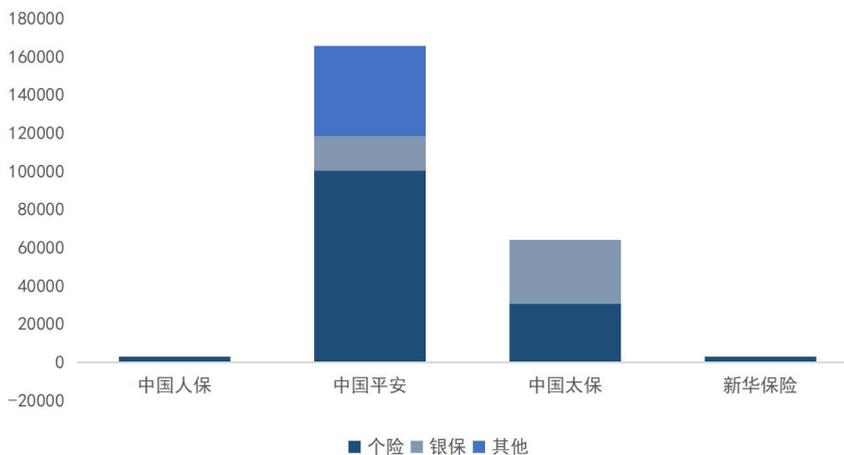
2023 年下半年，监管针对银保渠道推出规范性政策，加强人身险渠道费率的管控，全面实行“报行合一”。在政策引导下，保险公司调整渠道产品及营销策略。截至 2023 年末，中国人保、中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险分别实现银保渠道保费收入 490.6 亿元/787.5 亿元/400.9 亿元/380.7 亿元/478.2 亿元，同比增长 11.4%/24.2%/37.9%/24.9%/ 8.9%，占总保费收入的 48.8%/12.3%/6.7%/15.1%/28.8%。随着渠道调整的过渡完成，预计 2024 年下半年银保渠道价值贡献有望持续释放。

图9：2023 年上市险各渠道保费收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：2023 年上市险各渠道 NBV（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 监管引导行业压降负债成本，产品结构有待优化

目前，我国保险行业存量普通寿险保单占比仍高，在资产端收益下行背景下，为险企资产负债匹配带来一定压力。2000 年至 2017 年期间，随着我国保险行业产品结构的不断完善创新，叠加会计准则影响，以分红险及万能险为代表的传统寿险占比快速提升，该类保单具有一定“长期性”，因此当前行业存量寿险保单占比相对较高。截至 2023 年末，传统寿险占行业总保费收入的比例达 54%。与此同时，随着近年来居民风险偏好的下移，以及其他理财型产品刚兑属性的打破，保证收益型的年金险、增额终身寿险等产品进一步加大保险公司负债端刚性成本，使其在资产收益下行背景下面临一定利差损风险。

表1: 我国保险产品结构周期

时间	背景	主推产品
2000年-2006年	1. 2001年我国成功入世，外资积极进入我国保险市场，在此阶段，创新型保险产品出现，兼具人身保障及投资理财属性的投连险、万能险、分红险成为主流，拉动寿险行业保费激增，保费收入增速高达60%。 2. 自2005年11月起，监管针对保费、产品种类、会计处理及售后服务等方面发布了规范性政策，寿险市场增速回落。与此同时，市场震荡导致投资收益承压，分红险产品收益下降，保费增速收缩。	分红险、万能险、投连险
2006年-2013年	1. 2009年，保险业实施新会计准则，分红险保费全部计入保费收入，产品开发和销售向分红险集中。分红险保费收入从2008年的3799.37亿元增长至2012年的7859.05亿元，年均复合增长率约达19.9%；分红险在寿险保费中的占比从2008年的57.1%，增长至2012年的88.2%。 2. 2008年后，受金融危机影响，居民消费意愿降低，叠加理财产品的快速崛起，导致储蓄型保费收入增速下降。	分红险
2014年-2017年	1. 2015年万能险取消最低保证利率不得超过2.5%的限制，万能险在寿险保费收入中的占比逐渐提高，从2013年的23%增长至2016年的37%。 2. 2017年，原保监会发布134号文，要求寿险业调整产品结构，以重疾险为代表的健康险快速崛起。2013年至2016年期间，健康险收入同比增速由30.22%增长至67.7%。2014年到2018年，我国重疾险年度新单保费收入由313亿元增长到1062亿元，年复合增长率达35.7%。	健康险、万能险
2018年-至今	1. 人口红利消退，代理人“人海战术”失效。此外，2020年初新冠肺炎疫情暴发，短期内冲击了代理人线下展业的效率，保费收入大幅回落。2016至2021年，重疾险保费收入同比增速分别为48.8%、46.9%、42.5%、28.4%、19.41%、-6.7%。 2. 2014年，增额终身寿险在中介渠道出现，2015年增额终身寿出现升级产品，但仍不作为市场主流形态。2019年国内增额终身寿险总保费收入为1.9亿元，同比增速为28.2%，仅占行业总保费收入的0.0084%。直至2021年，增额终身寿成为主销资产类产品。 3. 2024年人身险“开门红”主要以增额终身寿险、两全险、年金险为主，预计2024年储蓄型保险将迎来新增速。	增额终身寿险、年金险

资料来源: 各公司官网, 原银保监会, 国信证券经济研究所整理

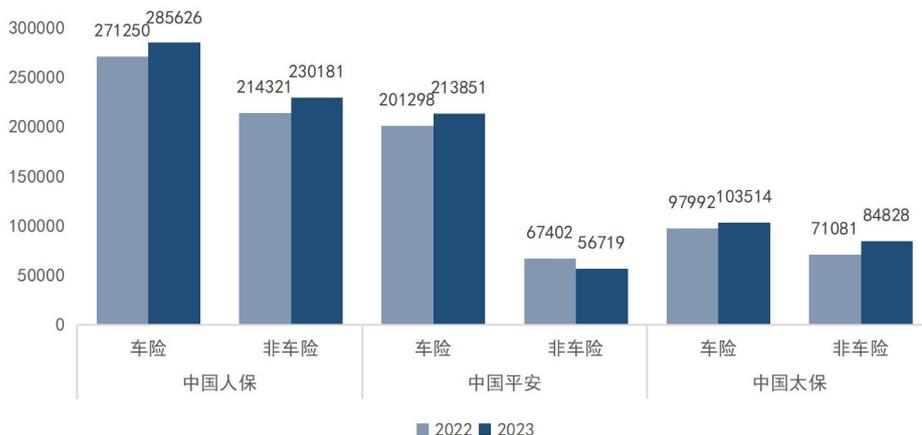
继2023年4月监管针对人身险进行窗口指导要求下调预定利率后, 据财联社报道, 近期监管部门要求人身险公司进一步严格落实成本收益匹配原则, 压降万能险结算利率, 部分中小险企万能险结算利率上限下调至3.3%, 大型险企下调至3.1%。分红险的分红水平也应参照万能险执行。此前, 监管暂未针对万能险、分红险等“底保底+高浮动”类产品规定明确结算利率上限。因此, 若相关调整兑现, 或有利于进一步引导险资压降负债端兑付成本, 降低因高负债成本导致的收益错配风险。同时, 考虑到当前保险公司所销售的万能险主要为“附加产品”形式, 通过与其他储蓄型产品绑定以增厚保单收益, 因此预计相关政策对于后续保费增量影响有限, 其产品功能仍具有一定竞争力, 预计险企将进一步加大“底保底+高浮动”类型产品涉及、销售力度, 降低负债端刚性成本。

