

# 保险精算假设调整研究暨 2023 年报分析

## 行“稳”以致远

### 强于大市（维持）

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 【平安证券】行业点评-非银行金融-坚持价值导向，太保 23 年负债端业绩稳中有进-强于大市 20240329
- 【平安证券】行业点评-非银行金融-负债端改善但资产端承压，国寿 23 年利润下滑-强于大市 20240328
- 【平安证券】行业点评-非银行金融-NBV 高增、投资收益下降，新华 23 年利润负增-强于大市 20240328
- 【平安证券】行业点评-非银行金融-COR 升、NBV 增，人保 23 年产寿险业绩分化-强于大市 20240327
- 【平安证券】行业点评-非银行金融-投资与承保共振，众安 23 年利润大幅转正-强于大市 20240327
- 【平安证券】行业点评-非银行金融-银保结构优化显著，阳光保险 23 年 NBV 高增-强于大市 20240327
- 【平安证券】行业点评-非银行金融-寿险与投资业绩亮眼，太平 23 年利润逆势增长-强于大市 20240326

#### 证券分析师

- 王维逸** 投资咨询资格编号  
S1060520040001  
BQC673  
WANGWEIYI059@pingan.com.cn
- 李冰婷** 投资咨询资格编号  
S1060520040002  
LIBINGTING419@pingan.com.cn

#### 研究助理

- 韦霁雯** 一般证券从业资格编号  
S1060122070023  
WEIJIWEN854@pingan.com.cn



#### 平安观点：

- **精算假设调整，价值增长放缓但更具稳健。**十年期国债到期收益率震荡下行、权益市场波动加剧，导致保险投资收益率显著承压。在长端利率中枢下行背景下，社会投资回报率有所下降；同样地，资本市场对于保险公司的要求回报水平也应同步下降。2023 年报中，上市险企普遍下调风险贴现率假设和长期投资收益率假设。长期投资收益率假设影响 VIF 和 NBV 的未来净现金流，风险贴现率假设影响 VIF 和 NBV 的未来净现金流贴现速度和跨期分配结果。下调经济假设后的 EV 和 NBV 更谨慎可信，而经济假设下调也将导致 EV 增长放缓。
- **2023 年寿险：客需与渠道共振，新单与 NBV 稳增。**新单高增拉动人身险保费增长，可比口径下，主要上市险企 2023 年总新单、NBV 与寿险 EV 均实现正增长。分季度来看，产品预定利率切换、“报行合一”落地，单季度总新单和个险新单保费同比增速分化显著，均呈现出 2Q23 单季新单同比增速最高、4Q23 单季新单同比增速普遍较大幅下滑。分渠道来看，个险与银保新单双增，代理人队伍量稳质增，产能大幅提升、活动率等指标有所改善；银保期限结构改善显著、期交新单增幅亮眼、NBVM 提升，银保 NBV 增幅高于个险。
- **2023 年产险：保费稳增、COR 提升、承保利润分化。**车险保费稳增且仍实现承保盈利；非车险保费增速和承保利润分化，导致产险承保利润分化。
- **2023 年投资端：投资承压拖累净利润，分红政策稳健。**利率下行、股市震荡，主要上市险企 2023 年大类资产配置结构相对稳定，净投资收益率下滑、总投资收益率分化、综合投资收益率改善。2023 年上市险企归母净利润下滑，但分红政策综合考虑营运利润、偿付能力、股东回报、业绩的持续稳健增长等因素，具有一定持续性和稳定性，股息率维持相对稳定。
- **投资建议：**负债端，居民储蓄需求旺盛、保险竞品收益率下降，储蓄险需求将持续释放，预计 2024 年寿险“开门红”仍有望实现新单与 NBV 增长。产险马太效应明显、结构优化，预计 2024 年保费稳增、COR 改善。资产端，预计十年期国债收益率下行空间不大，而当前 A 股估值水平较低，结构性机会增加，将助力险企投资收益率和净利润改善。目前行业估值和持仓仍处底部，β 属性将助力保险板块估值底部修复。
- **风险提示：**1) 权益市场波动导致利润承压、板块行情波动剧烈。2) 寿险新单与 NBV 不及预期。3) 监管政策不断趋严，对各渠道展业、行业业务发展的影响程度可能超过预期评估情况。4) 长端利率超预期下行。5) 产险赔付超预期导致承保利润下滑。

# 正文目录

<b>一、 精算假设调整，价值增长放缓但更具稳健</b> .....	<b>5</b>
1.1 基本概念：精算假设对内含价值有重要影响 .....	5
1.2 利率下行、投资承压，下调经济假设后的 EV 和 NBV 更谨慎可信 .....	5
1.3 经济假设下调将导致 EV 增长放缓 .....	8
<b>二、 2023 年寿险：客需与渠道共振，新单与 NBV 稳增</b> .....	<b>10</b>
<b>三、 2023 年产险：保费稳增、COR 提升、承保利润分化</b> .....	<b>15</b>
<b>四、 2023 年投资端：投资承压拖累净利润，分红政策稳健</b> .....	<b>17</b>
<b>五、 投资建议与风险提示</b> .....	<b>19</b>
5.1 投资建议 .....	19
5.2 风险提示 .....	19

# 图表目录

图表 1	十年期国债到期收益率震荡下行	6
图表 2	保险总投资收益率表现	6
图表 3	主要上市险企风险贴现率假设变化	7
图表 4	主要上市险企传统险长期投资收益率假设变化	8
图表 5	主要寿险公司 EV 变动项在期初 EV 中占比	9
图表 6	假设调整对 2023 年 EV 的影响	9
图表 7	假设调整对 2023 年 NBV 的影响	9
图表 8	主要上市险企保障险新单标保占比变动	10
图表 9	主要上市险企保障险总保费占比变动	10
图表 10	人身险 2023 年累计保费同比增速	11
图表 11	主要上市险企 2023 年新单（亿元）	11
图表 12	主要上市险企 2023 年可比口径寿险 EV	11
图表 13	平安和太保寿险保险服务指标同比增速	11
图表 14	主要上市险企寿险分渠道新单同比增速	12
图表 15	主要上市险企银保期交新单同比增速	12
图表 16	主要上市险企分季度新单占比	13
图表 17	主要上市险企分季度新单同比增速	13
图表 18	主要上市险企分季度个险新单占比	13
图表 19	主要上市险企分季度个险新单同比增速	13
图表 20	主要上市险企可比口径寿险总 NBV 与 NBVM	14
图表 21	主要上市险企个险 NBV 及 NBVM 变动	14
图表 22	主要上市险企银保 NBV 及 NBVM 变动	14
图表 23	主要上市险企 2023 年代理人数量与人均产能	15
图表 24	主要上市险企寿险合同服务边际分析	15
图表 25	财产险 2023 年累计保费同比增速	15
图表 26	财产险行业 2023 年保费构成	15
图表 27	“老三家”产险分险种保费收入（亿元）	16
图表 28	“老三家”产险分险种保费同比增速	16
图表 29	“老三家”产险承保综合成本率	16
图表 30	“老三家”分险种承保利润（亿元）	16
图表 31	“老三家”车险承保综合成本率变动情况	17
图表 32	“老三家”车险承保利润（亿元）	17
图表 33	主要上市险企 2023 年资产配置结构	17

---

图表 34	主要上市险企 2023 年投资收益率表现 .....	18
图表 35	主要上市险企 2023 年归母净利润 .....	19
图表 36	主要上市险企 2021-2023 年股息率变化 .....	19

## 一、精算假设调整，价值增长放缓但更具稳健

### 1.1 基本概念：精算假设对内含价值有重要影响

根据中国精算师协会于2016年11月发布的《精算实践标准：人身保险内含价值评估标准》，内含价值（Embedded Value，简称EV）是指在充分考虑总体风险的情况下，适用业务及其对应资产产生的现金流中股东利益的现值，且不应包括未来新业务产生的价值。EV评估主要用于帮助理解保险公司的价值及其变化，并对公司发展基础的稳健性、可持续性和盈利能力进行衡量；EV作为财务报告的补充信息，也可以用于评价行业发展、兼并收购估值、评估公司管理绩效和为公司内部决策提供参考等。EV计算公式为：

$$\begin{aligned} \text{内含价值} &= \text{要求资本} + \text{自由盈余} + \text{扣除要求资本成本的有效业务价值} \\ &= \text{经调整的净资产价值} + \text{扣除要求资本成本的有效业务价值} \end{aligned}$$

具体来看：

- 要求资本（RC）：指适用业务对应的所有资产市场价值中，扣除适用业务对应的所有负债，在评估日受到相关法律法规和公司内部管理的限制，不能分配给股东的金额。
- 自由盈余（FS）：指适用业务对应的资产市场价值中，扣除适用业务对应的所有负债，超过该适用业务要求资本的金额。
- 有效业务价值（VIF）：指有效适用业务及其对应资产未来产生的现金流中股东利益在评估时点的现值，产生现金流的资产基础为支持有效适用业务相应负债的资产。
- 要求资本成本：指在评估时点适用业务的要求资本与其未来每期变化额（期末减期初）的现值之和，计算中需要考虑要求资本产生的未来税后投资收益。
- 经调整的净资产价值（ANW）=净资产（资产-相应负债和其他负债）+对于资产的市场价值和账面价值之间税后差异所作的相关调整以及对于某些负债的相关税后调整

**内含价值评估受到经济环境和经营环境的影响。**寿险公司有效业务价值（VIF）和新业务价值（NBV）基于对未来的预测，计算所采用的主要评估假设包括经济假设和业务营运假设两类，其中经济假设包括风险贴现率和投资收益率，业务营运假设包括死亡率、疾病发生率、残疾率、其他事故发生率、保单失效率和退保率、费用率、保单红利和所得税率等。其中，经济假设与利率变动高度相关，受经济环境影响；营运假设以公司的经验分析结果为基础，保险行业经验以及对经验假设的未来发展趋势的展望，受经营环境影响。**具体来看，经济假设包括：**

**1) 风险贴现率是计算未来现金流中股东利益的现值时使用的贴现率， $\text{风险贴现率} = \text{无风险利率} + \text{风险溢价}$ 。**根据《精算实践标准：人身保险内含价值评估标准》，保险公司应当根据十年期国债收益率或其他合理的利率确定采用的无风险利率；风险溢价应当反映未来现金流的风险情况，包括市场和投资风险等综合情况以及评估过程中其他环节未考虑到的所有风险，同时考虑也应反映不同保险公司的公司规模、业务性质、偿付能力充足率等差异。

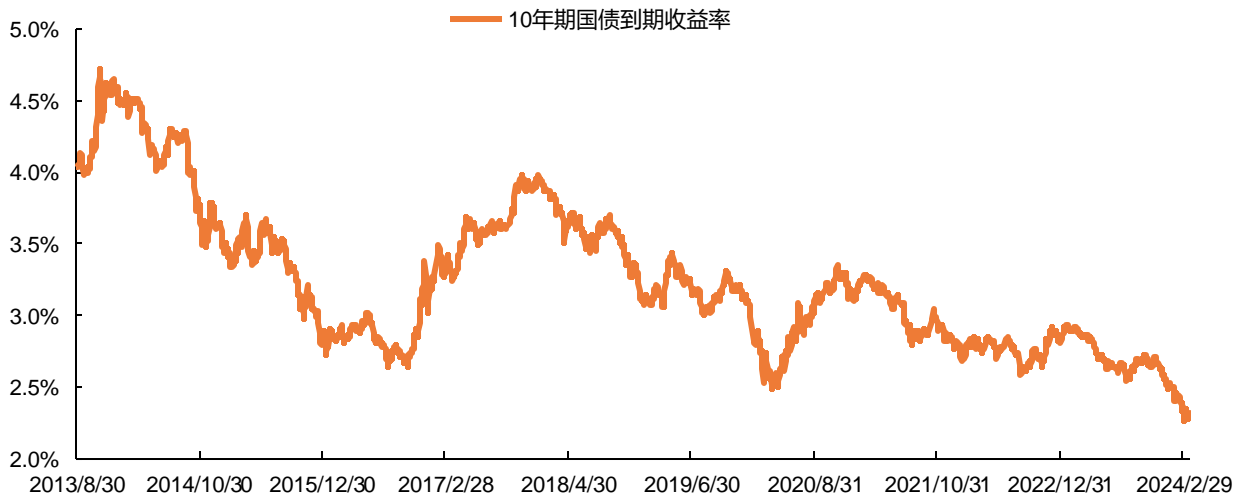
**2) 投资收益率。**根据《精算实践标准：人身保险内含价值评估标准》，保险公司投资收益率假设应基于对长期经济状况的判断、合理考虑投资资产未来违约的可能性，考虑未来正现金流的再投资等，根据适用业务对应的资产未来可以产生的投资回报来确定。投资收益率假设应与资产配置状况、风险贴现率假设相匹配。

### 1.2 利率下行、投资承压，下调经济假设后的EV和NBV更谨慎可信

十年期国债到期收益率震荡下行、权益市场波动加剧，导致保险投资收益率显著承压。我国经济发展进入新常态，已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，增长速度换挡、结构调整持续推进，近年来长端利率震荡下行，影响近年来新增资产与固收资产到期再配置收益。截至2024年3月29日，十年期国债到期收益率仅约2.29%。另一方面，海外宏观环境复杂多变、

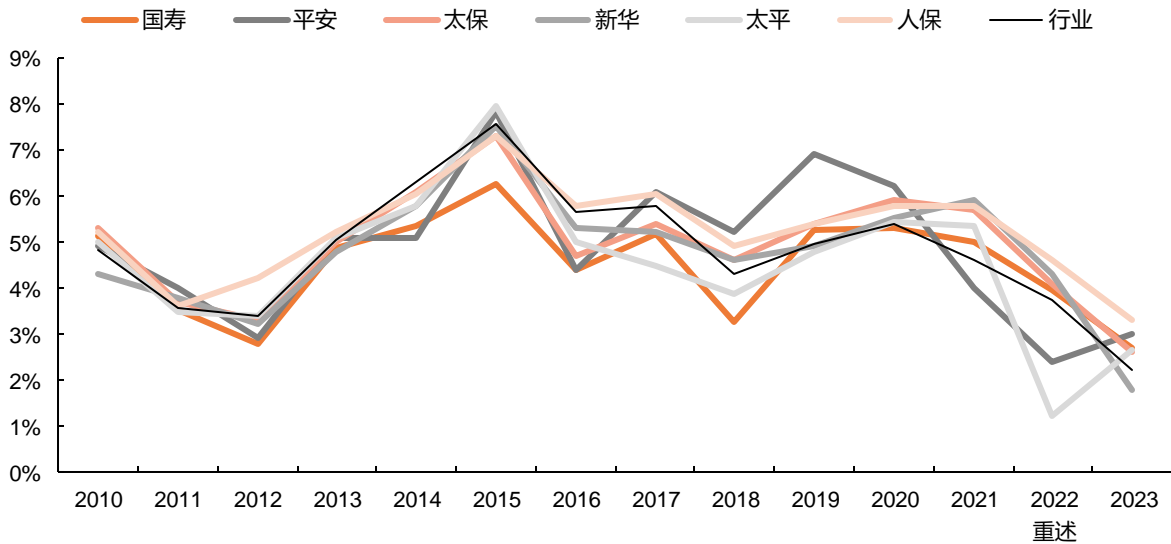
地缘政治风险加剧，2023 年以来国内宏观经济基本面呈现出结构性渐进修复特征，A 股市场板块轮动特征明显、以结构性机会为主，加剧权益市场波动——2023 年上证指数、深证成指和沪深 300 指数全年跌幅分别为-3.70%、-13.54%、-11.38%，导致保险公司投资收益率明显承压。截至 2023 年末，国寿、平安、太保、新华、太平、人保总投资收益率分别为 2.7% (YoY-1.3pct)、3.0% (YoY+0.6pct)、2.6% (YoY-1.5pct)、1.8% (YoY-2.5pct)、2.7% (YoY+1.5pct)、3.3% (YoY-1.3pct)。

图表1 十年期国债到期收益率震荡下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 保险总投资收益率表现



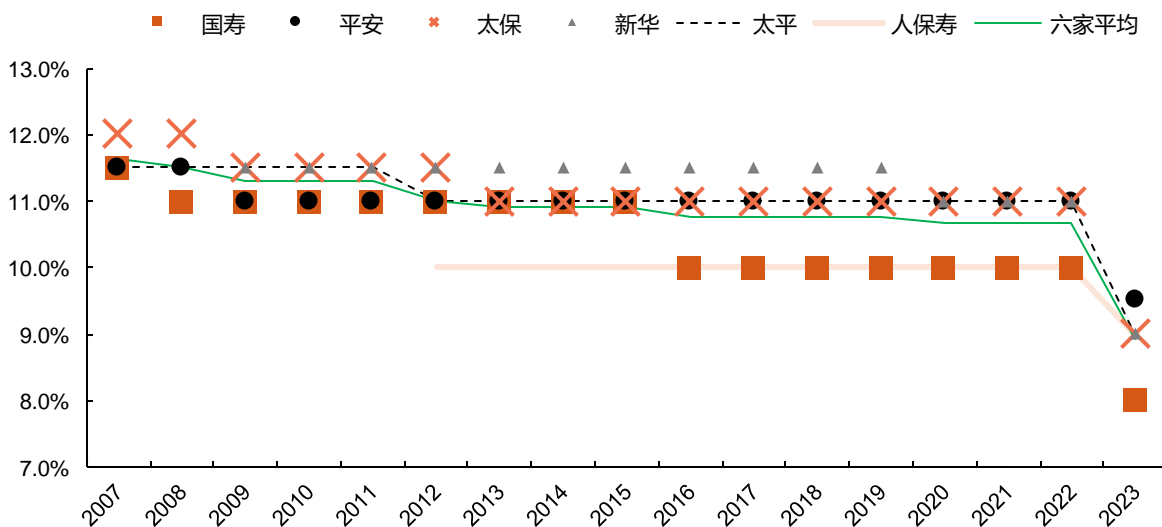
资料来源: 公司公告、中国保险年鉴、国家金融监督管理总局, 平安证券研究所

在长端利率中枢下行背景下，社会投资回报率有所下降；同样地，资本市场对于保险公司的要求回报水平也应同步下降。具体来看，本轮风险贴现率和投资收益率两大经济假设调整主要由于：

1) 无风险利率中枢下移、寿险行业发展逐步成熟, 风险贴现率假设具备下调基础。从历史经验来看, 上市险企在 2008 年金融危机后集中下调风险贴现率假设, 国寿从 2007 年的 11.5% 下调至 2008 年的 11.0%, 平安、太保分别从 2008 年的 11.5%、12.0% 下调至 2009 年的 11.0%、11.5%, 下调幅度均为 50bps。从个体来看, 公司也会根据自身发展情况和市场、投资风险等, 适度下调风险贴现率水平——太平、太保、新华均从 11.5% 调降 50bps, 分别在 2012 年、2013 年、2020 年实现风险贴现率 11.0%, 国寿 2016 年调降 100bps 至 10.0%。

风险贴现率=无风险利率+风险溢价, 2023 年主要上市险企集中下调风险贴现率假设主要由于: 一方面, 无风险利率根据十年期国债收益率确定, 2018 年以来, 十年期国债到期收益率震荡下行, 十年期国债到期收益率年度平均值从 2018 年的 3.62% 持续下降至 2014 年 3 月末的 2.41%, 无风险利率中枢呈现出趋势性下移的特征, 因此风险贴现率假设也应做出相应下调。另一方面, 风险溢价应当反应未来现金流的风险情况。由于无风险利率计算标准一致, 风险贴现率越高、风险溢价越高, 也即风险评估越保守。过去近 20 年中, 行业风险贴现率反映的风险溢价水平超过 7%; 而随着寿险行业发展逐步成熟, 保险公司在经营过程中积累了丰富的风险管理经验、寿险业也逐步成熟并向高质量发展转型, 支持下调风险溢价水平。经过市场数据和资本资产定价模型测算, 考虑到不同保险公司的公司规模、业务性质、偿付能力充足率等, 国寿、人保寿的风险贴现率假设分别从 2022 年的 10.0%、10.0% 下调至 2023 年的 8.0%、9.0%, 平安从 11.0% 下调至 9.5%, 太保、新华、太平平均从 11.0% 下调至 9.0%, 下调幅度高达 100-200bps。2023 年主要上市公司平均风险溢价水平为 5.5%-6.5%。

图表3 主要上市险企风险贴现率假设变化



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

2) 投资收益率假设应基于对长期经济状况等综合判断, 并与风险贴现率假设相匹配。从历史经验来看, 上市险企经过十年期国债到期收益率连续下行, 在 2015 年“股灾”、实际投资收益率水平承压的背景下, 集中下调传统险长期投资收益率假设, 2015 年国寿、平安、太平、人保寿的传统险长期投资收益率假设为 5.5%, 太保、新华为 5.2%, 均在 2016 年下调至 5.0% (人保寿 5.25%)。

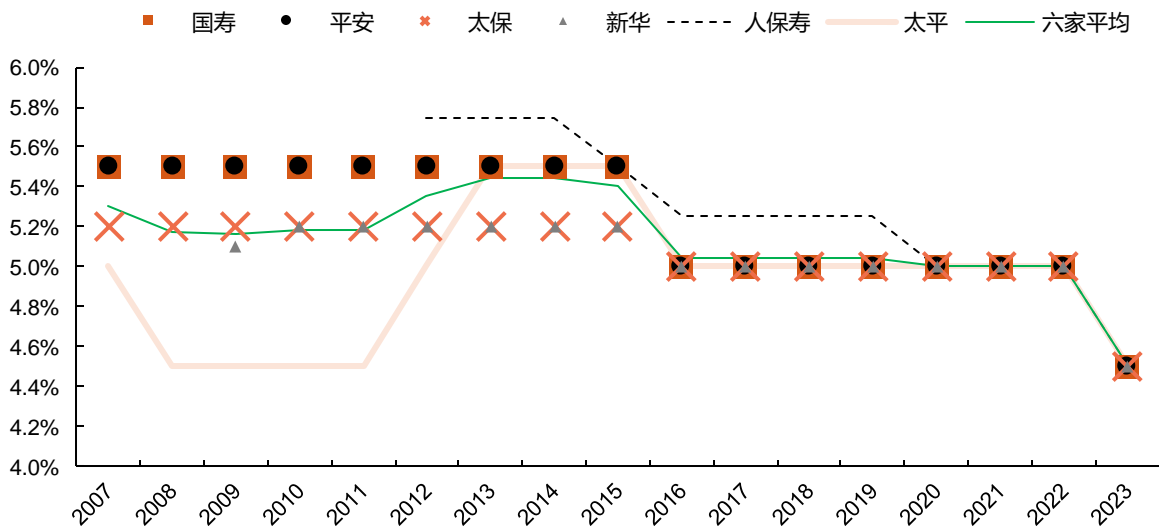
长期投资收益率假设与风险贴现率假设之间存在一定相关性, 投资收益率假设越高、潜在投资收益风险越大, 因此需要更高的风险贴现率假设来充分反映企业经营面临的风险。而寿险公司属于杠杆经营, 风险贴现率调整幅度一般大于投资收益率, 2023 年主要上市险企集中下调投资收益率假设主要由于在权益市场波动和会计准则调整的双重影响下, 主要上市险企 2022-2023 年总投资收益率下滑明显, 与长期投资收益率假设偏离度较高。具体来看:

一方面, 2022 年以来 A 股板块轮动明显、权益市场波动加剧, 险企权益投资收益率承压。同时, 2023 年险企全面切换 IFRS9,

加剧险企投资收益率和利润波动。其中，基金属于债务工具，且无法通过资产特征测试，需计入 FVTPL（以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产）；股票属于权益工具，一般直接计入 FVTPL，计入 FVTPL 的股票市值波动将体现在当期利润表中。尽管保险公司拥有股票会计科目分类的自由裁量权，部分股票可以指定计入 FVOCI（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产），但一经指定不得撤销，指定计入 FVOCI 的股票分红可以计入利润表，但市值波动计入资产负债表的其他综合收益、卖出时浮盈浮亏也不计入利润表。而 IAS39 下，权益类资产大多计入 AFS（可供出售金融资产），公允价值变动计入其他综合收益、不影响当期利润，但在卖出时浮盈浮亏可以转入利润表。因此，在 IFRS9 下，大部分股票将直接计入 FVTPL，加剧险企投资收益率和利润波动。

另一方面，寿险以长期业务为主，平均负债久期约 10-15 年，需要长周期、跨周期经营，谨慎性起见，需要综合考虑未来市场利率水平和各个账户的大类资产配置策略、预期收益率预测等。因此，国寿、平安、太保、新华、太平、人保寿的传统险长期投资收益率假设均从 2022 年 5.0% 下调至 2023 年的 4.5%，下调幅度均为 50bps。

图表 4 主要上市险企传统险长期投资收益率假设变化



资料来源：公司公告，平安证券研究所

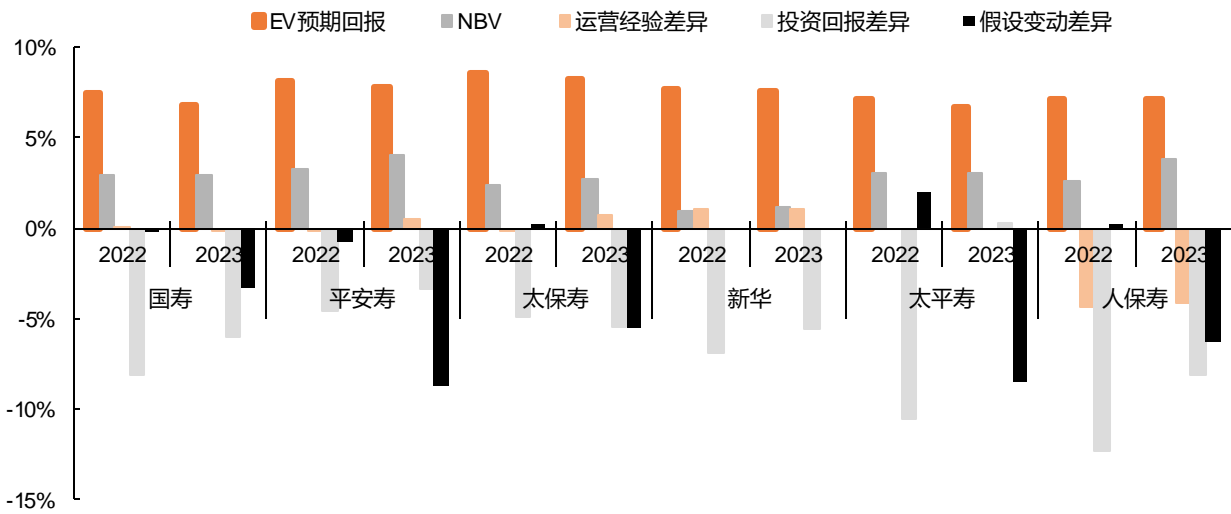
### 1.3 经济假设下调将导致 EV 增长放缓

长期投资收益率假设影响 VIF 和 NBV 的未来净现金流，风险贴现率假设影响 VIF 和 NBV 的未来净现金流贴现速度和跨期分配结果。根据上市险企年报披露的内含价值变动表，期初 EV 的预期回报和 NBV 是期末 EV 最主要的增量来源，2022-2023 年平均预期回报在期初 EV 占比 7.5% 左右；NBV 在期初 EV 占比主要受当期新业务增长的影响，寿险改革成果显现、居民储蓄需求旺盛，推动 2023 年新单与 NBV 高增、NBV 在期初 EV 占比回升至平均 3.0%（2022 年平均 2.6%）。受权益市场震荡下行、投资收益率承压影响，2022-2023 年投资回报差异在期初 EV 占比平均约 -6.3%，由于假设调整，2023 年投资回报差异对寿险 EV 的负向贡献整体好于 2022 年。

具体来看，期初 EV 的预期回报由 VIF 和 ANW 的预期回报两部分构成，下调长期投资收益率假设将导致 ANW 的预期回报下降，同时用来计算有效业务和新业务预期产生的未来现金流中股东利益贴现减少（贴现分子端下降）；尽管下调风险贴现率将使贴现分母端亦有下降，但降幅不及分子端，因此 VIF 和 NBV 均将下降、EV 增长放缓。



图5 主要寿险公司 EV 变动项在期初 EV 中占比

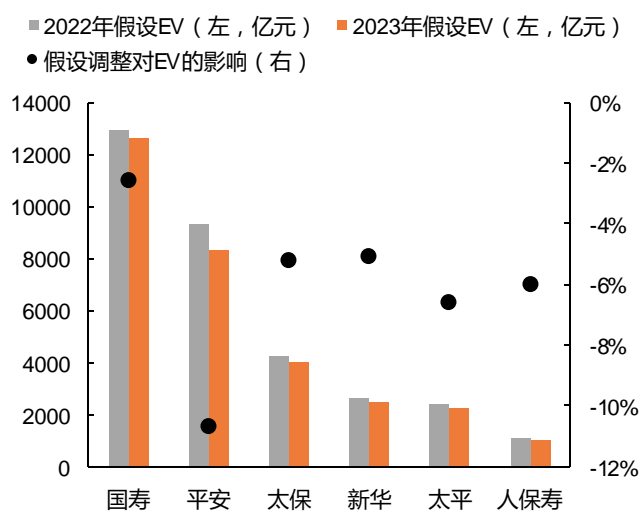


资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：上图数据来源于2023年报披露的内含价值变动分析表，2023年NBV按照2023年经济假设计算。

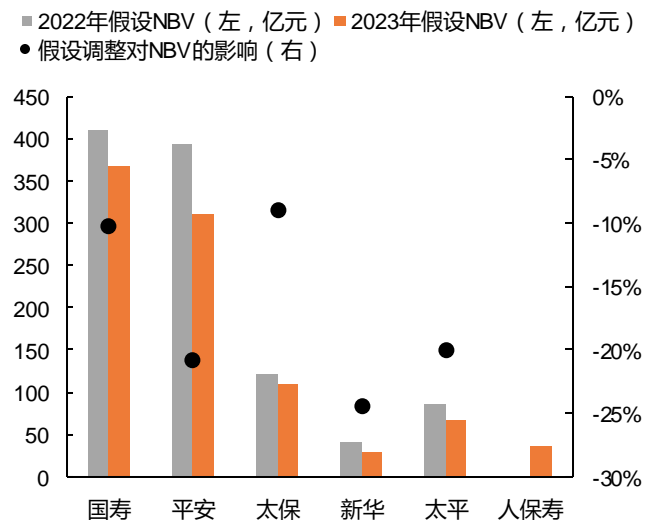
截至2023年末，根据2023年经济假设计算的2023寿险年EV分别为：国寿12606亿元、平安8310亿元、太保4020亿元、新华2505亿元、太平2224亿元、人保寿1015亿元，较假设调整前的EV降幅分别为-2.5%、-10.7%、-5.2%、-5.0%、-6.6%、-6.0%；根据2023年经济假设计算的2023年NBV分别为：国寿369亿元、平安311亿元、太保110亿元、新华30亿元、太平68亿元、人保寿37亿元，较假设调整前的NBV降幅分别为-10.2%、-20.8%、-8.9%、-24.4%、-20.1%（人保未披露基于2022年假设计算的2023年NBV数据，也即假设调整前NBV）。

