

非银金融

上市险企 2024 年一季报综述：负债端延续高景气，净利润表现分化

➤ 负债端：寿险 NBV 同比高增，财险 COR 延续分化

1) 2024Q1 各上市险企的寿险 NBV 增速分别为：人保寿险 (+81.6%)、新华保险 (+51.0%)、太保寿险 (+30.7%)、友邦保险 (+26.9%)、中国人寿 (+26.3%)、平安人寿 (+20.7%)。NBV 延续高增，主要系产品结构优化及银保执行“报行合一”推动价值率提升。2) 2024Q1 各上市险企的财险 COR 分别为：中国财险 (97.9%，同比+2.2PCT)、太保财险 (98.0%，同比-0.4PCT)、平安财险 (99.6%，同比+0.9PCT)。COR 表现分化，主要系业务结构及基数存在差异。

➤ 资产端：投资收益仍面临压力

1) 2024Q1 各上市险企的年化净投资收益率分别为：中国太保 (3.2%，同比持平)、中国平安 (3.0%，同比-0.1PCT)、中国人寿 (2.8%)。净投资收益率仍有所承压，主要系利率持续下行导致新增资产的收益率较低。2) 2024Q1 各上市险企的年化总投资收益率分别为：中国太保 (5.2%，同比-0.4PCT)、新华保险 (4.6%，同比-0.6PCT)、中国人寿 (3.2%)、中国财险 (3.2%)。总投资收益率整体承压，主要系权益市场波动加大。

➤ 整体业绩：净利润增速分化，个别公司表现亮眼

2024Q1 各上市险企的归母净利润增速分别为：中国太保 (+1.1%)、中国平安 (-4.3%)、中国人寿 (-23.5%)、新华保险 (-28.6%)、中国财险 (-38.3%)。其中中国太保和中国平安的净利润表现优于同业且略超预期，主要系公司的投资收益更稳健。

➤ 投资建议

当前，保险板块的估值仍处于历史相对低位。随着一季报披露结束，我们认为压制板块估值的不利因素有望逐渐出清。**展望全年**，我们预计寿险 NBV 有望延续向好、财险 COR 有望同比改善。同时，随着利好政策出台推动资本市场回暖，保险公司全年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&中国人寿**（业绩有望逐季改善、商业模式稀缺）、**中国太保**（负债端具备韧性、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：互联网金融平台：科技与牌照共驱流量变现》2024.04.29

2、《非银金融：24Q1 金融板块持仓点评：整体持仓水平仍位于低位》2024.04.26

正文目录

1. 寿险：负债端维持高景气.....	3
1.1 NBV 同比高增，主因价值率改善.....	3
1.2 个险表现亮眼，银保同比承压.....	4
2. 财险：大灾影响 COR 表现.....	5
2.1 保费增速分化，主因非车险策略不同.....	5
2.2 COR 延续分化，龙头优势依旧凸显.....	7
3. 投资：资产端仍面临压力，净利润表现分化.....	8
3.1 投资收益率同比下滑，主因市场震荡.....	8
3.2 净利润表现分化，个别公司超预期.....	9
4. 投资建议：估值仍处历史低位，向上修复空间大.....	10
5. 风险提示.....	11

图表目录

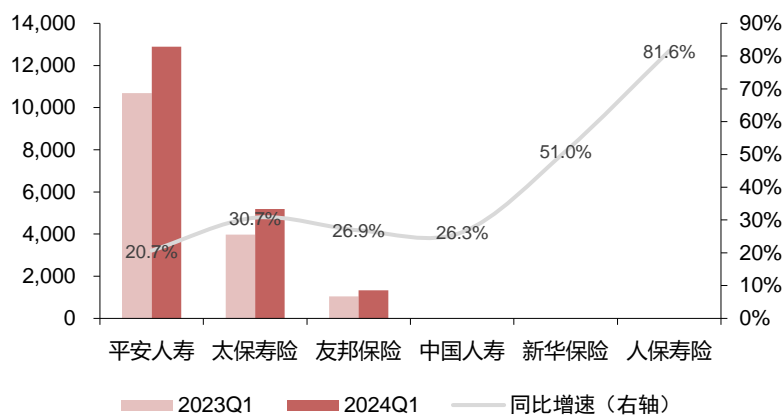
图表 1：2024Q1 各上市险企 NBV 延续高增（百万元）.....	3
图表 2：2024Q1 各上市险企的 NBV Margin 同比改善.....	4
图表 3：2024Q1 各上市险企的新单表现分化（百万元）.....	4
图表 4：2024Q1 各上市险企的新单期交保费占比情况.....	4
图表 5：2024Q1 各上市险企的个险新单保费同比正增.....	5
图表 6：2024Q1 各上市险企的银保新单保费同比下滑.....	5
图表 7：2024Q1 上市险企的代理人人数仍在下滑（万人）.....	5
图表 8：2024Q1 各财险公司保费增速分化（百万元）.....	6
图表 9：各财险公司的保费结构.....	6
图表 10：2024Q1 各财险公司的车险保费同比小幅正增（百万元）.....	7
图表 11：2024Q1 各财险公司的非车险保费增速分化（百万元）.....	7
图表 12：2024Q1 各财险公司的 COR 表现分化.....	7
图表 13：各财险公司的承保利润情况（百万元）.....	7
图表 14：各财险公司的 COR 结构.....	8
图表 15：2024Q1 各上市险企的投资资产规模稳健增长（万亿元）.....	8
图表 16：2024Q1 上市险企的净投资收益率表现分化.....	9
图表 17：2024Q1 上市险企的总投资收益率整体承压.....	9
图表 18：2024Q1 各上市险企的净利润增速分化（万亿元）.....	10
图表 19：各上市险企的 P/EV 估值仍处于历史相对低位.....	10

1. 寿险：负债端维持高景气

1.1 NBV 同比高增，主因价值率改善

2024Q1 各上市保险公司的 NBV 表现亮眼，同比均实现双位数正增长。2024Q1 各上市保险公司的 NBV 增速分别为：人保寿险 (+81.6%)、新华保险 (+51.0%)、太保寿险 (+30.7%)、友邦保险 (+26.9%)、中国人寿 (+26.3%)、平安人寿 (+20.7%)。各上市保险公司的 NBV 同比显著增长，主要得益于产品结构优化及银保渠道执行“报行合一”推动价值率大幅提升。

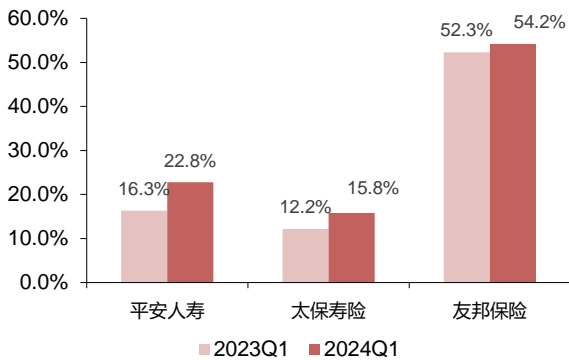
图表1：2024Q1 各上市险企 NBV 延续高增（百万元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所
备注：友邦保险的单位为百万美元，其余均为百万人民币。

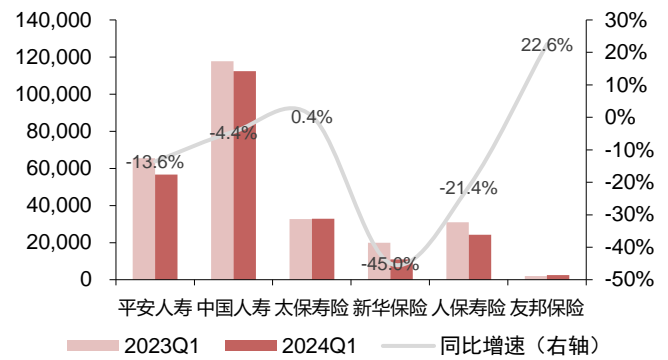
从 NBV Margin 看，2024Q1 各上市保险公司的 NBV Margin 分别为：友邦保险 (54.2%，同比+1.9PCT)、平安人寿 (22.8%，同比+6.5PCT)、太保寿险 (15.8%，同比+3.7PCT)，同比均实现改善，主要系产品结构和渠道结构有所优化。从新单保费来看，2024Q1 各上市保险公司的新单保费增速分别为：友邦保险 (+22.6%)、太保寿险 (+0.4%)、中国人寿 (-4.4%)、平安人寿 (-13.6%)、人保寿险 (-21.4%)、新华保险 (-45.0%)。各上市保险公司的新单保费增速有所分化，主要系产品策略和渠道策略存在差异。其中友邦保险和太保寿险的新单表现更为稳健，主要系代理人渠道韧性更强。新华保险的新单降幅更大，主要系银保渠道占比更高，受“报行合一”影响较大。

图表2：2024Q1 各上市险企的NBV Margin同比改善



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表3：2024Q1 各上市险企的新单表现分化（百万元）

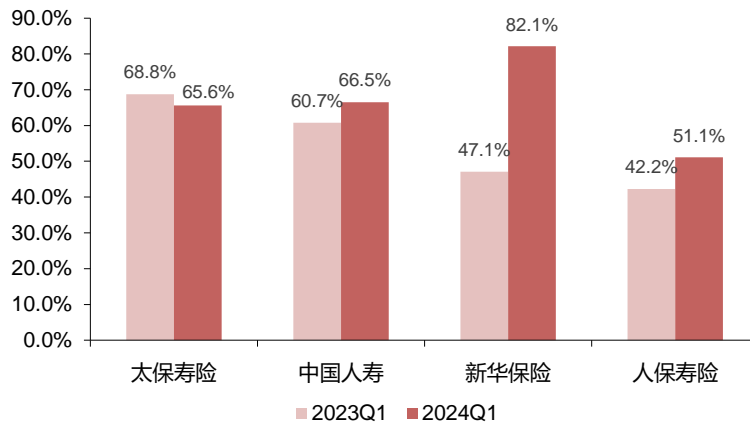


资料来源：公司公告，国联证券研究所

备注：友邦保险的单位为百万美元，其余均为百万人民币。

从新单保费结构来看，2024Q1 上市保险公司的新单业务结构整体有所改善。2024Q1 各上市保险公司的新单期交保费占比分别为：新华保险（82.1%，同比+35.0PCT）、中国人寿（66.5%，同比+5.8PCT）、太保寿险（65.6%，同比-3.1PCT）、人保寿险（51.1%，同比+8.9PCT）。除太保寿险外，其余保险公司的新单期交保费占比均有所提升，主要系公司积极拉长产品久期、加大对保障型产品的销售力度以提升价值率。

图表4：2024Q1 各上市险企的新单期交保费占比情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

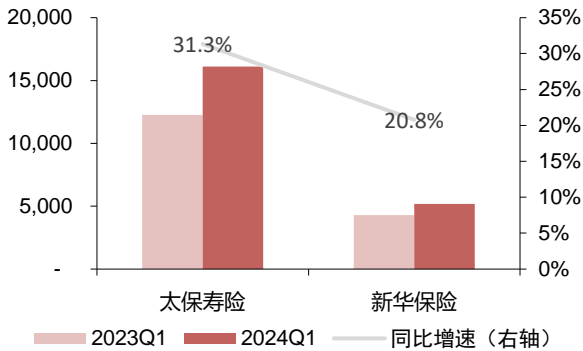
备注：各公司的计算口径分别为：太保寿险=代理人渠道的新单期缴保费/代理人渠道的新单保费，中国人寿=首年期交保费/新单保费，新华保险=长期险首年期交保费/长期险首年保费，人保寿险=长期险首年期交保费/长期险首年保费。

1.2 个险表现亮眼，银保同比承压

分渠道来看，2024Q1 个险渠道延续向好态势，银保渠道表现有所疲软。对于个险渠道，2024Q1 各上市保险公司的个险新单保费增速分别为：太保寿险（+31.3%）、新华保险（+20.8%）。个险新单保费均实现较好增长，主要系居民对保本保收益的保险产品的需求依然较为旺盛。对于银保渠道，2024Q1 各上市保险公司的银保新单保费增速分别为：太保寿险（-21.8%）、新华保险（-63.7%）。银保新单保费均有所承压，主要系银保渠道执行“报行合一”后，渠道费用率显著下滑影响银保渠道销售人员的

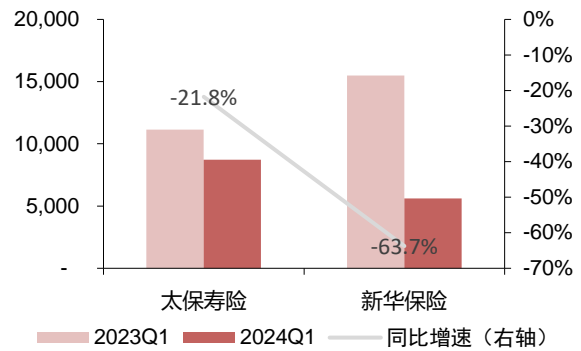
积极性。

图表5：2024Q1 各上市险企的个险新单保费同比正增



资料来源：公司公告，国联证券研究所

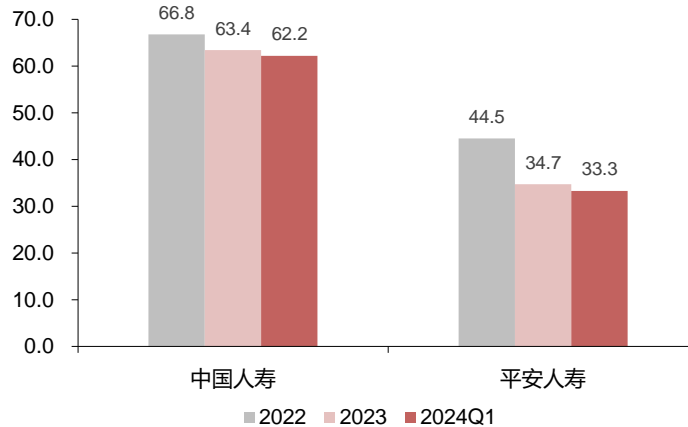
图表6：2024Q1 各上市险企的银保新单保费同比下滑



资料来源：公司公告，国联证券研究所

代理人数量有所收窄，代理人产能明显改善。截止 2024Q1，各上市保险公司的代理人数量分别为：中国人寿（62.2 万，较年初减少 1.2 万）、平安人寿（33.3 万，较年初减少 1.4 万），代理人数量仍在下滑，但降幅有所收窄。从代理人质态来看，代理人质态明显改善。2024Q1 平安人寿代理人渠道的人均 NBV 同比增长 56.4%，新增人力中的“优+”占比同比提升 11.0PCT；中国人寿个险板块的月人均首年期交保费同比增长 17.7%；中国太保 U 人力月人均 FYP、FYC 分别同比增长 33.7%、14.1%。

图表7：2024Q1 上市险企的代理人数量仍在下滑（万人）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

展望后续，在高基数背景下，各保险公司的 NBV 或将面临一定的增长压力。但考虑到“报行合一”后新业务价值率同比明显改善，叠加 Q1 NBV 占比较高，我们预计 2024 年全年各保险公司的 NBV 仍有望实现较好增长。

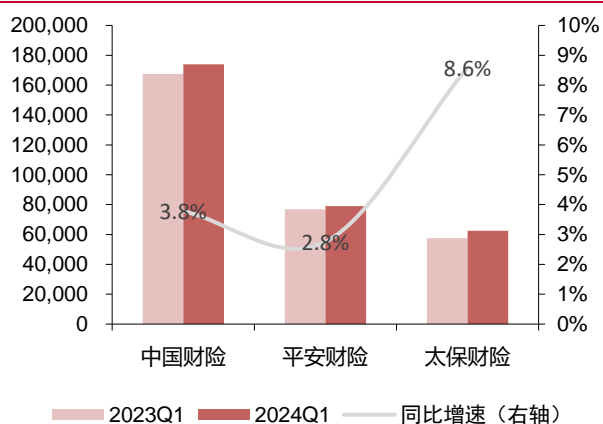
2. 财险：大灾影响 COR 表现

2.1 保费增速分化，主因非车险策略不同

2024Q1 各上市保险公司的财险保费增速延续分化。2024Q1 中国财险、平安财险、太保财险的总保费收入分别为 1739.77 亿元、790.76 亿元、624.91 亿元，同比分别 +3.8%、+2.8%、+8.6%。财险老三家的保费增速延续分化，其中太保财险的增速跑赢行业（行业保费增速为+5.1%），中国财险和平安财险的增速低于行业，主要系非车险增速有所分化。

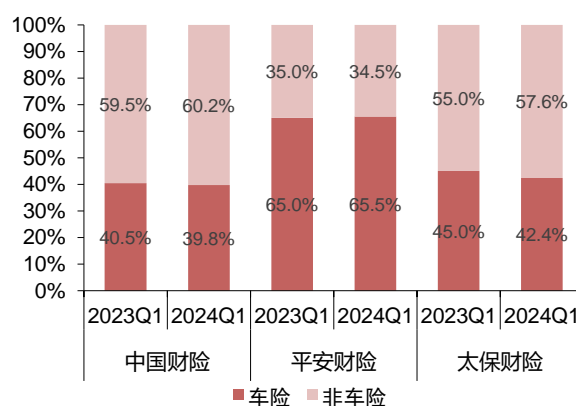
从保费结构来看，2024Q1 中国财险、平安财险、太保财险的车险保费占比分别为 39.8%、65.5%、42.4%，同比分别-0.7PCT、+0.5PCT、-2.6PCT。一季度车险和非车险的业务结构有所“失衡”，主要系农险、大病保险等政府类业务集中在上半年承保。

图表8：2024Q1 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

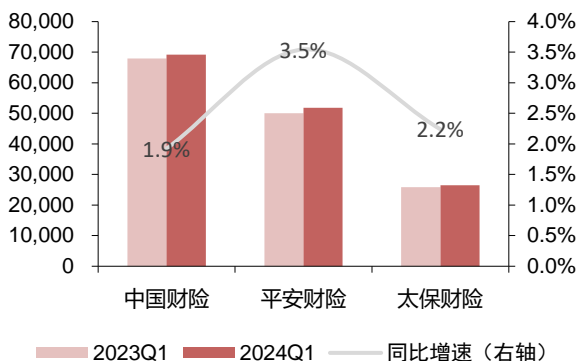
图表9：各财险公司的保费结构



资料来源：公司公告，国联证券研究所

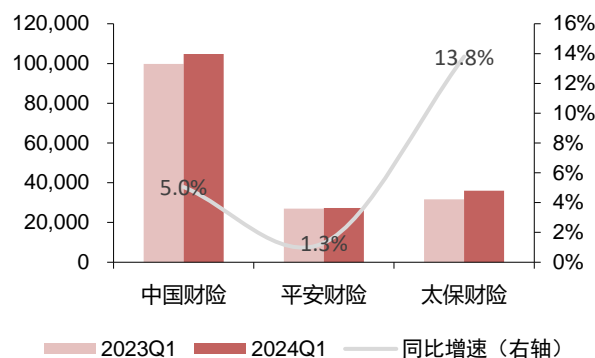
分险种来看，2024Q1 老三家的车险保费均同比小幅正增，非车险保费增速分化较为明显。对于车险，2024Q1 中国财险、平安财险、太保财险的车险保费收入分别为 692.40 亿元、517.98 亿元、264.77 亿元，同比分别+1.9%、+3.5%、+2.2%。车险保费增速相对较低，主要系商业车险自主定价系数浮动范围扩大带动车均保费同比下滑。对于非车险，2024Q1 中国财险、平安财险、太保财险的非车险保费收入分别为 1047.37 亿元、272.77 亿元、360.14 亿元，同比分别+5.0%、+1.3%、+13.8%。非车险保费增速分化，其中太保财险延续高增态势；中国财险的增速较慢，主要系农险等政府类项目的招标节奏受春节影响有所放缓；平安财险的增速相对落后，主要系公司主动压降高亏险种的规模。

图表10: 2024Q1 各财险公司的车险保费同比小幅正增 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表11: 2024Q1 各财险公司的非车险保费增速分化 (百万元)



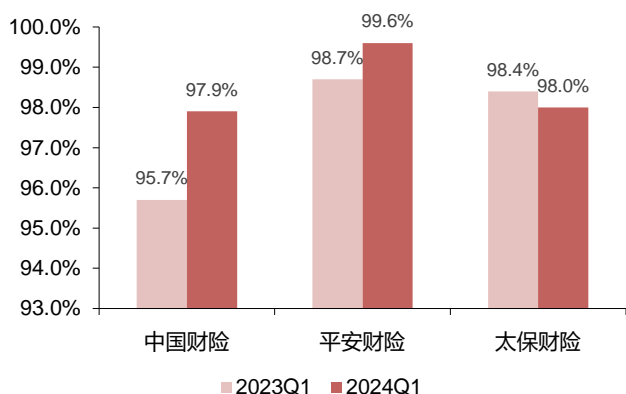
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

2.2 COR 延续分化, 龙头优势依旧凸显

2024Q1 各财险公司的 COR 有所分化。2024Q1 各财险公司的 COR 分别为: 中国财险(97.9%, 同比抬升 2.2PCT)、太保财险(98.0%, 同比优化 0.4PCT)、平安财险(99.6%, 同比抬升 0.9PCT)。其中太保财险的 COR 同比改善, 主要得益于公司严控业务品质、完善风险减量管理体系。中国财险和平安财险的 COR 同比抬升, 主要系汽车出行恢复及自然灾害影响加剧导致赔付率上升。

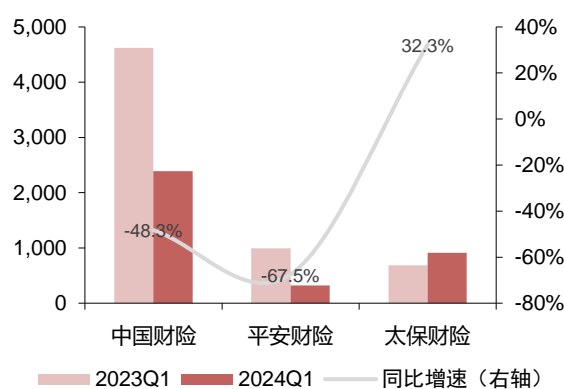
COR 分化导致承保利润表现分化。2024Q1 中国财险、平安财险、太保财险的承保利润分别为 23.91 亿元、3.23 亿元、9.11 亿元, 同比分别-48.3%、-67.5%、+32.3%。2024Q1, 中国财险的承保盈利能力有所下滑, 但仍处于老三家中最优。

图表12: 2024Q1 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

图表13: 各财险公司的承保利润情况 (百万元)

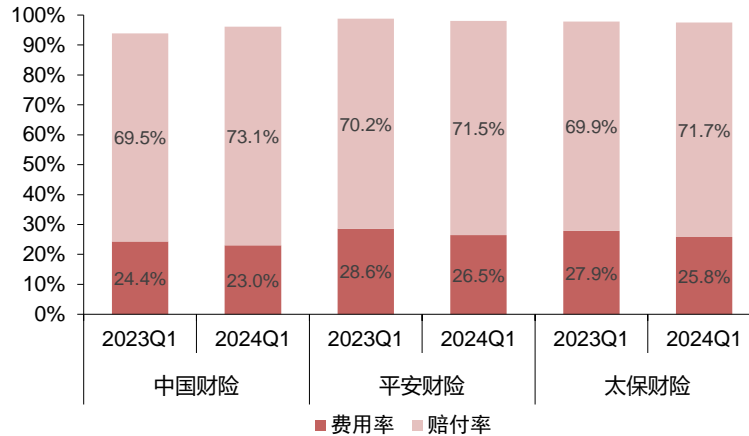


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

从 COR 结构来看, 费用率和赔付率呈现“一降一升”态势。对于费用率, 2024Q1 各财险公司的费用率分别为: 中国财险(23.0%, 同比优化 1.4PCT)、太保财险(25.8%, 同比优化 2.1PCT)、平安财险(26.5%, 同比优化 2.1PCT)。各财险公司的费用率均同比改善, 主要系车险严格执行“报行合一”带动车险费用竞争放缓。对于赔付率, 2024Q1 各财险公司的赔付率分别为: 中国财险(73.1%, 同比抬升 3.7PCT)、太保财

险（71.7%，同比抬升 1.8PCT）、平安财险（71.5%，同比抬升 1.3PCT）。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。

图表14：各财险公司的 COR 结构



资料来源：公司公告，国联证券研究所

备注：本图表中的赔付率和费用率数据口径为各财险公司偿付能力报告，与财报的数据口径略有差异。

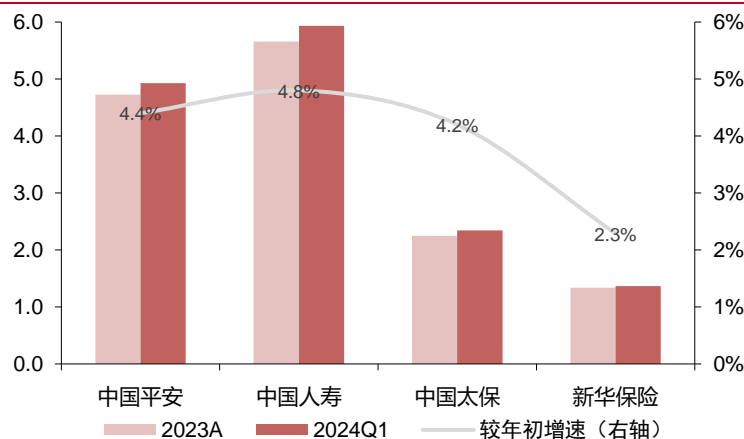
展望后续，车险严格执行“报行合一”有望带动费用率下降，新能源车险自主定价系数浮动范围扩大有望推动赔付率下降，预计 2024 年全年财险 COR 有望迎来改善。而龙头财险公司凭借更精准的定价模型、更强的风险管控能力，有望持续领先同业。

3. 投资：资产端仍面临压力，净利润表现分化

3.1 投资收益率同比下滑，主因市场震荡

投资资产实现稳健增长。截至 2024Q1，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险的投资资产规模分别为 5.93 万亿元、4.93 万亿元、2.34 万亿元、1.37 万亿元，较年初分别增长 4.8%、4.4%、4.2%、2.3%。

图表15：2024Q1 各上市险企的投资资产规模稳健增长（万亿元）

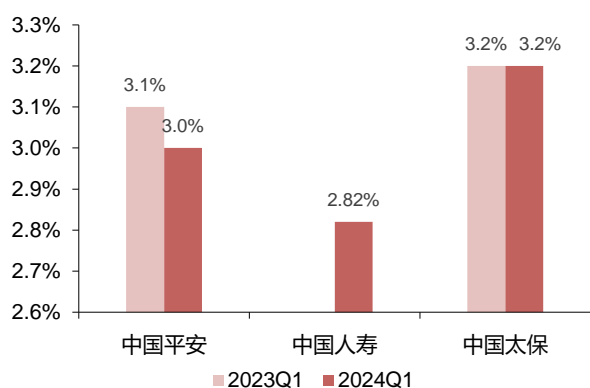


资料来源：公司公告，国联证券研究所

利率下行拖累净投资收益率表现。2024Q1 各上市保险公司的年化净投资收益率分别为：中国太保（3.2%，同比持平）、中国平安（3.0%，同比-0.1PCT）、中国人寿（2.8%）。上市保险公司的净投资收益率整体承压，主要系利率持续下行导致新增资产的收益率较低。2024Q1，十年期国债收益率的降幅达 26BP。

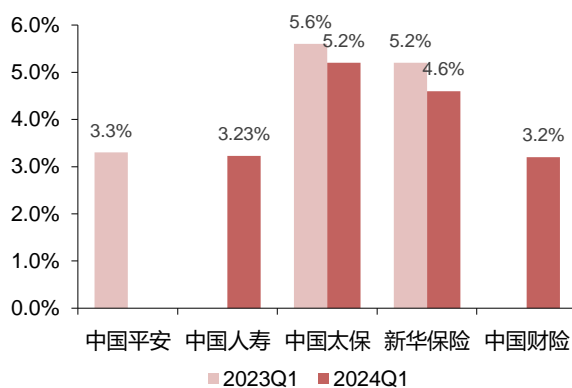
权益市场震荡导致总投资收益率承压。2024Q1 各上市保险公司的年化总投资收益率分别为：中国太保（5.2%，同比-0.4PCT）、新华保险（4.6%，同比-0.6PCT）、中国人寿（3.2%）、中国财险（3.2%）。上市保险公司的总投资收益率整体承压，主要系权益市场波动加大导致权益类资产的收益同比下滑。

图表16：2024Q1 上市险企的净投资收益率表现分化



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表17：2024Q1 上市险企的总投资收益率整体承压

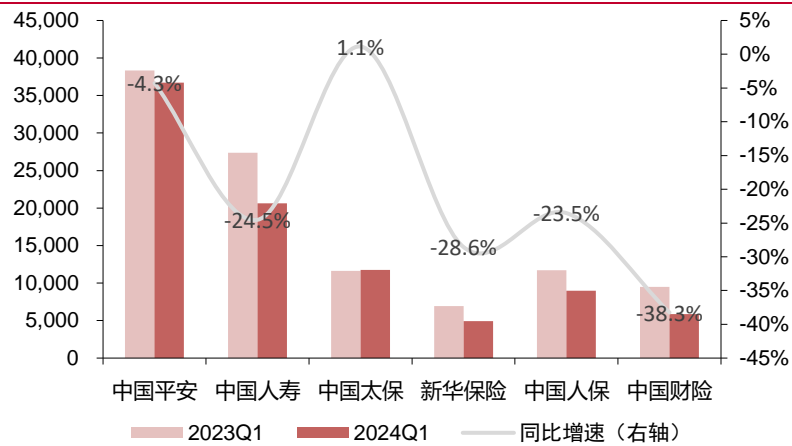


资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.2 净利润表现分化，个别公司超预期

2024Q1 各上市保险公司的净利润表现分化，主要系投资收益分化。2024Q1 各上市保险公司的归母净利润增速分别为：中国太保（+1.1%）、中国平安（-4.3%）、中国人保（-23.5%）、中国人寿（-24.5%）、新华保险（-28.6%）、中国财险（-38.3%）。其中中国太保和中国平安的净利润表现优于同业且超市场预期，主要系公司的投资收益表现更佳。

图表18: 2024Q1 各上市险企的净利润增速分化 (万亿元)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

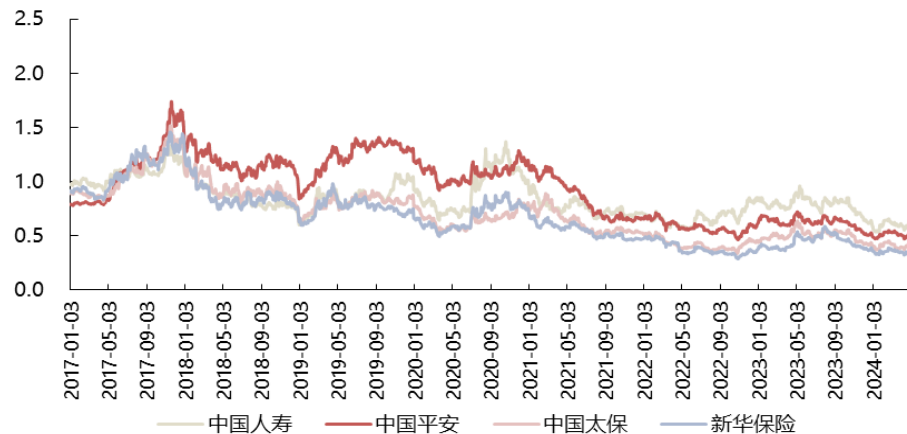
备注: 除中国财险的口径为净利润, 其余公司的口径均为归母净利润。

4. 投资建议: 估值仍处历史低位, 向上修复空间大

当前, 保险板块的估值仍处于历史相对低位。随着一季报披露结束, 我们认为压制板块估值的不利因素逐渐出清。展望后续, 对于负债端, 我们认为价值率改善有望推动寿险 NBV 延续向好, 车险严格执行“报行合一”及公司自主定价权扩大有望推动财险 COR 改善。对于资产端, 随着利好政策持续推出, 长端利率和权益市场均有望企稳回升, 进而支撑板块估值修复。

个股重点推荐后续业绩有望逐季改善、商业模式具有稀缺性的中国财险、中国人保, 负债端韧性更强、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19: 各上市险企的 P/EV 估值仍处于历史相对低位



资料来源: Wind, 国联证券研究所

备注: 数据截止到 2024. 04. 30。

5. 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