

超配 (维持)

## 资负双轮驱动，优选高弹性标的

2025 年上半年保险行业投资策略

2024 年 11 月 22 日

### 投资要点：

分析师：吴晓彤

SAC 执业证书编号：

S0340524070001

电话：0769-22119430

邮箱：

wuxiaotong@dgzq.com.cn

■ **行情复盘：年初至今A股险企实现全线上涨。**今年年初至10月末，保险板块行情呈现波动上涨的特征，申万保险指数上涨44.37%，跑赢沪深300指数29.46个百分点，行情主要由寿险负债端的持续向好、资产端的大幅改善以及板块强β属性推动。具体到个股，A股险企实现全线上涨，中国太保、新华保险、中国人寿、中国人保和中国平安分别实现+54.75%、+54.22%、+47.72%、+46.69%、+38.76%的区间涨幅。

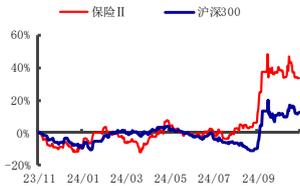
■ **负债端有望延续景气增长。**预计在“报行合一”以及下调预定利率的背景下，险企有效控制渠道费用率，减轻成本压力，叠加产品结构优化与代理人产能提升将直接带动NBVM的提升，助推NBV延续增长态势。在低利率环境下，分红险的“保底+分红”价值更加凸显，各寿险公司主打产品或将逐步从增额终身寿险切换为分红险，有利于险企更好地应对利率下行周期资产配置的压力和投资收益波动，对分散部分利差损风险也有积极意义。

■ **资产端有望继续受益于一揽子金融新政。**央行等部门联合宣布一揽子金融新政，力度大且范围广，旨在稳增长、稳市场，超预期提振市场信心。预计新政将持续提振资本市场，改善险企投资端，利好股价表现，权益占比以及FVTPL占比更高的险企更加受益。同时，央行降准降息，长端利率回升后企稳，险企净投资收益率有望逐步提升。此外，房地产新政引导存量房贷利率下行，提高保障性住房再贷款支持比例，若房地产市场企稳，险企投资风险及减值压力将减轻，估值压制减弱。

■ **投资策略：给予行业“超配”评级。**截至11月21日，新华保险、中国太保、中国平安和中国人寿PEV分别为0.51、0.58、0.66和0.82，均位于1以下。展望2025年上半年，保险行业负债端延续高质量增长，资产端受益于一揽子增量政策持续改善，叠加强β属性，有望在“资负共振”中实现估值上涨，看好后续行情的持续性。给予行业“超配”评级。个股建议关注资产端弹性较大的中国人寿（601628）和新华保险（601336）；综合能力稳健的中国太保（601601）；负债端人力企稳、更受益于房地产政策的中国平安（601318）。

■ **风险提示：**代理人流失超预期、产能提升不及预期、银保渠道发展不及预期导致保费增速下滑的风险；长端利率快速下行导致资产端投资收益率超预期下滑的风险；监管政策持续收紧导致新保单销售难度加大的风险。

### 保险（申万）指数走势



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

## 目录

1、行情复盘：年初至今 A 股险企实现全线上涨	4
2、负债端：预计 NBV 延续增长，COR 整体稳健	6
2.1 寿险：NBVM 提升，分红险“保底+分红”价值渐显	6
2.1.1 NBV 增长视角：NBVM 带动 NBV 延续扩张	6
2.1.2 产品切换视角：预定利率再次下调，分红险价值更凸显	9
2.2 财险：车险稳增，非车险增长分化	11
3、资产端：股市回暖预期下高弹性标的更受益	16
3.1 投资端大幅改善推动险企三季度超预期表现	16
3.2 924 新政后投资端向上预期更强	18
4、投资策略	20
5、风险提示	21

## 插图目录

图 1：2024 年 1-10 月 A 股险企涨跌幅（%）	4
图 2：保险指数 2024 年 1-10 月行情复盘（%）	5
图 3：上市险企寿险新单保费同比增速（%）	6
图 4：2024 年前三季度新单保费各渠道保费增长率（%）	6
图 5：上市险企代理人规模（万人）	8
图 6：上市险企寿险 NBVM（%）	9
图 7：2024Q1-Q3 上市险企 NBV 增速（%）	9
图 8：平安人寿“御享金越”分红型终身寿险	10
图 9：中国人寿“鑫益传家”分红型终身寿险	10
图 10：太保寿险保费按产品类型分类（%）	11
图 11：人保寿险按险种列示的原保险保费收入（百万元，%）	11
图 12：人保寿险原保险保费收入前五位的保险产品经营情况（百万元）	11
图 13：财险保费收入增速（%）	12
图 14：2024Q1-Q3 上市险企财险增速（%）	12
图 15：全国汽车保有量（亿辆，%）	13
图 16：新能源汽车渗透率（%）	13
图 17：非车险原保险保费收入增长情况（百万元，%）	13
图 18：A 股险企非车险占比（%）	13
图 19：人保 2024Q1-Q3 财险结构（百万元，%）	14
图 20：行业非车险保费占比（%）	14
图 21：责任险、农业险、健康险保费规模（亿元）	14
图 22：上市险企综合成本率（%）	15
图 23：上市险企综合赔付率（%）	15
图 24：保险业财险赔付率（%）	16
图 25：2024 年月度财险累计赔付对比图（亿元）	16
图 26：保险板块过去 10 年行情复盘（%）	17
图 27：上市险企前三季度净利润同比增速（亿元，%）	18
图 28：10 年国债到期收益率（%）	19
图 29：沪深 300 和上证指数涨跌幅（%）	19
图 30：2024H1 股票和基金配置比例（%）	20
图 31：股票中分类为 FVTPL 占比（%）	20

---

图 32: 上市险企 PEV 走势 (%，截至 11 月 20 日) .....	21
--	----

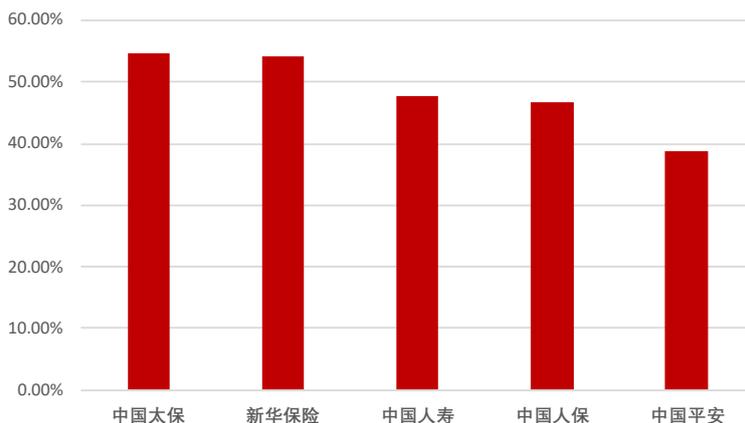
## 表格目录

表 1: 五大行存款利率调整情况 (%) .....	7
表 2: 新华保险 2024 年三季度原保险保费收入结构 (百万元) .....	8
表 3: 责任险、农业保险相关政策 .....	14
表 4: 平安寿险新业务价值的利源结构 .....	16
表 5: 上市险企投资收益率 (%) .....	17
表 6: 9 月 24 日国新办新闻发布会政策整理 .....	18
表 7: 重点公司估值及盈利预测 (截至 2024 年 11 月 21 日) .....	21

## 1、行情复盘：年初至今 A 股险企实现全线上涨

今年年初至 10 月末，保险板块行情呈现波动上涨的特征，申万保险指数上涨 44.37%，跑赢沪深 300 指数 29.46 个百分点，行情主要由寿险负债端的持续向好、资产端的大幅改善以及板块强  $\beta$  属性推动。具体到个股，A 股险企实现全线上涨，中国太保、新华保险、中国人寿、中国人保和中国平安分别实现+54.75%、+54.22%、+47.72%、+46.69%、+38.76%的区间涨幅。

图 1: 2024 年 1-10 月 A 股险企涨跌幅 (%)



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

### 复盘保险指数 2024 年 1-10 月的行情走势，主要划分为七阶段行情：

**年初至 1 月 23 日，保险指数下跌 3.99%。**A 股市场出现连续调整，市场对经济复苏的预期仍偏弱，长端利率继续下行，对利差损风险的担忧导致保险板块表现疲软。

**1 月 23 日至 2 月 23 日，保险指数上涨 14.09%。**1 月末，央行强化逆周期和跨周期调节，宣布下调存款准备金率 0.5 个百分点，向市场提供长期流动性 1 万亿元，1 月 25 日开始下调支农支小再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点。央行超预期降准降息，对提振权益市场情绪有积极意义。随后，国资委研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，与“中特估”概念联系紧密的保险板块有所受益。2 月 7 日，吴清新任证监会主席，广泛听取了市场各方对加强资本市场监管等意见和建议，严把 IPO 准入关，市场预期有所转强，A 股大盘持续上行。

**2 月 23 日至 4 月 12 日，保险指数下跌 14.23%。**2 月末，有传言称万科正与以保险公司为主的贷款机构商谈非标债务延期，4 月 10 日，平安信托宣布延期兑付，市场对地产的担忧持续发酵，保险板块受其拖累持续震荡下行。

**4 月 12 日至 5 月 20 日，保险指数上涨 16.10%。**4 月 12 日，国九条发布驱动资本市场制度进一步优化，充分体现强监管、防风险、促高质量发展的主线，市场活力有所提升。4 月中下旬，各上市险企发布一季报，寿险业务表现亮眼，叠加 10 年国债利率逐步企稳回升，保险指数随之持续上行。4 月末，地产陆续传来利好消息，2021 年 1 月勇敢

下调恒大评级至卖出的 UBS 地产首席林镇鸿 (John Lam)，最近转向看多中国房地产商，5 月 17 日，房地产发布重磅政策，降首付、降利率、去库存、保交楼“四箭齐发”助力楼市，有助于改善险企资产质量，带动保险股上涨。

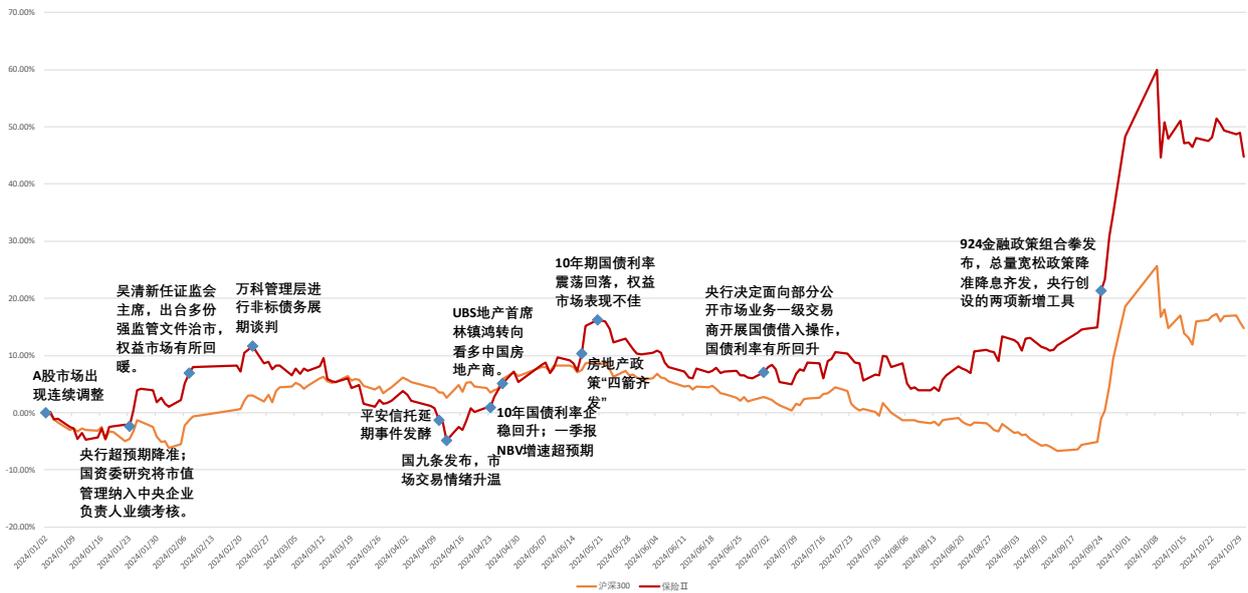
5 月 20 日至 6 月末，保险板块下跌 7.04%。主要受到投资端的拖累，期间 10 年国债利率震荡回落，权益市场表现不佳。

7 月初至 9 月 23 日，保险板块上涨 8.36%。7 月 1 日，为维护债券市场稳健运行，央行决定面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作。在央行多轮提示风险、加大了对扰乱市场秩序违法行为的打击力度以及公开市场操作等多方面措施下，长端利率有所回升。

9 月 24 日至 10 月末，保险板块上涨 25.65%。9 月 24 日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，会议公布降准降息、降低存量房贷利率、加快房地产去库存、缓解房企流动性压力等稳地产政策，以及创设两大全新货币政策工具、支持长期资金入市等稳股市政策，市场信心增强，资本市场显著回暖，β 效应叠加险企三季报业绩超预期增长带动保险板块强势上涨。

我们认为 2025 年上半年，负债端将延续景气增长，难成估值拖累，资产端中投资业务有望受益于股市回暖呈现继续改善的态势，估值的抬升空间主要取决于资产端的改善幅度，重点关注长端利率、权益市场的表现。

图 2：保险指数 2024 年 1-10 月行情复盘 (%)



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

## 2、负债端：预计 NBV 延续增长，COR 整体稳健

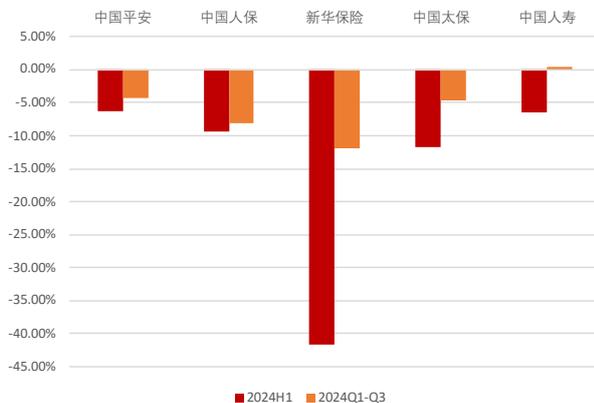
### 2.1 寿险：NBVM 提升，分红险“保底+分红”价值渐显

#### 2.1.1 NBV 增长视角：NBVM 带动 NBV 延续扩张

##### (1) 新单保费：有望保持较高的市场热度与销售活力

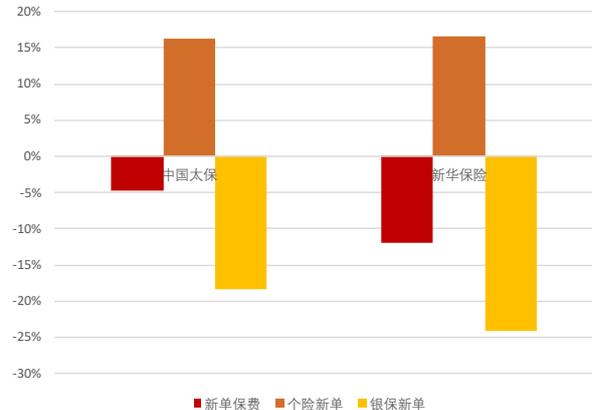
“报行合一”后银保新单保费同比下行。2023 年以来，针对银行代理渠道保险产品以及开门红规范与监管，相关部门连续发布了多项通知。从 2023 年 8 月，《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》强调了保险公司需在产品备案时明确费用假设与结构，并实行“报行合一”原则；2023 年 10 月，《关于强化管理促进人身险业务平稳健康发展的通知》规范了承保管理，严禁提前收取保费及将保费资金存放于非保险类账户，以防风险；到今年 1 月，《关于规范人身保险公司银行代理渠道业务有关事项的通知》进一步细化了附加费用率的制定要求，明确了佣金上限，并禁止支付佣金以外的任何费用。受到“报行合一”政策影响以及监管“开门红”限制，今年上半年全体 A 股上市险企的新单保费均同比大幅下降。第三季度，受益于 9 月传统险、10 月分红险与万能险定价利率下调的“停售潮”以及去年的低基数效应，新单保费增速显著提升。今年前三季度，上市险企新单保费的增速为中国人寿(+0.40%)>中国平安(-4.20%)>中国太保(-4.70%)>中国人保(-8.10%)>新华保险(-11.90%)，其中中国太保的个险和银保新单保费增速为+16.3%和-18.4%，新华保险分别为+16.6%和-24.1%，银保渠道为新单保费的主要拖累项。

图 3：上市险企寿险新单保费同比增速 (%)



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 4：2024 年前三季度新单保费各渠道保费增长率 (%)



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

展望 2025 年，从目前的可选的保本产品考虑，普通型寿险产品长期需求趋势不改，尤其是在银行存款利率持续下行的低利率环境下，5 年期整存整取定期贷款利率仅为 1.55%，10 年期国债到期收益率降至 2.09%。在我国居民根深蒂固的储蓄需求与刚性保障意识的驱动下，诸如增额终身寿险等保险产品依然吸引了大量寻求稳定回报与风险分散的投资者的目光，继续保持着较高的市场热度与销售活力，成为保险公司业绩贡献的重要支柱。虽然“报行合一”对银保渠道新单的冲击仍在持续，但我们预计 2025 年上半年新单保费或仍能实现小幅增长，一方面，上市险企通过加强内部管理、优化产品结构、

提升服务质量等措施，逐渐适应了“报行合一”的政策要求。另一方面，通过对个险渠道的深耕发力，个险营销队伍新单产能提升，可以对冲部分银保渠道的压力。除此以外，2024 年上半年存在低基数效应，为 2025 年上半年新单增长提供有力的支撑。

表 1：五大行存款利率调整情况（%）

存款类型	存款时间	2023 年 6 月	2023 年 9 月	2023 年 12 月	2024 年 7 月	2024 年 10 月
活期存款		0.20	0.20	0.20	0.15	0.10
定期存款 (整存整取)	六个月	1.45	1.45	1.35	1.25	1.00
	一年	1.65	1.55	1.45	1.35	1.10
	三年	2.45	2.20	1.95	1.75	1.50
	五年	2.50	2.25	2.00	1.80	1.55

资料来源：五大行官网，东莞证券研究所

## （2）NBVM：预计延续改善态势

2024 年前三季度，中国平安和中国太保 NBVM（新业务价值率）均有所改善，环比提升 1.20 和 1.40 个百分点至 25.40%和 20.10%，预计 2025 年上半年行业整体 NBVM 水平将延续优化态势。

**一是考虑到监管政策引导的成本优化。**促进行业降本增效是监管发力的重要方向，“报行合一”政策要求保险公司在向监管机构报备的产品定价假设应与其在实际经营过程中所实施的一致，保险公司无法通过“小账”来激励销售人员，虚高的中介渠道费用进而得以压降。除此以外，低利率环境下，预定利率呈现持续下调的趋势，从今年 9 月 1 日开始，新备案的普通型保险产品预定利率上限从当前的 3.0%下降至 2.5%；10 月 1 日开始，新备案的分红险预定利率上限从 2.5%降至 2.0%，新备案万能险的最低保证利率上限从 2.0%降至 1.5%，“报行合一”叠加预定利率的下调将合力引导险企费用率改善，推动新业务价值率和价值贡献提升。

**二是各险企逐步优化产品结构，发力高价值产品销售。**受到“报行合一”以及“开门红”限制的影响，新单保费规模有所下降，在此背景下，为保持新业务价值能维持平稳增速，各险企纷纷减少对趸缴型业务的依赖，不断深化业务的期交化、长期化转型，加大力度销售 NBVM 更高的长年期交业务，如年金险和增额终身寿险等，这些产品通常具有更高的保费和更长的保障期限，有利于带动新业务价值率的提升。如今年上半年，人保寿险加大价值期交型产品规模占比，同比提升 6.2 个百分点；五年期和十年期及以上占比同比分别提升 0.8 个百分点和 3.6 个百分点；十年期及以上首年期交保费增速 53.5%；今年前三季度，新华寿险长期险首年保费中趸交业务同比大幅下降 45%，而十年期及以上期交保费同比增长 21.3%。

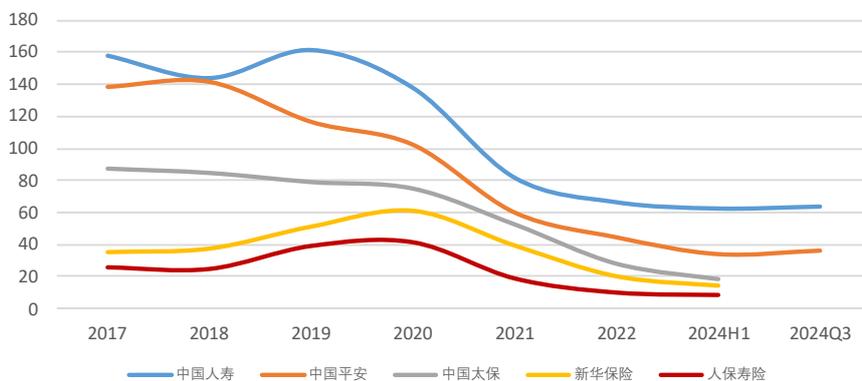
表 2：新华保险 2024 年三季度原保险保费收入结构（百万元）

	截至 9 月 30 日止 9 个月		
	2024 年	2023 年	增减变动
原保险保费收入 <sup>(1)</sup>	145,644	142,911	1.9%
长期险首年保费	34,147	39,126	-12.7%
期交	24,747	22,031	12.3%
十年期及以上期交保费	3,078	2,538	21.3%
趸交	9,400	17,095	-45.0%
续期保费	108,226	100,425	7.8%
短期险保费	3,271	3,360	-2.6%

资料来源：新华保险2024年三季报

三是代理人产能的提升将助推新业务价值率向上。目前整个寿险行业正处于“规模转型”向“质量提升”的转型过程中，特别是在银保渠道受政策影响较大的背景下，各险企更加注重个险渠道的建设与深耕，通过提升代理人队伍质效，助推新业务价值率提升。截至 9 月末，人寿个险销售人力为 64.1 万人，平安寿险为 36.2 万人，分别环比提升 1.2、2.2 万人，中国太保增员人数同比增长 15.5%，队伍规模企稳态势巩固。与此同时，各险企队伍质效有效改善，绩优人力规模和占比持续实现双提升，中国人寿前三季度个险渠道月人均首年期交保费同比上升 17.7%，队伍产能在高基数基础上稳步增长；平安寿险代理人人均新业务价值同比增长 54.7%；中国太保核心人力月人均首年规模保费 6.1 万元，同比增长 15.0%。随着各险企个险队伍规模逐步企稳以及队伍产能的提升，个险渠道新业务价值率有望持续向上。

图 5：上市险企代理人规模（万人）

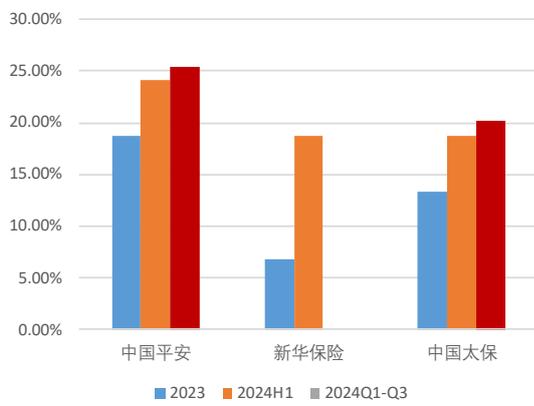


资料来源：iFind，东莞证券研究所

(3) NBV：2025 年上半年有望保持较好增长势头

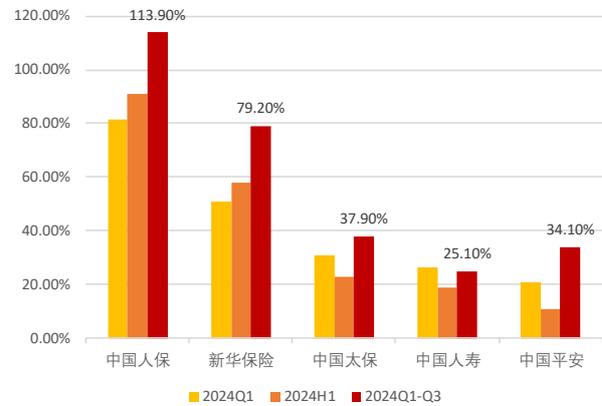
2025 年上半年 NBV 有望保持增长势头。2024 年前三季度，各保险公司均实现了显著的 NBV 增长，具体表现为：人保寿险以+113.90%的增速领先，其次是新华保险(+79.2%)、太保寿险(+37.9%)、平安寿险(+34.1%)，以及中国人寿(+25.1%)，与上半年相比增速均有较大幅度的提升，主要原因为今年 9 月普通型保险、10 月分红险和万能险预定利率的下调的“停售潮”。新业务价值（NBV）的计算公式为首年保费（FYP）乘以新业务价值率（NBVM），综合以上 FYP 和 NBVM 的讨论，我们预计，2025 年上半年，上市保险公司的新单保费增速在低基数效应下有望实现正增长，叠加新业务价值率的提升，NBV 仍能保持较好增长势头。

图 6：上市险企寿险 NBVM (%)



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 7：2024Q1-Q3 上市险企 NBV 增速 (%)

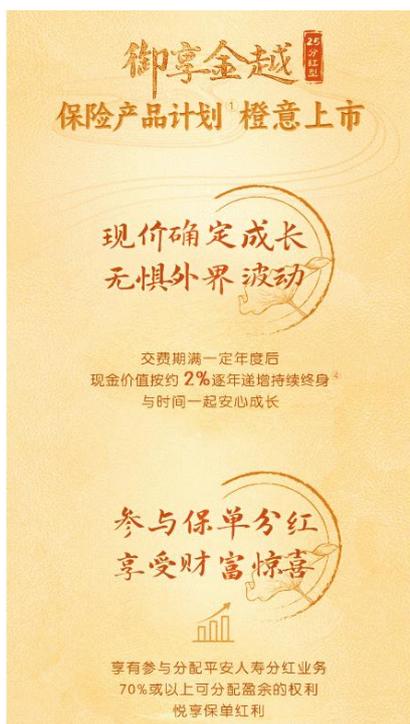


资料来源：iFinD，东莞证券研究所

2.1.2 产品切换视角：预定利率再次下调，分红险价值更凸显

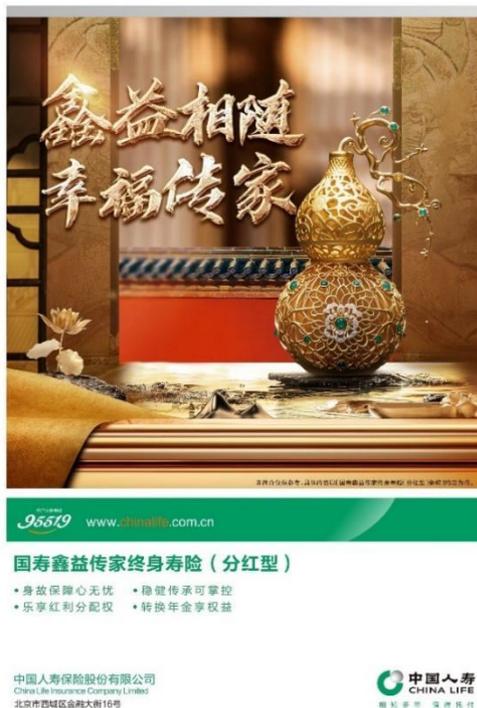
长期利率下行背景下分红险价值更凸显。保险产品可归为两类，一类是传统保险，这是唯一一类可以保本保息 2.5%的产品；第二类则为分红险，目前主流的分红险保底利率一般在 2%左右，虽然比增额终身寿险的 2.5%低，但是保单持有人可以保单红利的形式至少享有险企 70%的可分配盈余，与险企共同分享经营成果，若险企业经营与投资成果优异，最终也有机会得到高于 2.5%的收益。分红险是一个进可攻、退可守的险种，同时兼顾了客户和公司的利益、保险保障功能与投资增值功能，于险企而言，有助于保险公司更有效地应对利率下行周期中资产配置所面临的挑战与投资收益的不确定性，减轻利差损风险的影响。在中期业绩发布会上，多家上市险企明确后续产品将聚焦在分红险，中国平安、中国太保等表明未来将增加分红险产品的销售占比至 50%，各险企的主流储蓄险产品正在积极从增额终身寿险切换为分红险，如平安人寿推出了“御享金越”分红型终身寿险，中国人寿推出了“鑫益传家”分红型终身寿险，预定利率均为 2.0%。

图 8：平安人寿“御享金越”分红型终身寿险



资料来源：平安人寿官网

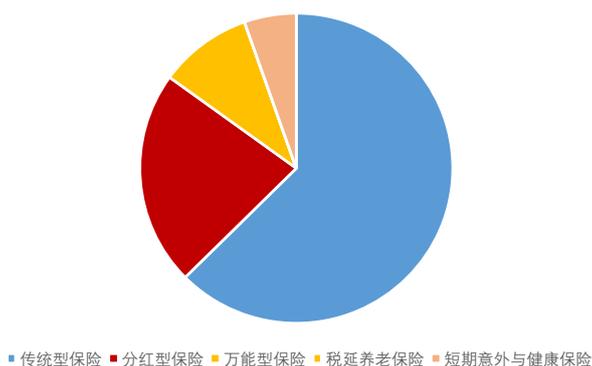
图 9：中国人寿“鑫益传家”分红型终身寿险



资料来源：中国人寿官网

预计产品切换后，分红险保费收入有望支撑寿险收入增长。在 2023 年年报中披露了原保费收入前五大产品的 73 家人身险公司中，有 45 家公司前五大产品涉及分红险，占比达到 61.64%。2024 年上半年，太保分红型保险保费收入规模仅次于传统型保险，占比为 22.40%；人保的分红型寿险占比为 36.4%，仅次于普通型寿险，保费收入前五大产品中，前两位均为分红型寿险，在前五大保险产品保费收入中占比超过 54%。由此可见，在产品切换前，分红险本就在寿险公司中占据着举足轻重的作用。在产品切换后，各险企主推的分红险有望逐步代替增额终身寿险，成为保费增长的主力担当。对于险企自身来说，产品的切换有利于更好地应对利率下行周期资产配置的压力和投资收益波动，对分散部分利差损风险也有积极意义。未来，随着人口老龄化进程加速，分红型保险或与养老保险产品的深度融合展现出无限潜力与广阔的探索空间。

图 10：太保寿险保费按产品类型分类（%）



资料来源：中国太保 2024 年上半年业绩报告

图 11：人保寿险按险种列示的原保险保费收入（百万元，%）

险种	2024年1-6月			2023年1-6月	
	金额	占比(%)	增减(%)	金额	占比(%)
寿险	70,008	88.6	0.2	69,844	88.6
普通型寿险	41,176	52.1	21.5	33,887	43.0
分红型寿险	28,768	36.4	(19.9)	35,899	45.5
万能型寿险	64	0.1	12.3	57	0.1
健康险	8,486	10.7	0.7	8,424	10.7
意外险	562	0.7	2.9	546	0.7
合计	79,056	100.0	0.3	78,813	100.0

资料来源：中国人保 2024 年中报

图 12：人保寿险原保险保费收入前五位的保险产品经营情况（百万元）

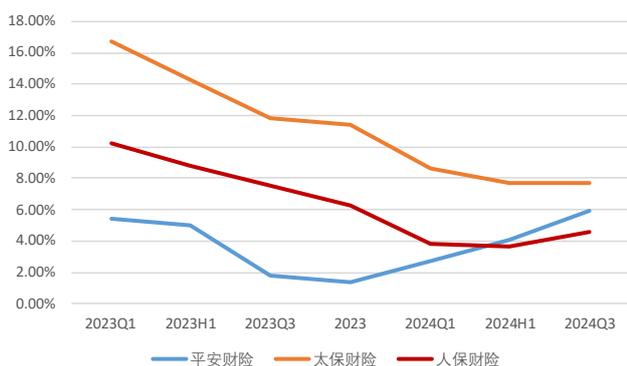
保险产品	险种类型	销售渠道	原保险保费收入
人保寿险鑫安两全保险(分红型)(C款)	分红型寿险	个险/银保	15,302
人保寿险如意保两全保险(分红型)	分红型寿险	个险/银保	13,678
人保寿险臻鑫一生终身寿险	普通型寿险	个险/银保	11,538
人保寿险聚财保养老金保险(分红型)	分红型寿险	个险	5,125
人保寿险温暖金生年金保险	普通型寿险	个险	4,567

资料来源：中国人保 2024 年中报

## 2.2 财险：车险稳增，非车险增长分化

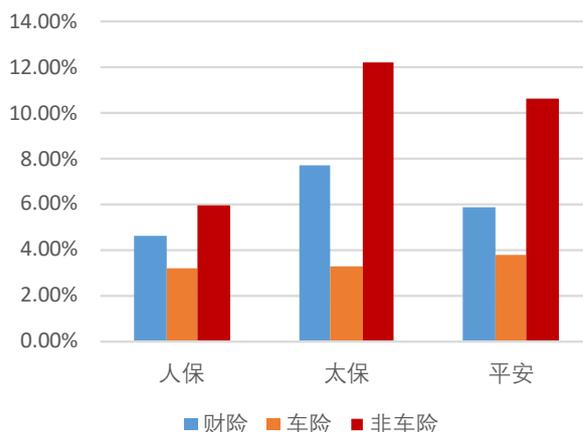
2024 年前三季度，平安财险、太保财险、人保财险分别实现原保险保费收入 2394、1598 和 4283 亿元，同比增速分别为+5.9%、+7.7%和+4.6%，人保财险和太保财险分别在保费总量和同比增速领先同业。划分结构，各险企非车险为财险增长的主要驱动因素，其中太保非车险同比+12.20%，是太保财险保费增速在行业中处于第一梯队的主要驱动力。

图 13：财险保费收入增速（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 14：2024Q1-Q3 上市险企财险增速（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

**车险：预计 2025 年上半年车险保费保持平稳增长。**2024 年，保险行业已走出车险综合改革的影响，各上市险企紧抓新能源车发展机遇，不断强化精细化管理，深化客户经营，提高客户留存率，推动车险保费稳步增长，2024 年前三季度，保险行业车险保费增速为+3.32%，环比上季度有所提升，其中平安(+3.80%)>太保(+3.30%)>人保(+3.20%)。车险保费收入为机动车保有量、投保率与车均保费的乘积，依照此公式，我们预计 2025 年上半年车险保费将保持平稳增长。**机动车保有量方面**，在中央和地方促消费、放开限购、提供购车补助等政策刺激下，汽车消费不断向更下沉市场渗透与普惠。截至 2024 年 6 月底，全国机动车保有量已达 4.4 亿辆，其中汽车 3.45 亿辆，新能源汽车 2472 万辆。随着汽车市场的高速发展，汽车保有量已经达到较高水平，预计后续增长态势将逐步从高速增长向平稳增长过渡；**投保率方面**，车险具有相对刚性的特质，每一辆合法行驶在公共道路上的机动车，均被法规明确要求配置相应的车险，预计车险的投保率将维持在一个相对稳定的水平，受外部环境波动的影响较小；**车均保费方面**，相比传统的燃油车，新能源汽车出险频率与赔付金额更高，故车均保费水平更高。国务院常务会议要求延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策，决定将新能源汽车车辆购置税减免政策延长至 2027 年底，政策驱动下新能源汽车渗透率提升将有望拉动整体车均保费向上，目前国内新能源汽车零售渗透率提升至 52.9%，仍有提升空间。综合考虑上述三个因素，我们预计全年车险延续稳健增长态势。

图 15: 全国汽车保有量 (亿辆, %)



资料来源: iFinD, 东莞证券研究所

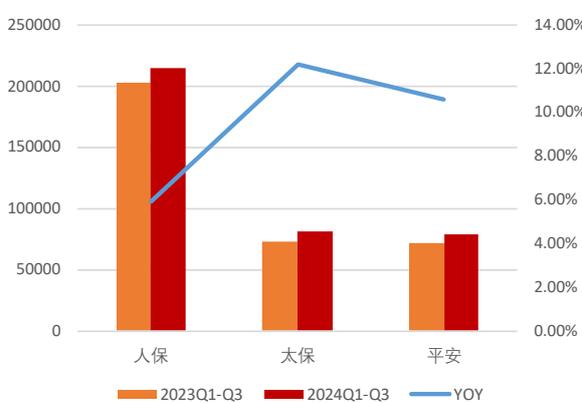
图 16: 新能源汽车渗透率 (%)



资料来源: iFinD, 东莞证券研究所

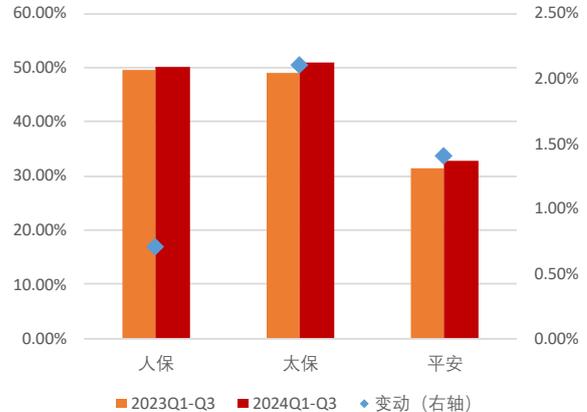
**非车险: 或成财险发展新动能。**2024 年前三季度, A 股险企非车险占比同比均有所提升, 人保、太保和平安非车险占比为 50.20%、51.10%和 32.90%。各险企围绕国家战略和政策导向, 加快业务转型创新步伐, 不断增强新兴市场发展动能, 持续优化业务品质结构, 实现非车险保费同比增速分别为太保(+12.20%)>平安(+10.61%)>人保(+5.94%), 人保非车险业务主要由健康险和责任险推动。目前, 车险作为强制性购买的保险产品, 其市场渗透率已经处于较高的水平, 其增长速度可能受限于市场的饱和度和监管法规的限制。而非车险市场包含健康险、农险、责任险等众多种类, 其潜在客户群体从个人到企业更为广泛, 经济发展与创新动能也将带动非车险市场发展, 具备更大的发展潜力与空间。2023 年行业非车险保费占比已提升至 45.34%, 创历史新高, 其中责任险、农业险与健康险原保费收入每年均以超+10%的增速稳健增长, 规模均超千亿, 市场份额较大, 此外, 各级政府正在加快推进责任险、农险等险种的立法与鼓励政策, 非车险或将成为财险行业发展的新动能。

图 17: 非车险原保险保费收入增长情况 (百万元, %)



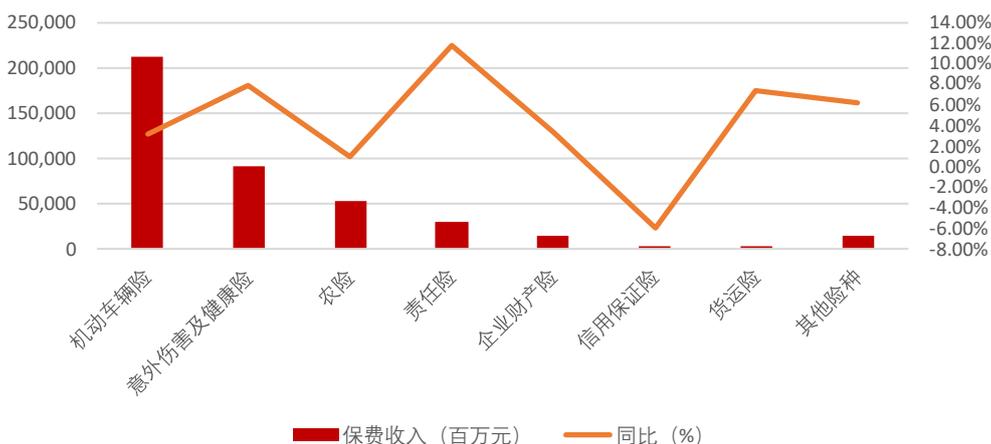
资料来源: iFinD, 东莞证券研究所

图 18: A 股险企非车险占比 (%)



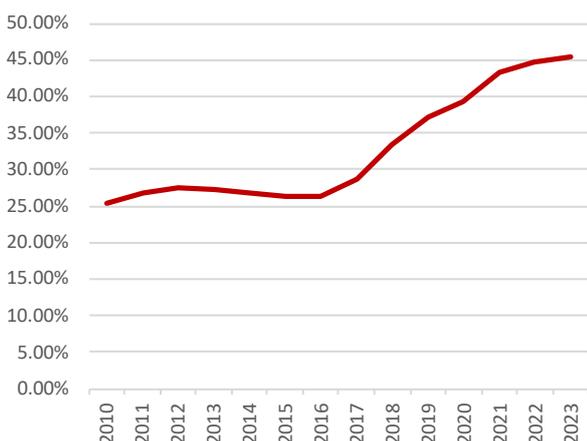
资料来源: iFinD, 东莞证券研究所

图 19：人保 2024Q1-Q3 财险结构（百万元，%）



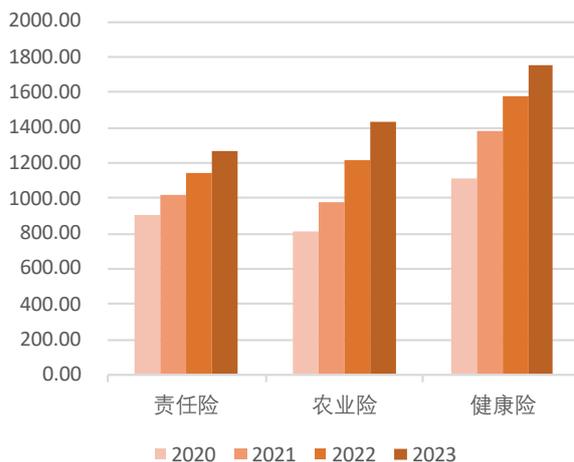
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 20：行业非车险保费占比 (%)



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 21：责任险、农业险、健康险保费规模 (亿元)



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

表 3：责任险、农业保险相关政策

时间	政策名称	具体内容
2004 年	《政策性农业保险试点方案》	明确了政策性农业保险的基本框架，包括政府的角色、保险公司的角色、农民的角色等。同时，该方案还规定了农业保险的保障范围、保险费率、保险赔偿等内容。
2012 年	《农业保险条例》	明确了农业保险的政策性属性，规定了农业保险的经营原则、经营条件、保险责任、保险费率、赔偿处理等内容，为农业保险的发展提供了法律依据。
2015 年	《关于加大对改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》	提出要完善农业保险制度，推进农业保险扩面、增品、提标，并开展自然灾害保险试点。
2016 年	《关于加快发展现代农业保险的指导意见》	明确了农业保险的地位和作用，提出了“十三五”期间农业保险发展的目标和任务，包括扩大农业保险覆盖面、增

		加保险产品、提高保障水平等。
2017 年	《关于促进小农户和现代农业发展有机衔接的意见》	提出要发挥农业保险在小农户风险管理中的作用，鼓励小农户参与农业保险。
2020 年	《关于加快推进农业保险高质量发展的指导意见》	提出农业保险高质量发展的目标和任务，包括建立健全农业保险法律法规体系、优化农业保险监管制度、推动农业保险创新发展等。
2024 年	《应急管理部办公厅 金融监管总局办公厅关于充分发挥安全生产责任保险功能作用，助力安全生产治本攻坚三年行动的通知》	要求充分发挥安责险作用和保险机构参与风险评估管控、事故预防功能，助力安全生产治本攻坚三年行动。
2024 年	2024 中央一号文件	扩大完全成本保险和种植收入保险政策实施范围，实现三大主粮全国覆盖、大豆有序扩面；鼓励地方探索特色农产品保险，因品施策；推进农业保险精准投保理赔，确保应赔尽赔，提高农户的获得感和满意度。

资料来源：财政部、中央人民政府官网整理，东莞证券研究所

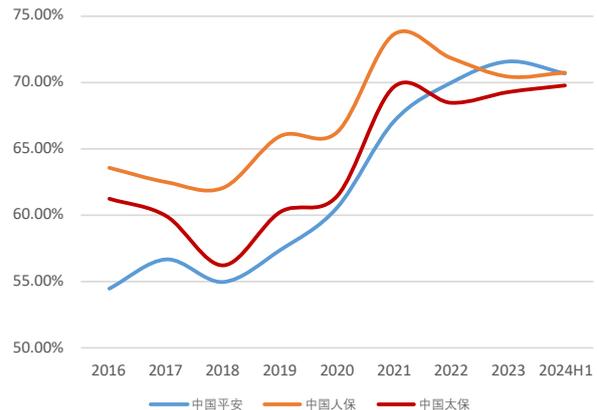
**综合成本率：2025 年上半年上市险企财险综合成本率或将延续改善。**2024 年前三季度，平安、太保和人保产险综合成本率分别为 97.80%、98.70%和 98.20%，分别同比-1.50、0.00 和+0.30 个百分点。2024 年的前 8 个月，国内在此期间遭受了大范围的降雪冰冻、强降雨洪涝、台风灾害等自然灾害，整个保险行业的赔付率由年初的 0.55%提升至目前的 0.64%，叠加综合成本率高于传统燃油车的新能源汽车占比提升，结构上的变化也阶段性拉升总体综合成本率的水平。展望 2025 年上半年，在今年的高基数效应下，以及险企对成本的有效管控，预计 2025 年上半年综合成本率有望进一步同比改善。

图 22：上市险企综合成本率 (%)



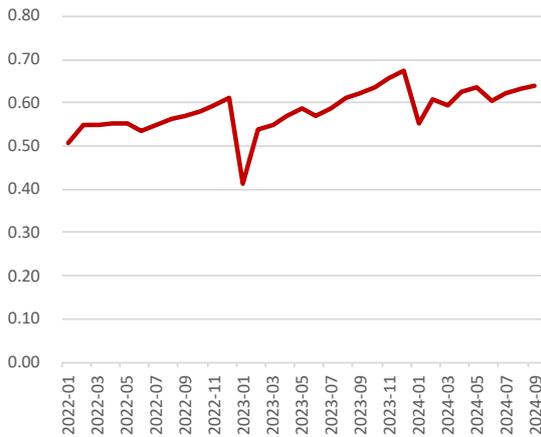
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 23：上市险企综合赔付率 (%)



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 24：保险业财险赔付率（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 25：2024 年月度财险累计赔付对比图（亿元）



资料来源：国家金融监督管理总局

### 3、资产端：股市回暖预期下高弹性标的更受益

#### 3.1 投资端大幅改善推动险企三季度报超预期表现

保险公司的利润来源于利差、死差和费差，“三差”即为保险板块行情的三大驱动因素。利差是指实际投资收益率与负债成本之间的差额，对应的是长端利率、权益市场的投资收益以及行业政策调整等要素；死差即为实际死亡率与设计该保险产品时预定死亡率之间的差异，与寿险保费增速、NBV、NBVM、产品结构等负债端要素相关；费差为实际成本费用与预期成本费用之间的差异，与公司经营效率相关。在这“三差”中，由于保险公司在定价时已经充分考虑了各种因素，并且在实际运营中也会进行动态调整，因此死差对净利润的影响相对较小且较为稳定。至于费差，保险公司通过精细化管理、降低运营成本等方式可以控制费差损或实现费差益，故费差对净利润影响也较小。利差往往是在净利润中占比最高且影响最大的因素，如在平安寿险新业务价值的利源结构中，2020 年利差占比为 40.7%，在“三差”中占比最大，故利差益为驱动保险板块行情的最主要驱动因子。

表 4：平安寿险新业务价值的利源结构

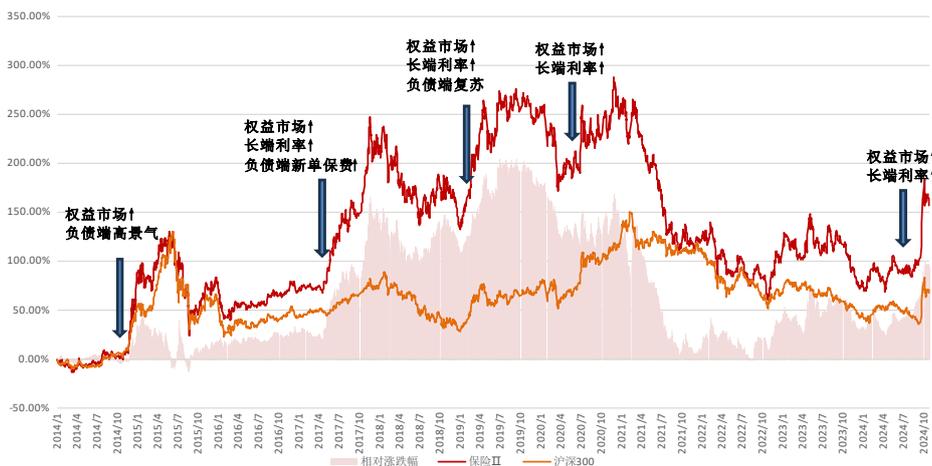
年份	利差占比	死差、费差占比
2016	33.90%	66.10%
2017	36.20%	63.80%
2018	34.00%	66.00%
2019	35.10%	64.90%
2020	40.70%	59.30%

资料来源：中国平安 2016-2020 年报，东莞证券研究所

复盘历史行情，“利差”为保险板块行情的主要驱动因素，而在“利差”中，长端利率与权益市场表现为其中两个影响因子。长端利率方面，保险行业由于其独特的负债

端特性，倾向于将大量资金配置于固定收益类资产，尤其是以持有至到期为主，对于新增投资或再投资的固定收益类资产，长端利率的上升直接提升了这些资产的票面利率或预期收益率，扩大利差空间。权益市场方面，尽管在险资中权益投资的占比仅为 10%左右，但由于权益市场波动剧烈，险企投资收益对其敏感性较高。在过去保险板块的历史超额收益时期中，常常伴随着长端利率走高或权益市场走强，当这两个因素同时出现时，保险板块的进攻性更强，如 2017 年，经济预期改善助推受长端利率大幅上行，叠加权益市场实现较高涨幅，期间最高实现超 80%的相对收益。

图 26：保险板块过去 10 年行情复盘 (%)



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

**投资端回暖推动险企三季度超预期表现。**2024 年前三季度，国内债券利率低位波动，中枢进一步下行，10 年期国债利率下破 2.2%，固定收益类资产配置压力持续，上市险企的净投资收益承压，2024Q3 净投资收益率分别为太保（3.90%）>平安（3.80%）>国寿（3.26%），分别同比下降 0.1、0.2 和 0.55 个百分点。实施新金融工具准则后，各险企报表对权益市场变动更加敏感，上半年受益于增配高股息资产以及债牛行情，各险企的总投资收益率同比普遍均有改善，第三季度，在一系列提振资本市场政策下，股市显著转暖，低基数效应下为险企投资收益增长提供有力的支撑，2024Q3 总投资收益率分别为新华（6.80%）太保（6.30%）>国寿（5.38%）>平安（5.00%），分别同比提升 4.50、3.10、2.57 和 1.30 百分点。在投资端回暖推动以及低基数效应下，各险企前三季度净利润增速均大超预期，净利润同比增速为中国人寿（+173.88%）>新华保险（+116.73%）>中国人保（+77.20%）>中国太保（+65.49%）>中国平安（+36.09%）。

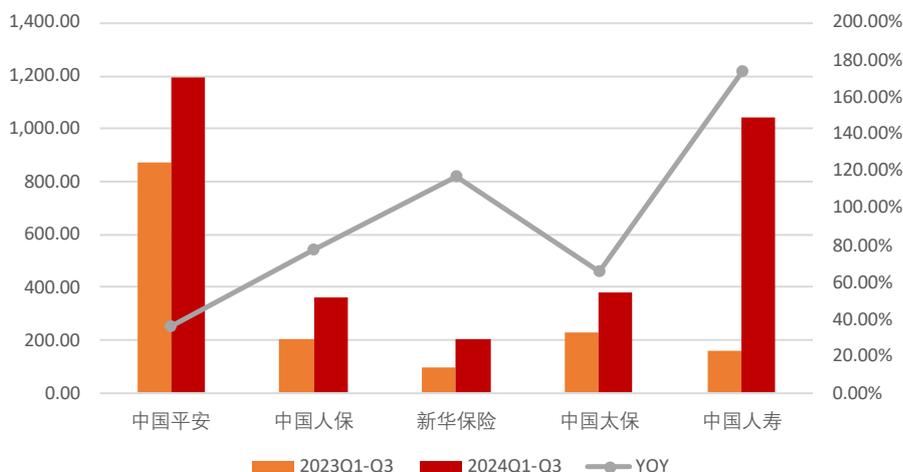
表 5：上市险企投资收益率 (%)

	2023Q1	2023H1	2023Q3	2023	2024Q1	2024H1	2024Q3
	<b>净投资收益率</b>						
中国人保	-	4.40%	-	4.50%	-	3.80%	
新华保险	-	3.40%	-	3.40%	-	3.20%	
中国太保	3.20%	2.00%	4.00%	4.00%	3.20%	3.60%	3.90%
中国平安	3.10%	3.50%	4.00%	4.20%	3.00%	3.30%	3.80%

中国人寿	3.62%	3.78%	3.81%	3.77%	2.82%	3.03%	3.26%
<b>总投资收益率</b>							
中国人寿	-	4.90%	-	3.30%	-	4.10%	
新华保险	5.20%	3.70%	2.30%	1.80%	4.60%	4.80%	6.80%
中国太保	5.60%	2.00%	3.20%	2.40%	5.20%	5.40%	6.30%
中国平安	3.30%	3.40%	3.70%	3.00%	3.10%	3.50%	5.00%
中国人寿	4.21%	3.41%	2.81%	2.68%	3.23%	3.59%	5.38%

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 27：上市险企前三季度净利润同比增速（亿元，%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

### 3.2 924 新政后投资端向上预期更强

9 月 24 日后一揽子新政引爆市场情绪，板块  $\beta$  属性与投资端均有望继续受益。9 月 24 日，在国新办新闻发布会上，央行、金融监管总局、证监会宣布了一揽子金融政策“组合拳”，本轮政策力度大、范围广，稳增长、稳市场政策的决心和力度超预期，多措并举提振市场信心。

表 6：9 月 24 日国新办新闻发布会政策整理

政策分类	政策内容
货币政策	降准：下调存款准备金率 50BP，预计年内可能择机进一步下调存款准备金率 25-50BP。
	降息：降低政策利率 20BP，引导 LPR、存款利率同步下行，预计带动 MLF 下调约 30BP，带动 LPR、存款利率下调 20-25BP。
资本市场	创设证券、基金、保险公司互换便利，计划首期操作规模为 5000 亿元，未来规模可视情况扩大。
	创设股票回购增持专项再贷款，首期额度为 3000 亿元，未来规模可视情况扩大，提供的资金支持比例为 100%，再贷款利率为 1.75%，商业银行对客户发放的贷款利率在 2.25% 左右。

	证监会将发布促进中长期资金入市的意见和促进并购重组的六条措施，将发布上市公司市值管理指引，很快将征求意见。
金融政策	促进大型商业银行稳健经营，计划增加六家大型商业银行核心一级资本。
	鼓励商业银行发展创业投资，金融资产投资公司股权投资试点扩大至 18 城。
房地产	着力解决小微企业融资的堵点和卡点，将续贷对象由原来的部分小微企业扩展至所有小微企业，阶段性（3 年）扩大到中型企业。
	引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率附近，预计平均降幅约 0.5 个百分点。
	统一首套房和二套房的房贷最低首付比例至 15%。
	研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，必要时，央行可提供再贷款支持。
	将年底前到期的经营性物业贷款和“金融 16 条”两项政策文件到期日期延期至 2026 年底。
	将 3000 亿元保障性住房再贷款的央行资金支持比例由原来的 60%提高到 100%。

资料来源：中央人民政府官网，东莞证券研究所

就提振资本市场这一方面而言，央行表示创设两项新的结构性货币政策工具，分别是互换便利以及股票回购增持专项再贷款，通过这一政策获取的资金仅能用于投资资本市场，将盘活证券、基金、保险公司的存量资产，显著提升了相关机构的资金获取和股票增持能力，激励其更积极地参与市场、活跃市场、稳定市场。同时，此举有助于防止因流动性问题导致的非银机构抛售行为，避免赎回压力引发的市场踩踏现象。该政策不仅有望为市场注入新的流动性，还将在维护资本市场稳定和促进经济发展的过程中发挥积极作用。从股市回暖提振险企投资收益这个角度考虑，新会计准则切换后，权益类配置占比以及股票中 FVTPL 计量占比高的保险公司的投资收益将会有更大的弹性，中国人寿与新华保险这两项占比在同业中相对较高，这是其前三季度净利润增速领先的主要原因，预计 924 新政对资本市场的提振作用仍将持续，投资端延续改善将使得险企业绩进一步释放，叠加强β属性利好其股价表现。

图 28：10 年国债到期收益率 (%)



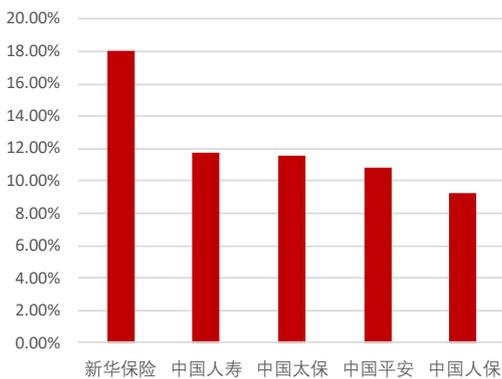
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 29：沪深 300 和上证指数涨跌幅 (%)



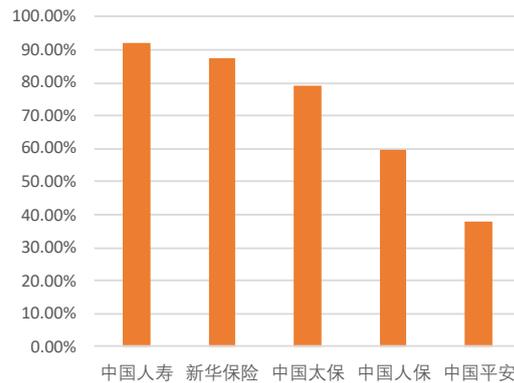
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 30：2024H1 股票和基金配置比例 (%)



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 31：股票中分类为 FVTPL 占比 (%)



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

就稳增长政策这一方面而言，央行宣布降准、降息等政策，长端利率短期大幅回升，后续稳增长政策与财政政策有望更加积极有为，长端利率进一步下行空间有限，险企净投资收益率有望逐步企稳。就房地产新政而言，相关部门引导存量房贷利率下行，将 3000 亿元保障性住房再贷款的央行资金支持比例由原来的 60% 提高到 100%，若房地产市场在政策呵护下止跌回稳，保险公司的投资风险以及减值压力将有所减轻，地产风险对保险估值的压制作用也有望减弱。

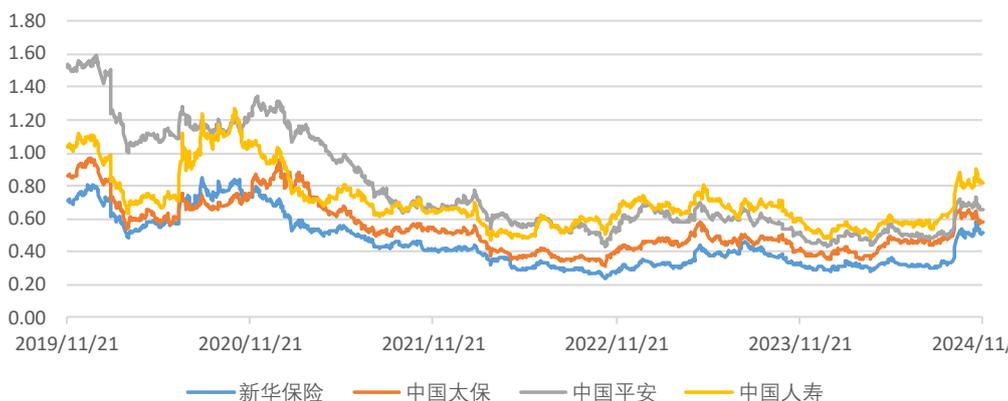
## 4、投资策略

截至 11 月 21 日，新华保险、中国太保、中国平安和中国人寿 PEV 分别为 0.51、0.58、0.66 和 0.82，均位于 1 以下。展望 2025 年上半年，保险行业负债端延续高质量增长，资产端受益于一揽子增量政策持续改善，叠加强 β 属性，有望在“资负共振”中实现估值上涨，看好后续行情的持续性。

**预计负债端延续景气增长。**预计在“报行合一”以及下调预定利率的背景下，险企有效控制渠道费用率，减轻成本压力，叠加产品结构优化与代理人产能提升将直接带动 NBVM 的提升，助推 NBV 延续增长态势。在低利率环境下，分红险的“保底+分红”价值更加凸显，各寿险公司主打产品或将逐步从增额终身寿险切换为分红险，有利于险企更好地应对利率下行周期资产配置的压力和投资收益波动，对分散部分利差损风险也有积极意义。

**资产端有望继续受益于一揽子金融新政。**央行等部门联合宣布一揽子金融新政，力度大且范围广，旨在稳增长、稳市场，超预期提振市场信心。预计新政将持续提振资本市场，改善险企投资端，利好股价表现，权益占比以及 FVTPL 占比更高的险企更加受益。同时，央行降准降息，长端利率回升后企稳，险企净投资收益率有望逐步提升。此外，房地产新政引导存量房贷利率下行，提高保障性住房再贷款支持比例，若房地产市场企稳，险企投资风险及减值压力将减轻，估值压制减弱。

图 32：上市险企 PEV 走势（%，截至 11 月 20 日）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

给予行业“超配”评级。个股建议关注资产端弹性较大的中国人寿（601628）和新华保险（601336）；综合能力稳健的中国太保（601601）；负债端人力企稳、更受益于房地产政策的中国平安（601318）。

表 7：重点公司估值及盈利预测（截至 2024 年 11 月 21 日）

代码	简称	股价（元）	BVPS（元）			PB(X)			评级	评级变动
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
601601	中国太保	35.28	25.94	29.96	33.67	1.36	1.18	1.05	买入	维持
601318	中国平安	55.49	49.37	52.40	56.65	1.12	1.06	0.98	买入	维持
601336	新华保险	50.01	33.68	35.00	37.37	1.48	1.43	1.34	买入	维持
601628	中国人寿	44.39	16.28	20.13	22.01	2.73	2.20	2.02	买入	维持

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

## 5、风险提示

代理人流失超预期、产能提升不及预期、银保渠道发展不及预期导致保费增速下滑的风险；

长端利率快速下行导致资产端投资收益率超预期下滑的风险；

监管政策持续收紧导致新保单销售难度加大的风险。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

**证券研究报告风险等级及适当性匹配关系**

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn