



保险行业研究

增持（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001） 分析师：黄佳慧（执业 S1130525010001） 分析师：夏昌盛（执业 S1130524020003）
shusiqin@gjzq.com.cn huangjiahui@gjzq.com.cn xiachangsheng@gjzq.com.cn

2024 年报综述：股债双牛净利润高增，Margin 提升 NBV 高增延续

核心观点：

利润：投资收益大增驱动利润高增。2024 全年，上市险企归母净利润同比增速分别为：新华(+201.1%)、国寿(+131.6%)、众安(+105.4%)、人保(+88.2%)、太保(+64.9%)、平安(+47.8%)、中国财险(+30.9%)，同比均实现高速增长，主要受益于资本市场表现较好下的资产端驱动。剔除 OCI 债券增值与人保系的长股投收益后的综合投资收益率及增长幅度分别为：阳光(6.5%，+3.2pct)、中国财险(6.3%，+4.2pct)、新华(6.1%，+4.3pct)、太保(6.0%，+3.3pct)、平安(5.8%，+2.2pct)、国寿(5.6%，+2.4pct)、人保(5.1%，+2.9pct)、太平(5.0%，+2.3pct)。

分红：利润大增新准则口径分红比例下降，但绝对值增长。上市险企每股分红增速及分红比例为：新华(+198%，30.1%)、国寿(+51.2%，17.2%)、太平(+16.7%，14.9%)、人保(+15.4%，18.6%)、中国财险(+10.2%，37.3%)、友邦(+8.8%，35.2%)、太保(+5.9%，30.2%)、阳光(+5.6%，40.1%)、平安(+4.9%，37.9%)。

假设调整：EV 折价幅度整体可控。投资收益率下调 50BP 且风险贴现率普遍下调 50BP 后，EV 除太平集团、寿险分别 -13.9%、-15.7%外，普遍实现个位数增长，其中国寿、阳光、人保 EV 增长 11.2%、11.2%、20.9%表现亮眼。

寿险：Margin 驱动 NBV 高增。可比口径上市险企 NBV 增速分别为：人保(+127.0%)、新华(超过 106.8%)、太平(+90%)、阳光(+88%)、太保(+57.7%)、平安(+28.8%)、国寿(+24.3%)、友邦(+16.8%)，其中 margin 分别为人保(18.0%，+10.2pct)、新华(14.6%，+7.9pct)、太平(32.5%，+16.6pct)、阳光(22.1%，+11.3pct)、太保(21.9%，+8.6pct)、平安(26.0%，+7.2pct)、国寿(21.4%，+3.9pct)、友邦(54.5%，+1.9pct)，主要受益于缴期结构改善、预定利率下调与银保渠道报行合一。都不回算上年同期数，NBV 增速分别为：新华(+106.8%)、人保(+77.8%)、阳光(+43.3%)、太平(+21.2%)、太保(+20.9%)、平安(-8.2%)、国寿(-8.5%)。

Margin 大幅增长驱动银保渠道贡献大幅提升。2024 年银保渠道 NBV 占比与提升幅度分别为：阳光(55.7%，+0.1pct)、人保寿(47.2%，+19.8pct)、新华(40.1%，+26.7pct)、太平(34.9%，+21.6pct)、太保(32.8%，+15.9pct)、友邦(27.6%，+2.1pct)、平安(12.1%，+2.5pct)、国寿(10.5%，+4.5pct)。

财险：非车险增速分化，COR 表现分化。1) 保费：2024 年原保费增速分别为：众安(+13.4%)、阳光(+8.1%)、太保(+6.8%)、平安(+6.5%)、人保(+4.3%)，除众安外车险增速趋同，位于 2.2%-4.4%区间，非车险表现分化，分别为阳光(+16.7%)、平安(+11.6%)、太保(+10.5%)、人保(+4.6%)，人保增速较低主要受农险-5.7%拖累（部分农险不再计入原保费），太保、平安、阳光表现较好普遍受意健险、责任险驱动。2) COR：分别为众安(96.9%，+1.7pct)、平安(98.3pct，-2.4pct)、人保(98.5%，+0.9pct)、太保(98.6%，+0.9pct)、阳光(99.7%，+1.0pct)，阳光、太保、人保同比抬升主要受台风雪灾等巨灾影响，众安主要受产品结构改变及一次性费用增加影响，平安优化主要受益于保证险影响出清。其中车险 COR 分别为人保(96.8%，-0.1pct)、平安(98.1%，+0.4pct)、太保(98.2%，+0.6pct)、阳光(99.1%，+0.2pct)；非车险 COR 分别为平安(98.8%，-7.7pct)、太保(99.1%，+1.4pct)、阳光(100.6%，+2.0pct)、人保(101.9%，+2.8pct)。

投资建议与估值：

财险板块承保投资双改善，Q1 利润有望高增带来估值向上动力；寿险板块关注阶段性的 β 行情。建议保险股关注 2 条主线：①财险属于高股息防御型板块，在承保投资双改善情况下，Q1 利润预计高增长，且 25 年承保业绩预计改善，有望带来估值突破。②寿险关注新华保险（高 β ）、中国太平（分红险占比高，新保业务质地好）。

风险提示

监管趋严；权益市场波动；长端利率大幅下行；宏观经济复苏不及预期。



内容目录

1. 财务表现：投资收益大幅改善驱动利润高增，分红稳健增长.....	4
1.1 净利润：五家上市险企受资产端催化同比+82%.....	4
1.2 合同服务边际：合同服务边际表现分化，普遍实现正增长.....	5
1.3 分红：每股分红同比提升，后续 DPS 稳健性有望增强.....	5
1.4 净资产：增长分化，太保、人保增速领先.....	6
2. 业绩归因： 保险服务与投资业绩双提升.....	7
3. 寿险：NBV 高增延续，经济假设调整后 EV 普遍实现增长.....	8
3.1 精算假设调整.....	8
3.2 NBV: margin 提升驱动高增延续，渠道转型成效持续显现.....	10
4. 财险：非车险增速分化， COR 表现分化.....	13
4.1 保费：车险保费稳健增长，非车险表现分化.....	13
4.2 COR: 自然灾害增加，综合成本率上升.....	15
5. 资产端：继续增配长久期政府债，资本市场较好总投资收益大幅提升.....	16
6. 投资建议.....	18
7. 风险提示.....	19

图表目录

图表 1： 上市险企归母净利润（单位：亿元）	4
图表 2： 上市险企 2024 年 ROE.....	4
图表 3： 上市险企归母营运利润（单位：亿元）	4
图表 4： 上市险企寿险营运利润（单位：亿元）	4
图表 5： 合同服务边际摊销比例维持稳定	5
图表 6： 税前营运利润构成	5
图表 7： 上市险企合同服务边际余额（单位：亿元）	5
图表 8： 合同服务边际余额增长驱动因子分解.....	5
图表 9： 上市险企每股分红（单位：元/股）	6
图表 10： 上市险企分红比例	6
图表 11： 上市险企归母净资产（亿元）	6
图表 12： 上市险企其他综合收益（亿元）	6
图表 13： 净资产利率敏感性测算	6



图表 14:	上市险企金融资产分账户情况	6
图表 15:	新准则下, 保险集团业绩归因分析 (单位: 亿元)	7
图表 16:	新准则下, 寿险公司业绩归因分析 (单位: 亿元)	7
图表 17:	NBV 折价情况	8
图表 18:	EV 折价情况	8
图表 19:	新旧假设调整对 EV 影响对比	8
图表 20:	内含价值变动分析	10
图表 21:	上市险企 NBV 表现	10
图表 22:	上市险企新单保费情况 (单位: 亿元)	11
图表 23:	上市险企传统寿险占比提升	11
图表 24:	上市险企个险渠道 NBV 情况	11
图表 25:	上市险企个险渠道新单保费情况 (单位: 亿元)	12
图表 26:	上市险企代理人规模 (万人)	12
图表 27:	上市险企代理人月人均首年保费 (元)	12
图表 28:	上市险企银保渠道 NBV 情况	12
图表 29:	上市险企银保渠道新单保费情况 (单位: 亿元)	13
图表 30:	上市险企财险保费 (亿元)	13
图表 31:	财险行业集中度	13
图表 32:	上市险企车险保费 (亿元)	14
图表 33:	上市险企车均保费 (元)	14
图表 34:	上市险企车险集中度	14
图表 35:	人保财险家自车占比持续提升	14
图表 36:	上市险企非车险保费 (亿元)	14
图表 37:	上市险企非车险集中度	14
图表 38:	上市险企财险原保费分险种情况	14
图表 39:	上市险企综合成本率	15
图表 40:	上市险企车险综合成本率	16
图表 41:	上市险企非车险综合成本率	16
图表 42:	上市险企分险种 COR 情况	16
图表 43:	上市险企资产配置结构	17
图表 44:	上市险企债券资产分账户情况	17
图表 45:	上市险企股票资产分账户情况	17
图表 46:	上市险企投资收益率对比	18

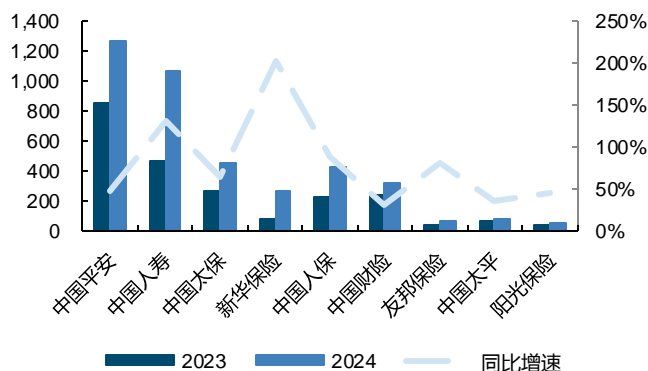


1. 财务表现：投资收益大幅改善驱动利润高增，分红稳健增长

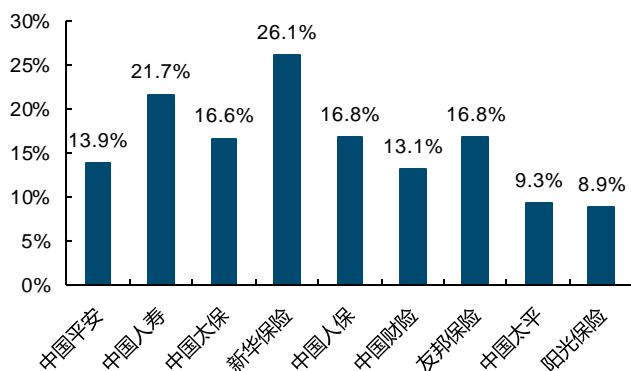
1.1 净利润：五家上市险企受资产端催化同比+82%

24 年五家大陆上市险企归母净利润合计增长 82%，主要受资本市场好转股债双牛下，投资收益大幅增长催化。新准则可比口径下，24 年平安、国寿、太保、新华、人保分别实现归母净利润 1,266、1,069、450、262、429 亿元，分别同比增长 47.8%、131.6%、64.9%、201.1%、88.2%，合计+82.4%，中国财险、友邦、太平、阳光归母净利润同比增长 30.9%、81.6%、36.2%、45.8%，主要受资产端催化，权益方面，2024 年沪深 300 指数、恒生国企指数分别+14.7%、+26.4%（上年同期分别-11.4%、-14.0%），债市方面，2024 年十年期国债收益率下行 88BP（上年同期下行 28PB）。

图表1：上市险企归母净利润（单位：亿元）



图表2：上市险企 2024 年 ROE

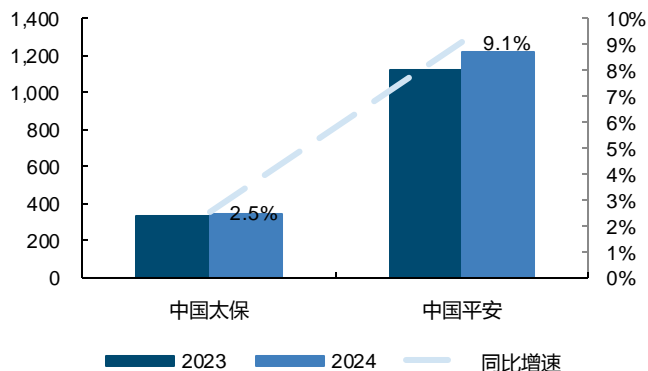


来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太平为港元，友邦为美元；国寿为 19 与 117 可比口径

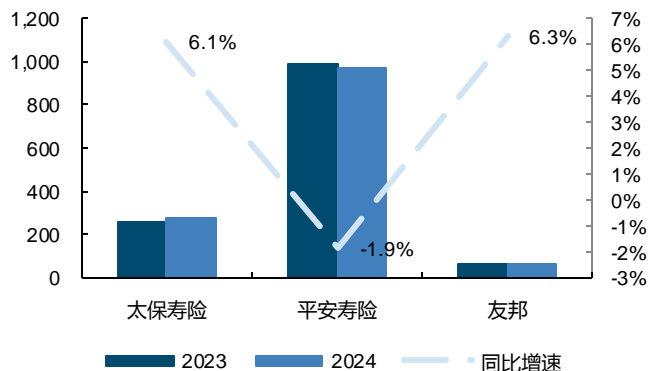
来源：各公司财报，国金证券研究所

营运利润基本实现正增长，但平安寿险受 CSM 假设调整摊销减少微负增长。24 年平安、太保集团归母营运利润分别同比+9.1%、+2.5%，平安集团主要受益于财险板块向好同比+67.7%与资产管理板块大幅减亏 88 亿元；平安寿险、太保寿险、友邦保险归母营运利润分别同比-1.9%、+6.1%、+6.3%，其中平安寿险营运利润负增长主要受调整 CSM 的估计变更对 CSM 负贡献 464 亿元，致使 CSM 摊销负增长影响，友邦主要受益于合同服务边际释放增加与营运偏差改善。

图表3：上市险企归母营运利润（单位：亿元）



图表4：上市险企寿险营运利润（单位：亿元）

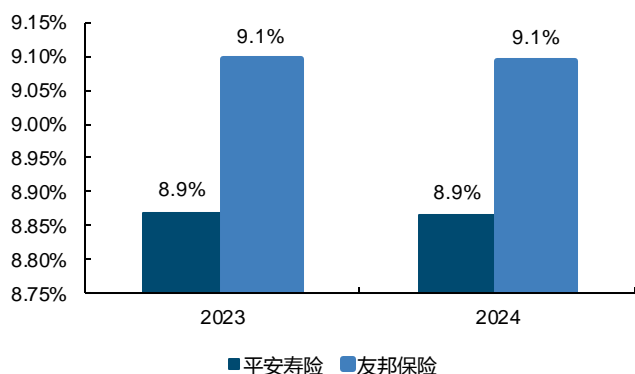


来源：各公司财报，国金证券研究所

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：友邦单位为美元

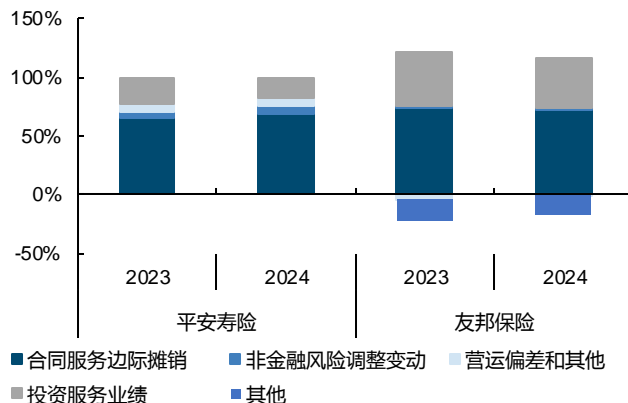


图表5：合同服务边际摊销比例维持稳定



来源：各公司财报，国金证券研究所

图表6：税前营运利润构成

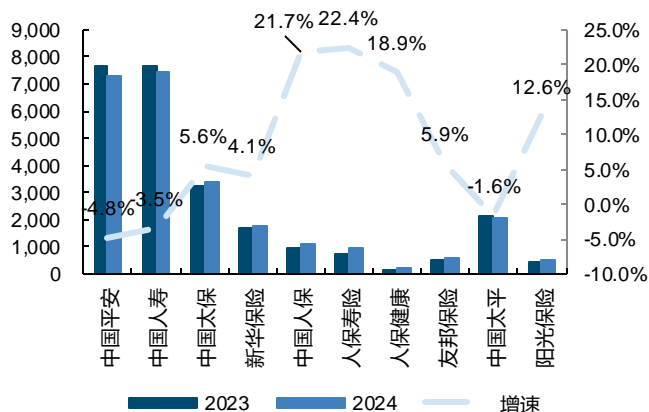


来源：各公司财报，国金证券研究所

1.2 合同服务边际：合同服务边际表现分化，普遍实现正增长

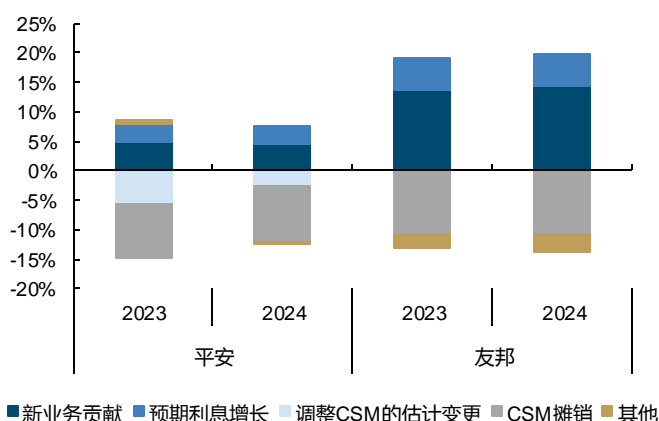
24 年末平安、国寿、太保、新华、人保、友邦、太平、阳光的合作服务边际余额分别较年初-4.8%、-3.5%、+5.6%、+4.1%、+21.7%、+5.9%、-1.6%、+12.6%，增速分化预计主要由会计处理的差异化带来，如平安调整 CSM 的估计变更对 CSM 负贡献 464 亿元，增长预计主要由新业务贡献增长带来。

图表7：上市险企合同服务边际余额（单位：亿元）



来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太平为港元，友邦为美元

图表8：合同服务边际余额增长驱动因子分解



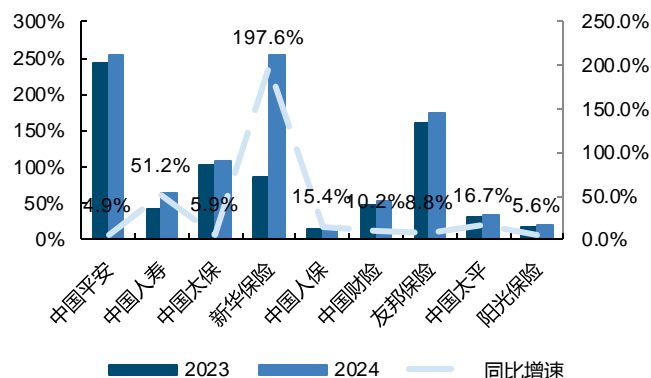
来源：各公司财报，国金证券研究所

1.3 分红：每股分红同比提升，后续 DPS 稳健性有望增强

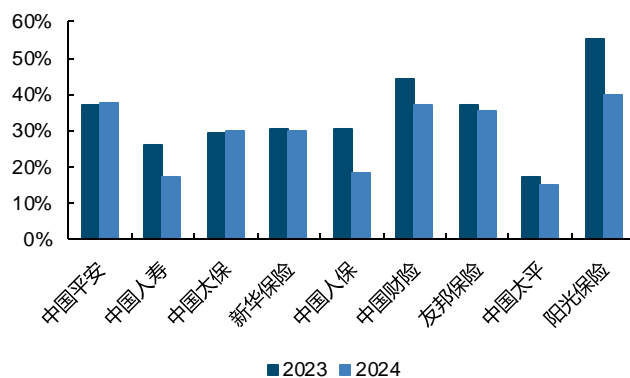
利润大增新准则口径分红比例下降，但绝对值增长。上市险企每股分红增速及分红比例为：新华（+198%、30.1%）、国寿（+51.2%、17.2%）、太平（+16.7%、14.9%）、人保（+15.4%、18.6%）、中国财险（+10.2%、37.3%）、友邦（+8.8%、35.2%）、太保（+5.9%、30.2%）、阳光（+5.6%、40.1%）、平安（+4.9%、37.9%）。当前平安、友邦、太保分红均挂钩营运利润，人保、国寿、太平、阳光等均致力于实现 DPS 持续稳健增长，预计上市公司分红稳健性有望提升。



图表9：上市险企每股分红（单位：元/股）



图表10：上市险企分红比例



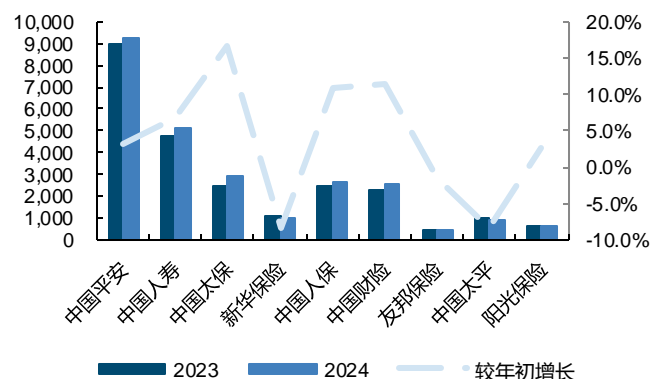
来源：各公司财报，国金证券研究所 注：友邦、太平为港元

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：平安、太保、友邦为营运利润口径

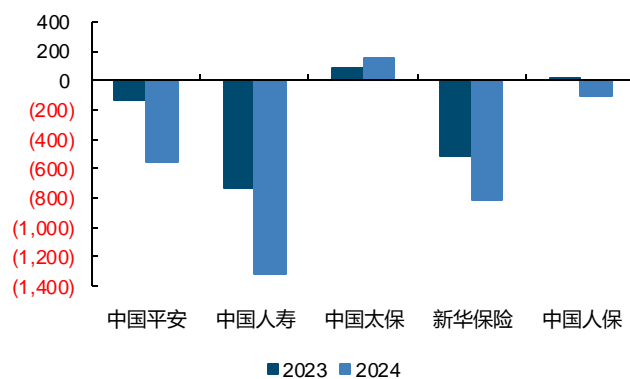
1.4 净资产：增长分化，太保、人保增速领先

24 年末上市险企归母净资产规模及增速分别为平安（9286 亿元；+3.3%）、国寿（5097 亿元；+6.8%）、太保（2914 亿元；+16.8%）、人保（2687 亿元；+10.9%）、中国财险（2579 亿元；+11.5%）、新华（962 亿元；-8.4%）、太平（871 亿港元；-8.3%）、阳光（621 亿元；+2.7%）、友邦（405 亿美元；-1.5%），太平与新华负增长预计主要源于公司以 FVOCI 方式计量的债权资产相对偏少，受利率下行引发的 FVOCI 的债权增值不足以抵消保险合同负债增值，根据测算，2024 年利率下降对净资产增速的影响分别为新华-33.4%、太平-23.1%、阳光-14.7%、国寿-14.5%、平安-6.3%、人保-4.7%、太保+0.7%。

图表11：上市险企归母净资产（亿元）



图表12：上市险企其他综合收益（亿元）



来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太平为港元，友邦为美元；国寿为 19

来源：各公司财报，国金证券研究所

与 I17 可比口径

图表13：净资产利率敏感性测算

百万元	国寿	太保	新华	平安	人保	阳光	太平
其他债权投资公允价值变动	219,720	105,022	23,150	240,577	15,706	16,197	58,261
可转损益的保险合同金融变动	-288,811	-103,211	-58,266	-297,229	-27,183	-25,069	-80,183
利率下降对净资产的影响（88BP）	-69,091	1,811	-35,116	-56,652	-11,477	-8,872	-21,922
2023 年归母净资产	477,093	249,586	105,067	899,011	242,355	60,446	94,980
利率下降对 24 年净资产增速的影响	-14.5%	0.7%	-33.4%	-6.3%	-4.7%	-14.7%	-23.1%

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太平为港元

图表14：上市险企金融资产分账户情况

	太保		新华		平安		国寿		太平		人保		中国财险		阳光	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
AC	3.7%	2.4%	44.4%	37.0%	13.3%	12.1%	3.7%	3.0%	9.3%	7.2%	22.2%	19.3%	21.0%	20.1%	0.0%	0.4%



	太保		新华		平安		国寿		太平		人保		中国财险		阳光	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
FVPL	25.8%	24.4%	28.3%	29.8%	23.6%	25.2%	30.1%	28.9%	34.1%	28.8%	26.7%	19.3%	24.0%	17.7%	26.1%	25.1%
债权类	13.0%	12.8%	12.7%	10.9%	14.3%	16.9%		8.5%	19.7%	18.2%	12.9%	8.7%				
股权类	12.9%	11.6%	15.5%	18.9%	9.3%	8.3%		20.3%	14.4%	10.6%	13.8%	10.6%				
FVOCI	59.8%	64.0%	26.2%	30.7%	56.0%	56.8%	50.8%	54.9%	47.3%	56.3%	30.4%	38.9%	30.0%	36.0%	61.0%	65.6%
债权类	55.4%	58.8%	25.8%	28.9%	52.3%	52.2%	48.4%	52.3%	45.4%	53.1%	23.6%	31.9%	15.8%	20.9%	54.3%	56.9%
股权类	4.4%	5.2%	0.4%	1.9%	3.7%	4.6%	2.4%	2.6%	1.9%	3.3%	6.7%	7.1%	14.2%	15.1%	6.6%	8.8%
长股投	1.0%	0.8%	0.4%	1.9%	4.3%	3.5%	4.6%	4.6%	2.1%	1.9%	10.9%	10.2%	10.4%	9.9%	2.2%	1.9%
其他	9.7%	8.4%	0.7%	0.6%	2.7%	2.3%	10.9%	8.7%	7.2%	5.8%	9.7%	12.2%	14.6%	16.2%	10.7%	7.0%

来源：各公司财报，国金证券研究所

2.业绩归因：保险服务与投资业绩双提升

降费增效背景下保险服务费用增速放缓，险服务业绩普遍增长。2024 年，平安、太保、人保、阳光、国寿、新华保险服务业绩分别同比+6.4%、+3.5%、+52.7%、+56.6%、-54.7%、+13.4%，国寿负增长一是源于报行合一背景下预计当期发生的赔款及其他相关费用同比-10%致使保险服务收入同比-2%，二是利率下行导致保险服务费用中亏损部分的确认及转回增加 264 亿至 390 亿，保险服务收入同比+20%。

股债双牛，投资服务业绩大幅改善。2024 年，平安、太保、人保、阳光、国寿、新华保险投资业绩分别较上年同期增加 704、234、233、27、1043、216 亿元。

图表15：新准则下，保险集团业绩归因分析（单位：亿元）

	平安			太保			人保			阳光		
	2023	2024	增速	2023	2024	增速	2023	2024	增速	2023	2024	增速
保险服务收入（A）	5,364	5,512	3%	2,662	2,795	5%	5,039	5,377	7%	599	640	7%
保险服务费用（B）	-4,402	-4,491	2%	-2,310	-2,431	5%	-4,734	-4,928	4%	-569	-585	3%
其他（C）	-37	-36	-4%	-14	-14	-1%	-60	-75	25%	4	-1	-130%
保险服务业绩（D=A+B+C）	925	985	6%	337	349	4%	245	374	53%	34	54	57%
承保财务损益（E）	-1,234	-1,717	39%	-456	-904	98%	-264	-421	59%	-88	-117	33%
投资收益合计（F）	429	1,616	276%	487	1,169	140%	400	790	98%	147	203	38%
投资业绩（G=E+F）	-805	-101	-87%	31	265	744%	136	369	172%	59	86	46%
利润总额（披露）	1,201	1,705	42%	320	444	39%	344	706	105%	58	81	40%
保险服务贡献率	77.03%	57.76%		105.32%	78.58%		71.17%	52.97%		59.54%	66.42%	
投资贡献率	-67.00%	-5.94%		9.82%	59.73%		39.47%	52.29%		101.82%	105.97%	
其他贡献率	89.97%	48.17%		-15.14%	-38.31%		-10.64%	-5.27%		-61.36%	-72.39%	

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：①其他（C）包括分出保费分摊和摊回保险服务费用；②投资收益合计包括利息收入、利息支出、公允价值变动、投资收益、减值损失等科目

图表16：新准则下，寿险公司业绩归因分析（单位：亿元）

	国寿			新华		
	2023	2024	同比增速	2023	2024	同比增速
保险服务收入（A）	2,124	2,082	-2%	480	478	0%
保险服务费用（B）	-1,504	-1,805	20%	-333	-316	-5%
其他（C）	-3	4	-231%	-8	-3	-56%
保险服务业绩（D=A+B+C）	618	280	-55%	140	159	13%
承保财务损益（E）	-1,273	-2,093	64%	-265	-608	129%



	国寿			新华		
	2023	2024	同比增速	2023	2024	同比增速
投资收益合计 (F)	1,176	3,039	158%	200	759	280%
投资业绩 (G=E+F)	-97	946	-1075%	-66	150	-329%
利润总额 (披露)	446	1,152	158%	55	281	410%
保险服务贡献率	138.65%	24.30%		254.32%	56.51%	
投资贡献率	-21.76%	82.12%		-119.00%	53.45%	
其他贡献率	-16.89%	-6.42%		-35.32%	-9.96%	

来源：国金证券研究所 注：①其他 (C) 包括分出保费分摊和摊回保险服务费用；②投资收益合计包括利息收入、利息支出、公允价值变动、投资收益、减值损失等科目

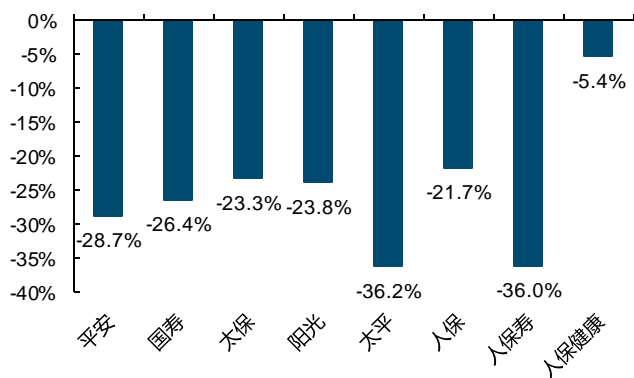
3.寿险：NBV 高增延续，经济假设调整后 EV 普遍实现增长

3.1 精算假设调整

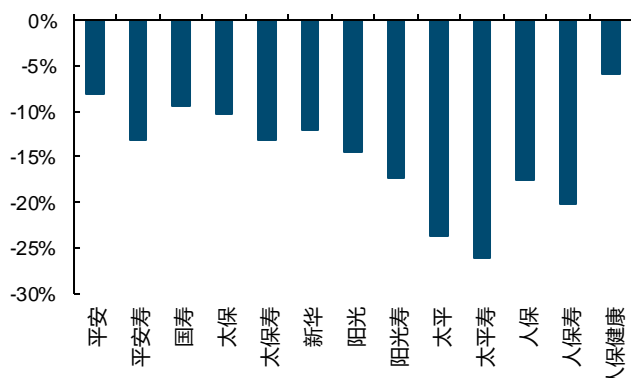
精算假设调整对 EV 影响整体可控。2024 年，上市险企下调投资收益率假设 50BP 至 4.0%，风险贴现率假设普遍下调 50BP，EV 除太平集团、寿险分别-13.9%、-15.7%外，普遍实现个位数增长，其中国寿、阳光、人保 EV 增长 11.2%、11.2%、20.9%表现亮眼。具体看，假设调整致使 2024 年各保险集团折价幅度分别为太平集团-23.7%、人保集团-17.6%、阳光集团-14.4%、太保集团-10.3%、平安集团-8.1%，寿险公司折价幅度分别为太平寿-26.0%、人保寿-20.1%、阳光寿-17.3%、太保寿-13.2%、平安寿-13.1%、新华-12.1%、国寿-9.5%、人保健康-5.9%；上市险企 NBV 折价幅度分别为太平-36.2%、人保寿-36.0%、平安-28.7%、国寿-26.4%、阳光-23.8%、太保-23.3%、人保集团-21.7%、人保健康-5.4%。由于风险贴现率各险企下调幅度不等，因此并不能简单根据 EV、NBV 折价幅度判定险企价值的利率敏感性。

原假设口径下，2024 年上市险企 EV 均实现双位数增长，其中人保集团+46.7%、阳光集团 30.0%、国寿+22.8%表现亮眼。从增速驱动因子看，NBV、EV 预期回报贡献稳定，投资偏差贡献大幅提升。友邦 EV 较上年末+2.4%，增速较低主要受股份回购拖累。

图表17：NBV 折价情况



图表18：EV 折价情况



来源：各公司财报，国金证券研究所

来源：各公司财报，国金证券研究所

图表19：新旧假设调整对 EV 影响对比

单位：亿元	2023 年 (旧假设)	2023 年 (新假设)	2024 年 (旧假设)	2024 年 (新假设)	可比口径同 比 (旧假设)	非可比口径增长 (新口径/旧口径-1)	2024 年 新旧假设折价
投资收益率/贴现率假设	4.5%/9.5%	4.0%/8.5%、 7.5%	4.5%/9.5%	4.0%/8.5%、 7.5%	4.5%/9.5%		
平安集团 EV	13901	/	15,481	14,226	11.4%	2.3%	-8.1%
寿险 EV	8310	/	9,606	8,351	15.6%	0.5%	-13.1%
VIF	4465	/	/	3,996		-10.5%	



	寿险调整后净资产	3845	/	/	4,355	/	13.3%	
	其他业务调整后净资产	5592	/	/	5,875	/	5.1%	
	NBV	311	22,710	400	285	28.8%	-8.2%	-28.7%
国寿	投资收益率/贴现率假设	4.5%/8%	4.0%/8.0%、7.2%	4.5%/8%	4.0%/8.0%、7.2%	4.5%/8%	非可比口径增长 (新口径/旧口径-1)	24年新旧 假设折价
	寿险 EV	12,606		15,476	14,011	22.8%	11.2%	-9.5%
	VIF	5,848			5,033	/	-13.9%	
	调整后净资产	6,758			8,978	/	32.9%	
	NBV	369		458	337	24.3%	-8.5%	-26.4%
	投资收益率/贴现率假设	4.5%/9.0%	4.0%/8.5%	4.5%/9.0%	4.0%/8.5%	4.5%/9.0%	非可比口径增长 (新口径/旧口径-1)	24年新旧 假设折价
太保	集团 EV	5,295		6,264	5,621	18.3%	6.2%	-10.3%
	寿险 EV	4,020		4,862	4,218	20.9%	4.9%	-13.2%
	VIF	2,421			2,166		-10.5%	
	寿险调整后净资产	1,599			2,052		28.3%	
	NBV	110		173	133	57.7%	20.9%	-23.3%
	投资收益率/贴现率假设	4.5%/9.0%	4.0%/8.5%	4.5%/9.0%	4.0%/8.5%	4.5%/9.0%	非可比口径增长 (新口径/旧口径-1)	24年新旧 假设折价
新华	寿险 EV	2,505		2,939	2,584	17.3%	3.2%	-12.1%
	VIF	877			692		-21.1%	
	调整后净资产	1,628			1,892		16.2%	
	NBV	30			63	/	106.8%	
	投资收益率/贴现率假设	4.5%/9.0%	4.0%/8.5%	4.5%/9.0%	4.0%/8.5%	4.5%/9.0%	非可比口径增长 (新口径/旧口径-1)	24年新旧 假设折价
太平 (港币)	集团 EV	2,721	/	3,070	2,342	12.8%	-13.9%	-23.7%
	集团调整后净资产	1,857	/	2,117	1,829	14.0%	-1.5%	-13.6%
	寿险 EV	2,454	/	2,795	2,068	13.9%	-15.7%	-26.0%
	寿险调整后净资产	1,590	/	1,842	1,554	15.9%	-2.2%	-15.6%
	VIF	864	/	953	513	10.3%	-40.6%	-46.2%
	NBV	75	/	143	91	90.0%	21.2%	-36.2%
	投资收益率/贴现率假设	4.5%/9.5%	4.0%/8.5%	4.5%/9.5%	4.0%/8.5%	4.5%/9.5%	非可比口径增长 (新口径/旧口径-1)	24年新旧 假设折价
阳光	集团 EV	1,041		1,352	1,158	30.0%	11.2%	-14.4%
	寿险 EV	787		1,128	933	43.4%	18.6%	-17.3%
	VIF	380			403	/	6.0%	
	寿险调整后净资产	406			530	/	30.5%	
	NBV	36		68	52	88.0%	43.3%	-23.8%
	投资收益率/贴现率假设	4.5%/9.0%	4.0%/8.5%	4.5%/9.0%	4.0%/8.5%	4.5%/9.0%	非可比口径增长 (新口径/旧口径-1)	24年新旧 假设折价
人保	EV 合计	1,240		1,819	1,498	46.7%	20.9%	-17.6%
	寿险 EV	1,015		1,499	1,197	47.7%	18.0%	-20.1%
	健康险 EV	225		320	301	42.3%	33.9%	-5.9%
	寿险 VIF	304		400	222	31.7%	-26.8%	-44.4%
	健康险 VIF	144		195	179	35.3%	24.6%	-7.9%
	寿险调整后净资产	711		1,099	975	54.6%	37.2%	-11.3%
	投资收益率/贴现率假设	4.5%/9.0%	4.0%/8.5%	4.5%/9.0%	4.0%/8.5%	4.5%/9.0%	非可比口径增长 (新口径/旧口径-1)	24年新旧 假设折价



健康险调整后净资产	81	125	122	54.9%	50.4%	-2.9%
NBV 合计	65	147	115	127.0%	77.8%	-21.7%
寿险 NBV	37	78	50	114.2%	37.1%	-36.0%
健康险 NBV	28	69	65	143.6%	130.5%	-5.4%

来源：各公司财报，国金证券研究所

图表20：内含价值变动分析

亿元	国寿	平安	太保	新华	人保	太平	国寿	平安	太保	新华	人保	太平
期初内含价值	12,606	13,901	5,295	2,505	1,240	2,721						
EV 预期回报	998	574	288	165	82	148	7.9%	4.1%	5.4%	6.6%	6.6%	5.4%
新业务价值创造	337	323	156	63	128	177	2.7%	2.3%	2.9%	2.5%	10.3%	6.5%
假设及模型变动	(1,465)	(976)	-643	(377)	(293)	(713)	-11.6%	-7.0%	-12.1%	-15.0%	-23.6%	-26.2%
市场价值调整	1,065	159	153	0	96		8.4%	1.1%	2.9%	0.0%	7.7%	0.0%
投资回报差异	641	217	267	204	196		5.1%	1.6%	5.0%	8.1%	15.8%	0.0%
股东分红	(178)	(401)	-70	-43		(25)	-1.4%	-2.9%	-1.3%	-1.7%	0.0%	-0.9%
营运偏差及其他	7	154	54	47	51	27	0.1%	1.1%	1.0%	1.9%	4.1%	1.0%
其他	2	275	120	22		7	0.0%	2.0%	2.3%	0.9%	0.0%	0.3%
期末内含价值	14,011	14,226	5,621	2,584	1,498	2,342	11.2%	2.3%	6.2%	3.2%	20.9%	-13.9%

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太平为港元

3.2 NBV: margin 提升驱动高增延续，渠道转型成效持续显现

Margin 驱动 NBV 高增。可比口径上市险企 NBV 增速分别为：人保 (+127.0%)、新华 (超过 106.8%)、太平 (+90%)、阳光 (+88%)、太保 (+57.7%)、平安 (+28.8%)、国寿 (+24.3%)、友邦 (+16.8%)，其中 margin 分别为人保 (18.0%，+10.2pct)、新华 (14.6%，+7.9pct)、太平 (32.5%，+16.6pct)、阳光 (22.1%，+11.3pct)、太保 (21.9%，+8.6pct)、平安 (26.0%，+7.2pct)、国寿 (21.4%，+3.9pct)、友邦 (54.5%，+1.9pct)，主要受益于缴期结构改善、预定利率下调与银保渠道报行合一，新单保费在高基数叠加期缴转型下普遍负增长，储蓄险热销下传统寿险占比持续提升。

都不回算上年同期数，NBV 增速分别为：新华 (+106.8%)、人保 (+77.8%)、阳光 (+43.3%)、太平 (+21.2%)、太保 (+20.9%)、平安 (-8.2%)、国寿 (-8.5%)。

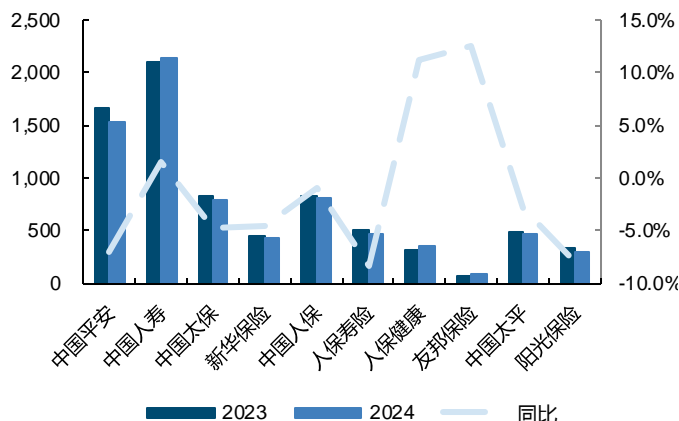
图表21：上市险企 NBV 表现

NBV									margin					
4.50%				4.00%			NBV 增长	2024 年	4.50%			4.00%		
亿元	2023	2024	同比	2023	2024	同比	(4.0%比 4.5%)	NBV 折价	2023	2024	同比	2024	折价	
中国平安	310.8	400.2	28.8%	227.1	285.3	25.6%	-8.2%	-28.7%	18.7%	26.0%	7.2pct	18.5%	-7.5pct	
中国人寿	368.6	458.1	24.3%		337.1		-8.5%	-26.4%	17.5%	21.4%	3.9pct	15.7%	-5.6pct	
中国太保	109.6	172.8	57.7%		132.6		20.9%	-23.3%	13.3%	21.9%	8.6pct	16.8%	-5.1pct	
新华保险	30.2		106.8%		62.5		106.8%		6.7%		7.9pct	14.6%		
中国人保	64.9	147.3	127.0%		115.4		77.8%	-21.7%	7.9%	18.0%	10.2pct	14.1%	-3.9pct	
人保寿险	36.6	78.5	114.2%		50.2		37.1%	-36.0%	7.1%	16.6%	9.5pct	10.7%	-6.0pct	
人保健康	28.3	68.8	143.6%		65.1		130.5%	-5.4%	9.1%	19.9%	10.8pct	18.8%	-1.1pct	
友邦保险	40.3	47.1	16.8%						52.6%	54.5%	1.9pct			
中国太平	75.1	142.7	90.0%		91.03		21.2%	-36.2%	15.9%	32.5%	16.6pct	20.7%	-11.8pct	
阳光保险	35.96	67.61	88.0%		51.53		43.3%	-23.8%	10.8%	22.1%	11.3pct	16.8%	-5.3pct	

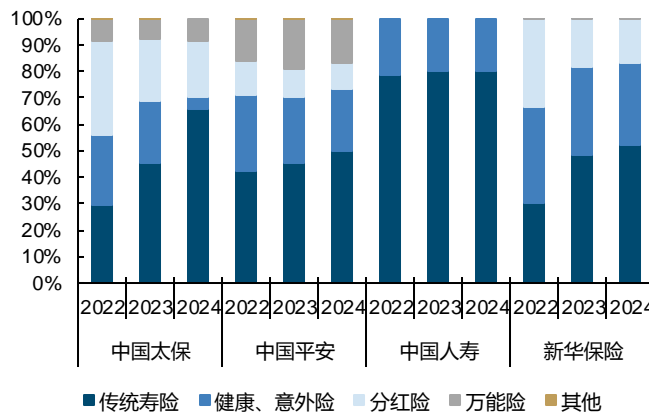
来源：各公司财报，国金证券研究所 注：友邦为美元，太平为港元；灰色单元格为非同比



图表22：上市险企新单保费情况（单位：亿元）



图表23：上市险企传统寿险占比提升



来源：各公司财报，国金证券研究所 注：友邦为美元，太平为港元

来源：国金证券研究所 注：国寿寿险未进一步拆分

1) 个险渠道：NBV 全面正增长，代理人质态持续改善

可比口径上市险企 NBV 增速分别为：人保 (+86.3%)、太平 (+42.0%)、友邦 (+15.2%)、平安 (+26.5%)、国寿 (+18.4%)，都不回算上年同期数，NBV 增速分别为：人保 (+59.5%)、新华 (+37.2%)、太保 (+37.1%)、阳光 (+33.1%)、国寿 (-9.6%)、太平 (-10.5%)，主要由预定利率下调叠加期缴转型下 margin 高增驱动，可比口径下，平安、人保、太平 margin 均实现超 10pct 增长，在不回算上年同期数的情况下，太保、新华 margin 依然抬升 5.7pct、4.6pct 表现亮眼。

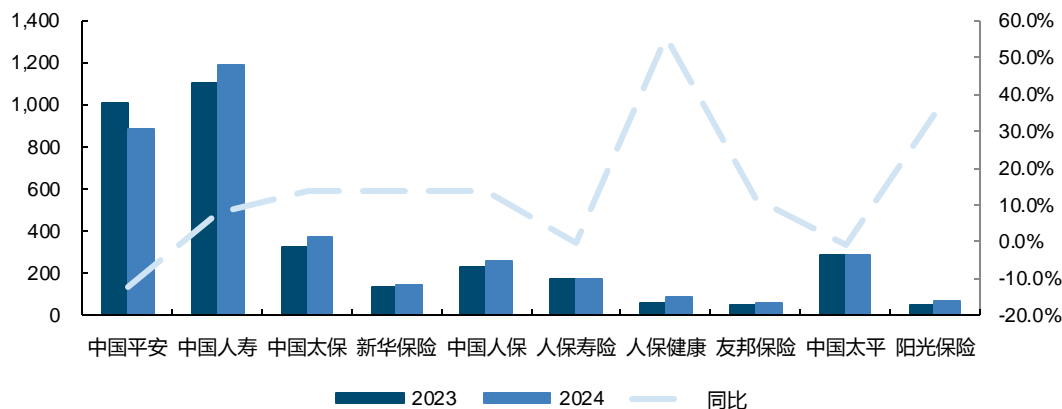
图表24：上市险企个险渠道 NBV 情况

NBV							margin				
亿元	4. 50%		4. 00%		NBV 增长 (4. 0%比 4. 5%)	4. 50%			4. 00%		
	2023	2024	同比	2024		折价	2023	2024	同比	2024	折价
中国平安	251. 9	318. 7	26. 5%			25. 1%	36. 0%	11. 0pct			
中国人寿	346. 5	410. 2	18. 4%	313. 1	-23. 7%	-9. 6%	29. 9%	33. 7%	3. 8pct	25. 7%	-8. 0pct
中国太保	90. 7		37. 1%	124. 4		37. 1%	28. 0%	5. 7pct	33. 7%		
新华保险	29. 3		37. 2%	40. 3		37. 2%	22. 4%	4. 6pct	27. 0%		
中国人保	54. 6	101. 6	86. 3%	87. 0	-14. 4%	59. 5%	23. 7%	38. 8%	15. 1pct	33. 2%	-5. 6pct
人保寿险	25. 8	40. 8	58. 1%	26. 7	-34. 5%	3. 5%	15. 0%	23. 8%	8. 8pct	15. 6%	-8. 2pct
人保健康	28. 8	60. 9	111. 5%	60. 3	-0. 9%	109. 6%	49. 4%	67. 1%	17. 7pct	66. 5%	-0. 6pct
友邦保险	32. 2	37. 07	15. 2%				65. 4%	67. 6%	2. 2pct		
中国太平	61. 2	87. 0	42. 0%	54. 8	-37. 0%	-10. 5%	22. 2%	32. 60%	10. 4pct	20. 6%	-12. 0pct
阳光保险	13. 2		33. 1%	17. 6		33. 1%	27. 1%	-0. 2pct	26. 9%		

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：友邦为美元，太平为港元；灰色单元格为非同比



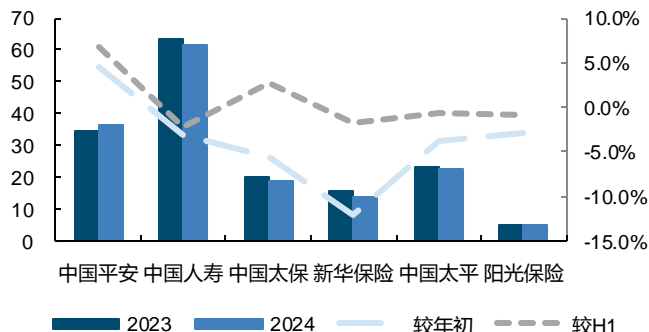
图表25：上市险企个险渠道新单保费情况（单位：亿元）



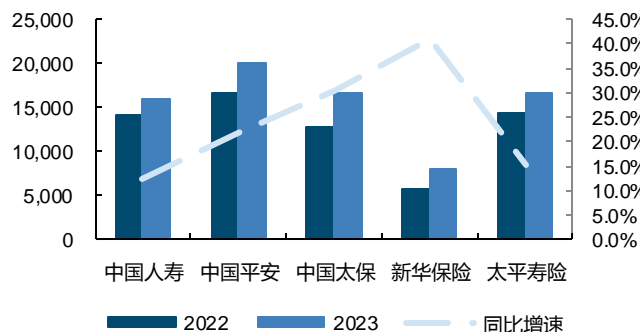
来源：各公司财报，国金证券研究所 注：友邦为美元，太平为港元

代理人质态持续改善，产能大幅提升。1) 从规模上看，截至 24 年末，平安、国寿、太保、新华、太平代理人规模分别为 36.3、61.5、18.8、13.64、22.6 万人，较 2024H1 分别+6.8%、-2.2%、+2.7%、-1.9%、-0.7%，代理人已基本企稳。2) 从产能上看，24 年国寿、平安、太保、新华、太平代理人月人均首年保费分别为 15,907、20,141、16,734、8,100、16,628、分别同比+12.6%、+21.7%、+30.4%、+41.0%、+15.4%，人均产能在高基数下继续实现双位数增长。

图表26：上市险企代理人规模（万人）



图表27：上市险企代理人月人均首年保费（元）



来源：各公司财报，国金证券研究所 注：阳光为月均口径

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太平、新华代理人每月人均期缴原保费口径

2) 银保渠道：NBV 高增，贡献大幅提升

Margin 提升驱动银保渠道 NBV 贡献大幅提升。2024 年银保渠道 NBV 占比与提升幅度分别为：阳光 (55.7%，+0.1pct)、人保寿 (47.2%，+19.8pct)、新华 (40.1%，+26.7pct)、太平 (34.9%，+21.6pct)、太保 (32.8%，+15.9pct)、友邦 (27.6%，+2.1pct)、平安 (12.1%，+2.5pct)、国寿 (10.5%，+4.5pct)，主要受益于报行合一与预定利率下调下的 margin 增长，新单保单在压降趸交提升期缴下基本负增长。

图表28：上市险企银保渠道 NBV 情况

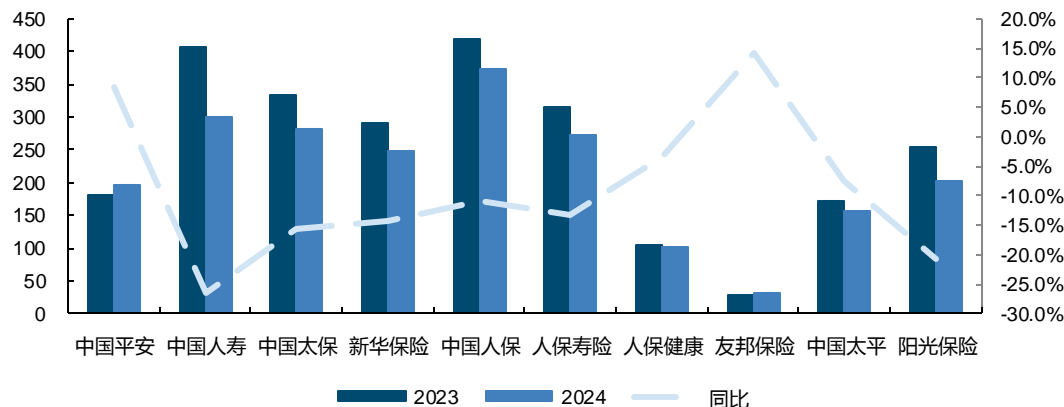
	NBV						margin					NBV 占比		
	4.50%			4.00%			4.50%			4.00%		20.23	20.24	变动
	2023	2024	同比	2024	折价	增长 (4.0% 比 4.5%)	2023	2024	同比	2024	折价			
平安	29.7	48.3	62.7%				16.4%	24.6%	8.2pct			9.5%	12.1%	2.5pct
国寿	22.1	47.9	116.7%	24.0	-50.0%	8.4%	5.4%	16.0%	10.6pct	8.0%	-8.0pct	6.0%	10.5%	4.5pct
太保	18.5		134.8%	43.5		134.8%	5.6%		-5.6pct	15.5%		16.9%	32.8%	15.9pct
新华	4.1		516.5%	25.1		516.5%	1.4%		-1.4pct	10.1%		13.5%	40.1%	26.7pct



人保	14.3	46.1	223.1%	29.6	-35.7%	107.7%	3.4%	12.3%	8.9pct	7.9%	-4.4pct	22.0%	31.3%	9.3pct
人保寿	10.0	37.0	269.7%	23.4	-36.7%	133.9%	3.2%	13.6%	10.4pct	8.6%	-5.0pct	27.3%	47.2%	19.8pct
人保健	4.3	9.1	113.2%	6.2	-31.5%	46.1%	4.0%	8.9%	4.9pct	6.1%	-2.8pct	15.0%	13.2%	-1.9pct
友邦	10.3	13.0	26.2%				37.8%	41.7%	3.9pct			25.6%	27.6%	2.1pct
太平	10.0	49.8	400.2%	31.8	-36.2%	219.2%	5.9%	32.60%	26.7pct	20.8%	-11.8pct	13.3%	34.9%	21.6pct
阳光	20.0		43.6%	28.7		43.6%	7.9%		6.4pct	14.2%		55.5%	55.7%	0.1pct

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：友邦为美元，太平为港元；灰色单元格为非同比

图表29：上市险企银保渠道新单保费情况（单位：亿元）



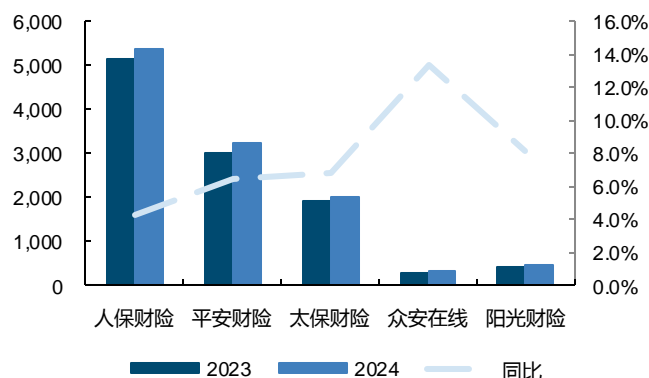
来源：各公司财报，国金证券研究所 注：友邦为美元，太平为港元

4.财险：非车险增速分化，COR表现分化

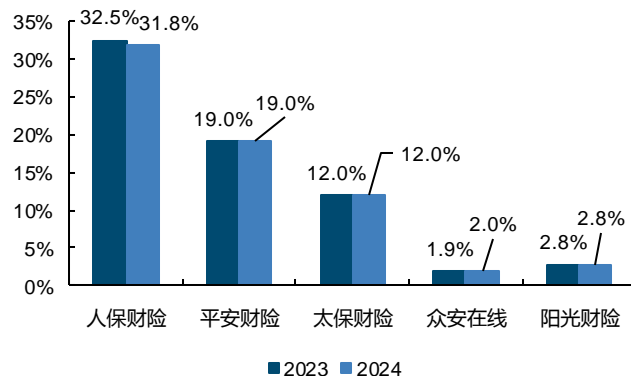
4.1 保费：车险保费稳健增长，非车险表现分化

2024 年人保财险、平安产险、太保产险、众安财险、阳光财险原保费收入分别同比+4.3%、+6.5%、+6.8%、+13.4%、+8.1%（行业+6.5%），表现分化主要受非车险影响，车险除众安在低基数下高速增长外其余险企差异不大。集中度方面，CR3 同比-0.7 pct 至 62.9%，主要源于行业数据口径调整，部分风险处置完毕险企已重新纳入统计中，同口径下，CR3 仅下滑 0.1pct。

图表30：上市险企财险保费（亿元）



图表31：财险行业集中度



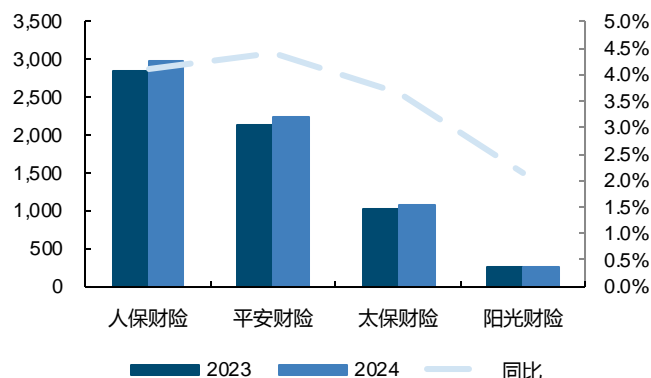
来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告、金融监管总局官网，国金证券研究所

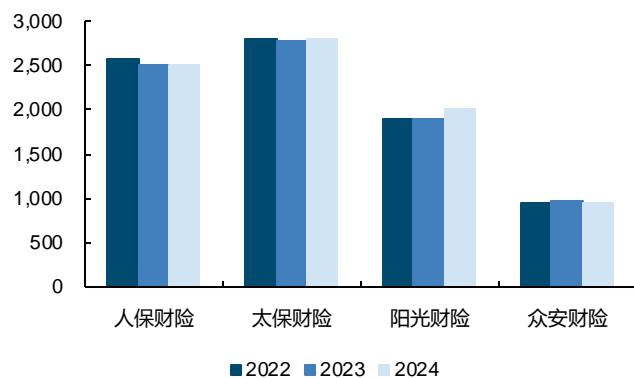
车险方面：汽车保有量提升驱动车险稳健增长。24 年人保财险、平安产险、太保产险、阳光财险车险保费同比分别+4.1%、+4.4%、+3.7%、+2.2%（行业+5.4%），整体维持稳健增长，预计主要由汽车保有量提升驱动（24 年末中国汽车保有量较年初增长 5.1%），车均保费基本持平。集中度方面，CR3-0.8pct 至 68.7%，同口径下预计微幅下滑。



图表32：上市险企车险保费（亿元）



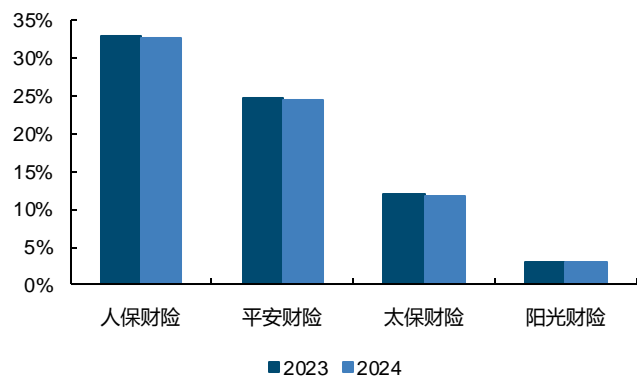
图表33：上市险企车均保费（元）



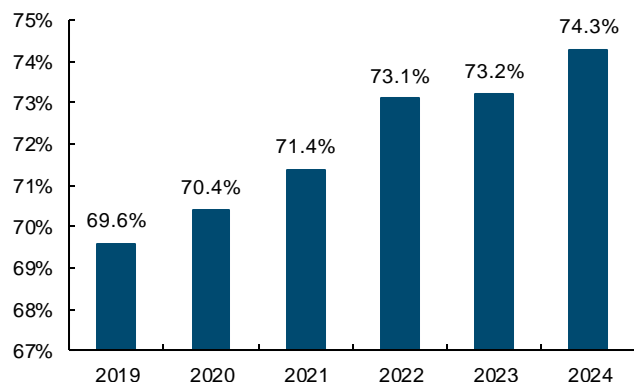
来源：各公司财报，国金证券研究所

来源：中保协官网，国金证券研究所

图表34：上市险企车险集中度



图表35：人保财险家自车占比持续提升

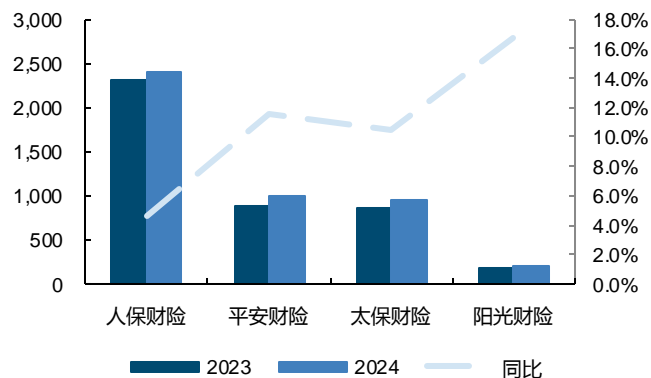


来源：各公司财报、金融监管总局，国金证券研究所

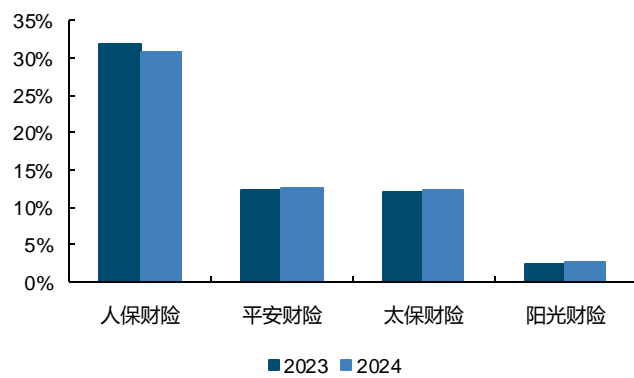
来源：中国人保官网，国金证券研究所

非车险方面，人保财险、平安产险、太保产险、阳光财险非车险保费同比+4.6%、+11.6%、+10.5%、+16.7%（行业+8.0%），人保增速较低主要受农险-5.7%拖累（部分农险不再计入原保费），太保、平安、阳光表现较好普遍受意健险、责任险驱动。

图表36：上市险企非车险保费（亿元）



图表37：上市险企非车险集中度



来源：各公司财报，国金证券研究所

来源：各公司财报，国金证券研究所

图表38：上市险企财险原保费分险种情况

人保	保费（亿元）			平安	保费（亿元）			太保	保费			阳光	保费		
	2023	2024	同比		2023	2024	同比		2023	2024	同比		2023	2024	同比
整体	5,158	5,381	4.3%	整体	3,022	3,218	6.5%	整体	1,883	2,012	6.8%	整体	442	478	8.1%
车险	2,856	2,974	4.1%	车险	2,139	2,233	4.4%	车险	1,035	1,073	3.7%	车险	261	267	2.2%
非车险	2,302	2,407	4.6%	非车险	883	985	11.6%	非车险	848	939	10.7%	非车险	181	211	16.7%



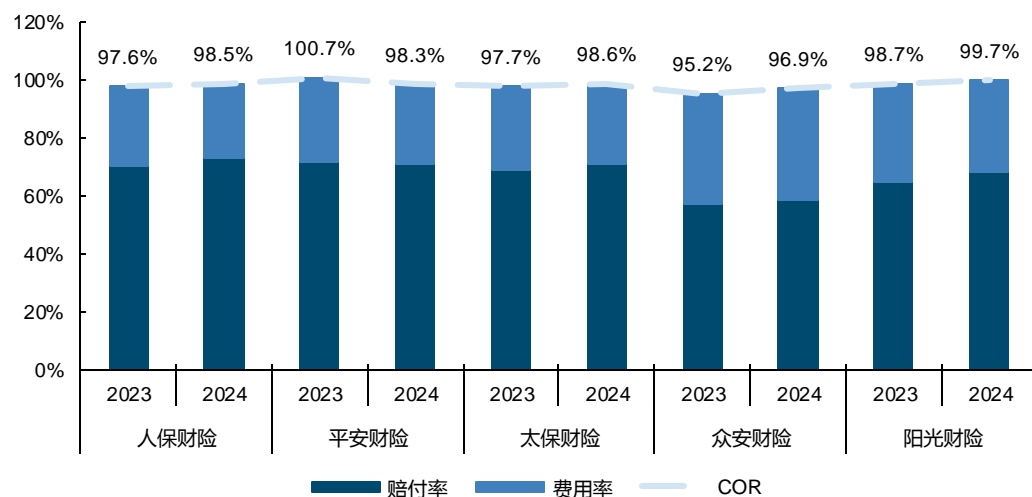
意健险	922	1,012	9.7%	健康险	133	183	38.3%	健康险	174	203	16.9%	意健险	56	72	28.5%
农险	582	549	-5.7%	意外险	102	122	20.2%	农险	177	193	8.8%	保证险	43	40	-6.9%
责任险	342	376	9.9%	责任险	232	242	4.4%	责任险	197	222	13.0%	责任险	32	39	19.8%
企财险	166	169	2.0%	企财险	94			企财险	68	78	15.0%	货运险	24	25	5.3%
信用保证 险	56	51	-8.6%	保证险	7	-24	同比-30 亿元	其他	233	243	4.5%	其他	26	36	36.8%
货运险	54	61	12.5%	农险		107									
其他	180	190	5.4%	其他	316	354	12.0%								

来源：各公司财报，国金证券研究所

4.2 COR：自然灾害增加，综合成本率上升

受台风、暴雪等自然灾害影响，综合成本率同比普遍抬升。24 年人保财险、平安财险、太保财险、众安财险、阳光财险综合成本率分别为 98.5%、98.3%、98.6%、96.9%、99.7%，同比分别+0.9%、-2.4%、+0.9%、+1.7%、+1.0%，普遍抬升主要是自然灾害增加影响，众安抬升主要受健康生态一次性费用投入增加及险种结构变化导致赔付率抬升影响；平安同比优化主要受益于保证险影响出清。

图表39：上市险企综合成本率



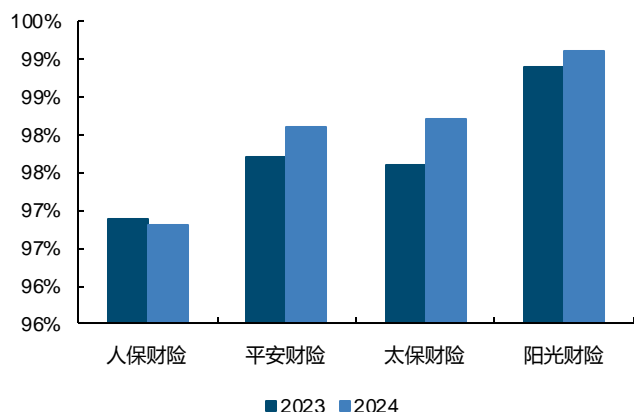
来源：各公司财报，国金证券研究所

车险方面，同比抬升但普遍实现较好盈利。24 年人保财险、平安财险、太保财险、阳光财险车险 COR 分别为 96.8%、98.1%、98.2%、99.1%，分别同比-0.1pct、+0.4pct、+0.6pct、+0.2pct，主要受自然灾害致使赔付率抬升影响，报行合一趋严费用率同比有所下降。

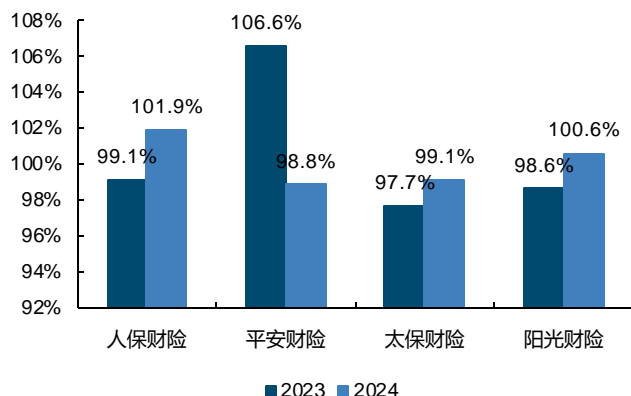
非车险方面，受保证险业务影响表现分化。24 年人保财险、平安财险、太保财险、阳光财险非车险综合成本率分别为 101.9%、98.8%、99.1%、100.6%，同比分别+2.8pct、-7.7pct、+1.4pct、+2.0pct，主要受自然灾害影响。



图表40：上市险企车险综合成本率



图表41：上市险企非车险综合成本率



来源：各公司财报，国金证券研究所 注：人保财险为香港会计准则口径 COR

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：人保财险为香港会计准则口径 COR

图表42：上市险企分险种 COR 情况

人保	COR			平安	COR		
	2023	2024	变动		2023	2024	变动
整体	97.8%	98.8%	1.0pct	整体	100.7%	98.3%	-2.4pct
机动车辆险	96.9%	96.8%	-0.1pct	车险	97.7%	98.1%	0.4pct
非车险	99.1%	101.9%	2.8pct	非车险	106.6%	98.8%	-7.7pct
意健险	97.7%	99.5%	1.8pct	健康险	95.2%	93.4%	-1.8pct
农险	95.8%	99.7%	3.9pct	意外险	106.0%	99.0%	-7.0pct
责任险	107.0%	105.2%	-1.8pct	责任险	106.3%	102.7%	-3.6pct
企财险	103.8%	113.4%	9.6pct	企财险	97.7%		
信用保证险				保证险	131.1%	102.2%	-28.9pct
货运险	95.5%	98.8%	3.3pct	农险		99.8%	
其他险种							
太保	COR			阳光	COR		
	2023	2024	变动		2023	2024	变动
整体	97.7%	98.6%	0.9pct	整体	98.7%	99.7%	1.0pct
车险	97.6%	98.2%	0.6pct	车险	98.9%	99.1%	0.2pct
非车险	97.7%	99.1%	1.4pct	非车险	98.6%	100.6%	2.0pct
责任险	100.6%	103.7%	3.1pct	意健险	92.3%	93.9%	1.6pct
农险	98.8%	98.7%	-0.1pct	保证险	98.8%	99.0%	0.2pct
健康险	99.2%	104.3%	5.1pct	责任险	102.1%	105.3%	3.2pct
企财险	97.2%	103.8%	6.6pct	货运险	103.6%	105.9%	2.3pct
				其他	102.7%	107.2%	4.5pct

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：人保财险为香港会计准则口径 COR

5.资产端：继续增配长久期政府债，资本市场较好总投资收益大幅提升

固收方面，大幅度增配长久期政府债。2024 年平安、太保、国寿、新华、太平、人保、阳光债券占比分别较年初提升 3.6pct、8.3pct、4.9pct、2.1pct、5.8pct、5.2pct、5.8pct，其中寿险公司通过配置利率债拉长资产端久期，利率债占比均高于 70%，财险配置金融债、企业债占比更高。

权益方面，利率延续低位叠加资产荒，上市险企二级权益占比普遍提升。截至 2024 年，股票+基金占比及变化分别为：新华（18.4%，+4.8pct）、阳光（13.3%，+1.3pct）、太平（13.0%，-1.5pct）、国寿（12.2%，+0.4pct）、平安（11.8%，+0.3pct）、太保（11.6%，+0.5pct）、人保（8.9%，-2.4pct），预计 Q3 末权益市场大涨后各公司减仓兑现了部分浮



盈。分账户看，各公司持续增配高股息股票以股息补票息从而稳定净投资收益率，OCI 股票规模及占比均有大幅提升，截至 2024 年，上市险企 OCI 股票规模及较 2024H1 增速分别为：平安（2632 亿元，27.7%）、太保（761 亿元，65.4%）、国寿（602 亿元，76.2%）、新华（306 亿元，82.0%）、人保（273 亿元，50.0%）、太平（476 亿元，27.8%），OCI 股票占比及较 2024H1 变动分别为平安（60.2%，-1.9pct）、人保（45.4%，+4.9pct）、太平（36.6%，+2.9pct）、太保（29.8%，+9.0pct）、新华（16.9%，+5.3pct）、国寿（12.0%，+4.3pct）。

图表43：上市险企资产配置结构

大类配置	平安		太保		国寿		新华		太平		人保		中国财险		阳光保险	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
现金等价物及定期存款	6.9%	7.2%	8.9%	7.8%	10.6%	8.4%	20.6%	19.7%	7.1%	7.2%	7.7%	10.4%	12.4%	14.3%	7.6%	4.0%
债券投资	58.1%	61.7%	51.7%	60.1%	54.1%	59.0%	50.1%	52.1%	68.7%	74.5%	43.7%	49.0%	34.3%	38.4%	52.0%	57.7%
股票+基金	11.5%	11.8%	11.1%	11.6%	11.8%	12.2%	13.6%	18.4%	14.5%	13.0%	11.4%	8.9%	13.7%	12.7%	12.0%	13.3%
其中：股票+权益型基金	9.2%	10.0%	10.7%	11.3%											12.0%	13.3%
股票	6.2%	7.6%	8.4%	9.3%	7.9%	7.6%	7.3%	10.6%	8.4%	8.3%	3.2%	3.7%	6.0%	7.2%	11.0%	12.3%
基金	5.3%	4.1%	2.8%	2.3%	3.8%	4.6%	6.3%	7.8%	6.1%	4.7%	8.2%	5.3%	7.7%	5.4%	1.0%	1.0%
长股投	4.3%	3.5%	1.0%	0.8%	4.8%	4.6%	0.4%	1.9%	2.1%	1.9%	10.9%	10.2%	10.4%	9.9%	2.2%	1.9%
投资性房地产	2.7%	2.3%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.7%	0.5%	1.8%	1.5%	1.1%	0.9%	1.3%	1.1%	1.9%	1.8%
另类投资	16.0%	13.2%	26.1%	18.8%	18.5%	15.6%	13.5%	6.5%	7.5%	4.8%	25.2%	20.6%	26.9%	22.9%	24.4%	21.3%
其中：债权投资计划	4.0%	3.2%	13.2%	9.7%	8.9%	7.9%	5.9%	2.2%	5.7%	3.9%	-	-	6.3%	4.6%	5.0%	3.4%
其他	0.4%	0.4%	0.7%	0.6%	0.0%	0.0%	0.5%	0.5%	-1.6%	-2.9%	0.0%	0.0%	1.0%	0.8%	0.0%	0.0%

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：另类投资包括非标债权、股权、未上市股权、优先股、永续债；新华股票投资中剔除了优先股；阳光基金中不包括债权基金；太平其他包括买入返售证券/卖出回购证券

图表44：上市险企债券资产分账户情况

	太保			新华			国寿			平安			人保			中国财险		
	2023	2024H1	2024	2023	2024H1	2024	2023	2024H1	2024	2023	2024H1	2024	2023	2024H1	2024	2023	2024H1	2024
政府债	65%	66%	71%	70%	63%	71%	65%	70%	74%	77%	75%	76%	36%	45%	53%	23%	38%	47%
金融债	20%	21%	19%	21%	28%	22%	16%	11%	9%	18%	20%	20%	34%	30%	24%	42%	32%	27%
企业债	15%	13%	10%	10%	9%	7%	19%	19%	17%	4%	5%	5%	30%	25%	24%	36%	30%	26%
FVPL	17%	19%	17%	12%	20%	15%	11%	17%	14%	12%	16%	17%	27%	20%	17%	33%	23%	19%
AC	2%	2%	1%	41%	39%	31%	55%	0%	0%	10%	8%	7%	19%	19%	18%	21%	26%	26%
FVOCI	81%	79%	82%	47%	41%	54%	34%	83%	85%	78%	76%	76%	54%	61%	65%	46%	51%	54%

来源：各公司财报，国金证券研究所

图表45：上市险企股票资产分账户情况

亿元	FVOCI 股票					FVOCI 股票占股票比例					FVOCI 股票占股票+基金的比例				
	2023	2024H1	2024	较 H1	增长	2023	2024H1	2024	较 H1	增长	2023	2024H1	2024	较 H1	增长
平安	1751	2060	2632	27.7%		59.9%	62.1%	60.2%	-1.9pct		32.2%	36.6%	39.0%	2.4pct	
太保	271	460	761	65.4%		14.4%	20.8%	29.8%	9.0pct		10.8%	16.1%	24.0%	7.8pct	
国寿	148	341	602	76.2%		3.4%	7.7%	12.0%	4.3pct		2.3%	4.8%	7.4%	2.7pct	
新华	53	168	306	82.0%		4.9%	11.7%	16.9%	5.3pct		2.8%	6.5%	10.0%	3.5pct	
人保	160	182	273	50.0%		35.2%	40.5%	45.4%	4.9pct		9.8%	12.8%	18.6%	5.8pct	
太平	224	373	476	27.8%		19.8%	33.7%	36.6%	2.9pct		11.4%	20.0%	23.4%	3.4pct	
中国财险	279	315	392	24.6%		77.8%	78.9%	80.4%	1.6pct		33.9%	40.9%	45.8%	4.9pct	



合计（不含中国财险）	2607	3585	5049	40.9%	22.2%	27.7%	32.3%	4.6pct	13.2%	16.6%	20.5%	3.9pct
亿元	FVOCI 股票占投资资产的比例				FVPL 股票							
	2023	2024H1	2024	较 H1 增长	2023	2024H1	2024	较 H1 增长				
平安	3.7%	4.0%	4.6%	0.6pct	1,170	1,259	1,742	38.4%				
太保	1.2%	1.9%	2.8%	0.9pct	1,613	1,753	1,790	2.1%				
国寿	0.3%	0.6%	0.9%	0.3pct	4,154	4,076	4,409	8.2%				
新华	0.4%	1.2%	1.9%	0.7pct	1,010	1,275	1,502	17.8%				
人保	1.1%	1.2%	1.7%	0.5pct	295	268	329	23.0%				
太平	1.7%	2.5%	3.0%	0.5pct	909	735	826	12.4%				
中国财险	4.7%	4.9%	5.8%	0.9pct	80	84	96	13.1%				
合计（不含中国财险）	1.6%	2.0%	2.5%	0.6pct	9,231	9,449	10,694	13.2%				

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太平为港元

利率下行，资产再配置收益降低，净投资收益率同比普遍下滑。2024 年上市险企净投资收益率及同比变动分别为阳光（4.2%，持平）、人保（3.9%，-0.6pct）、平安（3.8%，-0.4pct）、太保（3.8%，-0.2pct）、国寿（3.5%，-0.2pct）、太平（3.5%，-0.1pct）、新华（3.2%，-0.2pct）。股债双牛下，剔除 OCI 债券增值与人保系的长股投收益后的综合投资收益率及增长幅度分别为：阳光（6.5%，+3.2pct）、中国财险（6.3%，+4.2pct）、新华（6.1%，+4.3pct）、太保（6.0%，+3.3pct）、平安（5.8%，+2.2pct）、国寿（5.6%，+2.4pct）、人保（5.1%，+2.9pct）、太平（5.0%，+2.3pct）。

图表46：上市险企投资收益率对比

投资收益率对比	净投资收益率				总投资收益率				综合投资收益率			
	2022	2023	2024	同比变动	2022	2023	2024	同比变动	2022	2023	2024	同比变动
平安	4.7%	4.2%	3.8%	-0.4pct	2.4%	3.0%	4.5%	1.5pct	2.7%	3.6%	5.8%	2.2pct
太保	4.3%	4.0%	3.8%	-0.2pct	4.1%	2.6%	5.6%	3.0pct	2.3%	2.7%	6.0%	3.3pct
国寿	4.0%	3.7%	3.5%	-0.2pct	3.9%	2.6%	5.5%	2.9pct	1.9%	3.2%	5.6%	2.4pct
新华	4.6%	3.4%	3.2%	-0.2pct	4.3%	1.8%	5.8%	4.0pct	1.8%	1.8%	6.1%	4.3pct
太平	3.9%	3.6%	3.5%	-0.1pct	1.2%	2.7%	4.6%	1.9pct	2.3%	2.7%	5.0%	2.3pct
人保	5.1%	4.5%	3.9%	-0.6pct	4.6%	3.3%	5.6%	2.3pct	3.4%	6.1%	2.7pct	
中国财险					3.8%	3.5%	5.5%	2.0pct	3.1%	7.5%	4.4pct	
阳光		4.2%	4.2%	0.0pct		3.4%	4.3%	0.9pct	3.3%	6.5%	3.2pct	
人保（剔除长股投投资收益）						2.2%	4.7%	2.5pct		2.3%	5.1%	2.9pct
人保财险（剔除长股投投资收益）						2.6%	4.4%	1.8pct		2.1%	6.3%	4.2pct

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：灰色为测算值；综合投资收益率口径中剔除了 OCI 债券的净溢；国寿 2023 年数据是基于旧金融工具准则

6.投资建议

财险板块承保投资双改善，Q1 利润有望高增带来估值向上动力；寿险板块关注阶段性的 β 行情。建议保险股关注 2 条主线：①财险属于高股息防御型板块，在承保投资双改善情况下，Q1 利润预计高增长，且 25 年承保业绩预计改善，有望带来估值突破。②寿险关注新华保险（高 β）、中国太平（分红险占比高，新保业务质地好）。



7.风险提示

- 1) 监管趋严：若前端销售的监管政策趋严，或导致各保险公司新单增长不及预期；
- 2) 权益市场波动：将直接降低保险公司的投资收益从而拖累利润表现；
- 3) 长端利率大幅下行：净资产波动加大、投资收益减少，将进一步引发市场对保险公司利差损的担忧，对保险公司估值水平形成压制；
- 4) 宏观经济复苏不及预期：压制保险需求释放。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究