

➤ **负债端：新单保费有所承压，结构优化质效提升。**渠道改革提质增效持续，绩优人力和人均产能有所提升，产品结构不断优化推动新业务价值表现普遍快速增长：中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国太平新业务价值分别同比 +24.3%/+28.8%/+20.9%/106.8%/90.0%。

➤ **渠道端：渠道改革提质增效持续，绩优人力和人均产能有所提升，产品结构不断优化推动新业务价值表现普遍快速增长：**中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国太平新业务价值分别同比 +24.3%/+28.8%/+20.9%/106.8%/90.0%。伴随“报行合一”推进费用控制，以及预定利率下调及分红险产品和保障型产品开发，2024 年主要上市险企 NBVM 普遍有所提升，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国太平 2024 年 NBVM 分别为 25.7%/31.8%/16.8%/14.6%/32.5%，分别同比 -4.2pct/+5.6pct/+3.5pct/+5.7pct/+16.6pct。

➤ **利润及分红派息：**全年净利润回升夯实分红基础，新准则下力求分红的稳健性和持续性。权益表现回暖带动 2024 年主要上市险企归母净利润均实现高增：中国人寿/中国平安/中国太保/中国人保/新华保险归母净利润分别同比 +108.9%/+47.8%/+64.9%/+88.2%/+201.1%。

➤ **内含价值：普遍下调投资收益率假设，夯实报表指标基础。**主要上市险企普遍基于对宏观环境和长期利率趋势的综合考虑，于 2024 年审慎下调寿险及健康险业务内含价值长期投资回报率假设和风险贴现率，主要上市险企普遍将长期投资回报率假设调整从 4.5% 下调至 4.0%。

➤ **资产负债匹配：净资产表现有所分化，其他综合收益成为关键变量。**上市险企 2024 年末净资产表现有所分化，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险分别同比 +54.3%/+6.2%/+19.0%/-8.4%。

➤ **投资：权益回暖推动各口径投资收益大幅回暖，净投资收益率整体仍下行，债券投资占比提升。**从总投资收益率方面来看，中国人寿/中国平安（综合投资收益率）/中国太保/新华保险/中国人保/中国太平/阳光保险 2024 年总投资收益率分别为 5.5%/5.8%/5.6%/5.8%/5.6%/4.6%/4.3%，分别同比 +2.9pct/+2.2pct/+3.6pct/+4.0pct/+2.3pct/+1.9pct/+1.0pct。利率下行下险企普遍增配长债推动债券投资占比提升，定期存款占比整体同比减少。股票投资占比整体小幅提升，基金投资占比有所分化。

➤ **投资建议：**上市险企 2024 年年报整体符合我们预期，人身险方面各大险企纷纷积极推动产品结构转型，在利率下行的背景下，下阶段有望提升分红型产品及相关保障型产品险种占比，缓解潜在利差损压力，更加做好资产和负债匹配。相关政策持续发力，有望进一步提振市场预期，带动资本市场活跃度提升，保险投资端均有望持续受益。我们认为保险板块短期看投资端弹性，重视保险的顺周期属性和“β加强器”的特征，但是更需要看到长期变量改善的逻辑，即寿险和财险负债端基本面的逐步改善。当前从政策面、资金面和基本面等来看，保险板块仍处于配置的舒适区，建议积极关注新华保险、中国太保，关注阳光保险、中国财险、中国人寿、中国平安和中国太平。

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

推荐

维持评级



分析师 张凯烽

执业证书：S0100524070006

邮箱：zhangkaifeng@mszq.com

研究助理 李劲锋

执业证书：S0100124080012

邮箱：lijinfeng_2@mszq.com

相关研究

- 1.非银行业周报 20250406：险企持续举牌，提升权益投资收益空间-2025/04/06
- 2.非银行业点评：寿险开门红表现平稳，财险多险种共振支撑增长-2025/04/06
- 3.非银行业周报 20250330：年报后，逢低配置非银-2025/03/30
- 4.保险行业 2025 年一季报前瞻：寿险利润预计分化，财险有望稳健增长-2025/03/25
- 5.非银行业周报 20250324：重视业绩催化，逢低布局非银-2025/03/24

目录

1 人身险：规模整体收敛，结构质态保持提升	3
1.1 收入端：新单保费有所承压，结构优化质态提升	3
1.2 个险：清虚改革持续，人力规模有望触底回升	5
1.3 银保：渠道质态显著提升，规模和价值表现均亮眼	8
2 产险：保费增速稳健，自然灾害拖累承保利润	10
2.1 产险负债保持稳增速，非车险增速高于车险	10
2.2 综合成本率 COR 和承保利润表现分化，自然灾害和巨灾形成拖累	11
2.3 综合赔付率整体有所抬升，费用率得到良好控制	11
3 利润及分红派息：全年净利润回升夯实分红基础，新准则下力求分红的稳健性和持续性	13
4 内含价值：普遍下调投资收益率假设，夯实报表指标基础	15
4.1 内含价值整体维持稳健增长	15
4.2 及时审慎调整 EV 假设，提升指标置信度	16
4.3 新业务价值对于投资敏感性有所降低	17
5 投资：总投资收益率大幅提升，债券投资占比提升	20
5.1 权益回暖推动投资收益大幅提升，净投资收益率仍承压	20
5.2 股息对于净投资收益的贡献程度不断提升	21
5.3 投资组合：债券占比提升明显，股票整体小幅提升	24
6 资产负债匹配：净资产增长有所分化	29
7 投资建议	30
8 风险提示	31
插图目录	32
表格目录	33

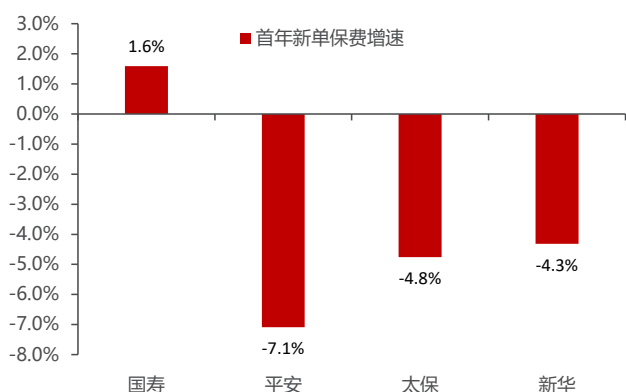
1 人身险：规模整体收敛，结构质态保持提升

1.1 收入端：新单保费有所承压，结构优化质态提升

1.1.1 新单保费增长有所放缓，总保费维持稳增

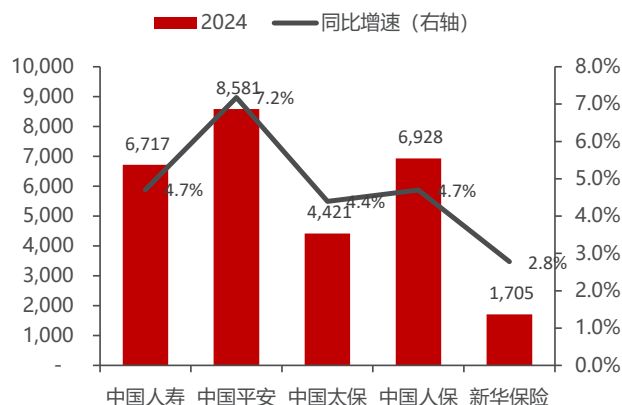
新单保费维持增速放缓趋势，续期保费支撑总保费增长。新单保费增速方面，由于各大险企主动进行结构调整，积极应对利率下行下潜在“利差损”风险，逐步提升分红险占比，降低传统险占比，同时由于23年同期相对较高基数，2024年新单保费整体小幅承压：中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险2024年分别同比+1.6%/-7.1%-4.8%/-4.3%。总保费增速则依靠续期保费支撑普遍实现小幅增长：中国人寿/中国平安/中国太保/中国人保/新华保险2024年分别同比+4.7%/+7.2%/+4.4%/+4.7%/+2.8%。

图1：主要上市险企2024新单保费增速



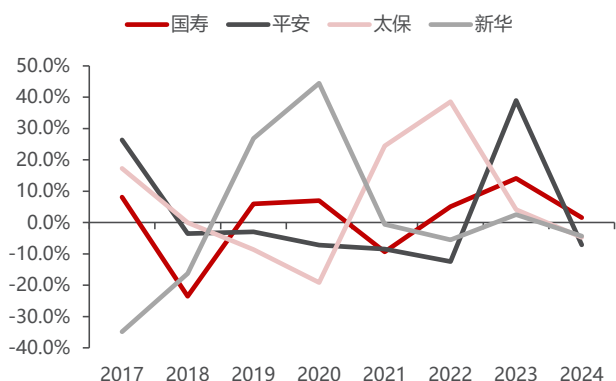
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图2：2024 各大险企保费收入（亿元）及增速



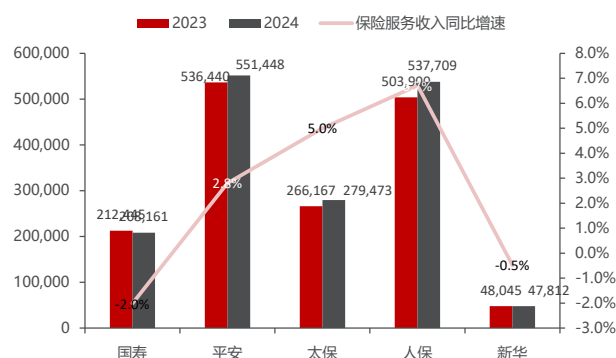
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图3：主要上市险企寿险首年新单保费同比增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图4：2023-2024 年各大险企保险服务收入（百万元）及同比

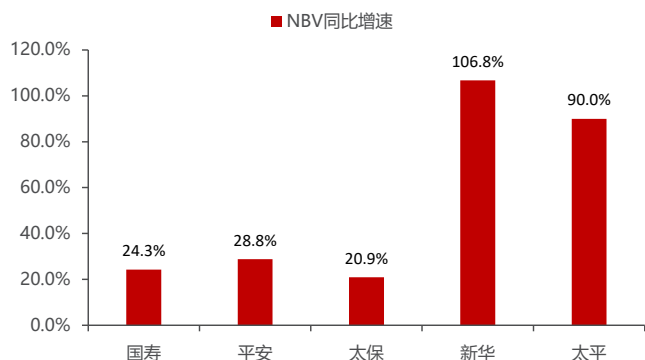


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

渠道改革提质增效持续，绩优人力和人均产能有所提升，产品结构不断优化推动新业务价值表现普遍快速增长。中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国太平新业务价值分别同比+24.3%/+28.8%/+20.9%/+106.8%/+90.0%。

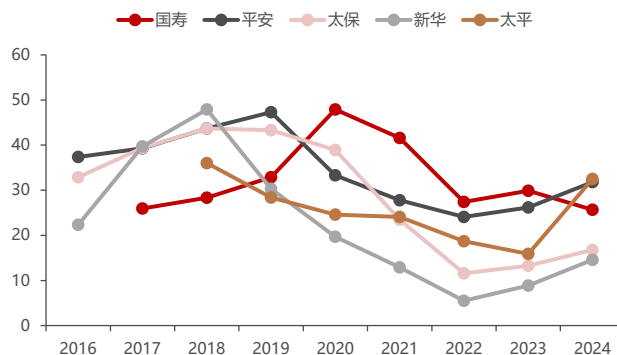
伴随“报行合一”推进费用控制，以及预定利率下调及分红险产品和保障型产品开发，2024 年主要上市险企 NBVM 普遍有所提升，中国人寿/中国平安/中国太保 / 新华保险 / 中国太平 2024 年 NBVM 分别为 25.7%/31.8%/16.8%/14.6%/32.5% ， 分 别 同 比 - 4.2pct/+5.6pct/+3.5pct/+5.7pct/+16.6pct。

图5：2024年各大险企NBV同比增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图6：主要上市险企新业务价值率NBVM

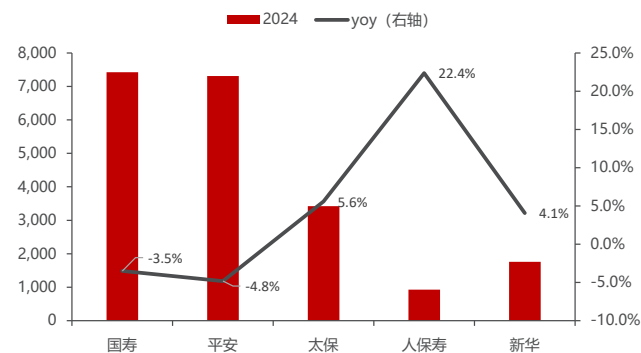


资料来源：iFinD，民生证券研究院

1.1.2 保险服务边际增长分化

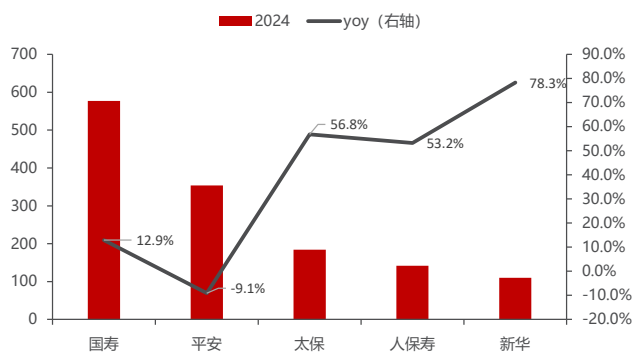
2024年上市险企合同服务边际较上年有所分化。主要上市险企2024年寿险和健康险业务合同服务边际表现有所分化，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保分别同比-3.5%/-4.8%/+5.6%/+4.1%/+21.7%。

图7：保险合同服务边际增长（亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图8：当期初始确认签发的保险合同服务边际增长（亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

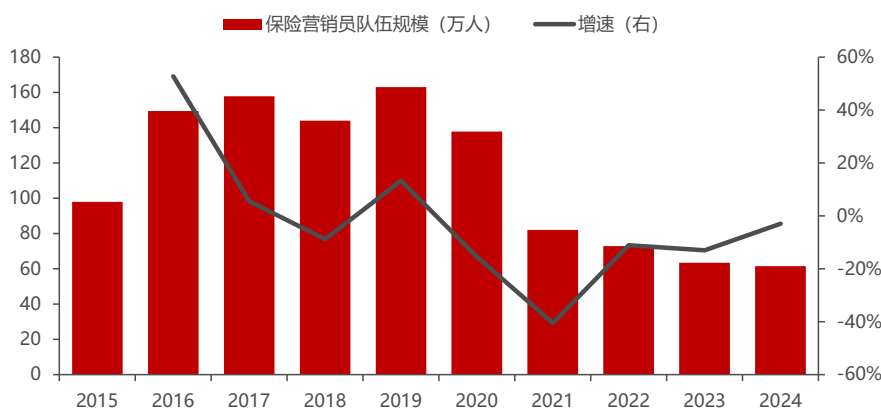
1.2 个险：清虚改革持续，人力规模有望触底回升

截至2024年末，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险渠道人力规模分别为61.5万人/36.3万人/13.6万人/18.4万人，分别同比-3.0%/+4.6%/-12.4%/-12.3%，平安的规模人力率先实现同比正增，其余险企仍同比小幅下降，我们认为各大险企更加着眼于人力质态，新人招募方面更加关注质量，人力规模有望伴随经

济复苏而触底回升。

中国人寿：个险渠道继续推进渠道转型，各项业务指标在高基数下实现较快发展，业务结构不断优化。个险总保费同比+5.5%，其中首年期交保费同比+9.2%，10年期及以上首年期交保费同比+14.3%，个险渠道按照追溯调整后的假设下同比2023年提升18.4%。个险渠道深化“6+1”关键举措，提升优增优育和产能提升，队伍规模整体保持稳定，截至2024年末，个险队伍人力61.5万人，同比基本持平，月人均首年期交保费同比+15.0%。

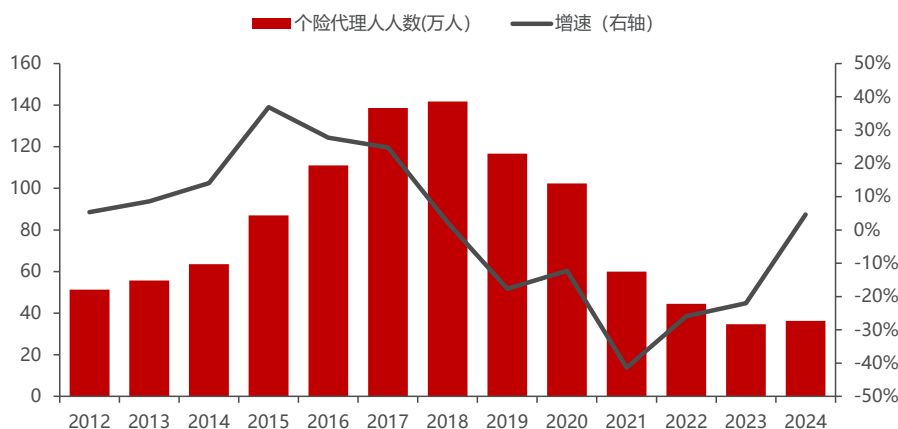
图9：国寿销售人力规模降幅趋缓



资料来源：公司公告，民生证券研究院

中国平安：代理人队伍持续深化转型，队伍产能持续增长。2024年新业务价值同比+26.5%，代理人人均新业务价值同比+43.3%，代理人人均每月收入同比+5.9%，优质新人留存持续改善。

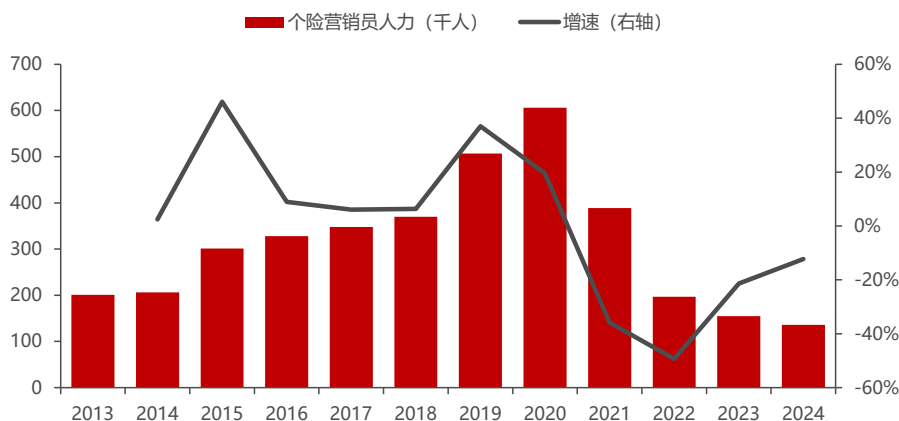
图10：平安销售人力规模逐步趋稳



资料来源：公司公告，民生证券研究院

新华保险：坚持“多元化、长年期、高价值”转型策略，坚持以绩优为核心、以优增为重点，实施落地“XIN一代”计划，2024年个险规模保费同比+0.3%至1159.70亿元，长期险首年期交保费同比+19.7%至132.35亿元，个险代理人规模人力13.64万人，同比-12.3%，主动清虚改革动作持续。

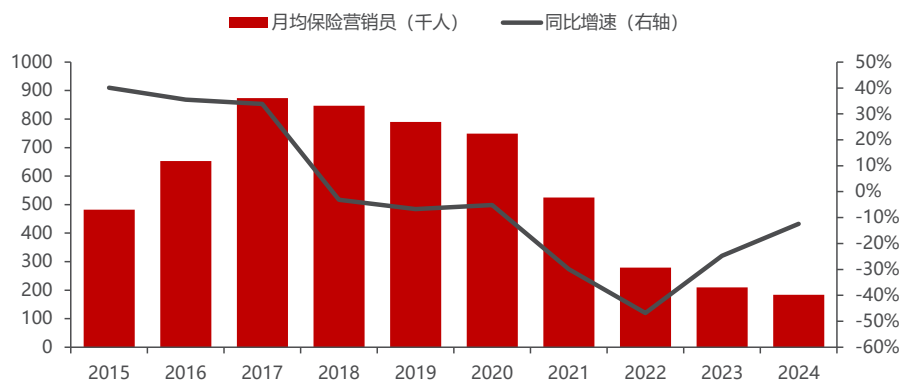
图11：新华保险个险营销员人力（千人）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

中国太保：以队伍成长为核心，持续推动队伍能力提升。总人力规模2024年已逐步企稳，质态和产能持续提升。2024年末太保寿险月均人力规模为18.4万人，期末人力规模为18.8万人，较1H24提升2.7%，呈现企稳复苏态势。核心队伍人力保持稳定且质态持续提升：2024年月均核心人力5.3万人，可比口径下同比+10.4%，核心人力月人均首年规模保费54330万元，同比+17.9%，核心人力月人均首年佣金收入同比+7.1%至6868元。

图12：中国太保月均保险营销员（千人）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

1.3 银保：渠道质态显著提升，规模和价值表现均亮眼

2024 年，银保渠道在“报行合一”、预定利率下调、银保“1+3”合作限制放开等政策共同推动下，头部险企加大银保投入和结构转型调整，渠道质态显著提升，规模和价值表现均亮眼，未来银保渠道更加考验创新产品、服务体系等综合经营能力，银保渠道“马太效应”有望增强，头部险企有望更为受益。

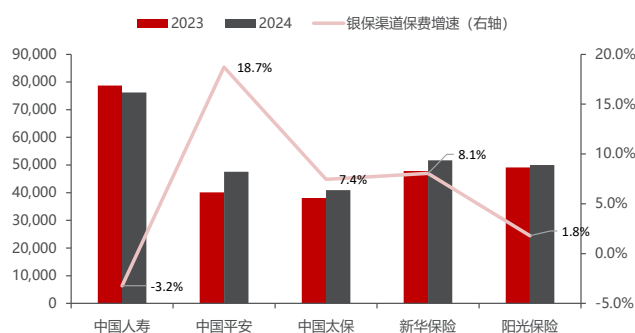
中国人寿银保渠道：有效推进“报行合一”，降本增效成果显著。2024 年国寿银保渠道持续推进“报行合一”，强化费用管控，扩大银行合作数量，银保渠道保费收入同比-3.2%，其中首年期交保费同比+10.4%。

中国平安银保渠道：聚焦价值经营，深化与国有大行合作，队伍产能和 NBV 实现高增。中国平安银保渠道 2024 年实现 NBV 同比+62.7%，公司深化“5+5+N”合作，全面拓展 5 家全国性股份行合作，扩大优质网点合作，强化队伍绩优建设，不断提升队伍专业能力和产能。

中国太保银保渠道：推动客户分层分类经营，客户结构持续优化，银保渠道高客同比+3.6%，极高客同比+8.3%。坚持价值银保策略，打造差异化竞争优势，不断增强银保渠道发展动能，全面推进网点深耕，2024 年太保寿险银保渠道规模保费收入同比+7.4%至 409.02 亿元，其中新单期缴规模保费 108.71 亿元，同比+20.5%。

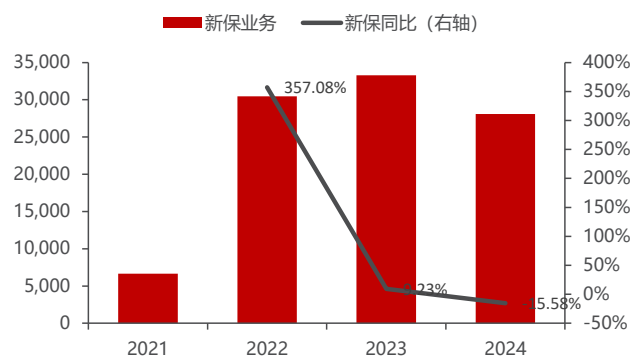
新华保险银保渠道：严格落实“报行合一”，聚焦期交规模，提升价值贡献，不断拓展网点合作范围。公司 2024 年银保渠道保费收入 516.74 亿元，同比+8.1%，其中长期险首年期交保费同比+11.5%至 138.73 亿元，达历史最高水平。

图13：主要上市险企银保保费收入（百万元）及增速



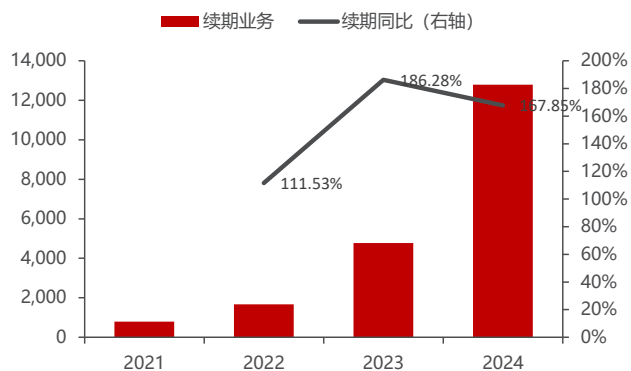
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图14：太保寿险银保新保业务收入（百万元）



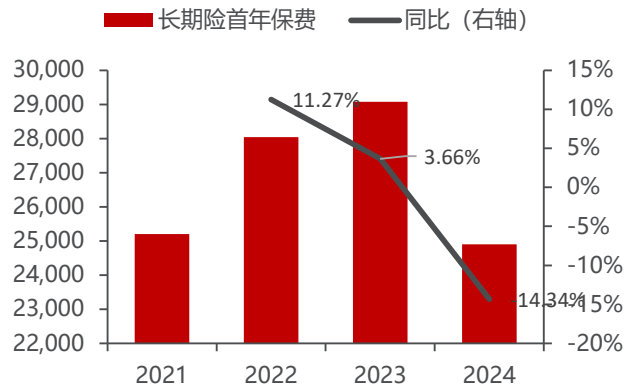
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图15: 太保寿险银保续期业务收入 (百万元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图16: 新华保险银保长期险首年保费 (百万元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2 产险：保费增速稳健，自然灾害拖累承保利润

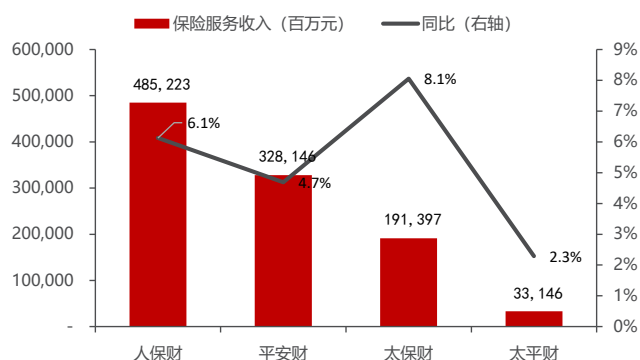
2.1 产险负债保持稳增速，非车险增速高于车险

保险服务收入方面,2024 年人保财/平安财/太保财/太平财保险服务收入分别同比+6.1%/+4.7%/+8.1%/+2.3%，整体维持小幅稳健增长。

车险保费普遍保持稳健增长，2024 年人保财/平安财/太保财保费收入分别同比+4.1%/+4.4%/+3.7%。

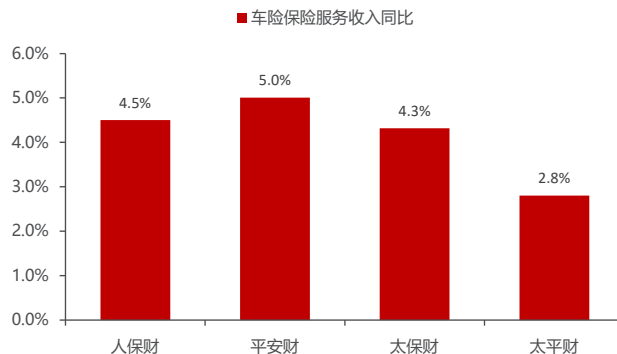
非车险保费增速高于车险，2024 年人保财/平安财/太保财保费收入分别同比+4.6%/+11.6%/+10.7%。

图17：2024 年主要财险公司保险服务收入（百万元）及同比增长



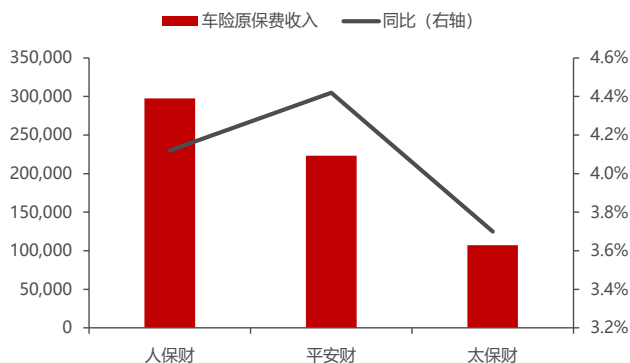
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图18：2024 年主要财险公司车险保险服务收入



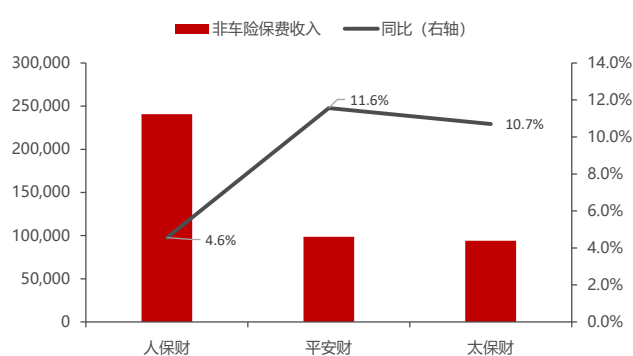
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图19：主要上市财险公司车险原保费收入（百万元）及同比



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图20：主要上市财险公司非车险保险保费收入（百万元）及同比

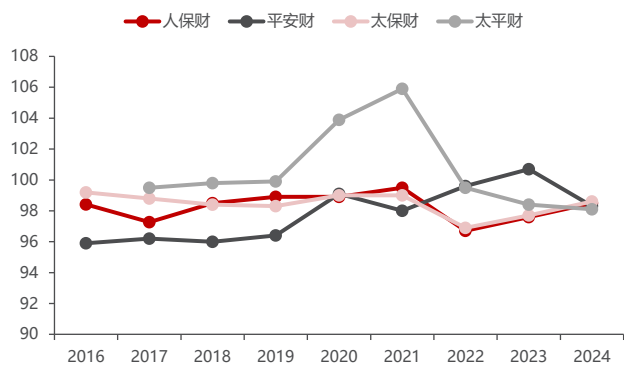


资料来源：iFinD，民生证券研究院

2.2 综合成本率 COR 和承保利润表现分化，自然灾害和巨灾形成拖累

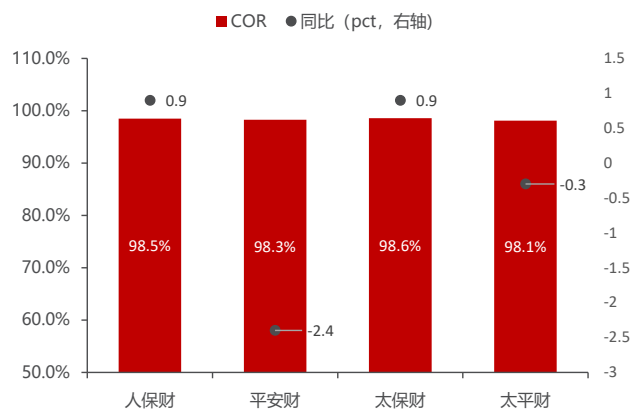
2024 年主要上市财险公司人保财/平安财/太保财承保利润分别同比-36.0%/扭亏为盈/-35.5%。人保财/平安财/太保财/太平财 2024 年 COR 分别为 98.5%/98.3%/98.6%/98.1%，分别同比+0.9pct/-2.4pct/+0.9pct/-0.3pct。平安财险 COR 同比大幅优化，COR 重回 100%以内实现承保盈利，主要系公司重点控制部分险种敞口，前期拖累较为严重的信用保证保险业务综合成本率 102.2%，同比大幅优化 28.9pct，保证险未了责任余额持续下降，风险敞口快速收敛，存量业务理赔案件逐步回收，承保亏损同比大幅下降，对整体业务品质的影响大幅降低。

图21：主要上市险企财险综合成本率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图22：2024 年各大财险公司综合成本率 (COR) 表现



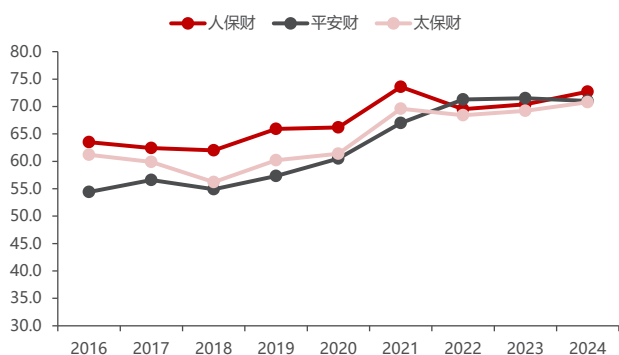
资料来源：iFinD，民生证券研究院

2.3 综合赔付率整体有所抬升，费用率得到良好控制

人保财/平安财/太保财 2024 年综合赔付率分别为 72.7%/71%/70.8%，分别同比+2.3pct/-0.5pct/+1.6pct，整体受到自然灾害影响赔付率同比有所上升，平安财险依靠信用保证等重点险种业务控制，赔付率得以优化。持续加大费用管控和精细化运营，综合费用率普遍得到改善：人保财/平安财/太保财 2024 年综合费用率分别为 25.8%/27.3%/27.8%，分别同比-1.4pct/-1.9pct/-0.7pct。

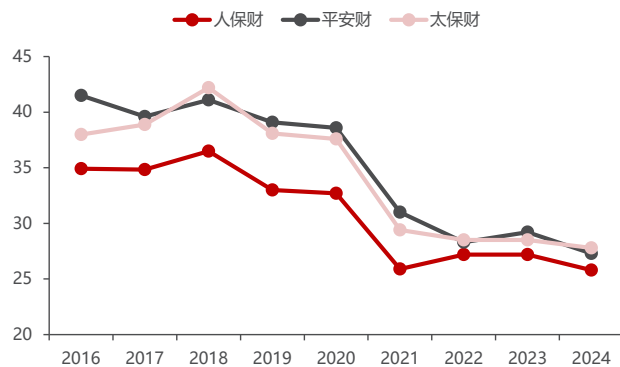
车险综合成本率受到自然灾害影响，赔付率普遍有所上升，导致综合成本率整体有所承压。人保财险依靠良好费用管控实现车险 COR 同比小幅优化，2024 年人保财/平安财/太保财车险 COR 分别为 96.8%/98.1%/98.2%，分别同比-0.1pct/+0.3pct/+0.6pct。

图23: 主要上市险企财险综合赔付率



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图24: 主要上市险企财险综合费用率

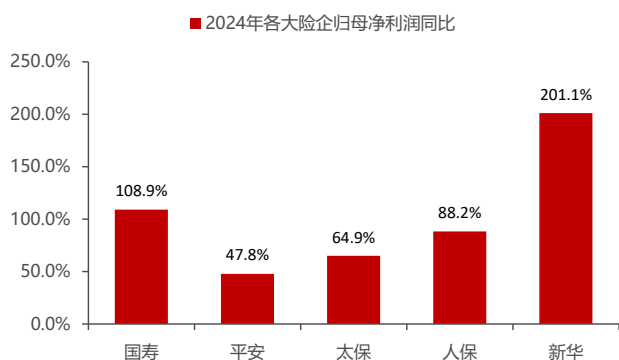


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

3 利润及分红派息：全年净利润回升夯实分红基础， 新准则下力求分红的稳健性和持续性

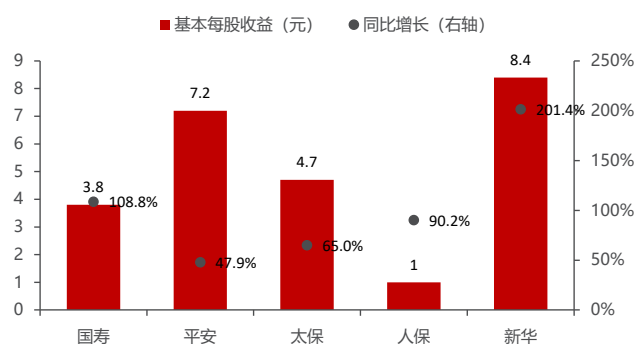
权益投资收益回暖，带动全年净利润回升。2024 年主要上市险企归母净利润均实现高增：中国人寿/中国平安/中国太保/中国人保/新华保险归母净利润分别同比 108.9%/47.8%/64.9%/88.2%/201.1%。营收方面：中国人寿/中国平安/中国太保 / 中国人保 / 新华保险营业收入分别同比 30.5%/12.6%/24.74%/12.45%/85.27%。

图25：各大险企 2024 年归母净利润同比表现



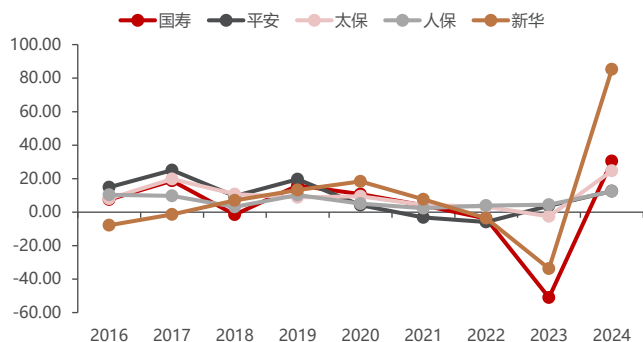
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图26：2024 年各险企基本每股收益及同比 (元)



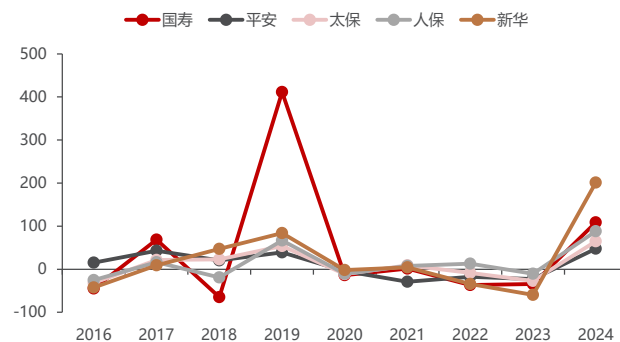
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图27：主要上市险企营收同比增长率(%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

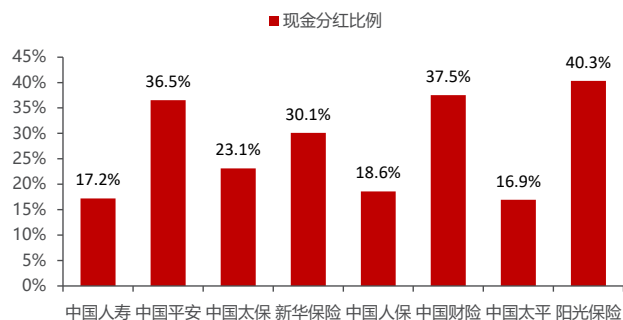
图28：主要上市险企归母净利润同比增长



资料来源：iFinD，民生证券研究院

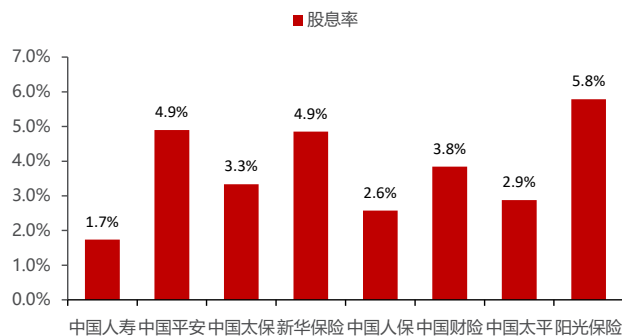
中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保/中国财险/中国太平/阳光保险的现金分红比例分别为 +17.2%/+36.5%/+23.1%/+30.1%/+18.6%/+37.5%/+16.9%/+40.3%，以 2025 年 4 月 2 日收盘价计，股息率分别为 1.7%/4.9%/3.3%/4.9%/2.6%/3.8%/2.9%/5.8%。

图29: 主要上市险企 2024 年现金分红比例



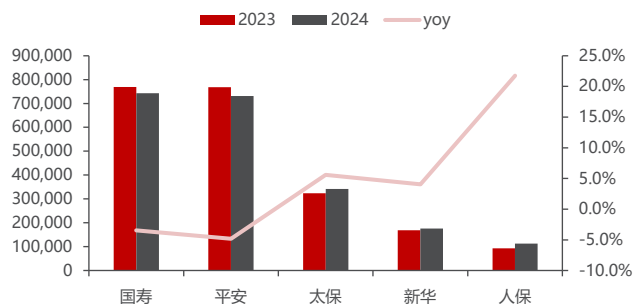
资料来源: 各公司公告, iFinD, 民生证券研究院

图30: 主要上市险企 2024 年分红股息率



资料来源: 各公司公告, iFinD, 民生证券研究院; 注: 股价为 2025 年 4 月 2 日收盘价

图31: 主要上市险企寿险及健康险业务合同服务边际较上年表现有所分化 (百万元)



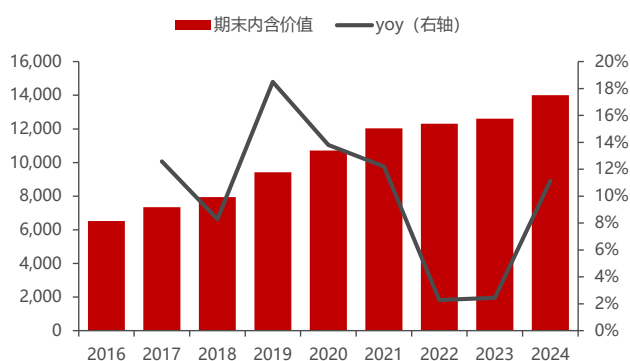
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

4 内含价值: 普遍下调投资收益率假设, 夯实报表指标基础

4.1 内含价值整体维持稳健增长

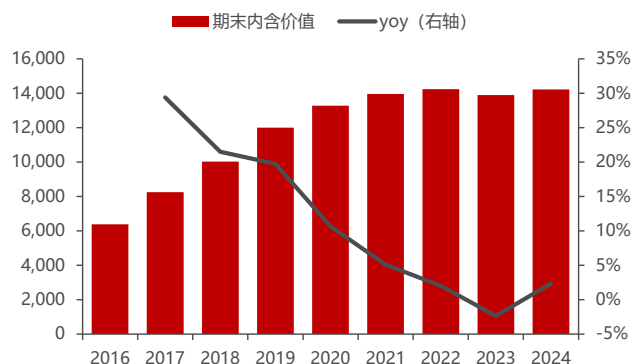
内含价值普遍实现稳健增长, 增速有所分化。截至 2024 年末, 中国人寿/中国平安/中国人保/中国太保/新华保险/中国太平期末内含价值分别同比 +11.2%/+2.3%/+20.9%/+6.2%/+3.2%/+12.8%。

图32: 中国人寿内含价值 (亿元) 及增速



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图33: 中国平安内含价值 (亿元) 及增速



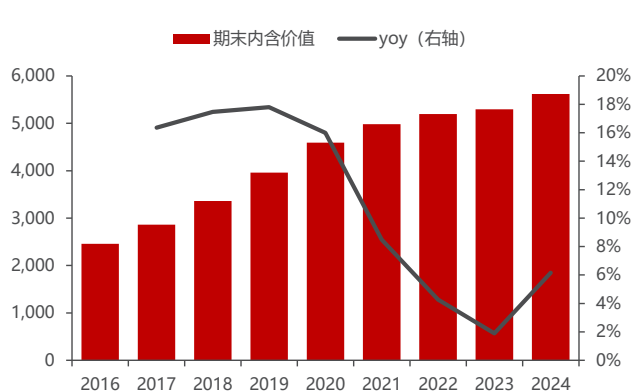
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图34: 中国人保内含价值 (亿元) 及增速 (右轴)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图35: 中国太保内含价值 (亿元) 及增速 (右轴)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图36: 新华保险内含价值 (亿元) 及增速 (右轴)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图37: 中国太平内含价值 (亿元) 及增速 (右轴)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

4.2 及时审慎调整 EV 假设, 提升指标置信度

及时根据市场变化, 普遍下调投资收益率假设和风险贴现率假设, 相关指标置信度提升, 有利于行业质态的长期审慎评估。主要上市险企普遍基于对宏观环境和长期利率趋势的综合考虑, 于 2024 年审慎下调寿险及健康险业务内含价值长期投资回报率假设和风险贴现率。1) 风险贴现率方面: 中国太保、新华保险、中国人保和阳光保险普遍将风险贴现率 (RDR) 下调至 8.5%; 中国平安按照产品不同, 将传统险的风险贴现率调整为 8.5%, 分红与万能等非传统险种的风险贴现率调整至 7.5%; 中国人寿考虑不同业务性质对应的风险后, 将普通型产品的所采用的风险调整后的贴现率假设设定为 8%, 将浮动收益型产品的风险贴现率假设调整为 7.2%。2) 长期投资回报率方面: 中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保和阳光保险普遍都将长期投资回报率假设调整从 4.5% 下调至 4.0%。

表1: 中国人寿 EV 贴现率和投资回报率假设变化 (%)

年份	贴现率假设	投资回报率假设
2018	10.00	5.0
2019	10.00	5.0
2020	10.00	5.0
2021	10.00	5.0
2022	10.00	5.0
2023	8.00	4.5
2024	8.00	4

资料来源: iFinD, 民生证券研究院

表2：中国平安 EV 贴现率和投资回报率假设变化（%）

年份	贴现率假设	投资回报率假设
2016	11.00	首年 4.75，第二年起 5
2017	11.00	首年 4.75，第二年起 5
2018	11.00	首年 4.75，第二年起 5
2019	11.00	首年 4.75，第二年起 5
2020	11.00	5.0
2021	11.00	5.0
2022	11.00	5.0
2023	9.50	4.5
2024	8.5/7.5	4

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表3：中国太保历年 EV 贴现率和投资回报率假设

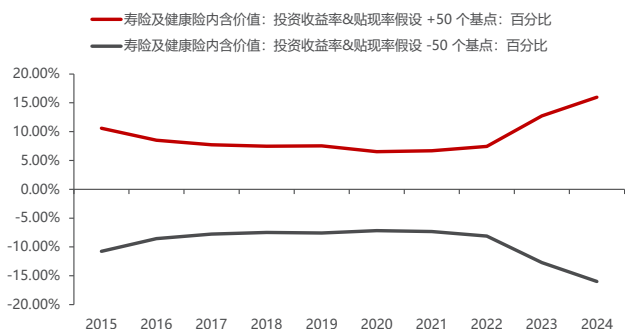
年份	贴现率假设	投资回报率假设
2016	11.0%	2016 年为 4.85%，2017 年为 4.9%，之后为 5%
2017	11.0%	2017 年为 4.9%，之后为 5%
2018	11.0%	5.0%
2019	11.0%	5.0%
2020	11.0%	5.0%
2021	11.0%	5.0%
2022	11.0%	5.0%
2023	9.0%	4.5%
2024	8.5%	4.0%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

4.3 新业务价值对于投资敏感性有所降低

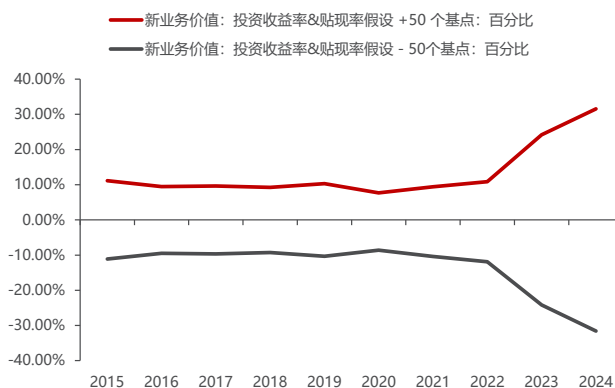
从有效业务价值对于投资端敏感性来看，主要上市险企相比 2023 年同期均有所提高，新华保险、中国太保 EV 对于投资收益率的敏感性较高，新业务价值对于投资收益率敏感性则有所降低。1) 有效业务价值对于投资收益的敏感性一定程度上可反映存量投资敏感性产品的占比，同时也反应了在利率下行的背景下，上市险企存量产品对于利差的依赖有所提升。伴随预定利率动态调整机制的实施，产品预定利率调整有望及时跟随十年期国债、5 年期 LPR 和 5 年期定期存款利率等市场利率同步调整，缓解潜在利差损风险，更好地做好资产和负债的匹配。2) 新业务价值对于投资敏感性一定程度上可反应新保业务的利差依赖程度，在利率下行的背景下，2024 年主要上市险企的敏感性普遍有所下降，新单的利差依赖有所缓解，潜在利差损风险有所减少。

图38：中国平安寿险及健康险业务有效业务价值敏感性分析



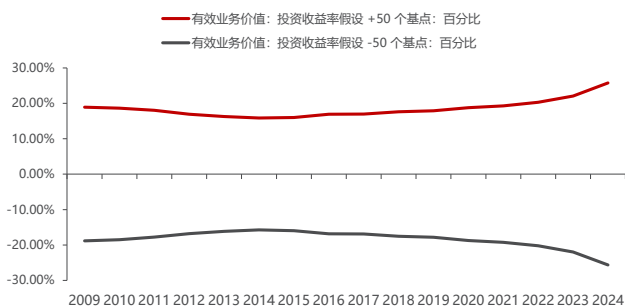
资料来源：中国平安公司公告，民生证券研究院

图39：中国平安寿险及健康险业务新业务价值敏感性分析



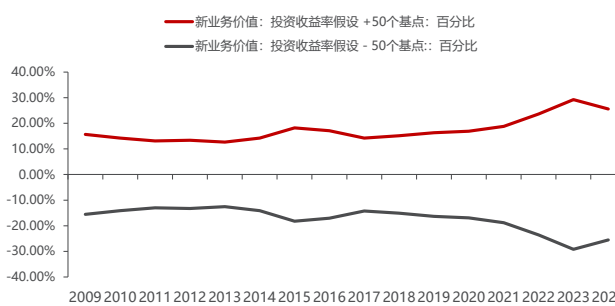
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图40：中国人寿寿险及健康险业务有效业务价值敏感性分析



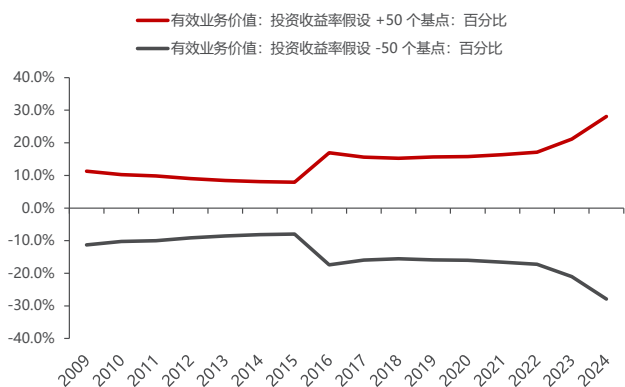
资料来源：中国人寿公司公告，民生证券研究院

图41：中国人寿寿险及健康险业务新业务价值敏感性分析



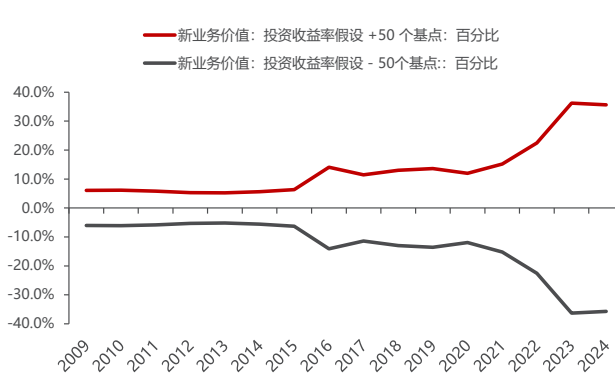
资料来源：中国人寿公司公告，民生证券研究院

图42：中国太保寿险及健康险业务有效业务价值敏感性分析



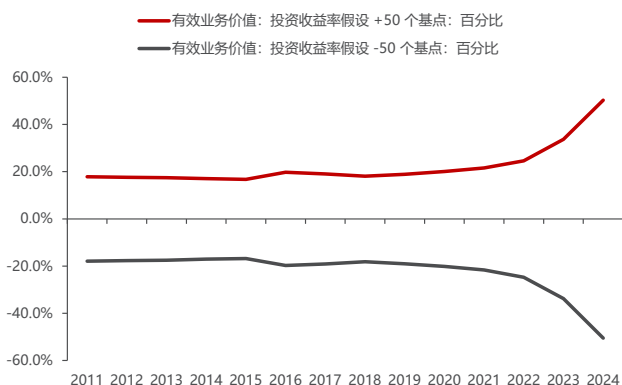
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图43：中国太保寿险及健康险业务新业务价值敏感性分析



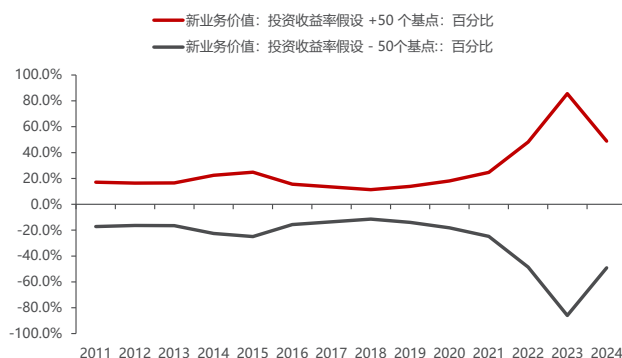
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图44：新华保险寿险及健康险业务有效业务价值敏感性分析



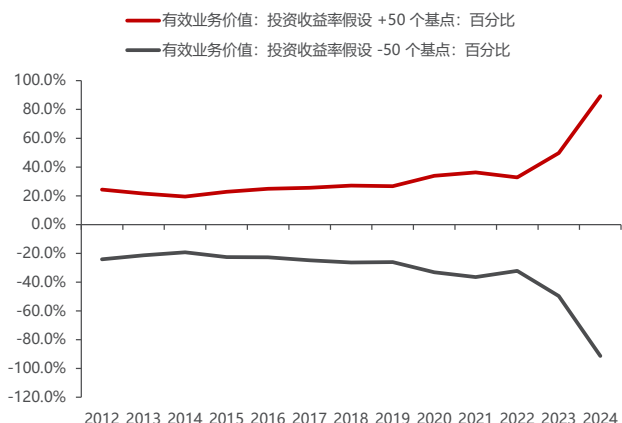
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图45：新华保险寿险及健康险业务新业务价值敏感性分析



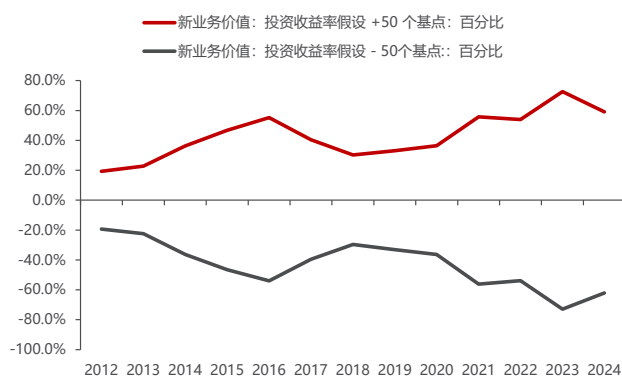
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图46：中国人保寿险及健康险业务有效业务价值敏感性分析



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图47：中国人保寿险及健康险业务新业务价值敏感性分析



资料来源：iFinD，民生证券研究院

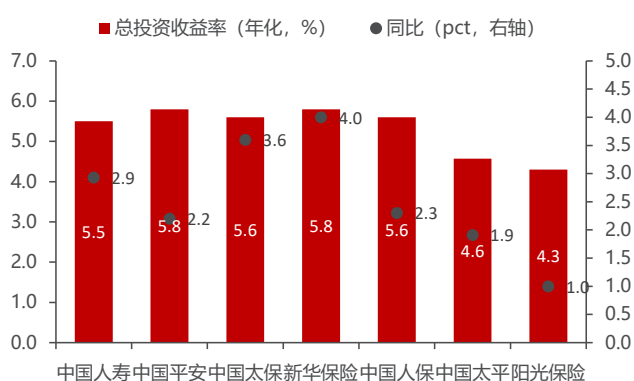
5 投资：总投资收益率大幅提升，债券投资占比提升

5.1 权益回暖推动投资收益大幅提升，净投资收益率仍承压

从总投资收益率方面来看，中国人寿/中国平安（综合投资收益率）/中国太保/新华保险/中国人保/中国太平/阳光保险 2024 年总投资收益率分别为 5.5%/5.8%/5.6%/5.8%/5.6%/4.6%/4.3%，分别同比 +2.9pct/+2.2pct/+3.6pct/+4.0pct/+2.3pct/+1.9pct/+1.0pct，总投资收益率受益于权益市场的反弹而大幅提升，除人保和太平外，2024 年总投资收益率均在 5.5%及以上水平。

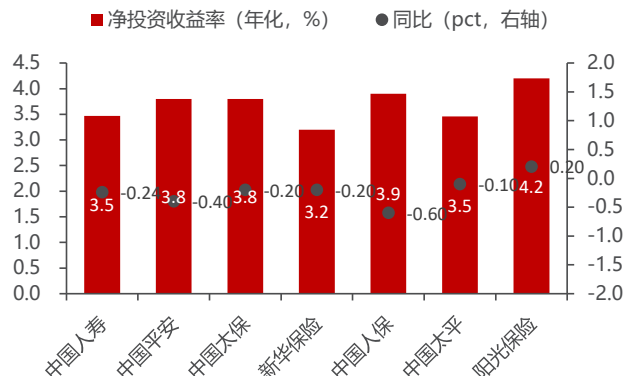
中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保/中国太平/阳光保险净投资收益率分别为 3.5%/3.8%/3.8%/3.2%/3.9%/3.5%/4.2%，分别同比-0.24 pct /-0.40 pct /-0.20 pct /-0.20 pct /-0.60 pct /-0.1pct/+0.20 pct。净投资收益率普遍下降主要受到存量资产到期和新增固定收益资产到期收益率下降影响。

图48：各大险企 2024 年化总投资收益率及同比



资料来源：iFinD，民生证券研究院

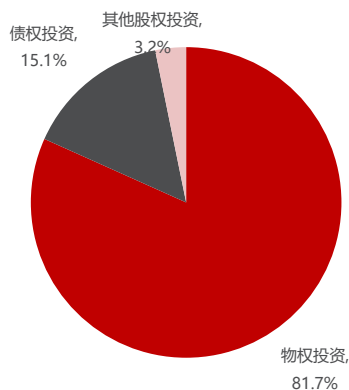
图49：各大险企 2024 净投资收益率及同比



资料来源：iFinD，民生证券研究院

中国平安不动产投资：截至 2024 年末，中国平安不动产投资余额为 2025.19 亿元，在总投资资产中占比 3.5%，投资资产主要以物权投资为主，采用成本法计量，在不动产投资中占比为 81.7%主要投向商业办公、物流地产、产业园、长租公寓等收租型物业，以匹配负债久期，贡献相对稳定的租金、分红等收入，并获取资产增值；除此之外，债权投资占比 15.1%，其他股权投资占比 3.2%。

图50：中国平安 2024 年末不动产投资资产种类分布

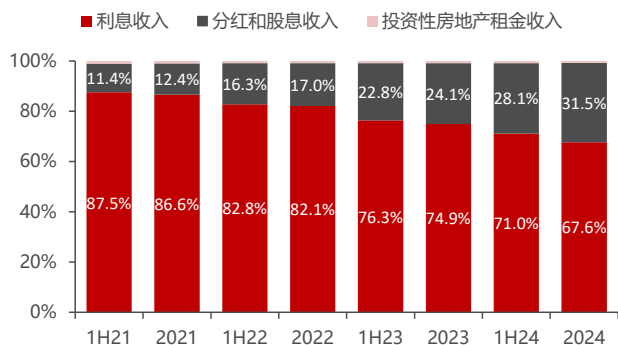


资料来源：中国平安公司公告，民生证券研究院

5.2 股息对于净投资收益的贡献程度不断提升

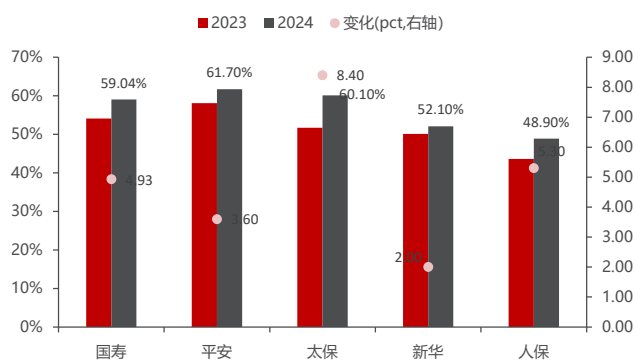
从净投资收益的拆分来看，股票分红和股息收入贡献逐步提升。近年来利率中枢下行，净投资收益率整体呈现小幅下行趋势，净投资收益来源主要为债券票息、股票分红和股息收入以及投资性房地产的租金收入等。从贡献来看，由于债券配置比例占据较大比例，因此债券票息仍为净投资收益的主要来源，但近年来由于利率中枢下行以及险企积极配置高股息股票，因此股票分红和股息收入对于净投资收益率的贡献逐步提升。从中国太保披露的数据来看，近年来净投资收益中分红和股息收入占比呈现逐年上升趋势，2024 年分红和股息收入占净投资收益比例为 31.5%，较 2023 年同比+7.4pct，利息收入占净投资收益比例为 28.1%，较 2023 年同比-7.3pct，我们认为伴随近年利率的地位震荡和高股息股票的配置，分红和股息收入的占比将有望进一步提升。

图51: 中国太保净投资收益拆分 (百万元)



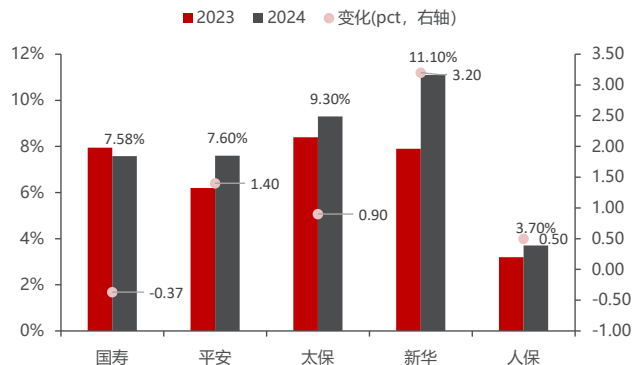
资料来源: 中国太保公司公告, 民生证券研究院

图52: 主要上市险企债券配置占比及变化 (右轴)



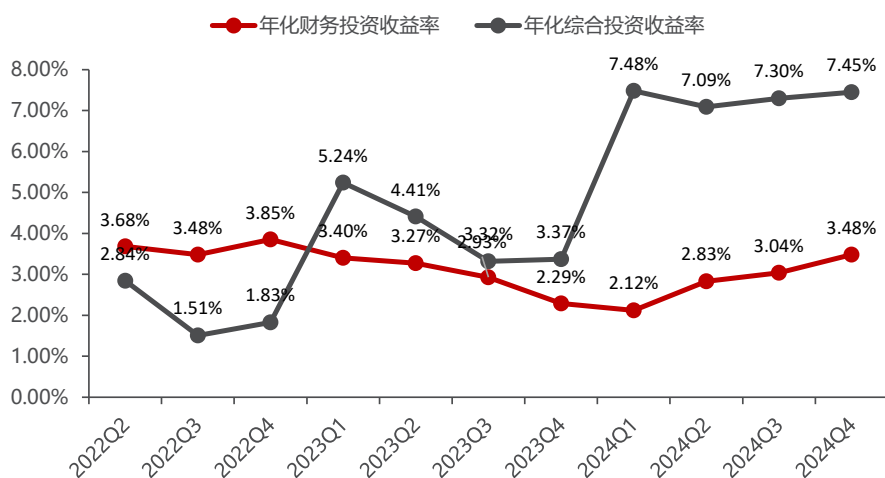
资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

图53: 主要上市险企股票配置占比及变化 (右轴)



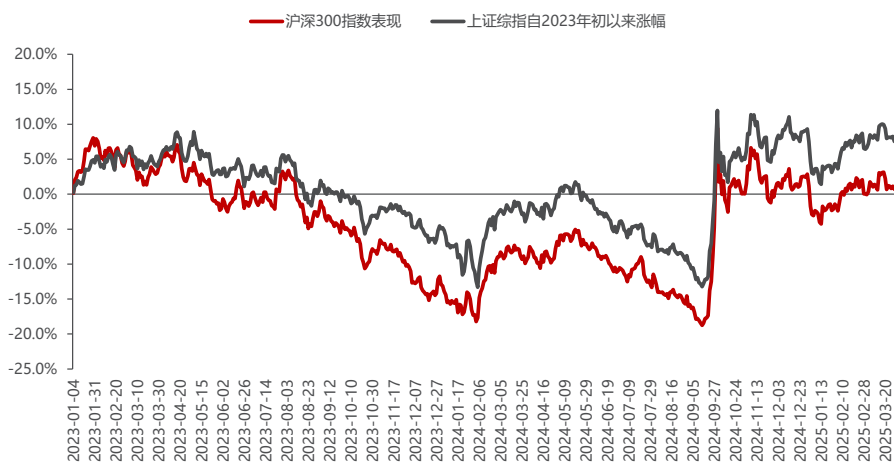
资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

图54: 人身险公司年化财务投资收益率及年化综合投资收益率



资料来源: 国家金融监管总局, 民生证券研究院

图55: 沪深300指数表现和上证综指自2023年初以来涨幅



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图56: 2024年末10年期国债收益率快速下行



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图57：中证红利指数 2024 年震荡加剧

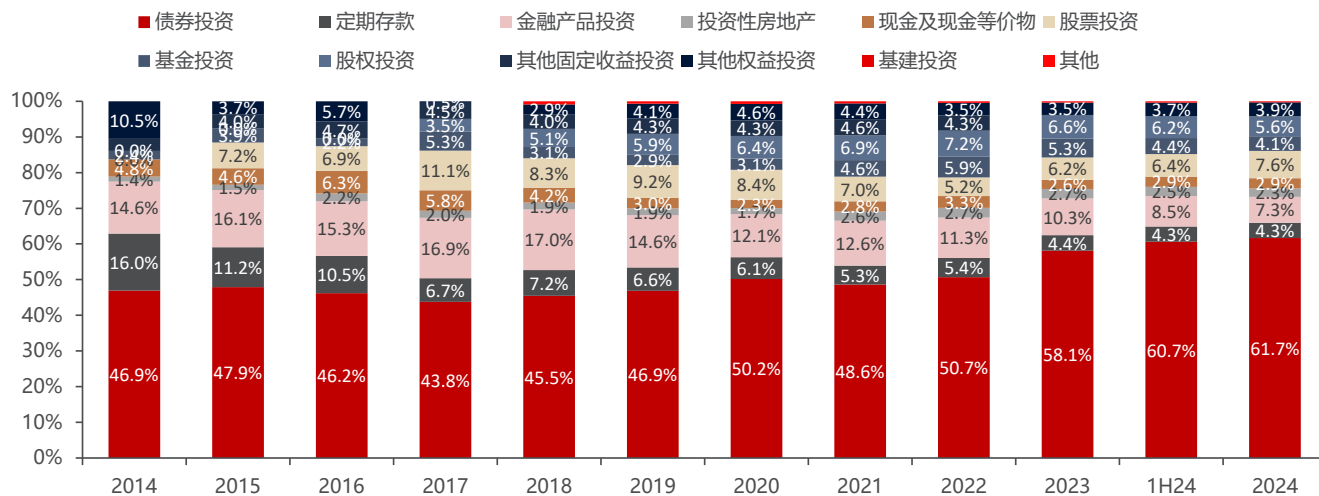


资料来源：iFinD，民生证券研究院

5.3 投资组合：债券占比提升明显，股票整体小幅提升

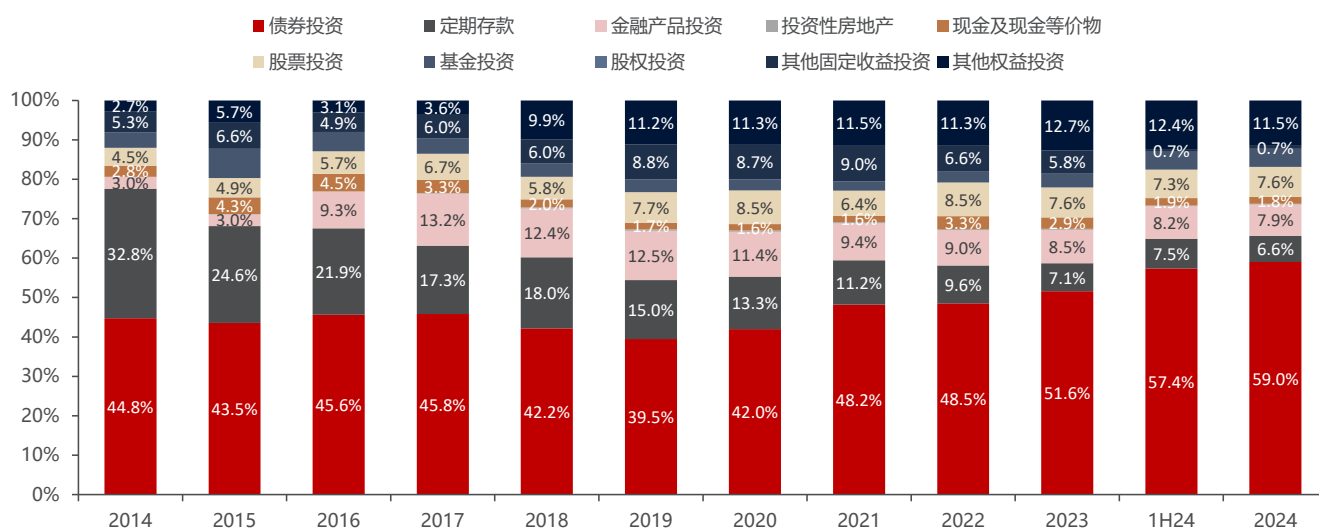
利率下行下险企普遍增配长债推动债券投资占比提升，定期存款占比整体同比减少。截至 2024 年末，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保债券投资占比分别为 59.0%/61.7%/60.1%/52.1%/49%，分别同比+7.4pct/+3.6 pct /+8.3 pct /+1.7pct /+5.2pct；中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保现金投资占比分别为 6.6%/4.3%/6.4%/17.3%/7.7%，分别同比：-0.5pct/-0.1 pct /-1.0 pct /-1.8 pct /+2pct，除中国人保 2024 年现金投资占比有所提升外，其余主要上市险企现金投资占比均有所下滑，其中中国太保和新华保险下降幅度较大，但新华保险的现金投资占比仍显著高于同业。

图58：中国平安投资组合结构变化



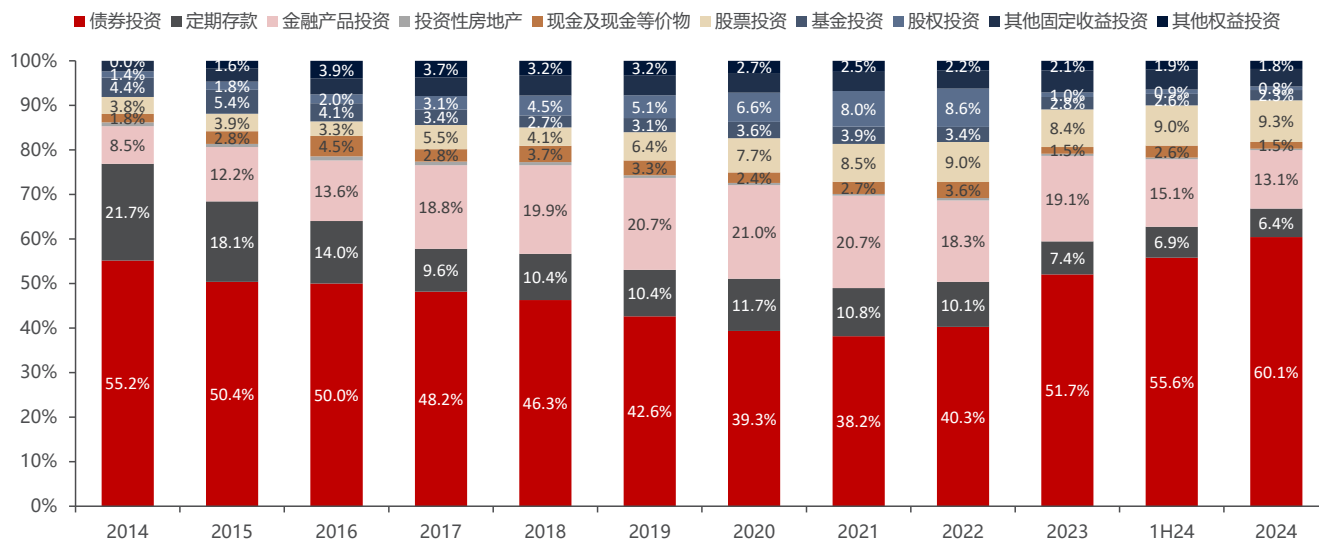
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图59：中国人寿投资组合结构变化



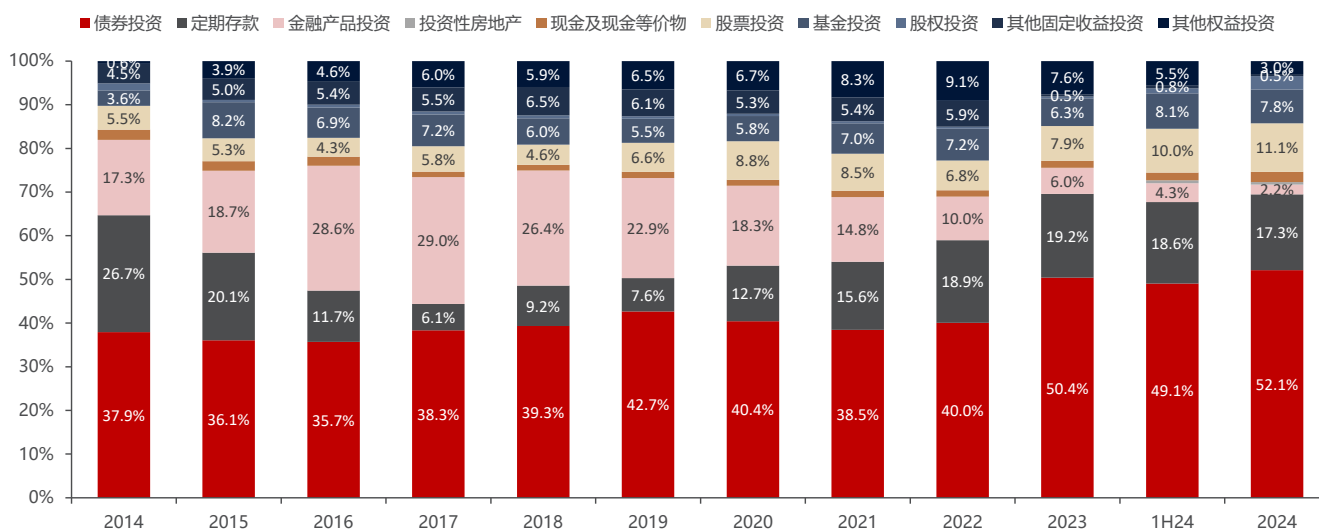
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图60：中国太保投资组合结构变化

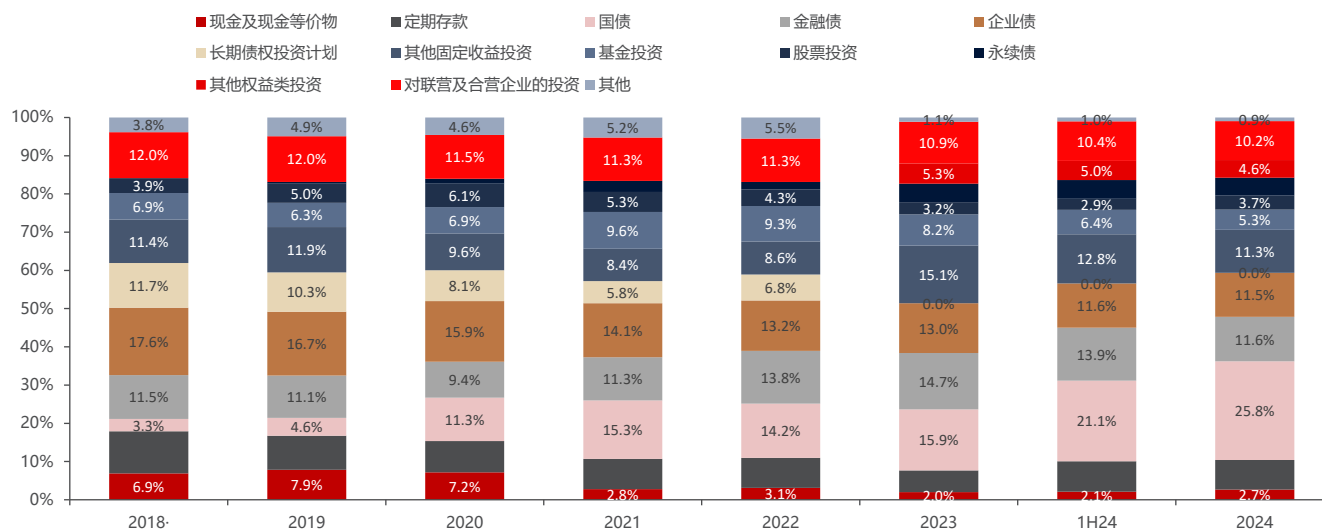


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图61：新华保险投资组合结构变化



资料来源：iFinD，民生证券研究院

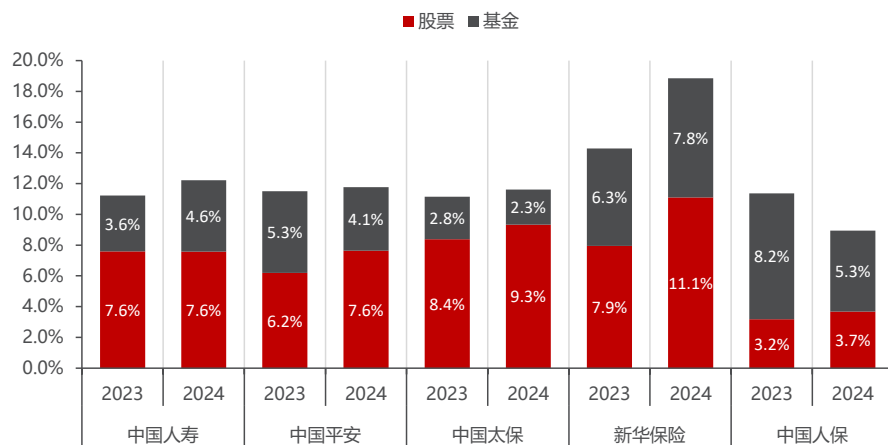
图62：中国人保投资组合结构变化


资料来源：iFinD，民生证券研究院

股票投资占比整体小幅提升，基金投资占比有所分化。受益于 2024 年下半年以来权益市场行情，2024 年险企股票投资占比较 2023 年整体有所提升，截至 2024 年末，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保股票投资占比分别为 7.6%/7.6%/9.3%/11.1%/3.7%，分别同比：持平/+1.4 pct /+1.0 pct /+3.1 pct /+0.5 pct，新华保险股票占比提升明显，新华保险和中国太保股票占比相对高于同业。

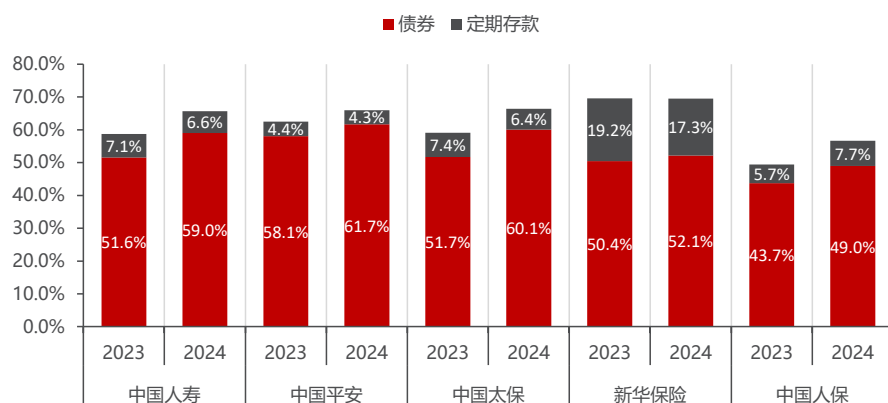
中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保 2024 年基金投资占比分别为 4.6%/4.1%/2.3%/7.8%/5.3%，分别同比+1 pct /-1.2 pct /-0.5pct /+1.4 pct /-2.9pct，基金投资占比变动有所分化，新华保险和中国人寿提升明显，中国人保和中国平安下降明显，我们认为由于基金投资在 IFRS9 下只能分类为 FVTPL，险企会充分考虑基金投资对于当期公允价值和当期利润的影响，同时也会平衡和股票的配置，基金整体配置体现了各家权益投资动态平衡。

图63：主要上市险企股票和基金配置占比变化



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图64：主要上市险企债券和定期存款投资占比变化

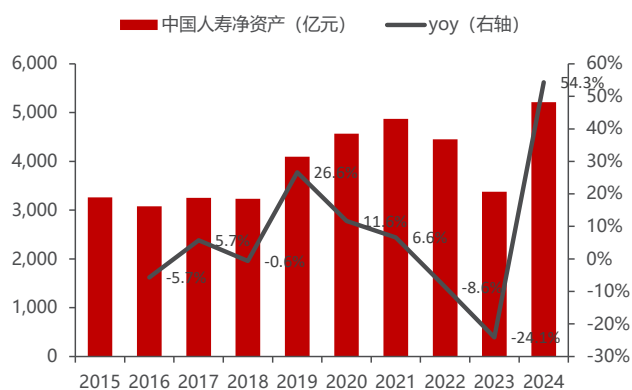


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

6 资产负债匹配：净资产增长有所分化

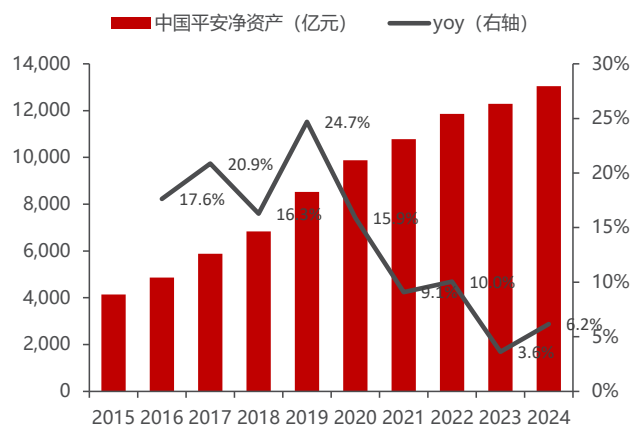
上市险企 2024 年末净资产表现有所分化，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险净资产分别同比+54.3%/+6.2%/+19.0%/-8.4%。新华保险净资产同比下降，我们认为主要原因是分类为 FVOCI 的债权投资规模相对较少，在利率下行的情况下无法在其他综合收益中有效对冲曲线下行（可转损益的保险合同金融变动）带来的影响。

图65：中国人寿净资产大幅回升



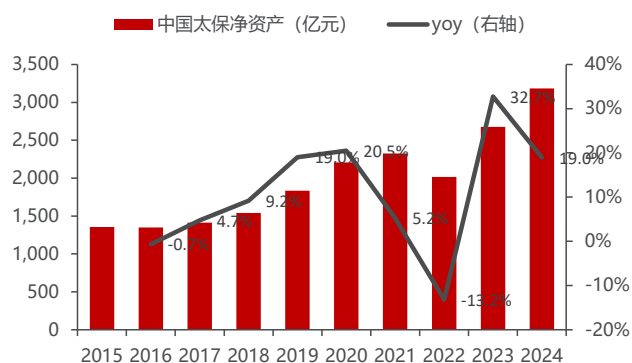
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图66：中国平安净资产保持小幅稳健增长



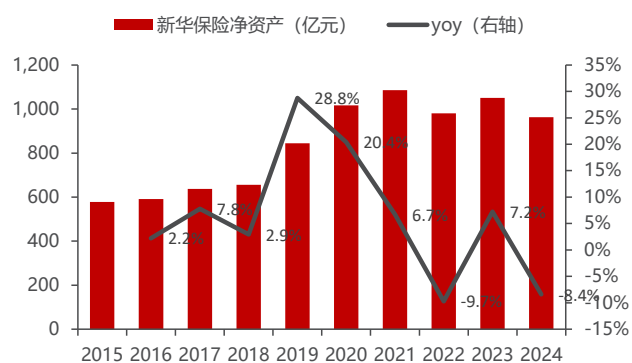
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图67：中国太保净资产保持较快增长



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图68：新华保险净资产同比小幅下降



资料来源：iFinD，民生证券研究院

7 投资建议

上市险企 2024 年年报整体符合我们预期,人身险方面各大险企纷纷积极推动产品结构转型,在利率下行的背景下,下阶段有望提升分红型产品及相关保障型产品险种占比,缓解潜在利差损压力,更加做好资产和负债匹配。我们认为保险板块短期看投资端弹性,重视保险的顺周期属性和“β加强器”的特征,但是更需要看到长期变量改善的逻辑,即寿险和财险负债端基本面的逐步改善。

头部险企举牌港股银行股,低利率下有望充分受益资本利得和较高股息,为投资端提供弹性。3月11日港交所披露平安人寿于3月6日增持招商银行H股718.25万股,持股比例增至9.06%,在1月10日公司举牌招行银行H后继续增持。今年以来,平安人寿持续增持港股银行股,接连举牌邮储银行H股、招商银行H股、农业银行H股,新华保险持续增持并举牌北京控股,我们认为头部险资积极布局估值低位、经营稳健、分红持续性高、受益经济复苏预期的银行股,有望在低利率环境下为权益投资端提供稳健持续的收益来源。

在利率下行背景下,分红险成为主流险种,头部险企有望凭借更为深厚的分红险销售基础、更稳健的综合投资能力而受益,头部险企保费有望伴随消费复苏保持稳健增长。从已披露的月度保费数据来看,2025年前两月中国太保保费收入1087.24亿元,同比+6.3%,其中太保寿险原保费收入690.06亿元,同比+9.1%,太保财险原保费收入397.18亿元,同比+1.9%;新华保险2025年前两月保费收入511.2亿元,同比+29.1%,整体均保持较快增长态势。

整体来看,保险板块配置仍处于舒适区,央行3月13日召开扩大会议,指出实施好适度宽松的货币政策,并表态将根据国内外经济金融形式和金融市场运行状况,择机降准降息。同时,金融监管总局要求金融机构支持消费金融,助力提升消费在适度宽松的货币环境叠加消费等相关政策持续发力,有望进一步提振市场预期,带动资本市场活跃度提升,保险投资端均有望持续受益。当前从政策面、资金面和基本面等来看板块仍处于配置的舒适区,建议积极关注新华保险、中国太保,关注阳光保险、中国财险、中国人寿、中国平安和中国太平。

8 风险提示

- 1) **政策不及预期。**相关政策落地不及预期或使宏观经济复苏放缓，可能影响居民可支配收入和消费预期，进而拖累险企负债端表现；部分政策趋紧或抑制行业产品创新。
- 2) **资本市场波动加大：**市场波动加大，加大大类资产配置难度，或拖累险企和券商投资端表现，造成净利润大幅波动。
- 3) **居民财富增长不及预期：**购买力和需求下降，或将拖累保险负债端表现。
- 4) **长期利率下行超预期：**险资资产负债匹配难度加大，或拖累净投资收益率水平，潜在“利差损”风险上升。
- 5) **险企改革不及预期：**预定利率下调和“报行合一”在各个渠道持续推进的背景下，险企个险和银保渠道改革效果或下降，渠道人力规模和高质人力或受到冲击，同时产品开发无法匹配客户需求，则可能导致新业务价值表现承压，拖累负债端表现，同时加大投资端匹配难度。

插图目录

图 1: 主要上市险企 2024 新单保费增速.....	3
图 2: 2024 各大险企保费收入 (亿元) 及增速.....	3
图 3: 主要上市险企寿险首年新单保费同比增速.....	4
图 4: 2023-2024 年各大险企保险服务收入 (百万元) 及同比.....	4
图 5: 2024 年各大险企 NBV 同比增速.....	5
图 6: 主要上市险企新业务价值率 NBVM.....	5
图 7: 保险合同服务边际增长 (亿元).....	5
图 8: 当期初始确认签发的保险合同服务边际增长 (亿元).....	5
图 9: 国寿销售人力规模降幅趋缓.....	6
图 10: 平安销售人力规模逐步趋稳.....	6
图 11: 新华保险个险营销员人力 (千人).....	7
图 12: 中国太保月均保险营销员 (千人).....	7
图 13: 主要上市险企银保保费收入 (百万元) 及增速.....	8
图 14: 太保寿险银保新保业务收入 (百万元).....	8
图 15: 太保寿险银保续期业务收入 (百万元).....	9
图 16: 新华保险银保长期险首年保费 (百万元).....	9
图 17: 2024 年主要财险公司保险服务收入 (百万元) 及同比增长.....	10
图 18: 2024 年主要财险公司车险保险服务收入.....	10
图 19: 主要上市财险公司车险原保费收入 (百万元) 及同比.....	10
图 20: 主要上市财险公司非车险保险保费收入 (百万元) 及同比.....	10
图 21: 主要上市险企财险综合成本率.....	11
图 22: 2024 年各大财险公司综合成本率 (COR) 表现.....	11
图 23: 主要上市险企财险综合赔付率.....	12
图 24: 主要上市险企财险综合费用率.....	12
图 25: 各大险企 2024 年归母净利润同比表现.....	13
图 26: 2024 年各险企基本每股收益及同比 (元).....	13
图 27: 主要上市险企营收同比增长率(%).....	13
图 28: 主要上市险企归母净利润同比增长.....	13
图 29: 主要上市险企 2024 年现金分红比例.....	14
图 30: 主要上市险企 2024 年分红股息率.....	14
图 31: 主要上市险企寿险及健康险业务合同服务边际较上年表现有所分化 (百万元).....	14
图 32: 中国人寿内含价值 (亿元) 及增速.....	15
图 33: 中国平安内含价值 (亿元) 及增速.....	15
图 34: 中国人保内含价值 (亿元) 及增速 (右轴).....	15
图 35: 中国太保内含价值 (亿元) 及增速 (右轴).....	15
图 36: 新华保险内含价值 (亿元) 及增速 (右轴).....	16
图 37: 中国太平内含价值 (亿元) 及增速 (右轴).....	16
图 38: 中国平安寿险及健康险业务有效业务价值敏感性分析.....	18
图 39: 中国平安寿险及健康险业务新业务价值敏感性分析.....	18
图 40: 中国人寿寿险及健康险业务有效业务价值敏感性分析.....	18
图 41: 中国人寿寿险及健康险业务新业务价值敏感性分析.....	18
图 42: 中国太保寿险及健康险业务有效业务价值敏感性分析.....	18
图 43: 中国太保寿险及健康险业务新业务价值敏感性分析.....	18
图 44: 新华保险寿险及健康险业务有效业务价值敏感性分析.....	19
图 45: 新华保险寿险及健康险业务新业务价值敏感性分析.....	19
图 46: 中国人保寿险及健康险业务有效业务价值敏感性分析.....	19
图 47: 中国人保寿险及健康险业务新业务价值敏感性分析.....	19
图 48: 各大险企 2024 年化总投资收益率及同比.....	20
图 49: 各大险企 2024 净投资收益率及同比.....	20
图 50: 中国平安 2024 年末不动产投资资产种类分布.....	21
图 51: 中国太保净投资收益拆分 (百万元).....	22
图 52: 主要上市险企债券配置占比及变化 (右轴).....	22
图 53: 主要上市险企股票配置占比及变化 (右轴).....	22
图 54: 人身险公司年化财务投资收益率及年化综合投资收益率.....	22

图 55: 沪深 300 指数表现和上证综指自 2023 年初以来涨幅	23
图 56: 2024 年末 10 年期国债收益率快速下行	23
图 57: 中证红利指数 2024 年震荡加剧	24
图 58: 中国平安投资组合结构变化	25
图 59: 中国人寿投资组合结构变化	25
图 60: 中国太保投资组合结构变化	26
图 61: 新华保险投资组合结构变化	26
图 62: 中国人保投资组合结构变化	27
图 63: 主要上市险企股票和基金配置占比变化	28
图 64: 主要上市险企债券和定期存款投资占比变化	28
图 65: 中国人寿净资产大幅回升	29
图 66: 中国平安净资产保持小幅稳健增长	29
图 67: 中国太保净资产保持较快增长	29
图 68: 新华保险净资产同比小幅下降	29

表格目录

表 1: 中国人寿 EV 贴现率和投资回报率假设变化 (%)	16
表 2: 中国平安 EV 贴现率和投资回报率假设变化 (%)	17
表 3: 中国太保历年 EV 贴现率和投资回报率假设	17

分析师承诺

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

评级说明

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

免责声明

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

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

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

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

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

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

民生证券研究院：

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

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

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