图6 假设调整对2023年EV的影响



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图7 假设调整对2023年NBV的影响



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：基于2022年末假设计算的2023年EV中，国寿、平安、太平为2023年报披露数据，太保、新华、人保寿为测算值。其中，太保=2023年新假设EV+评估方法、假设和模型的变化，新华=2023年新假设EV+经济经验偏差，人保寿=2023年新假设EV+模型及假设变动。

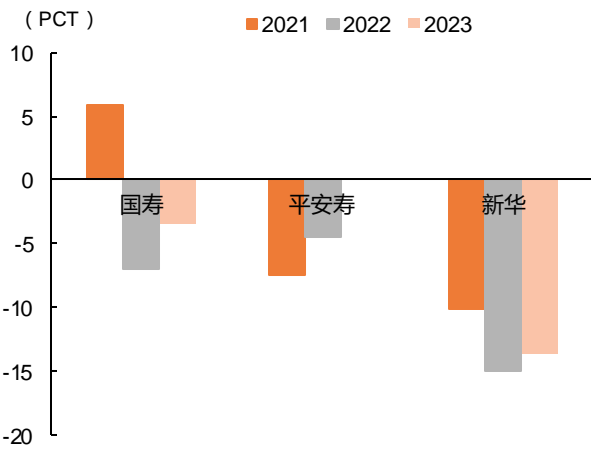
具体来看：

1) 假设调整对国寿 2023 年 EV 的负面影响最小。2023 年经济假设计算的国寿 EV 较假设调整前降幅最低，仅-2.5%；主要由于国寿调整后的风险贴现率假设仅 8.0%、为同业最低，对长期投资收益率假设下调形成的“对冲作用”更强。

2) 假设调整对新华 2023 年 NBV 的负面影响最大。2023 年经济假设计算的新华 NBV 较假设调整前降幅最高，达-24.4%；主要由于：①公司 2023 年银保渠道新单占比 65.2%，而银保市场竞争激烈，在“报行合一”落实前需要通过产品定价和费用支出保持一定竞争力；银保客户需求聚焦于财富保值增值，以储蓄险为主力销售产品。②在客户储蓄需求、公司重启银保趸交和产品定价切换的多重影响下，新华保费险种结构产生了较大变化，以重疾险为主的保障险新单标保占比从 2019 年的高点 58.6%持续下滑至 2023 年的 7.5%，终身寿险等偏储蓄型产品的新单提升速度或快于同业，储蓄型产品本身对投资收益率的敏感性更高。

3) 受业务结构影响，假设调整对 2023 年 NBV 的负面影响大于 EV。国寿、平安、太保、新华、太平、人保寿六家公司基于 2023 年经济假设下的全年 EV 较 2022 年假设下的 EV 平均降幅为-6.0%，而 NBV 平均降幅为-16.9%，主要由于存量业务更为多元、保障险总保费占比相对高于新单占比，对投资收益率的敏感性较低。近年来，受利率下行、竞品吸引力下降、居民储蓄需求旺盛但保障需求有待释放的影响，上市险企寿险新单与 NBV 增长主要由终身寿险和年金险等偏储蓄型产品拉动，2023 年尤为显著，导致 NBV 对投资收益率敏感性更高。截至 2023 年末，国寿保障险（也即健康险）新单标保为 97 亿元（YoY-13.7%）、占比 7.9%（YoY-3.5pct），新华为 19 亿元（YoY-55.3%），占比 7.5%（YoY-13.7pct），保障险新单标保占比进一步下降。而 2023 年国寿、新华健康险总保费占比分别 17.8%（YoY-1.0pct）、32.8%（YoY-2.7pct），保障险总保费占比高于新单占比。

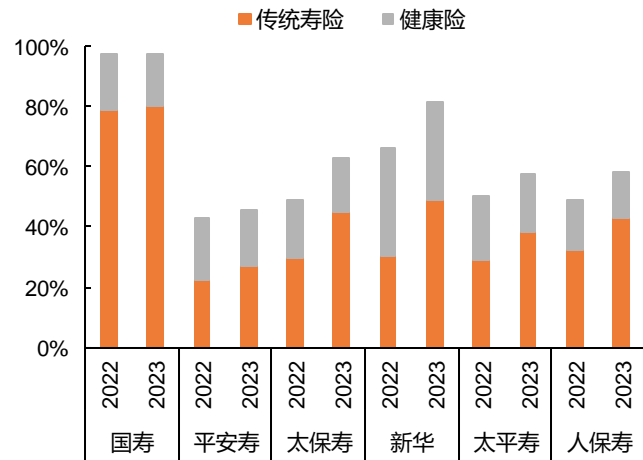
图表8 主要上市险企保障险新单标保占比变动



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：新单标保=首年期交保费+趸交保费÷10；国寿、新华为健康险，平安为长期人寿健康保障型产品。

图表9 主要上市险企保障险总保费占比变动



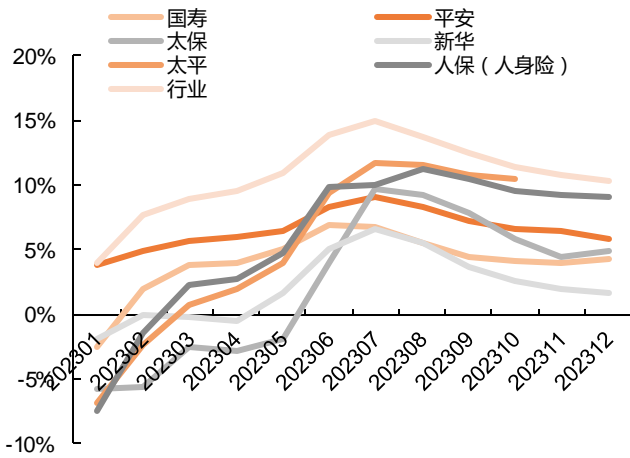
资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：平安、太保披露口径为规模保费，其他公司为保费收入。

## 二、 2023 年寿险：客需与渠道共振，新单与 NBV 稳增

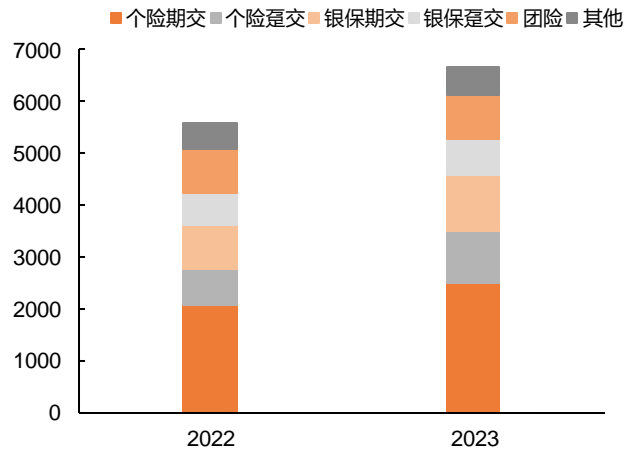
人身险新单高增拉动原保险保费收入增长。2023 年人身险公司原保费收入 3.5 万亿元（YoY+10.2%），主要累计原保费收入同比增速前高后低——2023 年增速排名：行业（+10.2%）>人保（+9.1%）>平安（+5.8%）>太保（+4.9%）>国寿（+4.3%）>新华（+1.7%）。主要上市险企 2023 年总新单 6674 亿元（YoY+19.5%），具体来看个险期交新单同比+19.5%、个险趸交同比+46.6%，银保期交新单同比+31.7%、银保趸交同比+13.7%。

图表10 人身险 2023 年累计保费同比增速



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

图表11 主要上市险企 2023 年新单 (亿元)



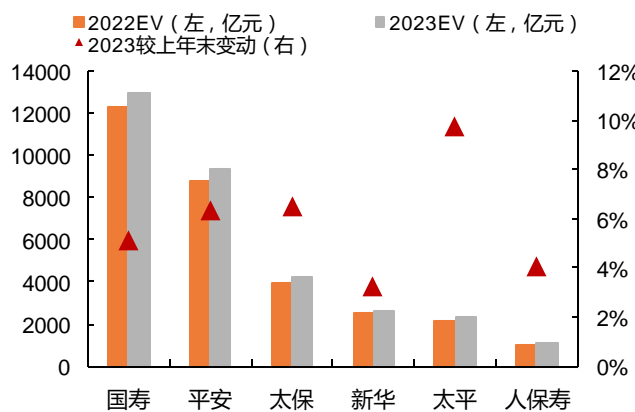
资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：1) 本文所有太平的数据均使用人民币口径，部分数据按照期末汇率折算、部分数据为公司直接披露；经验算，披露数据与测算数据基本一致。2) 因会计准则调整，如无特别说明，本文所有 2022 年数据均根据 2023 年年报披露数据重述。3) 若无特殊说明，本文所有“人保寿”仅包含人保寿险业务、“人保”或“人保(人身险)”包含人保寿险和健康险业务。4) 注：本文部分数据因四舍五入问题，相加未必完全相等。5) 平安、太保披露口径为规模保费，其他公司为保费收入。

可比口径下，主要上市险企 2023 年寿险 EV 均实现正增长，且同比增幅回升。截至 2023 年末，根据 2022 年经济假设计算的 2023 年寿险 EV 分别为：国寿 12933 亿元 (YoY+5.1%)、平安 9302 亿元 (YoY+6.3%)、太保 4241 亿元 (YoY+6.5%)、新华 2638 亿元 (YoY+3.2%)、太平 2380 亿元 (YoY+9.8%)、人保寿 1080 亿元 (YoY+4.0%)。六家上市险企累计 EV 达 19640 亿元 (YoY+6.2%)，同比增速较上年末提升 4.3pct，预计主要由 NBV 拉动。

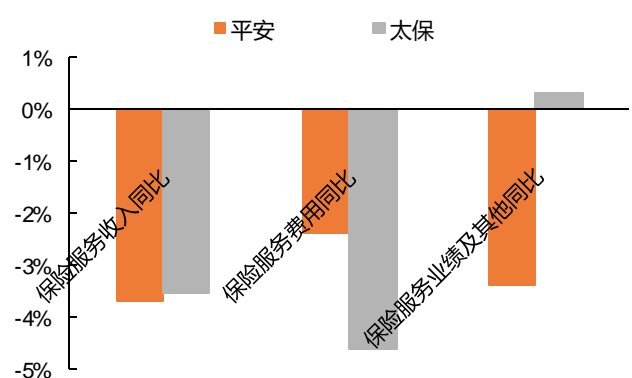
新保险合同准则对保险公司收入确认原则进行调整，受业务结构影响，寿险保险服务收入与保险服务业绩普遍下滑。新保险合同准则要求保险公司必须分拆保险合同中可明确区分投资成分和其他非保险服务成分，对于不可分拆的投资成分，其对应的保费也不得计入保险服务收入。2023 年居民储蓄需求释放，年金险、增额终身寿险等储蓄性产品拉动保费增长；根据新会计准则，大多不计入保险服务收入、仅计入资产负债表中。因此，尽管 2023 年新单增长，但平安、太保寿险的保险服务收入分别同比-3.7%、-3.5%，保险服务费用分别同比-2.4%、-4.6%，保险服务业绩及其他分别同比-3.4%、+0.3%。

图表12 主要上市险企 2023 年可比口径寿险 EV



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表13 平安和太保寿险保险服务指标同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

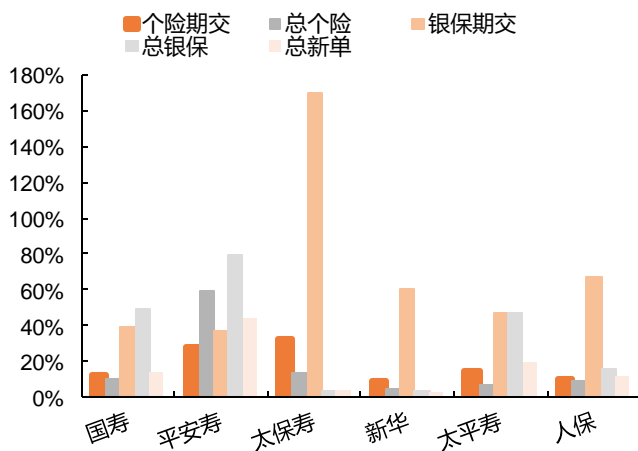
注：2023年EV基于2022年末假设计算，国寿、平安、太平为2023年报披露数据，太保、新华、人保寿为测算值。其中，太保=2023年新假设EV+评估方法、假设和模型的变化，新华=2023年新假设EV+经济经验偏差，人保寿=2023年新假设EV+模型及假设变动。

**2023年寿险总新单高增；分渠道来看，个险与银保新单双增，银保期限结构改善显著。**近年来，长端利率低位震荡、存款利率下行、理财产品收益率波动，储蓄型保险产品的配置价值凸显，而居民储蓄需求旺盛，储蓄险拉动主要上市险企2023年总新单正增——总新单同比增速排名：平安(+44.6%)>太平(+20.4%)>国寿(+14.1%)>人保(12.1%)>太保(+3.7%)>新华(+2.9%)。

1) 个险仍为寿险主力渠道，期交新单与总新单均保持增长，但占比普遍有所下滑。2023年国寿、平安、太保、新华、太平、人保个险期交新单分别同+12.6%、+27.9%、+32.3%、+9.8%、+14.9%、+10.3%。其中，平安个险趸交新单翻倍增长、个险期交新单在总新单占比同比-5.8pct；其余险企个险期交新单占比保持相对稳定。

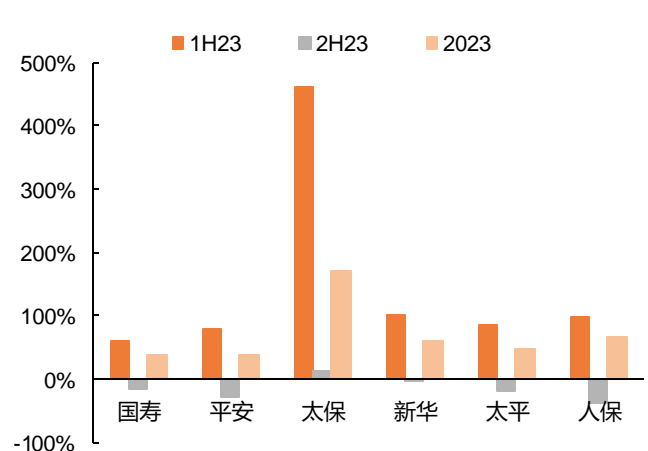
2) 银保“报行合一”规范业务发展，对下半年新单造成较大冲击，但2023年全年银保期交新单保持高增。2023年下半年起，监管和协会规范银保渠道的费用和佣金，“报行合一”和行业《自律公约》落实后，行业银保费用率水平趋于一致。根据国家金融监管总局举行2023年三季度银行业保险业数据信息新闻发布会，截至2023年10月，银保渠道的佣金费率较之前平均水平下降约30%。尽管头部上市险企具备资金、资源等综合优势，与银行间合作方式多样，且对成本管控、合规风控等要求较为严格，预计在监管“报行合一”要求和《自律公约》发布前的费用率已总体保持合理可控，受政策影响程度将小于中小型险企。但由于存在产品调整、与银行重新签约等举措，除太保外，2023年下半年主要上市险企银保期交新单下滑显著——国寿、平安、太保、新华、太平、人保下半年银保期交新单分别同比-14.3%、-29.4%、+13.1%、-2.2%、-18.8%、-39.0%，全年同比+39.4%、+36.9%、+170.2%、+60.5%、+47.6%、+66.7%。

图表14 主要上市险企寿险分渠道新单同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表15 主要上市险企银保期交新单同比增速



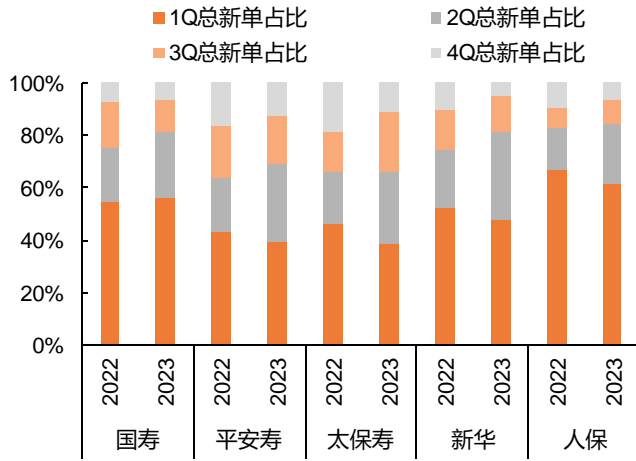
资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：平安、太保披露口径为规模保费，其他公司为保费收入。

产品预定利率切换、“报行合一”落地，单季度总新单和个险新单保费同比增速分化显著，均呈现出2Q23单季新单同比增速最高、4Q23单季新单同比增速普遍较大幅下滑。“开门红”节奏与上年新单基础不同，各险企1Q23单季新单同比增速分化——平安、国寿、人保、增长，而太保、新华下降。根据新浪财经，监管要求2023年8月1日起普通型和分红型寿险产品预定利率分别不高于3%、2.5%；万能险产品最低保证利率不高于2%。主要上市险企6月、7月集中销售预定利率3.5%的产品，加速居民储蓄需求提前、集中释放，2Q23、3Q23单季新单普遍高增。其中，国寿较早筹备2024年“开门红”，3Q23单季新单同比-20.4%。产品切换后，新单销售和单月保费普遍短期承压；主要上市险企积极为2024年“开门红”蓄

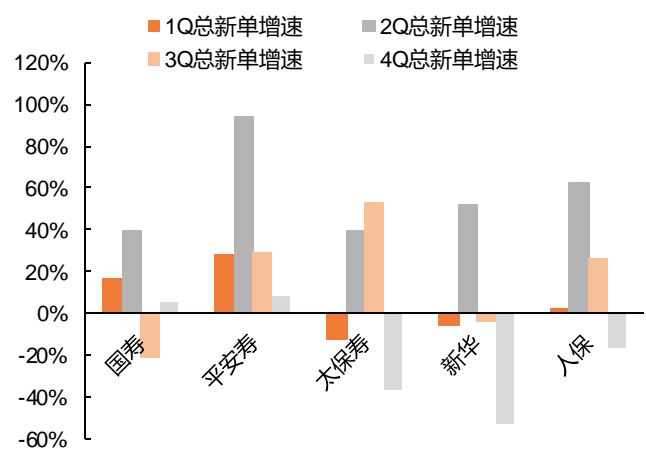
客、并加强队伍蓄力。但监管推动银保“报行合一”落地、规范“开门红”销售，持续推动人身险业务平稳健康发展，4Q23单季新单同比增速普遍较大幅下滑。

图表 16 主要上市险企分季度新单占比



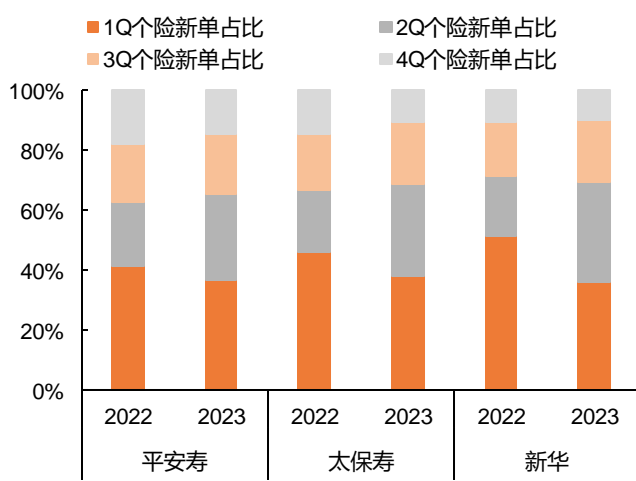
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 17 主要上市险企分季度新单同比增速



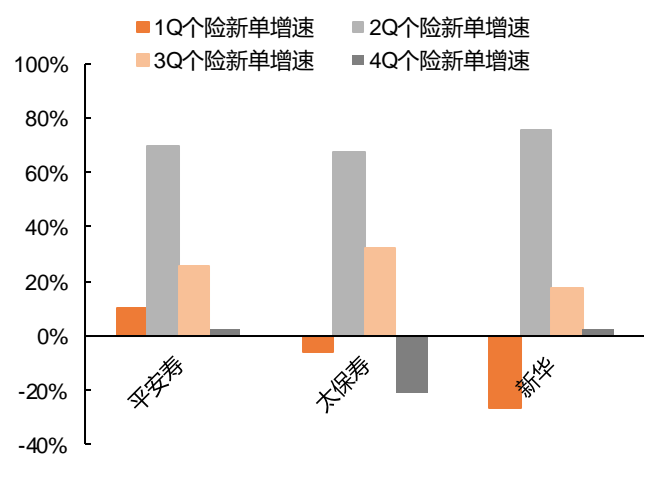
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 18 主要上市险企分季度个险新单占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 19 主要上市险企分季度个险新单同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

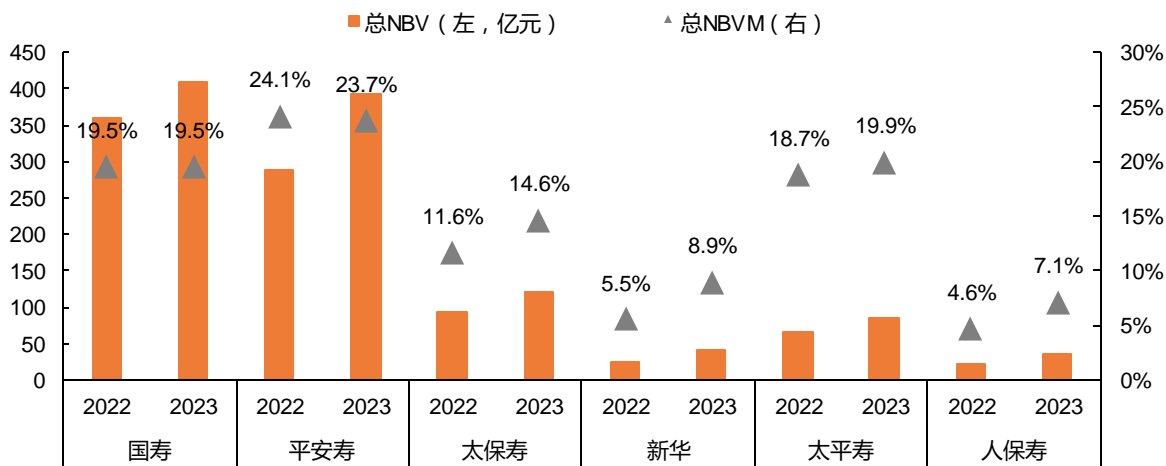
注：新单口径为——平安“用来计算新业务价值的首年保费”；太保23Q1起披露“规模保费”；国寿、新华、人保为“保费收入”。

储蓄险拉动新单增长、银保期限结构改善显著，2023年NBVM稳中有增、可比口径NBV整体较大幅增长。尽管个险新单险种结构从以保障险为主向以储蓄险为主调整，但银保期限结构改善明显，可比口径下，2023年主要上市险企总NBVM稳中有增：国寿19.5%（同比持平）、平安23.7%（YoY-0.4pct）、太保14.6%（YoY+3.0pct）、新华8.9%（YoY+3.4pct）、太平19.9%（YoY+1.2pct）、人保7.1%（YoY+2.5pct）。NBVM稳中有增、新单高增，助力2023年主要上市险企NBV均实现正增长，NBV同比增速排名：人保（+69.6%）>新华（+65.0%）>平安（+36.2%）>太保（+30.8%）>太平（+27.8%）>国寿（+14.0%）。

分渠道来看，个险和银保NBVM普遍提升，银保NBV增幅显著高于个险。可比口径下，2023年国寿、平安、太保、新华、太平、人保寿险NBV分别同比+15.7%、+40.3%、+19.5%、+65.9%、+8.7%、+41.3%，个险NBVM分别同比+2.5pct、

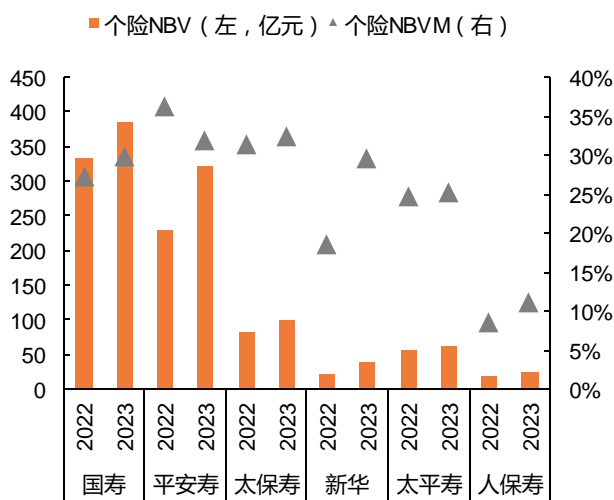
-4.3 pct、+0.9 pct、+10.9 pct、+0.3 pct、+2.6 pct；平安、太保、新华、太平、人保寿银保 NBV 分别同+77.7%、+139.8%、+55.6%、+221.8%、+242.8%，增速普遍大幅高于个险，NBVM 分别同+0.9pct、+3.5pct、+0.6pct、+6.3pct、+1.6pct。

图表20 主要上市险企可比口径寿险总 NBV 与 NBVM



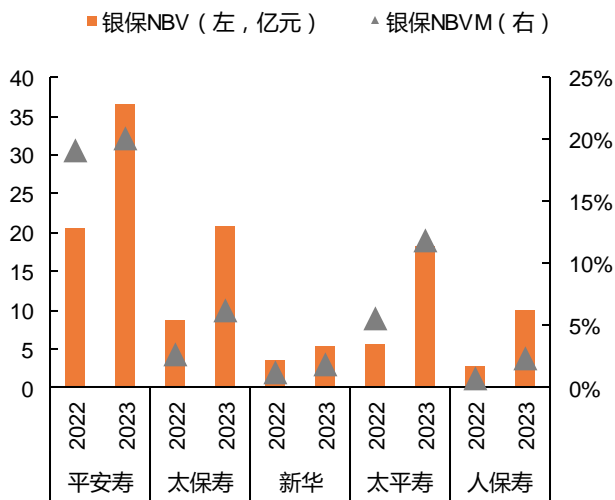
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表21 主要上市险企个险 NBV 及 NBVM 变动



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表22 主要上市险企银保 NBV 及 NBVM 变动



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：1) 人保数据基于 2023 年新假设，也即 2022 年数据基于 2023 年末假设和模型重述；其余公司数据基于 2022 年旧假设，也即 2023 年数据基于 2022 年末假设和模型计算。2) 国寿、太保、新华 2023 年个险 NBV 基于新假设按比例测算结果，也即：2023 年旧假设个险 NBV=2023 年新假设个险 NBV ÷ 新假设总 NBV \* 旧假设总 NBV。3) 国寿、人保 NBVM 为测算值，NBVM=NBV ÷ 总新单；其他公司 NBVM 为 2023 年报披露数据。图表部分数据因四舍五入问题，与正文不完全相同。

代理人队伍量稳质增，活动率等指标有所改善。截至 2023 年末，主要上市险企代理人共计 167 万人 (YoY-19.6%)，队伍规模降幅较 2021 年和 2022 年明显收窄。近年来，主要上市险企聚焦个险渠道改革，加强增员入口、销售培训、科技赋能、多元化产品体系和附加服务等全方位管理，改革成效初显、队伍质态改善明显，月人均产能大幅提升、收入同步增长。具体

来看,根据 2023 年报披露:1)国寿绩优销售人员占比同比+2.1pct、优增新人数量同比+13.6%。2)平安代理人活动率 53.3% (YoY+2.5pct)、月均寿险收入 7402 元 (YoY+37.3%)。3)太保代理人月均举绩率 67.9% (YoY+4.5pct),核心人力月人均首年佣金收入 6051 元 (YoY+46.3%);4)新华月均合格人力 2.7 万人 (YoY-40.0%)、月均合格率 15.8% (YoY+0.8pct)。

保险合同服务边际 (CSM) 以无风险利率为基础,未来终极利率 4.5%,不同期限产品的 CSM 贴现率不同、业务结构会对指标产生影响。主要上市险企寿险 CSM 余额普遍下滑,合同服务边际摊销比例约 8%-9%。2023 年平安、太保、太平的寿险合同服务边际余额分别较上年末-6.1%、-0.8%、-4.7%,其中平安寿险新业务合同服务边际同比+10.9%、太平同比-25.3%;平安、太平合同服务边际摊销比例分别 8.9%、8.3%。

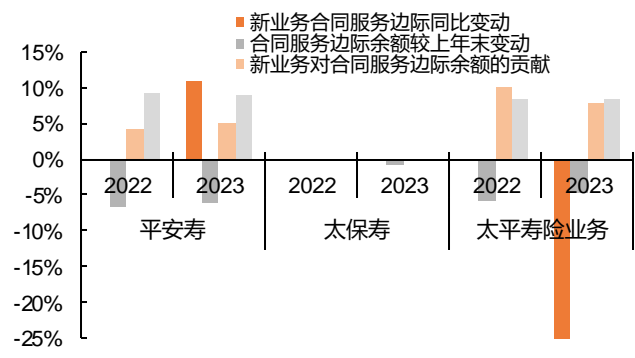
图表 23 主要上市险企 2023 年代理人数量与人均产能

	数量 (万人)	YoY	产能测算 (元/月)	YoY
国寿	63.4	-5.1%	14506.0	16.8%
平安寿	34.7	-22.0%	34555.0	103.9%
太保寿	21.0	-24.7%	12848.0	51.7%
新华	15.5	-21.3%	7046.8	33.0%
太平寿	23.5	-40.0%	9211.9	77.9%
人保寿	8.9	-8.8%	10866.9	22.0%
累计	167.0	-19.6%		

资料来源:公司公告,平安证券研究所

注:代理人产能=(个险期交+个险趸交)÷代理人数量÷12

图表 24 主要上市险企寿险合同服务边际分析

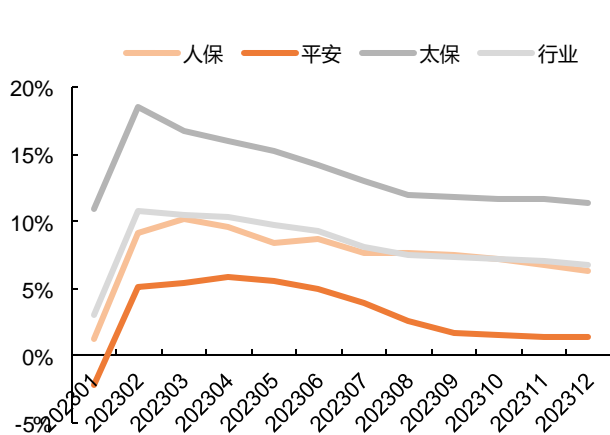


资料来源:公司公告,平安证券研究所

### 三、2023 年产险：保费稳增、COR 提升、承保利润分化

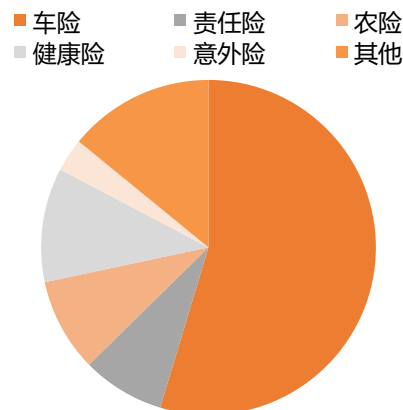
财产险累计保费增速逐月下滑。2023 年财产险公司原保费收入 15868 亿元 (YoY+6.7%),其中车险 8673 亿元 (YoY+5.6%)、占比 54.7%;非车险 7195 亿元 (YoY+8.1%),其中农险同比+17.2%、健康险同比+10.9%。2023 年累计原保费收入同比增速排名:太保 (+11.4%)>行业 (+6.7%)>人保 (+6.3%)>平安 (+1.4%)。

图表 25 财产险 2023 年累计保费同比增速



资料来源:公司公告, Wind, 平安证券研究所

图表 26 财产险行业 2023 年保费构成

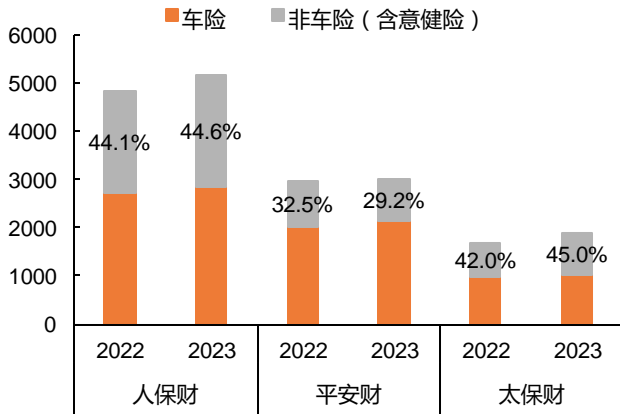


资料来源: Wind, 平安证券研究所

车险保费稳增;非车险保费增速分化。2023 年“老三家”(人保、太保、平安三家产险公司)产险保费市场份额累计 63.4%,

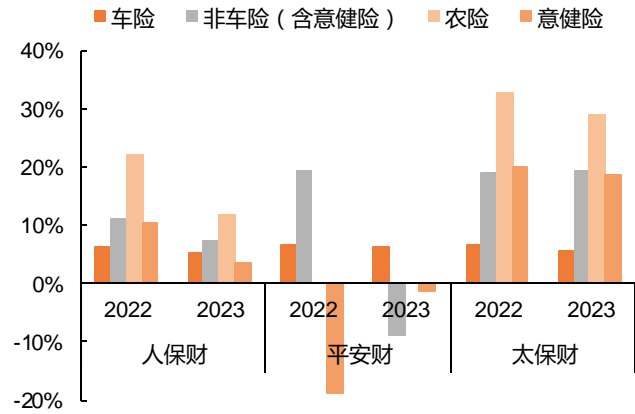
保持基本稳定。分险种来看：1) 车险业务与行业相似，受新车销量放缓、基数效应影响，保费增速趋缓。2023 年人保、平安、太保车险保费分别同比+5.3%、+6.2%、+5.6%。2) 非车险业务战略各异、保费增速各异。2023 年平安继续压缩信用保证保险规模、人保下半年主动压降部分商业性农险和部分高风险责任险业务、太保非车新兴领域保持较快增长，2023 年人保、平安、太保非车险保费分别同比+7.4%、-8.7%、+19.3%；非车险保费在产险占比分别 44.6%、29.2%、45.0%。

图表 27 “老三家”产险分险种保费收入（亿元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

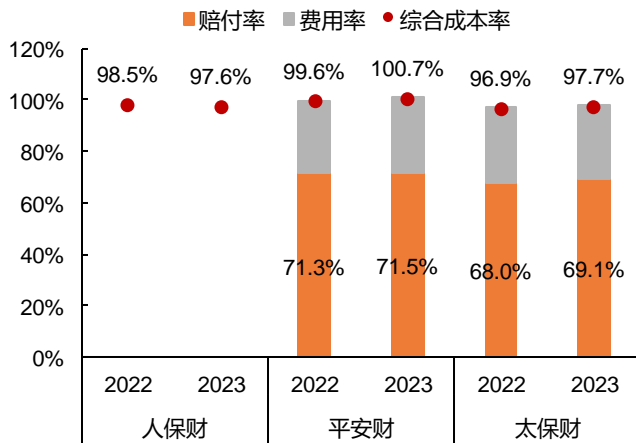
图表 28 “老三家”产险分险种保费同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

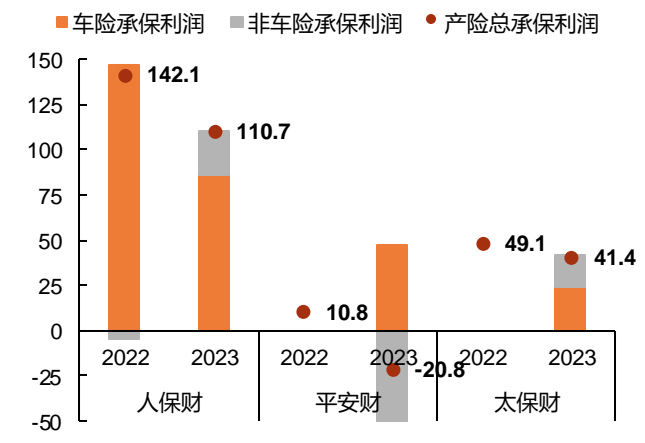
“老三家”承保综合成本率 (COR) 普遍提升、承保利润下滑，非车险承保盈利差异较大。2023 年人保、平安、太保的承保 COR 分别 97.6% (YoY-0.9pct)、100.7% (YoY+1.1pct)、97.7% (YoY+0.8pct)，其中平安费赔双升，赔付率同比+0.2pct、费用率同比+0.9pct；太保赔付恶化但费用持续压降，赔付率同比+1.1pct、费用率同比-0.3pct。2023 年人保、平安、太保的承保利润分别 110.7 亿元 (YoY-22.1%)、-20.8 亿元 (YoY-292.5%)、41.4 亿元 (YoY-15.6%)，其中非车险承保利润分别 24.5 亿元 (扭亏为盈)、-68.2 亿元、17.3 亿元。根据 2023 年报，平安非车险出现较大幅承保亏损主要由于保证保险业务 COR 达 131.1% (YoY+5.5pct)、承保亏损 68.34 亿元。剔除保证保险影响，2023 年平安产险承保 COR 为 98.4%。

图表 29 “老三家”产险承保综合成本率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 30 “老三家”分险种承保利润（亿元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

费赔两端承压，“老三家”车险承保 COR 抬升。2023 年人保、平安、太保车险承保 COR 分别 96.9% (YoY+2.4pct)、97.7%、97.6% (YoY+1.1pct)，具体来看：

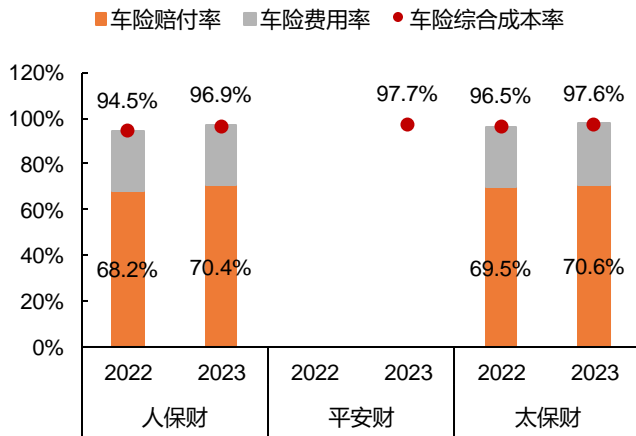
1) 2022 年车辆出行有限、赔付不高，行业利润结余情况普遍好于 2021 年、费用相对充足，导致 2023 年上半年车险市场拼费用抢市场的恶性竞争再抬头。此外，新保险合同准则下保单获取成本摊销等也对费用率的计算有一定影响。2023 年人



保、太保车险费用率分别 26.5% (YoY+0.3pct)、27.0% (同比持平)。

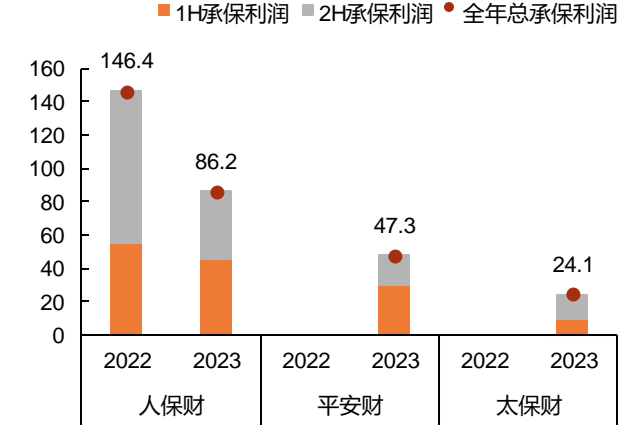
2) 社会交通出行恢复、出险率提升,加之 7 月“杜苏芮”和 9 月“海葵”强台风与暴雨等大灾影响,赔付率抬升。2023 年人保、太保车险赔付率分别 70.4% (YoY+2.1pct)、70.6% (YoY+1.1pct)。

图表31 “老三家”车险承保综合成本率变动情况



资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表32 “老三家”车险承保利润(亿元)



资料来源:公司公告,平安证券研究所

## 四、2023 年投资端：投资承压拖累净利润，分红政策稳健

大类资产配置策略稳健，资产配置结构相对稳定。

1) 固收类资产：近年来，长端利率中枢下移，主要上市险企把握相对高利率窗口，加配长期利率债，延展固定收益资产久期、锁定长期资产收益率，2023 年债券资产占比均有提升。

2) 权益类资产：股票市场宽幅震荡，2023 年全年收跌，股票和基金占比普遍被动下滑（除平安外）。

3) 非标资产：优质非标资产供给不足，预计新增配置不及到期规模，非标资产占比普遍下滑。

图表33 主要上市险企 2023 年资产配置结构

	股票+基金	较上年末变动	债券	较上年末变动	非标	较上年末变动
国寿	11.2% 股票+基金	-0.2pct	51.6%	+3.1pct	8.5% 债权型金融产品	-0.5pct
平安	9.3% 股票+权益型基金	+0.6pct	58.1%	+3.5pct	8.8% 债权计划及债权型理财产品投资	-1.5pct
太保	10.7% 股票+权益型基金	-0.8pct	51.7%	+8.7pct	18.6% 非公开市场融资工具	-2.7pct
新华	14.2% 股票+基金	-0.4pct	50.4%	+8.8pct	11.7%	-6.7pct
太平	14.5% 股票+基金	-2.2pct	68.7%	+6.5pct	5.7% 债权产品	-1.4pct
人保	11.4% 股票+基金	-2.3pct	43.6%	+2.2pct	15.1% 其他固定收益投资	-0.1pct

资料来源:公司公告,平安证券研究所

利率下行、股市震荡，险企投资收益率普遍下行；2023 年切换 IFRS9 后，大部分股票将直接计入 FVTPL、加剧险企总投资收益率波动。具体来看：

- 1) 净投资收益率下滑。长端利率中枢下行、市场利率低位震荡，险企新配置固收资产的获息能力下降，逐步摊薄收益率；同时，基金 2022 年度分红提前，导致本应计入 2023 年的息类收入在 2022 年先确认。
- 2) 总投资收益率表现分化。2023 年险企全面切换 IFRS9，基金属于债务工具，且无法通过资产特征测试，需计入 FVTPL（以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产）；股票属于权益工具，一般直接计入 FVTPL，计入 FVTPL 的股票市值波动将体现在当期利润表中。但保险公司拥有股票会计科目分类的自由裁量权，部分股票可以指定计入 FVOCI（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产），但一经指定不得撤销，指定计入 FVOCI 的股票分红可以计入利润表，但市值波动计入资产负债表的其他综合收益、卖出时浮盈浮亏也不计入利润表。而 IAS39 下，权益类资产大多计入 AFS（可供出售金融资产），公允价值变动计入其他综合收益、不影响当期利润，但在卖出时浮盈浮亏可以转入利润表。以中国太保为例，2022 年 12 月 31 日 IAS39 准则下计入 FVTPL 的金融资产占比仅 1%，2023 年 IFRS9 准则下计入 FVTPL 的金融资产占比增至 21%；权益类资产中仅高股息等股票分类为 FVOCI，以降低资本市场波动性影响。2023 年权益市场宽幅震荡，影响总投资收益率表现，仅平安和太平总投资收益率同比提升，其他险企总投资收益率均同比下滑。其中，人保总投资收益率 3.3%（YoY-1.3pct），为同业最高。
- 3) 综合投资收益率普遍改善，更能反映险企实际投资表现。根据太保金融资产重分类经验，计入 FVOCI 的权益类资产主要是高股息股票，2023 年账面价值有所增长，国寿、平安、太保、太平的综合投资收益率均实现同比提升。

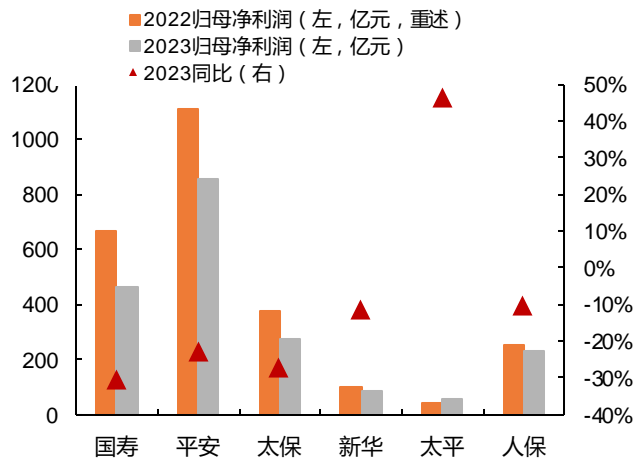
图表 34 主要上市险企 2023 年投资收益率表现

	净投资收益率	YoY	总投资收益率	YoY	综合投资收益率	YoY
国寿	3.8%	-0.2pct	2.7%	-1.3pct	3.2%	+1.3pct
平安	4.2%	-0.5pct	3.0%	+0.6pct	3.6%	+0.9pct
太保	4.0%	-0.3pct	2.6%	-1.5pct	2.7%	+0.4pct
新华	3.4%	-1.2pct	1.8%	-2.5pct		
太平	3.6%	-0.3pct	2.7%	+1.5pct	5.0%	+2.7pct
人保	4.5%	-0.6pct	3.3%	-1.3pct		

资料来源：公司公告，平安证券研究所

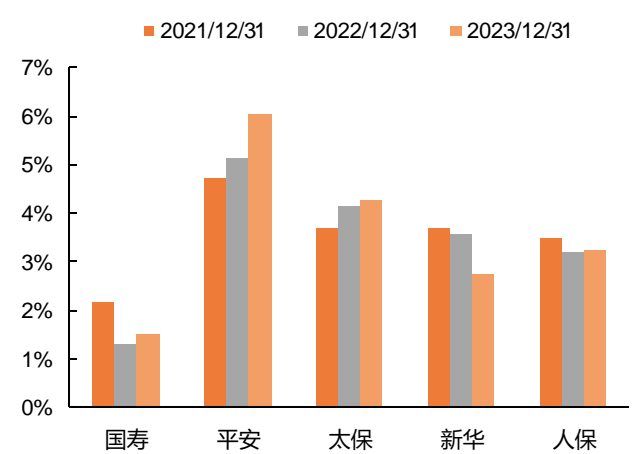
会计准则切换、股市震荡下行，总投资收益率承压导致主要上市险企归母净利润较大幅下滑，但股息率维持相对稳定。2023 年 5 家 A 股上市险企归母净利润普遍同比较大幅下滑：国寿（-30.7%）>太保（-27.1%）>平安（-22.8%）>新华（-11.3%）>人保（-10.2%）。尽管 2023 年净利润较大幅下滑，但上市险企分红政策综合考虑营运利润、偿付能力、股东回报、业绩的持续稳健增长等多重因素，具有一定持续性和稳定性。国寿、平安、太保、新华、人保 2023 年全年每股股利（税前）分别 0.43 元（YoY-12.2%）、2.43 元（YoY+0.4%）、1.02 元（同比持平）、0.85 元（YoY-21.3%）、0.156 元（YoY-6.0%），股息率分别 1.5%、6.0%、4.3%、2.7%、3.2%。其中，新华每股股利和股息率均有下降，国寿、人保每股股利小幅下降，国寿、平安、太保、人保的股息率水平均稳中有升。

图表35 主要上市险企 2023 年归母净利润



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表36 主要上市险企 2021-2023 年股息率变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 五、投资建议与风险提示

### 5.1 投资建议

**人身险:** 居民储蓄需求旺盛、保险竞品收益率下降, 预计储蓄险需求将持续释放。险企积极筹备 3.0%增额终身寿险和分红型产品, 叠加个险转型初见成效、现有代理人队伍量稳质升, 头部上市险企在“报行合一”下更具银保渠道优势、银保渠道成为寿险新单与 NBV 一大补充。2023 年寿险新单和 NBV 正增长, 银行储蓄利率进一步下行、居民储蓄需求仍保持旺盛, 预计 2024 年“开门红”仍有望在居民储蓄需求释放背景下实现新单与 NBV 增长。

**财产险:** 车险保费有望稳定增长, 头部险企定价、理赔和服务等方面更具优势、强者恒强, 预计头部险企车险保费增速将高于市场平均; 非车险业务以政策性业务为支撑、商业性业务结构优化, 预计非车险保费有望维持两位数以上增速。此外, 车险费用规范、非车险结构优化推动赔付企稳, 预计 2024 年产险 COR 将有所改善。

**资产端:** 十年期国债到期收益率在 2.3%左右低位震荡, 预计进一步下行空间不大。而 2024 年一季度国内经济结构性修复, 出口开局表现亮眼, 工业生产和制造业投资持续修复, 经济修复预期边际改善。同时, 全球流动性拐点将至, 2月以来 ETF、外资、融资资金流入, 3 月末央行一季度货币政策例会表示“精准有效实施稳健的货币政策, 更加注重做好逆周期调节”, 国内货币政策有宽松空间, 叠加资本市场改革加大投资者市场转型, 在 IPO/分红/减持/市值管理等方面推进高质量发展。预计 2024 年二季度 A 股市场整体机会仍大于风险。而当前 A 股估值水平较低, 结构性机会逐渐增加, 助力险企投资收益率和净利润改善。当前行业估值和持仓仍处底部,  $\beta$  属性将助力保险板块估值底部修复。

### 5.2 风险提示

#### 1) 权益市场波动导致利润承压、板块行情波动剧烈。

宏观经济恢复进程不及预期, 增加政策不确定性, 权益市场情绪修复不及预期、主要指数大幅波动, 投资收益率超预期下滑、净利润未如期修复,  $\beta$  属性导致板块行情波动加剧。

#### 2) 寿险产品预定利率切换带来的负面影响超预期、居民储蓄险需求释放不及预期, 代理人数量持续下滑、质态提升进度缓慢, 导致寿险新单与 NBV 不及预期。

海外宏观环境复杂, 若国内宏观经济恢复不及预期, 资本市场波动加剧、长端利率进一步下行, 保险公司投资端压力加重。

险企可能进一步调整储蓄类产品设计、降低固定负债成本，导致保险产品吸引力下降、销售难度加大，新单销售不及预期。

**3) 监管政策不断趋严，对各渠道展业、行业业务发展的影响程度可能超过预期评估情况。**

寿险各渠道“报行合一”政策逐步落地，监管效果不及预期，监管可能会密集出台更为精细、更为严格的政策，进一步规范行业发展。寿险产品复杂程度更高，尽管银行与保险公司已经重新签订符合规定的手续费及合作协议，但在业务实际落地过程中可能存在其他违规行为，导致银保渠道“报行合一”政策落地效果不及预期；银行掌握网点、客户资源，渠道话语权较强，“报行合一”政策落地效果以及对不同公司的影响程度需待观测，新单增长不及预期。

**4) 长端利率超预期下行，到期资产再配置和新增资产配置承压、获息能力下降。**

**5) 产险赔付超预期导致承保利润下滑。**

自然灾害频发、非车险赔付超预期，车险费用竞争改善不及预期，产险 COR 超预期提升、承保利润承压。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

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

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

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

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

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

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

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层