

2023-12-28

路远行则将至——2024年保险行业分析与预测

证券研究报告

证券分析师：夏聿印 执业登记编号：S1190523030003

主要观点:

1、寿险：NBV结束五年下滑，强监管助力业绩稳健释放

23H1主要5家上市寿险公司合计NBV增速大幅转正为25.32%，主要是：一方面，代理人队伍清虚接近尾声；另一方面，产品切换带来短期催化作用。展望24年，需求侧居民储蓄需求仍居高位，渠道侧“报行合一”有望提升银保渠道NBVM、个险管控有利于长期产品价值率提升，同时考虑23Q1低基数、23Q2高基数影响，预计23Q1 NBV实现两位数增长、24全年个位数增长。

2、财险：基本面带动业绩稳增，风险化解下COR迎来改善

23年1-10月财产险公司原保费收入同比+7.16%，其中车险/非车险分别同比+5.88%/8.60%。“老三家”受到出行恢复、气候灾害影响，赔付率上升，COR提升1-2pct。展望24年，乘联会预计新能源车渗透率将从35%提升至40%，带动乘用车整体销量提升5%，车险或同步增长。非车险则得益于23年低基数和细分领域的政策支持，实现两位数高增。预计产险总体实现高个位数增长，COR在高基数和灾情出清下也有望优化。

3、资产端：标准切换后压力释放，复苏预期或带来β行情

23年股市、利率震荡下行，叠加新准则I9放大业绩波动，23Q1-3主要险企总投资收益率均下滑1.1-1.4pct不等，展望24年，长端利率9月以来已有回升，10月金融工作会议释放“稳健货币政策”预期，未来下行空间有限。A股则有65%的行业位于50%估值分位数以下，市场整体处于底部。预计悲观预期与新准则影响已充分消化，24年复苏预期下投资端有望修复。

4、投资建议：

个股选择方面，负债端差异是个股估值分化的重要因素，建议关注以下标的：

1) 中国人寿（负债端受到“后炒停”影响相对较少，兼有“开门红”传统），**2) 中国太保**（23年银保渠道价值明确显现，24年仍具备NBV向上空间），**3) 中国财险**（赔付压力下COR仍高于同业，凸显成本率调控优势）。

目录

1

寿险：NBV结束五年下滑，强监管助力业绩稳健释放

2

财险：基本面带动业绩稳增，风险化解下COR迎来改善

3

资产端：标准切换后压力释放，复苏预期或带来 β 行情

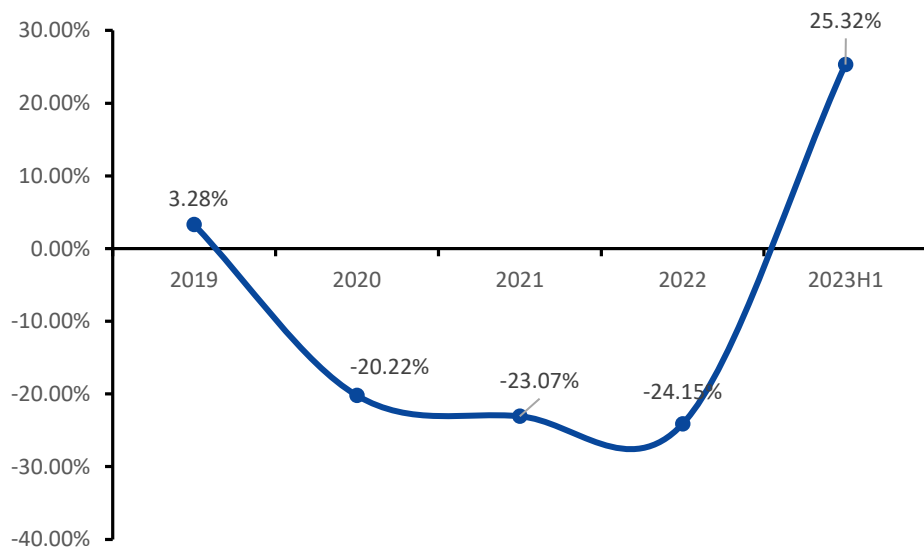
4

投资建议

1.1 寿险：量上看，NBV结束五年下滑，受益于个险改革提效和产品短期催化

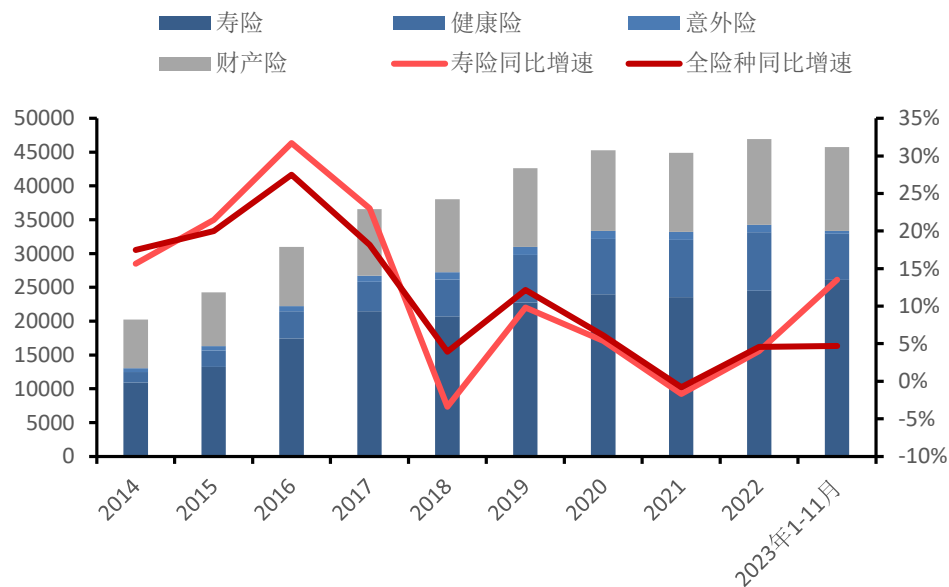
- **内部清虚增效+外部疫情影响，保险行业经历深度调整期。**长期以来，行业依赖“人海战术”得以快速发展。但18-19年，传统粗放式发展在监管从严、产品复杂度提高的环境下矛盾尽显，而后疫情爆发更是影响代理人展业。2020-2022年主要5家上市寿险公司合计NBV增速分别为-20.22%、-23.07%、-24.15%，2018-2022年全行业寿险原保费收入CAGR为4.29%，远低于2014-2017年的25.32%。由于寿险占比最大（50%-60%），全险种CAGR也由14-17年的21.82%降至18-22年的5.42%。
- **23年内外因素转好，寿险行业周期性向上。**2023H1主要5家上市寿险公司合计NBV增长25.32%，2023年1-11月寿险原保费收入增长13.53%。除疫情造就低基数外，NBV增速大幅转正主要得益于：1) 寿险改革产能优势初步体现，叠加居民投资需求刚性转移；2) 3.5%产品向3.0%切换的催化效应。

图1：2019-2023H1主要寿险公司NBV增速



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理
注：主要上市寿险公司包括：平安、人寿、太保、新华、太平。

图2：各险种原保费收入及同比增速

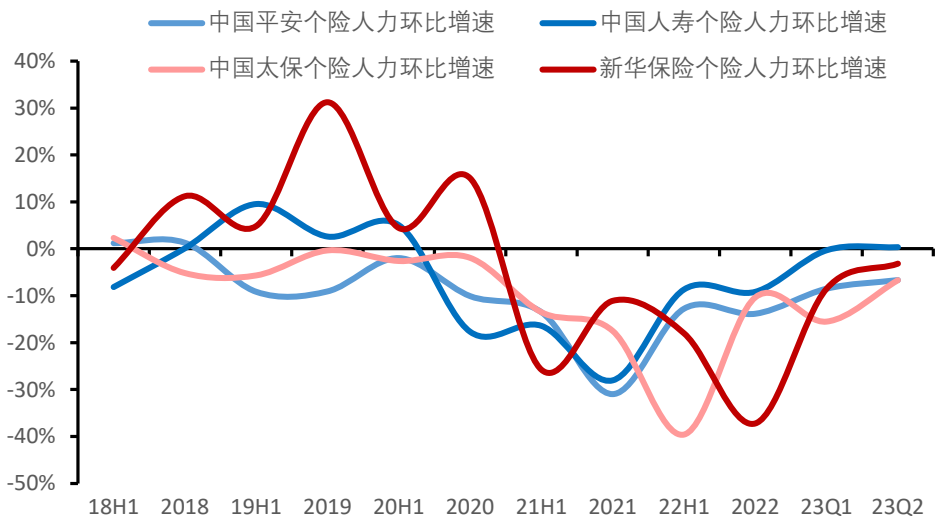


数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

1.1 寿险：量上看，NBV结束五年下滑，受益于个险改革提效和产品短期催化

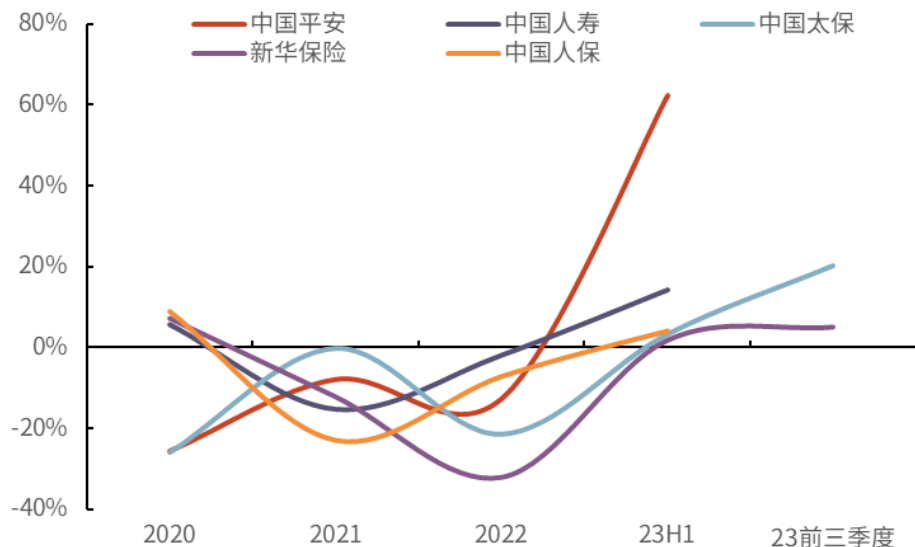
➤ **代理人队伍清虚或将接近尾声，代理人渠道新单增速转正。**各主要险企代理人规模降速23年以来逐季收敛，23Q2平安、人寿、太保、新华代理人规模单季环比降幅以收敛至10%以下，对比各公司19-21年CAGR在-30%~-25%之间有所减缓。效率方面，23年人均产能提升，带动代理人渠道新单保费恢复正增长。

图3：上市险企代理人规模基本企稳，环比增速降幅收窄至接近个位数



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

图4：23年以来，代理人渠道新单保费恢复正增长



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

1.1 寿险：量上看，NBV结束五年下滑，受益于个险改革提效和产品短期催化

➤ 产品切换带来短期催化，23Q1-3主要上市险企总新单均实现正增长，23Q2新单增幅、占比更高。23Q1-3总新单同比增速：平安(+44.8%) > 国寿(+14.8%) > 太保(+13.1%) > 新华(+9.5%) > 人保(+4.0%)。总体来看，23Q1因“开门红”节奏与基础不同，各险企总新单表现分化，平安、国寿、人保增长，而太保、新华下降；但在监管引导定价利率下调后（7月31日停售），23Q2险企明显都加大了销售力度、加速居民储蓄需求短期释放，23Q2新单增幅和占比更高——23Q2新单同比增速普遍在50%以上，新单占比普遍保持在30%以上（人保近25%）。

图5：23Q1-3上市险企寿险业务分季度新单占比

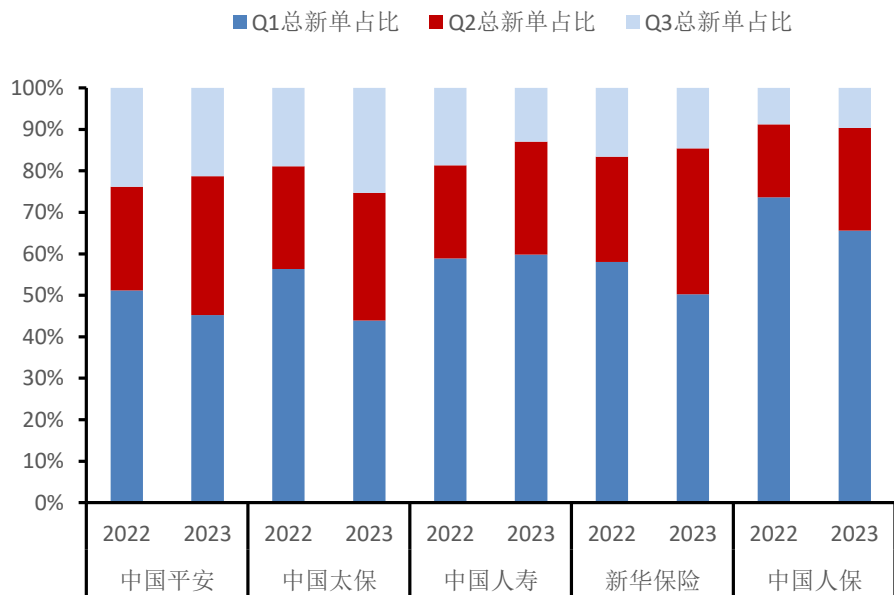
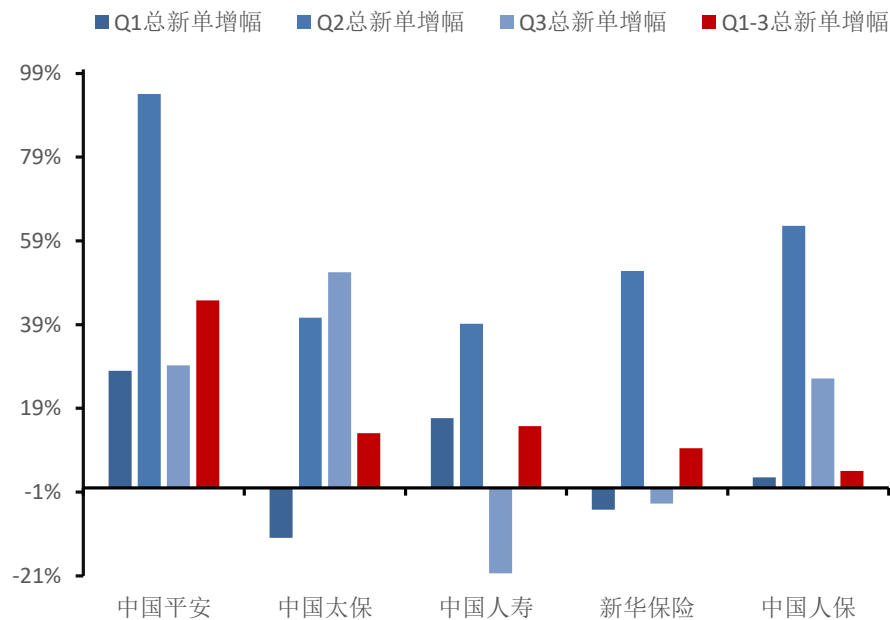


图6：23Q1-3上市险企分季度新单同比增速

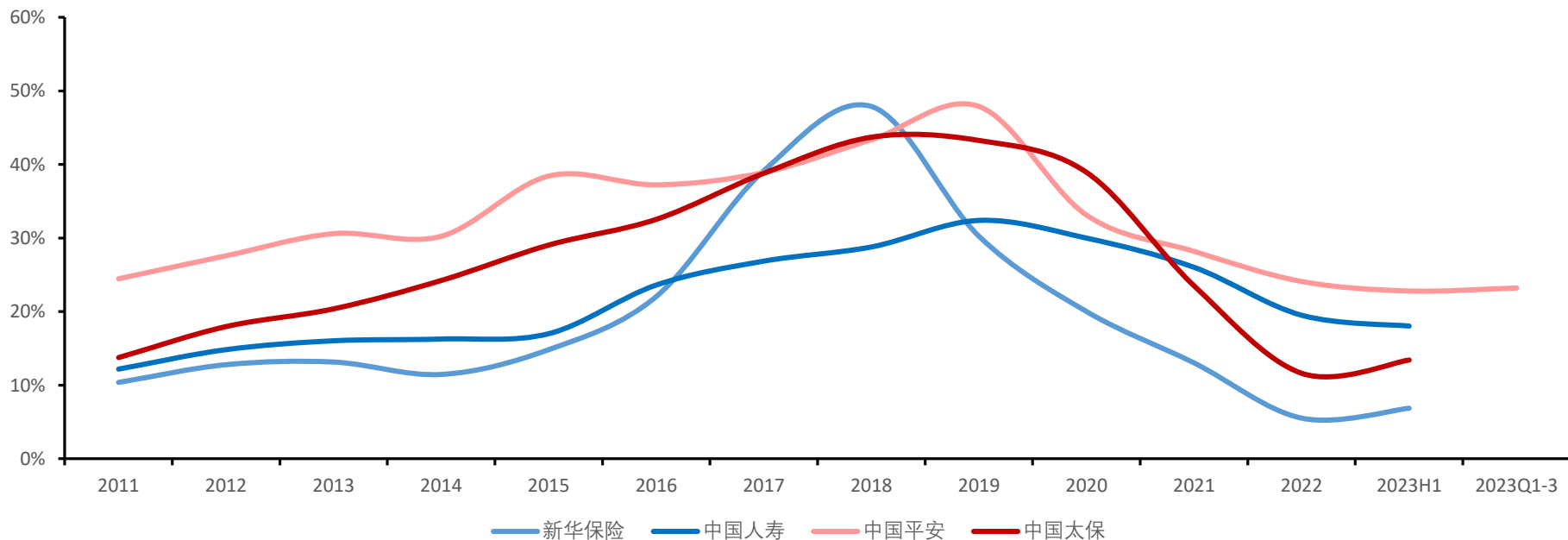


数据来源：公司公告，太平洋研究院整理，各家新单口径：平安-“用来计算新业务价值的首年保费”；太保-23Q1起披露“规模保费”；国寿/新华/人保-保费收入。

1.2 寿险：价上看，NBVM依然承压，主要是产品与渠道的结构性变化

- **NBVM长期下滑，23H1边际减缓。**自2019年开始各险企NBVM持续下滑。2022年中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险的NBVM分别为19.5%、24.1%、11.6%和5.5%，距高点分别累计下滑12.9pct、23.8pct、32.1pct和42.4pct。边际来看，2023H1国寿、平安NBVM分别下降1.5pct、1.3pct，新华、太保分别提升1.3pct、1.8pct，压力下企稳。
- 各险企NBVM下滑的主要原因可能为：①从险种结构看，储蓄型业务占比提升，而以重疾险为代表的保障型占比下降。②从渠道结构看，个险渠道NBVM普遍下滑，同时NBVM更低的银保渠道占比有所提升。

图7：2019年以来NBVM大幅下降



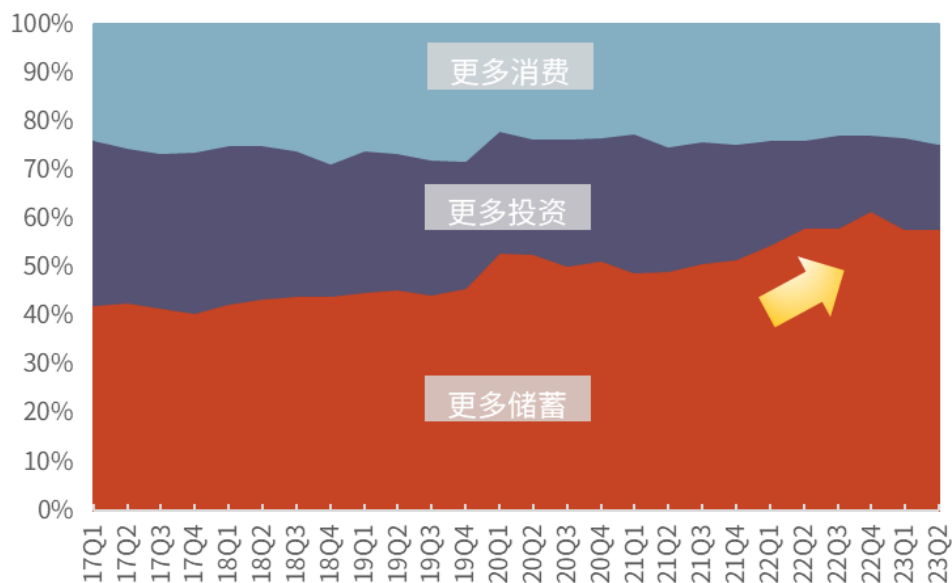
数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

1.3 寿险：展望24，预计储蓄险需求依然旺盛，各渠道高质量发展为政策引导方向

■ 需求侧——居民储蓄需求高涨，保险产品仍具竞争力

- **居民风储蓄意愿仍在高位，储蓄险仍为较优选择。**一方面，根据人民银行各季度《城镇储户问卷调查报告》，截至23Q2，倾向于“更多储蓄”的居民占比仍高达58%；另一方面，近期下调后，大型银行五年期存款利率已低于2.5%，储蓄型保险产品3.0%预定利率下仍具竞争力。
- 展望后续，经济修复传导至居民收入预期上升仍需时日，低利率环境下储蓄险竞争力较强，**预计24年储蓄险仍旧高景气。**

图8：城镇居民储蓄意愿持续较强



数据来源：中国人民银行，太平洋研究院整理

表1：2022年9月以来，中国工商银行已三次下调存款利率

	2015.10.24	2022.09.15	2023.06.08	2023.09.01
1年	1.75	1.65	1.65	1.55
2年	2.25	2.15	2.05	1.85
3年	2.75	2.60	2.45	2.20
5年	2.75	2.65	2.50	2.25

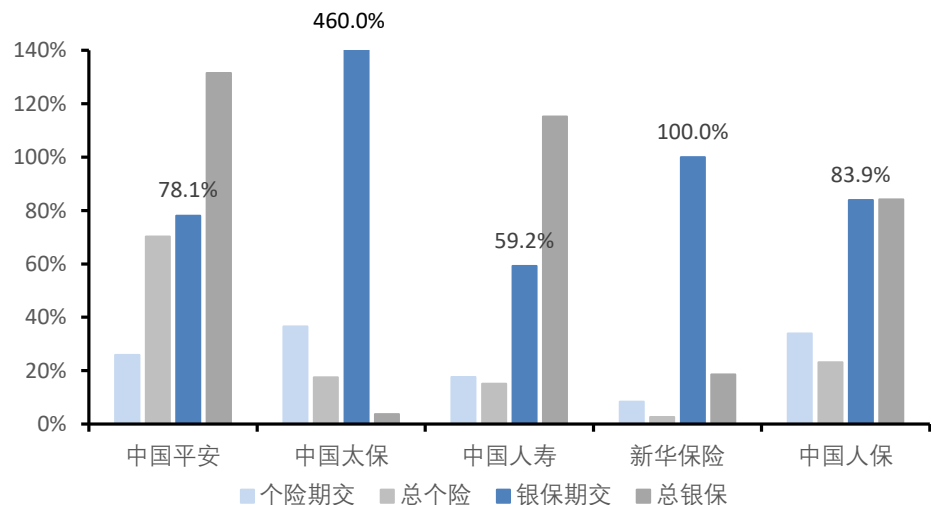
数据来源：Wind，太平洋研究院整理

1.3 寿险：展望24，预计储蓄险需求依然旺盛，各渠道高质量发展为政策引导方向

■ 渠道侧——银保渠道价值增长，“报行合一”后NBVM有望进一步提升

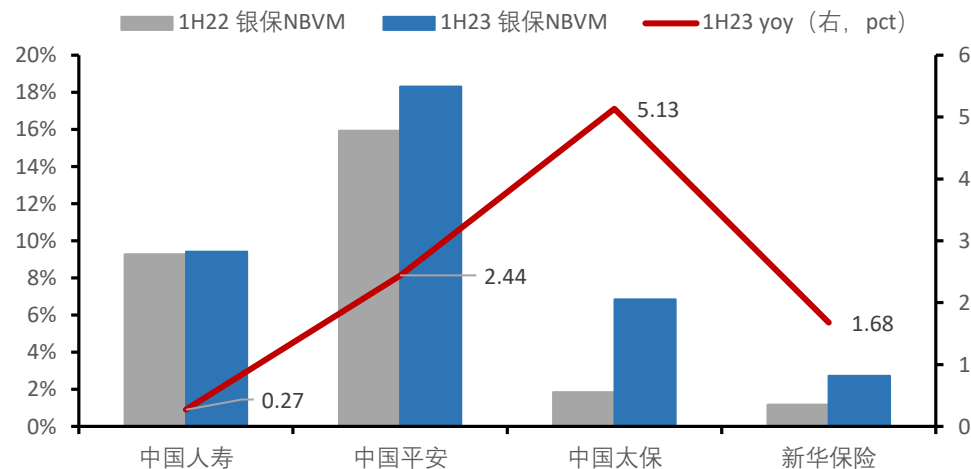
- 上市险企坚持银保价值转型，银保渠道新单高增、期交新单增幅亮眼。23H1平安、太保、国寿、新华、人保银保期交新单分别同比+78.1%、+460.0%、+59.2%、+100.0%、+83.9%，国寿、平安、太保、新华银保渠道NBVM分别同比+0.27pct、+2.44pct、+5.13pct、+1.68pct，实现量价齐升。
- 管理端强调“报行合一”，渠道费用有望控制。23年8月22日，金融监管总局下发《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》，强调银保渠道佣金费用需严格“报行合一”，并规定未来趸交/3年交/5年交/10年交的手续费率严格限制在3%/9%/14%/18%以内。据监管初步核算，银保渠道的佣金费率较之前平均水平下降约30%。
- 展望后续，严监管下银保渠道承受展业压力，同时亦会降低渠道费用，预计24年银保渠道新单有望持平，NBVM或将有所提升。

图9：23H1主要上市险企寿险分渠道新单同比增速



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

图10：费用改革下，银保渠道NBVM有望进一步提升



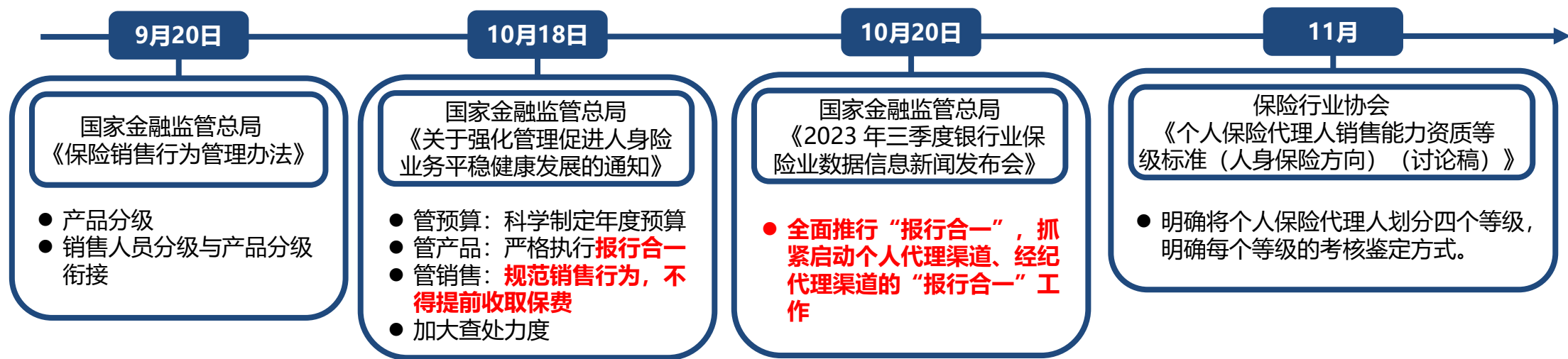
数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

1.3 寿险：展望24，预计储蓄险需求依然旺盛，各渠道高质量发展为政策引导方向

■ 渠道侧——一个险渠道多效并举，短期承压、长期利好

- **规范“开门红”已然落地，个险“报行合一”呼之欲出。**10月18日，国家金融监管总局下发《关于强化管理促进人身险业务平稳健康发展的通知》，要求“不得采取大幅提前收取保费并指定第二年保单生效日的方式进行承保”，以规范“开门红”销售。10月20日，国家金融监管总局举行2023年三季度银行业保险业数据信息新闻发布会，提出“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”，具体费用标准和执行标准暂无细则落地。
- 展望后续，上市险企23年业绩达成度较好，23Q4压力不大，“开门红”备战时间更充裕，可以平抑政策的部分影响。若个险“报行合一”实施，寿险公司降低直接佣金不利于队伍留存，或重点管控间接佣金与管理费用，需通过进一步优化代理人队伍、科技赋能等方式，利于行业长期发展。**预计个险渠道短期承压，但长期将带来产品价值率的提升。**

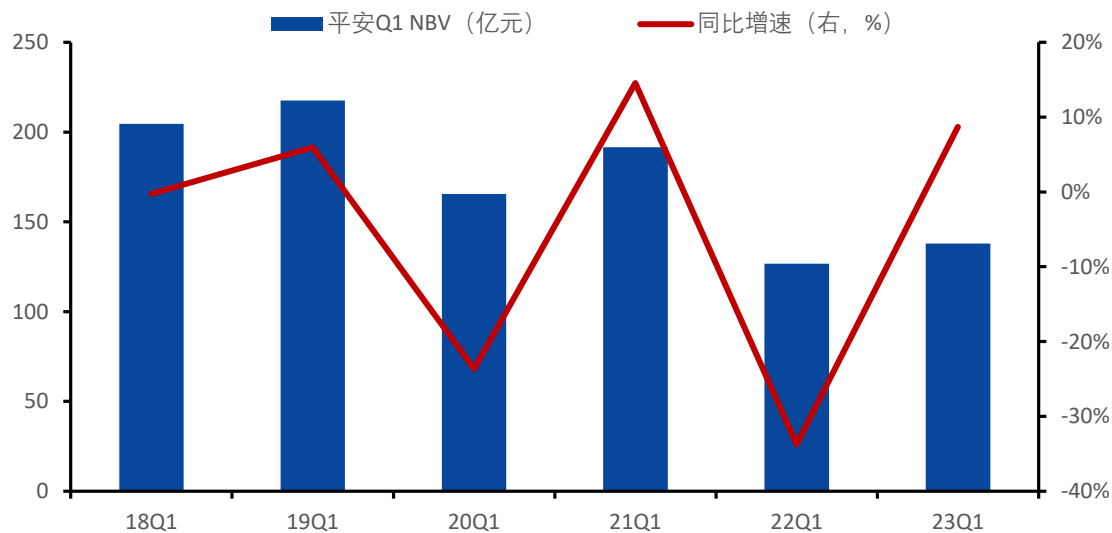
图11：2023年个险渠道监管主要政策及内容



1.3 寿险：展望24，预计储蓄险需求依然旺盛，各渠道高质量发展为政策引导方向

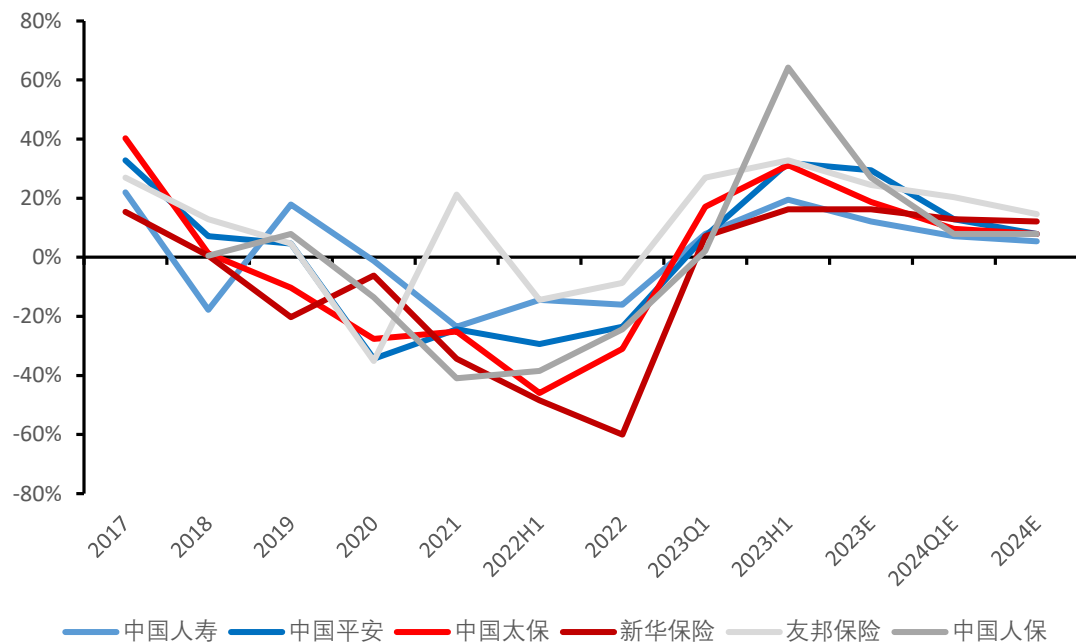
- **展望24Q1**：虽个险渠道受政策扰动承压，但一方面23Q1有所回暖但整体基数仍低，另一方面银保渠道价值率提升有所支撑，预计开门红各公司NBV能实现两位数增长。
- **展望24全年**：虽政策强调高质量发展影响短期业绩释放节奏，但个险渠道改革深化、银保价值转型大趋势坚定，24年居民储蓄需求有望充分释放，但考虑停售3.5%产品导致Q2高基数，预计NBV全年正增长确定性高，但增速仅能维持个位数。

图12：以平安为例，23Q1 NBV回暖但距20Q1-21Q1相比基数仍低



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

图13：24年上市险企NBV有望继续增长



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

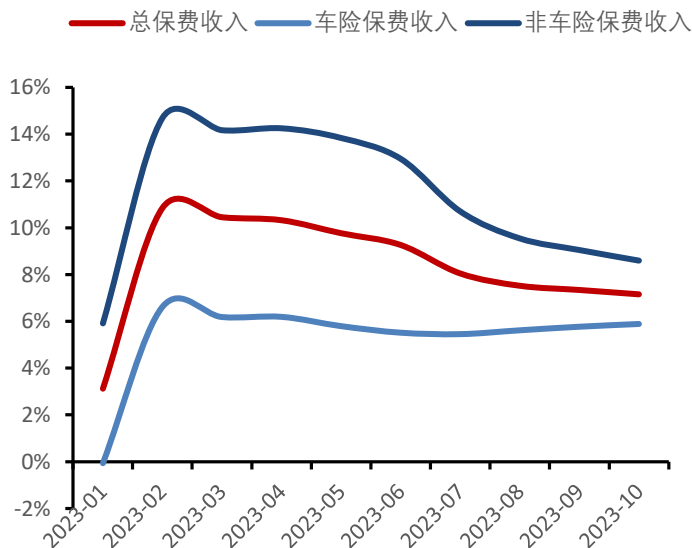
目录

- 1 寿险：NBV结束五年下滑，强监管助力业绩稳健释放
- 2 财险：基本面带动业绩稳增，风险化解下COR迎来改善
- 3 资产端：标准切换后压力释放，复苏预期或带来 β 行情
- 4 投资建议

2.1 产险：量上看，保费增速稳健，车险趋势相近，非车险业绩分化

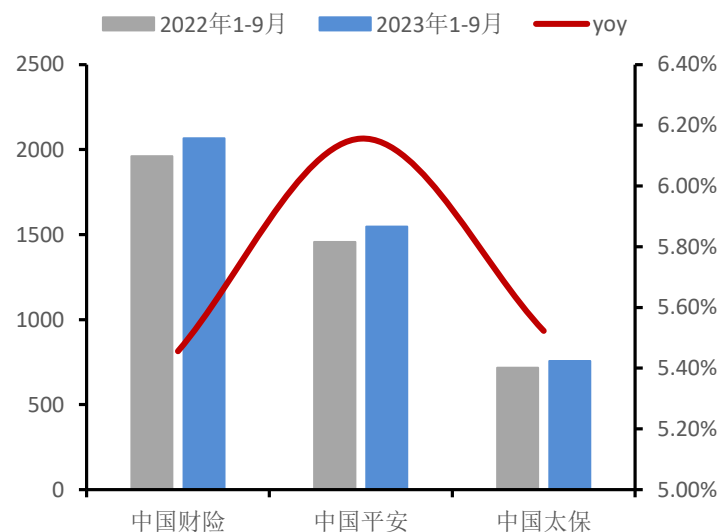
- **财产险：整体保费稳健增长，车险占比持续提升。** 23年1-10月财产险公司原保费收入13429亿元 (yoy+7.16%)，其中车险7036亿元 (yoy+5.88%)、占比52.39% (yoy-0.63pct)；非车险6393亿元 (yoy+8.60%)。
- 车险方面，今年以来国家层面旨在扩大汽车消费的政策指引频出，新车销售趋势向好 (1-9月我国狭义乘用车零售销量同比+2.4%)，带动各公司业务均稳健增长，前三季度车险保费增速分别为中国平安+6.2% > 中国人保+5.5%=中国太保+5.5%。
- 非车险方面，中国太保积极推动业务扩张，而中国平安持续压降信用保证险等高亏险种，导致保费增长差异明显，前三季度各公司非车险原保险保费增速分别为中国太保+19.3% > 中国人保+9.6% > 中国平安-6.6%。

图14：23年财险保费收入增速保持稳健



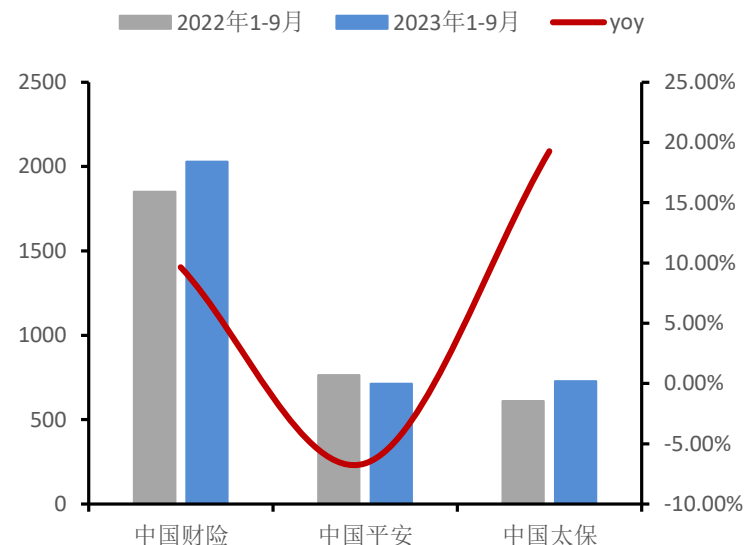
数据来源：中国银行保险监督管理委员会，太平洋研究院整理

图15：23Q1-3各险企车险增速趋同



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

图16：23Q1-3各险企非车险增速分化

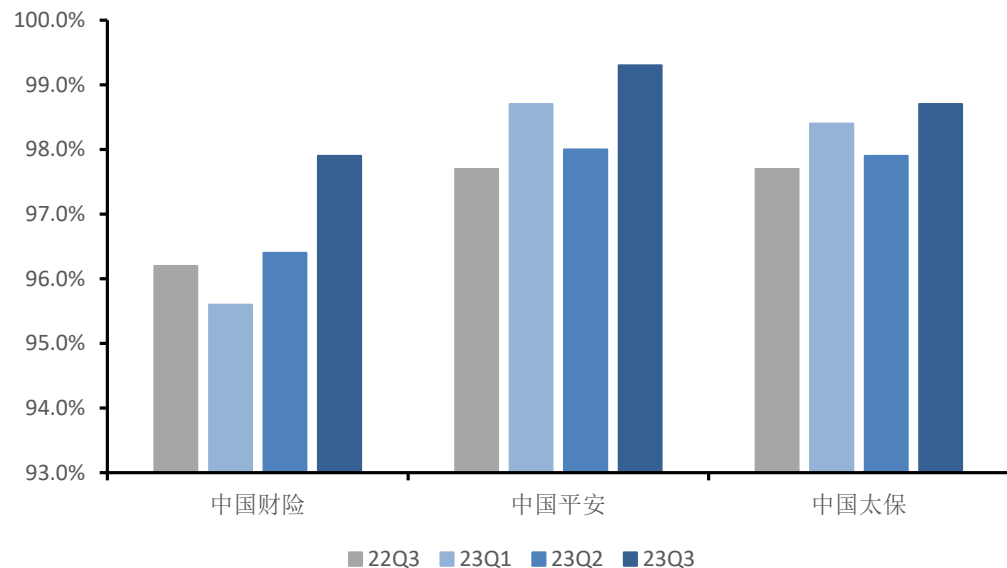


数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

2.2 产险：价上看，受自然与竞争因素影响，COR短期承压

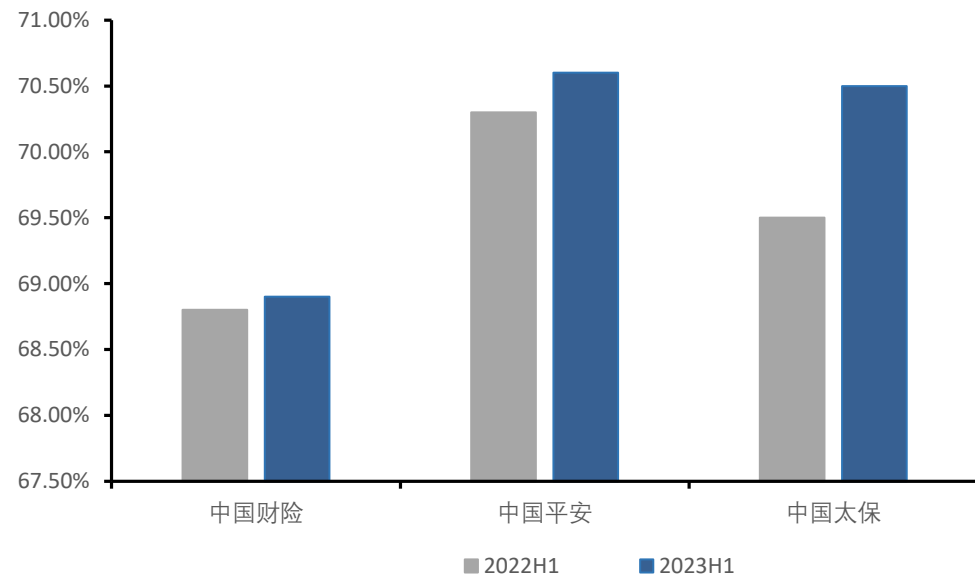
- 新准则下23Q3 "老三家" 的产险COR分别为中国人保97.9% (同比+1.7pt) < 中国太保98.7% (同比+1.0pt) < 中国平安99.3% (同比+1.6pt)，同比均出现明显恶化主要受多方面因素影响：(1) 车险客户出行需求恢复导致出险率增加，(2) 行业竞争加剧造成费用率抬头，(3) "杜苏芮"、"海葵"等台风暴雨灾害使得三季度车险及非车险赔付率均显著上升。其中，中国人保整体表现优于同业，主要受益于公司高度重视品质管控、不断优化业务结构，精细化管理成效显现。

图17：上市险企23Q1-3综合成本率均同比提升



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

图18：23H1出行恢复+灾情抬升下，各险企赔付率上升



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/468065123047006023>