

保险 II 行业深度报告

保险行业 2024 年年报回顾与展望：资产负债共振驱动业绩高增，假设调整压实估值基础

增持（维持）

2025 年 04 月 01 日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 曹锴

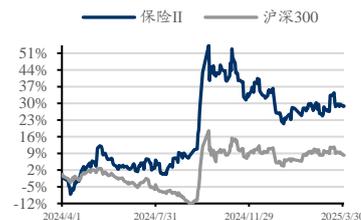
执业证书：S0600524120004

caok@dwzq.com.cn

投资要点

- **归母净利润大幅增长，分红回报稳中向好。**1) 受投资回暖带动，上市险企 2024 年归母净利润合计增长超 80%，其中新华、国寿分别增长 201%、132%，领先同业，主要是由于其股票投资规模/比例较高，且大部分划分为 FVTPL。2) 净利润增长和 FVOCI 债券浮盈增加带动上市险企归母净资产较年初增长 6%。3) 上市险企每股股息普遍提升，分红率虽有下降，主要因为险企利润波动大，股息增速需适当平滑。当前 AH 险企股息率处于高位。其中新华分红率同比持平，股息增长 198%，显著超出预期。
- **寿险：价值率提升驱动 NBV 高增长，精算假设调整压实 EV 结果。**1) **保费：**受银保渠道“报行合一”、2023 年高基数等因素影响，上市险企新单保费增速短期承压，新单期缴表现相对稳定，险种结构中传统险占比持续提升。2) **渠道：**① **个险队伍转型成果继续释放。**上市险企人力合计较年初 2.8%，较年中+0.6%，其中平安较年初增长 4.6%。人力规模企稳的同时，人均产能持续提升。② **银保渠道价值贡献持续提升。**受“报行合一”影响，银保趸交业务显著缩量，新单增速表现欠佳，但费用率下降、业务结构改善带来价值率显著提升。上市险企银保 NBV 占比平均为 30.3%，同比提升 10.1pct。3) **EV/NBV：可比口径下实现高增长。**① 2024 年上市险企投资回报假设由 4.5% 下调至 4%，风险贴现率同步下调，进一步压实评估结果。上市险企 EV 合计较年初增长 5.5%，其中国寿增速达 11.2%，处于领先水平。② NBV 在高基数基础上延续快速增长，可比口径下合计增速超过 40%，其中人保寿险（114%）、太平（94%）、阳光（88%）增速领先，平安、国寿增速落后，但也取得 20% 以上增长。③ NBV margin 显著提升是驱动 NBV 增长的主因，上市险企价值率可比口径下平均提升 8.4pct，我们认为主要受预定利率下调、银保渠道报行合一后费用率下降和业务结构优化等因素影响。4) 伴随各险企加强负债久期管理、优化负债成本，2024 年 NBV 对投资收益率敏感性明显降低。
- **财险：保费收入稳健增长，大灾影响综合成本率表现。**1) **保费：**整体保持稳健增长，非车险占比持续提升。人保、平安、太保保费分别同比 +4.3%、+6.5%、+6.8%，合计市占率下降 0.7pct。上市险企非车险保费占比平均提升 1.3pct，主要是意健险等业务增长较快。2) **综合成本率：**大灾推高综合成本率，但绝对水平依然良好。上市险企综合成本率平均值为 98.4%，全部实现承保盈利。综合成本率平均提升 0.3pct，主要受大灾等因素影响。平安保证保险业务大幅减亏，综合成本率下降 2.3pct。
- **投资：债券占比持续提升，总、综合投资收益率显著提高。**1) **投资资产规模高增长，A 股五家险企合计同比增长 21%。**2) **股市反弹带动投资收益率提升。**上市险企净投资收益率平均同比下降 0.2pct，主要是受利率下行影响，而总、综合投资收益率分别平均同比提升 2.3pct、3.4pct，主要是受股市反弹带动，其中综合投资收益率也受益于债券牛市。3) **继续增配债券投资，FVOCI 股票占比提升。**上市险企年末债券平均占比为 58.5%，较年初+5.2pct。整体上增配股票而减配基金，并且普遍增加股票 FVOCI 配置，占股票投资比重平均较年初+10.8pct 至 33.7%。
- **负债端、资产端均有改善机会，低估值+低持仓，攻守兼备。**1) 我们认为市场储蓄需求依然旺盛，同时在监管持续引导和险企主动性转型下，负债成本有望逐步下降，利差损压力将有所缓解。2) 近期十年期国债收益率回升至 1.81% 左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若继续修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3) 当前公募基金对保险股持仓仍处于低位，估值对负面因素反应较为充分。2025 年 3 月 31 日保险板块估值 0.52-0.77 倍 2025E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。
- **风险提示：**长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单增长不及预期。

行业走势



相关研究

《保险行业 1-2 月月报：寿险累计保费同比下滑，应更关注业务结构改善趋势》

2025-04-01

《他山之石可攻玉——低利率下保险业的困境与出路系列报告（二）》

2025-03-07

内容目录

1. 归母净利润大幅增长，分红回报稳中向好	5
1.1. 净利润：受投资改善带动，上市险企归母净利润同比增长超 80%	5
1.2. 营运利润：平安、太保归母营运利润可比口径分别+9.1%、+2.5%	6
1.3. 净资产：利润增长与 OCI 债券浮盈推动归母净资产较年初增长 6%	7
1.4. 分红：股息回报稳中有升，新华表现大超预期	8
2. 寿险：价值率提升驱动 NBV 高增长	9
2.1. 保费：投资改善带动上市险企归母净利润同比增长超 80%	9
2.1.1. 新单增速明显放缓，主要受高基数、报行合一等因素影响	9
2.1.2. 传统险占比持续提升，未来将向分红险转型	11
2.2. 渠道：个险队伍质态继续改善，银保业务贡献显著提升	12
2.2.1. 个险：人力规模企稳态势继续巩固，人均产能持续提升	12
2.2.2. 银保：报行合一提升业务质量，价值贡献持续提升	14
2.3. EV&NBV：精算假设再调整，可比口径下 NBV 普遍高增长	15
2.3.1. 精算假设再次调整，进一步压实评估结果可靠性	15
2.3.2. EV：投资偏差产生正面贡献，假设调整后 EV 仍稳健增长	17
2.3.3. NBV：高基数基础上延续快速增长，价值率提升是主因	18
2.3.4. 假设敏感性：NBV 对投资收益率敏感性有所下降	20
2.4. 合同服务边际：整体较年初略有下滑	21
3. 财险：保费收入稳健增长，大灾影响综合成本率表现	22
3.1. 保费：整体保持稳健增长，非车险占比持续提升	22
3.2. 综合成本率：大灾推高综合成本率，但绝对水平依然良好	25
4. 投资：债券占比持续提升，总、综合投资收益率显著提高	27
4.1. 投资资产规模普遍高增长	27
4.2. 净投资收益率同比下滑，股债双牛带动总、综合投资收益率提升	28
4.2.1. 市场环境：2024 年国内股市大幅反弹，利率快速下行	28
4.2.2. 收益表现：净投资收益率下降，而总、综合投资收益率显著提升	29
4.3. 继续增配债券投资，FVOCI 股票占比提升，非标及地产持续收缩	31
5. 投资建议：关注利率上行中的保险股投资机会	35
6. 风险提示	37

图表目录

图 1:	上市险企 2024 年 ROE 普遍提升.....	6
图 2:	中国平安归母营运利润形成及变动结构.....	7
图 3:	2024 年上市险企分股股息普遍提升 (元)	8
图 4:	上市险企 2024 年分红比例大多有所下调.....	9
图 5:	上市险企最新股息率情况 (以 3 月 28 日收盘价计算)	9
图 6:	2024 年上市险企新单保费增速情况.....	10
图 7:	2024 年新单保费增速由高点回落.....	10
图 8:	2024 年三季度是上市险企新单期交保费增速高峰.....	10
图 9:	上市险企总保费收入中传统险占比持续提升.....	11
图 10:	上市险企代理人规模已经逐步企稳 (万人)	12
图 11:	2024 年上市险企代理人规模同比小幅减少.....	12
图 12:	2024 年上市险企代理人队伍质效继续改善.....	13
图 13:	上市险企个险人均月均新单保费历史走势 (元)	14
图 14:	上市险企个险人均月均 NBV 历史走势 (元)	14
图 15:	上市险企 2024 年个险及银保新单保费增速.....	14
图 16:	上市险企 2024 年个险及银保新单期交保费增速.....	14
图 17:	2024 年上市险企银保渠道 NBV 占比进一步提升.....	15
图 18:	2024 年大部分险企 EV 较年初仍实现稳健增长.....	18
图 19:	2024 年上市险企 NBV 非可比口径下延续增长态势.....	19
图 20:	中国平安 2024 年分季度 NBV 增速.....	19
图 21:	中国太保 2024 年分季度 NBV 增速.....	19
图 22:	2024 年上市险企 NBV margin 同比提升.....	20
图 23:	上市险企 VIF 对投资收益率敏感性持续提升.....	20
图 24:	上市险企 NBV 对投资收益率敏感性普遍下降.....	20
图 25:	2024 年上市险企寿险合同服务边际余额规模及增速.....	21
图 26:	2024 年上市险企财险保费稳健增长.....	22
图 27:	2024 年“老三家”市场份额有所下降.....	22
图 28:	2024 年上市险企车险及非车险增速对比.....	23
图 29:	2024 年上市险企非车险保费占比继续提升.....	23
图 30:	2024 年上市险企财险综合成本率整体同比抬升.....	25
图 31:	上市险企财险综合赔付率走势.....	26
图 32:	上市险企财险综合费用率走势.....	26
图 33:	2024 年上市险企投资资产规模普遍高增长.....	28
图 34:	2024 年 Q3 末股市迎来大幅反弹.....	28
图 35:	2024 年十年期国债收益率持续下行 (%)	29
图 36:	2024 年上市险企净投资收益率同比下降.....	29
图 37:	2024 年上市险企财险总投资收益率显著提升.....	30
图 38:	2024 年上市险企总投资收益大幅增长.....	30
图 39:	2024 年上市险企公允价值变动损益贡献明显.....	30
图 40:	2024 年上市险企投资收益率指标情况.....	31
图 41:	2023-2024 年上市险企投资资产配置结构.....	32
图 42:	上市险企债券投资会计分类情况.....	32

图 43: 传统型保险预定利率与 5 年定期存款和 10 年期国债收益率走势对比.....	36
图 44: 2025 年以来长端利率企稳回升.....	36
表 1: 上市险企归母净利润普遍大幅增长.....	5
表 2: 大部分上市险企归母净资产较年初稳健增长.....	7
表 3: 2024 年上市险企保费收入前五大保险产品情况.....	11
表 4: 2024 年上市险企代理人队伍人均产能普遍提升.....	13
表 5: 中国平安分渠道 NBV 及 NBV margin 情况.....	15
表 6: 上市险企 EV 精算假设调整情况.....	16
表 7: 上市险企归母营运利润受假设调整影响情况.....	16
表 8: 上市险企 EV 受假设调整影响情况.....	16
表 9: 上市险企 NBV 受假设调整影响情况.....	17
表 10: 上市险企 NBV margin 受假设调整影响情况.....	17
表 11: 2024 年上市险企 EV 变动结构.....	18
表 12: 中国平安近三年合同服务边际变动结构.....	21
表 13: 人保财险主要险种保费增速及结构.....	23
表 14: 平安财险主要险种保费增速及结构.....	23
表 15: 太保财险主要险种保费增速及结构.....	24
表 16: 太平财险主要险种保费增速及结构.....	24
表 17: 阳光财险主要险种保费增速及结构.....	24
表 18: 众安在线主要业务生态保费增速及结构.....	25
表 19: 人保财险主要险种综合成本率情况.....	26
表 20: 平安财险主要险种综合成本率情况.....	26
表 21: 太保财险主要险种综合成本率情况.....	27
表 22: 阳光财险主要险种综合成本率情况.....	27
表 23: 众安在线主要业务生态综合成本率情况.....	27
表 24: 2024 年上市险企股票+基金投资规模与占比情况.....	33
表 25: 2024 年上市险企普遍增加 FVOCI 股票投资.....	33
表 26: 中国平安 2024 年非标投资行业及收益率分布.....	34
表 27: 中国太保 2024 年非标投资行业及收益率分布.....	35
表 28: 上市保险公司估值及盈利预测.....	37

1. 归母净利润大幅增长，分红回报稳中向好

1.1. 净利润：受投资改善带动，上市险企归母净利润同比增长超 80%

2024 年受投资收益提升带动，上市险企归母净利润普遍大幅提升，多家公司创历史新高。2024 年 AH 主要上市险企（不含友邦保险）合计归母净利润 3613 亿元，同比增长 80.5%。A 股五家合计 3476 亿元，同比增长 82.4%，Q4 单季净利润整体翻倍。其中，新华保险、中国人寿全年归母净利润同比增速分别为 201.1%和 131.6%，显著领先同业，我们认为主要是由于两家公司股票投资规模或比例较高，且大部分划分为 FVTPL（以公允价值计量且其变动记入当期损益的金融资产），股市反弹背景下股票投资浮盈对利润贡献更显著。从 Q4 单季看，绝大部分险企净利润明显提升，也与 2023 年同期基数不高有关，而中国人寿单季同比下滑，我们预计主要是由于利率下行导致部分 VFA 计量保单转亏损所致，因为不同公司采用的计量基础不同，所以对利率敏感性也存在差异。

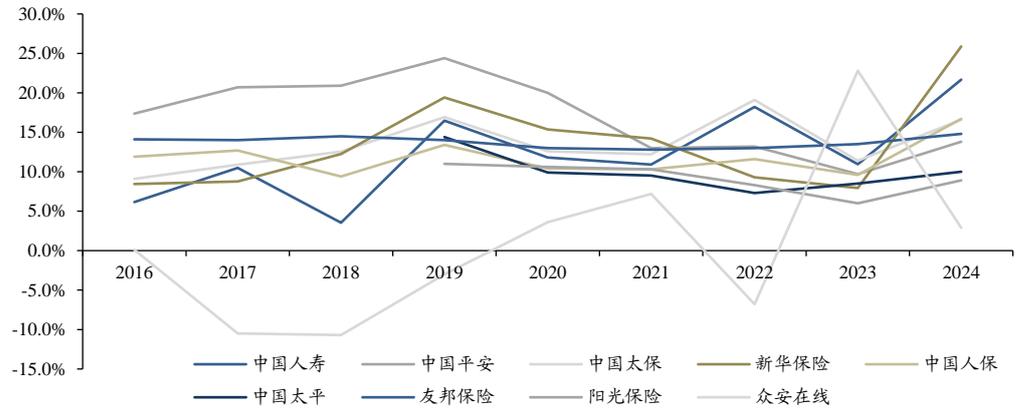
表1：上市险企归母净利润普遍大幅增长

单位：亿元	前三季度			全年			四季度单季		
	2023	2024	同比	2023	2024	同比	2023	2024	同比
中国人寿	355.4	1045.2	194.1%	461.8	1069.4	131.6%	106.4	24.1	-77.3%
中国平安	875.8	1191.8	36.1%	856.7	1266.1	47.8%	-19.1	74.3	扭亏为盈
中国太保	231.5	383.1	65.5%	272.6	449.6	64.9%	41.1	66.5	61.9%
新华保险	95.4	206.8	116.7%	87.1	262.3	201.1%	-8.3	55.5	扭亏为盈
中国人寿	205.0	363.3	77.2%	227.7	428.7	88.2%	22.7	65.4	188.0%
A 股合计	1763.1	3190.3	80.9%	1905.9	3476.0	82.4%	142.8	285.7	100.1%
	上半年			全年			下半年		
	2023	2024	同比	2023	2024	同比	2023	2024	同比
中国太平	46.3	54.7	18.3%	55.7	76.8	37.9%	9.5	22.1	133.4%
阳光保险	29.0	31.4	8.6%	37.4	54.5	45.8%	8.4	23.1	173.5%
友邦保险（美元）	22.5	33.1	47.3%	37.6	68.4	81.6%	15.1	35.2	132.6%
众安在线	2.2	0.6	-75.0%	2.9	6.0	105.4%	0.7	5.5	657.1%
总计（除友邦）	-	-	-	2001.9	3613.4	80.5%	-	-	-

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1）中国人寿 2023 年数据为可比口径（追溯 I9），②众安在线 2023 年归母净利润采用调整后口径（剔除众安国际由子公司转为联营企业对报表的一次性影响 37.84 亿元）。

图1: 上市险企 2024 年 ROE 普遍提升



数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 1) 众安在线 2023 年 ROE 为未调整口径, 2) 友邦保险采用股东分配权益营运回报率

1.2. 营运利润: 平安、太保归母营运利润可比口径分别+9.1%、+2.5%

相比于净利润, 营运利润剔除了短期投资波动和管理层认为不属于日常营运收支的一次性重大项目及其他, 可以更好地评估寿险公司经营业绩表现, 其稳定性也更强。目前中国平安和中国太保披露了营运利润指标。

2024 年上市险企营运利润也受到长期投资回报精算假设由 4.5% 下调至 4% 的影响, 导致营运利润评估结果下降。中国平安、中国太保 2024 年归母营运利润分别为 1219 亿元、344 亿元, 可比口径下分别同比+9.1%、+2.5%, 寿险业务营运利润分别同比-1.9%、+6.1%。

保险公司税前营运利润=合同服务边际摊销+非金融风险调整变动+营运偏差及其他+投资服务业绩, 其中合同服务边际摊销是保险公司利润的重要来源。以中国平安为例, 2024 年平安寿险及健康险业务合同服务边际摊销 711 亿元, 同比-4.9%, 摊销比例为 8.9%, 我们预计主要是受保单脱退差异、非经济假设调整和利率下行等因素影响, 合同服务边际摊销基础减少所致。

图2：中国平安归母营运利润形成及变动结构



数据来源：中国平安业绩材料，东吴证券研究所

1.3. 净资产：利润增长与 OCI 债券浮盈推动归母净资产较年初增长 6%

受净利润显著增长以及利率下行 OCI 债券浮盈增加推动，大部分上市险企归母净资产较年初稳健增长。2024 年 AH 主要上市险企（不含中国太平、友邦保险）合计归母净资产 21777 亿元，较年初增长 6.0%。A 股五家合计 20947 亿元，较年初增长 6.2%，较 Q3 末下滑 0.6%。其中，新华保险归母净资产较年初下滑 8.4%，主要是由于资产负债会计政策匹配未能有效对冲利率下行的影响，但是通过积极调整较 Q3 末已经恢复正增长；中国人寿 Q4 归母净资产出现下滑，预计主要利率下行准备金多提的影响，与上文提及的模型计量差异有关。

表2：大部分上市险企归母净资产较年初稳健增长

单位：亿元	2023	2024Q3	较年初	2024	较年初	较 Q3 末
中国人寿	4771	5667	18.8%	5097	6.8%	-10.1%
中国平安	8990	9079	1.0%	9286	3.3%	2.3%
中国太保	2496	2733	9.5%	2914	16.8%	6.6%
新华保险	1051	910	-13.4%	962	-8.4%	5.7%
中国人保	2424	2677	10.4%	2687	10.9%	0.4%
A 股合计	19731	21067	6.8%	20947	6.2%	-0.6%
	2023	2024H1	较年初	2024	较年初	较年中
中国太平（港元）	790	787	-0.4%	711	-10.0%	-9.6%
阳光保险	604	602	-0.4%	621	2.7%	3.1%
友邦保险（美元）	411	394	-4.2%	405	-1.5%	2.9%
众安在线	201	202	0.8%	209	4.2%	3.4%
总计（除太平、友邦）	20536	-	-	21777	6.0%	-

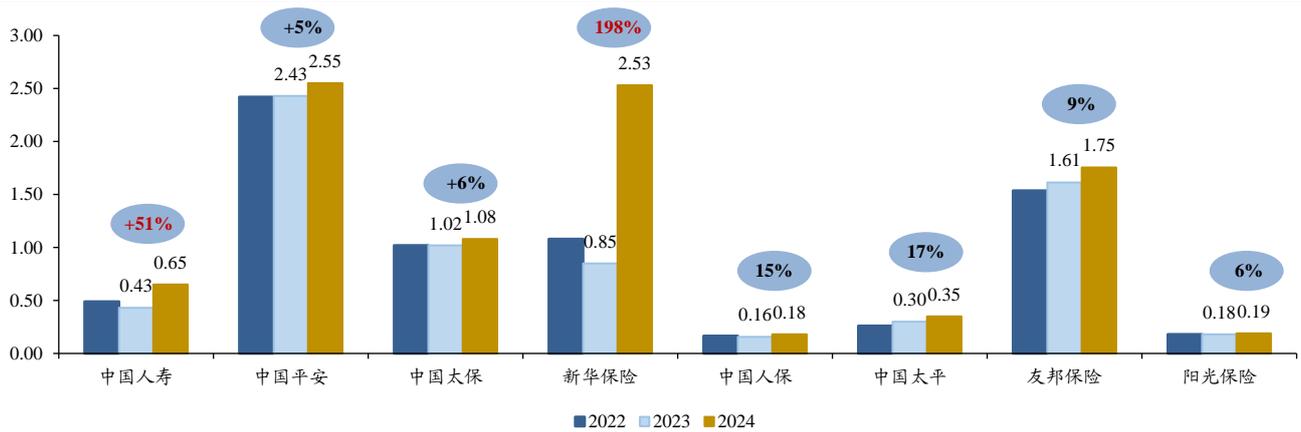
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：中国人寿 2023 年数据为可比口径（追溯 I9）

1.4. 分红：股息回报稳中有升，新华表现大超预期

由于净利润增长，上市险企每股股息普遍提升，其中新华增幅显著超预期。2024 年上市险企分红回报普遍增长，中国平安、中国太保、阳光保险和友邦保险每股股息增幅集中于 5%-10% 区间，中国人保和中国太平增幅超过 15%，中国人寿同比增长 51%，而新华保险则同比提升 198%，显著超出预期。

图3：2024 年上市险企分股股息普遍提升（元）

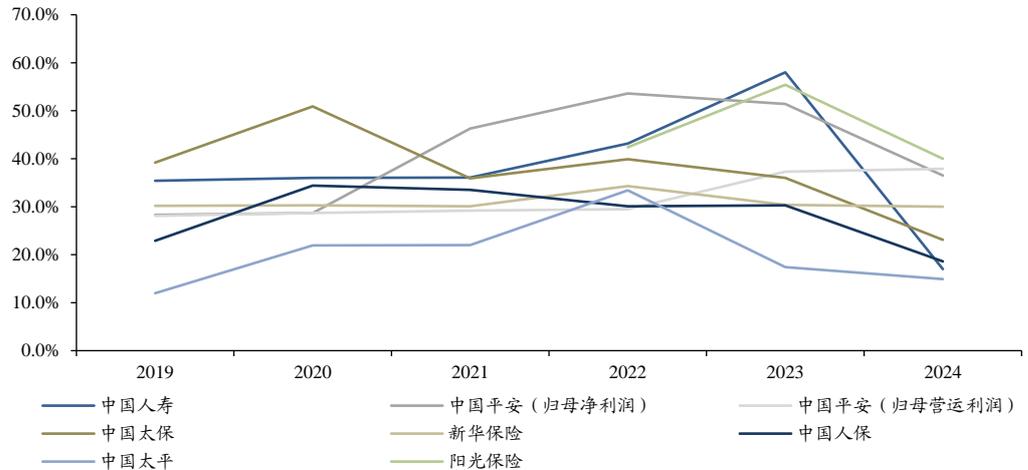


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：中国太平与友邦保险为港元，其他公司均为人民币

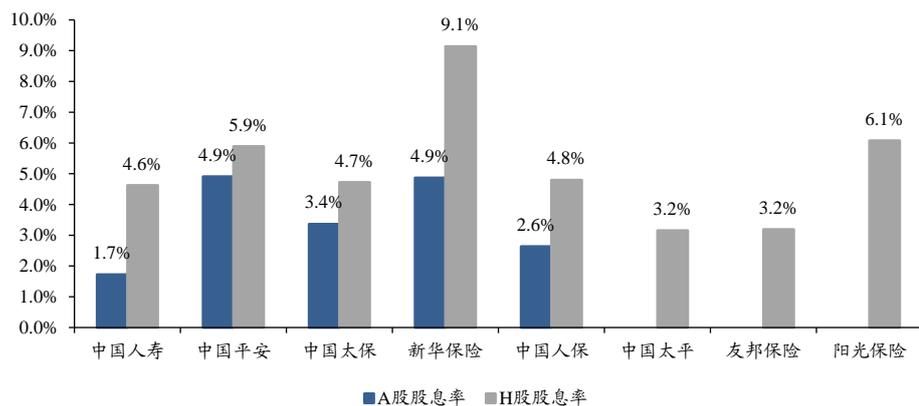
2024 年上市险企分红率略有调整，主要着眼寿险长期经营。2024 年上市险企以归母净利润计算的分红率平均为 25.7%，同比下降 14.1pct，各公司均有所下调。我们认为，上市险企调整分红率主要是由于：1) 2023 年在净利润大幅下滑背景下，各公司为保持稳定的股息回报已经提升分红比例至较高水平，因此 2024 年略下调后仍为历史合理区间。2) 寿险公司在新会计准则下短期利润波动较大，分红比例要考虑长期经营，而不能与短期利润增幅保持完全一致。较为特别的是，①中国平安分红以归母营运利润为基础，以此计算的 2024 年分红比例为 37.9%，在高基数基础上同比再次提升 0.6pct，继续高于之前平均水平（30%上下）。②新华保险分红比例 30%，在净利润超高增长的前提下维持分红率基本持平，是股息增速超预期的主因，反映出公司对股东回报的重视，最新股息率已经突破 9%。

图4：上市险企 2024 年分红比例大多有所下调



数据来源：上市公司财报，东吴证券研究所

图5：上市险企最新股息率情况（以 3 月 28 日收盘价计算）



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：以港币：人民币中间价 0.9227：1 进行折算

2. 寿险：价值率提升驱动 NBV 高增长

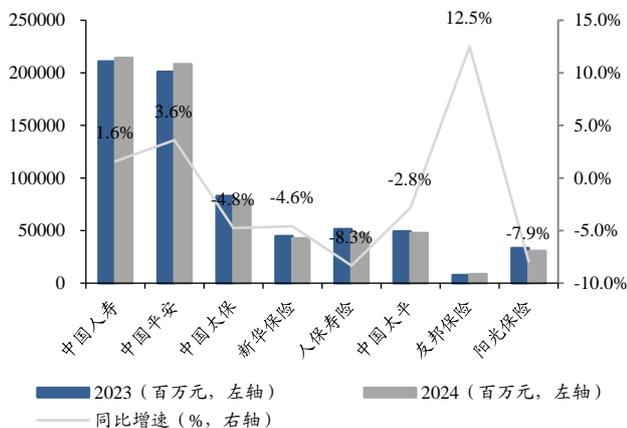
2.1. 保费：投资改善带动上市险企归母净利润同比增长超 80%

2.1.1. 新单增速明显放缓，主要受高基数、报行合一等因素影响

2024 年上市险企新单保费增速整体承压，预计主要受到高基数和报行合一等因素影响。1) 上市险企中大部分公司 2024 年新单保费处于下滑趋势，其中友邦保险(+12.5%)、中国平安(+3.6%)和中国人寿(+1.6%)实现正增长，而人保寿险(-8.3%)降幅最大。我们认为，2024 年新单增速承压，一方面是由于 2023 年经历了预定利率下调“炒停”

的销售高峰，基数压力较大，另一方面是因为银保渠道“报行合一”实施导致的趸交业务短期下滑。2) 新单期交保费增速表现明显好于新单整体，除中国太平 (-2.9%) 外均取得正增长，其中新华保险 (+15.6%)、阳光保险 (+12.6%) 和中国太保 (+12.5%) 增速较快，中国人寿和中国平安也实现稳健增长。

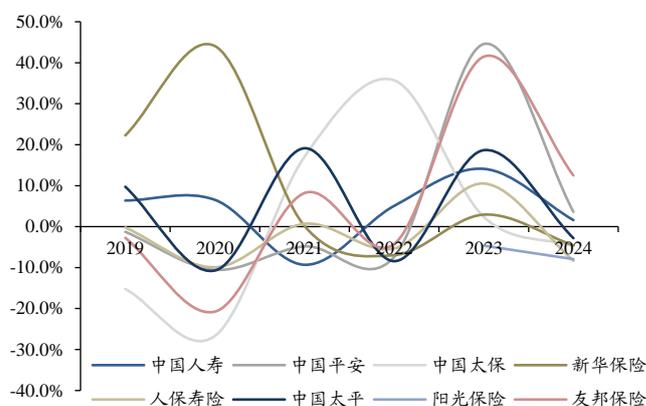
图6: 2024 年上市险企新单保费增速情况



数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

注: 1) 中国平安、中国太保为规模保费口径; 2) 中国太平币种为港币; 3) 友邦保险为年化新保费口径, 币种为美元。

图7: 2024 年新单保费增速由高点回落

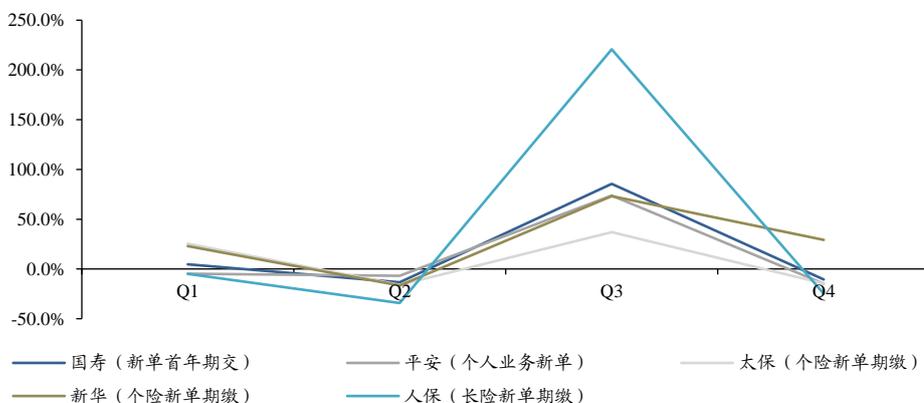


数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

注: 1) 中国平安、中国太保为规模保费口径; 2) 中国太平币种为港币; 3) 友邦保险为年化新保费口径, 币种为美元。

分季度来看，Q3 是上市险企新单期缴保费增速的全年高峰。 1) 由于开门红预收暂停、银保“报行合一”下趸交业务缩量等因素影响，2024Q1 上市险企新单与新单期交保费增速表现欠佳。2) 进入 Q2，面临 2023 年同期高基数压力，各公司普遍出现新单期交保费下滑情况。3) 而随着 8-9 月预定利率再次下调前的销售高峰，以及 2023 年同期产品停售后的真空期低基数，上市险企新单期交保费增速迎来全年高峰。4) 10 月起保险产品预定利率全线下调，叠加各公司筹备开门红、加大力度转型分红险，保费增速明显回落。

图8: 2024 年三季度是上市险企新单期交保费增速高峰

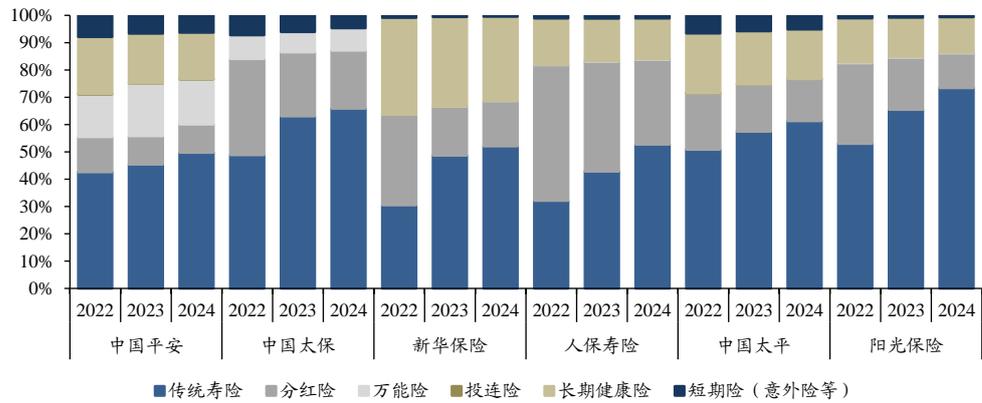


数据来源: 上市险企财报及保费收入公告, 东吴证券研究所

2.1.2. 传统险占比继续提升，未来将向分红险转型

从产品结构上看，2024年上市险企总保费中传统险占比继续提升。2023年以来，以增额终身寿为代表的传统型储蓄险始终是寿险市场主力产品，2024年上市险企总保费中传统险占比已经达到59.2%（部分险企将健康险等统计入传统险，可能会导致比例高于实际），同比提升5.4pct，较2022年提前16.2pct。从上市险企保费收入前五大产品形态可以看出，传统型增额终身寿险占据多席，但是该产品负债成本刚性、负债久期长，在利率下行环境下对险企可能造成利差损压力，未来产品导向将转向以分红险为代表的浮动收益型产品。

图9：上市险企总保费收入中传统险占比持续提升



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1) 不同公司险种分类存在一定差异，如中国太保对健康险和意外险不单独披露等。
2) 中国平安与中国太保为规模保费，其他公司为原保费口径。

表3：2024年上市险企保费收入前五大保险产品情况

排序	中国人寿				中国平安				中国太保			
	险种	类型	主渠道	占比	险种	类型	主渠道	占比	险种	类型	主渠道	占比
第一	两全险	传统	个险	5.6%	终身寿	传统	个险	5.7%	终身寿	传统	个险	6.8%
第二	两全险	传统	个险	5.5%	终身寿	传统	个险	4.5%	终身寿	传统	个险	5.5%
第三	两全险	传统	个险	5.1%	终身寿	传统	个险	3.2%	终身寿	分红	个险	4.7%
第四	年金险	传统	个险	5.0%	年金	传统	个险	2.7%	终身寿	传统	个险	3.7%
第五	大病团体医疗	传统	其他	4.6%	年金	传统	个险/银保	2.6%	终身寿	传统	银保	3.1%
合计	-	-	-	25.8%	-	-	-	18.7%	-	-	-	23.8%
排序	新华保险				人保寿险				阳光保险			
	险种	类型	主渠道	占比	险种	类型	主渠道	占比	险种	类型	主渠道	占比
第一	终身寿	传统	银保	6.2%	两全险	分红	个险/银保	11.1%	终身寿	传统	银保	32.1%
第二	终身寿	传统	银保	5.0%	两全险	分红	银保	10.8%	终身寿	传统	银保	10.0%
第三	终身寿	传统	个险	4.3%	终身寿	传统	个险/银保	10.5%	终身寿	传统	个险	5.9%
第四	终身寿	传统	个险	4.2%	终身寿	传统	个险/	9.2%	终身寿	传统	个险	3.9%

							银保					
第五	终身寿	传统	银保	3.5%	养老金	分红	个险	4.6%	终身寿	传统	银保	3.8%
合计	-	-	-	23.3%	-	-	-	46.1%	-	-	-	55.7%

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

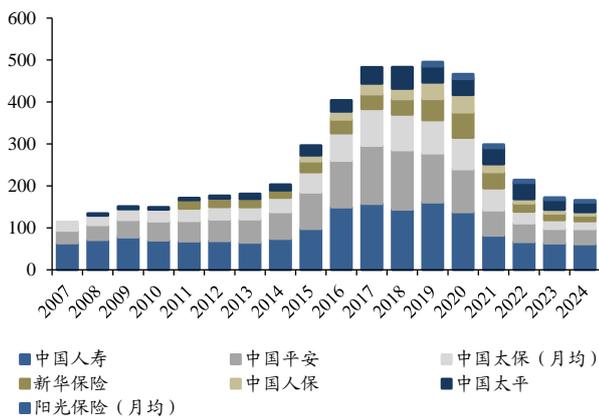
注：中国太保数据为规模保费口径，其他公司均为原保费口径

2.2. 渠道：个险队伍质态继续改善，银保业务贡献显著提升

2.2.1. 个险：人力规模企稳态势继续巩固，人均产能持续提升

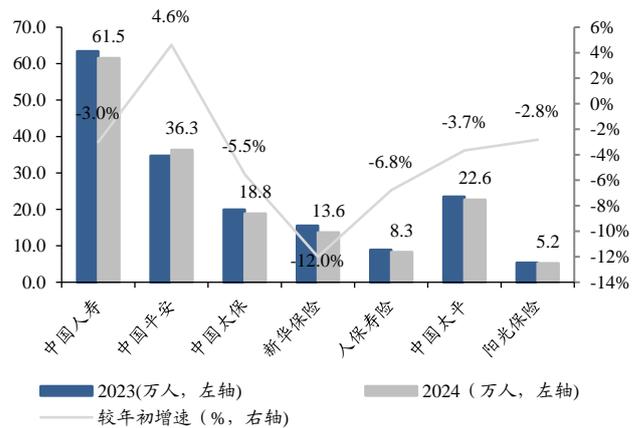
2024 年上市险企人力规模同比小幅下滑，企稳态势进一步稳固。2023 年上市险企人力合计约 166 万人，较年初减少 2.8%，但较年中增长 0.6%。1) 从期末人力数据看，中国平安较年初增长 4.6%，是上市险企中唯一实现正增长的，而新华保险则较年初下滑 12.0%，降幅最大。但各公司人力已逐步企稳，中国平安、中国太保、人保寿险均实现较年中正增长，其他公司降幅也已经明显收窄。2) 从月均人力看，中国太保、阳光保险全年分别同比减少 12.4%、2.8%，较上半年分别+0.5%和-0.8%，整体上也呈现出企稳态势。

图10：上市险企代理人规模已经逐步企稳（万人）



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图11：2024 年上市险企代理人规模同比小幅减少



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：阳光保险数据为月均人力，其他公司为期末人力

代理人渠道转型效果继续释放，队伍结构与质态持续改善。

1) 中国人寿：个险“6+1”关键举措全面推进，新型营销模式布局“种子计划”已在 24 个城市启动试点。①人力队伍结构优化，优增新人数量同比增长 29.4%，绩优人力规模和占比逐步提升。②人均产能稳步提高，月人均首年期交保费同比增长 15%。

2) 中国平安：①围绕代理人“做优-晋优-增优-留优”发展周期，提升优质新人留存，新增人力中大专及以上学历占比提升 0.5pct。②通过构建客户服务场景、拓宽“产品+服务”权益等举措，驱动队伍产能增长，人均月收入同比+5.9%，可比口径下人均 NBV 同比+43.3%。

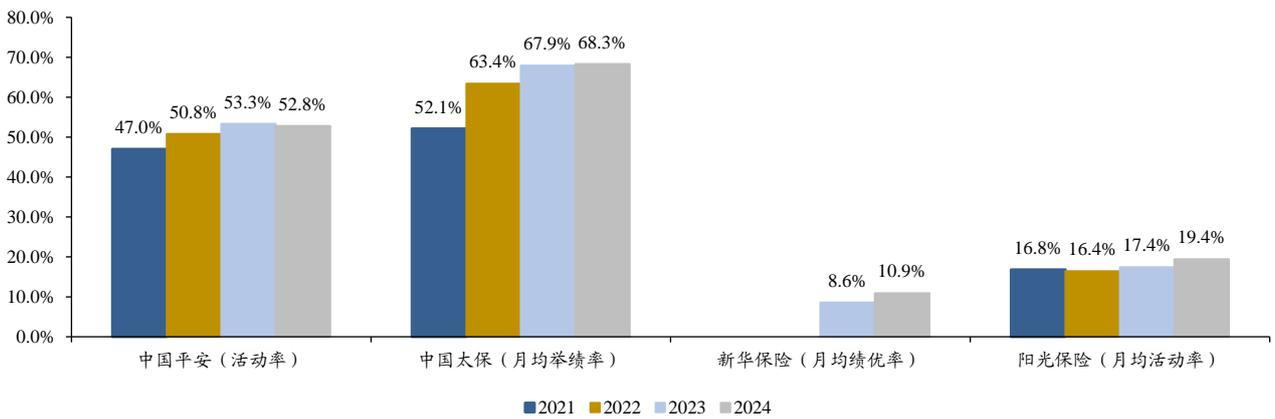
3) 中国太保: 推升绩优梯队建设和绩优组织发展, 加强高质量代理人招募和培育, 实现核心队伍质态提升。月均核心人力 5.3 万人, 按可比口径同比增长 10.4%。核心人力月人均首年规模保费同比增长 17.9%至 5.4 万元, 人均首年佣金收入同比增长 7.1%。

4) 新华保险: 依托“XIN 一代”计划落地实施, 推出“全生命周期规划师(WLP)”培训体系, 加快高质量营销队伍转型。①月均绩优人力同比增长 4%至 1.55 万人, 月均绩优率提升 2.3pct 至 10.9%。②月均万 C 人力同比增长 28%至 0.35 万人, 占比提升 0.9pct 至 2.5%。③月人均综合产能同比增长 41%至 0.81 万元。

5) 人保寿险: 月均有效人力同比增长 9.2%至 2.2 万人, 月人均新单期交保费同比增长 13.1%至 9921 元。**6) 中国太平:** 月人均期缴原保费同比增长 15.4%至 1.7 万元。

7) 阳光保险: 传统队伍活动人力同比增长 8.3%, 活动人均产能 2.5 万元, 同比+21.9%。精英队伍人力 2551 人, 同比增长 19%, 活动人均产能 6.4 万元, 同比+29.8%, 是整体个险队伍的 2.5 倍。

图12: 2024 年上市险企代理人队伍质效继续改善



数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

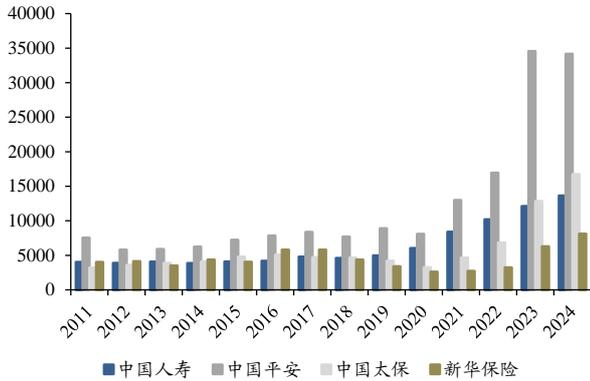
表4: 2024 年上市险企代理人队伍人均产能普遍提升

	主要指标	2020	2021	2022	2023	2024	2024 同比
中国平安	代理人人均 NBV (元/人均每年)	40688	39031	47639	70689	101271	43.3%
	代理人收入 (元/人均每月)	5793	5758	7051	9813	10395	5.9%
	代理人寿险收入 (元/人均每月)	4629	4651	5390	7402	8227	11.1%
中国太保	核心人力月人均首年规模保费 (元)	-	-	34376	46094	54330	17.9%
	核心人力月人均首年佣金收入 (元)	-	-	4136	6413	6868	7.1%
新华保险	月均人均综合产能 (元)	2617	2725	3237	6294	8100	41.0%
人保寿险	月人均新单期交保费 (元)	2198	2994	3995	8771	9921	13.1%
中国太平	月人均期缴原保费 (元)	12570	13040	13685	14410	16628	15.4%
阳光人寿	人均产值 (元)	10479	12235	14299	20653	25183	21.9%

数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

注: 中国平安 2023-2024 年代理人人均 NBV 均采用 2023 年末假设计算

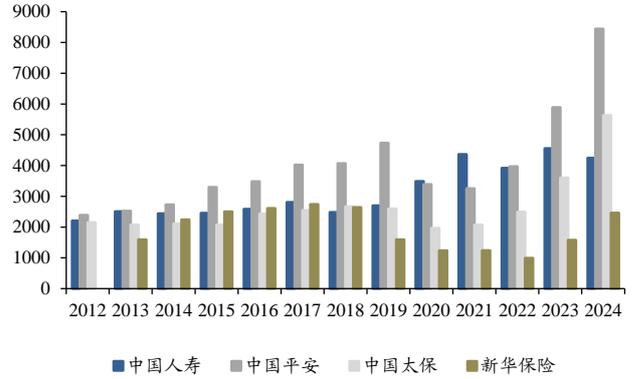
图13: 上市险企个险人均月均新单保费历史走势(元)



数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

注: 各公司口径不完全一致, 仅供参考

图14: 上市险企个险人均月均NBV历史走势(元)



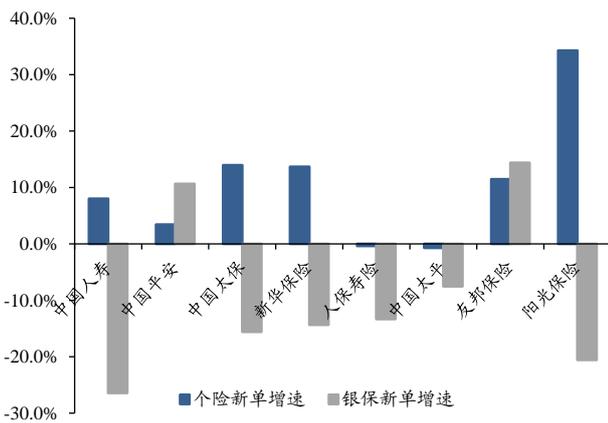
数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

注: 各公司口径不完全一致, 仅供参考

2.2.2. 银保: 报行合一提升业务质量, 价值贡献持续提升

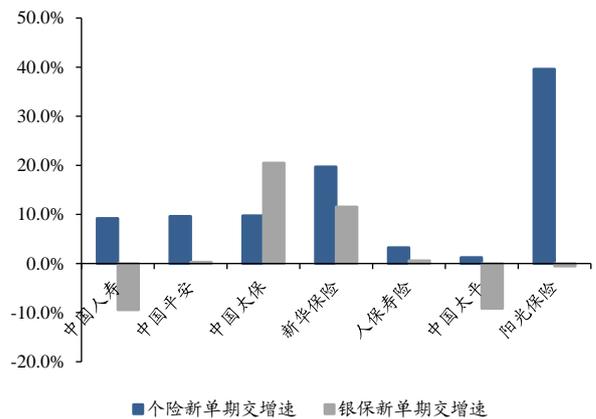
2024年上市险企银保新单业务增长短期承压。由于2023年起银保渠道开始落实报行合一要求, 银保趸交业务显著缩量, 导致2024年银保新单保费增速普遍出现下滑, 上市险企个险、银保新单保费增速平均值分别为10.8%和-6.6%。银保期交保费增速虽然好于新单增速, 但整体仍弱于个险渠道, 其中中国太保、新华保险银保期交分别同比增长20.5%、11.5%领先同业, 而中国人寿、中国太平则分别下滑9.4%和9.1%。

图15: 上市险企2024年个险及银保新单保费增速



数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

图16: 上市险企2024年个险及银保新单期交保费增速



数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

“报行合一”提升银保业务质量, 价值率提升推动加大价值贡献。由于“报行合一”严格约束渠道费用管理, 据金监总局数据, 新规执行后银保渠道佣金率平均下降30%左右, 带动银保业务价值率显著提升。2024年中国平安、中国太保、中国太平银保NBV margin可比口径下分别提升8.2pct、9.9pct、26.7pct, 中国人寿非可比口径下提升13.1pct。因此, 虽然银保渠道在新单贡献上有所减弱, 但是价值贡献持续提升。1) 从增速看, 可

比口径下中国平安和中国太保银保 NBV 分别同比增长 63%和 135%，非可比口径下新华保险、中国太平和人保寿险分别同比增长 516%、219%和 134%。2) 从占比看，2024 年上市险企 NBV 中银保渠道占比平均为 30.3%，同比提升 10.1pct，其中阳光保险占比最高为 55.7%，新华保险和人保寿险占比也超过 40%。新华保险银保 NBV 占比提升最快，同比提高 26.7pct。

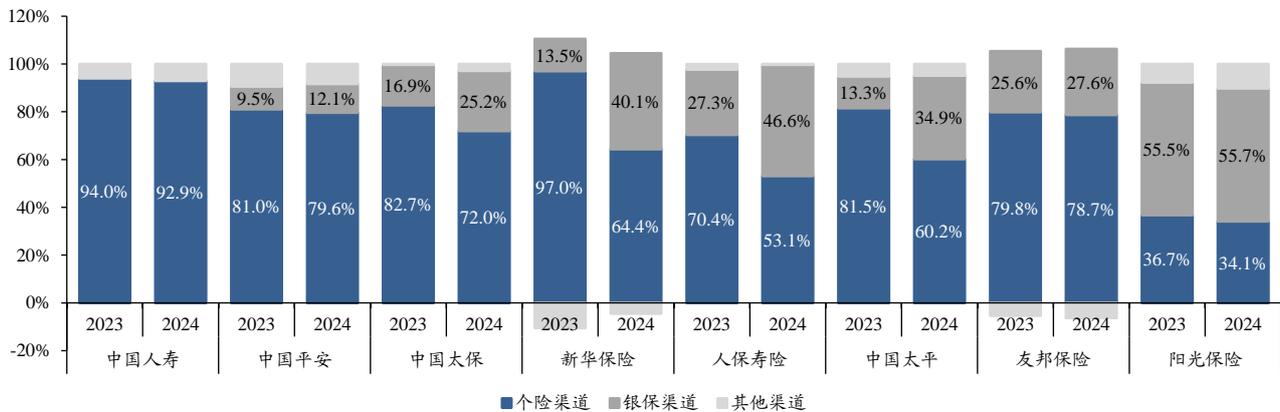
表5: 中国平安分渠道 NBV 及 NBV margin 情况

单位: 百万元	新业务价值			新业务价值率 (按首年保费)		
	2023	2024	同比增速	2023	2024	同比变动 (pct)
个人业务	30644	39781	29.8%	22.9%	31.8%	8.9
代理人渠道	25187	31870	26.5%	25.1%	36.0%	10.9
银保渠道	2965	4825	62.7%	16.4%	24.6%	8.2
社区金融服务、电销及其他渠道	2492	3086	23.8%	16.6%	18.2%	1.6
团体业务	436	243	-44.3%	1.4%	0.8%	-0.6
合计	31080	40024	28.8%	18.7%	26.0%	7.3

数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

注: 以上 2023 和 2024 年数据均为 2023 年末旧假设口径

图 17: 2024 年上市险企银保渠道 NBV 占比进一步提升



数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

2.3. EV&NBV: 精算假设再调整, 可比口径下 NBV 普遍高增长

2.3.1. 精算假设再次调整, 进一步压实评估结果可靠性

2024 年上市险企再次调整精算假设。继 2023 年调整精算假设后, 2024 年上市险企再次下调了长期投资回报假设和风险贴现率, 仍是出于对未来长期利率中枢下行预期的考虑。1) 各公司长期投资回报假设均由 4.5% 下调至 4%, 降幅与 2023 年一致。2) 风险贴现率大多下调 50bps, 降幅小于 2023 年。其中, 中国人寿与中国平安针对不同险种设置了不同风险贴现率, 中国人寿传统险维持不变、分红/万能险下调 80bps, 中国平安传

统险下调 100bps、分红/万能险下调 200bps。

表6: 上市险企 EV 精算假设调整情况

公司	长期投资回报假设			风险贴现率		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
中国人寿	5.0%	4.5%	4.0%	10.0%	8.0%	传统险 8%，分红/万能 7.2%
中国平安				11.0%	9.5%	传统险 8.5%，分红/万能 7.5%
中国太保				11.0%	9.0%	8.5%
新华保险				11.0%	9.0%	8.5%
中国人保				10.0%	9.0%	8.5%
中国太平				11.0%	9.0%	8.5%
阳光保险				11.0%	9.5%	8.5%

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

假设调整全面影响营运利润、EV 和 NBV 指标。与 2023 年调整影响类似，2024 年假设调整导致险企营运利润、EV 和 NBV 出现不同程度下降。1) 营运利润方面，假设调整导致中国平安和中国太保 2023 年归母净利润分别下滑 5.3%和 5.5%，整体影响相对有限。2) EV 方面，假设调整对平安寿险、人保寿险和太平寿险 EV 分别为-13%、-20%和-26%，集团 EV 降幅小于寿险 EV，而人保健康 EV 受影响较小主要是由于业务结构中有较多短期险及保障型业务。3) NBV 方面，假设调整对上市险企（不含新华）整体影响为-27%，其中除人保健康外，中国太保下滑-23%受影响较小，人保寿险和中国太平降幅均约 36%受影响较大。而 NBV margin 受假设调整影响的降幅均在 5pct 以上，其中中国太保下降 5.1pct 降幅较小，中国太平下降 11.8pct 降幅最大。3) 我们认为，在利率下行环境下市场对保险公司长期投资收益假设的可靠性抱有怀疑，也是导致上市公司 PEV 估值水平下降的重要因素，而经过持续下调相关假设，EV/NBV 等指标的可靠性将进一步提升。

表7: 上市险企归母营运利润受假设调整影响情况

单位: 百万元	2023 旧假设	2023 新假设	假设变动影响	2024 新假设	可比口径增速
中国平安	117989	111728	-5.3%	121862	9.1%
中国太保	35518	33572	-5.5%	34425	2.5%

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

表8: 上市险企 EV 受假设调整影响情况

单位: 百万元	2023 旧假设	2024 旧假设	假设变动影响	2024 新假设	同比增速
中国人寿	1260567	-	-	1401146	11.2%
平安寿险	830974	960,608	-13.1%	835093	0.5%
平安集团	1390126	1548117	-8.1%	1422602	2.3%
太保寿险	402027	-	-	421837	4.9%
太保集团	529493	-	-	562066	6.2%
新华保险	250510	-	-	258448	3.2%

人保寿险	101470	149872	-20.1%	119731	18.0%
人保健康	22495	32019	-5.9%	30117	33.9%
太平寿险	222364	258867	-26.0%	191460	-13.9%
太平集团	246604	284308	-23.7%	216901	-12.0%
阳光寿险	78656	-	-	93319	18.6%
阳光集团	104060	-	-	115758	11.2%

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

表9：上市险企 NBV 受假设调整影响情况

单位：百万元	2023 旧假设	2024 旧假设	可比口径增速	2024 新假设	假设变动影响	非可比口径增速
中国人寿	36860	45805	24.3%	33709	-26.4%	-8.5%
中国平安	31080	40024	28.8%	28534	-28.7%	-8.2%
中国太保	10962	17282	57.7%	13258	-23.3%	20.9%
新华保险	3024	-	-	6253	-	106.8%
人保寿险	3664	7849	114.2%	5024	-36.0%	37.1%
人保健康	2826	6883	143.6%	6513	-5.4%	130.5%
中国太平	6807	13216	94.2%	8430	-36.2%	23.8%
阳光保险	3596	6761	88.0%	5153	-23.8%	43.3%
合计（不含新华）	95795	137820	43.9%	100621	-27.0%	5.0%

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

表10：上市险企 NBV margin 受假设调整影响情况

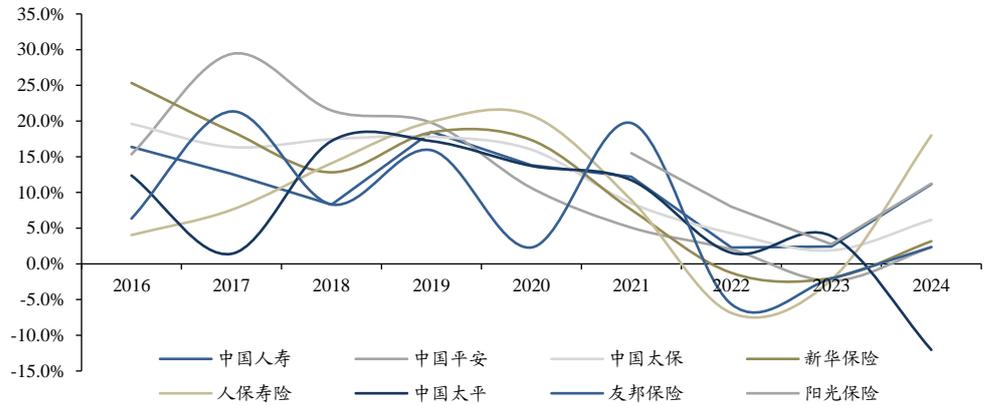
	2023 旧假设	2024 旧假设	可比口径变动	2024 新假设	假设影响
中国人寿（个险）	29.9%	33.7%	3.8 pct	25.7%	-8.0 pct
中国平安	18.7%	26.0%	7.3 pct	18.5%	-7.5 pct
中国太保	13.3%	21.9%	8.6 pct	16.8%	-5.1 pct
新华保险	6.7%	-	-	14.6%	-
中国太平	15.9%	32.5%	16.6 pct	20.7%	-11.8 pct

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

2.3.2. EV：投资偏差产生正面贡献，假设调整后 EV 仍稳健增长

精算假设调整后，上市险企 EV 仍实现稳健增长。2024 年末，上市险企（不含友邦保险、人保健康）EV 合计 4.1 万亿元，较年初增长 5.5%。其中：1）人保寿险较年初增长 18.0%，增速最高。2）中国太平人民币口径下集团 EV、寿险 EV 分别较年初下滑 12.0%、13.9%，是唯一下滑的险企。3）中国人寿 1.40 万亿元，仅次于中国平安集团 1.42 万亿元，但较年初实现 11.2% 的快速增长。4）阳光保险的集团 EV 和寿险 EV 分别较年初增长 11.2% 和 18.6%，均处于同业领先。

图18: 2024 年大部分险企 EV 较年初仍实现稳健增长



数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

注: 各年度数据为当年假设, 因此增速为不可比口径下数据

估计变更对 EV 变动产生明显负面影响, 投资偏差产生积极贡献。从各公司 EV 变动结构来看, 假设和估计变更是显著的负面影响, 对大部分公司 EV 增长产生了两位数负贡献 (与前文假设调整影响部分的计算方法不同)。而投资偏差在当年普遍存在正面贡献, 部分公司占比甚至在 18% 以上, 扭转了过去三年普遍负贡献的局面。

表11: 2024 年上市险企 EV 变动结构

	中国人寿	平安集团	平安寿险	太保集团	太保寿险	新华保险	人保寿险	太平集团	太平寿险	友邦保险	阳光集团	阳光寿险
预期回报/期初 EV	7.9%	4.1%	6.9%	5.4%	7.2%	6.6%	6.3%	5.4%	6.0%	8.3%	5.2%	6.8%
NBV/期初 EV	2.7%	2.3%	2.6%	2.5%	3.3%	2.5%	5.3%	5.2%	5.8%	7.0%	5.0%	6.6%
投资偏差/期初 EV	5.1%	1.6%	2.6%	5.0%	6.6%	8.1%	18.3%	1.0%	1.1%	-0.2%	18.6%	24.6%
估计变更/期初 EV	-11.6%	-7.0%	-11.7%	-12.1%	-16.0%	-15.0%	-26.2%	-25.8%	-29.0%	0.1%	-18.7%	-24.8%
其他/期初 EV	7.1%	1.3%	0.1%	5.3%	3.8%	1.0%	14.3%	0.2%	0.4%	-12.9%	1.2%	5.4%
合计	11.2%	2.3%	0.5%	6.2%	4.9%	3.2%	18.0%	-13.9%	-15.7%	2.4%	11.2%	18.6%

数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

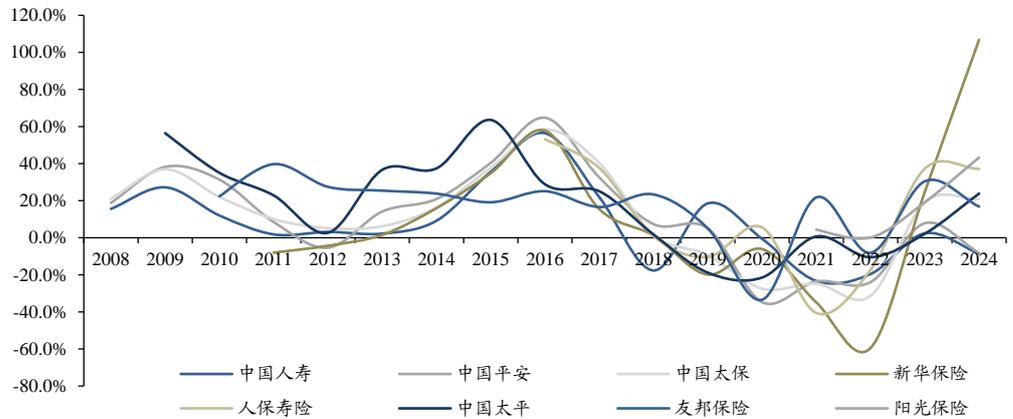
注: 上表中太平集团与太平寿险 EV 均为港币口径。

2.3.3. NBV: 高基数基础上延续快速增长, 价值率提升是主因

上市险企 NBV 延续向好趋势。2024 年上市险企 (不含友邦保险、人保健康) 新业务价值合计 1003.6 亿元, 在非可比口径下同比增长 4.6%, 其中除中国人寿和中国平安之外均实现同比正增长。1) 新华保险增速最快, 高达 106.8%。2) 阳光保险 (43.3%)、人保寿险 (37.1%)、中国太平 (23.8%)、中国太保 (20.9%) 和友邦保险 (16.8%) 均实现两位数增长。3) 中国人寿和中国平安则分别同比下滑 8.5% 和 8.2%。4) 我们认为, 在 2023 年高基数基础和精算假设调整双重影响下, 上市险企 NBV 仍实现延续增长趋势, 显示出负债端业务增长的强劲韧性, 也主要受到新业务价值率提升的带动。

若在可比口径下，上市险企 NBV 增速则更为强劲：人保寿险（114%）> 中国太平（94%）> 阳光保险（88%）> 中国太保（58%）> 中国平安（29%）> 中国人寿（24%）。友邦保险不涉及假设调整问题，固定汇率口径下同比+18%。

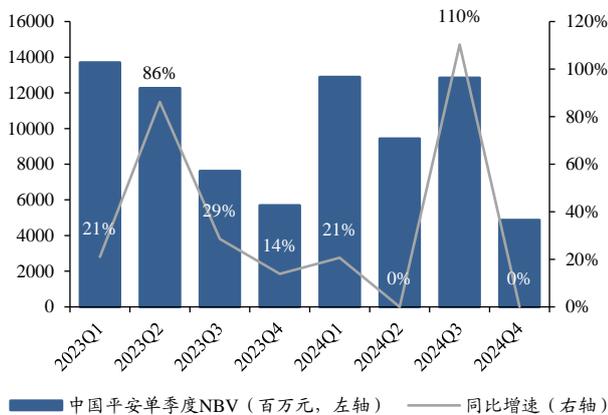
图19：2024 年上市险企 NBV 非可比口径下延续增长态势



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：各年度数据为当年假设，因此增速为不可比口径下数据

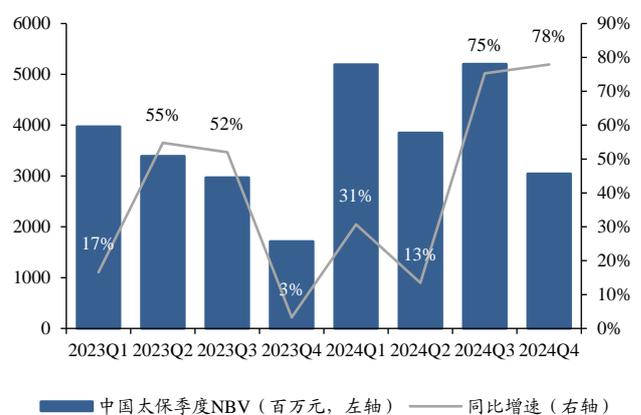
图20：中国平安 2024 年分季度 NBV 增速



数据来源：中国平安财报，东吴证券研究所

注：以上增速均为可比口径

图21：中国太保 2024 年分季度 NBV 增速

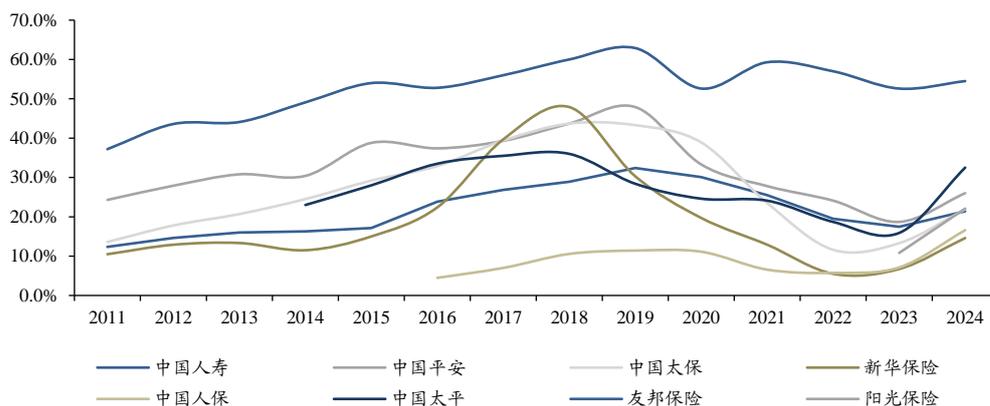


数据来源：中国太保财报，东吴证券研究所

注：以上增速均为可比口径

NBV margin 显著提升，是 NBV 快速增长的主要驱动力。可比口径下，上市险企（不含新华保险）NBV margin 平均为 27.9%，同比提升 8.4pct。其中，中国太平提升幅度最大（16.6pct），友邦保险提升幅度最小（1.9pct），但绝对水平最高（54.5%）。新华保险非可比口径下 NBV margin 提升 7.9pct 至 14.6%。我们认为，上市险企 NBV margin 同比回升，主要受预定利率下调、银保渠道报行合一后费用率下降，以及业务期限结构显著优化等因素影响。

图22: 2024年上市险企NBV margin同比提升



数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所
注: 2024年为旧假设下数据

2.3.4. 假设敏感性: NBV对投资收益率敏感性有所下降

2024年上市险企VIF和NBV对投资收益率的敏感性趋势分化。1) 在投资回报率下降50bps情景下, 上市险企VIF平均降幅为38.0%, 较2023年扩大8.8pct; NBV平均降幅为39.4%, 较2023年收窄11.4pct。其中变化较大的是, ①人保寿险VIF降幅扩大41.7pct至91.4%, ②新华保险NBV降幅收窄36.9pct至49.1%, ③中国平安是唯一出现NBV降幅扩大的险企, 扩大7.5pct至31.6%。2) 我们认为, 保险公司NBV对投资收益率敏感性下降, 主要是各险企加强负债久期管理、优化负债成本的效果。而VIF敏感性进一步提升, 则可能与存量高成本业务准备金规模积累有关。

图23: 上市险企VIF对投资收益率敏感性继续提升

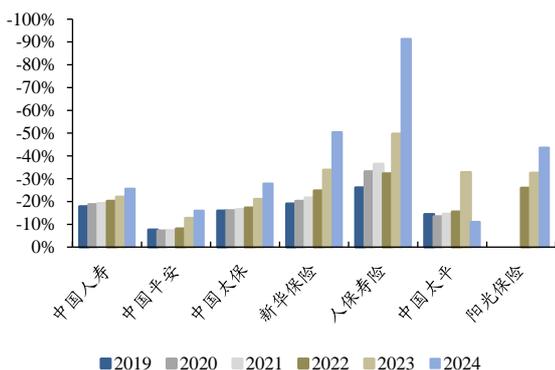
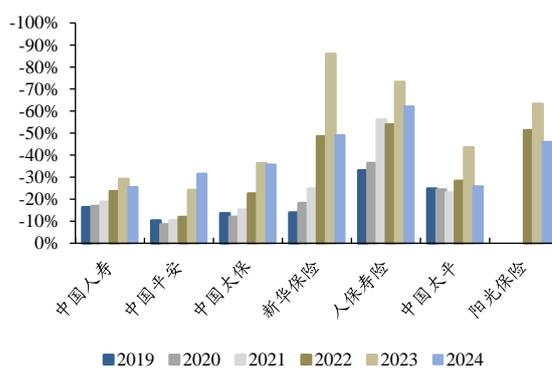


图24: 上市险企NBV对投资收益率敏感性普遍下降



数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所
注: 1) 中国平安2019-2022年为投资收益率和风险贴现率同时-50bps; 中国人寿2023-2024年为投资收益率-10% (估算分别为-45bps、-40bps); 中国太平2020-2023年为投资收益率和风险贴现率同时-50bps, 2024年投资回报率和贴现率-10%; 其他公司及年份均为投资

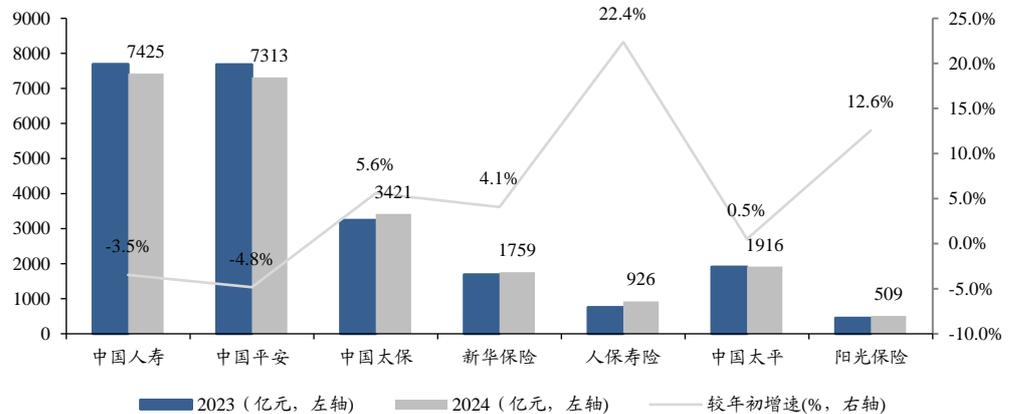
数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所
1) 中国平安2019-2022年为投资收益率和风险贴现率同时-50bps; 中国人寿2023-2024年为投资收益率-10% (估算分别为-45bps、-40bps); 中国太平2020-2023年为投资收益率和风险贴现率同时-50bps, 2024年投资回报率和贴现率-10%; 其他公司及年份均为投资收益率-50bps; 其他公司及年份均为投资收益率-50bps。

资收益率-50bps。2) 中国平安为寿险内含价值，其他公司为有效业务价值

2.4. 合同服务边际：整体较年初略有下滑

2024 年上市险企合同服务边际余额整体较年初略下滑。2024 年末上市险企寿险合同服务边际余额合计达 2.33 万亿元，较年初减少 0.6%。其中，中国平安和中国人寿分别较年初下滑 4.8%和 3.5%，较 2023 年降幅扩大 1.6pct、收窄 1.3pct。其余险企均较年初正增长，特别是人保寿险较年初增长 22.4%，明显领先同业。我们认为，合同服务边际的逐步摊销是形成保险公司利润的稳定来源，近年来利率下行对合同服务边际产生一定负面影响，但是随着新业务贡献持续增长，合同服务边际余额也将逐步改善，为长期稳定释放盈利压实基础。

图25：2024 年上市险企寿险合同服务边际余额规模及增速



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

表12：中国平安近三年合同服务边际变动结构

单位：百万元	2022	2023	2024	2024 年变动说明
期初合同服务边际	877135	818683	768440	
新业务贡献	53122	38951	35405	
新业务保费现值	315274	384254	395481	
新业务利润率 (%)	11.1	10.1	9.0	主要受业务结构变化及市场利率下行影响
预期利息增长	27106	25332	24051	
调整合同服务边际的估计变更	-42160	-46374	-20640	主要因保单脱退改善及非经济假设调整差异
适用浮动收费法业务的保险合同金融风险变动	2069	6635	-4804	主要受资本市场波动及利率下行影响
合同服务边际摊销基础	899273	843227	802452	
合同服务边际摊销	-80590	-74787	-71140	
期末合同服务边际	818683	768440	731312	

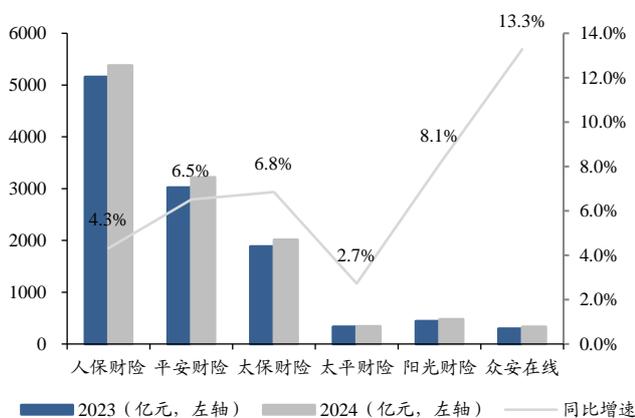
数据来源：中国平安财报，东吴证券研究所

3. 财险：保费收入稳健增长，大灾影响综合成本率表现

3.1. 保费：整体保持稳健增长，非车险占比继续提升

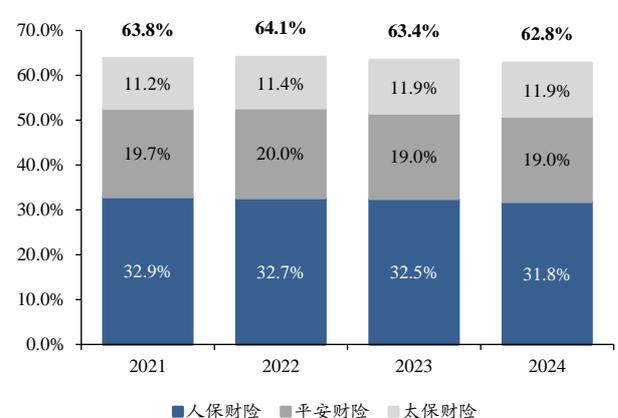
2024 年上市险企财险保费整体保持稳健增长态势。1) “老三家”人保、平安和太保财险保费合计 10611 亿元，同比增长 5.4%，其中太保 (6.8%) > 平安 (6.5%) > 人保 (4.3%)。太平财险保费同比增长 2.7%，相对较低，而众安在线增速达 13.3%，为上市险企中最高。2) 从市场份额看，2024 年末“老三家”市占率合计为 62.8%，同比下降 0.7pct，主要是由于人保财险份额的下降，平安和太保财险市占率基本持平。我们认为，“老三家”财险龙头仍保持显著的规模优势，在品牌服务、成本管控等方面能力更强。

图26：2024 年上市险企财险保费稳健增长



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

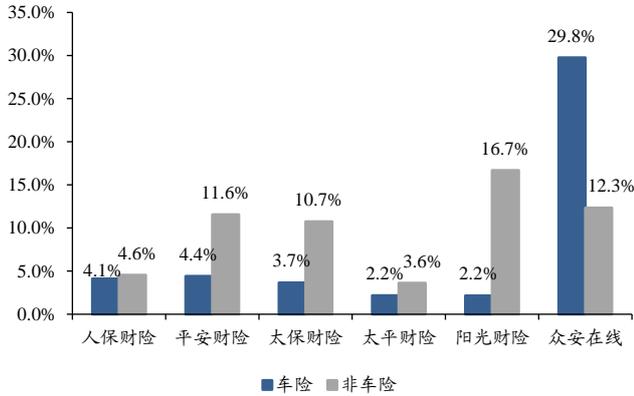
图27：2024 年“老三家”市场份额有所下降



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

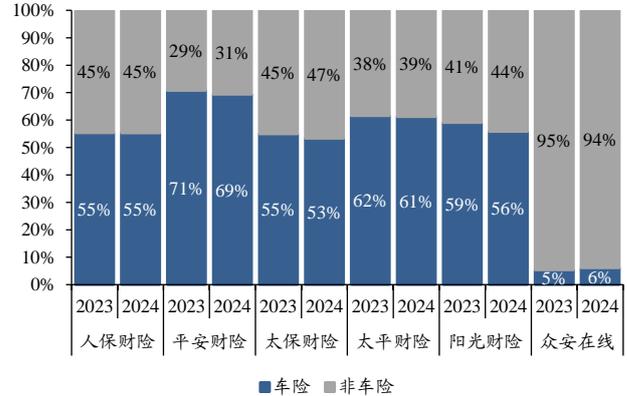
2024 年上市险企财险业务中非车险占比继续提升。除众安在线非车险保费占比下降 0.8pct 外，其他险企均有所提升，平均提升 1.3pct。1) 阳光财险非车险占比增幅最大 (3.2pct)，主要由于意健险 (+28.5%) 和责任险 (+19.8%) 的快速增长。2) 人保财险非车险占比增幅最小 (0.1pct)，主要是受到农险保费下滑 5.7% 的影响。3) 平安财险保证保险业务规模显著收缩，风险管控取得成效。4) 众安在线业务中车险生态占比不高，2024 年实现快速增长，主要是受益于新能源车险贡献，布局交强险业务也将开启新增长点。

图28: 2024年上市险企车险及非车险增速对比



数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

图29: 2024年上市险企非车险保费占比继续提升



数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

表13: 人保财险主要险种保费增速及结构

险种	保费 (百万元)			占比		
	2023	2024	同比增速	2023	2024	同比变动 (pct)
机动车辆险	285626	297394	4.1%	55.4%	55.3%	-0.1
意健险	92228	101160	9.7%	17.9%	18.8%	0.9
农险	58229	54919	-5.7%	11.3%	10.2%	-1.1
责任险	34208	37583	9.9%	6.6%	7.0%	0.4
企业财产险	16585	16909	2.0%	3.2%	3.1%	-0.1
其他险种	28931	30090	4.0%	5.6%	5.6%	-
整体	515807	538055	4.3%	100.0%	100.0%	-

数据来源: 中国人保 2023-2024 年报, 东吴证券研究所

表14: 平安财险主要险种保费增速及结构

险种	保费 (百万元)			占比		
	2023	2024	同比增速	2023	2024	同比变动 (pct)
车险	213851	223301	4.4%	70.8%	69.4%	-1.4
责任保险	23221	24232	4.4%	7.7%	7.5%	-0.2
健康保险	13250	18328	38.3%	4.4%	5.7%	1.3
意外伤害保险	10160	12214	20.2%	3.4%	3.8%	0.4
农业保险	8098	10720	32.4%	2.7%	3.3%	0.7
保证保险	665	-2353	-	0.2%	-0.7%	-1.0
其他险种	32915	35379	7.5%	10.8%	11.0%	0.2
整体	302160	321821	6.5%	100.0%	100.0%	-

数据来源: 中国平安 2023-2024 年报, 东吴证券研究所

表15: 太保财险主要险种保费增速及结构

险种	保费 (百万元)			占比		
	2023	2024	同比增速	2023	2024	同比变动 (pct)
机动车辆险	103514	107302	3.7%	55.0%	53.3%	-1.6
健康险	17361	20288	16.9%	9.2%	10.1%	0.9
农业险	17721	19278	8.8%	9.4%	9.6%	0.2
责任险	19657	22209	13.0%	10.4%	11.0%	0.6
企财险	6813	7836	15.0%	3.6%	3.9%	0.3
其他	23276	24330	4.5%	12.4%	12.1%	-0.3
整体	188342	201243	6.8%	100.0%	100.0%	-

数据来源: 中国太保 2023-2024 年报, 东吴证券研究所

表16: 太平财险主要险种保费增速及结构

险种	保费 (百万港元)			占比		
	2023	2024	同比增速	2023	2024	同比变动 (pct)
车险	20560	21006	2.2%	61.6%	61.2%	-0.3
水险	717	802	11.9%	2.1%	2.3%	0.2
非水险	12110	12489	3.1%	36.3%	36.4%	0.1
整体	33387	34297	2.7%	100.0%	100.0%	-

数据来源: 中国太平 2023-2024 年报, 东吴证券研究所

表17: 阳光财险主要险种保费增速及结构

险种	保费 (百万元)			占比		
	2023	2024	同比增速	2023	2024	同比变动 (pct)
机动车辆险	26143	26707	2.2%	59.1%	55.8%	-3.2
意健险	5581	7170	28.5%	12.6%	15.0%	2.4
责任险	3232	3873	19.8%	7.3%	8.1%	0.8
保证险	4316	4019	-6.9%	9.8%	8.4%	-1.4
货运险	2352	2476	5.3%	5.3%	5.2%	-0.1
其他	2614	3576	36.8%	5.9%	7.5%	1.6
整体	44238	47821	8.1%	100.0%	100.0%	-

数据来源: 阳光保险 2023-2024 年报, 东吴证券研究所

表18: 众安在线主要业务生态保费增速及结构

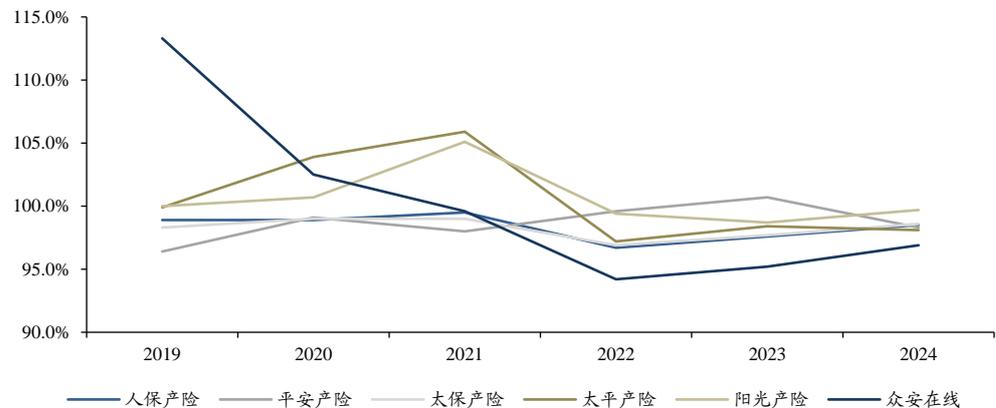
险种	保费 (百万元)			占比		
	2023	2024	同比增速	2023	2024	同比变动 (pct)
健康生态	9806	10338	5.4%	33.2%	30.9%	-2.3
数字生活生态	12563	16197	28.9%	42.6%	48.5%	5.9
消费金融生态	5551	4832	-12.9%	18.8%	14.5%	-4.4
汽车生态	1580	2051	29.8%	5.4%	6.1%	0.8
整体	29501	33417	13.3%	100.0%	100.0%	-

数据来源: 众安在线 2023-2024 年报, 东吴证券研究所

3.2. 综合成本率: 大灾推高综合成本率, 但绝对水平依然良好

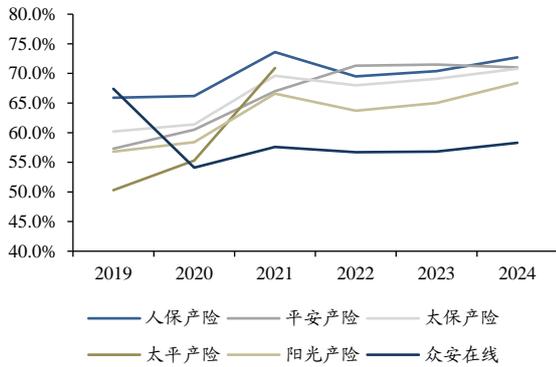
2024 年上市险企财险综合成本率有所抬升, 但是绝对水平依然良好。1) 从绝对水平看, 上市险企 2024 年全部实现承保盈利, 综合成本率平均值为 98.4%。阳光财险(99.7%)最高, 众安在线(96.5%)最低, 其他公司均在 98-99%之间。2) 从变动情况看, 2024 年上市险企财险业务综合成本率平均提升 0.3pct, 赔付率平均提升 1.7pct, 主要是由于大灾因素影响, 而费用率平均下降 1.3pct。其中: ①平安财险和太平财险实现同比改善, 综合成本率分别下降 2.3pct 和 0.3pct。平安财险主要是由于保证保险大幅减亏, 承保亏损由 68.3 亿元降至 2.5 亿元。②人保财险、太保财险和阳光财险综合成本率提升幅度都在 0.9-1.0pct 上下, 主要受到大灾等因素导致赔付上升影响。根据人保财险数据, 2024 年大灾净损失超过过去 5 年平均水平 51%, 为近年最高。③众安在线综合成本率提升 1.7pct, 主要是健康生态业务结构变动导致的, 消费金融生态综合成本率已经显著改善。3) 分险种来看, 车险业务普遍较为稳定, 非车险的综合成本率提升压力更为明显。

图30: 2024 年上市险企财险综合成本率整体同比抬升



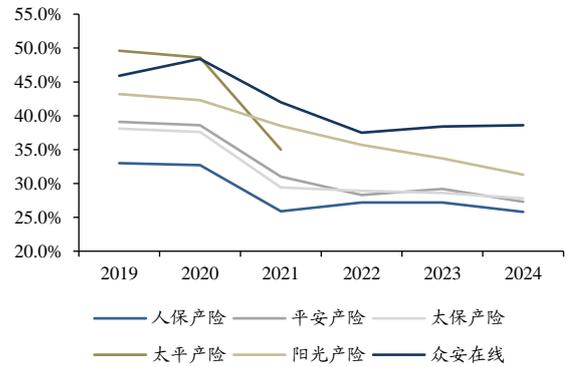
数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

图31: 上市险企财险综合赔付率走势



数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

图32: 上市险企财险综合费用率走势



数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

表19: 人保财险主要险种综合成本率情况

险种	综合成本率			承保利润 (百万元)		
	2023	2024	同比变动 (pct)	2023	2024	同比增速
机动车辆险	96.9%	96.8%	-0.1	8623	9285	7.7%
农险	94.0%	97.3%	3.3	3146	1524	-51.6%
意健险	97.7%	99.5%	1.8	1007	242	-76.0%
责任险	107.0%	105.2%	-1.8	-2300	-1912	亏幅收窄
企业财产险	103.8%	113.4%	9.6	-661	-2420	亏幅扩大
其他险种	95.6%	98.8%	3.2	1258	366	-70.9%
整体	97.6%	98.5%	0.9	11073	7085	-36.0%

数据来源: 中国人保 2023-2024 年报, 东吴证券研究所

表20: 平安财险主要险种综合成本率情况

险种	综合成本率			承保利润 (百万元)		
	2023	2024	同比变动 (pct)	2023	2024	同比增速
车险	97.7%	98.1%	0.3	4732	4201	-11.2%
责任保险	106.3%	102.7%	-3.6	-1373	-644	亏幅收窄
健康保险	95.2%	93.4%	-1.8	511	987	93.2%
意外伤害保险	106.0%	99.0%	-7.0	-672	111	扭亏为盈
农业保险	-	99.8%	-	-	20	-
保证保险	131.1%	102.2%	-28.9	-6834	-248	亏幅收窄
整体	100.7%	98.3%	-2.3	-2083	5463	扭亏为盈

数据来源: 中国平安 2023-2024 年报, 东吴证券研究所

表21: 太保财险主要险种综合成本率情况

险种	综合成本率			承保利润 (百万元)		
	2023	2024	同比变动 (pct)	2023	2024	同比增速
机动车辆险	97.6%	98.2%	0.6	2410	1868	-22.5%
健康险	99.2%	104.3%	5.1	72	-429	由盈转亏
农业险	98.8%	98.7%	-0.1	194	243	25.3%
责任险	100.6%	103.7%	3.1	-109	-811	亏幅扩大
企财险	97.2%	103.8%	6.6	206	-310	由盈转亏
整体	97.7%	98.6%	0.9	4140	2672	-35.5%

数据来源: 中国太保 2023-2024 年报, 东吴证券研究所

表22: 阳光财险主要险种综合成本率情况

险种	综合成本率			承保利润 (百万元)		
	2023	2024	同比变动 (pct)	2023	2024	同比增速
机动车辆险	98.9%	99.1%	0.2	286	224	-21.7%
意健险	92.3%	93.9%	1.6	420	405	-3.6%
责任险	102.1%	105.3%	3.2	-62	-193	211.3%
保证险	98.8%	99.0%	0.2	81	53	-34.6%
货运险	103.6%	105.9%	2.3	-84	-147	75.0%
其他	102.7%	107.2%	4.5	-69	-239	246.4%
整体	98.7%	99.7%	1.0	572	123	-78.5%

数据来源: 阳光保险 2023-2024 年报, 东吴证券研究所

表23: 众安在线主要业务生态综合成本率情况

险种	综合成本率			承保利润 (百万元)		
	2023	2024	同比变动 (pct)	2023	2024	同比增速
健康生态	87.2%	95.7%	8.5	-	-	-
数字生活生态	99.5%	99.7%	0.2	-	-	-
消费金融生态	96.4%	90.1%	-6.3	-	-	-
汽车生态	95.4%	94.2%	-1.2	-	-	-
整体	95.2%	96.9%	1.7	1310	990	-24.4%

数据来源: 众安在线 2023-2024 年报, 东吴证券研究所

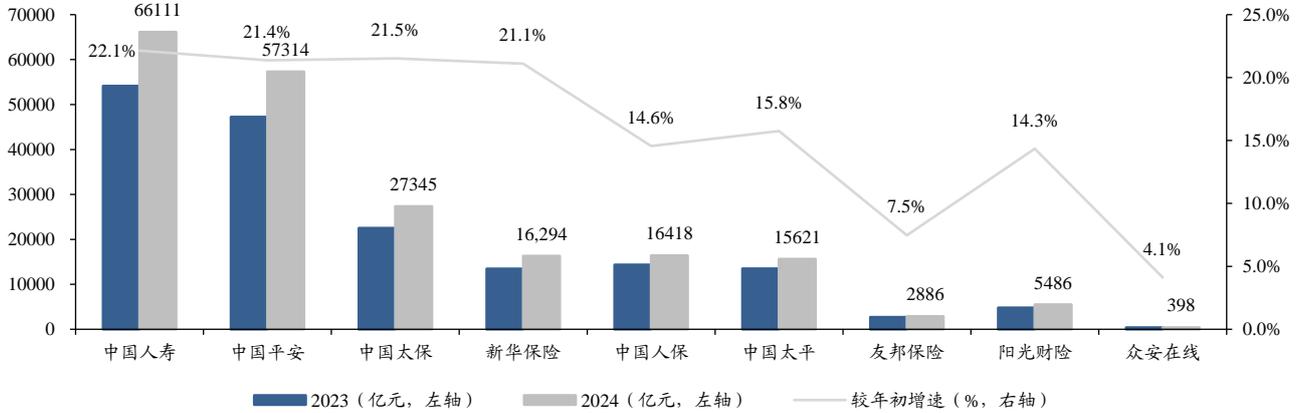
4. 投资: 债券占比继续提升, 总、综合投资收益率显著提高

4.1. 投资资产规模普遍高增长

2024 年上市险企投资资产规模普遍高增长。截至 2024 年末, A 股 5 家上市险企投

资产规模合计达到 18.35 万亿元，同比增长 21.0%，除中国人寿外，其余 4 家公司增速均在 20% 以上，中国人寿增速最高(+22.1%)，总规模突破 6.6 万亿元。中国太平(+15.8%) 和阳光财险(+14.3%) 也均同比两位数增长。

图33: 2024 年上市险企投资资产规模普遍高增长



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

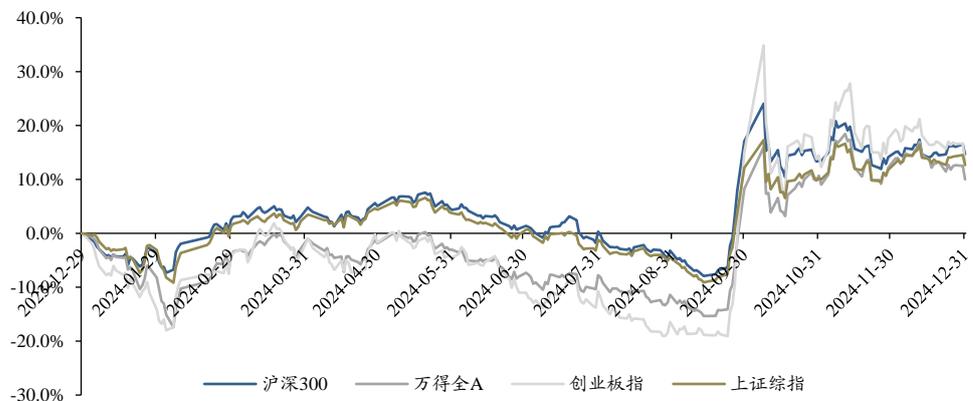
注：中国太平数据为港元，友邦保险为美元，其他公司均为人民币

4.2. 净投资收益率同比下滑，股债双牛带动总、综合投资收益率提升

4.2.1. 市场环境：2024 年国内股市大幅反弹，利率快速下行

2024 年权益市场自 9 月下旬迎来大幅反弹，全年收益明显强于 2023 年。2024 年全年沪深 300 指数、万得全 A 指数、创业板指数、上证综指分别累计+14.7%、+10.0%、+13.2%、+12.7%，表现显著强于 2023 年的-11.4%、-5.2%、-19.4%、-3.7%，主要受 9 月下旬市场反弹影响。四季度单季沪深 300 指数、万得全 A 指数、创业板指、上证综指分别-2.1%、+1.6%、-1.5%、+0.5%，亦好于 2023 年同期的-7.0%、-3.8%、-5.6%、-4.4%。

图34: 2024 年 Q3 末股市迎来大幅反弹



数据来源：wind，东吴证券研究所

2024 年国内长端利率持续下行，特别是 Q4 下行节奏明显加快。受宏观经济增长偏

弱、货币政策维持宽松基调以及资产荒等因素影响，2024 年十年期国债到期收益率大幅下行 88bps，Q4 单季下行 44bps，下行幅度远大于 2023 年同期（全年下行 28bps，Q4 单季下行 12bps），低利率环境对保险公司新增及再配置固收资产的收益率产生了明显压力。

图35: 2024 年十年期国债收益率持续下行 (%)



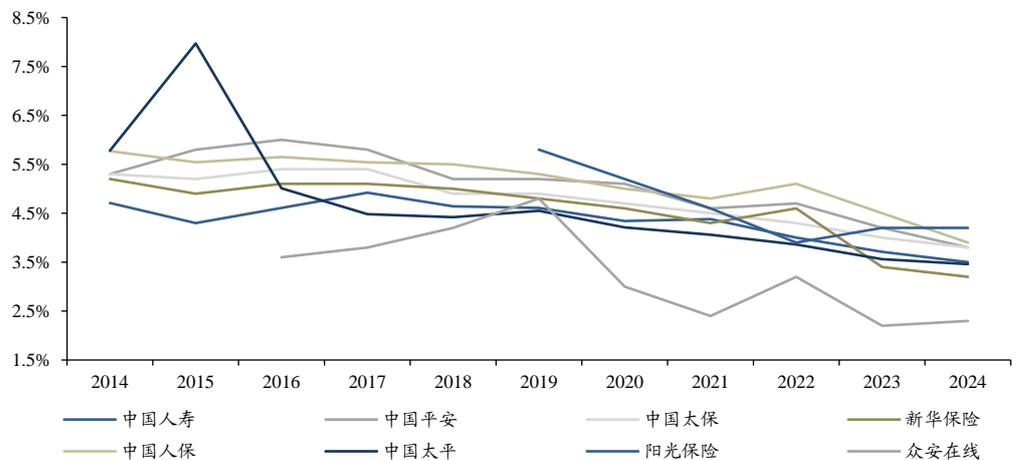
数据来源: wind, 东吴证券研究所

4.2.2. 收益表现: 净投资收益率下降, 而总、综合投资收益率显著提升

需要说明的是, 不同保险公司在投资收益率计算方法上存在差异, 因此不建议直接横向比较, 以下分析内容仅作为参考。

受利率下行影响, 2024 年上市险企新增及在配置固收资产到期收益率承压, 导致净投资收益率水平同比下降。1) 2024 年上市险企平均净投资收益率为 3.5%, 其中阳光保险最高为 4.2%, 众安在线最低为 2.3%, 其他公司大部分在 3.5%-4%之间。2) 上市险企净投资收益率平均同比下降 0.2pct。其中, 众安在线提升 0.1pct, 阳光保险同比持平, 其他公司均同比下降, 中国人保降幅最大 (-0.6pct)。

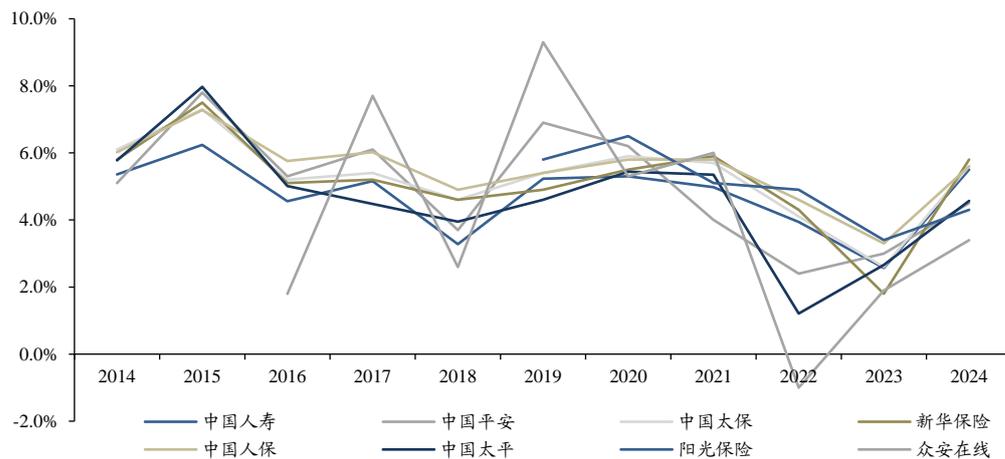
图36: 2024 年上市险企净投资收益率同比下降



数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

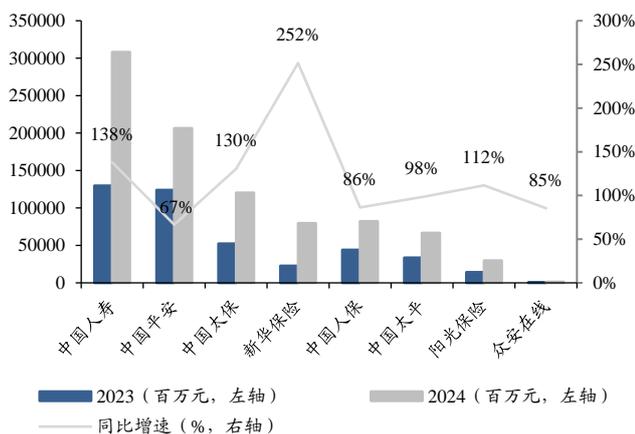
受股市大幅反弹带动，上市险企公允价值变动损益大幅增加，带动总投资收益率明显提升。1) 2024 年上市险企平均总投资收益率为 4.9%，其中新华保险最高为 5.8%，众安在线最低为 3.4%，其他公司大部分在 4.5% 以上，且有多家超过 5%。2) 上市险企总投资收益率平均同比提升 2.3pct，各公司均有提升。其中，新华保险增幅最大(+4.0pct)，我们认为主要是由于公司股票+基金投资占比更高；中国太保和中国人寿也提升 3pct 左右；阳光保险增幅最小(+0.9pct)，中国平安增幅也仅有 1.5pct，我们认为主要是由于两家股票投资中 FVOCI 占比较高。

图37：2024 年上市险企财险总投资收益率显著提升



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

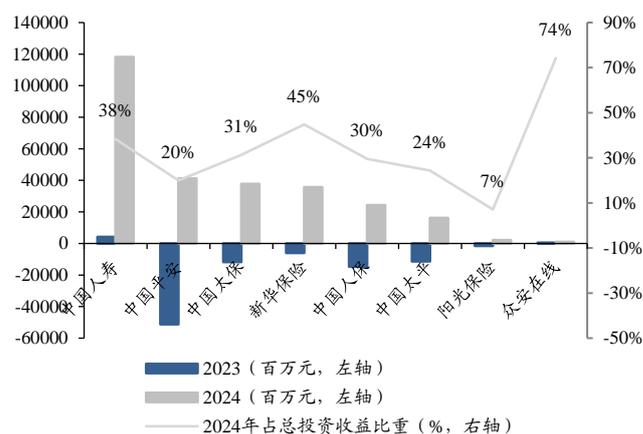
图38：2024 年上市险企总投资收益大幅增长



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：中国太平为港元，其他公司均为人民币

图39：2024 年上市险企公允价值变动损益贡献明显



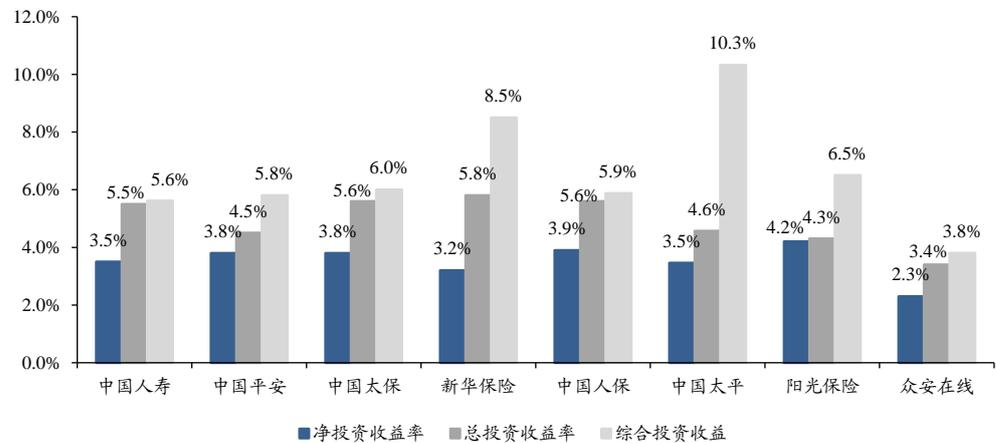
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1) 中国太平为港元，其他公司均为人民币，2) 中国平安和中国太平包含已实现收益部分

股债双牛背景下，上市险企综合投资收益率显著提升。2024 年股市大幅反弹、债市持续走牛，保险公司分类为 FVOCI 资产的股票和债券投资账面浮盈均有显著增长，带动保险公司综合投资收益率明显提升，平均同比提升 3.4pct，其中新华同比提升幅度最

大 (+5.9pct)，中国太平其次 (+5.3pct)。需要说明的是，不同险企在计算综合投资收益率时是否将 FVOCI 债券浮盈计入收益存在差别，因此也是出现公司间数据差异的重要原因。

图40：2024年上市险企投资收益率指标情况



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

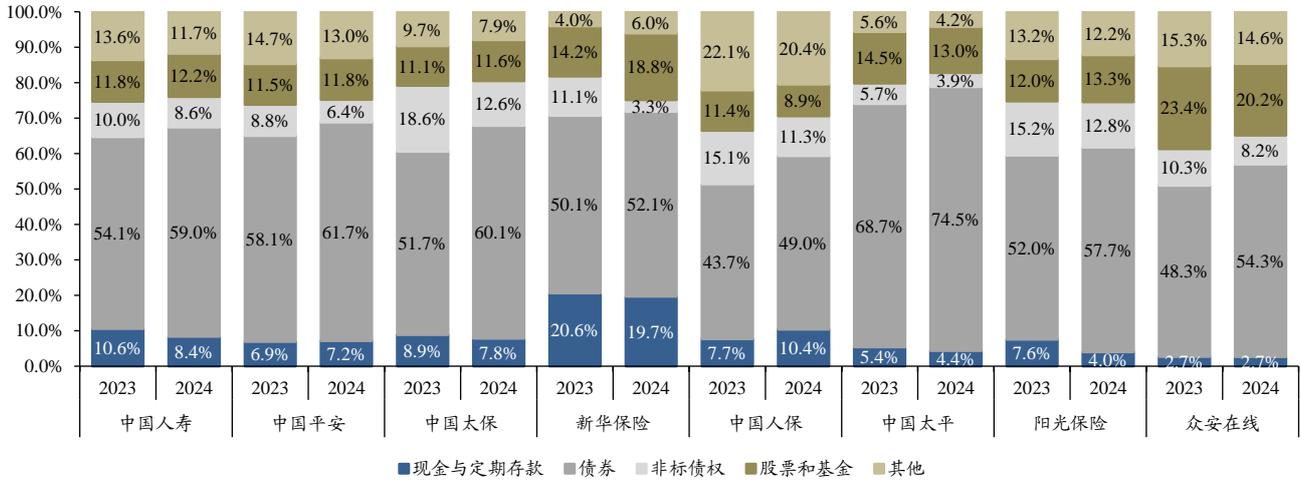
注：1) 中国人寿、中国人保和众安在线综合投资收益率为测算值，中国人寿和中国人保仅包括权益投资浮盈，众安在线包括权益和债权投资浮盈。2) 不同公司投资收益率计算方式存在差异，不建议直接横向比较。

4.3. 继续增配债券投资，FVOCI 股票占比提升，非标及地产持续收缩

1、债券：上市险企 2024 年继续大幅增配债券资产。

2024 年上市险企延续了增配债券的趋势，年末债券占比平均为 58.5%，同比提升 5.2pct。其中中国太平占比最高为 74.5%（债务证券口径），其次为中国平安（61.7%），中国人保最低（49.0%）。中国太保增配债券幅度最大，较年初提升 8.3pct，而新华保险增配幅度最低，为 2.1pct，我们认为一定程度上是由于公司债券有较大比例以摊余成本计量（AC），债牛时账面价值变动不大。我们认为，保险公司主要增配长久期债券，一方面是在利率下行以及非标供给不足的背景下，通过拉长久期获得更高收益溢价，另一方面也是因为负债端主销产品具有刚性成本、长久期的特点，需要在资产端匹配对应资产，并且缩短久期缺口以降低利率风险。

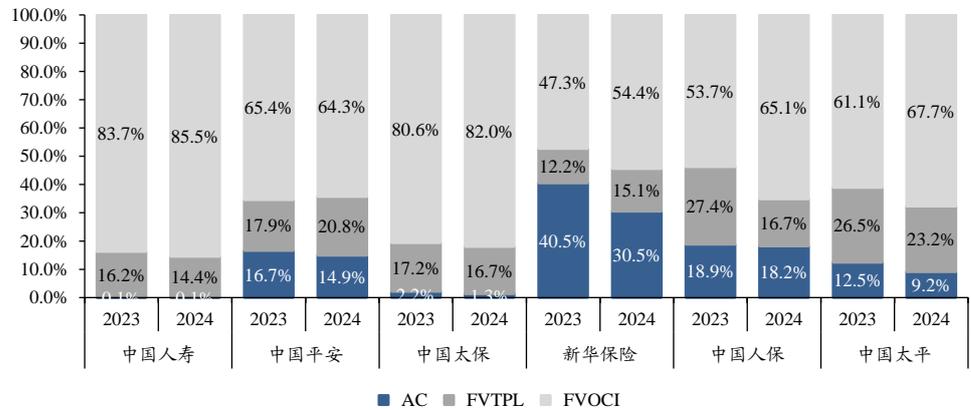
图41: 2023-2024 年上市险企投资资产配置结构



数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

注: 1) 以上资产配置结构为各公司披露数据基础上进行统一调整得到; 2) 货币基金、债券型基金均计入基金类。

图42: 上市险企债券投资会计分类情况



数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

注: 中国平安采用保险资金投资组合固收资产口径, 非纯债口径。

2、股票+基金持仓变动分化, 但增配 OCI 股票是一致趋势。

1) 从占比变化上看, 2024 年上市险企股票+基金平均占比为 13.7%, 同比基本持平。但是内部表现分化明显: ①上市险企平均股票持仓提升 1.1pct, 而基金持仓下降 1.1pct。②8 家险企中 5 家增配股票+基金 (国寿、平安、太保、新华、阳光), 其中新华增配最多 (+4.7pct); 3 家减配 (人保、太平、众安), 其中众安减配最多 (-3.2pct)。

2) 从会计分类上看, 增配 FVOCI 股票是一致趋势。2024 年末上市险企股票投资中 FVOCI 占比平均为 33.7%, 较年初提升 10.8pct。其中: ①中国平安占比最高为 60.2%,

中国人寿占比最低为 12.0%。②中国平安较年初提升比例最低，仅为 0.2pct，主要由于其占比已经较高。③其他公司较年初提升比例均在 10pct 以上，中国太平提升比例最大为 16.8pct。

表24: 2024 年上市险企股票+基金投资规模与占比情况

单位: 亿元		规模				占比			
		股票	基金	总投资资产	股票+基金 环比增速	股票	基金	合计	股票+基金 环比变动
中国人寿	2023	4302	2070	54125		7.9%	3.8%	11.8%	
	2024H1	4417	2737	60865	12.3%	7.3%	4.5%	11.8%	-
	2024	5011	3066	66111	12.9%	7.6%	4.6%	12.2%	0.5pct
中国平安	2023	2921	2515	47222		6.2%	5.3%	11.5%	
	2024H1	3319	2312	52033	3.6%	6.4%	4.4%	10.8%	-0.7pct
	2024	4374	2373	57314	19.8%	7.6%	4.1%	11.8%	0.9pct
中国太保	2023	1885	624	22501		8.4%	2.8%	11.1%	
	2024H1	2213	640	24560	13.7%	9.0%	2.6%	11.6%	0.5pct
	2024	2551	623	27345	11.3%	9.3%	2.3%	11.6%	-
新华保险	2023	1062	846	13455		7.9%	6.3%	14.2%	
	2024H1	1443	1163	14390	36.6%	10.0%	8.1%	18.1%	3.9pct
	2024	1808	1263	16294	17.8%	11.1%	7.8%	18.8%	0.7pct
中国人保	2023	455	1174	14331		3.2%	8.2%	11.4%	
	2024H1	450	975	15318	-12.5%	2.9%	6.4%	9.3%	-2.1pct
	2024	602	866	16418	3.1%	3.7%	5.3%	8.9%	-0.4pct
中国太平	2023	1134	829	13495		8.4%	6.1%	14.5%	
	2024H1	1107	760	14764	-4.9%	7.5%	5.1%	12.6%	-1.9pct
	2024	1302	733	15621	9.0%	8.3%	4.7%	13.0%	0.4pct
阳光保险	2023	526	49	4798		11.0%	1.0%	12.0%	
	2024H1	688	47	5141	27.5%	13.4%	0.9%	14.3%	2.3pct
	2024	676	53	5486	-0.8%	12.3%	1.0%	13.3%	-1.0pct

数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

注: 中国人寿 2023 和 2024H1 数据采用 H 股报告

表25: 2024 年上市险企普遍增加 FVOCI 股票投资

单位: 亿元		规模				占比		
		股票合计	FVTPL	FVOCI	FVOCI 环比增速	FVTPL	FVOCI	FVOCI 环比变动
中国人寿	2023	4302	4154	148		96.6%	3.4%	
	2024H1	4417	4076	341	130.9%	92.3%	7.7%	4.3pct
	2024	5011	4409	602	76.2%	88.0%	12.0%	4.3pct
中国平安	2023	2921	1170	1751		40.1%	59.9%	
	2024H1	3319	1259	2060	17.7%	37.9%	62.1%	2.1pct
	2024	4374	1742	2632	27.7%	39.8%	60.2%	-1.9pct

	2023	1885	1613	271		85.6%	14.4%	
中国太保	2024H1	2213	1753	460	69.6%	79.2%	20.8%	6.4pct
	2024	2551	1790	761	65.4%	70.2%	29.8%	9.0pct
	2023	1062	1009	54		95.0%	5.0%	
新华保险	2024H1	1443	1275	168	214.4%	88.3%	11.7%	6.6pct
	2024	1808	1502	306	82.0%	83.1%	16.9%	5.3pct
	2023	455	295	160		64.8%	35.2%	
中国人保	2024H1	450	268	182	13.6%	59.5%	40.5%	5.3pct
	2024	602	329	273	50.0%	54.6%	45.4%	4.9pct
	2023	1134	909	224		80.2%	19.8%	
中国太平	2024H1	1107	735	373	66.4%	66.3%	33.7%	13.9pct
	2024	1302	826	476	27.8%	63.4%	36.6%	2.9pct
	2023	526	225	301		42.7%	57.3%	
阳光保险	2024H1	688	210	477	58.4%	30.6%	69.4%	12.2pct
	2024	-	-	-	-	-	-	-
	2023	1134	909	224		80.2%	19.8%	

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：中国人寿 2023 和 2024H1 数据采用 H 股报告

3、非标和地产投资占比持续收缩。

1) 非标债权：2024 年末上市险企非标债权投资占比降为 8.4%，较年初减少 3.5pct。我们判断主要是存量业务逐步到期、增发优质非标项目供给不足所致，虽然非标资产在收益率和久期方面可以对整体投资组合产生积极作用，但是目前满足保险公司收益率与风险水平要求的优质非标资产有限，是近年来非标持续收缩的主因。

2) 地产投资：目前上市险企地产投资敞口已经较低，中国平安 2024 年末不动产投资余额在总投资资产中占比仅为 3.5%，较年初继续下降 0.8pct，且其中 81.7% 为以成本法计量的物权投资，风险相对可控。

表26：中国平安 2024 年非标投资行业及收益率分布

	投资占比			投资收益率			剩余到期期限（年）
	2023	2024	同比变动（pct）	2023	2024	同比变动（pct）	
基建	56.1%	63.7%	7.6	4.7%	4.4%	-0.3	3.7
非银金融	16.7%	13.3%	-3.4	5.3%	4.1%	-1.2	2.9
不动产	12.5%	10.5%	-2.0	4.8%	4.5%	-0.3	2.6
其他	14.7%	12.5%	-2.2	4.6%	4.3%	-0.3	2.6
合计	100.0%	100.0%	-	4.8%	4.4%	-0.4	3.4

数据来源：中国平安财报，东吴证券研究所

表27: 中国太保 2024 年非标投资行业及收益率分布

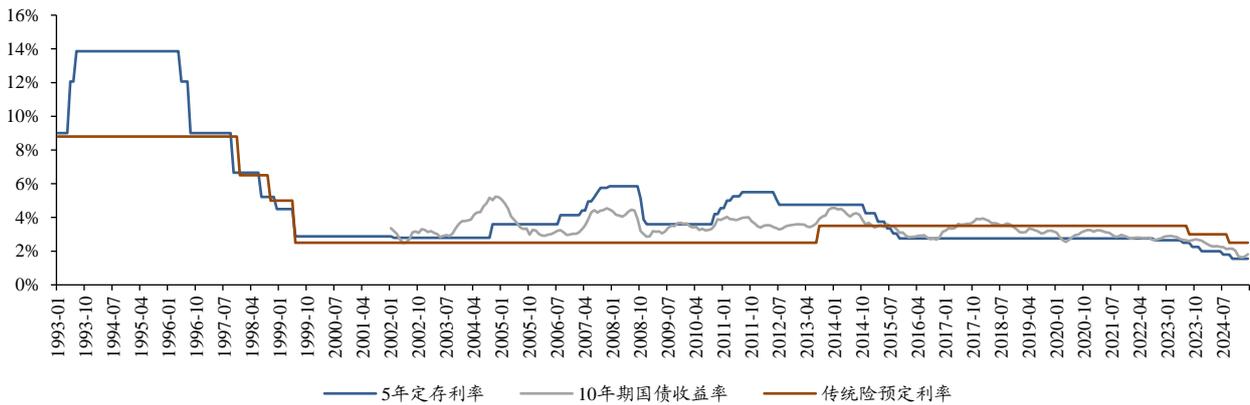
	投资占比			投资收益率			平均期限 (年)	平均剩余期 限(年)
	2023	2024	同比变动 (pct)	2023	2024	同比变动 (pct)		
基础设施	41.7%	39.9%	-1.80	4.6%	4.5%	-0.10	8.4	5.0
交通运输	16.8%	21.8%	5.00	4.5%	4.4%	-0.10	8.9	5.3
不动产	14.2%	13.1%	-1.10	4.8%	4.3%	-0.50	8.9	5.9
非银金融	12.4%	13.5%	1.10	4.9%	4.2%	-0.70	5.0	1.8
能源、制造业	5.1%	3.9%	-1.20	4.6%	4.4%	-0.20	8.9	5.3
其他	9.8%	7.8%	-2.00	4.8%	4.5%	-0.30	8.3	4.7
总计	100.0%	100.0%	-	4.7%	4.4%	-0.30	8.1	4.8

数据来源: 中国太保财报, 东吴证券研究所

5. 投资建议: 关注利率上行中的保险股投资机会

监管持续引导+险企主动转型, 预计将持续优化负债成本、缓解利差损压力。近年来由于长端利率中枢下行, 保险行业利差损压力引发市场担忧。1) 自 2023 年以来, 监管持续通过政策引导保险公司优化负债成本。一方面, “报行合一” 在多渠道全面落地实施, 险企费用支出管控得到良好规范; 另一方面, 2023-2024 年保险产品预定利率两次下调, 为优化负债成本打好基础。2025 年 1 月, 国家金融监督管理总局下发《关于建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制有关事项的通知》, 提出了保险产品预定利率与 5 年期以上 LPR、5 年期定存利率和 10 年期国债收益率等宏观市场利率相挂钩的动态调整机制。2) 保险公司积极推动产品转型, 以分红险为代表的浮动收益产品成为主要方向。2024 年 9 月发布的第三个“保险国十条”明确提出“支持浮动收益型保险发展”, 各保险公司也逐步加大分红险销售推广力度, 2025 年开门红以分红险为主打, 部分公司已明确 2025 年分红险业务占比达到 50% 的目标。3) 我们认为, 在监管的积极引导和险企的主动调整之下, 行业负债成本有望得到持续优化, 行业利差损压力将有所缓解。

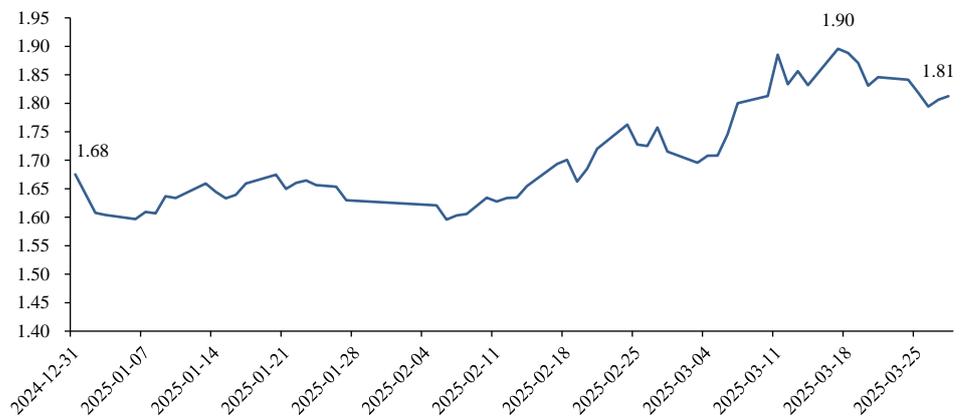
图43: 传统型保险预定利率与5年定期存款和10年期国债收益率走势对比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2025 年以来长端利率企稳回升，利好险企投资端压力缓解和估值修复。2025 年以来，伴随国内稳增长政策预期加强、资金面整体偏紧、股市提振下的“股债跷跷板”作用等因素影响，长端利率呈现企稳回升态势，3 月 10 年期国债收益率一度回升至 1.9% 的高点，目前维持在 1.8% 上下。我们认为，利率上行背景下，保险公司投资端压力将得到短期缓解，对保险股估值修复亦有积极作用。

图44: 2025 年以来长端利率企稳回升



数据来源: wind, 东吴证券研究所

负债端、资产端均有改善机会，低估值+低持仓，攻守兼备。1) 我们认为市场储蓄需求依然旺盛，同时在监管持续引导和险企主动性转型下，负债成本有望逐步下降，利差损压力将有所缓解。2) 近期十年期国债收益率回升至 1.81% 左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若继续修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3) 当前公募基金对保险股持仓仍处于低位，估值对负面因素反应较为充分。2025 年 3 月 31 日保险板块估值 0.52-0.77 倍 2025E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。

6. 风险提示

1) **长端利率趋势性下行。**利率下行环境下保险公司新增固收资产到期收益率将下降，在负债成本固定的情况下，将导致利差空间被压缩，长期盈利能力下降，甚至可能产生利差损。

2) **股市持续低迷。**新会计准则下保险公司二级权益投资大部分为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL），股市下跌会直接影响当期利润表现。

3) **新单保费增速明显放缓。**新单保费增速反映保险公司新业务增长趋势，当前预定利率进一步下调、产品结构由传统险向分红型逐步偏移、资本市场波动较大等因素都可能影响保险公司的新业务表现。

表28: 上市保险公司估值及盈利预测

证券简称	价格(元)	EV(元)				1YrVNB(元)			
		2022	2023	2024	2025E	2022	2023	2024	2025E
A股	人民币								
中国平安(601318)	51.63	78.18	76.34	78.12	82.73	1.58	1.71	1.57	1.77
中国人寿(601628)	37.60	43.54	44.60	49.57	53.27	1.27	1.30	1.19	1.30
新华保险(601336)	51.50	81.93	80.30	82.85	90.71	0.78	0.97	2.00	2.71
中国太保(601601)	32.16	54.01	55.04	58.42	61.70	0.96	1.14	1.38	1.51
中国人保(601319)	6.82	6.52	6.92	7.89	8.88	0.08	0.15	0.26	0.29
证券简称	价格	P/EV(倍)				VNBX(倍)			
		2022	2023	2024	2025E	2022	2023	2024	2025E
A股	人民币								
中国平安(601318)	51.63	0.66	0.68	0.66	0.62	-16.78	-14.48	-16.91	-17.56
中国人寿(601628)	37.60	0.86	0.84	0.76	0.71	-4.66	-5.37	-10.04	-12.10
新华保险(601336)	51.50	0.63	0.64	0.62	0.57	-39.18	-29.69	-15.64	-14.49
中国太保(601601)	32.16	0.60	0.58	0.55	0.52	-22.84	-20.07	-19.06	-19.58
中国人保(601319)	6.82	1.05	0.99	0.86	0.77	3.64	-0.67	-4.08	-7.19
证券简称	价格	EPS(元)				BVPS(元)			
		2022	2023	2024	2025E	2022	2023	2024	2025E
A股	人民币								
中国平安(601318)	51.63	6.10	4.70	6.95	7.42	47.73	49.37	50.99	57.64
中国人寿(601628)	37.60	2.36	1.63	3.78	3.80	12.95	16.88	18.03	18.59
新华保险(601336)	51.50	6.89	2.79	8.41	9.06	31.41	33.68	30.85	33.80
中国太保(601601)	32.16	3.89	2.83	4.67	5.11	20.42	25.94	30.29	34.20
中国人保(601319)	6.82	0.57	0.51	0.97	1.04	5.04	5.48	6.08	6.64
证券简称	价格	P/E(倍)				P/B(倍)			
		2022	2023	2024	2025E	2022	2023	2024	2025E
A股	人民币								
中国平安(601318)	51.63	8.47	10.98	7.43	6.96	1.08	1.05	1.01	0.90
中国人寿(601628)	37.60	15.94	23.01	9.94	9.89	2.90	2.23	2.09	2.02
新华保险(601336)	51.50	7.47	18.46	6.12	5.69	1.64	1.53	1.67	1.52
中国太保(601601)	32.16	8.28	11.36	6.88	6.30	1.57	1.24	1.06	0.94
中国人保(601319)	6.82	11.89	13.24	7.04	6.54	1.35	1.24	1.12	1.03

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测(基于2025年3月31日收盘价)

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>