

2024-06-6

转折中的前行：保险行业23年及24年Q1业绩总结与策略

证券研究报告

证券分析师：夏聿印

执业登记编号：S1190523030003

研究助理：王子钦

一般从业登记编号：S1190124010010

- ▶ **业绩总览：**1) **营收：**2023年A+H股主要上市保司保险服务收入同比平均+1.5%，人保增速居首，2024年一季度A股上市保司保险服务收入同比平均+2.7%，国寿增速居首，新华降幅边际收窄。2) **盈利：**2023年A股上市保司归母净利润同比平均-30.8%，保司净利润普跌，H股方面太平、阳光归母净利润同比分别+44.1%、-16.8%；2024年一季度A股上市保司归母净利润同比平均-12.9%，保司净利润下跌幅度收窄。3) **规模：**受准则切换、OCI账户公允价值增加影响，2023年末A股上市保司归母净资产同比+7.3%，2024年一季度末归母净资产同比+1.4%。4) **分红：**A股多数保司每股分红有所减少，平安每股分红小幅提升，国寿现金分红率大幅提升，阳光股息率最高。
- ▶ **寿险：**1) **保费：**新单期缴高增带动保费收入增长，2023年A+H股主要上市保司新单期缴同比平均+30.1%，带动保费收入同比平均+6.1%；节奏上前高后低，2023年二季度增速为年内高峰，2024年一季度保费增速继续下行。2) **渠道：**2023年银保渠道占比同比+1.5pct，除阳光外其他保司银保渠道占比均提升；2024年一季度个险转型成效显著，“报行合一”下银保新单增长承压。3) **人力：**截至2023年末A+H股主要上市保司人力规模同比-18.6%，降幅明显收窄；代理人队伍转型效果持续显现，人均产能均大幅提升。4) **假设调整：**各家保司对投资收益率和风险贴现率进行合理调整，EV和NBV可信度提升，对EV和NBV影响上整体偏负面。5) **价值：**新单高增叠加NBVM改善，NBV均实现快速增长，2023年A+H股主要上市保司NBV合计1121亿元，同比+32.4%；个险、银保渠道NBVM多数改善，银保渠道NBV占比提升。
- ▶ **财险：**1) **保费：**2023年平安财、人保财、太保财、太平财、阳光财合计实现原保险保费收入1.1万亿元，同比+5.8%，车险稳健增长，非车险差异化发展。2) **综合COR：**2023年出行恢复+自然灾害致使综合COR普遍承压，2024年一季度财险综合COR表现分化，赔付仍然承压。
- ▶ **投资：**1) **规模：**2023年A+H股主要上市保司投资资产同比平均+12.8%，实现快速增长；结构上主要增配债券资产，股基占比稳定。2) **收益：**2023年利率下行+权益市场低迷使得净投资收益率和总投资收益率表现整体下行，而固收类资产公允价值提升综合投资收益率；2024年一季度净投资收益率继续下行，受权益市场回暖影响，总投资收益率环比均有所提升。
- ▶ **投资建议：**负债端持续改善，资产端修复空间大；当前保险板块整体估值处于历史低位，机构持仓亦处于底部，安全边际较高。看好保险行业资负两端带来的业绩修复及 β 属性带来的估值修复，维持保险行业“看好”评级。

目录

1

总览：净利润普遍下跌，净资产规模大幅增加

2

寿险：NBV全面高速增长，假设调整增强价值评估可靠性

3

财险：车险稳健增长，综合成本率承压

4

投资：投资规模快速增长，投资收益率持续下行

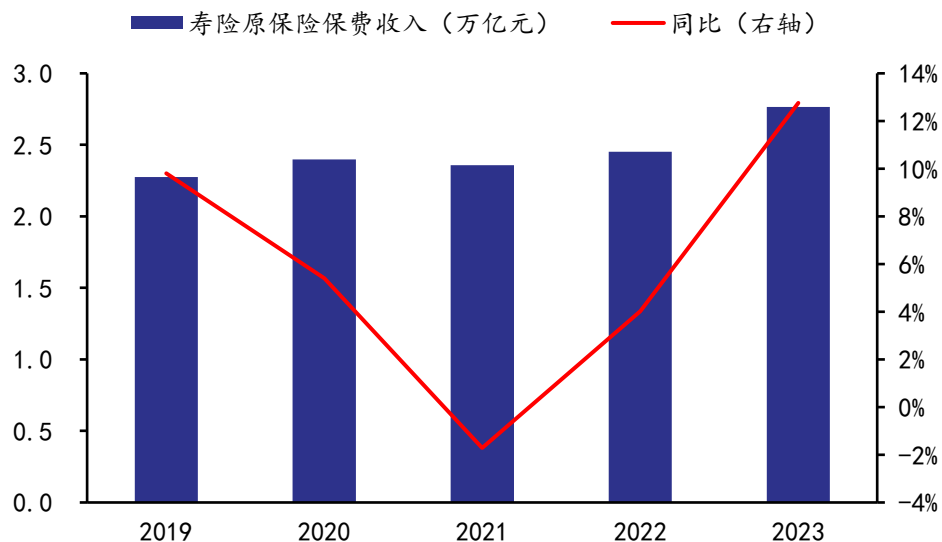
5

投资建议

1.1 2023年保险行业情况总结：利差损下的分化与稳健中的薄利

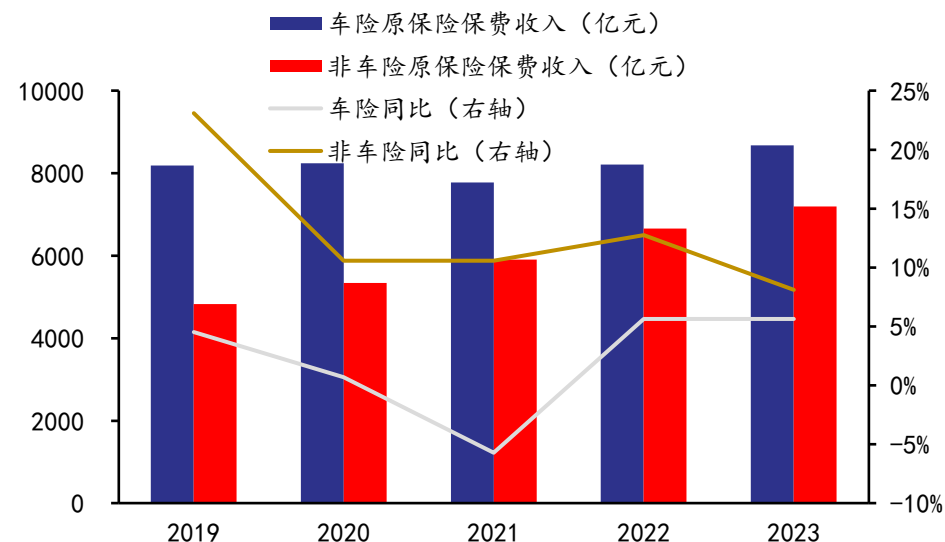
- 寿险：**在其他竞品收益率下行背景下，2023年寿险保费收入实现较快增长，寿险行业原保险保费收入达2.8万亿元，同比+12.8%。整体来看寿险仍处于转型攻坚期，个险转型继续向深推进，“报行合一”落地使得银保渠道向业务价值靠拢，人力质态提升和产品结构优化推动NBV和NBVM均有较大提升。而在长端利率不断下行、权益市场表现不佳环境下，市场对于寿险利差损担忧再起，上市保司PEV估值逐渐走低以充分反映潜在风险。
- 财险：**财险整体稳健增长，2023年行业原保险保费收入达1.6万亿元，同比+6.7%，其中车险、非车险保费分别达8673、7195亿元，同比+5.6%、+8.1%。出行恢复和灾害天气使得整体赔付增长较快，2023年行业赔付支出达1.1万亿元，同比+17.8%，财险整体表现稳健但仍面临薄利局面。

图表1：23年寿险保费收入快速增长



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表2：23年财险保费收入稳健增长

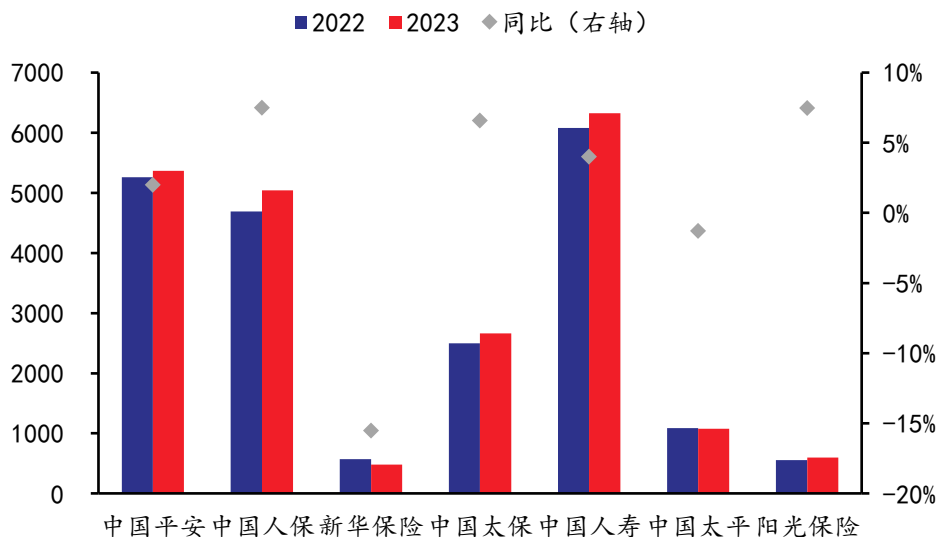


数据来源：Wind，太平洋研究院整理

1.2 保险服务收入维持稳健增长

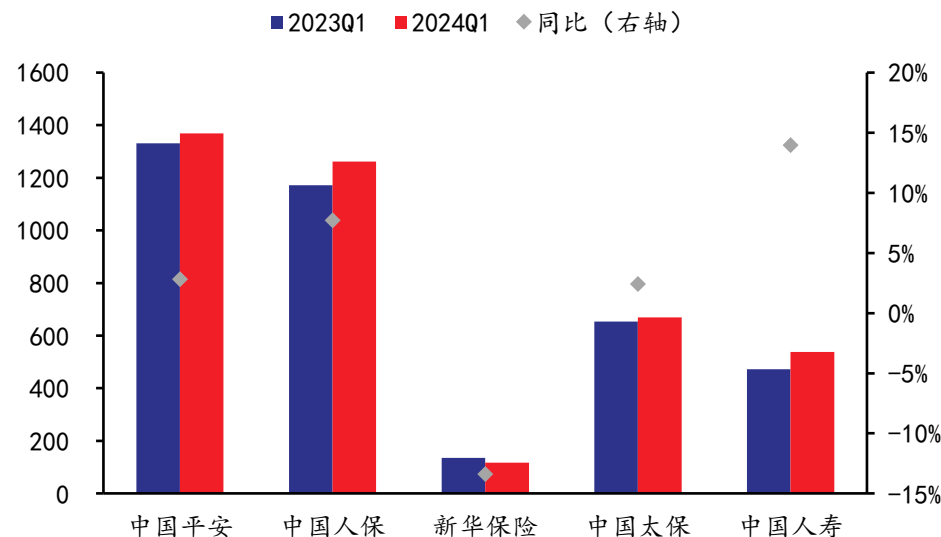
- **23年A+H股主要上市保司保险服务收入同比平均+1.5%**。2023年A+H主要上市保司保险服务收入同比平均+1.5%；具体来看，平安、人保、新华、太保、国寿、太平、阳光保险服务收入同比分别+2.0%、+7.5%、-15.5%、+6.6%、+4.0%、-1.3%、+7.5%，人保增速居首，新华下降幅度较大。
- **24Q1 A股上市保司保险服务收入同比平均+2.7%**。2024年一季度A股上市保司实现保险服务收入共计3955亿元，同比+5.1%，同比平均+2.7%；具体来看，平安、人保、新华、太保、国寿保险服务收入同比分别+2.8%、+7.7%、-13.4%、+2.4%、+14.0%，国寿增速居首，新华下降幅度较大但边际收窄。

图表3：23年保险服务收入同比平均+1.5%（亿）



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理
 注：中国太平为亿港元

图表4：24Q1保险服务收入同比平均+2.7%（亿）

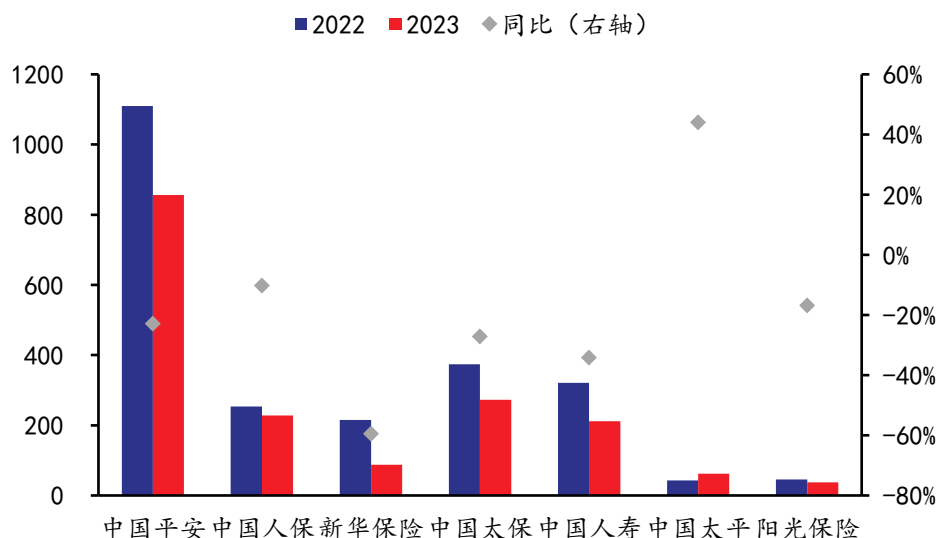


数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

1.3 A股上市保司净利润普遍下跌，准则切换加大波动幅度

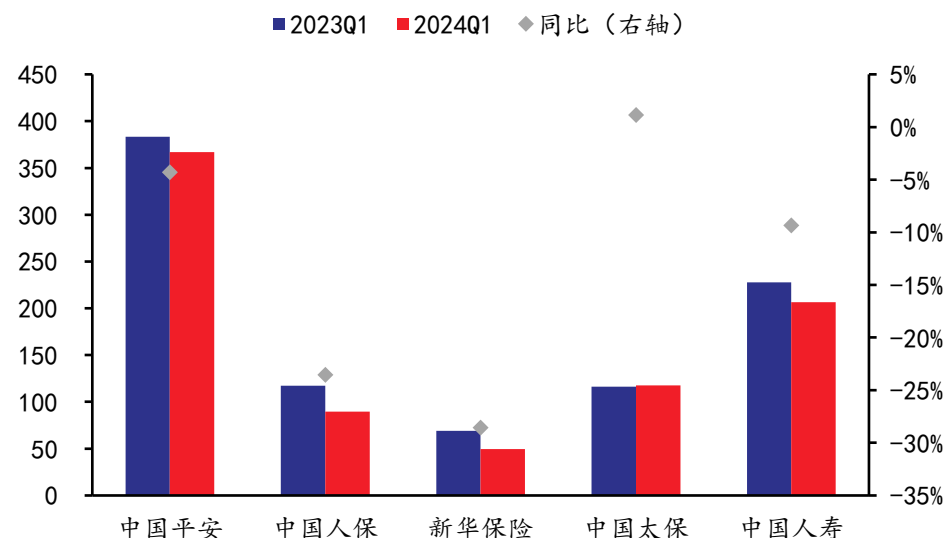
- **23年A股上市保司归母净利润同比平均-30.8%，净利润均下跌。**A股方面，2023年A股上市保司归母净利润同比平均-30.8%，保司净利润普跌，平安、人保、新华、太保、国寿归母净利润同比分别-22.8%、-10.2%、-59.5%、-27.1%、-34.2%；我们认为投资端压力是主导因素，金融工具新准则的切换加大了保司利润的波动。H股方面，太平、阳光归母净利润同比分别+44.1%、-16.8%。
- **24Q1 A股上市保司归母净利润同比平均-12.9%，保司净利润下跌幅度收窄。**2024年一季度A股上市保司归母净利润同比平均-12.9%，净利润平均下跌幅度收窄。太保净利润增速转正，其他保司净利润跌幅均环比收窄，平安、人保、新华、太保、国寿归母净利润同比分别-4.3%、-23.5%、-28.6%、+1.1%、-9.3%。

图表5：23年A股保司归母净利润同比平均-30.8%（亿）



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理
 注：中国太平为亿港元

图表6：24Q1A股保司归母净利润同比平均-12.9%（亿）



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

1.4 受准则切换+OCI公允价值增加影响，23年保司净资产规模大幅增长

- **受准则切换、OCI账户公允价值增加影响，23年末归母净资产同比+7.32%。**截至2023年末，A股上市保司归母净资产共计1.96万亿元，同比+7.32%；保司归母净资产均正增长，平安、人保、新华、太保、国寿归母净资产同比分别+3.43%、+8.75%、+7.24%、+27.03%、+5.49%。我们认为净资产大幅增长的原因在于：一准则切换，二是利率下行导致的OCI账户固收类资产公允价值增加。
- **24Q1末归母净资产较年初+1.38%。**截至2024年一季度末，A股上市保司实现归母净资产共计1.98万亿元，较年初+1.38%。除新华外其他保险净资产规模延续扩张，平安、人保、新华、太保、国寿归母净资产较年初分别+0.66%、+1.43%、-10.53%、+3.33%、+4.41%，主要受利率持续下降导致OCI账户固收类资产公允价值增加影响。

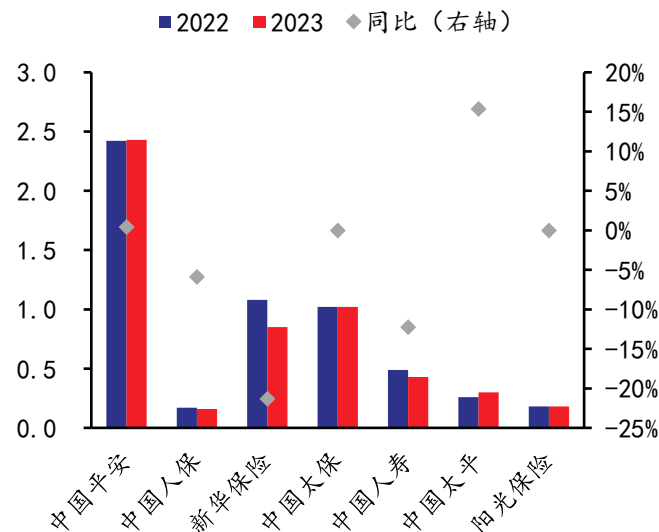
图表7：23年保司净资产规模大幅增长

归母净资产（百万元）	2022A	2023A	同比2022A	较2023Q3末	2024Q1	同比2023Q1末	较年初
中国平安	869,191	899,011	+3.43%	-0.45%	904,970	-1.02%	+0.66%
中国人保	222,851	242,355	+8.75%	+0.80%	245,823	+1.07%	+1.43%
新华保险	97,975	105,067	+7.24%	-3.00%	94,002	-22.70%	-10.53%
中国太保	196,477	249,586	+27.03%	+4.64%	257,885	+3.81%	+3.33%
中国人寿	436,169	460,110	+5.49%	+4.13%	480,406	+4.22%	+4.41%
合计	1,822,663	1,956,129	+7.32%	+1.24%	1,983,086	-0.28%	+1.38%

1.5 盈利承压下A股保司每股分红有所减少，国寿现金分红率大幅提升

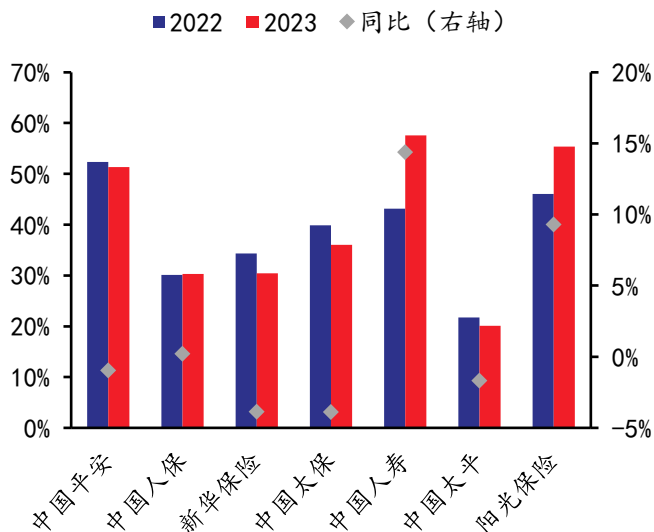
- 受盈利承压影响，A股多数保司每股分红有所减少。A股方面，净利润下跌使得人保、新华、国寿降低了每股分红，太保每股分红持平于2022年，而平安每股分红小幅提升；具体来看，2023年平安、人保、新华、太保、国寿、太平、阳光每股分红分别为2.43、0.16、0.85、1.02、0.43元，同比分别+0.4%、-5.9%、-21.3%、持平、-12.2%。H股方面，太平盈利增长带动每股分红提升，2023年每股分红为0.30港元，同比分别+15.4%；而阳光2023年每股分红维持在每股0.18元，同比持平。
- 国寿现金分红率大幅提升，阳光股息率最高。2023年平安、人保、新华、太保、国寿、太平、阳光现金分红比例分别为51.4%、30.3%、30.4%、36.0%、57.6%、20.1%、55.4%，同比分别-1.0pct、+0.2pct、-3.9pct、-3.9pct、+14.4pct、-1.7pct、+9.3pct。按5月22日收盘价，平安、人保、新华、太保、国寿、太平、友邦股息率分别为5.4%、2.9%、2.4%、3.4%、1.3%、3.4%、6.6%，阳光股息率明显高于同业平均。

图表8：A股保司每股分红有所减少（元）



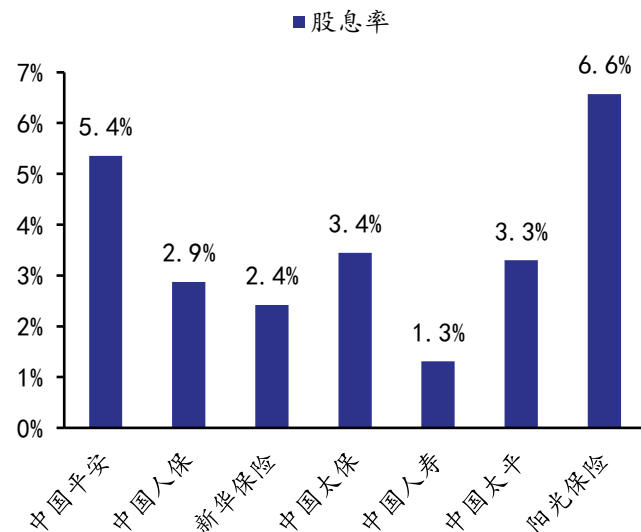
数据来源：Wind，太平洋研究院整理
 注：中国太平为港元

图表9：国寿分红比例大幅提升



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表10：阳光股息率最高



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

目录

1

总览：净利润普遍下跌，净资产规模大幅增加

2

寿险：NBV全面高速增长，假设调整增强价值评估可靠性

3

财险：车险稳健增长，综合成本率承压

4

投资：投资规模快速增长，投资收益率持续下行

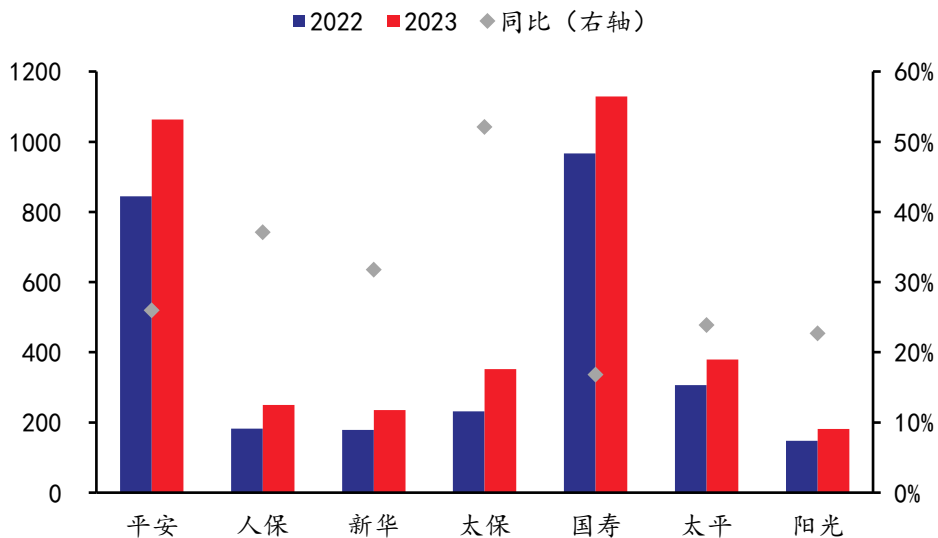
5

投资建议

2.1 新单期缴高增带动保费收入增长，增长节奏上呈现前高后低特征

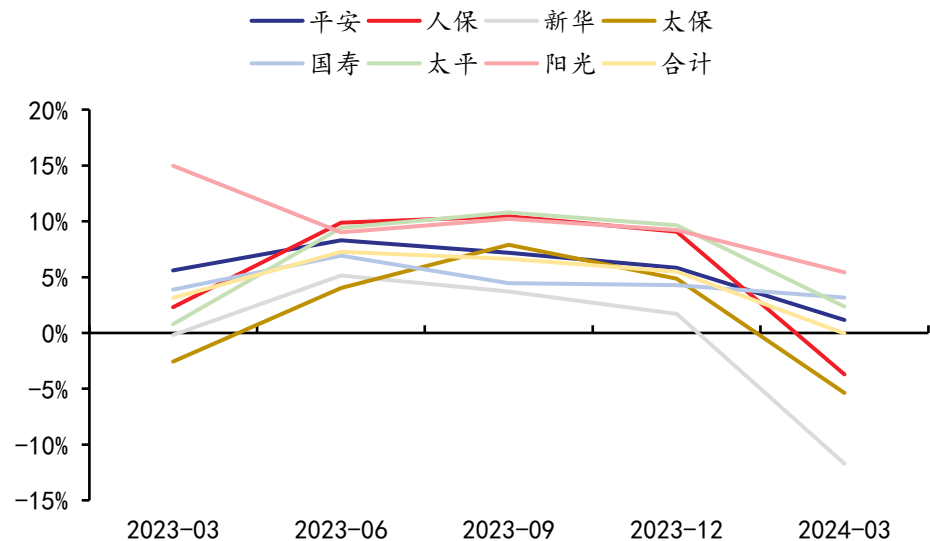
- 23年新单期缴同比平均+30.1%，带动保费收入同比平均+6.1%。2023年A+H股主要上市保司寿险业务保费收入同比平均+6.1%；其中23年新单期缴实现高增，同比平均+30.1%。具体来看，平安、人保、新华、太保、国寿、太平、阳光寿险业务新单期缴同比分别+26.0%、+37.1%、+31.8%、+52.1%、+16.8%、+23.9%、+22.7%。
- 保费收入增长节奏上前高后低，二季度增速为年内高峰。2023年A+H股上市保司寿险业务原保费收入合计同比+5.5%，节奏上呈现一二季度高、三四季度低的特征，其中二季度累计同比增速（+7.3%）为年内高峰。我们认为二季度增速的高峰主因预定利率下调预期下的销售升温，而后续累计同比增速的下行主要收到预定利率下调落地、银保渠道“报行合一”等因素影响。24Q1上市保司寿险业务原保费收入增速继续下行，同比-0.03%。

图表11：23年新单期缴同比平均+30.1%（亿）



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理
注：中国太平为亿港元

图表12：保费收入增长节奏前高后低

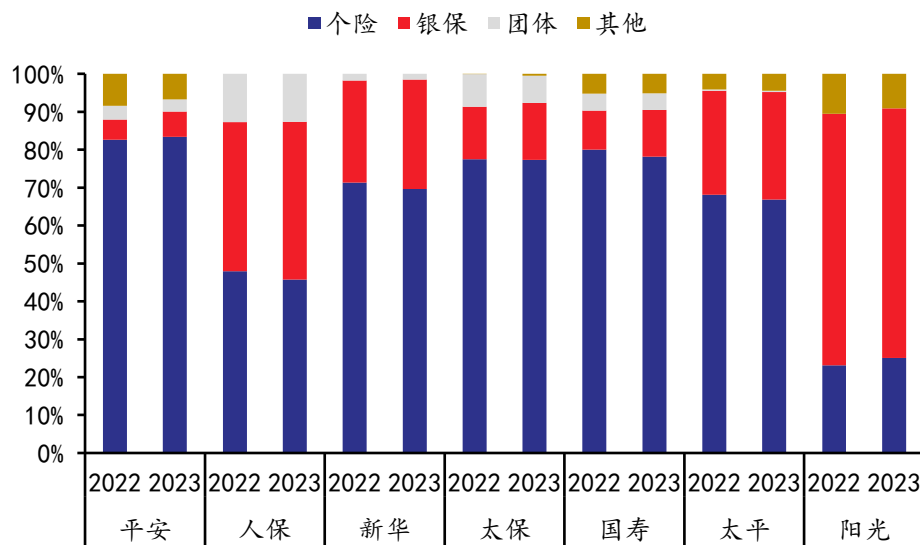


数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

2.2 23年银保渠道占比普遍提升，24Q1银保新单有所承压

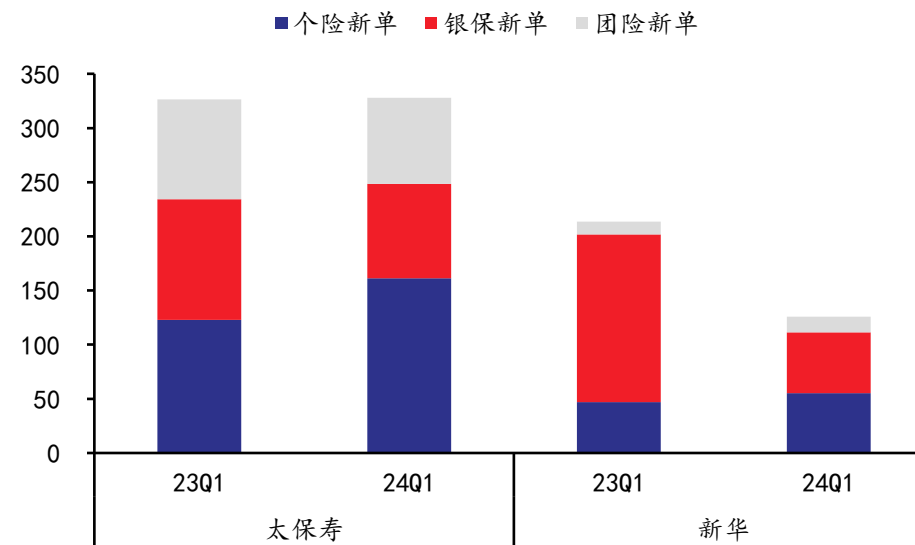
- 23年银保渠道占比同比+1.5pct，保司银保渠道占比普遍提升。2023年A+H股主要上市保司寿险业务个险、银保、团险渠道占比分别为73.8%、17.7%、4.3%，同比分别-0.8pct、+1.5pct、-0.4pct。除阳光外其他保司银保渠道占比均提升，平安、人保、新华、太保、国寿、太平、阳光寿险业务银保渠道占比同比分别+1.3pct、+2.3pct、+1.9pct、+1.2pct、+2.0pct、+0.9pct、-0.4pct。
- 24Q1个险转型成效显著，“报行合一”下银保新单增长承压。太保个险持续推进“长航行动”，提升个险队伍质量和能力，24Q1太保个险实现新单161亿元，同比+31.3%；新华个险聚焦价值提升，优化产品与服务供给，24Q1新华个险实现新单55亿元，同比+17.6%。银保“报行合一”使得银保新单增长承压，24Q1太保、新华银保分别实现新单87、56亿元，同比分别-21.8%、-63.7%。

图表13：23年银保渠道占比同比+1.5pct



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表14：24Q1银保新单增长承压（亿元）



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理
注：新单计算口径为长险首年+短险

2.3 人力规模继续压缩但降幅收窄，人均产能大幅提升

- 截至23年末上市保司人力规模同比-18.6%，降幅明显收窄。2023年人力规模继续压缩，截至2023年末A+H股主要上市保司寿险代理人人力规模合计171.2万人，同比-18.6%，降幅较2022年收窄11.0pct。具体来看，平安寿、人保寿、新华、太保寿、国寿、太平寿、阳光寿人力规模同比分别-22.0%、-8.8%、-21.3%、-17.4%、-5.1%、-40.0%、-15.5%。
- 代理人队伍转型效果持续显现，人均产能均大幅提升。各家保司积极推动代理人队伍提质转型，人均产能均实现大幅提升，平安寿、人保寿、新华、太保寿、国寿、太平寿、阳光寿披露的人均产能指标同比分别+89.5%、+119.5%、+94.4%、+51.8%、+28.6%、+5.3%、+44.4%。

图表15：23年人力规模降幅收窄

人力规模 (万人)	2021	2022	2023
平安寿	60.0	44.5	34.7
同比	-	-25.9%	-22.0%
人保寿	18.6	9.7	8.9
同比	-	-47.6%	-8.8%
新华	38.9	19.7	15.5
同比	-	-49.4%	-21.3%
太保寿	52.5	24.1	19.9
同比	-	-54.1%	-17.4%
国寿	82.0	66.8	63.4
同比	-	-18.5%	-5.1%
太平寿	38.5	39.1	23.5
同比	-	1.6%	-40.0%
阳光寿	8.1	6.3	5.3
同比	-	-22.1%	-15.5%
总计	298.6	210.3	171.2
同比	-	-29.6%	-18.6%

数据来源：公司公告，太平洋研究院整理
 注：2021年太保寿人力规模为月均保险营销员口径

图表16：23年人均产能大幅提升

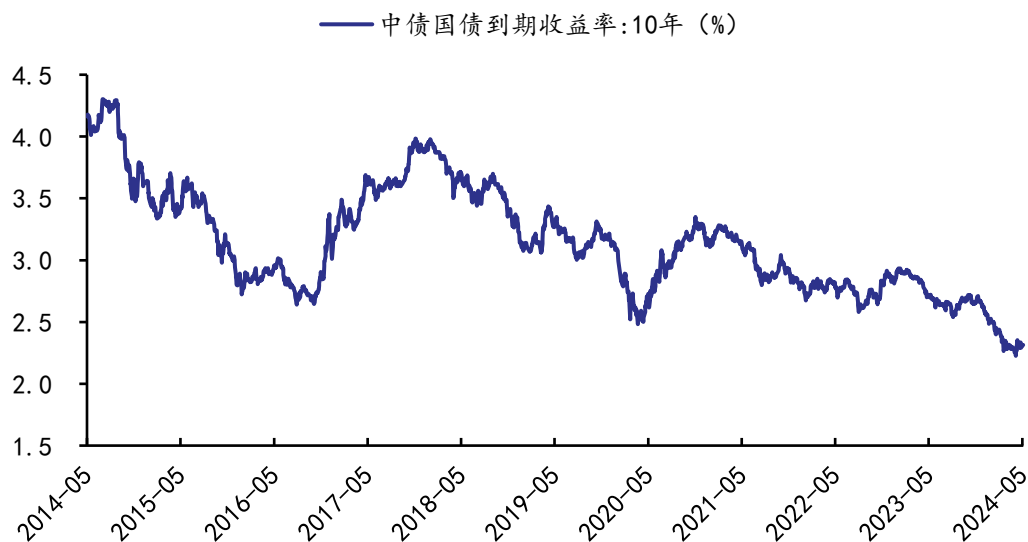
简称	人均产能指标	2021	2022	2023	23年同比增速
平安寿	代理人人均NBV (元)	39,031	47,639	90,285	89.5%
人保寿	月人均新单期交保费 (元)	2,994	3,995	8,771	119.5%
新华	月均首年保费/月均规模人力 (元)	2,725	3,237	6,294	94.4%
太保寿	月人均首年规模保费 (元)	4,638	6,844	12,837	51.8%
国寿	月人均首年期交保费同比增速	-	51.7%	28.6%	-
太平寿	月人均期缴原保费 (元)	13,040	13,685	14,410	5.3%
阳光寿	月人均新单标准保费 (元)	12,235	14,299	20,653	44.4%

数据来源：公司公告，太平洋研究院整理
 注：2021年和2022年太保寿人均产能指标为月人均首年保险业务收入

2.4.1 精算假设调整以反映长期利率预期，EV和NBV可信度提升

- ▶ **长期利率中枢趋势性下行。**我国经济已进入高质量发展阶段，经济增速换挡和经济结构转型升级下，长期利率进入趋势性下行。截至2024年5月22日10年期国债利率为2.31%，2023年10年期国债利率下降28BP，2024年以来10年期国债利率下降24BP。
- ▶ **各家保司对投资收益率和风险贴现率进行合理调整，EV和NBV可信度提升。**考虑到长期利率下行、权益市场波动加剧、会计准则切换等因素对长期投资收益率造成的压力，各家保司集中调整投资收益率和风险贴现率，长期投资回报率均由5%下调至4.5%，而由于杠杆经营特性风险贴现率的下调幅度更大，假设调整后EV和NBV评估可信度更高。

图表17：长期利率趋势性下行



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表18：保司调整精算假设

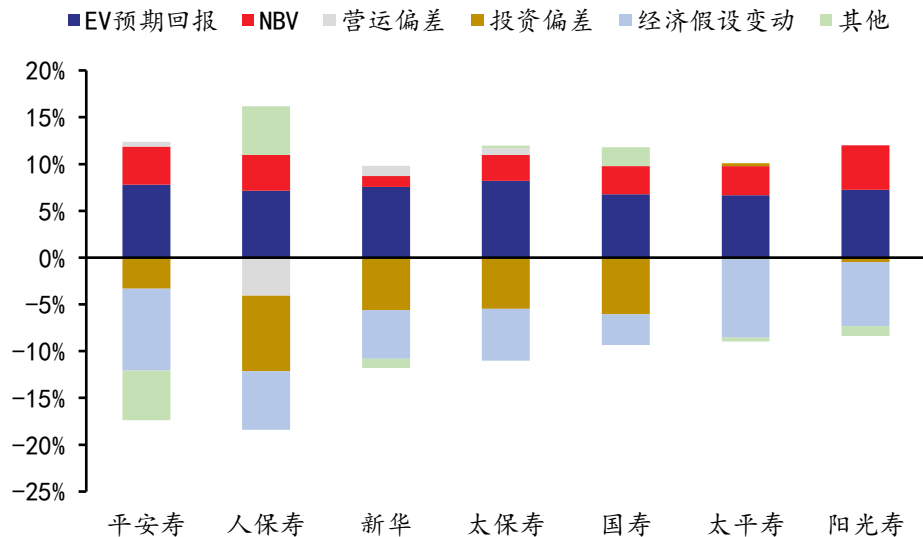
公司	长期投资收益率假设			风险贴现率假设		
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
平安寿				11.0%	9.5%	-1.5%
人保寿				10.0%	9.0%	-1.0%
新华				11.0%	9.0%	-2.0%
太保寿	5%	4.5%	-0.5%	11.0%	9.0%	-2.0%
国寿				10.0%	8.0%	-2.0%
太平寿				11.0%	9.0%	-2.0%
阳光寿				11.0%	9.5%	-1.5%

数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

2.4.2 假设调整对EV和NBV影响偏负面，且NBV受影响幅度更大

- **假设调整致使EV增长放缓。**由于EV=VIF+ANW两部分构成，下调长期投资收益率假设将导致ANW的预期回报下降，同时用来计算有效业务和新业务预期产生的未来现金流中股东利益贴现减少。尽管下调风险贴现率也会使贴现分母端下降，但降幅不及分子端，因此，VIF和NBV均将下降，导致EV增长放缓。从EV变动结构来看，平安寿、人保寿、新华、太保寿、国寿、太平寿、阳光寿假设变动/期初EV分别为-8.8%、-6.3%、-5.2%、-5.5%、-3.3%、-8.5%、-6.9%。
- **结构因素使得NBV受影响幅度更大。**调整后平安寿、人保寿、新华、太保寿、国寿、太平寿、阳光寿NBV分别-20.8%、-19.1%、-24.4%、-8.9%、-8.50%、-20.1%、-17.4%，而调整后平安寿、人保寿、国寿、太平寿、阳光寿EV分别-10.7%、-4.1%、-2.9%、-6.6%、-3.4%，NBV降幅明显高于EV降幅。我们认为这一特征主要与业务结构有关，2023年NBV增长主要由储蓄险拉动，导致NBV对投资收益率的敏感性更高。

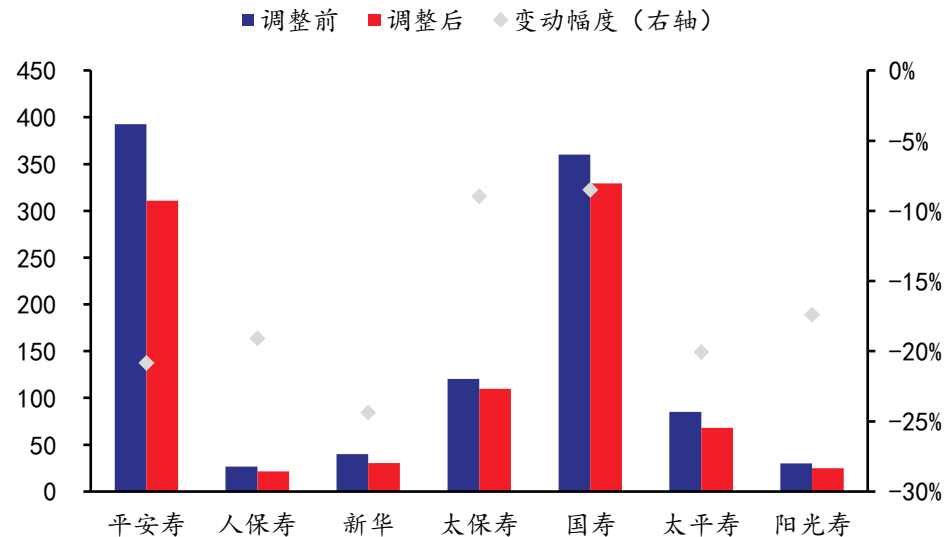
图19：假设调整对EV整体影响偏负面



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

注：人保寿、太保寿、国寿、太平寿、阳光寿包含其他假设变动

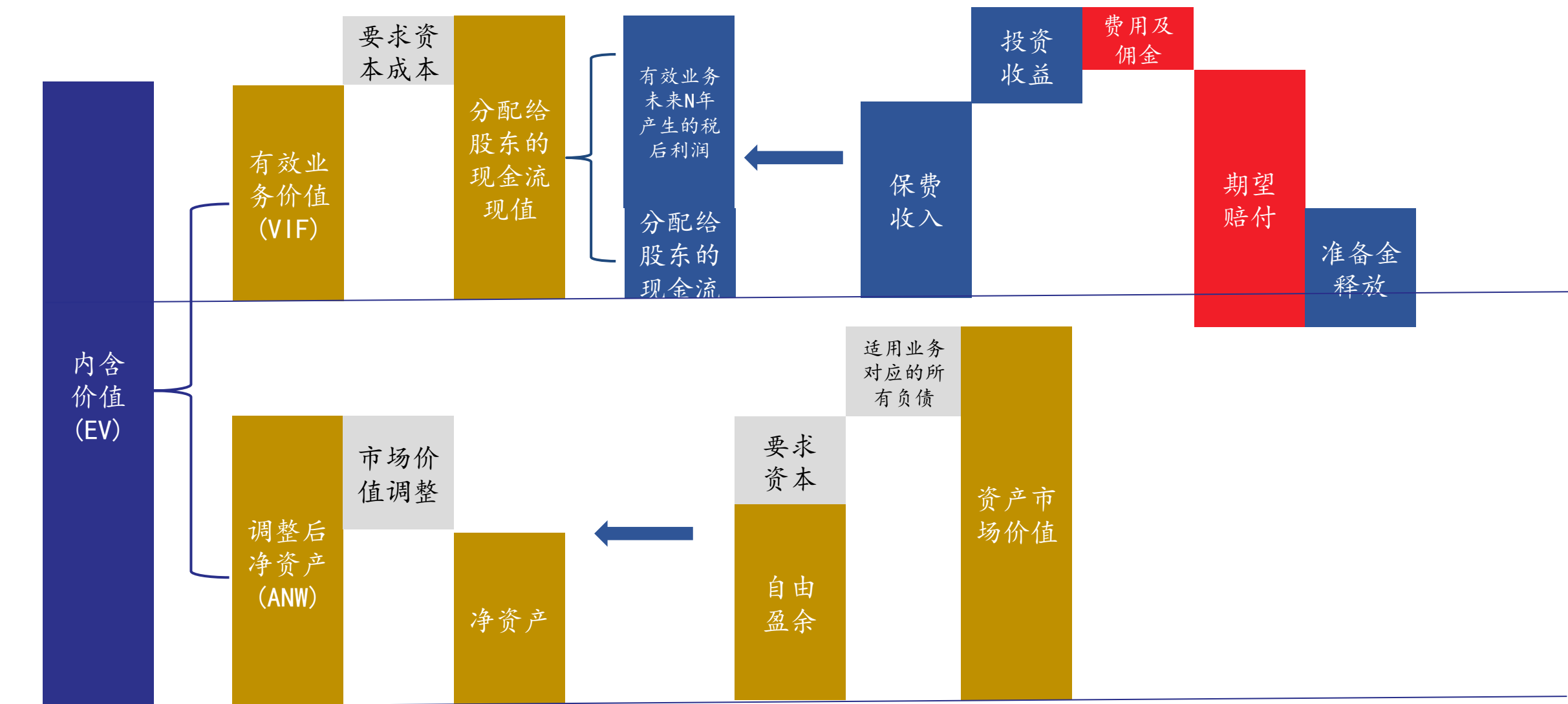
图20：NBV受影响幅度更大（亿元）



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

注：平安寿、新华、太保寿、太平寿以2022年假设对2023年数据进行调整，人保寿、国寿、阳光寿以2023年假设对2022年数据进行调整

2.4.3 EV构成示意图

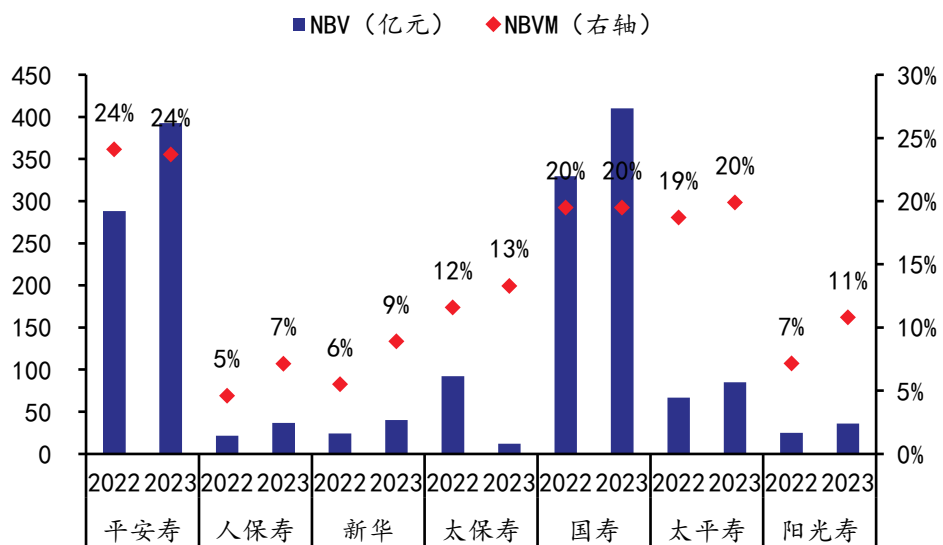


数据来源：太平洋研究院整理

2.5 新单高增+NBVM改善，2023年NBV实现全面正增长

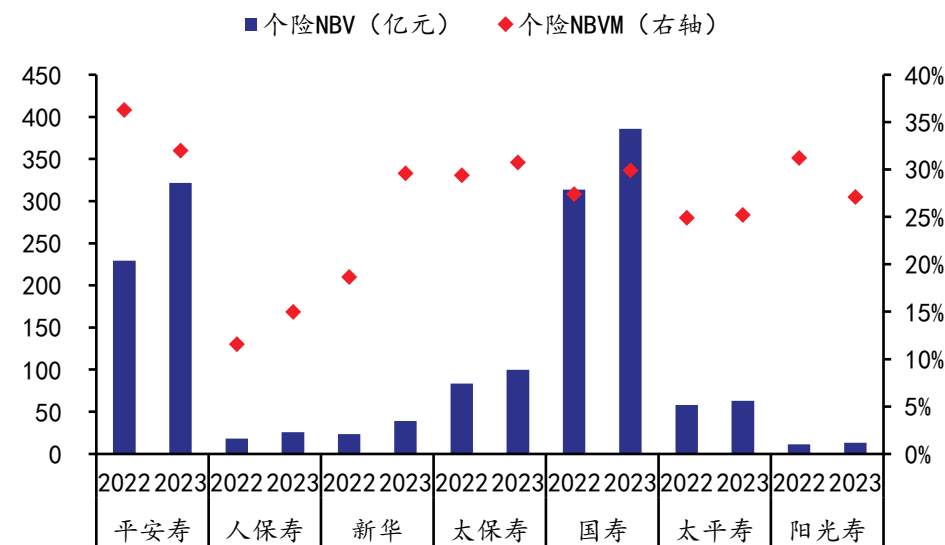
- **新单高增叠加NBVM改善，NBV均实现快速增长。**2023年多数保司NBVM改善，平安寿、人保寿、新华、太保寿、国寿、太平寿、阳光寿NBVM分别为23.7%、7.1%、8.9%、13.3%、19.5%、19.9%、10.8%，同比分别-0.4pct、+2.5pct、+3.4pct、+1.7pct、持平、+1.2pct、+3.7pct。NBVM的改善和新单高增共同支撑NBV快速增长，平安寿、人保寿、新华、太保寿、国寿、太平寿、阳光寿NBV同比分别+36.2%、+69.6%、+65.0%、+30.8%、+24.6%、+27.8%、+44.2%；NBV合计1121亿元，同比+32.4%。我们认为NBVM的改善主要得益于个险渠道转型的持续深化以及银保渠道“报行合一”带来的费用率下降。
- **个险、银保渠道NBVM多数改善，银保渠道NBV占比提升。**2023年平安寿、人保寿、新华、太保寿、国寿、太平寿、阳光寿个险NBVM同比分别-4.3pct、+3.4pct、+10.9pct、+1.4pct、+2.5pct、+0.3pct、-4.1pct，平安寿、人保寿、新华、太保寿、太平寿、阳光寿银保NBVM同比分别+0.9pct、+2.2pct、+0.6pct、+3.4pct、+6.3pct、+3.2pct；NBV方面银保渠道NBV占比明显提升，2023年平安寿、人保寿、新华、太保寿、太平寿、阳光寿银保渠道NBV占比同比分别+2.2pct、+13.8pct、-0.8pct、+7.6pct、+12.9pct、+3.0pct。

图表21：NBVM改善、NBV高增



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理
注：国寿、人保、阳光NBVM采用NBV/新单保费进行测算

图表22：个险渠道NBVM多数改善

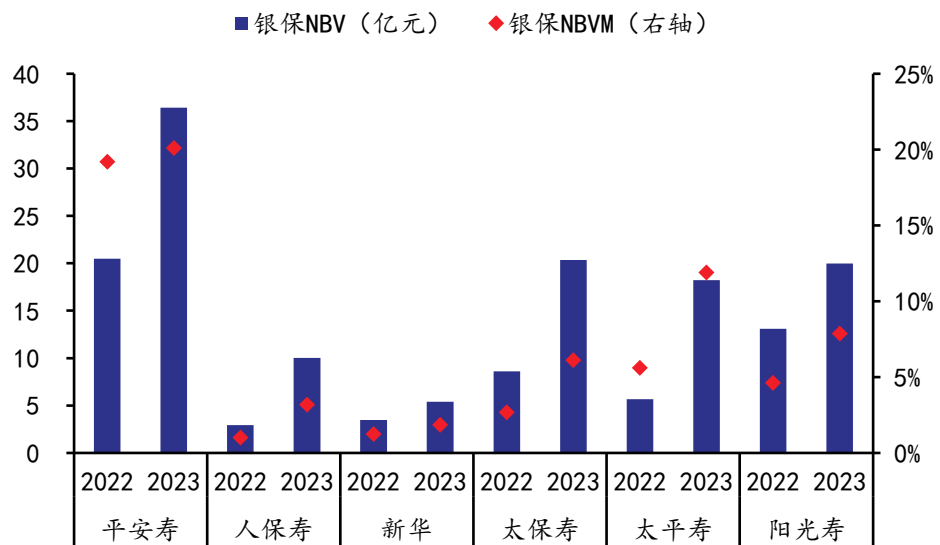


数据来源：公司公告，太平洋研究院整理
注：平安和国寿采用披露值，其他保司采用渠道NBV/渠道新单进行测算

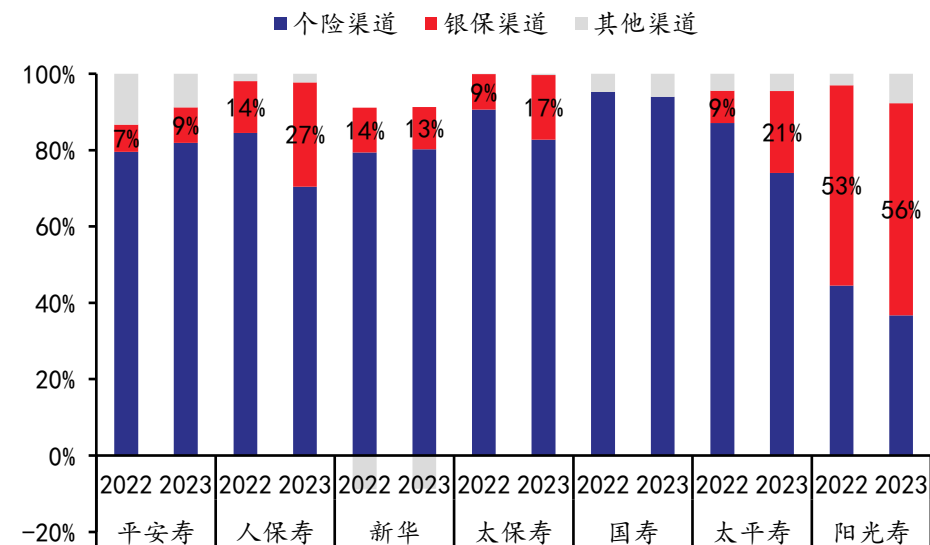
2.5 新单高增+NBVM改善，2023年NBV实现全面正增长（续）

- **新单高增叠加NBVM改善，NBV均实现快速增长。**2023年多数保司NBVM改善，平安寿、人保寿、新华、太保寿、国寿、太平寿、阳光寿NBVM分别为23.7%、7.1%、8.9%、13.3%、19.5%、19.9%、10.8%，同比分别-0.4pct、+2.5pct、+3.4pct、+1.7pct、持平、+1.2pct、+3.7pct。NBVM的改善和新单高增共同支撑NBV快速增长，平安寿、人保寿、新华、太保寿、国寿、太平寿、阳光寿NBV同比分别+36.2%、+69.6%、+65.0%、+30.8%、+24.6%、+27.8%、+44.2%；NBV合计1121亿元，同比+32.4%。我们认为NBVM的改善主要得益于个险渠道转型的持续深化以及银保渠道“报行合一”带来的费用率下降。
- **个险、银保渠道NBVM多数改善，银保渠道NBV占比提升。**2023年平安寿、人保寿、新华、太保寿、国寿、太平寿、阳光寿个险NBVM同比分别-4.3pct、+3.4pct、+10.9pct、+1.4pct、+2.5pct、+0.3pct、-4.1pct，平安寿、人保寿、新华、太保寿、太平寿、阳光寿银保NBVM同比分别+0.9pct、+2.2pct、+0.6pct、+3.4pct、+6.3pct、+3.2pct；NBV方面银保渠道NBV占比明显提升，2023年平安寿、人保寿、新华、太保寿、太平寿、阳光寿银保渠道NBV占比同比分别+2.2%、+13.8%、-0.8%、+7.6%、+12.9%、+3.0%。

图表23：银保渠道NBVM均改善



图表24：银保渠道NBV占比明显提升



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

注：平安和国寿采用披露值，其他保司采用渠道NBV/渠道新单进行测算

数据来源：公司公告，太平洋研究院整理 17

目录

1

总览：净利润普遍下跌，净资产规模大幅增加

2

寿险：NBV全面高速增长，假设调整增强价值评估可靠性

3

财险：车险稳健增长，综合成本率承压

4

投资：投资规模快速增长，投资收益率持续下行

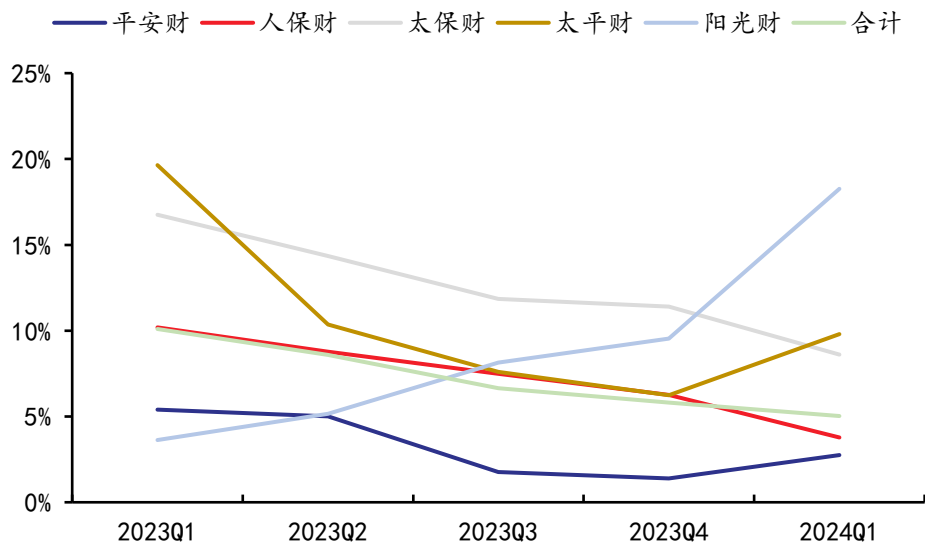
5

投资建议

3.1 财险保费收入增速逐季下滑，非车险业务是胜负手

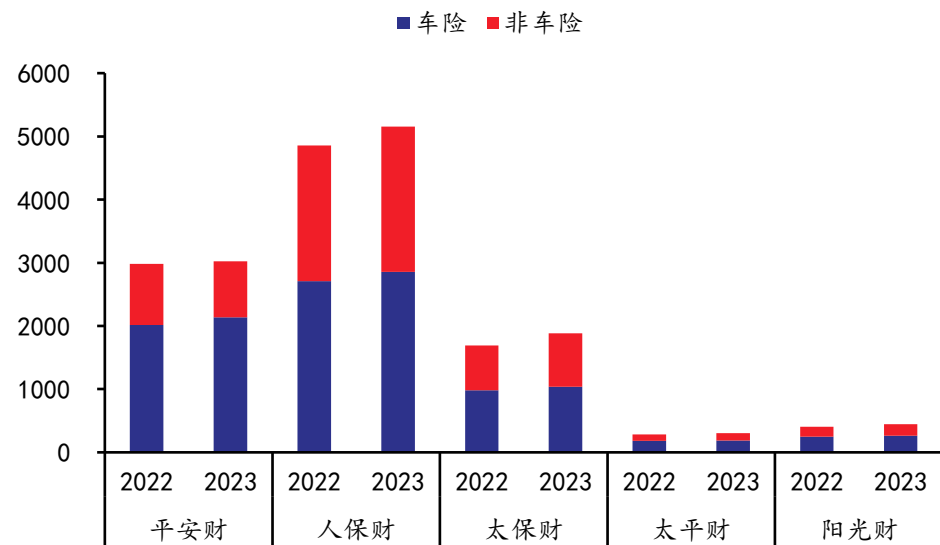
- **23年财险保费收入增速逐季下滑，24Q1财险保费收入增速表现分化。**2023年平安财、人保财、太保财、太平财、阳光财合计实现原保险保费收入1.1万亿元，同比+5.8%；具体来看，平安财、人保财、太保财、太平财、阳光财原保险保费收入同比分别+1.4%、+6.3%、+11.4%、+6.2%、+9.5%；节奏上阳光财保费收入增速逐季提升，其他财险保费收入增速逐季下滑。**24Q1**平安财、人保财、太保财、太平财、阳光财合计实现原保险保费收入3373亿元，同比+5.0%；财险保费收入增速表现分化，平安财、人保财、太保财、太平财、阳光财同比分别+2.8%、+3.8%、+8.6%、+9.8%、+18.3%，平安财、太平财增速回升，阳光财增速继续抬升，人保财、太保财增速继续下滑。
- **车险稳健增长，非车险差异化发展。**分险种来看：1) 2023年平安财、人保财、太保财、太平财、阳光财车险保费同比分别+6.2%、+5.3%、+5.6%、+2.6%、+6.1%，主要因为去年较低的基数效应以及费用边际下降得到抑制，叠加新车销量良好，车险继续稳健增长；非车险展业战略差异导致增速分化，2023年平安财、人保财、太保财非车险同比分别-8.7%、+7.4%、+19.3%、+12.6%、+14.9%。2) 24Q1车险增速放缓，平安财、人保财、太保财车险同比分别+3.5%、+1.9%、2.2%；非车险增速表现分化，平安财、人保财、太保财非车险同比分别+1.3%、+5.0%、+13.8%，增速环比分别+10.0pct、-2.4pct、-5.5pct。

图表25：财险保费收入增速逐季下滑



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表26：车险实现稳健增长（亿元）

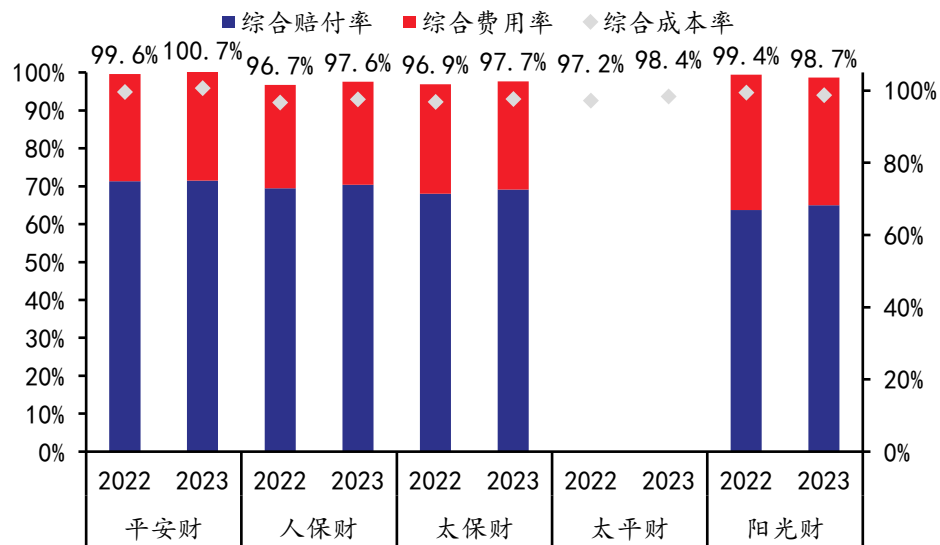


数据来源：公司公告，太平洋研究院整理 19

3.2 出行恢复+自然灾害致使综合COR普遍承压

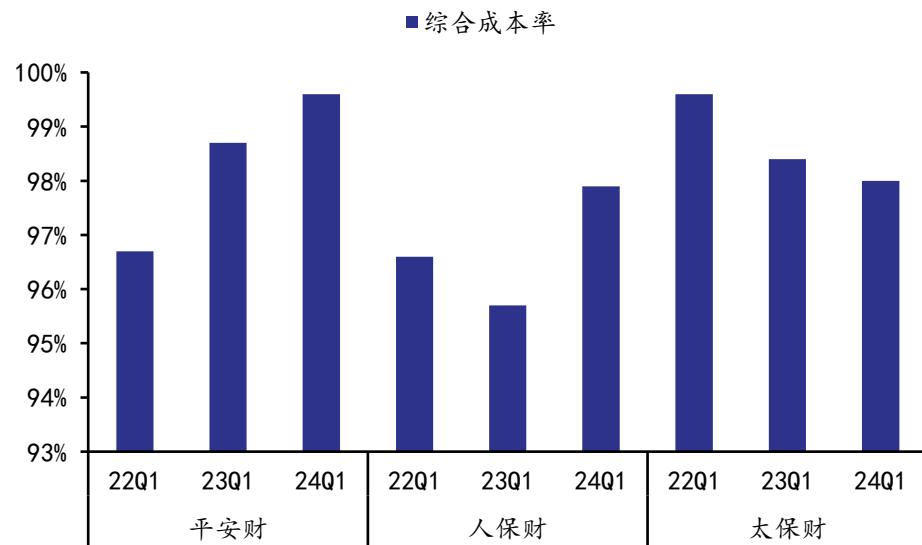
- **23年财险综合COR普遍承压。**2023年平安财、人保财、太保财、太平财、阳光财综合COR分别为100.7%、97.6%、97.7%、98.4%、98.7%，同比分别+1.1pct、+0.9pct、+0.8pct、+1.2pct、-0.7pct；其中平安财、人保财、太保财、阳光财综合赔付率同比分别+0.2pct、+0.9pct、+1.1pct、+1.3pct，综合费用率同比分别+0.9pct、持平、-0.3pct、-2.0pct。我们认为综合COR承压主要系出行恢复和自然灾害影响；此外平安仍受到信保业务拖累，剔除保证保险影响后2023年平安产险承保COR为98.4%。
- **24Q1财险综合COR表现分化，赔付仍然承压。**24Q1平安财、人保财、太保财综合COR分别为99.6%、97.9%、98.0%，同比分别+0.9%、+2.2%、-0.4%。24Q1平安财、人保财、太保财综合COR环比分别-1.1%、+0.3%、+0.3%，平安财综合COR环比下降或是受益于信保业务规模压缩，而考虑到24Q1极端暴雪天气，人保财、太保财综合COR的环比上升可能是赔付承压导致。

图表27：23年财险综合COR普遍承压



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表28：24Q1财险综合COR表现分化



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

目录

1

总览：净利润普遍下跌，净资产规模大幅增加

2

寿险：NBV全面高速增长，假设调整增强价值评估可靠性

3

财险：车险稳健增长，综合成本率承压

4

投资：投资规模快速增长，投资收益率持续下行

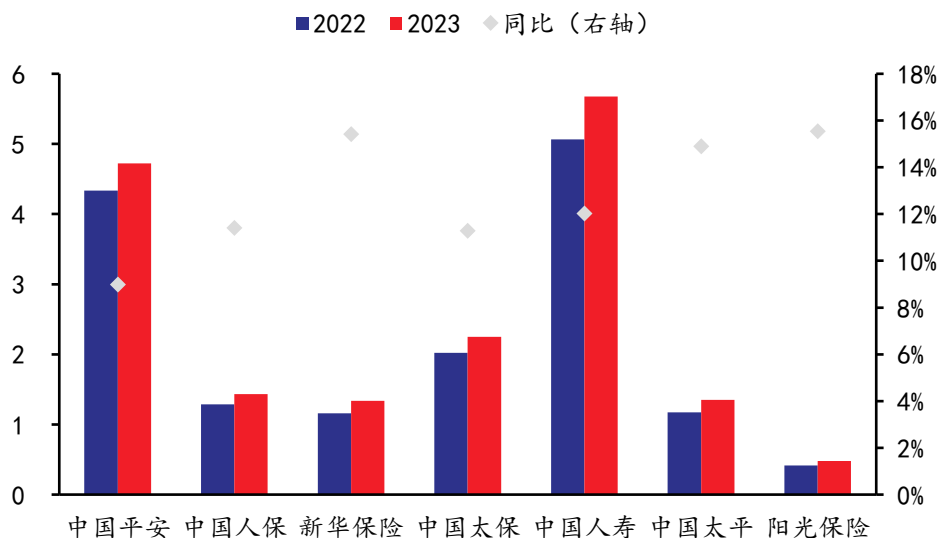
5

投资建议

4.1 投资规模快速增长，主要增配债券资产

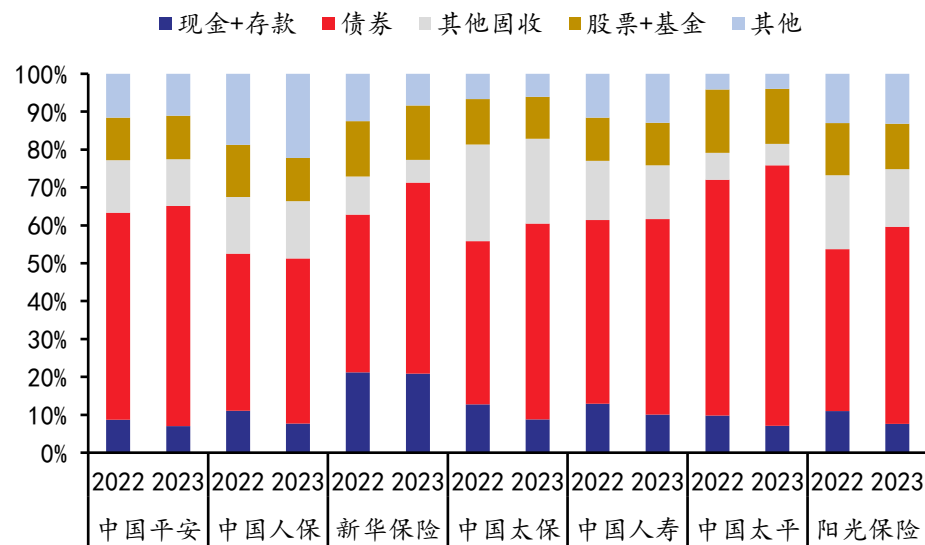
- 23年A+H股主要上市保司投资资产同比平均+12.8%，实现快速增长。A股方面，截至2023年末A股上市保司投资资产合计15.4万亿元，同比+11.2%；具体来看，平安、人保、新华、太保、国寿投资资产分别为4.7、1.4、1.3、2.3、5.7万亿元，同比分别+9.0%、+11.4%、+15.4%、+11.3%、+12.0%。H股方面，太平、阳光投资资产分别为1.3、0.5万亿元，同比分别+14.9%、+15.5%。
- 结构上主要增配债券资产，股基占比稳定。结构上债券为主要增配资产，平安、人保、新华、太保、国寿、太平、阳光债券投资占比分别为58.1%、43.6%、50.4%、51.7%、51.6%、68.7%、52.0%，占比同比分别+3.5pct、+2.2pct、+8.8pct、+8.7pct、+3.1pct、+6.5pct、+7.8pct；股基投资占比分别为11.5%、11.4%、14.3%、11.1%、11.2%、14.5%、12.0%，占比同比分别+0.3pct、-2.3pct、-0.3pct、-0.9pct、-0.2pct、-2.2pct、-2.8pct，占比多数下降但基本保持稳定。我们认为保司增配债券原因在于：1) 拉长资产久期做好资产负债匹配；2) 长期利率中枢下行预期下进行债券的先行配置。

图表29：投资规模快速增长（万亿）



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理
注：中国太平为万亿港元

图表30：债券为主要增配资产

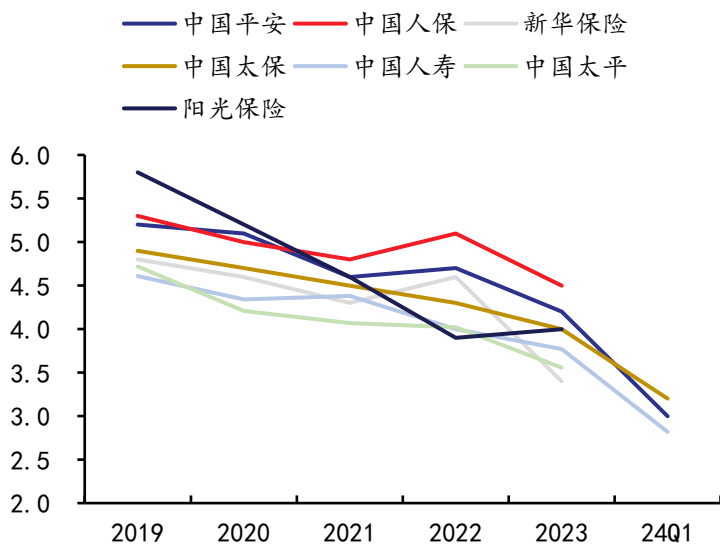


数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

4.2 净投资收益率整体下行，综合投资收益率同比上升

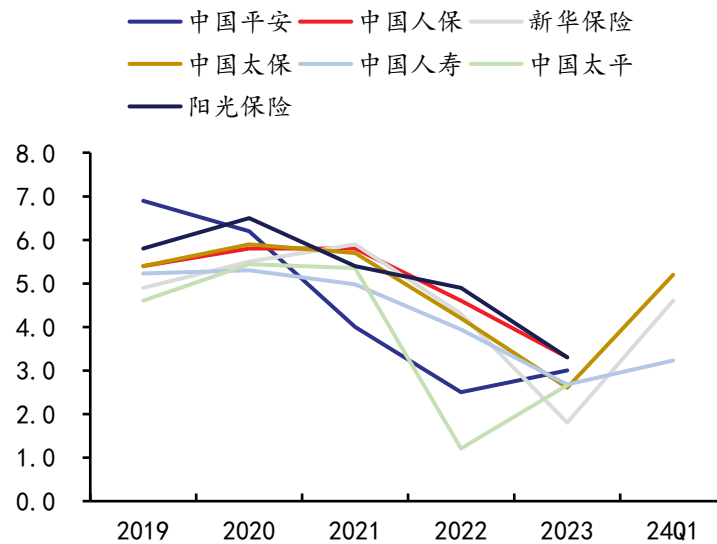
- 23年净投资收益率和总投资收益率表现整体下行，综合投资收益率同比上升。利率中枢下行使得保司获得的利息收入减少，净投资收益率整体下行，23年平安、人保、新华、太保、国寿、太平、阳光净投资收益率同比分别-0.5pct、-0.6pct、-1.2pct、-0.3pct、-0.2pct、-0.5pct、+0.1pct；权益市场表现低迷亦使得总投资收益率承压，总投资收益率同比分别+0.5pct、-1.3pct、-2.5pct、-1.6pct、-1.3pct、+1.5pct、-1.6pct；而利率下行提升固收类资产的公允价值，平安、太保、国寿、太平、阳光综合投资收益率均同比上升，同比分别+1.0pct、+0.4pct、+1.3pct、+2.7pct、+2.0pct。
- 24Q1净投资收益率继续下行，总投资收益率环比均有所提升。2024一季度利率延续下行趋势，保司净投资收益率继续承压，平安、太保、国寿净投资收益率分别为3.0%、3.2%、2.8%，环比分别-1.2pct、-0.8pct、-1.0pct；受益于一季度后半段权益市场回暖，总投资收益率环比均有所提升，新华、太保、国寿总投资收益率分别为4.6%、5.2%、3.2%，环比分别+2.8pct、+2.6pct、+0.6pct。

图表31：净投资收益率整体下行 (%)



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理
注：太保数据进行简单年化处理

图表32：总投资收益率整体下行 (%)



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理
注：太保数据进行简单年化处理

图表33：23年保司投资收益率表现

公司	净投资收益率 (%)	同比 (%)	总投资收益率 (%)	同比 (%)	综合投资收益率 (%)	同比 (%)
中国平安	4.2	-0.6	3.0	+0.4	3.6	+1.0
中国太保	4.0	-0.3	2.6	-1.5	2.7	+0.4
中国人寿	3.8	-0.2	2.7	-1.3	3.2	+1.3
中国太平	3.6	-0.3	2.7	+1.5	5.0	+2.7
阳光保险	4.0	+0.1	3.3	-1.6	4.8	+2.0

数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

目录

1

总览：净利润普遍下跌，净资产规模大幅增加

2

寿险：NBV全面高速增长，假设调整增强价值评估可靠性

3

财险：车险稳健增长，综合成本率承压

4

投资：投资规模快速增长，投资收益率持续下行

5

投资建议

投资建议

- **负债端：**寿险方面，居民储蓄需求持续释放，同时在其他资产收益率下行环境下，保险产品吸引力依然较强，负债端将持续改善；但考虑到23Q2的高基数，预计24Q2新单和NBV将持续有所承压。财险方面，出行恢复和自然灾害影响因素逐渐消化，同时保司主动压降高风险非车险，预计财险综合成本率边际改善。
- **资产端：**利率方面，长期利率下行空间有限，随着1万亿超长期限国债发行逐渐落地，“资产荒”将有所改善。地产方面，多城市放开限购，地产政策持续优化，保司地产投资风险缓解。权益方面，2月以来股市表现回暖，“国九条”及配套政策落地助力资本市场实现高质量发展，从而提振投资信心。综合来看，预计24年保司资产端压力将得到有效缓解，助推保司净利润修复。
- **投资建议：**负债端持续改善，资产端修复空间较大；当前保险板块整体估值隐含收益率安全边际较高。看好保险行业资负两端带来的业绩修复及β属性带来的估值修复机会，因此维持保险行业“看好”评级。

图表34：估值隐含投资收益率测算

公司	中国平安	新华保险	中国太保	中国人寿
PEV	0.55	0.35	0.47	0.59
2023EV (百万元)	1,390,126	250,510	529,493	1,260,567
2022EV (百万元)	1,423,763	255,582	519,620	1,194,220
EV%	-2.36%	-1.98%	1.90%	5.56%
投资收益率增加对EV影响	7.61%	33.69%	21.17%	22.09%
投资收益率减少对EV影响	-7.60%	-33.82%	-21.02%	-21.98%
投资收益率变动	-0.16%	-0.03%	0.04%	2.52%
23年投资收益率	3.00%	1.80%	2.60%	2.68%
估值隐含投资收益率	2.84%	1.77%	2.64%	2.75%

风险提示

- 经济复苏不达预期；
- 利率持续大幅下行；
- 政策落地不及预期；
- 新单保费增长低于预期；
- 权益市场波动加大。

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	郭佳佳	18811762128	guojj@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锲	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com

► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数 - 5%与5%之间；
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下

► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；
持有：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

投诉电话：95397

投诉邮箱：kefu@tpyzq.com

· 以上 感谢 ·
