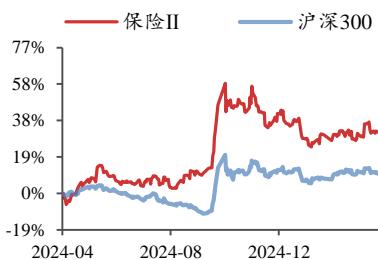


保险 II

2025 年 04 月 07 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《预定利率动态调整细则落地，险企预定利率保持不变—《预定利率动态调整政策》点评》-2025.1.12

《11 月人身险保费增速企稳，2025 开门红有望延续景气度—上市险企保费点评》-2024.12.17

《分红型产品占比提升，开门红有望延续景气度—行业深度报告》
-2024.12.17

资负两端驱动业绩与分红，假设调整提升 EV 可信度

——行业深度报告

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

唐关勇（联系人）

tangguanyong@kysec.cn

证书编号：S0790123070030

● 资负两端驱动业绩与分红，假设下调提升 EV 可信度

(1) 2024 年价值率提升驱动 NBV 延续高增，业绩高增下现金分红总额稳增，经济假设调整下新业务和投资偏差等支撑 EV 正增，可信度进一步增强。个险转型见效，银保价值贡献提升，2024 年 NBV 增速可观：新华保险同比+106.8%，中国人保同比+77.8%，中国太保同比+20.9% (可比口径同比+57.5%)、中国人寿同比-8.5% (可比口径同比+24.3%)，中国平安同比-8.2% (可比口径为+25.6%)。受自然灾害拖累赔付，综合成本率有所提升，中国平安受益保证险风险出清下 COR 改善。(2) 展望 2025 年险企开门红向分红险转型，短期需求提前释放+产品策略切换或小幅影响新单表现，全年看银保低基数叠加 1+3 合作放开下有望支撑新单增长，个险渠道队伍企稳和产能提升下全年负债端有望保持稳增。(3) 保险高质量意见指明长期发展方向，上市险企积极转型拥抱监管，分红险策略转型有利于降低负债成本、优化久期结构、改善资产负债匹配、适配客户需求，上市险企负债端有望延续高质量增长；监管支持险企优化考核周期，鼓励中长期资金入市，预计拉长资产久期、提高高股息资产和优质长股投是未来主要配置方向。长端利率企稳复苏下寿险估值有望回升，权益市场改善下顺周期寿险权益投资弹性突出，推荐负债端稳健且资产端弹性大的中国人寿，推荐负债端高质量增长且估值较低的中国太保，推荐股息率较高、寿险转型持续见效的中国平安，推荐财险行业龙头高股息标的中国财险，受益标的新华保险。

● 假设调整下 EV 可信度提升，股债双牛支撑业绩高增和分红稳定

(1) **EV**：2024 年上市险企普遍下调投资收益率 50bp 至 4.0%，贴现率普遍对应 50bp 下调至 8.5%，国寿传统险保持 8.0%，中国平安下调 100bp 至 8.5%。NBV 高增、投资偏差、市场价值调整对冲假设调整影响，大部分险企 EV 保持增长。2024 年末上市险企寿险 EV 及较年初变动分别为：中国人寿 1.40 万亿元/+11.2%、平安人寿 8351 亿元/+0.5%、中国太保 4218 亿元/+4.9%、新华保险 2584 亿元/+3.2%、中国人保 1498 元/+10.9%，中国太平 2068 亿元/-15.7%。(2) **业绩表现**：2024 上市险企归母净利润同比高增，主因股债双牛驱动投资端业绩高增，2024 年新业务 CSM 支撑 CSM 余额增长，中国太保、新华保险、中国人保表现较高。

● 寿险延续质效改善，大灾拖累财险 COR 提升，投资端表现亮眼

(1) **寿险**：可比口径下全年 NBV 增势强劲。新业务价值同比高增主要系预定利率调整、银保报行合一、期缴结构改善下价值率保持提升，个险渠道转型见效下新单稳增+银保期缴保持增长。险企量价有所分化，中国人寿和中国平安新单保持正增，非可比口径下中国太保、新华保险、中国人保价值率提升明显。(2) **财险**：COR 受自然灾害拖累赔付，中国平安表现亮眼。2024 年 COR：平安财险 -2.3pct 至 98.3%，人保财险+0.9pct 至 98.8%，太保财险+0.9pct 至 98.6%。平安财险受益保证险承保亏损收窄，人保财险与太保财险受大灾影响导致赔付率提升明显，新能源车险新规有望改善赔付成本，财险高质量发展意见有望优化行业格局。(3) **投资端**：投资资产规模大幅提升，总/综合投资收益率受益股债双牛。资产配置结构方面，上市险企债权类资产占比仍有提升，预计主要配置超长债，权益类资产占比有所下降但结构优化，FVOCI 股票资产占比明显提升。长端利率下行拖累净投资收益率表现，股债双牛驱动总/综合投资收益率大幅提升。(4) **偿付能力**：部分险企核心偿付能力充足率环比下降明显，预计将发行资本补充债用于补充核心资本。

● 风险提示：长端利率下行风险；保险需求复苏不及预期；寿险转型进展慢于预期。

目 录

1、 总体情况：假设调整下 EV 正增，投资端支撑业绩与分红	4
1.1、 业绩表现：投资端支撑业绩高增，负债端高增贡献长期利源	4
1.2、 EV：下调假设提高可信度，营运偏差与 NBV 对冲假设调整影响	6
2、 业务结构：寿险转型显效，财险 COR 分化，投资为支撑项	8
2.1、 寿险：个险渠道转型见效贡献新单，银保报行合一下价值提升	8
2.2、 财险：大灾拖累赔付率提升，业务结构持续改善	11
2.3、 资产端：股债双牛驱动投资端业绩高增，高股息 FVOCI 占比提升	14
2.4、 偿付能力：偿付能力表现分化，预计通过发行资本补充债改善	16
3、 未来展望：负债端产品渠道转型，投资端监管放松约束	17
4、 投资建议	23
5、 风险提示	23

图表目录

图 1： 2024 年上市险企净利润同比高增	4
图 2： 2024Q4 除中国人寿外，净利润同比改善	4
图 3： 中国平安财险业务驱动整体归母营运利润同比+9.1%	6
图 4： 中国太保集团/寿险归母营运利润同比+2.5%/+6.1%	6
图 5： 2024 年上市险企寿险 EV 保持正增长（除中国太平）	7
图 6： 2024 年上市险企 EV 较年初保持正增（除中国太平）	7
图 7： 上市险企 2024 年新单保费表现分化	8
图 8： 2024 年上市险企 margin 表现分化	8
图 9： 大部分上市险企个险 NBV 同比改善	9
图 10： 大部分上市险企个险新单保费同比增长	9
图 11： 上市险企 2024 年代理人规模下降趋势放缓	9
图 12： 中国太保、中国平安 2024 年活动率有所改善	9
图 13： 上市险企代理人产能延续上升趋势	10
图 14： 上市险企 2024 年银保渠道新单保费占比提升	10
图 15： 2024 年大部分险企银保价值率大幅提升	10
图 16： 上市险企银保 NBV 贡献占比提升	10
图 17： 大多数上市险企银保新单期缴同比增长	10
图 18： 上市险企 13 个月保单继续率明显提升	11
图 19： 上市险企 25 个月保单继续率明显提升	11
图 20： 上市险企 2024 年财险保费同比增长	11
图 21： 2024 年上市险企车险保费同比增速趋稳	11
图 22： 2024 年上市险企非车险保费同比增长	12
图 23： 三家险企非车险占比有所提升	12
图 24： 上市险企 2024 年财险综合成本率表现分化	12
图 25： 上市险企 2024 年财险费用率改善	13
图 26： 2024 年上市险企财险赔付率整体提高	13
图 27： 2024 年自然灾害损失同比+16%	13
图 28： 2024 年上市险企投资资产稳步增长	14

图 29: 2024 年上市险企股票+基金占比表现分化	14
图 30: 2024 年上市险企权益类资产占比有所下降	14
图 31: 2024 年债权类投资占比整体保持提升	15
图 32: 2024 年现金及定期存款占比整体下降	15
图 33: 2024 年上市险企净投资收益率均有下滑	16
图 34: 2024 年上市险企总投资收益率明显改善	16
图 35: 2024 年上市险企综合投资收益率大幅提升	16
图 36: 中国人寿以寿险业务为主	18
图 37: 中国平安近年分红险占比下降	18
图 38: 中国太保近年传统险占比提升	19
图 39: 新华保险近年分红险占比下降	19
图 40: 保险行业代理人规模自 2019 年以来连续下降 4 年	20
图 41: 2024 年部分上市险企个险渠道人均产能改善	20
图 42: 2025 前 2 月乘用车销量累计同比+14.4%	21
图 43: 2025 前 2 月新能源汽车销量同比+52%	21
图 44: 十年期国债企稳回升, 截至 2025 年 3 月末至 1.81%	22
 表 1: 2024 年保险服务业绩稳增 (除中国人寿), 投资服务业绩是驱动利润高增的主因	4
表 2: 上市险企 CSM 余额表现分化	5
表 3: 上市险企新业务 CSM 同比改善 (除中国平安外)	5
表 4: 2024 年各公司现金分红总额同比增长, 新华保险分红增长表现亮眼	6
表 5: 2024 年上市险企调整投资收益率 50bp, 下调风险贴现率假设相对分化	7
表 6: 2024 年上市险企 NBV 增速表现有所分化	8
表 7: 2024 年上市险企 FVOCI 股票资产占比保持提升	15
表 8: 上市险企偿付能力充足率表现分化	16
表 9: 监管持续出台政策支持保险业高质量发展	17
表 10: 预定利率动态调整机制建立, 中长期缓解利差损风险	19
表 11: 金融监督管理总局出台财险和新能源车险高质量发展行动方案和指导意见	20
表 12: 中长期资金入市政策通过放松考核周期等方式引导险资提高权益配置比例	22
表 13: 推荐标的估值表-寿险	23
表 14: 推荐标的估值表-财险	23

1、总体情况：假设调整下 EV 正增，投资端支撑业绩与分红

1.1、业绩表现：投资端支撑业绩高增，负债端高增贡献长期利源

2024 上市险企归母净利润同比高增，主因股债双牛驱动投资端业绩高增。2024 年上市险企新会计准则归母净利润及同比分别为：中国人寿 1069 亿元、同比+109%，中国平安 1266 亿元、同比+48%，中国太保 450 亿元、同比+65%，新华保险 262 亿元、同比+201%，中国人保 429 亿元、同比+88%。2024 年沪深 300 上涨 15%，利率债上行，股债双牛驱动业绩高增。

图1：2024年上市险企净利润同比高增

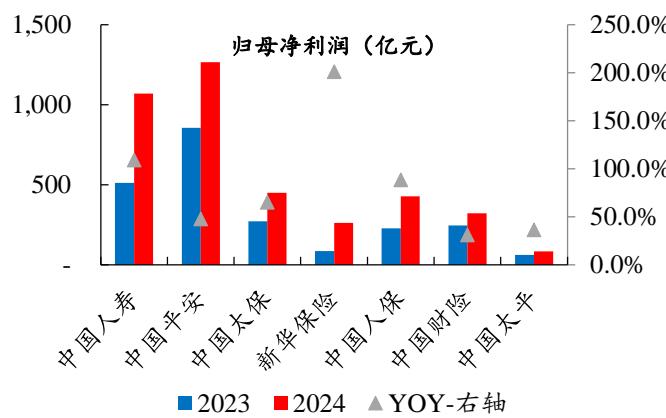
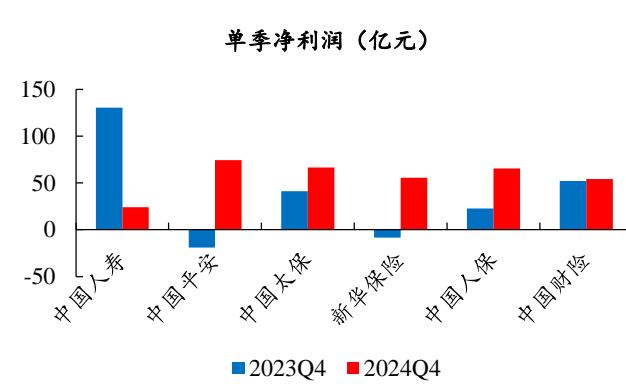


图2：2024Q4除中国人寿外，净利润同比改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：中国太平单位为港元

表1：2024年保险服务业绩稳增（除中国人寿），投资服务业绩是驱动利润高增的主因

中国太保				中国平安			中国人寿			新华保险			中国太平		
单位：亿元	2023A	2024A	YOY	2023A	2024A	YOY	2023A	2024A	YOY	2023A	2024A	YOY	2023A	2024A	YOY
保险服务 业绩	337	349	4%	925	985	6%	618	280	-55%	140	159	13%	185	220	19%
投资服务 业绩	10	227	2071%	379	828	118%	27	946	3462%	-66	150	扭亏	-56	24	扭亏
其他收入成 本净额	-28	-21	-25%	-103	-108	5%	-125	-74	-41%	-19	-28	44%	-13	-23	79%
税前利润 总额	320	556	74%	1,201	1,705	42%	520	1,152	122%	55	281	410%	117	221	90%
所得税费用	-41	-91	123%	-108	-238	119%	-7	63	-972%	32	-19	-160%	-14	-93	576%
归母净利润	273	450	65%	857	1,266	48%	512	1,069	109%	87	262	201%	62	84	36%
少数股东归 母净利润	7	15	126%	2	2	-15%	14	20	43%	0.0	0.1	201%	41	44	7%

中国太保				中国平安			中国人寿			新华保险			中国太平		
承保利润占比				105%	63%	-43%	77%	58%	-19%	119%	24%	-95%	254%	57%	-198%
投资利润占比				3%	41%	38%	32%	49%	17%	5%	82%	77%	-119%	53%	172%
其他业务净收入占比				-9%	-4%	5%	-9%	-6%	2%	-24%	-6%	18%	-35%	-10%	25%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所 注：中国太平单位为港元

中国太保、新华保险、人保寿险及健康 CSM 余额较年初正增长。2024 年新业务 CSM 高增支撑 CSM 余额增长，新业务 CSM 同比分别：新华保险+78.3%、人保健康+72.6%、人保寿险+53.2%、中国太保+56.8%、中国平安-9.1%，新业务 CSM 与 NBV 增长基本保持一致，中国平安新业务 CSM 与非可比口径 NBV 增长一致。CSM 受益新业务贡献，CSM 较年初增速：人保寿险+22.4%、人保健康+18.9%、中国太保+5.6%、新华保险+4.1%、中国太平-1.6%、中国人寿-3.5%、中国平安-4.8%。

表2：上市险企 CSM 余额表现分化

CSM 余额（亿元）	2023A	2024A	较年初
中国人寿	7691.4	7424.9	-3.5%
中国平安	7684.4	7313.1	-4.8%
中国太保	3239.7	3421.1	5.6%
新华保险	1690.0	1758.7	4.1%
人保寿险	756.3	925.6	22.4%
人保健康	169.8	201.9	18.9%
中国太平	2112.1	2077.7	-1.6%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所 注：中国太平单位为港币

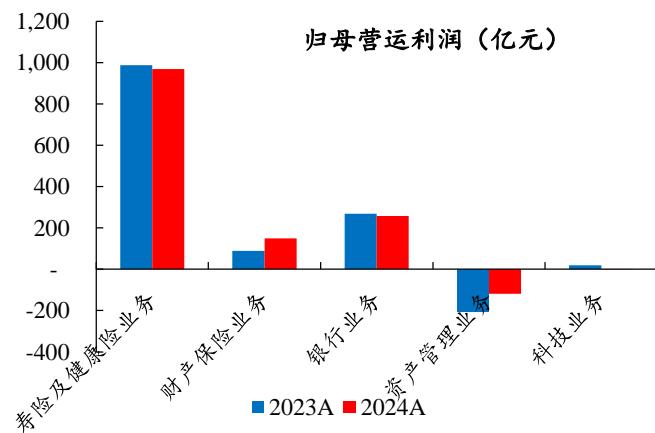
表3：上市险企新业务 CSM 同比改善（除中国平安外）

新业务合同服务边际（亿元）	2023A	2024A	YOY
中国平安	389.5	354.1	-9.1%
中国太保	117.3	183.9	56.8%
新华保险	61.7	110.0	78.3%
人保寿险	92.4	141.5	53.2%
人保健康	63.6	109.8	72.6%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

中国平安归母营运利润同比+9.1%，中国太保归母营运利润同比+2.5%。中国平安财险业务归母营运利润同比改善明显，叠加资管等板块亏损收窄支撑营运利润达1219亿元，同比+9.1%。中国太保2024年归母营运利润344.3亿元、同比+2.5%，其中寿险归母营运利润同比+6.1%。

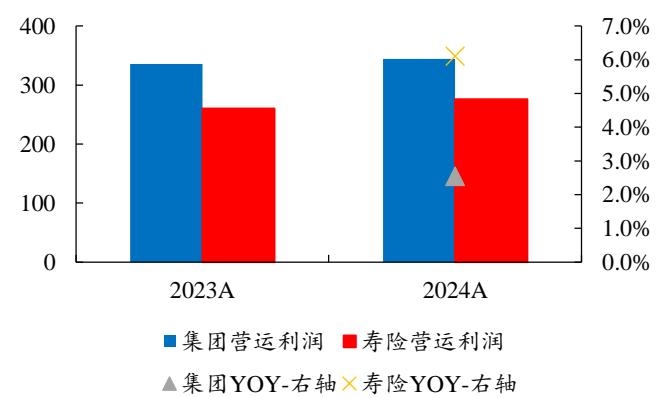
图3：中国平安财险业务驱动整体归母营运利润同比+9.1%



数据来源：中国平安公告、开源证券研究所

注：2023年和2024年营运利润适用于4.0%投资回报率假设

图4：中国太保集团/寿险归母营运利润同比+2.5%/+6.1%



数据来源：中国太保公告、开源证券研究所

注：2023年和2024年营运利润适用于4.0%投资回报率假设

2024年分红总额同比增长，新华保险表现亮眼。2024年上市险企净利润同比高增，中国平安和中国太保参考营运利润下现金分红同比+4.9%、+5.9%，分红率有所提升。中国人寿受新旧准则考核差异影响，分红率下降至17%，但现金分红金额保持同比+51.2%；中国财险现金分红保持稳定；新华保险分红金额增长基本与利润增速一致，同比+198%表现亮眼。

表4：2024年各公司现金分红总额同比增长，新华保险分红增长表现亮眼

单位：亿元	2023年 现金分红	2024年 现金分红	YOY	2024年分红率	近3年分红率
中国人寿	121.54	183.72	51.2%	17%	39%
中国平安	440.02	461.74	4.9%	38%	35%
中国太保	98.13	103.90	5.9%	30%	28%
新华保险	26.52	78.92	197.6%	30%	32%
中国太平	10.78	12.58	16.7%	15%	22%
中国财险	119.91	120.12	0.2%	37%	42%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：中国太平单位为港元

1.2、EV：下调假设提高可信度，营运偏差与NBV对冲假设调整影响

2024年末上市险企考虑长端利率下行压力普遍下调EV投资回报率与风险贴现率假设。(1)投资回报率普遍从4.5%下调50bp至4.0%；(2)风险贴现率：假设下调有所分化，中国人寿普通型维持8%、浮动收益型下调80bp至7.2%；中国平安传统险下调100bp至8.5%、分红万能险下调200bp至7.5%；中国太保、新华保险、中国人

保、中国太平均下调 50bp 至 8.5%。

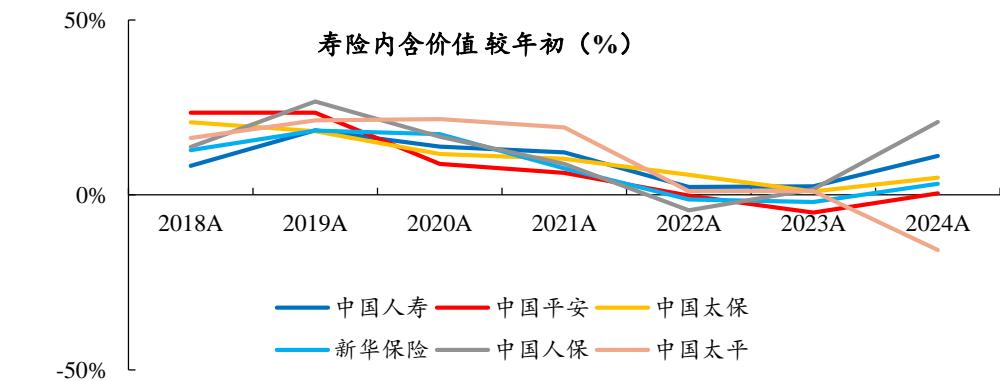
表5：2024年上市险企调整投资收益率 50bp，下调风险贴现率假设相对分化

	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	中国人保	中国太平
风险贴现率	普通型维持 8%	传统险下调 100bp 至 8.5%	下调 50 个 BP 至 8.5%	下调 50 个 BP 至 8.5%	下调 50 个 BP 至 8.5%	下调 50 个 BP 至 8.5%
	浮动收益型下调 80bp 至 7.2%	分红万能险下调 200bp 至 7.5%				
投资回报率	自 2023 年 4.5% 降至 4.0%					

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

NBV 增长+投资偏差+市场价值调整对冲投资收益率下调影响，除中国太平外上市险企 EV 较年初保持正增长。2024 年末上市险企寿险 EV 及较年初变动分别为：中国人寿 1.40 万亿元/+11.2%、平安人寿 8351 亿元/+0.5%、中国太保 4218 亿元/+4.9%、新华保险 2584 亿元/+3.2%、中国人保 1498 元/+20.9%，中国太平 2068 亿元/-15.7%。

