

## 非银金融

### 上市险企 2023 年报综述及 2024Q1 前瞻：负债端维持高景气，资产端持续承压

➤ **2023 总结：寿险 NBV 同比明显回暖，财险 COR 同比略有承压**

1) 2023 年各上市险企的寿险 NBV 增速分别为：人保寿险 (+37.3%)、新华保险 (+24.8%)、太保寿险 (+19.1%)、平安人寿 (+7.8%)、中国人寿 (+2.4%)。寿险 NBV 表现较好，主要系产品吸引力提升及政策催化推动新单保费增长。

2) 2023 年各上市险企的财险 COR 分别为：太保财险 (97.7%，同比+0.8PCT)、中国财险 (97.8%，同比+1.2PCT)、平安财险 (100.7%，同比+1.1PCT)。财险 COR 同比承压，主要系汽车出行恢复及大灾导致赔付率同比抬升。

➤ **投资承压拖累净利润，分红率有所分化**

1) 2023 年受资本市场震荡影响，各上市险企的投资收益率同比承压，进而拖累净利润表现。新准则下，2023 年各上市险企的归母净利润增速分别为：中国人保 (-10.2%)、中国财险 (-15.6%)、中国平安 (-22.8%)、中国太保 (-27.1%)、中国人寿 (-30.7%)、新华保险 (-59.5%)。

2) 2023 年各上市险企的分红率分别为：中国人寿 (58%，同比+14PCT)、中国平安 (51%，同比-1PCT)、中国财险 (44%，同比+4PCT)、中国太保 (36%，同比-4PCT)、中国人保 (31%，同比+1PCT)、新华保险 (30%，同比-4PCT)。

➤ **24Q1 前瞻：NBV 向好、COR 抬升，利润承压**

1) **负债端**，价值率改善有望推动寿险 NBV 实现较好增长。24Q1 各上市险企的 NBV 增速预计为：新华保险 (+35%)、太保寿险 (+30%)、人保寿险 (+28%)、中国人寿 (+24%)、平安人寿 (+18%)。自然灾害影响加大叠加 23Q1 基数较低，财险 COR 或同比抬升。24Q1 各上市险企的 COR 预计为：中国财险 (96.7%，同比+1.0PCT)、太保财险 (98.7%，同比+0.3PCT)、平安财险 (98.8%，同比+0.1PCT)。

2) **资产端**，投资收益承压叠加 23Q1 基数较高，24Q1 净利润预计同比下滑。24Q1 各上市险企的净利润增速预计为：中国财险 (-15%)、中国太保 (-20%)、中国平安 (-22%)、中国人寿 (-28%)、新华保险 (-35%)。

➤ **投资建议**

当前，保险板块估值重回历史相对低位，反映了市场对保险板块的悲观预期。展望后续，我们认为寿险 NBV 有望延续向好、财险 COR 有望同比改善。随着资本市场回暖，保险公司的净利润有望同比正增，进而支撑板块估值修复。个股重点推荐中国财险&中国人保 (24 年业绩有望改善、商业模式稀缺)、中国太保 (业绩具备韧性、战略有望延续)、中国人寿 (负债端更稳、资产端弹性更大)。建议关注中国平安、新华保险。

**风险提示：**经济复苏不及预期，长端利率下行，自然灾害影响超预期。

投资建议： 强于大市 (维持)  
上次建议： 强于大市

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：曾广荣  
执业证书编号：S0590522100003  
邮箱：zenggr@glsc.com.cn

分析师：刘雨辰  
执业证书编号：S0590522100001  
邮箱：liuyuch@glsc.com.cn

联系人：朱丽芳  
邮箱：zhulf@glsc.com.cn

#### 相关报告

1、《非银金融：券商 2023 年报综述：行业利润下滑，龙头韧性彰显》2024.04.04  
2、《非银金融：“稳增长+化风险”利好金融板块》2024.03.05

## 正文目录

1. 寿险：负债端延续高景气	4
1.1 NBV 表现优异，量增质增是主因	4
1.2 个险 NBV 回暖，代理人质态改善	5
1.3 银保 NBV 高增，价值贡献度提升	6
1.4 精算假设调整影响 NBV 和 EV 增速	7
2. 财险：龙头优势依旧显著	9
2.1 保费增速分化，承保盈利下滑	9
2.2 车险保费稳增，COR 同比抬升	10
2.3 非车表现分化，龙头优势凸显	11
3. 投资承压拖累净利润，分红率有所分化	13
3.1 投资收益率同比下滑，主因市场震荡	13
3.2 净利润表现承压，新准则下波动加大	14
3.3 营运利润相对稳健，ROE 有所下滑	15
4. 24Q1 前瞻：NBV 表现亮眼、COR 同比抬升，净利润预计承压	16
5. 投资建议：估值仍处低位，向上修复空间大	17
6. 风险提示	17

## 图表目录

图表 1：2023 年各上市险企 NBV 均同比正增（百万元）	4
图表 2：可比口径下，2023 年各上市险企的 NBV 增速更高（百万元）	4
图表 3：2023 年各上市险企的新单保费均同比正增（百万元）	5
图表 4：2023 年各上市险企的 NBV Margin	5
图表 5：2023 年各上市险企的个险 NBV 均同比正增（百万元）	5
图表 6：各上市险企个险渠道的 NBV Margin	5
图表 7：各上市险企的代理人数（万人）	6
图表 8：各上市险企的代理人产能（元/人均每月）	6
图表 9：2023 年各上市险企的银保 NBV 均同比高增（百万元）	7
图表 10：2023 年各上市险企银保渠道的新单保费均同比正增（百万元）	7
图表 11：各上市险企银保渠道的 NBV Margin	7
图表 12：各上市险企银保渠道的 NBV 贡献比重	7
图表 13：各寿险公司 EV 表现分化（百万元）	8
图表 14：各集团 EV 表现分化（百万元）	8
图表 15：不同精算假设下，各上市险企的 NBV 和 EV 对比	8
图表 16：2023 年各财险公司保费增速分化（百万元）	9
图表 17：各财险公司的保费结构	9
图表 18：各财险公司的承保利润情况（百万元）	10
图表 19：2023 年各财险公司的 COR 表现分化	10
图表 20：各财险公司的 COR 结构	10
图表 21：2023 年各财险公司车险稳健增长（百万元）	11
图表 22：2023 年各财险公司的车险均实现承保盈利（百万元）	11
图表 23：2023 年各财险公司车险 COR 均同比抬升	11
图表 24：各财险公司的车险 COR 结构	11
图表 25：2023 年各财险公司非车险增速分化（百万元）	12
图表 26：各财险公司的非车险承保利润情况（百万元）	12
图表 27：2023 年各财险公司非车险 COR 表现分化	12
图表 28：中国财险细分险种的 COR	12

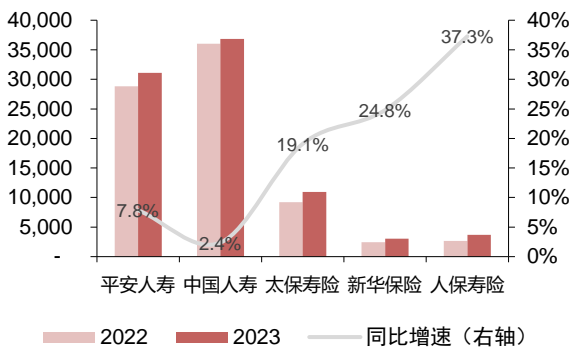
图表 29:	平安财险细分险种的 COR.....	13
图表 30:	太保财险细分险种的 COR.....	13
图表 31:	2023 年各上市险企净投资收益率均同比下滑.....	14
图表 32:	除平安外, 2023 年其余上市险企总投资收益率均同比下滑.....	14
图表 33:	2023 年各上市险企归母净利润均同比承压 (百万元).....	14
图表 34:	新准则下, 各上市险企的净利润增速波动加大.....	14
图表 35:	2023 年各上市险企的归母营运利润 (百万元).....	15
图表 36:	2023 年各上市险企 ROE 均同比下滑.....	15
图表 37:	各上市险企的每股分红情况 (元).....	16
图表 38:	各上市险企的分红比例.....	16
图表 39:	24Q1 各上市险企 NBV 均有望实现双位数正增.....	17
图表 40:	24Q1 各上市险企净利润预计均有所承压.....	17
图表 41:	各上市保险公司的 P/EV 重回历史相对低位.....	17

## 1. 寿险：负债端延续高景气

### 1.1 NBV 表现优异，量增质增是主因

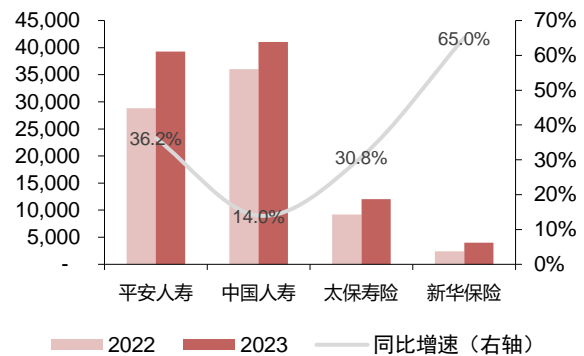
2023 年各上市保险公司的 NBV 实现较好增长。2023 年各上市保险公司的 NBV 增速（基于 23 年末假设的 23 年 NBV/基于 22 年末假设的 22 年 NBV-1）分别为：人保寿险（+37.3%）、新华保险（+24.8%）、太保寿险（+19.1%）、平安人寿（+7.8%）、中国人寿（+2.4%），同比均实现正增长。可比口径下，2023 年各上市保险公司的 NBV 增速更高。若均采用 2022 年末精算假设，2023 年各上市保险公司的 NBV 增速分别为：新华保险（+65.0%）、平安人寿（+36.2%）、太保寿险（+30.8%）、中国人寿（+14.0%）。

图表1：2023 年各上市险企 NBV 均同比正增（百万元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所  
备注：23 年数据为 23 年精算假设口径，22 年数据为 22 年精算假设口径。

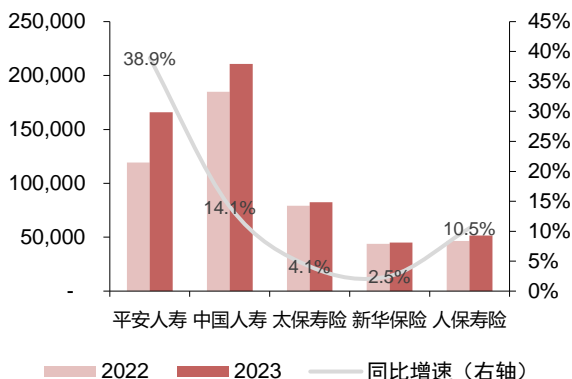
图表2：可比口径下，2023 年各上市险企的 NBV 增速更高（百万元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所  
备注：23 年和 22 年数据均为 22 年精算假设口径。

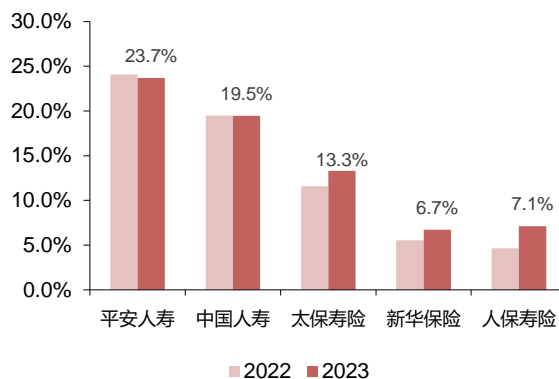
新单保费增长和价值率改善是 NBV 增长的主要原因。从新单保费来看，2023 年各上市保险公司的新单保费增速分别为：平安人寿（+38.9%）、中国人寿（+14.1%）、人保寿险（+10.5%）、太保寿险（+4.1%）、新华保险（+2.5%）。各上市保险公司的新单销售均实现较好增长，主要系保险产品吸引力提升及政策催化推动客户需求迎来集中释放。从 NBV Margin 看，2023 年各上市保险公司的 NBV Margin 分别为：平安人寿（23.7%，同比-0.4PCT）、中国人寿（19.5%，同比持平）、太保寿险（13.3%，同比+1.7PCT）、人保寿险（7.1%，同比+2.5PCT）、新华保险（6.7%，同比+1.2PCT）。其中人保寿险、太保寿险、新华保险的 NBV Margin 改善较为显著，主要系公司业务结构优化及银保渠道贡献提升。

图表3：2023 年各上市险企的新单保费均同比正增（百万元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表4：2023 年各上市险企的NBV Margin

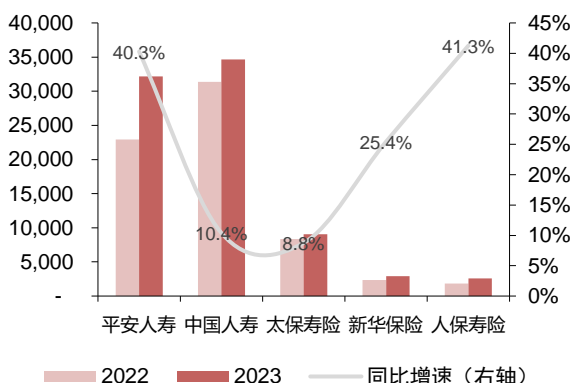


资料来源：公司公告，国联证券研究所

## 1.2 个险 NBV 回暖，代理人质态改善

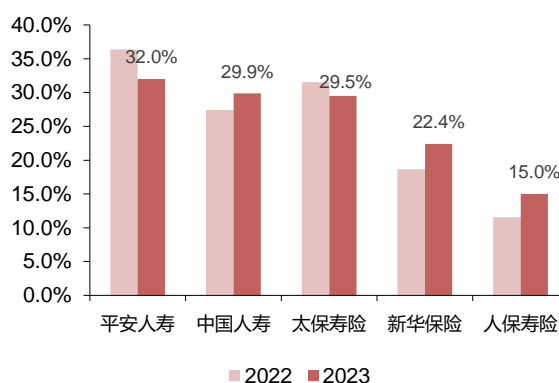
分渠道来看，2023 年个险渠道 NBV 显著回暖，主要系代理人产能同比改善。2023 年各上市保险公司的个险 NBV 增速分别为：人保寿险(+41.3%)、平安人寿(+40.3%)、新华保险(+25.4%)、中国人寿(+10.4%)、太保寿险(+8.8%)，均实现较好增长。从 NBV Margin 来看，2023 年各上市保险公司个险渠道的 NBV Margin 分别为：平安人寿(32.0%，同比-4.3PCT)、中国人寿(29.9%，同比+2.5PCT)、太保寿险(29.5%，同比-2.0PCT)、新华保险(22.4%，同比+3.7PCT)、人保寿险(15.0%，同比+3.4PCT)。除平安人寿和太保寿险外，其余寿险公司的个险渠道 NBV Margin 均同比改善。

图表5：2023 年各上市险企的个险 NBV 均同比正增（百万元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表6：各上市险企个险渠道的NBV Margin

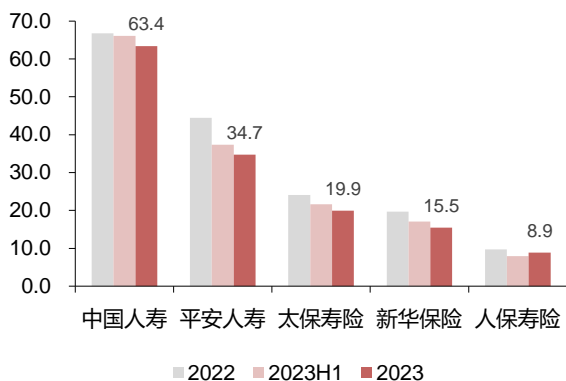


资料来源：公司公告，国联证券研究所

代理人数量仍未见底，但代理人产能明显改善。截止 2023 年末，各上市保险公司的代理人数量分别为：中国人寿(63.4 万，较年初减少 3.4 万)、平安人寿(34.7 万，较年初减少 9.8 万)、太保寿险(19.9 万，较年初减少 4.2 万)、新华保险(15.5 万，较年初减少 4.2 万)、人保寿险(8.9 万，较年初减少 0.9 万)，各公司的代理人数量仍

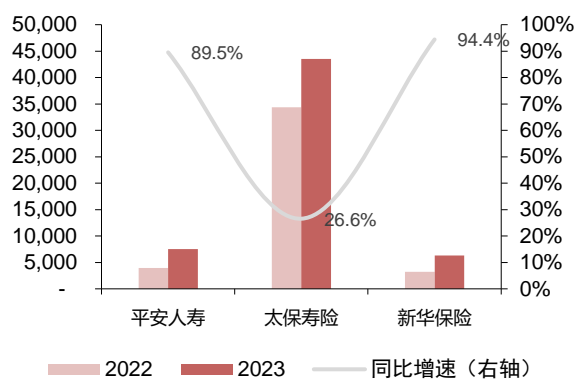
在下滑。但从代理人质态来看，代理人质态明显改善。2023年平安人寿的代理人人均NBV同比增长89.5%、太保寿险的核心人力月人均FYP同比+26.6%、新华保险的代理人月人均综合产能同比+94.4%、中国人寿的代理人月人均首年期交保费同比+28.6%。

图表7：各上市险企的代理人人数（万人）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表8：各上市险企的代理人产能（元/人均每月）



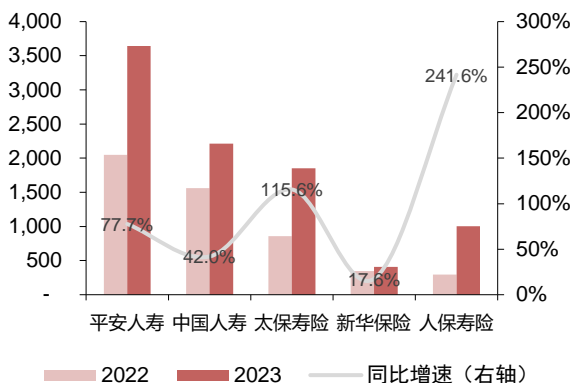
资料来源：公司公告，国联证券研究所

备注：平安人寿的口径为代理人人均NBV，太保寿险和新华保险的口径为代理人人均首年期交保费。

### 1.3 银保 NBV 高增，价值贡献度提升

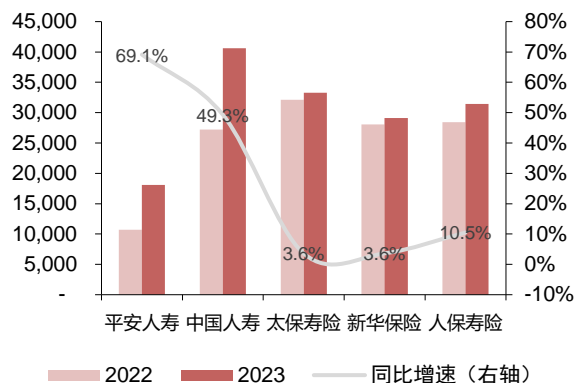
2023年银保渠道NBV同比高增，主要得益于新单保费增长和价值率提升。2023年各上市保险公司的银保NBV增速分别为：人保寿险(+241.6%)、太保寿险(+115.6%)、平安人寿(+77.7%)、中国人寿(+42.0%)、新华保险(+17.6%)。从新单保费来看，2023年各上市保险公司银保渠道的新单保费增速分别为：平安人寿(+69.1%)、中国人寿(+49.3%)、人保寿险(+10.5%)、新华保险(+3.6%)、太保寿险(+3.6%)。在客户需求旺盛的背景下，银保渠道新单保费均实现正增长。从NBV Margin来看，2023年各上市保险公司银保渠道的NBV Margin分别为：平安人寿(20.1%，同比+1.0PCT)、太保寿险(5.6%，同比+2.9PCT)、中国人寿(5.4%，同比-0.3PCT)、人保寿险(3.2%，同比+2.2PCT)、新华保险(1.4%，同比+0.2PCT)，寿险公司的银保渠道NBV Margin整体有所改善。

图表9：2023 年各上市险企的银保 NBV 均同比高增（百万元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

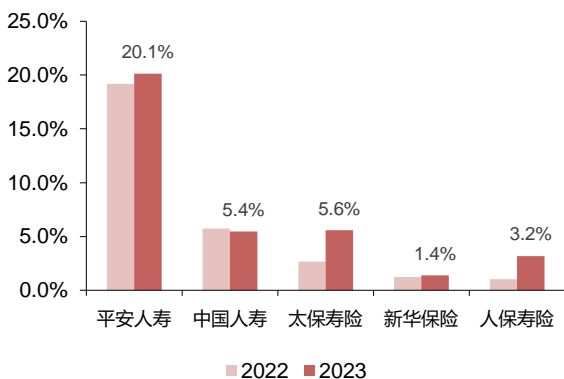
图表10：2023 年各上市险企银保渠道的新单保费均同比正增（百万元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

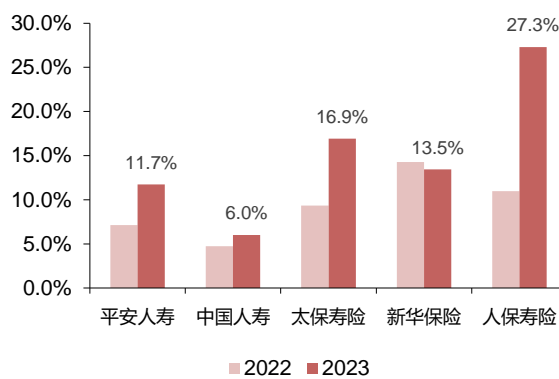
**NBV 增长带动银保渠道价值贡献比重提升。**2023 年各上市保险公司银保渠道的 NBV 贡献比重分别为：平安人寿(11.7%，同比+4.6PCT)、中国人寿(6.0%，同比+1.3PCT)、太保寿险(16.9%，同比+7.6PCT)、新华保险(13.5%，同比-0.8PCT)、人保寿险(27.3%，同比+16.3PCT)。除新华保险因基数偏高导致贡献比重同比下滑外，其余寿险公司银保渠道的价值贡献比重均同比抬升。

图表11：各上市险企银保渠道的 NBV Margin



资料来源：公司公告，国联证券研究所  
备注：数据为测算值。

图表12：各上市险企银保渠道的 NBV 贡献比重

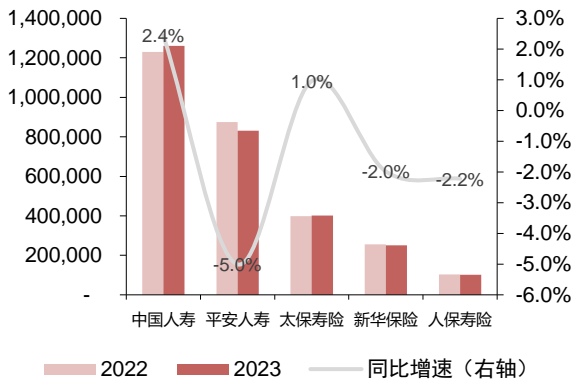


资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 1.4 精算假设调整影响 NBV 和 EV 增速

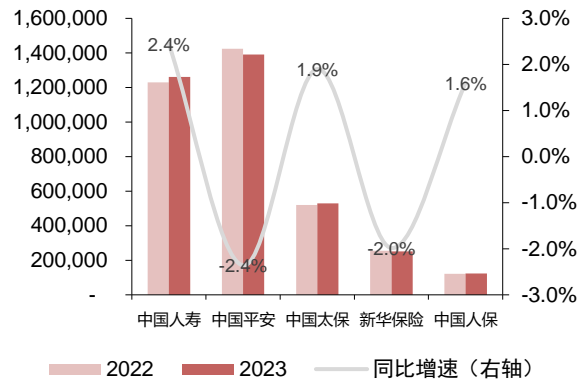
**EV 增速放缓，主要受投资负偏差及精算假设调整拖累。**2023 年各上市保险公司的寿险 EV 增速分别为：中国人寿(+2.4%)、太保寿险(+1.0%)、新华保险(-2.0%)、人保寿险(-2.2%)、平安人寿(-5.0%)。整体 EV 增速分别为：中国人寿(+2.4%)、中国太保(+1.9%)、中国人保(+1.6%)、新华保险(-2.0%)、中国平安(-2.4%)。

图表13: 各寿险公司 EV 表现分化 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所  
备注: 23 年数据为 23 年精算假设口径, 22 年数据为 22 年精算假设口径。

图表14: 各集团 EV 表现分化 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所  
备注: 23 年数据为 23 年精算假设口径, 22 年数据为 22 年精算假设口径。

2023 年末各上市保险公司均调整了投资收益率和风险贴现率假设。2023 年年报中, 各上市保险公司均将投资收益率假设由 5% 下调至 4.5%。风险贴现率下调幅度分别为: 中国人寿下调 200bp 至 8%, 中国太保、新华保险下调 200bp 至 9%, 中国平安下调 150bp 至 9.5%, 中国人保下调 100bp 至 9%。

精算假设调整短期拖累 NBV 和 EV 增速, 中长期有利于提升 EV 可信度。精算假设调整后, 各上市保险公司 2023 年的 NBV 折价 (23 年假设下的 NBV/22 年假设下的 NBV-1) 分别为: 中国太保 (-8.9%)、中国人寿 (-10.2%)、中国人保 (-14.7%)、中国平安 (-20.8%)、新华保险 (-24.4%)。集团 EV 折价 (23 年假设下的 EV/22 年假设下的 EV-1) 分别为: 中国人寿 (-2.5%)、中国人保 (-3.8%)、新华保险 (-5.0%)、中国平安 (-6.7%)。精算假设调整后, 各上市保险公司的 NBV 和 EV 增速短期均被拉低。但中长期来看, 投资收益率假设更加审慎、合理有助于缓解市场对保险公司利差损的隐忧, EV 的可信度也有望提升。

图表15: 不同精算假设下, 各上市险企的 NBV 和 EV 对比

单位: 百万元		2022年 (旧假设)	2023年 (旧假设)	可比口径同比 (旧假设)	2022年 (新假设)	2023年 (新假设)	可比口径同比 (新假设)	
中国平安	投资收益率/贴现率假设	5%/11%	5%/11%	5%/11%	4.5%/9.5%	4.5%/9.5%	4.5%/9.5%	23年新旧假设折价
	集团EV	1,423,763	1,489,313	4.6%	/	1,390,126	/	-6.7%
	寿险EV	874,786	930,160	6.3%	/	830,974	/	-10.7%
	NBV	28,820	39,262	36.2%	/	31,080	/	-20.8%
中国人寿	投资收益率/贴现率假设	5%/10%	5%/10%	5%/10%	4.5%/8%	4.5%/8%	4.5%/8%	23年新旧假设折价
	寿险EV	1,230,519	1,293,269	5.1%	1,194,220	1,260,567	5.6%	-2.5%
	NBV	36,004	41,035	14.0%	32,944	36,860	11.9%	-10.2%
	集团EV	519,621	/	/	/	529,493	/	/
中国太保	投资收益率/贴现率假设	5%/11%	5%/11%	5%/11%	4.5%/9.0%	4.5%/9.0%	4.5%/9.0%	23年新旧假设折价
	集团EV	398,191	/	/	/	402,027	/	/
	寿险EV	9,205	12,039	30.8%	/	10,962	/	-8.9%
	NBV	519,621	/	/	/	529,493	/	/
新华保险	投资收益率/贴现率假设	5%/11%	5%/11%	5%/11%	4.5%/9.0%	4.5%/9.0%	4.5%/9.0%	23年新旧假设折价
	寿险EV	255,582	263,816	3.2%	/	250,510	/	-5.0%
	NBV	2,423	3,999	65.0%	/	3,024	/	-24.4%
	集团EV	122,011	/	/	117,402	123,965	5.6%	-3.8%
中国人保	投资收益率/贴现率假设	5%/10%	5%/10%	5%/10%	4.5%/9.0%	4.5%/9.0%	4.5%/9.0%	22年新旧假设折价
	寿险EV	103,772	/	/	99,525	101,470	2.0%	-4.1%
	健康险EV	18,239	/	/	17,877	22,495	25.8%	-2.0%
	集团NBV	3,704	/	/	3,159	6,490	105.4%	-14.7%
	寿险NBV	2,669	/	/	2,160	3,664	69.6%	-19.1%
健康险NBV	1,035	/	/	999	2,826	182.9%	-3.5%	

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

整体来看, 2023 年在量价同步改善下, 寿险负债端延续较高景气度。2024 年在



“报行合一”推动新业务价值率显著改善下，寿险 NBV 有望稳健向好。

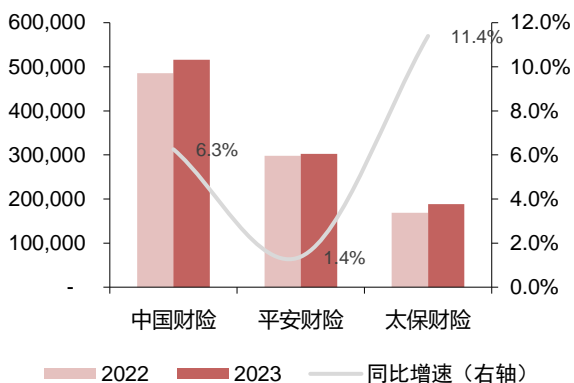
## 2. 财险：龙头优势依旧显著

### 2.1 保费增速分化，承保盈利下滑

2023 年财险保费延续正增长，各上市保险公司表现有所分化。2023 年中国财险、平安财险、太保财险的总保费收入分别为 5158.07 亿元、3021.60 亿元、1883.42 亿元，同比分别+6.3%、+1.4%、+11.4%。其中太保财险的增速显著跑赢行业（行业保费增速为+6.7%），主要得益于公司积极发力非车险业务。中国财险和平安财险的增速低于行业，主要系公司主动调整业务结构、部分险种增速放缓。

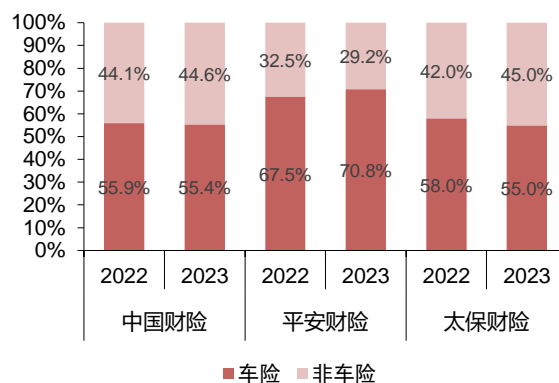
从保费业务结构来看，2023 年中国财险、平安财险、太保财险的车险保费占比分别为 55.4%、70.8%、55.0%，同比分别-0.5PCT、+3.3PCT、-3.0PCT。其中中国财险、平安财险的非车险保费比重有所抬升，保费结构更加均衡。

图表16：2023 年各财险公司保费增速分化（百万元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

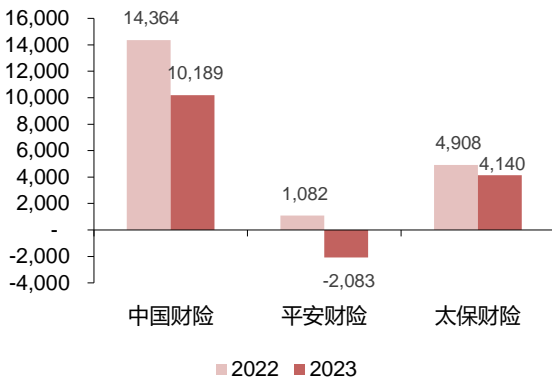
图表17：各财险公司的保费结构



资料来源：公司公告，国联证券研究所

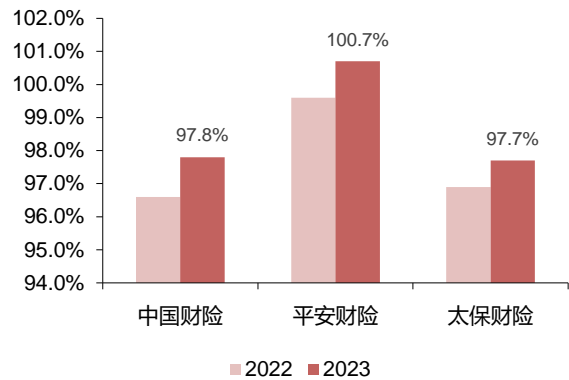
2023 年财险承保利润整体下滑，主要系 COR 同比抬升。2023 年中国财险、平安财险、太保财险的承保利润分别为 101.89 亿元、-20.83 亿元、41.40 亿元，同比分别-29.1%、盈转亏、-15.6%。从综合成本率 (COR) 来看，2023 年各财险公司的 COR 分别为：太保财险 (97.7%，同比抬升 0.8PCT)、中国财险 (97.8%，同比抬升 1.2PCT)、平安财险 (100.7%，同比抬升 1.1PCT)，各财险公司的 COR 均同比抬升，但龙头公司的优势依旧显著。

图表18: 各财险公司的承保利润情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

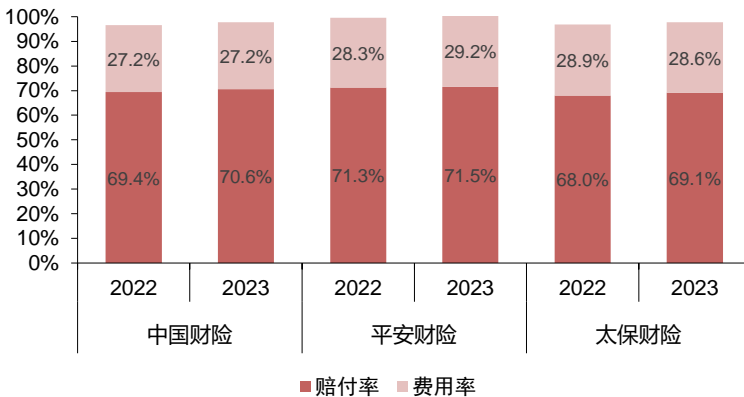
图表19: 2023年各财险公司的COR表现分化



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

从COR结构来看, 赔付率抬升是COR同比承压的主要原因。2023年各财险公司的赔付率分别为: 太保财险(69.1%, 同比抬升1.1PCT)、中国财险(70.6%, 同比抬升1.2PCT)、平安财险(71.5%, 同比抬升0.2PCT)。各财险公司的赔付率均同比抬升, 主要系汽车出行恢复及自然灾害影响加剧导致出险率抬升。在监管推动车险执行“报行合一”下, 2023年财险公司的费用率已看到改善迹象。2023年各财险公司的费用率分别为: 太保财险(28.6%, 同比优化0.3PCT)、中国财险(27.2%, 同比持平)、平安财险(29.2%, 同比抬升0.9PCT)。

图表20: 各财险公司的COR结构



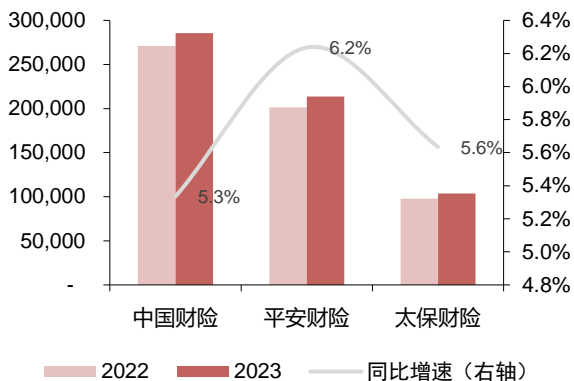
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 2.2 车险保费稳增, COR 同比抬升

分险种来看, 车险保费稳定增长, 承保利润有所下滑。2023年中国财险、平安财险、太保财险的车险保费收入分别为2856.26亿元、2138.51亿元、1035.14亿元, 同比分别+5.3%、+6.2%、+5.6%。各财险公司的车险保费延续稳健增长态势。从承保利润来看, 2023年中国财险、平安财险、太保财险的车险承保利润分别为86.23亿

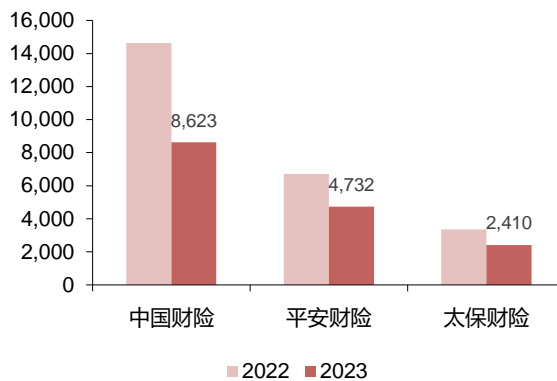
元、47.32 亿元、24.10 亿元，同比分别-41.1%、-29.5%、-28.3%。各财险公司的车险业务承保盈利水平均有所下滑。

图表21：2023 年各财险公司车险稳健增长（百万元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

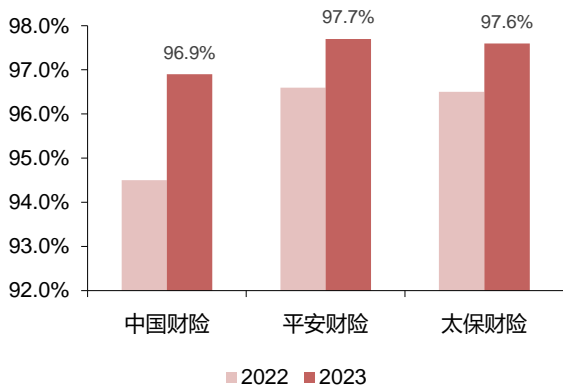
图表22：2023 年各财险公司的车险均实现承保盈利（百万元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

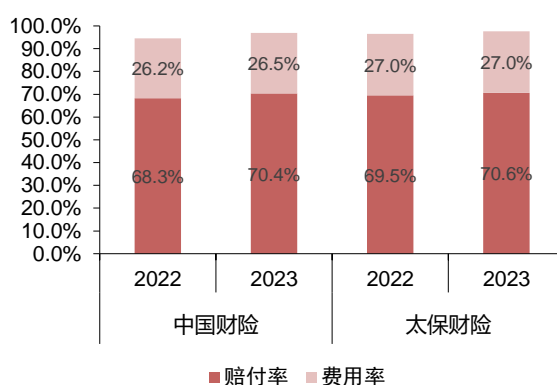
从 COR 来看，2023 年各财险公司的车险 COR 分别为：中国财险（96.9%，同比抬升 2.4PCT）、太保财险（97.6%，同比抬升 1.1PCT）、平安财险（97.7%，同比抬升 1.1PCT）。车险 COR 同比均有所抬升，主要系汽车出行恢复后出险率同比抬升、车险市场竞争加剧导致费用率有所抬升。

图表23：2023 年各财险公司车险 COR 均同比抬升



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表24：各财险公司的车险 COR 结构



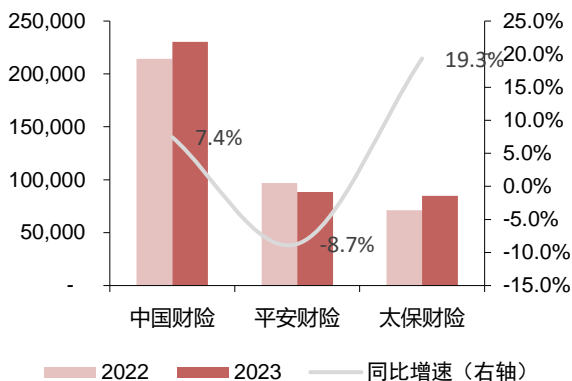
资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 2.3 非车表现分化，龙头优势凸显

非车险保费增速及承保利润表现均有所分化。2023 年中国财险、平安财险、太保财险的非车险保费收入分别为 2301.81 亿元、883.10 亿元、848.28 亿元，同比分别+7.4%、-8.7%、+19.3%。非车险保费增速分化较大，其中太保财险的非车险保费增长较快，主要系公司积极拓展非车险业务，责任险、农业险、健康险等业务实现较快增长。平安财险的非车险保费增速承压，主要系公司调整业务结构，保证险等业务同

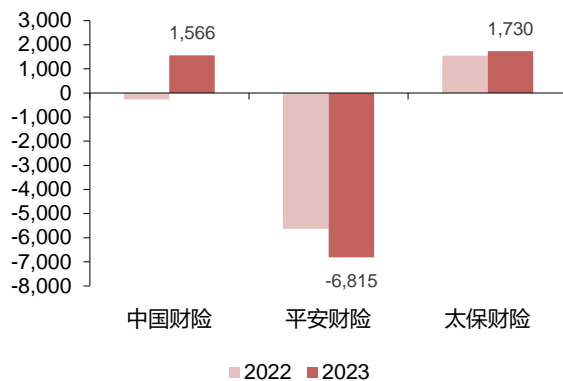
比下滑。从承保利润来看，2023 年中国财险、平安财险、太保财险的非车险承保利润分别为 15.66 亿元、-68.15 亿元、17.30 亿元。其中中国财险、太保财险的非车险承保盈利能力同比改善、平安财险的非车险承保盈利能力仍有所承压。

图表25：2023 年各财险公司非车险增速分化（百万元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

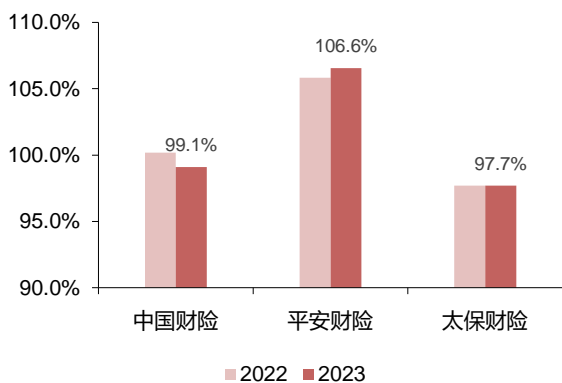
图表26：各财险公司的非车险承保利润情况（百万元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

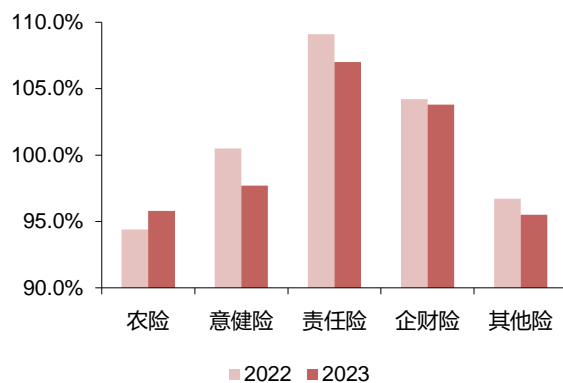
从 COR 来看，2023 年各财险公司的非车险 COR 分别为：中国财险（99.1%，同比优化 1.1PCT）、太保财险（97.7%，同比持平）、平安财险（106.6%，同比抬升 0.7PCT）。各财险公司的非车险 COR 表现分化，主要系责任险、保证险等险种的承保盈利有所分化。其中中国财险的责任险、企财险等高亏险种 COR 同比显著改善，主要得益于公司持续加强风险管理、压缩高亏险种规模，公司的竞争优势也进一步夯实。

图表27：2023 年各财险公司非车险 COR 表现分化



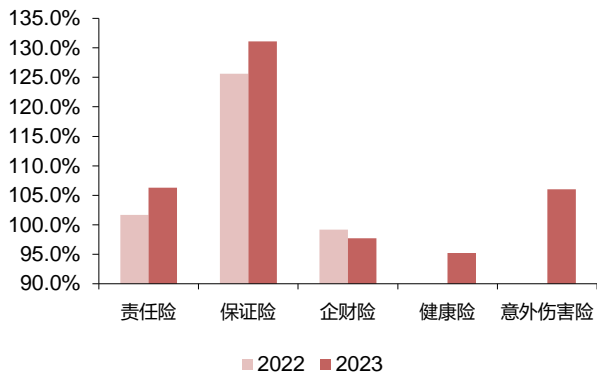
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表28：中国财险细分险种的 COR



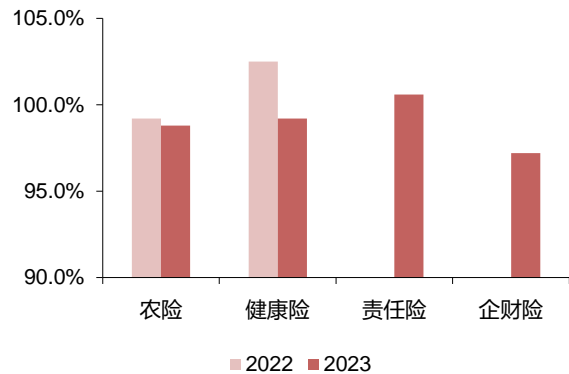
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表29：平安财险细分险种的COR



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表30：太保财险细分险种的COR



资料来源：公司公告，国联证券研究所

整体来看，当前各财险公司能否实现承保盈利的关键在于其风险管控能力和精细化管理水平。后续随着监管继续推动车险执行“报行合一”、龙头财险公司持续优化业务结构和加强风险管控能力，其竞争优势有望进一步扩大。

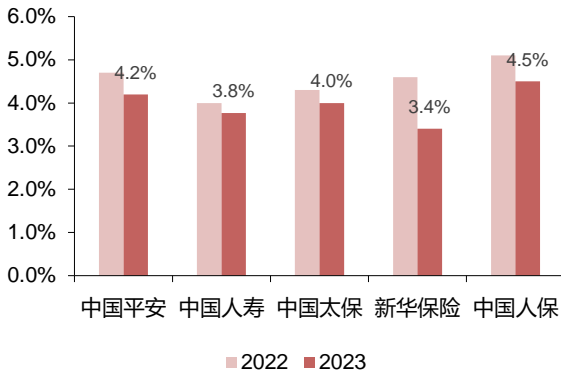
### 3. 投资承压拖累净利润，分红率有所分化

#### 3.1 投资收益率同比下滑，主因市场震荡

**利率下行拖累净投资收益率表现。**2023年各上市保险公司的净投资收益率分别为：中国人保（4.5%，同比-0.6PCT）、中国平安（4.2%，同比-0.5PCT）、中国太保（4.0%，同比-0.3PCT）、中国人寿（3.8%，同比-0.2PCT，旧准则口径）、新华保险（3.4%，同比-1.2PCT）。各上市保险公司的净投资收益率均同比下滑，主要系利率下行影响利息收入表现。

**权益市场震荡下行导致总投资收益率承压。**2023年各上市保险公司的总投资收益率分别为：中国财险（3.5%，同比-0.3PCT）、中国人保（3.3%，同比-1.3PCT）、中国平安（3.0%，同比+0.6PCT）、中国人寿（2.7%，同比-1.3PCT，旧准则口径）、中国太保（2.6%，同比-1.5PCT）、新华保险（1.8%，同比-2.5PCT）。除中国平安外，其余各保险公司的总投资收益率均同比下滑，主要系2023年权益市场震荡下行（2023年沪深300指数下跌11.4%）。

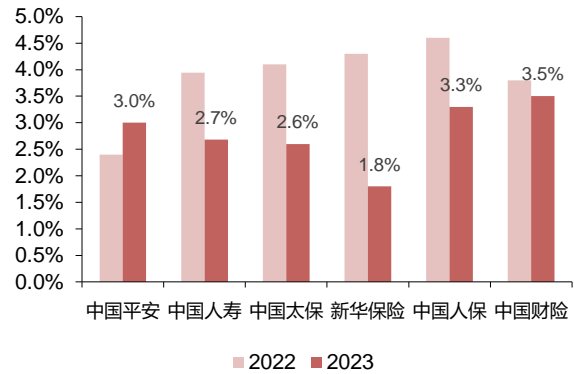
图表31：2023年各上市险企净投资收益率均同比下滑



资料来源：公司公告，国联证券研究所

备注：中国人寿数据为旧准则口径，其余公司均为新准则口径。

图表32：除平安外，2023年其余上市险企总投资收益率均同比下滑



资料来源：公司公告，国联证券研究所

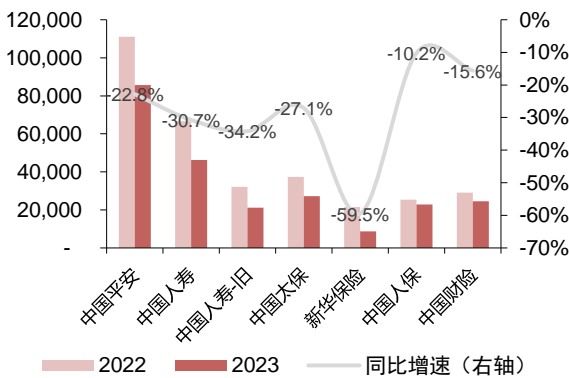
备注：中国人寿数据为旧准则口径，其余公司均为新准则口径。

### 3.2 净利润表现承压，新准则下波动加大

投资收益承压拖累净利润表现，2023年各上市保险公司的净利润均同比承压。新准则下，2023年各上市保险公司的归母净利润增速分别为：中国人保（-10.2%）、中国财险（-15.6%）、中国平安（-22.8%）、中国太保（-27.1%）、中国人寿（-30.7%）、新华保险（-59.5%）。其中中国人保和中国财险的利润降幅相对较小，主要得益于公司承保端和投资端的稳定贡献。其余保险公司的利润降幅较大，主要系投资收益率的波动性相对更大。

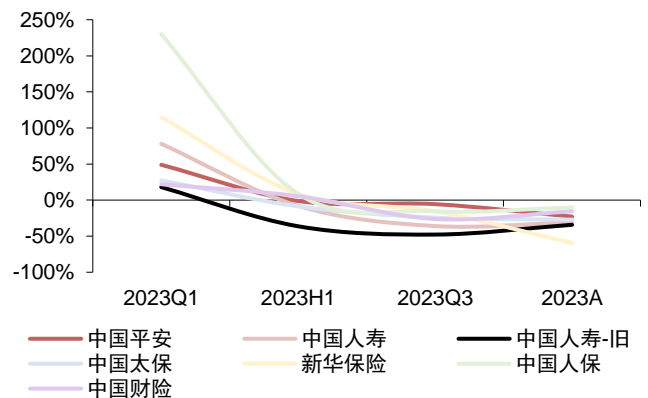
新准则实施后，各上市保险公司季度间的净利润增速波动加大。在新金融工具准则（IFRS 9）下，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL）占比有所提升，2023年各上市保险公司季度间的净利润增速波动性有所加大。

图表33：2023年各上市险企归母净利润均同比承压（百万元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表34：新准则下，各上市险企的净利润增速波动加大



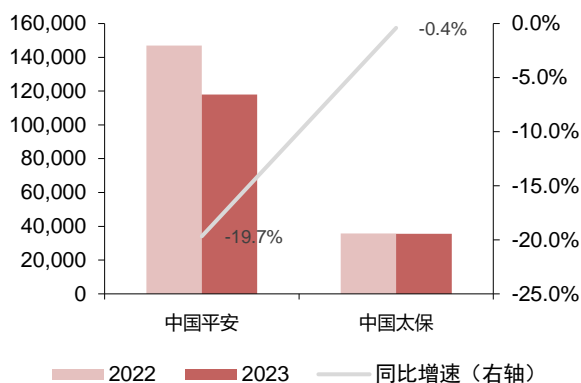
资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 3.3 营运利润相对稳健，ROE 有所下滑

剔除短期波动后，2023 年各上市保险公司的营运利润表现更为稳健。新准则下，2023 年各上市保险公司的归母营运利润增速分别为：中国太保（-0.4%）、中国平安（-19.7%）。中国平安和中国太保的归母营运利润同比承压，但降幅显著好于净利润。

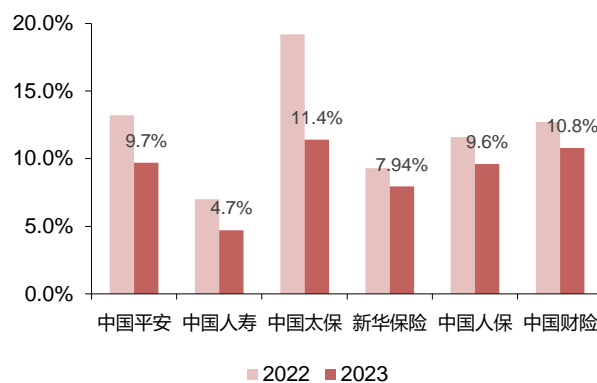
净利润承压导致 ROE 同比下滑。新准则下，2023 年各上市保险公司的 ROE 分别为：中国太保（11.4%，同比-7.8PCT）、中国财险（10.8%）、中国平安（9.7%，同比-3.5PCT）、中国人保（9.6%，同比-2.0PCT）、新华保险（7.9%，同比-1.4PCT）、中国人寿（4.7%，同比-2.3PCT）。

图表35：2023 年各上市险企的归母营运利润（百万元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

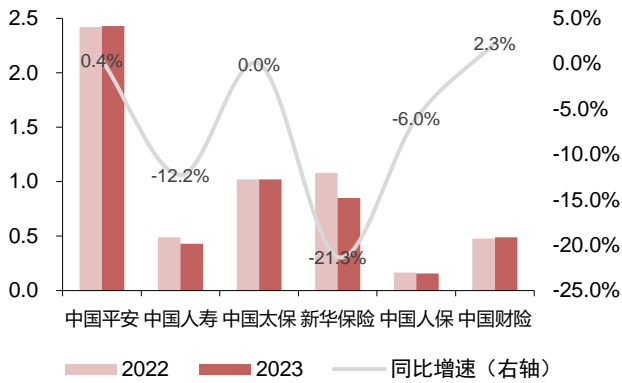
图表36：2023 年各上市险企 ROE 均同比下滑



资料来源：公司公告，国联证券研究所  
备注：除中国财险 2022 年的数据为旧准则口径，其余数据均为新准则口径。

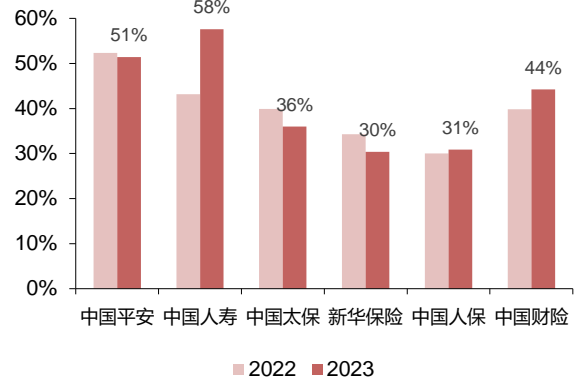
2023 年在净利润承压的背景下，部分上市保险公司提高了分红率以保证每股分红金额稳定，彰显了对投资者回报的重视。2023 年各上市保险公司的每股分红金额分别为：中国财险（0.489 元，同比+2.3%）、中国平安（2.43 元，同比+0.4%）、中国太保（1.02 元，同比持平）、中国人保（0.156 元，同比-6.0%）、中国人寿（0.43 元，同比-12.2%）、新华保险（0.85 元，同比-21.3%）。从分红率来看，2023 年各上市保险公司的分红率分别为：中国人寿（58%，同比+14PCT）、中国平安（51%，同比-1PCT）、中国财险（44%，同比+4PCT）、中国太保（36%，同比-4PCT）、中国人保（31%，同比+1PCT）、新华保险（30%，同比-4PCT）。其中中国人寿、中国财险、中国人保均提升了分红率，从而维持了每股分红金额的相对稳定。

图表37：各上市险企的每股分红情况（元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表38：各上市险企的分红比例



资料来源：公司公告，国联证券研究所

备注：2023 年分红比例按分红总额/新准则归母净利润测算，2022 年分红比例按分红总额/旧准则归母净利润测算。

#### 4. 24Q1 前瞻：NBV 表现亮眼、COR 同比抬升，净利润预计承压

客户储蓄需求持续旺盛叠加供给侧产品结构改善，2024Q1 各上市保险公司的 NBV 均有望实现双位数正增长。银行利率下调背景下，居民对储蓄型保险的购买意愿预计仍处于旺盛态势。同时在保险公司通过拉长产品期限优化业务结构、“报行合一”推动渠道费用率下滑的背景下，预计新业务价值率有望显著改善，进而推动 NBV 实现较快增长。2024Q1 各上市保险公司的 NBV 增速预计为：新华保险 (+35%)、太保寿险 (+30%)、人保寿险 (+28%)、中国人寿 (+24%)、平安人寿 (+18%)。

自然灾害影响加剧或导致赔付率面临一定压力，2024Q1 各上市保险公司的 COR 预计将同比抬升。2024Q1 各上市保险公司的 COR 预计为：中国财险 (96.7%，同比 +1.0PCT)、太保财险 (98.7%，同比 +0.3PCT)、平安财险 (98.8%，同比 +0.1PCT)。

投资收益承压或导致利润同比下滑。2024Q1 十年期国债收益率下行 25BP、沪深 300 指数震荡上涨 3.1%，预计各上市保险公司的投资收益仍面临压力。叠加 2023Q1 基数较高，预计 2024Q1 各上市保险公司的净利润将同比下滑。2024Q1 各上市保险公司的净利润增速预计为：中国财险 (-15%)、中国太保 (-20%)、中国平安 (-22%)、中国人寿 (-28%)、新华保险 (-35%)。



图表39: 24Q1 各上市险企 NBV 均有望实现双位数正增

NBV (百万元)	2023Q1	2024Q1E	2024Q1yoy
平安人寿	13,702	16,168	+18%
中国人寿	-	-	+24%
太保寿险	3,971	5,162	30%
新华保险	-	-	35%
人保寿险	-	-	28%

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所预测

图表40: 24Q1 各上市险企净利润预计均有所承压

净利润 (百万元)	2023Q1	2024Q1E	2024Q1yoy
中国平安	38,352	29,915	-22%
中国人寿	27,348	19,691	-28%
中国太保	11,626	9,301	-20%
新华保险	6,917	4,496	-35%
中国财险	9,508	8,082	-15%

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所预测

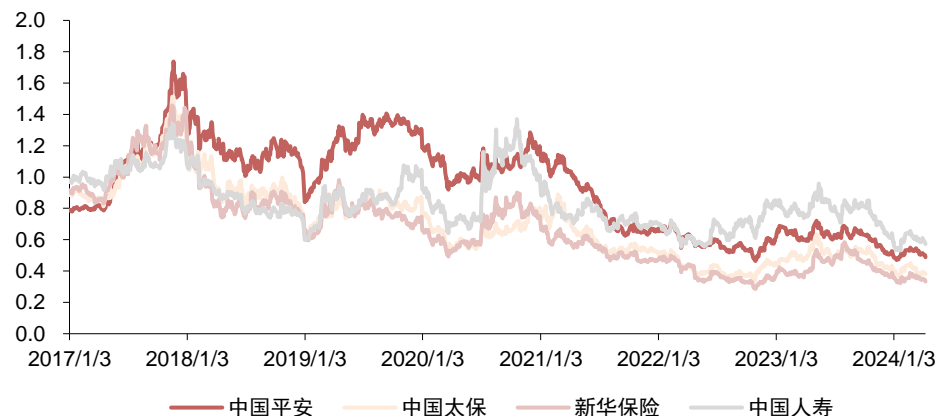
备注: 除中国财险的口径为中国企业会计准则口径下的净利润, 其余公司的均为国际会计准则口径下的归母净利润。

## 5. 投资建议: 估值仍处低位, 向上修复空间大

当前, 保险板块估值重回历史相对低位, 反映了市场对保险板块的悲观预期。展望后续, 我们认为价值率改善有望推动寿险 NBV 延续向好, 各财险公司通过优化业务结构有望推动财险 COR 进一步改善。在资本市场回暖和 2023 年低基数的推动下, 净利润有望同比正增, 进而支撑板块估值迎来修复。

个股重点推荐 2024 年业绩有望显著改善、商业模式具有稀缺性的中国财险、中国人寿人保, 业绩具备韧性、战略有望延续的中国太保, 负债端更稳、资产端弹性更大的中国人寿。同时建议关注充分受益资产端预期改善、寿险改革更领先的中国平安, 资产端弹性更大、银保业务占比更高的新华保险。

图表41: 各上市保险公司的 P/EV 重回历史相对低位



资料来源: Wind, 国联证券研究所  
备注: 数据截止到 2024. 04. 10。

## 6. 风险提示

**经济复苏不及预期：**若后续经济增长不及预期可能会影响保险负债端的新单销售和资产端的投资收益，从而对公司业绩产生负面影响。

**长端利率下行：**若十年期国债收益率继续下降，将会影响公司的净投资收益率及估值水平。

**自然灾害影响超预期：**若后续出现影响比较大的台风、雨水等自然灾害可能会导致财险公司的赔付超预期，进而影响财险公司的承保盈利水平。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上	

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