

## 云消雾散，曙光初现

证券研究报告

2023年04月13日

## 保险行业 2022 年年报综述暨 2023 年年度展望更新

## 核心结论

**回顾：投资端拖累业绩表现，多数险企归母净利润承压。**受 NBV 下降、投资表现拖累，多数险企 EV 增速显著放缓；分红表现分化，股利支付率相对稳健。

**人身险：1) 行业集中度稳中略降。**平安、国寿、太保、新华、人保、太平、阳光保费市占率 yoy-1.4pct 至 57.3%。**2) 新单保费表现分化，NBVM 下降态势下 NBV 承压，22H2 部分险企 NBV 边际改善。**银保渠道高增助力部分险企新单增速转正，保障类产品需求走弱、储蓄类产品供需双升影响下，NBVM 同比下降；**3) 佣金及手续费支出降幅明显，新单口径下营运效率持续提升；4) 代理人队伍规模承压，但人均产能等核心过程指标持续改善；5) 银保渠道高速增长；6) 保单质量稳步提升，助力营运偏差大幅改善。**

**财险：大灾影响同比减弱、疫情封控下出险率降低、优结构控成本成效显现，绝大多数头部险企承保盈利能力大幅优化，除平安财受保证保险拖累外，其他险企均实现承保盈利。1) 车险：集中度持续提升，为承保利润增量的主要来源；2) 非车险：集中度稳中有升，多数险企承保利润同比优化。**

**投资端：权益市场波动态势下，净投资收益率颇具韧性，但总投资收益率承压，投资偏差负贡献拖累 EV 增速；险企增配债券，权益配置策略分化。**

**展望：从“底部渐进，曙光可期”到“云消雾散，曙光初现”，人身险业务复苏及财险成本管控有望超预期。**与 2022 年 11 月发布策略报告时相较：

**1) 人身险预期发生 6 大变化：**i) 部分险企代理人规模有望正增长；ii) 部分险企个险新单增速有望转正；iii) 保障类产品销售有望改善；iv) 部分险企 NBVM 有望提升；v) 新单有望正增长；vi) NBV 增速有望转正。**2) 财险头部公司承保盈利有望超预期。**中国人保在 2022 年业绩发布会上表示，车险费用率降幅有效抵减后疫情时代出险率的增长，超出市场预期。

**投资建议：估值修复预计为全年主线，国企价值重估逻辑有望贡献增量。**年内板块短期、中期均有催化，投资端有望贡献业绩弹性，预计全年估值将呈现波动式上修态势，人身险表现有望优于财险。**1) 人身险：短、中、长期催化剂兼具。**短期关注头部险企 23Q1 NBV 正增长预期的兑现情况，中期关注经济修复对需求及增员的提振，长期关注“保险+服务”模式带来的业绩及估值提升空间。**2) 财险：在没有大灾的情况下，头部险企受益于费用管控，承保利润或将超预期兑现。**短期关注承保业绩表现，中期关注大灾及行业竞争态势，长期关注承保利润的成长性带来的估值空间。国企价值重估逻辑有望成为全年主线，机构改革方案明确发展主线，国资委会议指明发展方向，为国企背景的险企价值重估注入强心针。**从短期逻辑看：推荐中国太保，建议关注新华保险；从长期逻辑看：推荐中国人寿，建议关注中国平安。**

**风险提示：政策风险、利率风险、市场波动风险、大灾风险、改革不及预期。**

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

行业评级 超配

前次评级 超配

评级变动 维持

近一年行业走势



相对表现	1个月	3个月	12个月
保险 II	-1.90	-11.14	-1.16
沪深 300	1.50	-0.13	-1.71

分析师

罗钻辉 S0800521080005

15017940801

luozuanhui@research.xbmail.com.cn

联系人

孙冀齐

13162770049

sunjiqi@research.xbmail.com.cn

相关研究

保险 II：节后业务复苏势头强劲，有望受益于国企价值重估逻辑—2 月保费数据点评 2023-03-16

保险 II：低基数优势下，开门红同比正增长预期有望逐步兑现—保险行业 1 月数据点评 2023-02-19

保险 II：资产端催化有望延续，对负债端的短期波动不必太过担忧—保险行业观点更新 2023-01-29

## 索引

## 内容目录

一、 回顾：内、外部挑战下，寿险、财险表现分化 .....	5
1.1 人身险：改革成效逐步显现，头部险企过程指标、结果指标双向改善 .....	6
1.1.1 人身险行业保费增速回升，集中度稳中略降 .....	6
1.1.2 新单保费表现分化，NBV 降幅收窄 .....	7
1.1.3 佣金及手续费支出降幅明显，新单口径下营运效率持续提升 .....	8
1.1.4 代理人渠道：队伍规模承压，但核心过程指标持续改善 .....	9
1.1.5 银保渠道快速发展，贡献业绩增量 .....	10
1.1.6 保单质量管控成效显著，助力营运经验偏差同比改善 .....	11
1.2 财产险：天时地利人和态势下，头部险企承保盈利能力大幅改善 .....	12
1.2.1 车险：承保盈利能力大幅改善，行业集中度进一步提升 .....	14
1.2.2 非车险集中度稳中有升，多数险企承保利润同比优化 .....	15
1.3 投资端：权益市场波动态势下，投资表现承压 .....	17
1.3.1 投资表现：市场波动带来挑战，上市险企总投资收益率承压 .....	17
1.3.2 资产配置：险资债券配置占比提升，寿险公司增配长期股权投资 .....	18
二、 展望：云消雾散，曙光初现 .....	20
2.1 人身险：短、中、长期催化剂兼具，预计估值全年呈波动上修趋势 .....	20
2.1.1 短期：关注头部险企 23Q1 NBV 正增长预期兑现 .....	21
2.1.2 中期：关注经济修复带动保险需求及增员提振 .....	22
2.1.3 长期：关注“保险+服务”模式带来的业绩及估值提升空间 .....	22
2.2 财险：在没有重大灾害的情况下，头部险企承保利润或将超预期兑现 .....	24
2.2.1 短期：关注承保业绩的兑现情况 .....	24
2.2.2 中期：关注大灾表现及行业竞争态势是否存在调整 .....	24
2.2.3 长期：关注承保利润的稳定性及成长性表现 .....	25
2.3 投资端：长端利率及权益市场表现优于去年，预计 23Q1 或将贡献业绩弹性 .....	25
2.4 投资建议：估值修复预计为全年主线，国企价值重估逻辑有望贡献增量 .....	26
三、 风险提示 .....	26

## 图表目录

图 1：上市险企 2022 年归母净利润 (亿元) 及同比 .....	5
图 2：上市险企归母净利润同比表现 .....	5
图 3：险企内含价值增速放缓 .....	5
图 4：上市险企分红比率 .....	5
图 5：上市险企增提责任准备金 (亿元) 致使净利润承压 .....	6

图 6: 上市险企 ROE 水平 .....	6
图 7: 上市险企人身险保费收入及同比 .....	6
图 8: 2022 年上市险企人身险保费市占率 .....	6
图 9: 上市险企人身险新单保费表现分化 .....	7
图 10: 上市险企 NBVM 同比下降 .....	7
图 11: 上市险企 NBV 同比表现 .....	8
图 12: 22H2 部分险企 NBV 同比增速改善 .....	8
图 13: 上市险企佣金及手续费 (亿元) 同比下降 .....	8
图 14: 上市险企业务及管理费支出(亿元) .....	8
图 15: 上市险企新单口径下运营效率指标同比提升 .....	9
图 16: 多数险企 NBV 口径下运营效率指标同比下降 .....	9
图 17: 个险渠道新单(亿元) 及同比 .....	9
图 18: 个险渠道 NBV (亿元) 及同比 .....	9
图 19: 多数险企代理人队伍规模持续缩减 (万人) .....	10
图 20: 上市险企代理人队伍规模同比表现 .....	10
图 21: 上市险企代理人人均新单表现 (元/月) .....	10
图 22: 上市险企代理人人均 NBV 表现 (元/月) .....	10
图 23: 银保渠道新单保费 (亿元) .....	11
图 24: 银保渠道 NBV(亿元)及同比 .....	11
图 25: 险企 13 个月继续率表现 .....	11
图 26: 多数上市险企寿险退保率同比下降 .....	11
图 27: 上市险企 EV 中营运经验贡献明显改善 (百万元) .....	12
图 28: 上市险企财险保费收入 (亿元) 及同比 .....	13
图 29: 多数上市险企综合成本率显著改善 .....	13
图 30: 上市险企财险综合赔付率表现 .....	13
图 31: 上市险企财险综合费用率表现 .....	13
图 32: 上市险企承保利润 (百万元) .....	14
图 33: 上市险企车险保费收入 (亿元) 及同比 .....	14
图 34: 2022 年上市险企车险业务综合成本率显著改善 .....	14
图 35: 上市险企车险承保利润 (百万元) 显著改善 .....	15
图 36: 财险行业整体非车险保费收入情况 .....	15
图 37: 险企非车险保费收入 (亿元) 及同比 .....	15
图 38: 2022 年人保财非车险分险种保费同比表现 .....	16
图 39: 2022 年平安财非车险分险种保费同比表现 .....	16
图 40: 2022 年太保财非车险保费同比表现 .....	16
图 41: 人保财非车险分险种综合成本率 .....	16
图 42: 平安财非车险分险种综合成本率 .....	16
图 43: 太保财非车险分险种综合成本率 .....	16

图 44: 2021-2022 年 10 年期国债到期收益率 (%) .....	17
图 45: 2022 年沪深 300 指数累计收益率表现 .....	17
图 46: 险资整体财务收益率 (年化) .....	17
图 47: 险资整体综合收益率 (年化) .....	17
图 48: 上市险企净投资收益率 .....	18
图 49: 上市险企总投资收益率 .....	18
图 50: 行业整体资产配置情况 .....	18
图 51: 2022 年寿险公司资产配置情况 .....	19
图 52: 2022 年财险公司资产配置情况 .....	19
图 53: 截至 2021 年末, 上市险企大类资产配置情况 .....	19
图 54: 截至 2022 年末, 险资大类资产配置情况 .....	19
图 55: 2022 年 11 月策略报告对人身险核心指标的预期 .....	21
图 56: 站在当前时点, 人身险业务核心指标的预期发生六大变化 .....	21
图 57: 供不应求, 养老产业有望迎来长线发展 .....	23
图 58: 保险公司布局产品销售+养老社区/居家养老服务模式 .....	23
图 59: 保险公司产品销售+养老社区/居家养老商业模式 .....	24
图 60: 2023 年以来 10 年期国债到期收益率 (%) .....	26
图 61: 2023 年以来沪深 300 累计收益率表现 .....	26

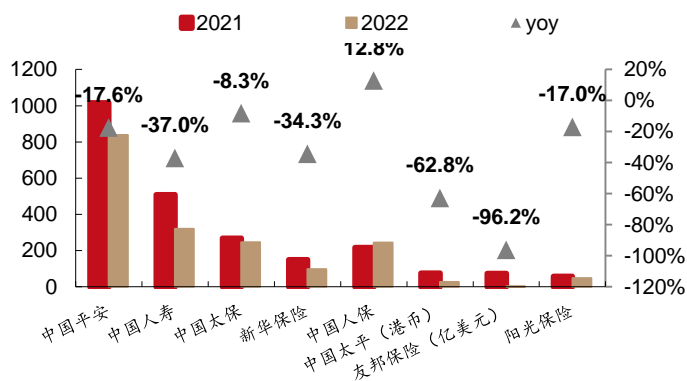
## 一、回顾：内、外部挑战下，寿险、财险表现分化

投资端拖累业绩表现，多数险企归母净利润承压。2022年五家A股上市险企归母净利润合计1746.93亿元，yoy-19.1%；细分公司来看，归母净利润中国人保244.06亿元(yoy+12.78%)、中国太保246.09亿元(yoy-8.28%)、阳光保险48.81亿元(yoy-17.03%)、中国平安837.74亿元(yoy-17.55%)、新华保险98.22亿元(yoy-34.3%)、中国人寿320.82亿元(yoy-37.0%)、中国太平27.97亿港元(yoy-62.8%)、友邦保险2.28亿美元(yoy-96.2%)。

受新业务价值承压+投资回报差异负贡献拖累，多数险企内含价值增速放缓。2022年险企内含价值同比表现阳光保险(yoy+7.99%)、中国太保(yoy+4.28%)、中国人寿(yoy+2.29%)、中国平安(yoy+2.02%)、新华保险(yoy-1.25%)、中国人保(yoy-4.39%)、友邦保险(固定汇率口径下yoy-3%)、中国太平(yoy-7.10%)，增速较21年水平-5.0pct、-7.5pct、-1.6pct、-5.6pct、-9.8pct、-13.6pct、-16pct、-3.8pct。

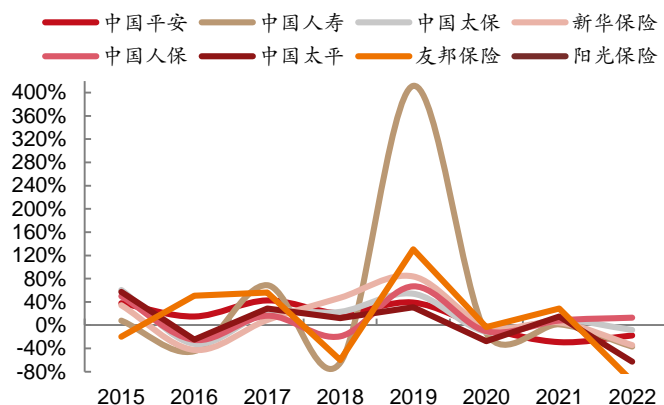
分红表现分化，股利支付率相对稳健。2022年险企分红表现友邦保险1.54港元/股(yoy+5.5%)、中国平安2.42元/股(yoy+1.7%)、中国人保0.166元/股(yoy+1.2%)、中国太保1.02元/股(yoy+2.0%)、阳光保险0.18元/股、中国人寿0.49元/股(yoy-24.6%)、新华保险1.08元/股(yoy-25.0%)、中国太平2.67港元/股(yoy-37.9%)，股利支付率分别为220.0%/52.3%/30.1%/39.9%/42.4%/34.3%/33.4%。

图1：上市险企2022年归母净利润(亿元)及同比



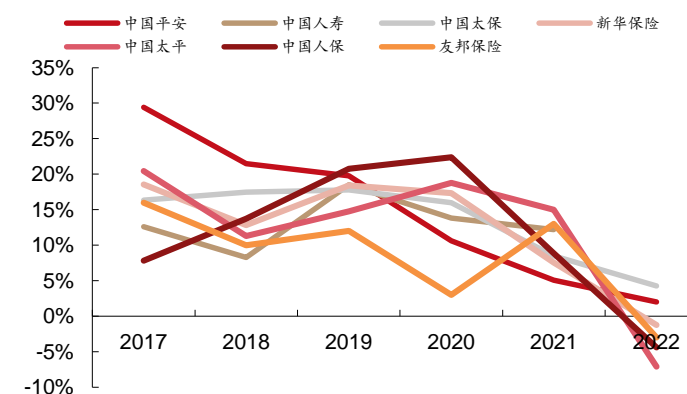
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图2：上市险企归母净利润同比表现



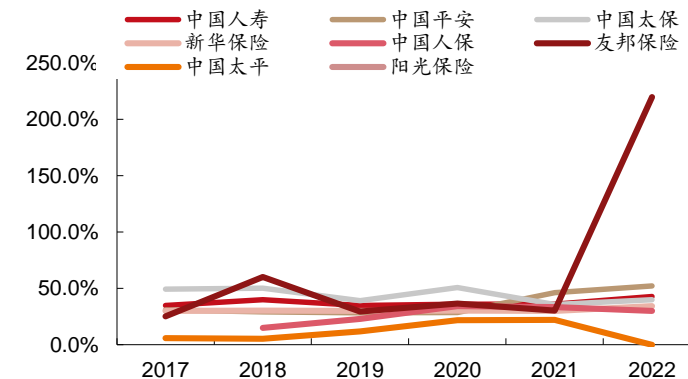
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图3：险企内含价值增速放缓



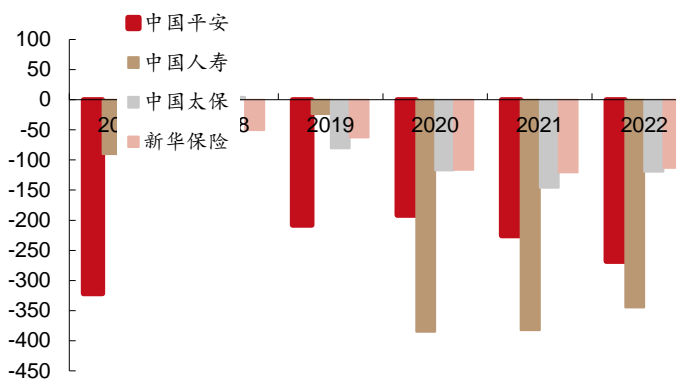
资料来源：wind，西部证券研发中心

图4：上市险企分红比率



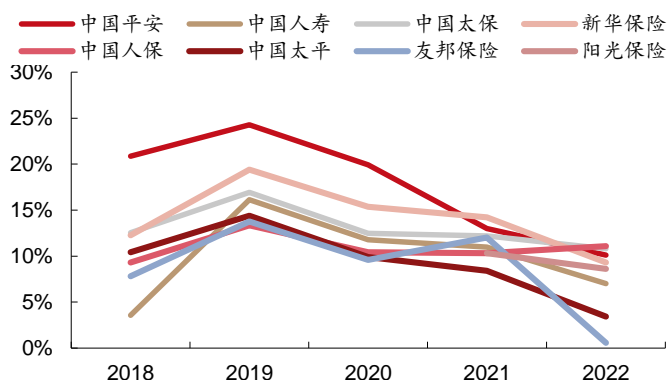
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 5：上市险企增提责任准备金 (亿元) 致使净利润承压



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 6：上市险企 ROE 水平



资料来源：wind，西部证券研发中心

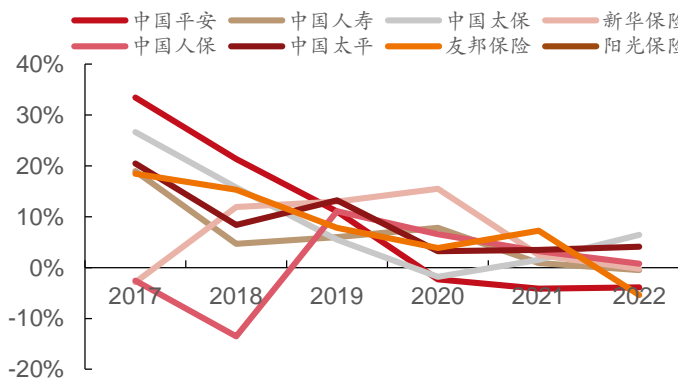
## 1.1 人身险：改革成效逐步显现，头部险企过程指标、结果指标双向改善

### 1.1.1 人身险行业保费增速回升，集中度稳中略降

**人身险保费增速回升，寿险贡献主要增量。**根据银保监会披露的数据，2022 年我国人身险原保费收入 3.42 万亿元，yoy+3.06%；其中，人身险公司原保费收入 3.21 万亿元，同比增速转正至 2.78%（增幅 4.20pct）。寿险为 人身险保费增量的主要来源，2022 年原保费收入 yoy+4.02% 至 2.45 万亿元；健康险保费收入 7073 亿元，同比微增（yoy+0.06%）；意外险保费收入 499 亿元，yoy-14.36%。

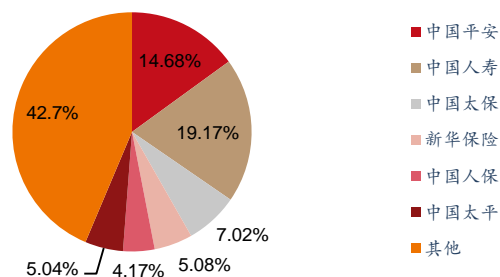
**行业集中度稳中略降。**原保费收入口径下，平安、国寿、太保、新华、人保、太平、阳光 7 家上市险企人身险市占率 57.3%，yoy-1.4pct。细分公司来看，2022 年人身险保费收入阳光保险 682.95 亿元（yoy+12.28%）、中国太保 2253.43 亿元（yoy+6.45%）、中国太平 1617.83 亿元（寿险及养老险口径，yoy+4.10%）、中国人保 1337.24 亿元（寿险及健康险口径，yoy+0.80%）、新华保险 1630.99 亿元（yoy-0.23%）、中国人寿 6151.90 亿元（yoy-0.51%）、中国平安 4711.02 亿元（yoy -3.91%），友邦保险 361.76 亿美元（TWPI 口径，固定汇率口径下 yoy+2%）；2022 年人身险保费市占率表现中国人寿（19.17%，yoy-0.63pct）、中国平安（14.68%，yoy-1.02pct）、中国太保（7.02%，yoy+0.24pct）、新华保险（5.08%，yoy-0.15pct）、中国太平（5.04%，yoy+0.06pct）、中国人保（4.17%，yoy-0.08pct）、阳光保险（2.13%，yoy+0.18pct）。

图 7：上市险企人身险保费收入及同比



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 8：2022 年上市险企人身险保费市占率



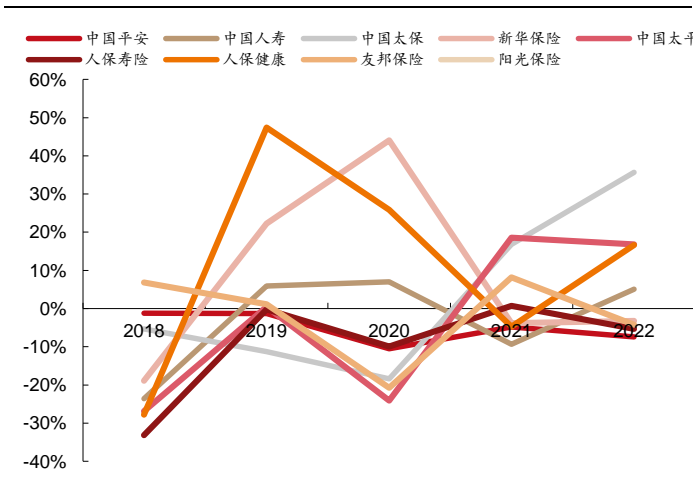
资料来源：公司公告，银保监会，西部证券研发中心

### 1.1.2 新单保费表现分化，NBV降幅收窄

银保渠道高增助力部分险企新单增速转正。2022年人身险新单保费表现太保寿 663.71 亿元(yoy+35.7%)、太平寿 408.32 亿港元(yoy+16.84%)、国寿 1847.67 亿元(yoy+5.06%)、阳光寿 348.67 亿元(yoy+3.81%)、友邦 54.07 亿美元(ANP 口径下同比持平)、新华 433.62 亿元(yoy-3.19%)、人保寿 465.47 亿元(yoy-5.33%)、平安寿 1389.94 亿元(yoy-7.4%)。其中，太保、国寿新单增长来自银保新单高增，银保渠道新单分别贡献新单增量的 126.8%、119.97%；太平寿新单增量来自银保渠道及个险趸交，二者分别贡献增量的 40.4%、159.7%；阳光寿个险、银保新单双增助力新单表现稳健。

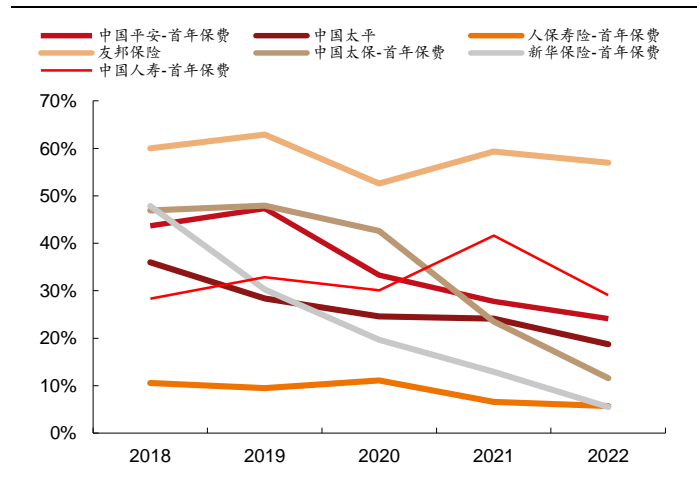
产品结构调整态势下 NBVM 承压。细分公司来看，上市险企 NBVM 表现友邦保险 57.0%(固定汇率口径下 yoy-2.4pct)、中国人寿 29.1%(个险板块首年保费口径, yoy-12.5pct)、中国平安 24.1%(首年保费口径, yoy-3.7pct)、中国太平 18.7%(yoy -5.4pct)、中国太保 11.6%(yoy -11.9pct)、阳光寿 8.7%(NBV/新单保费近似测算, yoy-0.32pct)、人保寿 5.7%(NBV/新单保费近似测算, yoy-0.8pct)、新华保险 5.5%(yoy-7.4pct)。

图 9：上市险企人身险新单保费表现分化



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

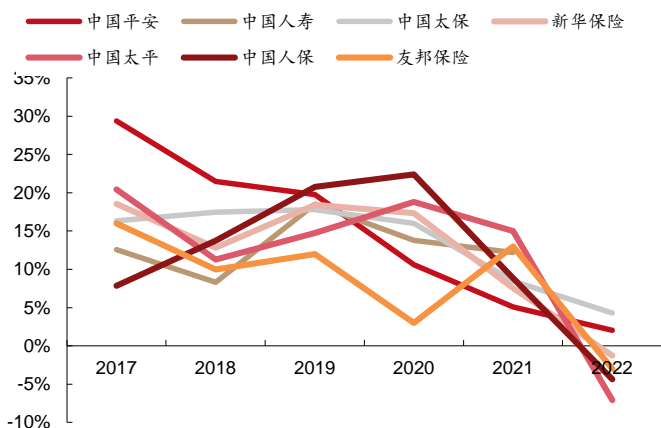
图 10：上市险企 NBVM 同比下降



资料来源：公司公告，西部证券研发中心，国寿为个险口径，未披露的使用 NBV/新单保费进行测算

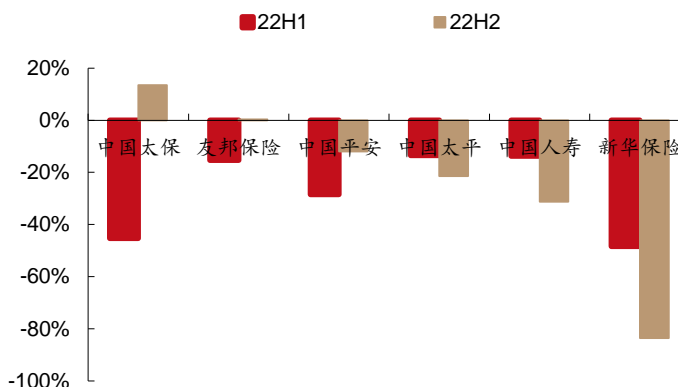
新单分化、NBVM 下降双重影响下，NBV 承压态势持续。22 年上市险企 NBV 表现阳光保险 30.18 亿元(yoy+0.1%)、友邦保险 30.92 亿美元(固定汇率口径下 yoy-5%)、人保寿 26.69 亿元(yoy-17.29%)、太平寿 74.58 亿港元(yoy-18.08%)、中国人寿 360.04 亿元(yoy-19.60%)、中国平安 288.20 亿元(yoy-23.95%)、太保寿 92.05 亿元(yoy-31.37%)、新华 24.23 亿元(yoy-59.48%)。但站在边际变化角度来看，部分险企 22H2 NBV 同比增速显著改善，中国太保、友邦保险、中国平安 22H2 NBV 增速分别为 13.5%、0.3%、-12%，较 22H1 增速+58.8pct、+15.6pct、+16.5pct；其中，中国平安 22Q4 NBV 同比增速转正，增幅达 11.6%。

图 11: 上市险企 NBV 同比表现



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 12: 22H2 部分险企 NBV 同比增速改善



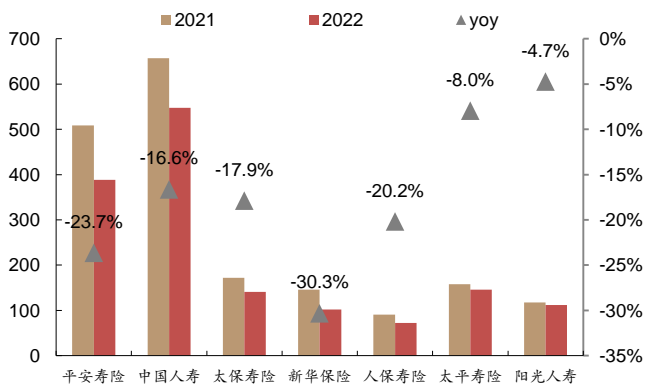
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

### 1.1.3 佣金及手续费支出降幅明显, 新单口径下营运效率持续提升

受代理人队伍规模下降及产品结构变化影响, 险企佣金及手续费支出同比降幅明显, 业务及管理费表现分化。细分公司来看, 佣金及手续费支出新华保险(yoy-30.3%)、平安寿(yoy-23.7%)、人保寿(yoy-20.2%)、太保寿(yoy-17.9%)、国寿(yoy-16.6%)、阳光寿(yoy-4.7%); 业务及管理费方面, 太平寿(yoy-14.6%)、平安寿(yoy-10.3%)、新华(yoy-8.8%)、阳光寿(yoy-3.0%)、国寿(yoy-1.8%)、太保寿(yoy-1.7%)、人保寿(yoy+1.1%)。

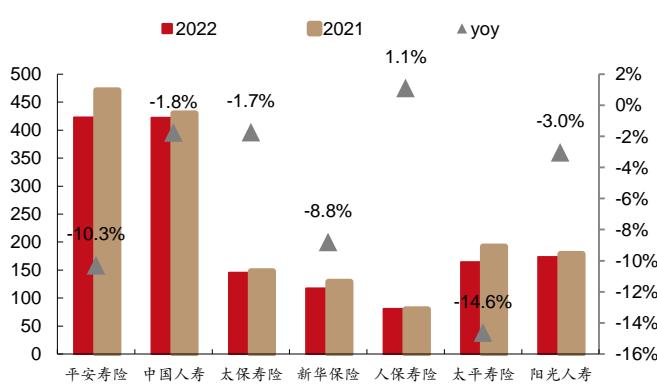
新单口径下运营效率指标提升, NBVM 下降致使多数险企 NBV 口径运营效率指标下滑。我们将运营效率指标定义为新单及 NBV/ (佣金及手续费支出+业务及管理费支出), 新单口径下运营效率指标人保寿险 3.05、太保寿险 2.32、新华保险 1.98、中国人寿 1.91、平安寿险 1.71、太平寿险 1.32、阳光人寿 1.22, 同比分别+5.4%、+51.5%、+21.4%、+17.7%、+11.9%、+32.2%、+7.8%; NBVM 下降致使单位成本价值产出水平下降, NBV 口径下运营效率指标中国人寿 0.37、中国平安 0.36、太保寿险 0.32、太平寿险 0.24、人保寿险 0.18、新华保险 0.11、阳光人寿 0.11, 同比分别-9.9%、-8.1%、-23.4%、-7.3%、-7.9%、-49.2%、+3.9%。

图 13: 上市险企佣金及手续费 (亿元) 同比下降



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心, 太平寿险为港元

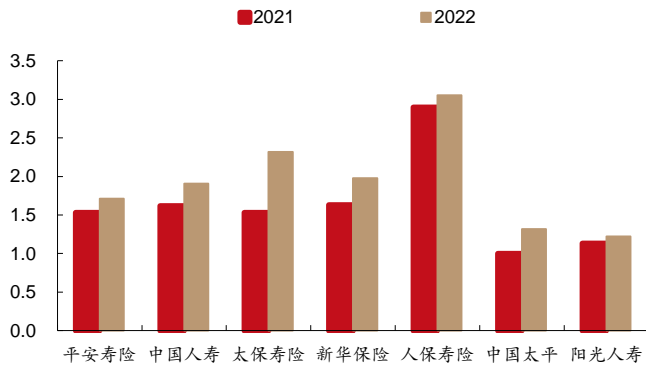
图 14: 上市险企业务及管理费支出(亿元)



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心, 太平寿险为港元

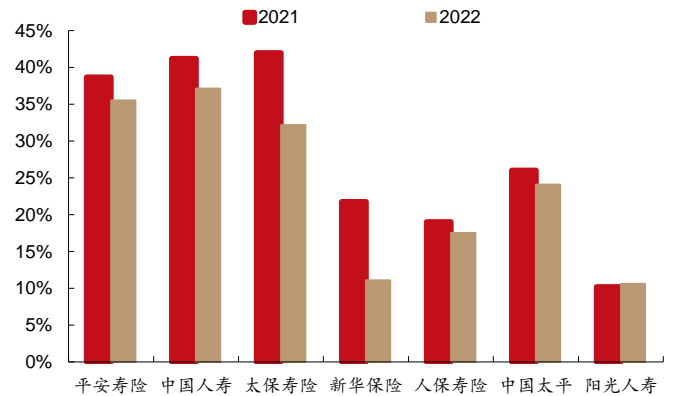


图 15: 上市险企新单口径下运营效率指标同比提升



资料来源：公司公告，西部证券研发中心，使用新单保费/（佣金及手续费支出+业务及管理费支出）进行度量

图 16: 多数险企 NBV 口径下运营效率指标同比下降

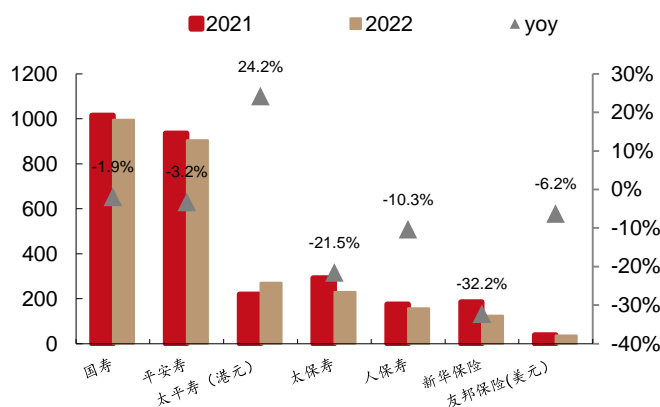


资料来源：公司公告，西部证券研发中心，使用 NBV/（佣金及手续费支出+业务及管理费支出）进行度量

#### 1.1.4 代理人渠道：队伍规模承压，但核心过程指标持续改善

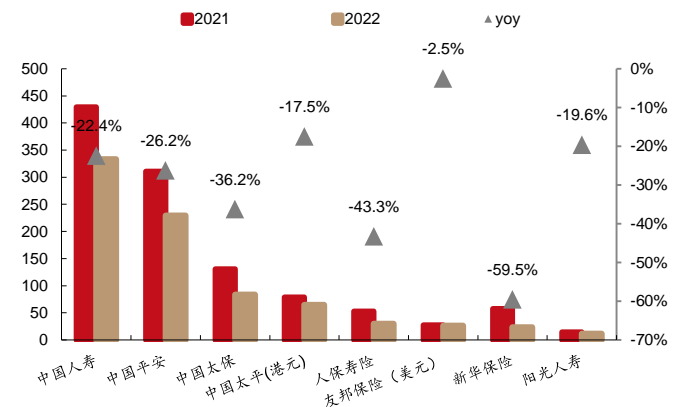
个险改革持续深化，新单、NBV 承压。个险渠道受代理人队伍规模下降影响，除太平人寿外，新单均出现同比下降。细分公司来看，个险渠道新单表现国寿 995.90 亿元 (yoy-1.9%)、平安寿 905.03 亿元 (yoy-3.2%)、太平寿 271.96 亿港元 (yoy24.2%)、太保寿 229.43 亿元 (yoy-21.5%)、人保寿 157.74 亿元 (yoy-10.3%)、新华保险 125.26 亿元 (yoy-32.2%)、友邦保险 36.32 亿美元 (yoy-6.2%)；其中，太平人寿个险趸交同比高增 (yoy+5803.0%)，助力个险新单增长。上市险企个险渠道 NBV 表现国寿 333.33 亿元 (yoy-22.4%)、平安寿 229.32 亿元 (yoy-26.2%)、太保寿 83.38 亿元 (yoy-36.2%)、太平寿 64.93 亿港元 (yoy-17.5%)、人保寿 29.99 亿元 (yoy-43.3%)、友邦保险 26.59 亿美元 (yoy-2.5%)、新华保险 23.39 亿元 (yoy-59.5%)、阳光人寿 11.52 亿元 (yoy-19.6%)。

图 17: 个险渠道新单(亿元) 及同比



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

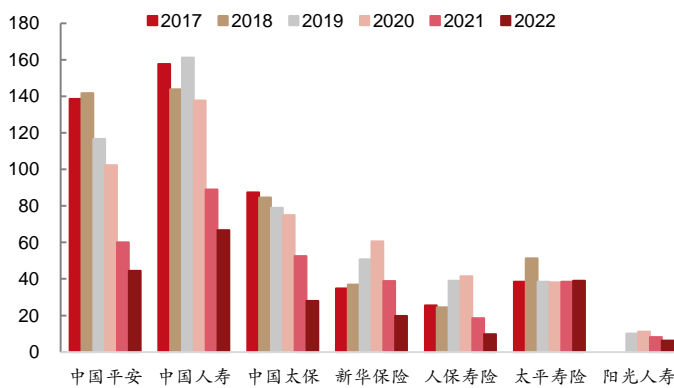
图 18: 个险渠道 NBV (亿元) 及同比



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

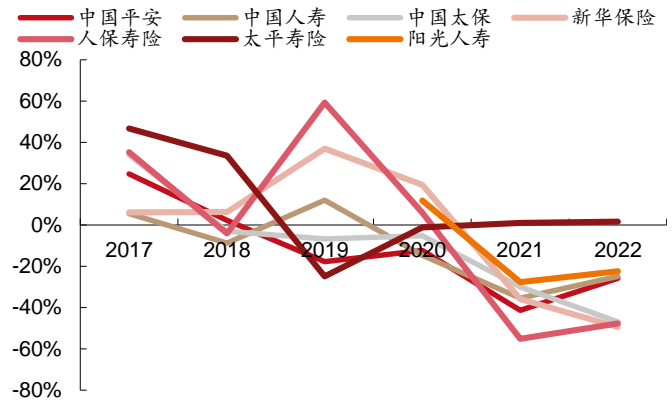
代理人队伍规模持续缩减。截至 2022 年末，5 家 A 股上市险企及太平寿代理人规模合计达 207.74 万人（其中太保寿为月均规模），yoy-30.2%。细分公司来看，截至 2022 年末，代理人队伍规模太平寿 39.1 万 (yoy+1.6%)、阳光寿 6.30 万 (月均人力口径, yoy-22.3%)、国寿 66.8 万 (yoy-24.9%)、平安寿 44.5 万 (yoy-25.9%)、太保寿 27.9 万 (月均规模, yoy-46.9%)、人保寿 9.74 万 (yoy-47.6%)、新华 19.7 万 (yoy-49.4%)，代理人清虚及增员难双向影响下，除太平寿外，其他上市险企代理人队伍规模持续下滑。

图 19: 多数险企代理人队伍规模持续缩减 (万人)



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心, 太保、阳光为月均规模

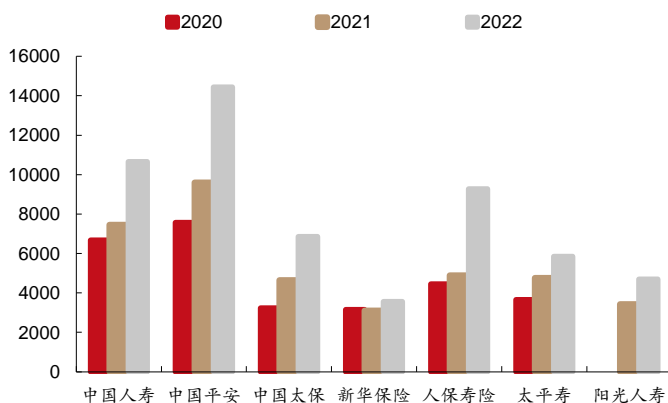
图 20: 上市险企代理人队伍规模同比表现



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

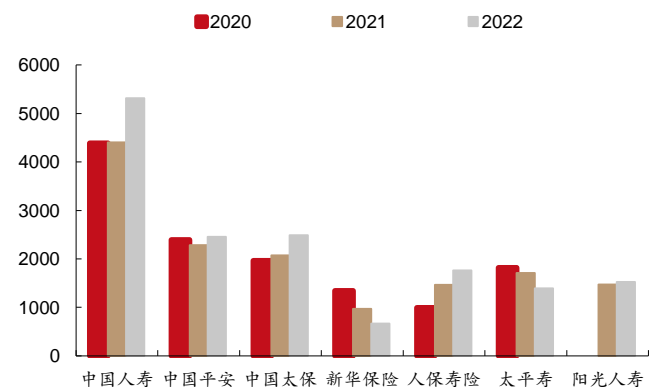
**改革成效逐步显现, 人均新单稳步提升。**2022 年上市险企个险月人均新单保费平安寿 14430 元(yoy+50.4%)、国寿 10654 元(yoy+42.8%)、人保寿 9280 元(yoy+90.0%)、太保寿 6853 元(yoy+47.7%)、太平寿 5841 港元(yoy+22.7%)、阳光寿 4700 元(yoy+37.4%)、新华 3563 元(yoy+15.1%); 月人均 NBV 表现中国人寿 5315 元 (yoy+20.6%)、中国太保 2490 元(yoy+20.0%)、中国平安 2453 元(yoy+7.4%)、人保寿险 1764 元(yoy+20.2%)、阳光人寿 1524 元 (yoy+3.5%)、太平寿 1395 港元 (yoy-18.5%)、新华保险 665 元 (yoy-31.3%)。人均产能提升助力收入提振, 中国平安代理人月均收入 yoy+22.5%至 7051 元; 其中, 寿险收入 yoy+15.9%至 5390 元/月。

图 21: 上市险企代理人人均新单表现 (元/月)



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心, 太平寿为港元

图 22: 上市险企代理人人均 NBV 表现 (元/月)



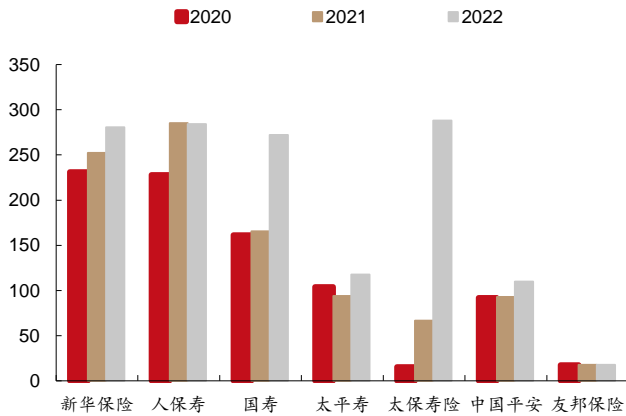
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

### 1.1.5 银保渠道快速发展, 贡献业绩增量

代理人渠道走弱的态势下, 险企发力布局银保渠道, 业绩表现亮眼。2022 年银保新单保费收入太保寿(yoy+332%)、国寿(yoy+57.2%)、平安寿(yoy+18.3%)、新华(yoy+11.2%)、人保寿 (yoy-0.3%)、友邦保险 (伙伴分销渠道口径, yoy-0.2%)、太平寿(yoy+29.7%)、阳光寿 (yoy+1.8%); 银保渠道 NBV 表现分化, 国寿 20.71 亿元 (除个险外其他渠道,

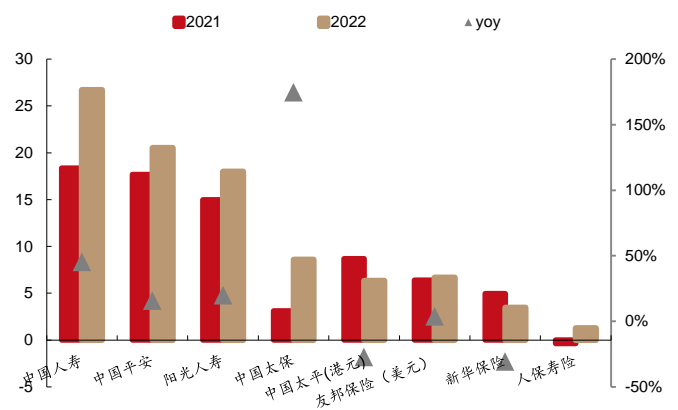
yoy+45.6%)、平安寿 20.50 亿元 (yoy+15.9%)、阳光寿 17.97 亿元(yoy+20.0%)、太平寿 6.34 亿港元 (yoy-27.0%)、友邦保险 6.68 亿美元 (伙伴分销渠道口径, 固定汇率下同比+4%)、新华保险 3.46 亿元 (yoy-30.4%)、人保寿 1.27 亿元 (由负转正)。

图 23: 银保渠道新单保费 (亿元)



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心, 太平及友邦分别为港元及美元

图 24: 银保渠道 NBV(亿元)及同比

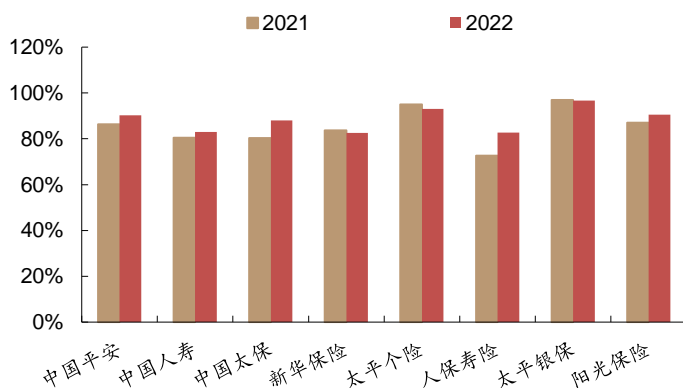


资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

### 1.1.6 保单质量管控成效显著, 助力营运经验偏差同比改善

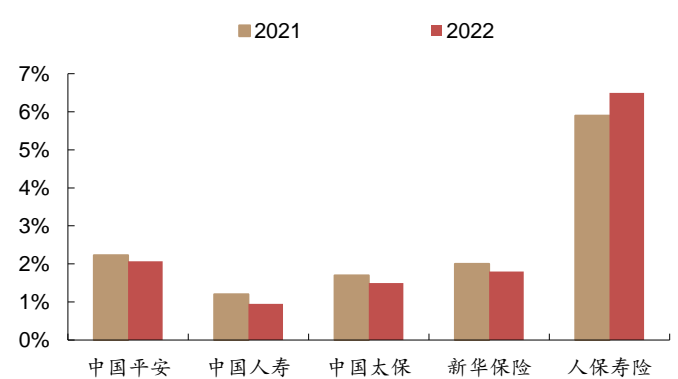
近年来, 险企对保单质量的关注度稳步提升, 强化对继续率的考核权重, 2022 年绝大多数险企保单质量实现同比改善。细分公司来看, 13 个月继续率表现太平个险 93.0% (yoy-2.0pct)、阳光保险 90.5% (yoy-0.3pct)、中国平安 90.3% (yoy+4.0pct)、中国太保 88% (yoy+7.7pct)、中国人寿 83% (14 个月保单持续率口径, yoy+2.5pct)、人保寿险 82.7% (yoy+10.1pct)、新华保险 82.6% (yoy-1.1pct); 退保率表现中国人寿 0.95% (yoy-0.25pct)、中国太保 1.5% (yoy-0.2pct)、新华保险 1.8% (yoy-0.2pct)、中国平安 2.07% (yoy-0.16pct)、人保寿险 6.5% (yoy+0.6pct)。保单质量提升推动营运经验偏差显著改善, 2022 年内含价值变动中营运经验贡献新华保险 27.96 亿元 (yoy+3077.3%)、中国人寿 14.41 亿元 (由负转正, 同比提升 18.19 亿元)、中国人寿 5.83 亿元 (由负转正, 同比提升 69.75 亿元)、中国太保-2.24 亿元 (同比收窄 95.4%)、中国平安-16.72 亿元 (同比收窄 90.0%)。

图 25: 险企 13 个月继续率表现



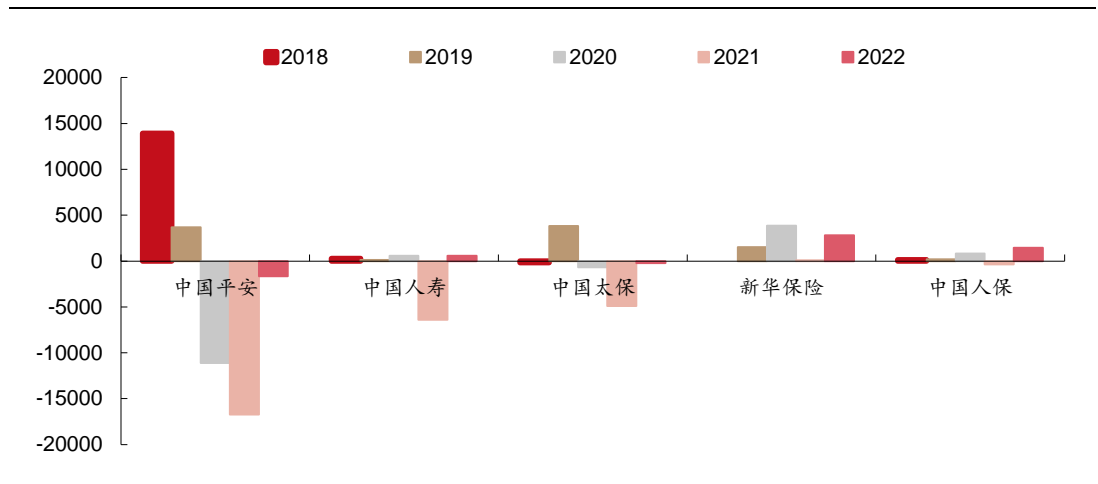
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心, 国寿为 14 个月保单持续率

图 26: 多数上市险企寿险退保率同比下降



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 27: 上市险企 EV 中营运经验贡献明显改善 (百万元)



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

## 1.2 财产险: 天时地利人和态势下, 头部险企承保盈利能力大幅改善

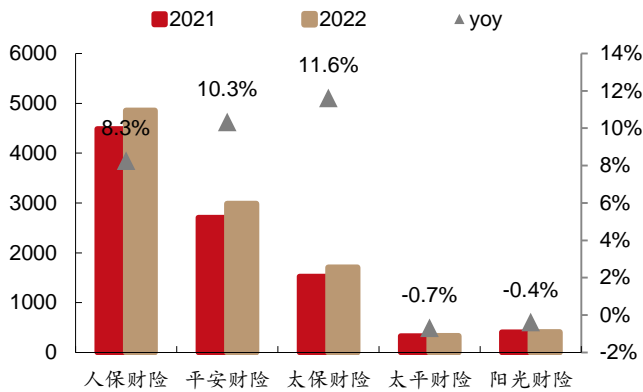
财险行业保费收入稳步提升, 市场集中度持续增强。根据银保监会统计数据, 2022 年财险公司累计保费收入同比+8.7%至 1.49 万亿元; 其中, 车险贡献保费 8210 亿元, yoy+5.6%; 非车险保费收入同比增长 12.8%至 6657 亿元。人保财险、平安财险、太保财险三大头部险企合计保费收入 9543 亿元, yoy+9.50%; 市场集中度进一步增强, CR3 yoy +0.47pct 至 64.2%。

细分公司来看, 2022 年财险保费收入人保财 4854.3 亿元 (yoy+8.3%)、平安财 2985.31 亿元 (yoy+10.3%)、太保财 1703.77 亿元 (yoy+11.6%)、阳光财 403.76 亿元 (yoy-0.4%)、太平财 329.20 亿港元 (yoy-0.7%); 市占率方面, 人保财 32.7% (yoy-0.1pct)、平安财 20.1% (yoy+0.3pct)、太保财 11.5% (yoy+0.3pct)、阳光财险 2.7% (yoy-0.2pct)、太平财险 1.9% (yoy-0.1pct)。

天时地利人和态势下, 综合成本率显著优化。2022 年多数头部险企综合成本率表现亮眼, 主要受益于: **1) 天时:** 22 年大灾情况优于 21 年水平; **2) 地利:** 疫情封控影响下, 居民出行下降, 出险率降低; **3) 人和:** 车险业务逐步步入综改后的新稳态, 头部险企通过优化业务结构, 强化承保理赔管控, 压降运营费用等措施对综合成本率实现有效管控。2022 年人保财、平安财、太保财、太平财、阳光财综合成本率分别为 97.6%、100.3% (受保证保险承保表现拖累)、97.3%、99.5%、99.9%, 同比-1.9pct、+2.3pct、-1.7pct、-6.4pct、-5.2pct。

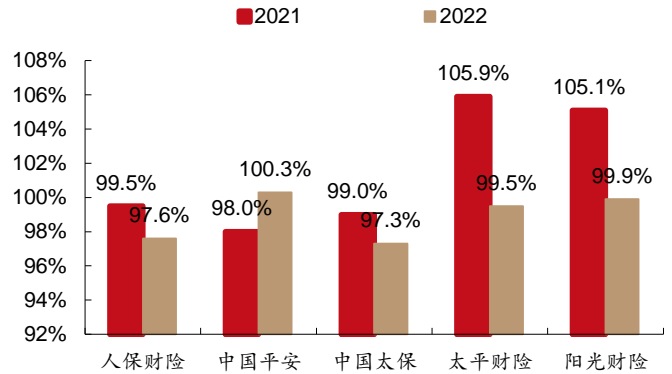
整体来看, 除平安财外其他险企综合赔付率及综合费用率实现双优, 综合赔付率同比表现人保财 (yoy-1.8pct)、平安财 (yoy+2.9pct)、太保财 (yoy-1.1pct)、太平财 (yoy-4.9pct)、阳光财 (yoy-1.6pct); 综合费用率同比表现人保财 (yoy-0.1pct)、平安财 (yoy-0.6pct)、太保财 (yoy-0.6pct)、太平财 (yoy-1.5pct)、阳光财 (yoy-3.6pct)。

图 28: 上市险企财险保费收入 (亿元) 及同比



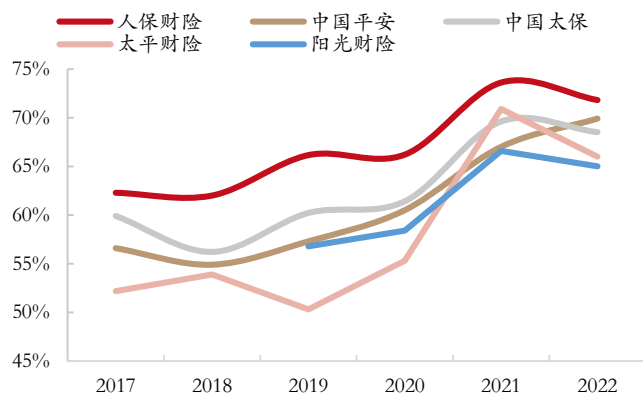
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心, 太平财险为亿港元

图 29: 多数上市险企综合成本率显著改善



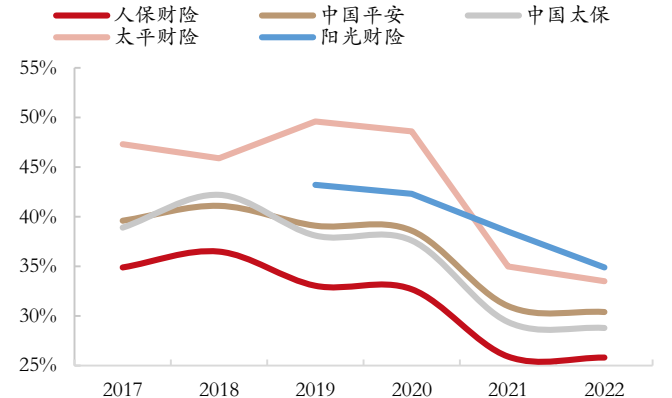
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 30: 上市险企财险综合赔付率表现



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

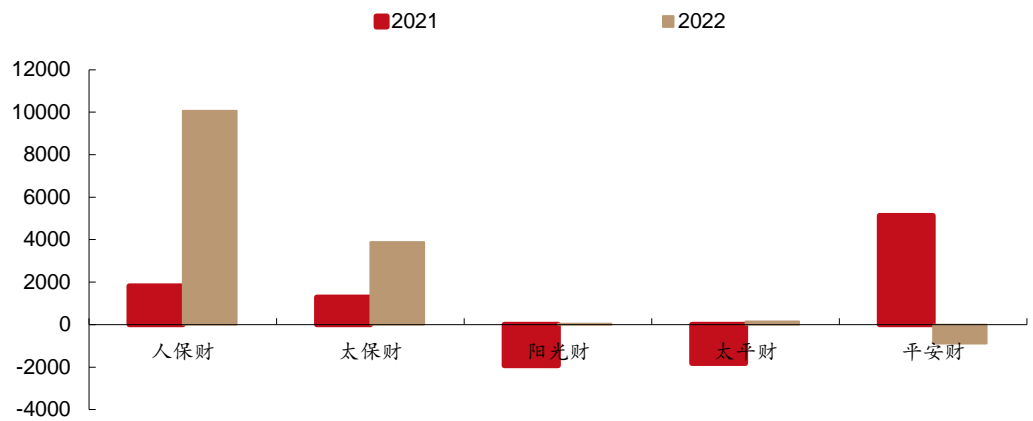
图 31: 上市险企财险综合费用率表现



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

**量价齐升, 带动承保利润大幅改善, 推动税前利润结构优化。** 受益于保费收入稳步增长、险企综合成本率显著优化, 多数上市险企承保盈利能力显著优化, 2022 年承保利润表现人保财 100.63 亿元 (yoy+456.0%)、太保财 38.84 亿元 (yoy+201.6%)、太平财 1.44 亿港元 (扭亏为盈, 同比增幅达 19.68 亿港元)、阳光财 0.42 亿元 (扭亏为盈, 同比增幅达 19.68 亿元)、平安财-8.88 亿元 (转负, yoy-117.3%; 其中保证保险承保亏损 90.13 亿元)。

图 32: 上市险企承保利润 (百万元)



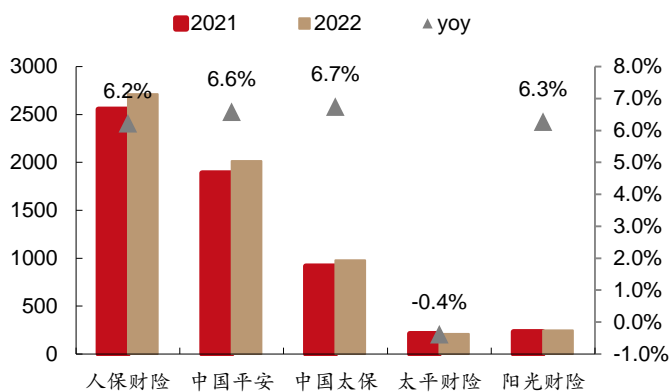
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

### 1.2.1 车险: 承保盈利能力大幅改善, 行业集中度进一步提升

三大头部险企车险保费增速优于行业均值, 市占率进一步提升。2022 年财险行业车险保费收入 8210 亿元, yoy+5.6%; 人保财、平安财、太保财三大头部财险公司车险保费收入合计 5706 亿元, yoy+6.44%, 增幅高于行业均值 0.82pct; 行业集中度进一步提升, CR3 yoy+0.5pct 至 69.5%。细分公司来看, 车险保费收入人保财 2711.6 亿元 (yoy+6.2%)、平安财 2014.4 亿元 (yoy+6.6%)、太保财 979.9 亿元 (yoy+6.7%)、太平财 209.8 亿港元 (yoy-0.4%)、阳光财 246.3 亿元 (yoy+6.3%); 各公司市占率均实现同比提升, 人保财 33.0% (yoy+0.2pct)、平安财 24.5% (yoy+0.2pct)、太保财 11.9% (yoy+0.1pct)、阳光财 3.0% (yoy+0.02pct)。

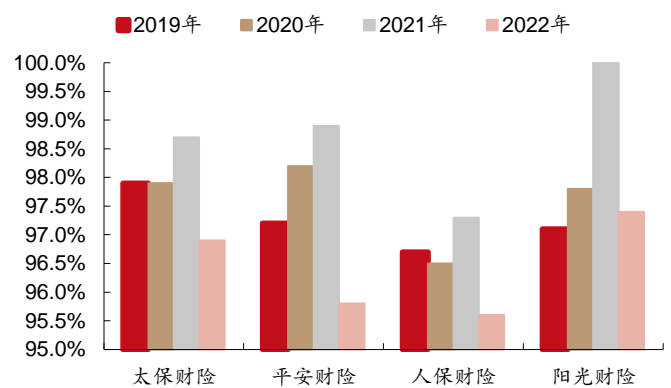
头部险企车险综合成本率实现有效管控, 助力承保利润高增。疫情封控影响下, 车险出险频率下降, 叠加险企持续优化业务结构、施行费用管控, 2022 年人保财、平安财、太保财、阳光财车险业务综合成本率分别为 95.6%、95.8%、96.9%、97.4%, yoy-1.7pct、-3.1pct、-1.8pct、-15.3pct。受益于量价齐升, 车险承保利润实现高增, 2022 年人保财、平安财、太保财、阳光财车险承保利润分别达 113.05 亿元 (yoy+69.4%)、80.32 亿元 (yoy+292.4%)、28.36 亿元 (yoy+163.3%)、6.32 亿元 (扭亏为盈)。

图 33: 上市险企车险保费收入 (亿元) 及同比



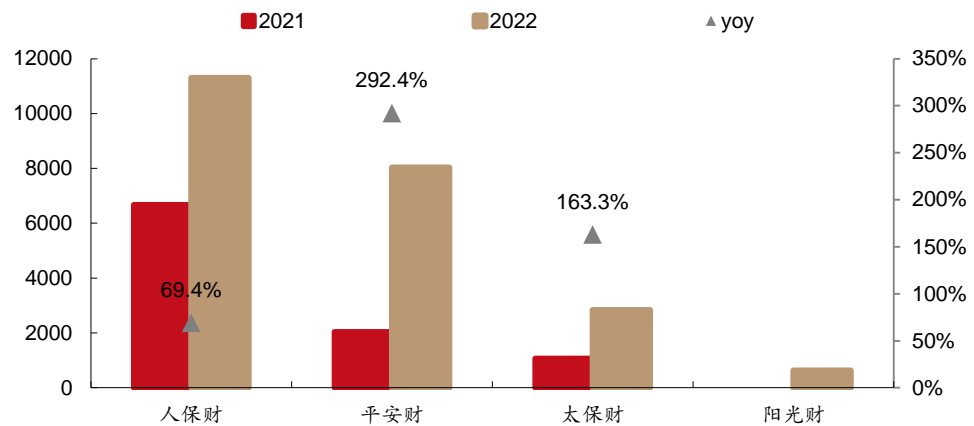
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心, 太平财险为港元

图 34: 2022 年上市险企车险业务综合成本率显著改善



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 35: 上市险企车险承保利润 (百万元) 显著改善

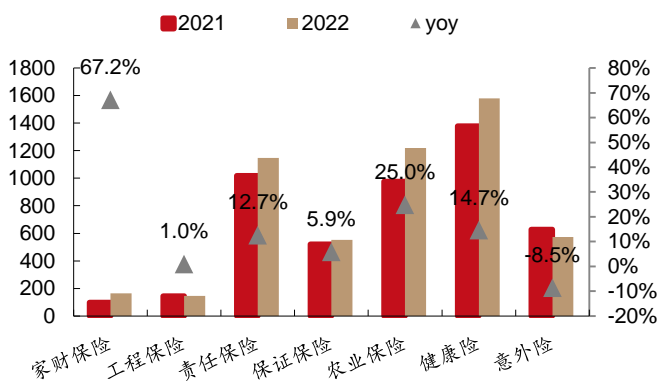


资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

### 1.2.2 非车险集中度稳中有升, 多数险企承保利润同比优化

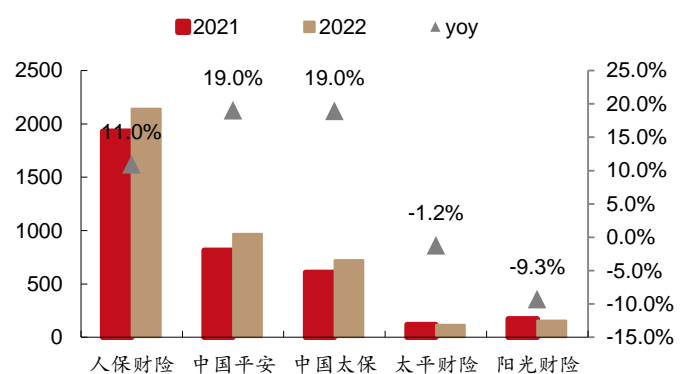
非车险保费增速稳健, CR3 稳中有升。2022 年财险行业非车险保费收入达 6657 亿元, yoy+12.8%; 其中, 家财险、农险和健康险增速位居前列, yoy+67.2%、+25.0%、+14.7%。人保财、平安财、太保财三大头部险企 2022 年非车险保费收入合计达 3837.5 亿元, yoy+14.4%, CR3 为 57.7%, yoy+0.82pct。细分公司来看, 2022 年非车险(除车险外其他险种)保费收入人保财 2142.7 亿元 (yoy+11.0%)、平安财 971.0 亿元 (yoy+19.0%)、太保财 723.9 亿元 (yoy+19.0%)、阳光财 157.5 亿元 (yoy-9.2%)、太平财 119.4 亿港元 (yoy-1.2%); 市占率方面, 人保财 32.2% (yoy-0.5pct, 优化业务结构, 主动放弃部分高风险业务)、平安财 14.6% (yoy+0.8pct)、太保财 10.9% (yoy+0.6pct)、阳光财 2.4% (yoy-0.6pct)。

图 36: 财险行业整体非车险保费收入情况



资料来源: 银保监会, 西部证券研发中心

图 37: 险企非车险保费收入 (亿元) 及同比

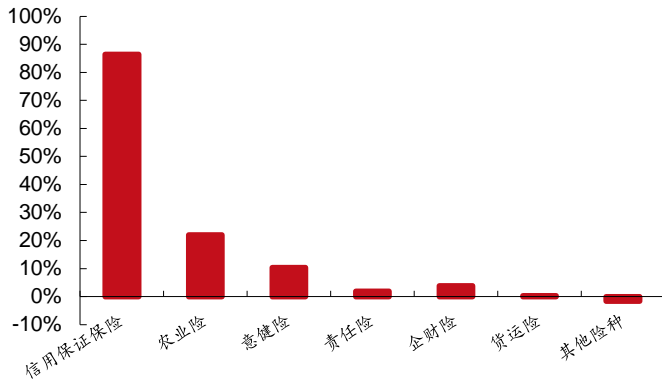


资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

非车险承保表现分化, 除平安财外均实现承保利润改善。整体来看, 非车险承保利润人保财-12.4 亿元 (亏损同比收窄 74.5%)、太保财 (亏损同比收窄 6.9%)、平安财-41.5 亿元 (亏损同比增幅达 466.5%, 主要受保证险拖累)、阳光财险-4.9 亿元。细分公司来看, 2022 年人保财信用保证险、农险、意健险保费 yoy+86.4% / +22.0% / +10.3%; 平安财健康险、保证险、责任险保费 yoy+79.2% / +21.2% / +9.6%; 太保财责任险、农险、健康险保费 yoy+37.1% / +32.7% / +20.0%。人保财 2022 年责任险、企财险、其他险种及意健险出现

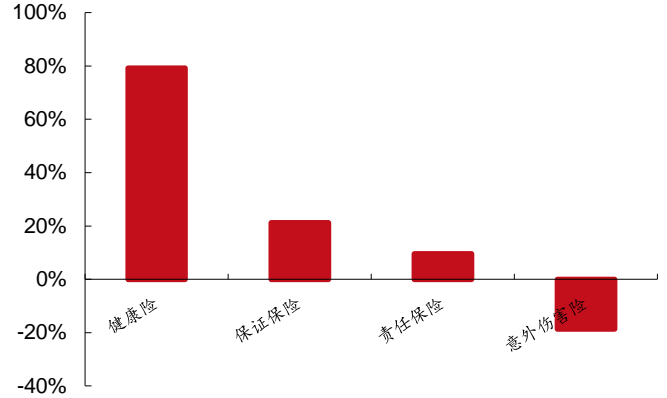
承保亏损,综合成本率分别达 112.8% / 109.6% / 109.4% / 102.6% / 100.4%, yoy +5.5pct / -20.4pct / +0pct / -2.2pct, 农险扭亏为盈,综合成本率降低 6.9pct 至 93.5%。平安财受小微企业客户还款能力降低拖累,保证险综合成本率 yoy+40.2pct 至 131.4%,承保亏损 90.13 亿元,致使业务整体承保利润转负;太保财健康险、责任险、农险、保证险综合成本率同比分别-0.3pct / +1.3pct / -1.9pct / +0.4pct。

图 38: 2022 年人保财非车险分险种保费同比表现



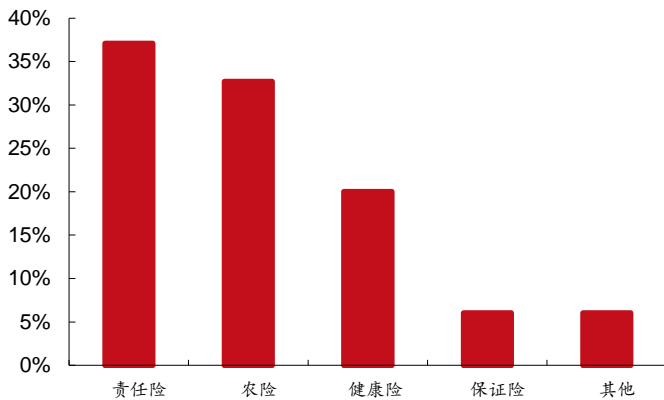
资料来源:公司公告,西部证券研发中心

图 39: 2022 年平安财非车险分险种保费同比表现



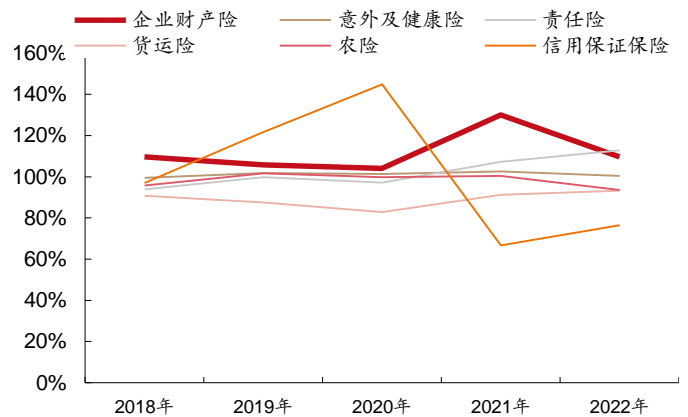
资料来源:公司公告,西部证券研发中心

图 40: 2022 年太保财非车险保费同比表现



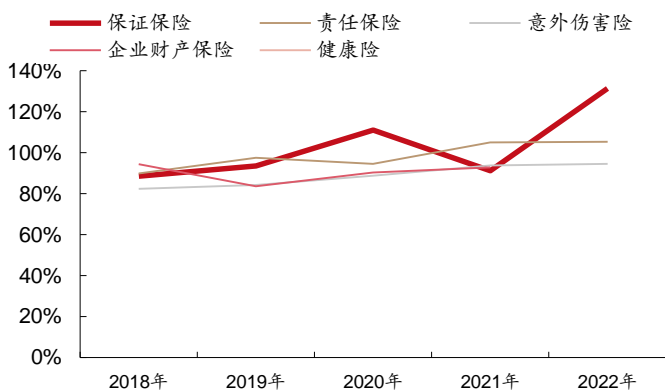
资料来源:公司公告,西部证券研发中心

图 41: 人保财非车险分险种综合成本率



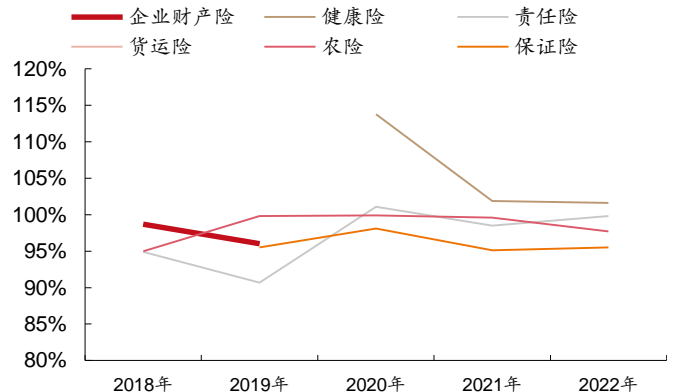
资料来源:公司公告,西部证券研发中心

图 42: 平安财非车险分险种综合成本率



资料来源:公司公告,西部证券研发中心

图 43: 太保财非车险分险种综合成本率



资料来源:公司公告,西部证券研发中心



### 1.3 投资端：权益市场波动态势下，投资表现承压

#### 1.3.1 投资表现：市场波动带来挑战，上市险企总投资收益率承压

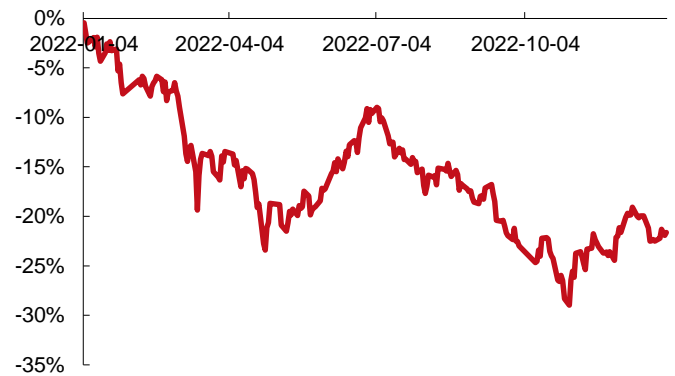
在权益市场大幅波动、长端利率低位上行态势下，险资投资历经严峻考验。2022年10年期国债到期收益率均值为2.77%，同比-26.23bps；沪深300指数累计收益率为-21.6%，较上年-16.4pct。根据银保监会披露的数据，2022年险资整体财务收益率为3.76%，人身险、财产险财务收益率分别为3.85%、3.23%；行业整体综合收益率为1.83%，人身险、财产险综合收益率分别为1.83%、1.49%。

图 44：2021-2022 年 10 年期国债到期收益率 (%)



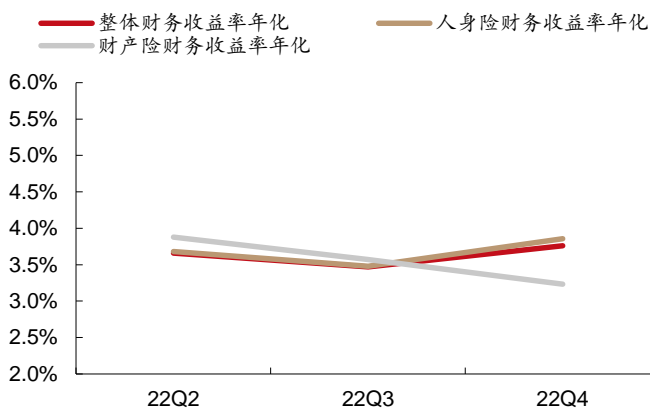
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 45：2022 年沪深 300 指数累计收益率表现



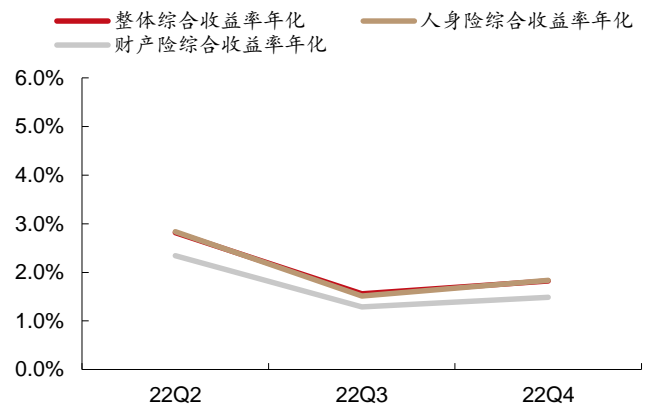
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 46：险资整体财务收益率 (年化)



资料来源：银保监会，西部证券研发中心；其中财务收益率年化=〔(期末累计实现财务收益/平均资金运用余额)/x〕\*4,x为当前季度。

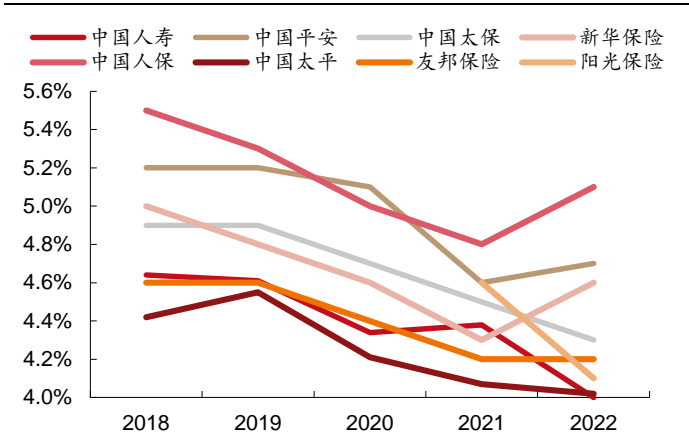
图 47：险资整体综合收益率 (年化)



资料来源：银保监会，西部证券研发中心；其中，综合收益率年化=〔(期末累计实现综合收益/平均资金运用余额)/x〕\*4,x为当前季度。

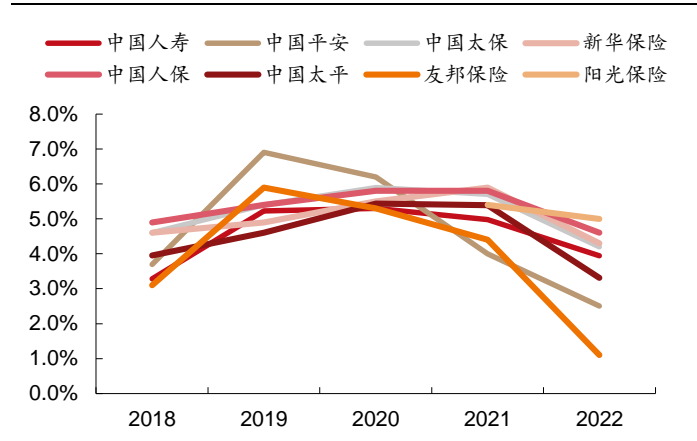
上市险企净投资收益率相对稳健，总投资收益率承压。细分公司来看，净投资收益率表现中国人保 5.1%(yoy+0.3pct)、新华保险 4.6%(yoy+0.3pct)、中国平安 4.7%(yoy+0.1pct)、中国太平 4.0%(yoy-0.6pct)、中国太保 4.3%(yoy-0.2pct)、中国人寿 4.0%(yoy-0.38pct)、友邦保险 4.2% (固定投资收益率, yoy+0pct)、阳光保险 4.1% (yoy-0.5pct)；总投资收益率方面，阳光保险 5.0% (yoy-0.40pct)、中国人寿 3.9% (yoy-1.04pct)、中国人保 4.6% (yoy-1.2pct)、中国太保 4.2% (yoy-1.5pct)、中国平安 2.5% (yoy-1.5pct)、新华保险 4.3% (yoy-1.6pct)、中国太平 3.3% (yoy-2.04pct)、友邦保险 1.1% (实际投资收益率口径, yoy-3.3pct)。

图 48: 上市险企净投资收益率



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 49: 上市险企总投资收益率



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

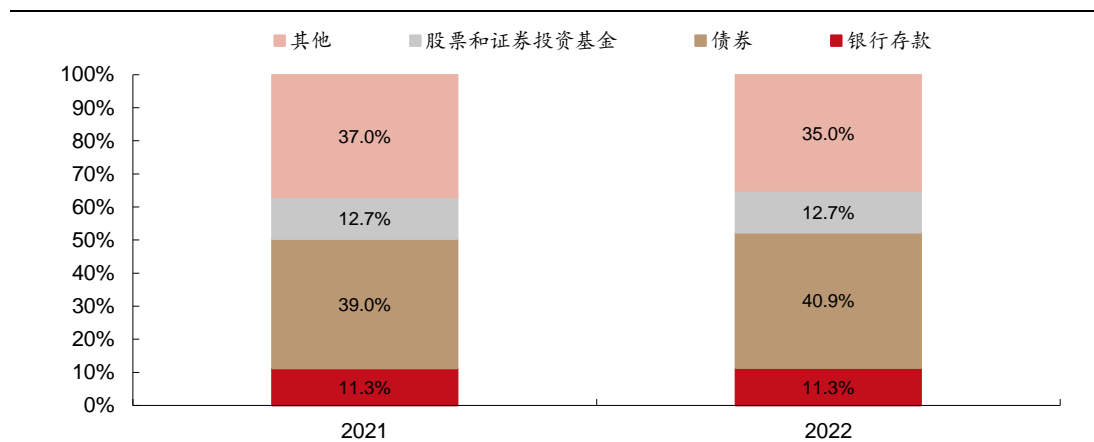
### 1.3.2 资产配置: 险资债券配置占比提升, 寿险公司增配长期股权投资

截至 2022 年末, 保险行业资金运用余额为 25.05 万亿元, 同比+7.8%。资产配置方面, 险资银行存款、债券、股票和证券投资基金、其他资产占比分别为 11.3%、40.9%、12.7%、35.0%, 同比+0.05pct、+1.89pct、+0.00pct、-1.94pct。细分行业来看:

1) 寿险公司: 持续增配长期股权投资, 减配银行存款, 或为 IFRS17 落地做好前期准备。截至 2022 年末, 寿险险资中债券、长期股权投资、银行存款、股票、证券投资基金占比分别为 41.6%、10.3%、9.9%、7.8%、5.3%, 较 22 年 6 月末水平+1.1pct、+1.7pct、-0.4pct、-0.3pct、-0.1pct。

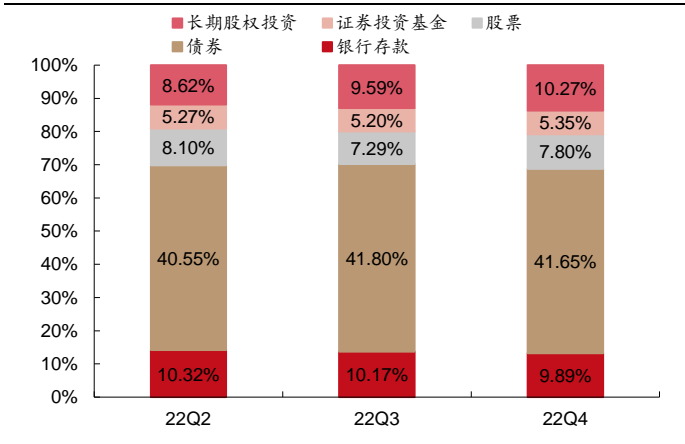
2) 财险公司: 持续增配债券, 减配定期存款及证券投资基金。截至 2022 年末, 财险险资中债券、银行存款、证券投资基金、股票、长期股权投资占比分别为 33.6%、21.6%、8.2%、6.6%、6.5%, 较 22 年 6 月末水平 2.5pct、-0.8pct、-0.7pct、-0.6pct、-0.1pct。

图 50: 行业整体资产配置情况



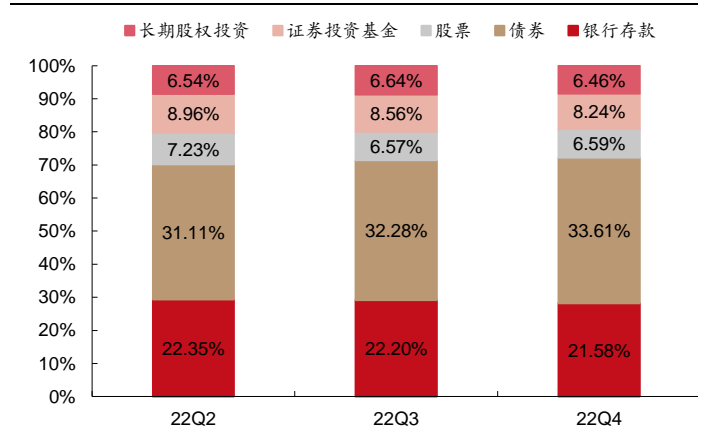
资料来源: 银保监会, 西部证券研发中心

图 51：2022 年寿险公司资产配置情况



资料来源：银保监会，西部证券研发中心

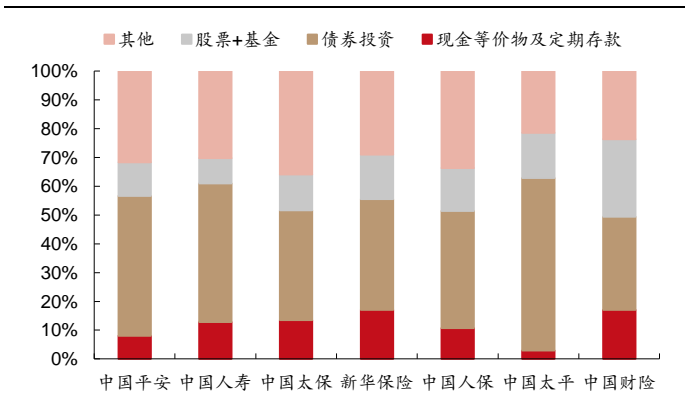
图 52：2022 年财险公司资产配置情况



资料来源：银保监会，西部证券研发中心

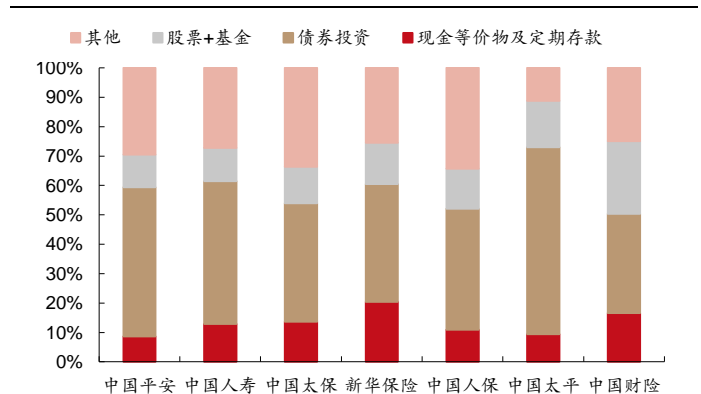
上市险企增配债券稳定基本盘，权益配置策略分化。截至 2022 年末，险企与去年同期相较均增配债券，太平、平安、国寿、人保、太保、新华、中国财险债券投资占比分别为 63.6%、50.7%、48.5%、41.2%、40.3%、40.0%、33.8%，yoy+3.5pct、+2.1pct、+0.3pct、+0.4pct、+2.1pct、+1.5pct、+1.5pct；股票及基金方面，国寿和太平增持股票及基金（yoy +2.6pct / +0.2pct），中国财险、新华、人保、平安、太保减持股票及基金（yoy-2.2pct / -1.4pct / -1.3pct / -0.5pct / -0.01pct）。

图 53：截至 2021 年末，上市险企大类资产配置情况



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 54：截至 2022 年末，险资大类资产配置情况



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

## 二、展望：云消雾散，曙光初现

从“底部渐进，曙光可期”到“云消雾散，曙光初现”，预计 2023 年人身险业务复苏及财险费用管控表现超出我们此前的预期。我们在 2022 年 11 月 26 日发布的《底部渐近，曙光可期——保险行业 2023 年策略报告》中预测：**1) 人身险**：在外部疫情及行业改革持续推进的影响之下，个险渠道新单或将承压，整体新单保费表现取决于银保新单增量是否可以弥补个险缺口；在产品及渠道结构持续调整态势之下，NBV 负增长的概率较大。**2) 财险**：2023 年车险集中度增强态势有望延续，预计续保率+保额提升将驱动头部险企保费增长，非车险增速有望保持稳健；随着后续防疫政策的放松，预计 2023 年综合成本率稳中有升。

站在当前时点，与 2022 年 11 月的预测相较，防疫政策全面放开后，23 年人身险业务复苏表现超出此前的预期，头部财险公司费用管控能力有望进一步凸显。具体来看：

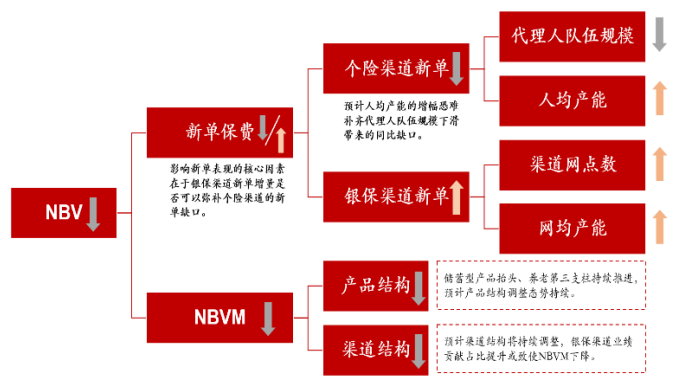
- 1) 人身险方面，2023 年 NBV 复苏态势超预期，预计头部险企有望实现开门红及全年 NBV 正增长。**我们建议从短期、中期两个维度的关注基本面复苏表现：**i) 短期**：23 年开门红 NBV 同比正增长预期有望兑现，核心过程指标预计将持续改善；**ii) 中期**：经济复苏态势下，预计收入增长有望带动保险需求复苏，预计择业风险偏好提升有望带动增员复苏，进而促进新客获客提振、保障类产品销售回暖、代理人收入增长，助力人员留存。
- 2) 财险方面，2023 年头部险企承保盈利能力有望超预期。**中国人保在 3 月业绩发布会上公开表示，目前测算公司车险业务费用率降幅有效抵减后疫情时代出险率的同比增幅，综合成本率有望保持稳健。站在当前时点，我们建议 2023 年重点关注承保业绩兑现表现，拉长至全年来看，承保表现的主要影响因素包括两项：**1) 重大灾害情况**；**2) 在 2022 年承保表现回暖+自主定价系数区间放开后，行业竞争格局是否会发生变化。**

### 2.1 人身险：短、中、长期催化剂兼具，预计估值全年呈波动上修趋势

人身险负债端改善短期看基数优势、展业恢复情况（参考目前公开信息友邦人寿表现亮眼）、公司业绩达成诉求、业务推动力度及业务节奏布局；中期看经济复苏下保障类产品的需求复苏、增员改善和新客获客提振，综合考虑线下面访恢复、保险需求缓步修复（滞后指标）叠加部分头部险企业绩诉求较强，展望全年，我们预计部分头部险企可实现 NBV 正增长；另一方面，资产端关注风险处置、权益市场及长端利率边际改善趋势。

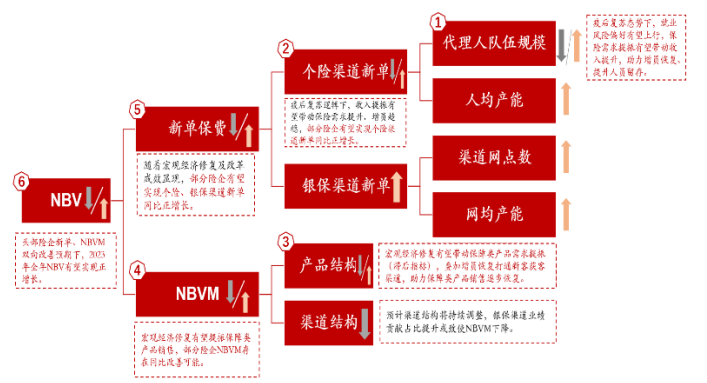
与 2022 年 11 月发布策略报告时相较，站在当前时点，我们认为人身险核心指标的预期发生 6 大变化，自下而上来看：**1) 代理人队伍规模存在同比正增长可能**：疫后复苏态势下，就业风险偏好有望上行，保险需求提振有望带动代理人收入提升，助力增员恢复、提升人员留存；**2) 部分险企个险渠道新单有望实现同比正增长**：疫后复苏逻辑下，收入提振有望带动保险需求提升、增员趋稳，部分险企或将实现个险新单同比正增长；**3) 保障类产品销售情况有望改善**：宏观经济修复有望带动保障类产品需求提振（滞后指标），叠加增员复苏打通新客获客渠道，助力保障类产品销售逐步恢复；**4) NBVM 或将改善**：若保障类产品销售如期恢复，部分险企 NBVM 存在同比提升的可能；**5) 新单保费有望实现正增长**：随着宏观经济修复及改革成效显现，部分险企有望实现个险、银保渠道新单同比正增长；**6) NBV 有望转正**：头部险企在新单、NBVM 双向改善预期下，2023 年全年 NBV 有望实现正增长。

图 55：2022 年 11 月策略报告对人身险核心指标的预期



资料来源：西部证券研发中心绘制

图 56：站在当前时点，人身险业务核心指标的预期发生六大变化



资料来源：西部证券研发中心绘制

整体来看，压制人身险公司估值的三项因素持续改善，我们认为板块估值全年有望呈现波动上修态势。我们认为，影响人身险估值的三大核心因素包括：**1) NBV 负增长预期**（核心原因，2020 年以来受行业转型及疫情影响，主要险企均呈负增长）；**2) EV 折价**：精算假设黑箱难以打开，投资端承压带来利差损预期，保单质量/发病率与精算假设的偏差带来运营经验偏差负贡献预期；**3) 资产端风险**：对险资地产敞口的潜在风险的担忧。**站在当前时点**：**1) NBV 转正预期有望兑现**：头部险企 2023Q1 及全年有望实现 NBV 同比正增长；**2) EV 折价有望降低**：IFRS17 落地在一定程度上打开精算黑箱，提升信息透明度；年初至今，权益市场及长端利率显著优于去年同期水平，对投资端形成一定支撑；叠加险企对业务质量重视程度提升，预计保单质量有望持续改善；**3) 资产端风险事件**：近期地产行业迎来边际改善，助力投资端风险缓释。

### 2.1.1 短期：关注头部险企23Q1 NBV正增长预期兑现

低基数优势+线下展业恢复+业务持续推动之下，预计头部险企开门红 NBV 正增长预期有望兑现。当前负债端估值的核心压制因素在于市场对于寿险改革进程的担忧，年初至今疫后复苏态势下，人身险公司核心结果指标及过程指标有望迎来边际改善，助力负债端估值修复。虽然春节假期及疫情影响 1 月业务节奏，但节后线下展业实现快速恢复，考虑到低基数优势、业务平台趋稳、险企业绩达成诉求处于较高水平，我们认为头部险企 23 年开门红 NBV 有望实现同比正增长。

**NBV 增速转正的信号效应有望助力市场信心修复。**寿险步入转型期以来，NBV 负增长预期为影响人身险公司估值的三大核心因素之一，市场的核心担忧是在人口红利消解、原本粗放式增长难以为继的情况下，头部险企是否可以通过调整经营策略快速适应新的发展阶段，并通过新的拳头产品组合、新的销售方式进一步挖掘潜在的业务机会，把握第二增长曲线。站在业务层面来看，短期内改革转型成效难以量化，我们重点关注核心结果指标（NBV、新单保费）及过程指标（人均新单、人均 NBV 及人均收入水平）的边际变化情况。若 2023 年开门红多数险企可实现 NBV 同比正增长，则有望提振市场对于寿险公司业务转型的信心，助力板块估值的进一步修复。

### 2.1.2 中期：关注经济修复带动保险需求及增员提振

经济复苏态势下，中期建议关注两项因素表现——保险产品需求及增员复苏表现。保险产品作为非必要消费品，在前期疫情扰动之下需求天然走弱，在一定程度上加速行业转型进程。我们认为，保障类产品销售走弱背后的影响因素除需求受宏观因素影响走弱、前期集中营销透支部分需求之外，增员难态势下新客获客难也是其中的重要一环。

我们认为，新客获客是影响险企保障类产品销售的核心因素之一，具体来看：1) 一般情况下，人身险公司在新客获客后首先销售的是保障类产品，主因在于同等条件下，保障类拳头产品 NBVM 及佣金率水平高于储蓄类产品，面向新客销售保障类产品是公司以价值为导向和代理人以收入为导向策略的有机结合；2) 基于以上经营策略，存量客户基本均持有保障类产品保单，由于保障类拳头产品提供长期保障，加保空间较小，二次销售保障类产品难度大、空间小。

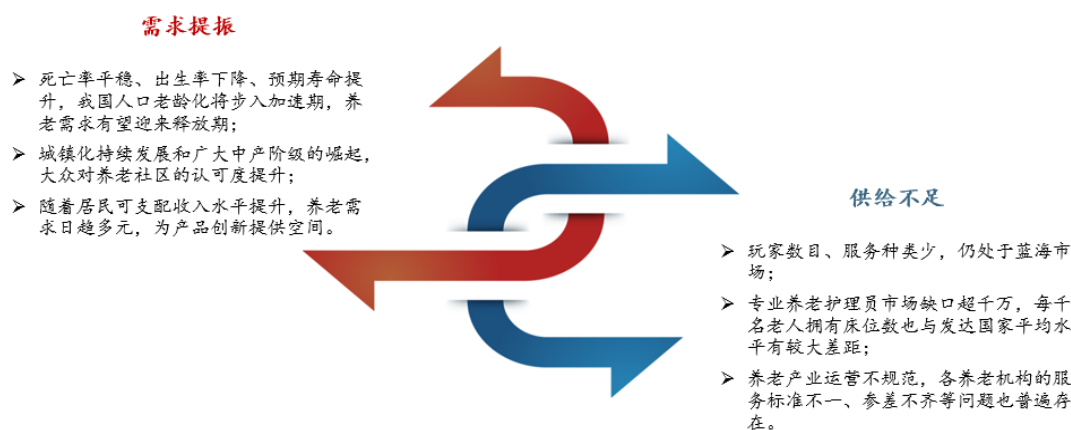
如宏观经济如期复苏，收入提振态势下保险需求有望随之提振（滞后指标），代理人增员有望实现一定恢复，带动新客获客及保障类产品销售提振。细分来看，下阶段影响代理人增员的主要因素有望实现边际改善：1) 代理人收入有望提升：随着保险产品需求逐步提升，产品销售难度有望下降，助力代理人收入提振；2) 择业风险偏好有望提升：前期疫情影响下，就业风险偏好下降，保险代理人无底薪、收入波动较大，候选人在择业过程中的偏好较低；随着宏观环境的改善，择业风险偏好有望增强，带动代理人增员表现持续改善。

### 2.1.3 长期：关注“保险+服务”模式带来的业绩及估值提升空间

近年来，随着人口老龄化态势加速，保险公司结合市场需求进一步聚焦“产品+服务”生态圈建设，在项目布局及销售推动等多个环节持续优化。我们认为，虽然康养生态圈尚处于发展初级阶段，但从供需缺口、经营策略及准入门槛三方面来看，养老产业布局有望实现长期发展。

1) 供需分析：供不应求，养老产业有望迎来长线发展。人口老龄化、少子化趋势持续，预期寿命持续提升态势下银发经济有望随人口结构变化迎来快速发展。我们认为，中长期来看，养老产业是增速确定性最强的赛道之一。i) 需求提振：死亡率平稳、出生率下降、预期寿命提升，我国人口老龄化将步入加速期，养老需求有望迎来释放期；城镇化持续发展和广大中产阶级的崛起，大众对养老社区的认可度逐步提升；随着居民可支配收入水平提升，养老需求日趋多元，为产品创新提供空间。ii) 供给不足：市场参与者数目、服务种类少，仍处于蓝海市场；专业养老护理员市场缺口超千万，每千名老人拥有床位数也与发达国家平均水平有较大差距；养老产业运营不规范，各养老机构的服务标准不一、参差不齐等问题也普遍存在。

图 57: 供不应求，养老产业有望迎来长线发展



资料来源：西部证券研发中心

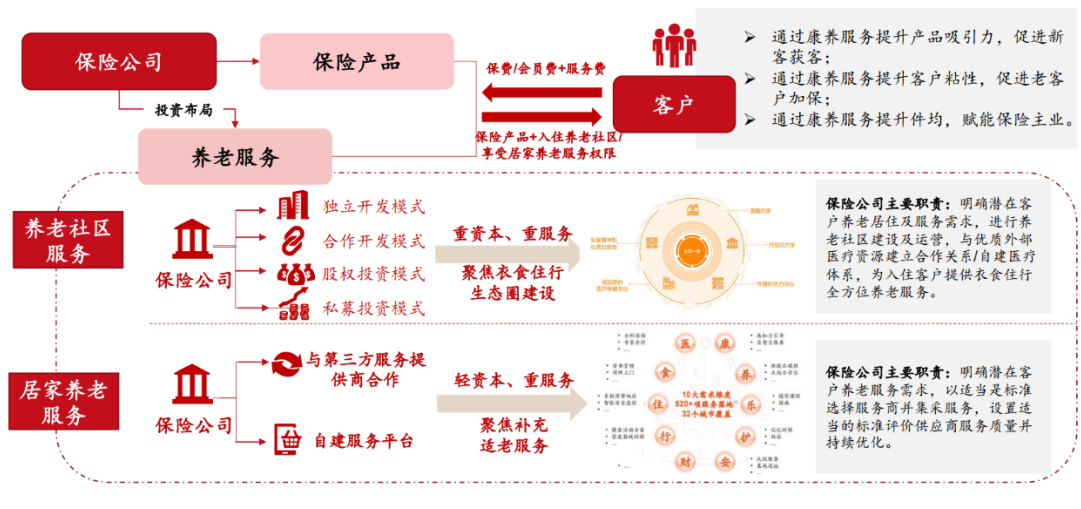
- 2) 投入大、门槛高，早期入局玩家有望深挖护城河。**目前养老产业的一体化服务主要聚焦养老社区，是一种以重资本为主的经营模式，准入门槛较高。险企对相关产业的布局较早，以泰康保险为例，公司早在 2009 年率先获得保险机构投资养老社区的试点资格，公司的养老社区“泰康之家”已在全国 27 个核心城市布局，规划总地上面积约 395 万平方米，可容纳长辈约 7.1 万人，可提供近 4.7 万个生活单元，医疗床位超 2700 张。其中，北京、上海、广州、成都、苏州、武汉、杭州、南昌、沈阳、长沙、厦门、南宁等 12 地 13 家社区已投入运营，在住居民超 7000 人，公司已成为全国最大的高品质连锁养老集团之一。
- 3) 聚焦高净值客群，在养老社区的基础上衍生出居家养老、旅居养老等多元化产品。**基于客户消费能力及项目营利性考虑，多数险企养老服务的目标客群为高净值人群，以建设满足养老、健康管理、医疗、社交、娱乐需求的一体化综合服务社区为基础产品，同时聚焦客需，推出居家养老、旅居养老等创新服务模式。

图 58: 保险公司布局产品销售+养老社区/居家养老服务模式



资料来源：西部证券研发中心绘制

图 59: 保险公司产品销售+养老社区/居家养老商业模式



资料来源: 西部证券研发中心绘制

## 2.2 财险: 在没有重大灾害的情况下, 头部险企承保利润或将超预期兑现

### 2.2.1 短期: 关注承保业绩的兑现情况

2022 年疫情封控影响下, 受益于居民出行下降, 车险出险率下降助力综合成本率大幅改善。此前, 市场预计随着疫情管控的放开, 居民出行逐步恢复常态, 带动出险率回升至正常水平, 2023 年综合成本率预计将呈稳中略升态势。2023 年 3 月 27 日, 中国人保在 2022 年业绩发布会上释放积极信号, 超出市场预期。会上, 公司领导提出人保财险计划将 2023 年车险的综合成本率控制在 97% 以内, 称“随着车险定价、渠道建设、基本法成本的降低以及一系列反欺诈的动作之后, 我们认为应该能够对冲疫情之后出险频率上升带来的赔付率上升”。短期来看, 建议关注头部财险公司承保盈利能力超预期兑现情况。

### 2.2.2 中期: 关注大灾表现及行业竞争态势是否存在调整

财险业务表现与“天时”息息相关, 23 年形势仍具挑战, 中期建议重点关注 Q3 大灾表现。2023 年 2 月 6 日, 中国气象局举行例行新闻发布会, 发布了 2022 年度《中国气候公报》。根据国家气候中心对 2023 年国家总体气候状况的初步研判, 认为 2023 年全国气候年景总体偏差, 极端天气气候事件仍然呈现出多发强发态势。与其他因素相较, 大灾具有影响范围相对较广、影响力相对较大、可控性弱的特点, 具体表现仍需进一步观察。

22 年行业承保表现改善+自主定价系数调整, 短期行业竞争态势值得观察。2022 年受益于天时、地利、人和, 财险公司负债端同比改善, 给中小险企 2023 年业务布局释放一定自主空间。2023 年 1 月 12 日, 银保监会发布《关于扩大商业车险自主定价系数浮动范围等有关事项的通知》, 明确商业车险自主定价系数的浮动范围由[0.65, 1.35]扩大至[0.5, 1.5], 并要求银保监局根据辖区内车险市场情况, 在征求相关方面意见的基础上, 稳妥确定辖区内政策执行时间, 原则上不得晚于 2023 年 6 月 1 日。根据车险定价模型, 保费=基准保费\*无赔款优待系数\*交通违法系数\*自主定价系数; 其中, 自主定价系数的影响因素涵盖车辆品牌、车龄、赔付情况等综合信息。我们认为, 考虑到以上两个因素, 新规落地



后行业竞争格局短期可能存在一定波动，但拉长期限来看，头部险企受益于定价及经营经验，优势有望持续凸显。

我们认为，自主定价系数主要受到 3 方面因素影响：1) 行业竞争格局：如行业竞争趋于激烈，预计险企或将在一定程度上调降自主定价系数以平衡市场份额及承保盈利能力；2) 监管导向：监管对行业整体表现的综合评估及部署；3) 经营经验及风险评估。站在当前时点，我们认为行业竞争格局相对稳定，监管目前未释放进一步让利客户信号，业务风险未发生根本性变化，考虑到以上三重因素，预计新规落地后自主定价系数将保持相对平稳水平。拉长期限来看，自主定价系数范围的扩大是进一步扩大财产保险公司定价自主权的核心举措，定价市场化态势下，头部险企的定价能力、数据及风控优势有望进一步凸显。

### 2.2.3 长期：关注承保利润的稳定性及成长性表现

拉长期限来看，我们认为近年来财险公司承保利润的波动性较强，导致负债端难以给到估值。以唯一上市的传统财险公司中国财险为例，2018 年以来受多重因素影响，公司承保利润呈现一定的波动性。近期，公司在经营策略方面的调整持续推进，长期来看有望平滑承保利润波动，持续优化利润结构，助力估值提升。以美国前进保险（盈利结构均衡型）及伯克希尔哈撒韦（投资驱动型）为例对比发现，二者盈利结构、估值表现及 PB-ROE 关联度存在显著差异：1) 伯克希尔哈撒韦：税前利润中投资贡献占比高，PB 与 ROE 相关性较弱，估值与资管公司走势相似度更高；2) 前进保险：利润结构均衡，负债端关注综合成本率表现；PB 与 ROE 水平呈现较强关联性，且显著高于伯克希尔哈撒韦。我们认为，随着头部公司承保利润规模及增速趋稳，公司价值有望迎来重估，即负债端可使用 PE 估值模式（E 为每股承保利润）、投资端可使用 PB 估值模式，驱动估值突破 1xPB 大关。

头部险企承保利润表现的核心驱动因素短期看已赚保费及综合成本率的双向优化，长期增速或将与已赚保费增速趋同。短期来看，我们认为头部财险公司承保利润的成长性来自于两个方面，即已赚保费的增长（与保费增速相近）及综合成本率的优化（费用管控、业务结构优化等举措成效显著）；长期来看，头部险企由于业务体量大、市占率高，业务表现趋于大数法则，预计已赚保费的增长将是驱动承保业绩增长的主要动力。

## 2.3 投资端：长端利率及权益市场表现优于去年，预计23Q1或将贡献业绩弹性

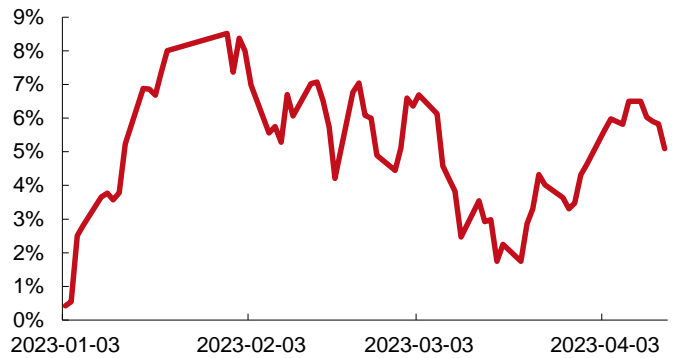
长端利率及权益市场表现优于去年同期水平，在一定程度上对投资表现形成支撑。截至 2023 年 4 月 10 日，十年期国债到期收益率 2.85%，较去年同期+10.7bps；年初至今，十年期国债收益率均值为 2.88%，较去年同期水平+10.3bps。权益市场 23Q1 虽然受外部风险事件影响出现一定波动，但整体表现仍显著优于去年同期水平，年初至今沪深 300 指数累计收益率为 6.5%，高于去年同期水 21.3pct，为投资端贡献业绩弹性创造空间。

图 60: 2023 年以来 10 年期国债到期收益率 (%)



资料来源: wind, 西部证券研发中心

图 61: 2023 年以来沪深 300 累计收益率表现



资料来源: wind, 西部证券研发中心

## 2.4 投资建议: 估值修复预计为全年主线, 国企价值重估逻辑有望贡献增量

站在当前时点来看, 板块短期、中期均有催化, 投资端有望贡献业绩弹性, 预计 2023 年全年估值呈现波动式上修态势。细分来看, 我们预计人身险全年股价表现优于财险: 1) 人身险: 改革成效逐步显现+疫后复苏逻辑下内外双向改善, 预计全年过程指标、结果指标持续改善, 助力板块估值修复; 2) 财险: 头部公司成本管控表现或将超预期, 建议关注业绩预期持续验证及利润结构改善带来的估值提振作用。

**国企价值重估逻辑有望成为全年主线。**自上而下来看, 机构改革方案明确发展主线, 国资委会议指明发展方向, 为下阶段国企发展及价值重估注入强心针, 板块估值有望受益于两个方面: 1) 险企国资背景企业占比高, 估值较低; 2) 在提升 ROE 的主线下, 偿付能力稳健的头部公司经营效率/分红水平有望提升, 助力估值中枢提升。参考财政部网站披露的中央金融企业名录, 中国人保、中国人寿、中国太平、中国再保险位列其中 (均为集团公司), 新华保险控股股东为汇金公司。综合考虑当前板块估值处于较低水平, 综合考虑基本面表现、股东背景、估值性价比, 1) 从短期逻辑看: 推荐中国太保, 建议关注新华保险; 2) 从长期逻辑看: 推荐中国人寿, 建议关注中国平安。

## 三、风险提示

**政策风险:** 监管导向对险企负债端产生较大影响, 监管销售、宣传、产品形态等要求趋严短期或将给险企业务开展带来一定压力。

**利率风险:** 险企投资久期长且固收类资产占比高, 长端利率下行将致使险企投资端承压。

**市场波动风险:** 险资资产配置中权益类资产为重要组成成分, 权益市场波动将对险企投资端带来一定影响。

**大灾风险:** 大灾对财险综合赔付率影响较大, 如 23 年大灾频发, 会对财险公司的承保表现带来负面影响。

**改革不及预期:** 目前寿险行业仍处于改革转型期, 22H2 以来部分险企实现边际改善, 如下阶段改革成效不及预期, 可能对新单、NBV 表现带来较大影响, 险企估值修复路径可能延长。

## 西部证券—投资评级说明

行业评级	<b>超配：</b>	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	<b>中配：</b>	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	<b>低配：</b>	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	<b>买入：</b>	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	<b>增持：</b>	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	<b>中性：</b>	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	<b>卖出：</b>	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 联系地址

**联系地址：** 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

**联系电话：** 021-38584209

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。