图5：2024年上市险企寿险 EV 保持正增长（除中国太平）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2024年上市险企 EV 较年初保持正增（除中国太平）

内含价值贡献	中国人寿		中国平安		中国太保		新华保险		中国太平	
	2023A	2024A								
内含价值预期回报	6.8%	7.9%	7.8%	6.9%	8.2%	7.2%	7.6%	6.6%	6.7%	6.0%
新业务价值	3.0%	2.7%	4.1%	3.9%	2.8%	3.3%	1.2%	2.5%	3.1%	5.8%
营运经验偏差	-0.1%	0.1%	0.5%	1.8%	0.7%	1.3%	1.1%	1.9%	0.3%	1.1%
投资回报偏差	-6.0%	5.1%	-3.3%	2.6%	-5.5%	6.6%	-5.6%	8.1%		
市场价值调整	3.0%	8.4%	0.9%	1.9%	1.2%	3.6%				
评估方法和模型变化	-3.3%	-11.6%	-8.6%	-10.1%	-5.5%	-16.0%	-5.2%	-14.2%	-8.5%	-29.0%
股东分红及资本变动	-1.1%	-1.4%	-5.1%	-4.9%	-1.5%	-1.7%	-1.3%	-1.7%	-1.3%	-1.0%
其他	0.1%	0.0%	-1.3%	-1.6%	0.6%	0.6%	0.3%	0.0%	0.8%	1.4%
内含价值增长	2.4%	11.2%	-5.0%	0.5%	1.0%	4.9%	-2.0%	3.2%	1.1%	-15.7%
集团内含价值增长			-2.4%	2.3%	1.9%	6.2%			2.4%	-13.9%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2、业务结构：寿险转型显效，财险 COR 分化，投资为支撑项

2.1、寿险：个险渠道转型见效贡献新单，银保报行合一价值提升

2024年NBV延续高质量增长，价值率为主要驱动。2024年末上市险企普遍调整EV经济假设，2024年上市险企NBV（2024新经济假设调整后）及同比分别为：中国人寿337亿元、同比-8.5%（可比口径同比+24.3%），中国平安285.3亿元、同比-8.2%（可比口径为+25.6%），中国太保132.6亿元、同比+20.9%（可比口径同比+57.5%），新华保险62.5亿元、同比+106.8%，中国人保115.4亿元、同比+77.8%，整体NBV同比符合预期。新业务价值同比高增主要系预定利率调整、银保报行合一、期缴结构改善下价值率保持提升，个险渠道转型见效下新单稳增+银保期缴保持增长。

表6：2024年上市险企NBV增速表现有所分化

NBV（亿元）	2023-旧假设	2024-新假设	YOY-非可比口径	YOY-可比口径
中国人寿	368.6	337.09	-8.5%	24.3%
中国平安	310.8	285.34	-8.2%	25.6%
中国太保	109.62	132.58	20.9%	57.5%
新华保险	30.24	62.53	106.8%	
中国人保	64.9	115.37	77.8%	

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

中国人寿和中国平安新单保持正增，非可比口径下中国太保、新华保险、中国人保价值率提升明显。2024年银保报行合一政策压降趸交保费，中国人寿和中国平安新单保费仍保持同比+1.6%、+3.6%，中国太保、新华保险、中国人寿受益三大因素驱动价值率大幅改善，2024年Margin分别到达16.8%、14.6%、15.7%，中国人寿假设调整后Margin有所下滑。

图7：上市险企2024年新单保费表现分化

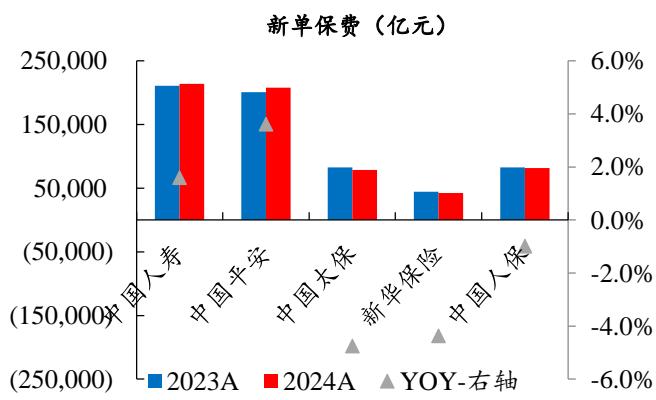
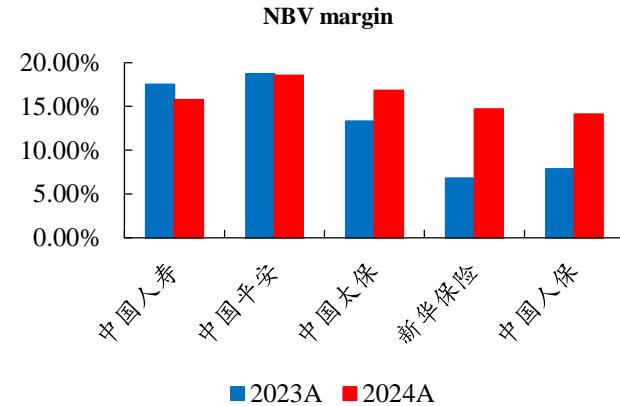


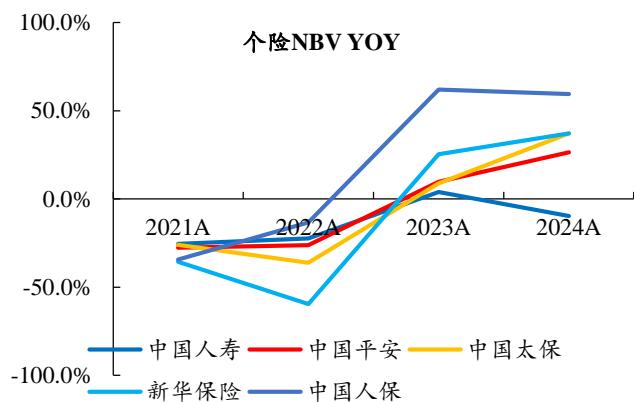
图8：2024年上市险企margin表现分化



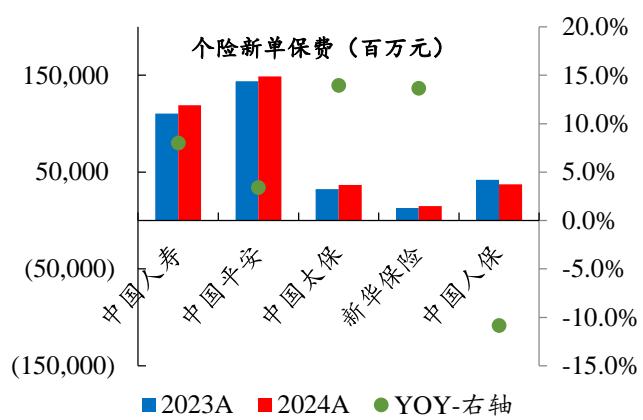
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

个险渠道：个险渠道转型见效，新单保费增长驱动 NBV 高增（除中国人寿）。2024 年上市险企个险渠道新单保费保持正增（除中国人保）：中国太保+14%、新华保险+13.7%、中国人寿+8.0%、中国平安+3.4%、中国人保-10.8%，个险渠道转型见效，人均产能提升。

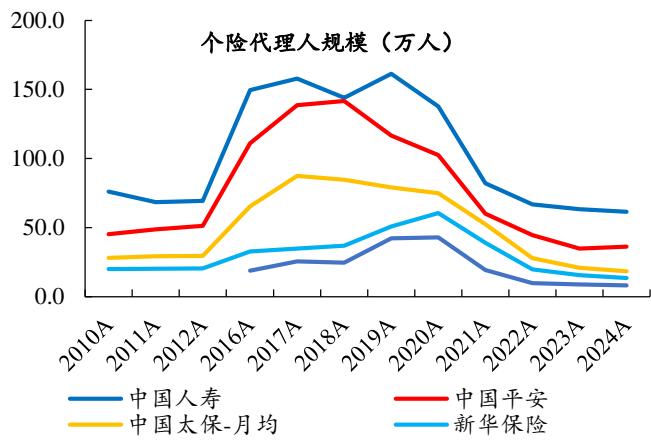
图9：大部分上市险企个险 NBV 同比改善


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图10：大部分上市险企个险新单保费同比增长


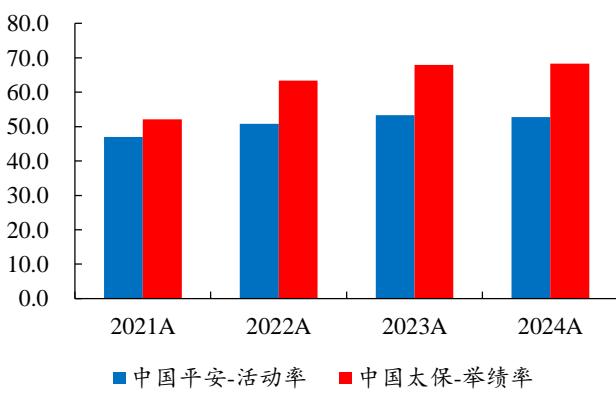
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

人力规模降幅收窄，活动率持续改善，人均产能保持提升趋势。中国平安 2024 年末代理人规模 36.3 万人，较年初+4.6%，可比口径下代理人渠道 NBV 同比+26.5%，人均 NBV 同比+43.3%，代理人队伍企稳回升，人均产能持续增长；中国人寿代理人数量 61.5 万，较年初-3%，月人均首年期交保费同比+15.0%。中国太保月均人力规模 18.8 万人，较 2024H1 末+2.7%，人均新单保费 1.67 万元，同比+30.4%，核心人力 5.3 万人，可比口径同比 10.4%，核心人力新单保费同比+17.9%。

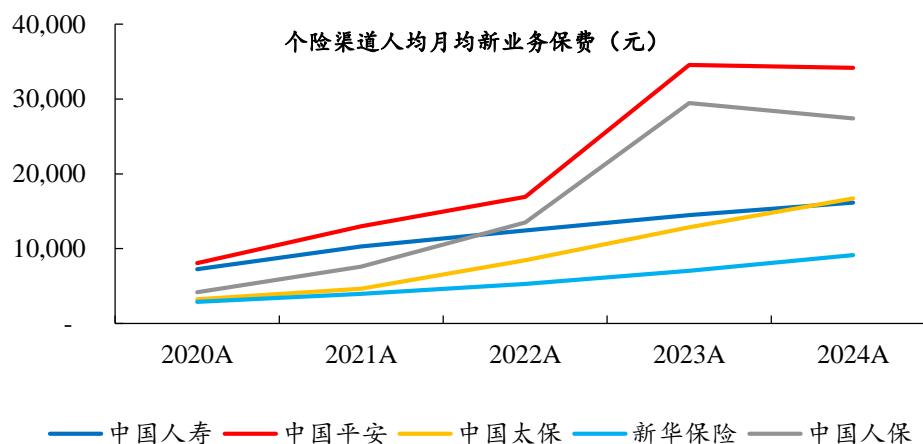
图11：上市险企 2024 年代理人规模下降趋势放缓


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：中国太保 2021 年（含）前为月均人力。

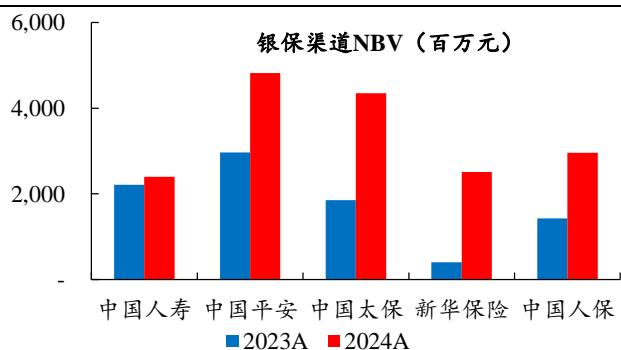
图12：中国太保、中国平安 2024 年活动率有所改善


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图13：上市险企代理人产能延续上升趋势


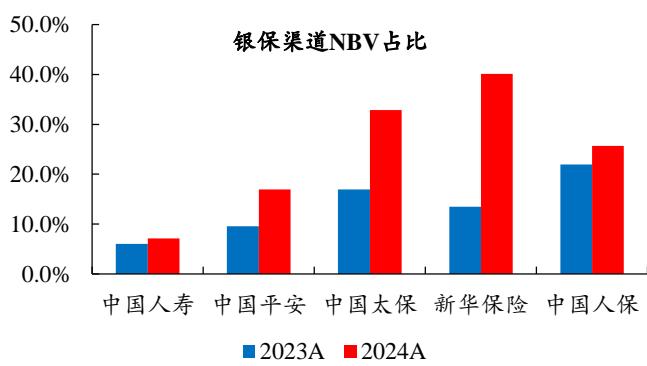
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

银保渠道 Margin 改善+期缴结构优化下，价值贡献提升，中国平安 2024 年银保渠道 NBV 同比+62.7%，深化“5+5+N”策略；中国人寿银保 NBV 同比+116.3%，得益于银保价值率同比+2.6pct 至 8.1%；中国太保银保 NBV 同比+134.8%，Margin 提升 9.9pct 至 15.5%。

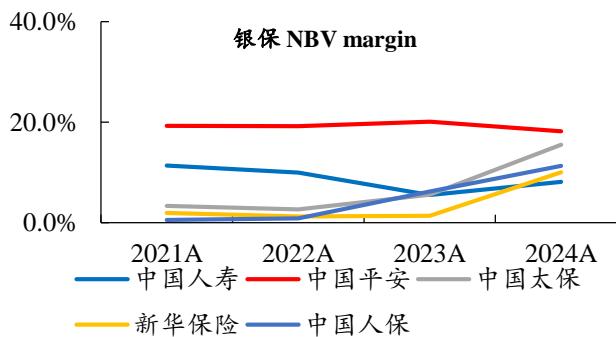
图14：上市险企 2024 年银保渠道新单保费占比提升


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：新单保费口径为长期险首年保费+短期险保费。

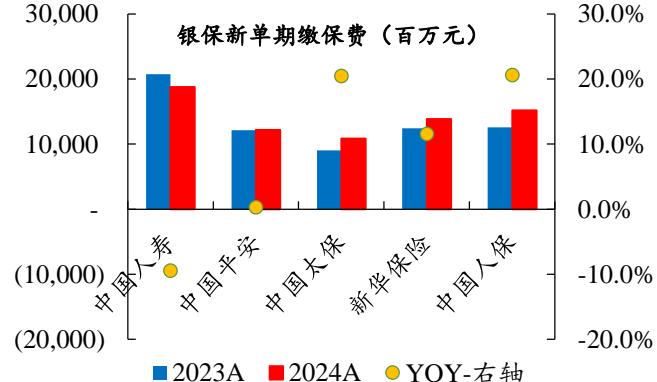
图16：上市险企银保 NBV 贡献占比提升


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图15：2024 年大部分险企银保价值率大幅提升


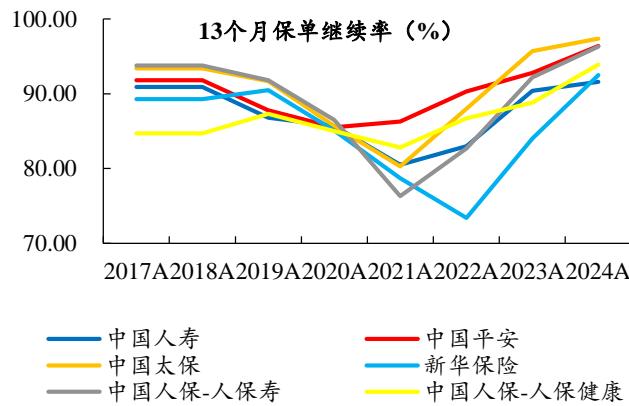
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：中国人寿银保价值口径为总价值剔除个险价值。

图17：大多数上市险企银保新单期缴同比增长


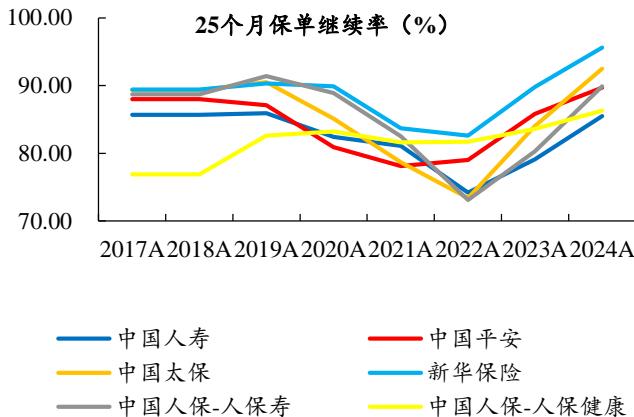
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

保单质量延续改善，保单继续率延续提升趋势。13个月保单继续率和25个月保单继续率均延续提升趋势，13个月继续率分别中国人寿(14个月)91.6%、中国平安96.4%、中国太保97.4%、新华保险92.5%、人保寿险+96.3%；25个月中国人寿(26个月)85.5%、中国平安89.7%、中国太保92.5%、新华保险95.6%、人保寿险+89.9%。

图18：上市险企13个月保单继续率明显提升


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：中国人寿为14个月保单继续率

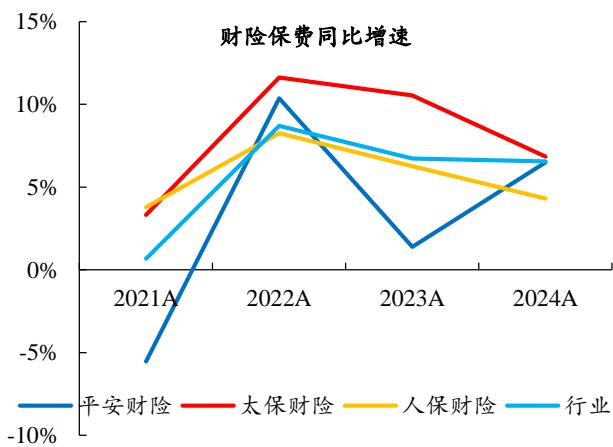
图19：上市险企25个月保单继续率明显提升


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

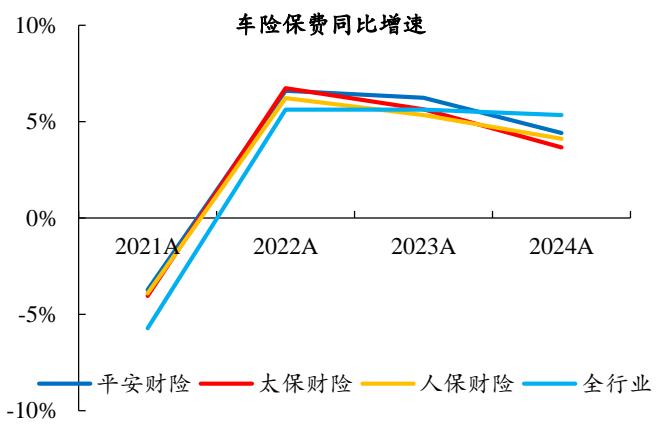
注：中国人寿为26个月保单继续率

2.2、财险：大灾拖累赔付率提升，业务结构持续改善

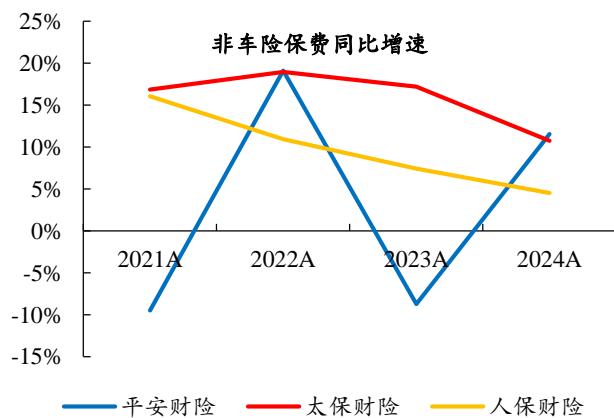
财险保费增长稳健，非车险占比提升促进业务结构优化。2024年上市险企财险保费及同比为：平安财险3218亿元、同比+6.5%，太保财险2012亿元、同比+6.8%，人保财险5381亿元、同比+4.3%，全行业财险保费增速+6.5%。(1)2024年三家财险公司车险增速落后于全行业，预计与乘用车销量增速较2023年放缓有关。(2)非车险主要受健康险、农险等市场需求提升及有利政策带动保费增长，平安财险/太保财险/人保财险同比+11.6%、+10.7%、+4.6%，中国平安保证险业务风险持续出清，意外及健康险同比+30.5%，支撑非车险快速增长。

图20：上市险企2024年财险保费同比增长


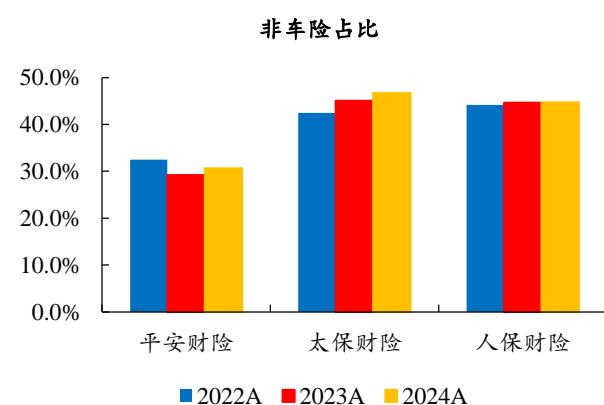
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图21：2024年上市险企车险保费同比增速趋稳


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图22：2024年上市险企非车险保费同比增长


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图23：三家险企非车险占比有所提升


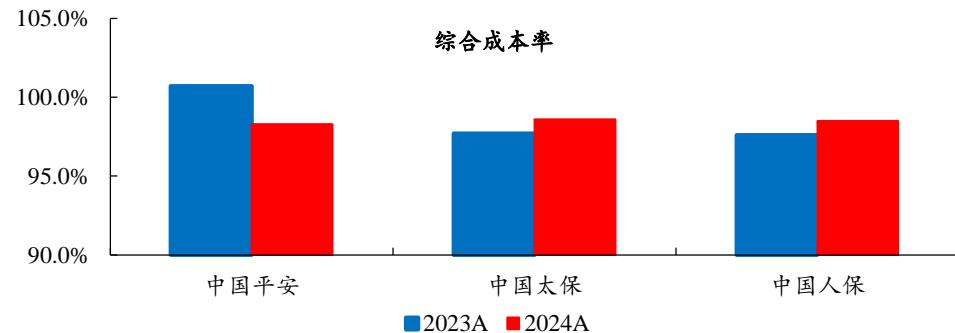
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

综合成本率：中国平安受益保证险亏损改善，人保财险和太保财险受大灾拖累赔付率。

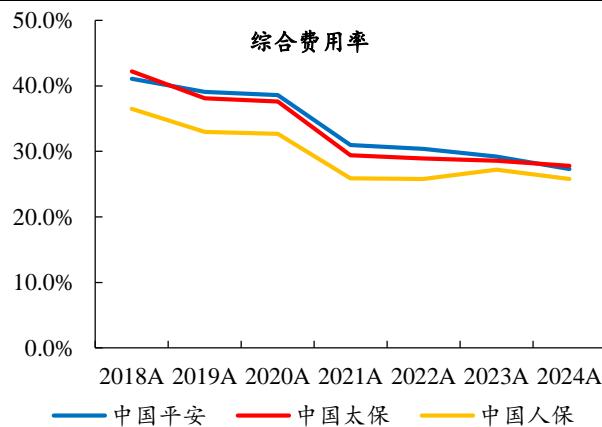
平安财险：2024年综合成本率同比-2.3pct至98.3%，赔付率/费用率分别-0.5pct/-1.9pct，主要由于保证保险业务承保亏损下降影响。车险COR同比+0.4pct至98.1%，主要受新准则下贴现率下降后负债成本上升和暴雨等自然灾害同比多发影响。财险营运利润同比高增主要受益COR改善下承保利润为54.6亿（2023年为-20.8亿），同时投资收益同比+30.9%。

人保财险：2024年综合成本率同比+0.9pct至98.8%，受严重灾害事故影响及利率下行带来负债成本上升影响，赔付率同比+2.3pct至72.7%，大灾净损失超过5年平均水平50.9%；公司降本增效+报行合一推进费用率同比下降1.4pct至25.8%。车险COR同比下降0.1pct至96.8%，赔付率/费用率分别同比+2.2pct/-2.3pct，实现承保利润92.9亿元，同比+7.7%。非车险COR同比上升2.8pct至101.9%，赔付率/费用率分别同比+2.7pct/-0.1pct，预计非车险业务受自然灾害影响，拖累整体承保利润。

太保财险：2024年综合成本率同比+0.9pct至98.6%，费用率/赔付率分别-0.8pct/+1.7pct，主因自然灾害频发赔付率提升，车险/非车险COR分别98.2%/99.1%，同比+0.6pct/+1.4pct，公司新能源车险保费占比达17%，车险业务结构持续优化。

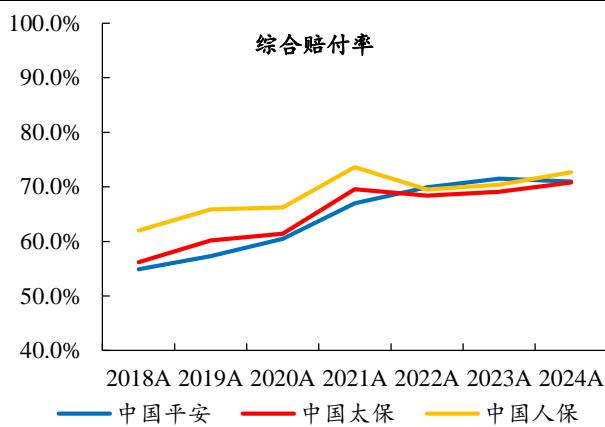
图24：上市险企2024年财险综合成本率表现分化


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图25：上市险企2024年财险费用率改善


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

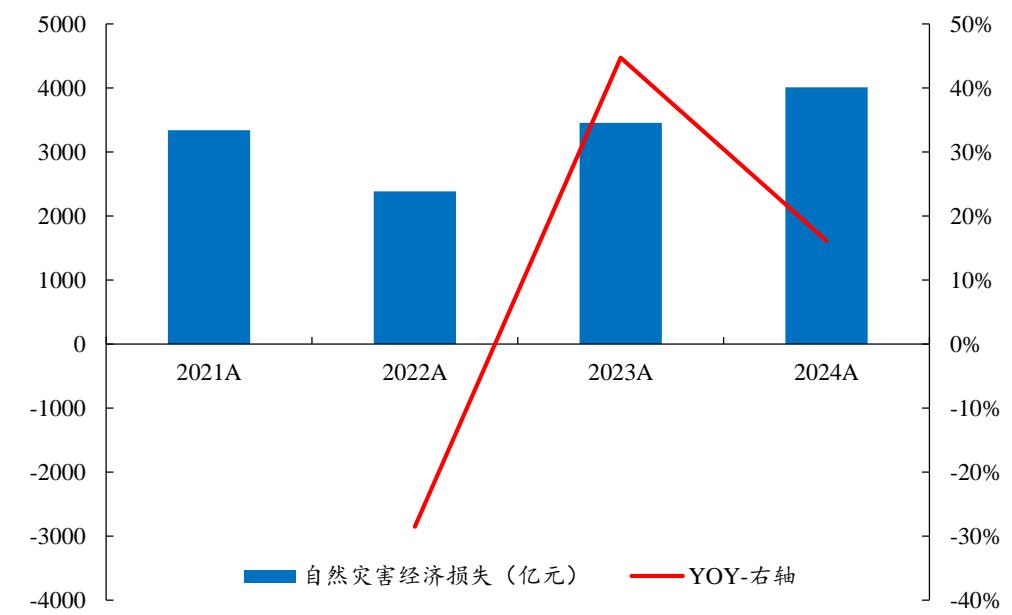
注：2022年后为综合费用率=（获取费用摊销+维持费用）/保险服务收入

图26：2024年上市险企财险赔付率整体提高


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：2022年后为综合赔付率=【当期发生的赔款及理赔费用+已发生赔款负债相关履约现金流量变动+（亏损部分的确认及转回一分摊至未到期责任负债的亏损部分）+（分出保费的分摊一分摊回保险服务费用）+（承保财务损失一分出再保险财务损益）+提取保费准备金】/保险服务收入。

2024年中国自然灾害多发，直接经济损失提升16%导致赔付率提高。2024年我国自然灾害造成直接经济损失4011亿元，同比+16%，损失绝对值为近4年最高，造成农险、企财险等险种赔付率明显提升，拖累整体COR。

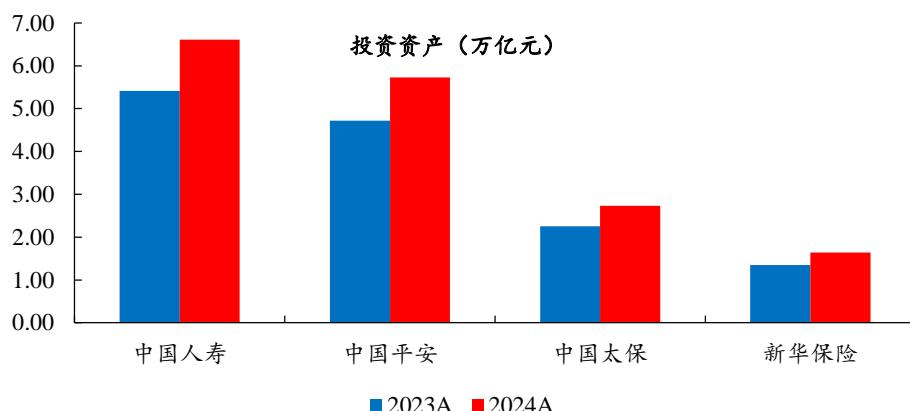
图27：2024年自然灾害损失同比+16%


数据来源：国家应急管理部、开源证券研究所

2.3、资产端：股债双牛驱动投资端业绩高增，高股息 FVOCI 占比提升

股债双牛驱动上市险企投资资产规模大幅提升。上市险企 2024 年末投资资产规模及环比分别为中国人寿 6.61 万亿元、较年初+22.1%，中国平安 5.73 万亿元、同比+21.4%，中国太保 2.73 万亿元、同比+21.5%，新华保险 1.64 万亿元、同比+21.9%。

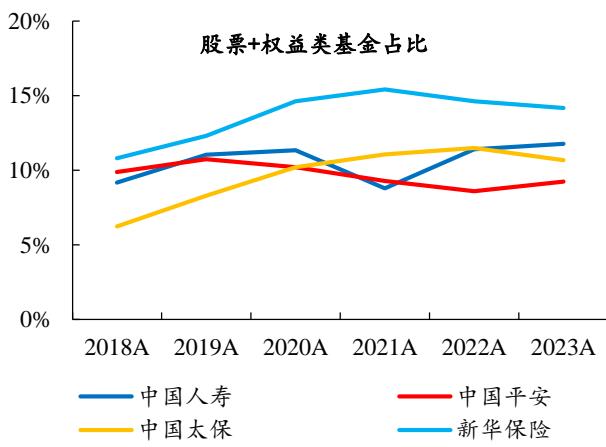
图28：2024 年上市险企投资资产稳步增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

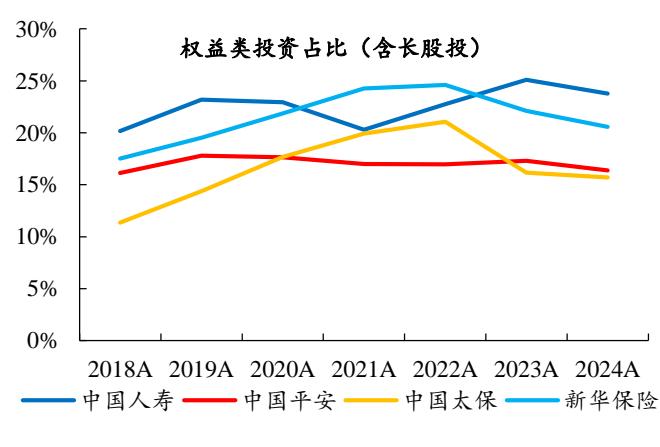
资产配置：债权类占比保持提升、权益类结构改善、现金存款类下降。（1）2024 年大部分上市险企债权类资产占比有提升，预计在长端利率下行背景下，险企择时配置长期利率债以缩窄资产负债久期。（2）权益类投资占比整体有所下降，中国人寿 23.8%/-1.3pct、中国平安 16.4%/-0.9pct、中国太保 15.7%/-0.4%、新华保险 20.6%/-1.5pct，预计险企持续优化权益类资产配置结构，提高高股息资产占比。

图29：2024 年上市险企股票+基金占比表现分化

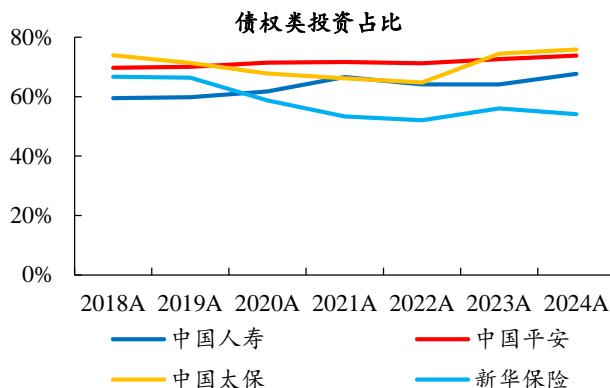


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

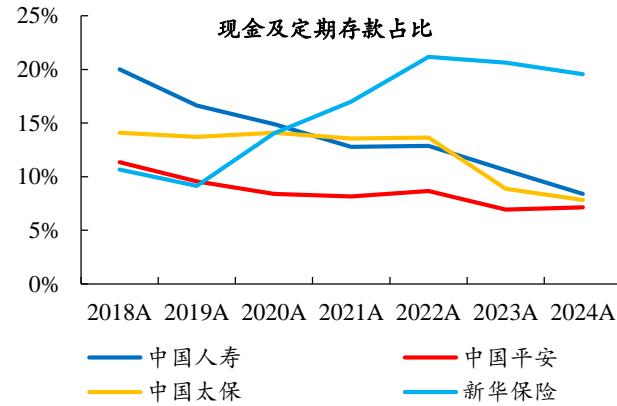
图30：2024 年上市险企权益类资产占比有所下降



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图31：2024年债权类投资占比整体保持提升


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图32：2024年现金及定期存款占比整体下降


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

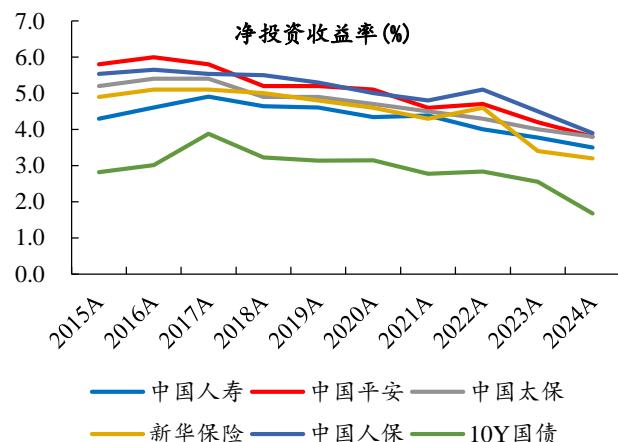
2024年上市险企其他权益工具股票投资占比提升。中国平安达4.6%/+0.9pct、中国人寿0.9%/+0.6pct、中国太保2.8%/+1.6pct、新华保险1.9%/+1.5pct、中国人保1.7%/+0.5pct。

表7：2024年上市险企FVOCI股票资产占比保持提升

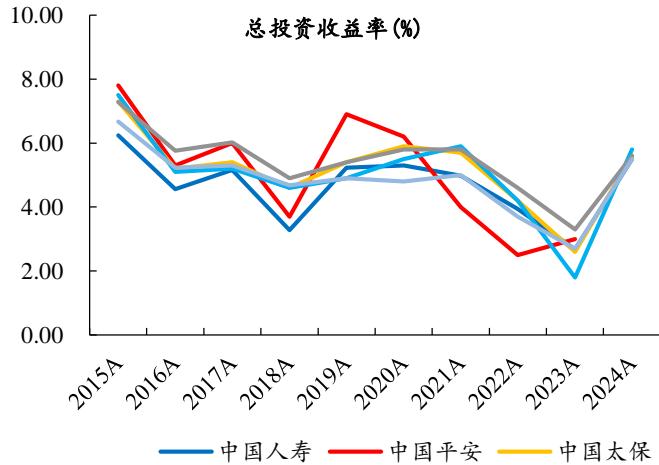
	中国平安		中国人寿		中国太保		新华保险		中国人保	
	2024A	同比								
FVTPL 资产	25.2%	1.6pct	28.9%	-1.3pct	24.4%	-1.4pct	29.8%	1.3pct	19.4%	-7.3pct
固收类	16.9%	2.6pct	17.6%	4.4pct	11.6%	-1.0pct	9.3%	0.3pct	8.7%	-4.2pct
股票	3.0%	0.5pct	6.7%	-0.7pct	6.5%	-0.6pct	8.6%	2.0pct	2.0%	-0.1pct
基金	2.3%	-0.8pct	4.6%	1.0pct	2.6%	-0.3pct	7.8%	1.6pct	5.3%	-2.9pct
其他股权型资产	3.0%	-0.7pct	0.0%	-6.0pct	3.7%	0.5pct	4.1%	-1.8pct	3.4%	-0.2pct
FVOCI 资产	56.8%	0.8pct	54.9%	4.0pct	64.0%	4.2pct	30.7%	4.3pct	38.9%	8.6pct
固收类	52.2%	-0.1pct	52.3%	3.8pct	58.8%	3.4pct	28.9%	3.4pct	31.9%	8.3pct
股票	4.6%	0.9pct	0.9%	0.6pct	2.8%	1.6pct	1.9%	1.5pct	1.7%	0.5pct
其他股权型资产	0.0%	0.0pct	1.7%	-0.5pct	2.4%	-0.7pct	0.0%	0.0pct	5.4%	-0.2pct
AC 资产	12.1%	-1.2pct	3.0%	-0.8pct	2.4%	-1.3pct	37.0%	-6.8pct	20.6%	-1.6pct
其他	5.8%	-1.3pct	13.2%	-2.0pct	9.2%	-1.5pct	2.4%	-0.2pct	21.0%	0.3pct
合计	100.0%	0.0pct								

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

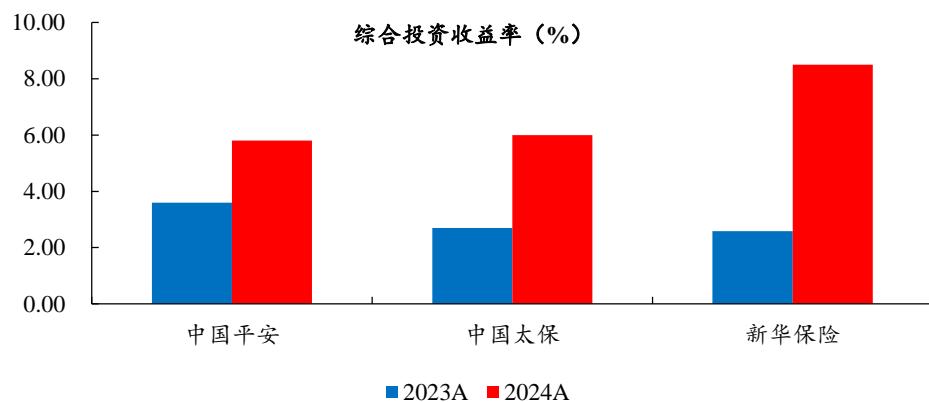
上市险企净投资收益率延续下滑，总/综合投资收益率大幅改善。2024年长端利率自年初2.56%下行88bp至1.68%，险企净投资收益率有所下降：中国人寿3.50%（同比-0.27pct）、中国平安3.8%（同比-0.4pct）、中国太保3.8%（同比-0.2pct）、新华保险3.2%（同比-0.2pct）、中国人保3.9%（同比-0.6pct）；总投资收益率受益股债双牛大幅提升，上市险企分别：中国人寿同比+2.8pct至5.5%，中国太保+3.0pct至5.6%，新华保险+4.0pct至5.8%，中国人保+2.3pct至5.6%。综合投资收益率大幅提升：中国平安+2.2pct至5.8%、中国太保+3.3pct至6.0%、新华保险+5.9pct至8.5%。

图33：2024年上市险企净投资收益率均有下滑


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图34：2024年上市险企总投资收益率明显改善


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图35：2024年上市险企综合投资收益率大幅提升


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：中国平安综合投资收益率剔除 FVOCI 债券公允价值的影响

2.4、偿付能力：偿付能力表现分化，预计通过发行资本补充债改善

偿付能力充足率表现分化，但仍显著高于监管要求。2024年末，除人保寿险外，上市寿险业务主体核心偿付能力充足率均出现下降，预计主要受到最低资本增加影响，但仍明显高于监管要求。其中寿险主要业务主体核心偿付能力充足率分别为中国人寿153.3%、平安人寿116.4%、太平洋人寿130%、新华人寿124.1%、人保寿险185%，部分险企核心偿付能力充足率降幅较大，预计通过发行资本补充债、优化资本管控等方式改善充足率。

表8：上市险企偿付能力充足率表现分化

	核心偿付能力充足率			综合偿付能力充足率		
	2024Q3	2024A	环比	2024Q3	2024A	环比
中国人寿	154.9%	153.3%	-1.6%	211.6%	207.8%	-3.8%
中国平安						

	核心偿付能力充足率			综合偿付能力充足率		
-平安寿险	119.4%	116.4%	-3.0%	200.5%	189.2%	-11.3%
-平安产险	176.3%	171.3%	-5.0%	215.4%	205.3%	-10.1%
-平安养老险	223.7%	242.1%	18.4%	344.8%	364.9%	20.1%
-平安健康险	268.1%	288.5%	20.4%	319.9%	339.2%	19.3%
中国太保		182.0%			256.0%	
-太平洋人寿	131.0%	130.0%	-1.0%	210.0%	210.0%	0.0%
-太平洋财险	172.6%	183.0%	10.4%	217.4%	222.0%	4.6%
-太平洋健康险	219.0%	192.0%	-27.0%	263.0%	235.0%	-28.0%
-太平洋农险	300.9%	235.0%	-65.9%	333.0%	335.0%	2.0%
新华保险	130.5%	124.1%	-6.5%	223.2%	217.6%	-5.7%
中国人保		225.0%			281.0%	
-人保财险	201.6%	211.0%	9.4%	220.3%	233.0%	12.7%
-人保寿险	162.7%	185.0%	22.3%	248.8%	275.0%	26.2%
-人保健康	164.6%	179.0%	14.4%	305.3%	241.0%	-64.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、未来展望：负债端产品渠道转型，投资端监管放松约束

监管引导供给侧改革，产品端向浮动收益产品转型，渠道端降本增效，中长期养老储蓄需求依旧旺盛。**(1) 产品端：**2024年监管引导传统险下调预定利率至2.5%，部分需求提前释放，但对比竞争看，保险作为市场唯一刚兑产品的吸引力仍在，浮动收益型产品吸引力有望提升，监管主动引导上市险企提高分红险等浮动收益型产品占比，2024年末以来险企加快队伍培训，明确分红险占比提升诉求；**(2) 渠道侧：**2024年银保渠道报行合一在优化渠道成本、提升产品价值上效果显现，未来随着个险报行合一政策的全面推行，代理人渠道成本有望的优化，助推上市险企个险改革进一步深化，人均产能进一步提升。**(3) 需求端：**中长期看，我国人口老龄化进程加快，养老支柱存在长期缺口、二支柱覆盖率较低，以商业保险为代表的第三支柱产品仍有较大增长空间，养老、储蓄需求依旧旺盛。

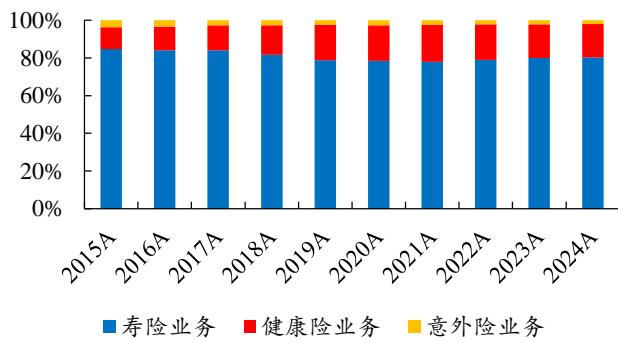
表9：监管持续出台政策支持保险业高质量发展

时间	关键词	主要内容
2024年7月21日	二十届三中全会提及保险“13次”	加快发展多层次多支柱养老保险体系，扩大年金制度覆盖范围，推行个人养老金制度，发挥各类商业保险补充保障作用，积极应对人口老龄化，完善发展养老事业和养老产业政策机制。
2024年9月11日	《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》	凸显保险业在中国式现代化发展的重要作用，明确高质量发展的主要内涵以及2029年与2035年两大阶段目标规划，并基于此提出9项推动保险高质量发展的指导意见，包括加强资产负债联动管理、健全退市机制和破产程序，丰富养老、医疗、普惠保险发展，发挥险资长期优势和加强长周期考核，支持大型保险机构做强做优。
2024年8月19日	国家金融监督管理总局关于健全人身保险产品定价机制的通知	普通型保险产品预定利率上限2024年9月1日开始从当前(2024年8月)的3.0%下降至2.5%，分红险2024年10月1日起从2.5%降至2%，万能险的最低保证利率上限则2024年10月1日开始从2%降至1.5%；
2024年10月23日	《关于大力发展战略保险年金有关	2024年10月23日，国家金管局发布《关于大力发展战略保险年金有关

时间	关键词	主要内容
	事项的通知》	事项的通知》是保险业“新国十条”下发后的首个配套文件，旨在积极发展第三支柱养老保险。
2025年3月10日	2025年政府工作报告中多次提及“保险”	<p>1、稳定对外贸易发展。……扩大出口信用保险承保规模和覆盖面；</p> <p>2、深入实施新型城镇化战略行动。新型城镇化，科学有序推进农业转移人口市民化……畅通参加社会保险渠道；</p> <p>3、强化基本医疗卫生服务。……稳步推进基本医疗保险省级统筹，健全基本医疗保险筹资和待遇调整机制，深化医保支付方式改革，促进分级诊疗；</p> <p>4、完善社会保障和服务政策。……加快发展第三支柱养老保险，实施好个人养老金制度。……加快建立长期护理保险制度；</p> <p>5、深化财税金融体制改革。……深化资本市场投融资综合改革，大力推动中长期资金入市，加强战略性力量储备和稳市机制建设。</p>
2025年3月23日	国家金融监督管理总局办公厅关于印发《银行业保险业养老金融高质量发展实施方案》的通知	增强服务企业年金和职业年金制度能力。银行保险机构要坚持合规经营，持续提升投资管理和风险管控能力，充分运用信息化手段，优化对企业年金和职业年金制度各类参与主体的服务。鼓励银行保险机构丰富企业年金、职业年金领取方式，创新产品和服务，探索提供长期或终身养老金领取服务。支持符合条件的商业银行、保险机构、理财公司、信托公司等参与提供企业年金、职业年金基金管理服务。

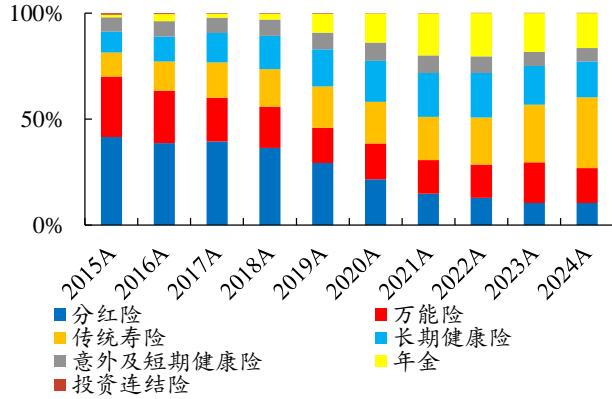
资料来源：中国政府网、金融监督管理总局、开源证券研究所

图36：中国人寿以寿险业务为主

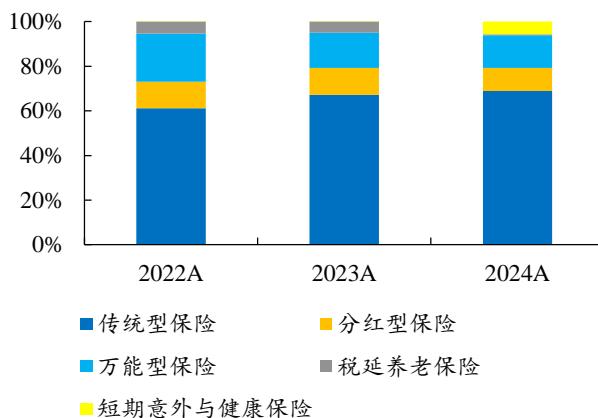


数据来源：中国人寿公告、开源证券研究所

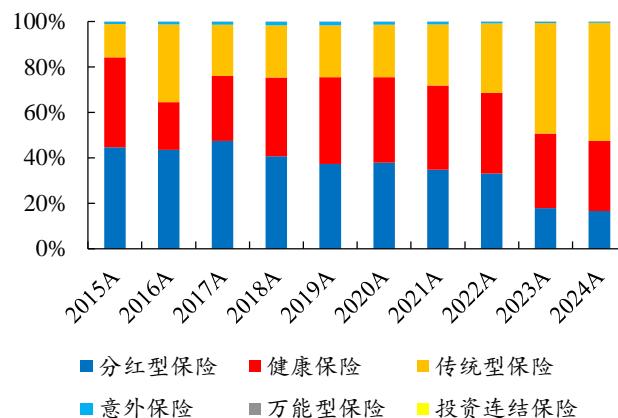
图37：中国平安近年分红险占比下降



数据来源：中国平安公告、开源证券研究所

图38：中国太保近年传统险占比提升


数据来源：中国太保公告、开源证券研究所

图39：新华保险近年分红险占比下降


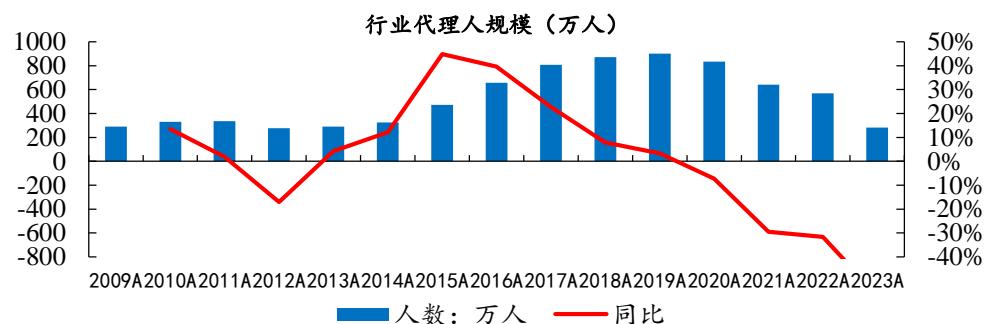
数据来源：新华保险公告、开源证券研究所

预定利率动态调整机制建立，中长期利差损风险可控。2015年1月10日中国银行保险报报道，金管局向业内下发《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》，政策出台进一步明确预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制的实施要求。根据政策规定若2025Q2和2025Q3研究值低于2.25%，保险公司预计在2个月内完成产品切换，新单负债成本与市场利率挂钩，中长期利差损风险可控。

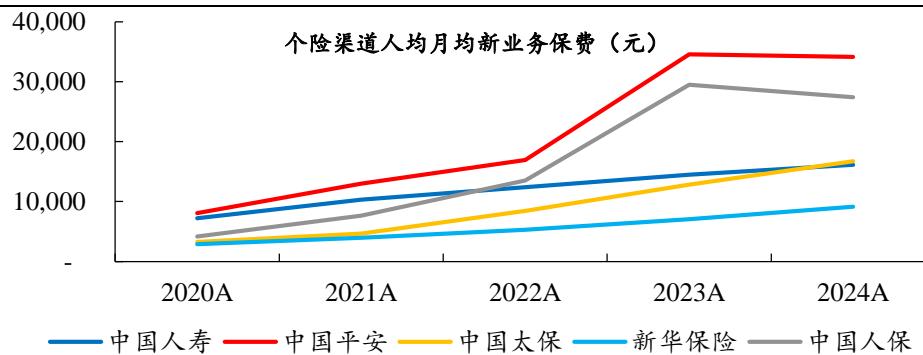
表10：预定利率动态调整机制建立，中长期缓解利差损风险

时间	关键词	主要内容
2025年1月13日	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	<p>政策出台进一步明确预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制的实施要求，主要包括：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1、保险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召开会议，结合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。 2、各公司资产负债管理委员参考保险业协会发布的预定利率研究值，定期开展预定利率研究。 3、各公司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。 <p>其中具体要求包括：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1、预定利率最高值取0.25%的整倍数； 2、当本公司在售普通型人身保险产品预定利率最高值连续2个季度比预定利率研究值高25bp以上时，要及时下调新产品预定利率最高值，并在2个月内平稳做好新老产品切换工作；当本公司在售普通型人身保险产品预定利率最高值连续2个季度比预定利率研究值低25bp及以上时，可以适当上调新产品预定利率最高值，调整后的预定利率最高值原则上不得超过预定利率研究值； 3、在调整普通型人身保险产品预定利率最高值的同时，要按照一定的差值，合理调整分红型人身保险和万能型人身保险预定利率最高值。 4、当市场利率、公司经营等情况在短期内出现重大变化时，要及时启动相应决策机制，研究调整各类产品预定利率最高值。
		资料来源：金融监督管理总局、财联社、开源证券研究所

个险转型已有成效，核心人力同比提升，人均产能延续高增态势。中国平安 2024 年末代理人规模 36.3 万人，较年初+4.6%，可比口径下代理人渠道 NBV 同比+26.5%，人均 NBV 同比+43.3%，代理人队伍企稳回升，人均产能持续增长；中国人寿代理人数量 61.5 万，较年初-3%，月人均首年期交保费同比+15.0%。中国太保期末人力规模 18.4 万人，较 2024H1 末+2.7%，人均新单保费 1.67 万元，同比+30.4%，核心人力 5.3 万人，可比口径同比 10.4%，核心人力新单保费同比+17.9%。

图40：保险行业代理人规模自 2019 年以来连续下降 4 年


数据来源：银保监会、开源证券研究所

图41：2024 年部分上市险企个险渠道人均产能改善


数据来源：各公司年报、开源证券研究所

新能源车险新规有望推动 COR 改善，乘用车需求保持增长。2025 年前 2 月乘用车/新能源汽车累计销量同比+14.4%/+52.0%，乘用车需求保持活跃。考虑到各地汽车消费刺激政策以及降价促销措施，汽车消费延续增长趋势，车险保费预计受益。非车险方面，关注责任险及保证险等风险出清情况，政策险农险等绿色保险的发展机会，预计综合成本率持续改善，保证险等高风险业务预计加速出清，业务结构持续优化。

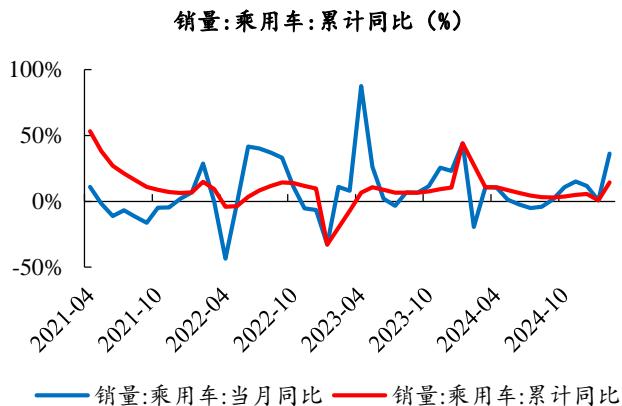
表11：金融监督管理总局出台财险和新能源车险高质量发展行动方案和指导意见

时间	关键词	主要内容
2024 年 12 月 6 日	国家金融监督管理总局发布 《关于强监管防风险促改革推 动财险业高质量发展行动方 案》	全面加强财险监管，防范化解风险，深化财险领域改革，促进财险业高质量发展
2025 年 1 月 24 日	金融监管总局 工业和信息化 部 交通运输部 商务部发布	推出 21 条举措，着力解决新能源汽车保费高、投保难等问 题。《指导意见》提出，将从优化产品服务供给、完善市

时间	关键词	主要内容
	《关于深化改革发展加强监管促进新能源车险高质量发展的指导意见》	深化新能源车险改革，包括市场化条款费率形成机制等方面，推动降低新能源汽车维修使用成本、丰富商业车险产品、优化商业车险基准费率等

资料来源：金融监督管理总局、开源证券研究所

图42：2025年前2月乘用车销量累计同比+14.4%



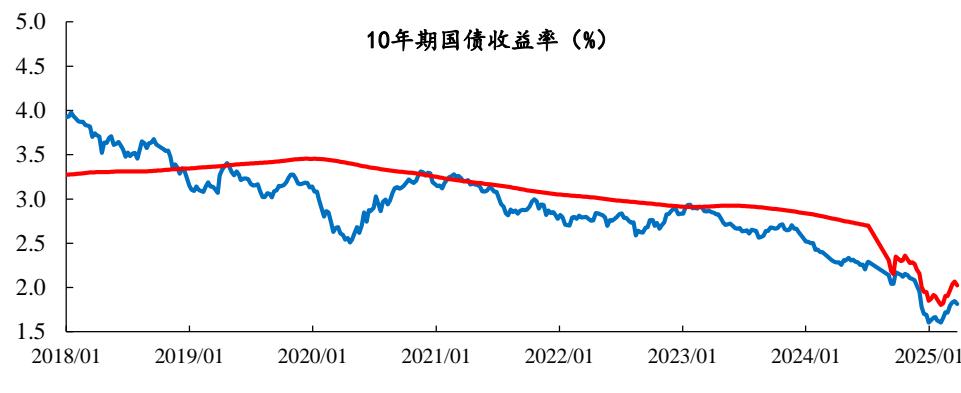
数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：2025前2月新能源汽车销量同比+52%



数据来源：Wind、开源证券研究所

稳增长发力下长端利率企稳修复，监管优化险企考核周期鼓励资金入市。(1) 2025年以来稳增长政策发力下，10年期国债收益率触底修复，截至2025年3月末回升至1.81%。(2) 2025年1月22日中央金融办等六部门印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，1月23日证监会等五部委举行新闻发布会，明确增配A股规模，拉长考核周期直击“堵点”。明确引导大型国有险企增配A股，2025年起每年新增保费30%用于投资A股，同时拉长险资和养老金考核周期，提高长期资金对权益资产波动的容忍度，险企增配权益资产的动力提升，有利于改善利差水平。

图44：十年期国债企稳回升，截至2025年3月末至1.81%


数据来源：Wind、开源证券研究所

表12：中长期资金入市政策通过放松考核周期等方式引导险资提高权益配置比例

时间	关键词	主要内容
2024年9月26日	《关于推动中长期资金入市指导意见》	<p>1、建立健全保险资金、各类养老金等中长期资金的三年以上长周期考核机制，打通影响险企长期投资的制度障碍，丰富商业保险资金长期投资模式，督促指导国有保险公司优化长周期考核机制。</p> <p>2、完善全国社保基金、基本养老保险基金投资制度，支持具备条件的用人单位放开企业年金个人投资选择，鼓励企业年金探索开展差异化投资。鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场。</p> <p>3、大力发展战略类公募基金，丰富可投类别和建立ETF快速审批通道，稳步推进公募基金费改；鼓励私募基金丰富产品类型和投资策略。我们认为上述文件目标在于推动中长期资金投资规模和比例明显提升，关注后续政策细则和险企、养老金及公募私募基金举措</p>
2024年12月20日	国家金融监督管理总局发布《关于延长保险公司偿付能力监管规则（II）实施过渡期有关事项的通知》	<p>1、对于因新旧规则切换对偿付能力充足率影响较大的保险公司，可于2025年1月15日前与金融监管总局及派出机构沟通过渡期政策，金融监管总局将于2025年2月底前一司一策确定过渡期政策。</p> <p>2、原已享受过渡期政策的单家保险公司，2025年过渡期政策原则上不得优于保险公司原过渡期最后一年享受的政策。</p> <p>3、金融监管总局直接监管的保险公司，应与金融监管总局机构监管司沟通，由金融监管总局确定过渡期政策；各金融监管局监管的保险公司，应与属地金融监管局沟通，由属地金融监管局提出初步方案，报金融监管总局机构监管司审查同意后，确定过渡期政策。</p>
2025年1月22日	中央金融办、中国证监会、财政部、人力资源社会保障部、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	<p>1、提升险资A股投资比例与稳定性。（1）引导大型国有保险公司增加A股（含权益类基金）投资规模和实际比例，2025年起每年新增保费30%用于投资A股；（2）经营绩效全面实行3年以上长周期考核，ROE当年考核权重≤30%，3-5年周期考核指标权重≥60%；（3）抓紧推动第二批保险资金长期股票投资试点落地（1000亿规模），春节前批复500亿元投资资料来源：开源证券研究所资股市。</p> <p>2、优化全国社保基金、基本养老保险基金投资管理机制。（1）提高全国社保基金股票类投资比例，扩大基本养老保险基金委托投资规模；（2）明确细化全国社保基金5年以上，基本养老保险基金3年以上考核机制。</p> <p>3、提高企（职）业年金基金市场化投资运作水平。加快出台3年以上业绩考核指导意见，扩大覆盖面，支持放开个人投资选</p>

时间	关键词	主要内容
		择和基金管理人差异化投资。四、提高权益类基金的规模和占比，证监会表示未来3年公募基金持有A股流通市值每年至少增长10%。五、优化资本市场生态。加大上市公司回购和分红。

资料来源：金融监督管理总局、中国政府网、新华网、开源证券研究所

4、投资建议

2024 负债端保持高质量增长，资产端驱动全年业绩高增。(1) 2024 年价值率提升驱动 NBV 延续高增，现金分红稳增好于我们预期，经济假设调整下 NBV 增长和投资偏差等支撑 EV 增长，可信度进一步增强。个险转型见效，银保价值贡献提升，2024 年 NBV 增速可观：新华保险同比+106.8%，中国人保同比+77.8%，中国太保同比+20.9%（可比口径同比+57.5%）、中国人寿同比-8.5%（可比口径同比+24.3%），中国平安同比-8.2%（可比口径为+25.6%）。受自然灾害拖累赔付，综合成本率有所提升，中国平安受益保证险风险出清下 COR 改善。(2) 展望 2025 年险企开门红向分红险转型，短期需求提前释放+产品策略切换或小幅影响新单，银保低基数叠加 1+3 放开下有望支撑新单，个险渠道队伍企稳和产能提升下全年负债端有望保持稳增。(3) 保险高质量意见指明长期发展方向，上市险企积极转型拥抱监管，分红险策略转型有利于降低负债成本、优化久期结构、改善资产负债匹配、适配客户需求，上市险企负债端有望延续高质量增长；监管支持险企优化考核周期，鼓励中长期资金入市，预计拉长资产久期、提高高股息和优质长股投是未来主要配置方向。长端利率企稳复苏下寿险估值有望回升，权益市场改善下顺周期寿险权益投资弹性突出，推荐负债端稳健且资产端弹性大的中国人寿，推荐负债端高质量增长且估值较低的中国太保，推荐股息率较高、寿险转型持续见效的中国平安，推荐财险行业龙头高股息标的中国财险，受益标的新华保险。

表13：推荐标的估值表-寿险

当前股价及评级表		EVPS			PEV			BVPS			PB		评级
证券简称	2025/4/7	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	
中国人寿	34.83	49.57	53.48	57.76	0.70	0.65	0.60	18.03	21.60	25.55	1.93	1.61	买入
中国平安	48.56	78.12	84.44	88.52	0.62	0.58	0.55	50.99	55.96	61.91	0.95	0.87	买入
中国太保	29.09	58.42	62.62	68.26	0.50	0.46	0.43	30.29	33.82	38.44	0.96	0.86	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：盈利预测来自开源证券研究所

表14：推荐标的估值表-财险

当前股价及评级表		EPS			PE			BPS			PB		评级
证券简称	2025/4/7	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	
中国财险	15.10	1.40	1.60	1.70	10.79	9.44	8.88	11.60	12.50	13.50	1.30	1.21	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：中国财险股价货币单位为港元，其他数据单位为人民币，港元兑人民币汇率为 0.93；盈利预测来自开源证券研究所

5、风险提示

- 长端利率下行风险。长端利率下行导致保险公司固收新增资产和再配置资产投资收益率下降，导致难以覆盖负债成本，造成利差损风险。

- 保险需求复苏不及预期。预定利率连续下调导致部分储蓄型产品需求提前释放，保障型产品需求较弱，导致保费增长不及预期。
- 寿险转型进展慢于预期。各险企推动渠道和产品转型效果和速度可能落后于计划。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn