

# 保险业 2024 年财报综述

## 投资收益弹性释放，负债结构逐步改善

优于大市

### 核心观点

**投资收益弹性释放，利润同比大幅增长。**2024 年，受益于投资收益的大幅提升及行业转型战略成果的持续优化，A 股 5 家上市险企累计实现营业收入 27161.08 亿元，同比大幅提升 19.8%。其中，新华保险、中国人寿、中国太保、中国平安、中国人保营业收入分别同比增长 85.3%/30.5%/24.7%/12.6%/12.5%。受资产端较高的权益类资产配置占比因素影响，新华保险、中国人寿彰显出较高的利润增长空间。

**寿险：产品结构优化，人均产能提升。**2023 年以来，监管持续引导行业下调预定利率，在产品结构转型背景下，加快推进产品结构转型，通过“低保底+高浮动”分红险动态调降利差损风险。此外，保险业加快人力及渠道转型，叠加监管政策引导，带动人均产能的持续提升。截至 2024 年末，中国平安代理人年均 NBV 为 101271 元，创新高。中国太保实现月人均首年规模保费 16734 元，过去三年年均增速为 55.2%。新华保险及中国人保实现月人均首年期交保费 8100 元及 9921 元，同比增长 28.7% 及 13.1%。

**财险：业务彰显韧性，保费收入企稳。**截至 2024 年末，人保财险、平安财险、太保财险共计实现保费收入 10611.19 亿元，同比增长 5.4%。

**(1) 车险：**受“报行合一”影响，财险公司将综合费用率的支出部分转向综合赔付率，让利消费者。行业逐步从费用竞争向服务竞争模式转变，这对公司的产品创新、定价、风控、理赔等能力提出更高要求，总体利好龙头企业。截至 2024 年末，人保车险、平安车险、太保车险保费收入分别同比提升 4.1%/4.4%/3.7%。

**(2) 非车险：**业务延续较高增速。企财险、责任险、意健险贡献主要保费增速。2024 年，中国人保、中国平安、中国太保非车险业务分别实现同比增速 4.6%/11.6%/10.7%。

**优化资产配置结构，投资收益同比修复。**上市险企持续优化资产配置结构，加大长债、FVOCI 股票等资产的配置，并择时在股票市场加仓，把握市场投资机遇。截至 2024 年末，中国人寿、中国人保、中国平安、中国太保、新华保险 FVOCI 权益类资产占金融资产的配置比例分别为 3%/5%/9%/6%/2%，配置规模均大幅提升。上市险企同步下调投资收益率假设及风险贴现率，提高 EV 及 NBV 真实性。

**投资建议：**行业深化负债端渠道、产品、成本等领域的转型，人均产能及渠道质态得到显著改善。考虑到当前行业面临的养老、医疗、康养、储蓄等多元需求，我们预计 2025 年保费同比增速约为 5% 至 6%，对应 NBV 增速为 25%。资产端方面，预计险资资产配置需求仍高，对应长债及高分红类资产（以 OCI 计量的资产）配置行情或将延续，建议关注业绩稳健兑现、估值水平偏低的中国太保及中国财险，及资产收益弹性较大的新华保险。

**风险提示：**保费收入不及预期；资本市场延续震荡；长端利率下行等。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		P/EV 及 P/B	
					2025E	2026E	2025E	2026E
2328.HK	中国财险	优于大市	14.64	3305	1.55	1.67	1.15	1.10
601601.SH	中国太保	优于大市	32.53	3120	4.77	4.90	0.47	0.41
601628.SH	中国人寿	优于大市	37.39	10546	3.83	3.88	0.71	0.66
601336.SH	新华保险	优于大市	51.66	1623	8.28	8.93	0.57	0.52

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 行业研究·行业专题

#### 非银金融·保险 II

#### 优于大市·维持

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

联系人：王京灵

0755-22941150

wangjingling@guosen.com.cn

S0980523060004

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《近期险资配置行为分析-险资加配红利资产的新模式》——2025-03-11

《关于推进商业健康险药品目录建设的点评》——2025-02-27  
《2024年四季度保险业资金运用情况点评-风险偏好回升的拐点》——2025-02-24

《关于开展保险资金投资黄金业务试点的点评-从配置角度看放开险资买黄金》——2025-02-09  
《关于深化新能源车险高质量发展的点评-完善车险生态，打通承保“痛点”》——2025-02-05

## 内容目录

投资收益带动利润大幅提升 .....	4
寿险质态改善，财险稳中有升 .....	8
人身险：定价利率机制优化，产品结构持续改善 .....	8
财产险：保费收入企稳，COR 受巨灾影响波动 .....	15
投资收益回暖，配置结构优化 .....	17
下调投资及贴现率，匹配资产端需求 .....	18
投资建议 .....	19
风险提示 .....	19

# 图表目录

图1: 上市险企营业收入 (单位: 百万元, %) .....	4
图2: 上市险企归母净利润 (单位: 百万元, %) .....	4
图3: 上市险企保险服务收入 (可对比口径, 单位: 百万元) .....	5
图4: 上市险企保险服务费用 (可对比口径, 单位: 百万元) .....	5
图5: 保险“国十条”概览 .....	7
图6: 上市险企平均综合负债成本 (单位: %) .....	8
图7: 我国人身险行业同比增速及周期分析 .....	9
图8: 储蓄型保险的主要类型及定义 .....	10
图9: 分红型账户重仓流通股行业及市值 (单位: 万元) .....	10
图10: 保险行业9月及10月新发产品种类及数量 (单位: 款) .....	11
图11: 医疗险保障“四阶段” .....	12
图12: 城市惠民保运营模式 .....	13
图13: 2024年我国商保对创新药械赔付占比 .....	13
图14: 上市险企代理人数量 (单位: 万人) .....	14
图15: 中国平安人均NBV (单位: 元/人均每年) .....	14
图16: 中国太保、新华保险、中国人保月人均产能 .....	14
图17: 上市险企财险业务保费收入 (单位: 百万元) .....	15
图18: 上市险企车险总保费收入同比提升 (单位: 百万元) .....	15
图19: 上市险企非车险总保费收入 (单位: 百万元) .....	16
图20: 上市险企综合成本率水平 (单位: %) .....	16
图21: 上市险企总投资收益率 .....	17
图22: 上市险企净投资收益率 .....	17
图23: 上市险企公允价值变动损益 (单位: 百万元) .....	18
表1: 2024上市险企利润贡献率分析 (单位: 百万元, %) .....	6
表2: 2024年保险公司ROE分析 .....	6
表3: 国有大行现行存款利率 .....	9
表4: 保险行业9月及10月新发产品种类及数量 (单位: 款) .....	11
表5: 2024上市险企资产配置比例 (按会计计量方式, 单位: 百万元, %) .....	18
表6: 上市险企投资收益率假设 .....	19
表7: 上市险企风险贴现率假设 .....	19

## 投资收益带动利润大幅提升

2024年，受益于投资端弹性释放及行业转型战略成果的持续优化，A股5家上市险企累计实现营业收入27161.08亿元，同比大幅提升19.8%。其中，新华保险、中国人寿、中国太保、中国平安、中国人保营业收入分别同比增长85.3%/30.5%/24.7%/12.6%/12.5%。受资产端较高的权益类资产配置占比因素影响，新华保险、中国人寿彰显出较高的利润增长空间。2023年新准则实施以来，以FVTPL计量的权益类资产直接加大保险公司利润弹性，因此2024年三季度资本市场的回暖直接带动上市险企净利润的大幅反弹。截至2024年末，A股5家上市险企共计实现归母净利润3476.00亿元，同比增长77.7%。受益于资产配置结构及低基数，新华保险及中国人寿同比增长201.1%及108.9%，其中新华保险增速超过此前业绩预告上限。中国人保、中国太保、中国平安分别同比增长88.2%/64.9%/47.8%。

图1：上市险企营业收入（单位：百万元，%）



图2：上市险企归母净利润（单位：百万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从承保表现来看，截至2024年末，中国人保、中国太保、中国平安、新华保险、中国人寿保险服务收入分别同比+6.7%/+5.0%/+2.7%/-0.5%/-2.0%；保险服务费用同比+4.1%/+5.2%/+2.0%/-5.0%/+20.1%。中国人寿受保险服务费用中“亏损部分的确认及转回”增加影响，保险服务费用大幅提升，对当期承保利润有一定影响。

**图3: 上市险企保险服务收入 (可对比口径, 单位: 百万元)**

**图4: 上市险企保险服务费用 (可对比口径, 单位: 百万元)**


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

新准则实施后, 险企利润来源更加透明且更易拆分, 主要可分为保险服务利润、投资利润、其他利润。从利润贡献率来看, 2024 年各上市险企资产端及负债端均实现较高利润贡献。截至 2024 年末, 受益于资本市场反弹及业务结构的持续优化, 上市险企平均投资利润贡献率达 46%, 同比大幅提升。其中, 中国人寿、新华保险、中国太保、中国人保分别为 82%/55%/47%/47%。中国平安因非保险业务 (如银行、证券、科技、租赁等) 占比较高, 因此投资收益对于利润贡献较低。中国人寿及新华保险因资产端权益类资产配置比例较高, 资产收益彰显更高弹性, 在资本市场反弹背景下, 大幅提升其业绩弹性。承保利润方面, 受负债端产品主营业务险种差异等因素影响, 中国太保、中国人保、中国平安、新华保险、中国人寿承保利润贡献率为 63%/58%/56%/55%/24%。

**表1: 2024 上市险企利润贡献率分析 (单位: 百万元, %)**

	中国人寿	中国平安	中国人保	中国太保	新华保险	平均
<b>1. 保险服务收入</b>	208161	551186	537709	279473	47812	324868
<b>2. 保险服务费用</b>	180544	449102	492837	243147	31575	279441
<b>3. 承保利润=1-2</b>	<b>27617</b>	<b>102084</b>	<b>44872</b>	<b>36326</b>	<b>16237</b>	<b>45427</b>
<b>承保利润贡献率 =3/(3+11+14)</b>	<b>24%</b>	<b>56%</b>	<b>58%</b>	<b>63%</b>	<b>55%</b>	<b>49%</b>
<b>4. 利息收入</b>	120958	123627	30876	55991	31917	72674
<b>5. 投资收益</b>	70378	83613	25139	26907	16306	44469
<b>6. 公允价值变动损益</b>	118160	66504	23774	37713	35437	56318
<b>7. 信用减值损失</b>	-270	85582	-1754	531	3415	17501
<b>8. 承保财务损益</b>	209952	172662	43329	92520	61185	115930
<b>9. 分出再保险财务收益</b>	671	960	1264	2103	388	1077
<b>10. 利息支出</b>	4200	19405	3245	2728	3166	6549
<b>11. 投资利润= (4+5+6-7) - (8-9+10)</b>	<b>96285</b>	<b>-2945</b>	<b>36233</b>	<b>26935</b>	<b>16282</b>	<b>34558</b>
<b>投资利润贡献率 =11/(3+11+14)</b>	<b>82%</b>	<b>-2%</b>	<b>47%</b>	<b>47%</b>	<b>55%</b>	<b>46%</b>
<b>12. 其他收入</b>	10910	203995	4474	4005	1011	44879
<b>13. 其他支出</b>	17916	120707	8609	9840	3810	32176
<b>14. 其他损益利润=12-13</b>	<b>-7006</b>	<b>83288</b>	<b>-4135</b>	<b>-5835</b>	<b>-2799</b>	<b>12703</b>
<b>其他利润贡献率 =14/(3+11+14)</b>	<b>-6%</b>	<b>46%</b>	<b>-5%</b>	<b>-10%</b>	<b>-9%</b>	<b>3%</b>
<b>归母净利润</b>	<b>106935</b>	<b>126607</b>	<b>42869</b>	<b>44960</b>	<b>26229</b>	<b>69520</b>
<b>归母净利润同比</b>	<b>109%</b>	<b>48%</b>	<b>88%</b>	<b>65%</b>	<b>201%</b>	<b>102%</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

\*投资收益=利息收入+投资净收益+公允价值变动净收益-信用减值损失

\*投资利润=(利息收入+投资收益+公允价值变动损益-信用减值损失)-(承保财务损失-分出再保险财务收益+利息支出)

\*其他收入=其他业务收入+汇兑损益+资产处置收益+其他收益

\*其他支出=手续费及佣金支出+税金及附加+业务及管理费+其他业务成本

基于保险公司经营特性及杜邦分析法，我们计算并分拆上市险企 ROE，其公式为：  
**保险 ROE= (保险服务利润/保费收入+投资利润/总资产\*总资产/保费收入)\*保险服务收入/所有者权益。** 基于上述公式，主要可以分为承保利润率、资产投资收益率、保险经营杠杆及保费杠杆四个指标。截至 2024 年末，因各公司 CSM 摊销节奏及保险服务支出差异等因素影响，公司承保利润率有较大差异。此外，作为上市险企中典型的寿险标的，因负债端产品久期更长且保费收入基于保险合同周期进行确认等原因，中国人寿及新华保险具备较高的保险经营杠杆，分别为 32.5 及 35.4，对应保费杠杆则相对较低。中国人保因财险业务占比更高，其保险经营杠杆则偏低，对应保费杠杆则更高。从结果来看，截至 2024 年末，中国人寿、中国人保、中国太保、新华保险 ROE 为 24%/22%/20%/34%。

**表2: 2024 年保险公司 ROE 分析**

	A. 承保利润率 (保险服务利润/保险服务收入)	B. 资产投资收益率 (投资收益/总资产)	C. 保险经营杠杆 (总资产/保险服务收入)	D. 保费杠杆 (保险服务收入/所有者权益)	ROE (A+B*C)*D
<b>中国人寿</b>	13. 3%	1. 42%	32. 5	0. 4	<b>24%</b>
<b>中国人保</b>	8. 3%	2. 05%	3. 3	1. 5	<b>22%</b>
<b>中国太保</b>	13. 0%	0. 95%	10. 1	0. 9	<b>20%</b>
<b>新华保险</b>	34. 0%	0. 96%	35. 4	0. 5	<b>34%</b>

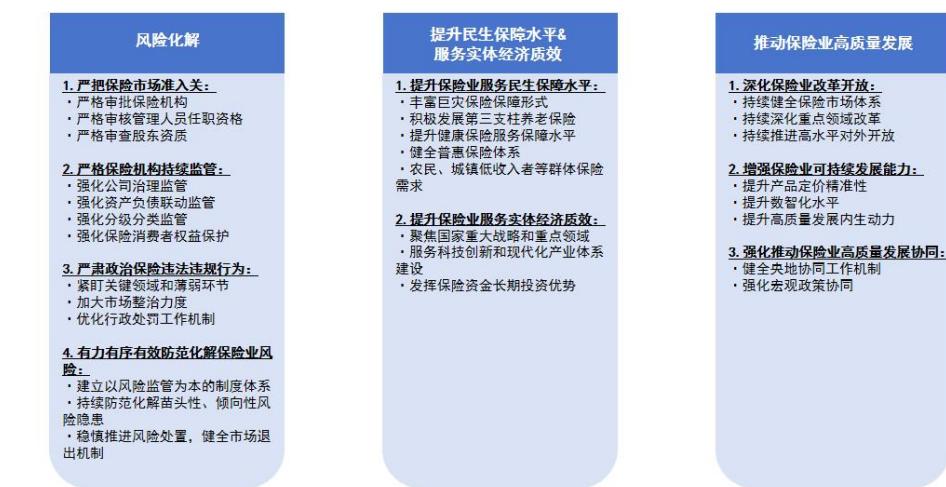
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。注：投资收益率使用的分母为总资产规模，而非投资资产规模，因此与财报中披露的投资收益率有一定差异。

2024 年 9 月 11 日，国务院印发《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》（以下简称新“保险国十条”）是保险业继 2006 年《关于保险业改革发展的若干意见》及 2014 年《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》后第三份重磅文件，对行业未来发展具有重要意义。随着保险行业进入转型新周期，

部分中小保险公司风险逐步暴露。叠加负债端变革及资产端“资产荒”等趋势，为保险行业高质量发展带来一定挑战。本次保险“国十条”的发布，明确以强监管、防风险、促高质量发展为主线，有利于提升保险公司综合竞争力。预计后续政策空间或集中于利率传导机制、资产端准则认定等方面，持续利好保险业整体估值修复。

本次保险“国十条”的发布，明确以强监管、防风险、促高质量发展为主线，延续此前化解中小金融机构风险的监管思路，利好保险行业中长期高质量发展。从具体内容来看，主要可以分为一下三方面：保险业风险化解、提升民生保障水平及服务实体经济质效、推动保险业高质量发展。1) **风险化解**：延续严监管态势，从严把保险市场准入关、严格保险机构持续监管、严肃整治保险违法违规行为、有力有序有效防范化解保险业风险等四个维度入手，推进保险行业风险化解工作。其中，新“保险国十条”提到“健全市场推出机制。对风险大、不具备持续经营能力的保险机构，收缴金融许可证，依法进入破产清算程序”，预计后续将结合《保险法》，引导行业有序推进风险化解。2) **提升民生保障水平及服务实体经济质效**：从巨灾保险、三支柱养老、健康服务、普惠保险等方面入手，提高保险行业支持民生保障力度。3) **推动保险业高质量发展**：聚焦当前国家“一带一路”等重大战略及重点领域，引导保险行业中长期稳健发展。负债端方面，新“保险国十条”提及多个行业面临的焦点问题，包括浮动型保险、新能源车险、境外保险等。当前行业进入转型新周期，本次政策的发布从制度层面给予行业未来发展指引，有利于提高保险公司的产品及渠道竞争力。资产端方面，本次政策提到衍生品及境外投资等领域，但整体态度仍偏审慎。预计后续险资资产政策空间或集中在新准则下资产划分等方面。如适当放宽险资投资公募基金的 FVOCI 认定权，鼓励险资配置 ETF、FOF、MOM 等资产，提高险资入市积极性。

图5: 保险“国十条”概览



资料来源：国务院，国信证券经济研究所整理

# 寿险质态改善，财险稳中有升

## 人身险：定价利率机制优化，产品结构持续改善

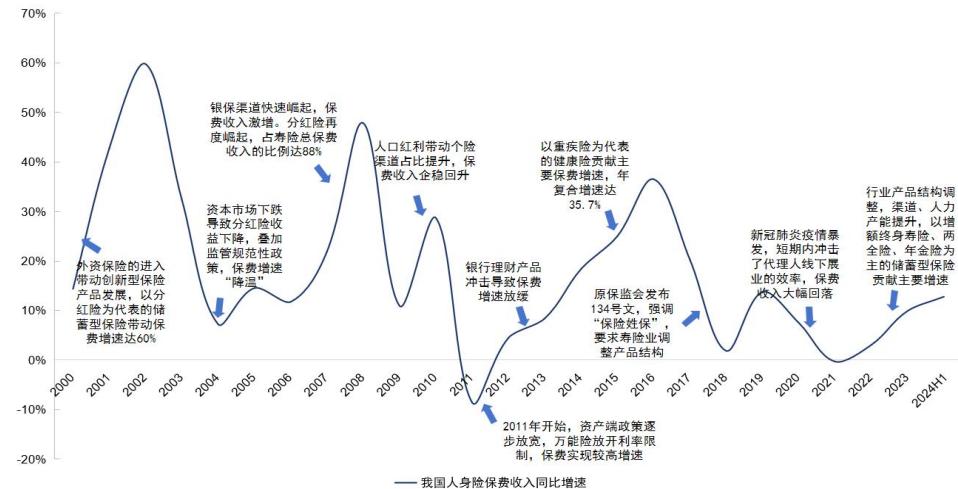
### ◆ 优化产品结构，压降负债成本

2023年以来，监管持续引导行业下调预定利率。2024年8月，国家金融监管总局正式下发《关于健全人身保险产品定价机制的通知》（金发〔2024〕18号，以下简称“《通知》”），明确自2024年9月1日起，新备案的普通型保险产品预定利率上限为2.5%，自10月1日起，新备案的分红型保险产品预定利率上限为2.0%，新备案的万能型保险产品最低保证利率上限为1.5%。此外，《通知》提出建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制，参考5年期以上贷款市场报价利率（LPR）、5年定期存款基准利率、10年期国债到期收益率等长期利率。2025年1月10日，金融监管总局向业内下发《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》（以下简称“《通知》”），提出要建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制，引导公司强化资产负债联动，科学审慎定价。包括：中国保险行业协会定期组织人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会成员召开会议，结合5年期以上贷款市场报价利率（LPR）、5年期定期存款利率、10年期国债收益率等市场利率变化和行业资产负债管理情况，研究人身保险产品预定利率有关事项，每季度发布预定利率研究值。各公司要加强趋势性分析和前瞻性研判，动态调整本公司普通型人身保险、分红型人身保险预定利率最高值和万能型人身保险最低保证利率最高值。

图6: 上市险企平均综合负债成本（单位: %）



资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

**图7: 我国人身险行业同比增速及周期分析**

**资料来源：**金管局，国信证券经济研究所整理

《通知》提出建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制。中国保险业协会将定期组织人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会，参考5年期以上贷款市场报价利率(LPR)、5年定期存款基准利率、10年期国债到期收益率等长期利率，研究人身保险产品预定利率有关事项，每季度发布预定利率研究值。挂钩及动态调整机制应当报金融监管总局。1月10日，中国保险行业协会组织的人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会指出，当前普通型人身保险产品预定利率研究值为2.34%。相应政策的调整，将显著优化人身险产品定价利率监管机制，提高行业预定利率调整效率，在市场长端利率快速下移背景之下，若达到触发条件，保险行业及协会可自行进行相应预定利率的调整，有助于未来提高行业在负债成本管控方面的统一化及敏感性。

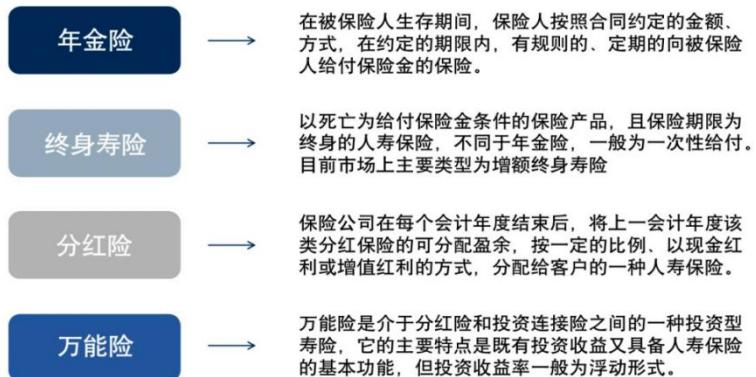
**表3: 国有大行现行存款利率**

银行	活期存款	零存整取、整存争取、存本取息			整存整取					
		一年	三年	五年	三个月	六个月	一年	二年	三年	五年
工商银行	0.10%	0.80%	1.00%	1.00%	0.80%	1.00%	1.10%	1.20%	1.50%	1.55%
农业银行	0.10%	0.80%	1.00%	1.00%	0.80%	1.00%	1.10%	1.20%	1.50%	1.55%
中国银行	0.10%	0.80%	1.00%	1.00%	0.80%	1.00%	1.10%	1.20%	1.50%	1.55%
建设银行	0.10%	0.80%	1.00%	1.00%	0.80%	1.00%	1.10%	1.20%	1.50%	1.55%
交通银行	0.10%	0.80%	1.00%	1.00%	0.80%	1.00%	1.10%	1.20%	1.50%	1.55%

**资料来源：**各银行官网，国信证券经济研究所整理

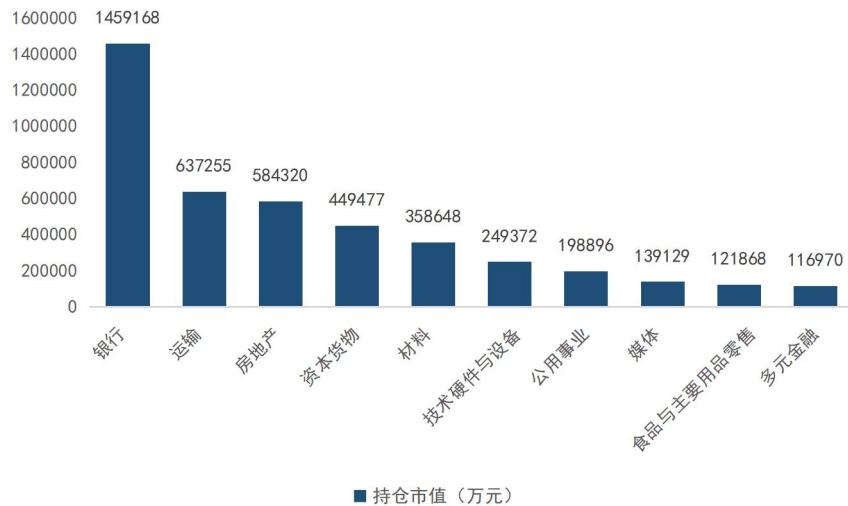
### ◆ 加大分红险开发力度，浮动负债端兑付成本

**短期行业或面临“阵痛期”，加速产品结构转型。**从产品功能来看，我国寿险产品主要的优势仍集中在“刚兑”为主。预定利率的进一步下调或导致“固收类”储蓄型保险在财富管理市场中竞争力将显著下降，以增额终身寿险为代表的产品或面临自然淘汰的压力。因此对保险公司来说，短期或面临缺乏爆款产品、产品吸引力下降、销售难的困境。相比之下，参照海外发展经验，分红险有望通过“低保底+高浮动”的形式与客户共担投资风险，进一步减小利差可能带来的风险，在降低负债端刚性成本的同时发掘新的保费增长点。

**图8: 储蓄型保险的主要类型及定义**


资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

随着健康险需求的阶段性饱和及预定利率的下调，近年来人身险公司纷纷向分红险转型。中国保监会规定保险公司每年至少应将分红保险可分配盈余的 70%分配给客户。从产品逻辑来看，分红险具有“低保底+高浮动”的特点，对险企而言，通过与被保险人共担投资风险的方式降低刚性兑付成本。在“资产荒”背景下，降低负债端刚性成本及资产负债匹配压力，从而为险资资产配置提供一定的灵活性。对分红险而言，由于采用浮动收费法计量，资产端的波动会被合同服务边际吸收后逐期释放，也就意味着分红险利润直接来自合同服务边际的摊销，利润具有较高的确定性和稳定性。从投资角度看，在 I9 实施之后，针对比较波动的权益资产，保险公司倾向于加强配置高息股票（以 FVOCI 计量），股息部分就很大程度上可以满足分红险的高收益资产部分的配置需求。在预计随着未来分红险保费收入的增长，叠加新会计准则实施，有利于提升险企对于以 OCI 股票为代表的权益类资产配置需求，以及对长期股权投资为代表的中长期优质资产的配置占比。

**图9: 分红型账户重仓流通股行业及市值（单位：万元）**


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。数据截至 2024 年中报。注：主要根据持有机构名称进行筛选。

中长期来看，相应政策有望动态降低险企资产负债匹配压力。预定利率的下调主要可以降低未来险企负债成本压力，通过“用时间换空间”的方式降低利差损风险。若预定利率进一步下调，中长期将更好地引导行业向“低保底+高浮动”型及保障型产品转型，预计整体业务价值也将得到显著改善。近年来，储蓄型产品（传统寿险等）在行业“开门红”期间保费收入占比较高，约为70%以上。2024年10月行业共计新发产品435款，主要涉及12类险种，数量较9月增加110款。从占比结构来看，10月新发终身寿险161款，预计仍是2025年“开门红”期间主流产品。此外，两全险及养老保险分别为88款及65款，分别位列第二及第三。整体行业产品策略仍以储蓄型保险及养老保险为主。

表4: 保险行业9月及10月新发产品种类及数量（单位: 款）

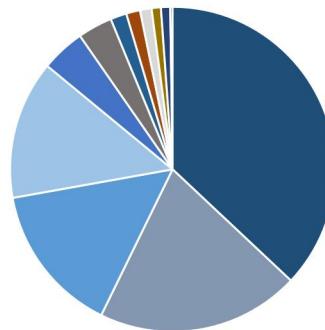
	9月	10月
终身寿险	96	161
重疾险	57	88
两全险	43	65
非养老保险	35	60
养老保险	32	19
费用补偿型医疗险	17	15
意外伤害保险	13	7
定期寿险	8	6
重疾险（不含轻症）	8	5
防癌保险	5	4
护理险	5	4
疾病保险	5	1
长期护理险	1	
<b>合计</b>	<b>325</b>	<b>435</b>

资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

从产品大类来看，根据行业公布的数据，目前行业在售的人寿保险产品超253款，其中分红型产品107款，占比超42.3%。有望带动行业在当前长端利率下行背景之下，降低利差损风险。

图10: 保险行业9月及10月新发产品种类及数量（单位: 款）

■ 终身寿险      ■ 两全险      ■ 养老金保险      ■ 非养老保险  
■ 重疾险      ■ 费用补偿型医疗险      ■ 防癌保险      ■ 意外伤害保险  
■ 定期寿险      ■ 其他疾病保险      ■ 护理保险      ■ 失能收入损失保险



资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

#### ◆ 医保改革下的健康险发展机遇

我们认为，在当前医保支付格局变化的背景下，商业健康险的医疗补充功能进一

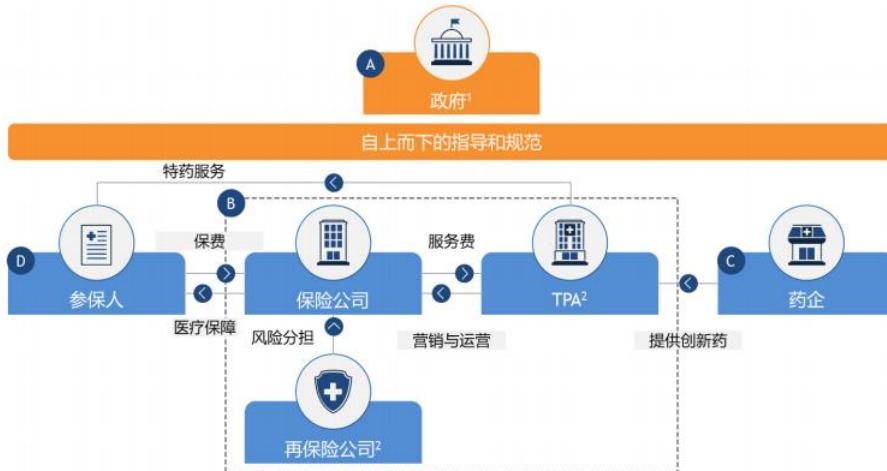
步强化，商保有望迎来中长期稳健发展机遇。DRG/DIP改革通过压缩基本医保的支付弹性，倒逼商业健康险向“服务型产品”转型。普惠型医疗保险保障补充功能凸显，通过扩展门诊保障、覆盖非标体人群，与基本医保形成错位发展。中高端医疗险凭借场景覆盖广、服务集成度高、客群定位精准的优势，成为承接品质医疗需求的核心载体。

图11：医疗险保障“四阶段”



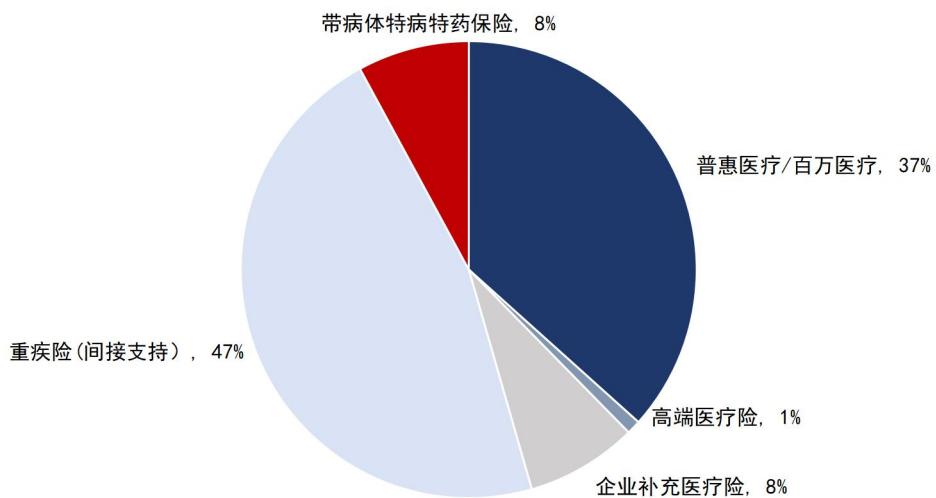
资料来源：医保局、保险行业协会，国信证券经济研究所整理

**医保改革背景下，普惠型保险补充角色有望强化。**当前，我国慢性病及非标体人群规模庞大，在医保支付改革背景下，中长期医疗需求难以得到满足。非标体又称为“非标准体”或“次标体”，在健康险行业中主要指风险程度高于标准体，需要提高费率或以附加条件来承保的人群。根据《全国第六次卫生服务统计调查专题报告》，我国慢病人群数量已超4亿人，15岁以上人群发病率超34%，65岁以上人群发病率超60%。刚性医疗支出需求及保障缺口使非标体人群保障诉求更强。同时，因潜在医疗成本高、定价难度大、就医数据难以获取等原因，传统商业健康险对慢性病人群核保严格，拒保率较高。**非标体及慢性病人群保障不足的核心矛盾在于高发病率与低覆盖率、严格核保与宽松需求、数据缺失与精准定价之间的失衡。**我们认为，惠民保的普及有利于患者在基础医保基础上加大各类病重（尤其是医保覆盖力较弱的重疾）的保障力度，加强非标体人群的医疗保障，缓解医保改革背景下的患者医疗支出压力。

**图12: 城市惠民保运营模式**

<sup>1</sup>不同产品政府参与度不同; <sup>2</sup>TPA和再保险公司在有些产品中有参与,有些产品中无参与

**资料来源:** RDPAC, 国信证券经济研究所整理

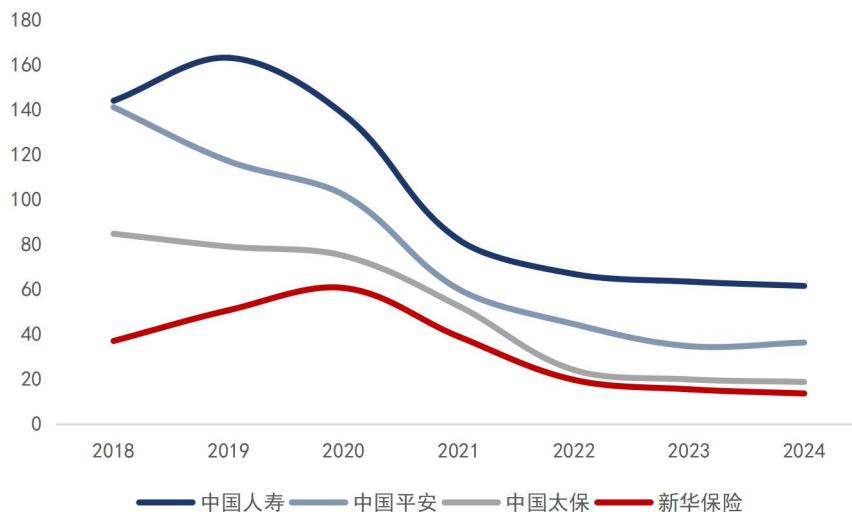
DRG/DIP改革下,医院为控费可能缩短住院时间及用药成本,导致传统百万医疗保险实用性下降。中高端医疗险通过资源整合、服务升级、及保险责任扩展,填补了基本医保与普通商保的空白,成为医保支付改革背景下中高净值人群应对医疗资源紧张的核心选择。从产品优势来看,中高端医疗险凭借全方位医疗资源得以满足医保外各类医疗需求,但因数据获取难度较大、后期待付压力较高、服务成本高等原因,其保费通常远高于普通医疗险。根据被保险人年龄、职业、健康状况,中高端医疗险年均保费通常为几千元至万元不等,价格成为短期约束其规模放量的核心因素之一。目前,行业优质中高端医疗险数量少,我们预计随着后续行业数据的统一及普及,叠加三方医疗服务机构的崛起,产品供给持续提升,中高端医疗险保费有望下降,保障属性及普惠性将得到进一步提高。

**图13: 2024年我国商保对创新药械赔付占比**

**资料来源:** 《中国创新药械多元支付白皮书》, 国信证券经济研究所整理

## ◆ 销售队伍质态改善

上市险企代理人团队数量基本实现企稳，人均产能持续改善。截至2024年末，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险代理人规模为62万人、36万人、19万人及14万人，规模基本同比实现企稳，中国平安代理人规模同比增长1.6万人。

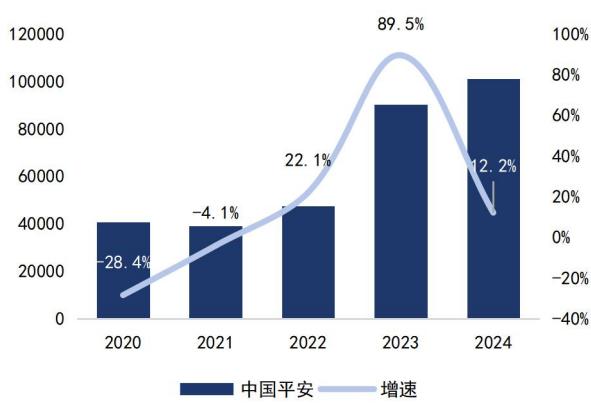
图14：上市险企代理人数量（单位：万人）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

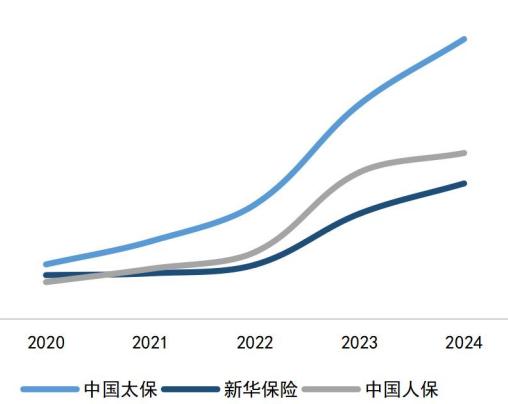
2024年，保险业加快人力及渠道转型，叠加监管政策引导，带动人均产能的持续提升。截至2024年末，中国平安代理人年人均NBV为101271元，创新高。中国太保实现月人均首年规模保费16734元，过去三年年均增速为55.2%。新华保险及中国人保实现月人均首年期交保费8100元及9921元，同比增长28.7%及13.1%。

图15：中国平安人均NBV（单位：元/人均每年）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图16：中国太保、新华保险、中国人保月人均产能



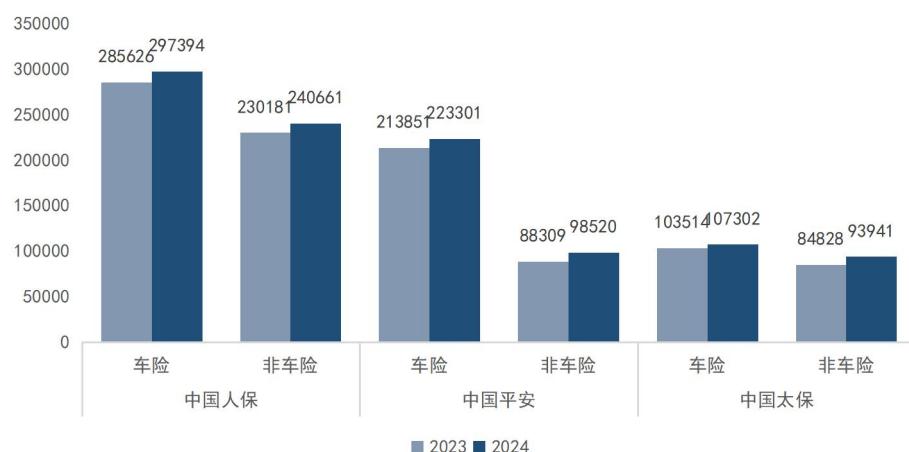
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理（中国太保数据统计口径为月人均首年规模保费，新华保险及中国人保为月人均首年期交保费）

## 财产险：保费收入企稳，COR 受巨灾影响波动

### ◆ 财险整体保费收入同比提升

随着我国财产险保险需求的稳步提升，2024 年上市险企财险业务保费收入稳中有升。截至 2024 年末，人保财险、平安财险、太保财险共计实现保费收入 10611.19 亿元，同比增长 5.4%；其中车险业务保费收入 6279.97 亿元，同比上升 4.1%；非车险业务保费收入 4331.22 亿元，同比上升 7.4%。

图17：上市险企财险业务保费收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2024 年，受车险“报行合一”因素影响，行业车险业务增速普遍回落，费用率明显下降。在政策引导下，财险公司逐步将综合费用率的支出部分转向综合赔付率，让利消费者。在此背景下，行业也逐步从费用竞争向服务竞争模式转变，这对公司的产品创新、定价、风控、理赔等能力提出更高要求，总体利好龙头企业。截至 2024 年末，人保车险、平安车险、太保车险保费收入分别同比提升 4.1%/4.4%/3.7%。

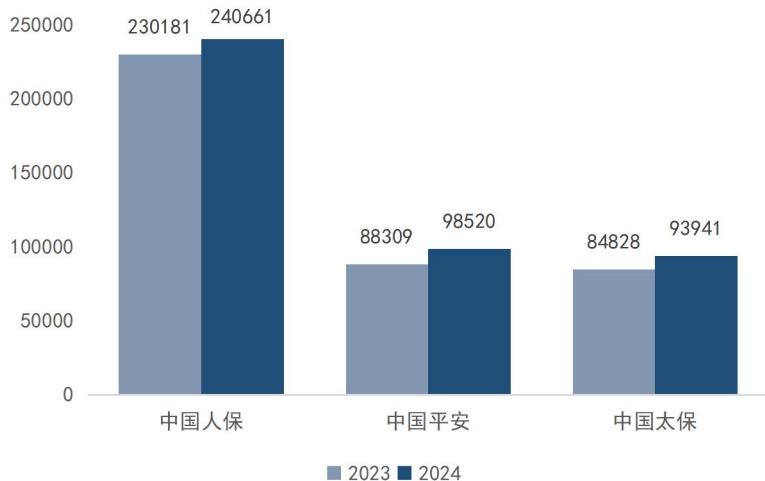
图18：上市险企车险总保费收入同比提升（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

非车险业务延续较高增速。企财险、责任险、意健险贡献主要保费增速。2024年，中国人保、中国平安、中国太保非车险业务分别实现同比增速4.6%/11.6%/10.7%。

图19：上市险企非车险总保费收入（单位：百万元）

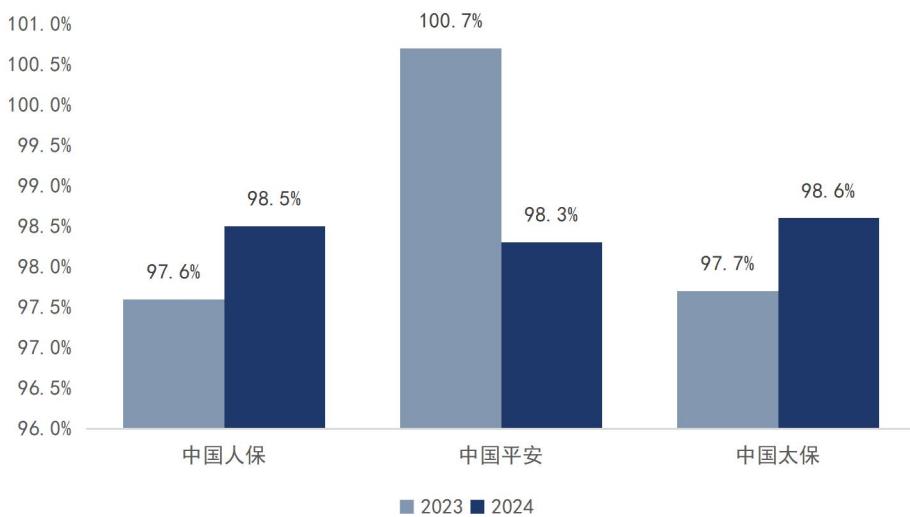


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

#### ◆ 承保综合成本率同比优化

2024年以来，受北方冻雨及夏季台风频发等大灾因素影响，上市险企COR同比表现分化。截至2024末，中国人保COR为98.5%，大灾拖累导致同比上升0.9pt。中国平安受信保业务整顿等因素影响，COR同比优化2.4pt至98.3%。中国太保前三季度COR为98.6%，同比上升0.9pt。

图20：上市险企综合成本率水平（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 投资收益回暖，配置结构优化

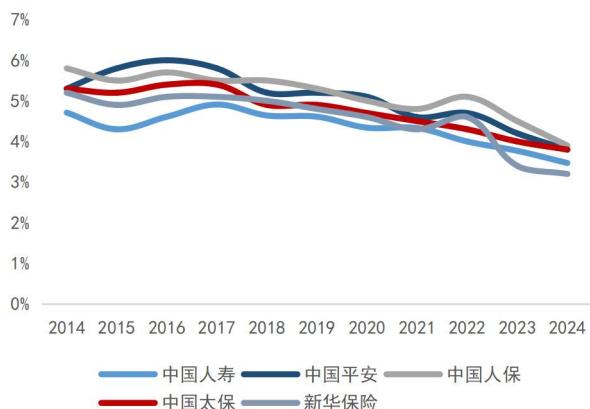
2023年，保险行业新会计准则实施加大公司利润表波动，叠加2024年三季度资本市场出现大幅反弹，上市险企营收及利润实现高增。新金融工具准则调整对险企利润表波动的影响主要体现在以下两方面：第一，大量权益资产被指定为FVTPL计量，直接加大利润表波动。按照新金融工具准则规定，权益资产被指定为FVOCI后，该决策不可撤销，只有分红可计入损益，处置时买卖价差不得计入损益，只能计入留存收益，因此保险公司将大量权益资产归入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL），资本市场变动导致的金融资产公允价值变动对利润表的影响变大。第二，利润表中与投资收益核算有关的科目发生变化。旧准则下与投资收益核算相关的主要科目是投资收益、公允价值变动损益和资产减值损失；新准则下的主要相关科目是利息收入、投资收益、公允价值变动损益、信用减值损失，具体计算公式及计算过程请参考上表。其中，“利息收入”反映新金融工具准则下对分类为以摊余成本计量的金融资产和分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产按照实际利率法计算的利息收入。

2024年，资本市场迎来大幅反弹，以股票为代表的权益类资产公允价值大幅提升，带动上市险企投资收益率同比改善。截至2024年末，新华保险、中国太保、中国人保、中国人寿、中国平安实现总投资收益率5.8%/5.6%/5.6%/5.5%/4.5%，同比提高4.0pt/3.0pt/2.3pt/2.8pt/1.5pt。

图21: 上市险企总投资收益率



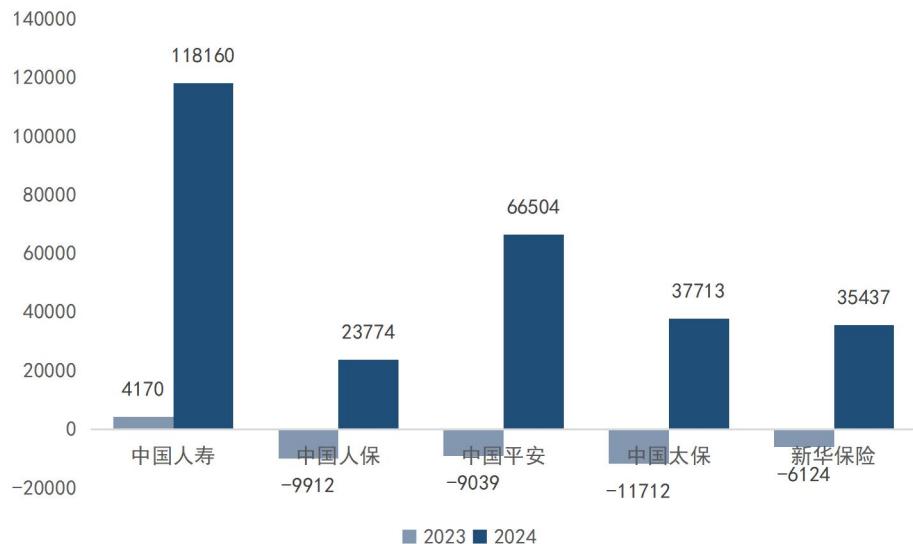
图22: 上市险企净投资收益率



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

受益于2024年权益类资产的反弹，上市险企所持金融资产的公允价值变动损益同比大幅提升，带动营收及利润的同比大幅增长。

**图23: 上市险企公允价值变动损益 (单位: 百万元)**


资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

2024年, 险资持续加大 FVOCI 权益类资产配置力度。截至 2024 末, 中国人寿、中国人保、中国平安、中国太保、新华保险 FVOCI 权益类资产占金融资产的配置比例分别为 3%/5%/9%/6%/2%, 配置规模均大幅提升。其中, 中国人保 OCI 股票投资规模同比大幅提升 26.4%, 对应投资收益率为 36.3%, 跑赢沪深 300 红利指数。

**表5: 2024 上市险企资产配置比例 (按会计计量方式, 单位: 百万元, %)**

	中国人寿	占金融资产比例	中国平安	占金融资产比例	中国人保	占金融资产比例	中国太保	占金融资产比例	新华保险	占金融资产比例	平均	
	金额		金额		金额		金额		金额		金额	占比
交易性金融资产 (FVTPL)	1,908,098	33%	1,445,335	27%	317,670	25%	667,199	27%	485,928	39%	964,846	30%
其他权益工具投资 (OCI 权益)	171,817	3%	264,163	5%	115,778	9%	142,014	6%	30,640	2%	144,882	5%
其他债权投资 (OCI 固收)	3,458,895	60%	2,993,899	55%	523,581	41%	1,607,972	65%	470,366	37%	1,810,943	52%
债权投资 (AC 固收)	196,754	3%	695,666	13%	316,231	25%	64,844	3%	274,891	22%	309,677	13%
合计	5,735,564	100%	5,399,063	100%	1,273,260	100%	2,482,029	100%	1,261,825	100%	3,230,348	100%

资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

### 下调投资及贴现率, 匹配资产端需求

在资产端普遍承压及宏观经济形势变化的背景之下, 各上市险企均于 2023 年年报中宣布下调投资收益假设及风险贴现率, 本次下调为 2016 年以来行业首次密集调整。其中, 中国人寿、中国人保、中国平安、中国太保、新华保险分别下调投资回报率假设至 4.0% (原为 4.5%)。中国人寿将风险贴现率由 8% 调整至 8% 及 7.2% (分别对应传统险、分红与万能险等非传统险); 中国人保从 9% 下调至 8.5%; 中国平安由 9.5% 下调至 8.5% 及 7.5%; 中国太保由 9% 下调至 8.5%; 新华保险由 9% 下调至 8.5%。投资收益率假设及风险贴现率是决定保险公司内含价值 (Embedded Value, EV) 的关键因素, 同时也反映了保险公司基于当前经济及资本市场环境, 对公司未来投资收益情况及风险情况的评估。

的假设率。在当前宏观经济形势变化，及资本市场“赚钱效应”减弱的背景之下，保险公司资产端承压。此前行业普遍使用的5%的投资收益假设难以匹配当下资产配置环境，因此基于对未来收益水平及宏观形式等因素的考量，行业或将密集下调投资收益率假设。此外，风险贴现率方面，此前险企使用的风险贴现率相对较高，体现出较为谨慎的风险预期。随着险资资产负债管理水平的不断提升，以及保险行业需求的演进，风险贴现率有一定的下调空间，从而帮助缓解下调投资收益率导致的公司内含价值及新业务价值(New Business Value, NBV)的波动。因此，审慎下调投资收益率假设及风险贴现率，有助于提升险企EV及NBV真实度。

**表6: 上市险企投资收益率假设**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>中国人寿</b>	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.00%
<b>中国人保</b>	5.75%	5.75%	5.75%	5.50%	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.00%
<b>中国平安</b>	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.00%
<b>中国太保</b>	5.20%	5.20%	5.20%	5.20%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.00%
<b>新华保险</b>	5.20%	5.20%	5.20%	5.20%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.00%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

**表7: 上市险企风险贴现率假设**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>中国人寿</b>	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	8.00%	8.00%/7.20%
<b>中国人保</b>	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	9.00%	8.50%
<b>中国平安</b>	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	9.50%	8.50%/7.50%
<b>中国太保</b>	11.50%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	9.00%	8.50%
<b>新华保险</b>	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.00%	11.00%	11.00%	9.00%	8.50%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

## 投资建议

2024年，行业深化负债端渠道、产品、成本等领域的转型，人均产能及渠道质态得到显著改善，持续看好行业后续改革红利的持续释放。资产端方面，上市险企持续优化资产配置结构，把握市场反弹机遇，投资收益水平显著回暖。考虑到当前行业面临的养老、医疗、康养、储蓄等多元需求，叠加渠道及产品改革初见成效，我们预计2025年保费同比增速约为5%至6%，对应NBV增速为25%。资产端方面，随着续期及新单保费规模的扩大和存量非标资产到期，预计险资资产配置需求仍高，对应长债及高分红类资产(以OCI计量的资产)配置行情或将延续，建议关注业绩稳健兑现、估值水平偏低的中国太保及中国财险，及资产收益弹性较大的新华保险。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		P/EV及P/B	
					2025E	2026E	2025E	2026E
2328.HK	中国财险	优于大市	14.64	3305	1.55	1.67	1.15	1.10
601601.SH	中国太保	优于大市	32.53	3120	4.77	4.90	0.47	0.41
601628.SH	中国人寿	优于大市	37.39	10546	3.83	3.88	0.71	0.66
601336.SH	新华保险	优于大市	51.66	1623	8.28	8.93	0.57	0.52

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 风险提示

保费收入不及预期；资本市场延续震荡；短期自然灾害导致的财产险赔付上升；长端利率下行等。

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032