



保险行业研究

增持（首次评级）
行业专题研究报告

证券研究报告

非银组

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001）

shusiqin@gjzq.com.cn

2023 年报综述：资产端拖累利润表现，分红韧性强劲

核心观点：

新准则下受资产端拖累净利润同比-27%，分红韧性较强。新准则下，23年平安、国寿、太保、新华、人保归母净利润分别同比-23%、-31%、-27%、-59%、-10%，主要受资产端拖累，权益市场震荡+金融工具准则切换下，总投资收益率表现低迷（平安、国寿、太保、新华、人保分别为3.0%、2.7%、2.6%、1.8%、3.3%）；平安、太保集团归母营运利润分别同比-19.7%、-0.4%，平安集团主要受资产管理业务影响，寿险、财险、银行三大核心业务保持稳健同比仅-2.8%。从分红看，23年国寿、平安、太保、新华、人保、中国财险每股分红分别同比-12.2%、+0.4%、持平、-21.3%、-6.0%、+2.3%，归母净利润口径分红比例分别为58.0%、51.4%、36.0%、30.4%、30.3%、44.2%（国寿为旧会计准则口径）。

寿险：NBV 高增延续，个险渠道产能继续提升，银保渠道贡献大幅提升。受益于产品利率切换叠加居民储蓄需求旺盛，2023年平安、国寿、太保、新华、人保、太平、友邦 NBV 可比口径下分别同比+36.2%、+14.0%、+30.8%、+65.0%、+105.4%、+26.0%、+30.5%，同时 NBV margin 在期缴转型下企稳态势显现，同比普遍改善。①个险渠道代理人质态持续改善，产能大幅提升。截至23年末，平安、国寿、太保、新华、太平代理人规模分别为35、63、20、16、24万人，较年初分别-22.0%、-5.1%、-17.4%、-21.3%、-40.0%，国寿代理人已基本企稳；国寿、平安、太保、新华、太平代理人月人均首年保费分别为14127、23512、12837、6294、14410元（月人均期缴原保费），分别同比+26.6%、+115.0%、+51.8%、+94.4%、+5.3%。②银保渠道高增，NBV 贡献提升。2023年平安、国寿、人保、太平、友邦银保渠道 NBV 分别+77.7%、+42.0%、+347.0%、+217.2%、+54.3%，预计主要由趸交压降且期缴高增带来；驱动银保渠道 NBV 占比提升至9.3%、6.0%、22.0%、21.4%（新假设为13.3%）、24.3%，新假设下太保、新华占比为16.9%、13.5%。

财险：非车险增速分化，COR 表现分化。1) 保费：23年人保、平安、太保原保费收入分别同比+6.3%、+1.4%、+11.4%（行业+6.7%），表现分化主要受非车险影响；CR3 同比-0.6pct 至 63.5%，主要源于人保、平安加大业务选择主动降速，以及中小险企费用竞争加剧。①车险：人保、平安、太保同比分别+5.3%、+6.2%、+5.6%（行业+5.6%），整体维持稳健增长，主要由汽车保有量较年初+5.3%驱动。②非车险：人保、平安、太保同比分别+7.4%、-8.7%、+19.2%，太保高增长主要由责任险、农险、健康险高增驱动，平安负增长主要受意外险产品切换+保证险保费压降等因素影响，人保增速放缓源于主动放弃了部分亏损的责任险、农险业务叠加意外险产品切换影响。2) COR：人保、平安、太保综合成本率分别为97.6%、100.7%、97.7%，同比分别+0.9pct、+1.1pct、+0.8pct，主要源于出险率恢复常态化及台风等自然灾害影响赔付率抬升。①车险：人保、平安、太保车险 COR 分别为96.9%、97.7%、97.6%，分别同比+2.4pct、+1.1pct、+1.1pct。②非车险：人保、太保非车险综合成本率分别为98.6%、97.7%，同比分别-1.7pct、持平，表现优异；但平安财险受保证险拖累录得承保亏损。

投资建议与估值：

4月进入财报季，市场配置风格整体或偏向顺周期，保险股在估值底部，叠加不弱的1季报表现（NBV 预计快速增长，利润预计相对平稳），有望带来估值阶段性反弹。24年各公司大力推动优增，代理人渠道结构改善所带来的整体产能提升、价值率提升（代理人渠道产品缴期结构优化、银保渠道降费带来 margin 提升）是今年 NBV 增长的重要驱动，预计24年 NBV 同比增速将保持平稳。截至4月12日，国寿 A、平安 A、太保 A、新华 A 的 2024PEV 分别为0.55、0.46、0.38、0.32倍，友邦、太平的 2024PEV 分别为0.96、0.10倍，均处于估值底部。推荐中国人寿（基数平稳，全年 NBV 增速预期较稳）、中国太保（估值重回底部，管理层变动落地）、中国太平、新华保险。

风险提示

监管趋严；权益市场波动；长端利率大幅下行；宏观经济复苏不及预期。



内容目录

1. 财务表现：资产端承压拖累净利润表现，分红韧性较强.....	5
1.1 净利润：五家上市险企受资产端拖累同比-27%.....	5
1.2 合同服务边际：近年 NBV 承压，合同服务边际增速为负.....	6
1.3 分红：稳定性远高于利润.....	7
1.4 净资产：增长分化，国寿、太保增速领先.....	7
2. 业绩归因： 保险服务与投资业绩双下滑.....	8
3. 寿险：NBV 高增延续，经济假设调整后价值折价分化.....	9
3.1：精算假设调整.....	9
3.2 NBV：储蓄险热销驱动高增延续，渠道转型成效持续显现.....	11
4. 财险：非车险增速分化， COR 表现分化.....	14
4.1 保费：车险保费稳健增长，非车险表现分化.....	14
4.2 COR：出险率常态化+自然灾害影响，综合成本率上升.....	16
5. 资产端：择时增配长久期政府债，权益市场震荡总投资收益下行.....	18
6. 投资建议.....	20
风险提示.....	20

图表目录

图表 1： 上市险企归母净利润（单位：亿元）	5
图表 2： 上市险企 2023 年 ROE.....	5
图表 3： 上市险企归母营运利润（单位：亿元）	5
图表 4： 上市险企寿险营运利润（单位：亿元）	5
图表 5： 合同服务边际摊销比例下滑.....	6
图表 6： 税前营运利润构成.....	6
图表 7： 上市险企合同服务边际余额（单位：亿元）	6
图表 8： 中国人寿剩余边际余额（单位：亿元）	6
图表 9： 中国平安合同服务边际余额增长驱动因子分解.....	7
图表 10： 上市险企每股分红（单位：元/股）	7
图表 11： 上市险企分红比例.....	7
图表 12： 上市险企归母净资产（亿元）	8
图表 13： 上市险企其他综合收益（亿元）	8



图表 14: 新准则下, 保险集团业绩归因分析 (单位: 百万元)	8
图表 15: 新准则下, 寿险公司业绩归因分析 (单位: 百万元)	9
图表 16: NBV 折价情况	9
图表 17: EV 折价情况	9
图表 18: 2023 年报价值体系假设切换对比	10
图表 19: 内含价值变动分析	11
图表 20: 上市险企 NBV 累计增速	11
图表 21: 平安、太保、友邦单季 NBV 情况	11
图表 22: 上市险企新单保费 (亿元)	12
图表 23: 上市险企 NBV Margin	12
图表 24: 上市险企个险渠道 NBV (亿元)	12
图表 25: 上市险企个险渠道新单保费 (亿元)	12
图表 26: 上市险企传统寿险占比提升	12
图表 27: 上市险企代理人规模 (万人)	13
图表 28: 上市险企代理人月人均首年保费 (元)	13
图表 29: 上市险企代理人活动率 (%)	13
图表 30: 上市险企银保渠道 NBV (亿元)	14
图表 31: 上市险企银保渠道新单保费 (亿元)	14
图表 32: 银保渠道 NBV 贡献提升	14
图表 33: 上市险企财险保费 (亿元)	15
图表 34: 财险行业集中度	15
图表 35: 上市险企车险保费 (亿元)	15
图表 36: 上市险企车均保费 (元)	15
图表 37: 上市险企车险集中度	15
图表 38: 2023 各梯队车险增速	15
图表 39: 人保财险家自车占比持续提升	16
图表 40: 上市险企非车险保费 (亿元)	16
图表 41: 平安产险非车险分险种保费收入 (亿元)	16
图表 42: 上市险企综合成本率	17
图表 43: 上市险企车险综合成本率	17
图表 44: 上市险企非车险综合成本率	18
图表 45: 平安财险非车险分险种综合成本率	18
图表 46: 人保财险非车险分险种综合成本率	18
图表 47: 太保财险非车险分险种综合成本率	18
图表 48: 上市险企资产配置结构	18



图表 49: 投资收益率情况	19
图表 50: 股票资产分类情况 (百万元)	19
图表 51: 总投资收益结构 (百万元)	19
图表 52: 保险公司 PEV (截至 4.12)	20

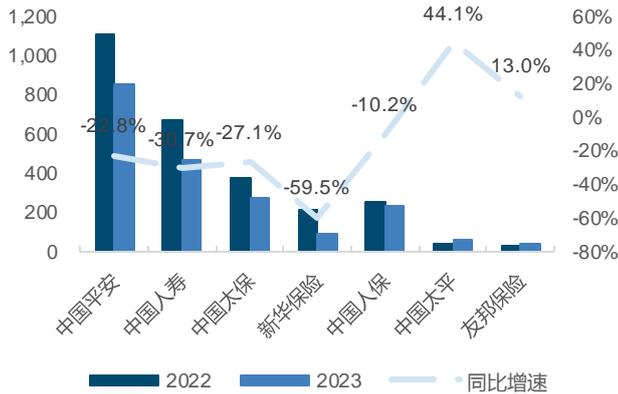


1. 财务表现：资产端承压拖累净利润表现，分红韧性较强

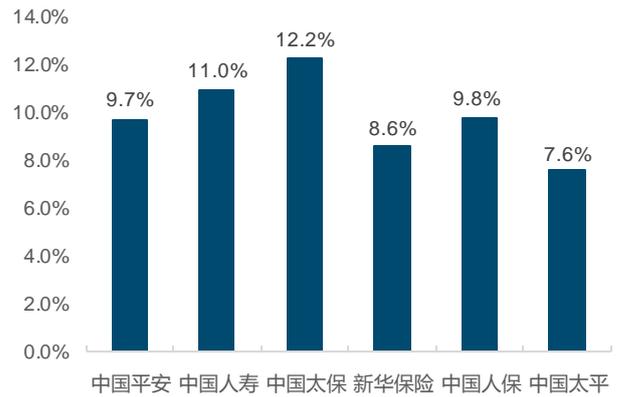
1.1 净利润：五家上市险企受资产端拖累同比-27%

23年五家大陆上市险企归母净利润合计减少27%，主要受资产端拖累。新准则下，23年平安、国寿、太保、新华、人保分别实现归母净利润857亿元、462亿元、273亿元、87亿元、228亿元，分别同比-22.8%、-30.7%、-27.1%、-59.5%、-10.2%，合计-27.2%，主要受资产端拖累。太平、友邦归母净利润同比+44.1%、+13.0%，主要受益于资产端好转。原准则下，国寿归母净利润同比-34.2%。

图表1：上市险企归母净利润（单位：亿元）



图表2：上市险企2023年ROE

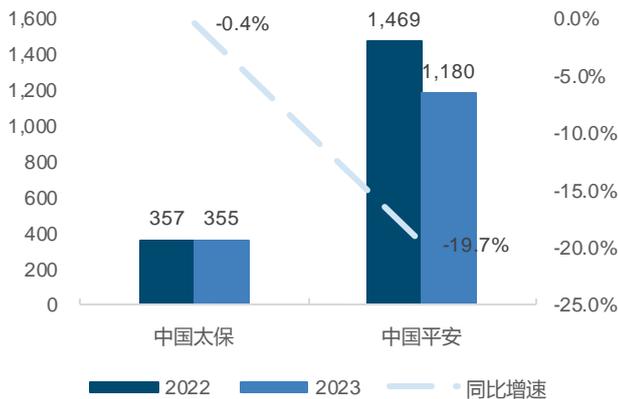


来源：各公司财报，国金证券研究所 注：①友邦、太平单位分别为美元、港元；② 来源：各公司财报，国金证券研究所

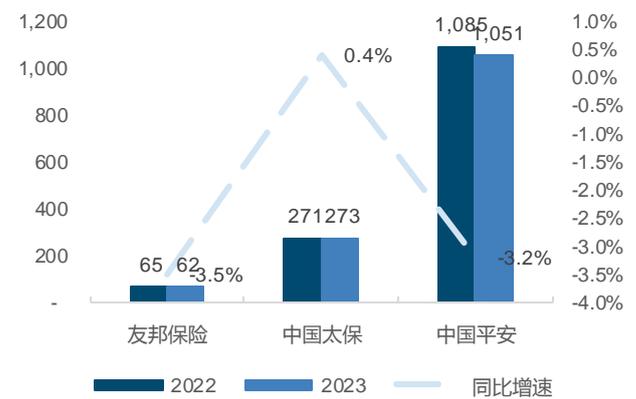
无特殊说明外，均为新准则口径，下同

寿险营运利润稳定性远高于净利润，但平安集团受资管业务拖累严重。23年平安、太保集团归母营运利润分别同比-19.7%、-0.4%，平安集团主要受资产管理业务影响（-207亿），寿险、财险、银行三大核心业务保持稳健，同比仅-2.8%；平安寿险、太保寿险、友邦保险归母营运利润分别同比-3.2%、+0.4%、-3.5%；平安寿险营运利润负增长受近年来NBV持续下滑影响，合同服务边际负增长，且摊销比例下滑（23年摊销比例为8.9%，同比-0.1pct）；友邦负增长主要受疫情后理赔成本增加，营运偏差-3亿美元影响。

图表3：上市险企归母营运利润（单位：亿元）



图表4：上市险企寿险营运利润（单位：亿元）

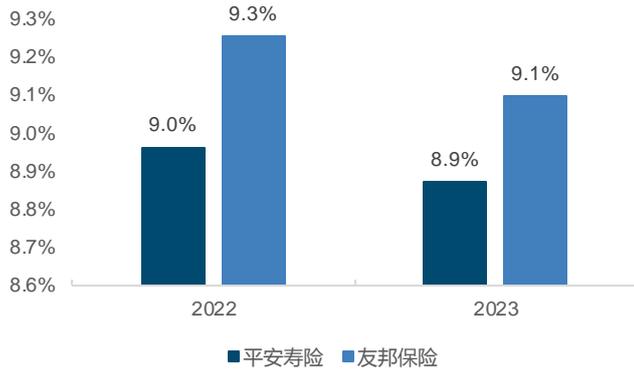


来源：各公司财报，国金证券研究所

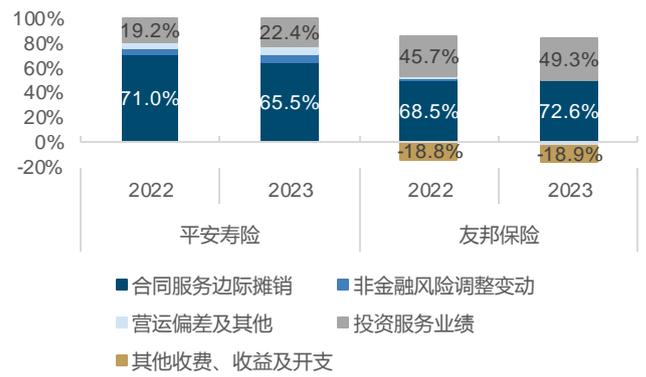
来源：各公司财报，国金证券研究所 注：友邦单位为美元



图表5: 合同服务边际摊销比例下滑



图表6: 税前营运利润构成



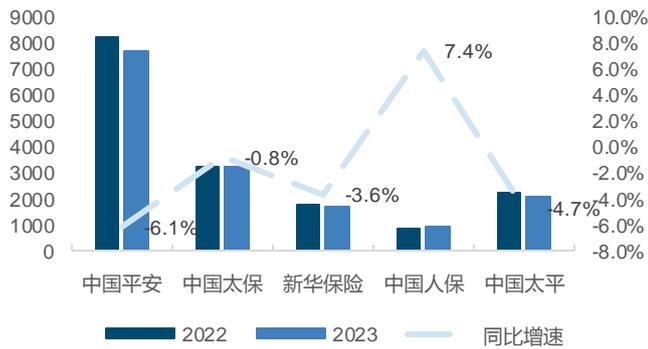
来源: 各公司财报, 国金证券研究所

来源: 各公司财报, 国金证券研究所

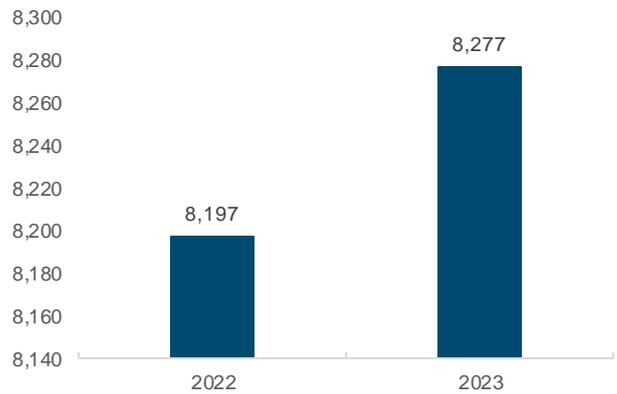
1.2 合同服务边际: 近年NBV承压, 合同服务边际增速为负

23年末平安、太保、新华、人保、太平的合同服务边际余额分别为7684亿元、3240亿元、1690亿元、926亿元、2103亿港元, 分别较年初-6.1%、-0.8%、-3.6%、+7.4%、-4.7%, 人保正增长预计主要受NBV高增驱动, 其余险企负增长预计主要源于近年来NBV负增长, 且合同服务边际摊销放缓滞后于NBV增长。

图表7: 上市险企合同服务边际余额(单位: 亿元)



图表8: 中国人寿剩余边际余额(单位: 亿元)

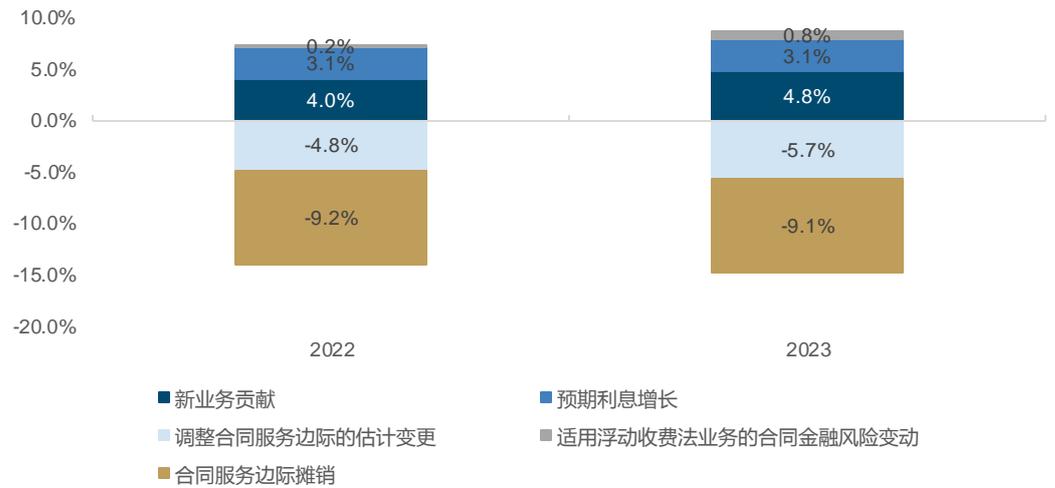


来源: 各公司财报, 国金证券研究所 注: 太平为港元

来源: 中国人寿财报, 国金证券研究所



图表9：中国平安合同服务边际余额增长驱动因子分解

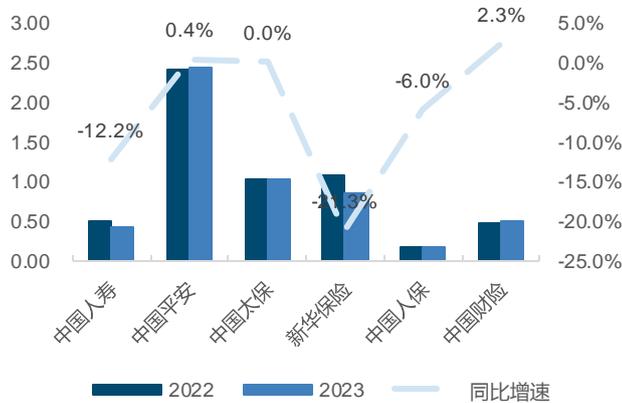


来源：中国平安财报，国金证券研究所

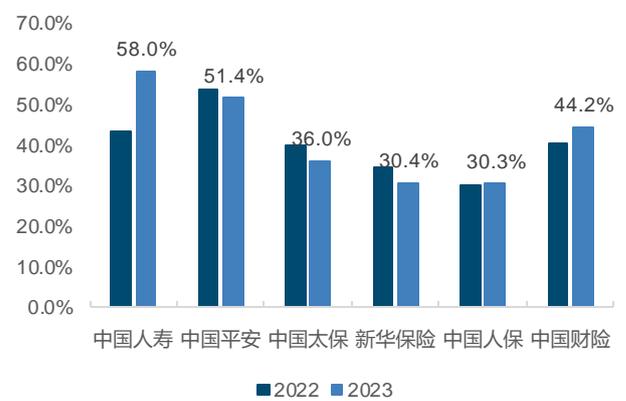
1.3 分红：稳定性远高于利润

分红稳定性远高于利润。当前平安分红挂钩营运利润，且寿险营运利润占整体的70%以上，因此寿险业务营运利润的稳健，将为分红的稳健提供有力支撑；国寿、人保、中国财险23年分红比例提升，驱动分红稳定性大幅优于利润稳定性。23年国寿、平安、太保、新华、人保、中国财险每股分红分别同比-12.2%、+0.4%、持平、-21.3%、-6.0%、+2.3%，归母净利润口径分红比例分别为58.0%、51.4%、36.0%、30.4%、30.3%、44.2%（国寿为旧会计准则口径）。

图表10：上市险企每股分红（单位：元/股）



图表11：上市险企分红比例



来源：各公司财报，国金证券研究所

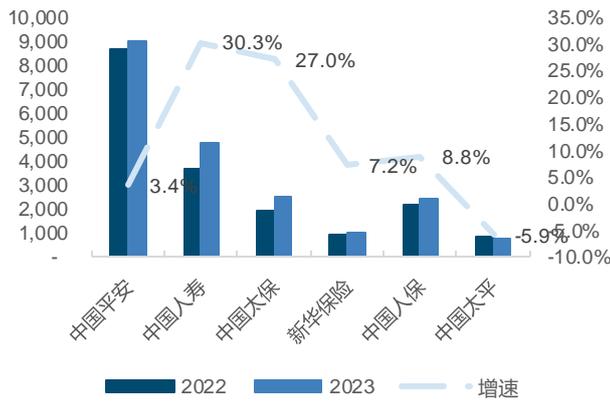
来源：各公司财报，国金证券研究所

1.4 净资产：增长分化，国寿、太保增速领先

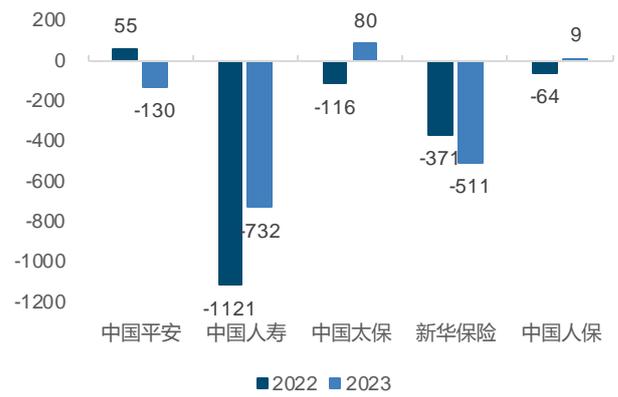
23年末平安、国寿、太保、新华、人保、太平的归母净资产分别为8990亿元、4771亿元、2496亿元、1051亿元、2424亿元、790亿港元，较上年末分别+3.4%、+30.3%、+27.0%、+7.2%、+8.8%、-5.9%，除太平外均实现良好增长，太平负增长主要源于利率下行、资本市场波动导致其他综合收益较22年末减少88亿港元；太保高增主要源于重述后的2022年归母净资产受可供出售金融资产公允价值变动损益-236亿影响拉低基数。



图表12: 上市险企归母净利润资产 (亿元)



图表13: 上市险企其他综合收益 (亿元)



来源: 各公司财报, 国金证券研究所 注: 太平为港元

来源: 各公司财报, 国金证券研究所

2.业绩归因: 保险服务与投资业绩双下滑

保险服务收入低增+费用高增导致保险服务业绩普遍负增。2023年, 平安、太保、人保、国寿、新华保险服务业绩分别同比-7.0%、+2.3%、-15.9%、+16.4%、-41.1%, 预计主要源于近年来新单保费收入持续下滑, 保险服务收入增速降低, 但费用端受部分固定费用影响放缓速度更慢, 因此增速高于保险服务收入; 国寿保险服务收入高增预计主要源于公司对边际的释放节奏进行了一定调整。

权益市场震荡, 投资业绩普遍下滑。2023年, 平安、太保、人保、国寿、新华保险投资业绩分别为-805、31、136、-97、-66亿元, 较去年同期分别+59、-93、-63、-38、-71亿元, 平安正增长主要源于23年权益市场波动幅度好于22年且两年均为19准则; 其他公司主要源于22年数据未按照19准则重述, 而23年在新准则下对权益市场波动敏感性更高。

图表14: 新准则下, 保险集团业绩归因分析 (单位: 百万元)

	中国平安			中国太保			中国人保		
	2022	2023	同比增速	2022	2023	同比增速	2022	2023	同比增速
保险服务收入 (A)	525,981	536,440	2%	249,745	266,167	7%	468,802	503,900	7%
保险服务费用 (B)	-422,221	-440,178	4%	-213,988	-231,023	8%	-433,368	-473,436	9%
其他 (C)	-4,314	-3,731	-14%	-2,818	-1,439	-49%	-6,312	-5,961	-6%
保险服务业绩 (D=A+B+C)	99,446	92,531	-7%	32,939	33,705	2%	29,122	24,503	-16%
承保财务损益 (E)	-99,369	-123,417	24%	-56,966	-45,567	-20.0%	-34,034	-26,400	-22%
投资收益合计 (F)	12,991	42,938	231%	69,394	48,709	-30%	53,928	39,989	-26%
投资业绩 (G=E+F)	-86,378	-80,479	-7%	12,428	3,142	-75%	19,894	13,589	-32%
利润总额 (H=D+G)	13,068	12,052	-8%	45,367	36,847	-19%	49,016	38,092	-22%
利润总额 (披露)	142,335	120,117	-16%	42,483	32,001	-25%	42,662	34,430	-19%
保险服务贡献率	69.87%	77.03%		77.53%	105.32%		68.26%	71.17%	
投资贡献率	-60.69%	-67.00%		29.25%	9.82%		46.63%	39.47%	
其他贡献率	90.82%	89.97%		-6.79%	-15.14%		-14.89%	-10.64%	

来源: 各公司财报, 国金证券研究所 注: ①其他 (C) 包括分出保费分摊和摊回保险服务费用; ②投资收益合计包括利息收入、利息支出、公允价值变动、投资收益、减值损失等科目



图表15: 新准则下, 寿险公司业绩归因分析 (单位: 百万元)

	中国人寿			新华保险		
	2022	2023	同比增速	2022	2023	同比增速
保险服务收入 (A)	182,578	212,445	16%	56,878	48,045	-16%
保险服务费用 (B)	-131,614	-150,353	14%	-33,789	-33,252	-2%
其他 (C)	2,155	-288	-113%	706	-767	-209%
保险服务业绩 (D=A+B+C)	53,119	61,804	16%	23,795	14,026	-41%
承保财务损益 (E)	-148,117	-127,307	-14%	-42,909	-26,539	-38%
投资收益合计 (F)	176,154	117,607	-33%	43,465	19,976	-54%
投资业绩 (G=E+F)	28,037	-9,700	-135%	556	-6,563	-1280%
利润总额 (H=D+G)	81,156	52,104	-36%	24,351	7,463	-69%
利润总额 (披露)	70,060	44,576	-36%	22,079	5,515	-75%
保险服务贡献率	75.82%	138.65%		107.77%	254.32%	
投资贡献率	40.02%	-21.76%		2.52%	-119.00%	
其他贡献率	-15.84%	-16.89%		-10.29%	-35.32%	

来源: 各公司财报, 国金证券研究所 注: ①其他 (C) 包括分出保费分摊和摊回保险服务费用; ②投资收益合计包括利息收入、利息支出、公允价值变动、投资收益、减值损失等科目

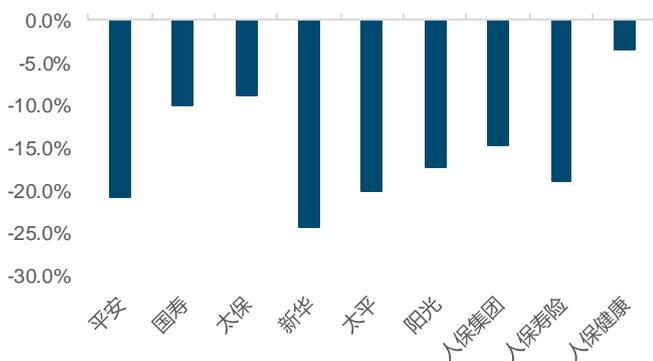
3.寿险: NBV 高增延续, 经济假设调整后价值折价分化

3.1: 精算假设调整

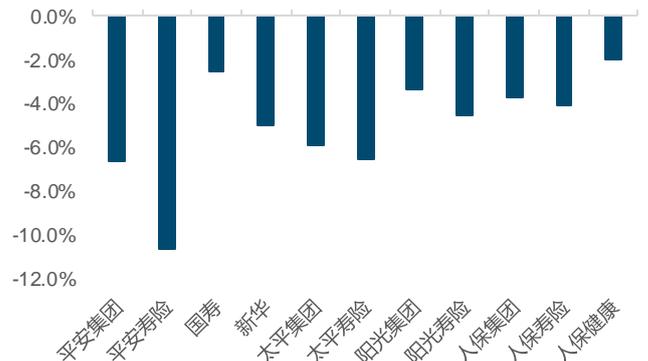
2023 年, 上市险企分别下调投资收益率假设至 4.5%, 下调风险贴现率假设至 9.5% (平安、阳光)、8% (国寿)、9% (太保、新华、太平、人保), 致使险企价值折价。具体看, 假设调整致使 2023 年平安集团、平安寿险、国寿、新华、太平集团、太平寿险 EV 分别折价 6.7%、10.7%、2.5%、5.0%、5.9%、6.6%, 2022 年阳光集团、阳光寿险、人保集团 EV 分别折价 3.4%、4.5%、3.8%; 致使 2023 年平安、国寿、太保、新华、太平 NBV 分别折价 20.8%、10.2%、8.9%、24.4%、20.1%, 阳光、人保 2022 年 NBV 分别折价 17.4%、14.7%, 由于风险贴现率各险企下调幅度不等, 因此并不能简单根据 EV、NBV 折价幅度判定险企价值的利率敏感性。

原假设口径下, 2023 年平安集团、平安寿险、国寿、新华、太平集团、太平寿险 EV 分别较上年末+4.6%、+6.3%、+5.1%、+3.2%、+8.9%、+8.2%; 新假设口径下, 阳光集团、人保集团 EV 分别较上年末+6.4%、+5.6%; 剔除评估方法、假设和模型的变化对 2023 年太保 EV 的影响, 则 2023 年太保集团、寿险 EV 分别较上年末增长 6.1%、6.5%。从增速驱动因子看, NBV、EV 预期回报贡献稳定, 但投资偏差、假设及模型变动形成较大拖累。友邦 EV 较上年末-2.1%, 主要受投资偏差、股份回购拖累。

图表16: NBV 折价情况



图表17: EV 折价情况



来源: 各公司财报, 国金证券研究所 注: 人保、阳光为 2022 年折价, 其余险企

来源: 各公司财报, 国金证券研究所 注: 人保、阳光为 2022 年折价, 其余险企



为 2023 年

为 2023 年

图表18：2023 年报价价值体系假设切换对比

单位：百万元		22 年（旧假设）	22 年（新假设）	23 年（旧假设）	23 年（新假设）	可比口径同比（旧假设）	可比口径同比（新假设）	折价情况
平安	投资收益率/贴现率假设	5%/11%	4.5%/9.5%	5%/11%	4.5%/9.5%	5%/11%	4.5%/9.5%	23 年新旧假设折价
	集团 EV	1423763	/	1489313	1390126	4.6%	/	-6.7%
	寿险 EV	874,786	/	930,160	830,974	6.3%	/	-10.7%
	NBV	28,820	/	39,262	31,080	36.2%	/	-20.8%
国寿	投资收益率/贴现率假设	5%/10%	4.5%/8%	5%/10%	4.5%/8%	5%/10%	4.5%/8%	23 年新旧假设折价
	寿险 EV	1,230,519	1,194,220	1,293,269	1,260,567	5.1%	5.6%	-2.5%
	NBV	36,004	32,944	41,035	36,860	14.0%	11.9%	-10.2%
	集团 EV	519,621			529,493	/	/	/
太保	投资收益率/贴现率假设	5%/11%	4.5%/9.0%	5%/11%	4.5%/9.0%	5%/11%	4.5%/9.0%	23 年新旧假设折价
	寿险 EV	398,191			402,027	/	/	/
	NBV	9,205		12,039	10,962	30.8%	/	-8.9%
	集团 EV	255,582	/	263,816	250,510	3.2%	/	-5.0%
新华	投资收益率/贴现率假设	5%/11%	4.5%/9.0%	5%/11%	4.5%/9.0%	5%/11%	4.5%/9.0%	23 年新旧假设折价
	寿险 EV	255,582	/	263,816	250,510	3.2%	/	-5.0%
	NBV	2,423	/	3,999	3,024	65.0%	/	-24.4%
	集团 EV	265,723	/	289,337	272,123	8.9%	/	-5.9%
太平（港币）	投资收益率/贴现率假设	5%/11%	4.5%/9.0%	5%/11%	4.5%/9.0%	5%/11%	4.5%/9.0%	23 年新旧假设折价
	寿险 EV	242,627	/	262,588	245,375	8.2%	/	-6.6%
	NBV	7,458	/	9,396	7,512	26.0%	/	-20.1%
	集团 EV	101,273	97,840	/	104,060	/	6.4%	-3.4%
阳光	投资收益率/贴现率假设	5%/11%	4.5%/9.5%	5%/11%	4.5%/9.5%	5%/11%	4.5%/9.5%	22 年新旧假设折价
	寿险 EV	75,913	72,481	/	78,656	/	8.5%	-4.5%
	NBV	3,018	2,493	/	3,596	/	44.2%	-17.4%
	集团 EV	122,011	117,402	/	123,965	/	5.6%	-3.8%
人保	投资收益率/贴现率假设	5%/10%	4.5%/9.0%	5%/10%	4.5%/9.0%	5%/10%	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 NV	1,035	999	/	2,826	/	182.9%	-3.5%

来源：各公司财报，国金证券研究所



图表19: 内含价值变动分析

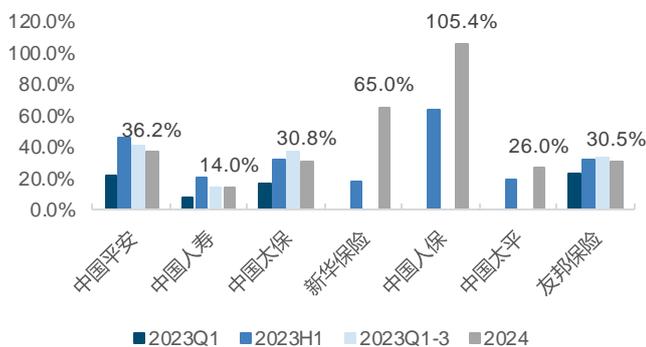
	国寿	平安	太保	新华	人保	太平	国寿	平安	太保	新华	人保	太平
期初内含价值	12,305	14,238	5,196	2,556	1,220	2,657						
内含价值预计回报	835	682	327	193	90	162	6.8%	4.8%	6.3%	7.6%	7.4%	6.1%
新业务价值创造	369	356	110	30	70	75	3.0%	2.5%	2.1%	1.2%	5.8%	2.8%
假设及模型变动	-406	-867	-220	-129	-71	-207	-3.3%	-6.1%	-4.2%	-5.1%	-5.8%	-7.8%
市场价值调整影响	370	79	47		58		3.0%	0.6%	0.9%	0.0%	4.7%	0.0%
投资回报差异	-738	-291	-218	-143	-97		-6.0%	-2.0%	-4.2%	-5.6%	-8.0%	0.0%
股东分红	-139	-427	-60	-34		-31	-1.1%	-3.0%	-1.1%	-1.3%	0.0%	-1.2%
营运经验差异及其他	-6	44	29	28	-31	7	-0.1%	0.3%	0.5%	1.1%	-2.6%	0.3%
其他	16	87	84	4	0	57	0.1%	0.6%	1.6%	0.2%	0.0%	2.1%
期末内含价值	12,606	13,901	5,295	2,505	1,240	2,721	2.4%	-2.4%	1.9%	-2.0%	1.6%	2.4%

来源: 各公司财报, 国金证券研究所 注: 太平为港元

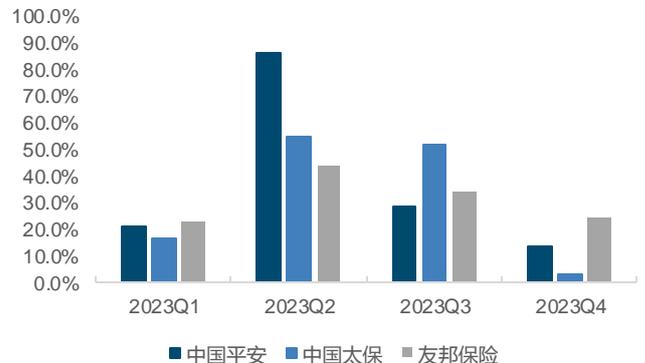
3.2 NBV: 储蓄险热销驱动高增延续, 渠道转型成效持续显现

NBV 整体延续高增, 主要源于产品利率切换叠加居民储蓄需求旺盛。2023 年, 平安、国寿、太保、新华、人保、太平、友邦 NBV 可比口径下分别同比+36.2%、+14.0%、+30.8%、+65.0%、+105.4%、+26.0%、+30.5%, 主要由预定利率切换与居民储蓄需求旺盛驱动新单保费高增带来。分季度看, Q4 单季平安、太保、友邦均实现正增长, 预计主要源于开门红暂停后, 部分保单回流到 Q4。

图表20: 上市险企 NBV 累计增速



图表21: 平安、太保、友邦单季 NBV 情况



来源: 各公司财报, 国金证券研究所 注: 人保 23 年增速为新假设口径

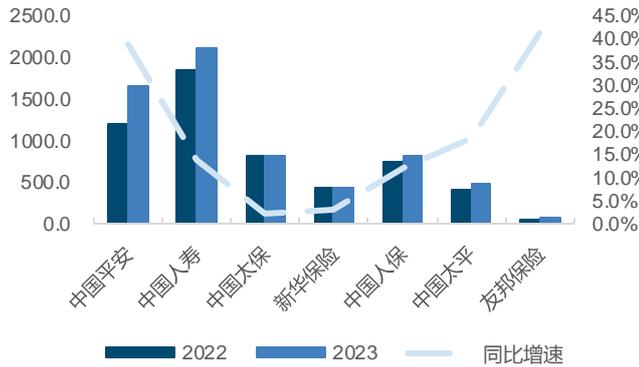
来源: 各公司财报, 国金证券研究所

新单保费方面: 新单保费分化, 主要受业务节奏与期缴转型影响。2023 年, 平安、国寿、太保、新华、人保、太平、友邦新单保费分别同比+38.9%、+14.1%、+2.4%、+2.9%、+12.1%、+18.7%、+41.5%; 国寿新单保费增速偏低, 预计主要源于基于审慎原则, 未大范围“炒停”预定利率 3.5%的增额终身寿产品; 太保、新华增速偏低主要源于公司银保期缴转型下趸交业务大幅压降, 但银保期缴业务分别同比+170.2%、+60.5%。

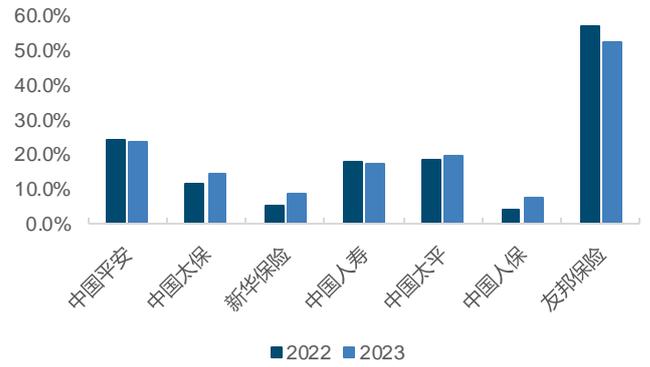
Margin 方面, 期缴转型驱动 NBV Margin 企稳态势显现。23 年平安、国寿、太保、新华、人保、太平、友邦 NBV Margin 分别为 23.7%、17.5%、14.6%、8.9%、7.9%、19.9%、52.6%, 同比-0.4pct、-0.3pct、+3.0pct、+3.4pct、+3.6pct、+1.2pct、-4.4pct, NBV Margin 普遍改善, 预计主要由银保渠道趸交压降、期缴高增驱动。



图表22: 上市险企新单保费 (亿元)



图表23: 上市险企 NBV Margin



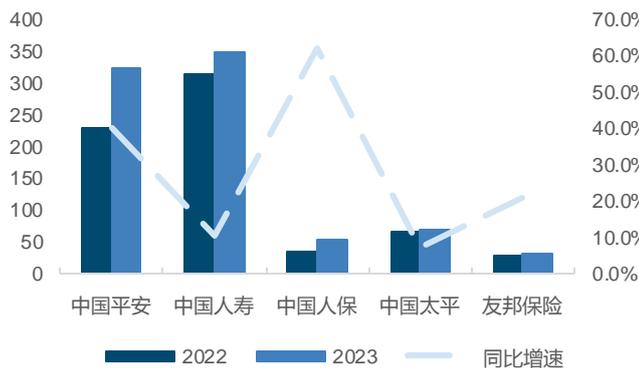
来源: 各公司财报, 国金证券研究所 注: 友邦、太平分别为美元、港元

来源: 各公司财报, 国金证券研究所 注: 国寿、人保为新假设口径, 其余为原假设

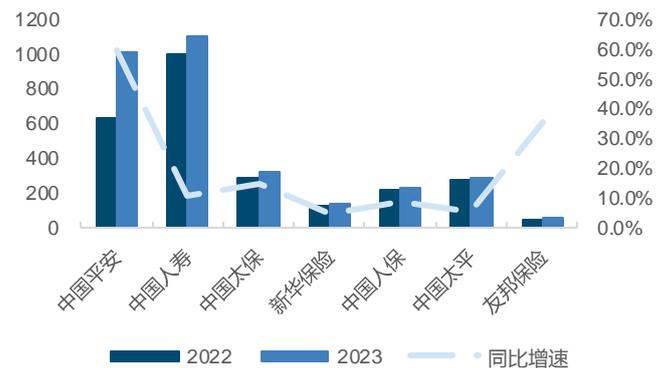
1) 个险渠道: NBV 全面正增长, 代理人质态持续改善

2023 年, 平安、国寿、人保、太平、友邦个险渠道 NBV 分别+40.3%、+10.4%、+62.0%、+7.2%、+21.1%, 预计主要由新单保费正增(分别同比+59.3%、+10.8%、+8.8%、+5.3%、+35.5%)及部分公司用价值率更高的增额终身寿替代了中期年金、两全险。

图表24: 上市险企个险渠道 NBV (亿元)



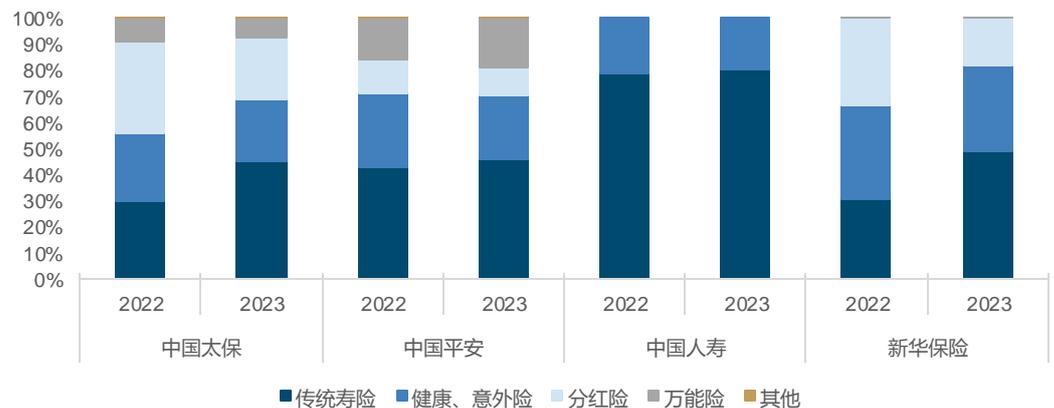
图表25: 上市险企个险渠道新单保费 (亿元)



来源: 各公司财报, 国金证券研究所 注: 国寿、人保为新假设口径, 友邦、太平分别为美元、港元

来源: 各公司财报, 国金证券研究所 注: 友邦、太平分别为美元、港元

图表26: 上市险企传统寿险占比提升

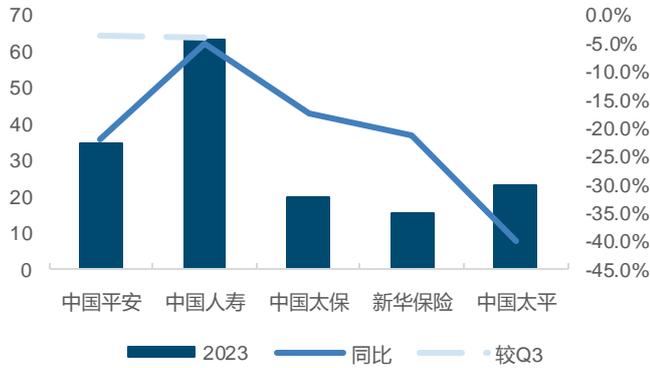


来源: 各公司财报, 国金证券研究所

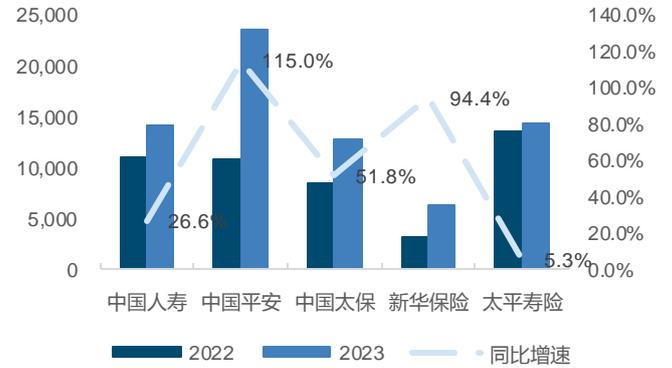


代理人质态持续改善，产能大幅提升。1) 从规模上看，截至 23 年末，平安、国寿、太保、新华、太平代理人规模分别为 34.7、63.4、19.9、15.5、23.5 万人，较年初分别-22.0%、-5.1%、-17.4%、-21.3%、-40.0%，国寿代理人已基本企稳。2) 从产能上看，23 年国寿、平安、太保、新华、太平代理人月人均首年保费分别为 14127、23512、12837、6294、14410 元，分别同比+26.6%、+115.0%、+51.8%、+94.4%、+5.3%。3) 从活动率看，代理人活动率企稳回升，平安、太保、新华 23 年分别较 22 年同比+2.5pct、+4.5pct、+0.8pct。

图表27：上市险企代理人规模（万人）



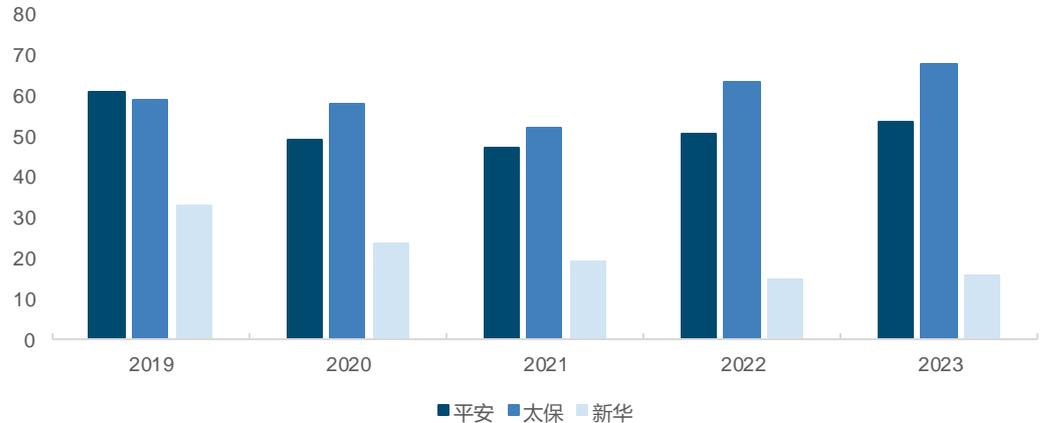
图表28：上市险企代理人月人均首年保费（元）



来源：各公司财报，国金证券研究所

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太平代理人每月人均期缴原保费口径

图表29：上市险企代理人活动率（%）



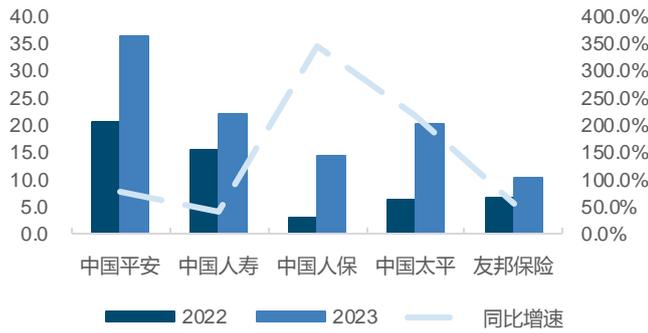
来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太保为举绩率，新华为合格率

2) 银保渠道：NBV 高增，贡献大幅提升

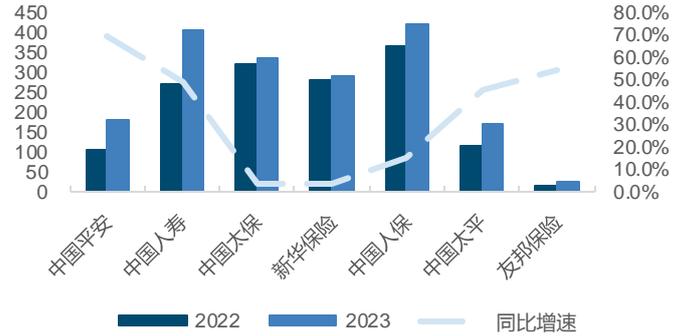
2023 年，平安、国寿、人保、太平、友邦银保渠道 NBV 分别+77.7%、+42.0%、+347.0%、+217.2%、+54.3%，预计主要由趸交压降且期缴高增带来；驱动银保渠道 NBV 占比提升至 9.3%、6.0%（假设除个险外均为银保渠道贡献）、22.0%、21.4%（新假设为 13.3%）、24.3%，新假设下太保、新华占比为 16.9%、13.5%。



图表30：上市险企银保渠道NBV（亿元）



图表31：上市险企银保渠道新单保费（亿元）



来源：各公司财报，国金证券研究所 注：国寿、人保为新假设口径，友邦、太平分别为美元、港元

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：友邦、太平分别为美元、港元

图表32：银保渠道NBV贡献提升

	新假设		旧假设		旧假设		新假设		旧假设		新假设	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
中国人寿			中国平安				新华保险			中国太保		
个险渠道	95%	94%	代理人渠道	80%	82%	个险渠道	97%	97%	代理人渠道	91%	83%	
其他渠道	5%	6%	电网销	12%	8%	银保渠道	14%	13%	银保渠道	9%	17%	
合计	100%	100%	银保渠道	7%	9%	团险渠道	-11%	-11%	合计	100%	100%	
			团险渠道	1%	1%	合计	100%	100%				
			合计	100%	100%							
中国太平			中国人保			友邦保险						
个人代理	87%	74%	个人保险	107%	84%	代理分销	80%	76%				
银行保险-期缴	9%	21%	银行保险	10%	22%	伙伴分销	20%	24%				
其他	4%	5%	团体保险	-17%	-6%	合计	100%	100%				
合计	100%	100%	合计	100%	100%							

来源：各公司财报，国金证券研究所

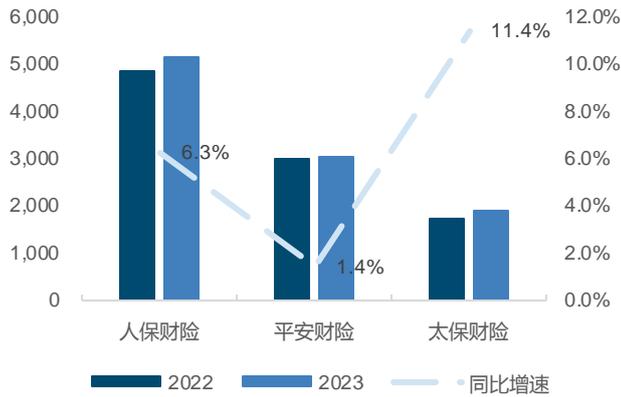
4.财险：非车险增速分化，COR表现分化

4.1 保费：车险保费稳健增长，非车险表现分化

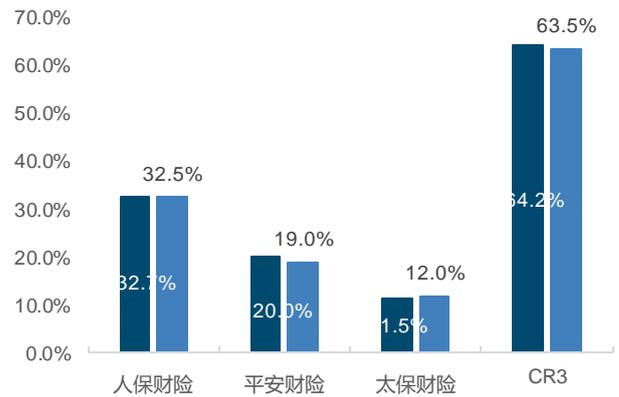
23年人保财险、平安产险、太保产险原保费收入分别同比+6.3%、+1.4%、+11.4%（行业+6.7%），表现分化主要受非车险影响。集中度方面，CR3同比-0.6pct至63.5%，预计主要源于人保、平安加大业务选择主动降速，以及中小险企费用竞争加剧。



图表33: 上市险企财险保费 (亿元)



图表34: 财险行业集中度

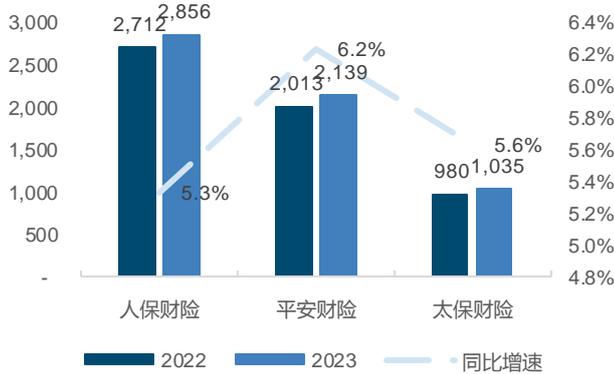


来源: 各公司公告, 国金证券研究所

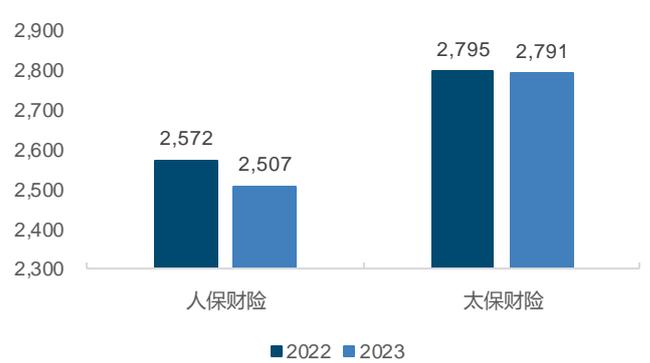
来源: 各公司公告、金融监管总局官网, 国金证券研究所

车险方面: 汽车保有量提升驱动车险稳健增长。23年人保财险、平安产险、太保产险车险保费同比分别+5.3%、+6.2%、+5.6% (行业+5.6%), 整体维持稳健增长, 预计主要由汽车保有量提升驱动 (23年末中国汽车保有量较年初增长5.3%), 车均保费小幅下行, 预计主要源于22年出险率下滑致使NCD系数降低。集中度方面, CR3同比持平, 预计主要源于2022年疫情因素带来盈利较好, 导致各小公司2023年费用投放预算充足, 市场竞争加剧; 而大型公司业务更为合规, 在车险费用管理趋严背景下, 主动降速并借机调整业务结构, 加大盈利性更好的家自车与非营运车业务占比。

图表35: 上市险企车险保费 (亿元)



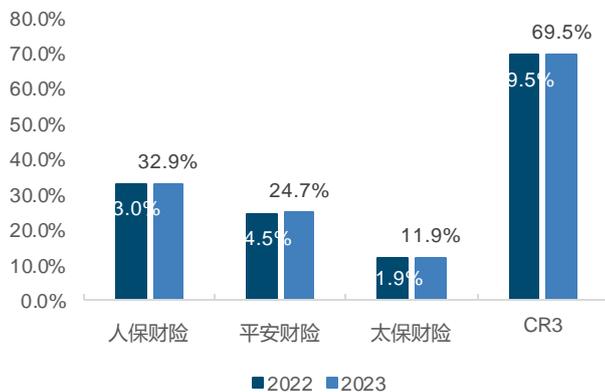
图表36: 上市险企车均保费 (元)



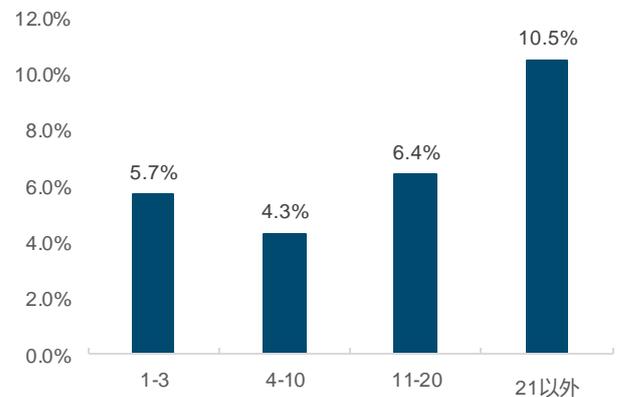
来源: 各公司财报, 国金证券研究所

来源: 中保协官网, 国金证券研究所

图表37: 上市险企车险集中度



图表38: 2023 各梯队车险增速

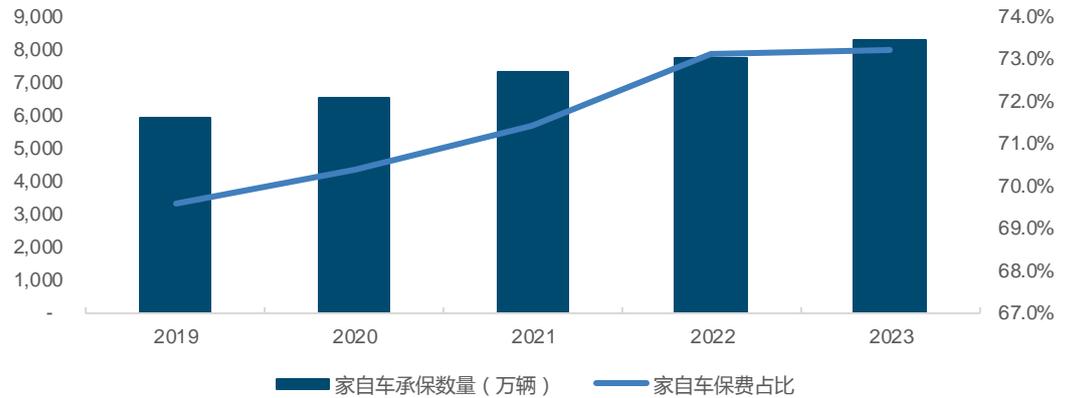


来源: 各公司财报、金融监管总局, 国金证券研究所

来源: 今日保公众号, 国金证券研究所



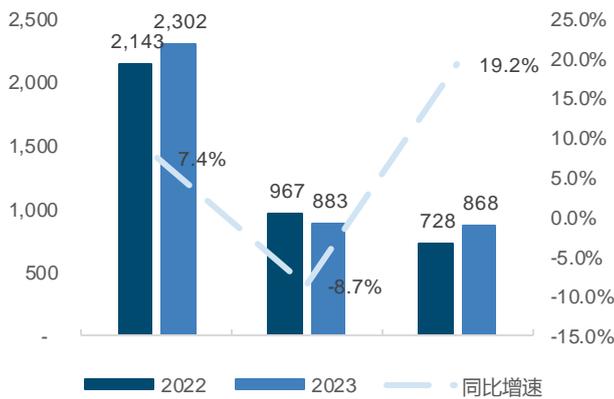
图表39: 人保财险家自车占比持续提升



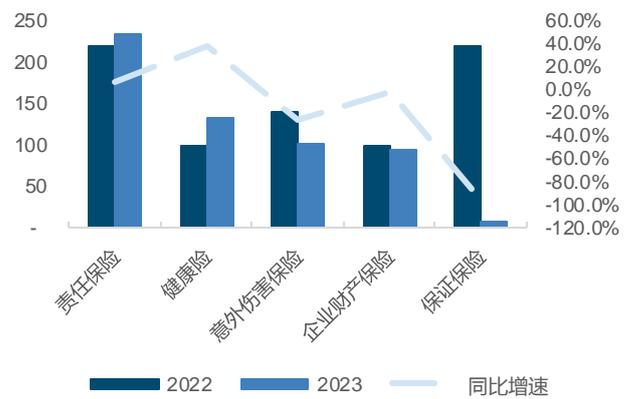
来源: 中国人保官网, 国金证券研究所

非车险方面, 人保财险、平安产险、太保产险非车险保费同比+7.4%、-8.7%、+19.2%, 太保高增长主要由责任险、农险、健康险高增驱动, 平安负增长主要受意外险产品切换+保证险保费压降等因素影响, 人保增速放缓主要为改善承保盈利压缩部分亏损的责任险、农险业务及意外险产品切换带来。

图表40: 上市险企非车险保费 (亿元)



图表41: 平安产险非车险分险种保费收入 (亿元)



来源: 各公司财报, 国金证券研究所

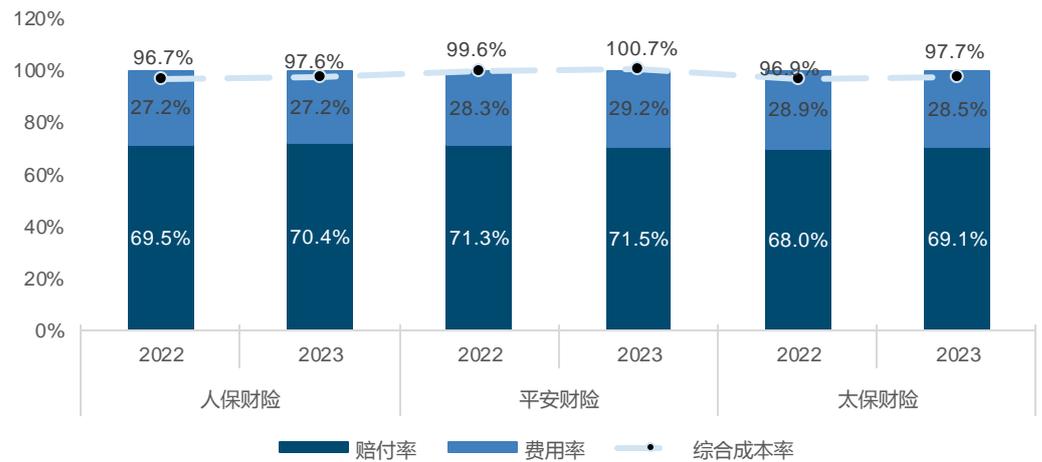
来源: 中国平安财报, 国金证券研究所

4.2 COR: 出险率常态化+自然灾害影响, 综合成本率上升

受居民出行恢复及台风杜苏芮等自然灾害影响, 综合成本率同比抬升。23年人保财险、平安财险、太保财险综合成本率分别为97.6%、100.7%、97.7%, 同比分别+0.9pct、+1.1pct、+0.8pct, 主要受疫情因素出清出险率恢复常态化及台风等自然灾害影响, 致使赔付率分别同比+0.9pct、+0.2pct、+1.1pct; 平安录得承保亏损主要受保证险拖累, 剔除保证险业务后综合成本率为98.4% (保证险COR高达131.1%)。



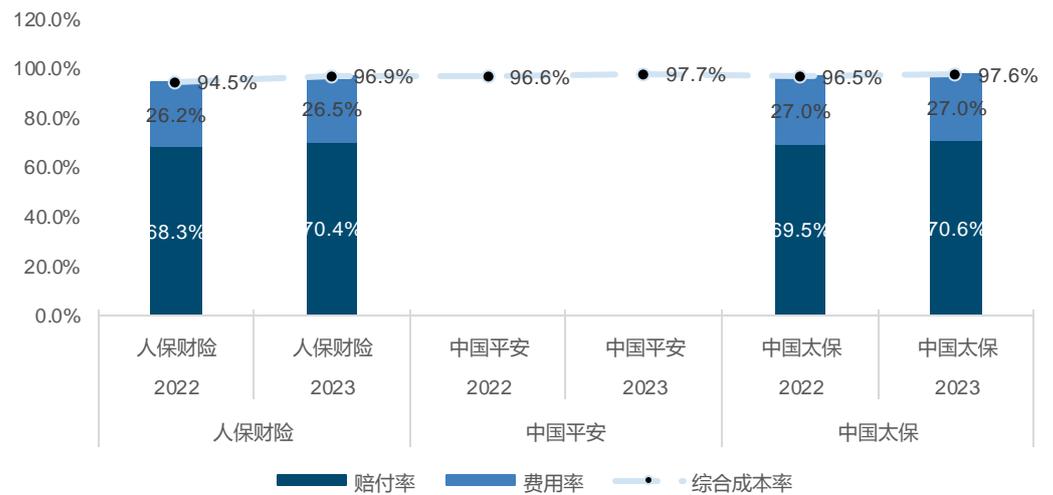
图表42: 上市险企综合成本率



来源: 各公司财报, 国金证券研究所

车险方面, 23 年人保财险、平安财险、太保财险车险 COR 分别为 96.9%、97.7%、97.6%, 分别同比+2.4pct、+1.1pct、+1.1pct, 预计主要受赔付率抬升影响, 以平安为例, 剔除自然灾害影响为 96.6%。

图表43: 上市险企车险综合成本率

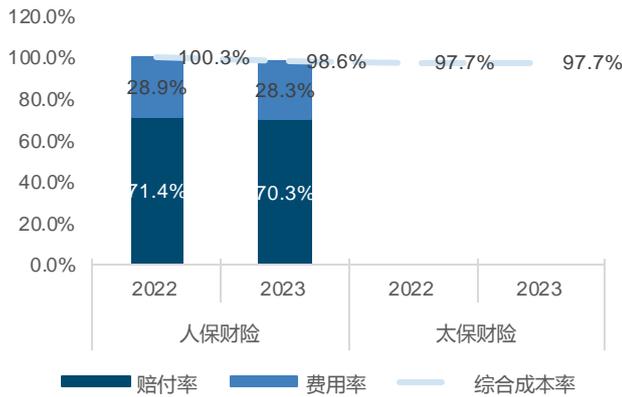


来源: 各公司财报, 国金证券研究所

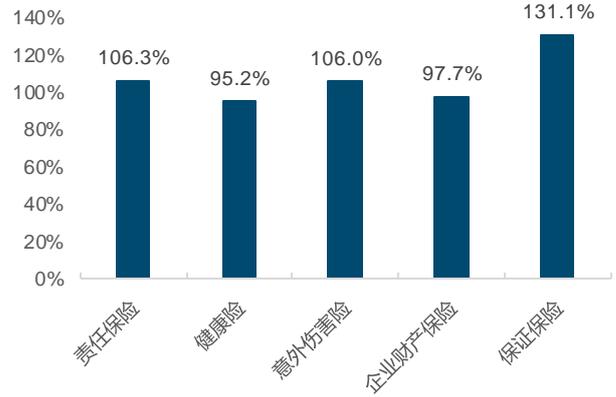
非车险方面, 受保证险业务影响表现分化。23 年人保财险、太保财险非车险综合成本率分别为 98.6%、97.7%, 同比分别-1.7pct、持平, 表现优异; 但平安财险受保证险拖累录得承保亏损。



图表44：上市险企非车险综合成本率



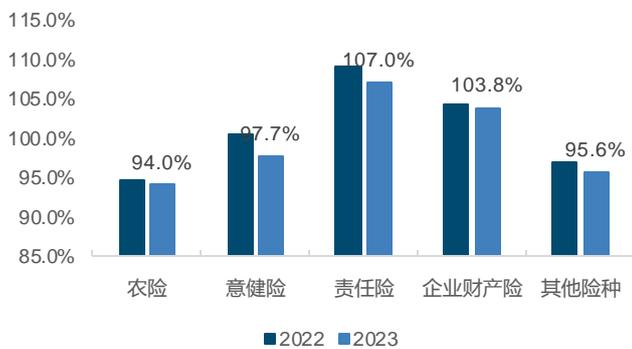
图表45：平安财险非车险分险种综合成本率



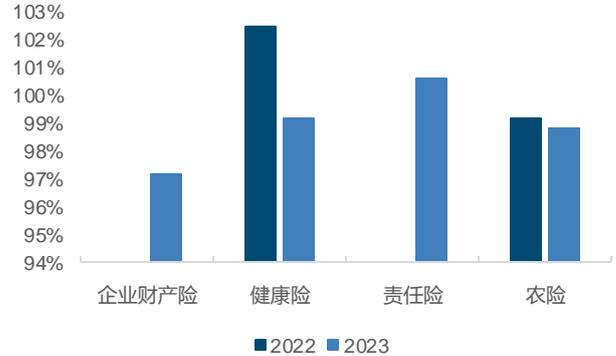
来源：各公司财报、中国人保官网，国金证券研究所

来源：中国平安公司财报，国金证券研究所

图表46：人保财险非车险分险种综合成本率



图表47：太保财险非车险分险种综合成本率



来源：中国人保公司财报，国金证券研究所

来源：中国太保公司财报，国金证券研究所

5.资产端：择时增配长久期政府债，权益市场震荡总投资收益下行

大幅度增配长久期政府债，权益占比普遍下滑。固收方面，2023年上半年，十年期国债收益率迎来阶段性高位（最高2.91%），各公司进一步增配长期利率债，平安、太保、国寿、新华、太平、人保债券占比分别+3.5pct、+8.7pct、+3.1pct、+8.8pct、+6.5pct、+2.3pct。权益方面，市场震荡背景下股票+基金占比下滑，太保、国寿、新华、太平、人保股票+基金占比分别-0.9pct、-0.2pct、-0.3pct、-2.1pct、-2.3pct，平安逆势加仓，股票+基金占比提升0.3pct，其中股票+权益型基金占比提升0.6pct至9.2%。

图表48：上市险企资产配置结构

	平安		太保		国寿		新华		太平		人保	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
现金等价物及定期存款	8.7%	6.9%	13.1%	8.9%	12.9%	10.0%	21.2%	20.8%	9.9%	7.1%	11.0%	7.7%
债券投资	54.6%	58.1%	43.1%	51.7%	48.5%	51.6%	41.6%	50.4%	62.2%	68.7%	41.4%	43.7%
股票+基金	11.2%	11.5%	12.0%	11.1%	11.4%	11.2%	14.0%	13.7%	16.6%	14.5%	13.7%	11.4%
其中：股票+权益型基金	8.7%	9.2%	11.5%	10.7%								
长股投	4.7%	4.3%	1.3%	1.0%	5.2%	4.5%	0.5%	0.4%	2.3%	2.1%	11.4%	10.9%
投资性房地产	2.7%	2.7%	0.6%	0.5%	0.3%	0.2%			1.9%	1.8%	1.2%	1.1%



	平安		太保		国寿		新华		太平		人保	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
另类投资	17.6%	16.0%	28.8%	26.1%	21.8%	22.4%	20.5%	14.2%	8.2%	7.5%	21.4%	25.2%
其中：债权投资计划	4.2%	4.0%	13.4%	13.2%	9.0%	8.5%	10.1%	6.0%	7.1%	5.7%		
其他	0.4%	0.4%	1.1%	0.7%	0.0%	0.0%	2.2%	0.5%	-1.1%	-1.6%	0.0%	0.0%

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：另类投资包括非标债权、股权、未上市股权、优先股、永续债

利率下行，资产再配置收益降低，净投资收益率同比均有所下滑。23 年平安、国寿、太保、新华、人保、太平的净投资收益率分别为 4.2%、3.8%、4.0%、3.4%、4.5%、3.6%，较 22 年分别-0.5pct、-0.2pct、-0.3pct、-1.2pct、-0.6pct、-0.3pct。

权益市场震荡，准则切换下总投资收益率下滑，但综合投资收益率回暖。23 年权益市场震荡，沪深 300 指数、恒生国企指数分别下跌 11.4%、下跌 14.0%（22 年分别下跌 21.6%、下跌 18.6%），上市险企公允价值波动加大且买卖价差减少，平安、国寿、太保、新华、人保、太平的总投资收益率分别为 3.0%、2.7%、2.6%、1.8%、3.3%、2.7%，平安同比+0.6pct，主要源于：1) 23 年权益市场波动幅度好于 22 年且其 22 年同期为 19 准则，而其他公司主要源于 22 年数据未按照 IFRS9 准则重述，而 23 年在新准则下对权益市场波动敏感性更高；2) 公司高股息策略贯彻最为彻底，23 年被归类为 FVOCI 的股票占比达 59.9%，且 2023 年高股息标的表现较好。考虑 FVOCI 金融资产的浮盈浮亏，综合投资收益率分别为 3.6%、3.2%、2.7%、1.8%、3.3%、2.7%，分别同比+0.9pct、+1.3pct、+0.4pct、持平、+0.1pct、+0.3pct。

图表49：投资收益率情况

	平安		太保		国寿		新华		太平		人保	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
NII	4.7%	4.2%	4.3%	4.0%	4.0%	3.8%	4.6%	3.4%	3.9%	3.6%	5.1%	4.5%
TII	2.4%	3.0%	4.1%	2.6%	3.9%	2.7%	4.3%	1.8%	1.2%	2.7%	4.6%	3.3%
GII	2.7%	3.6%	2.3%	2.7%	1.9%	3.2%	1.8%	1.8%	2.4%	2.7%	3.2%	3.3%
准则说明	19	19	139	19	139	139	139	19	139	19	139	19

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太平披露的综合投资收益率为 5.01%，含 FVOCI 固收资产的浮盈，上述对比中把这部分浮盈剔除掉

图表50：股票资产分类情况（百万元）

	平安	太保	国寿	新华	人保
股票	292,109	188,455	430,200	106,211	45,505
FVTPL 股票	117,012	161,345	360,200	100,841	29,477
FVOCI 股票	175,097	27,110	70,000	5,370	16,028
FVOCI 股票占比	59.9%	14.4%	16.3%	5.1%	35.2%
FVOCI 股票占股票+基金比例	31.9%	10.8%	11.0%	2.8%	9.8%
FVOCI 股票占投资资产比例	3.7%	1.2%	1.2%	0.4%	1.1%

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：国寿为预估值

图表51：总投资收益结构（百万元）

	国寿		平安		太保		新华		国寿		平安		太保		新华	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
净投资收益	1,903	1,982	1,803	1,764	760	777	482	416	101%	140%	193%	142%	104%	149%	108%	187%
买卖价差收益	275	-75			18	-113	28	-125	15%	-5%			2%	-22%	6%	-56%
公允价值变动损益	-88	42			-1	-117	-14	-59	-5%	3%			0%	-22%	-3%	-27%
净已实现及未实现的收益	188	-33	-865	-512	18	-230	15	-184	10%	-2%	-93%	-41%	2%	-44%	3%	-83%
减值损失	-214	-529	-6	-13	-53	-21	-50	-3	-11%	-37%	-1%	-1%	-7%	-4%	-11%	-1%
总投资收益	1,878	1,420	933	1,239	729	522	447	223	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%



	国寿		平安		太保		新华			国寿		平安		太保		新华	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023		2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
准则说明	139	139	19	19	139	19	139	19									

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：净已实现及未实现的收益，包含证券投资差价收入及公允价值变动损益。

6.投资建议

储蓄险持续热销，叠加个险期缴结构优化+银保 Margin 提升，预计 24Q1 上市险企 NBV 均有望实现 20%以上增长。当前代理人渠道销售情况保持良好，后续来看，24 年各公司大力推动优增，代理人渠道结构改善所带来的整体产能提升、价值率提升（代理人渠道产品缴期结构优化、银保渠道降费带来 margin 提升）是今年 NBV 增长的重要驱动，预计 24 年 NBV 同比增速将保持平稳，预计增速排序为太平>新华>太保>国寿、平安。

4 月进入财报季，市场配置风格整体或偏向顺周期，保险股在估值底部，叠加不弱的 1 季报表现（NBV 预计快速增长，利润增速预计相对平稳），有望带来估值阶段性反弹。截至 4 月 12 日，国寿 A、平安 A、太保 A、新华 A 的 2024PEV 分别为 0.55、0.46、0.38、0.32 倍，友邦、太平的 2024PEV 分别为 0.96、0.10 倍，均处于估值底部。推荐中国人寿（基数平稳，全年 NBV 增速预期较稳）、中国太保（估值重回底部，管理层变动落地）、中国太平、新华保险。

图表52：保险公司 PEV（截至 4.12）

		最大值	最小值	均值	中位数	2024 估值	2012 年来分位数	2018 年来分位数
A 股	中国人寿 A	2.12	0.53	1.02	0.92	0.55	0%	1%
	中国平安 A	1.74	0.46	0.96	1.00	0.46	0%	0%
	中国太保 A	1.71	0.33	0.89	0.88	0.38	1%	3%
	新华保险 A	2.12	0.29	0.90	0.84	0.32	0%	1%
H 股	中国人寿 H	1.82	0.16	0.74	0.63	0.17	0%	0%
	中国平安 H	1.62	0.33	0.98	1.02	0.34	0%	0%
	中国太保 H	1.64	0.20	0.80	0.79	0.22	1%	2%
	新华保险 H	1.63	0.13	0.61	0.56	0.13	0%	0%
	友邦保险 H	2.33	0.96	1.74	1.77	0.96	0%	0%
	中国太平 H	1.40	0.09	0.52	0.53	0.10	0%	0%

来源：wind，国金证券研究所 注：自 2012 年开始计算

风险提示

- 1) 监管趋严：若前端销售的监管政策趋严，或导致各保险公司新单增长不及预期；
- 2) 权益市场波动：将直接降低保险公司的投资收益从而拖累利润表现；
- 3) 长端利率大幅下行：净资产波动加大、投资收益减少，将进一步引发市场对保险公司利差损的担忧，对保险公司估值水平形成压制；
- 4) 宏观经济复苏不及预期：压制保险需求释放。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究