

保险业 2024 年半年报综述

利润回升，负债投资双轮驱动

优于大市

核心观点

资产负债“双轮驱动”，利润同比回升。上半年A股5家上市险企累计实现营业收入12717.1亿元，可比口径下同比增长7.4%；实现保险服务收入8033.0亿元，同比增长4.5%。受益于负债端转型成果的持续释放及资产端的企稳，归母净利润表现同比显著提升。截至年中，中国太保、中国人保、中国人寿、新华保险、中国平安归母净利润同比增长37.1%/14.1%/11.1%/10.6%/6.8%。

改革红利持续释放，渠道质态显著改善。上半年上市险企核心价值指标实现企稳回升，承保业绩表现亮眼。各上市险企持续推进个险渠道人力转型，改革红利持续释放，绩优人群留存率显著提升。截至2024年中，上市险企代理人规模为137万人，降幅收窄。银保持续推行“报行合一”，保险公司持续调整渠道产品及营销策略。截至2024年中期，中国人保、中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险分别实现银保渠道保费收入同比+13.3%/-19.9%/+12.7%/-1.0%/-24.1%。随着渠道调整的过渡完成，预计2024年下半年银保渠道保费增速将同比企稳，价值贡献有望持续释放。

财险业务彰显韧性，保费收入企稳。随着我国财产险保险需求的稳步提升，上市险企财险业务保费收入稳中有升。截至6月末，人保财险、平安财险、太保财险共计实现保费收入5842.0亿元，同比增长4.6%；其中车险业务保费收入2963.6亿元，同比上升2.9%；非车险业务保费收入2878.4亿元，同比上升6.3%。在雨雪冰冻及南方暴雨灾害等灾害影响下，上市险企综合成本率企稳。人保车险上半年综合赔付率为71.2%，同比上升1.5pt；综合费用率为25.2%，同比下降1.8pt，费用管控成果初现。

优化资产配置结构，投资收益同比修复。上市险企持续优化资产配置结构，加大长债、FVOCI股票等资产的配置，并择时在股票市场加仓，把握市场投资机遇，阶段性止盈，上半年对投资收益实现正贡献。此外，部分险企在合理范围内增大债券交易，以获取公允价值变动收益。上半年，中国人寿、中国平安、中国人保、中国太保、新华保险分别实现总投资收益率4.1%/3.6%/3.5%/2.7%/4.8%，同比-0.8pt/+0.3pt/+0.1pt/+0.7pt/+1.1pt。

投资建议：2024年，行业深化负债端渠道、产品、成本等领域的转型，人均产能及渠道质态得到显著改善，持续看好行业后续改革红利的持续释放。资产端方面，上市险企持续优化资产配置结构，把握市场中配置机会，上半年投资收益有所回暖。预计2024年高分红权益类资产、长债等资产仍是险资配置主要方向。维持行业“优于大市”评级，建议关注运营情况相对稳健，同时行业供给侧结构性改革利好的龙头。

风险提示：保费收入不及预期；资本市场延续震荡；长端利率下行等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		P/EV	
					2024E	2025E	2024E	2025E
2328.HK	中国财险	优于大市	10.24	2278	1.28	1.44	0.89	0.84
601601.SH	中国太保	优于大市	30.12	3000	3.28	3.52	0.43	0.41
601628.SH	中国人寿	优于大市	34.10	9607	1.45	1.80	0.70	0.64
601336.SH	新华保险	优于大市	33.01	1035	4.35	5.36	0.35	0.32

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

非银金融 · 保险 II

优于大市 · 维持

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

联系人：王京灵

0755-22941150

wangjingling@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《基于保险机构负债成本下调的研究-从负债成本看机构投资的安全边际》——2024-08-24

《中国人寿拟减持杭州银行点评-国寿减持不改红利行情》——2024-08-21

《2024年7月保费收入点评-负债成本下行，短期销售激活》——2024-08-16

《人身险预定利率下调点评-压降负债成本，政策靴子落地》——2024-08-03

《2024年6月保费收入点评-人身险回调，产险景气延续，寻找转型下增量机遇》——2024-07-17

内容目录

资产负债“双轮驱动”，利润同比回升	4
寿险质态改善，财险稳中有升	6
人身险：压降负债成本，渠道质态优化	6
财产险：保费收入企稳，COR 同比优化	12
投资收益回暖，配置结构优化	15
投资建议	17
风险提示	18

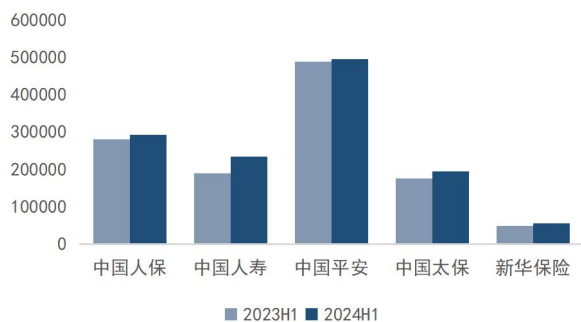
图表目录

图 1: 上市险企营业收入 (单位: 百万元)	4
图 2: 上市险企归母净利润 (单位: 百万元)	4
图 3: 上市险企内含价值 (单位: 百万元)	4
图 4: 上市险企新业务价值 (单位: 百万元)	4
图 5: 上市险企保险服务收入 (可对比口径, 单位: 百万元)	5
图 6: 上市险企保险服务费用 (可对比口径, 单位: 百万元)	5
图 7: 上市险企平均综合负债成本 (单位: %)	7
图 8: 储蓄型保险的主要类型及定义	8
图 9: 上市险代理人规模或已筑底 (单位: 万人)	9
图 10: 上市险代理人人均产能同比增幅 (单位: %)	10
图 11: 2024H1 上市险企各渠道 NBV (单位: 百万元)	10
图 12: 2023 年上市险各渠道保费收入 (单位: 百万元)	11
图 13: 上市险企财险业务保费收入 (单位: 百万元)	13
图 14: 上市险企车险总保费收入同比提升 (单位: 百万元)	13
图 15: 上市险企非车险总保费增速相对分化 (单位: 百万元)	14
图 16: 上市险企 2024H1 及 2023H1 综合成本率水平 (单位: %)	14
图 17: 人保车险赔付率及费用率水平 (单位: 百万元)	15
图 18: 上市险企总投资收益率 (单位: %)	16
图 19: 上市险企净投资收益率 (单位: %)	16
图 20: 上市险企 FVOCI 权益类资产配置比例 (单位: %)	17
图 21: 2024H1 上市险企公允价值变动损益同比大幅提升 (单位: 百万元)	17
表 1: 2024 年上半年上市险企利润贡献率分析 (单位: 百万元, %)	6
表 2: 国有大行现行存款利率	7
表 3: 上半年保险行业核心政策梳理	8
表 4: 代理人分级管理制度	9
表 5: 上半年银保渠道相关政策梳理	12
表 6: 2024H1 上市险企金融资产占比 (按会计计量方式, 单位: 百万元, %)	16

资产负债“双轮驱动”，利润同比回升

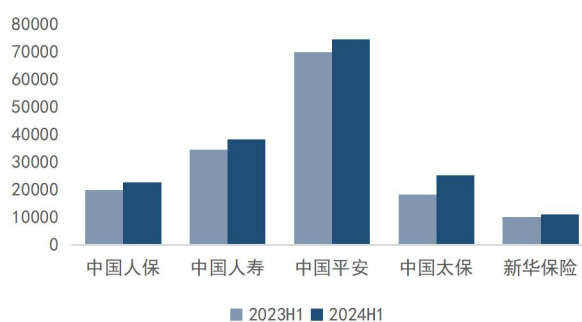
2024年上半年，保险行业持续深化负债端改革，在监管引导之下，人身险、财产险等进一步优化负债成本管理。随着行业改革红利的不断释放及资产端收益的回暖，上半年上市险企核心价值指标实现企稳回升，营收及利润端表现亮眼。截至2024年中期，A股5家上市险企累计实现营业收入12717.1亿元，同比提升7.4%。在行业负债端持续调整背景下，各上市险企负债端延续较好增速。中国人寿、新华保险、中国太保、中国人保、中国人平营业收入较去年同期分别+23.3%/+13.6%/+10.9%/+4.1%/+1.3%。资产端方面，面对长端利率中枢快速下移及权益市场低位震荡等趋势，保险公司择时优化资产配置，除低位加仓权益外，适度增加债券交易，以平衡各类资产投资收益，平滑公司利润端波动。截至2024年中，A股5家上市险企实现归母净利润11.8亿元，同比增长11.1%。各上市险企均实现利润端明显修复，其中中国太保、中国人保、新华保险、中国人寿、中国平安上半年归母净利润分别同比+37.1%/+14.1%/+11.1%/+10.6%/+6.8%。

图1: 上市险企营业收入 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

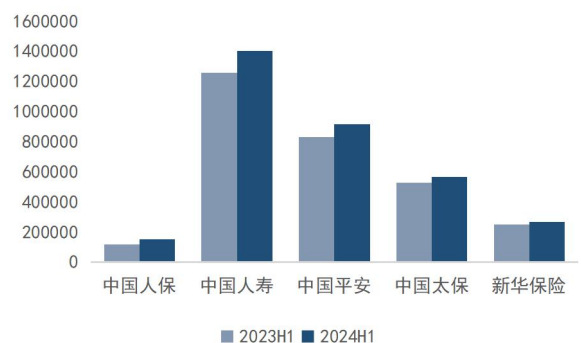
图2: 上市险企归母净利润 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

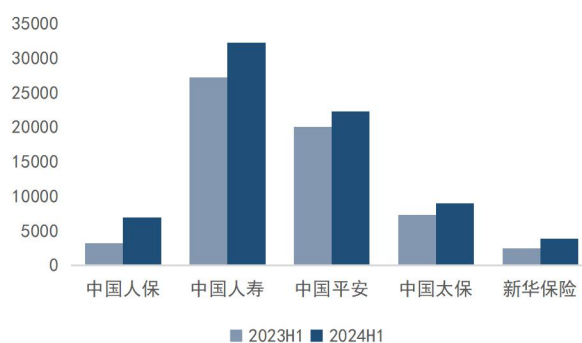
价值表现方面，上半年各上市险企均实现较高增速，业务质态及结构不断优化。截至2024年中期，中国人寿、中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险实现内含价值增速+32.0%/+11.4%/+10.3%/+7.4%/+7.1%，对应NBV增速+115.6%/+18.6%/+10.3%/+7.4%/+57.7%。

图3: 上市险企内含价值 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

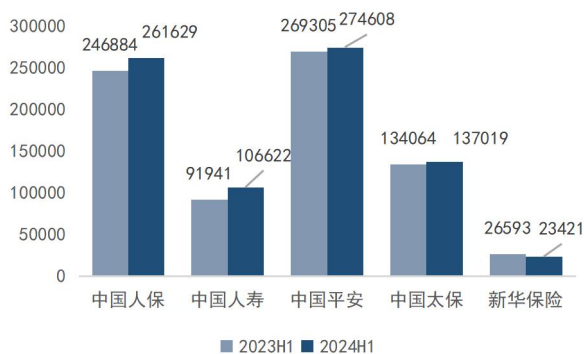
图4: 上市险企新业务价值 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

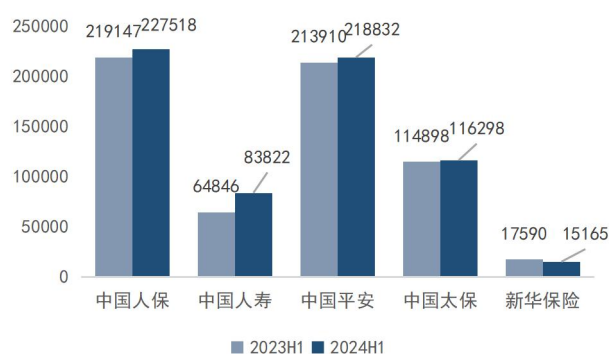
从承保表现来看，各上市险企承保利润持续提升。2024年上半年，中国人寿、中国人保、中国太保、中国平安、新华保险保险服务收入分别同比+16.0%/+6.0%/+2.2%/+2.0%/-11.9%；保险服务费用同比+29.3%/+3.8%/+1.2%/+2.3%/-13.8%。

图5: 上市险企保险服务收入（可对比口径，单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6: 上市险企保险服务费用（可对比口径，单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新准则实施后，险企利润来源更加透明且更易拆分，主要可分为保险服务利润、投资利润、其他利润。从利润贡献率来看，上半年各上市险企资产、负债端利润贡献率均为正。截至年中，上市险企承保利润贡献率平均为60%，投资利润贡献率为32%。其中，中国人保、中国太保、新华保险中国平安、中国人寿负债端承保利润贡献率为92%/69%/68%/53%/44%；资产端投资利润贡献率为23%/38%/41%/5%/55%。相较于2023年末，各上市险企投资利润贡献均呈修复态势。

表1: 2024年上半年上市险企利润贡献率分析 (单位: 百万元, %)

	中国人寿	中国平安	中国人保	中国太保	新华保险	平均
1. 保险服务收入	106622	274608	261629	137019	23421	160660
2. 保险服务费用	83822	218832	227518	116298	15165	132327
3. 承保利润=1-2	22800	55776	34111	20721	8256	28333
承保利润贡献率=3/(3+11+14)	44%	53%	92%	69%	68%	60%
4. 利息收入	59413	58060	14801	27769	15794	35167
5. 投资收益	15269	15053	10744	6893	966	9785
6. 公允价值变动损益	47778	46191	2741	20945	14881	26507
7. 信用减值损失	146	26530	-380	-52	289	5307
8. 承保财务损益	91735	79351	17931	44030	25278	51665
9. 分出再保险财务收益	336	477	-631	1036	129	269
10. 利息支出	2151	9074	1574	1192	1231	3044
11. 投资利润=(4+5+6-7)-(8-9+10)	28764	4826	8530	11473	4972	11713
投资利润贡献率=11/(3+11+14)	55%	5%	23%	38%	41%	32%
12. 其他收入	5134	101054	264	2008	529	21798
13. 其他支出	4843	56257	5774	4217	1647	14548
14. 其他损益利润=12-13	291	44797	-5510	-2209	-1118	7250
其他利润贡献率=14/(3+11+14)	1%	43%	-15%	-7%	-9%	2%
归母净利润	38278	74619	22687	25132	11083	34360
归母净利润同比	11%	7%	14%	37%	11%	16%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

*投资收益=利息收入+投资净收益+公允价值变动净收益-信用减值损失

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

*其他收入=其他业务收入+汇兑损益+资产处置收益+其他收益

*其他支出=手续费及佣金支出+税金及附加+业务及管理费+其他业务成本

寿险质态改善, 财险稳中有升

人身险: 压降负债成本, 渠道质态优化

◆ 优化产品结构, 压降负债成本

受长端利率下行及权益市场低位震荡等因素影响, 保险公司资产端投资收益持续承压, 进而加剧负债端与资产端利率错配的风险。8月2日, 国家金融监管总局正式下发《关于健全人身保险产品定价机制的通知》(金发〔2024〕18号, 以下简称“《通知》”), 明确自2024年9月1日起, 新备案的普通型保险产品预定利率上限为2.5%, 自10月1日起, 新备案的分红型保险产品预定利率上限为2.0%, 新备案的万能型保险产品最低保证利率上限为1.5%。此外, 《通知》提出建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制, 参考5年期以上贷款市场报价利率

(LPR)、5年定期存款基准利率、10年期国债到期收益率等长期利率。《通知》进一步要求各保险公司深化“报行合一”, 加强产品在不同渠道的精细化、科学化管理。各公司在产品备案或审批材料中, 应当标明个人代理、互联网代理、银邮代理、经纪代理等销售渠道, 同时列示附加费用率(即可用总费用水平)和费用结构。作为具有长久期资产配置需求的机构, 保险公司在“资产荒”及长端利率下行背景下投资收益承压, 叠加负债端相对刚兑且具备较高偿付资金需求的影响下, 利差损风险进一步加剧。与此同时, 资产端收益率仍存在较多不确定因素, 为更好的与负债端利率形成长期供给匹配, 下调定价利率成为优化负债端成本管理的最直接方式。

图7：上市险企平均综合负债成本（单位：%）



资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

《通知》提出建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制。参考5年期以上贷款市场报价利率(LPR)、5年定期存款基准利率、10年期国债到期收益率等长期利率，确定预定利率基准值，由保险业协会发布。挂钩及动态调整机制应当报金融监管总局。达到触发条件后，各公司按照市场化原则，及时调整产品定价。相应政策的调整，将显著优化人身险产品定价利率监管机制，提高行业预定利率调整效率，在市场长端利率快速下移背景之下，若达到触发条件，保险行业及协会可自行进行相应预定利率的调整，有助于未来提高行业在负债成本管控方面的统一化及敏感性。

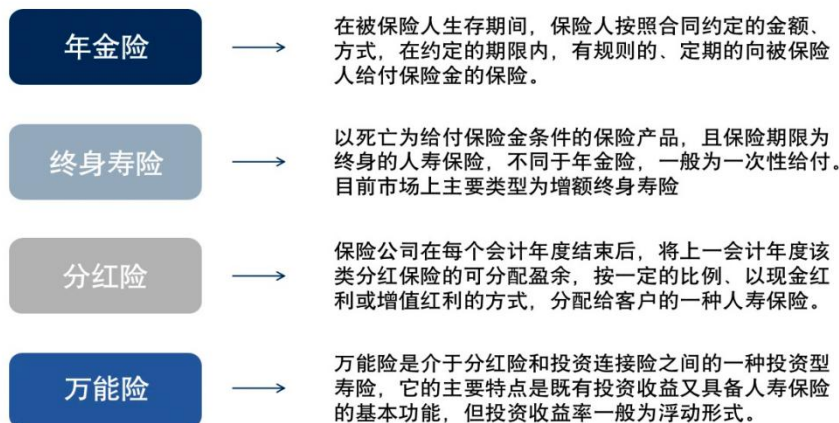
表2：国有大行现行存款利率

银行	活期存款	零存整取、整存整取、存本取息			整存整取					
		一年	三年	五年	三个月	六个月	一年	二年	三年	五年
工商银行	0.15%	1.05%	1.25%	1.25%	1.05%	1.25%	1.35%	1.45%	1.75%	1.80%
农业银行	0.15%	1.05%	1.25%	1.25%	1.05%	1.25%	1.35%	1.45%	1.75%	1.80%
中国银行	0.15%	1.05%	1.25%	1.25%	1.05%	1.25%	1.35%	1.45%	1.75%	1.80%
建设银行	0.15%	1.05%	1.25%	1.25%	1.05%	1.25%	1.35%	1.45%	1.75%	1.80%
交通银行	0.15%	1.05%	1.25%	1.25%	1.05%	1.25%	1.35%	1.45%	1.75%	1.80%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

《通知》中提到鼓励开发长期分红型保险产品。对于预定利率不高于上限的分红型保险产品，可以按普通型保险产品精算规定计算现金价值。从中长期来看，分红险有望通过“低保底+高浮动”的形式与客户共担投资风险，进一步减小利差可能带来的风险。

图8: 储蓄型保险的主要类型及定义



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

短期看，储蓄型保险产品相较于其他理财产品仍具有刚兑、稳健、长期等优势，出于客户“炒停售”动机，相关政策调整有望带动行业三季度保费收入实现高增。长期看，随着定价利率的下调，我们预计未来人身险行业将继续深耕产品多元化，向“低保底+高浮动”方向发展，在保险回归保障的同时优化负债端成本管理。

表3: 上半年保险行业核心政策梳理

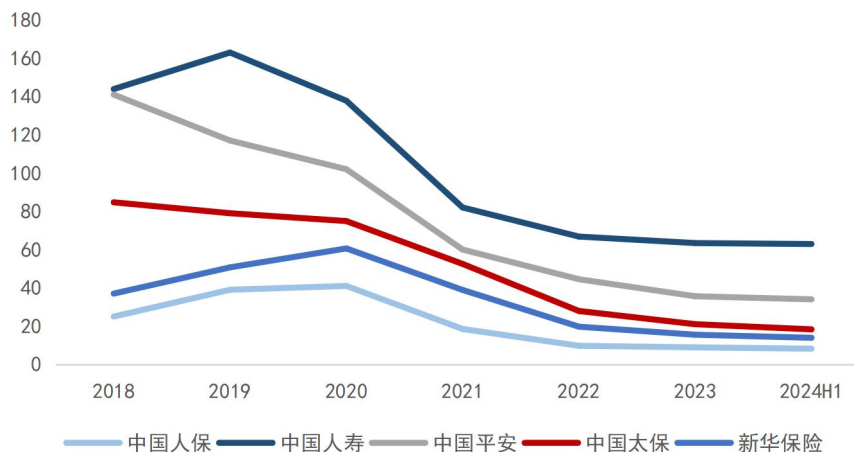
序号	时间	相关政策	核心内容	主要影响
1	2024年3月	《保险销售行为管理办法》	2024年3月1日起实施的《保险销售行为管理办法》，通过实施代理人分级管理	推动个险渠道转型，提升行业代理人产能，稳固渠道价值
2	2024年3月	万能险结算利率窗口指导	监管部门要求人身险公司进一步严格落实成本收益匹配原则，压降万能险结算利率，部分中小险企万能险结算利率上限下调至3.3%，大型险企下调至3.1%。同时，分红险的分红水平也应参照万能险执行。	压降负债成本，缓解“利差损”风险
3	2024年4月	《关于商业银行代理保险业务有关事项的通知（金规〔2024〕8号）	1. 取消银行网点与保险公司合作的数量限制； 2. 明确双方合作层级； 3. 明确银行代理业务佣金标准。要求委托代理协议约定的佣金率不得超过保险公司法人机构产品备案的佣金水平	旨在进一步规范银保渠道代理保险业务。该通知延续银保渠道“报行合一”的监管思路，在规范渠道费用的同时优化产品供给
4	2024年6月	增额终身寿险定价利率下调	部分保险公司为符合公司风险管控要求，将于6月30日正式停售3.0%的增额终身寿险，并将于7月1日上市预定利率2.75%的增额终身寿险	部分公司或将利用该契机进行“炒停售”；中端（7-8月）或有一定保险需求透支影响，因此保费增速或有一定下滑；长端利好行业整体压降负债成本，降低利差损风险

资料来源：金管局、国信证券经济研究所整理

◆ 个险价值率企稳，人均产能持续提升

个险渠道持续推进营销团队改革，代理人规模降幅收窄，人均产能显著提升。2024年上半年，各上市险企持续推进个险渠道人力转型，改革红利持续释放，绩优人群留存率显著提升。截至2024年中，A股上市险企代理人规模为137万人，较2023年末减少7万人，降幅收窄。

图9：上市险代理人规模或已筑底（单位：万人）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

人均产能方面，上市险企通过优化基本法、实施营销改革方案等措施提升代理人人均产能及佣金收入，稳定绩优人群的留存率，锁定渠道长期稳定价值贡献能力。此外，2024年3月代理人分级管理办法开始落地实施，行业有望在监管推动下持续强化代理人管理，提高中长期代理人综合能力。

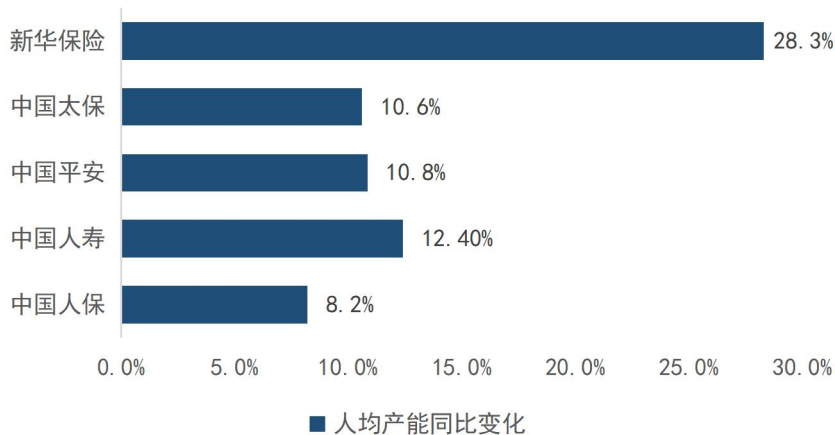
表4：代理人分级管理制度

级别	要求
一级（特级）	具备全面的金融专业知识，精通各项专业技能，能组织团队培训和销售管理，能合规开展非保险金融业务，能分析评估客户需求，设计财富管理方案并协助执行，绩效水平优秀。
二级（高级）	具备全面深入的保险专业知识和丰富金融专业知识，能从财富管理的角度分析客户面临的风险并后发保险需求，精通保险销售专业技能，能指导低级别人员开展保险销售业务，绩效水平良好。
三级（中级）	具备丰富的保险专业知识和基础金融专业知识，能识别评估客户个人和家庭的各类风险、启发客户保险需求，熟练掌握保险销售专业技能，独立开展保险销售业务并产生持续稳定绩效。
四级（初级）	具备基础保险知识和专业技能，能在指导下以产品为导向开展保险销售业务，协助订立保险合同及提供相应的客户服务。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

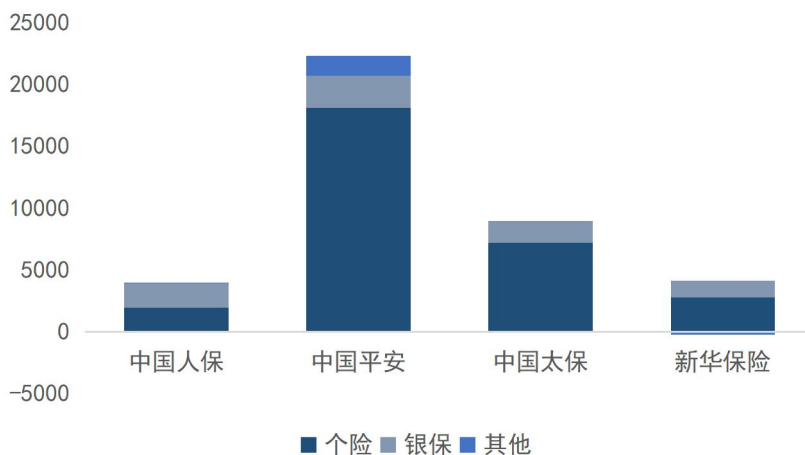
在此背景之下，人身险公司人均产能、渠道NBV贡献进一步提升。截至6月末，新华保险、中国人寿、中国平安、中国太保、中国人保人均产能同比提升28.3%/12.4%/10.8%/10.6%/8.2%，渠道改革成果显著。

图10: 上市险代理人人均产能同比增幅（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11: 2024H1 上市险企各渠道 NBV（单位：百万元）



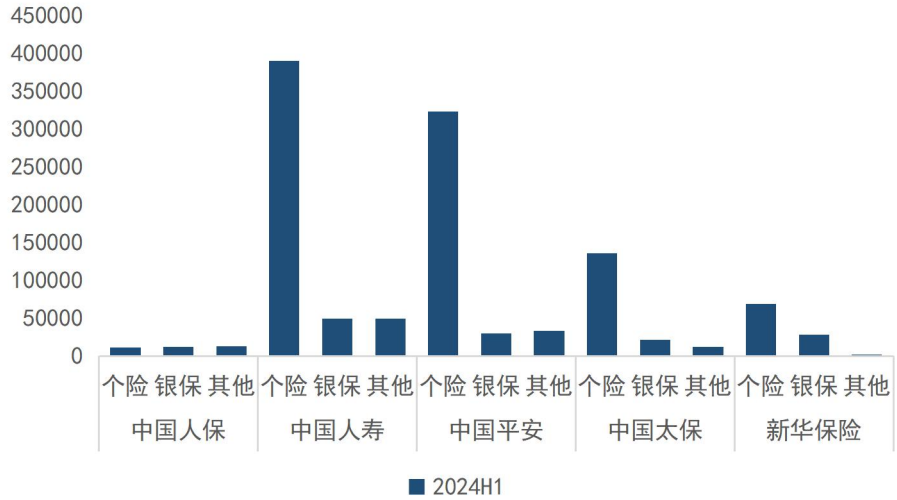
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 银保“报行合一”，优化成本管理

在上半年定价利率下调，储蓄型保险热销的背景下，银保更是成为主要价值贡献来源，控费是促使渠道长期良性发展的核心。2024年上半年，监管持续引导银保渠道规范费用支付流程，加强人身险渠道费率的管控，全面实行“报行合一”。在政策引导下，保险公司持续调整渠道产品及营销策略。截至2024年中期，中国

人保、中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险分别实现银保渠道保费收入 118.1 亿元/497.3 亿元/302.5 亿元/219.2 亿元/279.7 亿元，同比+13.3%/-19.9%/+12.7%/-1.0%/-24.1%。随着渠道调整的过渡完成，预计 2024 年下半年银保渠道保费增速将同比企稳，价值贡献有望持续释放。

图12: 2023 年上市险各渠道保费收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

在手续费规范化后，通知有利于银保渠道向“谁的产品更好卖”转型，因此更加利好在产品创设等方面具有差异化优势的保险公司。从长期来看，以产品和服务为基础构建渠道共同生态是发展方向。银保渠道的核心竞争力在于产品创设。在资管新规及定价利率下调后，储蓄型保险以下两大核心优势将持续满足市场需求
1) 储蓄型保险的投资收益确定性及稳健性使其在目前市场理财产品中脱颖而出，同时投资属性较强的分红险和万能险等产品受市场利率波动的影响较小，未来具有较大上升空间。2) 年金险等灵活度相对较高的产品通过终身持有、定期给付现金流等方式为被保险人提供可靠的养老保障，有望成为目前老龄化趋势下的“中流砥柱”。同时，过去几年储蓄型保险整体市场份额较小，因此未来有较大上涨空间。

服务方面，主要体现在提升对于银行和客群的服务经营。保险公司通过加强对银行客户经理的培训，增强其保险销售技能及对产品的了解，从而从根本上增强产品竞争力。同时，养康生态圈的建设也将更好地满足中高净值客户在医疗、健康、养老等方面的需求，实现客户的长期经营。因此，两者结合将促进保险与银行的共同生态建设。

表5: 上半年银保渠道相关政策梳理

序号	时间	政策	主要内容
1	2023年8月	《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》	1. 要求险企审慎合理的确定费用假设, 并鼓励各公司探索佣金费用的递延支付; 2. 自政策发布之日起在产品备案时, 要说明银保渠道的费用假设和结构, 并按模版列式佣金上限; 3. 险企要据实列支费用, 应于备案材料一致; 4. 要加强对分公司的管控; 5. 在2023年8月31日前已备案的产品要补报费用结构和费用上限等内容
2	2023年10月	《关于银保产品管理有关事宜的通知》	进一步明确银保渠道“报行合一”费用认定原则, 要求保险公司备案的银保渠道产品预定附加费用率, 与报备的银保渠道总费用要一致, 否则监管部门将依法依规严肃处理
3	2024年1月	《关于规范人身保险公司银行代理渠道业务有关事项的通知》	对银保渠道“报行合一”进行规范。保险公司需列明附加费用率期限和结构、严格规范佣金支付流程。同时, 监管也将检查重点关注佣金水平超支、费用不真实等问题
4	2024年4月	《关于商业银行代理保险业务有关事项的通知》	1. 取消银行网点与保险公司合作的数量限制; 2. 明确双方合作层级; 3. 明确银行代理业务佣金标准。要求委托代理协议约定的佣金率不得超过保险公司法人机构产品备案的佣金水平
5	2024年5月	《关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》	强调银行业保险业要强化监管, 严防违法违规金融活动

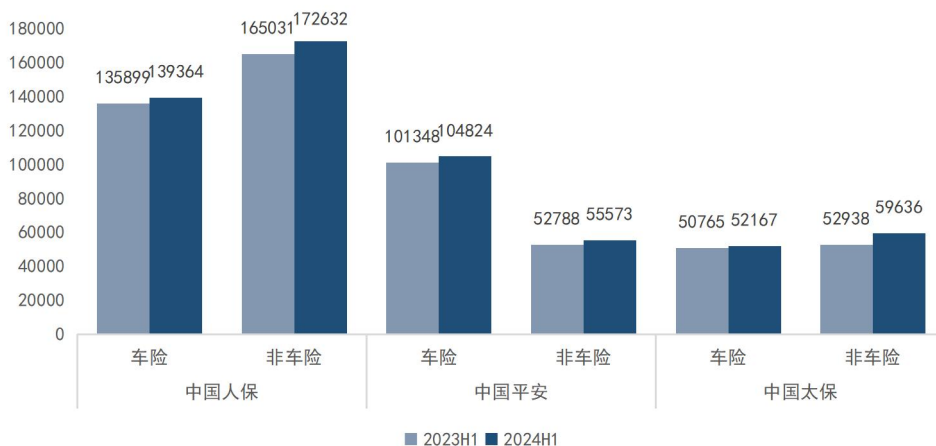
资料来源: 各公司官网, 原银保监会, 国信证券经济研究所整理

财产险：保费收入企稳，COR 同比优化

◆ 财险整体保费收入同比提升

随着我国财产险保险需求的稳步提升, 今年上半年上市险企财险业务保费收入稳中有升。截至6月末, 人保财险、平安财险、太保财险共计实现保费收入5842.0亿元, 同比增长4.6%; 其中车险业务保费收入2963.6亿元, 同比上升2.9%; 非车险业务保费收入2878.4亿元, 同比上升6.3%。

图13: 上市险企财险业务保费收入 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2024年,受车险“报行合一”因素影响,行业车险业务增速普遍回落,费用率明显下降。在政策引导下,财险公司逐步将综合费用率的支出部分转向综合赔付率,让利消费者。在此背景下,行业也逐步从费用竞争向服务竞争模式转变,这对公司的产品创新、定价、风控、理赔等能力提出更高要求,总体利好龙头企业。截至年中,人保车险、平安车险、太保车险保费收入分别同比提升2.5%/3.4%/2.8%。

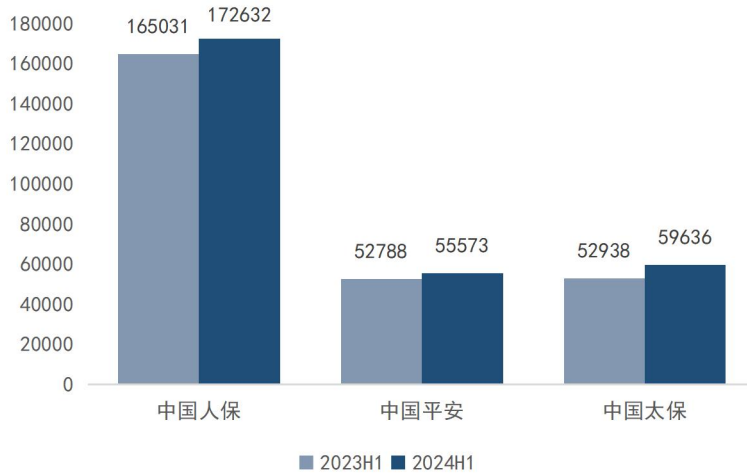
图14: 上市险企车险总保费收入同比提升 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

上半年,非车险业务延续较高增速。农险、责任险、意健险贡献主要保费增速。2024年上半年,中国人保、中国平安、中国太保非车险业务分别实现同比增速4.6%/5.3%/12.7%。

图15: 上市险企非车险总保费增速相对分化 (单位: 百万元)

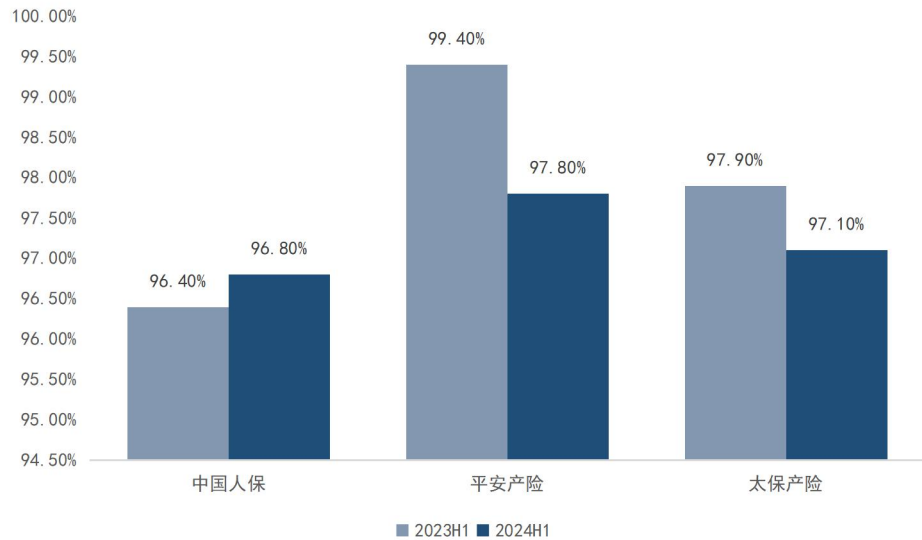


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 承保综合成本率同比优化

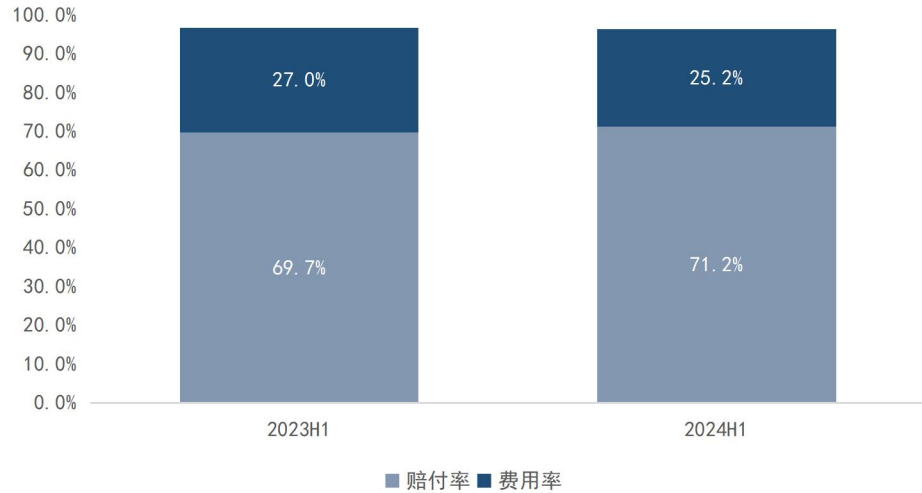
2024年, 各上市险企承保综合成本率有所优化。人保财险、平安财险、太保财险分别为96.8%/97.8%/97.10%, 同比+0.4pt/-1.6pt/-0.8pt。在雨雪冰冻及南方暴雨灾害等灾害影响下, 上市险企综合成本率企稳。其中, 人保车险上半年综合赔付率为71.2%, 同比上升1.5pt; 综合费用率为25.2%, 同比下降1.8pt, 费用管控成果初现。

图16: 上市险企 2024H1 及 2023H1 综合成本率水平 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图17: 人保车险赔付率及费用率水平（单位：百万元）

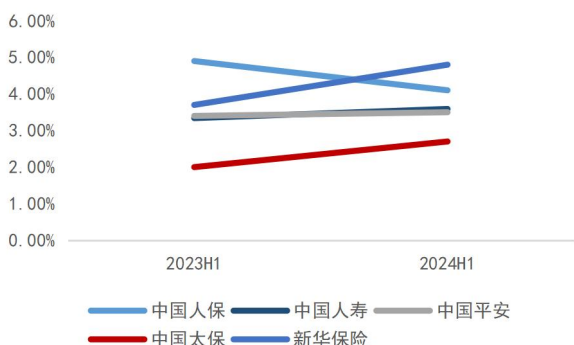


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

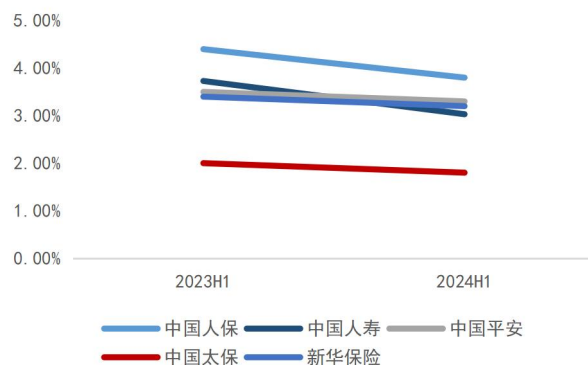
投资收益回暖，配置结构优化

新金融工具准则调整对险企利润表波动的影响主要体现在以下两方面：**第一**，大量权益资产被指定为 FVTPL 计量，直接加大利润表波动。按照新金融工具准则规定，权益资产被指定为 FVOCI 后，该决策不可撤销，只有分红可计入损益，处置时买卖价差不得计入损益，只能计入留存收益，因此保险公司将大量权益资产归入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL），资本市场变动导致的金融资产公允价值变动对利润表的影响变大。**第二**，利润表中与投资收益核算有关的科目发生变化。旧准则下与投资收益核算相关的主要科目是投资收益、公允价值变动损益和资产减值损失；新准则下的主要相关科目是利息收入、投资收益、公允价值变动损益、信用减值损失。其中，“利息收入”反映新金融工具准则下对分类为以摊余成本计量的金融资产和分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产按照实际利率法计算的利息收入。“信用减值损失”反映企业按新金融工具准则计提金融工具信用损失准备所确认的信用损失。

2024 年上半年，上市险企持续优化资产配置结构，加大包括长债、FVOCI 股票等资产的配置。上市险企择时在股票市场进行加仓，把握市场投资机遇上半年对投资收益实现正贡献。此外，部分险企在合理范围内增大债券交易，以获取公允价值变动收益。上半年，中国人寿、中国平安、中国人保、中国太保、新华保险分别实现总投资收益率 4.1%/3.6%/3.5%/2.7%/4.8%，同比 -0.8pt/+0.3pt/+0.1pt/+0.7pt/+1.1pt。

图18: 上市险企总投资收益率 (单位: %)


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图19: 上市险企净投资收益率 (单位: %)


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

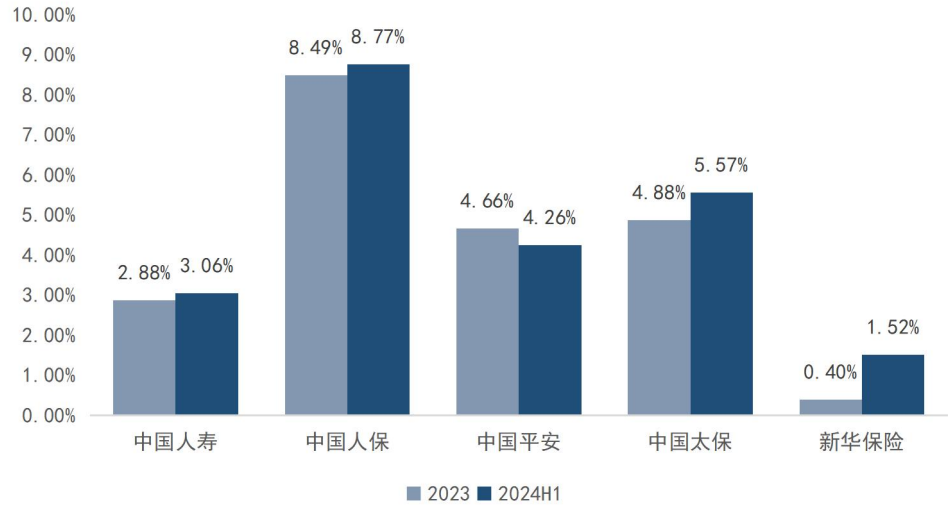
2024年上半年, 险资进一步加大 FVOCI 权益类资产配置力度。截至年中, 中国人寿、中国人保、中国平安、中国太保、新华保险 FVOCI 权益类资产占金融资产的配置比例分别为 3.06%/8.77%/4.26%/5.57%/1.52%, 相较年初分别 +0.18pt/+0.28pt/-0.41pt/+0.69pt/+1.12pt。随着新会计准则的实施, 大量资产被计入 FVTPL, 资产端投资收益的波动加大险资利润表现的震荡资产端。此外, 权益市场的低位震荡叠加长端利率下行的趋势, 进一步加大了险企资产配置压力。我们预计 2024 年险资资产端配置机遇主要集中在以下几方面: 1) 进一步挖掘包括 OCI 权益类等资产在内的高分红投资机会, 叠加相关政策突破, 在一定程度上打开险资配置空间。2) 长债仍是险资配置的“基本盘”, 匹配险资长期资产配置需求, 降低资产负债久期错配风险。3) 当前险资配置境外资产占比较低, 相较于海外, 仍有一定提升空间。

表6: 2024H1 上市险企金融资产占比 (按会计计量方式, 单位: 百万元, %)

	中国人寿		中国平安		中国人保		中国太保		新华保险		平均	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
交易性金融资产 (FVTPL)	1,862,698	36%	1,291,200	27%	331,727	28%	647,822	30%	475,807	43%	921,851	33%
其他权益工具投资 (OCI 权益)	159,564	3%	207,015	4%	104,332	9%	121,365	6%	16,844	2%	121,824	5%
其他债权投资 (OCI 固收)	3,007,118	58%	2,695,825	55%	438,067	37%	1,343,839	62%	314,750	28%	1,559,920	48%
债权投资 (AC 固收)	191,099	4%	667,231	14%	315,497	27%	67,467	3%	300,845	27%	308,428	15%
合计	5,220,479	100%	4,861,271	100%	1,189,623	100%	2,180,493	100%	1,108,246	100%	2,912,022	100%

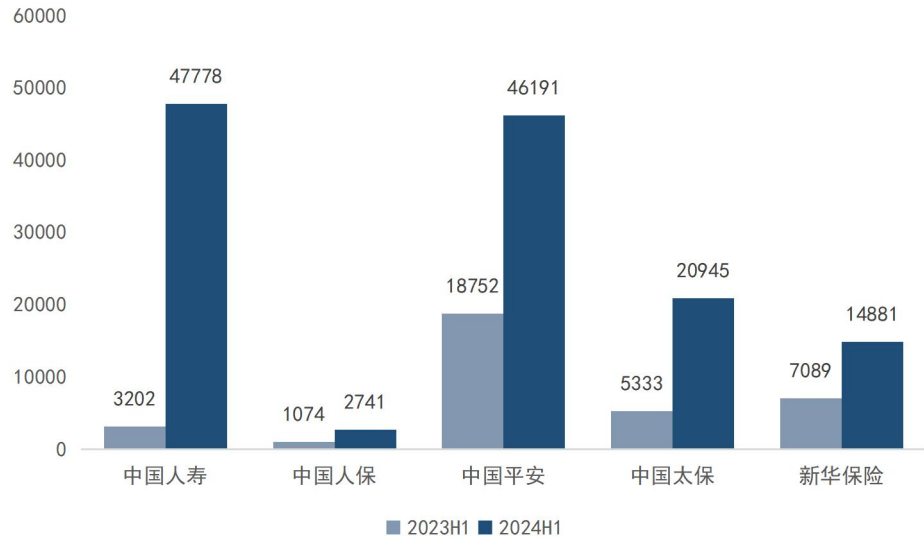
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 (“占比”为该类资产占金融类资产的比例)

图20: 上市险企 FVOCI 权益类资产配置比例 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 2024H1 上市险企公允价值变动损益同比大幅提升 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议

2024 年, 行业深化负债端渠道、产品、成本等领域的转型, 人均产能及渠道质态得到显著改善, 持续看好行业后续改革红利的持续释放。资产端方面, 上市险企持续优化资产配置结构, 把握市场中配置机会, 上半年投资收益有所回暖。预计 2024 年高分红权益类资产、长债等资产仍是险资配置主要方向。维持行业“优于大市”评级, 建议关注运营情况相对稳健, 同时行业供给侧结构性改革利好的龙头。

风险提示

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

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

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

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

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032