

(报告出品方/作者：财通证券，夏昌盛)

1 财务表现：资产端承压拖累净利润、净资产表现

1.1 净利润：五家上市险企受资产端拖累同比-19%，但分红稳定性远高于净利润

22 年五家上市险企归母净利润合计减少 19%，主要受资产端拖累。22 年平安、国寿、太保、新华、人保分别实现归母净利润 838 亿元、321 亿元、246 亿元、98 亿元、244 亿元，分别同比-17.6%、-36.8%、-8.3%、-34.3%、+12.8%，主要受资产端拖累，人保正增长主要由财险业务盈利能力大幅改善带动。受净利润较大幅减少影响，22 年平安、国寿、太保、新华 ROE 分别-2.9pct、-3.9pct、-1.3pct、-4.9pct 至 10.0%、7.0%、10.8%、9.3%，人保 ROE 提升 0.8pct 至 11.1%。

1.3 投资收益：权益市场波动加剧整体承压，但净投资收益较为亮眼

权益市场波动，总投资收益率、综合投资收益率表现不佳。22 年权益市场波动加

剧，沪深 300 指数、恒生中国企业指数分别下跌 21.6%、下跌 18.6% (21 年分别下跌 5.2%、下跌 23.3%) ，投资环境趋弱，导致各上市保险公司买卖价差减少、且公允价值波动加大。22

年平安、国寿、太保、新华、人保、太平、友邦的总投资收益率分别为 2.5%、3.9%、4.2%、4.3%、4.6%、3.3%、1.1% ，分别同比-1.5pct、-1.0pct、-1.5pct、-1.6pct、-1.2pct、-2.0pct、-3.3pct。

考虑可供出售金融资产的浮盈浮亏，国寿、平安、太保的综合投资收益率分别为 1.9%、2.7%、2.3% ，分别同比-3.0pct、-1.1pct、-3.1pct ，新华人寿、人保寿险、太平寿险、友邦人寿综合成本率分别为 2.1%、1.6%、2.6%、2.2%。

但净资产收益率均表现较好。22 年平安、国寿、太保、新华、人保、太平、友邦的净投资收益率分别为 4.7%、4.0%、4.3%、4.6%、5.1%、4.0%、4.2% ，分别同比+0.1pct、-0.4pct、-0.2pct、+0.3pct、+0.3pct、-0.04pct、持平，国寿大幅下滑预计主要源于存量高收益非标资产到期。

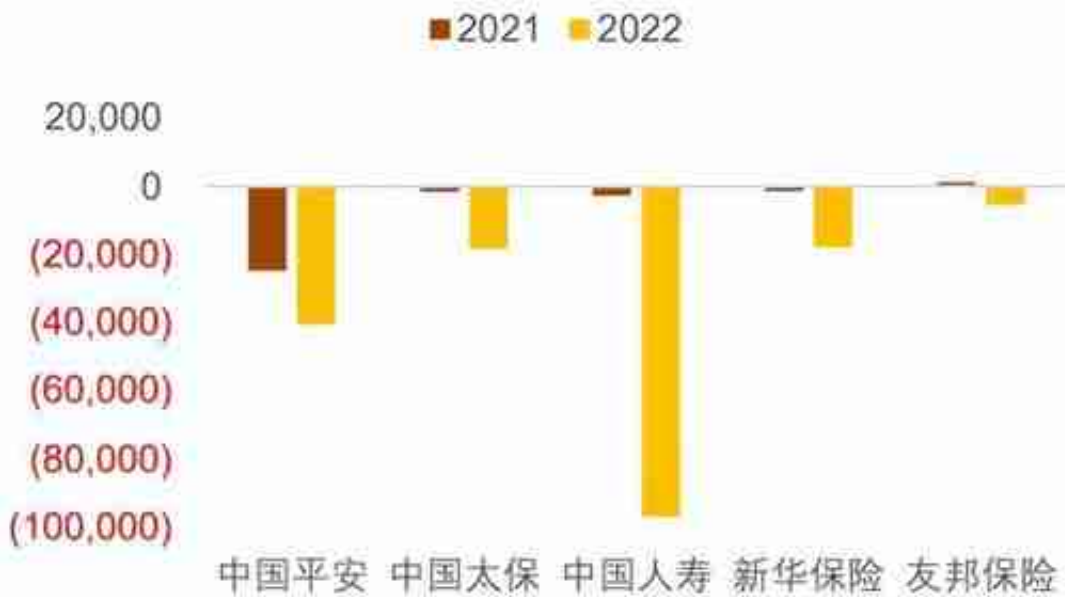
资产配置方面，债券占比提升，权益占比分化。固收方面，22Q4，经济修复预期增强驱动十年期国债利率向上修复，各险企紧抓长期利率债配置窗口增配政府债，平安、国寿、太保、新华、人保、太平债券占比分别+2.1pct、+0.3pct、+2.1pct、+1.6pct、+0.4pct、+0.6pct。权益方面，国寿、太平股票+基金占比分别提升 2.6pct、

0.2pct，预计主要把握市场估值相对低点进行了战略性增配。此外，各公司现金等价物及定期存款配置占比均有所提升，为 23 年把握权益市场结构性机会及利率债高位配置机会奠定基础。

1.4 会计估计变更：各公司会计估计变更均减少了税前利润

22 年平安、国寿、太保、新华会计估计变更对税前利润的影响分别为-268 亿、-345 亿、-119 亿和-113 亿，主要源于 22 年 10 年期国债收益率的 750 天移动平均曲线仍处于下行周期，较上年末下降了 13.8bps 至 2.91% (21 年同期下降了 19.8bps) 。

图21.上市保险公司投资偏差 (单位:百万元)



注:友邦保险单位为美元
数据来源:各公司财报,财通证券研究所

头条@未来智库

与此同时, ROEV 同步下滑, 22 年平安、太保、太平集团 ROEV 分别为 9.6%、10.4%、10.2%, 较 21 年同比-1.3pct、-2.2pct、-2.4pct; 国寿、新华、人保寿险、人保健康、平安寿险、太保寿险、友邦保险 ROEV 分别为 10.5%、8.6%、5.4%、26.0%、11.0%、11.3%、9.4%, 同比-1.0pct、-0.7pct、-0.1pct、+13.0pct、-0.1pct、-0.8pct、-2.7pct, 除人保健康有大幅上升外, 其他险企均有小幅下跌, 主要源于: 1) NBV 持续下滑, NBV (含分散效应) 对内含价值贡献的下降幅度均超 0.9pct, 其中平安、太保、太平分别同比-0.9pct、-1.1pct、-1.9pct 至 2.4%、2.0%、4.2%, 国寿、新华、平安寿险、太保寿险、友邦保险同比-1.2pct、-1.5pct、-1.5pct、-1.6pct、-1.0pct 至 3.0%、0.9%、3.8%、2.8%、4.2%。2) 继续率、退保率改善驱动营运偏差改善, 对 ROEV 有所提振。

2.1 NBV: 全年仍深度承压, 但太保、友邦 H2 增速已转正

22 年险企 NBV 仍深度承压。22 年平安、国寿、太保、新华、人保、太平、友邦

NBV

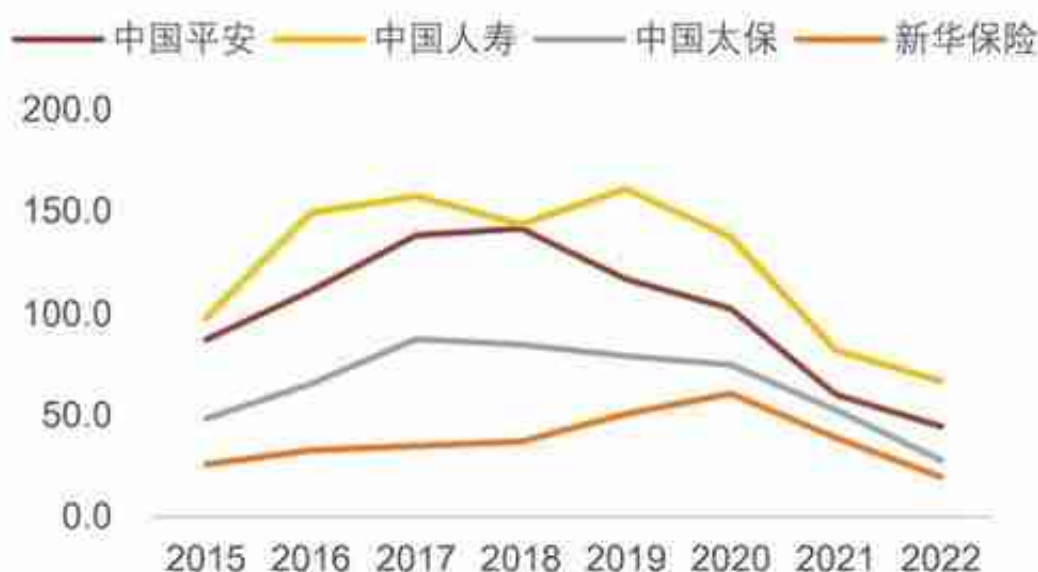
分别同比-24.0%、-19.6%、-31.4%、-59.5%、-7.2%、-10.5% (人民币口径)、-8.1%，各险企 NBV 下滑主要源于：①疫情发散影响代理人线下展业，且代理人规模仍在持续下滑；②疫情影响及经济环境不景气，居民收入预期降低，重疾险作为可选消费品深度承压，储蓄险虽然热销，但补量难补价。但受益于低基数与代理人产能提升、规模渐稳，下半年平安、太保、友邦的 NBV 同比增速较 H1 有所改善，H2

分别同比-12.0%、+13.5%、+0.3%，国寿环比有所恶化，主要源于其较早启动 23 年开门红。

新单保费方面：22 年上市险企新单保费增速分化，由渠道与产品策略分化带来。22 年太保、国寿、太平、人保新单保费实现正增长，同比分别+35.7%、+5.1%、+15.9%、+1.7%，平安、新华、友邦保险则为负增长，同比-7.4%、-7.0%、-4.3%，

我们判断，主要由渠道与产品策略分化所致，大力发展储蓄险和银保渠道的公司增速相对较好。Margin 方面，产品与渠道同步切换，NBV Margin 延续下滑态势。22 年平安、太保、新华、国寿、太平、人保、友邦 NBV Margin 分别为 24.1%、13.9%、5.5%、29.1%、18.7%、5.0%、57.0%，同比-3.7pct、-13.6pct、-7.4pct、-12.5pct、-5.4pct、-0.5pct、-2.3pct，主要源于产品由高价值的重疾险向储蓄险切换、渠道由个险向银保切换。

图39.上市保险公司代理人规模（单位：万人）



数据来源：各保险公司财报，财通证券研究所

头条@未来智库

2) 受益于增额终身寿高增，银保渠道高速增长，对险企新单、NBV 贡献大幅提升。1) 保费层面：22 年国寿、平安、新华、太保银保新单分别同比增长 65%、17%、11%、332%，新单占比分别为 15%、9%、65%、43%，较 21 年底分别提升 5pct、2 pct、11 pct、30pct；2) 价值层面：22 年平安、太保、新华银保 NBV 分别同比+16%、+175%、-30%；NBV 贡献分别为 7%、9%、14%，较 21 年底分别提升 2pct、7pct、6pct；但 NBV Margin 分别较 21 年底分别-0.2pct、-1.7pct、-0.7pct 至 19.1%、3.0%、1.2%，预计主要源于各险企为争取银行网点合作，趸交业务阶段性提升所致，同时，平安价值率显著高于其他险企，“新银保”价值策略显现，截至 22 年末，平安新银保共招募超 1600 人，超 9 成拥有本科学历，人均 NBV 是钻石队伍的 1.4 倍。

3 财险：保费高速增长，COR 大幅优化

3.1 保费：车险恢复常态增长，非车险维持双位数高增

22 年财险行业恢复常态增长，全行业财产险保费收入同比+8.7%，人保财险、平安产险、太保产险分别同比+8.5%、+10.4%、+11.6%，除人保主动压降低价值的责任险、企财险业务增速低于行业外，平安、太保财险增速均显著高于行业，驱动

CR3 同比+0.47pct 至 64.2%，我们判断，龙头险企具备数据、定价、服务、政企关系等优势，后续市占率仍有望稳步提升。

车险方面：综改影响消除，恢复常态化增长。22 年人保财险、平安产险、太保产险车险保费同比+6.2%、+6.6%、+6.8%，均高于行业增速

5.6%。当前市场普遍担心 22

年全国性的汽车消费支撑政策透支了居民购车需求，但我们认为，23 年居民购车需要仍将继续释放：一是 22 年疫情持续发散，汽车产业链产销两端均受影响，最终全年汽车销量同比仅增长 2%，且 10-12

月当月同比分别为+6.9%、-7.9%、-8.4%，预计需求并未透支；二是 23 年经济复苏成为主线，提升内需对经济拉动的

效用是现实需要，在此背景下，当前已有多地政府通过直接补贴、消费券、增加购车指标等方式促进汽车消费，预计随着宏观经济复苏、居民收入预期修复，汽车销量有望回暖，驱动行业车险保费实现 5%左右增长，大型险企凭借数据、定价、服务等优势，增速有望高于行业 1-3pct。

非车险方面：人保财险、平安产险、太保产险非车险保费同比+11.4%、+19.1%、+19.0%，除人保外均显著高于行业的 12.8%，除平安外主要由政策性农险/意健险驱动，其中人保财险、太保财险农险分别增长 22%、33%，意健险分别增长 10%、20%（太保为健康险）；平安主要由企财险、保证险同比+26%、+21%带来。我们判断，23

年政策性农险、健康险仍将高增，且随着经济修复，责任险也有望实现双位数增长，支撑行业非车险实现双位数增长，大型险企增速有望显著高于行业。

非车险高增+车险常态增长，驱动车险占比持续下滑，22 年人保财险、平安产险、太保产险车险保费占比分别为 55.6%、67.5%、57.5%，较 21 年下滑-1.2%、-2.4%、-2.6%。

图55.2023 年寿险 NBV 分季度预测 (单位: 百万元)

2023 年季度	2023Q1	2023Q1	同比	2023Q2	2023Q2	同比	2023Q3	2023Q3	同比	2023Q4	2023Q4	同比
中国平安	12589	12852	8%	8884	7653	15%	6275	6811	9%	2072	2261	11%
中国人寿	18008	18300	7%	7718	8604	11%	8132	9108	12%	2126	2417	14%
中国太保	3306	4311	30%	3288	2810	23%	1982	2501	18%	1637	1684	0%
新华保险	1310	1375	5%	802	844	5%	237	453	91%	74	133	108%
友邦保险	853	909	10%	683	806	18%	741	861	16%	815	901	11%
中国太平	1877	2086	11%	1442	1803	11%	2660	2728	2%	1589	1588	0%

2023 年季度	2023Q1	2023Q1	同比	2023H1	2023H1	同比	2023Q1-3	2023Q1-3	同比	2023	2023	同比
中国平安	12589	12852	8%	19573	21245	8%	25648	28096	9%	28820	31417	9%
中国人寿	18026	18300	7%	25745	27904	8%	33877	37012	9%	38004	39430	10%
中国太保	3306	4311	30%	5596	7122	27%	7548	9422	26%	9205	11086	20%
新华保险	1310	1375	5%	2112	2219	5%	2349	2672	14%	2423	2825	17%
友邦保险	853	909	10%	1537	1745	14%	2277	2606	14%	3092	3557	15%
中国太平	1877	2086	11%	3419	3889	11%	3669	6417	9%	7458	8005	7%

数据来源：各公司财报、财通证券研究所整理

①超额储蓄待释放，储蓄险更能承接居民储蓄迁移需求。2022 年我国居民部门新增存款 17.84 万亿，同比大幅提升 80.2%。23 年考虑到经济修复反馈到居民预期收入提升或消费信心提振仍需时日、房产投资效应减弱，预计 23 年超额储蓄仍将高企。叠加存款利率的下调，居民到期的定存将面临到期再配置。在居民风险偏好普遍降低背景下，相较于净值波动较大的银行理财和基金，保本保息的储蓄险预计更能承接居民储蓄的迁徙需求。而增额终身寿险由于具有保证收益且长期收益可达 3%以上，兼具现金流的灵活性（可提前部分减保），预计今年仍有望持续热销。

②银保渠道客户优势显著，在渠道和公司的共同推动下，NBV 有望高速增长。23 年银保渠道有望继续把握增额终身寿险热销机遇，实现高增长：一是价值率、佣金率相较于其他储蓄险更高，保险公司与渠道销售动力强；二是银行具备客户资源多，以及客户触点多且与客户联系紧密、公信力高的优势，且银行积累了大量的中高净值、低风险偏好客户，但缺乏锁定收益的长期储蓄产品，增额终身寿较好弥补了这一产品空缺。

③代理人底部企稳，预计 23 年负债端表现较好的险企“增员”数量有望回暖，驱动行业迈入新增长周期。增员数量是衡量行业是否真正改善的重要变量，一旦增员数据开始向上，行业将重拾成长性。“增员”是一个具有前瞻性兼后验性的指标，前瞻性是在于增员持续好转的话，将带来更多的新业务；后验性是在于，存量队伍质量、稳定性和收入提升的情况下，增员的内在驱动力才会提升。预计当前各险企增员情况尚未明显改善，但内（存量队伍正在企稳，后续增员动力有望提升）外（宏观经济逐步复苏，居民对于未来经济预期增强的情况下，创业意愿将加强，保险销售属于创业的一种）部环境均在改善，预计 23 年负债端表现较好的险企将率先实现增员好转。

④普通型人身险评估利率下调预期有望为 23 年带来高增长。3 月 23 日，银保监会人身险部组织保险行业协会以及 20 余家寿险公司调研负债成本、资负匹配等，后续预计针对调研情况将出台相关应对举措。当前措施虽未落地，但市场普遍已形成评估利率下调的预期，定价利率 3.5%的储蓄险关注度快速升温，有望为 23 年带来高增长，但或对 24 年 NBV 增速形成一定压力。

2) 利润方面：资产端回暖预计将带动 23 年利润快速增长。23 年经济呈现复苏态势，市场风险偏好回升，利率中枢有望小幅上行，给予险资提供在利率较高位配置长债的窗口期，同时也有望驱动权益市场好转（23Q1 沪深 300 指数同比+4.6%，去年同期-14.5%），直接改善保险公司综合投资收益及利润情况，预计 23Q1 平安、国寿、太保、新华利润增速分别为 47%、57%、29%、72%，全年增速分别为 33%、37%、21%、30%。

(本文仅供参考，不代表我们的任何投资建议。如需使用相关信息，请参阅报告原文。)

精选报告来源：【未来智库】。[「链接」](#)