

## 保险行业 2025 年度策略报告

## 稳中求进，变革图强

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】行业深度报告-非银行金融-养老产业现状研究专题（一）：养老金融业蓬勃发展-强于大市 20240813

【平安证券】行业深度报告-非银行金融-养老产业现状研究专题（二）：养老服务迈向多元，养老用品日趋丰富-强于大市 20240911

【平安证券】行业深度报告-非银行金融-养老产业现状研究专题（三）：养老照护服务重在实现“居家社区机构相协调”-强于大市 20241010

【平安证券】行业深度报告-非银行金融-养老产业现状研究专题（四）：个人养老金制度试点运行平稳，拟全面实施-强于大市 20241023

## 证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号  
S1060520040001  
BQC673  
WANGWEIYI059@pingan.com.cn

李冰婷 投资咨询资格编号  
S1060520040002  
LIBINGTING419@pingan.com.cn

韦霁雯 投资咨询资格编号  
S1060524070004  
WEIJIWEN854@pingan.com.cn

## 平安观点：

- 行业复盘：负债端高景气，资产端高弹性，保险股高超额。**2024年寿险NBV较大幅增长，权益市场表现影响投资业绩、新准则下净利润波动加大，资产负债特征明显、保险指数全年震荡上涨， $\beta$ 属性驱动下，A股保险板块超额收益显著。从基本面来看，人身险前三季度新单规模分化但结构优化、NBVM提升，NBV增长亮眼；财产险保费稳增，大灾导致COR承压；资本市场震荡上行，险企总投资收益率逐季回升、净利润逐季向好。
- 人身险业务展望：持续推进高质量发展。**需求端，居民养老保障和财富管理需求多样，预计2025年储蓄险客需仍旺。供给端，预定利率下调、加大长期分红险开发推广，预计产品价值率将提升。1)政策支持养老、健康、普惠保险发展。2)监管下调预定利率，新业务负债成本有望进一步压降。3)主要上市险企2025年“开门红”在监管鼓励和公司主动调整的双轮驱动下，长期分红型保险产品为主力。4)上市险企渠道方面聚焦高质量发展，NBVM提升有望在高基数下拉动2025年NBV增长。
- 财产险业务展望：保费稳健增长，COR或有改善。**车险综改后，行业竞争焦点逐步从费用转向定价和服务，头部险企具备综合优势、马太效应凸显，预计保费稳增、业务结构优化，压降赔付率成为控制COR的关键，新能源业务将成为车险保费的重要增量来源。此外，头部险企非车险业务发展具备较强比较优势，低基数和常态化展业将助力非车险保费恢复较快增长；风险减量服务和业务结构优化将推动COR改善。
- 资产端展望：投资压力缓释，利润增长可期。**在经济结构调整和转型升级、财政政策积极加码和货币宽松加码落地的背景下，10年期国债利率中枢或进一步震荡下行、但空间有限。稳地产政策将缓解险企资产减值压力。一揽子稳经济稳市场政策发力，A股估值水平处于中枢附近、配置性价比凸显，在增量资金流入和基本面边际修复预期之下，中期反转行情仍有向上空间、市场结构性机会增加，将助险企25年投资收益率和净利润改善。
- 投资建议：负债端储蓄险需求持续释放，预计2024全年NBV保持较高增速，业务结构优化、NBVM提升预期将助25年NBV在高基数下保持稳健。**资产端权益市场回暖，2024全年投资业绩有望维持增长、净利润保持较高增速。A股中期向上仍有空间，25年有望实现投资收益率提升、净利润温和增长。目前板块估值与持仓仍处底部， $\beta$ 属性与地产投资风险缓解将助力板块估值底部修复。个股方面，若权益市场持续震荡，建议关注中国太保、中国人寿；若权益市场持续向好，建议关注新华保险、中国人寿。
- 风险提示：1)权益市场波动导致利润承压、板块行情波动剧烈。2)寿险新单与NBV不及预期。3)监管政策影响程度可能超过预期评估情况。4)产险赔付超预期导致承保利润下滑。5)长端利率超预期下行，到期资产再配置和新增资产配置承压、获息能力下降。**

# 正文目录

<b>一、 行业复盘：负债端高景气，资产端高弹性，保险股高超额</b> .....	<b>5</b>
1.1 行情回顾：基本面改善、 $\beta$ 弹性驱动，A股保险板块超额收益显著、寿险表现好于产险.....	5
1.2 基本面回顾：NBV增长亮眼、COR承压，投资驱动净利润高增.....	7
■ 1.2.1 人身险：前三季度新单规模分化但结构优化、NBVM提升，NBV增长亮眼.....	7
■ 1.2.2 财产险：保费稳增，大灾导致COR承压.....	8
■ 1.2.3 资产端：资本市场震荡上行，险企总投资收益率逐季回升、净利润逐季向好.....	9
<b>二、 人身险业务展望：持续推进高质量发展</b> .....	<b>10</b>
2.1 需求端：居民养老保障和财富管理需求多样，预计2025年储蓄险客需仍旺.....	10
2.2 供给端：预定利率下调、加大长期分红险开发推广，预计产品价值率将提升.....	11
■ 2.2.1 政策层面：支持养老、健康、普惠保险发展.....	11
■ 2.2.2 负债成本：监管下调预定利率，新业务成本有望进一步压降.....	12
■ 2.2.3 主要上市险企2025“开门红”：监管鼓励+战略调整的双轮驱动下，长期分红型保险产品为主力.....	14
■ 2.2.4 渠道发展：聚焦高质量发展，NBVM提升有望在高基数下拉动2025年NBV增长.....	15
<b>三、 财产险业务展望：保费稳健增长，COR或有改善</b> .....	<b>19</b>
3.1 车险：保费增量聚焦新能源，COR改善重在赔付.....	19
3.2 非车险：常态化展业助保费增长，减风量+优结构促COR改善.....	21
<b>四、 资产端展望：投资压力缓释，利润增长可期</b> .....	<b>21</b>
<b>五、 投资建议与风险提示</b> .....	<b>23</b>
5.1 投资建议.....	23
5.2 风险提示.....	24

# 图表目录

图表 1	2024 年 A 股主要指数涨跌幅（截至 2024/12/6 收盘）	5
图表 2	2024 年 A 股保险个股涨跌幅（截至 2024/12/6 收盘）	6
图表 3	主要上市险企 2021-2023 年股息率	6
图表 4	主要上市险企 2021-2023 年现金分红比例	6
图表 5	保险板块主动管理型基金重仓情况	7
图表 6	保险板块主动管理型基金重仓前五个股比较	7
图表 7	主要上市险企近年新单同比增速	8
图表 8	国寿&新华十年期及以上首年期交保费情况	8
图表 9	主要上市险企近年 NBV 同比增速	8
图表 10	主要上市险企近年 NBVM 变化	8
图表 11	“老三家”产险近年保费同比增速	9
图表 12	“老三家”产险近年 COR 变动	9
图表 13	主要上市险企近年总投资收益率变动（新准则）	9
图表 14	主要上市险企归母净利润同比增速（新准则）	9
图表 15	城镇储户的消费、储蓄和投资意愿	10
图表 16	储蓄险主要竞品收益率持续下降	10
图表 17	国有大行存款挂牌利率调整情况	10
图表 18	2024 年保险业重点政策梳理	11
图表 19	主要上市险企近年 NBV 打平收益率	13
图表 20	主要上市险企近年 VIF 打平收益率	13
图表 21	近年来 5 年 LPR 变动	14
图表 22	近年 10 年期国债到期收益率（截至 2024/11/29）	14
图表 23	主要上市险企 2025 年“开门红”主力长期分红保险产品梳理	15
图表 24	主要上市险企银保新单同比增速	16
图表 25	主要上市险企银保总新单在寿险总新单占比	16
图表 26	主要上市险企近年银保 NBV 在总 NBV 占比	16
图表 27	主要上市险企近年银保 NBVM	16
图表 28	中国太保和新华保险银保单季新单表现	17
图表 29	主要上市险企代理人数量较上年末变动	18
图表 30	主要上市险企代理人质量改善	18
图表 31	国寿&平安季末代理人数量环比增速	18
图表 32	国寿&平安季末代理人数量同比增速	18
图表 33	“老三家”车险保费市场份额不断提升	19

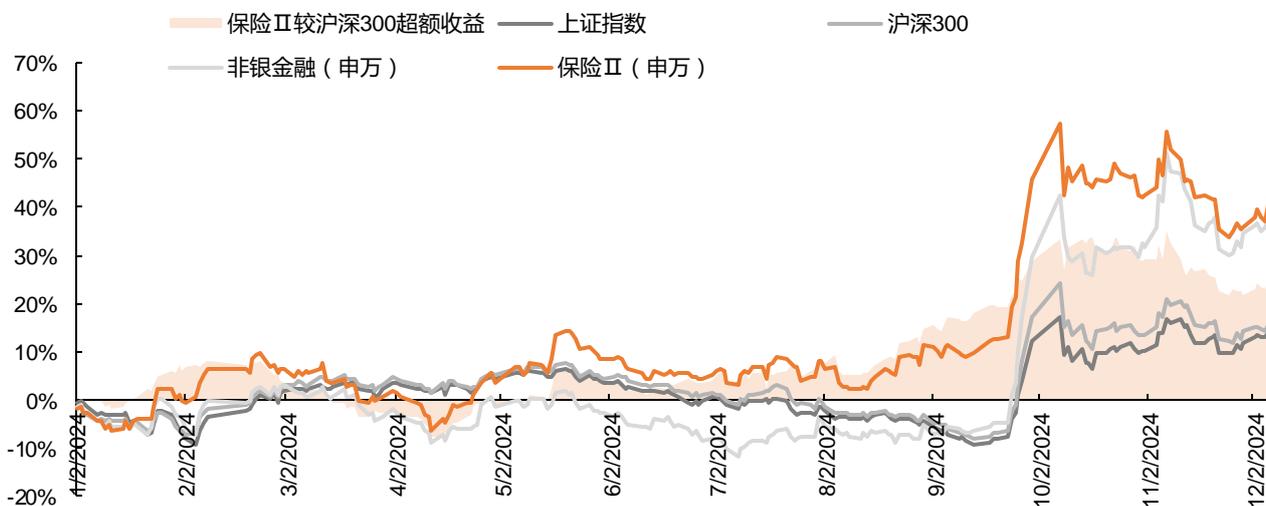
图表 34	人保&太保车险 COR 拆分 .....	19
图表 35	近年来车均保费震荡下行、车险保费稳健 .....	20
图表 36	新能源汽车销量增速快、占比提升 .....	20
图表 37	非车险主要险种保费收入同比增速 .....	21
图表 38	主要 10 年期债券到期收益率（截至 2024/11/29） .....	22
图表 39	A 股板块估值图 .....	23
图表 40	股债收益比 .....	23

## 一、行业复盘：负债端高景气，资产端高弹性，保险股高超额

### 1.1 行情回顾：基本面改善、 $\beta$ 弹性驱动，A股保险板块超额收益显著、寿险表现好于产险

寿险 NBV 较大幅增长，权益市场表现直接影响投资业绩、新准则下净利润波动加大，资产负债特征明显、保险指数全年震荡上涨， $\beta$ 属性驱动下，A股保险板块超额收益显著。2024 年以来，寿险 NBV 较大幅增长、负债端总体表现较好、景气度较高，但受地产投资、权益投资的影响，资产端波动较大；同时保险股年初机构持仓比例处于历史低位，而保险公司分红相对稳定、股息率较高，在低持仓高分红+负债端高景气+资产端高弹性+ $\beta$ 属性的多重驱动下，2024 年保险 II（申万）指数呈现震荡上涨之势，与沪深 300 指数涨跌幅走势基本一致，A 股保险板块超额收益显著。截至 12 月 6 日，A 股主要指数 2024 年以来涨幅分别：上证指数 14.43%、沪深 300 指数 15.80%、非银金融指数（申万）38.45%、保险 II 指数（申万）41.57%，保险指数较沪深 300 指数形成超额收益 25.77pct。

图表1 2024 年 A 股主要指数涨跌幅（截至 2024/12/6 收盘）



资料来源：Wind，平安证券研究所

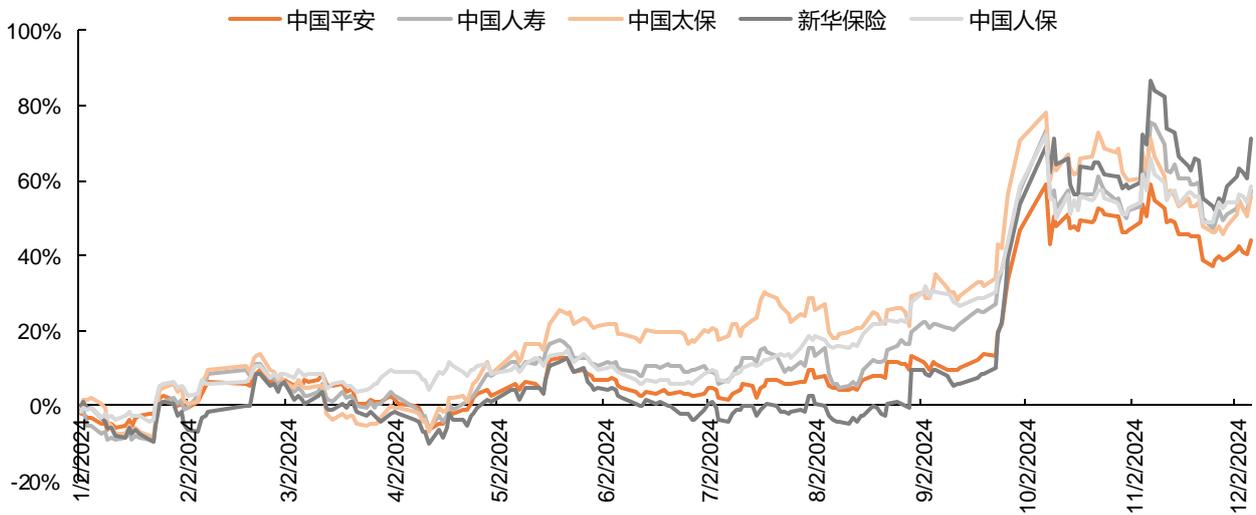
具体来看：

- 1) 1月中旬至3月中旬，在市场高分红策略崛起和央国企市值管理概念的双重催化下，保险股估值低、股息率高，受到市场资金青睐，保险指数反弹明显、较沪深 300 指数形成超额收益。
- 2) 2月底至4月中旬，尽管上市险企 3 月陆续披露年报、2023 年寿险负债端业绩改善，但资产端受权益投资影响仍承压，叠加 2 月底万科与保险机构债务“展期传闻”的影响，保险指数拐头向下、较沪深 300 指数形成超额亏损。
- 3) 4月中旬至5月中旬，一方面，上市险企 2024 年一季报负债端增长亮眼；另一方面，4 月 12 日国务院发布资本市场新“国九条”，同时地产政策持续发力、助力化解险企资产端风险，保险指数持续反弹。尤其是 5 月 17 日多部委推出保交房组合拳助力消化存量商品房以后，保险指数再次较沪深 300 指数形成超额收益。
- 4) 5月下旬以来，尽管保险指数持续较沪深 300 指数形成超额收益，但行情走势呈现出明显的阶段性特征。其中，5月下旬至8月中旬，保险行业基本面变化不大，保险指数震荡下行，与大盘走势基本一致。8月中旬起，监管调降寿险产品预定利率，寿险负债成本有望下降、缓解利差损风险，上市险企中报寿险 NBV 较大幅增长，负债端保持高景气预期持续向好，推动保险股在主要指数下行之时逆势上涨。9 月 24 日以来，一揽子稳经济稳市场稳地产政策密集出台，资本市场显著回暖、主要指数大幅上涨；同时，寿险 NBV 维持高增，权益弹性带动保险投资收益显著增长、助力净利润增长，在  $\beta$  弹性和业绩

超预期增长的双重驱动下，保险亦大幅上涨——以9月23日收盘价为基础，截至12月6日，上证指数涨幅23.83%、沪深300指数涨幅23.67%、保险II指数（申万）涨幅25.26%。本轮反弹（9月24日以来）保险指数较沪深300指数形成超额收益仅1.59pct，主要由于8月中旬起负债端业绩驱动保险指数涨幅较高。

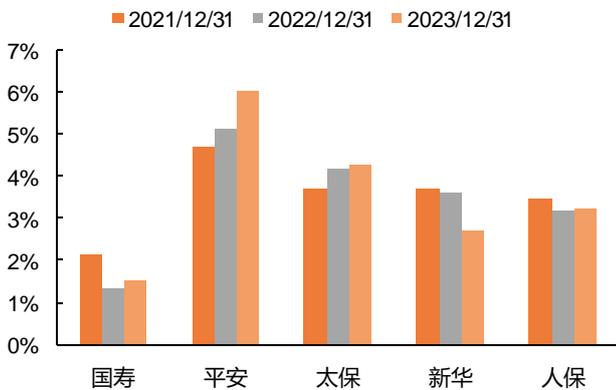
上市保险公司行情走势基本一致，个股表现差异较大主要受基本面影响。截至12月6日，上市险企2024年以来个股涨幅排名：新华保险（+71.31%）>中国人保（+58.66%）>中国人寿（+57.20%）>中国太保（+55.75%）>中国平安（+44.06%）。以9月23日收盘价为基础，截至12月6日，个股涨幅分别：新华保险（+55.87%）>中国平安（+27.07%）>中国人寿（+23.71%）>中国人保（+21.90%）>中国太保（+16.25%）。其中，新华保险负债端业绩逐季度向好、资产端权益投资弹性大，股价波动高于同业、9月24日以来涨幅最高。截至9月23日，中国太保和中国人保股价年涨幅较高、但在本轮反弹股价涨幅最低，主要由于两家公司此前累计涨幅为同业最高——中国人保以财产险业务为主，负债端业绩相对稳健、地产投资风险敞口较小，资产端压力有限；中国太保负债端业绩稳健且持续向好，资产端兼具弹性。

图2 2024年A股保险个股涨跌幅（截至2024/12/6收盘）



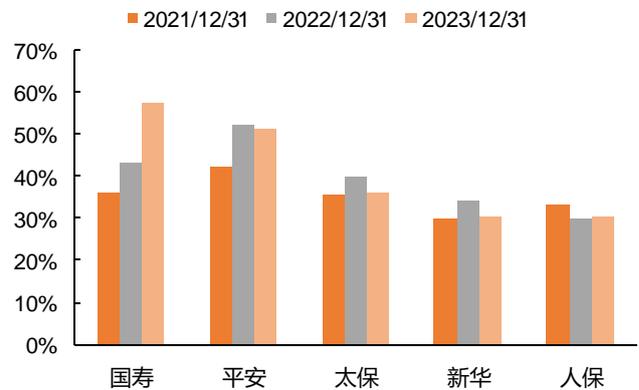
资料来源：Wind，平安证券研究所

图3 主要上市险企2021-2023年股息率



资料来源：Wind，平安证券研究所

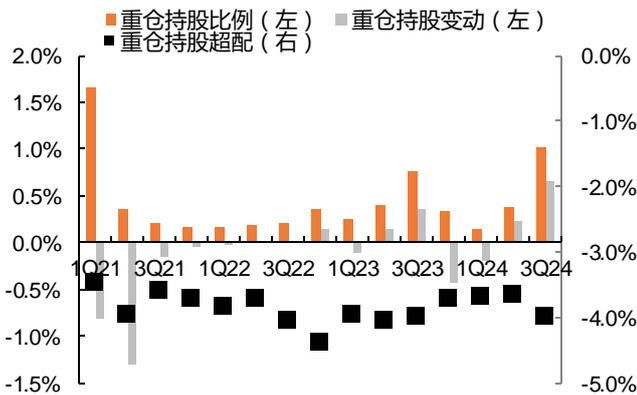
图4 主要上市险企2021-2023年现金分红比例



资料来源：Wind，平安证券研究所

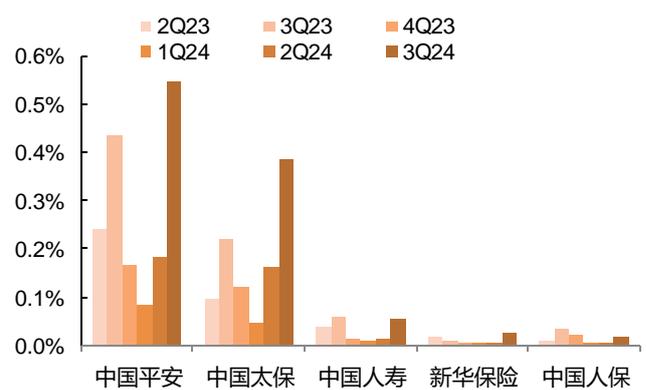
机构持仓年初仍处底部，3Q24 持仓比例创过去三年新高。3Q24 保险板块主动管理型基金重仓持股比例 1.03% (QoQ+0.66pct)，重仓比例为 2Q21 以来最高；低配程度环比加深，以沪深 300 流通市值为标准，保险板块标配 5.01%，目前尚低配 3.98pct。3Q24 主动管理型基金重仓个股持股比例从高到低依次为中国平安 (0.55%)、中国太保 (0.38%)、中国人寿 (0.05%)、新华保险 (0.03%)、中国人保 (0.02%)，重仓前五个股均增持，中国平安增持幅度最高，重仓变动依次为中国平安 (+0.36pct)、中国太保 (+0.22pct)、中国人寿 (+0.04pct)、新华保险 (+0.02pct)、中国人保 (+0.01pct)。

图5 保险板块主动管理型基金重仓情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

图6 保险板块主动管理型基金重仓前五个股比较



资料来源：Wind，平安证券研究所

注：本文为区别单季度和若干季度的累计表现，用 3Q24 来代表第三季度末的情况，用 2Q21-Q3 来代表前三季度的情况。此表主要为反映基金持仓变动，而基金持仓变动也即单季度的加仓或减仓情况，统一采用 3Q24 作为横轴。

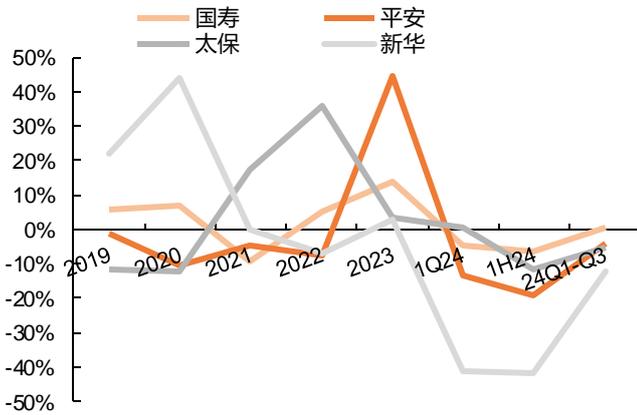
## 1.2 基本面回顾：NBV 增长亮眼、COR 承压，投资驱动净利润高增

### 1.2.1 人身险：前三季度新单规模分化但结构优化、NBVM 提升，NBV 增长亮眼

2024 年上市险企注重长期寿险业务发展，期交新单规模增长、总新单结构优化，叠加产品定价利率调整和银保“报行合一”，前三季度寿险 NBVM 普遍较大幅提升、NBV 高速增长。银行存款和理财产品等保险竞品收益率下行、吸引力下降，储蓄险产品优势凸显、居民财富管理需求持续释放。2024 年以来上市险企结合客需大力推动长期期储蓄险销售，但“报行合一”落地对银保渠道新单的影响较大，导致上市险企 24Q1-Q3 新单规模普遍下滑。寿险预定利率下调，助力寿险负债成本边际下降、NBVM 提升。同时，银保渠道“报行合一”落地，佣金费率下降、趸交业务规模大幅收缩，银保业务价值转型进程加快，NBVM 明显提升、NBV 普遍较大幅增长。具体来看：

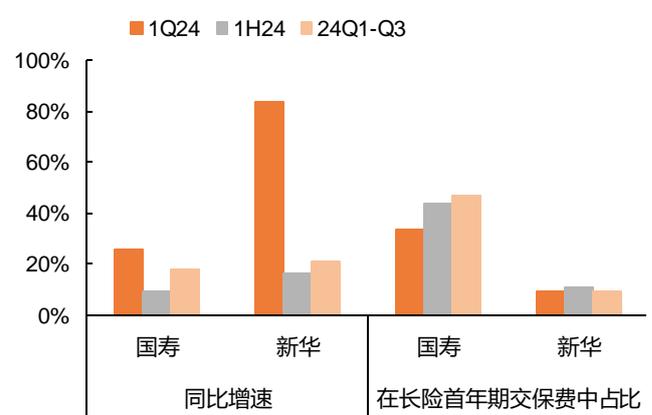
- 1) 2024 年前三季度总新单同比增速分化：国寿 (+0.4%) > 平安 (-4.2%) > 太保 (-5.0%) > 新华 (-11.9%)。
- 2) 2024 年前三季度长期期新单增长较快，且增速明显高于总新单：国寿、新华十年期及以上首年期交保费分别同比+17.7%、21.3%，十年期及以上首年期交保费在长险首年期交保费中分别 46.4%、9.0%。
- 3) 2024 年长期期业务增长、银保趸交压缩，推动 NBVM 较 2023 年末均有提升：2024 年前三季度 NBVM 平安约 25.4%、太保约 20.1%，2024 年上半年 NBVM 排名——平安 (24.2%) > 国寿 (20.1%) > 新华 (18.8%) > 太保 (18.7%)。
- 4) 2024 年前三季度 NBV 同比较大幅增长，增幅较上半年末明显走阔。2024 年前三季度 NBV 同比增速排名：新华 (+79.2%) > 太保 (+37.9%) > 平安 (+34.1%) > 国寿 (+25.1%)。

图7 主要上市险企近年新单同比增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图8 国寿&新华十年期及以上首年期交保费情况



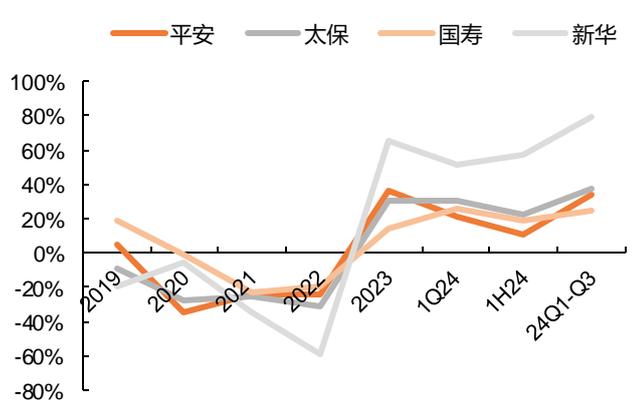
资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 1) 太保多次调整披露口径, 增速仅用作趋势参考, 不可完全代表公司业务。2021 年调整披露口径, 2020 年为重述数据; 2023 年起披露规模保费, 增速已按照重述数据计算。2020 年起总新单按照个险+银保+团险新单之和计算, 此前新单按照个险新单+团险计算。

2) 国寿、新华为“保费收入”, 总新单=长险新单+短险。

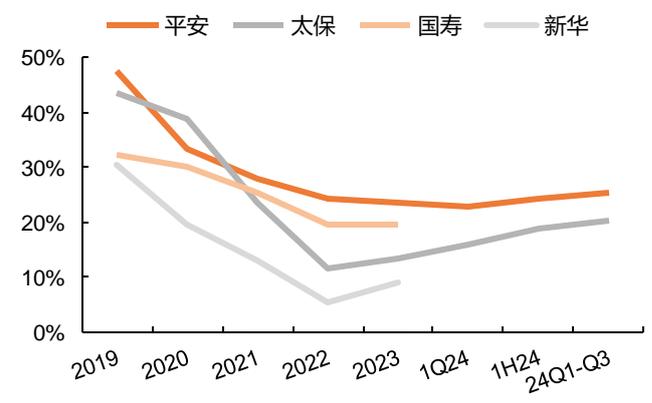
3) 平安 2019-2023 年数据为“规模保费”, 2024 年数据为“用来计算新业务价值的首年保费”。

图9 主要上市险企近年 NBV 同比增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图10 主要上市险企近年 NBVM 变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 1) 2023 年 NBV 同比增速数据基于 2022 年末假设计算。

2) 对于 2024 年以来 NBV 同比增速数据, 国寿、平安基于 2023 年末假设重述数据计算; 太保、新华基于 2022 年末假设计算所得, 公司未披露重述数据, 按照精算原理, 披露增速数据低于实际增速。

3) 国寿测算 NBVM=总 NBV/总新单; 国寿、新华未披露季度末 NBVM 数据。

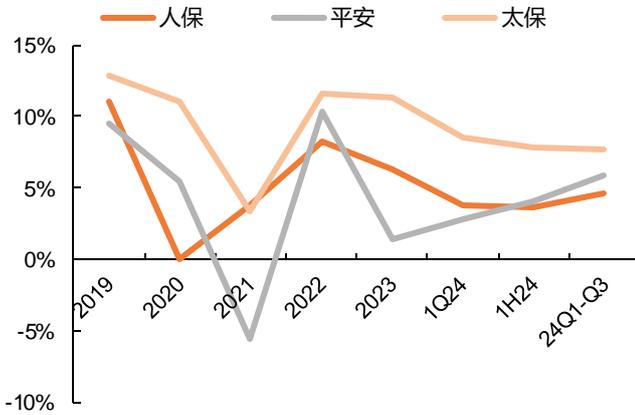
### 1.2.2 财产险: 保费稳增, 大灾导致 COR 承压

产险保费稳健增长, 非车险增速快于车险。随着汽车保有量的提升、车险综改的持续推进和车均保费逐渐趋稳, “老三家” (人保、平安、太保) 车险保费保持平稳增长; 非车险业务增长相对更快, 拉动 2024 年前三季度产险保费保持稳健增长, 同比增速排名: 太保 (+7.7%) >平安 (+5.9%) >人保 (+4.6%)。

受灾害事故影响, 险企赔付端面临较大压力, 导致 COR 承压。车险业务积极落实监管要求、坚持降本增效、加强品质费用管理; 非车险业务费用率相对稳定, 但赔付更易受到大灾影响。在低温雨雪冰冻、暴雨、强台风等灾害事故的影响下, 2024

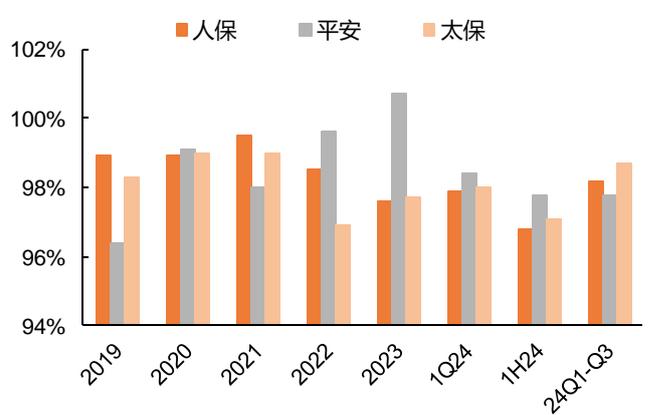
年前三季度产险 COR 分别：人保 98.2% (YoY+0.3pct)、太保 98.7% (同比持平)、平安 97.8% (YoY-1.5pct)。其中，平安 COR 同比改善，主要由于保证保险业务的承保损失同比大幅下降，对公司整体业务品质影响大幅降低。

图表11 “老三家”产险近年保费同比增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 “老三家”产险近年 COR 变动



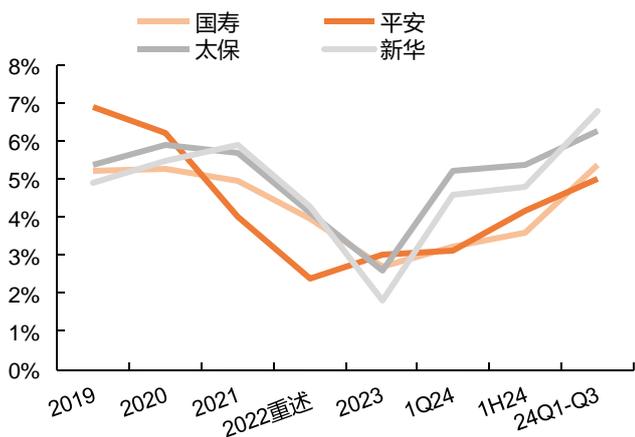
资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 太保 2021 年调整披露口径, 2023 年起披露规模保费, 增速已按照重述数据计算。

1.2.3 资产端：资本市场震荡上行，险企总投资收益率逐季回升、净利润逐季向好

9 月下旬以来，多项重磅政策密集出台，资本市场回暖上涨，险企投资收益率大幅改善。截至 2024 年三季度末，上市险企总投资收益率表现：新华 (6.8%) > 太保 (6.3%) > 国寿 (5.4%) > 平安 (5.0%，综合投资收益率)。2023 年险企全面切换 IFRS9，大部分股票直接计入 FVTPL，加剧险企利润波动。投资助力 2024 年前三季度归母净利润普遍同比大幅增长：国寿 (+173.9%) > 新华 (+116.7%) > 人保 (+77.2%) > 太保 (+65.5%) > 平安 (+36.1%)，3Q24 单季度归母净利润同比增幅更高：新华 (+2301.1%) > 人保 (+2093.6%) > 国寿 (+1767.1%) > 太保 (+173.6%) > 平安 (+151.3%)。

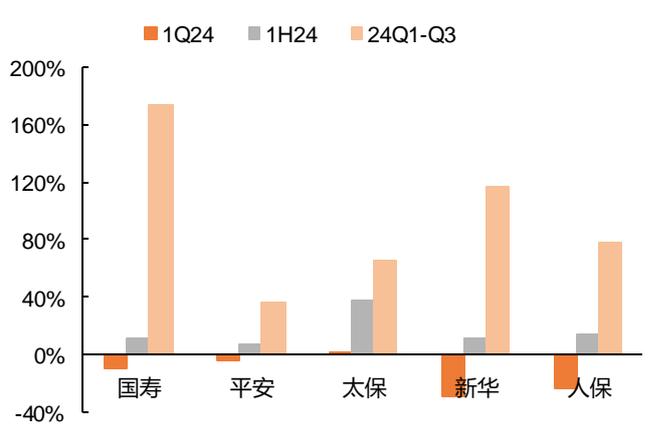
图表13 主要上市险企近年总投资收益率变动 (新准则)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 平安 2024 年起为综合投资收益率, 太保 2024 年数据已做简单年化。

图表14 主要上市险企归母净利润同比增速 (新准则)



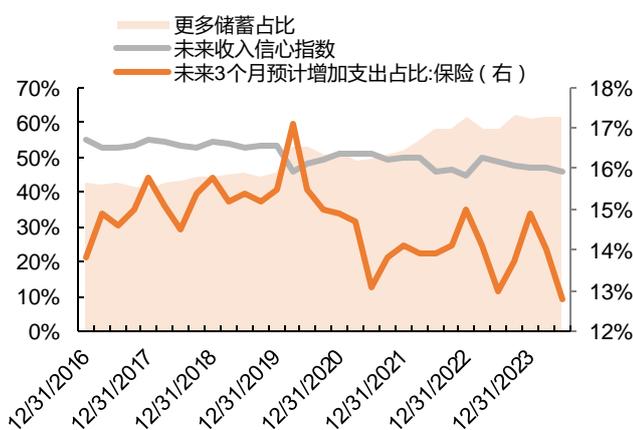
资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 二、人身险业务展望：持续推进高质量发展

### 2.1 需求端：居民养老保障和财富管理需求多样，预计 2025 年储蓄险客需仍旺

居民储蓄意愿仍维持高位，但保险主要竞品收益率下降、吸引力不强，预计储蓄险需求保持旺盛。根据央行城镇储户问卷调查报告，2020 年以来，居民储蓄意愿维持高位、未来保险支出增加意愿低位震荡。但商业银行连续下调存款挂牌利率，余额宝、理财通等偏储产品收益率持续下行，银行理财产品向净值化转型、收益率下行且波动较大，储蓄险竞品吸引力明显降低，市场具备保本储蓄属性的金融产品稀缺。根据寿险产品定价原理，储蓄险定价严格遵循预定利率、保险责任受保险合同约束，既有风险保障功能又兼具保本属性，能够满足人民群众日益增长的保险保障和财富管理需求。在居民风险偏好较低、市场类似金融产品稀缺的背景下，居民风险偏好较低、对储蓄险的需求依然旺盛。

图表 15 城镇储户的消费、储蓄和投资意愿



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 16 储蓄险主要竞品收益率持续下降



资料来源：Wind，平安证券研究所

注：数据仅披露至 2024 年 6 月末。

图表 17 国有大行存款挂牌利率调整情况

大行存款挂牌利率			22 年 9 月	23 年 6 月	23 年 9 月	23 年 12 月	24 年 7 月	24 年 10 月	最新变动 BP
城乡居民及单位存款	活期		0.25%	0.20%	0.20%	0.20%	0.15%	0.10%	-5
		定期	三个月	1.25%	1.25%	1.25%	1.15%	1.05%	0.80%
	半年		1.45%	1.45%	1.45%	1.35%	1.25%	1.00%	-25
	一年		1.65%	1.65%	1.55%	1.45%	1.35%	1.10%	-25
	二年		2.15%	2.05%	1.85%	1.65%	1.45%	1.20%	-25
	三年		2.60%	2.60%	2.20%	1.95%	1.75%	1.50%	-25
	五年	<b>2.65%</b>	<b>2.50%</b>	<b>2.25%</b>	<b>2.00%</b>	<b>1.80%</b>	<b>1.55%</b>	<b>-25</b>	
	零存整取、整存零取、存本取息	一年	1.25%	1.25%	1.25%	1.15%	1.05%	0.80%	-25
		三年	1.45%	1.45%	1.45%	1.35%	1.25%	1.00%	-25
		五年	1.45%	1.45%	1.45%	1.35%	1.25%	1.00%	-25
定活两便		按一年以内定期整存整取同档次利率打 6 折							
协定存款		0.90%	0.90%	0.90%	0.70%	0.60%	0.20%	-40	
通知存款	一天	0.45%	0.45%	0.45%	0.25%	0.15%	0.10%	-5	
	七天	1.00%	1.00%	1.00%	0.80%	0.70%	0.45%	-25	

资料来源：各大银行官网，平安证券研究所

## 2.2 供给端：预定利率下调、加大长期分红险开发推广，预计产品价值率将提升

### 2.2.1 政策层面：支持养老、健康、普惠保险发展

政策鼓励养老保险、健康保险和普惠保险发展，明确健全产品定价机制、支持浮动收益型保险发展。产品供给日益丰富，将进一步发挥人寿保险的家庭保障和财富传承功能。

8月30日，国常会研究推动保险业高质量发展的若干意见，继2006、2014年国常会两次审议研究保险业加快发展的意见后，此次国常会再次提及研究推动保险业高质量发展、明确要充分发挥商业保险等市场机制作用，相关政策加速出台。

9月11日，国务院发布《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》（本段简称“《意见》”），是第三个保险业“国十条”。作为保险业高质量发展的纲领性文件，《意见》明确了2029、2035年两个阶段性发展目标，指明了保险业防范风险、高质量发展的未来方向，增强行业发展定力。具体来看，在严监管、化风险方面，提出强化资产负债联动监管、加强久期和利率风险管理、健全市场退出机制和破产清算程序等；在提升保险服务水平方面，提出1)积极发展第三支柱养老保险：含商业保险年金、个人养老金产品、商业养老金业务、专属商业养老保险等，2)扩大健康保险覆盖面：含商业医疗保险、商业长期护理保险、带病体保险等，3)健全普惠保险体系：含意外伤害保险、专属普惠保险，4)深化重点领域改革：健全产品定价机制，支持浮动收益型保险发展；发挥人寿保险的家庭保障和财富传承功能；稳步开展境内外币保单业务等。

10月23日，国家金融监督管理总局发布《关于大力发展商业保险年金有关事项的通知》，明确了商业保险年金的定义，提出了推动业务发展、加强监管的相关举措，金融监管总局将推动保险公司加快补齐第三支柱养老短板，大力发展商业保险年金，不断优化产品和服务，为人民群众提供丰富多样的养老保障和跨期财务规划服务。

图表18 2024年保险业重点政策梳理

文件	主要内容
8月30日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究推动保险业高质量发展的若干意见。	会议指出，保险业在保障和改善民生、防灾减损、服务实体经济等方面具有重要作用。要夯实保险业高质量发展制度基础，牢固树立服务优先理念，充分发挥商业保险等市场机制作用，大力提升保险业保障能力和服务水平。要紧盯关键领域和薄弱环节加强监管，保障消费者合法权益，健全风险防范制度体系。要培育壮大保险资金等耐心资本，打通制度障碍，完善考核评估机制，为资本市场和科技创新提供稳定的长期投资。
9月11日，国务院发布《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》。	<p><b>总体要求：</b>充分发挥保险业的经济减震器和社会稳定器功能，大力提升保险保障能力和服务水平；到2029年，初步形成覆盖面稳步扩大、保障日益全面、服务持续改善、资产配置稳健均衡、偿付能力充足、治理和内控健全有效的保险业高质量发展框架。保险监管制度体系更加健全，监管能力和有效性大幅提高。到2035年，基本形成市场体系完备、产品和服务丰富多样、监管科学有效、具有较强国际竞争力的保险业新格局。</p> <p><b>9项意见：</b>严把保险市场准入关、严格保险机构持续监管、严肃整治保险违法违规行为、有力有序有效防范化解保险业风险、提升保险业服务民生保障水平、提升保险业服务实体经济质效、深化保险业改革开放、增强保险业可持续发展能力、强化推动保险业高质量发展政策协同。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>严格保险机构持续监管。</b>1)强化公司治理监管、2)强化分级分类监管、3)强化保险消费者权益保护，4)强化资产负债联动监管：健全利率传导和负债成本调节机制；引导优化资产配置结构，提升跨市场跨周期投资管理能力等。</li> <li>• <b>有力有序有效防范化解保险业风险。</b>1)建立以风险监管为本的制度体系：完善保险资产风险分类制度。强化逆周期监管。优化偿付能力和准备金监管政策。2)持续防范化解苗头性、倾向性风险隐患：加强久期和利率风险管理等。3)稳慎推进风险处置：拓宽风险处置资金来源，支持符合条件的企业参与保险机构改革化险；健全市场退出机制；对风险大、不具备持续经营能力的保险机构，收缴金融许可证，依法进入破产清算程序。</li> <li>• <b>提升保险业服务民生保障水平。</b>1)丰富巨灾保险保障形式。2)积极发展第三支柱养老保险：大力发展商业保险年金，鼓励开发适应个人养老金制度的新产品和专属产品，支持养老保险公司开展商业养老金业务，推动专属商业养老保险发展等。3)提升健康保险服务保障水平：</li> </ul>

	<p>扩大健康保险覆盖面，丰富商业医疗保险产品形式，发展商业长期护理保险，鼓励面向老年人、慢病患者等群体提供保险产品等。4) 健全普惠保险体系：大力推广意外伤害保险，鼓励发展专属普惠保险等。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>深化保险业改革开放。</b> 1) 持续健全保险市场体系。2) 持续深化重点领域改革：健全产品定价机制，支持浮动收益型保险发展；发挥人寿保险的家庭保障和财富传承功能；稳步开展境内外币保单业务等。3) 持续推进高水平对外开放。</li> </ul>
<p>10月23日，国家金融监督管理总局发布《关于大力发展商业保险年金有关事项的通知》。</p>	<p><b>商业保险年金是对保险公司开发的第三支柱产品的统称。</b> 具体内容包括：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>明确商业保险年金的定义：</b>商业保险公司开发的具有养老风险管理、长期资金稳健积累等功能的产品，包括符合条件的年金保险、两全保险、商业养老金等，保险期限5年及以上。</li> <li>• <b>提出推动商业保险年金发展的政策举措和监管要求：</b> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 大力发展各类养老年金：发挥补充养老保障作用，丰富年金领取方式和期限，加强与基本养老保险的衔接；重点发展具有长期领取功能的产品和服务。</li> <li>2) 积极发展其他年金和两全保险：开发保障功能较强、经营成本可控、收益水平与客户风险偏好相匹配产品，为不同年龄客户提供生存年金、养老保障和差异化资金管理服务。</li> <li>3) 进一步扩大商业养老金业务试点：增加试点公司数量、延长试点期限、扩大试点区域。</li> </ol> </li> <li>• <b>优化个人养老金产品供给，提升产品的多样性和投保的便利度：</b>开发适应个人养老金制度的新产品和专属产品。</li> <li>• <b>支持创设兼具养老风险保障和财富管理功能、适合广泛人群购买的新型产品，</b>要求保险公司优化资产配置，服务新质生产力发展。</li> <li>• <b>建立健全统计制度，加强监管制度体系建设，切实维护保险消费者合法权益。</b></li> </ul>

资料来源：中国政府网、国家金融监督管理总局，平安证券研究所

### ■ 2.2.2 负债成本：监管下调预定利率，新业务成本有望进一步压降

预定利率是指寿险产品在计算保险费时采用的利率，保险公司在厘定保险费时，应根据公司历史投资回报率经验和对未来的合理预期及产品特性按照审慎原则确定预定利率。尽管监管仅规定了预定利率上限，但人身险产品同质化现象明显、市场竞争激烈，产品预定利率一般都按照监管上限设置。**2023年以来，监管多措并举，持续健全人身险产品定价机制，引导行业降低负债成本、化解潜在利差损风险。**

**2024年8月2日，国家金融监管总局向行业正式下发《关于健全人身保险产品定价机制的通知》(以下简称“《通知》”)，**具体来看：

**1) 明确新备案人身险产品预定利率上限分批调整：**9月1日起，普通型产品(传统险)预定利率上限2.5%(此前3.0%)；2024年10月1日起，分红型产品(分红险)预定利率上限2.0%(此前2.5%)、万能型产品(万能险)最低保证利率上限1.5%(此前2.0%)。

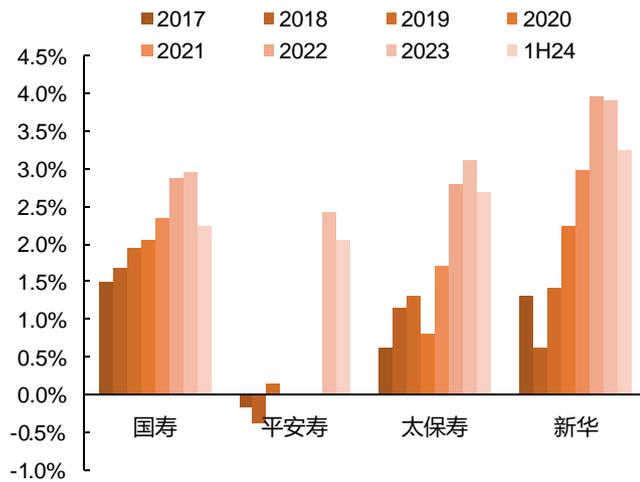
**《通知》要求分批下调人身险产品预定利率，将缓解寿险公司新业务负债成本行业性走高的压力、防范潜在利差损风险。**打平收益率是基于上市公司年报披露的投资收益率下降50bp的NBV和VIF数据进行线性外推，测算得出NBV(新业务价值)和VIF(有效业务价值)为0时的寿险投资收益率。测算NBV和VIF的打平投资收益率可以判断公司的寿险负债成本。截至2024年上半年，国寿、平安寿、太保寿、新华NBV打平投资收益率测算分别为2.23%、2.06%、2.70%、3.26%，较上年末分别-0.72pct、-0.37pct、-0.42pct、-0.66pct；VIF打平投资收益率测算分别为2.23%、2.46%、2.17%、3.06%，较上年末分别-0.22pct、+0.07pct、+0.05pct、+0.04pct，分别实现综合投资收益率2.52%、3.69%、4.00%、2.49%；险企利差损压力普遍有所缓解。具体来看：

①近年来，NBV和VIF打平收益率明显上升，2023年以前新业务成本行业性走高、2024年上半年新业务成本有所压降。主要由于利率下行背景下，居民保本储蓄需求旺盛，2021年以来储蓄险新单高增、产品NBVM较低且对投资收益率敏感性较高，而NBVM较高、对投资收益率敏感性较低的重疾险销售承压。2023年8月起，传统险预定利率下调50bp、不高于

3%，若费用率等定价假设不变，市场主推的增额终身寿险产品 IRR 下降、寿险新业务负债成本快速压降，2024 上半年 NBV 打平投资收益率测算明显下滑。

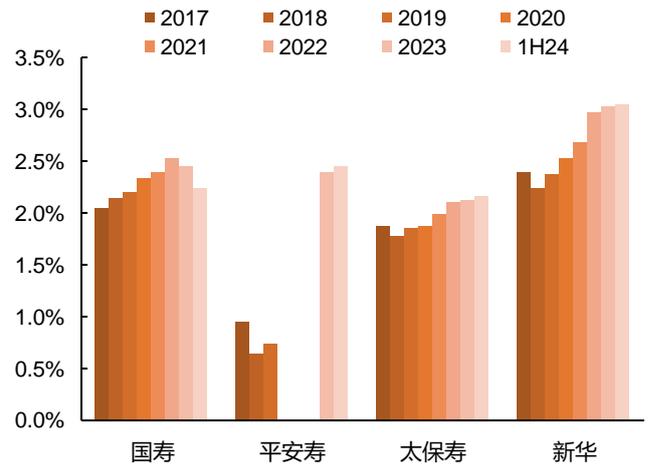
②NBV 打平收益率波动较大、VIF 打平收益率增幅相对较缓，2024 上半年 NBV 打平投资收益率测算明显下滑，但对 VIF 打平收益率的作用有限。主要由于 VIF 反映存量业务，存量业务体量较大、负债成本相对较低，能够摊薄新业务负债成本。但随着低成本存量业务的不断到期和高成本新增业务的持续增长，主要上市险企整体负债成本或将有所上升。

图表19 主要上市险企近年 NBV 打平收益率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表20 主要上市险企近年 VIF 打平收益率



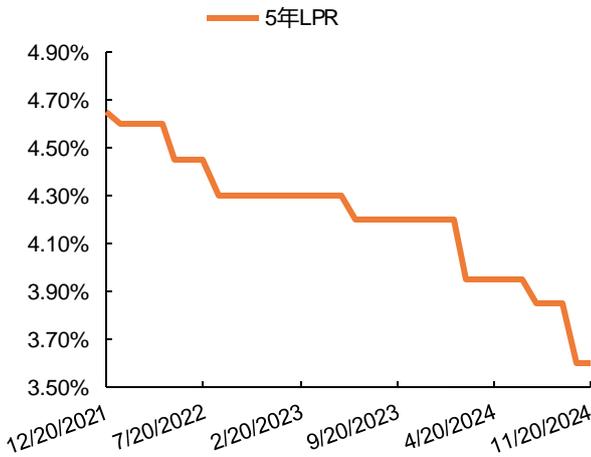
资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 1) 平安 2020-2022 年末单独披露投资收益率假设敏感性分析结果。  
2) 国寿 2023 年和 2024H 投资收益率假设变动为 -45bp, 按照线性外推计算。

2) 建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制。《通知》明确，将参考 5 年期以上贷款市场报价利率(LPR)、5 年定期存款基准利率、10 年期国债到期收益率等长期利率，确定预定利率基准值，由保险业协会发布。挂钩及动态调整机制应当报金融监管总局。达到触发条件后，各公司按照市场化原则，及时调整产品定价。

低利率环境下，海外发达保险市场普遍通过建立预定利率动态调整机制来及时调整负债成本、化解利差损风险。《通知》发布后，三大参考利率均值及其降幅分别与最新传统险预定利率上限（2.5%）和三大险种预定利率上限的降幅（50bps）接近。截至 2024 年 8 月 2 日，5 年期以上 LPR 为 3.85%、5 年定期存款基准利率为 1.80%、10 年期国债到期收益率 2.13%，三大参考利率的算术平均值为 2.59%，较此前 2023 年 8 月 1 日预定利率调整时的参考利率平均值（三大参考利率分别 4.20%、2.50%、2.66%，平均值 3.12%）下行幅度约为 53bps。截至 2024 年 11 月 29 日，5 年期以上 LPR 为 3.60%、5 年定期存款基准利率为 1.55%、10 年期国债到期收益率 2.02%，三大参考利率的算术平均值为 2.39%，较 2024 年 9 月 1 日预定利率调整时的参考利率平均值下行幅度约为 20bps。建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制后，若未来市场利率进一步下行、达到触发条件后，保险业协会将及时确定新的预定利率基准值、人身险公司及时调整产品定价，以更快应对市场变化。

图表21 近年来5年LPR变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表22 近年10年期国债到期收益率(截至2024/11/29)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2.3 主要上市险企 2025 “开门红”: 监管鼓励+战略调整的双轮驱动下, 长期分红型保险产品为主力

《关于健全人身保险产品定价机制的通知》鼓励开发长期分红型保险产品。对于预定利率不高于上限的分红型保险产品, 可以按普通型保险产品精算规定计算现金价值。这一规定有助于改善分红险 NBVM, 因此主力产品险种类型的调整对 NBVM 的影响相对可控。根据产品现金价值计算方式, 分红险比传统险的现金价值更高、资本占用更高, 但利差水平更低, 因此分红险 NBVM 普遍低于传统险。经过 2024 年 8 月的调整后, 传统险预定利率降至 2.5% 将回到 2013 年费改之前的水平, 若费用率等定价假设不变, 预计此前市场主推的增额终身寿险产品的 IRR 将下降、产品吸引力也将进一步下行, 但寿险负债成本有望压降、利差损风险有望缓解。实际上, 传统险预定利率上限自 1999 年降至 2.5% 以后持续维持这一水平直至 2013 年, 彼时传统险预定利率低于 10 年期国债收益率和银行存款利率、分红险为市场主流的人身险产品。与传统险由保险合同约定的“固定收益”不同, 分红险的收益由“相对保证较低的固定收益”和“取决于分红险账户经营结果的浮动红利”两部分构成, 客户收益既有保底部分、也有额外弹性, 这也对分红险的红利实现率提出较高要求。对于险企而言, 分红险可以实现与客户共担投资风险、分享经营成果, 实现降低刚性负债成本、并避免产品结构单一带来的利率风险。但代理人队伍近 10 年间已更为熟悉传统险的销售模式, 主力产品切换至分红险, 或将对代理人队伍提出新的销售能力挑战

考虑到分红险由险企和客户共担投资风险、分享经营成果, 能够有效降低刚性负债成本、并避免产品结构单一带来的利率风险, 主要上市险企 2025 年“开门红”主力产品几乎均为长期分红险。

- 1) 从产品形态来看, 以往年份险企“开门红”普遍以短期期交的快速返还年金+万能险为主要产品形态, 随着寿险产品预定利率的下调、寿险负债成本压力的日益增加, 险企 2025 年“开门红”主力产品形态普遍转为长期分红型保险。具体来看, 国寿三款产品中仅包含一款 3 年期交、8 年期满的短储产品“鑫满益足两全保险”, 其余两款均为长期分红险; 太保、新华均以长期分红险为主力产品。
- 2) 从启动时间来看, 近年来险企普遍重视收官工作。但 2024 年由于寿险预定利率再次下调, 2024 全年业绩指标达成度较好、达成时间较早, 主要上市险企普遍较早启动 2025 年“开门红”的筹备工作。
- 3) 从业绩预期来看, 寿险预定利率下调, 险企加大储蓄型保险产品的销售力度, 可能提前消耗消费者的储蓄保障需求, 2025 年“开门红”可能面临一定增长压力。但银行存款、理财产品等保险主要竞品收益率下降、吸引力不强, 2024 年 10 月, 国有大行 5 年期整存整取存款利率降至 1.55%; 而居民储蓄意愿仍维持高位, 根据图表 23 的典型案例测算, 假设红利利差为 0, 保证利率下的产品 IRR 约 1.65%-1.75%, 已高于存款利率, 考虑红利利差后长期分红险 IRR 将更具吸引力。预计储蓄需求保持旺盛, 2025 年“开门红”有望保持稳健。

图表23 主要上市险企 2025 年“开门红”主力长期分红险产品梳理

公司	国寿		新华	太保
产品名称	鑫益丰年	鑫益传家	盛世荣耀智赢版	长相伴（至尊 2024）
产品形态	养老年金保险（分红型）		终身寿险（分红型）	
预计启动时间	短储为主 10 月初、长储为辅 11 月起		12 月初	11 月初
缴费方式	3/5/10 年期交、趸交	3/5/10 年期交	3/5/10/15/20 年期交、趸交	3/5/10 年期交、趸交
保险期间	年金领取年龄的年生效对应日起 20 年		终身	
万能账户	增益宝（保费≥10 万元）/如意宝（2024 版） 保证利率 1.5%，10 月结算利率 3.1%/2.5%		鑫金利 保证利率 1.5%，10 月结算利率 3.0	传世庆典
保险责任	养老年金、满期保险金、身故保险金	身故保险金，第 2 年起每年保额=上年保额*102%		
典型案例	30 岁男性，5 年交、年交保费 10 万，保至 80 岁			
保证利率 IRR	1.6483%	1.7063%	1.6963%	1.7499%
红利处理方式	年复利累积生息，年利率每年公布			购买交清保额

资料来源：公司官网产品说明书、保险师 APP，平安证券研究所

■ 2.2.4 渠道发展：聚焦高质量发展，NBVM 提升有望在高基数下拉动 2025 年 NBV 增长

➢ 银保“报行合一”落实，头部险企坚持价值转型，新单规模降、价值增

2023 年下半年银保“报行合一”和行业《自律公约》落实后，银保渠道费用率水平趋于一致。根据国家金融监管总局举行 2023 年三季度银行业保险业数据信息新闻发布会，截至 2023 年 10 月，初步估算，银保渠道的佣金费率较之前平均水平下降约 30%。尽管存在产品调整、重新签约等情况，但头部险企具备资金、资源等综合优势，与银行间合作方式多样，且对成本管控、合规风控等要求较为严格，受影响相对有限。而银保“报行合一”要求按照公司实际的总费用开支，包括手续费和运营管理等固定费用。手续费率一定的情况下，中小险企业务有限、不具备规模效应，产品性价比也将不及大型险企。

银保渠道自 2023 年下半年率先执行“报行合一”以来，业务发展不断规范。上市险企坚持价值转型、高质量发展，推动业务结构改善，新单规模受政策影响显著下滑，但渠道费用率改善和期限结构优化助力银保 2024 年 NBVM 改善、缓解 NBV 增长压力；同时也为 2025 年银保业务的高质量发展打下坚实基础。根据 2024 半年报披露：

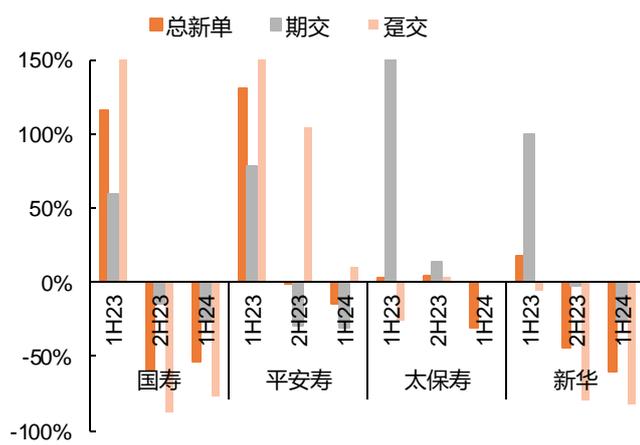
- 1) 中国人寿：严格落实“报行合一”政策要求，强化佣金费用管控，实现降本增效；加强渠道拓展，扩大合作银行覆盖面。渠道新业务价值率和价值贡献显著提升。
- 2) 中国平安：坚持价值转型战略，聚焦高质量增长，价值贡献持续提升。在银行合作方面，强化长期互信合作关系，持续深化平安银行独家代理模式，同时积极巩固国有大行合作，拓展头部股份行、城商行等潜力渠道。
- 3) 中国太保：坚持价值银保战略，打造差异化竞争优势，不断增强“芯”银保发展动能。聚焦战略渠道合作，强化网点深耕；受市场环境及政策调整影响，新保规模增长承压，价值保持稳步增长。
- 4) 新华保险：持续推进核心渠道、重点渠道、潜力渠道建设，总部合作全面覆盖，机构布局优化完善；业务发展以传统型保险为主，逐步丰富多元化产品供给，不断深化业务的期交化、长期化转型。

随着银保价值转型的推进，2024 上半年主要上市险企银保新单规模下降，但主要是趸交业务压缩，期交业务相对稳健；新单费用率改善叠加期限结构优化，助力银保渠道 NBVM 提升、NBV 增长。从 2024 年上半年数据来看：

- 1) 银保总新单同比增速：国寿-53.3%、平安-15.1%、太保-30.4%、新华-60.8%，其中国寿、新华银保趸交新单分别同比 -77.4%、-82.3%，银保趸交新单降幅明显高于总新单。

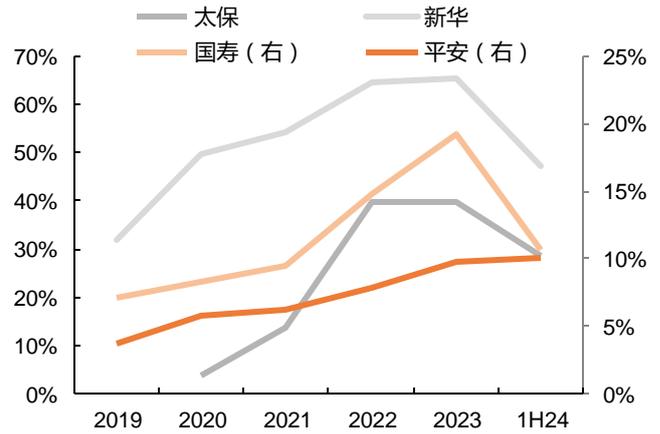
- 2) 银保总新单在寿险总新单中占比: 国寿 10.6%、平安 10.1%、太保 28.5%、新华 47.1%。
- 3) 银保 NBVM: 平安 22.5% (YoY+2.8pct)、太保 12.5% (YoY+5.6pct)、新华 13.8% (YoY+11.1pct)。
- 4) 银保 NBV 同比增速: 平安+17.3%、太保+26.5%、新华+97.1%。
- 5) 银保 NBV 在寿险总 NBV 中占比: 平安 11.8%、太保 19.3%、新华 35.3%

图表24 主要上市险企银保新单同比增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

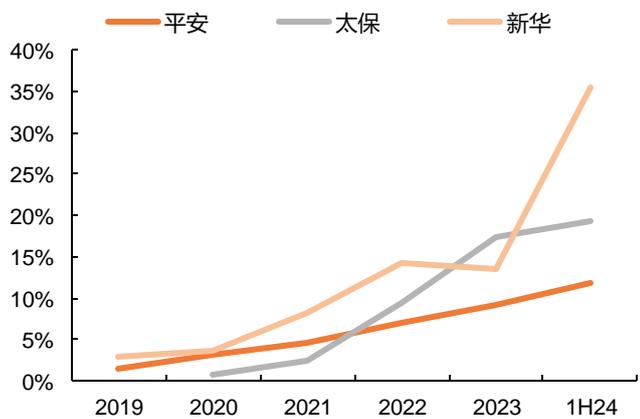
图表25 主要上市险企银保总新单在寿险总新单占比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 平安、太保披露口径为规模保费, 国寿、新华为保费收入(下同)。国寿、平安 1H23 银保趸交新单分别同比+216.8%、+371.4%, 太保 1H23 银保期交新单同比+460.0%, 出于可读性考虑, 上图未完全显示。

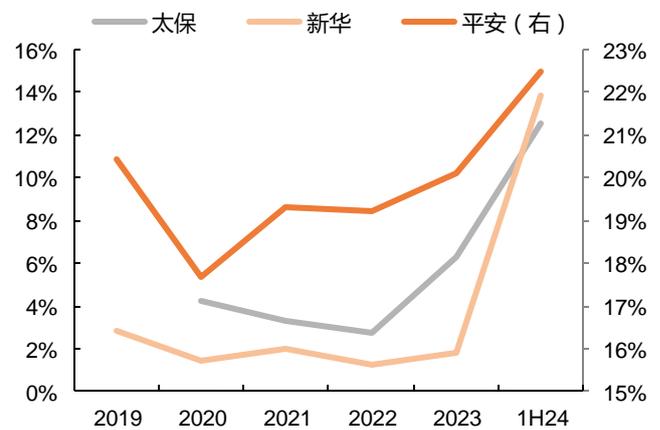
图表26 主要上市险企近年银保NBV在总NBV占比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 国寿未单独披露银保NBV。

图表27 主要上市险企近年银保NBVM



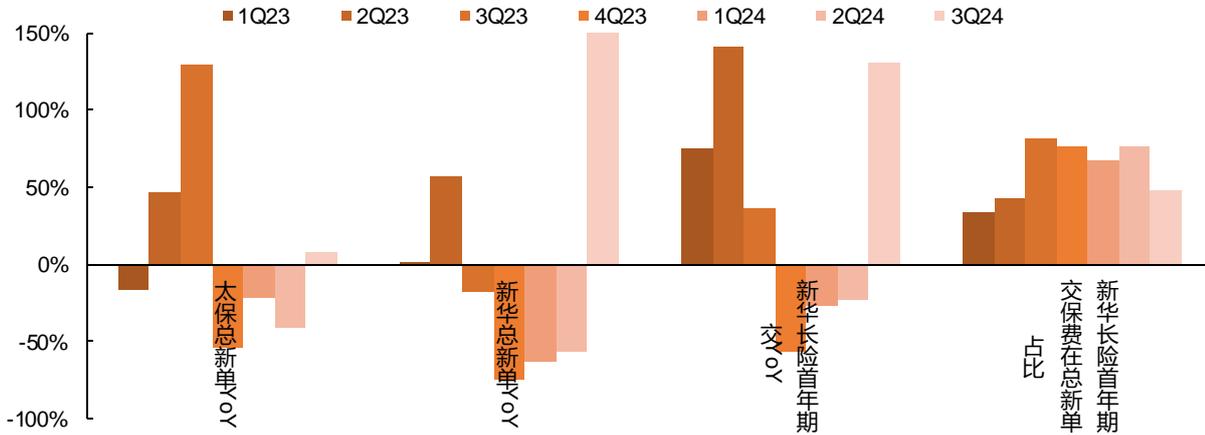
资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 新华测算银保NBVM=银保NBV/银保总新单

太保、新华 3Q24 银保新单已有较大幅改善, 随着基数效应的减弱, 叠加银行网点与险企合作数量限制取消, 2025 年银保新单有望趋于平稳。2024 年前三季度银保业务方面, 太保总新单、新华总新单、新华长期险首年期交保费分别同比-18.4%、-24.1%、+6.3%, 3Q24 单季分别同比+7.5%、+292.9%、+130.1%。2024 年 5 月 9 日, 国家金融监督管理总局正式对外发布《关于商业银行代理保险业务有关事项的通知》, 自 2010 年以来, 首次取消银行网点与保险公司合作的数量限制——商业银行代理互联网保险业务、电话销售保险业务和其他保险业务, 各级分支行及网点均不限制合作保险公司数量。在居民储

蓄需求旺盛的背景下，进一步丰富银保产品和服务将更好地发挥商业银行的渠道优势和保险公司的产品、服务优势；在银保“报行合一”政策落地并取得成效的基础上，将有效拓宽商业银行和保险公司的合作范围，促进银保业务转型发展、推动双方长期深度合作，为银保业务高质量发展奠定基础。

图表28 中国太保和新华保险银保单季新单表现



资料来源：Wind，平安证券研究所

注：新华 3Q24 银保总新单同比+292.9%，出于可读性考虑，上图未完全显示。

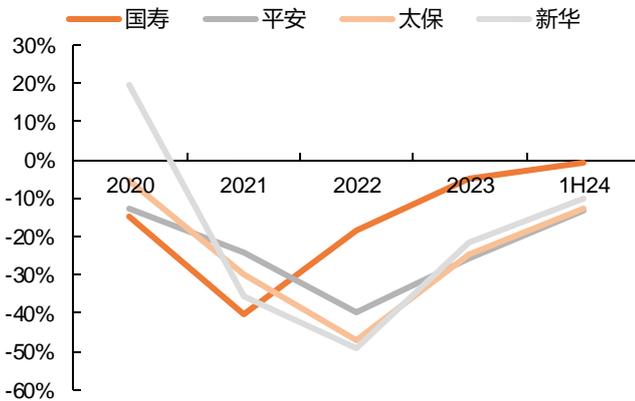
➤ 个险转型成效凸显，“报行合一”或将利好头部险企，高质量发展为主线

个险渠道聚焦高质量发展，代理人队伍量稳质升。2020 年起，主要上市险企加快推动渠道转型，多措并举提升队伍能力、提高代理人产能。2022 年以来，主要上市险企代理人队伍规模降幅不断收窄，代理人整体数量趋于相对稳定、质量有所改善。根据 2024 半年报披露：

- 1) 中国人寿：以高质量发展为导向，深入推进营销体系改革。现有队伍持续贯彻落实“客资建队伍”经营理念，加快构建以客户为中心的个险经营管理体系，向专业化、职业化、综合化转型；深化推进个险“6+1”重点工作，着力实现队伍优增优育和产能提升。新型营销模式布局“种子计划”有序推进，已在 24 个城市启动试点，并取得初步成效。
- 2) 中国平安：坚持以高质量发展为价值引领，持续深化转型，优化队伍结构。通过实战训练、场景赋能、权益支持、高端客户服务等举措有效提升队伍产能，聚焦以“优”增“优”，新人入口不断改善。
- 3) 中国太保：持续深化“三化五最”的职业营销转型，以队伍成长为核心，持续牵引队伍能力提升。
- 4) 新华保险：坚持以价值为核心，大力推动长年期业务转型，践行高质量发展理念；加快推进绩优队伍建设，出台新《基本法》，以优增为重点，整合公司优势资源；启动“XIN 一代”计划专项队伍建设项目，全面加强基础管理。

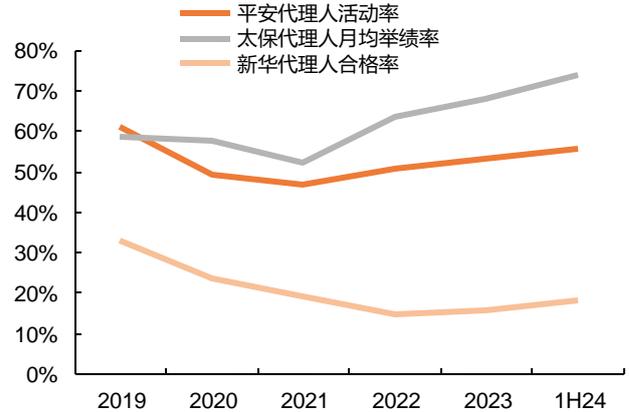
截至 2024 年 6 月末，国寿、平安、太保、新华代理人数量分别 62.9 万人、30.8 万人、18.3 万人、13.9 万人，分别较上年末-0.8%、-13.5%、-12.9%、-10.3%；平安代理人活动率 55.9%、太保代理人月均举绩率 73.8%、新华代理人合格率 18.2%，从 2022 年起持续提升。其中，国寿、平安 2024 年 9 月末代理人数量分别 64.1 万人 (QoQ+1.9%)、36.2 万人 (QoQ+6.5%)，代理人数量已连续两个季度环比增长，代理人队伍规模趋稳态度明显。

图表29 主要上市险企代理人数量较上年末变动



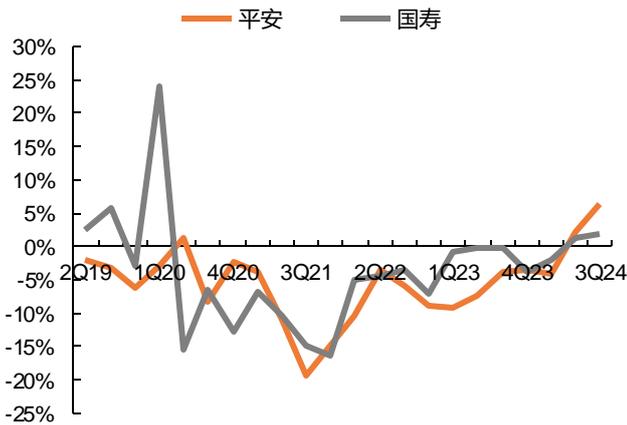
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表30 主要上市险企代理人质量改善



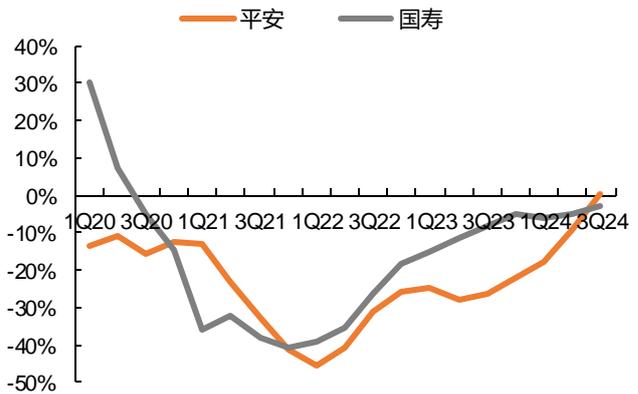
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表31 国寿&平安季末代理人数量环比增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表32 国寿&平安季末代理人数量同比增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

《关于健全人身保险产品定价机制的通知》明确在保险产品销售执行中应严格执行“报行合一”。具体来看,《通知》强调深化“报行合一”,明确“加强产品在不同渠道的精细化、科学化管理。各公司在产品备案或审批材料中,应当标明个人代理、互联网代理、银邮代理、经纪代理等销售渠道,同时列示附加费用率(即可用总费用水平)和费用结构”。在以往业务中,个险渠道贡献的新单和NBV占比最高、产品NBVM也普遍高于其他渠道,较银保和经代渠道在价值贡献上更具比较优势。银保和经代渠道在产品销售环节具有自主决策权,主要通过代理销售保险产品、赚取寿险公司支付的佣金,费用竞争集中在保险公司之间,保险公司早期需要通过较高的费用推动代理渠道销售自身产品。而代理人队伍实际属于寿险公司的自有渠道,客户资源、销售主动权实际属于寿险公司,费用支出的变化主要用于对本公司不同产品阶段性推动力度的调整,“报行合一”实际针对寿险公司“费差”与自有代理人队伍收入之间的平衡。政策落地后,降低直接佣金会对代理人收入产生较大影响、不利于队伍留存,险企或将重点管控间接佣金和管理费用,短期保费增长可能存在一定挑战和压力,但长期将带来行业持续向高质量发展转型。若加大对间接佣金的管控,将对代理人队伍现有组织架构产生较大影响,代理人层级架构或有缩减、代理人队伍结构或将进一步优化;若加大对管理费用的管控,则需通过科技赋能加强降本增效、以及提高代理人素质和自驱力等方式,有效压降中后台冗余费用。

根据《2024中国保险中介市场生态白皮书》,截至2023年末,人身险公司保险代理人数量共计281.3万人;根据上市公司2023年报,截至2023年末,国寿、平安、太保、新华寿险代理人数量共计135.5万人,占人身险公司保险代理人数量的

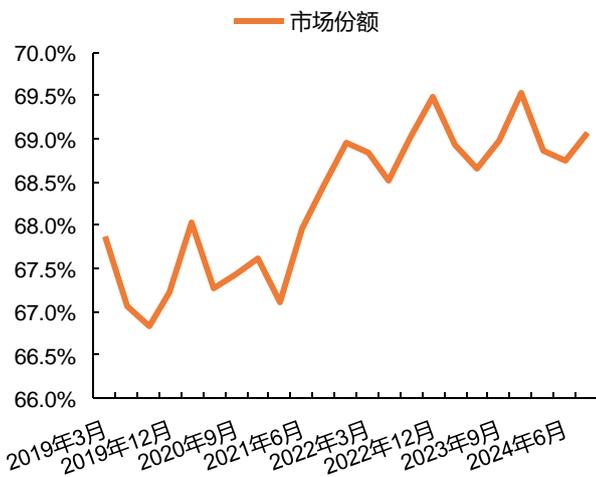
48.2%。在“报行合一”行业费用水平趋于一致的背景下，头部险企个险代理人较中小险企具备规模优势，个险渠道发展充分、可作为业务发展的“护城河”，同时产品体系完善、附加服务丰富，风控较严格、以往产品定价和费用支出相对规范，有望在行业竞争中率先突出重围、实现平稳过渡；而在保费一定、费用下降的情况下，也将带来产品价值率提升、业务质量进一步优化。

### 三、财产险业务展望：保费稳健增长，COR 或有改善

#### 3.1 车险：保费增量聚焦新能源，COR 改善重在赔付

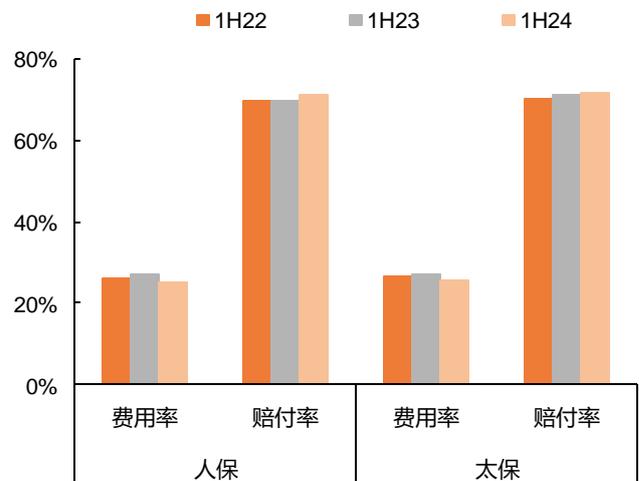
2020 年 9 月车险综合改革实施以来，费率浮动系数优化、车均保费下降，而汽车保有量趋于饱和，导致车险行业保费增速趋于平稳。而政策引导产险公司压降费用、车险费用率水平明显下降，但交强险和商车险责任限额提高，保障水平提升叠加车均保费下降，使得赔付率提高、拖累综合成本率 (COR)，挤压车险业务盈利能力。总体来看，车险业务基本实现“降价、增保、提质”。在 2022 年车辆出行有限、赔付不高，行业利润结余情况普遍好于 2021 年的背景下，险企车险业务费用空间相对充足，导致车险市场拼费用抢市场的恶性竞争再抬头，2023 上半年费用率抬升明显——人保和太保费用率分别同比+1.0pct、+0.6pct。2023 年 6 月起，国家金融监管总局连续发文，规范车险市场秩序、要求加强车险费用管理；此外，八大头部财险公司签署《车险合规经营自律公约》，主动维护、规范车险市场秩序。随着车险费用管控进一步趋严，2024 上半年车险费用率明显下降，助力车险 COR 小幅改善——人保和太保注重降本增效和精细化管理，车险费用率分别同比-1.8pct、-1.5pct，赔付率分别同比+1.5pct、+0.6pct，COR 分别同比-0.3pct、-0.9pct。

图表33 “老三家”车险保费市场份额不断提升



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表34 人保&太保车险 COR 拆分



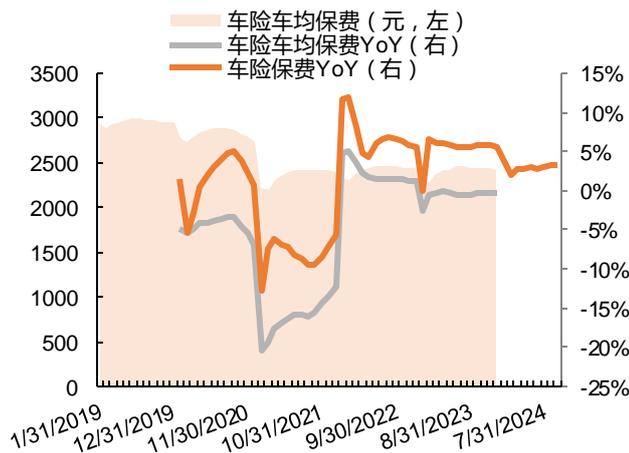
资料来源：Wind，平安证券研究所

车险综改后，行业费用水平趋于相近，定价和服务成为影响车险业务发展的重要因素，行业竞争焦点逐步从费用转向定价和服务。头部险企在定价能力上具备核心优势、马太效应凸显，预计头部险企保费稳增、业务结构优化，压降赔付率成为控制 COR 的关键。一方面，头部险企历史数据积累充分，定价更精准、理赔控制更精细、风控能力更强，同时附加服务丰富、产品体系多元，推动人保、太保、平安“老三家”车险保费市场份额不断提升。截至 2024 年 9 月末，“老三家”车险市场份额 69.1%。另一方面，头部险企优质家庭自用车业务规模较大且持续扩张，谨慎发展营运客车、货车等风险相对较高的业务，业务结构优化有助于保持赔付率的相对稳定、实现承保盈利能力优于行业平均，保费增速平于或快于行业平均。截至 2024 年 9 月末，从车险保费同比增速来看，平安 (+3.80%) > 行业 (+3.32%) > 太保 (+3.26%) > 人保 (+3.24%)；根据中国人保官网发布的 2024 年中期业绩推介材料，人保财险 2024 上半年共承保 4943 万辆汽车 (YoY+6.1%)，其中家自

车承保数量 4067 万 (YoY+6.5%)、家自车新车承保数量 349 万 (YoY+5.2%)，家自车承保数量同比增速高于整体承保车辆同比增速，业务结构明显优化。

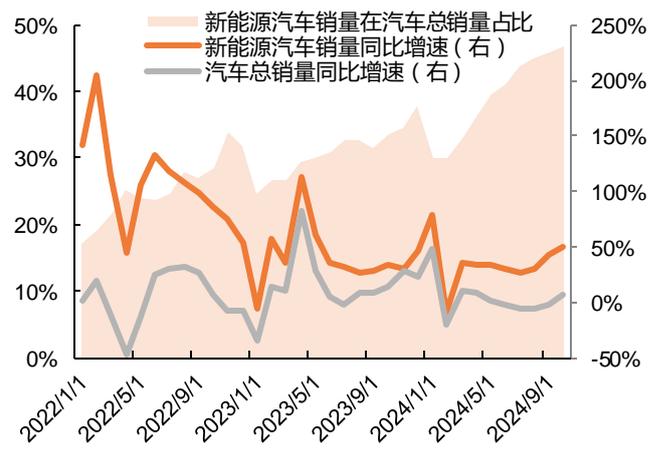
在车均保费保持相对平稳的基础上，车险保费增长主要依靠新车销售和存量车转续保拉动。近年来，新能源车放量增长，成为新车销售的重要来源，预计新能源业务将成为车险保费增长的重要增量来源。随着车险综改首年基数效应的减退，近年来车均保费基本保持平稳，未来车险保费增长主要依靠承保车辆数量增长。而我国汽车保有量近年已处于较高水平、高位增长相对有限，存量车转续保业务是维持车险保费的重要基本盘。但与海外汽车市场相比，我国每千人汽车保有量尚有较大提升空间。近年来，在政策激励下，新能源车放量增长，新能源汽车销量增速高于汽车总销量，新能源汽车销量在汽车总销量的占比也持续提升，是新车业务的重要来源。截至 2024 年 10 月，新能源汽车单月销量 143 万辆 (YoY+49.6%)、汽车总销量 305.3 万辆 (YoY+7.0%)，新能源汽车销量在汽车总销量的占比高达 46.8%。根据中国人保官网发布的 2024 年中期业绩推介材料，人保财险新能源车险 2024 上半年共承保新能源汽车 450 万辆 (YoY+59.3%)、实现保费收入 196.6 亿元 (YoY+55.6%)，承保车辆数、保费收入增速和车均保费显著高于传统燃油车——2024 上半年人保财险车险和新能源车险承保车辆数分别同比+6.5%、+59.3%，保费收入分别同比+2.5%、+55.6%，车均保费分别 3427 元、4369 元。但新能源汽车发展时间相对较短、技术迭代升级较快、驾驶模式也与传统燃油车有一定区别，在风险结构、风险成本上与传统燃油车存在显著不同，车险的定价基础、理赔管理、销售模式等均需要重建。而险企新能源车的历史数据积累相对有限，定价、风控、理赔等环节较传统燃油车的难度更大，总体赔付率和 COR 较传统燃油车业务压力更大。

图表35 近年来车均保费震荡下行、车险保费稳健



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表36 新能源汽车销量增速快、占比提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2024 年 4 月，国家金融监督管理总局向财险公司下发《关于推进新能源车险高质量发展有关工作的通知（征求意见稿）》，通过扩大自主定价系数范围、分离网约车定价、推动行业零整比研究等措施缓解新能源车险赔付压力。具体来看：

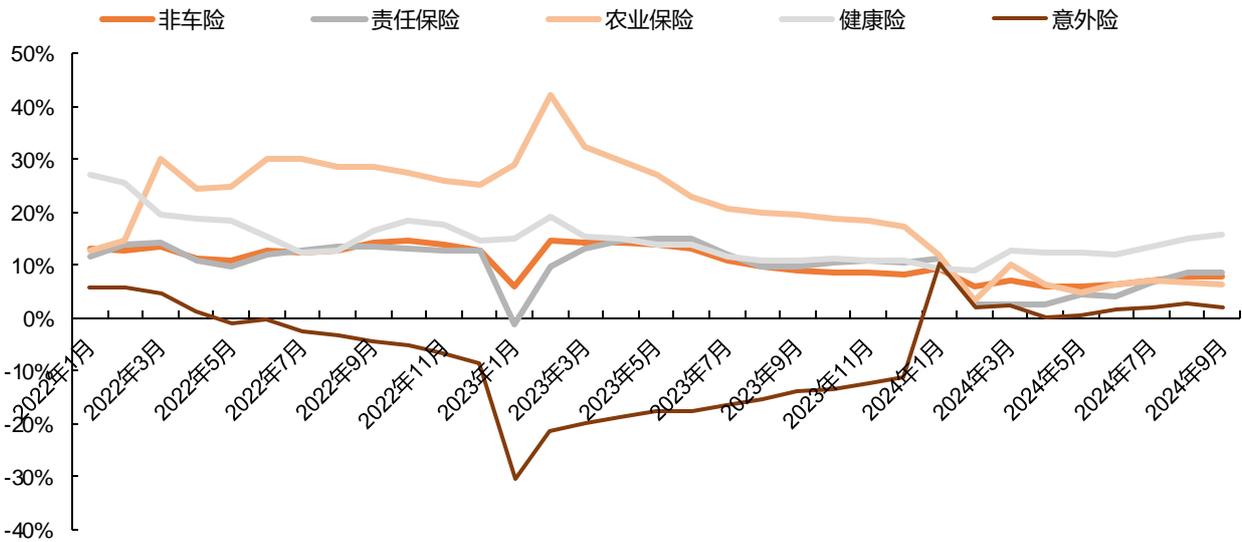
- 1) “自主定价系数范围由原来的 0.65-1.35 调整为 0.5-1.5”：为险企按照风险等级情况或消费者特征或车辆用途进行差异化定价打开政策空间。
- 2) “研究推出‘基础+变动’组合保险产品，为兼职运营网约车的新能源车提供更加全面的保险保障，优化调整新能源商业车险基准费率”：在业务发展中，此前网约车和家庭自用车的新能源车险并未分开经营。网约车区分定价后，有利于险企精准定价，对风险更高的网约车费率适度提升、风险相对更低的家庭自用车费率适度下调。
- 3) “加强新能源汽车专业研究能力，支持行业开展新能源汽车零整比、安全指数等研究，定期向社会发布研究成果；加强跨行业交流合作，为新能源汽车的生产企业优化和改进产品设计提供建议参考，推动降低新能源汽车维修成本”：出险率和维修成本是影响赔付支出的重要因素。新能源汽车维修成本相对较高，零整比的研究优化有望推动新能源汽车维修成本降低。

### 3.2 非车险：常态化展业助保费增长，减风量+优结构促 COR 改善

各地农业保险招标工作影响业务推进节奏、头部险企主动调整责任险业务结构、压降高赔付雇主责任险业务，2024 年非车险保费增速降档。但头部险企具备资源禀赋优势，承保地域范围广、风险分散能力强，网点下沉充分、渠道实力雄厚，非车险业务发展具备较强比较优势；同时，2024 年保费基数不高，农险招标等工作落地后 2025 年展业将回归常态，非车险保费有望恢复较快增长。截至 2024 年 9 月末，非车险累积保费收入同比+7.9%，其中责任险+8.5%、农业保险+6.2%、健康险+15.6%、意外险+2.0%，非车险保费增速较 2023 年 9 月末同比-1.2pct，主要由于责任险保费增速同比-1.2pct、农业保险保费增速同比-13.2pct。

自然灾害导致非车险赔付增长、COR 显著承压。尽管自然灾害客观存在，但头部险企积极探索风险减量服务、提高防灾减灾救灾和抗风险能力，不断优化业务结构，预计 2025 年 COR 压力将有所缓解。2024 上半年灾害频发、汛期提前，财险理赔和灾害风险管理压力提升，已赔付和预赔付南方暴雨洪涝灾害金额超 11 亿元，根据中国人保(601319.SH)2024 半年报，人保财险非车险业务上半年 COR 约 97.3%、承保利润 24.2 亿元 (YoY-31.3%)。下半年国内主汛期到来，理赔和风险管理进一步承压，根据中国财险(2328.HK)截至 2024 年 9 月 30 日止九个月之未经审计业绩公告，2024 年前三季度人保非车险业务受低温雨雪冰冻、暴雨、强台风等灾害事故影响，COR 约 100.5% (YoY+1.9pct)、出现承保亏损 6.8 亿元。中国人保践行“保险+风险减量服务+科技”新商业模式，强化精细化管理和主动风险防控，加强保前风勘、保中预警、灾前排查、大灾理赔和平台建设，推进风险减量服务提质、扩面、增品，有望强化理赔风险管理和专业服务能力、有望推动 2025 年 COR 边际优化。

图表 37 非车险主要险种保费收入同比增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 四、资产端展望：投资压力缓释，利润增长可期

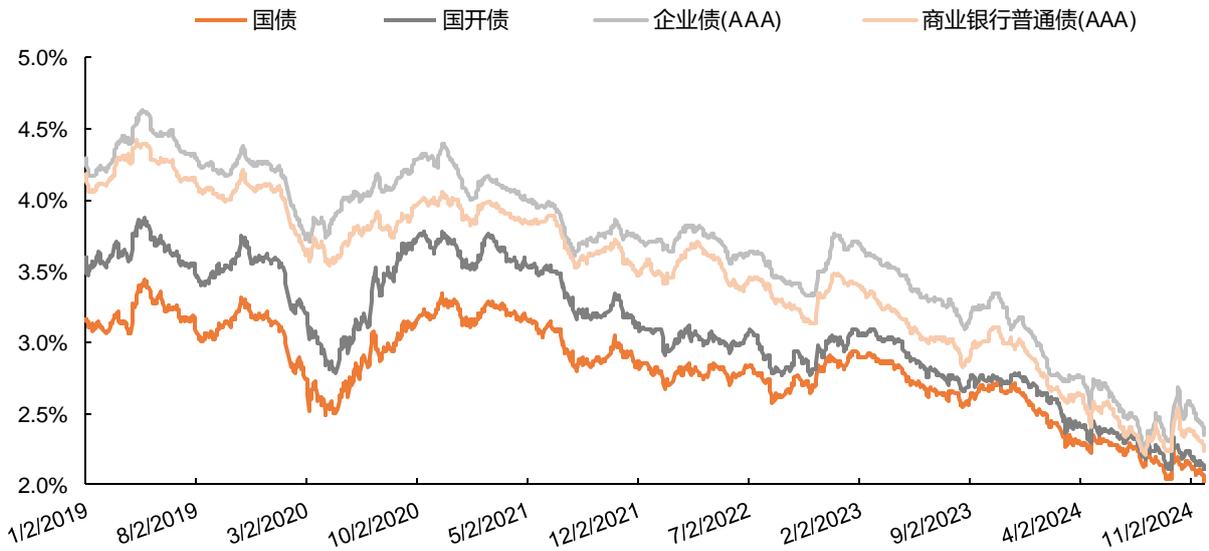
1) 长端利率下行空间有限，超长期特别国债将为险企提供优质长久期资产并提供稳定净投资收益。

在经济结构调整和转型升级、财政政策积极加码和货币宽松加码落地的背景下，我国 10 年期国债收益率中枢可能进一步震荡下行，但下行空间有限。财政政策积极加码，推出历史最大规模化债方案，地方化债压力明显减轻，后续仍有较大举债空间和赤字提升空间；央行货币宽松加码落地、开启买断式逆回购，并推动政策框架转型，《2024 年第三季度中国货币政策执行报告》，定调加大逆周期调节力度，且更加重视货币政策框架转型，淡化货币数量，强调利率传导。随着降准降息陆续落

地，货币政策持续宽松、财政政策发力稳增长，有望继续支持实体经济修复。根据平安证券固收团队《2025 年宏观利率债年度策略报告：不预设，顺势而为》，2025 上半年如果降息 15bp，10 年期国债中枢将降至 1.8%-2.2%。

超长期特别国债的逐步发行将加大市场优质长期债券的供给力度，有望缓解市场对“资产荒”的担忧、对长端利率形成支撑。同时，寿险负债久期较长，超长期特别国债的发行将缓解保险新增资产与到期资产再配置压力，并将在拉长资产久期、稳定保险净投资收益率等方面继续发挥“稳定锚”的作用。根据国家发改委，2024 年用于“两重”建设和“两新”工作的 1 万亿元超长期特别国债已经全部下达到项目和地方，目前正在加快推进项目建设和资金拨付。2025 年，我国将继续发行超长期特别国债并进一步优化投向，仍将保持有力度的安排支持国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。

图表38 主要 10 年期债券到期收益率（截至 2024/11/29）



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 2) 地产政策持续发力、利好密集释放，助力化解险企投资风险。

2024 年以来，地产政策密集落地。总体来看，政策从注重中长期发展的三大工程，转向更加务实及有针对性的消化存量房产、提振购房意愿，支持房地产市场稳健发展、防范化解地产风险。保险负债端基本面行稳致远，2024 年板块行情主要受到资产端地产投资敞口的压制。稳地产政策有望推动房地产市场边际改善，将助力改善保险公司的资产减值压力、化解险企投资风险。具体来看，4 月 30 日，政治局会议提及消化存量房产和优化增量住房；5 月 17 日以来，央行降首付、取消房贷利率下限、政府收储等政策均体现了中央强力去库存、消化存量房产的决心，政策力度已超 2018 年和 2014-2015 年；9 月 24 日国新办举行新闻发布会，提及降低存量房贷利率约 50bp、统一最低首付比例至 15%、优化保障性住房再贷款政策等一揽子稳地产政策；9 月 26 日，政治局会议强调促进房地产市场止跌回稳，严控增量、优化存量、提高质量，并调整住房限购政策；11 月 13 日，财政部关于契税、增值税的优惠细则落地。

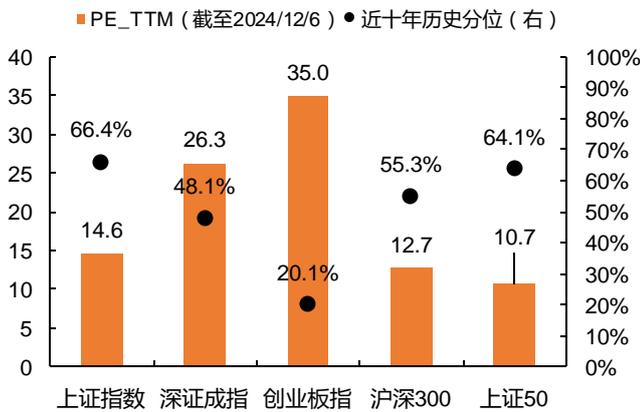
## 3) 一揽子政策协同发力，提振市场情绪、助力经济预期改善，A 股市场中期向上仍有空间，保险资产端有望持续修复。

一揽子稳经济稳市场政策协同发力，当前国内政策迎来实质性转向，宏观风险进一步下降；市场风险偏好和市场活跃度明显提升，成交量显著回暖，但仍需观测政策落地效果和后续政策力度。4 月 12 日国务院发布资本市场新“国九条”，聚焦资本市场高质量发展，进一步支持新质生产力发展壮大、持续引导提升上市公司投资价值、加快推进投资端改革。9 月 24 日

以来，一揽子稳经济稳市场政策密集出台，加大逆周期调节力度、支持房地产市场止跌回稳、地方化债、降准降息，央行创设货币政策新工具 SFISF 支持资本市场，证监会加快推动中长期资金入市改革、深化上市公司并购重组和市值管理改革。

**A 股估值水平位于历史中枢附近、配置性价比凸显，在增量资金流入和基本面边际修复预期之下，中期反转行情仍有向上空间、市场结构性机会增加，将助力险企 2025 年投资收益率和净利润改善。**A 股主要市场指数估值位于历史中枢附近，沪深 300 指数股债收益比处于历史 99%分位。保险大类资产配置风格稳健，尽管主要上市险企股票和基金配置比例不高，但却是决定投资收益率弹性的“关键少数”。2024 年前三季度主要上市险企归母净利润同比增长显著主要由于 9 月末以来权益市场回暖推动投资收益高增，在 A 股市场中期向上仍有空间、2025 年保险负债端总体保持稳健的基础上，2025 年资产端有望持续改善、投资收益率提升将助力净利润温和增长。

图表39 A 股板块估值图



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表40 股债收益比

股债收益比	比值	差值
	1/沪深 300PE /10Y 利率	1/沪深 300PE -10Y 利率(%)
2024-12-06	4.02	5.90
全历史分位	99.3%	78.6%
2014 年以来分位	98.8%	73.9%
2018 年以来分位	98.1%	73.4%
历史中位数	2.39	4.47
历史最大值	4.51	8.33
历史最小值	0.45	-2.46

资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 五、投资建议与风险提示

### 5.1 投资建议

**行业方面:** 负债端，居民储蓄需求旺盛、保险竞品收益率下降，储蓄险需求将持续释放，预计 2024 全年 NBV 将保持较高增速、延续负债端改善之势，业务结构优化、NBVM 提升预期将助力 2025 年 NBV 在高基数之下保持相对稳健。产险马太效应明显、结构优化、降本增效，预计 2024 全年将保持保费稳增、COR 小幅承压，2025 年有望实现保费增长、COR 保持稳健。资产端，9 月末以来，权益市场明显回暖，预计 2024 全年投资业绩仍有望维持增长、净利润保持较高增速；A 股市场中期向上仍有空间，2025 年有望实现投资收益率提升、净利润温和增长。目前行业估值和持仓仍处底部，β 属性与地产投资风险缓解将助力保险板块估值底部修复，看好行业长期配置价值。

**人身险:** 2024 年前三季度寿险 NBVM 提升推动 NBV 普遍较大幅增长，Q4 单季业绩占比一般不高，预计 2024 全年 NBV 将维持当前增速水平。展望 2025 年，产品预定利率下调可能导致部分储蓄需求提前释放，但市场具备保本储蓄属性的金融产品稀缺，保险主要竞品收益率下降、吸引力较低，居民保本储蓄需求旺盛，上市险企适时推出兼具保证收益和弹性收益的长期分红险、发展长年期业务，业务结构优化、NBVM 提升预期将助力 2025 年 NBV 在高基数之下保持相对稳健。

**财产险:** 4Q24 并未发生较大自然灾害、各项业务常态化推进，预计 2024 全年保费稳增、COR 小幅承压。展望 2025 年，车险综改后，行业费用水平趋于相近、车均保费保持相对平稳，压降赔付率成为控制 COR 的关键。头部险企定价、理赔和服务等方面更具优势，预计头部险企车险保费稳增、业务结构优化、COR 可控。非车险方面，随着农险业务回归常态、风险减量服务的持续推进和业务结构的不断优化，非车险保费有望恢复较快增长、自然灾害导致的 COR 压力将有所缓解。

**资产端：**9月末以来，权益市场明显回暖，预计2024全年投资业绩仍有望维持增长、净利润保持较高增速。随着货币宽松加码落地，10年期国债到期收益率震荡下行至2.0%左右，2025年10年期国债收益率中枢可能降至1.8%-2.2%，但下行空间总体有限。一揽子稳经济稳地产稳市场政策协同发力，但仍需观测政策落地效果和后续政策力度，A股市场中期反转行情仍有向上空间，将助力2025年险企投资收益率和净利润在低基数下有所改善。目前行业估值和持仓仍处底部， $\beta$ 属性与地产投资风险缓解将助力保险板块估值底部修复，看好行业长期配置价值。

**个股方面：**4Q24市场交易型资金更活跃、保险股 $\beta$ 属性显著。展望后市，仍需观测政策落地效果和权益市场表现。若权益市场持续震荡，建议优先关注个险转型坚定、负债端发展具备韧性、资产端兼具弹性的中国太保，以及存量业务负债成本相对较低、“开门红”启动较早、业务发展稳健的中国人寿。若权益市场持续向好，建议关注资产端弹性更大的新华保险、中国人寿。

## 5.2 风险提示

### 1) 权益市场波动导致利润承压、板块行情波动剧烈。

宏观经济恢复进程不及预期，增加政策不确定性，权益市场情绪修复不及预期、主要指数大幅波动，投资收益率超预期下滑、净利润未如期修复， $\beta$ 属性导致板块行情波动加剧。

### 2) 寿险产品预定利率切换带来的负面影响超预期、居民储蓄险需求释放不及预期，代理人数量持续下滑、质态提升进度缓慢，导致寿险新单与NBV不及预期。

海外宏观环境复杂，若国内宏观经济恢复不及预期，资本市场波动加剧、长端利率进一步下行，保险公司投资端压力加重。险企可能进一步调整储蓄类产品设计、降低固定负债成本，导致保险产品吸引力下降、销售难度加大，新单销售不及预期。

### 3) 监管政策不断趋严，对各渠道展业、行业业务发展的影响程度可能超过预期评估情况。

寿险各渠道“报行合一”政策逐步落地，监管效果不及预期，监管可能会密集出台更为精细、更为严格的政策，进一步规范行业发展。寿险产品复杂程度更高，尽管银行与保险公司已经重新签订符合规定的手续费及合作协议，但在业务实际落地过程中可能存在其他违规行为，导致银保渠道“报行合一”政策落地效果不及预期；银行掌握网点、客户资源，渠道话语权较强，“报行合一”政策落地效果以及对不同公司的影响程度需待观测，新单增长不及预期。

### 4) 产险赔付超预期导致承保利润下滑。

自然灾害频发、非车险赔付超预期，车险费用竞争改善情况不及预期，产险COR超预期提升、承保利润显著承压。

### 5) 长端利率超预期下行，到期资产再配置和新增资产配置承压、获息能力下降。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。

# 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融  
融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼  
丽泽平安金融中心 B 座 25 层