

► **行业或正站在新一轮资负共振的起点**：负债端重点围绕分红险销售持续降本增效，长期来看或是板块估值提升的胜负手。高层定调保险行业发展，负债、资产端均有望持续受益。从历史行情复盘来看，资负共振产生超额收益，我们认为板块后续有望类比 2017 年“负债端表现景气+权益表现回暖”的特征，保险资负共振超额收益明显。

► **寿险：逐步走出调整周期，迈向低利率时代的高质量发展。** 1) 个险：队伍规模基本企稳，质态不断改善，有望迎来新一轮向上周期。 2) 银保：伴随报行合一和银保合作数量限制的放开，银保的价值贡献有望持续提升，成为险企 NBV 的重要增量。 3) 产品：分红险有望成为下一个主流险种，监管大力引导和推动保险差异化和精细化发展，商业医疗险供给有望迎来增量。 老龄化背景下，居民对于基本养老和养老金替代率需求有望驱动储蓄、养老年金等产品的快速增长。

► **财险：聚焦规模和价值的再平衡。** 财险保费增速整体增长稳健，前三季度自然灾害频发以及承保端策略的区别导致 COR 表现有所分化。高层定调财险下一段发展，明确鼓励机构专业化、精细化、集约化发展。支持大型财险公司做优做强，竞争格局有望进一步改善，头部财险公司有望强者恒强。

► **投资端：利率下行背景下，各大险企整体仍积极配置债券，拉长久期做好资产负债匹配，债券占比整体呈上升趋势，股票占比有所分化。** 监管不断引导和鼓励险资等长期资金、耐心资金入市，长期股权投资有望成为险企增配权益的重要方式，尤其是在低利率叠加新会计准则实施的背景下，长期股权投资有助于险企进一步培育耐心资本，推动“资金-资本-资产”的良性循环。

► **资负匹配及 EV：联动的“艺术”。** 1) IFRS17 和 IFRS9 准则实施均一定程度上加剧资产负债表和利润表的短期波动，但整体来看有助于同步利率波动对两端的影响，更好地引导险企实现资产负债的匹配。 2) 伴随分红险销售的边际提升，EV 对于投资收益率敏感性均有望呈现下降趋势，头部险企新增和存量负债成本均有望迎来向下的拐点。

► **投资建议：**资金面宽松且利率有望逐步趋稳，股票市场有望持续受益流动性改善，保险股有望充分发挥“贝塔加强器”特征而持续受益，2025 年有望持续演绎一直强调的“资负共振”逻辑，建议积极关注。建议重点关注长航二期改革效果凸显、资负两端表现均稳健的中国太保，以及中国人寿、新华保险、中国平安、以及中国财险。

► **风险提示：**政策不及预期、资本市场波动加大、居民财富增长不及预期、长端利率下行超预期、险企改革不及预期。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
601601.SH	中国太保	33.86	4.34	4.63	5.46	8	7	6	推荐
601628.SH	中国人寿	42.48	3.93	3.98	4.11	11	10	10	推荐

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2024 年 12 月 24 日收盘价)

推荐

首次评级



分析师 张凯烽

执业证书：S0100524070006

邮箱：zhangkaifeng@mszq.com

研究助理 李劲锋

执业证书：S0100124080012

邮箱：lijinfeng_2@mszq.com

相关研究

- 1.非银行业周报 20241221：险资迎来资金运用再规范，偿付能力压力有望缓解-2024/12/21
- 2.非银行业周报 20241214：在舒适的流动性和增长预期下配置非银-2024/12/15
- 3.非银行业点评：个人养老金的一小步，养老三支柱的一大步-2024/12/13
- 4.非银行业周报 20241207：在流动性舒适区间积极配置非银-2024/12/07
- 5.非银行业周报 20241130：保险资金运用风险监管再加强-2024/11/30

目录

1 行业或正站在新一轮资产负债共振的起点	3
1.1 新保险“国十条”将重塑一个怎样的保险市场？	3
1.2 历史行情复盘：资产负债共振产生超额收益	6
2 寿险：走出调整周期，迈向低利率时代的高质量发展	14
2.1 个险渠道：逐步走出调整周期，结构质态同步提升	15
2.2 银保渠道：有望持续贡献规模和价值增量	16
2.3 产品：从储蓄型迈向多元和价值	17
2.4 展望：从估值修复到基本面改善，支持估值中枢抬升	24
3 财险：规模和价值的再平衡	26
3.1 财险保费稳健增长，但增速有所放缓	26
3.2 综合成本率 COR 和承保利润分化	26
3.3 聚焦核心功能发挥，头部险企有望强者恒强	28
4 资产端：低利率下的长期投资	29
4.1 总投资收益和净投资收益有所分化	29
4.2 投资组合结构：固收和权益的再平衡	32
4.3 长期资金的力量：助力新质生产力	35
5 资产负债与内含价值：联动的“艺术”	38
5.1 新会计准则下的资产负债联动加强	38
5.2 内含价值：产品结构改善和投资改善有望驱动 EV 稳健增长	39
6 投资建议	42
6.1 行业投资建议	42
6.2 重点公司	43
7 风险提示	49
插图目录	52
表格目录	53

1 行业或正站在新一轮资产负债共振的起点

1.1 新保险“国十条”将重塑一个怎样的保险市场？

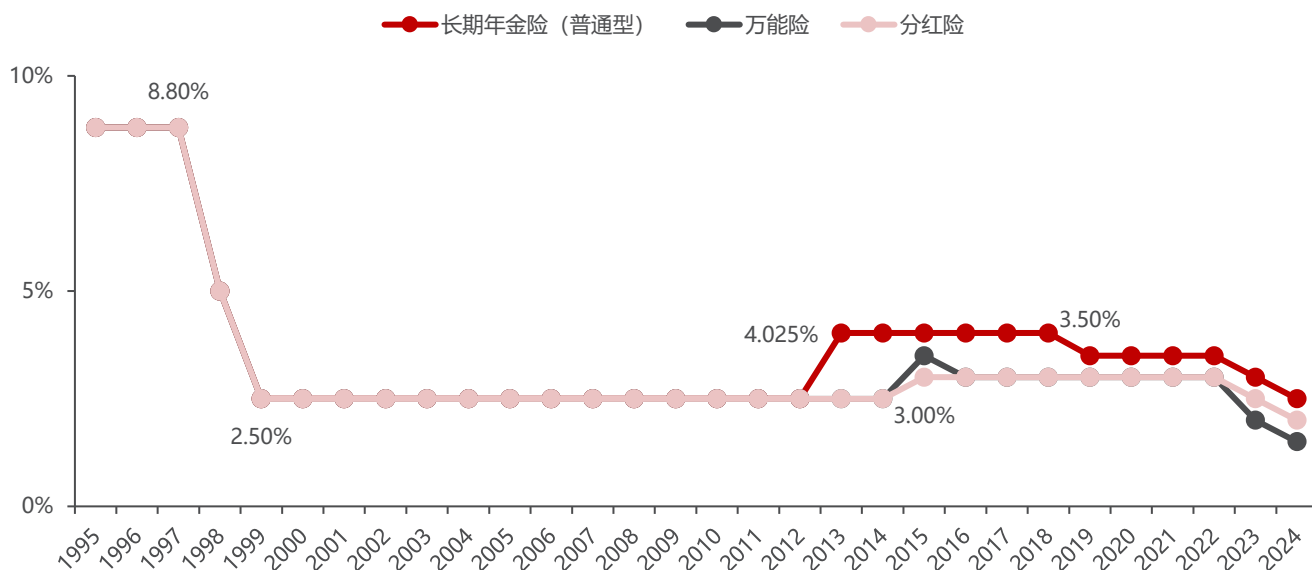
1.1.1 负债端：重点围绕分红险销售持续降本增效，长期来看或是板块估值提升的胜负手

高层定调保险行业发展，负债、资产端均有望持续受益。2024年9月11日，国务院正式发布《国务院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》（国发【2024】21号）（以下简称“新国十条”），这是继2006年、2014年之后高层再次出台专门部署推动保险业发展的国家层面文件，为接下来行业发展指引了重要方向。

从2023年开始，监管针对预定利率进行窗口指导，并在2023年7月末（人身险）和2024年8月末（普通型人身险）和9月末（分红险、万能险）进行预定利率的下调，当前普通型人身险预定利率上限为2.5%，分红险和万能险的预定利率上限分别为2.0%和1.5%，同时监管要求人身险公司落实成本收益匹配原则，合理确定分红险的分红实现率。

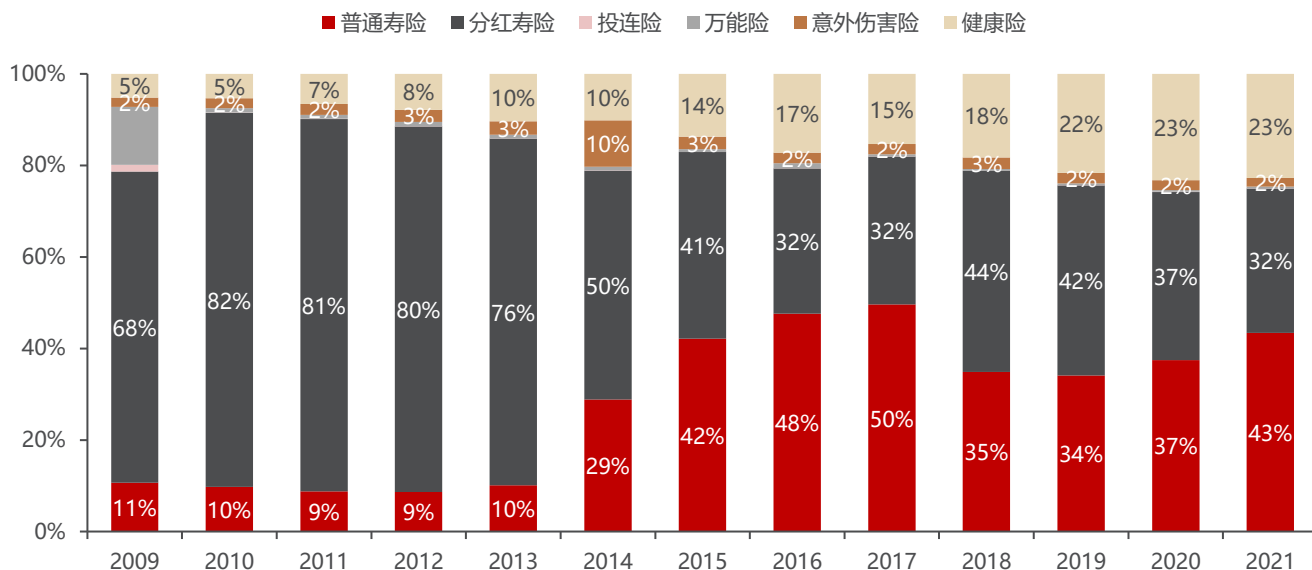
长期来看，负债端或是板块估值提升的胜负手。短期来看，市场对于险企投资收益率较为关注，一方面是在利率下行下险企的固收配置难度或有所提升，同时权益市场表现也会直接影响当期净利润表现。但是需要强调的是，保险资金负债驱动资产的角度来看，同时受到新会计准则、偿付能力监管等约束，险企大类资产配置有望维持长期稳健，整体有望维持固收类资产为主、权益类资产为辅的特征，长期来看主要受到长债利率、权益市场表现等核心因素影响。因此更加考验各大险企在负债结构和质量上的长期表现，我们认为负债端或是长期来看是板块估值提升的胜负手。

图1：人身险预定利率历年变迁



资料来源：国家金融监督管理总局，券商中国，iFinD，民生证券研究院；（数据截至 2024 年 11 月）

行业主流产品有望从普通寿险（储蓄险）逐步切换至分红险。从行业保费结构来看，从 2018 年开始出现结构的边际变化，普通型寿险在 2018 年占比较大程度下滑后，逐步开启了稳健增长态势，尤其是 2020 年后伴随 3.5% 预定利率定价、具有“保本+长期缩息”特征的增额终身寿产品的热销，以增额终身寿为代表的储蓄险推动普通寿险产品占比提升，而同时分红寿险产品占比自从 2018 年高点后逐步下降。伴随近年来利率的持续下行、权益市场波动的加大，险企投资收益率承压，监管同时连续引导行业降低预定利率和负债成本，鼓励分红险开发，我们认为从即将到来的 2025 年“开门红”营销活动开始，产品结构有望逐步发生边际变化，当前预定利率上限为 2.0% 定价的分红险产品占比有望持续提升。

图2：近年来普通寿险保费占比持续提升，分红险占比有所回落


资料来源：iFinD，中国保险年鉴社，历年《中国保险年鉴》，民生证券研究院

1.1.2 资产端：聚焦低利率下的长期资金入市，助力新质生产力发展

保险资金性质天然适配新质生产力投资，有望有效促进实体经济发展。保险资金具有规模大、期限长、资产负债久期匹配程度要求高等特点，“新国十条”明确指出保险资金作为长期资金、耐心资本，与科技企业创新活动的不确定性天然适配，能够有效补充科技创新企业融资短板，有利于推动科技企业成长和发展，促进经济结构调整，服务新质生产力发展。截至 2024 年 9 月末，我国保险公司资金运用余额 35.15 万亿元，较年初增长 14.06%，其中寿险公司资金运用余额 28.94 万亿元，较年初增长 14.93%，财险公司资金运用余额 2.14 万亿元，较年初增长 6.74%。

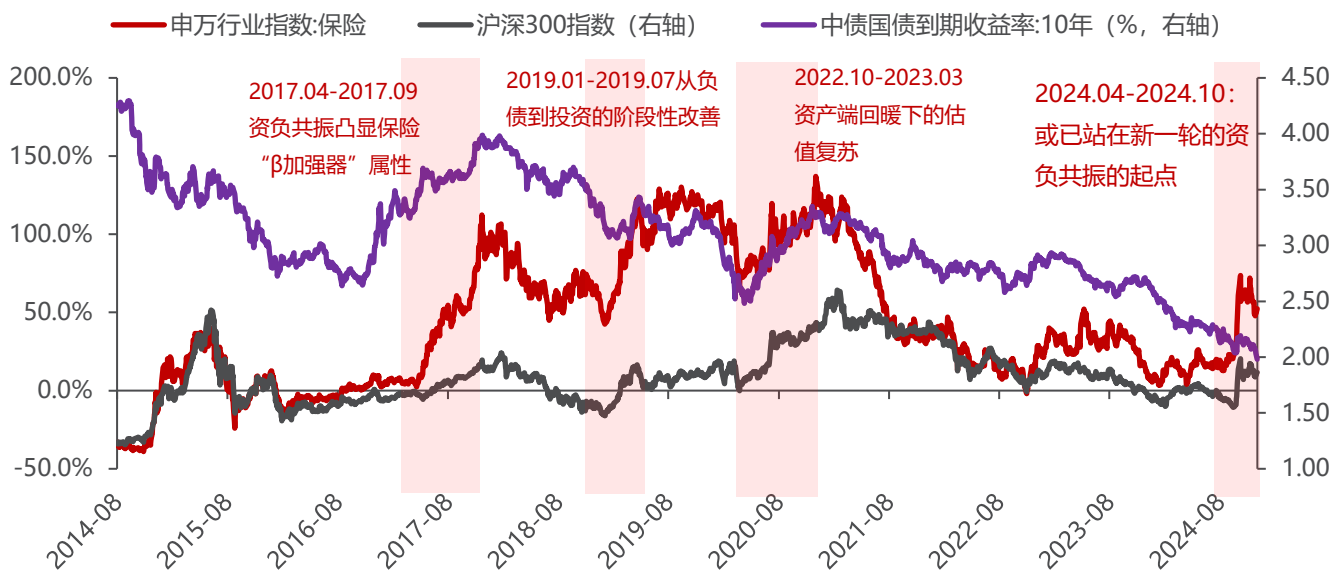
险资另类投资有望成为支持新质生产力的重要方式之一。根据中国保险资产管理业协会统计，截至 2024 年 6 月末，险资投向信息基础设施等新基建的债权投资计划、股权投资计划登记规模超过 2000 亿元，投向战略性新兴产业的债权投资计划、股权计划登记规模超过 5500 亿元。2014-2023 年险资另类投资规模从 1.3 万亿增长至 9 万亿元，年均复合增速达 21.4%。另外，保险资金另类投资形式多样，可以通过债权计划、股权计划、资产证券化、基金等多种形式为企业提供长周期的资金支持，同时险资也有望分享产业升级所带来的投资收益。

参考社保基金，通过股权投资，在提高了社保基金整体收益水平的同时，也有效支持了国家的科技创新和高质量发展。一方面，加大了对战略性和基础性领域的投资力度，通过股权基金投资的企业中，有近 80% 投向了新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料等战略新兴领域（截止 2024 年 11 月），另一方面还通过直接股权投资投向基础设施、粮食安全、清洁能源等国家重要领域，均取得了较好的

长期投资回报。

1.2 历史行情复盘：资负共振产生超额收益

图3：2014年以来保险行业指数与沪深300指数、十年期国债收益率表现

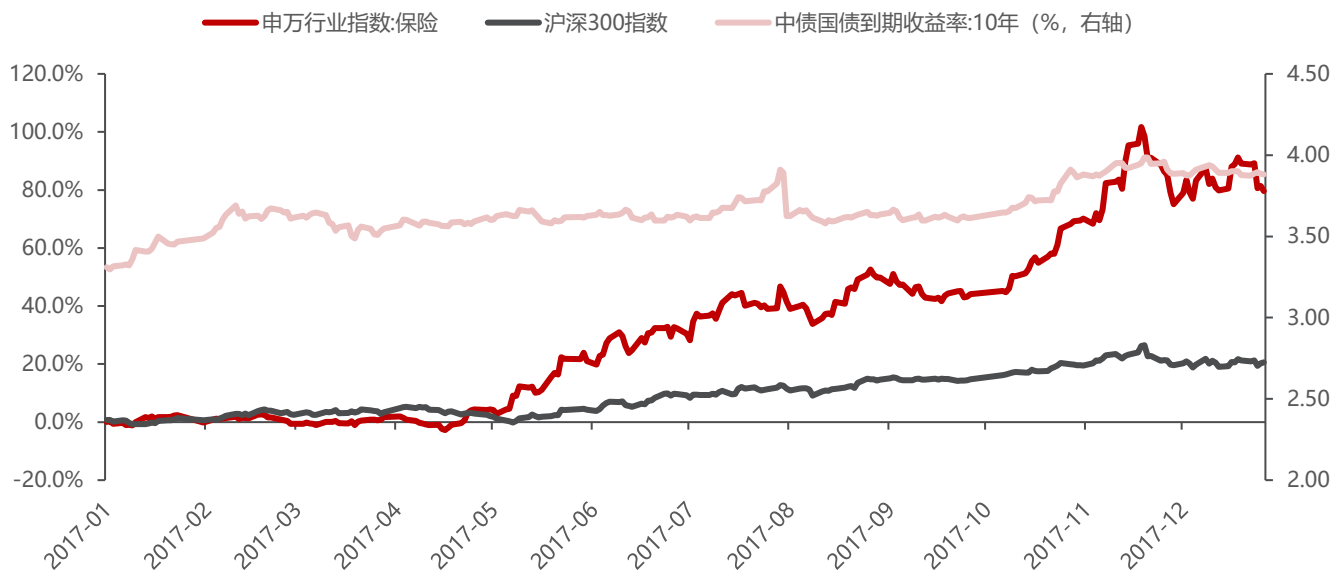


资料来源：iFinD，民生证券研究院

1.2.1 2017.04-2017.09 资负共振展现保险“β加强器”属性

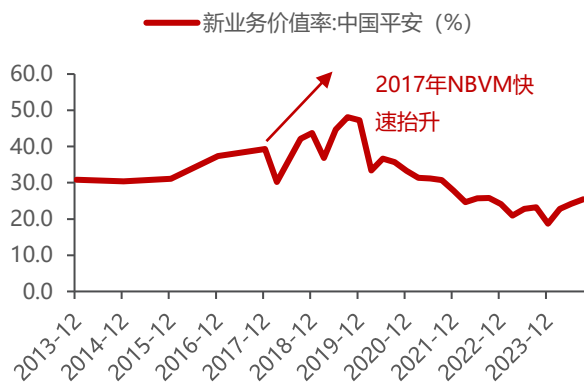
负债端表现景气+权益表现回暖，保险资负共振超额收益明显。 1) **负债端方面**，代理人规模扩张达到高位，个险新单和 NBV 推动内含价值增长。2015 年以来寿险行业推进改革创新，人身险费率市场化落地，同时商业健康保险税收优惠政策逐步落地，为寿险行业发展奠定坚实基础。2017 年宏观经济延续企稳向好态势，经济结构不断优化，同时伴随自 2015 年 6 月起代理人资格考试取消，从而代理人渠道规模快速增长。各大险企不断丰富产品体系，加强保障型产品的推动，新业务价值表现持续提升。头部险企推出以重疾险为代表的中长期保障型产品，精细化满足客户需求，新业务价值表现亮眼并推动内含价值持续增长，从而奠定了估值提升的坚实基础。2) **资产端方面**：2017 年 1 月社融实现超预期反弹，全年社融存量同比增速为阶段性高点，权益市场年初迎来反弹带动保险，同时长端利率（10 年期国债收益率）全年呈现持续反弹趋势，各大险企纷纷抢抓债券市场调整机会拉长资产久期，进一步优化资产负债匹配。

图4：保险板块 2017 年资负共振下的超额收益明显



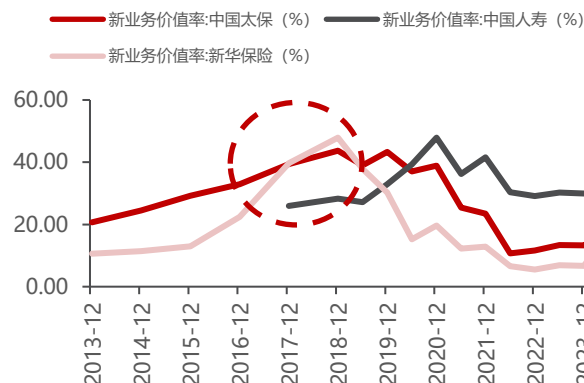
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图5：2017 年中国平安 NBVM 快速抬升

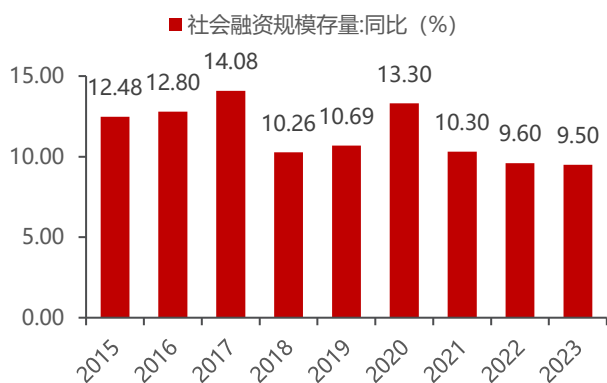


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图6：2017 年上市险企 NBVM 快速抬升



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图7：2017 年社融存量规模同比增速达到阶段性高点


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图8：2017 年 10 年期国债收益率持续抬升

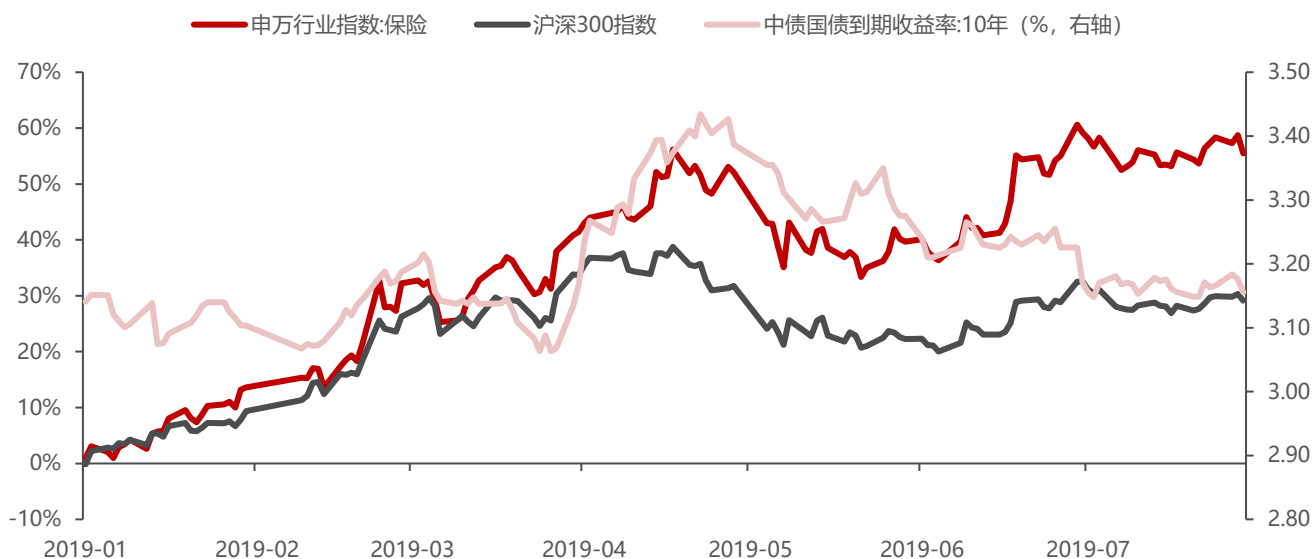

资料来源：iFinD，民生证券研究院

1.2.2 2019.01-2019.07 从负债到投资的阶段性改善

“先负债端再投资端”的板块阶段性估值改善。 保险板块在 2019 年前三季度迎来反弹，我们认为此期间保险板块估值回升的驱动逻辑主要是**“先负债端再投资端”**。2019 年上半年各险企年报略超预期叠加沪深 300 指数反弹带动板块上行，后期市场整体上对负债端的持续性出现担忧，尤其是对代理人规模、重疾险销量和新业务价值。

2019 年险企“开门红”重回增长，负债端率先发力带动估值回暖。 2019 年 1 月保险业原保费收入 8500 亿元，同比增长 24%，相比 2018 年同期的承压，2019 年初行业保费重回正增长，86 家寿险公司原保费收入 6991 亿元，同比增速由 2018 年同期的-25%提升至+24%。从主要上市险企来看，整体呈现保险稳中有升、结构不断改善的态势。2019 年，中国人寿、平安人寿、太保寿险、新华保险及人保寿险合计实现保险业务收入约 2 万亿元，同比增长 9.19%，其中中国人寿、平安人寿、太保寿险、新华保险、太平人寿五大上市寿险公司 2019 年 1 月保费收入 3900.42 亿元，合计保费增幅 12.46%。同时各大险企纷纷继续渠道改革和产品结构调整，不断提升盈利水平和质量，如人保寿险 2019 年一季度新单期交、十年及以上新单期交同比均实现两位数增长，整体来看负债端的改善为阶段性的估值修复奠定了基础。

图9：2019年保险板块从负债到投资的阶段性估值改善

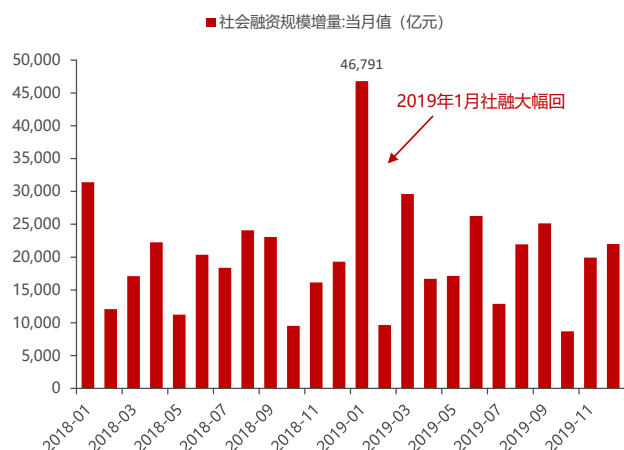


资料来源：iFinD，民生证券研究院；注：左轴为保险指数和沪深300指数阶段性涨跌幅（%）

从投资端来看，社融超预期回暖带动大盘修复，但长债利率仍呈下行趋势。

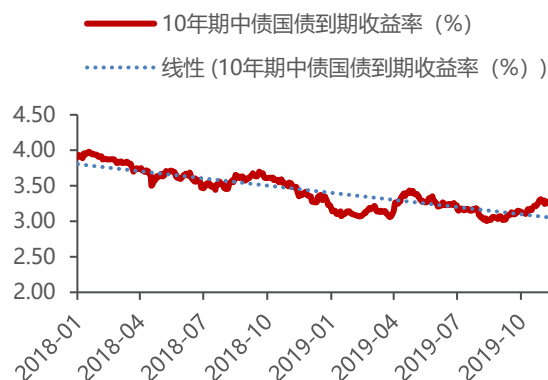
2019年1月社融大幅超预期叠加政策宽松和的背景权益市场大幅回暖，上证综指也达到3288.45的年内高点。长端利率在2019年春季阶段性企稳，但10年期国债收益率中枢整体仍未改变下行趋势。

图10：2019年1月社融大幅回升



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图11：2019年10年期国债仍整体呈现下行趋势



资料来源：iFinD，民生证券研究院

1.2.3 2022.10-2023.03 地产支持政策驱动资产端回暖的估值修复

投资收益率承压，负债端出现部分企稳信号，资产端受房地产“三支箭”支持政策等预期回暖，驱动板块估值修复。2022年前10月保险板块估值持续承压，

估值处于历史低位。由于权益市场波动加大，3Q22 各大险企年化总投资收益率均同比下滑，影响当期净利润表现，1H22 五大 A 股上市险企共计实现归母净利润 1220.27 亿元，同比下降超 15%，仅中国人保和中国平安实现归母净利润的正增长，中国人寿、中国太保、新华保险当期净利润同比下降均超 20%。

从负债端来看，由于受公共卫生事件持续影响，居民消费意愿减弱，长期保障型产品销售放缓，销售端的线下展业活动也受限，同时叠加产品结构和精算假设调整的影响，2022 年以来险企新业务价值仍持续承压。但由于持续地进行渠道情绪改革，2022 年下半年以来虽然主要上市险企 NBV 同比仍负增长，但 3Q22 降幅有所收窄，其中如太保 3Q22 率先实现单季新业务价值同比转正，平安寿险也呈现企稳，伴随经济活动正常化的预期，负债端逐步展现企稳信号。

2022 年下半年，高层出台多项房地产重要支持性政策，市场情绪得到一定提振，叠加经济企稳预期，权益市场迎来反弹并带动保险板块估值修复。2022 年 11 月，央行与银保监会联合发布房地产“金融十六条”，即《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知（银发〔2022〕254 号）》，针对供需两端提出六大方面共计 16 条信贷支持性政策，市场前期对于险企投资端不动产投资敞口的担忧也有所减缓。

整体回顾保险板块此轮行情，我们认为仍属于资产端利好叠加大盘企稳带来的阶段性反弹，尽管负债端彼时出现部分复苏的预期，但整体上 2022 年全年业绩仍承压。

图12：2022 年四季度地产支持政策驱动保险估值修复



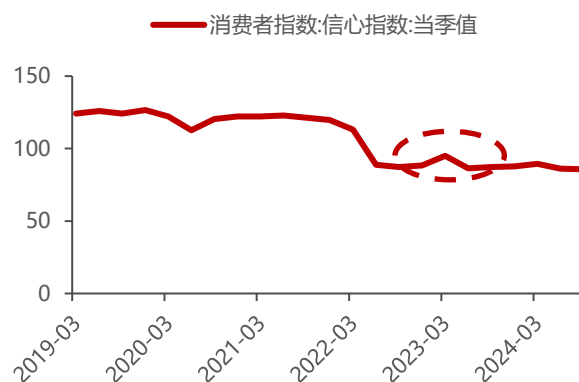
资料来源：iFinD，民生证券研究院；注：左轴为保险指数和沪深 300 指数阶段性涨跌幅

图13：2022 年房地产“三支箭”政策提振市场对于地产的信心



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图14：2022 年 4 季度以来消费者信心指数阶段性反弹

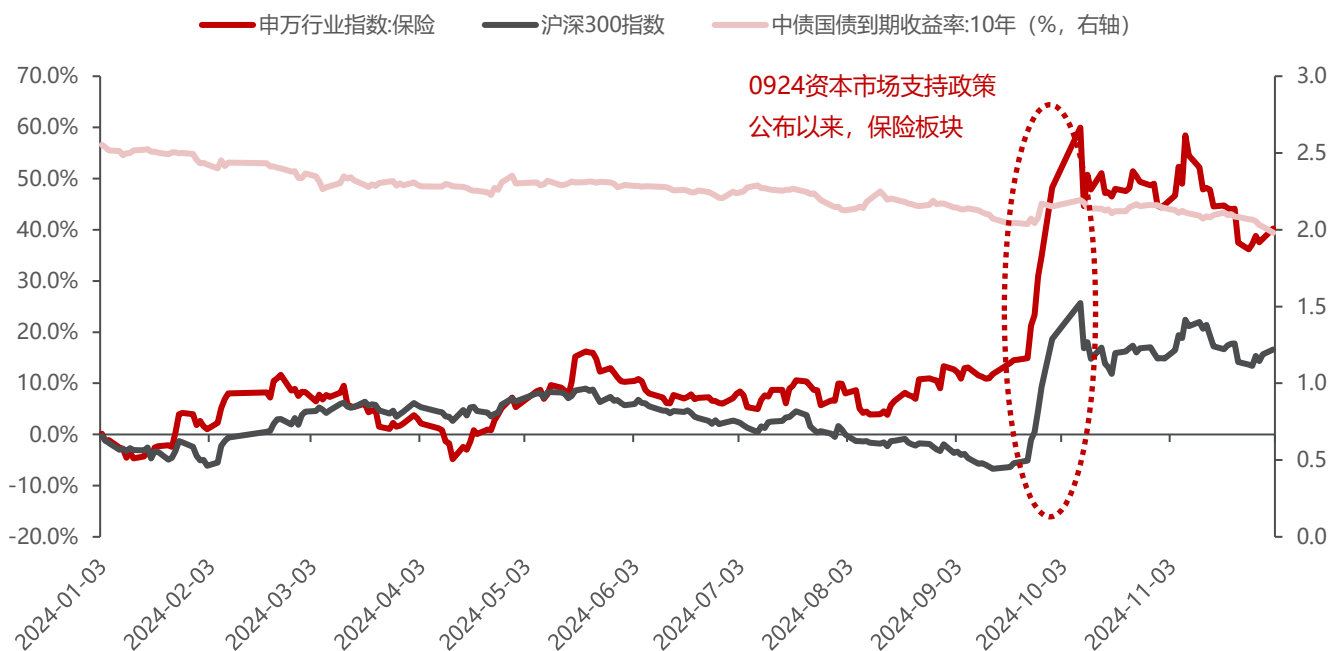


资料来源：iFinD，民生证券研究院

1.2.4 2024.04-2024.10：站在新一轮的资负共振的起点

回顾此轮行情，我们认为板块有望持续演绎“资负共振”的逻辑，从基本面来看或有望类比 2017 年的板块表现，板块估值回升的持续性有望延续。当前我们认为需要重视的是，伴随着阶段性反弹过后，更应看到保险板块行业自身基本面趋势性的复苏，无论是预定利率再度下调后潜在“利差损”风险的缓解，还是资产端伴随权益市场反弹、不动产风险化解、稳增长政策的持续落地见效，板块均有望持续复苏，向着“资负共振”的逻辑持续演绎。

图15：0924 资本市场系列政策发布，保险板块“β加强器”属性凸显



资料来源：iFinD，民生证券研究院；注：左轴为保险指数和沪深 300 指数阶段性涨跌幅

从负债端来看，考虑到分红险产品的切换以及产品的复杂程度较普通型产品更高，我们预计开门红期间保费增速或将有所波动。本次 25 年开门红分红险产品供给充足，两全、年金、增额、普通终身寿等搭配分红机制产品线丰富，头部上市险企普遍都在积极储备，但我们预计开门红节奏上或略有不同，我们预计新华保险或聚焦完成年度 KPI 的年末收尾，而中国人寿、中国平安有望较为积极，中国太保则保持开门红常态化原则。

从投资端看，新准则下，大部分险企债券分类为 FVTPL 和 FVOCI 比例较高（新华分类为 AC 较多，不过也在逐步调整），公允价值计量下，利率下跌会推动债券价值上涨，新准则报表下保险也有望充分受益。债券牛市，可以有效对冲准备金提升的影响，净利润（通过 FVTPL 债券）和净资产（通过 FVOCI 债券）等有望形成有力支撑。同时，流动性充裕+经济企稳预期也是配置保险的良好条件，有望充分受益流动性宽松下的权益市场反弹，且地产逐步企稳，投资端有望充分贡献弹性。

近期市场担心市场利率持续走低，10 年期国债利率已跌破 2% 这一重要关口。但当前人民币离岸汇率并未大幅贬值，央行也在持续释放信号，一方面平缓近期抢长债带来的热度，同时有效支撑人民币汇率。从当前流动性看，资金面宽松且利率有望逐步趋稳，股票市场有望持续受益流动性改善，保险股有望充分发挥“贝塔加强器”特征而持续受益。

图16: 非银金融板块表现与美元兑人民币汇率



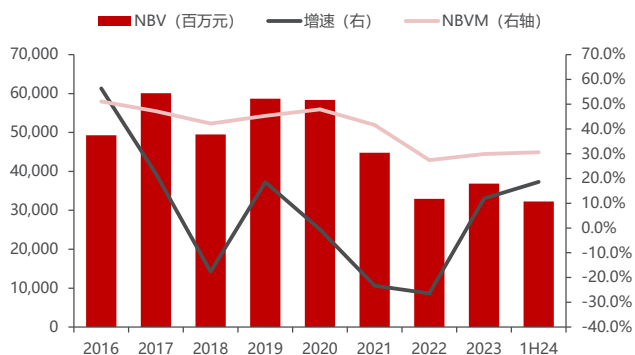
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图17: 中美利差 2024 年以来中枢逐渐稳定 (%)



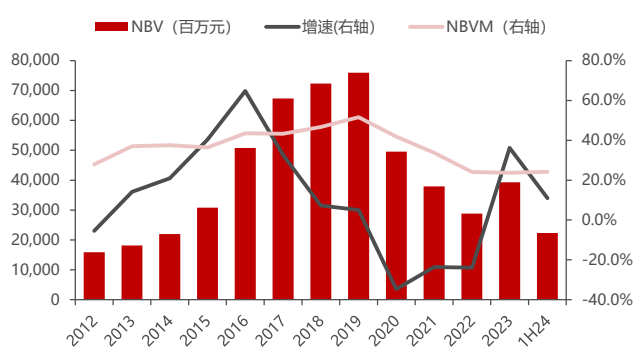
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图18: 中国人寿新业务价值 (百万元) 及新业务价值率



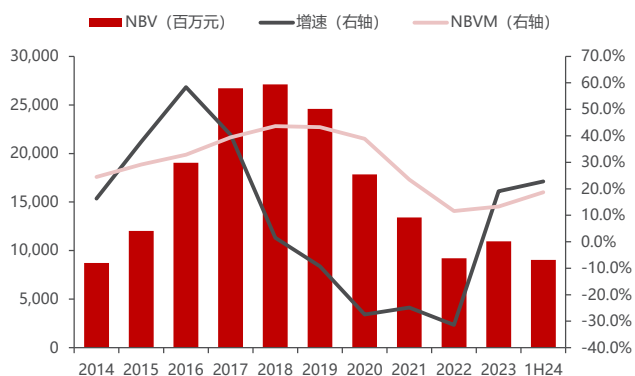
资料来源: 中国人寿公司公告, 民生证券研究院

图19: 中国平安新业务价值 (百万元) 及新业务价值率



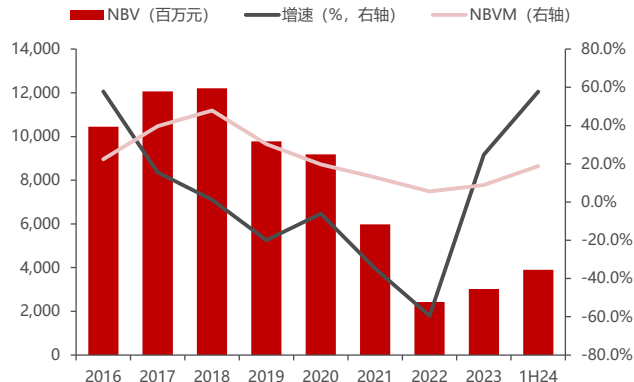
资料来源: 中国平安公司公告, 民生证券研究院

图20: 中国太保新业务价值 (百万元) 及新业务价值率



资料来源: 中国太保公司公告, 民生证券研究院

图21: 新华保险新业务价值 (百万元) 及新业务价值率

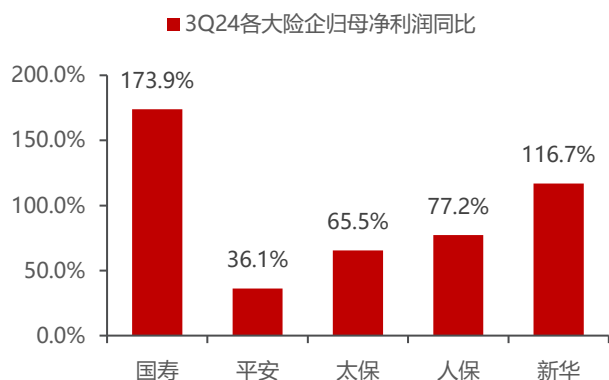


资料来源: 新华保险公司公告, 民生证券研究院

2 寿险：走出调整周期，迈向低利率时代的高质量发展

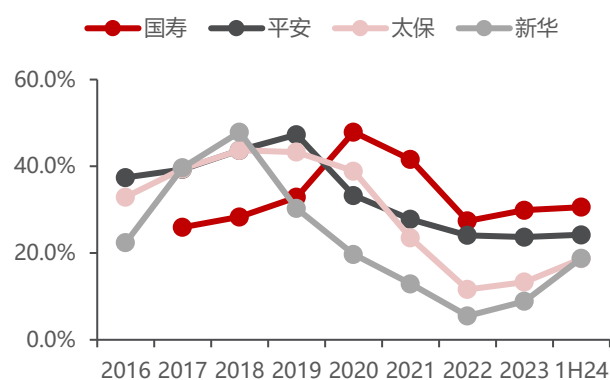
2024 年三季度预定利率再次调整，规模与质态持续改善，NBV 延续高增态势。主要上市险企 2024 年前三季度 NBV 实现高增：国寿/平安/太保/人保/新华分别同比+25.1%/+34.1%/+37.9%/+79.2%/+113.9%，在预定利率下调和渠道费用“报行合一”的推动下，上市险企产品结构持续改善，叠加投资回暖，带动 NBV 在半年报基数上继续高增。其中，中国人寿 3Q24 十年及以上首年期交保费占比首年期交保费的比重为 46.43%，同比+4.31pct；新华保险十年期及以上期交保费同比+21.3%。

图22：各大险企 3Q24 归母净利润同比高增



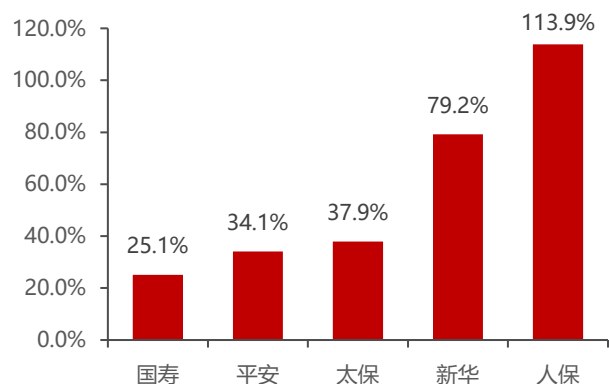
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图23：主要上市险企新业务价值率 NBVM



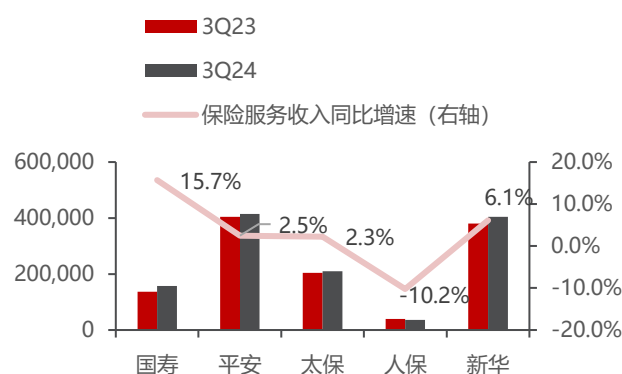
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图24：上市险企 2024 年前三季度个险渠道新业务价值同比高增



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图25：3Q24 各大险企保险服务收入（百万元）及同比



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

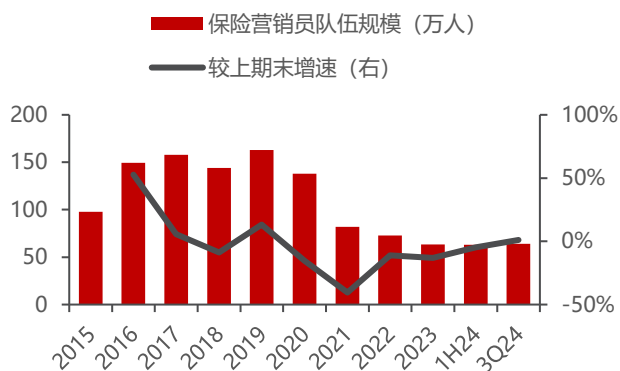
2.1 个险渠道：逐步走出调整周期，结构质态同步提升

队伍规模基本企稳，质态不断改善，有望迎来新一轮向上周期。主要上市险企个险渠道经过近年来持续的清虚改革，渠道人力总规模整体不断压缩，队伍结构逐渐改善，人均产能伴随“报行合一”逐步提升。从规模来看，我们认为在预定利率切换完成及开门红预收政策等背景下，个人寿险销售代理人数量或将维持稳中有增的态势，整体规模和核心人力规模均有望持续反弹，同时伴随代理人队伍质量的提升，人均产能提升有望带来 NBVM 和 NBV 的逐步提升。截至 3Q24，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险的个险人力规模分别为 64.1 万人/36.2 万人/18.3 万人/13.9 万人。

中国人寿：继续推进营销体系改革，队伍实现优增优育和产能提升，在个险队伍规模（截至三季度末为 64.1 万人）不断巩固的基础上，质态实现有效改善，3Q24 个险渠道月人均首年期缴保费同比+17.7%。

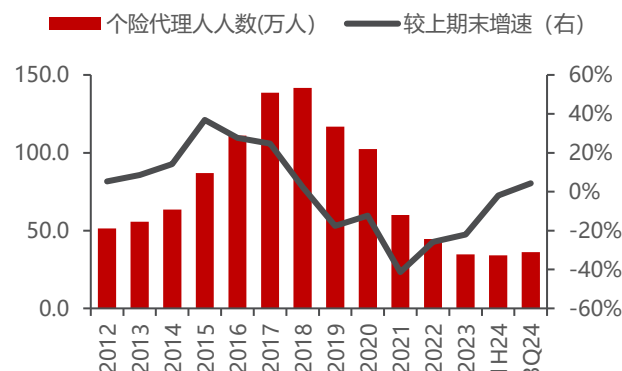
中国平安：通过实战训练、场景赋能、权益支持、高端客户服务等举措有效提升队伍产能，代理人人均 NBV 同比+54.7%，聚焦以“优”增“优”，新增人力质量不断改善，新增人力中“优+”占比同比+4pct。

图26：中国人寿销售人力规模企稳回升



资料来源：中国人寿公司公告，民生证券研究院

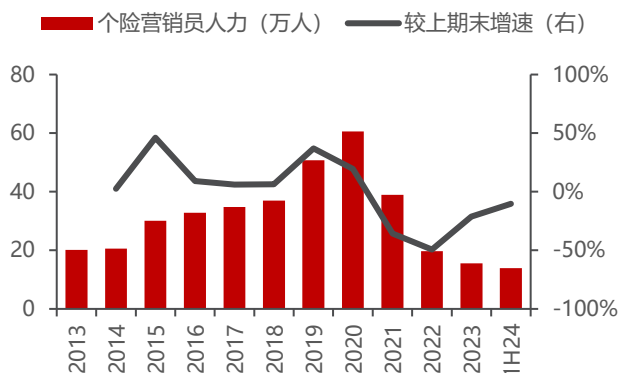
图27：中国平安销售人力规模企稳反弹



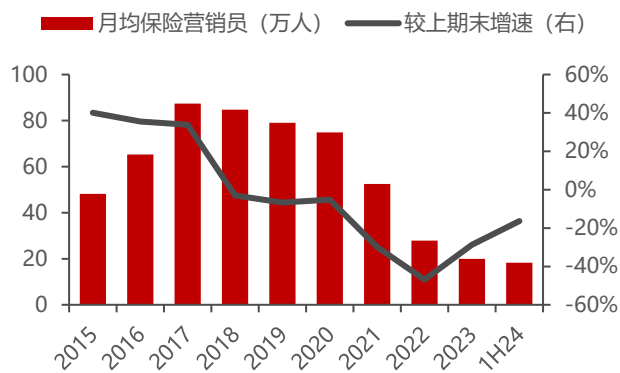
资料来源：中国平安公司公告，民生证券研究院

中国太保：个险渠道强化“芯个险”转型，核心队伍质量提升，月均核心人力规模 5.8 万人，同比+2.4%，核心人力越人均首年规模保费 6.1 万元，同比+15.0%。公司新人招募严卡“入口关”，新增人力量质提齐升，增员人数同比+15.5%。新人月人均首年规模保费同比+35.0%。

新华保险：1) 丰富产品供给，优化产品结构，发挥产品龙头作用；2) 加快绩优队伍建设，通过新“基本法”牵引队伍成长，提升“XIN 一代”计划落地转化效果，打造职业化、专业化、绩优销售队伍；3) 完善客户服务体系，以新华“尊安瑞”为核心。

图28：新华保险个险营销员人力逐步企稳


资料来源：新华保险公司公告，民生证券研究院

图29：中国太保月均保险营销员规模逐步企稳


资料来源：中国太保公司公告，民生证券研究院

2.2 银保渠道：有望持续贡献规模和价值增量

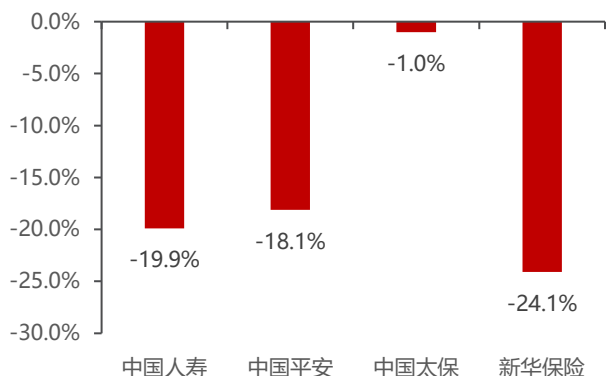
银保：价值贡献持续提升，有望价值重要来源。伴随银保渠道报行合一和产品预定利率新一轮的切换，以及银行网点“1对3”合作限制的放开，有助于各大险企更好的管控费用，加强渠道运行效率，有望逐步改变原有银保渠道新业务价值率普遍偏低的问题，头部险企的银保渠道有望逐步拓宽合作基础，品牌、产品和运营等优势，实现银保渠道的规模和价值齐升。

中国平安：2024年前三季度银保渠道NBV同比+68.5%，产能持续提升；银保渠道、社区金融服务及其他等渠道贡献了平安寿险NBV的18.8%，贡献同比+2.4pct，以银保渠道为代表的多元金融渠道NBV贡献占比呈现上升趋势。

中国太保：银保渠道坚持以价值为中心，聚焦重点区域和战略渠道，2024年前三季度，保费收入和其中的个人长期险期缴新单保费分别同比+6.2%和+23.2%。

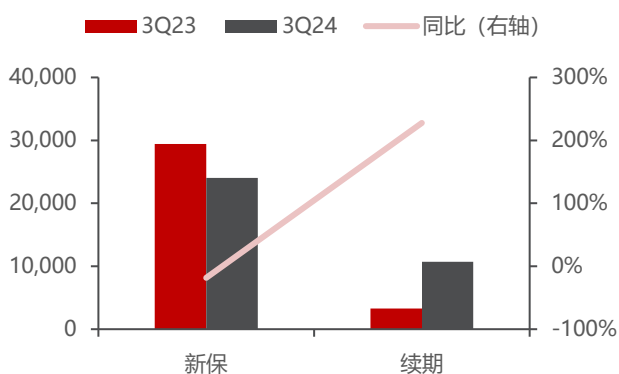
新华保险：以传统险为主，积极探索分红险产品销售，逐步丰富多元化产品供给。2024年前三季度，公司银保渠道保费收入和其中的长期险首年期交保费分别同比+2.9%和+6.3%。

图30：主要上市险企 1H24 银保渠道规模保费增速



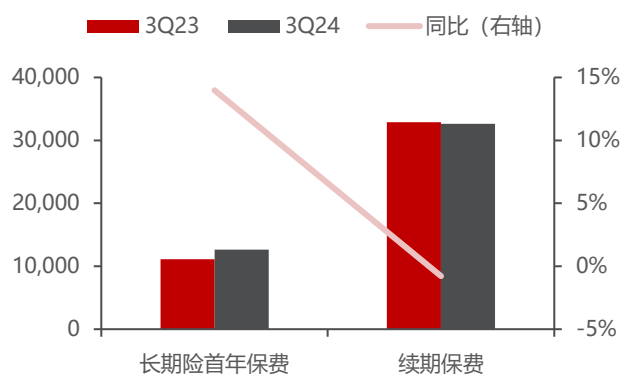
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图31：太保寿险银保渠道 3Q24 新保及续期表现 (百万元)



资料来源：中国太保公司公告，民生证券研究院

图32：新华保险银保渠道 3Q24 新保及续期表现 (百万元)



资料来源：新华保险公司公告，民生证券研究院

银保“报行合一”持续推进，银保合作数量限制放开，银保渠道价值贡献占比有望持续提升。2024年5月，国家金融监督管理总局发布《关于商业银行代理保险业务有关事项的通知》取消银行网点与保险公司合作的数量限制，此前银保渠道“商业银行每个网点在同一会计年度内只能与不超过3家保险公司开展保险代理业务合作”的条款废止。“一对多”放开后，我们认为一方面，有望驱动行业摆脱纯佣金的竞争，更加聚焦产品开发和和服务质量，预定利率降低的背景下产品开发和和服务能力更强的头部险企有望更为受益。

2.3 产品：从储蓄型迈向多元和价值

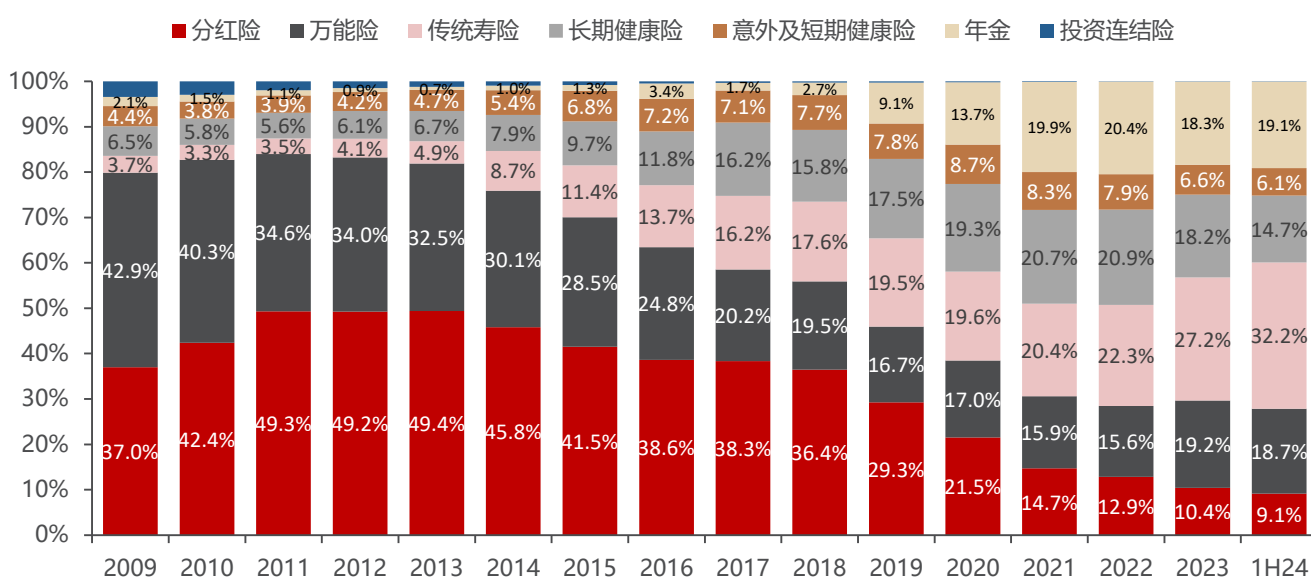
2.3.1 浮动收益型产品：分红有望是下一个重点险种

保险新“国十条”明确指出推进产品升级，支持浮动收益型产品发展，引导保险产品向分红险、万能险在内的浮动收益产品逐步转型。分红险具有“人身保险+保底收益+浮动收益（按年度结算）”特征，利率下行和老龄化趋势下，分红险有望成为居民家庭平衡好财富配置和风险保障的重要产品载体。有望在提供保险保

障的同时,充分受益险企的长期投资收益成果;其较低的保证收益也有望充分降低险企的刚性负债成本。

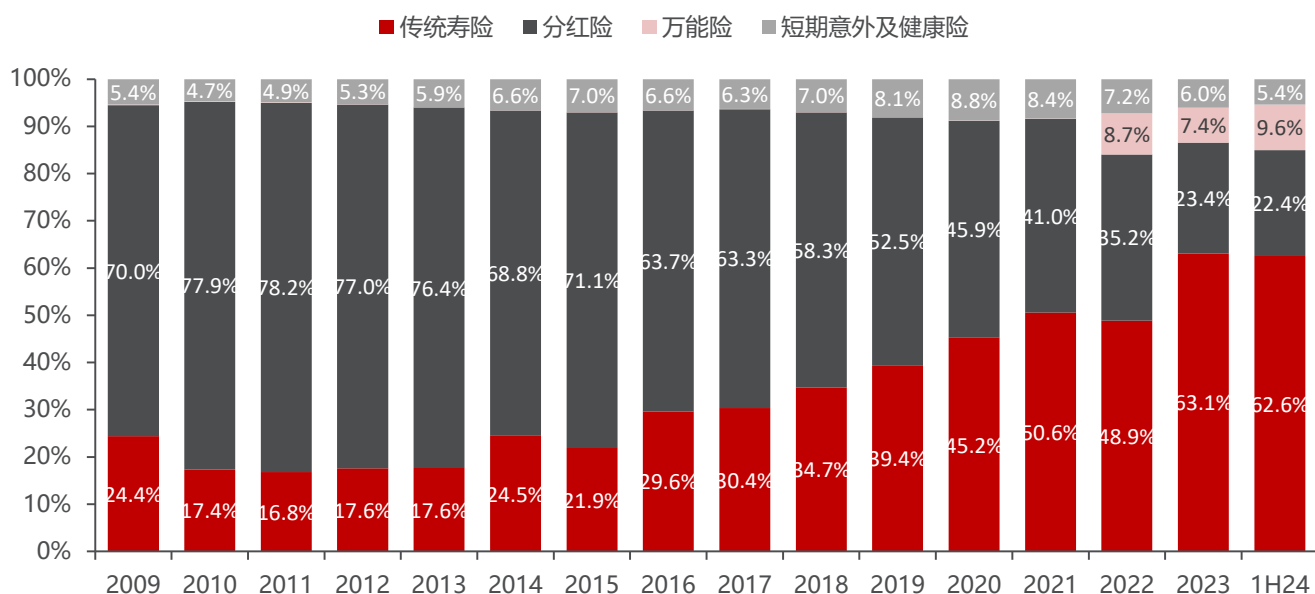
从开发的角度看,浮动收益型产品与普通型人身险相比,产品定价机制和逻辑差异较大,其定价机制和产品形态较为复杂,当年 2.5%预定利率上限的要求下,我们预计各大险企产品定价使用的预定利率将有所分化,这也将带来分红险产品矩阵开发策略的分化。同时监管还要求披露“分红实现率”等指标,因此也对险企销售管理能力提出了更高要求,下阶段险企需要加强培训,防止销售误导,经营分红险历史久、销售管控强、综合服务能力较强的头部险企有望更为收益。

图33: 中国平安分险种保费收入结构



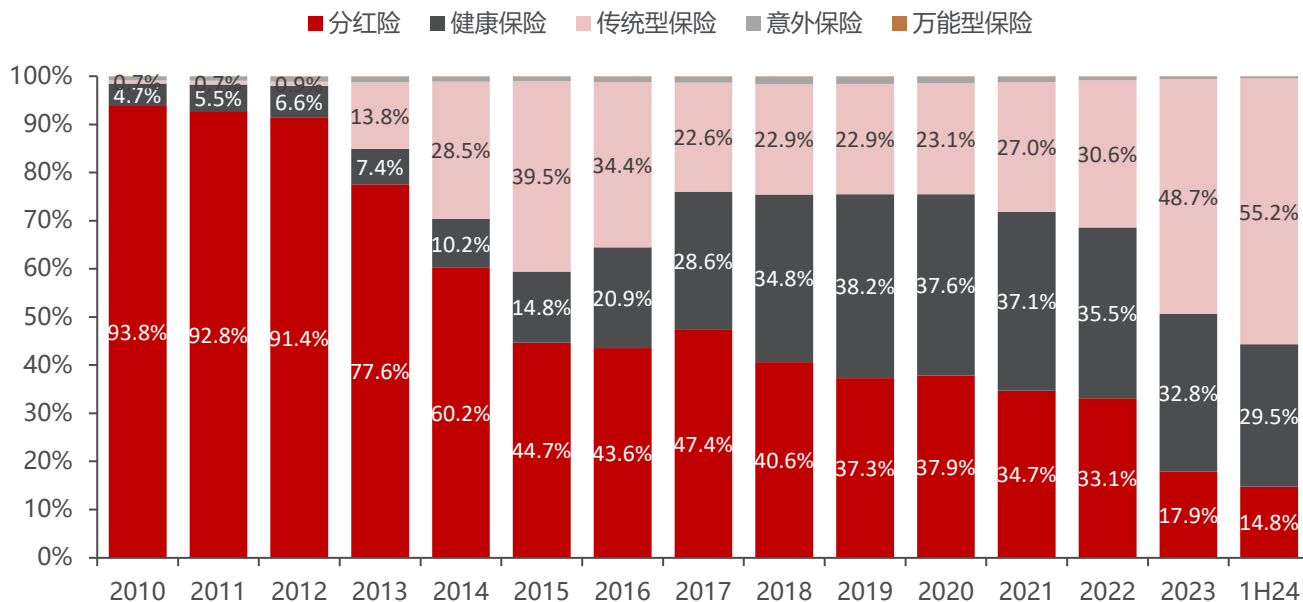
资料来源: 中国平安公司公告, 民生证券研究院

图34：中国太保分险种保费收入结构



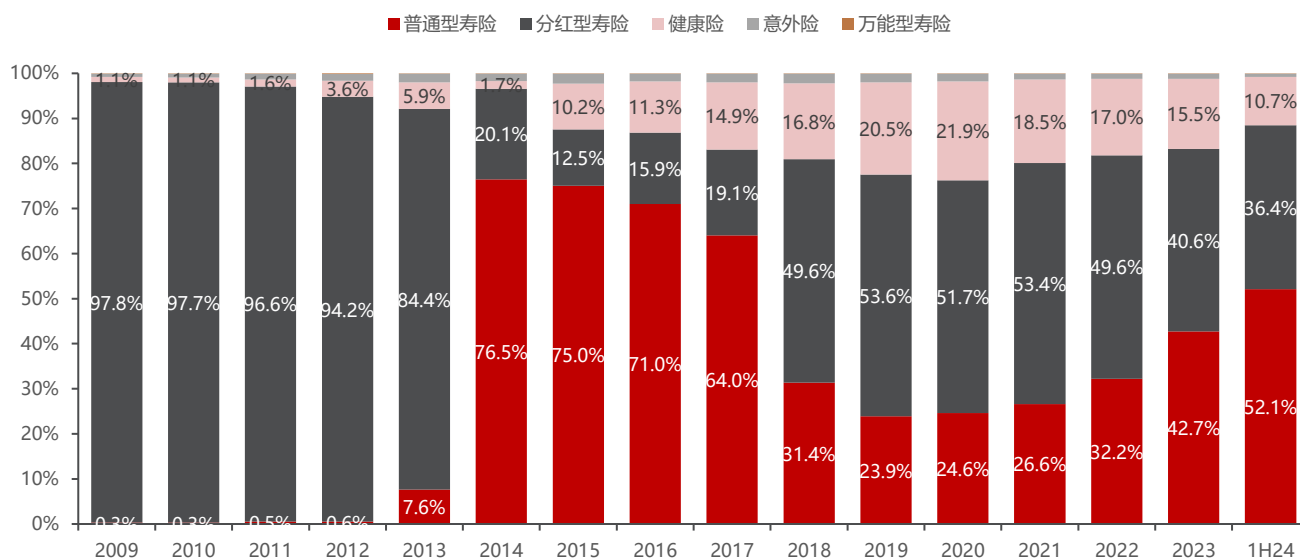
资料来源：中国太保公司公告，民生证券研究院

图35：新华保险分险种保费收入结构



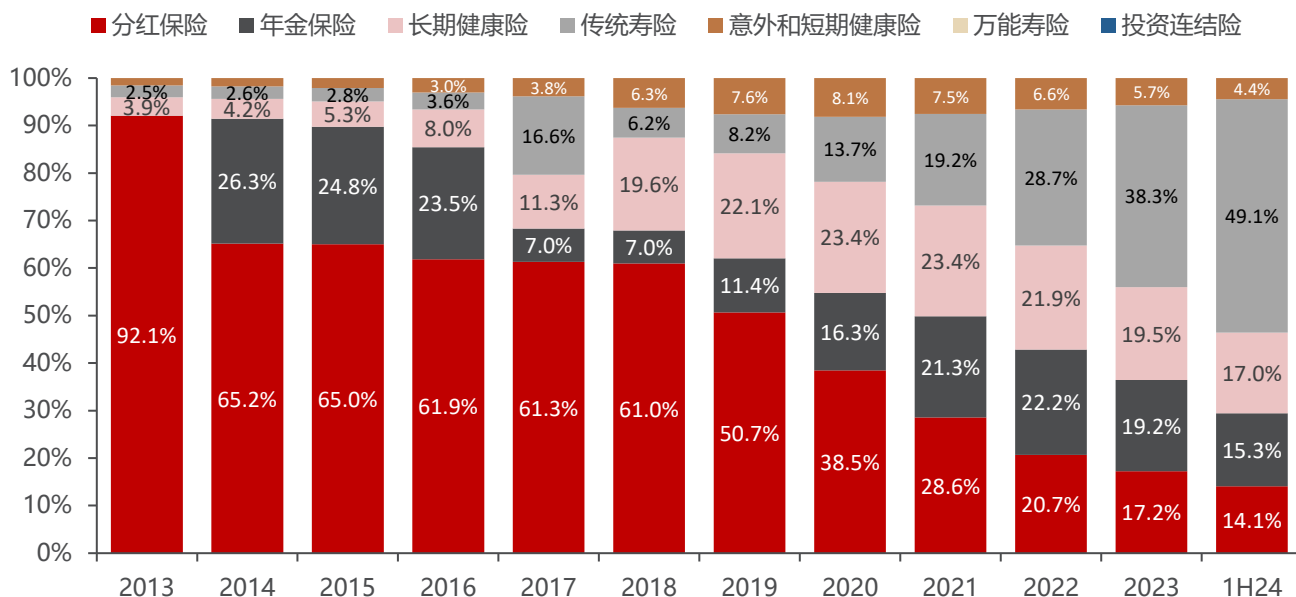
资料来源：新华保险公司公告，民生证券研究院

图36：中国人保险种保费收入结构



资料来源：中国人保公司公告，民生证券研究院

图37：中国太平险种保费收入结构

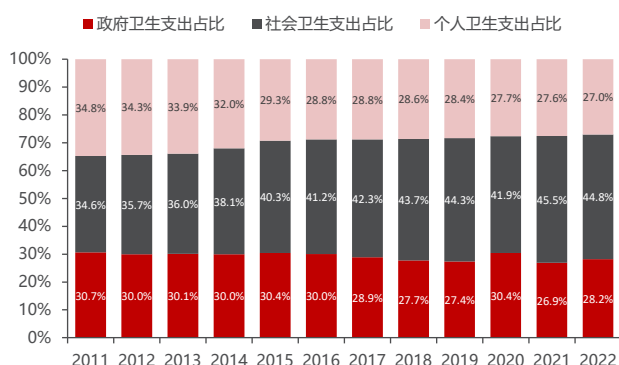


资料来源：中国太平公司公告，民生证券研究院

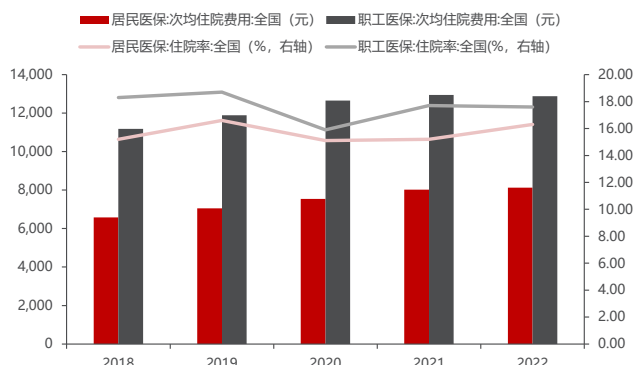
2.3.2 健康险：医保改革及老龄化赋能健康险发展

我国个人医疗卫生支出负担较重，老龄化趋势下医保基金面临较大压力。根据

《2022 年我国卫生事业发展统计公报》显示，2022 年全国卫生总费用达 84846.7 亿元，其中：个人卫生支出 22914.5 亿元（占比 27.0%），人均卫生总费用 6010.0 元，卫生总费用占 GDP 的比重为 7.0%，个人医疗卫生支出负担仍较重。虽然目前我国基本医疗保险已经实现广覆盖，参保率维持在 95%以上，但同时保障范围和保障程度仍相对有限，在我国医保基金运行“收支平衡、略有结余”的基本原则和逐渐加剧的人口老龄化趋势下我国医保基金面临越来越大的压力。

图38：个人卫生支出仍保持在 25%以上


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图39：居民和职工医保次均住院费用及住院率


资料来源：iFinD，民生证券研究院

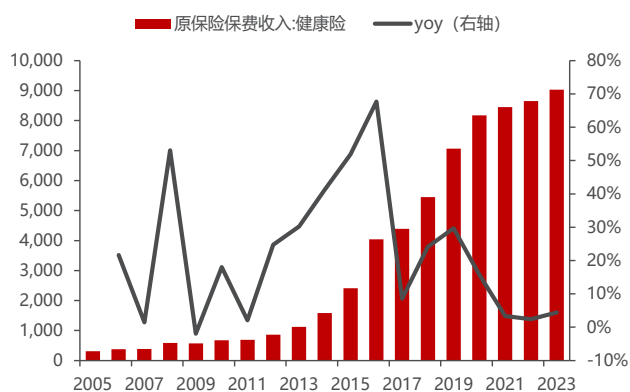
监管大力引导和推动保险差异化和精细化发展，商业医疗险供给有望迎来增量。2024 年 11 月 27 日，国家医保局表示正在谋划探索推进医保数据商业赋能商业保险公司、医保基金与商业保险同步结算以及其他有关支持政策，大力赋能商业保险。

商业医疗险产品有望迎来重塑，四大主线推进商业健康险发展。我们认为，当前百万医疗为代表的医疗险仍存在同质化较严重、就医理赔体验不佳等问题，随着医保数据和医保基金赋能，商业保险有望更好地定位于优质医疗资源的触达通道：
 1) 沿着医疗资源可及性的角度，行业有望重点发展中高端医疗险，比如就医范围在公立医院基础上拓展至特需和国际医疗部的中端医疗，以及就医范围拓展至私立医疗机构的高端医疗等；
 2) 沿着保障期限和人群拓展的角度：医保数据赋能有望推动险企开发中长期医疗险和次标体保险，中长期医疗险有望缓解“投保难”问题，尤其是长期费率可调型产品和次标体将提升中老年、次标体客户的投保选择和可持续性；
 3) 沿着医药、医疗等相关配套药物、器械和服务的角度：特药险等险种有望迎来增量，涵盖院外先进药、高端医疗器械等拓展责任的产品有望帮助消费者满足对于优质医疗资源的需求；
 4) 沿着赔付和支付体验角度：医保基金和商保同步结算或有望进一步提升直付的便捷性和覆盖面，头部险企中高端医疗开发和销售或有望加速。

商业健康险的赔付占比个人医疗费用支出仍较低，根据国家金融监管总局的数据，我国共有 157 家保险公司开展健康险业务，累计承保 8 亿人次，过去 5 年

商业健康保险为患病人群累计支付 1.7 万亿的经济补偿。2023 年我国商业健康保险保费收入约 9000 亿元，但整体赔付率仍有待提高。近期国家医保局连续召开座谈会，推进医保平台对接和数据赋能工作，商业保险有望进一步深入参与多层次医疗保障体系建设。

图40：健康险原保费收入（亿元）及 yoy



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图41：健康险赔付支出（亿元）及 yoy

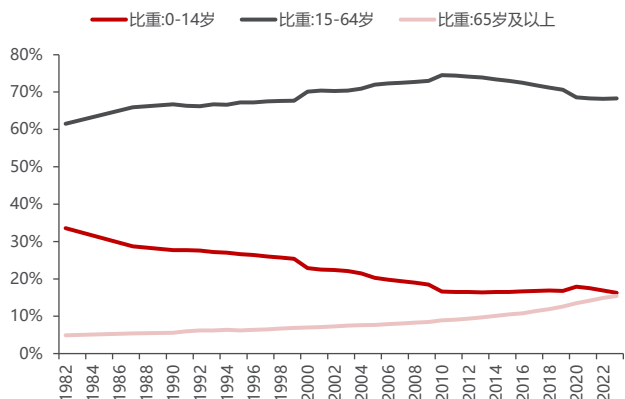


资料来源：iFinD，民生证券研究院

2.3.3 养老金：老龄化趋势下，商业养老金需求有望持续释放

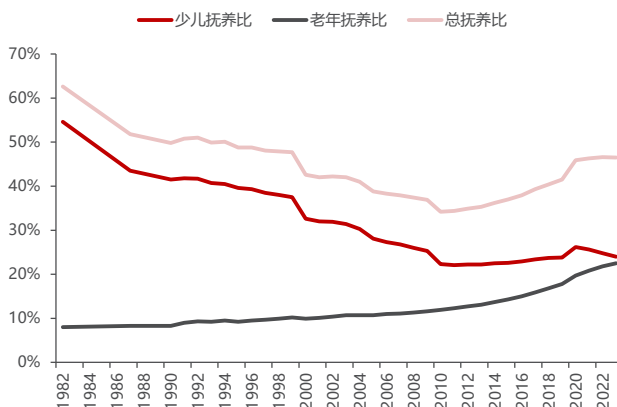
我国老龄人口增速快，绝对规模大，迅速进入人口老龄化。自 1999 年我国进入老龄化社会后，我国的老龄化程度便不断加深，根据国家统计局最新数据显示，截至 2023 年底，我国 65 岁以上老年人口达到 2.17 亿人，已占全国人数的 15.4%。与此同时，2023 年我国出生人口仅为 902 万人，同比下降 5.65%。全国人口死亡率为 7.87%，出生率为 6.39%，人口自然增长率为 1.48%，自 2022 年人口首次负增长后，自然增长率进一步走低。

图42：65 岁以上老龄人口占比持续提升，已超 15%



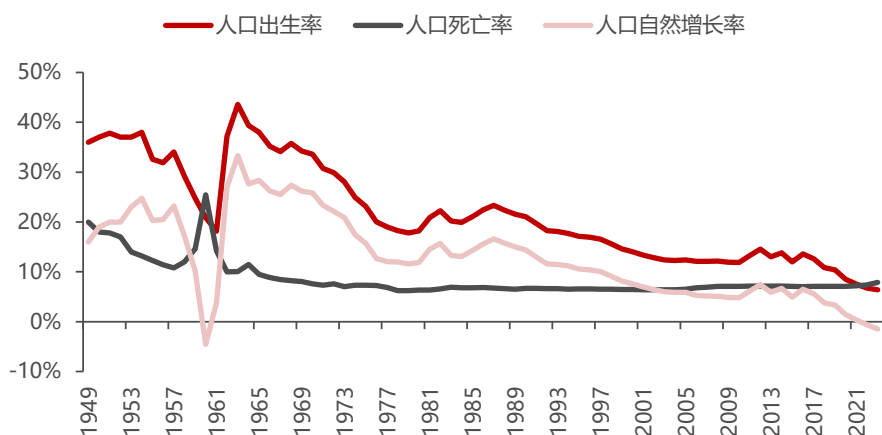
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图43：中国老年抚养比近年来持续抬升



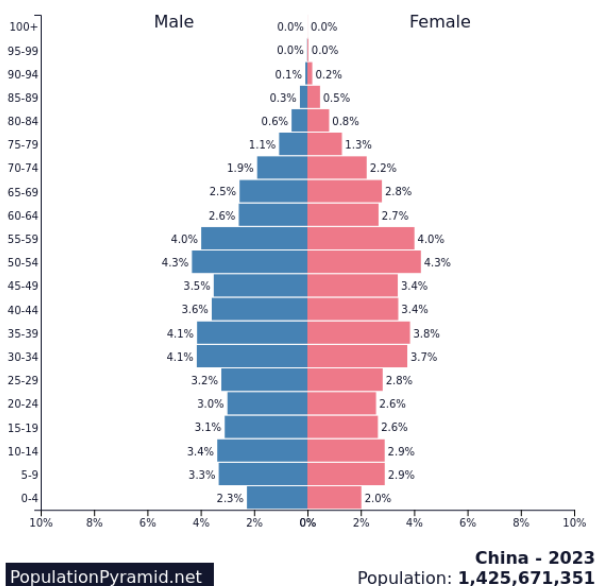
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图44：全国出生率、人口死亡及自然增长率



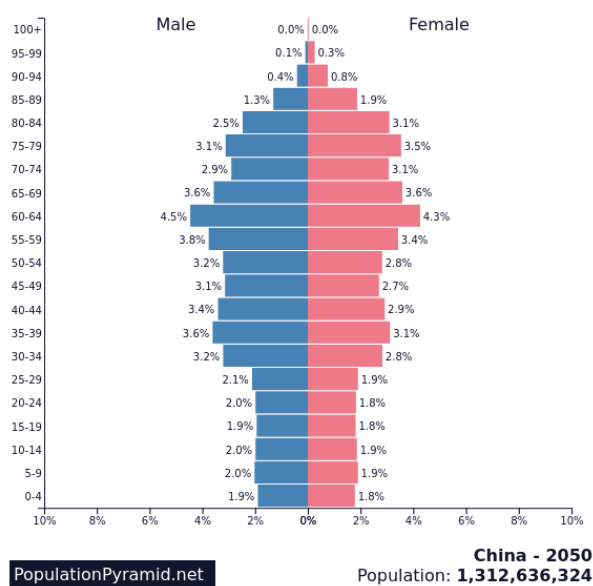
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图45：中国人口金字塔 2023



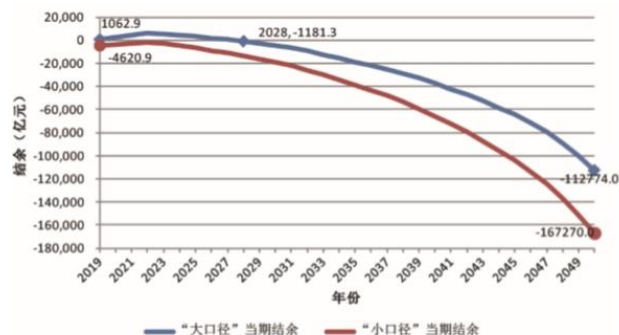
资料来源：PopulationPyramid，民生证券研究院

图46：中国人口金字塔 2050

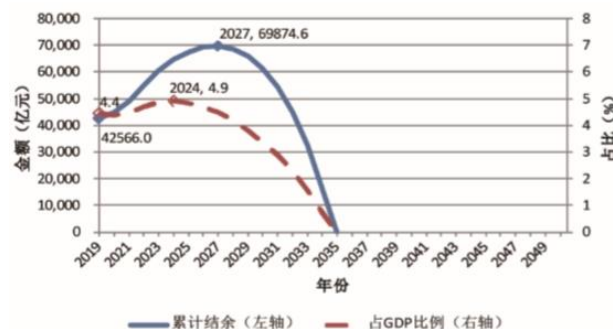


资料来源：PopulationPyramid，民生证券研究院

基本养老和养老金替代率需求下，居民对于储蓄、养老年金产品等需求有望持续提升。根据中国社科院社保中心发布的《中国养老年金精算报告 2019-2050》(以下简称《报告》)，城镇职工基本养老保险基金累计结余到 2027 年有望达到峰值 6.99 万亿元，然后呈现下降趋势，累计结余到 2035 年有耗尽的可能。《报告》预测全国城镇企业职工基本养老保险当期结余到 2028 年将首次出现负数，达到负 1181.3 亿元，最终到 2050 年当期结余或可能达到-11.28 万亿元。

图47：全国企业职工基本养老保险基金当期结余预测


资料来源：中国社科院《中国养老金精算报告 2019-2050》，民生证券研究院

图48：全国企业职工基本养老保险基金累计结余预测


资料来源：中国社科院《中国养老金精算报告 2019-2050》，民生证券研究院

明确“商保年金”概念，有利产品开发和业务拓展。2024年10月23日，国家金融监管总局印发《关于大力发展商业保险年金有关事项的通知》(以下简称“通知”)，明确了商业养老保险的概念，提出了推动业务发展，加强相关监管的相关举措。通知正式明确了商业保险年金(以下简称“商保年金”)的概念，即商业养老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，均被纳入到“商保年金”的范畴，未来也将被纳入到第三支柱统计的范畴。具体来看，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，包括保险期限5年及以上、积累期或领取期设计符合养老保障特点的年金保险、两全保险、商业养老金等产品将被认定为商保年金。期限为5年以上的产品资金积累期和领取期都相对充分，更能满足长期养老的保障需求。

我们认为，未来头部险企5年期以上长期期交且具有养老属性的产品占比有望提升，有望推动新业务价值率持续提升。我们认为商保年金概念的明晰，要针对保险业现状，厘清第三支柱的内涵与外延，真实反映保险业建设养老第三支柱的成色，在引导客户更清晰认知养老三支柱概念的同时，也引导保险公司站在战略高度，更加科学、系统地推动养老三支柱建设。

2.4 展望：从估值修复到基本面改善，支持估值中枢抬升

自2024年9月24日资本市场系列支持政策发布推动权益市场反弹以来，市场对于保险行业的聚焦更多集中于后续基本面的持续情况，我们认为明年关键看点在于负债端或已逐步开启新一轮景气的周期。

从产品端来看，表现为低利率时代下的分红险、老龄化下的年金险、医保改革下的健康险三大主线，从渠道来看，上市险企核心渠道个险渠道总规模人力和核心人力均已呈现企稳复苏态势。复盘保险行业近年来行情，我们认为资产、负债同时共

振产生超额收益（代表为 2017 年保险板块表现）。

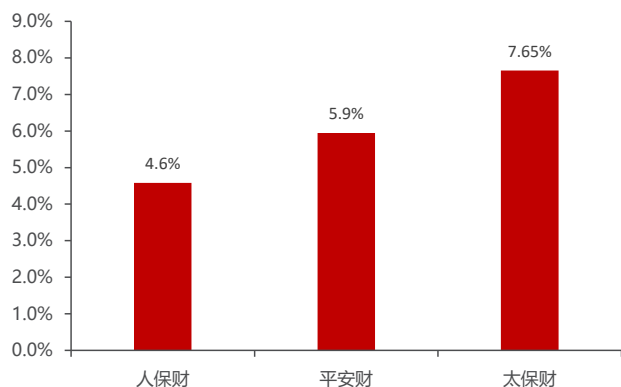
从存量来看，经过过去近年来的渠道“供给侧出清”，总规模和核心人力逐步企稳，另外从当前存量代理人呈现稳健增长态势，同时从“入口端”新招募的情况来看，各大险企主要思路均聚焦“严卡入口关”，即聚焦优质人力，不再以过去传统的“规模为导向”作为指引，体现在更加关注代理人的年龄、学历、职业背景和性格等综合因素，严格招募新人流程将有望不断提升新人的留存率和产出率，有望推动保费规模和新业务价值齐增。

3 财险：规模和价值的再平衡

3.1 财险保费稳健增长，但增速有所放缓

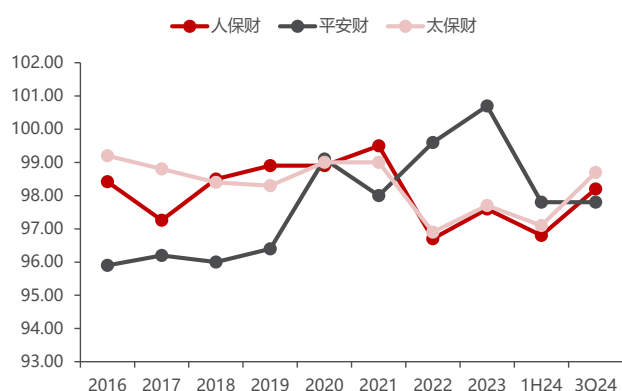
财险保费增速整体增长稳健。3Q24 人保财险/平安财险/太保财险保费收入分别同比 +4.6%/+5.9%/+7.65%，保费收入增速环比 1H24 分别 +0.9pct/+1.89pct/-0.04pct；3Q24 人保财险/平安财险/太保财险保险服务收入分别同比+5.3%/+4.5%/+4.1%。

图49：3Q24 主要财产险企保费增速



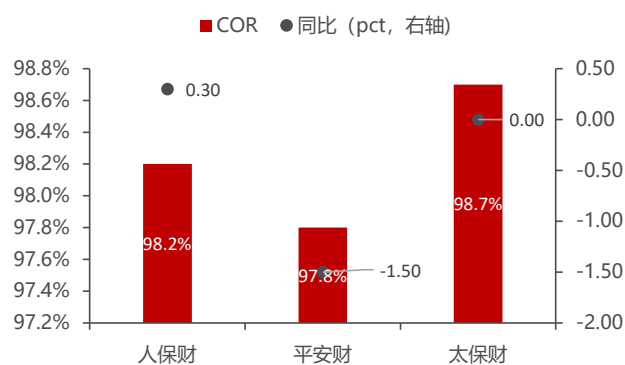
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图50：主要上市财险公司综合成本率



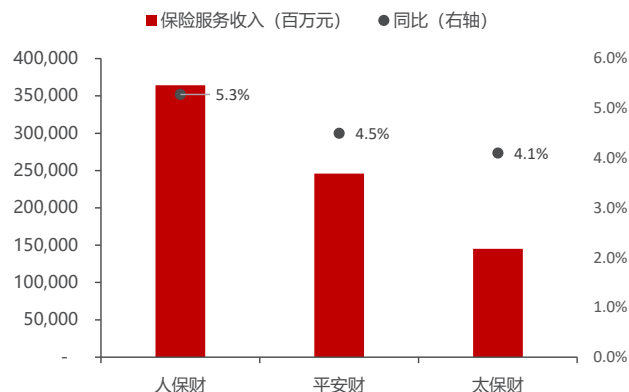
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图51：3Q24 各大财险公司综合成本率 (COR) 表现



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图52：3Q24 主要财产险企保险服务收入 (百万元) 及同比增长



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

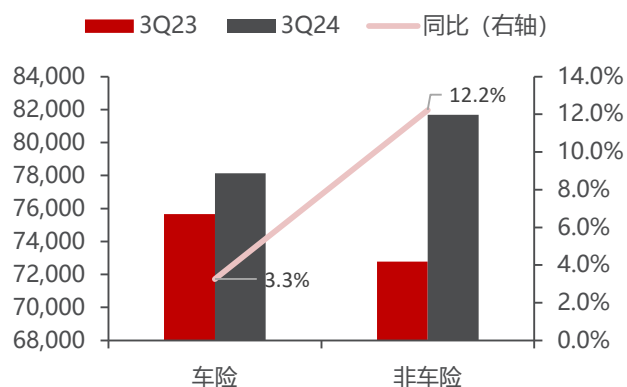
3.2 综合成本率 COR 和承保利润分化

3Q24 主要上市财险“老三家”综合成本率 (COR) 表现分化，人保财/平安财/太保财分别为 98.2%/97.8%/98.7%，分别同比+0.3pct/-1.5pct/持平；对于

1H24 上半年表现, 分别环比+1.4pct/持平/+1.6pct。财险 COR 分化我们认为主要系前三季度自然灾害频发导致巨灾理赔以及承保端策略的分化, 整体来看头部险企更加注重承保质量尤其是新能源车险及非车险承保标的的风险控制和精准定价。

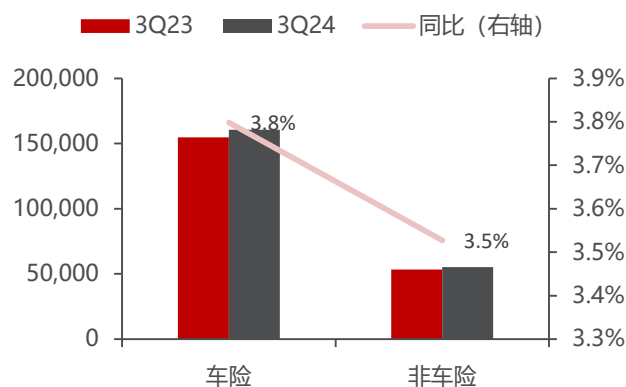
中国平安前三季度 COR 大幅改善, 主要得益于公司逐步出清保证险存量业务, 风险敞口逐步缩小, 保证保险业务的承保损失同比大幅下降, 对于 COR 和承保利润的拖累大幅降低。受到新保险合同准则 (IFRS17) 下的贴现率下行带来的负债成本抬升以及三季度自然灾害 (台风、暴雨等) 同比多发, 车险 COR 同比抬升 0.8pct。

图53: 3Q24 太保财险车险与非车险原保费 (百万元) 及增长



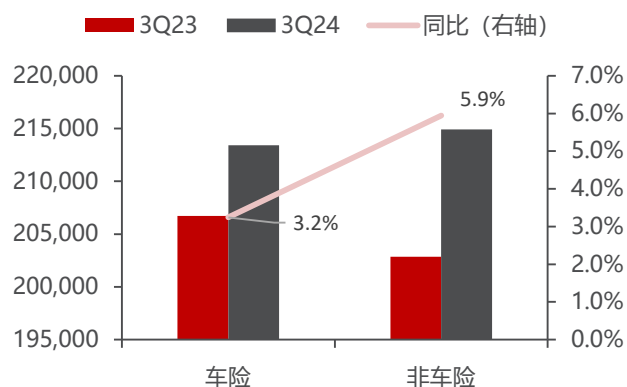
资料来源: 中国太保公司公告, 民生证券研究院

图54: 3Q24 平安财险车险与非车险原保费 (百万元) 及增长



资料来源: 中国平安公司公告, 民生证券研究院

图55: 3Q24 人保财险车险与非车险原保费 (百万元) 及增长



资料来源: 中国人保公司公告, 民生证券研究院

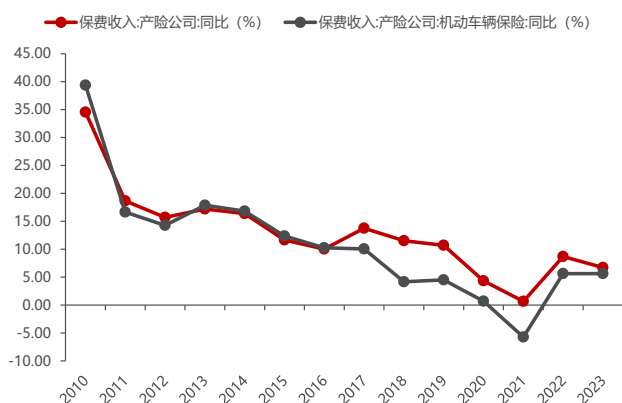
3.3 聚焦核心功能发挥，头部险企有望强者恒强

财险聚焦核心功能发挥，实现专业化、精细化、集约化发展。中央金融工作会议指出，金融要为经济社会发展提供高质量服务，要“强化政策性金融机构职能定位，发挥保险业的经济减震器和社会稳定器功能”。2024年12月国家金融监督管理总局发布《关于强监管防风险促改革推动财险业高质量发展行动方案》（以下简称《行动方案》），为下一阶段财险业高质量发展明确了路径。明确鼓励机构专业化、精细化、集约化发展。支持大型财险公司做优做强，带头服务实体经济和维护市场秩序。

从业务结构展望来看，主要聚焦：1) 丰富新能源车险产品，优化市场化定价机制，研究出台推动新能源车险高质量发展的政策措施，持续深化车险综合改革；2) 引导财险业优化定价模型、方法和工具，加强产品定价管理，探索建立财险产品服务创新保护机制。

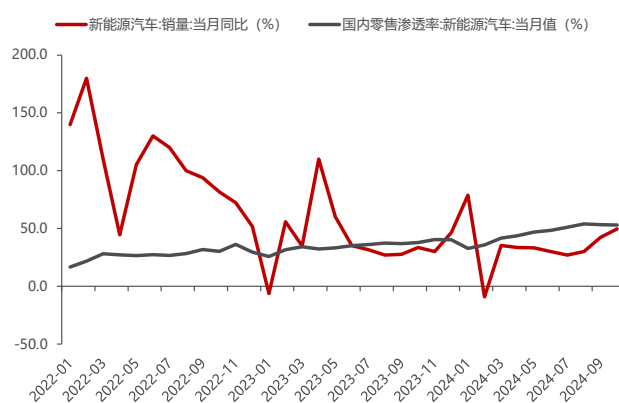
竞争格局有望进一步改善，头部财险公司有望强者恒强。《行动方案》明确指出财险业要切实防范化解风险，丰富风险化解处置方式，鼓励财险公司兼并重组，健全处置成本分担机制，支持有条件的机构“迁册化险”，运用市场化、法治化方式出清风险。

图56：财险公司保费和机动车辆险保费同比增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图57：新能源车销量当月同比和渗透率



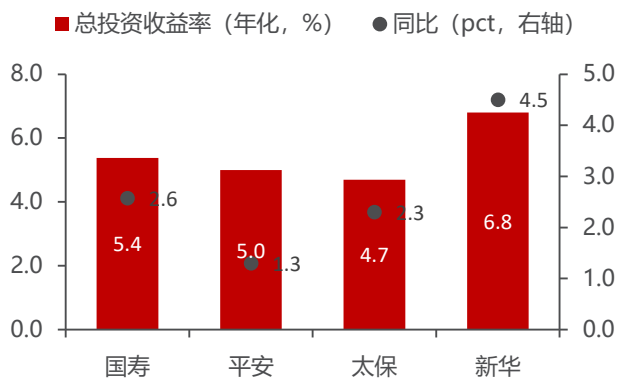
资料来源：iFinD，民生证券研究院

4 资产端：低利率下的长期投资

4.1 总投资收益和净投资收益有所分化

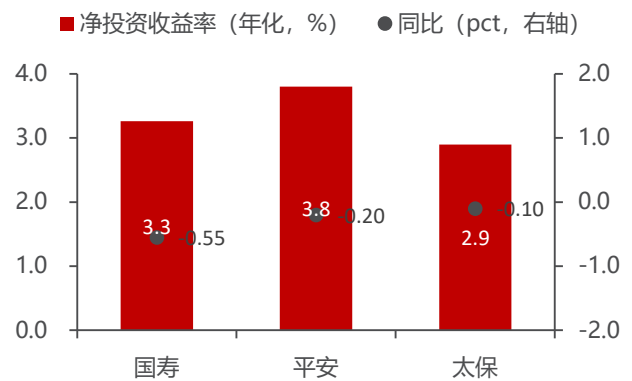
总投资收益率伴随权益市场回暖反弹显著。截至 3Q24，国寿/平安/太保/新华分别为 5.4%/5.0%/4.7%/6.8%，分别同比+2.8pct/+3.7pct/+2.4pct/+2.3pct，得益于三季度资本市场的回暖，尤其是 9 月末伴随国新办发布会后权益市场的亮眼表现，主要上市险企投资组合中的股票和基金等权益敞口估值抬升，在新金融工具准则 IFRS9 下带动公允价值变动损益正向贡献大幅提升，从而实现净利润高增表现。

图58：各大险企 3Q24 年化总投资收益率及同比



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图59：各大险企 3Q24 净投资收益率及同比



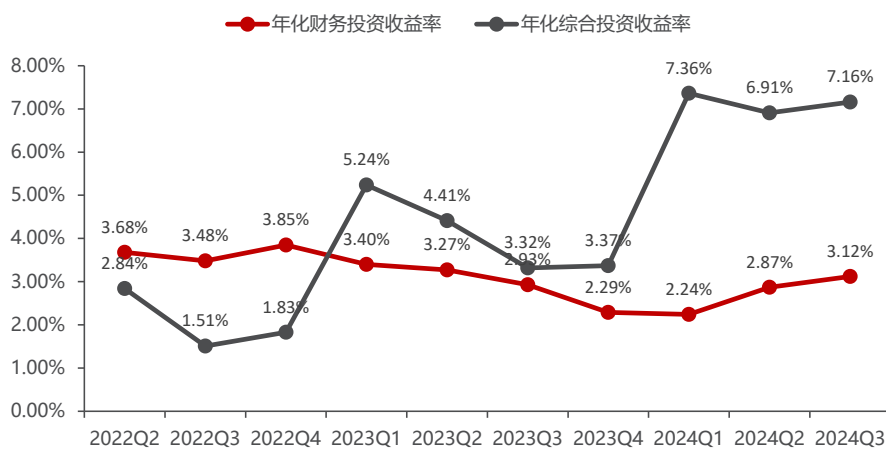
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

短期来看，阶段性权益市场的回暖对于险企净利润表现立竿见影，但同时我们认为权益投资仍需更加关注长期视角，尤其是险资作为“耐心资本”和“长期资本”，在坚持长期投资、价值投资的背景下，理性看待短期的利润表现和长期的投资收益率中枢抬升。

长期来看，各大险企将有望更加重视资产负债的久期匹配，以及固收、权益、另类资产等大类资产配置均衡，利率风险有望得到持续缓释，实际投资收益率有望持续超越内含价值中的长期投资回报率假设。

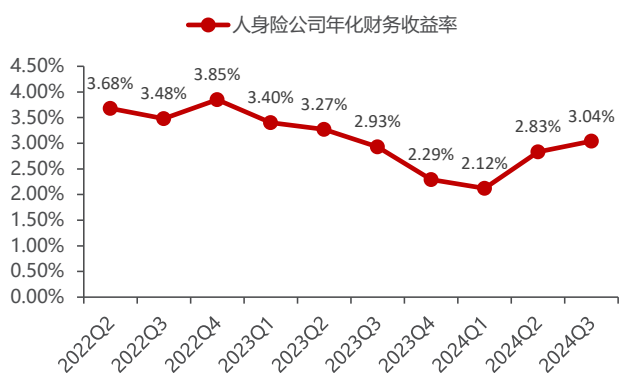
净投资收益率：截至 3Q24，从披露了净投资收益率的头部险企来看：国寿/平安/太保分别为 3.3%/3.8%/2.9%，分别同比-0.55pct/-0.20pct/-0.10pct，净投资收益率和总投资收益率表现分化，净投资收益率普遍承压。主要受到存量资产到期和新增资产收益率下降的影响，上市险企净投资收益率普遍承压。尤其是固收资产的利息收入。

图60：保险业年化财务/综合投资收益率



资料来源：国家金融监督管理总局，民生证券研究院

图61：人身险公司年化财务收益率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图62：人身险公司年化综合收益率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图63: 3Q24 中证红利指数表现



资料来源: iFinD, 民生证券研究院; 注: 指数表现截至 2024 年 12 月 2 日。

图64: 沪深 300 指数和上证综指涨幅表现

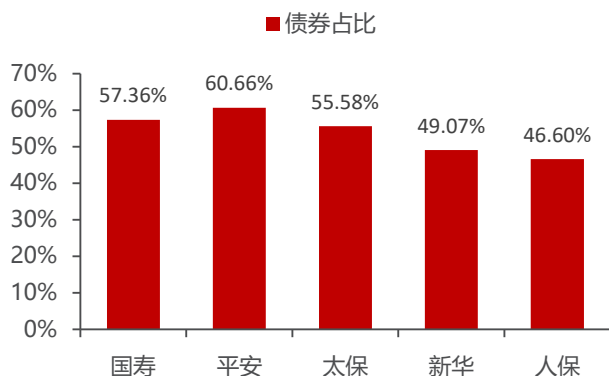


资料来源: iFinD, 民生证券研究院; 注: 截至 2024 年 12 月 2 日

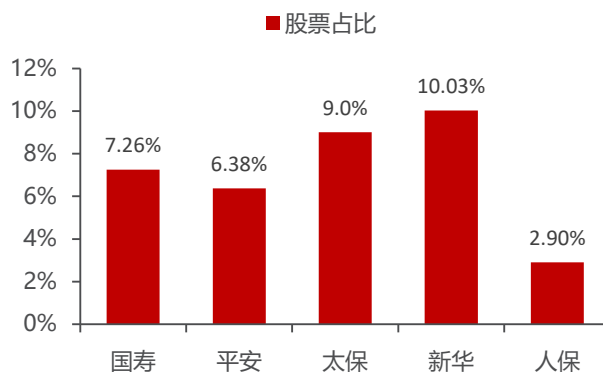
图65: 十年期国债收益率持续走低 (%)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院; 注: 截至 2024 年 12 月 2 日

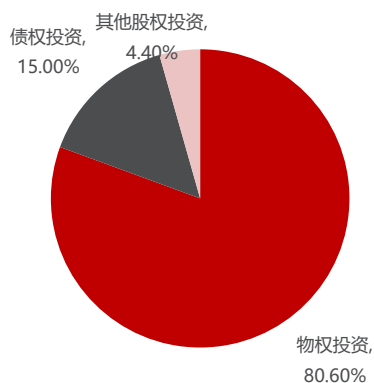
图66：1H24 主要上市险企债券投资占比


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图67：1H24 主要上市险企股票投资占比


资料来源：wind，民生证券研究院

中国平安不动产投资：截至 3Q24，中国平安投资组合中不动产投资余额为 2050.26 亿元，占比 3.9%，主要以物权投资为主，物权投资/债权投资/其他股权投资占比分别为 80.6%/15.0%/4.4%。物权投资主要投向商业办公、物流地产、产业园、长租公寓等收租型物业，目的在于获得稳定的租金、分红等现金流和资产增值，助力资产负债久期匹配。

图68：中国平安不动产投资资产种类分布(截至 3Q24)


资料来源：中国平安公司公告，民生证券研究院

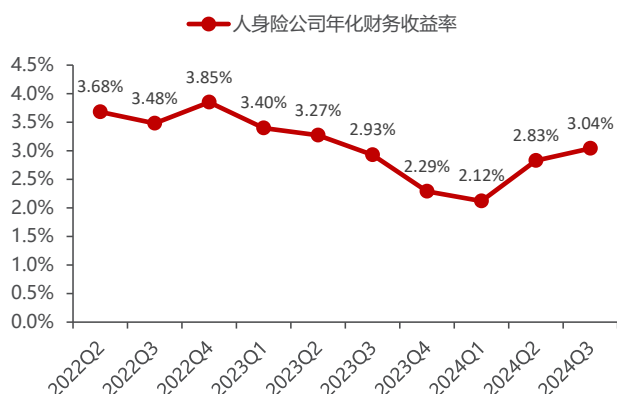
4.2 投资组合结构：固收和权益的再平衡

利率下行背景下，各大险企整体仍积极配置债券，拉长久期做好资产负债匹配，债券占比整体呈上升趋势。截至 1H24，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保债券投资占比分别为 57.36%/60.66%/55.58%/49.07%/46.60%，分别较 2023 年末+5.77pct/+2.56pct/+3.88pct/-1.33pct/+3.00pct，除新华保险外，其余险企债券占比均有所提升。

股票占比有所分化，新华保险股票占比提升明显。截至 1H24，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保股票投资占比分别为 7.26%/6.38%/9.0%/10.03%/2.90%，分别较 2023 年末 -0.32pct/+0.18pct/+0.61pct/+2.13pct/-0.30pct。

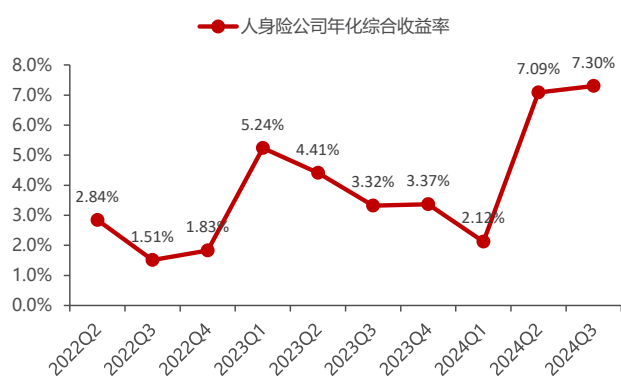
权益市场表现带动险企收益率大幅回暖。2024 年三季度以来，权益市场伴随 9 月 24 日资本市场支持政策而快速反弹，身险公司年化财务投资收益率和年化综合收益率分别为 3.04%和 7.30%

图69：人身险公司年化财务收益率



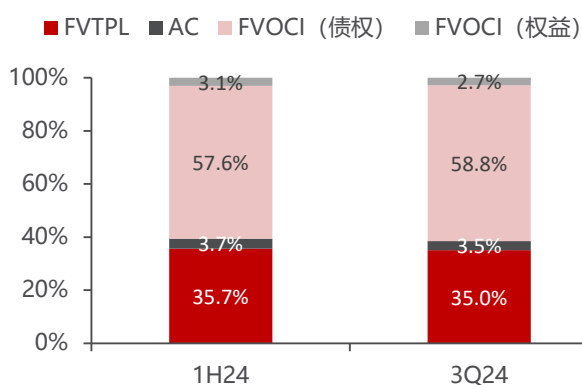
资料来源：国家金融监督管理总局，民生证券研究院

图70：人身险公司年化综合收益率



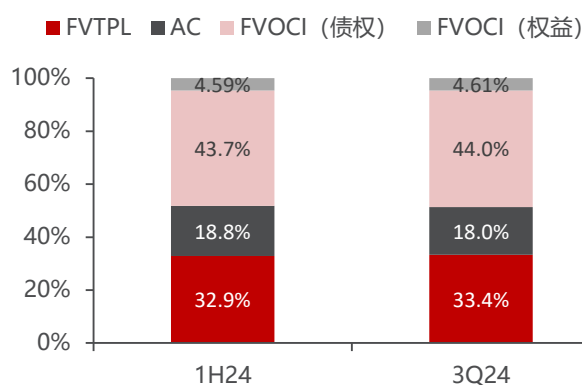
资料来源：国家金融监督管理总局，民生证券研究院

图71：中国人寿 3Q24 金融投资资产分类



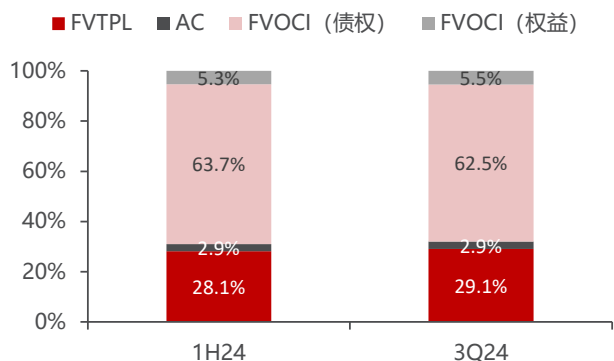
资料来源：中国人寿公司公告，民生证券研究院

图72：中国平安 3Q24 金融投资资产分类



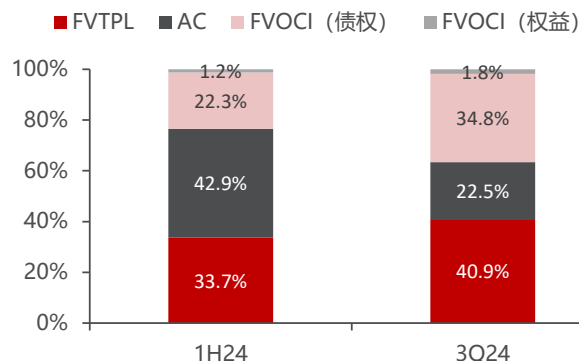
资料来源：中国平安公司公告，民生证券研究院

图73：中国太保 3Q24 金融投资资产分类



资料来源：中国太保公司公告，民生证券研究院

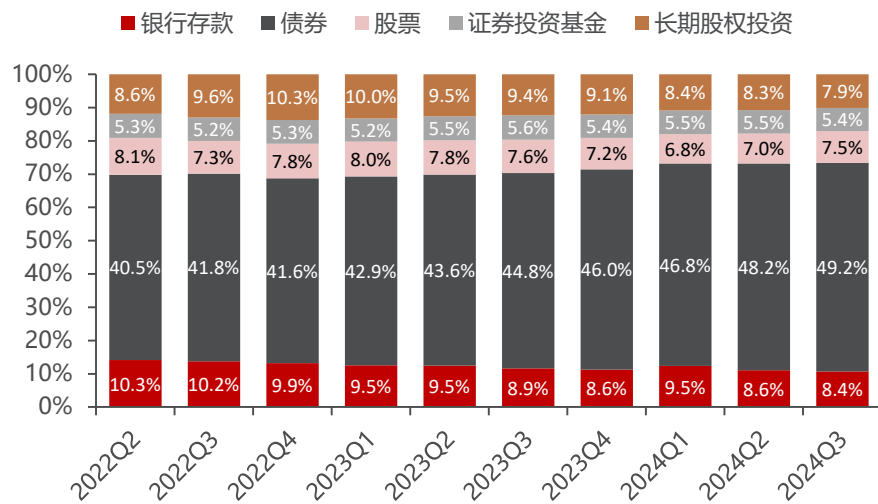
图74：新华保险 3Q24 金融投资资产分类



资料来源：新华保险公司公告，民生证券研究院

从人身险公司的资金运用结构来看，截至 3Q24，债券/股票/基金/长期股权投资 的占比分别为 49.2%/7.5%/5.4%/7.9%，较 1H24 分别+1.0pct/+0.5pct/-0.1pct/-0.4pct，较 2023 年末分别+3.2pct/+0.3pct/持平/-1.2pct。2024 年以来，人身险公司债券配置占比持续提升，同时险资积极配置高股息红利股票，以及 9 月末资本市场政策利好带动大盘提升，人身险公司股票配置占比提升明显。

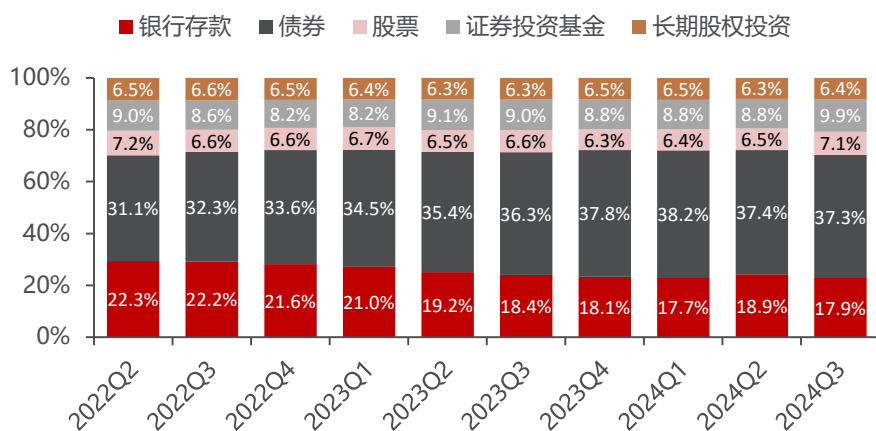
图75：人身险公司资金运用结构



资料来源：国家金融监督管理总局，民生证券研究院

从财险公司的资金运用结构来看，截至 3Q24，债券/股票/基金/长期股权投资 的占比分别为 37.3%/7.1%/9.9%/6.4%，较 1H24 分别 -0.1pct/+0.6pct/+1.1pct/+0.1pct，较 2023 年末分别 -0.5pct/+0.8pct/+1.1pct/-0.1pct。

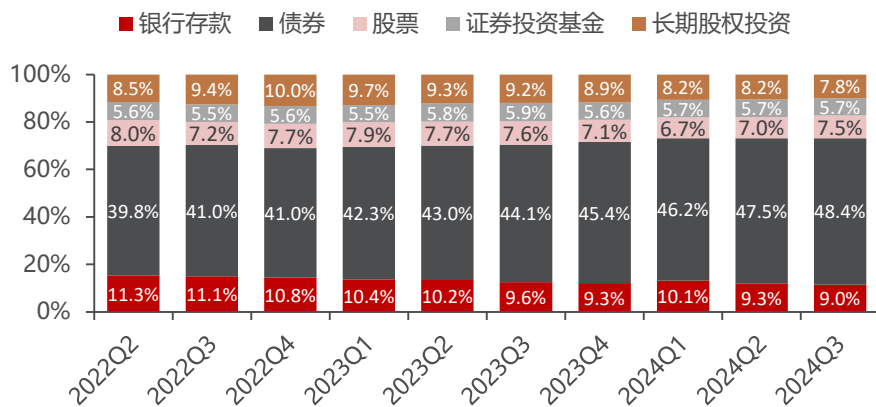
图76: 财产险公司资金运用结构



资料来源: 国家金融监督管理总局, 民生证券研究院

从整体行业(人身险+财产险)的资金运用来看,截至3Q24,债券/股票/基金/长期股权投资的占比分别为48.4%/7.5%/5.7%/7.8%,较1H24分别+0.9pct/+0.5pct/持平/-0.4pct,较2023年末分别+3.0pct/+0.4pct/+0.1pct/-1.1pct。

图77: 保险行业(人身险+财产险)资金运用结构



资料来源: 国家金融监督管理总局, 民生证券研究院

4.3 长期资金的力量: 助力新质生产力

监管不断引导和鼓励险资等长期资金、耐心资金入市,险企频频举牌一方面响应了监管号召,同时增强了权益端的弹性,尤其是在低利率叠加新会计准则实施的背景下,长期股权投资的模式有助于险企进一步培育耐心资本,推动“资金-资本-资产”的良性循环,支持二级市场尤其是新质生产力公司的发展,为科创企业、智能制造等重点领域、核心方向提供更多的融资,同时有望分享长期稳健的投资回报。

利率下行的背景下，险资有望进一步关注股息率较高、现金流稳定，ROE 和业务护城河较高，需求端较稳健，竞争格局清晰的二级市场标的。同时，因为新会计准则实施后，权益投资因较多分类为 FVTPL 从而增加险企利润表波动，险资需要通过配置高 ROE、高股息、波动较低的权益资产来降低利润的波动。

险企通过长期股权投资方式加大股票配置或成为下一阶段权益投资的重要方式。11 月 12 日，上海医药和国药股份分别发布公告，获得新华保险增持并举牌，其中新华保险最新持有国药股份比例达 5.07%，持有上海医药总股份比例达 5.05%，并且在未来 12 月内新华保险无增持或减持计划。持股比例分别达 5% 以上后，新华保险有望通过长期股权投资的方式持有相关股票，从而一方面能够在 IFRS9 实施背景下，通过长期股权投资而非 FVTPL (公允价值变动计入当期损益) 的会计方式平滑利润表波动，同时能够更好彰显长期资金属性，持续加大权益资产的配置，有望在获得相关收益的同时助力权益市场稳定。

表1：2024 年保险公司举牌二级市场股票汇总

举牌方保险公司	被举牌上市公司	细节
新华保险	海通证券(06837.HK)	增持后，新华保险及其一致行动人持有海通证券股份为 1.95 亿股，占海通证券 H 股股份比例增至 5.7192%
新华保险	国药股份 (600511.SH)	增持后，新华保险持有公司 3824.4446 万股，约占公司总股本的 5.07%。新华资产发行的组合类资产管理产品持有公司 1800 股，约占公司总股本的 0.0002%。新华保险及其一致行动人合计持有公司 3824.6246 万股，约占公司总股本的 5.07%。
新华保险	上海医药(02607.HK)	通过二级市场集中竞价交易方式增持上海医药无限售条件流通 A 股 9999836 股股份和 H 股 1500000 股股份。新华保险及其一致行动人合计持有上海医药 A 股 149173574 股和 H 股 37895900 股，约占该公司总股本的 5.05%
长城人寿	无锡银行(600908.SH)	截至 2024 年 1 月 9 日，长城人寿直接持有无锡银行 107646274 股股份，占无锡银行总股本的 5%，达到举牌线。这是时隔 8 年，A 股银行再次被险资举牌
长城人寿	城发环境(000885.SZ)	5 月通过二级市场集中竞价交易方式增持城发环境股份 39.95 万股，至此合计持有城发环境 3210.43 万股，同样占公司总股本的 5.0001%。
长城人寿	江南水务(601199.SH)	5 月通过二级市场增持公司股份 4676.17 万股，占公司总股本的 5.0001%
长城人寿	赣粤高速(600269.SH)	2024 年 3 月份开始建仓，6 月举牌，24 年中报显示长城人寿名列前十大股东第二位，持股数为 14422.69 万股，持股比例已达 6.18%。
长城人寿	秦港股份(03369.HK)	2024 年以来连续增持秦港股份 H 股，最新增持后，长城人寿保险股份有限公司最新持股数目为 182,913,000 股，持股比例由 21.92% 上升至 22.04%。
长城人寿	绿色动力环保(01330.HK)	2024 年 7 月 31 日以连续竞价方式增持绿色动力 H 股至 70,150,000 股，其持股比例增加至 5.0343%，11 月 28 日，增持 80 万股，持股比例由 26.93% 上升至 27.13%
紫金财险	华光环能 (600475.SH)	紫金财险通过协议转让买入华光环能 A 股 47,194,705 股，共计持有华光环能 A 股 47,194,705 股，占该上市公司 A 股股本的 5.0012%

瑞众人寿	龙源电力 (00916.HK)	增持后, 瑞众人寿保险有限责任公司最新持股数目为 467,435,000 股, 持股比例由 13.99% 上升至 14.09%。
瑞众人寿	中国中免 (01880.HK)	增持后, 瑞众人寿的持股数目增至 582 万股, 持股比例从 4.87% 上升至 5.00%。
中国太保	华能国际电力股份(00902.HK)	增持完成后, 上述关联方及一致行动人持有华能国际 H 股比例为 5.00%
中国太保	华电国际电力股份(01071.HK)	增持完成后, 上述关联方及一致行动人持有华电国际 H 股比例为 5.00%
中邮人寿	安徽皖通高速公路(00995.HK)	公司持有皖通高速 H 股 2482.80 万股, 约占该上市公司 H 股股本的 5.036%, 触发举牌。根据保险业协会披露的数据, 本次为中邮人寿 2015 年后首次举牌。
利安人寿	深圳国际 (00152.HK)	举牌交易后, 利安人寿持有深圳国际股票约 1.21 亿股, 占其总股本比例为 5.00%。以 2024 年 11 月 15 日深圳国际股票收盘价 6.34 港元/股和同日终港元兑人民币汇率为基准, 该公司持有深圳国际股票市值为人民币 7.13 亿元, 占利安人寿上季度末总资产的比例为 0.59%。

资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院整理

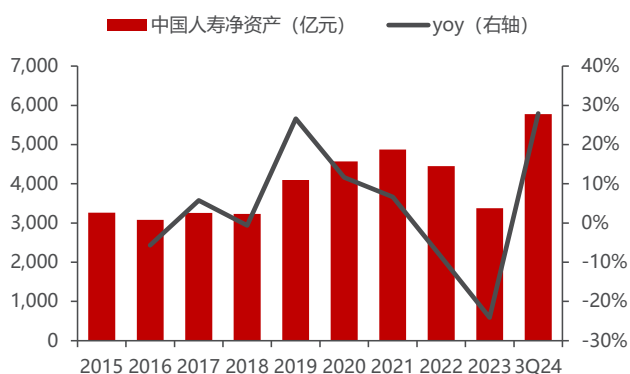
5 资产负债匹配与内含价值：联动的“艺术”

5.1 新会计准则下的资产负债联动加强

新会计准则下，资产负债两端的会计计量都基于即期市场利率，整体更加体现公允价值计量的原则。伴随负债端的 IFRS17 和资产端的 IFRS9 准则实施，两套准则均一定程度上加剧资产负债表和利润表的短期波动，但整体来看我们认为有助于同步利率波动对两端的影响，更好地引导险企实现资产负债的匹配。

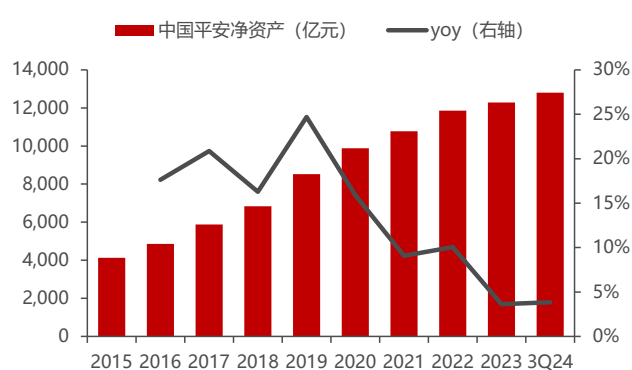
新准则实施下，险企资产负债联动约束加强，主要面临三大约束：1) 期限久期匹配，在渠道改革深入、十年期期交产品占比提升的趋势下，险企需要持续缩短资产端与负债端久期缺口，同时需要努力降低利率不利变化下应对净利润波动的冲击。2) 成本收益匹配：即需要重视利率下行趋势下的潜在“利差损”风险，投资收益需要能够覆盖负债刚性成本。3) 现金流匹配：即险企需要更加关注保险投资组合的流动性风险。

图78：中国人寿 3Q24 净资产伴随投资回暖而反弹



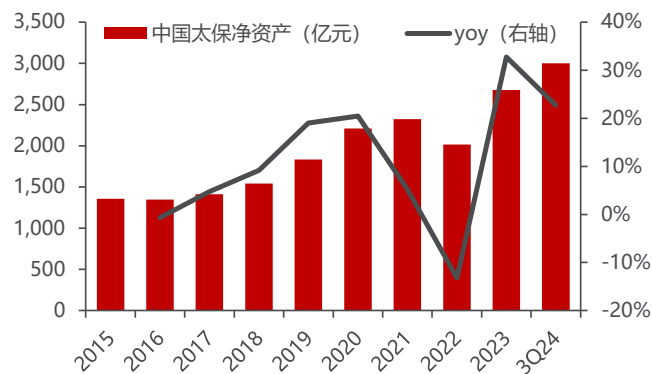
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图79：中国平安 3Q24 净资产规模整体保持稳健



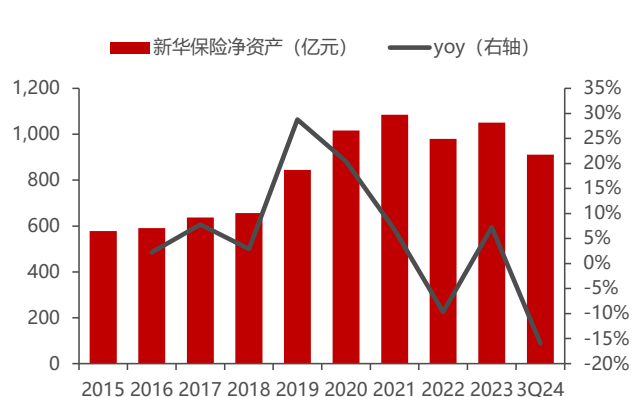
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图80：中国太保 3Q24 净资产规模保持高速增长



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图81：新华保险 3Q24 净资产规模较年初有所下降



资料来源：iFinD，民生证券研究院

另外，需要强调的是，我们认为尽管长端利率保持下行趋势，但是我们预计险企大类资产配置仍将维持相对稳健，尤其固收和权益的配置占比变化将相对稳健，尤其是需要重视权益类资产的风险收益特征与寿险负债的匹配，尤其是利率下行周期且权益市场短期回调时，寿险资产负债表（净资产）和损益表（净利润）均承压，因此更加需要关注负债端和投资端的联动。

图82：日经 225 指数与日本 10 年期国债收益率表现



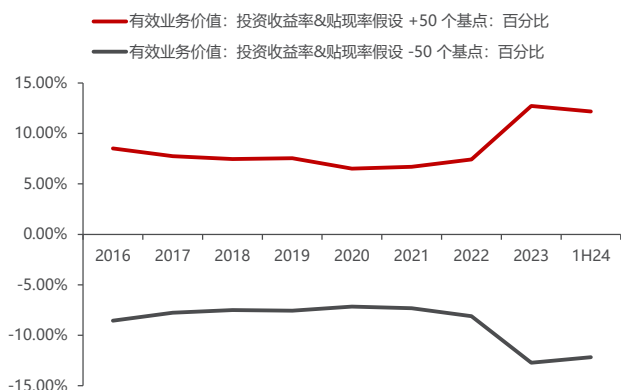
资料来源：iFinD，民生证券研究院；注：截至 2024 年 12 月 2 日

5.2 内含价值：产品结构改善和投资改善有望驱动 EV 稳健增长

从主要上市险企寿险和健康险业务的有效业务价值和新业务价值的投资敏感性来看，新华保险和中国人保的敏感性相对较高，我们认为主要系公司相关储蓄及投资型人身险产品占比相对较高。整体来看，1H24 以来主要上市险企寿险及健康险业务的投资收益率敏感性均呈现下降趋势。

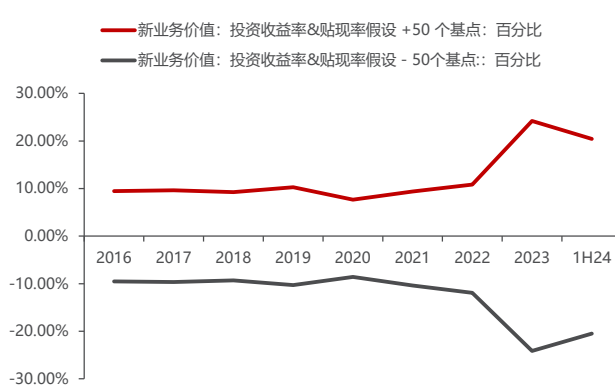
中国平安：截至 1H24，投资收益率每年增加/减少 50bp，有效业务价值变动比例分别为+12.18%/-12.17%，新业务价值变动比例分别为+20.43%/-20.51%。

图83：中国平安寿险及健康险业务有效业务价值敏感性分析



资料来源：中国平安公司公告，民生证券研究院；注：2023 及 1H24 为投资收益率+/-50bp

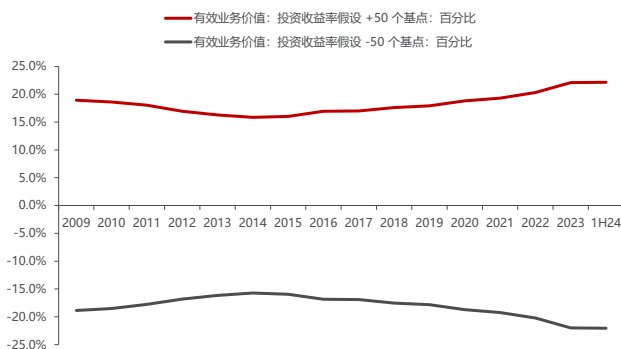
图84：中国平安寿险及健康险业务新业务价值敏感性分析



资料来源：中国平安公司公告，民生证券研究院；注：2023 及 1H24 为投资收益率+/-50bp

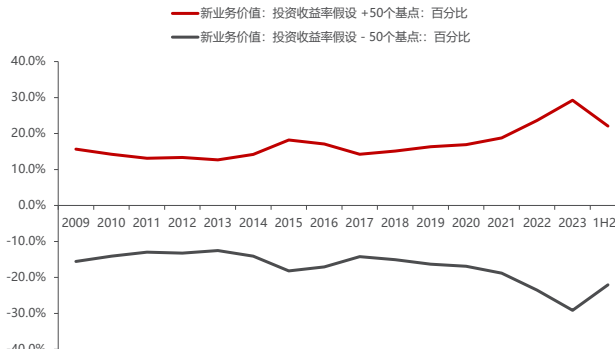
中国人寿：截至 1H24，投资收益率每年增加/减少 50bp，有效业务价值变动比例分别为+22.16%/-22.06%，新业务价值变动比例分别为+20.09%/-22.05%。

图85：中国人寿寿险及健康险业务有效业务价值敏感性分析



资料来源：中国人寿公司公告，民生证券研究院

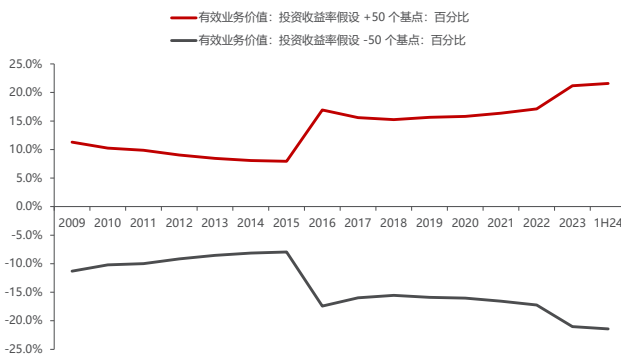
图86：中国人寿寿险及健康险业务新业务价值敏感性分析



资料来源：中国人寿公司公告，民生证券研究院

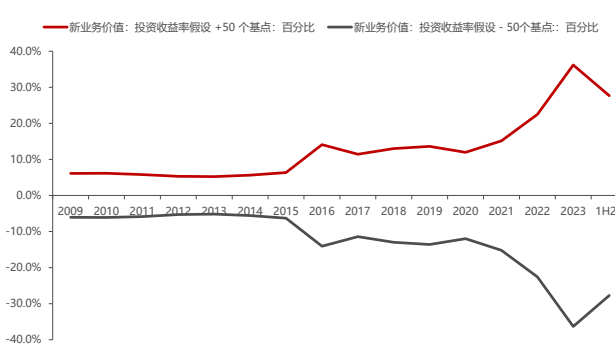
中国太保：截至 1H24，投资收益率每年增加/减少 50bp，有效业务价值变动比例分别为+21.6%/-21.4%，新业务价值变动比例分别为+27.7%/-27.8%。

图87：中国太保寿险及健康险业务有效业务价值敏感性分析



资料来源：中国太保公司公告，民生证券研究院

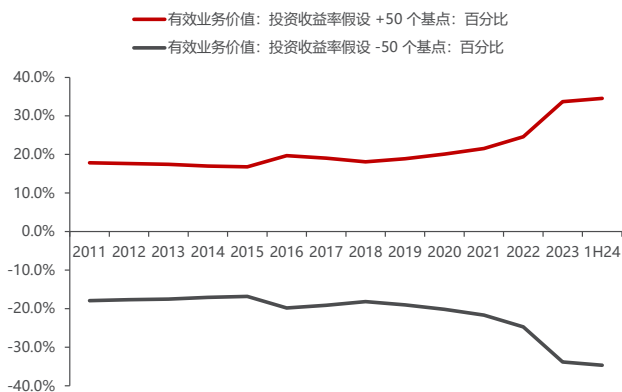
图88：中国太保寿险及健康险业务新业务价值敏感性分析



资料来源：中国太保公司公告，民生证券研究院

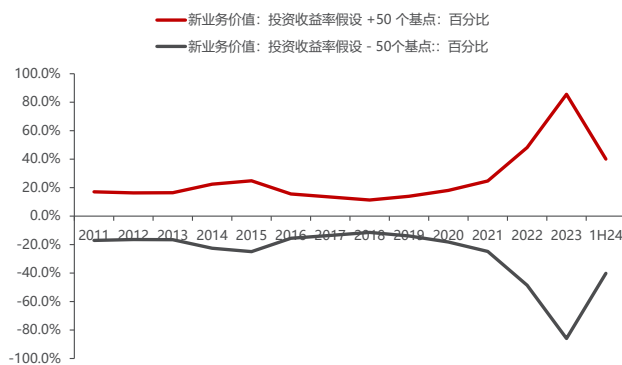
新华保险：截至 1H24，投资收益率每年增加/减少 50bp，有效业务价值变动比例分别为+34.5%/-34.7%，新业务价值变动比例分别为+40.0%/-40.2%。

图89：新华保险寿险及健康险业务有效业务价值敏感性分析



资料来源：iFinD，民生证券研究院

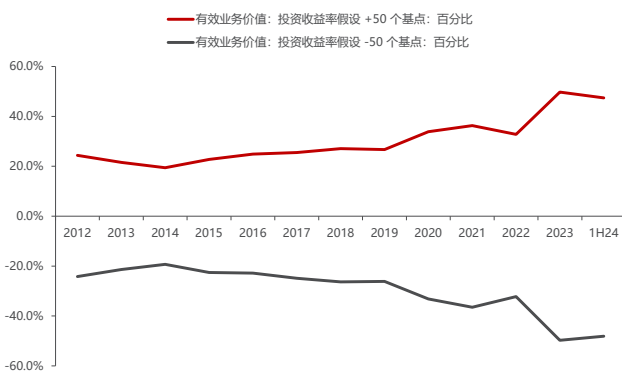
图90：新华保险寿险及健康险业务新业务价值敏感性分析



资料来源：iFinD，民生证券研究院

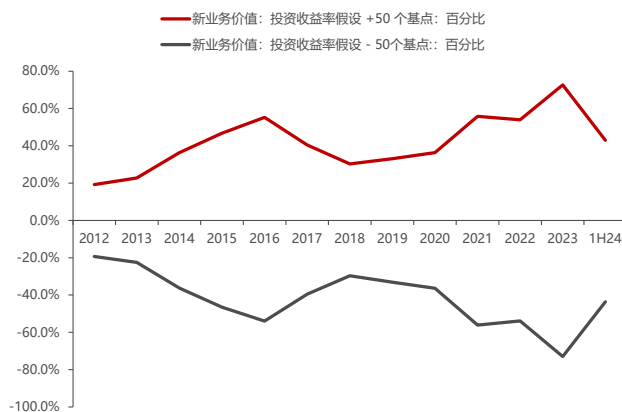
中国人保：截至 1H24，投资收益率每年增加/减少 50bp，有效业务价值变动比例分别为+47.4%/-48.1%，新业务价值变动比例分别为+42.9%/-43.6%。

图91：中国人保寿险及健康险业务有效业务价值敏感性分析



资料来源：中国人保公司公告，民生证券研究院

图92：中国人保寿险及健康险业务新业务价值敏感性分析



资料来源：中国人保公司公告，民生证券研究院

6 投资建议

6.1 行业投资建议

整体回顾 2024 年板块基本面表现，在预定利率再度下调执行落地、各渠道“报行合一”以及宏观利率不断下行的背景下，各大险企负债端经营均呈现良好复苏态势，负债端在 2023 年同期相对较高基数下，规模表现短期虽有所波动，但产品结构不断优化，尤其是长期期交等高价值产品的占比提升，NBV 和 NBVM 伴随渠道持续的改革而表现亮眼。

投资端方面，在长端利率持续下行背景下，主要上市险企在坚持以固收为主的资产配置结构基础上，一方面加大长久期债券的配置，拉长久期，做好资产负债久期匹配，同时积极寻找权益类资产阶段性的配置机会，伴随高股息等权益市场风格行情，险企投资端实现了公允价值变动损益增加和股息收入提升，从而夯实了整体投资表现。净投资收益率因存量逐步到期叠加新增配置压力短期承压，总投资收益率和综合投资收益率则均呈现良好反弹表现。

同时各大险企在实现归母净利润优异表现的基础上，坚持稳健的分红派息政策，重视投资者投资回报，中国人寿/中国平安/新华保险/中国人保均进行中期分红，呼应新“国九条”对于加强分红的倡导，中期分红整体体现了头部上市险企对于股东回报、业务发展、偿付能力的良好平衡，全年分红比例和额度有望进一步夯实，从而增强投资者信心。

展望 2025 年，我们认为在新一轮的人身险预定利率调降、产品切换和“报行合一”深入的背景下，上市险企产品结构有望继续优化，长期期交产品占比有望提升，以分红险为代表的非保证收益产品供给和保障型险种需求均有望提升，规模保费短期或有所波动，但 NBVM 和 NBV 有望继续改善。

当前流动性看，资金面宽松且利率有望逐步趋稳，股票市场有望持续受益流动性改善，保险股有望充分发挥“贝塔加强器”特征而持续受益。保险板块整体表现坚韧，前期回调幅度有我们认为当前流动性环境和行业基本面均有支撑，2025 年有望持续演绎一直强调的“资负共振”逻辑，建议积极关注。

寿险方面，我们认为接下来需重点关注分红险产品供需两端增长情况对于寿险负债端的带动。财险方面，伴随宏观经济回暖和相关汽车消费支持政策的落地，负债端有望迎来景气度回升，头部财险均通过精细化运营来夯实承保盈利表现。

建议重点关注经营稳健、产品体系丰富的头部寿险标的中国太保，以及中国人寿、新华保险、中国平安、以及中国财险。

6.2 重点公司

中国太保：长航行动“二期”转型持续，资负两端有望稳健增长

坚定长航转型二期工程落地，寿险质态持续提升。3Q24 公司规模保费收入 2300.59 亿元，同比+3.3%；新业务价值 142.38 亿元，同比+37.8%；同比+6.2pct 至 20.1%。1) 代理人渠道深化“芯个险”转型，队伍专业能力持续提升，核心经营指标稳中有升。1-3Q24 新单保费同比+16.3%，月均核心人力规模 15.8 万人，同比+2.4%；核心人力月人均首年规模保费 6.1 万元，同比+15.0%；新增人力量价齐升，增员人数同比+15.5%。2) 银保渠道前三季度规模保费同比+6.2%至 347.74 亿元，其中个人长期期交新单保费同比+23.2%至 102.02 亿元。

太保产险继续加强品质管控，承保利润表现领先同业。1-3Q24 太保产险原保费收入 1598.19 亿元，同比+7.7%，车险和非车险同比增速分别为 3.3%和 12.2%，承保利润率 COR 为 98.7%，与去年同期持平。同业来看，前三季度人保财险和平安财险原保费收入增速分别为 4.6%和 9%，人保财险 COR 为 98.2%，同比+0.30pct，平安财险 COR 为 97.8%，同比-1.50pct。

稳步推进创新型资产配置和投资策略，投资业绩表现优异。截至 3Q24 公司净投资收益率和总投资收益率分别为 2.9%和 4.7%，分别同比-0.1pct 和+2.3pct；股债配置占比均提升，固收投资久期拉长，1H24 债券/股票投资占比达 55.6%/9.0%，分别同比+3.9pct/0.6pct；固收类资产久期为 10.2 年，较上年末+0.8 年。

分业务收入预测

寿险业务：代理人渠道深化队伍转型，核心人力规模企稳回升有望带动保险服务收入回暖，同时产品结构有望优化；银保渠道聚焦价值成长，随着“报行合一”的持续推进和银保合作“1 对 3”合作限制的放开，公司有望在继续坚持以价值为核心的基础上，不断拓展重点区域和战略渠道。1H24 公司寿险业务实现保险服务收入 418.35 亿元，同比-2.4%，其中长险保险服务收入 365.13 亿元，同比-0.2%，短险保险服务收入 53.22 亿元，同比-15.2%。考虑到公司负债端持续调整优化产品结构，提升高价值长期期交产品占比，趸交产品规模占比有望边际降低，同时考虑到过去两年增额增身寿伴随预定利率的两轮下调的热销，以及分红险产品占比有望边际提升，产品端保险业务收入短期或有所波动，我们合理预计 2024E-2026E 公司长险保险服务收入增速分别为-2%/-3%/-3%，短险保险服务收入增速分别为-12%/-4%/-3%。

财险业务：1H24 太保产险实现保险服务收入 930.76 亿元，同比+4.2%，其中车险保险服务收入 523.61 亿元，同比+4.9%，非车险保险服务收入 407.15 亿元，同比+3.3%。

从保险业务拆分开来看，公司在车险方面积极落实监管要求，做好费用管控，同

时通过创新新能源车险经营模式，在努力扩大市占率的同时进一步优化车险成本；在非车险方面强化创新产品供给能力，积极服务实体经济，整体增速有望高于车险，因此我们合理预计 2024E-2026E 公司车险收入增长率为 2%/2%/2%，和非车险的保险服务收入增长率为 5%/5%/5%。

其他业务：其他业务主要包括太平洋健康险、太平洋安信农险的相关保险业务，1H24 其他业务保险服务收入同比+12.2%，整体表现有望伴随公司转型取得较快发展，同时业务基数较低，公司业务创新有望贡献较高增速，因此我们合理预计 2024E-2026E 公司的其他业务保险服务收入增长率为 15%/15%和 17%。

表2：中国太保保险服务收入预测（百万元）及增速假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
寿险业务	88,590	85,461	82,195	79,973	77,920
yoy		-3.5%	-3.8%	-2.7%	-2.6%
长险	72,929	72,805	71,058	69,281	67,549
yoy		-0.2%	-2.4%	-2.5%	-2.5%
短险	15,661	12,656	11,137	10,692	10,371
yoy		-19.2%	-12.0%	-4.0%	-3.0%
财险业务	158,483	177,128	182,927	188,954	195,220
yoy		11.8%	3.3%	3.3%	3.3%
机动车辆险	96,011	101,929	103,968	106,047	108,168
yoy		6.2%	2.0%	2.0%	2.0%
非机动车辆险	62,472	75,199	78,959	82,907	87,052
yoy		20.4%	5.0%	5.0%	5.0%
其他业务	2,672	3,578	4,115	4,732	5,536
yoy		33.9%	15.0%	15.0%	17.0%

资料来源：iFinD，中国太保公司公告，民生证券研究院预测

投资建议：公司持续推进长航行动“二期工程”，由外向内纵深推进，继续巩固和提升一期工程转型成果，持续深化“芯个险”转型，不断提升队伍专业能力，有望持续提升渠道负债质量和经营效率，产险业务坚持实现量与质的协调发展，我们认为 NBV 和 COR 表现有望继续领先同业。整体来看，公司资负两端均具备较高韧性，随着宏观经济复苏和资本市场支持系列政策的落地，资产和负债端均有望修复并带动估值反弹。我们预计 2024-2026 年公司营业总收入分别为 3975/4128/4299 亿元，EPS 分别为 4.34/4.63/5.46 元（以 2024 年 12 月 24 日收盘价计），首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：政策不及预期、资本市场波动加大、居民财富增长不及预期、长期利率下行超预期、险企改革不及预期

表3：中国太保盈利预测与财务指标

重要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	323,945	397,467	412,757	429,886
增长率 YoY (%)	-2.5%	22.7%	3.8%	4.1%
归属母公司净利润(百万元)	27,257	41,710	44,578	52,510
增长率 YoY (%)	-27.1%	53.0%	6.9%	17.8%
净资产收益率 ROE (%)	10.9%	15.4%	14.8%	14.0%
EPS(摊薄)(元)	2.83	4.34	4.63	5.46
市盈率 P/E(倍)	12	8	7	6

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 12 月 24 日收盘价）

中国人寿：负债端稳扎稳打，权益投资弹性有望贡献 α

渠道经营质态不断提升，NBV 表现有望持续回暖。代理人规模企稳反弹，截至 3Q24，总销售人力为 69.4 万人，其中，个险销售人力为 64.1 万人，队伍规模企稳态势巩固；队伍质态有效改善，队伍结构不断优化，绩优人力规模和占比持续实现双提升；个险渠道月人均首年期交保费同比上升 17.7%。十年期及以上首年期交保费保持快速增长，占首年期交保费的比重为 46.43%，较 2023 年同期提+4.31pct。2024 年前三季度 NBV 保持快速增长，同比+25.1%。

坚持资产负债匹配原则和长期价值投资，投资收益弹性明显。债券提升，股票微降低。3Q24 公司总投资收益率为 5.38%，净投资收益率为 3.26%，公司持续推进权益投资结构优化，投资收益同比大幅提升。截至 1H24，公司债券/股票占比分别 57.36%/7.26%，较上期末+3.25pct/-0.69pct；股票+基金占比 11.76%，与上期末基本持平。OCI 权益工具占比 2.62%，空间仍较大。

分业务收入预测

公司是我国龙头寿险集团，业务专注人身险业务，近年来聚焦长期价值引领，销售队伍提质增效成效显著，绩优人力规模和队伍人均产能实现双提升，伴随人力质态的改善，公司十年期及以上首年期交保费占比呈上升趋势，我们认为在转型深入的背景下，长期险占比提升有望持续。

寿险业务：趸交产品在公司主动转型聚焦价值下保费预计短期将有所放缓，续期保费依托近年来传统寿险负债端的高景气，有望实现稳健增长。1H24 公司寿险业务保费收入 4046.45 亿元，同比+4.1%，其中首年保费和续期保费分别同比-12.3%和+11.1%，考虑到公司聚焦长期价值引领，持续调整优化产品结构，十年期及以上首年期交保费有望保持较快增长，趸交产品规模占比有望边际降低，同时考虑到过去两年增额终身寿伴随预定利率的两轮下调的热销，以及分红险产品占比有望边际提升，我们合理预计 2024E-2026E 寿险业务的首年业务增速为-7.9%/9.3%/9.4%，续期业务增速为 11%/5.0%/5.0%。

健康险业务：老龄化背景下，健康险需求有望持续提升，同时伴随医保三医改革，国家医保局致力完善“1+3+N”多层次医疗保障体系，同时表态支持医保平台数据赋能商业健康保险，积极推进医保数据赋能商业保险公司、医保基金与商业保险同步结算及其他有关支持政策，我们认为公司作为行业龙头，健康险业务有望持续保持较快增速。1H24 公司健康险业务保费收入 774.23 亿元，同比+6.0%，其中首年保费和续期保费分别同比+8.8%和+0.6%。考虑到相关支持政策持续出台，有望推动商业健康险和医保平台数据对接，伴随老龄化程度和健康险意识的持续提升，以及公司在产品结构上的持续改善，我们合理预计 2024E-2026E 健康险业务的首年业务增速为 8.4%/9.8%/9.9%，续期业务增速为 0.5%/0.5%/0.5%。

意外险业务：意外险业务期限较短，保费以趸交保费为主，续期业务占比较低，我们认为公司在承保入口端将更加注重承保质量，提升保单质量，短期内保费或有

所波动。1H24 公司意外险业务保费收入 74.98 亿元，同比-11.8%，其中首年保费和续期保费分别同比-11.4%和-25.2%。考虑到公司渠道能力不断增强，意外险总保费有望继续维持稳健增长，同时公司积极调整产品结构，持续加强成本管控和承保管理，我们合理预计 2024E-2026E 意外险业务的首年业务增速为-11.0%/-3.0%/0%，续期业务增速为-25%/5%/5%。

表4：中国人寿保费收入预测（百万元）及增速假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
寿险业务	485,642	512,622	544,300	576,672	611,315
yoy		5.6%	6.2%	5.9%	6.0%
首年业务	105,291	130,839	120,521	131,704	144,099
yoy		24.3%	-7.9%	9.3%	9.4%
续期业务	380,351	381,783	423,779	444,968	467,216
yoy		0.4%	11.0%	5.0%	5.0%
健康险业务	115,329	114,023	119,791	127,045	134,996
yoy		-1.1%	5.1%	6.1%	6.3%
首年业务	65,777	65,655	71,181	78,193	85,899
yoy		-0.2%	8.4%	9.8%	9.9%
续期业务	49,552	48,368	48,610	48,853	49,097
yoy		-2.4%	0.5%	0.5%	0.5%
意外险业务	14,219	14,734	13,056	12,689	12,706
yoy		3.6%	-11.4%	-2.8%	0.1%
首年业务	13,699	14,318	12,744	12,362	12,362
yoy		4.5%	-11.0%	-3.0%	0.0%
续期业务	520	416	312	328	344
yoy		-20.0%	-25.0%	5.0%	5.0%

资料来源：iFinD，中国人寿公司公告，民生证券研究院预测

投资建议：个险代理人队伍业务率先企稳，深化推进现有队伍向专业化、职业化、综合化转型，着力实现队伍优增优育和产能提升，带动公司产品结构改善，NBVM 有望持续提升。短期内伴随宏观政策“组合拳”逐步发力落地的背景下，投资端的长端利率及权益市场表现或有望提振公司利润表现和提升估值弹性。我们预计公司 2024-2026 年营业总收入分别为 10211/10721/11388 亿元，EPS 分别为 3.93/3.98/4.11 元（以 2024 年 12 月 24 日收盘价计），首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：政策不及预期、资本市场波动加大、居民财富增长不及预期、长期利率下行超预期、险企改革不及预期

表5：中国人寿盈利预测与财务指标

重要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	837,859	1,021,057	1,072,143	1,138,819
增长率 YoY (%)	1.4%	21.9%	5.0%	6.2%
归属母公司净利润(百万元)	21,110	111,131	112,461	116,216
增长率 YoY (%)	-34.2%	426.4%	1.2%	3.3%
净资产收益率 ROE (%)	4.6%	21.2%	19.1%	19.0%
EPS(摊薄)(元)	0.75	3.93	3.98	4.11
市盈率 P/E(倍)	57	11	11	10

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 12 月 24 日收盘价）

7 风险提示

- 1) **政策不及预期。**宏观经济复苏放缓，影响居民可支配收入和消费预期，部分政策趋紧抑制行业创新，拖累险企负债端表现。
- 2) **资本市场波动加大：**拖累险企投资端表现，造成净利润大幅波动。
- 3) **居民财富增长不及预期：**购买力和需求下降拖累保险负债端表现。
- 4) **长期利率下行超预期：**险资资产负债匹配难度加大，拖累净投资收益率水平，潜在“利差损”风险上升。
- 5) **险企改革不及预期：**预定利率下调和“报行合一”在各个渠道持续推进的背景下，险企个险和银保渠道改革效果下降，渠道人力规模和高质量人力收到冲击，同时产品开发无法匹配客户需求，导致新业务价值表现承压。

表6：中国太保财务报表数据预测汇总

损益表 (亿元)					资产负债表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
保险服务收入	2,662	2,692	2,737	2,787	货币资金	315	318	325	335
投资收益	71	162	176	192	金融投资	20,093	21,647	23,471	25,543
其他业务收入	37	39	41	43	定期存款	1,655	1,688	1,727	1,770
营业总收入	3,239	3,975	4,128	4,299	长期股权投资	232	239	250	262
保险服务费用	-2,310	-2,315	-2,353	-2,397	其他资产	135	147	165	185
承保财务损失	-467	-1,023	-1,095	-1,115	总资产	23,440	25,158	27,179	29,481
业务及管理费	-74	-78	-84	-93	预收保费	170	187	208	231
税前利润总额	320	483	519	615	保险合同负债	18,726	20,224	21,640	23,155
所得税费用	-41	-56	-62	-77	其他负债	374	411	456	507
净利润	279	427	457	538	总负债	20,763	22,398	23,974	25,675
归母净利润	273	417	446	525	股本	96	96	96	96
					资本公积	800	800	800	800
					股东权益合计	2,677	2,760	3,205	3,806
					负债和股东权益合计	23,440	25,158	27,179	29,481
估值与盈利									
PE (倍)	12	8	7	6					
PB (倍)	1.2	1.2	1.0	0.9					
ROE (%)	10.92	15.41	14.76	13.99					
ROA (%)	1.16	1.66	1.64	1.78	增长与盈利(%)				
					2023A	2024E	2025E	2026E	
每股数据 (元)									
EPS (摊薄)	2.83	4.34	4.63	5.46	保险服务收入增长	6.58	1.15	1.64	1.83
DPS	1.02	-1.17	-1.27	-1.41	投资收益增长	-90.90	130.19	8.42	8.83
BVPS	25.94	28.14	31.41	39.01	归母净利润增长	-27.08	53.02	6.88	17.79
					总资产增长	13.16	7.33	8.03	8.47

资料来源：中国太保公司公告，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年12月24日收盘价)

表7：中国人寿财务报表数据预测汇总

损益表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
保险业务收入	6,414	6,771	7,164	7,590	货币资金	1,496	1,780	2,100	2,415
投资收益	1,906	1,309	1,400	1,495	金融资产	25,169	30,002	32,349	34,155
公允价值变动损益	42	2,094	2,113	2,243	定期存款	4,041	4,267	4,181	4,265
营业总收入	8,379	10,211	10,721	11,388	持有至到期投资	17,064	18,088	19,452	21,397
赔付支出	-1,748	-2,031	-2,149	-2,277	其他资产	139	206	216	270
手续费及佣金支出	-631	-745	-716	-759	总资产	58,885	65,760	70,228	74,885
税前利润总额	119	1,057	1,058	1,083	预收保费	498	498	527	558
所得税费用	108	119	133	147	寿险责任准备金	39,834	44,614	47,714	51,057
净利润	226	1,176	1,190	1,230	其他负债	1,168	1,311	1,472	1,652
归母净利润	211	1,111	1,125	1,162	总负债	54,184	60,424	64,245	68,674
					股本	283	283	283	283
					资本公积	539	537	538	538
					股东权益合计	4,700	5,336	5,983	6,210
					负债和股东权益合计	58,885	65,760	70,228	74,885
估值与盈利	2023A	2024E	2025E	2026E					
PE (倍)	57	11	11	10					
PB (倍)	2.6	2.3	2.0	2.0					
ROE (%)	4.59	21.20	19.10	19.01					
ROA (%)	0.36	1.69	1.60	1.55	增长与盈利 (%)	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据	2023A	2024E	2025E	2026E	保险业务收入增长	4.26	5.58	5.80	5.95
EPS (摊薄)	0.75	3.93	3.98	4.11	投资收益增长	-12.47	-31.34	6.92	6.85
DPS	0.95	0.22	0.25	0.27	归母净利润增长	-34.20	426.44	1.20	3.34
BVPS	16.28	18.54	20.83	21.63	总资产增长	12.12	11.68	6.80	6.63

资料来源：中国人寿公司公告，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年12月24日收盘价)

插图目录

图 1: 人身险预定利率历年变迁.....	4
图 2: 近年来普通寿险保费占比持续提升, 分红险占比有所回落.....	5
图 3: 2014 年以来保险行业指数与沪深 300 指数、十年期国债收益率表现.....	6
图 4: 保险板块 2017 年资产负债共振下的超额收益明显.....	7
图 5: 2017 年中国平安 NBVM 快速抬升.....	7
图 6: 2017 年上市险企 NBVM 快速抬升.....	7
图 7: 2017 年社融存量规模同比增速达到阶段性高点.....	8
图 8: 2017 年 10 年期国债收益率持续抬升.....	8
图 9: 2019 年保险板块从负债到投资的阶段性估值改善.....	9
图 10: 2019 年 1 月社融大幅回升.....	9
图 11: 2019 年 10 年期国债仍整体呈现下行趋势.....	9
图 12: 2022 年四季度地产支持政策驱动保险估值修复.....	10
图 13: 2022 年房地产“三支箭”政策提振市场对于地产的信心.....	11
图 14: 2022 年 4 季度以来消费者信心指数阶段性反弹.....	11
图 15: 0924 资本市场系列政策发布, 保险板块“β加强器”属性凸显.....	12
图 16: 非银金融板块表现与美元兑人民币汇率.....	13
图 17: 中美利差 2024 年以来中枢逐渐稳定 (%).....	13
图 18: 中国人寿新业务价值 (百万元) 及新业务价值率.....	13
图 19: 中国平安新业务价值 (百万元) 及新业务价值率.....	13
图 20: 中国太保新业务价值 (百万元) 及新业务价值率.....	13
图 21: 新华保险新业务价值 (百万元) 及新业务价值率.....	13
图 22: 各大险企 3Q24 归母净利润同比高增.....	14
图 23: 主要上市险企新业务价值率 NBVM.....	14
图 24: 上市险企 2024 年前三季度个险渠道新业务价值同比高增.....	14
图 25: 3Q24 各大险企保险服务收入 (百万元) 及同比.....	14
图 26: 中国人寿销售人力规模企稳回升.....	15
图 27: 中国平安销售人力规模企稳反弹.....	15
图 28: 新华保险个险营销员人力逐步企稳.....	16
图 29: 中国太保月均保险营销员规模逐步企稳.....	16
图 30: 主要上市险企 1H24 银保渠道规模保费增速.....	17
图 31: 太保寿险银保渠道 3Q24 新保及续期表现 (百万元).....	17
图 32: 新华保险银保渠道 3Q24 新保及续期表现 (百万元).....	17
图 33: 中国平安分险种保费收入结构.....	18
图 34: 中国太保分险种保费收入结构.....	19
图 35: 新华保险分险种保费收入结构.....	19
图 36: 中国人保分险种保费收入结构.....	20
图 37: 中国太平分险种保费收入结构.....	20
图 38: 个人卫生支出仍保持在 25% 以上.....	21
图 39: 居民和职工医保次均住院费用及住院率.....	21
图 40: 健康险原保费收入 (亿元) 及 yoy.....	22
图 41: 健康险赔付支出 (亿元) 及 yoy.....	22
图 42: 65 岁以上老龄人口占比持续提升, 已超 15%.....	22
图 43: 中国老年抚养比近年来持续抬升.....	22
图 44: 全国出生率、人口死亡及自然增长率.....	23
图 45: 中国人口金字塔 2023.....	23
图 46: 中国人口金字塔 2050.....	23
图 47: 全国企业职工基本养老保险基金当期结余预测.....	24
图 48: 全国企业职工基本养老保险基金累计结余预测.....	24
图 49: 3Q24 主要财产险企保费增速.....	26
图 50: 主要上市财险公司综合成本率.....	26
图 51: 3Q24 各大财险公司综合成本率 (COR) 表现.....	26
图 52: 3Q24 主要财产险企保险服务收入 (百万元) 及同比增长.....	26
图 53: 3Q24 太保财险车险与非车险原保费 (百万元) 及增长.....	27
图 54: 3Q24 平安财险车险与非车险原保费 (百万元) 及增长.....	27

图 55:	3Q24 人保财险车险与非车险原保费 (百万元) 及增长	27
图 56:	财险公司保费和机动车辆险保费同比增速	28
图 57:	新能源车销量当月同比和渗透率	28
图 58:	各大险企 3Q24 年化总投资收益率及同比	29
图 59:	各大险企 3Q24 净投资收益率及同比	29
图 60:	保险业年化财务/综合投资收益率	30
图 61:	人身险公司年化财务收益率	30
图 62:	人身险公司年化综合收益率	30
图 63:	3Q24 中证红利指数表现	31
图 64:	沪深 300 指数和上证综指涨幅表现	31
图 65:	十年期国债收益率持续走低 (%)	31
图 66:	1H24 主要上市险企债券投资占比	32
图 67:	1H24 主要上市险企股票投资占比	32
图 68:	中国平安不动产投资资产种类分布 (截至 3Q24)	32
图 69:	人身险公司年化财务收益率	33
图 70:	人身险公司年化综合收益率	33
图 71:	中国人寿 3Q24 金融投资资产分类	33
图 72:	中国平安 3Q24 金融投资资产分类	33
图 73:	中国太保 3Q24 金融投资资产分类	34
图 74:	新华保险 3Q24 金融投资资产分类	34
图 75:	人身险公司资金运用结构	34
图 76:	财产险公司资金运用结构	35
图 77:	保险行业 (人身险+财产险) 资金运用结构	35
图 78:	中国人寿 3Q24 净资产伴随投资回暖而反弹	38
图 79:	中国平安 3Q24 净资产规模整体保持稳健	38
图 80:	中国太保 3Q24 净资产规模保持高速增长	38
图 81:	新华保险 3Q24 净资产规模较年初有所下降	38
图 82:	日经 225 指数与日本 10 年期国债收益率表现	39
图 83:	中国平安寿险及健康险业务有效业务价值敏感性分析	40
图 84:	中国平安寿险及健康险业务新业务价值敏感性分析	40
图 85:	中国人寿寿险及健康险业务有效业务价值敏感性分析	40
图 86:	中国人寿寿险及健康险业务新业务价值敏感性分析	40
图 87:	中国太保寿险及健康险业务有效业务价值敏感性分析	40
图 88:	中国太保寿险及健康险业务新业务价值敏感性分析	40
图 89:	新华保险寿险及健康险业务有效业务价值敏感性分析	41
图 90:	新华保险寿险及健康险业务新业务价值敏感性分析	41
图 91:	中国人保寿险及健康险业务有效业务价值敏感性分析	41
图 92:	中国人保寿险及健康险业务新业务价值敏感性分析	41

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 2024 年保险公司举牌二级市场股票汇总	36
表 2: 中国太保保险服务收入预测 (百万元) 及增速假设	44
表 3: 中国太保盈利预测与财务指标	45
表 4: 中国人寿保费收入预测 (百万元) 及增速假设	47
表 5: 中国人寿盈利预测与财务指标	48
表 6: 中国太保财务报表数据预测汇总	50
表 7: 中国人寿财务报表数据预测汇总	51

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048