

## 保险 II

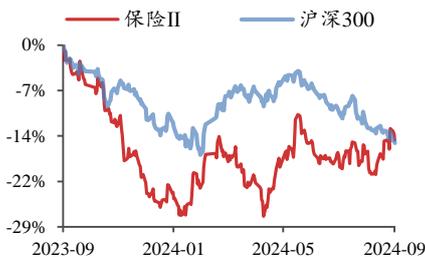
2024 年 09 月 06 日

## 资产负债两端均超预期，负债端有望延续高景气

——险企：2024 年中报综述

投资评级：看好（维持）

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

- 《上市保险公司 7 月保费收入数据点评\_7 月人身险增速延续改善，关注险企中报景气度—行业点评报告》  
-2024.8.17
- 《建立预定利率动态调节机制，鼓励分红型产品发展—行业点评报告》  
-2024.8.3
- 《2024H1 个险新单好于预期，全年负债端展望乐观—行业点评报告》  
-2024.7.17

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

唐关勇（联系人）

tanguanyong@kysec.cn

证书编号：S0790123070030

### ● 2024H1 业绩好于预期，负债端延续高景气，监管呵护负债成本调降

(1) 2024H1 上市险企净利润同比增速改善，投资收益是主因：中国太保+37%/中国人保+14%/新华保险+11%/中国人寿+11%/中国平安+7%，高股息股票和债券上涨带动公允价值变动损益大幅改善。(2) 负债端延续高景气，价值率大幅跃升：NBV 同比：中国人寿+81%/新华保险+58%/中国太保+29%/中国人寿+19%/中国平安+11%，银保渠道主动、被动压降低价值保单拖累新单，银保报行合一、期缴产品结构优化和调降预定利率提振价值率。合同服务边际 CSM 重回正增长，新业务 CSM 改善和总投资收益率较好驱动 CSM 改善，利于后续营运利润增长。

(3) 向后展望，分红型产品供需两端催化下高增长可期，占新单比例有望明显提升，1+3 网点合作放开利于头部险企银保渠道延续高质量增长，个险报行合一、产品结构优化和预定利率调降有望进一步支撑价值率，负债端有望延续高质量增长，负债成本持续调降缓解利差损风险。(4) 多数上市险企首次中期分红，分红金额占 2023 年净利润比重在 42-64%。负债端成本持续回落且延续高质量增长，资产端政策托底、结构调整带来投资收益率趋稳，利差损风险边际改善，估值仍在底部，看好寿险板块机会，推荐中国太保、中国人寿、中国平安，受益标的新华保险、中国人保。

### ● EV 增长好于预期，投资端支撑上半年业绩高增，CSM 余额重回正增长

(1) EV：内含价值较年初增长较快，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险分别较年初+11.4%/+10.3%/+8.4%/+7.1%，得益于 NBV 超预期增长同时营运偏差+投资回报差异+市场价值调整等正贡献。(2) 业绩表现：2024H1 多数上市险企归母净利润同比明显改善，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保分别同比+10.6%/+6.8%/+37.1%/+11.1%/+14.2%，保险服务业绩表现分化下中国太保和中国平安利润释放稳定，投资服务业绩均明显改善，公允价值变动损益翻倍，主要受益高股息资产+债市上涨带来的投资端业绩改善。(3) 长期价值：上市险企 CSM 存量余额恢复正增长，NBV 延续高质量增长下新业务 CSM 有望稳定积累承保利源。

### ● 寿险负债端延续高景气，财险 COR 同比改善，投资端受益高股息和债市上涨

(1) 寿险：价值率大幅跃升，NBV 延续高质量增长。2024H1 NBV 增长好于预期，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保分别同比+18.6%/+11.0%/+29.5%/+57.7%/+81%，得益于银保报行合一+预定结算利率下调+期缴结构改善带来的 margin 明显提升。个险渠道新单微幅正增长，得益于人均产能提升。银保渠道新单同比负增长约 30%，主因报行合一一下新单趸缴业务持续压降。上市险企保单质量延续改善趋势，13/25 个月保单继续率保持提升，退保率持续改善。(2) 财险：成本管控带来 COR 改善，业务结构持续向好。2024H1 财险保费增速相对稳定，车险保费增速放缓主要受车险保费下滑影响，非车险受政策性保险招标节奏影响拖累。2024H1 人保财险/中国平安/中国太保 COR 分别同比-0.2pct/-0.8pct/-0.2pct 至 96.2%/97.8%/97.1%，COR 改善得益于整体费用管控和新能源车 COR 改善。(3) 投资端：增配 OCI 股票资产，总投资收益率提升受益于红利资产和债市上涨。2024H1 上市险企投资规模保持稳定增长，资产配置结构上权益 OCI 占比提升，交易盘债券资产市值上涨，净投资收益率受长端利率影响下滑，总投资收益率受益上半年高股息资产表现较好同时 TPL 债券公允价值上涨。(4) 偿付能力：核心偿付能力充足率表现分化，预计将发行资本补充债用于补充核心资本。

● 风险提示：保险需求复苏不及预期；寿险转型进展慢于预期；长端利率下行及资本市场波动风险。

## 目 录

1、 总体情况：EV 增速超预期，投资端支撑上半年净利润高增 .....	4
1.1、 EV：较年初超预期增长，受益 NBV 高增+营运及投资贡献正差益 .....	4
1.2、 业绩表现：高股息+债市上涨催化投资端改善，CSM 余额恢复正增 .....	5
2、 业务情况：NBV 延续高增，COR 同比改善，投资端超预期 .....	10
2.1、 寿险：NBV margin 受益三因素跃升，驱动 NBV 延续高质量增长 .....	10
2.2、 财险：成本管控带来 COR 同比改善，业务结构持续向好 .....	15
2.3、 资产端：投资规模和总投资收益率提升，受益红利资产和债市上涨 .....	17
2.4、 偿付能力：上市险企核心偿付能力表现分化 .....	20
3、 未来展望：负债端延续高景气，政策端呵护负债成本调降 .....	21
4、 投资建议 .....	27
5、 风险提示 .....	27

## 图表目录

图 1： 2024H1 上市险企 EV 较年初明显回升 .....	4
图 2： 2024H1 上市险企 EV 超预期增长，受益营运经验偏差、投资回报贡献正偏差、市场价值调整改善 .....	4
图 3： 2024Q2 上市险企归母净利润同比高增 .....	5
图 4： 2024H1 上市险企归母净利润同比明显改善 .....	5
图 5： 中国平安 2024H1 CSM0 利润率为 10.3% .....	7
图 6： 2024H1 中国平安营运利润增速有所改善 .....	8
图 7： 2024H1 中国太保营运利润保持正增长 .....	8
图 8： 2024H1 上市险企 NBV 延续同比高质量增长 .....	10
图 9： 2024H1 上市险企 NBV margin 同比改善 .....	10
图 10： 2024H2 上市险企新单保费同比负增长 .....	10
图 11： 2024H1 上市险企个险 NBV 同比延续高增长 .....	11
图 12： 2024H1 上市险企个险 NBV margin 保持稳定 .....	11
图 13： 2024H1 部分上市险企个险新单保费延续正增长 .....	11
图 14： 2024H1 上市险企人力规模企稳回升 .....	12
图 15： 2024H1 上市险企人均产能延续提升趋势 .....	12
图 16： 2024H1 上市险企人均产能前瞻指标活动率保持提升趋势 .....	12
图 17： 2024H1 上市险企银保 NBV 同比高增长 .....	13
图 18： 2024H1 上市险企银保价值率明显提升 .....	13
图 19： 2024H1 上市险企银保新单同比下滑 .....	13
图 20： 2024H1 中国人寿和新华保险 10 年期以上期缴产品占新单保费比重提升 .....	14
图 21： 2024H1 中国人寿、中国平安、新华保险主动压降趸缴新单保费（百万元） .....	14
图 22： 上市险企 13 个月保单继续率明显提升 .....	14
图 23： 上市险企 25 个月保单继续率明显提升 .....	14
图 24： 2024H1 上市险企保单退保率进一步下降 .....	14
图 25： 2024H1 头部险企市占率趋稳 .....	15
图 26： 2024H1 头部险企车险市占率保持稳定 .....	15
图 27： 上市险企 2023 年财险保费同比增长 .....	15
图 28： 2024H1 上市险企车险保费同比增速有所下滑 .....	15
图 29： 2024H1 上市险企非车险保费同比延续稳增 .....	16

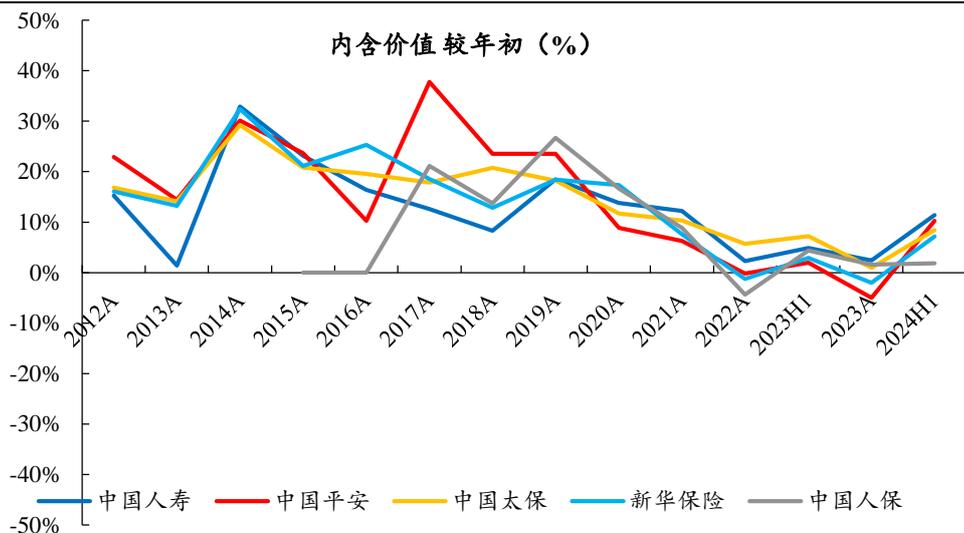
图 30: 2024H1 上市险企非车险保费占比提升.....	16
图 31: 上市险企 2024H1 综合成本率均有改善.....	16
图 32: 上市险企 2024H1 财险费用率延续改善.....	17
图 33: 上市险企 2024H1 财险赔付率保持稳定.....	17
图 34: 2024H1 上市险企总投资资产保持稳增长.....	17
图 35: 2024H1 上市险企权益类投资占比分化.....	17
图 36: 2024H1 债权类投资占比提升.....	17
图 37: 2024H1 现金及定期存款占比下降.....	18
图 38: 2024H1 上市险企其他权益工具规模提升.....	18
图 39: 2024H1 红利指数和港股高股息指数分别上涨 11.3%和 8.9%.....	19
图 40: 2024H1 中证全债指数上涨 4.3%.....	19
图 41: 2024H1 上市险企净投资收益率有所下滑.....	20
图 42: 2024H1 上市险企总投资收益率明显改善.....	20
图 43: 2024Q2 中国人身险消费者信心指数环比提升.....	21
图 44: 2024 年传统险预定利率自 3.0%降至 2.5%，分红险预定利率上限自 2.5%至 2.0%，万能险新备案上限 1.5%.....	23
图 45: 2024 年 8 月寿险公司万能险年化结算利率下降至 2.9%.....	23
图 46: 2024H1 上市险企 CRIA 负债成本持续下降.....	24
图 47: 2024H1 上市险企 NBV 打平收益率明显下降.....	24
图 48: 2024H1 上市险企 VIF 打平收益率相对平稳.....	24
图 49: 2024H1 上市险企人力规模企稳回升.....	25
图 50: 2024H1 上市险企人均产能延续提升趋势.....	25
图 51: 2024 年以来新能源汽车销量保持活跃.....	25
图 52: 2024 上半年乘用车销量增速有所回落.....	26
图 53: 十年期国债持续走低，截至 2024 年 8 月末至 2.17%.....	26
表 1: 2024H1 上市险企投资端改善高增驱动净利润高增.....	6
表 2: 2024H1 上市险企合同服务边际较年初正增长.....	6
表 3: 2024H1 中国太保和新华保险新业务合同服务边际同比高增.....	7
表 4: 2024H1 中国平安 CSM 余额较年初+0.8%.....	8
表 5: 2024H1 上市险企首次中期现金分红，占 2023 年分红增额约 38%-64%.....	9
表 7: 2024H1 四家上市险企交易型债券资产公允价值上涨带来占比明显提升.....	19
表 8: 2024H1 上市险企核心偿付能力充足率表现分化.....	20
表 9: 2023 年 8 月以来报行合一政策持续推进，银保和经代渠道已经落地，关注个险渠道落地情况.....	21
表 10: 2023 年和 2024 年监管连续调降传统险预定利率和万能分红险结算利率，负债成本有望持续回落.....	22
表 11: 推荐标的估值表-寿险.....	27
表 12: 推荐标的估值表-财险.....	27

## 1、总体情况：EV 增速超预期，投资端支撑上半年净利润高增

### 1.1、EV：较年初超预期增长，受益 NBV 高增+营运及投资贡献正差

**2024H1 上市险企 EV 较年初实现高增长。**2024H1 上市险企寿险 EV 及较年初变动分别为：中国人寿 1.40 万亿元/+11.4%、中国平安 0.92 万亿元/+10.3%、中国太保 4359 亿元/+8.4%、新华保险 2684 亿元/+7.1%、中国人保 1262 亿元/+1.8%，其中中国平安/中国太保集团 EV 分别 1.48/0.57 万亿元，分别较年初+6.2%/+7.4%。

图1：2024H1 上市险企 EV 较年初明显回升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

**贡献拆解：NBV 超预期，同时营运偏差+投资回报差异+市场价值调整等正贡献。**(1) **NBV 超预期增长**：2024 上半年银保报行合一、期缴结构改善和预定结算利率下调下，价值率驱动上市险企 NBV 同比延续高质量增长。(2) **营运偏差**：正贡献得益于上市险企继续率提升、死费差改善；(3) **投资回报和市场价值调整**：受益上半年高股息资产+债市上涨带来的总投资收益率好于假设，公允价值计量的资产上涨影响自由盈余市场价值调整。

图2：2024H1 上市险企 EV 超预期增长，受益营运经验偏差、投资回报贡献正偏差、市场价值调整改善

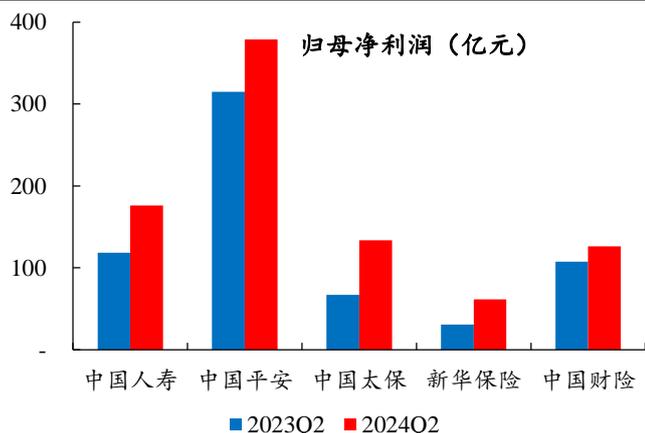
内含价值贡献	中国人寿		中国平安		中国太保		新华保险	
	2023A	2024H1	2023A	2024H1	2023A	2024H1	2023A	2024H1
内含价值预期回报	6.8%	3.2%	7.8%	3.4%	8.2%	3.3%	7.6%	3.3%
新业务价值	3.0%	2.6%	4.1%	3.1%	2.8%	2.2%	1.2%	1.6%
营运经验偏差	-0.1%	0.3%	0.5%	1.2%	0.7%	1.2%	-9.6%	2.9%
投资回报偏差	-6.0%	0.5%	-3.3%	1.0%	-5.5%	1.6%		
评估方法和模型变化	-3.3%	0.0%	0.2%	0.3%	-5.5%	0.0%		
市场价值调整	3.0%	5.6%	0.9%	1.6%	1.2%	1.5%		
股东分红及资本变动	-1.1%	-1.0%	-5.1%	0.0%	-1.5%	-1.7%	-1.3%	-1.1%
其他	0.1%	0.2%	-10.1%	-0.3%	0.6%	0.3%	0.2%	0.4%
内含价值增长	2.4%	11.4%	-5.0%	10.3%	1.0%	8.4%	-2.0%	7.1%
集团内含价值增长			-2.4%	6.2%	1.9%	7.4%		

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

## 1.2、业绩表现：高股息+债市上涨催化投资端改善，CSM 余额恢复正增

2024H1 多数上市险企归母净利润同比明显改善，受益高股息+债市上涨带来的投资端业绩改善。2024H1 年上市险企归母净利润及同比分别为：中国人寿 383 亿元、同比+10.6%，中国平安 746 亿元、同比+6.8%，中国太保 251 亿元、同比+37.1%，新华保险 111 亿元、同比+11.1%，中国人保 185 亿元、同比+14.2%。2024Q2 净利润同比高增，分别+48.9%/+20.4%/+99.4%/+100.6%，中国财险同比+17.4%。

图3：2024Q2 上市险企归母净利润同比高增



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图4：2024H1 上市险企归母净利润同比明显改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

保险服务业绩表现分化，投资服务业绩均明显改善。(1) 承保端：中国太保和中国平安承保端业绩释放稳定。2024H1 中国太保/中国平安/中国人寿/新华保险保险服务业绩分别同比+11.9%/+0.5%/-9.1%/-6.1%，中国人寿因亏损合同确认造成服务费用同比增速快于服务收入。(2) 投资端：公允价值变动损益均同比高增长。2024H1 中国太保/中国平安/中国人寿/新华保险分别+292.7%/+146.3%/+1392%/+110%，主要受益分类为交易性金融资产的高股息资产和债券市值上涨。

**表1: 2024H1 上市险企投资端改善高增驱动净利润高增**

单位: 亿元	中国太保			中国平安			中国人寿			新华保险		
	2023H1	2024H1	YOY	2023H1	2024H1	YOY	2023H1	2024H1	YOY	2023H1	2024H1	YOY
<b>保险服务业绩</b>	<b>182</b>	<b>204</b>	<b>11.9%</b>	<b>536</b>	<b>538</b>	<b>0.5%</b>	<b>241</b>	<b>219</b>	<b>-9.1%</b>	<b>86</b>	<b>81</b>	<b>-6.1%</b>
保险服务收入	1341	1370	2.2%	2693	2746	2.0%	919	1066	16.0%	266	234	-11.9%
保险服务费用	-1159	-1167	0.7%	-2158	-2208	2.3%	-678	-847	24.9%	-180	-153	-14.7%
<b>投资服务业绩</b>	<b>85</b>	<b>105</b>	<b>24.0%</b>	<b>286</b>	<b>400</b>	<b>39.9%</b>	<b>305</b>	<b>331</b>	<b>8.5%</b>	<b>40</b>	<b>65</b>	<b>60.5%</b>
利息收入	293	278	-5.3%	597	581	-2.8%	910	594	-17.9%	156	158	1.1%
投资收益	44	69	57.5%	202	151	-25.5%		153		-11	10	
<b>公允价值变动损益</b>	<b>53</b>	<b>209</b>	<b>292.7%</b>	<b>188</b>	<b>462</b>	<b>146.3%</b>	<b>32</b>	<b>478</b>	<b>1392%</b>	<b>71</b>	<b>149</b>	<b>110%</b>
承保财务损失损益	-305	-451	47.6%	-701	-794	13.2%	-637	-894	40.2%	-176	-251	43.0%
<b>承保+投资业绩</b>	<b>267</b>	<b>309</b>	<b>15.8%</b>	<b>821</b>	<b>938</b>	<b>14.2%</b>	<b>546</b>	<b>550</b>	<b>0.7%</b>	<b>127</b>	<b>146</b>	<b>15.2%</b>
其他收入成本净额	-37	-15	-59.7%	138	94	-32.3%	-188	-71	-62.2%	-20	-27	36.3%
税前利润总额	230	294	28.0%	960	1032	7.5%	358	479	33.8%	107	119	11.3%
<b>归母净利润</b>	<b>183</b>	<b>253</b>	<b>37.8%</b>	<b>698</b>	<b>746</b>	<b>6.8%</b>	<b>346</b>	<b>383</b>	<b>10.6%</b>	<b>100</b>	<b>111</b>	<b>11.1%</b>

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

**长期价值: CSM 存量余额恢复正增, NBV 延续高质量增长下新业务 CSM 有望稳定积累承保利源。**(1) CSM 余额看, 四家上市险企 CSM 余额较年初均有增长, 中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险分别为 7740/7744/3354/1718 亿元, 分别较年初 +0.6%/+0.8%/+3.5%/+1.7%。(2) 合同服务边际增长看, 2024H1 中国平安、中国太保、新华保险新业务 CSM 同比-12.6%/+18.5%/+49.1%, 我们预计中国平安新业务 CSM 同比变化与 NBV 负向预计与实际和假设投资收益率偏差、同比口径有关, 长趋势看上市险企 NBV 延续高质量增长, 新业务 CSM 有望保持合理增长, 积累稳定承保利源。

**表2: 2024H1 上市险企合同服务边际较年初正增长**

合同服务边际余额 (亿元)	2022A	2023A	2024H1
中国人寿	7834.7	7691.4	7740.1
中国平安	8186.8	7684.4	7744.0
中国太保	3264.6	3239.7	3354.0
新华保险	1753.2	1690.0	1718.3
CSM 较年初	2022A	2023A	2024H1
中国人寿		-1.8%	0.6%
中国平安		-6.1%	0.8%
中国太保		-0.8%	3.5%
新华保险		-3.6%	1.7%
合同服务边际余额/保险合同负债	2022A	2023A	2024H1

合同服务边际余额 (亿元)	2022A	2023A	2024H1
中国人寿	18.4%	15.8%	14.3%
中国平安	22.3%	18.5%	16.9%
中国太保	19.6%	17.3%	17.2%
新华保险	17.3%	14.7%	13.6%

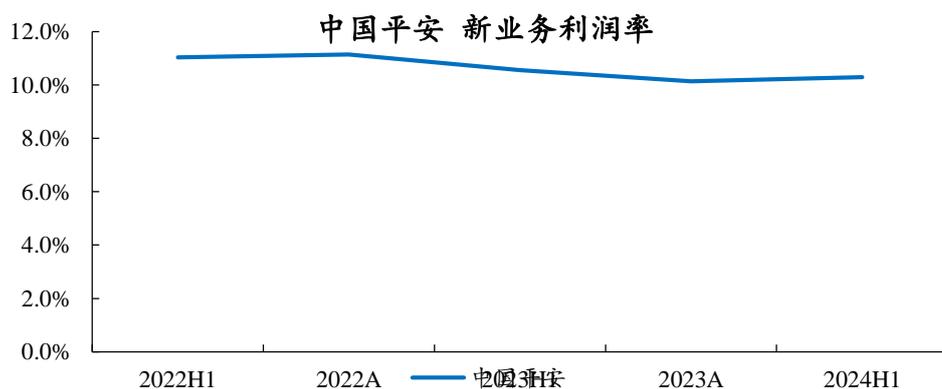
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

**表3：2024H1 中国太保和新华保险新业务合同服务边际同比高增**

新业务合同服务边际 (亿元)	2022A	2023H1	2023A	2024H1
中国人寿				
中国平安	351.2	271.6	389.5	237.4
中国太保	84.4	75.2	117.3	89.2
新华保险	64.1	37.9	61.7	56.5
YOY	2022A	2023H1	2023A	2024H1
中国人寿				
中国平安			10.9%	-12.6%
中国太保			39.0%	18.5%
新华保险			-3.8%	49.1%
合同服务边际摊销比例	2022A	2023H1	2023A	2024H1
中国人寿	5.5%		8.5%	8.4%
中国平安	9.0%	9.0%	8.9%	9.0%
中国太保	8.5%	8.1%	8.1%	7.9%
新华保险	11.9%		8.9%	8.5%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

**图5：中国平安 2024H1 CSM0 利润率为 10.3%**



数据来源：中国平安历年年报、开源证券研究所

注：CSM0 利润率=新业务合同服务边际/新业务保费现值

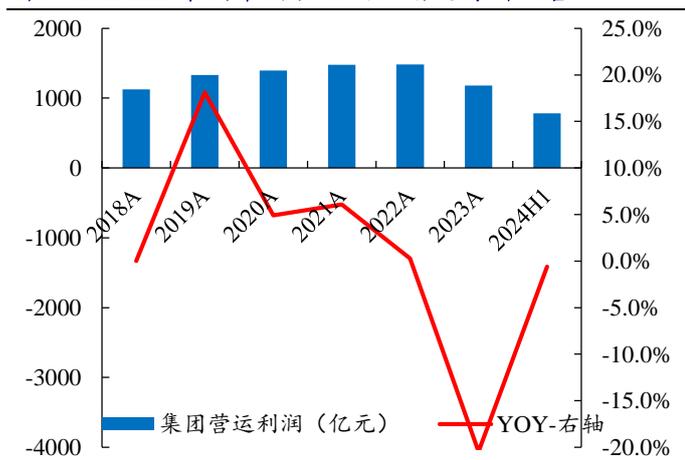
中国平安 CSM 较年初+0.8%，得益于上半年 CSM 增长积累好于释放摊销。我们测算 2024H1 中国平安新业务 CSM/预期利息增长/估计变更/适用 VIF 的合同金融风险变动分别为期初 CSM 增厚+3.1%/+3.1%/+0.2%/+0.7%的正向贡献。

**表4: 2024H1 中国平安 CSM 余额较年初+0.8%**

中国平安-合同服务边际 (百万元)	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1
期初合同服务边际	877,135	877,135	818,683	818,683	768,440
(1) 新业务合同服务边际	24,198	35,122	27,157	38,951	23,737
占期初 CSM 比重	2.8%	4.0%	3.3%	4.8%	3.1%
新业务保费现值	219,191	315,274	257,100	384,254	229,530
新业务利润率	11.0%	11.1%	10.6%	10.1%	10.3%
(2) 预期利息增长	13,357	27,106	12,445	25,332	11,802
预期利息增长率	3.0%	3.1%	3.0%	3.1%	3.1%
(3) 调整合同服务边际的估计变更	-5,431	-42,160	-7,840	-46,374	1,472
占期初 CSM 比重	-0.6%	-4.8%	-1.0%	-5.7%	0.2%
(4) 适用浮动收费法业务的保险合同金融风险变动	1,274	2,069	5,713	6,635	5,478
占期初 CSM 比重	0.1%	0.2%	0.7%	0.8%	0.7%
合同服务边际摊销基础	910,533	899,273	856,159	843,227	810,928
合同服务边际摊销	-41,524	-80,590	-38,665	-74,787	-36,529
CSM 摊销比例	-4.6%	-9.0%	-4.5%	-8.9%	-4.5%
<b>期末合同服务边际</b>	<b>869,010</b>	<b>818,683</b>	<b>817,494</b>	<b>768,440</b>	<b>774,399</b>
<b>CSM 较年初</b>		<b>-6.7%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-6.1%</b>	<b>0.8%</b>

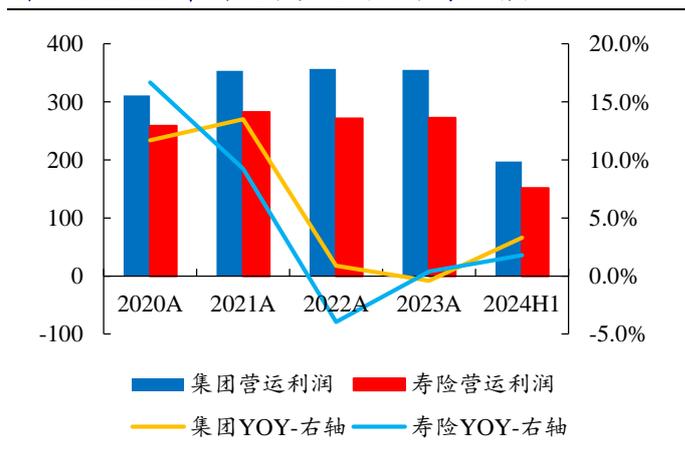
数据来源: 中国平安、开源证券研究所

中国平安和中国太保营运利润同比增速改善。2024H1 中国平安集团归母营运利润 785 亿元、同比-0.6%，其中寿险+0.7%、财险+7.2%、银行+1.9%、资管-8.2%、科技-83.2%，三项业务归母营运利润同比+1.7%。2024H1 中国太保集团/寿险营运利润分别+3.3%/+1.8%。

**图6: 2024H1 中国平安营运利润增速有所改善**


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

注: 2022年后营运利润适用于新准则

**图7: 2024H1 中国太保营运利润保持正增长**


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

注: 2022年后营运利润适用于新准则

多家险企首次中期分红，承保端利源改善下稳定分红得以保障。2024H1 上市险企首次中期分红，中国人寿/中国平安/新华保险/中国财险分别分红 56.5/168.4/16.9/50.7 亿元，分别占 2023 年分红比重 46.5%/38.3%/63.5%/42.3%，对应分红率分别

14.8%/22.6%/15.2%/27.4%。上市险企 CSM 余额恢复正增长，长期利源稳定积累为长期稳定分红支撑。

**表5：2024H1 上市险企首次中期现金分红，占 2023 年分红增额约 38%-64%**

	2024H1	占 2023 年分红比重	中期分红率	近 3 年分红率
中国人寿	5653	46.5%	14.8%	45.6%
中国平安	16840	38.3%	22.6%	48.7%
中国太保				37.2%
新华保险	1685	63.5%	15.2%	31.6%
中国财险	5069	42.3%	27.4%	42.1%

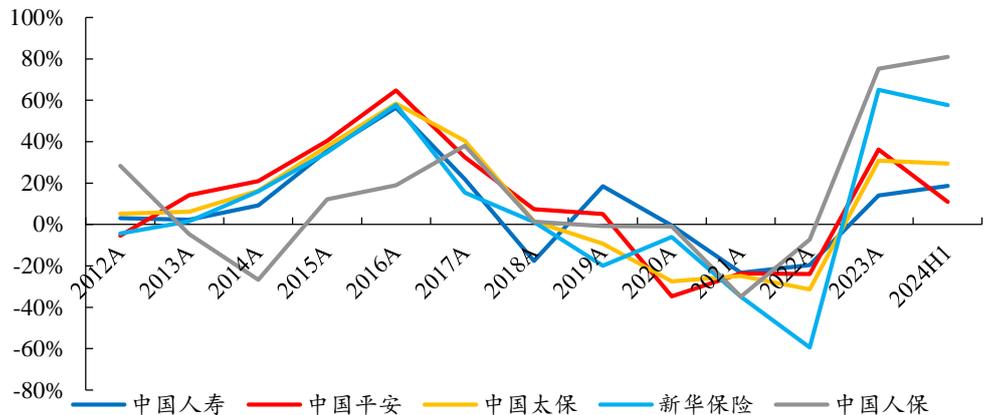
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：中国平安分红率取营运利润

## 2、业务情况：NBV 延续高增，COR 同比改善，投资端超预期

### 2.1、寿险：NBV margin 受益三因素跃升，驱动 NBV 延续高质量增长

2024H1 NBV 增长好于预期，得益于银保报行合一+预定结算利率下调+期缴结构改善带来的 margin 明显提升。2024H1 上市险企 NBV 分别为：中国人寿 322.6 亿元、同比+18.6%，中国平安 223.3 亿元、同比+11.0%，中国太保 90.4 亿元、同比+29.5%，新华保险 39 亿元、同比+57.7%（非可比口径），中国人保 69.6 亿元、同比+81%（非可比口径），整体 NBV 同比好于预期。

图8：2024H1 上市险企 NBV 延续同比高质量增长

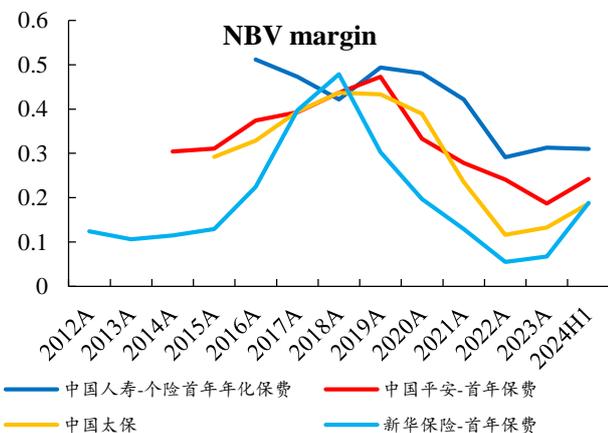


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：新华保险和中国人保 NBV 为未回溯 2023 年基期数的非可比口径增速

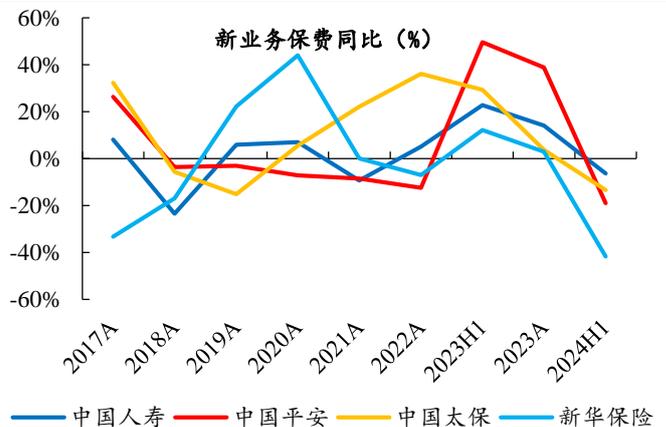
2024H1 上市险企 NBV 同比高增主要得益于价值率明显改善。(1) NBV margin: 2024H1 中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险 NBV margin 分别同比 +2.8pct/+1.4pct/+5.3pct/+12pct, 得益于上半年银保渠道落实报行合一带来费差益改善, 2023 年传统险预定利率和 2024 年初分红万能险结算利率下调优化负债成本, 同时上市险企主动调整期缴结构。(2) 新单保费: 2024H1 同比下降但结构持续改善, 中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险分别同比 -6.4%/-19.0%/-13.4%/41.7%, 主因报行合一一下上市险企主动或被动压降价值率的银保趸缴业务。

图9：2024H1 上市险企 NBV margin 同比改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

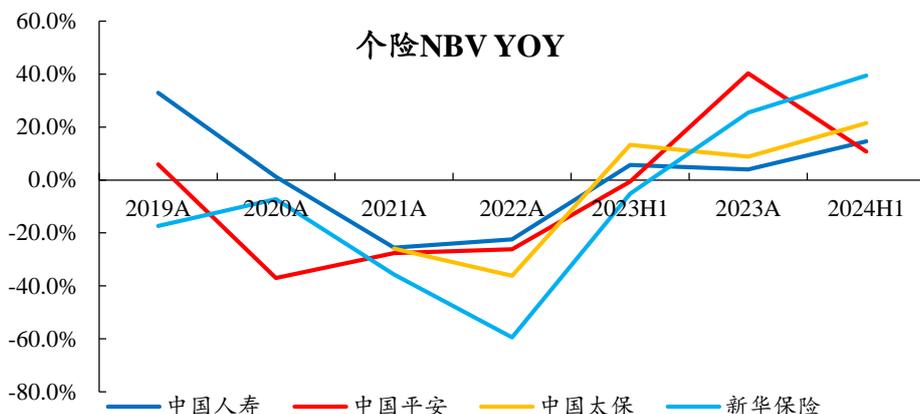
图10：2024H2 上市险企新单保费同比负增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

**个险渠道：NBV 延续高质量增长，人力队伍企稳回升+产能提升带来新单正增长。** 2024H1 中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险个险 NBV 分别同比+14.6%/+10.8%/+21.5%/+39.5%，价值率保持稳定，个险新单保费分别+5.2%/-6.4%/+10%/+1.8%，预计受益个险渠道转型见效，人力队伍企稳回升，人均产能延续高增长态势。

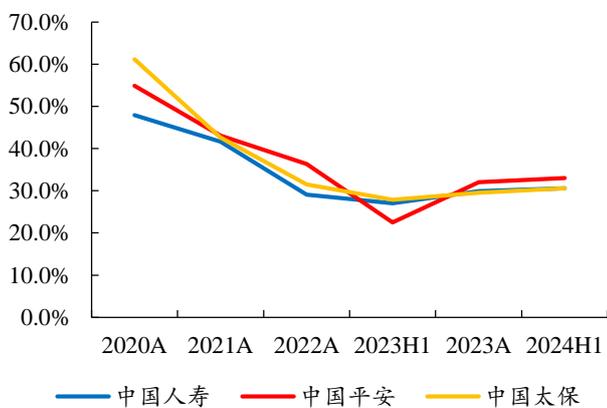
**图11：2024H1 上市险企个险 NBV 同比延续高增长**



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

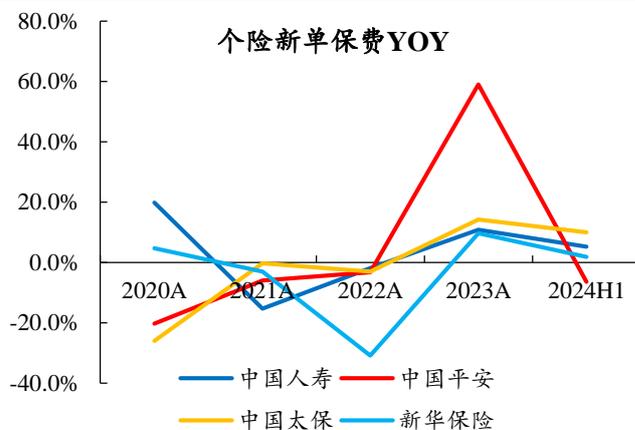
注：新华保险为非可比口径数据

**图12：2024H1 上市险企个险 NBVmargin 保持稳定**



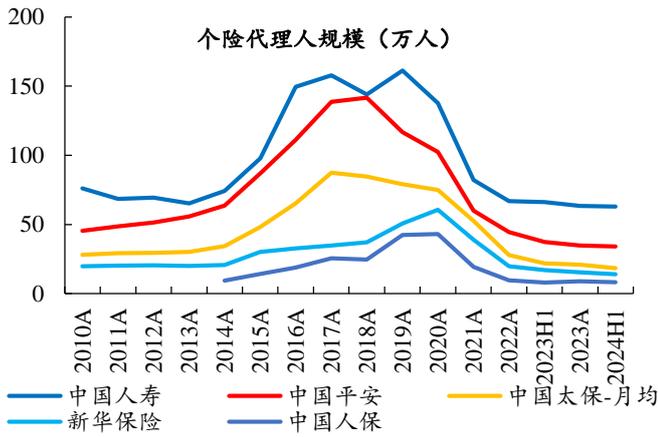
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

**图13：2024H1 部分上市险企个险新单保费延续正增长**

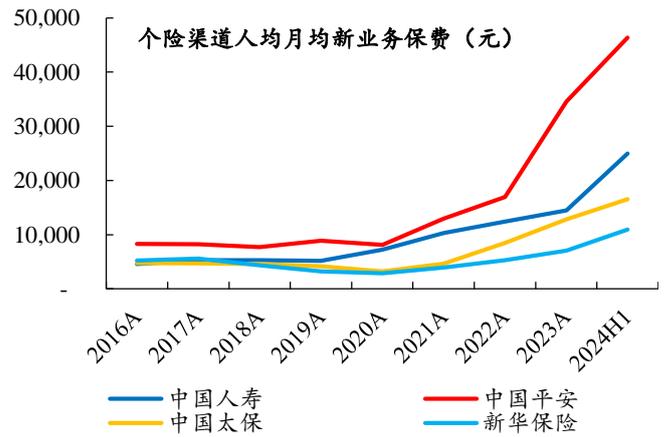


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

**中国人寿和中国平安人力企稳回升，中国太保和新华保险核心人力相对稳定。** 2024H1 上市险企人力降幅明显收窄，中国人寿和中国平安率先企稳回升，2024H1 代理人规模分别 62.9/34 万人，分别较年初-0.8%/-2.0%，较 2024Q1 分别+1.1%/+2.1%，中国平安人力中“优+”占比提升+10.2pct。中国太保和新华保险核心人力企稳，2024H1 中国太保月均代理人规模 18.3 万人，同比-16.4%，较年初-12.9%，月均核心人力 6 万人，同比+0.8%。新华保险个险代理人 13.9 万，较年初-10.3%，月均绩优人力 1.85 万人，同比基本持平。

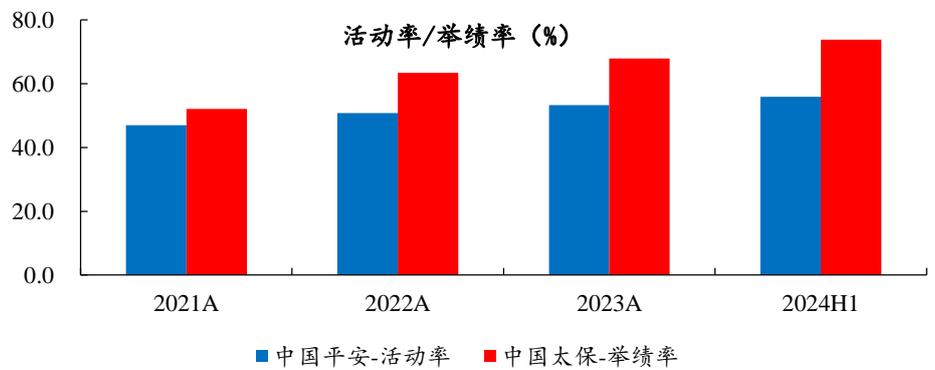
**图14: 2024H1 上市险企人力规模企稳回升**


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

**图15: 2024H1 上市险企人均产能延续提升趋势**


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

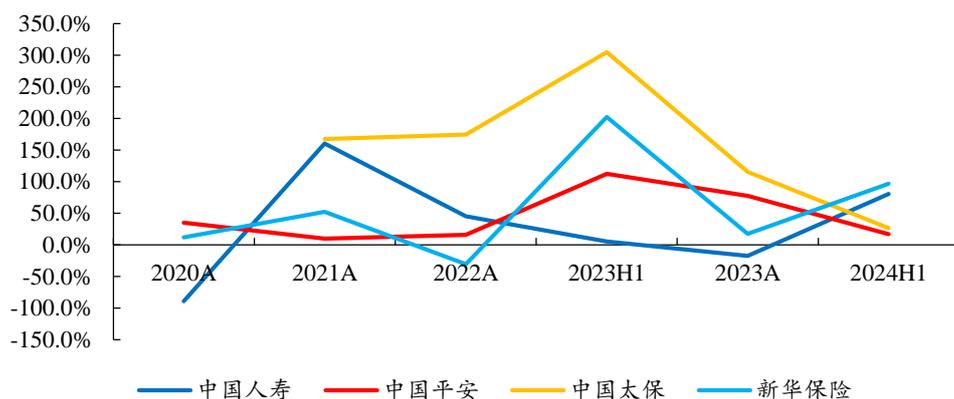
**活动举绩率延续提升, 人均产能保持提升趋势。**(1) 2024H1 中国平安活动率达 55.9%, 同比+1.8pct, 中国太保举绩率 73.8%, 同比+4.1pct。中国太保较 2023 年首年规模/首年佣金收入同比+10.6%/+4.2%; (2) 我们测算 2024H1 中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险 个险渠道人均新单保费分别同比+10.6%/+2.9%/-2.3%/+23.5%。中国平安代理人渠道 NBV 同比+10.8%, 人均 NBV 同比提升+36%; 中国人寿月人均首年期缴保费同比+12.4%; 2024H1 中国太保人均首年保费规模/首年佣金收入同比+10.6%/+4.2%。新华保险月人均首年期缴保费 1.04 万元, 同比+28.3%。

**图16: 2024H1 上市险企人均产能前瞻指标活动率保持提升趋势**


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

**银保渠道: 报行合一压降渠道佣金成本, 价值率抬升支撑渠道价值贡献提升。**2024H1 上市险企银保价值同比快于整体增速, 中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险分别同比+80.6%/+17.3%/+26.6%/+97.1%, 渠道价值贡献分别 9.2%/11.8%/19.3%/35.3%, 分别同比+3.2 pct /+0.6pct /+0.6pct /+7.1pct。

图17: 2024H1 上市险企银保 NBV 同比高增长

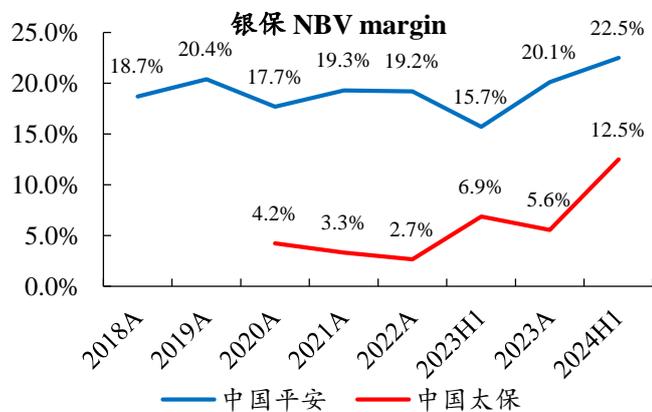


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

注: 中国太保和新华保险银保 NBV YOY 是基于非可比口径计算

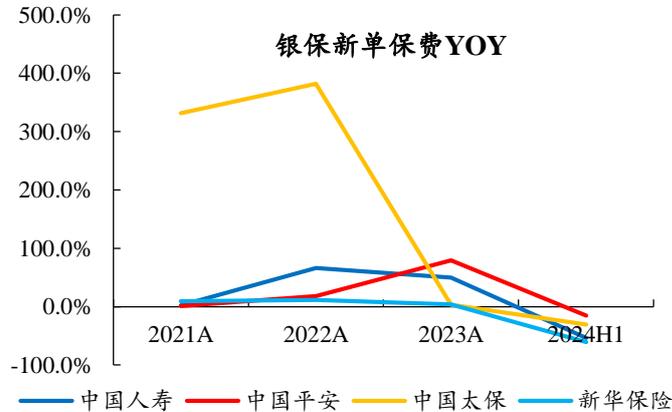
报行合一降低佣金水平 30%，价值率改善力度好于趸缴新单压降影响。2024 年 9 月初，金融监管总局人身险司司长罗艳君，从“报行合一”执行效果看，全行业相关渠道平均佣金水平较之前降低 30%。报行合一带来费差益改善，NBV margin 明显改善，2024H1 中国平安和中国太保分别达 22.5%/12.5%，分别同比+6.8 pct/+5.6pct。价值率改善力度好于险企趸缴业务压降造成的银保新单保费下滑。

图18: 2024H1 上市险企银保价值率明显提升



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

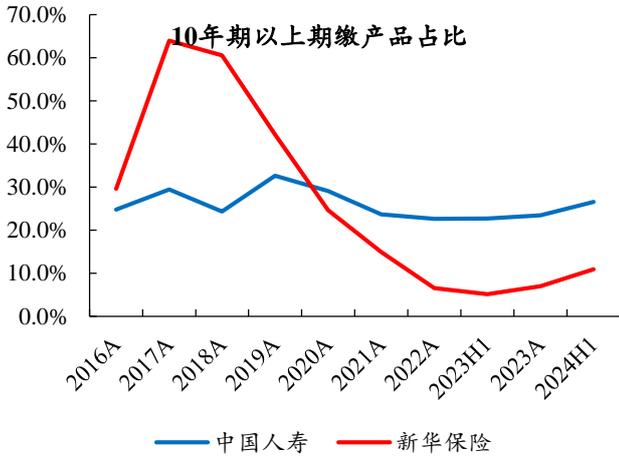
图19: 2024H1 上市险企银保新单同比下滑



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

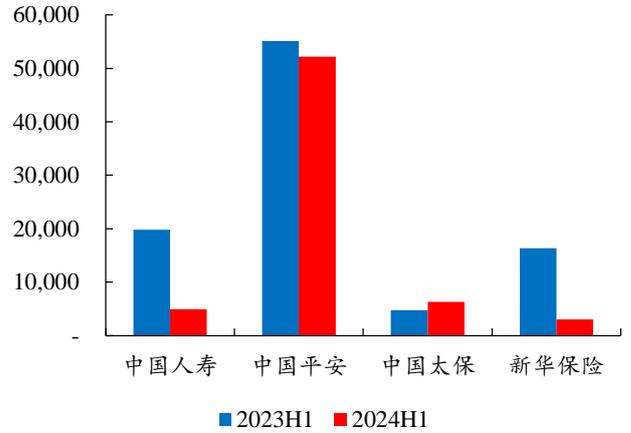
多数险企主要调整产品期缴结构。2024H1 中国人寿和新华保险主动销售长期期缴产品，10 年期及以上产品占新单保费比重分别同比+3.8 pct /+5.8pct 至 26.6%/11.0%。2024H1 上市险企 13 个月和 25 个月保单继续率延续提升趋势，退保率持续改善。

图20: 2024H1 中国人寿和新华保险 10 年期以上期缴产品占新单保费比重提升



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

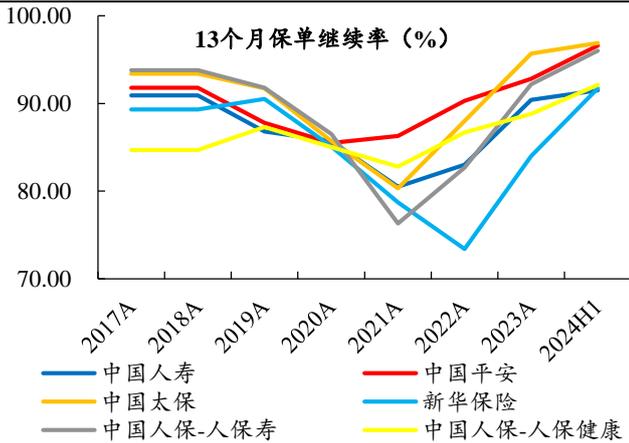
图21: 2024H1 中国人寿、中国平安、新华保险主动压降复缴新单保费 (百万元)



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

注: 中国太保为个险渠道复缴新单保费, 银保等渠道未拆分

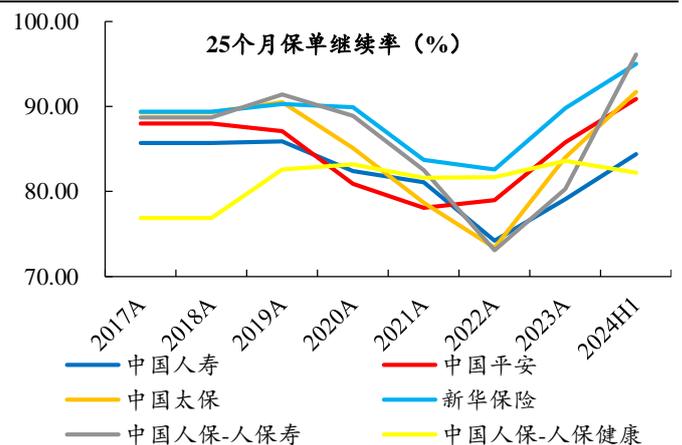
图22: 上市险企 13 个月保单继续率明显提升



数据来源: 各公司历年年报、开源证券研究所

注: 中国人寿为 14 个月保单继续率

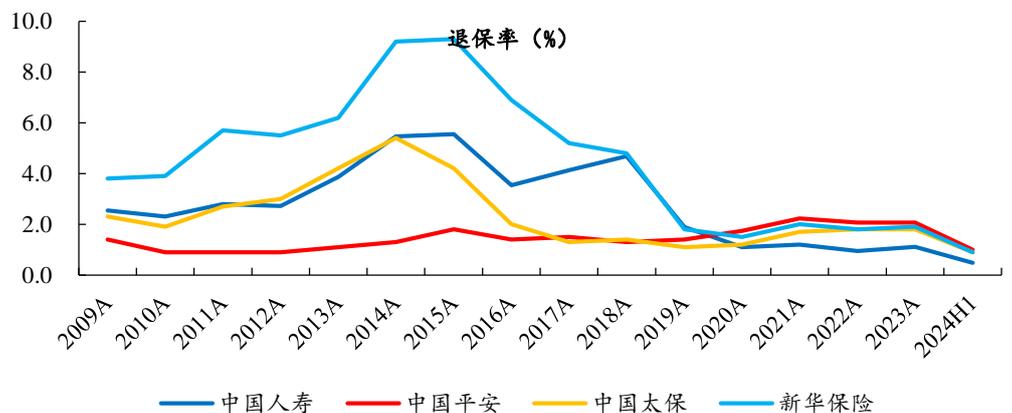
图23: 上市险企 25 个月保单继续率明显提升



数据来源: 各公司历年年报、开源证券研究所

注: 中国人寿为 26 个月保单继续率

图24: 2024H1 上市险企保单退保率进一步下降

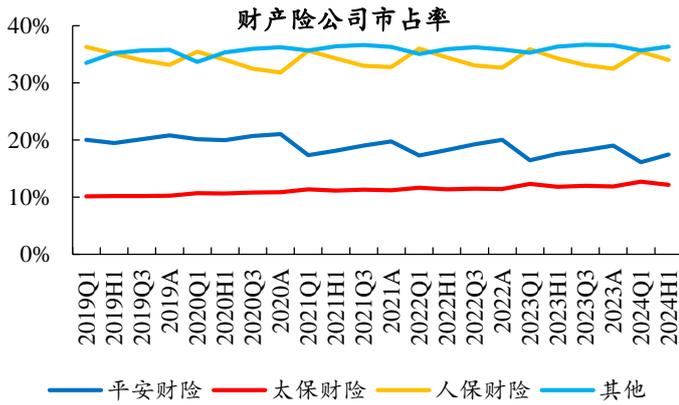


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

## 2.2、财险：成本管控带来 COR 同比改善，业务结构持续向好

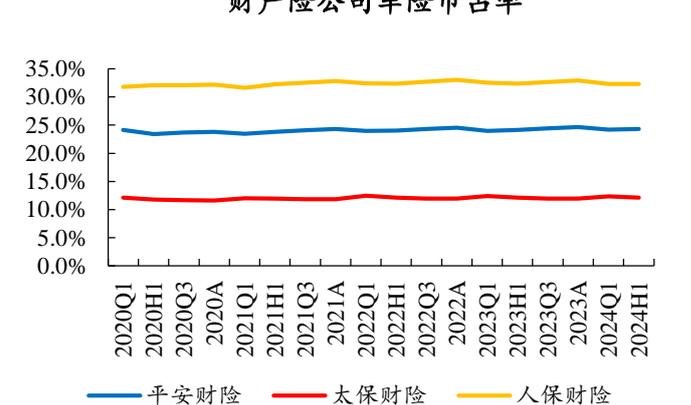
龙头财险公司市占率保持稳定。考虑业务对比的连贯性，同时财险业务受新准则影响较小，我们沿用保费收入分析车险业务情况。2024H1 上市险企财险保费及同比为：平安财险 1604 亿元、同比+4.1%，太保财险 1118 亿元、同比+7.8%，人保财险 3120 亿元、同比+3.7%，全行业财险保费 9176 亿元，同比+3.5%，头部险企保费增速优于全行业，整体市占率趋稳。

