



保险行业研究

增持（维持评级）
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） 联系人：黄佳慧
 shusiqin@gjzq.com.cn huangjiahui@gjzq.com.cn

24Q1 季报综述：寿险 NBV 高增延续，财险受暴雪影响 COR 抬升

核心观点

资产端整体较为平稳，承保业绩下滑拖累利润表现，五家上市险企归母净利润同比-13.5%。新准则可比口径下，2024Q1 平安、国寿、太保、新华、人保归母净利润分别同比-4%、-25%、+1%、-29%、-24%，普遍负增长，一是权益市场表现稍弱于去年同期，总投资收益除国寿（+7.2%）、人保（-38.7%）外，同比个位数负增；二是承保业绩下滑对利润的拖累显现，新华 CSM 摊销下滑导致保险服务收入下滑，国寿当期赔付增加叠加利率下行导致保险服务费用增加。中国财险净利润同比-38%，资产（总投资收益同比-34%）负债（COR 同比+2.2pct）两端承压。平安集团、寿险归母营运利润分别同比-3%、+2%，寿险正增长预计受益于免税收益增加与营运偏差改善。

寿险：缴期结构优化+银保报行合一，Margin 回升驱动 NBV 高增。2024Q1，可比口径下，平安、国寿、太保、新华、人保寿险、友邦 NBV 分别同比+20.7%、+26.3%、+43.6%、+51%、+81.6%、+26.9%（太保按照 2023 年精算假设调整导致的 NBV 折价率进行折算，披露口径为 30.7%），新单保费同比分别-14%、-4%、+0%、-41%、-21%、+23%。①个险渠道：新单高速增长（太保、新华个险新单分别同比+31%、+18%），主要源于居民储蓄需求旺盛叠加保险产品长期保值增值优势显著，各公司纷纷加大长期缴产品销售，预计缴期结构普遍优化。代理人量稳质升态势延续，国寿个险销售人力同比、较上年末分别-6%、-2%，绩优人群数量和占比持续实现双提升，月人均首年期交保费同比+17.7%；平安代理人数量较上年末-4%/-1.4 万人，人均 NBV 同比+56.4%；太保绩优队伍规模稳定，产能及收入持续攀升，U 人力月人均首年规模保费、月人均首年佣金同比+33.7%、+14.1%；新华绩优人力规模及人均产能均有较大幅度的提升。②银保渠道受报行合一影响新单保费大幅下滑，但期缴新单占比提升（新华+34pct）+手续费大幅压降，预计 Margin 有较好改善。

财险：非车险增速分化，COR 受自然灾害影响普遍抬升。1) 保费：2024Q1 人保、平安、太保原保费收入分别同比+3.8%、+2.8%、+8.6%（行业+5.1%）。①车险：人保、平安、太保同比分别+1.9%、+3.5%、+2.2%，预计后续随着中小险企费用竞争趋缓+汽车消费支持政策的落地，龙头险企车险增速有望回升至 5%左右的正常水平。②非车险：人保、平安、太保同比分别+5.0%、+1.3%、+13.8%，人保增速低于行业主要源于公司主动压降盈利性较差或不符合保险原理的业务（如雇主责任险、商业性农险、医疗责任险等），3 月起公司增速回暖，预计全年有望实现高个位数增长。2) COR：人保、平安、太保分别为 97.9%、99.6%、98.0%，同比分别+2.2pct、+0.9pct、-0.4pct，主要受暴雪等自然灾害影响，当前人保财险维持“车险低于 97%、非车险低于 100%”的 COR 目标不变，预计全年有望保持 98%左右的较好水平。

投资建议与估值：

负债端整体表现较好，资产端预期的边际改善带来的保险股估值修复行情预计将持续。短期来看，中央政治局会议强调要“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，整体导向更积极，叠加股市向上反弹，预计保险股阶段性的估值反弹将持续。中期静待经济预期好转之下长端利率阶段性抬升，以及负债端刚性负债成本下降和下降之后的销售企稳。展望全年，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）预计是今年 NBV 增长的重要驱动，预计 24 年 NBV 同比增速将保持平稳，增速排序为太平>新华>太保>国寿、平安。建议保险股关注 3 条主线：1) 股市向上的 β 驱动估值反弹的寿险股：中国太保 A、中国人寿 A、新华保险 A、中国太平 H；2) 高股息逻辑：中国太保 H，2023 股息率 6.5%且 24 年股息预计稳定提升，兼具估值修复弹性和高股息逻辑；3) 港股估值修复+利润高弹性的低估值的互联网财险标的：众安在线。

风险提示

1) 监管趋严：或对新单销售形成负面影响；2) 权益市场波动：将直接降低保险公司的投资收益，拖累利润表现；3) 长端利率大幅下行：进一步引发市场对保险公司利差损的担忧；4) 宏观经济复苏不及预期：压制保险需求释放。



内容目录

1 业绩概述：资产端整体较为平稳，承保业绩下滑拖累利润表现.....	4
2 业绩归因：保险服务与投资业绩双下滑.....	6
3 寿险：缴期结构优化+银保报行合一，Margin 回升驱动 NBV 高增.....	7
4 财险：非车险增速分化，COR 受自然灾害影响普遍抬升.....	9
4.1 保费：车险保费低个位数增长，非车险表现分化.....	9
4.2 COR：暴雪灾害+出行恢复，COR 普遍抬升.....	12
5 投资建议.....	12
风险提示.....	13

图表目录

图表 1：上市险企归母净利润（单位：亿元）.....	4
图表 2：上市险企简单年化 ROE.....	4
图表 3：上市险企投资收益情况.....	5
图表 4：中国平安营运利润（单位：百万元）.....	5
图表 5：上市险企归母净资产（亿元）.....	6
图表 6：上市险企其他综合收益（亿元）.....	6
图表 7：新准则下，保险集团业绩归因分析（单位：百万元）.....	6
图表 8：新准则下，寿险公司业绩归因分析（单位：百万元）.....	7
图表 9：上市险企 NBV 增速.....	7
图表 10：上市险企新单保费情况（亿元）.....	7
图表 11：上市险企期缴新单情况.....	8
图表 12：上市险企 NBV Margin 同比改善.....	8
图表 13：上市险企个险渠道新单保费情况（亿元）.....	8
图表 14：平安、国寿代理人情况（万人）.....	9
图表 15：上市险企银保渠道新单保费情况（亿元）.....	9
图表 16：新华保险银保渠道新单保费结构.....	9
图表 17：上市险企财险保费（亿元）.....	10
图表 18：财险行业集中度.....	10
图表 19：上市险企车险保费（亿元）.....	10
图表 20：车险行业集中度.....	10
图表 21：上市险企车均保费（元）.....	11
图表 22：汽车“以旧换新”政策要点.....	11



图表 23: 上市险企非车险保费 (亿元)	11
图表 24: 人保财险非车险分险种累计保费收入 (亿元)	11
图表 25: 人保财险非车险分险种单月保费增速	12
图表 26: 上市险企综合成本率	12
图表 27: 保险公司静态 PEV (截至 4.30)	13
图表 28: 保险公司 PB (MRQ, 截至 4.30)	13

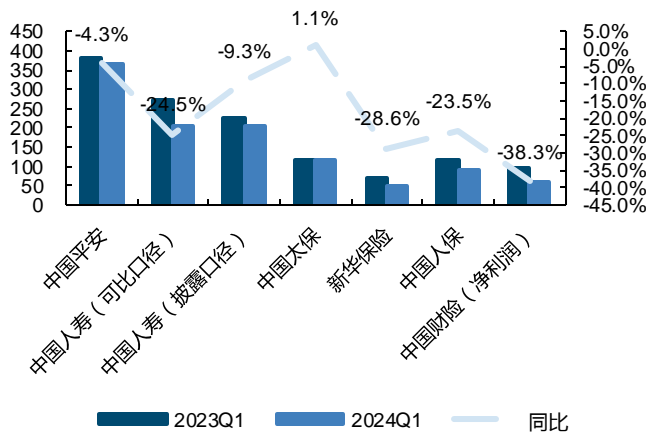


1 业绩概述：资产端整体较为平稳，承保业绩下滑拖累利润表现

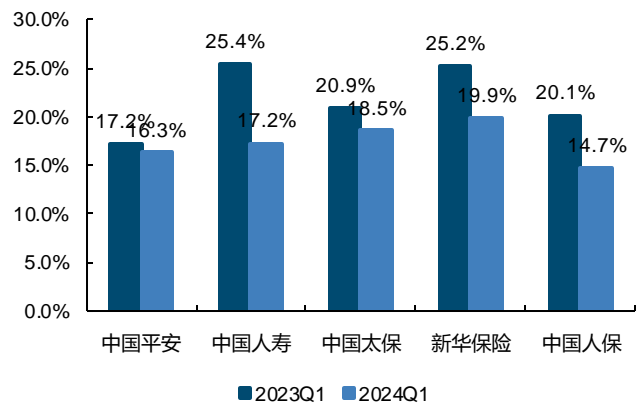
可比口径下，2024Q1 五家上市险企合计实现归母净利润 830.2 亿元，同比-13.5%。其中平安、国寿、太保、新华、人保分别实现归母净利润 367.1、206.4、117.6、49.4、89.6 亿元，分别同比-4.3%、-24.5%、+1.1%、-28.6%、-23.5%，普遍负增长，一是 2024Q1 权益市场表现稍弱于去年同期（2024Q1 沪深 300 指数较年初+3.1%，去年同期+4.6%；恒生国企指数较年初+0.7%，去年同期+3.9%），总投资收益除国寿（+7.2%）、人保（-38.7%）外，同比个数位负增；二是承保业绩下滑对利润的拖累显现，新华 CSM 摊销下滑导致保险服务收入下滑，国寿当期赔付增加叠加利率下行导致保险服务费用增加。中国财险净利润同比-38.3%至 58.7 亿元，主要受投资收益与承保利润同步下滑影响。

利润负增致使 ROE 同比下滑。2024Q1 平安、国寿、太保、新华、人保的年化 ROE 分别为 16.3%、17.2%、18.5%、19.9%、14.7%，同比分别下滑-0.9pct、-8.1pct、-2.4pct、-5.3pct、-5.4pct。

图表1：上市险企归母净利润（单位：亿元）



图表2：上市险企简单年化 ROE



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

利率下行，资产再配置收益降低，净投资收益率同比有所下滑。新会计准则下，2024Q1 平安、太保、国寿年化净投资收益率分别为 3.0%、3.2%、2.8%，平安、太保同比分别-0.1pct、持平。

权益市场弱于去年同期，总投资收益表现分化，总投资收益率同比下滑。1) 投资收益方面：以利息收入+投资收益+公允价值变动损益-减值损失计算上市险企的总投资收益，平安、国寿、太保、新华、人保、中国财险分别-3.3%、+7.2%、-2.8%、-5.0%、-38.7%、-34.2%，国寿表现较好主要源于公允价值变动增加 167 亿，预计主要受益于 3 月末 10 年期国债利率较上年末下行 27BP 带来的 FVPL 债券增值，以及股票超配红利风格。2) 投资收益率方面：国寿、太保、新华、中国财险年化总投资收益率分别为 3.2%、5.2%、4.6%、3.2%，其中太保、新华同比分别-0.4pct、-0.6pct。平安综合投资收益率为 3.1%。



图表3: 上市险企投资收益情况

亿元	平安			太保			国寿		
	2023Q1	2024Q1	同比	2023Q1	2024Q1	同比	2023Q1	2024Q1	同比
净投资收益率	3.1%	3.0%	-0.1%	3.2%	3.2%	0.0%	3.6%	2.8%	
总投资收益率	3.3%			5.6%	5.2%	-0.4%	4.2%	3.2%	
综合投资收益率		3.1%							
总投资收益	587	567	-3.3%	284	276	-2.8%	603	646	7.2%
利息收入	298	292	-2.0%	148	140	-5.6%	302	299	-1.2%
投资收益	68	-70	-202.2%	11	-15	-240.6%	174	55	-68.6%
公允价值变动	221	345	56.3%	122	151	23.8%	128	295	130.0%
减值损失				2	0	-85.0%	-2	-2	-1.6%

亿元	新华			人保			中国财险		
	2023Q1	2024Q1	同比	2023Q1	2024Q1	同比	2023Q1	2024Q1	同比
净投资收益率									
总投资收益率	5.2%	4.6%	-0.6%					3.2%	
综合投资收益率	5.7%	6.7%	1.0%						
总投资收益	152	145	-5.0%	196	120	-38.7%	74	49	-34.2%
利息收入	78	82	5.1%	72	72	0.1%	29	28	-5.0%
投资收益	-18	-17	-2.1%	81	25	-69.1%	34	22	-35.7%
公允价值变动	92	80	-12.4%	44	21	-52.8%	12	-2	-113.4%
减值损失	0	0	-182.8%	-1	2	-304.8%	-1	1	-300.3%

来源: 各公司财报, 国金证券研究所 注: 平安利息收入为非银行业务口径, 减值损失主要为银行的贷款减值损失, 故不计入; 国寿 2023Q1 投资收益率为 139 口径, 其余均为 19 口径; 新华综合投资收益率包含债权资产公允价值变动; 太保、中国财险、新华、国寿投资收益率数据进行简单年化, 平安仅对存款利息收入、债权型金融资产利息收入和投资性物业租金收入等进行年化处理, 对分红收入、投资差价收入、公允价值变动损益等均不做年化处理

新准则下, 2024Q1 平安集团归母营运利润 471 亿元, 同比-3.0%, 主要受财险(-14.3%)、资产管理(-30.3%)、科技业务(亏损 2 亿元)三大板块影响, 寿险归母营运利润同比+2.2%, 在 CSM 摊销持续下滑背景下实现正增长, 主要受益于: 1) 精细化管理持续推进, 费差、赔付差好转带动营运偏差正贡献; 2) 免税收益增加(增配国债、地方政府债)。

图表4: 中国平安营运利润(单位: 百万元)

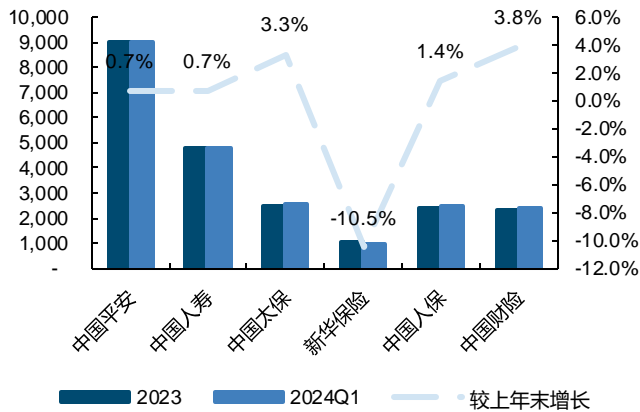
	集团			寿险		
	2023Q1	2024Q1	同比增速	2023Q1	2024Q1	同比增速
净利润	46,165	45,050	-2.4%	25,476	26,130	2.6%
减: 寿险及健康险业务短期投资波动	-1,732	-2,161	24.8%	-1,732	-2,161	24.8%
管理层认为不属于日常营运收支的一次性重大项目	157	143	-8.9%			
营运利润	47,739	47,068	-1.4%	27,207	28,291	4.0%
归属于母公司股东的营运利润	39,920	38,709	-3.0%	26,696	27,288	2.2%

来源: 中国平安财报, 国金证券研究所

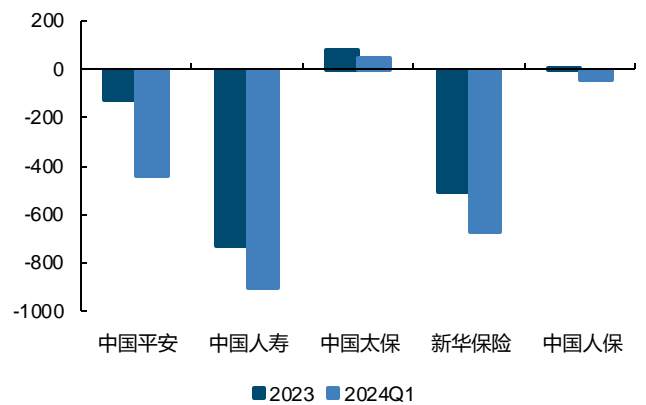
归母净资产合计较上年末+0.5%。2024Q1, 平安、国寿、太保、新华、人保归母净资产分别为 9050、4804、2579、940、2458 亿元, 较上年末分别+0.7%、+0.7%、+3.3%、-10.5%、+1.4%, 增速放缓主要受其他综合收益大幅减少影响, 预计主要源于贴现率等经济假设变动带来的负债变化计入了 OCI (10 年期国债收益率较上年末下行 27bps)。



图表5: 上市险企归母净利润资产 (亿元)



图表6: 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: 中国财险为净资产口径

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

保险服务收入增速低于保险服务费用, 保险服务业绩普遍负增。2024Q1, 平安、太保、人保、国寿、新华保险服务业绩分别同比-0.9%、+3.2%、+11.0%、-27.2%、-14.1%, 预计主要源于2023年前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; 国寿保险服务费用高增主要源于支原体流感以及新冠等呼吸道感染对儿童等被保险人群体影响较大导致赔付上升, 及利率下行导致的保险服务费用增加; 新华保险服务收入负增主要受CSM摊销下滑影响。

权益市场表现弱于去年同期, 投资业绩普遍下滑。2024Q1, 平安、太保、人保、国寿、新华投资业绩分别为+25、+54、+35、+161、+17亿元, 较去年同期分别+53、-19、-63、-21、-24亿元, 平安正增长预计主要源于宏观经济持续修复下, 贷款减值损失好转。

图表7: 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		
	2023Q1	2024Q1	同比增速	2023Q1	2024Q1	同比增速	2023Q1	2024Q1	同比增速
保险服务收入 (A)	133,106	136,852	3%	65,390	66,968	2%	117,155	126,172	8%
保险服务费用 (B)	-105,955	-109,996	4%	-55,615	-57,126	3%	-102,489	-111,371	9%
其他 (C)	-1,063	-1,013	-5%	-251	-13	-95%	-4,010	-2,974	-26%
保险服务业绩 (D=A+B+C)	26,088	25,843	-1%	9,524	9,829	3%	10,656	11,827	11%
承保财务损益 (E)	-40,172	-38,979	-3%	-20,407	-21,524	5%	-9,419	-7,681	-18%
投资收益合计 (F)	37,295	41,444	11%	27,687	26,905	-3%	19,162	11,150	-42%
投资业绩 (G=E+F)	-2,877	2,465	-186%	7,280	5,381	-26%	9,743	3,469	-64%
利润总额 (H=D+G)	23,211	28,308	22%	16,804	15,210	-9%	20,399	15,296	-25%
利润总额 (披露)	55,262	52,617	-5%	14,911	14,047	-6%	18,555	13,849	-25%
保险服务贡献率	47.21%	49.12%		63.87%	69.97%		57.43%	85.40%	
投资贡献率	-5.21%	4.68%		48.82%	38.31%		52.51%	25.05%	
其他贡献率	58.00%	46.20%		-12.70%	-8.28%		-9.94%	-10.45%	

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8：新准则下，寿险公司业绩归因分析（单位：百万元）

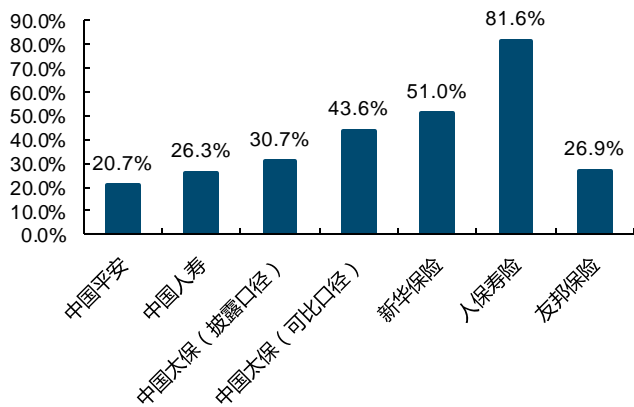
	中国人寿			新华保险		
	2023Q1	2024Q1	同比增速	2023Q1	2024Q1	同比增速
保险服务收入 (A)	47,183	53,773	14%	13,558	11,742	-13%
保险服务费用 (B)	-31,160	-41,021	32%	-8,928	-7,826	-12%
其他 (C)	-131	-1,180	801%	-145	-65	-55%
保险服务业绩 (D=A+B+C)	15,892	11,572	-27%	4,485	3,851	-14%
承保财务损益 (E)	-41,367	-47,128	14%	-10,700	-11,944	12%
投资收益合计 (F)	59,584	63,230	6%	14,846	13,659	-8%
投资业绩 (G=E+F)	18,217	16,102	-12%	4,146	1,715	-59%
利润总额 (H=D+G)	34,109	27,674	-19%	8,631	5,566	-36%
利润总额 (披露)	31,910	26,771	-16%	8,045	5,142	-36%
保险服务贡献率	49.80%	43.23%		55.75%	74.89%	
投资贡献率	57.09%	60.15%		51.54%	33.35%	
其他贡献率	-6.89%	-3.37%		-7.28%	-8.25%	

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国寿 2023Q1 数据为公司 2023Q1 披露口径

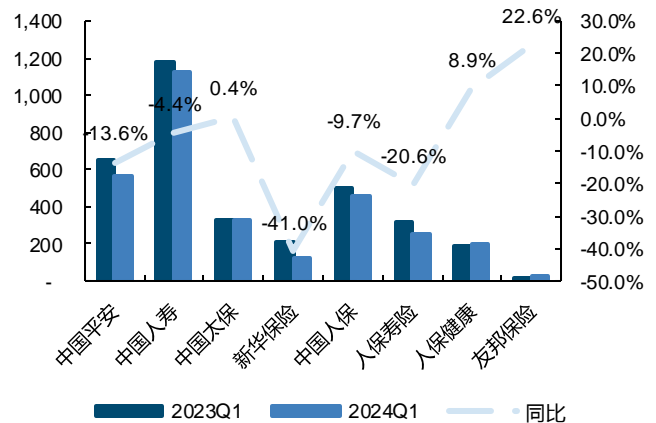
3 寿险：缴期结构优化+银保报行合一，Margin 回升驱动 NBV 高增

NBV 整体延续高增，主要由缴期结构优化+银保渠道报行合一带动 Margin 提升带来。2024Q1，可比口径下，平安、国寿、太保、新华、人保寿险、友邦 NBV 分别同比+20.7%、+26.3%、+43.6%、+51%、+81.6%、+26.9%（太保按照 2023 年精算假设调整导致的 NBV 折价率进行折算，披露口径为 30.7%），除友邦外预计主要由期缴新单占比大幅提升+银保渠道报行合一，带来的 Margin 回升驱动，新单保费同比分别-13.6%、-4.4%、+0.4%、-41.0%、-20.6%、+22.6%。

图表9：上市险企 NBV 增速



图表10：上市险企新单保费情况 (亿元)

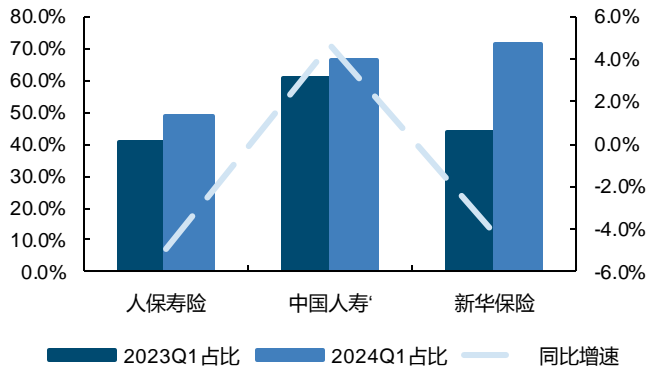


来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太保可比口径按照年报投资收益假设 5%→4.5%的折价率进行折算

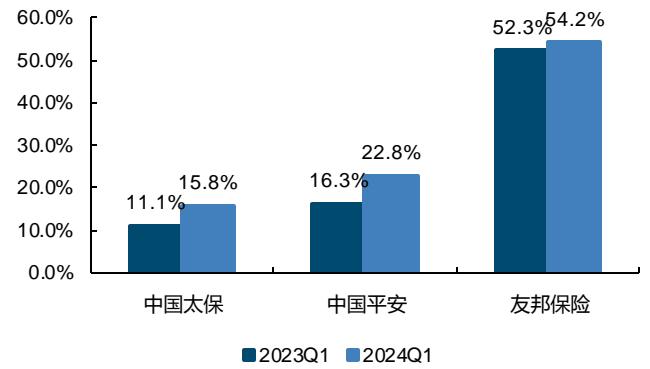
来源：各公司财报，国金证券研究所 注：友邦保险币种为美元



图表11: 上市险企期缴新单情况



图表12: 上市险企 NBV Margin 同比改善

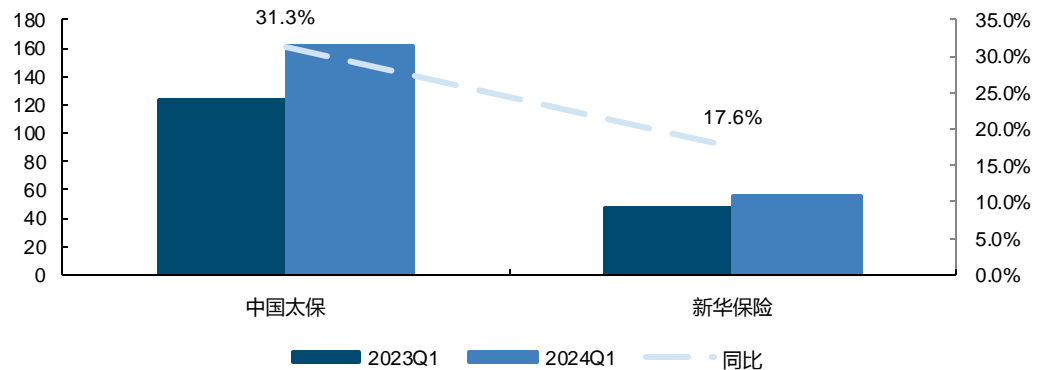


来源: 各公司财报, 国金证券研究所

来源: 各公司财报, 国金证券研究所 注: 太保 2023Q1 计算 Margin 的 NBV 按照 2023 年精算假设下调的折价率折算

1) 个险渠道: 新单高速增长, 且缴期结构优化。2024Q1 太保、新华个险新单分别同比+31.3%、+17.6%, 主要源于居民储蓄需求旺盛叠加保险产品长期保值增值优势显著; 各公司纷纷加大长期缴产品销售, 预计缴期结构普遍优化。

图表13: 上市险企个险渠道新单保费情况 (亿元)

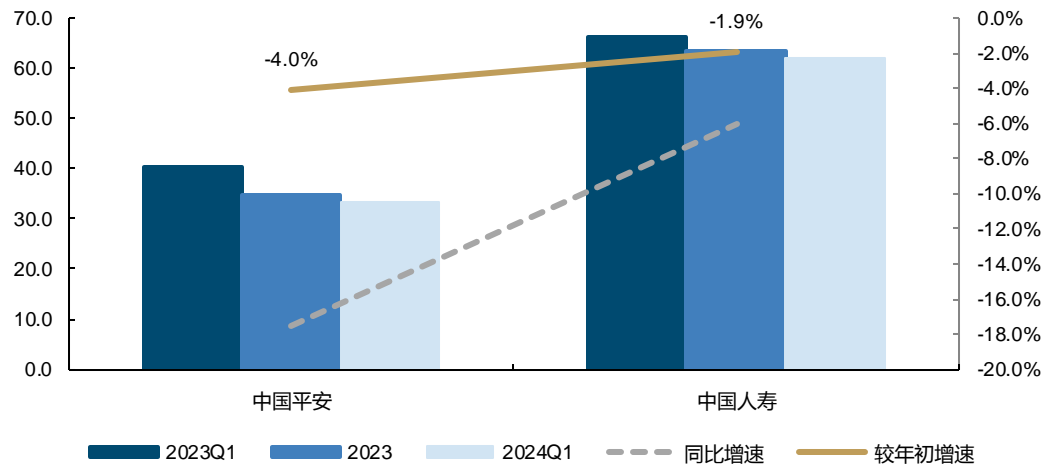


来源: 各公司财报, 国金证券研究所

代理人渠道改革成效持续显现, 量稳质升态势延续。截至 2024Q1, 1) 国寿个险销售人力为 62.2 万, 同比、较上年末分别-6.0%、-1.9%, 队伍规模企稳态势巩固, 且质态明显改善, 绩优人群数量和占比持续实现双提升, 月人均首年期交保费同比+17.7%, 新型营销模式“种子计划”试点已在江苏、广东、深圳等省级机构启动; 2) 平安代理人数量为 33.3 万人, 较上年末-4%/-1.4 万人, 产能持续提升, 人均 NBV 同比+56.4%, 新增人力中“优+”占比提升 11pct; 3) 太保绩优队伍规模稳定, 产能及收入持续攀升, U 人力月人均首年规模保费同比+33.7%至 8.3 万元、月人均首年佣金收入同比+14.1%至 9313 元, 优增优育成效显著, 招募人力、新人产能、新人贡献占比均同比提升; 4) 新华绩优人力规模及人均产能均有较大幅度的提升。



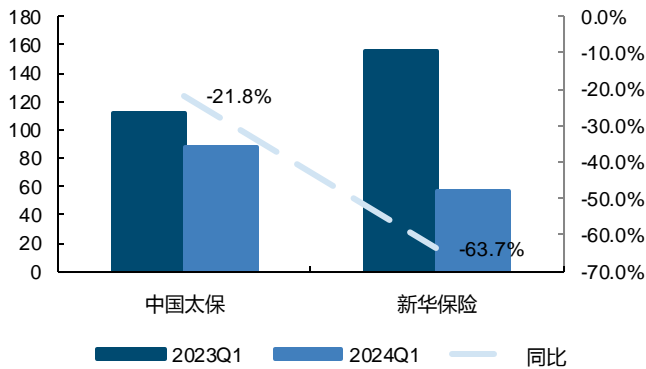
图表14: 平安、国寿代理人情况 (万人)



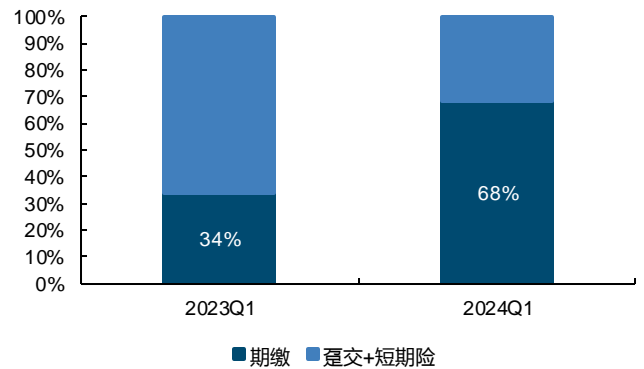
来源: 各公司财报, 国金证券研究所

2) 银保渠道: 受报行合一影响新单保费大幅下滑, 但预计 Margin 有较好改善。2024Q1 太保、新华银保新单分别同比-21.8%、-63.7%, 主要受报行合一影响, 但期缴占比提升(新华期缴新单占比同比+34pct)+手续费大幅压降, 预计 Margin 有较好改善。

图表15: 上市险企银保渠道新单保费情况 (亿元)



图表16: 新华保险银保渠道新单保费结构



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

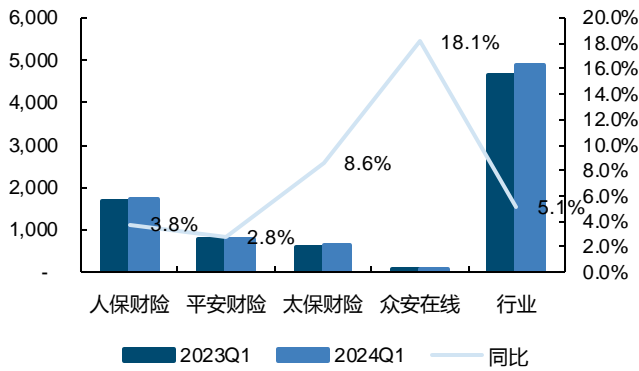
4 财险: 非车险增速分化, COR 受自然灾害影响普遍抬升

4.1 保费: 车险保费低个位数增长, 非车险表现分化

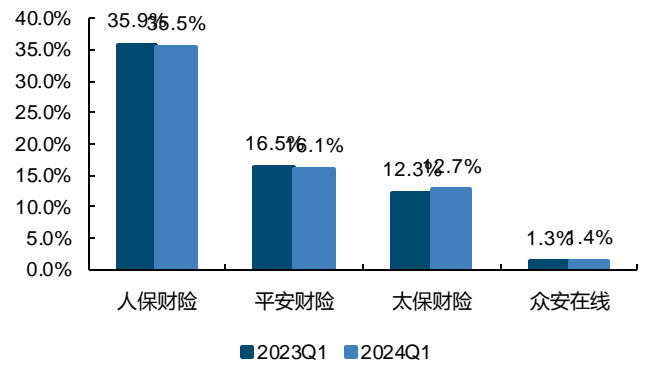
2024Q1 年人保财险、平安财险、太保财险、众安在线原保费收入分别同比+3.8%、+2.8%、+8.6%、+18.1% (行业+5.1%), 表现分化主要受非车险影响。集中度方面, CR3 同比-0.4pct 至 64.3%, 预计主要源于人保、平安加大业务选择主动降速, 以及年初中小险企费用竞争加剧。展望后续, 受春节前期暴雪灾害影响, 预计中小险企一季度整体承保盈利水平不佳, 后续费用投入或将减少, 龙头险企市占率有望回升。



图表17: 上市险企财险保费 (亿元)



图表18: 财险行业集中度



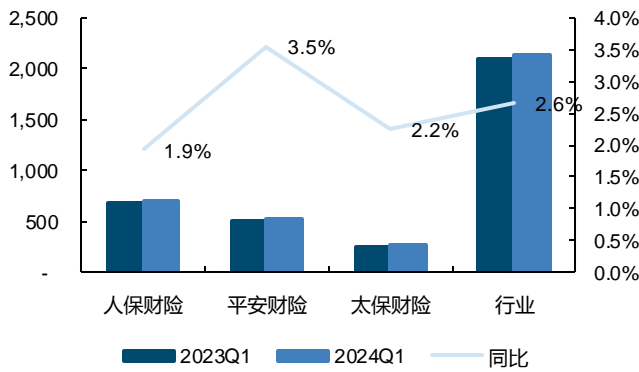
来源: 各公司公告、金融监管总局官网, 国金证券研究所

来源: 各公司公告、金融监管总局官网, 国金证券研究所

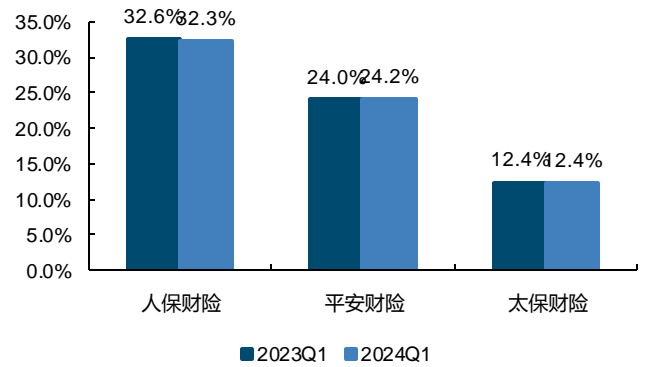
车险方面: 整体实现低个位数增长。2024Q1 人保财险、平安财险、太保财险车险保费同比分别+1.9%、+3.5%、+2.2% (行业+2.6%), 除平安外均低于行业增速, 预计主要源于年初中小险企费用竞争加强, 且人保财险主动调整业务结构, 压降车均保费更高的营运货车业务, 致使车均保费同比-3.1%。

展望后续, 1) 根据蓝鲸新闻报道, 受雪灾影响, 今年前两个月车险综合成本率已上升至 99.3%, 达到盈亏平衡点附近, 且 2023 年中小险企承保端压力明显 (74 家非上市财险公司中有 48 家综合成本率超过 100%, 其中有 21 家超过 110%), 预计中小险企后续费用竞争将趋缓, 2) 商务部、财政部等 7 部门印发《汽车以旧换新补贴实施细则》的通知, 在单车补贴额、财政安排和潜在刺激的盘子等方面均超预期, 叠加汽车下乡、购车补贴等汽车消费政策的持续落地, 预计后续车险增速有望回升至 5% 左右的正常水平。

图表19: 上市险企车险保费 (亿元)



图表20: 车险行业集中度

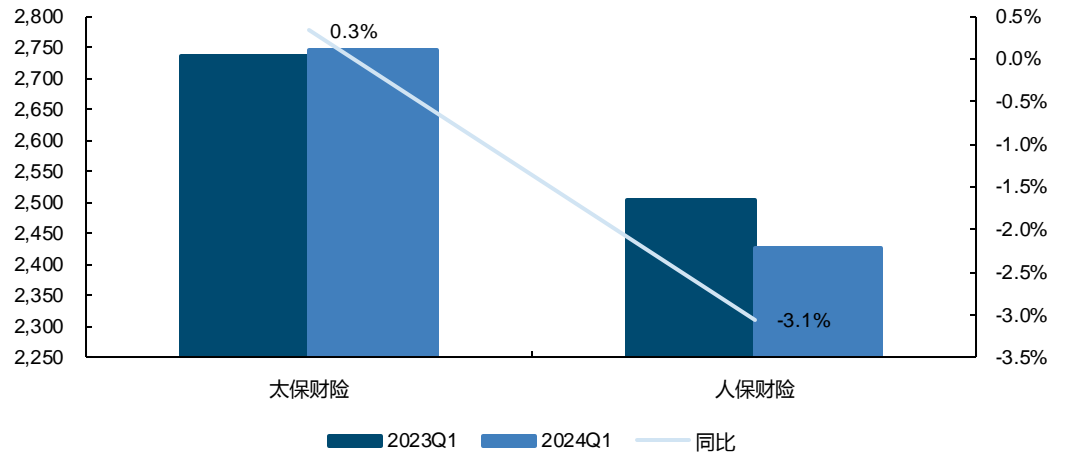


来源: 各公司公告、金融监管总局官网, 国金证券研究所

来源: 各公司公告、金融监管总局, 国金证券研究所



图表21: 上市险企车均保费 (元)



来源: 中国太保公司公告、中国人民财产保险官网, 国金证券研究所

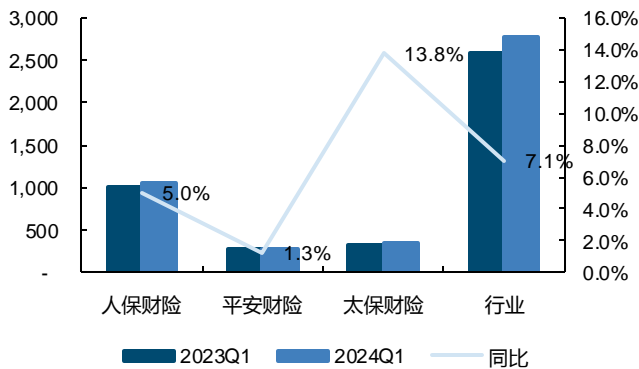
图表22: 汽车“以旧换新”政策要点

补贴主体	个人消费者	
报废车型类别	国三及以下排放标准燃油车	2018年4月30日前(含当日)注册登记的新能源乘用车
新购置车辆	2.0L及以下排量燃油乘用车	纳入工信部目录的新能源乘用车
补贴额度	7000元(报废符合条件燃油车)	1万元(报废2类旧车)
财政安排	中央财政和地方财政总体按6:4分担	
	东部省份 5:5	中部省份 6:4 西部省份 7:3

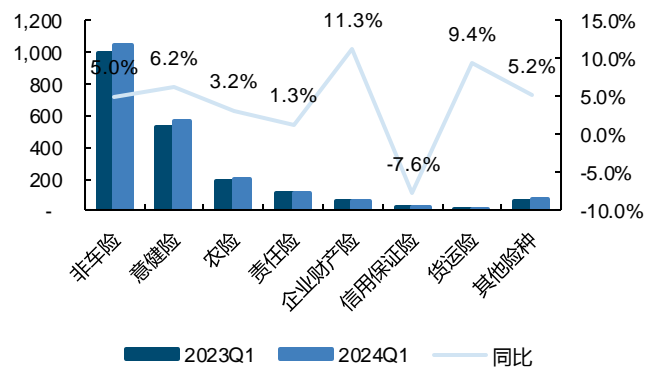
来源: 中国政府网官方公众号, 国金证券研究所

非车险方面, 人保财险、平安财险、太保财险非车险保费同比+5.0%、+1.3%、+13.8% (行业+7.1%)。从细分险种看, 人保财险增速低于行业主要受农险、责任险、信用保证险等险种拖累, 预计主要源于公司主动压降盈利性较差或不符合保险原理的业务(如雇主责任险、商业性农险、医疗责任险等); 展望后续, 3月起公司农险、意健险、企财险、信用保证险业务增速回暖, 预计全年有望实现高个位数增长。

图表23: 上市险企非车险保费 (亿元)



图表24: 人保财险非车险分险种累计保费收入 (亿元)

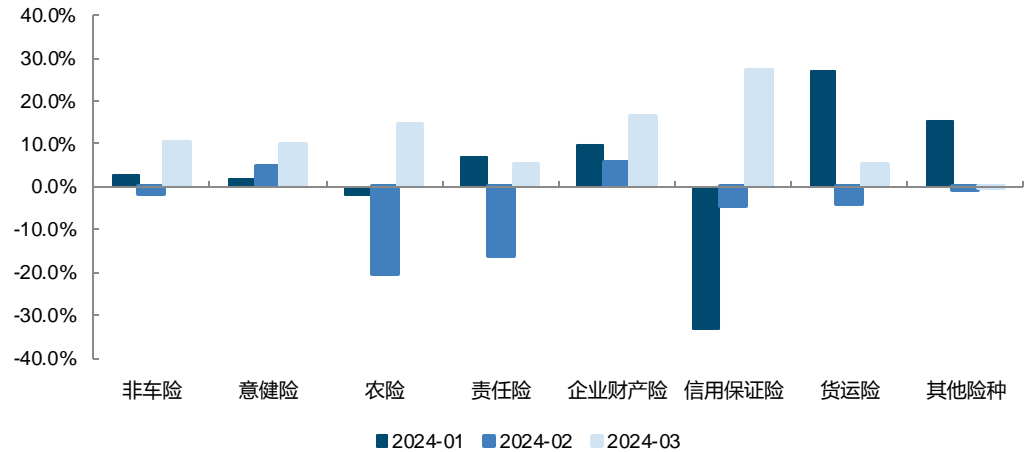


来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 中国人保公司公告, 国金证券研究所



图表25: 人保财险非车险分险种单月保费增速

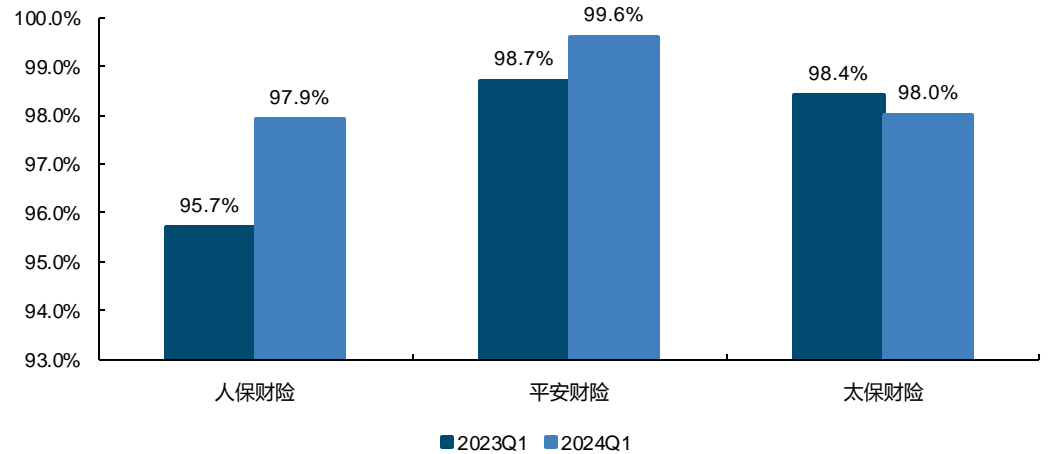


来源: 中国人保公司公告, 国金证券研究所

4.2 COR: 暴雪灾害+出行恢复, COR 普遍抬升

2024Q1 人保财险、平安财险、太保财险综合成本率分别为 97.9%、99.6%、98.0%，同比分别+2.2pct、+0.9pct、-0.4pct，主要受疫情因素出清出险率恢复常态化及暴雪等自然灾害影响；平安 COR 远高于同业主要受保证险拖累，如剔除保证险 COR 为 98.4%，此外，暴雪灾害对平安 COR 影响为+2.0pct。展望后续，人保财险维持“车险 COR 低于 97%、非车险低于 100%”目标不变，预计全年 COR 有望保持 98%左右的较好水平。

图表26: 上市险企综合成本率



来源: 各公司财报, 国金证券研究所

5 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，2024Q1 上市险企 NBV 高速增长态势延续。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 2024 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。

负债端整体表现较好，资产端预期的边际改善带来的保险股估值修复行情预计将持续。短期来看，中央政治局会议对房地产工作做出新部署，再提“因城施策”和“保交房”，强调要“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，整体导向更积极，叠加股市



向上反弹，保险股阶段性的估值反弹将持续。中期静待经济预期好转之下长端利率阶段性抬升的机会，以及负债端的产品转型进展，即刚性负债成本下降和下降之后的销售企稳。截至4月30日，国寿A、平安A、太保A、新华A的2023PEV分别为0.69、0.54、0.47、0.39倍，友邦、太平的2023PEV分别为1.23、0.13倍，均处于估值低位。

建议保险股关注3条主线：1) 股市向上的β驱动估值反弹的寿险股：中国太保A、中国人寿A、新华保险A、中国太平H；2) 高股息逻辑：中国太保H，2023股息率6.5%且24年股息预计稳定提升，兼具估值修复弹性和高股息逻辑；3) 港股估值修复+利润高弹性的低估值的互联网财险标的：众安在线。

图表27：保险公司静态PEV（截至4.30）

		最大值	最小值	均值	中位数	PEV 估值	2018 年来分位数	2023 股息率	2023 分红比例
A 股	中国人寿 A	1.56	0.57	0.88	0.85	0.69	14%	1.4%	58%
	中国平安 A	1.74	0.47	1.01	1.07	0.54	7%	5.9%	37%
	中国太保 A	1.36	0.35	0.72	0.68	0.47	20%	4.0%	36%
	新华保险 A	1.44	0.28	0.67	0.64	0.39	21%	2.7%	30%
	中国人寿 H	0.85	0.17	0.42	0.36	0.21	8%	4.5%	58%
H 股	中国平安 H	1.75	0.36	0.97	1.06	0.43	7%	7.4%	37%
	中国太保 H	1.08	0.21	0.52	0.48	0.29	12%	6.5%	36%
	新华保险 H	0.95	0.14	0.37	0.32	0.17	8%	6.2%	30%
	友邦保险 H	2.60	0.98	1.91	1.94	1.23	2%	2.8%	37%
	中国太平 H	1.01	0.09	0.35	0.27	0.13	9%	4.2%	17%

来源：wind，各公司财报，国金证券研究所 注：最大值/最小值/均值/中位数均为自2018年或上市之日开始计算，平安、友邦分红比例为营运利润口径

图表28：保险公司PB（MRQ，截至4.30）

		最大值	最小值	均值	中位数	PB 估值	2018 年来分位数	2023 股息率	2023 分红比例
A 股	中国人保	3.91	0.85	1.40	1.19	0.94	8%	3.0%	30%
	中国人保	1.22	0.38	0.59	0.48	0.42	16%	6.7%	30%
H 股	中国财险	1.64	0.58	0.92	0.84	0.85	53%	5.5%	44%
	众安在线	13.92	0.74	2.72	2.15	0.88	1%	/	/

来源：wind，国金证券研究所 注：最大值/最小值/均值/中位数均为自2018年或上市之日开始计算

风险提示

- 1) 监管趋严：或对新单销售形成负面影响；
- 2) 权益市场波动：将直接降低保险公司的投资收益，拖累利润表现；
- 3) 长端利率大幅下行：将进一步引发市场对保险公司利差损的担忧；
- 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