## 财产险：保费收入企稳，COR 同比上升

### ◆ 财险整体保费收入同比提升

随着 2023 年经济形势的逐步复苏，财产险业务需求同比提升。2023 年，人保财险、平安财险、太保财险共计实现保费收入 9747.2 亿元，同比增长 5.6%；其中车险业务保费收入 6029.9 亿元，同比上升 5.7%，占总财险保费收入的 61.9%；非车险业务保费收入 3717.3 亿元，同比上升 5.4%，占总财险保费收入的 38.1%。

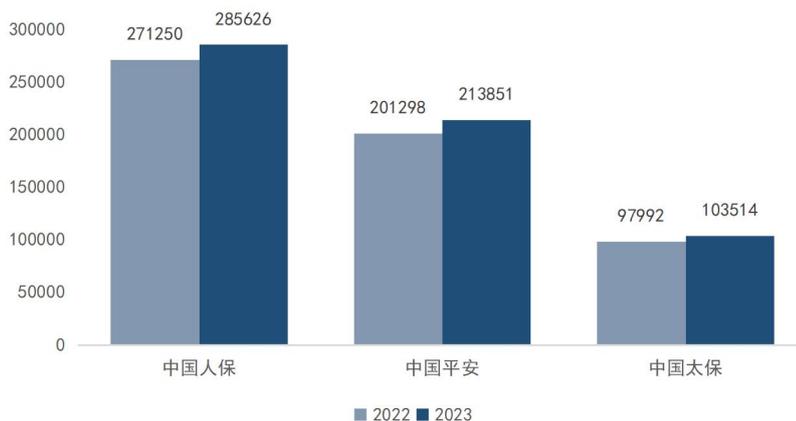
图11：上市险企财险业务保费收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

生产活动的复苏及用车频率的增加带动车险刚需的稳步提升，人保财险、平安财险、太保财险车险保费收入同比稳定增长。此外，在新能源车高增的背景下，汽车需求稳步提升，2023 年平安财险、人保财险、太保财险车险保费同比增长 6.2%、5.3%、5.6%。

图12：上市险企车险总保费收入同比提升（单位：百万元）

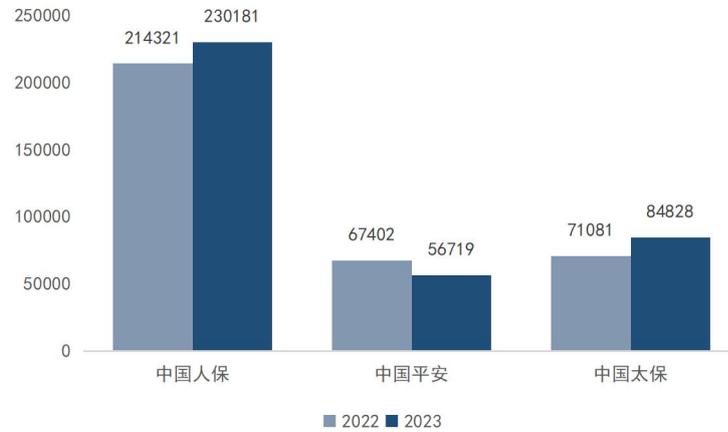


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

非车险保费收入增速相对分化，其中中国太保延续“续航”转型战略，保费收入增速持续领跑，保费较去年同期增长 19.3%；人保财险非车险保费收入增速为 7.4%，业务品质改善的同时进一步优化，非车险综合成本率同比降低 1.7pt；受

信保业务及险种结构调整等因素影响，平安财险非车险保费收入同比下降 15.8%。

图13: 上市险企非车险总保费增速相对分化（单位：百万元）

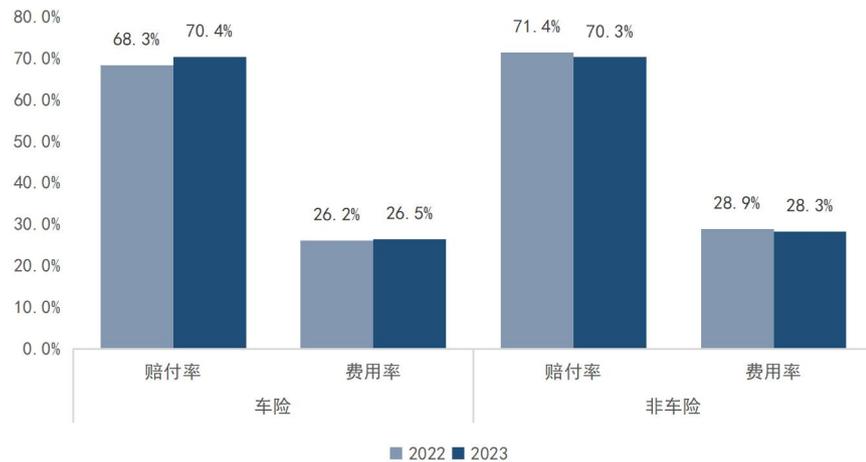


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

#### ◆ 承保综合成本率同比上升

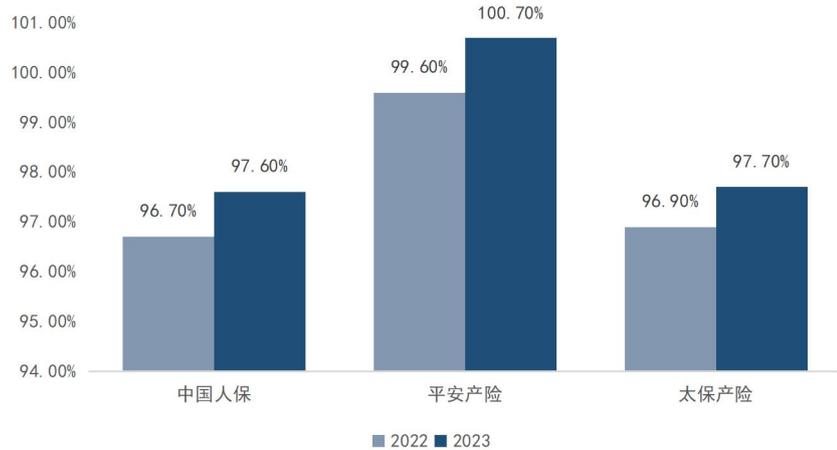
2023 年，各上市险企承保综合成本率均有所上升，人保财险、平安财险、太保财险分别为 97.9%、99.3%、98.7%，同比上升 1.7pt、1.6pt、1.0pt。主要受以下两大因素影响：1) 生产生活活动持续复苏，用车需求较去年同期显著提升，赔付率、费用率有所上升；2) 大灾频发，财险业务赔付同比提升。

图14: 人保车险及非车险综合费用率变化水平（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图15: 2023年上市险企财险业务综合成本率有所上升(单位:百万元)



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

## 市场低位震荡, 投资收益承压

### 会计准则调整, 利润波动加大

2023年1月1日, 保险行业全面实施IFRS9(以下简称“19”)及IFRS17(以下简称“117”)新会计准则, 分别为险企金融类资产划分及财务报表带来一定变化。其中, 19的实施对险资资产端金融工具计量带来较大变化, 分类更为客观。按照会计核算方式, 19将金融资产分为三类: 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产(FVTPL)、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产(FVOCI)、以摊余成本计量的金融资产(AC)。**新金融工具准则调整对险企利润表波动的影响主要体现在以下两方面: 第一, 大量权益资产被指定为FVTPL计量, 直接加大利润表波动。**按照新金融工具准则规定, 权益资产被指定为FVOCI后, 该决策不可撤销, 只有分红可计入损益, 处置时买卖价差不得计入损益, 只能计入留存收益, 因此保险公司将大量权益资产归入FVTPL, 资本市场变动导致的金融资产公允价值变动对利润表的影响变大。**第二, 利润表中与投资收益核算有关的科目发生变化。**旧准则下与投资收益核算相关的主要科目是投资收益、公允价值变动损益和资产减值损失; 新准则下的主要相关科目是利息收入、投资收益、公允价值变动损益、信用减值损失, 具体计算公式及计算过程请参考上表。其中, “利息收入”反映新金融工具准则下对分类为以摊余成本计量的金融资产和分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产按照实际利率法计算的利息收入。“信用减值损失”反映企业按新金融工具准则计提金融工具信用损失准备所确认的信用损失。

新会计准则的实施主要带来险企金融资产的变动如下:

**1. 整体来看, 新准则后FVTPL和FVOCI资产增加, AC类资产减少。**主要原因: 一是受IFRS9(19)的约束, 更多资产被划分为FVTPL科目, 例如基金、无法通过SPPI的固定收益类资产; 二是应19和117的需要, 分红险对应的资产均需要采用公允价值计量的方式, 而传统险、万能险等其他人身险账户因其负债端以公允价值计量, 因此资产端也倾向于公允价值计量; 三是新准则实施后, 固收类资产倾向于以FVOCI计量, 例如在利率下行时, 价差收入可直接计入净利润, 若利率

上行，则浮亏体现在 OCI 科目中。

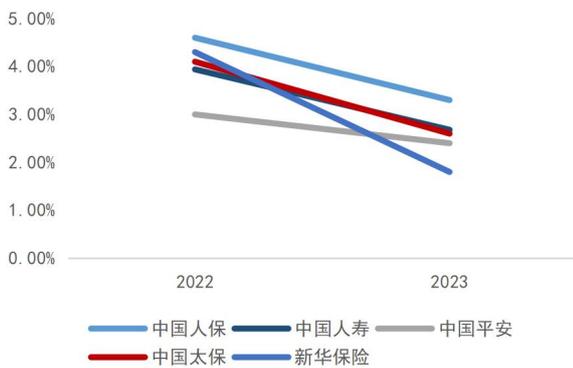
**2. 固收类资产主要以 FVOCI 计量为主，AC 占比大幅下降。**根据各险企披露的 2023 年三季报，OCI 固收类资产占比较高，平均为 50%，主要原因 FVOCI 是新会计准则下固定收益类资产的占优科目，未来险企或将增加该科目占比。

**基于上述因素影响，预计准则的变更将加大险企利润表波动，我们建议在跟踪利润表波动的同时，关注投资收益变化带来的资产负债表变动，全方位衡量险企资产配置行为及投资收益表现。**

### 投资收益下行，关注结构性机会

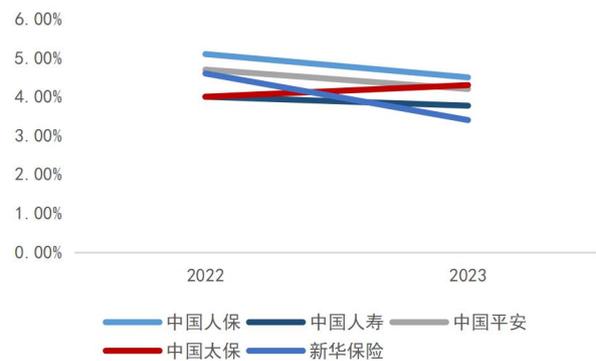
受到新金融工具准则实施及资本市场持续波荡的影响，2023 年上市险企投资收益承压。中国人寿、中国平安、中国人保、中国太保、新华保险分别实现总投资收益率 2.68%/2.40%/3.3%/2.60%/1.80%，同比下降 1.26pt/0.6pt/1.3pt/1.5pt/2.5pt。

图16: 上市险企总投资收益率同比下降（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图17: 上市险企净投资收益率同比下降（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新准则实施后，险企利润来源更加透明且更易拆分，主要可分为保险服务利润、投资利润、其他利润。从利润贡献率来看，2023 年各险企投资端利润贡献水平分化，利好具备财险业务优势的龙头险企。其中，中国人寿、中国平安、新华保险投资利润贡献率均为负，分别为-28%/-63%/-106%；中国人保及中国太保因财险业务占比较高，资产端彰显较强韧性，投资利润贡献率分别为 35%、11%。中国平安受益于其非保险类业务，因此其他利润贡献率较高，占比达 86%。

表2: 2023年上市险企利润贡献率分析 (单位: 百万元, %)

	中国人寿	中国平安	中国人保	中国太保	新华保险	平均
1. 保险服务收入	212445	536440	503900	266167	48045	313399
2. 保险服务费用	150353	440178	473436	231023	33252	265648
3. 承保利润=1-2	62092	96262	30464	35144	14793	47751
<b>承保利润贡献率=3/(3+11+14)</b>	<b>145%</b>	<b>77%</b>	<b>77%</b>	<b>104%</b>	<b>242%</b>	<b>97%</b>
4. 利息收入	122994	118503	29379	58262	32268	72281
5. 投资收益	31490	36891	25601	7053	-3775	19452
6. 公允价值变动损益	-32786	-9039	-9912	-11712	-6124	-13915
7. 信用减值损失	1217	77744	1428	2013	307	16542
8. 承保财务损益	127923	123959	27651	46471	26800	70561
9. 分出再保险财务收益	616	542	1251	1174	361	789
10. 利息支出	5308	24346	3461	2628	2086	7566
11. 投资利润=(4+5+6-7)-(8-9+10)	-12134	-79152	13779	3665	-6463	-16061
<b>投资利润贡献率=11/(3+11+14)</b>	<b>-28%</b>	<b>-63%</b>	<b>35%</b>	<b>11%</b>	<b>-106%</b>	<b>-30%</b>
12. 其他收入	10129	230994	4129	4175	1133	50112
13. 其他支出	17294	123290	8991	9250	3359	32437
14. 其他损益利润=12-13	-7165	107704	-4862	-5075	-2226	17675
<b>其他利润贡献率=14/(3+11+14)</b>	<b>-17%</b>	<b>86%</b>	<b>-12%</b>	<b>-15%</b>	<b>-36%</b>	<b>1%</b>
<b>归母净利润</b>	<b>46181</b>	<b>85665</b>	<b>22773</b>	<b>27257</b>	<b>8712</b>	<b>38118</b>
<b>归母净利润同比</b>	<b>-31%</b>	<b>-23%</b>	<b>-10%</b>	<b>-27%</b>	<b>-59%</b>	<b>-30%</b>

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

\*投资收益=利息收入+投资净收益+公允价值变动净收益-信用减值损失

\*投资利润=(利息收入+投资收益+公允价值变动损益-信用减值损失)-(承保财务损益-分出再保险财务收益+利息支出)

\*其他收入=其他业务收入+汇兑损益+资产处置收益+其他收益

\*其他支出=手续费及佣金支出+税金及附加+业务及管理费+其他业务成本

随着新会计准则的实施, 大量资产被计入 FVTPL, 资产端投资收益的波动加大险资利润表现的震荡资产端。此外, 权益市场的低位震荡叠加长端利率下行的趋势, 进一步加大了险企资产配置压力。我们预计 2024 年险资资产端配置机遇主要集中在以下几方面: 1) 进一步挖掘包括 OCI 权益类等资产在内的高分红投资机会, 叠加相关政策突破, 在一定程度上打开险资配置空间。2) 长债仍是险资配置的“基本盘”, 匹配险资长期资产配置需求, 降低资产负债久期错配风险。3) 当前险资配置境外资产占比较低, 相较于海外, 仍有一定提升空间。

表3: 2023年上市险企金融资产占比 (按会计计量方式, 单位: 百万元, %)

	中国人寿		中国平安		中国人保		中国太保		新华保险		平均	
	金额	占比										
交易性金融资产 (FVTPL)	1,705,375	36%	1,803,047	32%	383,020	34%	581,602	29%	380,239	29%	970,657	32%
其他权益工具投资 (OCI 权益)	138,005	3%	264,877	5%	96,541	8%	97,965	5%	5,370	0%	120,552	4%
其他债权投资 (OCI 固收)	2,744,169	57%	2,367,008	42%	338,717	30%	1,247,435	62%	347,262	26%	1,408,918	43%
债权投资 (AC 固收)	211,349	4%	1,243,353	22%	318,605	28%	82,334	4%	598,047	45%	490,738	21%
<b>合计</b>	<b>4,798,898</b>	<b>100%</b>	<b>5,678,285</b>	<b>100%</b>	<b>1,136,883</b>	<b>100%</b>	<b>2,009,336</b>	<b>100%</b>	<b>1,330,918</b>	<b>100%</b>	<b>2,990,864</b>	<b>100%</b>

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 (“占比”为该资产占金融资产的比例)

## 下调投资及贴现率，匹配资产端需求

在资产端普遍承压及宏观经济形势变化的背景之下，各上市险企均于 2023 年年报中宣布下调投资收益假设及风险贴现率，本次下调为 2016 年以来行业首次密集调整。其中，中国人寿、中国人保、中国平安、中国太保、新华保险分别下调投资回报率假设至 4.5%（原为 5%）。中国人寿将风险贴现率由 10% 下调至 8%；中国人保从 10% 下调至 9%；中国平安由 11% 下调至 9.5%；中国太保由 11% 下调至 9%；新华保险由 11% 下调至 9%。投资收益假设及风险贴现率是决定保险公司内含价值（Embedded Value, EV）的关键因素，同时也反映了保险公司基于当前经济及资本市场环境，对公司未来投资收益情况及风险情况择定的假设率。在当前宏观经济形势变化，及资本市场“赚钱效应”减弱的背景之下，保险公司资产端承压。此前行业普遍使用的 5% 的投资收益假设难以匹配当下资产配置环境，因此基于对未来收益水平及宏观形式等因素的考量，行业或将密集下调投资收益率假设。此外，风险贴现率方面，此前险企使用的 10% 至 11% 的风险贴现率相对较高，体现出较为谨慎的风险预期。随着险资资产负债管理水平的不断提升，以及保险行业需求的演进，风险贴现率有一定的下调空间，从而帮助缓解下调投资收益率导致的公司内含价值及新业务价值（New Business Value, NBV）的波动。因此，审慎下调投资收益率假设及风险贴现率，有助于提升险企 EV 及 NBV 真实度。

表4：上市险企投资收益率假设持续下调（单位：%）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
中国人寿	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%
中国人保	5.75%	5.75%	5.75%	5.50%	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%
中国平安	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%
中国太保	5.20%	5.20%	5.20%	5.20%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%
新华保险	5.20%	5.20%	5.20%	5.20%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表5：2023 年上市险企金融资产占比（按会计计量方式，单位：百万元，%）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
中国人寿	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	8.00%
中国人保	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	9.00%
中国平安	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	9.50%
中国太保	11.50%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	9.00%
新华保险	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.00%	11.00%	11.00%	9.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 投资建议

2023 年，行业负债端延续针对渠道、产品、成本等领域的转型，人均产能及渠道质态得到显著改善，预计 2024 年行业有望实现 NBV 增速 10%。资产端方面，随着资本市场的低位震荡及长端利率中枢下移，险企资产配置承压，在此背景之下，上市险企顺势下调投资收益率假设及风险贴现率，基于当前宏观经济形势及行业现状进行调整，提高 EV 及 NBV 可信度。预计 2024 年高分红权益类资产、长债等资产仍是险资配置主要方向。维持行业“超配”评级，建议关注运营情况相对稳健，同时行业供给侧结构性改革利好的龙头，推荐中国太保、中国人寿。

## 风险提示

保费收入不及预期；资本市场延续震荡；短期自然灾害导致的财产险赔付上升；长端利率下行等。

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032