图25：2024H1 头部险企市占率趋稳



数据来源：各公司公告、国家金管局、开源证券研究所

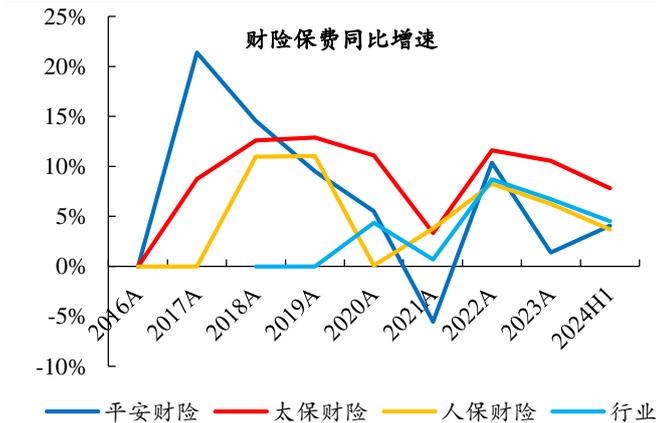
图26：2024H1 头部险企车险市占率保持稳定



数据来源：各公司公告、国家金管局、开源证券研究所

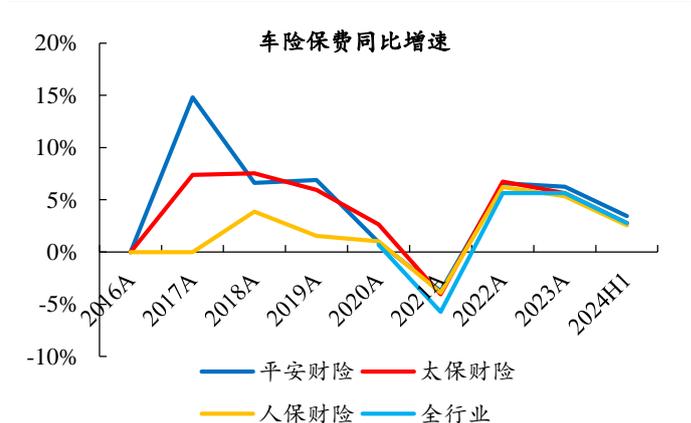
全行业车险保费增速放缓预计主要受年初中小险企价格战造成车均保费下滑。2024H1 人保财险/平安财险/太保财险/全行业车险保费增速分别同比 +2.5%/+3.4%/+2.8%/+2.8%。

图27：上市险企 2023 年财险保费同比增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

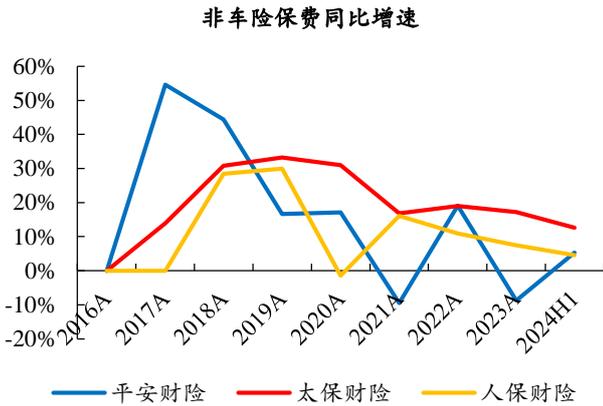
图28：2024H1 上市险企车险保费同比增速有所下滑



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

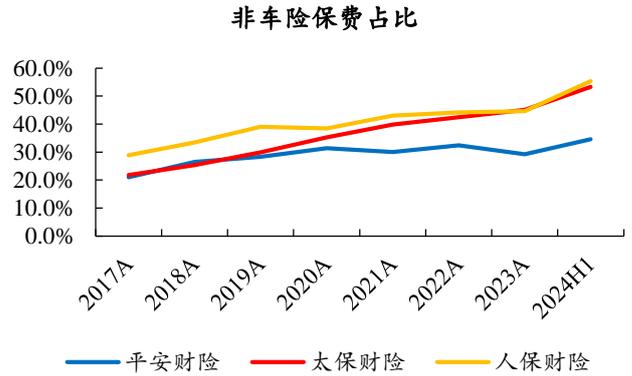
非车险保费受压降亏损业务和政策性保险推迟招标影响。2024H1 人保财险/平安财险/太保财险非车险保费增速分别同比 +4.6%/+5.3%/+12.7%，人保财险和平安产险主要受非车险占比达 55.3%/53.3%/34.6%，分别 +0.4 pct /+2.3 pct /+0.5pct。

图29：2024H1 上市险企非车险保费同比延续稳增



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

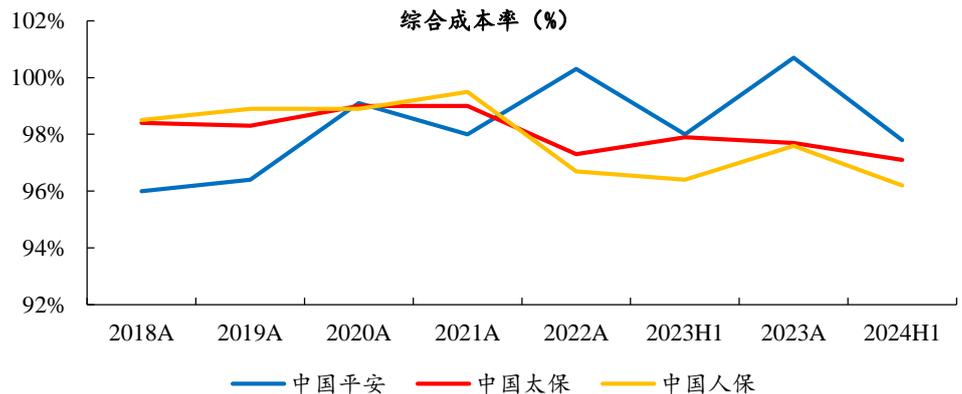
图30：2024H1 上市险企非车险保费占比提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

综合成本率下降受益于报行合一费用率持续改善。2024H1 人保财险/中国平安/中国太保 COR 分别-0.2pct/-0.8pct/-0.2pct 至 96.2%/97.8%/97.1%，其中费用率分别-0.8pct/-0.2pct/-0.1pct，赔付率分别+1.2pct/持平/-0.7pct。(1) 中国财险：车险板块 COR 同比下降 0.3pct 至 96.4%，赔付率/费用率分别同比+1.5pct/-1.8pct。赔付率上升主要受雨雪冰冻及南方暴雨灾害影响，出险率提升叠加零配件和工时价格上升、人伤赔偿标准提升影响。费用率下降得益于公司加强资源整合，强化成本管控。非车险：COR 95.8%，同比提升 1.44pct，农险/意外伤害及健康险/责任险/企业财产险/其他 COR 分别同比-2/+1.4/+1.3/+7.6/+3.5pct，农险业务结构和经营质量改善。(2) 中国太保：车险 COR97.1%，同比-0.9pct，主要受益新能源车险 COR 改善，新能源车险同比+41.7%。非车险 COR97.2%，同比-0.7%。(3) 平安财险：车险 COR98.1%，同比+1pct，主要受暴雨等自然灾害同比多发影响。

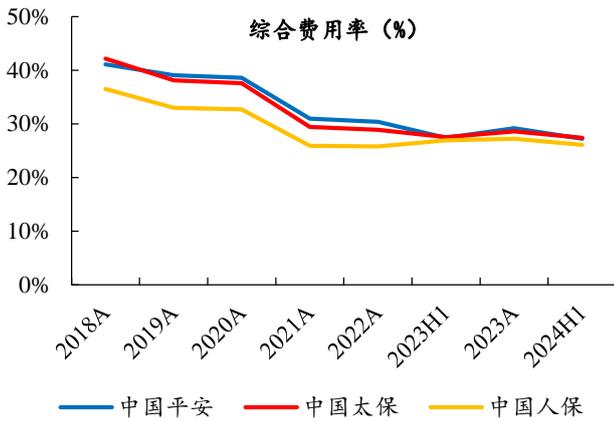
图31：上市险企 2024H1 综合成本率均有改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：2022 年后为综合成本率，综合成本率=【保险服务费用+（分出保费的分摊-摊回保险服务费用）+（承保财务损失-分出再保险财务收益）+ 提取保费准备金】 / 保险服务收入

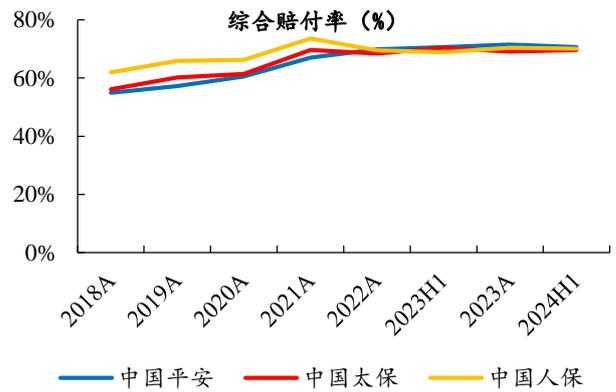
图32：上市险企 2024H1 财险费用率延续改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：2022年后为综合费用率=（获取费用摊销+维持费用）/ 保险服务收入

图33：上市险企 2024H1 财险赔付率保持稳定



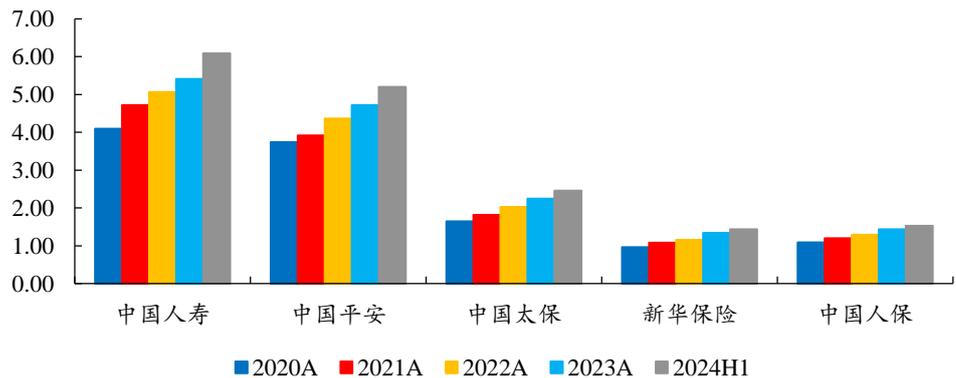
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：2022年后为综合赔付率=【当期发生的赔款及理赔费用+已发生赔款负债相关履约现金流量变动+（亏损部分的确认及转回-分摊至未到期责任负债的亏损部分）+（分出保费的分摊-摊回保险服务费用）+（承保财务损失-分出再保险财务损益）+提取保费准备金】/ 保险服务收入。

### 2.3、资产端：投资规模和总投资收益率提升，受益红利资产和债市上涨

上市险企投资资产规模较年初稳增。上市险企 2024 年末投资资产规模分别为中国人寿 6.09 万亿元、较年初+12.5%，中国平安 5.20 万亿元、较年初+10.2%，中国太保 2.46 亿元、较年初+9.2%，新华保险 1.44 亿元、较年初+7.0%。

图34：2024H1 上市险企总投资资产保持稳增长

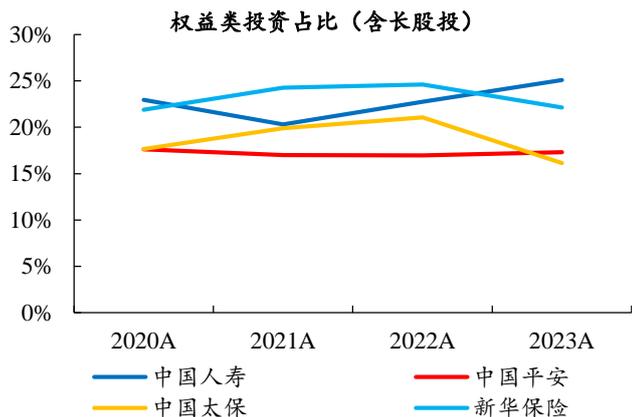


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

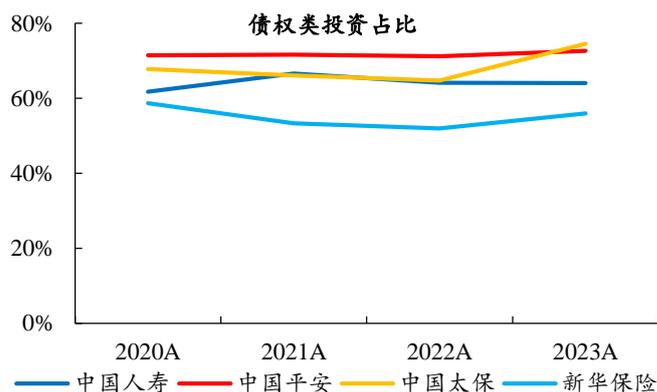
资产配置：权益 OCI 占比提升，交易盘债券资产市值上涨。（1）债权类占比延续提升、现金存款类趋势下行、权益类表现分化。（2）其他权益工具占比提升，预计上市险企持续增配高股息资产。中国人寿/中国太保/中国平安/新华保险 2024H1 其他权益工具占比分别+0.2pct/+0.6pct/+0.3pct/+0.8pct 至 2.6%/4.9%/4.0%/1.2%。（3）归类为交易性金融资产的债券规模占比提升，预计长端利率下行后债券市值上涨。

图35：2024H1 上市险企权益类投资占比分化

图36：2024H1 债权类投资占比提升

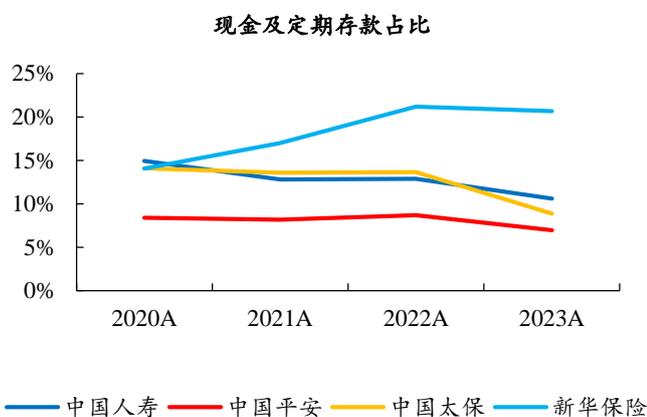


数据来源：各公司公告、开源证券研究所



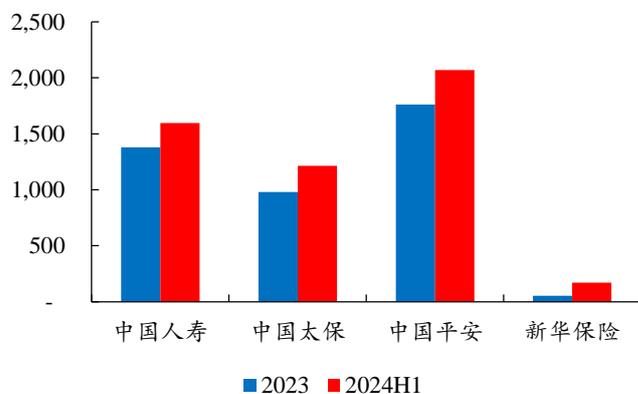
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图37：2024H1 现金及定期存款占比下降



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图38：2024H1 上市险企其他权益工具规模提升



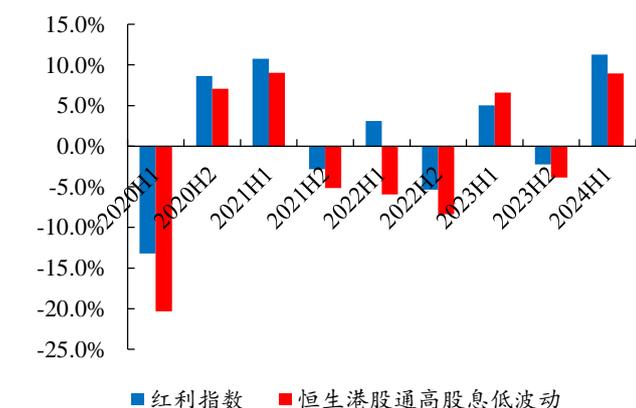
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表7：2024H1 四家上市险企交易型债券资产公允价值上涨带来占比明显提升

单位：亿元	中国人寿			中国太保			中国平安			新华保险		
	2023	2024H1	变化	2023	2024H1	变化	2023	2024H1	变化	2023	2024H1	变化
现金+存款	10.6%	9.4%	-1.2%	8.9%	9.6%	0.7%	6.9%	7.1%	0.2%	20.6%	20.4%	-0.2%
权益类资产	25.1%	24.1%	-1.0%	16.2%	16.2%	0.1%	17.3%	15.9%	-1.5%	19.1%	22.8%	3.7%
长股投	4.8%	4.5%	-0.3%	1.0%	0.4%	-0.6%	4.3%	4.0%	-0.3%	0.4%	1.1%	0.7%
交易性金融资产	17.0%	11.2%	-5.8%	10.5%	12.6%	2.1%	9.3%	7.9%	-1.4%	18.3%	20.5%	2.2%
其他权益工具	2.4%	2.6%	0.2%	4.4%	4.9%	0.6%	3.7%	4.0%	0.3%	0.4%	1.2%	0.8%
固收类资产	64.1%	66.3%	2.2%	74.5%	73.8%	-0.7%	79.9%	81.5%	1.6%	59.6%	56.1%	-3.5%
交易性金融资产	13.1%	19.4%	6.3%	15.4%	16.3%	0.9%	14.3%	16.9%	2.6%	10.0%	12.6%	2.6%
债权投资	3.7%	3.2%	-0.5%	3.7%	2.7%	-0.9%	13.3%	12.8%	-0.5%	23.8%	21.7%	-2.1%
其他债权投资	48.5%	49.4%	0.9%	55.4%	54.7%	-0.7%	52.3%	51.8%	-0.5%	25.8%	21.9%	-3.9%
投资性房地产	0.2%	0.2%	0.0%	0.5%	0.4%	-0.1%	2.7%	2.5%	-0.2%	0.7%	0.6%	-0.1%
其他	0.3%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%						
合计	100%	100%	0.0%	100%	100%	0.0%	100.0%	100.0%	0.0%	100.0%	100.0%	0.0%

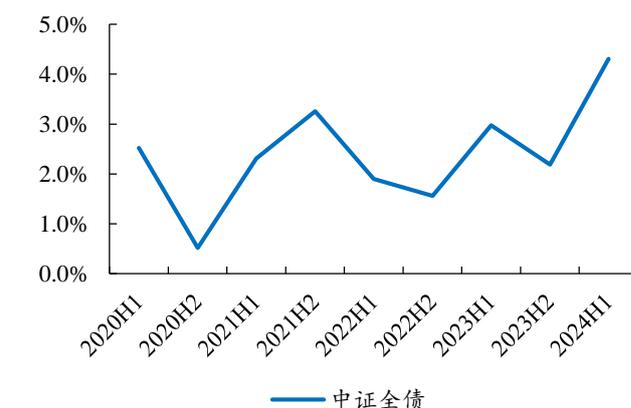
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图39：2024H1 红利指数和港股高股息指数分别上涨 11.3%和 8.9%



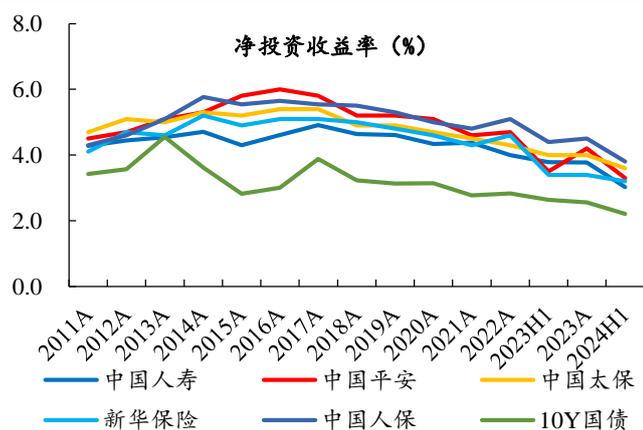
数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：2024H1 中证全债指数上涨 4.3%

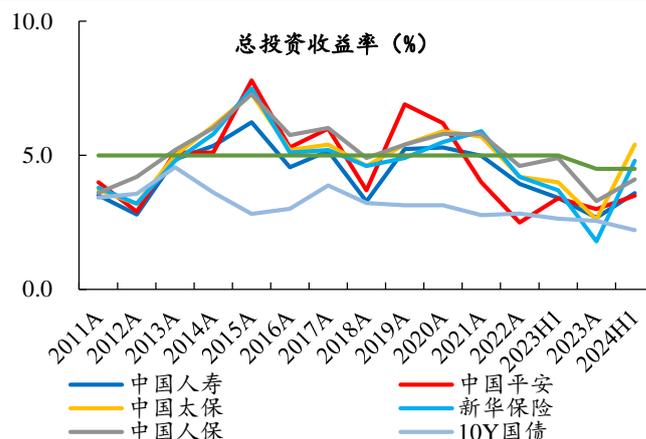


数据来源：Wind、开源证券研究所

上市险企净投资收益率延续下行趋势，总投资收益率明显改善。险企 2024H1 年净投资收益率跟随长端利率持续下行：中国人寿 3.03%（同比-0.75pct）、中国平安 3.30%（同比-0.2pct）、中国太保 3.6%（同比-0.3 pct）、新华保险 3.2%（同比-0.2pct）、中国人保 3.8%（同比-0.6pct），10Y 国债自年初下降 35bp 至 2024 年 6 月 30 日 2.21%；总投资收益率受受益上半年高股息资产表现较好，同时长端利率下行造成 TVTPL 债券公允价值上涨，上市险企分别：中国人寿 3.59%（同比+0.18pct）、中国平安 3.50%（同比+0.1pct）、中国太保 5.4%（同比+1.4pct）、新华保险 4.8%（同比+1.1pct）、中国人保 4.1%（同比-0.8pct）。

**图41：2024H1 上市险企净投资收益率有所下滑**


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

**图42：2024H1 上市险企总投资收益率明显改善**


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

## 2.4、偿付能力：上市险企核心偿付能力表现分化

偿付能力充足率环比改善，预计可通过发行资本补充债券改善偿付能力。2024H1 上市公司业务主体偿付能力充足率表现分化，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保核心偿付能力充足率分别同比+11.5pct/-11.7pct/+14.0pct /-24.3pct/+25.6 pct。

**表8：2024H1 上市险企核心偿付能力充足率表现分化**

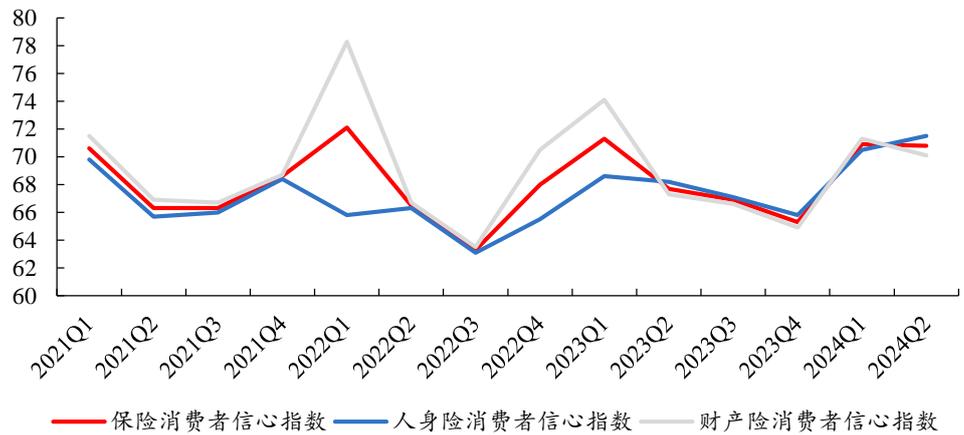
偿付能力	核心偿付能力充足率				综合偿付能力充足率			
	2023H1	2024Q1	2024H1	同比	2023H1	2024Q1	2024H1	同比
<b>中国人寿</b>	<b>140.4%</b>	<b>155.0%</b>	<b>151.9%</b>	<b>11.5%</b>	<b>204.2%</b>	<b>209.2%</b>	<b>205.2%</b>	<b>1.0%</b>
<b>中国平安</b>	<b>176.6%</b>		<b>164.9%</b>	<b>-11.7%</b>	<b>219.4%</b>		<b>208.8%</b>	<b>-10.6%</b>
-平安寿险	120.4%	120.4%	123.6%	3.2%	212.0%	212.8%	208.8%	-3.2%
-平安产险	176.6%	171.6%	181.9%	5.3%	217.7%	211.7%	205.0%	-12.7%
-平安养老险	171.8%	151.0%	210.7%	38.9%	258.6%	225.9%	298.9%	40.3%
-平安健康险	219.6%	208.8%	268.2%	48.7%	267.0%	254.5%	320.4%	53.4%
<b>中国太保</b>	<b>159.0%</b>		<b>173.0%</b>	<b>14.0%</b>	<b>240.0%</b>		<b>251.0%</b>	<b>11.0%</b>
-太平洋人寿	112.0%	108.0%	121.0%	9.0%	197.0%	196.0%	205.0%	8.0%
-太平洋财险	146.5%	170.2%	173.0%	26.5%	198.0%	218.2%	220.0%	22.0%
-太平洋健康险	224.0%	217.0%	217.0%	-7.0%	246.0%	256.0%	256.0%	10.0%
-太平洋农险	332.2%	323.7%	317.0%	-15.2%	367.6%	361.1%	351.0%	-16.6%
<b>新华保险</b>	<b>146.9%</b>	<b>142.6%</b>	<b>122.6%</b>	<b>-24.3%</b>	<b>239.0%</b>	<b>252.1%</b>	<b>225.2%</b>	<b>-13.8%</b>
<b>中国人保</b>	<b>184.4%</b>		<b>210.0%</b>	<b>25.6%</b>	<b>240.3%</b>		<b>267.0%</b>	<b>26.7%</b>
-人保财险	193.5%	206.9%	205.0%	11.5%	221.6%	228.1%	229.0%	7.4%
-人保寿险	121.2%	146.0%	163.0%	41.8%	200.2%	224.2%	252.0%	51.8%
-人保健康	121.1%	144.9%	156.0%	35.0%	236.4%	273.0%	292.0%	55.6%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

### 3、未来展望：负债端延续高景气，政策端呵护负债成本调降

**需求侧：短期看，保险仍具“刚兑”优势，保险消费者信心指数明显提升。**短期看，保险产品预定和结算利率下调后，对比理财型竞品竞争力仍在，“刚兑”属性优势依旧凸显。2024Q2 人身险消费者信心指数为 71.5，环比上升 1.0，同比上升 3.3，达到自 2021 年一季度以来的最高值。环比看，行业服务满意度、消费信任偏好、保险消费意愿三个细分指标环比有所上升，健康险、意外险、定期寿险、终身寿险、年金险、万能险等六类保险产品的购买意愿指数大于 50%，处于意愿较积极区间。**中长期看，人口老龄化进程加速下养老储蓄需求旺盛，中国式现代化需要保险高质量发展。**三中全会 13 次提到保险，7 次提到商业保险，重视保险行业高质量发展中的重要地位，强调“加快发展多层次多支柱养老保险体系，扩大年金制度覆盖范围，推行个人养老金制度，发挥各类商业保险补充保障作用，积极应对人口老龄化，完善发展养老事业和养老产业政策机制。”人口老龄化进程加速下养老储蓄需求旺盛，保险业在中国式现代化中承担重要作用。

图43：2024Q2 中国人身险消费者信心指数环比提升



数据来源：中国保险保障基金、开源证券研究所

**供给侧：银保报行合一改善费差益，全面深化利好个险渠道高质量发展。**2023 年银保渠道报行合一后渠道佣金成本下降约 30%，叠加“1+3”银行网点合作放开下银保渠道竞争格局改善，银保渠道价值贡献明显提升。展望全面深化报行合一，我们预计个险渠道佣金成本有望进一步改善，短期渠道产能和销售激励有所影响，中长期利好代理人渠道高质量发展。

表9：2023 年 8 月以来报行合一政策持续推进，银保和经代渠道已经落地，关注个险渠道落地情况

时间	政策	主要内容
2023 年 8 月	《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》	一、各公司通过银行代理销售的产品，应当审慎合理地确定费用假设，结合公司实际，根据发展水平、盈利状况、管理能力等，细化完善费用结构。鼓励各公司探索佣金费用的递延支付，通过与业务品质挂钩，实现销售激励的长期可持续性。 二、从即日起，各公司通过银行代理销售的产品，在产品备案时，应当按监管规定在产品精算报告中明确说明费用假设、费用结构，并列示佣金上限。 三、各公司应据实列支向银行支付的佣金费用，佣金等实际费用应与备案材料

时间	政策	主要内容
		保持一致。
2023年10月	《关于银保产品管理有关事宜的通知》	一、部分保险公司备案银保产品费用率与单独报备的渠道总费用不一致。金融监管总局将按两者孰低原则认定银保渠道总费用。保险公司在实际执行中若超过其较低者，监管部门将按照“报行不一”依法依规严肃处理。 二、如果监管认定的银保渠道总费用明显不能覆盖银保渠道手续费及相关固定成本摊销费用，相关公司要高度关注可能存在的“报行不一”风险，及时予以研究，及时化解风险隐患。 三、保险公司总公司还应加强费用真实性管理。监管部门对现场检查中发现的基层分支机构费用不真实的问题，在依法严肃处理的同时，切实加强对总公司管理责任的追责与问责。
2023年10月	2023年三季度银行业保险业数据信息新闻发布会	在银保渠道率先严格执行产品“报行合一”工作，强化产品备案管理；银保渠道的佣金费率较之前平均水平下降了约30%；将全面推行“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。
2024年1月	《关于规范人身保险公司银行代理渠道业务有关事项的通知》	主要包括五个方面，分别是：要求规范产品设计与备案；健全内控机制建设；强化内部监督管理、加强非现场监管和现场检查；明确中国保险行业协会、中国银保信公司的职责，形成合力。
2024年1月	《关于促进银行代理保险业务健康发展的倡议》	主要包括七个方面，分别是：要加强精算约束，科学设计银保产品；加强精细化管理，合理确定银保产品费用结构；落实主体责任，建立健全“报行合一”内控管理机制；严肃财经纪律，加强费用真实性管理；坚持依法合规，严格规范佣金支付管理；动态跟踪调整，加强费用假设回溯分析；筑牢风险防线，充分发挥内部审计的监督作用。
2024年3月	经代渠道全面实行报行合一	慧保天下记者调查，3月底经代渠道或将全面实行报行合一。目前虽未见到监管的正式通知文件，但大规模的产品停售和费用调整已经透露了市场走向，截至目前，已有数十家险企近50款产品进行了停止录单或调费的处理。
2024年6月	李云泽在2024年陆家嘴论坛发言	要下大气力改革销售体系，开展保险中介清虚提质行动，持续推进报行合一，全面强化深化银保合作，探索优质非银金融机构保险代理试点，持续提升销售服务的规范化、专业化、便利化水平；

资料来源：金融监督管理总局、慧保天下、开源证券研究所

**供给侧：监管呵护负债成本调降，预定利率市场调整机制落地下利差损风险有望缓解。**2023年和2024年监管连续两次调降传统险预定利率和万能分红险结算利率，同时建立预定利率与市场利率挂钩的动态调整机制，保险行业负债成本迎来拐点，利差损风险有望缓解。2024年8月寿险行业万能险年化结算利率下降至2.93%，中国人寿下降至2.56%。

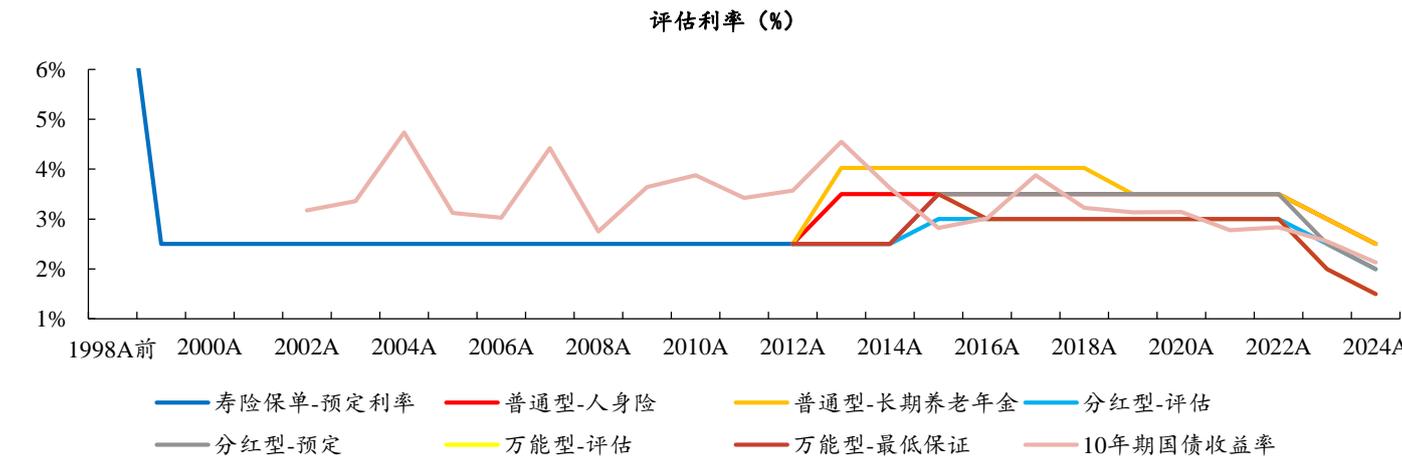
**表10：2023年和2024年监管连续调降传统险预定利率和万能分红险结算利率，负债成本有望持续回落**

时间	内容	主要内容	影响
2023年4月	人身险产品预定利率下调至3%	2023年8月1日起，普通型人身险产品的预定利率从3.5%下调至3.0%，分红险预定利率上限从3%降至2.5%，万能险最低保证利率的上限从3%降至2%。	降低利差损风险以及恶性竞争，短期引发停售潮，中长期利好负债成本改善
2024年1月	监管部门窗口指导，部分寿险公司压降万能险结算利率	自2024年1月起，万能险结算利率不得超过4%，6月起不得超过3.8%，目的是降低负债端成本，部分规模较	降低利差损风险以及恶性竞争，

时间	内容	主要内容	影响
		大以及风险处置机构需压降至不超过3.5%。	预计对短期销售影响较小
2024年3月	部分保险公司近日接到窗口指导，要求调降万能险结算利率和分红险实际分红水平	中小险企万能险结算利率不超过3.3%，分红险实际分红水平或降至万能险同等水平，甚至更低。而大型险企则被要求在中小险企基础上再降0.2个百分点，即不超过3.1%。	降低万能险和分红险负债成本
2024年8月	《关于健全人身保险产品定价机制的通知》	自2024年9月起新备案普通型保险产品预定利率上限从3.0%下调为2.5%。自2024年10月分红型保险产品预定利率上限从2.5%下调为2.0%，万能型最低保证利率上限从2.0%下调为1.5%；超过上限产品期限后停售。明确预定利率基准参考5年期以上LPR、5年定存基准利率、10年期国债到期收益率等长期利率确定，由中保协发布，各司按市场化原则围绕预定利率基准值及时调整产品定价。	负债成本进一步压降，建立预定利率市场调节机制

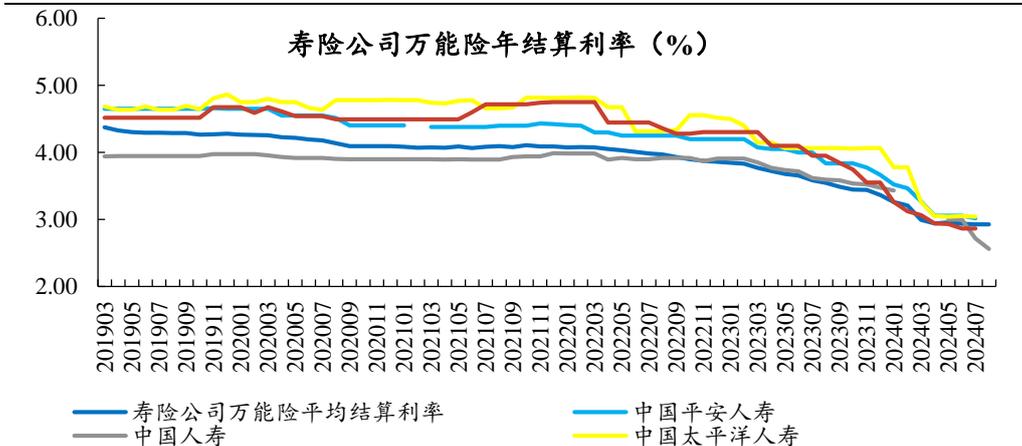
数据来源：金融监督管理总局、中国银行保险报、开源证券研究所

图44：2024年传统险预定利率自3.0%降至2.5%，分红险预定利率上限自2.5%至2.0%，万能险新备案上限1.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

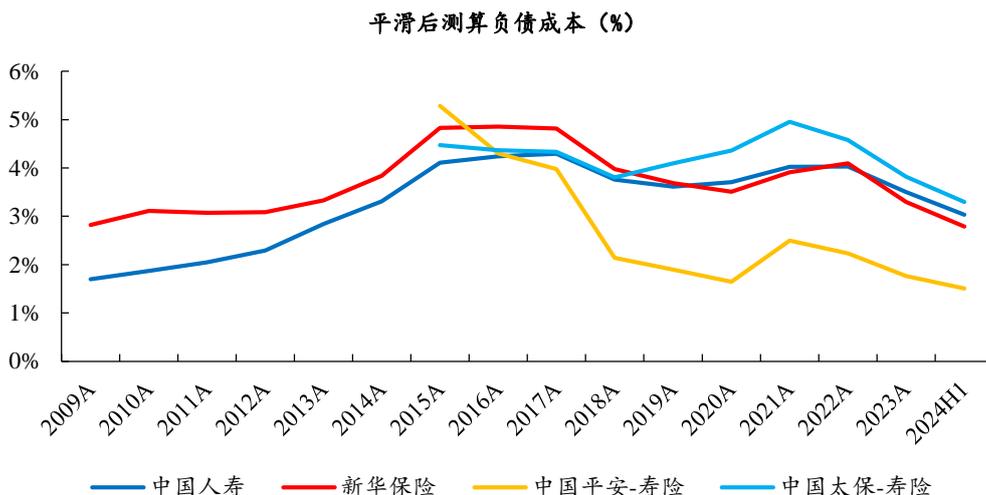
图45：2024年8月寿险公司万能险年化结算利率下降至2.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

新单负债成本持续回落，NBV 打平收益率下降 50bp，存量负债成本有望持续改善。(1) 我们基于 CRIA 模型测算 3 年移动平均负债成本，2024H1 中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险负债成本相较 2023 年下降 5bp/5bp/3bp/5bp。(2) NBV 打平收益率：2024H1 中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险分别达 2.23%/2.06%/2.70%/3.26%，分别较 2023 年下降 55/37/42/66bp，4 家平均 NBV 打平收益率自 3.06%下降 50bp 至 2.56%。(3) VIF 打平收益率：2024H1 中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险分别达 2.23%/2.46%/2.17%/3.06%，较 2023 年末基本持平。

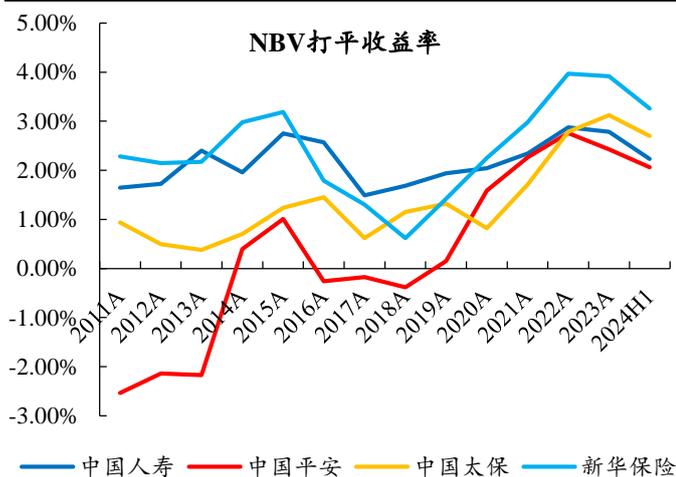
图46：2024H1 上市险企 CRIA 负债成本持续下降



数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

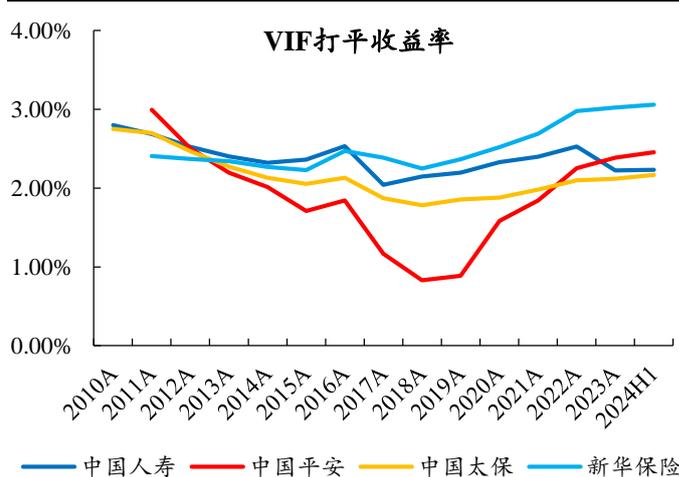
注：每期负债成本时点取近 3 年数据平均值

图47：2024H1 上市险企 NBV 打平收益率明显下降



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图48：2024H1 上市险企 VIF 打平收益率相对平稳

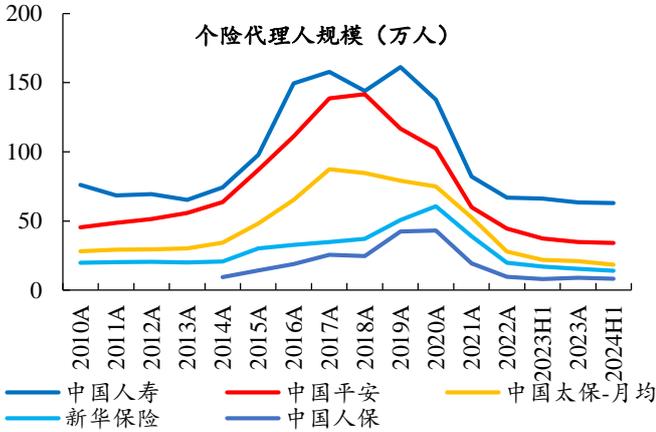


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

供给侧：个险渠道改革成效显著，人力企稳回升+人均产能持续提升。2024H1 上市险企人力降幅明显收窄，中国人寿和中国平安率先企稳回升，2024H1 代理人规模分别 62.9/34 万人，分别较年初-0.8%/-2.0%，较 2024Q1 分别+1.1%/+2.1%，中国平安人力中“优+”占比提升+10.2pct。中国太保和新华保险核心人力企稳，2024H1 中国太保月均代理人规模 18.3 万人，同比-16.4%，较年初-12.9%，月均核心人力 6 万人，

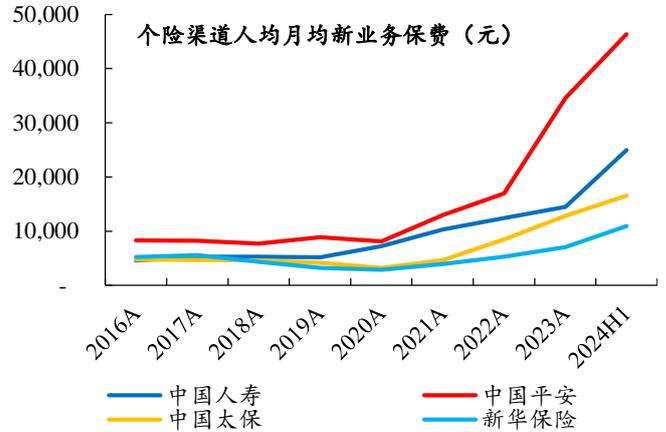
同比+0.8%。新华保险个险代理人 13.9 万，较年初-10.3%，月均绩优人力 1.85 万人，同比基本持平。

图49：2024H1 上市险企人力规模企稳回升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

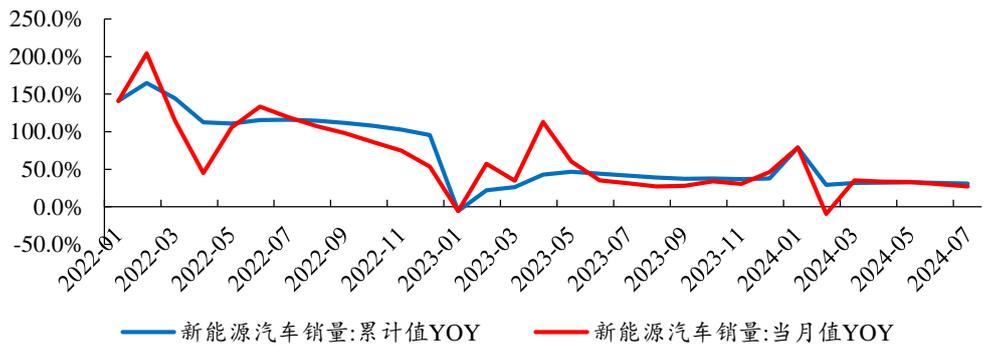
图50：2024H1 上市险企人均产能延续提升趋势



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

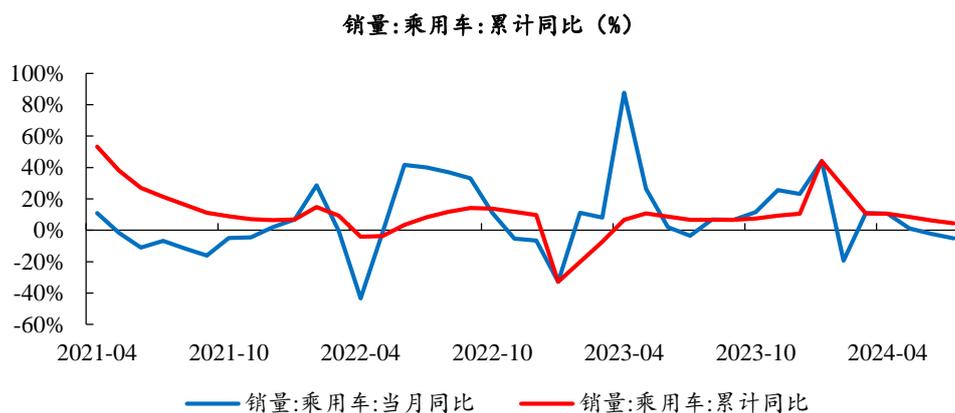
**财险：互联网财险新规优化竞争格局，下半年非车险政策险招标有望落地。**2024 年前 7 月乘用车/新能源累计销量同比+4.5%/+31.1%，7 月单月销量同比-5.1%/+27%。8 月 13 日互联网财险新规落地，限定互联网财险展业的偿付能力和经营年限要求，明确车险在无分公司区域进行互联网展业，农险船舶特殊保险不得通过互联网经营，我们认为新规提高互联网财险业务准入门槛，格局优化下中国财险龙头地位凸显。非车险方面，上半年受政策性保险招标推迟影响保费增速有所放缓，下半年业务有望顺利开展。

图51：2024 年以来新能源汽车销量保持活跃



数据来源：Wind、开源证券研究所

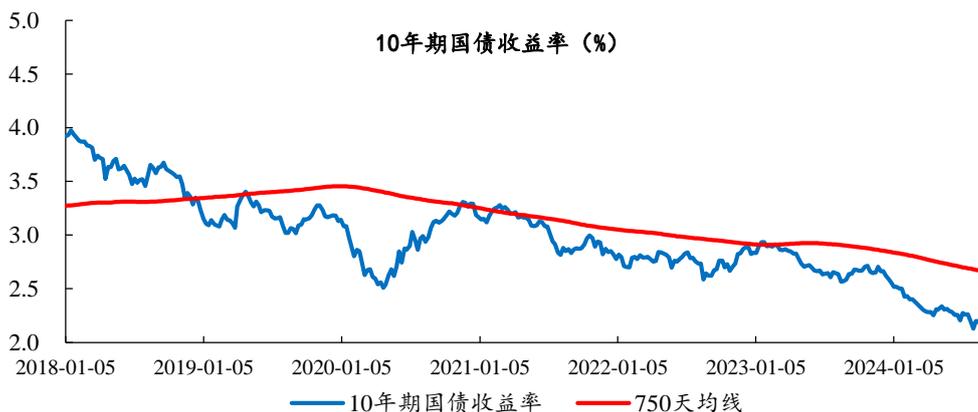
图52：2024上半年乘用车销量增速有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

**资产端：关注长端利率修复趋势和权益市场改善下的资产端业绩和估值弹性。**受经济环境影响，2024年初以来10年期国债收益率持续走低，上市险企主动拉长资产久期+增配高股息资产+寻求债券交易配置机会以平缓投资收益率。

图53：十年期国债持续走低，截至2024年8月末至2.17%



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、投资建议

2024H1 业绩好于预期，负债端延续高景气，关注资产端催化下的业绩和估值弹性。

(1) 2024H1 上市险企净利润同比增速改善，投资收益是主因：中国太保+37%/中国人寿+14%/新华保险+11%/中国人寿+11%/中国平安+7%，高股息股票和债券上涨带动公允价值变动损益大幅改善。(2) 负债端延续高景气，价值率大幅跃升：NBV 同比：中国人寿+81%/新华保险+58%/中国太保+29%/中国人寿+19%/中国平安+11%，银保渠道主动、被动压降低价值保单拖累新单，银保报行合一、期缴产品结构优化和调降预定利率提振价值率。合同服务边际 CSM 重回正增长，新业务 CSM 改善和总投资收益率较好驱动 CSM 改善，利于后续营运利润增长。(3) 向后展望，分红型产品供需两端催化下高增长可期，占新单比例有望明显提升，1+3 网点合作放开利于头部险企银保渠道延续高质量增长，个险报行合一、产品结构优化和预定利率调降有望进一步支撑价值率，负债端有望延续高质量增长，负债成本持续调降缓解利差损风险。(4) 多数上市险企首次中期分红，分红金额占 2023 年净利润比重在 42-64%。负债端成本持续回落且延续高质量增长，资产端政策托底、结构调整带来投资收益率趋稳，利差损风险边际改善，估值仍在底部，看好寿险板块机会，推荐中国太保、中国人寿、中国平安，受益标的新华保险、中国人寿。

表11：推荐标的估值表-寿险

当前股价及评级表		EVPS			PEV			BVPS			PB		评级
证券简称	2024/9/6	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	
中国人寿	33.79	34.11	44.60	49.27	52.95	0.76	0.69	0.64	11.60	18.60	21.26	2.94	买入
中国平安	42.64	43.42	76.34	79.95	83.43	0.57	0.54	0.52	49.37	53.48	57.83	0.88	买入
中国太保	29.46	30.25	55.04	59.06	63.27	0.55	0.51	0.48	25.94	26.55	27.22	1.17	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

表12：推荐标的估值表-财险

当前股价及评级表		EPS			PE			BPS			PB		评级
证券简称	2024/9/6	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	
中国财险	10.66	1.21	1.51	1.68	8.80	7.06	6.36	12.31	13.26	14.25	0.87	0.80	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：中国财险货币单位为港元。

## 5、风险提示

- 保险需求复苏不及预期：居民收入增长放缓，保障型产品需求下降，储蓄型产品需求增长不及预期。
- 寿险转型进展慢于预期：上市险企个险渠道转型效果不佳，人力企稳趋势不明朗，人均产能改善不明显。
- 长端利率下行及资本市场波动风险：长端利率下行造成长久期债券配置收益率下滑，资本市场波动造成保险公司权益投资收益率下滑。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn