

## 保险 II

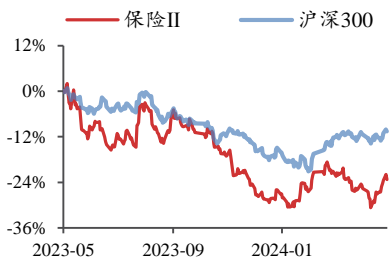
2024 年 05 月 07 日

## 负债端保持高质量增长，关注资产端复苏的 $\beta$ 弹性

——险企综述：2024 年一季报综述

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《3 月财险保费增速回暖，2024 年负债端展望乐观——行业点评报告》

-2024.4.17

《负债端高质量增长可期，看好左侧布局机会——险企综述：2023 年报综述暨一季报前瞻》-2024.4.10

《2 月人身险保费正增长，经代报行合一利好头部险企——行业点评报告》

-2024.3.18

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

唐关勇（联系人）

tanguanyong@kysec.cn

证书编号：S0790123070030

### ● 负债端保持高质量增长，关注资产端回暖下业绩改善机遇

**(1) 2024Q1 季报高质量增长延续，NBV 增速超预期：**人保寿险+82%、新华保险+51%、中国太保+31%（非可比口径）、中国人寿+26.3%、中国平安+21%。价值延续高增主要受益于险企主动调整产品策略，提升政策端呵护降本增效。新单保费总体增速放缓但期交占比明显提升，产品预定利率下调、报行合一降本增效、期限结构优化推动新业务价值率明显改善。Q1 受权益市场高基数和长端利率下行影响，投资端拖累整体净利润。受疫后出行率提升和大灾多发影响，财险综合成本率整体提高。**(2) 展望全年 NBV 预计保持较好增速。**2 季度同期基数高企，NBV 累计增速预计逐步回落，而考虑到全年新业务价值率明显抬升、渠道产能持续提升、后续银保渠道逐步修复，预计全年 NBV 仍保持较好增长，好于年初市场预期；**(3) 政策端呵护降本增效。**监管多措并举（预定利率调降，报行合一，调降万能和分红险结算利率），龙头险企积极调整产品结构（提升期缴产品、缩短关键产品资产负债久期差），预计行业负债成本持续回落，利于缓解市场对利差损风险的担忧；**(4) 关注核心估值压制因素资产端修复机遇，**长端利率底部企稳，央行多次表态长端利率过低，叠加地产领域松绑政策和宏观经济数据改善，预计资产端阶段性有望给保险股带来催化。保险股 1 季度机构持仓明显回落，PEV 估值回到历史低位，负债端景气度向好，资产端催化下，看好估值修复机会。推荐中国太保、中国人寿，受益标的中国平安。推荐高股息率的中国财险。

### ● 投资端拖累 Q1 净利润表现，中长期看承保利润释放预计保持稳定

**2024Q1 上市险企归母净利润除太保外均负增长。**净利润分别同比为：中国太保+1.1%、中国平安-4.3%、中国人寿-9.3%、中国人保-23.5%、新华保险-28.6%、中国财险-38.3%。保险服务业绩分别中国太保+3.2%、中国平安-1.0%、新华保险-14.1%、中国人寿-27.2%、中国财险-31.7%，承保利润释放来自 CSM 摊销，与当前 NBV 高景气预计为后续利润释放做足储备。**投资服务业绩整体承压：**2024Q1 分别同比中国平安-4.2%、中国人寿-8.8%、中国太保-22.0%、新华保险-43.0%、中国财险-53.3%，预计主因权益市场高基数+长端利率下滑影响。中国平安归母营运利润同比-3.0%降幅收窄，寿险和银行等分别同比+2.2%、+2.3%。

### ● 寿险 NBV 超预期，财险 COR 提升，投资端受权益高基数+利率下降影响

**(1) 寿险：2024Q1NBV 超预期，主因期限结构改善+报行合一降本增效+预定利率下调带来 margin 提升。**新单保费结构明显改善，中国太保、新华保险个险新单占比分别同比+11.6pct/+21.9pct；中国人寿 10 年期及以上产品同比+25.4%；中国太保个险新单期缴保费同比+25%。中国平安 2024Q1margin+6.5pct 至 22.8%。中国太保同比+3.7pct 至 15.8%。人均产能持续提升中国人寿和中国平安人力规模较年初-1.9%/-4.0%，中国人寿个险月均首年保费同比+17.7%，中国平安理人渠道人均 NBV 同比+56.4%，中国太保 U 人力月人均首年规模保费同比+33.7%。**(2) 财险：太保财险 COR 改善，平安和人保受大灾+出行率影响 COR 提升，**2024Q1 中国财险 COR 同比+2.2pct 至 97.9%，平安财险同比+0.9pct 至 99.6%，太保财险同比-0.4pct 至 98.0%。新能源车定价新规有望推动 COR 改善，绿色保险高质量发展意见对政策性农险业务直接受益。**(3) 投资端：投资资产规模稳步增长，投资收益率受市场波动和利率下行拖累。**受益 FVOCI 市值增长下投资资产保持稳增，投资收益率下滑与权益投资高基数、新增固收和存量再配置资产收益率下滑有关。**(4) 偿付能力：**上市险企核心偿付能力充足率高于监管标准，部分险企环比下降明显，预计将发行资本补充债用于补充核心资本。

**● 风险提示：**保险需求复苏不及预期；寿险转型进展慢于预期；长端利率下行及资本市场波动风险。

## 目 录

1、 总体情况：2024Q1 净利润承压，投资端拖累整体表现.....	4
2、 业务：寿险延续高景气，财险 COR 提升，投资为拖累项.....	6
2.1、 寿险：负债端保持高景气，Margin 改善支撑 NBV 延续高增长.....	6
2.2、 财险：COR 提升受出行率提升与巨灾影响，关注政策端积极催化.....	10
2.3、 资产端：投资资产规模稳步增长，投资收益率受市场波动拖累.....	12
2.4、 偿付能力：整体高于监管要求，部分险企预计发行资本补充债.....	13
3、 未来展望：负债端延续高景气，关注复苏预期的 beta 催化.....	14
4、 投资建议.....	18
5、 风险提示.....	19

## 图表目录

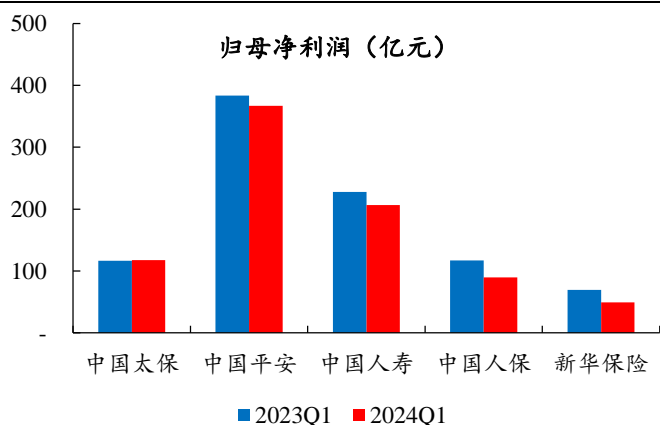
图 1： 2024Q1 多数上市险企归母净利润同比承压.....	4
图 2： 2024Q1 上市险企归母净利润同比下降（除太保）.....	4
图 3： 2024Q1 寿险保费受报行合一和开门红新规影响.....	5
图 4： 2024Q1 寿险保险服务收入表现分化.....	5
图 5： 中国平安 2024Q1 营运利润同比降幅较 2023 年收窄.....	5
图 6： 2024Q1 上市险企 NBV 同比延续高增.....	6
图 7： 2024Q1 新单保费受同比有所下降.....	7
图 8： 2024Q1 上市险企 NBV margin 明显改善.....	7
图 9： 2024Q1 上市险企个险新单保费占比提升.....	7
图 10： 2024Q1 上市险企银保新单保费占比下降.....	7
图 11： 上市险企 2024Q1 末代理人规模下降趋势放缓.....	9
图 12： 上市险企代理人产能延续上升趋势.....	9
图 13： 上市险企 13 个月保单继续率明显提升.....	9
图 14： 上市险企 25 个月保单继续率明显提升.....	9
图 15： 2024Q1 各财险企业保险服务收入保持稳定.....	10
图 16： 上市险企 2024Q1 财险保费同比增长.....	10
图 17： 上市险企 2024Q1 车险保费同比增速放缓.....	10
图 18： 2024Q1 上市险企非车险保费增速分化.....	11
图 19： 2024Q1 末上市险企业务结构持续优化.....	11
图 20： 上市险企 2024Q1 综合成本率表现分化，中国太保 COR 持续改善.....	11
图 21： 2023 年公路客运量同比回升预计是车险出险率提升的主要原因.....	12
图 22： 2023 年上市险企投资资产稳步增长.....	12
图 23： 2023 年上市险企净投资收益率均有下滑.....	13
图 24： 2023 年多数上市险企总投资收益率承压.....	13
图 25： 2024Q1 上市险企 NBV margin 明显改善.....	15
图 26： 2024 年中国太保万能险账户结算利率持续下降.....	15
图 27： 保险行业代理人规模自 2019 年以来连续下降 5 年.....	15
图 28： 2023 年上市险企个险渠道人均产能明显改善.....	16
图 29： 2023 年以来乘用车累计销量保持稳增.....	16
图 30： 2023 年以来新能源汽车累计销量同比高增.....	16
图 31： 十年期国债持续走低，截至 2024 年 4 月末至 2.30%.....	17

表 1: 2024Q1 上市险企保险服务业绩表现分化, 投资服务业绩受权益市场波动和利率下降拖累 .....	4
表 2: 2024Q1 集团分部营运利润表现分化, 寿险和银行等核心业务表现稳定 .....	5
表 3: 中国太保 2024Q1 个险新单期缴同比+25%, 银保续期同比+220%.....	7
表 4: 2024Q1 中国人寿新单结构改善, 十年期及以上首年期交保费同比+25.4%, 趸缴同比-74.9%.....	8
表 5: 各上市险企及其子公司偿付能力充足率有所下降, 部分险企预计通过发行资本补充债券提升充足率 .....	13
表 6: 2023 年 8 月以来报行合一政策持续推进, 银保和经代渠道已经落地, 关注个险渠道落地情况 .....	14
表 7: 加强跨部委沟通协同, 加大各类养老金引入力度, 提高权益投资比例 .....	17
表 8: 2023 年 8 月以来监管频繁提及鼓励中长期资金入市, 促进投融资动态平衡 .....	17
表 9: 上市险企受益标的估值表 .....	18

## 1、总体情况：2024Q1 净利润微幅承压，投资端拖累整体表现

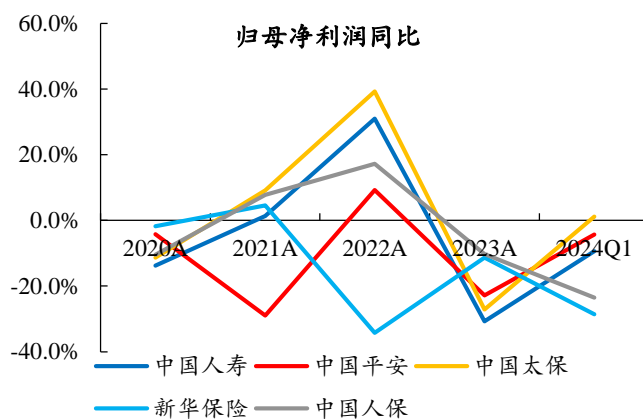
2024Q1 末多数上市险企归母净利润承压，中国太保承保端凸显韧性。(1) 2024Q1 上市险企归母净利润除太保外均负增长。净利润分别同比中国太保+1.1%、中国平安-4.3%、中国人寿-9.3%、中国人保-23.5%、新华保险-28.6%、中国财险-38.3%。(2) 保险服务业绩除太保外均为负增长：中国太保+3.2%、中国平安-1.0%、新华保险-14.1%、中国人寿-27.2%、中国财险-31.7%；承保利润释放与当期 CSM 摊销释放相关，当期 CSM 释放与过往几年价值贡献以及 CSM 存量相关。(3) 投资服务业绩整体承压：2024Q1 分别同比中国平安-4.2%、中国人寿-8.8%、中国太保-22.0%、新华保险-43.0%、中国财险-53.3%。Q1 上市险企投资端同比下降主要系同期权益市场高基数，长端利率下滑导致新增固收资产和存量资产再配置收益率双下滑。FVOCI 市值上升带来净资产提升，但多为配置盘而未处置兑现投资收益。

图1：2024Q1 多数上市险企归母净利润同比承压



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图2：2024Q1 上市险企归母净利润同比下降（除太保）



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表1：2024Q1 上市险企保险服务业绩表现分化，投资服务业绩受权益市场波动和利率下降拖累

利源分析	中国人寿			中国平安			中国太保			新华保险		
	2023Q1	2024Q1	YOY	2023Q1	2024Q1	YOY	2023Q1	2024Q1	YOY	2023Q1	2024Q1	YOY
单位：百万元												
保险服务业绩	15,892	11,572	-27.2%	26,042	25,781	-1.0%	9,347	9,644	3.2%	4,485	3,851	-14.1%
投资服务业绩	19,378	17,674	-8.8%	18,501	17,733	-4.2%	7,703	6,009	-22.0%	4,438	2,530	-43.0%
保险+投资	35,270	29,246	-17.1%	44,543	43,514	-2.3%	17,050	15,653	-8.2%	8,923	6,381	-28.5%
其他服务业绩	-9,617	-2,475		10,719	9,103	-15.1%	-2,139	-1,606		-878	-1,228	
税前利润总额	25,653	26,771	4.4%	55,262	52,617	-4.8%	42,483	32,001	-24.7%	8,045	5,153	-35.9%
净利润	22,770	20,644	-9.3%	38,352	36,709	-4.3%	11,626	11,759	1.1%	6,917	4,942	-28.6%
承保利润占比	62%	43%		47%	49%		22%	30%		56%	75%	
投资利润占比	76%	66%		33%	34%		18%	19%		55%	49%	
承保+投资利润占比	137%	109%		81%	83%		40%	49%		111%	124%	
剩余业务净收入占比	-37%	-9%		19%	17%		-5%	-5%		-11%	-24%	

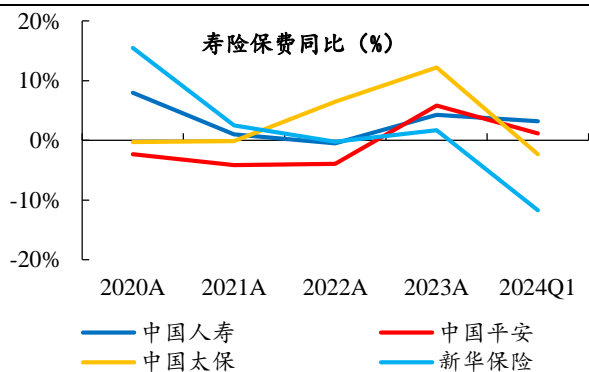
数据来源：各公司年报、开源证券研究所

注：(1) 保险服务业绩=(保险服务收入-保险服务费用)+分出保费的分摊-摊回保险服务费用)；

(2) 投资服务业绩=(利息收入+投资收益+公允价值变动)-(承保财务损失-分出再保险财务收益)；

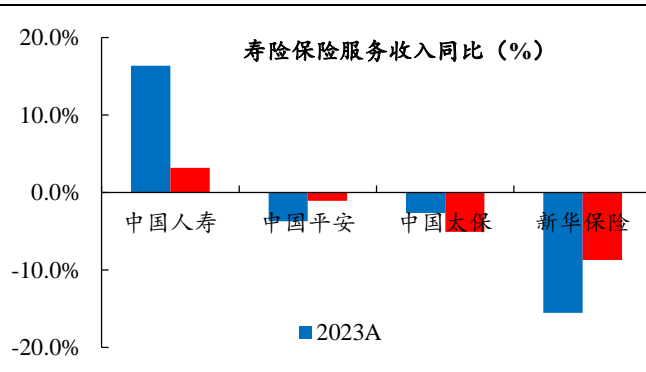
(3) 其他服务业绩=税前利润总额-承保利润-投资利润。

图3: 2024Q1 寿险保费受报行合一和开门红新规影响



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

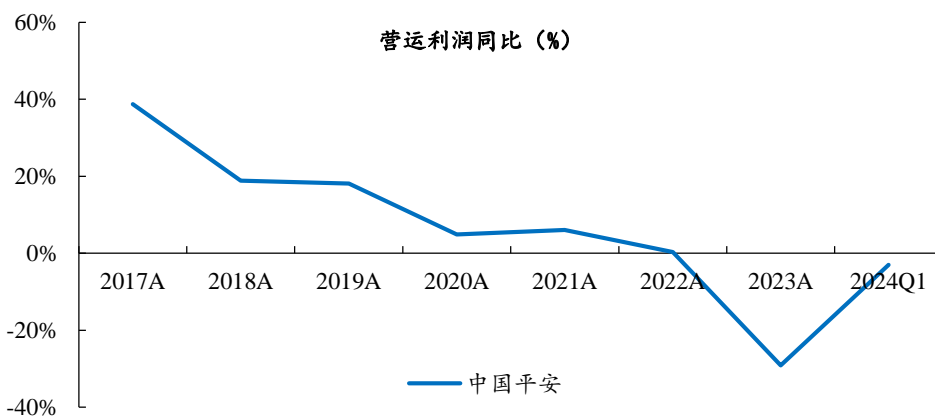
图4: 2024Q1 寿险保险服务收入表现分化



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

**2024Q1 中国平安营运利润降幅收窄, 核心业务表现稳定。**集团归母营运利润 387 亿元、同比-3.0%, 其中寿险+2.2%、财险-14.3%、银行+2.3%、资管-30.3%、科技转亏 2 亿; 归母净利润 367 亿元、同比-4.3%。

图5: 中国平安 2024Q1 营运利润同比降幅较 2023 年收窄



数据来源: 中国平安 2024Q1 季报、开源证券研究所

表2: 2024Q1 集团分部营运利润表现分化, 寿险和银行等核心业务表现稳定

单位: 百万元	2023Q1	2024Q1	同比
集团归母合并	39,920	38,709	-3.0%
寿险及健康险业务	26,696	27,288	2.2%
财险保险业务	4,523	3,874	-14.3%
银行业务	8,462	8,654	2.3%
资产管理业务	1,305	910	-30.3%
科技业务	693	-202	-129.1%
其他业务及合并抵消	-1,759	-1,816	3.2%

数据来源: 中国平安 2024Q1 季报、开源证券研究所

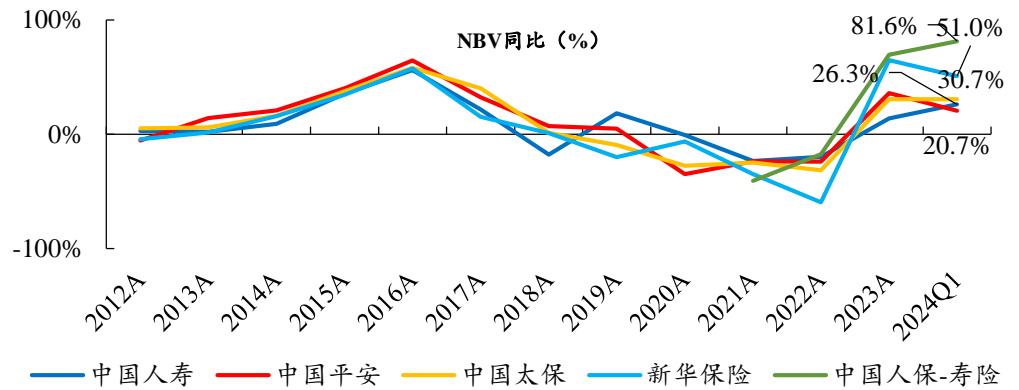


## 2、业务：寿险延续高景气，财险 COR 提升，投资为拖累项

### 2.1、寿险：负债端保持高景气，Margin 改善支撑 NBV 延续高增长

2024Q1 上市险企 NBV 延续高增长，主要受益期交结构改善+“报行合一”降本增效+预定利率下调带来的 Margin 提升。2024Q1 上市险企 NBV 同比延续高增，且略优于预期：人保寿险+82%、新华保险+51%、中国太保+31%、中国人寿+26.3%、中国平安+21%，其中除中国太保外，其余上市险企均为按 2023 年新经济假设回溯的可比口径 NBV 增速。

图6：2024Q1 上市险企 NBV 同比延续高增

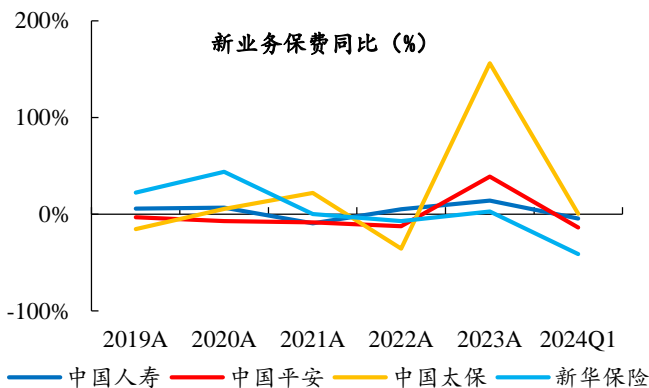


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：除中国太保外，上述 NBV 同比增速为按 2023 年新经济假设同比口径增速。

**新单保费同比增速放缓但结构明显改善，险企主动调整结构利于长期价值提升。**(1) 上市险企 2024Q1 新单保费及同比分别为中国人寿 1124.4 亿元、同比-4.4%，中国平安 566.3 亿元、同比-13.6%，中国太保 328.3 亿元、同比+0.4%，新华保险 125.9 亿元、同比-41%。同比增速放缓与银保“报行合一”和开门红新规有关。(2) **新单渠道结构改善，个险新单保费占比提升。**2024Q1 个险渠道人均产能持续提升，中国太保、新华保险个险新单占比提升至 49.2%和 43.9%，分别同比+11.6pct 和+21.9pct。(3) **新单期限结构改善，长期期缴保费占比提升。**中国人寿 2024Q1 公司首年保费同比-4.4%，首年期缴保费同比+4.7%，其中 10 年期及以上产品同比+25.4%，占新单期缴保费比重 33.7%，同比+5.6pct；中国太保个险新单期缴保费同比+25%；新华保险个险新单期缴/银保新单期缴占比分别+2pct/+34pct 至 98%/68%。

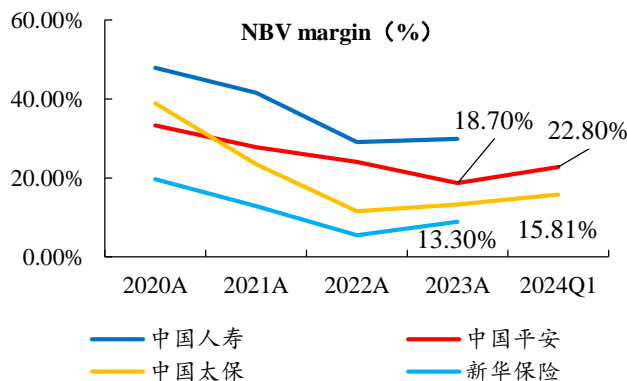
图7：2024Q1 新单保费同比增速有所下降



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：新单保费口径为长期险首年保费+短期险保费。

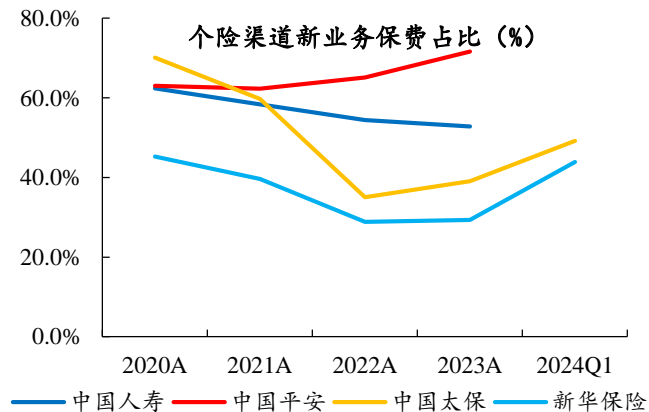
图8：2024Q1 上市险企 NBV margin 明显改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

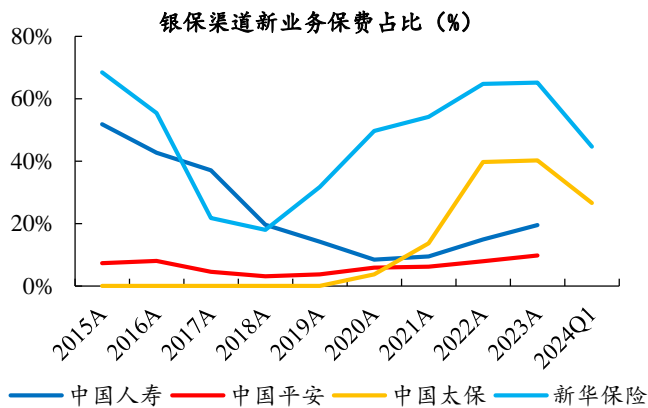
注：中国平安为公司披露的按首年保费计算 Margin，中国太保为披露的首年保费和 NBV 计算的 Margin。

图9：2024Q1 上市险企个险新单保费占比提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图10：2024Q1 上市险企银保新单保费占比下降



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

**Margin 明显提升**受益期限结构改善、报行合一降本增效、产品预定利率下调。中国平安披露 2024Q1NBV margin（按首年保费）提升 6.5pct 至 22.8%。我们测算中国太保 2024Q1 NBV margin 同比+3.7pct 至 15.8%，考虑其他上市险企在新单保费整体下降趋势下 NBV 延续高增，预计价值率均有改善。**新业务价值率改善主要受益于：**(1) 上市险企主动调整业务结构，新单期缴保费占比提升（减伤问），银保续期保费明显高增。2024Q1 中国太保/新华保险银保续期期缴保费分别同比+220%/+46%。(2) 银保和经代渠道“报行合一”政策推动降本增效，险企费差损有所改善；(3) 2023 年 3.5% 预定利率下调和年初万能险等结算利率改善利差损。

表3：中国太保 2024Q1 个险新单期缴同比+25%，银保续期同比+220%

太保-规模保费 (百万元)	2022A	2023A	YOY	2023Q1	2024Q1	YOY
个人客户业务	244,879	252,817	3%	98,800	97,243	-2%
代理人渠道	189,775	195,478	3%	86,511	84,864	-2%
新保业务	28,350	32,377	14%	12,277	16,124	31%

太保-规模保费 (百万元)	2022A	2023A	YOY	2023Q1	2024Q1	YOY
<b>其中：期缴</b>	<b>19,792</b>	<b>26,175</b>	<b>32%</b>	<b>8,443</b>	<b>10,585</b>	<b>25%</b>
续期业务	161,425	163,101	1%	74,234	68,740	-7%
银保渠道	33,826	38,069	13%	12,289	12,379	1%
新保业务	32,140	33,291	4%	11,145	8,718	-22%
<b>续期业务</b>	<b>1,686</b>	<b>4,778</b>	<b>183%</b>	<b>1,144</b>	<b>3,661</b>	<b>220%</b>
团险渠道	21,207	18,096	-15%	9,617	8,646	-10%
新保业务	20,469	17,208	-16%	9,239	7,949	-14%
续期业务	738	888	20%	378	697	84%
其他渠道	71	1,174	1554%	40	61	53%
保险业务收入合计	244,879	252,817	3%	108,457	105,950	-2%
太保新单保费	81,030	84,050	4%	32,701	32,852	0.4%

数据来源：中国太保 2024Q1 季报、开源证券研究所

**表4：2024Q1 中国人寿新单结构改善，十年期及以上首年期交保费同比+25.4%，趸缴同比-74.9%**

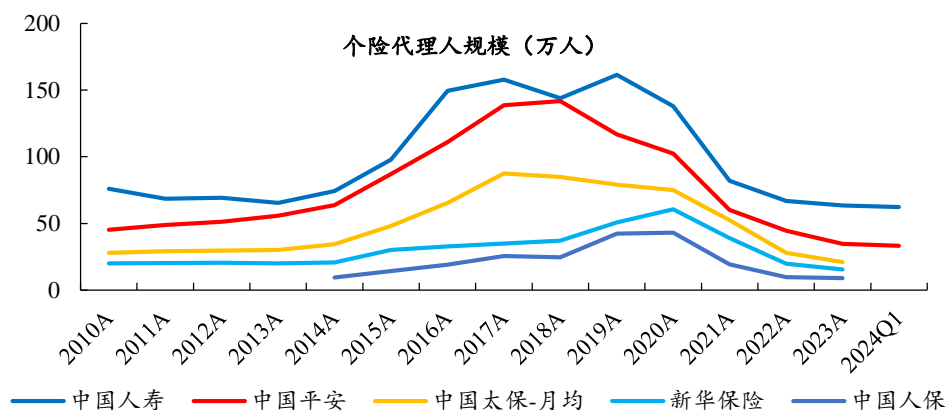
中国人寿 (单位：百万元)	2022A	2023A	YOY	2023Q1	2024Q1	YOY
新单保费	184,767	210,813	14.1%	117,669	112,444	-4.4%
首年期交保费	96,426	112,573	16.7%	71,478	74,825	4.7%
<b>十年期及以上首年期交保费</b>	<b>41,821</b>	<b>49,522</b>	<b>18.4%</b>	<b>20,082</b>	<b>25,191</b>	<b>25.4%</b>
趸交保费	14,077	68,761	388.5%	11,212	2,815	-74.9%
短期险保费	74,264	29,479	-60.3%	34,979	34,804	-0.5%
续期保费	430,423	430,567	0.0%	209,552	225,194	7.5%
总保费	615,190	641,380	4.3%	327,221	337,638	3.2%

数据来源：中国人寿 2024 一季报、开源证券研究所

**2024Q1 人力规模降幅收窄，人均产能延续提升趋势。**(1) **人力规模**：2024Q1 末中国人寿和中国平安人力规模至 62.2 万人和 33.3 万人，分别同比-6.0%/-17.6%，较年初-1.9%/-4.0%，国寿人力规模逐步企稳。(2) **人均产能均明显改善**：中国人寿个险月均首年保费同比+17.7%，“种子计划”试点在江苏、广东、深圳等省级机构启动；中国平安理人渠道人均 NBV 同比+56.4%，新增人力中“优+”占比同比+11pct；中国太保 U 人力月人均首年规模保费 8.3 万元，同比+33.7%，U 人力人均首年佣金收入 9313 元，同比+14.1%。



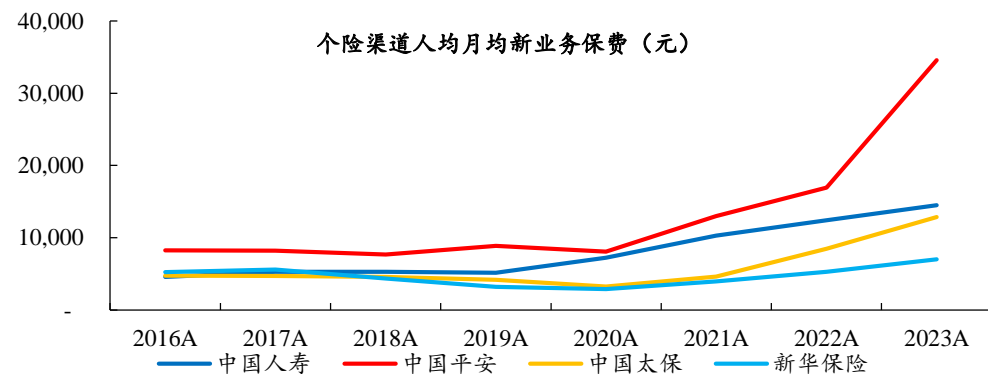
图11: 上市险企 2024Q1 末代理人规模下降趋势放缓



数据来源: 各公司历年年报、开源证券研究所

注: 中国太保为月均人力规模

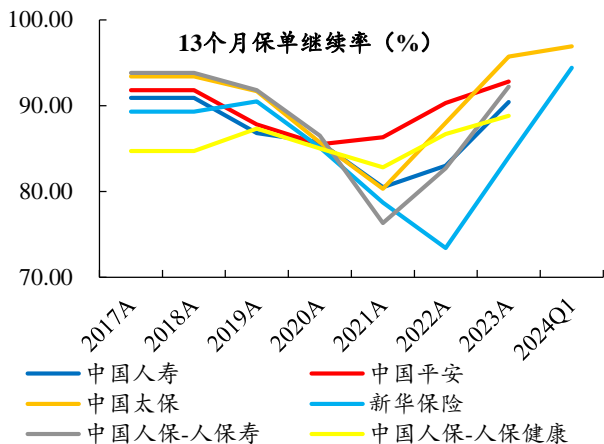
图12: 上市险企代理人产能延续上升趋势



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

保单质量持续提升, 继续率和退保率逐步改善。2024Q1 末中国太保 13 个月/25 个月保单继续率 96.9%/92.9%, 分别同比+1.0/+7.3pct。新华保险 13 个月/25 个月保单继续率分别 94.4%/85.6%, 分别同比+5.2/5.6pct, 退保率同比-0.1pct 至 0.5%。

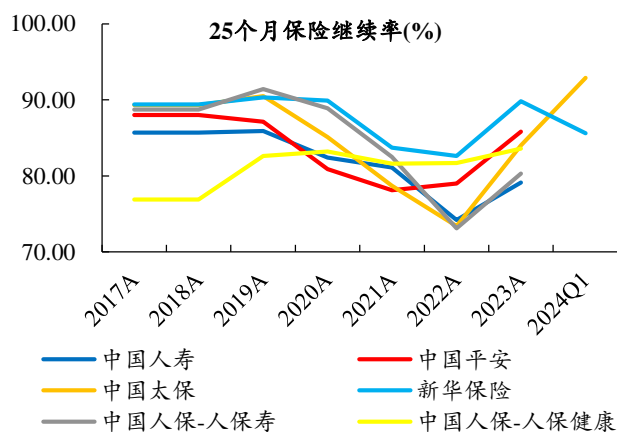
图13: 上市险企 13 个月保单继续率明显提升



数据来源: 各公司历年年报、开源证券研究所

注: 中国人寿为 14 个月保单继续率

图14: 上市险企 25 个月保单继续率明显提升



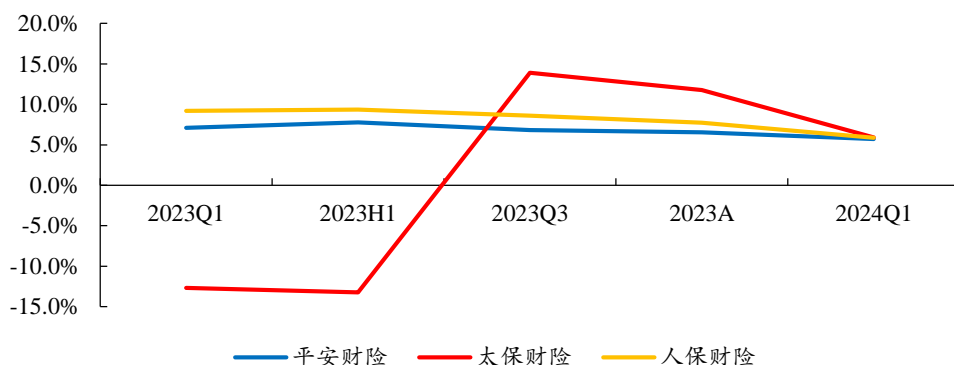
数据来源: 各公司历年年报、开源证券研究所

注: 中国人寿为 26 个月保单继续率

## 2.2、财险：COR 提升受出行率提升与巨灾影响，关注政策端积极催化

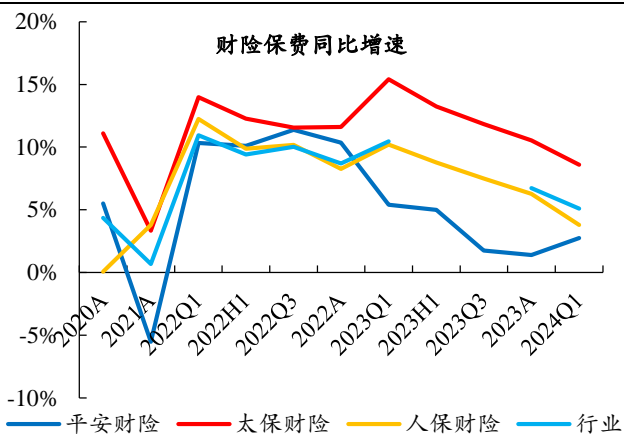
车险综改成果显现+乘用车需求增长下车险保费稳步增长，非车保费表现分化。(1) 2024Q1 上市险企财险保费及同比为：人保财险 1739.8 亿元、同比+3.8%，平安财险 790.8 亿元、同比+2.8%，太保财险 624.9 亿元、同比+8.6%，全行业同比+5.1%。(2) 车险增速有所放缓，分别同比+1.9%、3.5%、2.2%，2 月预计受春节扰动需求有所下降，3 月逐步回暖。(3) 非车险：太保延续高增，人保趋稳，平安恢复正增长。2024Q1 分别同比+13.8%、+5.0%、+1.3%。中国太保非车险保费收入高增预计受益年初政策性保险招投标节奏，深化农险业务，保障广度、深度持续提升，中国人保持续压缩利润微薄的非车险业务，中国平安保证险等高风险业务持续收窄。

图15：2024Q1 各财险企业保险服务收入保持稳定



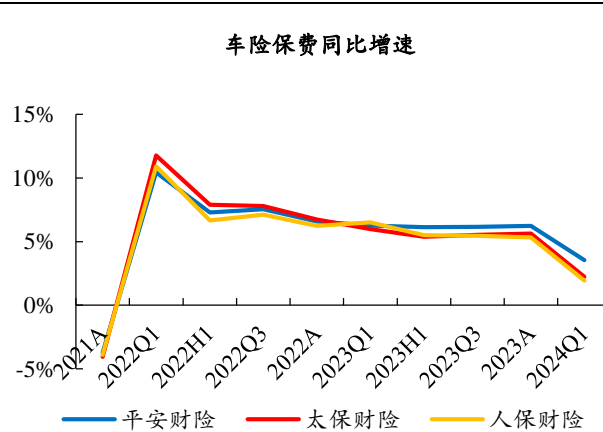
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图16：上市险企 2024Q1 财险保费同比增长



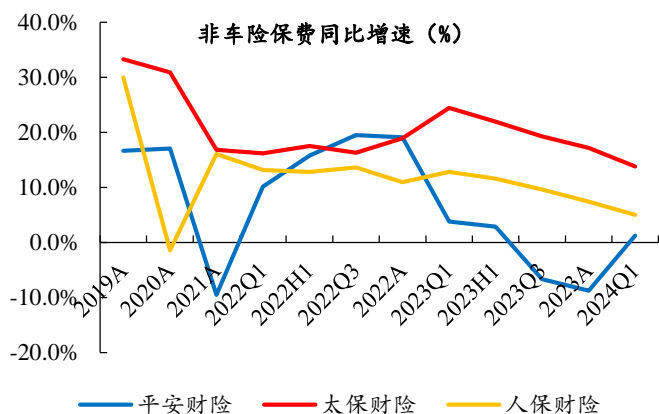
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图17：上市险企 2024Q1 车险保费同比增速放缓



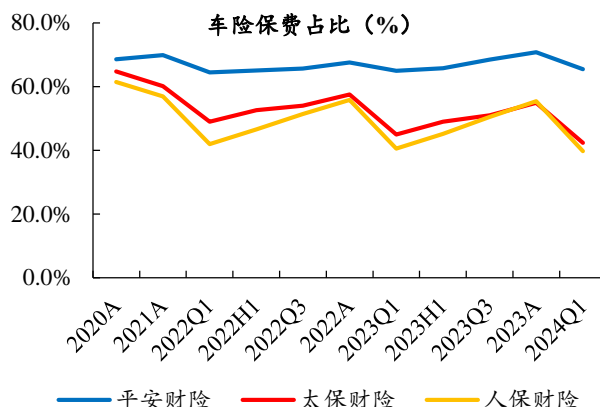
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图18: 2024Q1 上市险企非车险保费增速分化



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

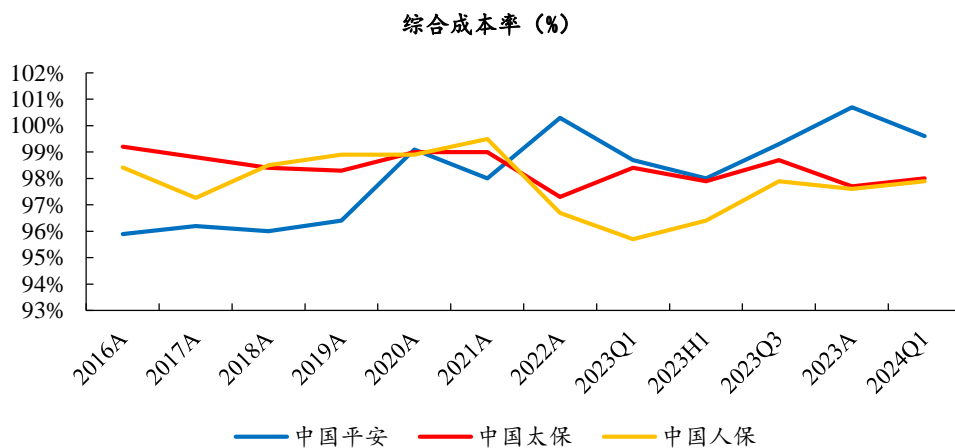
图19: 2024Q1 末上市险企业务结构持续优化



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

中国财险和平安财险 COR 分别提升 2.2pct/0.9pct, 太保财险 COR 下降 4pct。上市险企 20234Q1 中国财险 COR 同比+2.2pct 至 97.9%, 平安财险同比+0.9pct 至 99.6%, 太保财险同比-0.4pct 至 98.0%。COR 提升预计主要受冰冻灾害叠加出行率提高, 灾害损失增加带来赔付率提升。中国财险主因主要系春季雪灾多发和出行率提升造成 COR 提高; 平安财险主要受出行恢复、雪灾及保证险拖累综合成本率, 暴雪灾害增加本季度综合成本率 2.0pct; 车险 COR+1.1pct 至 97.7%, 自然灾害剔除为 96.6%; 太保财险新能源车险成本结构双优化。

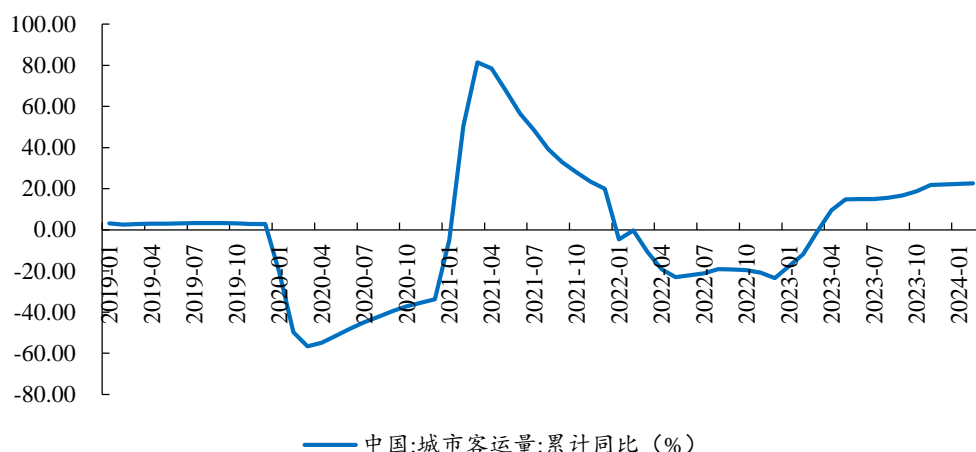
图20: 上市险企 2024Q1 综合成本率表现分化, 中国太保 COR 持续改善



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

注: 2022 年后为综合成本率, 综合成本率=【保险服务费用+(分出保费的分摊-摊回保险服务费用)+(承保财务损失-分出再保险财务收益)+提取保费准备金】/保险服务收入

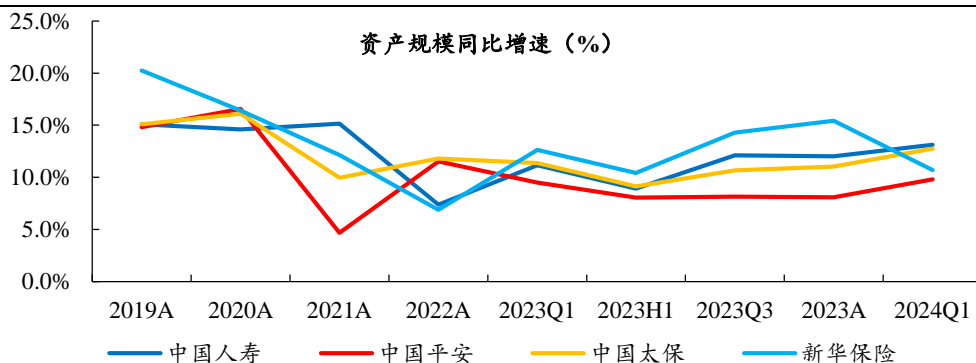
2024Q1 冰冻灾害多发, 叠加高出行率后巨灾损失影响较大。应急管理部发布 2024 年一季度全国自然灾害形势。一季度我国低温雨雪冰冻灾害持续时间长、影响范围广、灾害损失重。全国共发生 12 次冷空气过程, 其中 2 次达到寒潮级别, 4 次出现大范围雨雪天气过程, 特别是发生了 2009 年以来春运期间最严重的低温雨雪冰冻灾害。2024 一季度自然灾害造成农作物受灾面积 944.3 千公顷, 直接经济损失 237.6 亿元。

**图21：2023 年公路客运量同比回升预计是车险出险率提升的主要原因**


数据来源：Wind、开源证券研究所

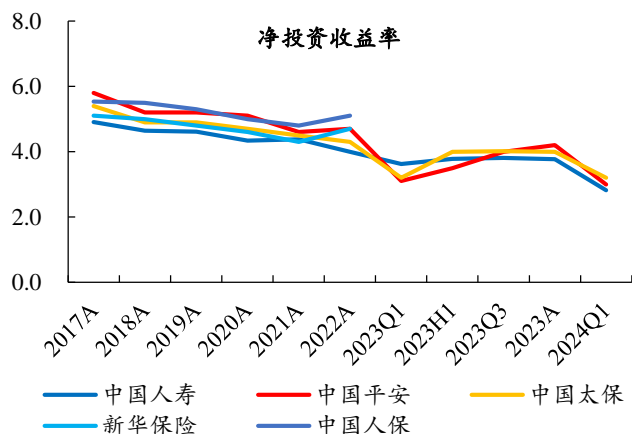
### 2.3、资产端：投资资产规模稳步增长，投资收益率受市场波动拖累

上市险企投资资产规模均有提升，我们预计主要利率下行带来 FVOCI 债券市值提升所致。上市险企 2024Q1 末投资资产规模及较年初分别为中国人寿 5.93 万亿元、较年初+4.6%，中国平安超过 4.93 万亿元、较年初+4.4%，中国太保 2.34 亿元、较年初+4.2%，新华保险 1.37 亿元、较年初+2.3%。

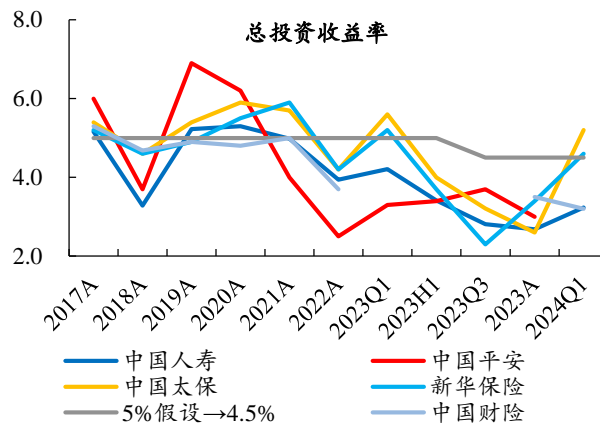
**图22：2023 年上市险企投资资产稳步增长**


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

权益市场同期高基数+长端利率下行+新准则分类是 Q1 上市险企投资收益率普遍下降的原因。(1) 多数险企 2024Q1 年净投资收益率：中国人寿 2.82% (同比-0.8 pct)、中国平安 3.0% (同比-0.1 pct)、中国太保 3.2% (同比持平)；(2) 总投资收益率受权益市场波动拖累，上市险企分别：中国人寿同比 3.23% (同比-1.0pct)、中国太保下降 5.2% (同比-0.4pct)、新华保险 4.6% (同比 0.6pct)，中国财险 3.2% (同比-2.0pct)。2024Q1 沪深 300 上涨 3.1%，同比下降 1.5%，10 年期国债收益率同比下降 56bp 至 2.3%。预计分类为 FVTPL 的权益类资产表现不及同期，新增固收资产和存量资产再投资的收益率下降，FVOCI 债券价格增长但多为配置型资产而未处置转为投资收益。

**图23：2023年上市险企净投资收益率均有下滑**


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

**图24：2023年多数上市险企总投资收益率承压**


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

## 2.4、偿付能力：整体高于监管要求，部分险企预计发行资本补充债

偿付能力充足率环比下降，预计部分险企通过发行资本补充债提高核心偿付能力充足率。2024Q1末，寿险主要业务主体核心偿付能力充足率分别为中国人寿155%、平安人寿120.4%、太平洋人寿108%、新华人寿142.6%，部分险企核心偿付能力充足率降幅较大，但仍高于监管红线，预计与资本占用提高有关，预计通过发行资本补充债、优化资本管控等方式改善充足率。

**表5：各上市险企及其子公司偿付能力充足率有所下降，部分险企预计通过发行资本补充债券提升充足率**

偿付能力充足率	核心偿付能力充足率			综合偿付能力充足率		
	2023A	2024Q1	环比变化	2023A	2024Q1	环比变化
中国人寿	158.2%	155.0%	-3.2%	218.5%	209.2%	-9.4%
中国平安	160.3%			208.0%		
-平安寿险	105.0%	120.4%	15.4%	194.7%	212.8%	18.1%
-平安产险	169.4%	171.6%	2.2%	207.8%	211.7%	3.9%
-平安养老险	174.9%	151.0%	-23.9%	264.3%	225.9%	-38.4%
-平安健康险	248.8%	208.8%	-40.0%	306.1%	254.5%	-51.6%
中国太保	171.0%			257.0%		
-太平洋人寿	117.0%	108.0%	-9.0%	210.0%	196.0%	-14.0%
-太平洋财险	164.0%	170.2%	6.2%	214.0%	218.2%	4.2%
-太平洋健康险	232.0%	217.0%	-15.0%	258.0%	256.0%	-2.0%
-太平洋农险	341.0%	323.7%	-17.3%	376.0%	361.1%	-14.9%
新华保险	157.0%	142.6%	-14.4%	278.4%	252.1%	-26.4%
中国人保	194.0%			251.0%		
-人保财险	209.0%	206.9%	-2.1%	232.0%	228.1%	-3.9%
-人保寿险	112.0%	146.0%	34.0%	196.0%	224.2%	28.2%
-人保健康	150.0%	144.9%	-5.1%	289.0%	273.0%	-16.0%

数据来源：各公司年报、开源证券研究所



### 3、未来展望：负债端延续高景气，关注复苏预期的 beta 催化

供需两端改善趋势延续，负债端全年预计保持高景气。(1) 需求侧：短期看，竞品竞争力下降，保险作为市场唯一刚需产品的吸引力仍在；中长期看，我国人口老龄化进程加快，养老一支柱存在长期缺口、二支柱覆盖率较低，以商业保险为代表的第三支柱产品仍有较大增长空间，养老、储蓄需求依旧旺盛。(2) 供给侧：银保渠道报行合一在优化渠道成本、提升产品价值上效果显现，随着个险报行合一政策的全面推行，代理人渠道成本有望优化，助推上市险企个险改革进一步深化，人均产能进一步提升。我们认为监管指导调降预定利率和调降万能及分红险结算利率利于寿险降低负债成本和利差损风险，短期预计释放部分未来需求，横向对比保险产品收益率仍具竞争力。

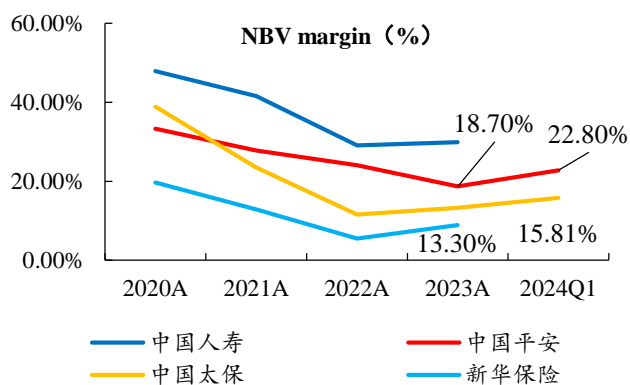
**表6：2023年8月以来报行合一政策持续推进，银保和经代渠道已经落地，关注个险渠道落地情况**

时间	政策	主要内容
2023年8月	《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》	一、各公司通过银行代理销售的产品，应当审慎合理地确定费用假设，结合公司实际，根据发展水平、盈利状况、管理能力等，细化完善费用结构。鼓励各公司探索佣金费用的递延支付，通过与业务品质挂钩，实现销售激励的长期可持续性。 二、从即日起，各公司通过银行代理销售的产品，在产品备案时，应当按监管规定在产品精算报告中明确说明费用假设、费用结构，并列示佣金上限。 三、各公司应据实列支向银行支付的佣金费用，佣金等实际费用应与备案材料保持一致。
2023年10月	《关于银保产品管理有关事宜的通知》	一、部分保险公司备案银保产品费用率与单独报备的渠道总费用不一致。金融监管总局将按两者孰低原则认定银保渠道总费用。保险公司在实际执行中若超过其较低者，监管部门将按照“报行不一”依法依规严肃处理。 二、如果监管认定的银保渠道总费用明显不能覆盖银保渠道手续费及相关固定成本摊销费用，相关公司要高度关注可能存在的“报行不一”风险，及时予以研究，及时化解风险隐患。 三、保险公司总公司还应加强费用真实性管理。监管部门对现场检查中发现的基层分支机构费用不真实的问题，在依法严肃处理的同时，切实加强对总公司管理责任的追责与问责。
2023年10月	2023年三季度银行业保险业数据信息新闻发布会	在银保渠道率先严格执行产品“报行合一”工作，强化产品备案管理；银保渠道的佣金费率较之前平均水平下降了约30%；将全面推行“报行合一”，抓紧启动个人代理渠道、经纪代理渠道的“报行合一”工作。
2024年1月	《关于规范人身保险公司银行代理渠道业务有关事项的通知》	主要包括五个方面，分别是：要求规范产品设计与备案；健全内控机制建设；强化内部监督管理、加强非现场监管和现场检查；明确中国保险行业协会、中国银保信公司的职责，形成合力。
2024年1月	《关于促进银行代理保险业务健康发展的倡议》	主要包括七个方面，分别是：要加强精算约束，科学设计银保产品；加强精细化管理，合理确定银保产品费用结构；落实主体责任，建立健全“报行合一”内控管理机制；严肃财经纪律，加强费用真实性管理；坚持依法合规，严格规范佣金支付管理；动态跟踪调整，加强费用假设回溯分析；筑牢风险防线，充分发挥内部审计的监督作用。
2024年3月	经代渠道全面实行报行合一	慧保天下记者调查，3月底经代渠道或将全面实行报行合一。目前虽未见到监管的正式通知文件，但大规模的产品停售和费用调整已经透露了市场走向，截至目前，已有数十家险企近50款产品进行了停止录单或调费的处理。

资料来源：金融监督管理总局、慧保天下、开源证券研究所

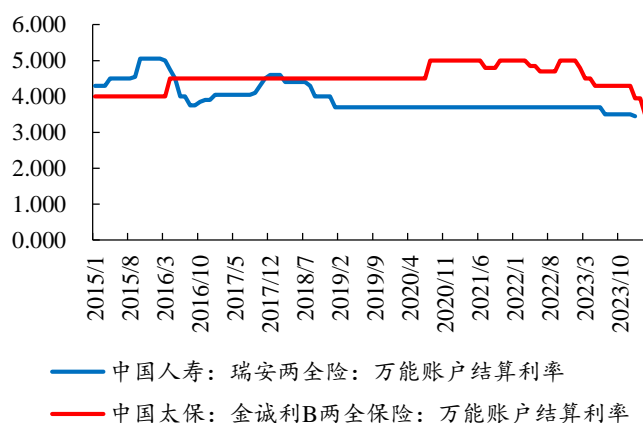
**2024Q1 价值贡献延续高增，政策端呵护叠加险企调整策略推动价值率提升。**2024Q1 新单保费增速放缓受银保“报行合一”政策短期影响，但险企价值率持续提升，主要原因为：(1) 上市险企主动调整业务结构，新单期缴保费占比提升（减伤问），银保续期保费明显高增。2024Q1 中国太保/新华保险银保续期期缴保费分别同比+220%/+46%。(2) 银保和经代渠道“报行合一”政策推动降本增效，险企有所费差损改善；(3) 2023 年 3.5% 预定利率下调和年初万能险等结算利率改善利差损。

图25：2024Q1 上市险企 NBV margin 明显改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

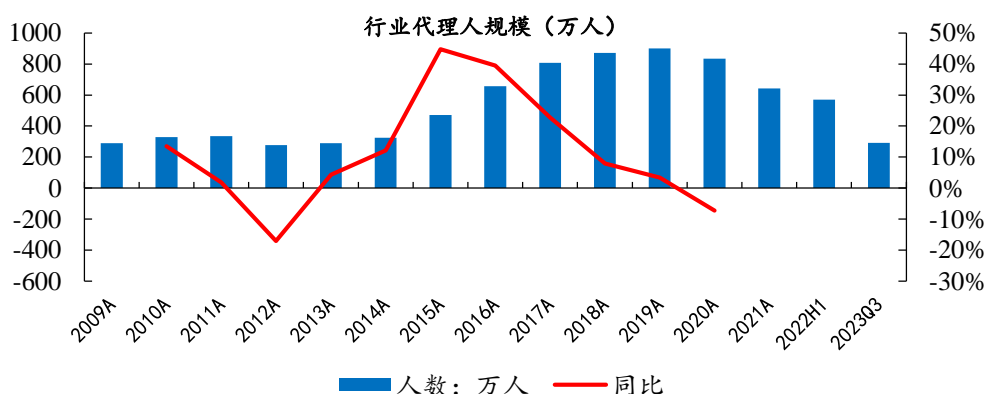
图26：2024 年中国太保万能险账户结算利率持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

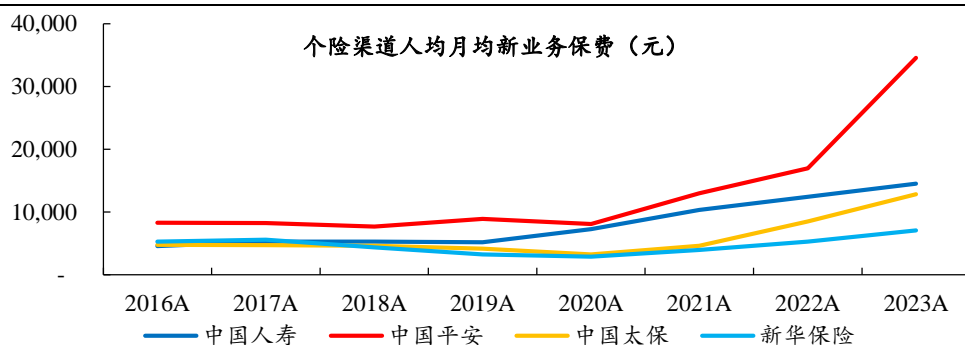
**2024Q1 人力规模降幅收窄，人均产能延续提升趋势。**(1) 人力规模：2024Q1 末中国人寿和中国平安人力规模至 62.2 万人和 33.3 万人，分别同比-6.0%/-17.6%，较年初-1.9%/-4.0%，国寿人力规模逐步企稳。(2) 人均产能均明显改善：中国人寿个险月均首年保费同比+17.7%，“种子计划”试点在江苏、广东、深圳等省级机构启动；中国平安理人渠道人均 NBV 同比+56.4%，新增人力中“优+”占比同比+11pct；中国太保 U 人力月人均首年规模保费 8.3 万元，同比+33.7%，U 人力人均首年佣金收入 9313 元，同比+14.1%。

图27：保险行业代理人规模自 2019 年以来连续下降 5 年



数据来源：银保监会、开源证券研究所

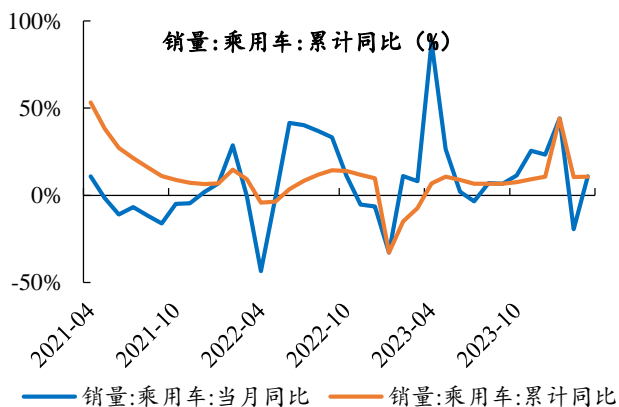
图28：2023年上市险企个险渠道人均产能明显改善



数据来源：各公司年报、开源证券研究所

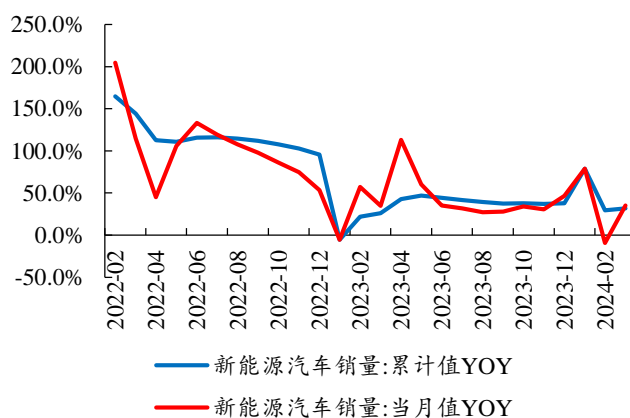
乘用车（新能源汽车）销量有望带动车险保费稳增，关注 COR 改善和绿色保险市场机遇。(1) 乘用车需求稳定支撑车险中长期保费增长。中汽协披露，2024年3月乘用车/新能源汽车当月同比+10.9%/+35.3%，累计同比+10.7%/+31.8%，4月24日财政部汽车以旧换新补贴政策有望激发乘用车更换需求，车险市场间接受益。(2) 新能源汽车定价充分性提高有望优化 COR。金管局下发《关于推进新能源车险高质量发展有关工作的通知（征求意见稿）》扩大新能源商业车险自主定价范围、建立费率回溯和兜底保障机制，新规有望提高新能源车险定价充分性，利于综合成本率的持续改善。(3) 关注绿色保险高质量发展机遇。4月20日国家金管局发布《关于推动绿色保险高质量发展的指导意见》，要求加强重点领域绿色保障、保险资金绿色投资支持与经营管理能力支撑，非车险有望受益绿色保险供给侧结构性改革。

图29：2023年以来乘用车累计销量保持稳增



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2023年以来新能源汽车累计销量同比高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

关注长端利率修复趋势，展望中长期资金入市的直接受益和间接机遇。(1) 受经济环境影响，2024年初以来10年期国债收益率持续走低，预计短期上市险企配置的长久期债券收益率有所下降，当前处于历史低位，2024年3月末PMI超预期至50.8，关注经济预期修复下长端利率改善趋势。(2) 2023年8月中央政治局会议以来，资本市场投资端改革方案是“活跃资本市场”的重要政策部署，中长期资金入市是投资端改革的重点，证监会表示险资有望在跨部委协同下完善会计处理方式，改善长周期考核机制，关注险资入市的政策催化。

**图31：十年期国债持续走低，截至2024年4月末至2.30%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**表7：加强跨部委沟通协同，加大各类养老金引入力度，提高权益投资比例**

协同部委	关键词	政策方向
人社部	投资管理制度	推动完善全国社保基金、基本养老保险基金的投资管理制度，进一步促进年金基金市场化投资运作水平
财政部	险资会计处理	推动研究优化保险资金权益投资会计处理，推动保险资金长期股票投资试点落地，并逐步扩大试点范围与资金规模
人社部	扩充第三支柱	推动加快将个人养老金制度扩展至全国，扩大制度覆盖面
金融监督管理总局	银行理财权益占比	支持银行理财资金提升权益投资能力
	考核周期	积极推动各类养老金树立长期投资业绩导向，全面建立三年以上的长周期考核机制，提升投资行为稳定性

资料来源：证监会、开源证券研究所

**表8：2023年8月以来监管频繁提及鼓励中长期资金入市，促进投融资动态平衡**

时间	事件	关键词
2023年8月18日	中国证监会就活跃资本市场政策部署	扩大投资范围、优化入市环境、跨部委协同完善会计处理和考核机制
2023年8月24日	中国证监会召开全国社保基金理事会和部分大型银行保险机构主要负责人座谈会	合力推动解决中长期资金入市的体制机制障碍，会同相关部门放宽保险资金、年金基金等股票投资比例限制，积极引导各类机构实施长周期考核，强化投资稳定性
2023年9月10日	国家金融监督管理总局关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知	差异化资本监管、优化资本计量标准和风险因子
2023年10月25日	财政部关于引导保险资金长期稳健投资，加强国有商业保险公司长周期考核的通知	调整国有商业保险公司净资产收益率考核方式为“3年周期指标+当年度指标”相结合的长周期考核方式，为保险资金中长期价值投资进一步打开空间
2023年12月6日	财政部发布《全国社会保障基金境内投资管理办法(征求意见稿)》	扩大投资范围&优化投资集中度&调整管理托管费率和信息披露制度
2024年1月12日	证监会召开新闻发布会	研究制定《资本市场投资端改革行动方案》，作为未来一段时期统筹解决资本市场中长期资金供给不足等问题的行动纲要
2024年1月22日	国务院常务会议提及中长期资金入市	要进一步健全完善资本市场基础制度，更加注重投融资动态平衡，大力提升上市公司质量和投资价值，加大中长期



时间	事件	关键词
2024年1月26日	证监会召开2024年系统工作会议	资金入市力度，增强市场内在稳定性 将“ <b>突出以投资者为本的理念</b> ”摆在监管工作的重要位置，提及“大力推进投资端改革，推动保险资金长期股票投资改革试点加快落地，完善投资机构长周期考核，健全有利于中长期资金入市的政策环境， <b>促进投融资动态平衡。</b> ”

资料来源：国务院、财政部、证监会、开源证券研究所

价值率和渠道产能明显改善，预计全年NBV同比仍保持较好增速。2024年2季度同期基数高企，NBV累计增速预计逐步回落；考虑到全年价值率明显抬升、渠道产能持续提升、后续银保渠道逐步修复，预计全年NBV仍保持较好增长，好于年初市场预期。

表9：上市险企受益标的估值表

代码	简称	NBV (亿元)				归母净利润 (亿元)				PB		PEV		股息率
		2023A	YOY	2024E	YOY	2023A	YOY	2024E	YOY	2023A	2024E	2023A	2024E	2023A
601628.SH	中国人寿	368.6	14.0%	401.8	9.0%	461.8	-30.7%	651.7	41.1%	1.94	1.85	0.71	0.67	1.4%
601318.SH	中国平安	310.8	36.2%	337.8	8.7%	856.7	-22.8%	1201.9	40.3%	0.86	0.78	0.56	0.53	5.8%
601601.SH	中国太保	109.6	30.8%	120.6	10.0%	272.6	-27.1%	337.3	23.7%	1.04	1.04	0.49	0.46	4.0%
2328.HK	中国财险					245.9	-15.7%	276.8	12.6%	0.92	0.86			5.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：收盘价为2024年5月7日

## 4、投资建议

负债端保持高质量增长，关注资产端回暖下业绩改善机遇。(1) 2024Q1季报高质量增长延续，NBV增速超预期：人保寿险+82%、新华保险+51%、中国太保+31%、中国人寿+26.3%、中国平安+21%。价值延续高增主要受益于险企主动调整策略，叠加政策端呵护降本增效。新单保费总体增速放缓但期交占比明显提升，期限结构优化+报行合一降本增效+产品预定利率下调推动新业务价值率明显改善。Q1受权益市场高基数和长端利率下行影响，投资端拖累整体净利润。受疫后出行率提升和大灾多发影响，财险综合成本率整体提高。(2) 展望全年NBV预计保持较好增速。2季度同期基数高企，NBV累计增速预计逐步回落，而考虑到全年新业务价值率明显抬升、渠道产能持续提升、后续银保渠道逐步修复，预计全年NBV仍保持较好增长，好于年初市场预期；(3) 险企受益政策端积极呵护：监管多措并举（预定利率调降，报行合一，调降万能和分红险结算利率），龙头险企积极调整产品结构（提升期缴产品、缩短关键产品资产负债久期差），预计行业负债成本持续回落，利于缓解市场对利差损风险的担忧；(4) 关注核心估值压制因素资产端修复机遇，长端利率底部企稳，央行多次表态长端利率过低，叠加地产领域松绑政策和宏观经济数据改善，预计资产端阶段性有望给保险股带来催化。保险股1季度机构持仓明显回落，PEV估值回到历史低位，负债端景气度向好，资产端催化下，看好估值修复机会。推荐中国太保、中国人寿，受益标的中国平安。推荐高股息率的中国财险。



## 5、风险提示

- 保险需求复苏不及预期；
- 寿险转型进展慢于预期；
- 长端利率下行及资本市场波动风险。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn