

中国人民保险集团(01339)

被显著低估的保险金融集团

投资要点:

中国人民保险集团持续推进卓越战略,注重高质量发展。在严监管背景下,财险和健康险的领先优势有望继续夯实,寿险的相对劣势有望不断缩小。当前,我们认为公司估值被显著低估,后续股价修复空间较大。

➤ 中国人保:以财险为核心的保险金融集团

中国人保成立于1949年,是新中国第一家全国性保险公司。财政部持有公司60.84%的股份,是公司的控股股东。公司的先发优势和股东优势显著。经过七十多年的发展,公司现已成为一家综合性的保险金融集团,业务范围覆盖财产险、人身险、再保险、资产管理、保险科技等多个领域。其中财险业务是公司主要的盈利来源,2023H1人保财险的利润贡献比重为72.9%。

➤ 财险业务:人保财险盈利能力优异,严监管下优势有望扩大

人保财险盈利能力优于同业。2011-2022年,人保财险平均COR为97.3%,优于财险行业(99.0%)1.7PCT。当前,人保财险的主要经营思路是“推动承保盈利水平持续改善”。2023年,人保财险的车险和非车险COR有望控制在97%和100%以内。非车险实现近年来首次承保盈利。展望后续,监管趋严并推动费用率改善,公司践行“保险+风险减量服务+科技”模式推动赔付率优化,财险承保端的盈利能力有望持续提升、优势有望持续扩大。

➤ 人身险业务:人保寿险竞争劣势缩小,人保健康盈利能力突出

人身险业务的盈利能力持续提升。1)寿险业务:行业渠道和业务结构正在转型,人保寿险相对头部同业的竞争劣势显著缩小。2023H1人保寿险的NBV Margin为5.7%,与新华保险的差距缩小至1.1PCT(2018年差距为37.4PCT)。后续监管将继续引导行业降低负债成本,人保寿险的成本率有望持续下降。2)健康险业务:人保健康积极携手蚂蚁保布局互联网业务,抢占市场先机。随着公司持续优化产品和渠道结构,其盈利能力不断提升。2023H1人保健康实现净利润27亿,对集团的贡献比重提升至9.8%(2011年为-6.1%)。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预测,公司2023-2025年营业收入分别为6556/6946/7356亿元,同比+6.5%/+6.0%/+5.9%,CAGR为6.1%;归母净利润分别为219/274/306亿元,同比-10.6%/+25.2%/+11.7%,CAGR为7.7%;BVPS为7.46/8.16/8.88元。我们认为,公司盈利能力有望持续提升,看好公司长期投资价值,给予公司2024年合理估值为1601亿元,对应目标价3.99港元,目标PB 0.44倍。首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示:自然灾害超预期;市场竞争加剧;人身险业务转型不及预期;资本市场大幅波动。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	594,606	615,732	655,558	694,616	735,554
同比增长	2.2%	3.6%	6.5%	6.0%	5.9%
营业利润(百万元)	35,589	41,140	36,202	45,314	50,615
同比增长	12.6%	15.6%	-12.0%	25.2%	11.7%
归母净利润(百万元)	21,476	24,477	21,878	27,384	30,588
同比增长	7.2%	14.0%	-10.6%	25.2%	11.7%
每股收益	0.49	0.55	0.49	0.62	0.69
PE	4.86	4.26	4.77	3.81	3.41
每股净资产	6.71	6.81	7.46	8.16	8.88
PB	0.35	0.35	0.32	0.29	0.27

数据来源:公司公告, iFind, 国联证券研究所预测; 股价为2024年03月14日收盘价

行业: 非银金融/保险 II
 投资评级: 买入(首次)
 当前价格: 2.60 港元
 目标价格: 3.99 港元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	44,223.99/44,223.99
流通市值(百万港元)	114,982.38
每股净资产(元)	6.28
资产负债率(%)	77.22
一年内最高/最低(港元)	3.36/2.24

股价相对走势



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: zhulif@glsc.com.cn

相关报告

投资聚焦

核心逻辑

1) **财险业务优势凸显，为公司稳定贡献利润。**人保财险的保费规模行业排名第一、承保盈利能力优异。在外部监管趋严、内部注重优化业务质量下，人保财险的承保盈利有望延续向好。2) **寿险业务相对头部同业的差距不断缩小，负债成本有望实现压降。**人保寿险的银保 NBV 占比高于其他上市同业。银保渠道执行“报行合一”后，银保价值率将显著改善。人保寿险价值率改善的空间较大。后续监管将继续引导行业降低负债成本，人保寿险的成本率有望下降、盈利压力有望缓解。3) **健康险业务盈利能力持续提升。**人保健康积极布局互联网业务，先发优势明显。随着互联网健康险市场规模扩大、公司持续优化产品和渠道结构，人保健康的盈利水平有望持续向好。

不同于市场的观点

市场认为，中国人保的寿险及健康险业务质量较差，会拖累公司估值水平。我们认为，人保寿险相对头部同业的竞争劣势不断缩小，人保健康的盈利能力较强，公司人身险业务的质量好于市场预期。当前，我们认为中国人民保险集团估值被显著低估，后续向上修复空间较大。

核心假设

我们假设 2023-2025 年：

1. 财险保费增速分别为 6.3%、6.0%、5.9%。
2. 财险综合成本率分别为 98.2%、97.8%、97.7%。
3. 人身险新业务价值增速分别为 35.0%、8.6%、6.6%。
4. 总投资收益率分别为 3.9%、4.0%、4.0%。

盈利预测、估值与评级

我们预测，公司 2023-2025 年营业收入分别为 6556/6946/7356 亿元，同比 +6.5%/+6.0%/+5.9%，CAGR 为 6.1%；归母净利润分别为 219/274/306 亿元，同比 -10.6%/+25.2%/+11.7%，CAGR 为 7.7%；BVPS 为 7.46/8.16/8.88 元。给予公司 2024 年合理估值为 1601 亿元，对应目标价 3.99 港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

投资看点

- **短期看**公司 2023 年业绩有望好于预期。
- **中期看**财险行业和人身险行业监管趋严下的盈利能力改善。
- **长期看**中国经济增长推动公司发展以及公司转型升级。

正文目录

1. 中国人保：追求卓越的保险金融集团	5
1.1 发展历史悠久，股东背景突出	5
1.2 战略持续升级，效益得以提升	6
1.3 业务结构多元，财险优势凸显	7
2. 财险业务：龙头地位稳固	8
2.1 人保财险的保费规模位居行业第一	8
2.2 人保财险的承保盈利能力行业领先	9
2.3 内外部环境改善推动财险持续向好	12
3. 寿险业务：与同业差距有望缩小	13
3.1 前期发展基础薄弱导致公司存量负债成本偏高	13
3.2 行业渠道和业务转型下公司竞争劣势不断缩小	15
3.3 严监管下人保寿险的负债成本率有望持续压降	17
4. 健康险业务：利润贡献比重不断提升	18
4.1 保费规模位列行业第一，盈利能力突出	18
4.2 互联网业务布局领先，健康服务有效赋能	21
4.3 互联网健康险方兴未艾，人保健康优势突出	23
5. 资产管理：投资风格稳健、收益率稳定性更强	24
5.1 资产配置结构稳定，以固收类为主	24
5.2 风险偏好较低，投资收益率更稳健	25
6. 盈利预测、估值与投资建议	25
6.1 盈利预测	25
6.2 估值与投资建议	26
7. 风险提示	27

图表目录

图表 1：中国人保的历史沿革	5
图表 2：中国人保的股东结构（截至 2023Q3）	5
图表 3：中国人保的历任董事长及其提出的战略	6
图表 4：中国人保的主要控股子公司（2023H1）	7
图表 5：中国人保的保费结构	7
图表 6：中国人保的净利润结构	7
图表 7：中国人保的 ROE 情况	8
图表 8：人保财险的总保费收入持续增长	8
图表 9：人保财险的保费市占率	8
图表 10：人保财险的保费结构	9
图表 11：2023 年人保财险的细分险种结构	9
图表 12：人保财险和同业的综合成本率对比	10
图表 13：人保财险和同业的综合赔付率对比	10
图表 14：人保财险和同业的综合费用率对比	10
图表 15：人保财险的直销渠道占比高于平安财险	11
图表 16：人保财险和同业的车险综合成本率对比	11
图表 17：人保财险和同业的非车险综合成本率对比	11
图表 18：人保财险和同业的车险赔付率对比	11
图表 19：人保财险和同业的车险费用率对比	11
图表 20：人保财险和同业的非车险赔付率对比	12
图表 21：人保财险和同业的非车险费用率对比	12

图表 22:	人保财险的归母净利润情况	12
图表 23:	人保财险的 ROE 情况	12
图表 24:	人保财险的竞争力分析	13
图表 25:	人保寿险成立较晚	14
图表 26:	人保寿险的保费市占率较低	14
图表 27:	人保寿险的打平收益率高于其他上市同业	14
图表 28:	人保寿险保费的产品结构	15
图表 29:	人保寿险保费的渠道结构	15
图表 30:	人保寿险的新业务价值情况	15
图表 31:	人保寿险的内含价值情况	15
图表 32:	各公司 2023E NBV 较历史高点 2019 年的比重	16
图表 33:	人保寿险的 NBV Margin 与同业差距缩小	16
图表 34:	人保寿险长险首年保费的渠道结构	16
图表 35:	人保寿险长险首年保费的缴费结构	16
图表 36:	人保寿险的净利润情况	17
图表 37:	人保寿险的 ROE 情况	17
图表 38:	人保寿险的综合偿付能力充足率	17
图表 39:	人保寿险的核心偿付能力充足率	17
图表 40:	监管持续引导寿险公司降低负债成本	18
图表 41:	各寿险公司的银保 NBV 占比	18
图表 42:	人保健康的保费规模整体持续增长	18
图表 43:	人保健康的保费市占率稳居行业第一	18
图表 44:	2016 年以来人保健康的新业务价值持续增长	19
图表 45:	人保健康的新业务价值率有所企稳	19
图表 46:	人保健康保费的产品结构	19
图表 47:	人保健康保费的渠道结构	19
图表 48:	人保健康的盈利能力持续改善	20
图表 49:	人保健康对集团的利润贡献比重持续提升	20
图表 50:	人保健康的 ROE 情况	20
图表 51:	人保健康的核心偿付能力充足率	21
图表 52:	人保健康的综合偿付能力充足率	21
图表 53:	人保健康的互联网保费规模	21
图表 54:	人保健康的互联网保费市占率 (2023H1)	21
图表 55:	人保健康的“好医保”系列产品	22
图表 56:	人保健康累计客户数	22
图表 57:	人保健康的健康管理服务全流程	22
图表 58:	人保健康的“保险+健康服务+科技”新商业模式	23
图表 59:	互联网健康险的保费规模	24
图表 60:	互联网健康险的占比持续提升	24
图表 61:	中国人保的资产配置结构	24
图表 62:	中国人保及同业的总投资收益率对比	25
图表 63:	中国人保及同业的净投资收益率对比	25
图表 64:	核心指标预测	26
图表 65:	中国人保的盈利预测结果 (百万元)	26
图表 66:	中国人保的估值空间	27

1. 中国人保：追求卓越的保险金融集团

1.1 发展历史悠久，股东背景突出

中国人民保险集团(下文简称为“中国人保”)是新中国第一家全国性保险公司，经过70多年发展已成长为一家综合性保险金融集团。中国人保成立于1949年10月，是新中国保险事业的开拓者与奠基人。经过七十多年的发展，中国人保现已成为一家综合性的保险金融集团，业务范围覆盖财产险、人身险、再保险、资产管理、保险科技等领域。

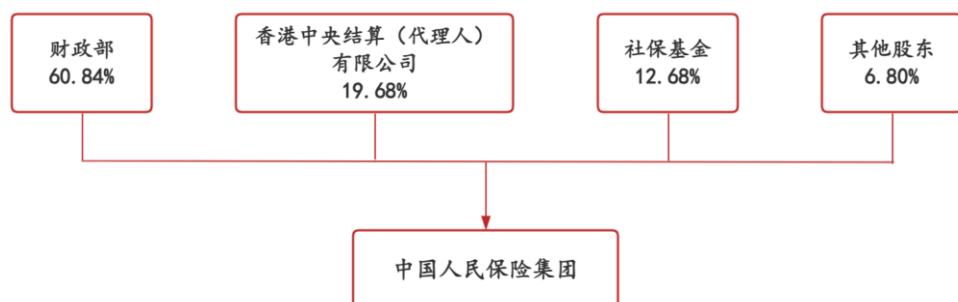
图表1：中国人保的历史沿革

时间	历史事件
1949年	中国人民保险公司成立。
1996年	中国人民保险公司改组为中国人民保险(集团)公司，下设中保财险、中保寿险、中保再保险3家子公司。
1998年	中国人民保险(集团)公司撤销，3家子公司变为一级法人。其中中保财险继承中国人民保险公司品牌，沿用中国人民保险公司名称。
2003年	公司名称变更为中国人保控股公司，并发起设立人保财险、人保资产。同时人保财险在港交所上市。
2005年	公司相继设立人保健康、人保寿险，恢复人身险业务。
2007年	中国人保控股公司复名为中国人民保险集团公司。
2009年	中国人民保险集团公司进行整体改制，由财政部独家发起设立中国人民保险集团股份有限公司。
2012年	中国人保在港交所上市。
2016年	公司设立人保金服，布局互联网金融领域。
2017年	公司相继设立人保再保险、人保养老，开展再保险和养老业务。
2018年	中国人保在A股上市 ，成为国内第五家A+H股两地上市的金融保险企业。

资料来源：公司官网，公司招股说明书，国联证券研究所

中国人保背靠财政部，股东背景强大。截至2023年三季度末，财政部持有公司60.84%的股份，是公司的控股股东。社保基金持有公司12.68%的股份，是公司的第二大股东。公司凭借股东优势可以承保更多具有排他性的政策性保险。

图表2：中国人保的股东结构（截至2023Q3）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.2 战略持续升级，效益得以提升

中国人保历任董事长提出的战略助推公司不断实现高质量发展。2009年9月公司股改后，吴焰担任公司董事长。吴焰在任期间，公司的工作主基调为“保持稳健增长，注重价值创造”。2010-2017年，公司的原保险保费收入、归母净利润的年复合增速分别为11%、22%。

2018年1月起，缪建民担任公司董事长。在任期间，缪建民推动实施集团向高质量发展转型的“3411工程”。其中针对人保财险，公司提出“坚持降本增效、优化业务结构、扩增规模优势”。2018-2020H1，人保财险的非车保费占比由33.4%提升至46.8%，市占率由33%提升至34%。针对人保寿险，公司提出推动三个转变，即从外延向集约转变、从规模驱动向价值驱动转变、从银保业务为主向个险业务为主转变。2018、2019及2020H1，人保寿险的NBV增速分别为+8.3%、+18.9%、+19.3%，其价值创造能力显著提升。同时个险贡献比重有所提升，个险保费占比由2018年的25%提升至2020H1的53%。针对人保健康，公司提出坚持“专业、精干、高效、扁平”。

2020年12月起，罗熹担任公司董事长。罗熹在任期间，公司确立了“卓越保险战略”。在“卓越保险战略”的推动下，公司规模稳步增长、盈利持续改善。2020-2022年，公司的原保险保费收入、归母净利润的年复合增速分别为5%、11%。人保财险的COR也由2020年的98.9%改善至2022年的97.6%，财险主业的盈利能力明显提升。

2023年6月起，王廷科担任公司董事长。王廷科上任以来，公司保持战略定力，务实推进“卓越战略”，持续推进“八项战略服务”。同时公司推动人保财险践行“保险+风险减量服务+科技”新商业模式。后续在既定战略和新商业模式的推动下，公司的经营效益有望继续改善。

图表3：中国人保的历任董事长及其提出的战略

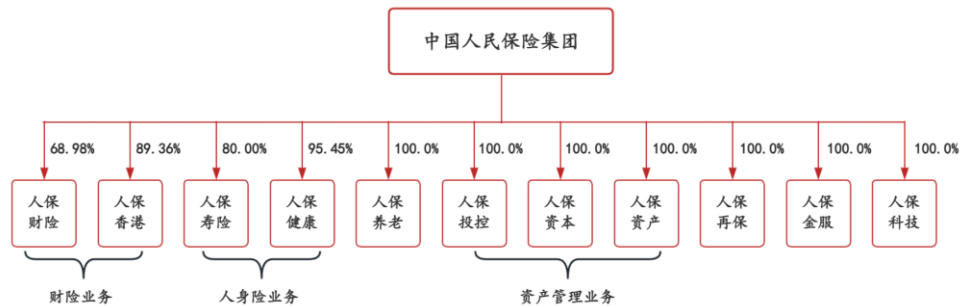
董事长	任职期间	提出的战略/工作主基调	具体内容
吴焰	2009.09-2017.12	保持稳健增长、注重价值创造	保持业务适度增长的同时，持续提升价值创造能力，努力实现盈利增长快于业务增长。
缪建民	2018.01-2020.07	3411工程	“3”指推动人保财险、人保寿险、人保健康3家子公司转型。 “4”指推进实施创新驱动发展战略、数字化战略、一体化战略和国际化战略等4大战略。 “1”指打好1场中心城市攻坚战和县域市场保卫战。 “1”指守住1条不发生系统性风险的底线。
罗熹	2020.12-2023.03	卓越保险战略	卓越保险战略的核心内容是“1+7”战略框架。 “1”指1个战略愿景，即建设具有卓越风险管理能力的全球一流金融保险集团。 “7”指7项战略举措，即始终保持人民保险的发展理念、履行服务国家战略的历史责任、提升财险创新驱动的市场优势、打造全面风险管理的服务平台、健全市场化运作的管理体制、建立数字化支撑的发展基础、提高现代国有企业的治理能力。
王廷科	2023.06至今	坚持“卓越战略”，推进“八项战略服务”。人保财险践行“保险+风险减量服务+科技”新商业模式。	八项战略服务指服务现代化产业体系建设、服务乡村振兴、服务科技自立自强、服务增进民生福祉、服务绿色发展、服务安全发展、服务区域发展、服务“一带一路”。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.3 业务结构多元，财险优势凸显

中国人保核心业务板块为财险业务，同时积极布局人身险、资产管理等业务。中国人保的业务主要由四个经营分部构成：1) 财险业务：包括人保财险和人保香港。2) 人身险业务：包括人保寿险和人保健康。3) 资产管理业务：主要包括人保投控、人保资本、人保资产。4) 其他业务：包括人保养老、人保科技、人保再保、人保金服。

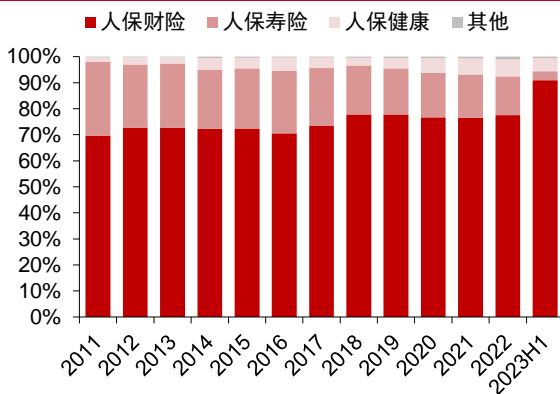
图表4：中国人保的主要控股子公司（2023H1）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

财险业务是公司主要的盈利来源，人身险业务的利润贡献有所提升。从收入来看，2023H1 公司实现保险服务收入 2468.84 亿元，其中人保财险、人保寿险、人保健康的贡献比重分别为 90.9%、3.5%、5.1%。从利润来看，2023H1 公司实现净利润 277.8 亿元，其中人保财险、人保寿险、人保健康的贡献比重分别为 72.9%、12.3%、9.8%。人保财险持续为公司贡献稳定且最重要的收入和利润，人保寿险和人保健康对利润的贡献整体有所提升。

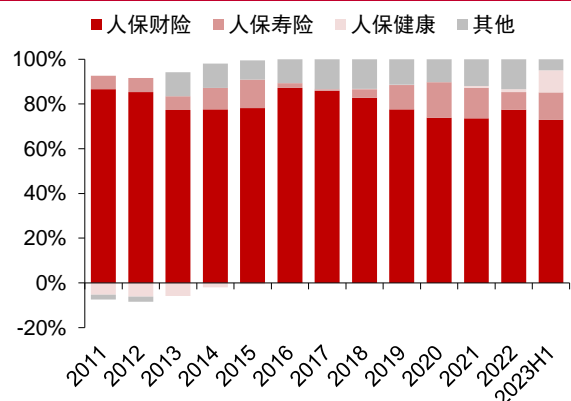
图表5：中国人保的保费结构



资料来源：公司公告，国联证券研究所

备注：2023H1 的口径为保险服务收入，其余年份均为原保险保费收入。

图表6：中国人保的净利润结构

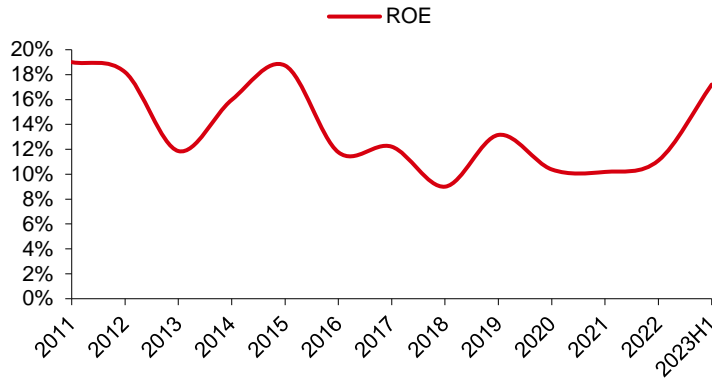


资料来源：公司公告，国联证券研究所

备注：人保财险的利润数据口径为中国财险（2328.HK）年报，人保寿险和人保健康的利润口径为中国人民保险集团（1339.HK）年报。

从 ROE 来看，中国人保的 ROE 整体在 10% 以上。2012-2022 年，中国人保的 ROE 常年维持在 10% 以上，近 11 年均值为 13.0%。2023H1 公司的年化 ROE 为 17.2%，盈利能力有所提升。

图表7：中国人保的 ROE 情况



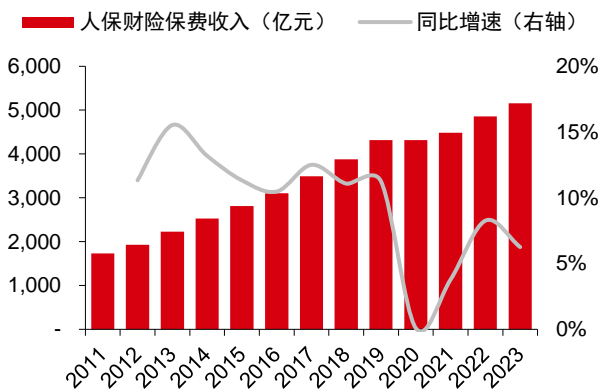
资料来源：公司公告，国联证券研究所
备注：2023H1 的为年化 ROE。

2. 财险业务：龙头地位稳固

2.1 人保财险的保费规模位居行业第一

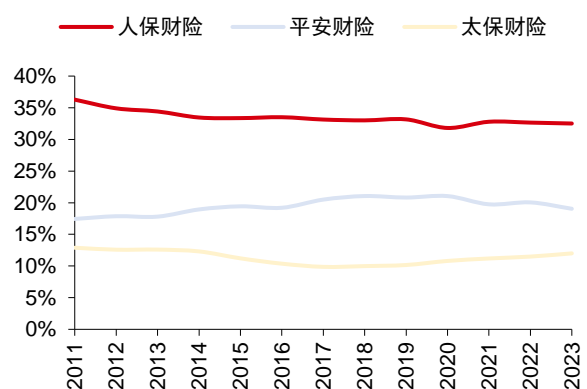
人保财险的保费规模持续增长，市场份额稳居第一。2011-2023 年，人保财险的保费收入由 1734 亿元增长至 5158 亿元，年复合增速达 9.5%。近年来财险保费增速有所放缓，主要系新车销量放缓、车险综改带动车均保费下降。从市场份额来看，人保财险的保费市场份额常年稳定在 1/3 左右。2023 年人保财险的保费市场份额为 32.5%，超过平安财险（19.0%）和太保财险（12.0%）之和。

图表8：人保财险的总保费收入持续增长



资料来源：公司公告，国联证券研究所
备注：保费数据口径为月度保费收入公告。

图表9：人保财险的保费市占率



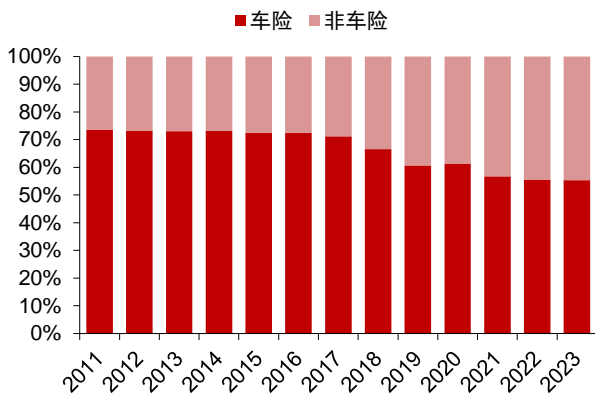
资料来源：国家金融监管总局，Wind，国联证券研究所
备注：市占率的计算公式为各公司的保费收入除以财险行业的保费收入。

从保费结构来看，车险占比有所下滑，非车险占比持续提升，人保财险的保费结构日趋均衡。2011-2023 年，人保财险的车险保费占比由 73.6% 下滑至 55.4%，非车险保费占比由 26.4% 提升至 44.6%，主要系：1) 新车销量放缓带动车险保费增速趋缓。2012-2017 年，我国汽车销量、人保财险车险保费的年复合增速分别为 7.7%、11.7%。2018-2023 年，我国汽车销量、人保财险车险保费的年复合增速分别为 1.4%、

2.0%。2) 经济增长带动非车险持续发展, 2011-2023 年人保财险非车险保费的年复合增速为 14.4%, 快于车险的 6.9%。人保财险的车险和非车险占比趋于均衡, 有望在不同的周期下形成业务互补。

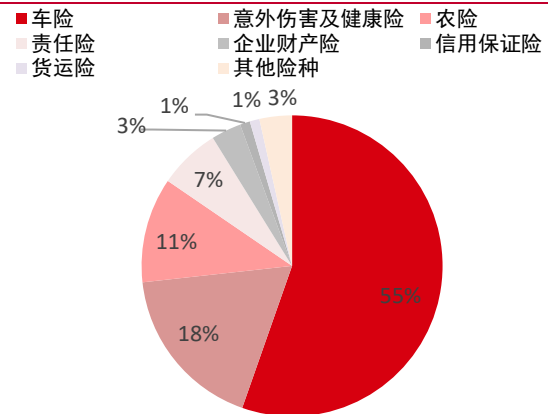
从非车险的细分结构来看, 人保财险的非车险可按支付方划分为三类: 1) 政府类业务: 主要包括农险、大病保险等。政府类业务的发展主要依靠财政补贴, 公司凭借股东优势能够承保更多项目。2) 法人业务: 主要包括责任险、企业财产险、信用保证险。法人业务的发展与经济增速有较强的相关性, 后续随着经济稳步向好及政策支持力度加大, 公司的法人业务规模有望继续增长。3) 个人非车业务: 主要包括家庭财产保险、个人健康险。个人非车业务的发展仍处于起步阶段, 后续发展空间广阔。

图表10: 人保财险的保费结构



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所
备注: 2011-2022 年的数据口径为中国财险 (2328.HK) 年报, 2023 年为月度保费收入公告。

图表11: 2023 年人保财险的细分险种结构

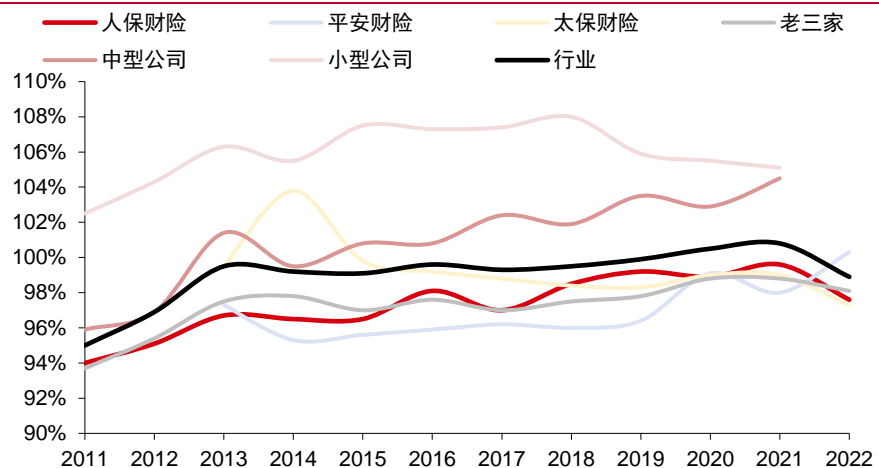


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

2.2 人保财险的承保盈利能力行业领先

人保财险的承保盈利能力处于行业领先水平。2011-2022 年, 人保财险的平均综合成本率为 97.3%, 优于财险行业 (99.0%) 1.7PCT, 公司财险业务的承保盈利能力突出。与主要竞争对手相比, 人保财险的承保盈利水平也具备明显优势, 与中小型财险公司相比, 人保财险的领先优势明显。

图表12：人保财险和同业的综合成本率对比

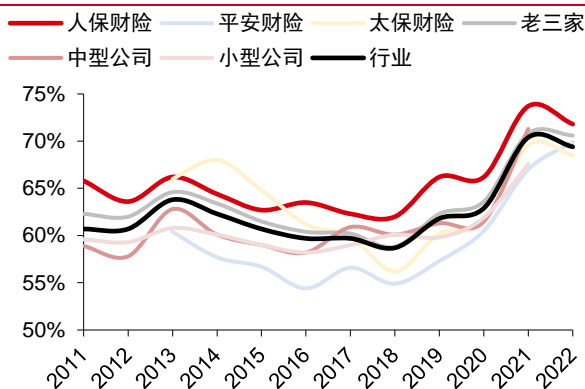


资料来源：公司公告，“13个精算师”公众号，国联证券研究所

备注：1) 综合成本率 (COR) 是衡量公司承保盈利能力的指标，综合成本率越低表示承保盈利能力越强。2) 财险老三家指人保财险、平安财险、太保财险，下同。3) 人保财险的数据口径为中国财险 (2328.HK) 年报。

从综合成本率的结构来看，人保财险的赔付率相对较高、费用率相对较低，费用优势是支撑公司承保盈利领先的核心。对于赔付率，近年来人保财险及行业整体的赔付率有所抬升，主要系车险综改引导保险公司提高预期赔付率、降低附加费用率，保险公司的保费充足率有所下降。而人保财险的赔付率高于其他同业，主要系赔付率更高的政府类业务保费占比更高。

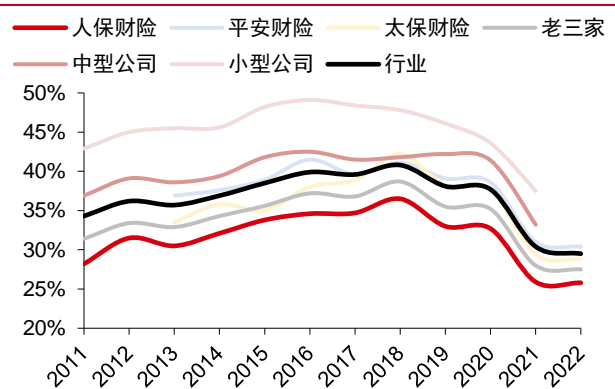
图表13：人保财险和同业的综合赔付率对比



资料来源：公司公告，“13个精算师”公众号，国联证券研究所

备注：人保财险的数据口径为中国财险 (2328.HK) 年报。

图表14：人保财险和同业的综合费用率对比

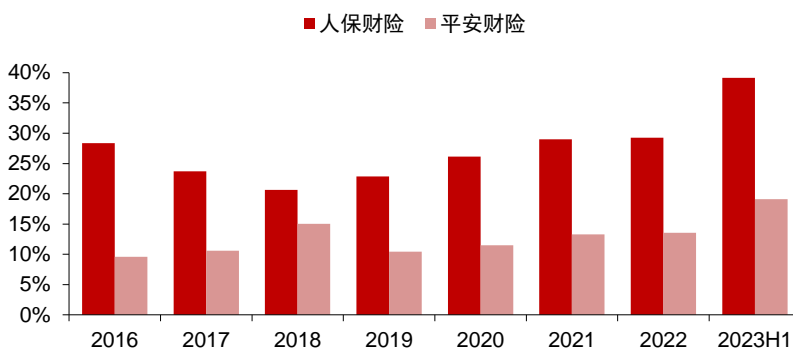


资料来源：公司公告，“13个精算师”公众号，国联证券研究所

备注：人保财险的数据口径为中国财险 (2328.HK) 年报。

对于费用率，人保财险的费用率显著优于其他同业，主要系：1) 人保财险的保费规模位居行业第一，庞大的业务体量有利于摊薄固定成本，同时大量的固定资产折旧后的成本较低。2) 人保财险的自有渠道占比更高，费用更加可控。2023H1 人保财险直销渠道的保费占比达 39.2%，高于平安财险的 19.1%。

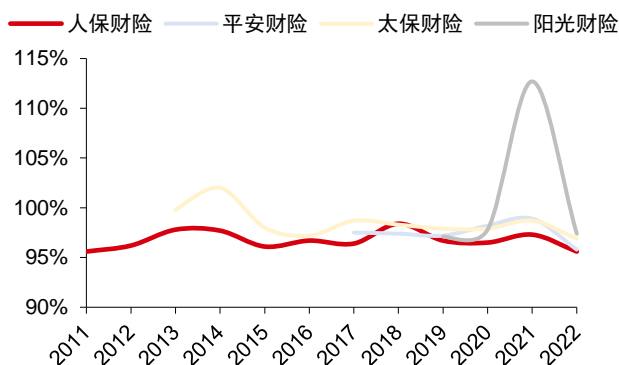
图表15：人保财险的直销渠道占比高于平安财险



资料来源：公司公告，国联证券研究所

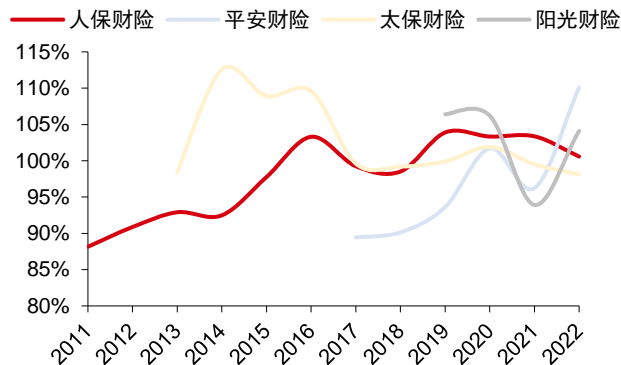
从细分险种来看，人保财险在车险业务上的承保盈利能力更强，在非车险业务上的承保盈利能力有待提升。

图表16：人保财险和同业的车险综合成本率对比



资料来源：公司公告，国联证券研究所
备注：人保财险的数据口径为中国财险（2328.HK）年报。

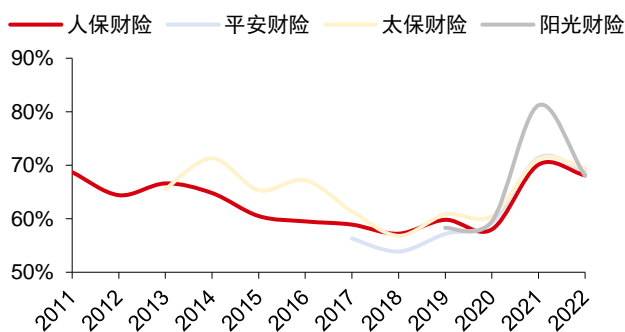
图表17：人保财险和同业的非车险综合成本率对比



资料来源：公司公告，国联证券研究所
备注：人保财险的数据口径为中国财险（2328.HK）年报。

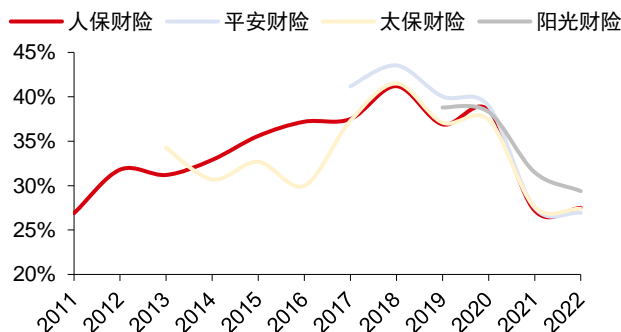
对于车险综合成本率，2011-2022 年人保财险的车险平均综合成本率为 96.8%，优于平安财险（过去 6 年平均为 97.5%）、太保财险（过去 10 年平均为 98.5%）、阳光财险（过去 4 年平均为 101.3%）等其他头部公司，主要系：1）规模优势及渠道优势推动公司车险费用率更低。2）公司持续优化车险业务结构，提高家自车保费占比，进而带动赔付率下降。2023H1 人保财险的家自车保费占比同比提升 0.5PCT 至 71.5%。

图表18：人保财险和同业的车险赔付率对比



资料来源：公司公告，国联证券研究所
备注：人保财险的数据口径为中国财险（2328.HK）年报。

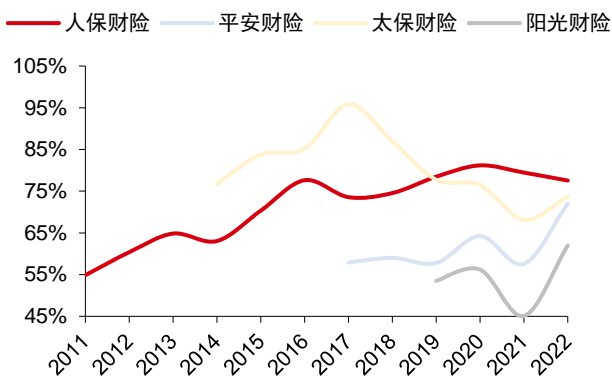
图表19：人保财险和同业的车险费用率对比



资料来源：公司公告，国联证券研究所
备注：人保财险的数据口径为中国财险（2328.HK）年报。

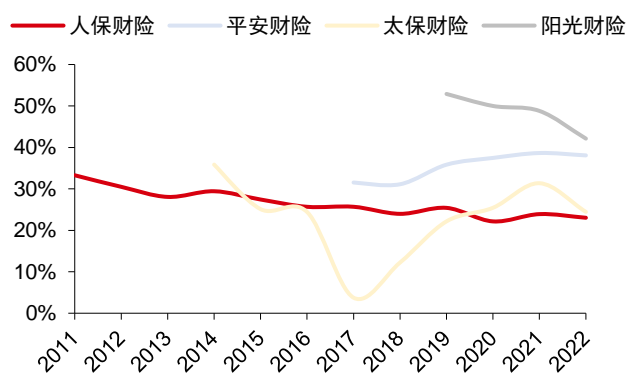
对于非车险综合成本率，2011-2022 年人保财险的非车险平均综合成本率为 97.9%，整体好于太保财险（过去 9 年平均为 102.8%）、阳光财险（过去 4 年平均为 102.7%），但略差于平安财险（过去 6 年平均为 96.9%），主要系公司非车险赔付率较高。近年来人保财险在拓展部分新险种时缺少历史经验和数据支撑，部分险种（信保业务、责任险、企财险）的承保亏损有所扩大。当前人保财险在持续优化承保流程、聚焦风险减量管理，后续非车险的承保盈利有望改善。

图表20：人保财险和同业的非车险赔付率对比



资料来源：公司公告，国联证券研究所
备注：人保财险的数据口径为中国财险（2328.HK）年报。

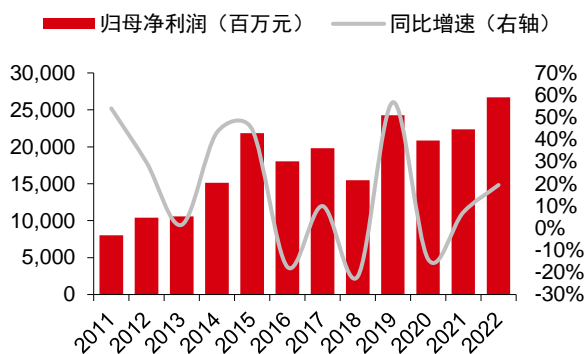
图表21：人保财险和同业的非车险费用率对比



资料来源：公司公告，国联证券研究所
备注：人保财险的数据口径为中国财险（2328.HK）年报。

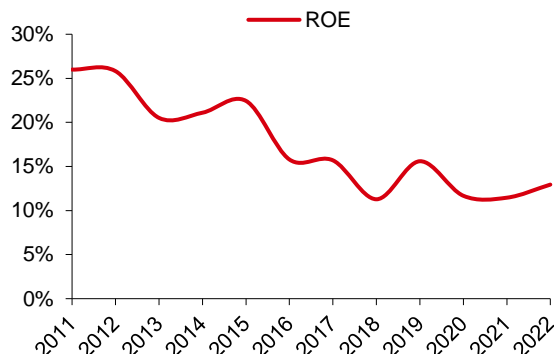
从整体盈利能力来看，人保财险的盈利能力始终保持在优异水平。2011-2022 年，人保财险的归母净利润整体持续增长，年复合增速达 12%。从 ROE 来看，2011-2022 年人保财险的平均 ROE 为 17.5%。从趋势上看，过去十年受投资杠杆和承保杠杆下降影响，公司 ROE 有所下滑。2020 年以来随着杠杆水平趋于稳定、承保利润率提升，公司 ROE 呈现企稳态势。

图表22：人保财险的归母净利润情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所
备注：人保财险的数据口径为中国财险（2328.HK）年报。

图表23：人保财险的 ROE 情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所
备注：人保财险的数据口径为中国财险（2328.HK）年报。

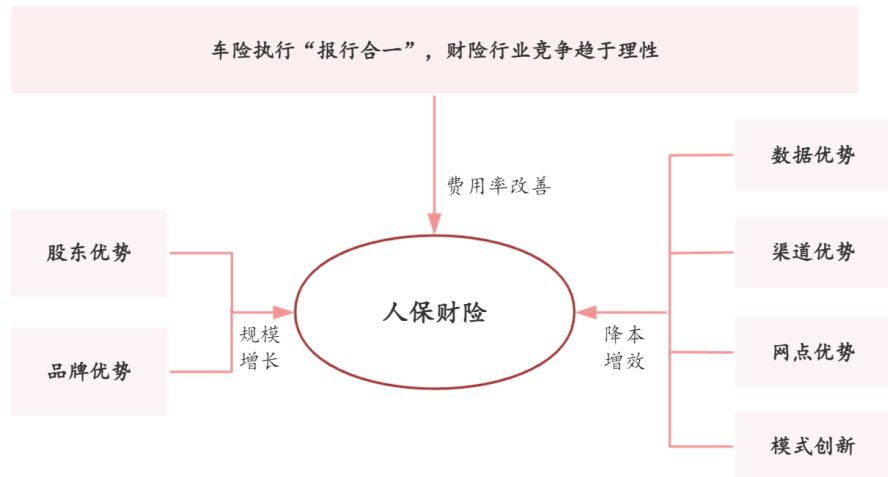
2.3 内外部环境改善推动财险持续向好

监管趋严有望推动财险行业竞争收敛，人保财险承保盈利有望继续改善。2023 年财险行业费用率抬升导致行业承保亏损扩大，监管适时发文规范车险竞争，要求各

财险公司严格执行车险费用“报行合一”。2024年在严监管背景下，车险的承保盈利有望改善，人保财险有望受益。

股东、品牌等优势有望支撑人保财险规模持续增长，数据、渠道、战略等优势有望助力人保财险承保盈利改善。2024年人保财险的经营思路预计仍是注重“量的稳健增长、质的持续改善”。对于规模，由于财险具备刚需属性，受外部因素冲击较小。2024年人保财险凭借股东优势、品牌优势等有望承接更多业务，保费规模有望实现稳健增长。对于承保利润，当前精细化管理能力是决定财险承保盈利的关键。人保财险凭借数据优势、渠道优势、网点优势、模式创新等有望实现降本增效，公司的承保盈利能力有望继续提升。

图表24：人保财险的竞争力分析



资料来源：国联证券研究所

3. 寿险业务：与同业差距有望缩小

3.1 前期发展基础薄弱导致公司存量负债成本偏高

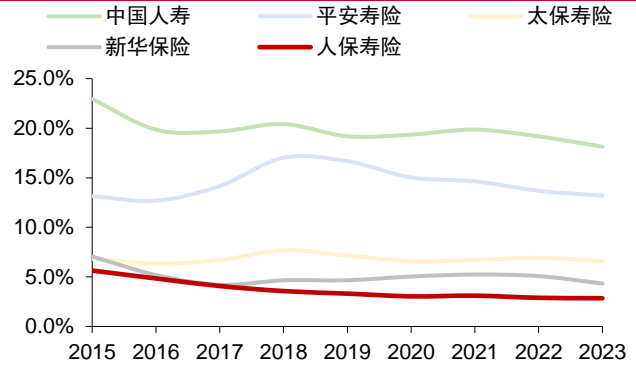
人保寿险起步较晚，业务基础相对薄弱。人保寿险成立于2005年，与其他头部寿险同业相比，公司起步较晚、业务规模较小。2023年人保寿险实现保费收入1006亿元，市占率为2.8%，在上市同业中处于较低水平。

图表25：人保寿险成立较晚

	成立时间	2023年保费规模(亿元)
人保寿险	2005年	1,006
中国人寿	1949年	6,415
平安寿险	2002年	4,665
太保寿险	2001年	2,331
新华保险	1996年	1,531

资料来源：公司官网，公司公告，国联证券研究所

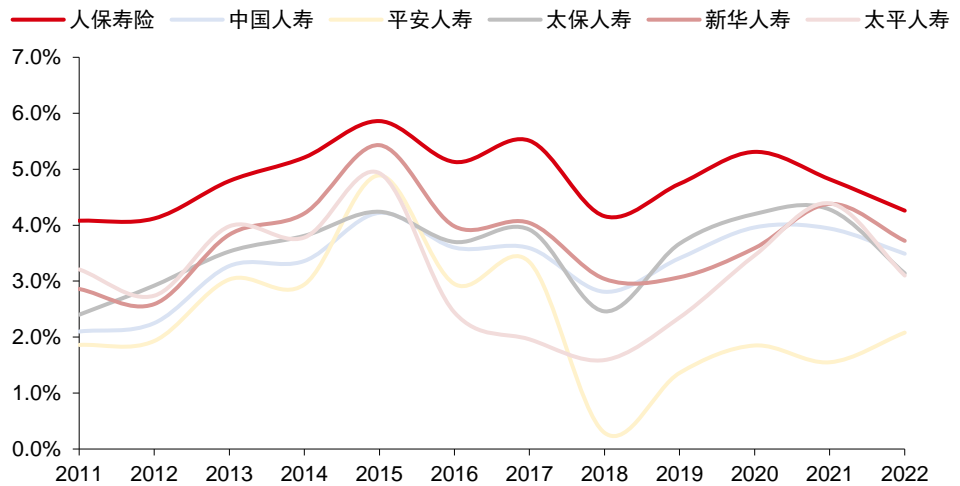
图表26：人保寿险的保费市占率较低



资料来源：国家金融监管总局，公司公告，国联证券研究所

人保寿险的负债成本率偏高，近年来与同业的差距不断缩小。2011-2022年，人保寿险的打平收益率均值为4.83%，处于上市同业中的最高水平，表明公司负债成本率偏高。从趋势来看，2021年以来人保寿险的打平收益率有所下降，与上市同业的差距也在不断缩小。2022年人保寿险的打平收益率为4.3%，同比下滑0.6PCT。

图表27：人保寿险的打平收益率高于其他上市同业

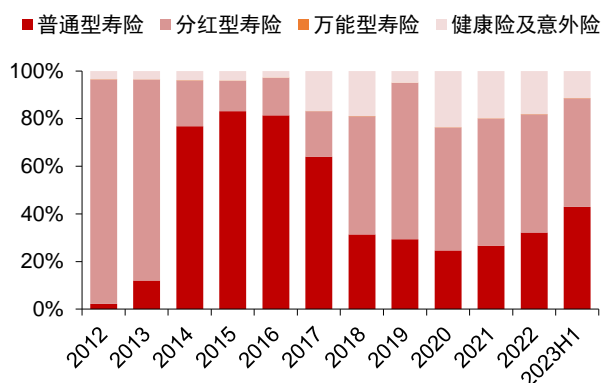


资料来源：“科普精算师”公众号，“13个精算师”公众号，国联证券研究所

备注：打平收益率为使得公司净利润为0时的投资收益率，打平收益率越低表明公司负债成本率越低。

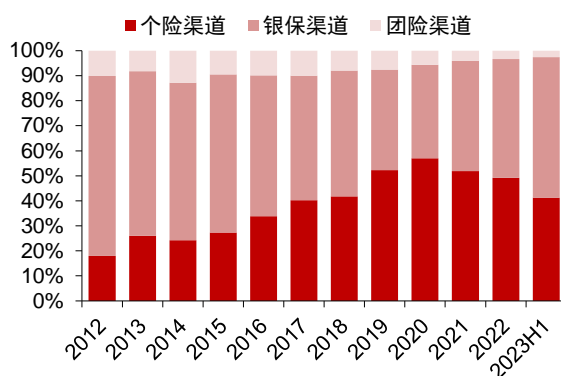
产品结构和渠道结构不佳是人保寿险成本率偏高的主因。从产品结构来看，价值率较低的分红型寿险在人保寿险的保费中占比偏高，而价值率较高的健康险的占比偏低，公司的负债成本因此偏高。从渠道结构来看，人保寿险银保渠道的保费占比常年在1/3以上。与个险渠道相比，以往银保渠道的费用率更高、价值率更低，进而导致公司的存量负债成本更高。

图表28：人保寿险保费的产品结构



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表29：人保寿险保费的渠道结构

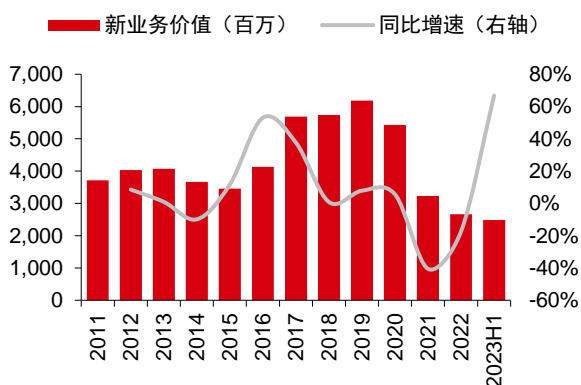


资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.2 行业渠道和业务转型下公司竞争劣势不断缩小

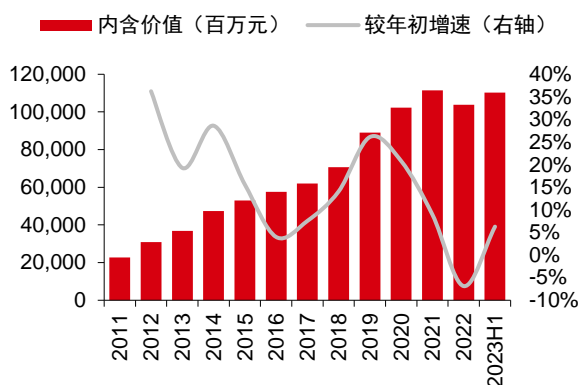
2023H1 人保寿险的 NBV 增速领先同业，EV 实现稳健增长。2023H1 人保寿险实现 NBV 24.9 亿元，同比增长 67%，增速显著高于平安寿险 (+33%)、太保寿险 (+32%)、中国人寿 (+20%)、新华保险 (+17%)，主要系人保寿险 NBV 基数较小，这也表明公司业务结构改善的空间较大。2023H1 人保寿险的 EV 为 1103 亿元，较年初增长 6.3%，EV 整体呈现稳健增长态势。

图表30：人保寿险的新业务价值情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所
备注：新业务价值及同比增速口径均为当年年报披露值。

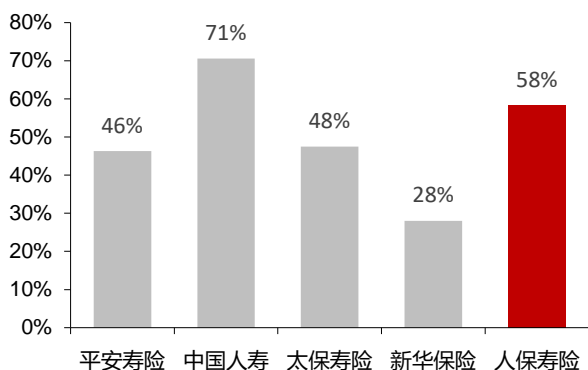
图表31：人保寿险的内含价值情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

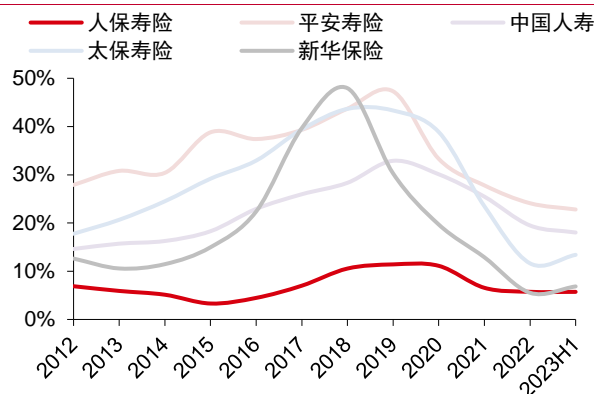
人保寿险的 NBV 韧性更强，NBV Margin 与同业差距缩小。在前三季度高增数据的支撑下，我们预计 2023 年全年人保寿险的 NBV 有望达 36 亿元，同比增长 35%。2023 年人保寿险的 NBV 有望恢复至历史高点 2019 年的 58%，处于同业领先水平。人保寿险的 NBV 更具韧性，主要系：2023 年银保渠道的价值贡献水平显著提升，公司的银保渠道占比更高，进而推动 NBV 取得较好表现。2023H1 人保寿险银保渠道的 NBV 为 10.52 亿元，同比+331%，占比同比提升 26PCT 至 42%。从价值率来看，2023H1 人保寿险的 NBV Margin 为 5.7%，同比提升 1.8PCT。近年来，受渠道转型和产品结构变化，同业的价值率不断下滑，人保寿险相对头部同业的差距持续缩小。

图表32：各公司 2023E NBV 较历史高点 2019 年的比重



资料来源：公司公告，国联证券研究所
备注：计算公式=2023E NBV/2019 NBV。

图表33：人保寿险的NBV Margin与同业差距缩小

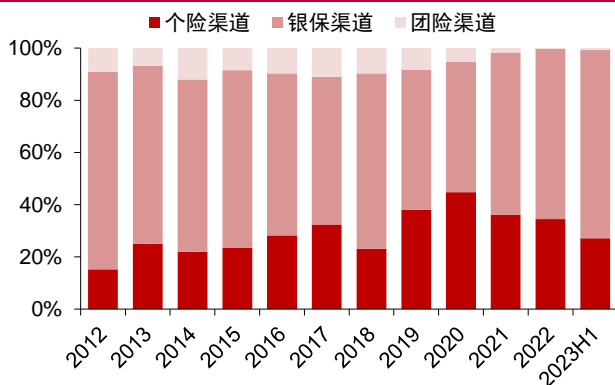


资料来源：公司公告，国联证券研究所

渠道和业务结构转型下，人保寿险的相对劣势有望不断缩小。从渠道结构来看，2023H1 人保寿险的银保渠道对长险首年保费的贡献比重为 72%，且常年处于 50% 以上。银保渠道是人保寿险最主要的新单贡献来源，主要系：成立之初，人保寿险主要通过银保渠道拓展业务，与银行建立了较为紧密的战略合作关系。近年来在个险渠道转型的背景下，各保险公司均在积极发力银保渠道、加强与银行的合作。人保寿险凭借与银行的长期合作关系，有更强的议价能力和渠道拓展能力。

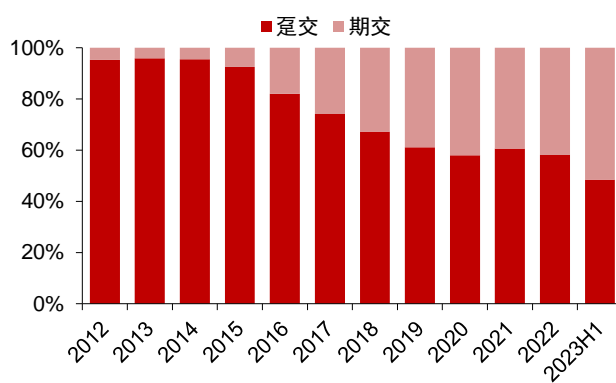
从业务结构来看，2023H1 人保寿险长险首年保费中的期交保费占比达 52%，同比提升 12PCT。近年来人保寿险持续优化业务结构，期交保费占比显著提升。随着价值率较高的期交业务占比不断提升，公司的价值创造能力有望持续提升。

图表34：人保寿险长险首年保费的渠道结构



资料来源：公司公告，国联证券研究所

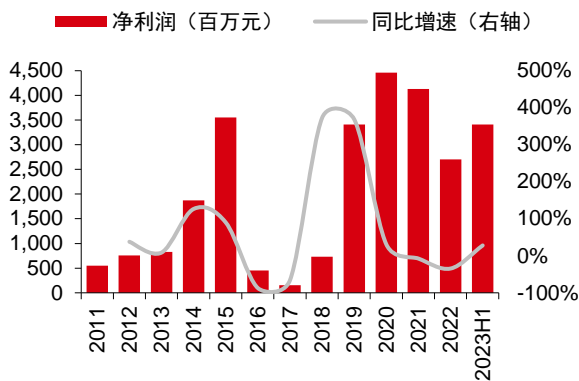
图表35：人保寿险长险首年保费的缴费结构



资料来源：公司公告，国联证券研究所

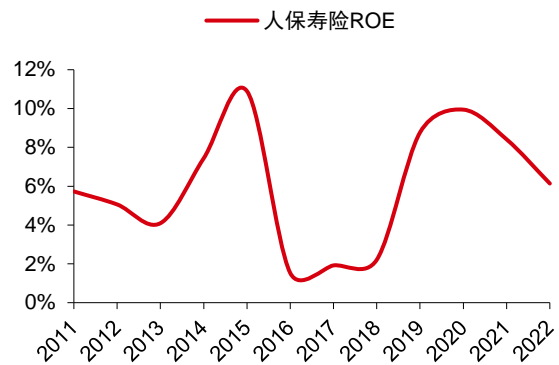
从盈利能力来看，人保寿险的盈利水平仍有提升空间。2011 年以来，人保寿险的净利润均为正，但稳定性较差。从 ROE 来看，2011-2022 年人保寿险的平均 ROE 为 6.0%，盈利能力后续有进一步提升的空间。

图表36：人保寿险的净利润情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

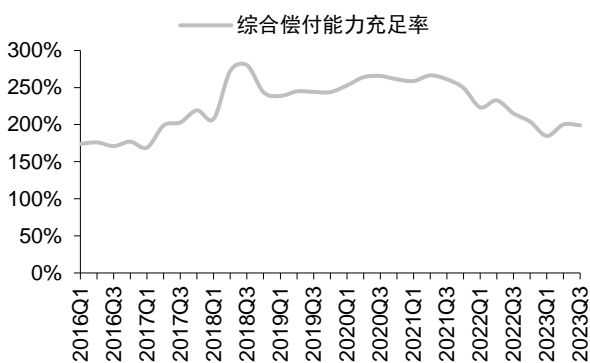
图表37：人保寿险的ROE情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

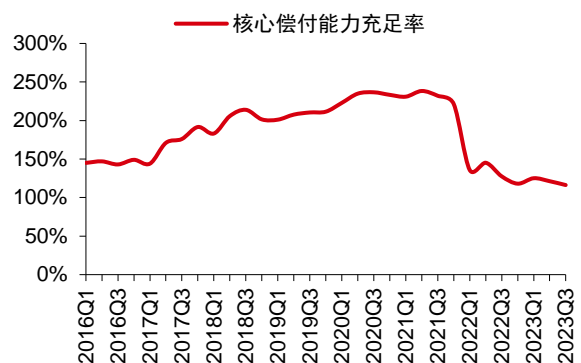
从偿付能力充足率来看，人保寿险偿付能力充足，不存在经营风险。2023 年三季度末，人保寿险的综合、核心偿付能力充足率分别为 199%、116%，显著高于监管要求的 100%、50%，资本较为充足。

图表38：人保寿险的综合偿付能力充足率



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表39：人保寿险的核心偿付能力充足率



资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.3 严监管下人保寿险的负债成本率有望持续压降

监管持续引导寿险公司下调负债成本，人保寿险的负债成本率有望继续压降。近年来，利率持续下行、权益市场震荡等因素影响保险公司投资收益率表现。为了防范利差损风险，2023 年以来，监管通过发文、窗口指导等方式引导寿险公司调降人身险产品预定利率、万能险结算利率，并要求银保渠道严格执行“报行合一”。预计在政策的引导下，寿险公司的负债成本率有望改善。

银保渠道严格执行“报行合一”，渠道价值率水平显著提升。2023 年 8 月，金融监管总局发文要求各保险公司银保渠道的佣金费用严格执行“报行合一”。在政策的推动下，银保渠道的佣金费用率较“报行合一”前下降了 30% 左右，价值率有望显著改善。从银保 NBV 占比来看，2023H1 人保寿险的银保 NBV 占比达 42%，显著高于其

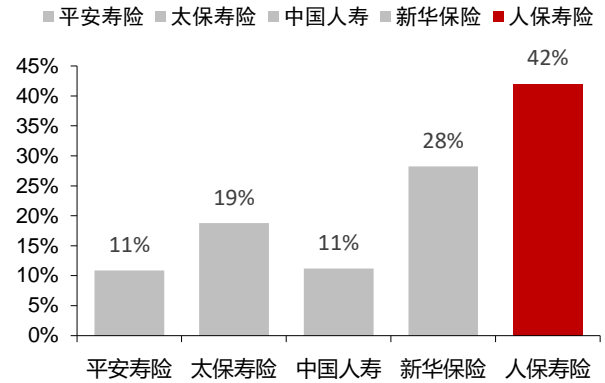
他寿险同业。在银保渠道价值率显著改善的背景下，人保寿险预计将更为受益。新业务价值率显著提升有望支撑人保寿险 NBV 继续增长，公司与同业的差距有望缩小。

图表40：监管持续引导寿险公司降低负债成本

监管方向	具体要求
调降人身险产品预定利率	2023年8月起，保险公司普通型产品的定价利率不高于3%、分红险产品的定价利率不高于2.5%、万能险产品的最低保证利率不高于2%。
银保渠道执行“报行合一”	银保渠道的佣金费用要求做到“报行合一”，即险企向银行支付的佣金等实际费用与备案材料一致。
调降万能险结算利率	2024年1月起，各家公司的万能险结算利率需压降至不超过4%；2024年6月应进一步压降至3.8%，部分规模较大以及风险处置机构需压降至不超过3.5%。

资料来源：国家金融监管总局，国联证券研究所

图表41：各寿险公司的银保 NBV 占比



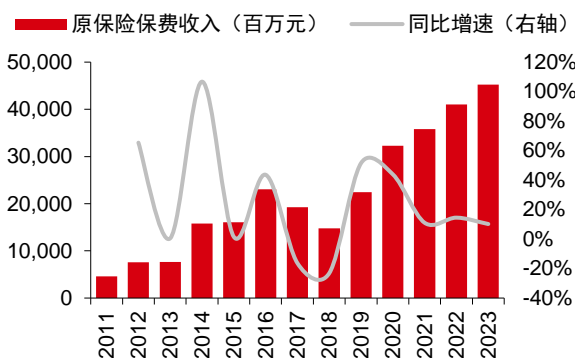
资料来源：公司公告，国联证券研究所

4. 健康险业务：利润贡献比重不断提升

4.1 保费规模位列行业第一，盈利能力突出

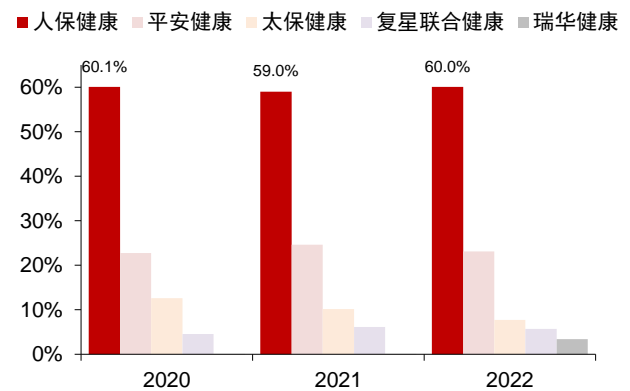
人保健康的保费规模多年实现稳健增长，市场份额稳居行业第一。2011-2023年，人保健康的保费规模由46亿元增长至452亿元，年复合增速达21%。健康险业务整体呈现健康向好的增长态势，主要系：1) 公司积极拓展互联网健康险业务，通过与蚂蚁保合作积累了大量客户。2) 健康险价格较低，受经济下行影响较小。从市场份额来看，人保健康的保费市场份额在专业健康险公司中稳居第一，领先优势明显。

图表42：人保健康的保费规模整体持续增长



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表43：人保健康的保费市占率稳居行业第一

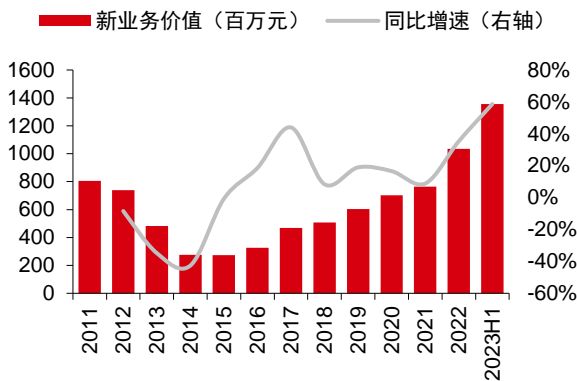


资料来源：联合资信、公司偿付能力报告，国联证券研究所
备注：计算市占率时仅统计了人保健康、平安健康、太保健康、复星联合健康、瑞华健康5家公司的数据，昆仑健康、和谐健康的数据披露不全，因此未统计。

近年来人保健康的 NBV 持续增长，价值率明显改善。2015 年以来，人保健康的 NBV 实现持续增长。2023H1 人保健康实现 NBV 13.55 亿元，同比高增 58.7%。人保健

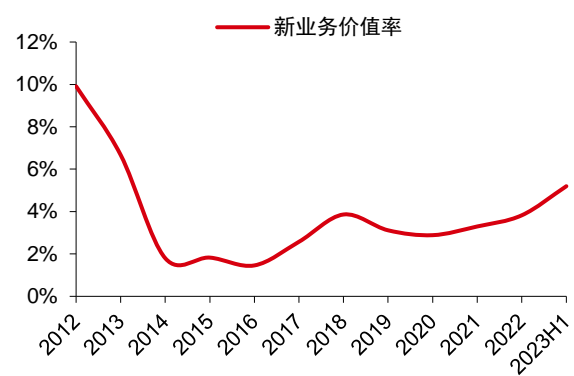
康的 NBV 持续增长主要得益于保费规模增长、产品结构和渠道结构不断优化。从价值率来看，2023H1 人保健康的 NBV Margin 为 5.2%，同比提升 1.5PCT。近年来人保健康的价值率水平稳中有升。

图表44：2016年以来人保健康的新业务价值持续增长



资料来源：公司公告，国联证券研究所

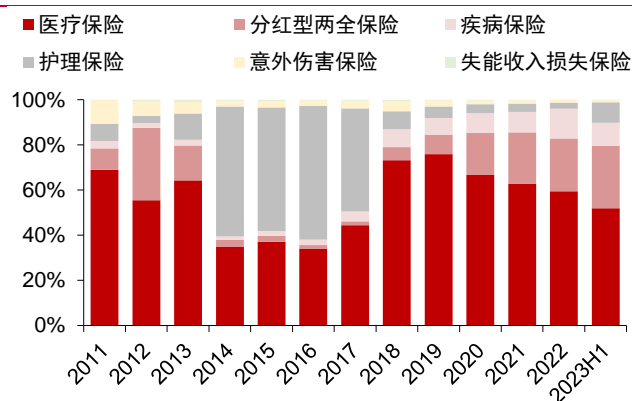
图表45：人保健康的新业务价值率有所企稳



资料来源：公司公告，国联证券研究所

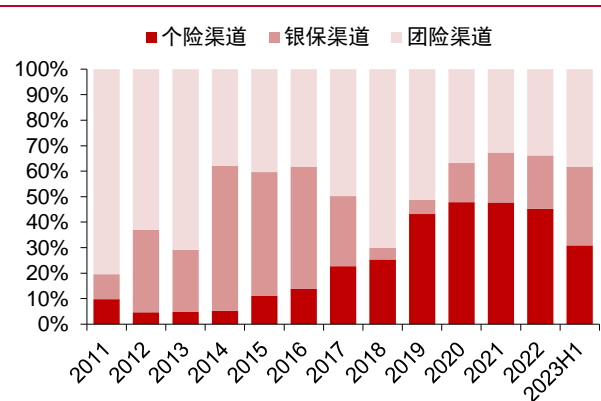
人保健康积极优化产品结构，医疗险占比较高。近年来人保健康通过积极服务多层次医疗保障体系建设、发展重疾险业务、拓展政策性和商业性护理险业务、提升意外险业务质量，实现了有效的产品创新。2023H1 人保健康的医疗险、分红型两全险、疾病险、护理险、意外伤害险、失能收入损失险的保费占比分别为 55.6%、28.1%、12.9%、2.3%、0.9%、0.1%，医疗险是公司主要的保费来源。人保健康的医疗险发展较好，主要系：人保健康携手蚂蚁保布局互联网业务，推出了保额较高、覆盖较广的“好医保·长期医疗”保险，顺应了消费线上化，把握住了互联网医疗险发展的机遇。

图表46：人保健康保费的产品结构



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表47：人保健康保费的渠道结构



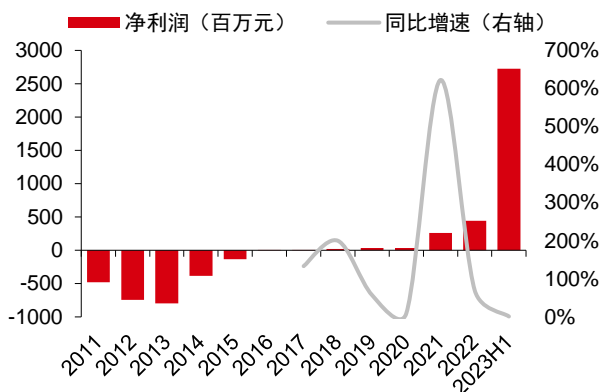
资料来源：公司公告，国联证券研究所

人保健康聚焦价值增长，个险渠道占比明显提升。分渠道来看，在个险渠道方面，人保健康坚持专业化发展路线、聚焦高价值业务。2011-2022 年，人保健康个险渠道（含互联网业务）的保费占比由 10%提升至 45%，后续随着个险渠道贡献持续提升，人保健康的 NBV 有望保持较好增长态势。在银保渠道方面，人保健康持续强化与银行的合作、大力发展新单期交业务。2023H1 人保健康银保渠道的长险首年保费中

的期交保费占比达 21.3%，同比提升 16PCT。在团险渠道方面，人保健康聚焦提升服务能力、拓展惠民保和长护险等创新业务，进而推进团险业务向高质量发展转型。

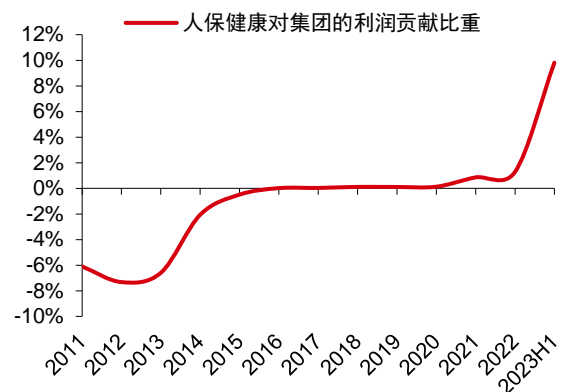
从盈利能力来看，人保健康的盈利持续改善，对集团的利润贡献比重显著提升。2016 年人保健康的净利润扭亏为盈，随后公司的净利润规模持续增长。2023H1 人保健康实现净利润 27.26 亿元，同比增长 1.1%。从人保健康的利润贡献比重来看，2023H1 人保健康对集团的利润贡献比重达 9.8%。预计后续随着人保健康的盈利能力持续提升，其对利润的贡献比重也有望继续提升。

图表48：人保健康的盈利能力持续改善



资料来源：公司公告，国联证券研究所

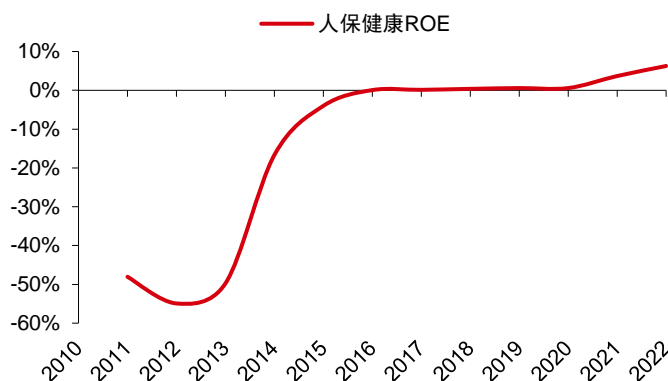
图表49：人保健康对集团的利润贡献比重持续提升



资料来源：公司公告，国联证券研究所

从 ROE 来看，人保健康的 ROE 迎来明显改善。2011-2022 年，人保健康的 ROE 由 -48%改善至 6.3%，主要得益于公司盈利能力的提升。后续随着人保健康盈利能力持续改善，其 ROE 有望继续提升。

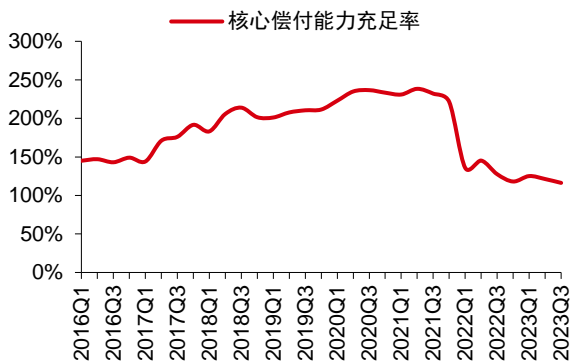
图表50：人保健康的 ROE 情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

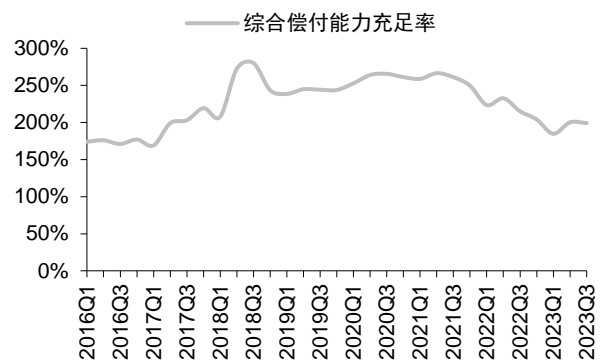
从偿付能力充足率来看，人保健康偿付能力充足，不存在经营风险。2023 年三季度末，人保健康的综合、核心偿付能力充足率分别为 250%、125%，远高于监管要求的 100%、50%，资本较为充足。

图表51: 人保健康的核心偿付能力充足率



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表52: 人保健康的综合偿付能力充足率

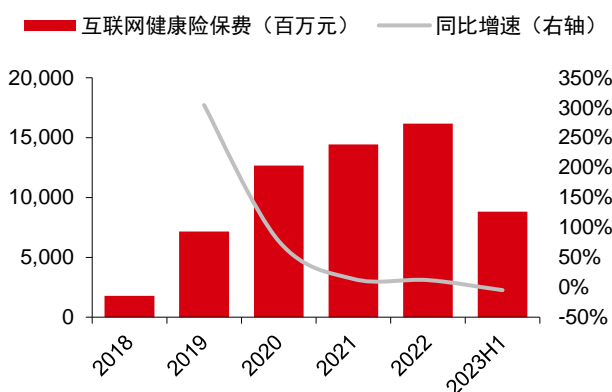


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

4.2 互联网业务布局领先, 健康服务有效赋能

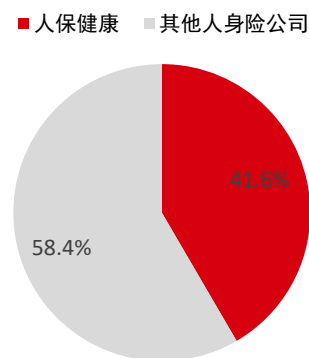
人保健康积极布局互联网业务, 互联网健康险优势明显。近年来随着客户保障意识提升、线上消费快速发展, 互联网保险越来越受到消费者青睐。2018年起, 人保健康联合蚂蚁保推出了王牌“好医保·长期医疗”系列保险产品, 公司的互联网健康险规模实现快速增长。2018-2022年, 人保健康的互联网保费规模由17.7亿元提升至161.6亿元, 年复合增速达74%。2023H1人保健康的互联网保费规模达88亿元, 市场份额行业领先。

图表53: 人保健康的互联网保费规模



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表54: 人保健康的互联网保费市占率 (2023H1)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

人保健康坚持创新发展思路, “好医保”持续迭代升级。人保健康持续推动产品供给侧改革, “好医保”系列产品不断迭代升级。目前人保健康的“好医保”系列医疗保险包括“好医保·长期医疗”、“好医保·长期医疗(20年版)”、“好医保·终身防癌医疗险”、“好医保·长期医疗(0免赔)”, 4款保险产品均入选蚂蚁保“金选”。

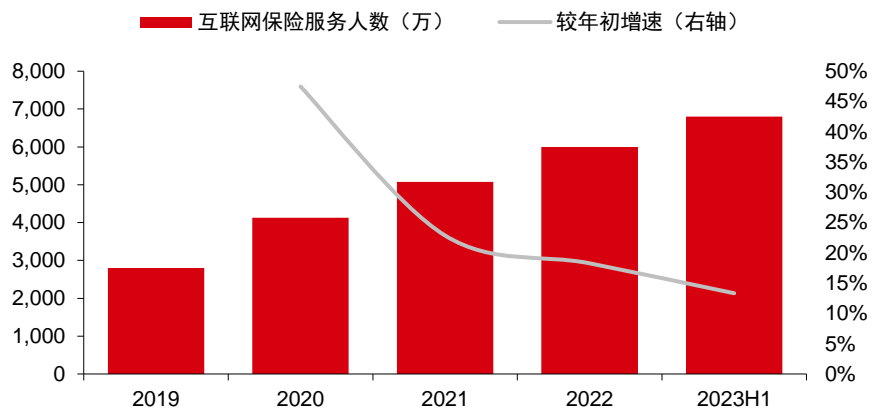
图表55：人保健康的“好医保”系列产品

产品名称	产品特点	保险责任	年度累计给付最高限额
好医保·长期医疗	(1) 6年保证续保。 (2) 6年共享一万免赔额。 (3) 不限社保、报销范围广。	(1) 一般疾病及意外医疗保险金； (2) 100种重度疾病医疗保险金； (3) 100种重度疾病津贴保险金（可选）。	400万
好医保·长期医疗（20年版）	(1) 20年保证续保。 (2) 保证续保期内不会因被保险人身体状况变化、产品停售等情况影响保障。	(1) 住院医疗费用保险金。 (2) 门诊医疗费用保险金。 (3) 特定药品费用保险金。 (4) 恶性肿瘤赴日医疗保险金（可选）。	
好医保·终身防癌医疗险	(1) 终身保证续保。 (2) 80周岁高龄老人、三高、糖尿病人群符合条件都可保。	(1) 恶性肿瘤医疗费用保险金。 (2) 质子重离子医疗保险金。	
好医保·长期医疗（0免赔）	(1) 6年保证续保。 (2) 住院报销，1元起赔。 (3) 生病/理赔后还能继续保。	(1) 一般医疗及意外医疗保险金。 (2) 重大疾病医疗保险金。	

资料来源：公司官网，国联证券研究所

得益于人保健康不断深化与蚂蚁保的合作、推动产品创新，公司的客户数量显著增长。2019年至2023H1，人保健康累计客户数由2800万人增长至6800万人。

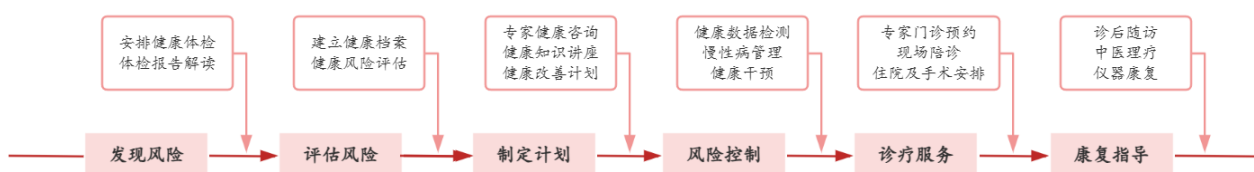
图表56：人保健康累计客户数



资料来源：公司公告，国联证券研究所

人保健康积极布局医疗健康生态圈，提供全流程健康管理服务。人保健康积极提供健康体检、药品服务、口腔齿科八大类30项健康管理服务。截至2023H1，人保健康提供各类健康管理服务145.9万人次，同比增长12.7%。健康服务收入显著增长，2023H1服务收入为1.1亿元，同比增长41.8%。

图表57：人保健康的健康管理服务全流程

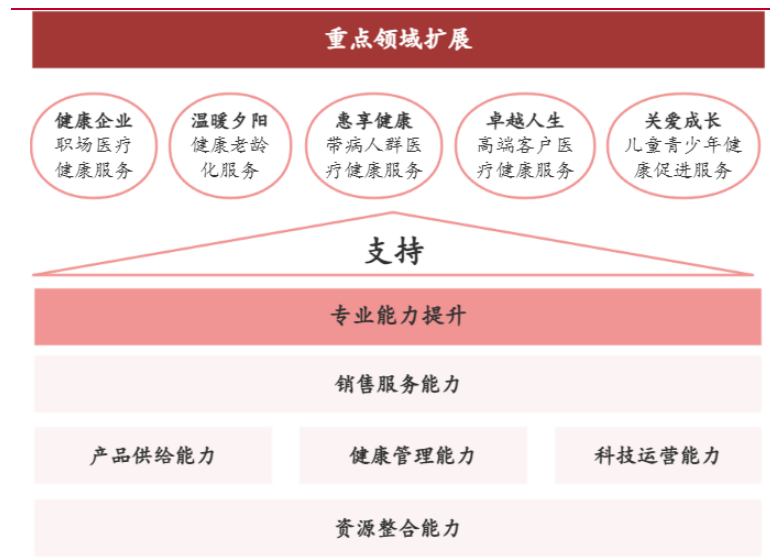


资料来源：公司公告，国联证券研究所

人保健康启动实施“健康工程”，业务领域不断拓展。2022年起，人保健康大力

实施“健康工程”战略、践行“保险+健康服务+科技”新商业模式，针对企业客户、老龄人群、带病人群、高端客户、儿童青少年五大客群开发了专属保险产品。目前人保健康的“健康工程”项目已取得阶段性进展，2022年实现保费收入47亿元。

图表58：人保健康的“保险+健康服务+科技”新商业模式



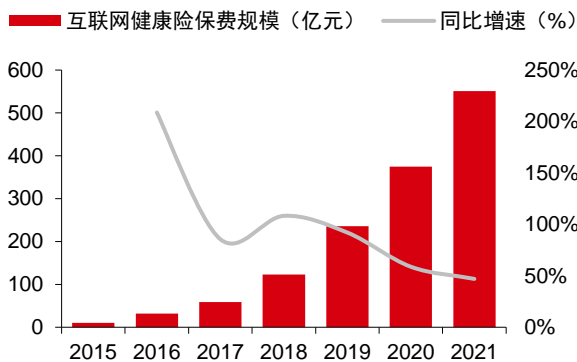
资料来源：公司公告，国联证券研究所

4.3 互联网健康险方兴未艾，人保健康优势突出

互联网健康险的规模持续增长、占比显著提升。随着互联网的发展、居民的健康保障意识提升，互联网健康险实现快速发展。2015-2021年，互联网健康险保费规模由10亿元快速增长至551亿元，年复合增速达94%。互联网健康险在互联网人身险中的比重也由0.7%提升至18.9%，互联网健康险的重要性持续凸显。

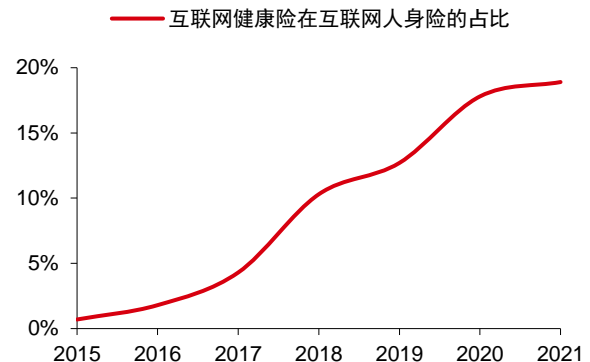
居民保障意识提升、消费降级趋势延续下，互联网健康险规模有望继续增长，人保健康前景广阔。近年来，居民风险偏好整体较低，对保险等产品的需求有所提升。但经济复苏趋势相对缓慢，居民消费降级的趋势明显。互联网健康险作为重疾险的“平替”，有望承接居民的健康保障需求，互联网健康险的规模有望继续增长。人保健康在互联网健康险市场的份额保持领先，后续其规模有望继续扩大。

图表59: 互联网健康险的保费规模



资料来源: 保险行业协会, 国联证券研究所

图表60: 互联网健康险的占比持续提升



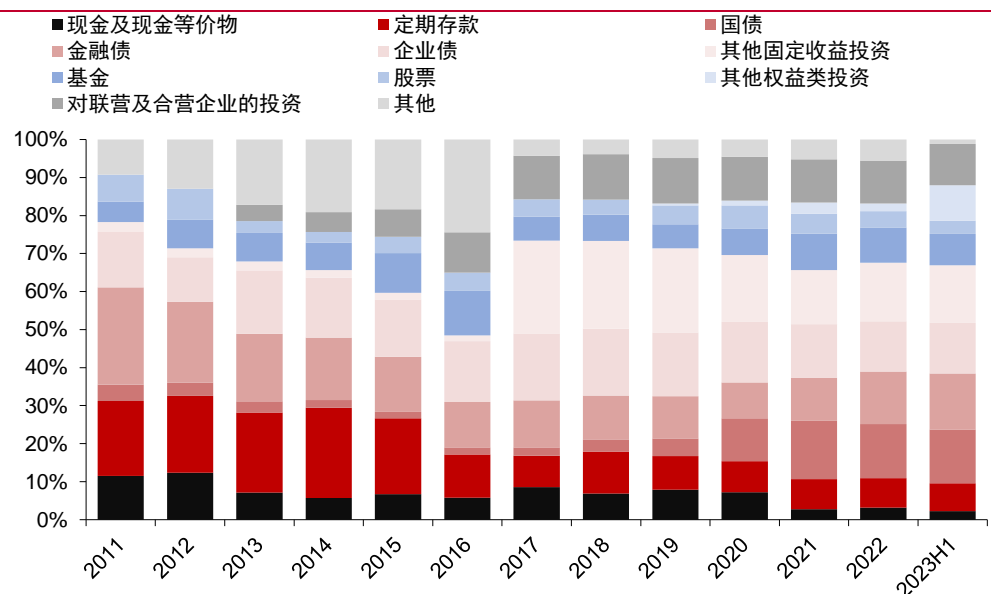
资料来源: 保险行业协会, 国联证券研究所

5. 资产管理: 投资风格稳健、收益率稳定性更强

5.1 资产配置结构稳定, 以固收类为主

中国人保的资产配置结构以固定收益类资产为主, 近年来权益类资产占比有所提升。截至 2023H1, 公司的投资资产规模达 1.38 万亿元, 较 2022 年末增长 6.7%。公司的投资资产规模呈现持续增长态势, 主要得益于公司保费规模持续增长、财险业务盈利能力较强。从资产配置结构来看, 公司主要配置固定收益类资产, 主要系: 公司主要经营负债久期短、负债成本低的财险业务, 因此公司的风险偏好更低。近年来, 公司加大了对基金、股票等权益类资产的配置比例, 主要系长端利率整体下行所致。

图表61: 中国人保的资产配置结构

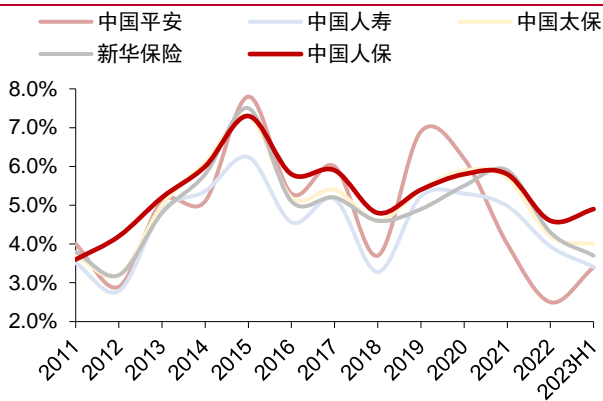


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

5.2 风险偏好较低，投资收益率更稳健

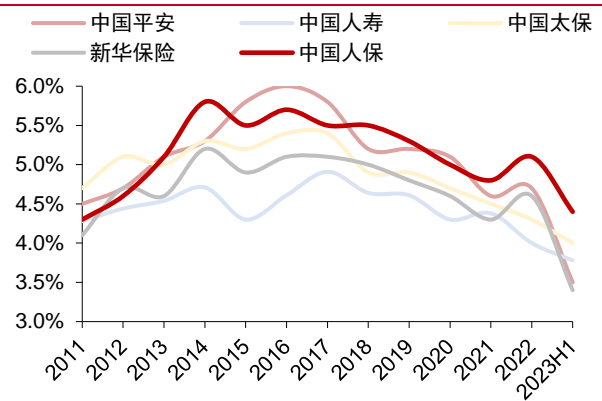
中国人保的投资收益率处于较高水平，且稳定性更强。2011-2022 年，中国人保的总投资收益率和净投资收益率均值分别为 5.4%、5.2%，均高于其他上市同业。2023H1 中国人保的年化总、净投资收益率也处于同业领先水平。公司的投资收益率水平相对较高，主要系：公司主营财险业务，负债端的久期更短，资产端的配置可以相对灵活。同时公司投资收益率的稳定性更强，主要系：公司的风险偏好较低，投资资产中房地产、城投债的占比较小。

图表62：中国人保及同业的总投资收益率对比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表63：中国人保及同业的净投资收益率对比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

6. 盈利预测、估值与投资建议

6.1 盈利预测

影响中国人保盈利的核心变量主要包括：财险保费增速、财险综合成本率、人身险新业务价值、总投资收益率。据此，我们对 2023、2024、2025 年的核心假设如下：

1. 财险保费增速：近年来，公司更加注重财险业务质量改善，预计保费增速将有所放缓。假设 2023-2025 年财险保费增速分别为 6.3%、6.0%、5.9%，财险保费收入分别为 5158、5466、5788 亿元，3 年 CAGR 为 5.9%。

2. 财险综合成本率：在公司持续注重优化业务结构、加强风险管控下，公司的承保盈利水平有望改善。假设 2023-2025 年财险综合成本率分别为 98.2%、97.8%、97.7%。

3. 人身险新业务价值：在客户对保本保收益资产需求旺盛、价值率有望改善下，人身险新业务价值有望延续向好。假设 2023-2025 年人身险新业务价值增速分别为 35.0%、8.6%、6.6%，人身险新业务价值分别为 50、54、58 亿元，3 年 CAGR 为 16.0%。

4. 总投资收益率：长端利率下行和权益市场震荡会对保险公司投资收益率产生

一定不利影响。假设 2023-2025 年总投资收益率分别为 3.9%、4.0%、4.0%。

图表64：核心指标预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
人保财险保费收入（百万元）	433,187	449,533	487,533	515,807	546,596	578,781
同比增速	0.0%	3.8%	8.5%	6.3%	6.0%	5.9%
人保财险综合成本率	98.9%	99.6%	97.6%	98.2%	97.8%	97.7%
人身险新业务价值（百万元）	6,132	3,992	3,704	5,000	5,428	5,785
同比增速	-9.7%	-34.9%	-7.2%	35.0%	8.6%	6.6%
总投资收益率	5.8%	5.8%	4.6%	3.9%	4.0%	4.0%

资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

基于以上核心假设，预计中国人保在 2023-2025 年的盈利情况如下：

1. 2023-2025 年，中国人保营业收入分别为 6555.58、6946.16、7355.54 亿元。
2. 2023-2025 年，中国人保归母净利润分别为 218.78、273.84、305.88 亿元。

图表65：中国人保的盈利预测结果（百万元）

单位：百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	581,605	594,606	615,732	655,558	694,616	735,554
同比增速	5.5%	2.2%	3.6%	6.5%	6.0%	5.9%
归母净利润	20,036	21,476	24,477	21,878	27,384	30,588
同比增速	-9.5%	7.2%	14.0%	-10.6%	25.2%	11.7%

资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

6.2 估值与投资建议

考虑到公司业务结构多元，我们采用分部估值法以及可比公司对标估值法对其进行估值。其中寿险业务采用 P/EV 估值，财险业务、健康险业务和其他业务均采用 P/B 估值。对于财险业务，人保财险 ROE 长期有望保持在 12%左右，根据 PB-ROE 框架，人保财险的理论估值为 1.2 倍 PB。但考虑到港股估值特征，给予公司财险业务 1 倍 PB。对于寿险业务，人保寿险的保费规模和新业务价值率与新华保险相近。目前新华保险 H 股的 P/EV 为 0.15 倍，给予公司寿险业务 0.15 倍 P/EV。对于健康险业务，考虑到人保健康的盈利能力持续提升，ROE 有望达 10%以上，给予公司健康险业务 1.0 倍 PB。其他业务按 1.0 倍 PB 估值。同时考虑到港股市场的特征，我们给予公司 30%的集团折价。公司 2024 年合理估值为 1601 亿元，对应目标价 3.99 港元，目标 PB 0.44 倍。

图表66：中国人保的估值空间

分部	2024E 净资产/内含价值 (百万元)	对应指标倍数	人保集团持股比例	合理估值 (百万元)
财险业务	263,514	1.0	68.98%	181,772
寿险业务	120,784	0.15	80%	14,494
健康险业务	9,385	1.0	95.45%	8,958
其他业务	23,557	1.0	100%	23,557
集团合并				228,781
折价后的合理估值				160,147
目标价 (元)				3.62
目标价 (港元)				3.99
目标 PB				0.44

资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

中国人保作为综合性保险金融集团，财险业务竞争优势凸显、寿险业务竞争劣势持续缩小、健康险盈利能力显著改善，公司发展向好态势较为明朗。同时，保险行业监管趋严背景下，龙头公司凭借品牌、产品、服务等优势有望进一步提升市场份额，中国人保有望充分受益。我们认为，公司盈利能力有望持续提升，看好公司长期投资价值。鉴于公司 2024 年业绩有望显著改善，给予公司 2024 年 0.44 倍 PB，目标价 3.99 港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

7. 风险提示

自然灾害超预期：若自然灾害的发生频率提高，会对财险业务的赔付造成不利影响，进而会影响财险业务的承保利润和净利润。

市场竞争加剧：若财险市场的竞争加剧，会导致财险业务的费用率提升，进而会影响公司的盈利水平。

人身险业务转型不及预期：若人身险业务转型效果不佳，会影响人身险业务的价值和利润创造能力，进而会拖累公司的盈利水平。

资本市场大幅波动：若资本市场波动加剧，会对公司的投资收益造成负面影响，进而影响公司的净利润。

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产					
现金及现金等价物	33,276	40,599	38,732	44,321	47,202
衍生金融资产					
债权类证券	494,550	536,254	589,879	642,969	700,836
权益类证券、共同基金及投资计划	262,357	258,022	273,503	287,178	301,537
权益类证券、基金及信托					
保险类业务应收款净额	58,130	76,709	85,914	92,787	100,210
再保险资产	40,263	46,425	53,389	61,397	70,607
定期存款	94,341	101,180	108,263	115,624	123,140
存出资本保证金	12,994	12,923	12,923	12,923	12,923
分类为贷款及应收款的投资	144,603	176,082	193,690	203,375	213,543
于联营及合营企业的投资	135,570	146,233	152,162	162,509	173,072
投资物业	13,340	15,085	15,688	16,316	16,969
房屋及设备	33,357	34,130	34,813	35,509	36,219
使用权资产	7,987	7,109	7,038	6,968	6,968
无形资产	3,471	3,523	3,593	3,665	3,739
预付土地租金					
商誉	198	198	198	198	198
递延所得税资产	10,143	17,960	18,678	19,426	20,203
其他资产	32,277	36,711	37,812	38,947	40,115
总资产	1,376,857	1,509,143	1,626,277	1,744,111	1,867,480
负债					
卖出回购金融资产款	77,598	100,890	121,068	128,332	134,749
应付分保账款	22,767	27,661	30,980	32,839	34,809
应付所得税	1,083	4,028	4,229	4,441	4,663
应付银行及其他金融机构款项					
应付债券	43,804	43,356	43,790	44,227	44,670
租赁负债	2,993	2,291	2,383	2,478	2,577
保险合同负债	773,098	860,576	912,211	976,065	1,044,390
保单持有人的投资合同负债	44,252	51,931	58,163	65,142	72,959
应付保单红利	5,480	5,756	6,216	6,714	7,251
退休金福利责任	2,872	2,776	2,804	2,832	2,860
递延所得税负债	2,053	260	260	260	260
其他负债	103,964	108,665	114,098	119,803	125,793
总负债	1,079,964	1,208,190	1,296,202	1,383,134	1,474,981
权益					
已发行股本	44,224	44,224	44,224	44,224	44,224
储备	175,032	177,547	202,404	232,764	263,023
归属于母公司股东权益	219,256	221,771	246,628	276,988	307,247
非控制性权益	77,637	79,182	83,448	83,989	85,251
总权益	296,893	300,953	330,075	360,977	392,498
负债和权益合计	1,376,857	1,509,143	1,626,277	1,744,111	1,867,480

利润表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总保费收入	585,425	625,820	666,313	706,278	748,010
减:分出保费	-47,058	-54,779	-58,323	-61,822	-65,474
净保费收入	538,367	571,041	607,990	644,456	682,535
未到期责任准备金净额变动	-8,476	-11,135	-6,067	-8,559	-8,587
已赚净保费	529,891	559,906	601,922	635,897	673,948
摊回分保费用	11,070	12,327	13,252	14,000	14,838
投资收益	49,497	39,799	36,684	41,020	43,068
其他收入	4,148	3,700	3,700	3,700	3,700
收入合计	594,606	615,732	655,558	694,616	735,554
死亡给付和其他给付	41,213	66,498	70,801	75,047	79,482
已发生赔款	337,328	358,667	381,874	404,779	428,696
长期寿险合同负债变动	71,735	40,970	49,164	49,164	49,164
保单红利支出	3,693	4,006	4,807	4,807	4,807
给付及赔付总额	453,969	470,141	506,646	533,797	562,149
减:分出给付及赔付	-30,566	-34,402	-37,073	-39,060	-41,135
给付及赔付净额	423,403	435,739	469,573	494,737	521,014
手续费及佣金支出	50,939	49,933	53,164	56,353	59,682
财务费用	5,549	6,518	7,170	7,385	7,680
汇兑(收益)/损失	331	-1,059	29	-233	-421
其他业务及管理费用	92,366	98,832	104,268	106,353	112,734
支出合计	572,588	589,963	634,204	664,595	700,690
应占联营及合营企业损益	13,571	15,466	14,847	15,293	15,752
联营企业股权稀释	0	-95	0	0	0
视同处置联营企业损失	0	0	0	0	0
税前利润	35,589	41,140	36,202	45,314	50,615
所得税费用	-5,219	-6,712	-5,430	-6,797	-7,592
净利润	30,370	34,428	30,772	38,517	43,023
下列归属于:					
母公司股东	21,476	24,477	21,878	27,384	30,588
非控制性权益	8,894	9,951	8,894	11,133	12,435

数据来源:公司公告、iFind, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 03 月 14 日收盘价

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
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	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