



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

非银组

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001） 联系人：黄佳慧

shusiqin@gjzq.com.cn

huangjiahui@gjzq.com.cn

24Q3 季报综述：投资好转驱动利润大幅高增

核心观点

投资端大幅改善，2024Q3 单季五家上市险企合计实现归母净利润 1472 亿元，同比+565%。新会计准则可比口径下，2024 年前 3 季度，五家上市险企合计实现归母净利润 3190 亿，同比+81%，Q3 单季看，平安、国寿、太保、新华、人保利润表现分别为：+151%、同比多增 669 亿、+174%、同比多增 100 亿、+2094%；中国企业会计准则下，中国财险 Q1-3 净利润同比+38%，其中 Q3 单季同比+5966%。利润高增主要受益于权益市场好转，以利息收入+投资收益+公允价值变动损益-减值损失计算上市险企的总投资收益，Q3 单季平安、国寿、太保、新华、人保总投资收益分别同比多增 577、1269、341、371、310 亿元。2024Q3 平安集团、平安寿险归母营运利润分别同比+22.1%、+7.8%。

寿险：预定利率切换+低基数下，新单保费与 Margin 双升驱动 NBV 高增。2024Q1-3，平安、国寿、太保、新华、人保寿险、友邦 NBV 分别同比+34%、+25%、+38%、+79%、+114%、+22%，其中 Q3 单季平安、太保、友邦分别同比+110%、+75%、+16%，整体高增延续，一是源于预定利率切换+低基数下新单保费高速增长，二是预定利率下调+缴期结构优化+银保渠道报行合一带动 Margin 提升，平安、太保、友邦 NBV Margin 分别提升 7.9pct、8.3pct、0.8pct。①个险渠道：预定利率切换+低基数下，新单保费实现高增，Q3 单季太保、新华分别同比+36.6%、+57.5%。代理人量稳质升态势延续，截至 2024Q3 末国寿个险销售人力为 64.1 万人，环比增长 1.2 万/1.9%，月人均首年期交保费同比+17.7%；平安环比继续提升 6.5%/2.2 万，叠加前三季度人均 NBV 同比+54.7%，驱动前三季度个险 NBV 同比+31.6%；太保月均核心人力规模同比增长 2.4%至 5.8 万人，月人均首年规模保费同比增长 15.0%至 6.1 万元，增员人数同比增长 15.5%，且新人月人均首年规模保费同比增长 35.0%。②银保渠道：太保、新华 Q3 单季新单分别同比+7.5%、+292.9%，正增长一是源于去年“报行合一”政策落实下基数较低，二是源于“报行合一”后银保渠道服务、品牌、险企综合实力等竞争要素重要性提升，大型险企市场竞争格局好转，新华高增预计为拓展网点加大了趸交投放。

财险：保费增速环比回暖，COR 表现分化维持较好盈利。1) 保费：2024Q1-3 太保、人保、平安财险保费收入分别同比+7.7%、+4.6%、+5.9%，其中 Q3 单季分别同比+7.5%、+7.1%、+10.0%普遍回暖。①车险：保费增速趋同且边际回暖。2024Q1-3 太保、人保、平安车险分别同比+3.3%、+3.2%、+3.8%，其中 Q3 单季分别同比+4.3%、+4.6%、+4.5%，环比提升预计主要受益于费用竞争好转驱动车均保费增速好转。②非车险：2024Q1-3 太保、人保、平安非车险保费分别同比+12.2%、+5.9%、+10.6%，其中 Q3 单季分别同比+11.9%、+11.8%、+22.1%，平安高增长主要源于保证险基数效应消除；人保非车险增长主要受意健险（+22.0%）、责任险（+37.5%）驱动，但农险（-10.2%）拖累增速。2) COR：大灾带来 COR 承压，但平安由于保证险敞口收缩带来承保优化。2024Q1-3 太保、人保、平安财险综合成本率分别为 98.7%、98.2%、97.8%，分别同比持平、+0.3pct、-1.5pct，平安同比优化主要受益于保证险赔付大幅减少。分险种看，人保财险前三季度车险 COR 同比-0.6pct 至 96.8%，非车险 COR 同比+1.9pct 至 100.5%。

投资建议与估值：

短期仍为强贝塔逻辑，业绩与市场共振，保险公司 Q4 利润预计延续高速增长。寿险方面，后续需观察开门红情况。近期国有大行继 7 月后进一步下调人民币存款挂牌利率，2.5%预定利率传统险仍有相对优势，且政策组合拳下市场信心的增强也有利于分红险的销售，叠加预定利率下调带来价值率的提升，预计 2025 年开门红新单保费可能承压，但 NBV 有望实现正增长。中长期看经济预期改善，受益于地产政策积极转向及经济预期有望回暖，寿险顺周期逻辑或将开始显现。财险方面，三季报整体超预期且高股息特征突出，建议关注财险 H 股相关标的。

风险提示

1) 产品转型成效或宏观经济复苏不及预期；2) 权益市场波动；3) 长端利率大幅下行。



内容目录

1 业绩概述：投资好转驱动利润大幅高增.....	4
2 寿险：预定利率切换+低基数下，新单保费与 Margin 双升驱动 NBV 高增.....	6
3 财险：保费增速环比回暖，COR 表现分化维持较好盈利.....	8
4 投资建议.....	10
风险提示.....	10

图表目录

图表 1：2024 上市险企归母净利润表现.....	4
图表 2：上市险企投资收益率情况.....	4
图表 3：上市险企 2024 年总投资收益同比增量对比.....	4
图表 4：中国平安营运利润.....	5
图表 5：2024Q1-3 上市险企 ROE 对比.....	5
图表 6：2024Q3 单季上市险企 ROE 对比.....	5
图表 7：上市险企归母净资产情况.....	6
图表 8：上市险企寿险 NBV 对比.....	6
图表 9：上市险企寿险新单保费对比.....	6
图表 10：上市险企 NBV Margin 对比.....	6
图表 11：上市险企 2024Q1-3 个险新单保费及同比增速（亿元）.....	7
图表 12：上市险企 Q3 单季个险新单保费及同比增速（亿元）.....	7
图表 13：国寿、平安代理人企稳回升（万人）.....	7
图表 14：国寿、平安代理人降幅环比抬升.....	7
图表 15：上市险企 2024Q1-3 银保新单保费及同比增速（亿元）.....	8
图表 16：上市险企 Q3 银保新单保费及同比增速（亿元）.....	8
图表 17：财险 Q1-3 累计保费收入对比.....	8
图表 18：财险 Q3 单季度保费收入对比.....	8
图表 19：中国财险分险种保费收入.....	8
图表 20：上市险企 Q1-3 市占率对比.....	9
图表 21：上市险企 Q3 单季市占率对比.....	9
图表 22：上市险企 COR 对比.....	9
图表 23：人保财险 Q3 单季综合成本率对比.....	9
图表 24：人保财险分险种 COR 对比.....	9
图表 25：保险公司 PEV 估值（静态，截至 11.01）.....	10



图表 26: 保险公司 PB (MRQ, 截至 11.01) 10



1 业绩概述：投资好转驱动利润大幅高增

投资端大幅改善，2024Q3 单季五家上市险企合计实现归母净利润 1472 亿元，同比+565%。新会计准则可比口径下，2024 年前 3 季度，五家上市险企合计实现归母净利润 3190 亿，同比+81%，各险企利润及增速按增速排序分别为：国寿（1045 亿，+194%）>新华（207 亿，+117%）>人保（363 亿，+77%）>太保（383 亿，+65%）>平安（1192 亿，+36%），单季度看，平安、国寿、太保、新华、人保利润表现分别为：+151%、同比多增 669 亿、+174%、同比多增 100 亿、+2094%，利润高增主要受益于权益市场好转。中国企业会计准则下，中国财险 Q1-3 净利润同比+38%，其中 Q3 单季同比+5966%。

图表1：2024 上市险企归母净利润表现

亿元	2023Q3	2024Q3	同比	2023Q1-3	2024Q1-3	同比	2023Q1	2024Q1	同比	2023Q2	2024Q2	同比
中国平安	177	446	151%	876	1192	36%	384	367	-4%	315	379	20%
中国平安（营运利润）	289	353	22%	1079	1138	6%	399	387	-3%	390	398	2%
中国人寿（可比口径）	-6	662	多增 669 亿	355	1045	194%	273	206	-25%	88	176	100%
中国人寿（披露口径）	35	662	1767%	382	1045	174%	228	206	-9%	118	176	49%
中国太保	48	132	174%	231	383	65%	116	118	1%	67	134	99%
新华保险	-4	96	多增 100 亿	95	207	117%	69	49	-29%	31	61	101%
中国人保	6	136	2094%	205	363	77%	117	90	-24%	82	137	68%
中国财险	2	93	5966%	194	268	38%	95	59	-38%	97	116	19%

来源：公司公告，国金证券研究所 注：国寿披露口径基数为 139 和 117 口径下数据，国寿可比口径基数为 19 和 117 口径下数据；中国财险为净利润口径

利率下行，资产再配置收益降低，净投资收益率同比有所下滑，资产端大幅改善，总/综合投资收益率同比抬升。2024Q1-3 平安、国寿、太保年化净投资收益率分别为 3.8%、3.3%、3.9%，分别同比-0.2pct、-0.6pct、-0.1pct。权益市场好转驱动总投资收益提升。1) 投资收益方面：以利息收入+投资收益+公允价值变动损益-减值损失计算上市险企的总投资收益，Q3 单季平安、国寿、太保、新华、人保总投资收益分别同比多增 577、1269、341、371、310 亿元，驱动总投资收益率大幅提升，前三季度国寿、太保、新华、中国财险年化总投资收益率分别同比+2.6pct、+3.1pct、+4.5pct、+2.3pct，平安综合投资收益率同比+1.3pct 至 5%。

图表2：上市险企投资收益率情况

	太保			新华			国寿		
	2023Q1-3	2024Q1-3	同比	2023Q1-3	2024Q1-3	同比	2023Q1-3	2024Q1-3	同比
净投资收益率	4.0%	3.9%	-0.1%				3.8%	3.3%	-0.6%
总投资收益率	3.2%	6.3%	3.1%	2.3%	6.8%	4.5%	2.8%	5.4%	2.6%
综合投资收益率				3.0%	8.1%	5.1%			
准则说明	19	19		19	19		139	19	
	平安			中国财险					
	2023Q1-3	2024Q1-3	同比	2023Q1-3	2024Q1-3	同比			
净投资收益率	4.0%	3.8%	-0.2%						
总投资收益率				3.6%	5.9%	2.3%			
综合投资收益率	3.7%	5.0%	1.3%						
准则说明	19	19		19	19				

来源：公司公告，国金证券研究所 注：新华、太保、中国财险为简单年化；国寿、平安仅年化部分收入；新华综合投资收益率包含 FVOCI 债券增值，平安则不包含

图表3：上市险企 2024 年总投资收益同比增量对比

亿元	中国平安				中国太保				中国人保			
	Q1	Q2	Q3	Q1-3	Q1	Q2	Q3	Q1-3	Q1	Q2	Q3	Q1-3
总投资收益	-130.3	270.6	576.6	716.9	18.2	186.0	341.2	545.4	328.7	53.5	309.8	692.0
利息收入	-5.9	-10.6	29.2	12.7	-8.4	-7.2	-3.6	-19.2	0.1	2.1	3.2	5.3
投资收益	251.4	86.3	199.8	537.5	197.4	51.6	60.4	309.5	198.7	7.7	8.7	215.2



中国平安					中国太保				中国人保			
公允价值变动	-415.7	150.2	423.6	158.1	-169.4	127.1	284.1	241.8	127.3	39.9	297.1	464.3
减值损失	39.9	44.7	-75.9	8.7	-1.5	14.4	0.4	13.3	2.6	3.8	0.9	7.3
中国人寿					新华保险							
	Q1	Q2	Q3	Q1-3	Q1	Q2	Q3	Q1-3				
总投资收益	-337.7	266.4	1,268.6	1,197.3	-47.2	104.3	370.9	428.0				
利息收入	-3.6	-14.7	-6.2	-24.5	4.0	-2.3	-4.8	-3.2				
投资收益	53.8	104.1	37.0	194.9	16.8	20.2	28.7	65.7				
公允价值变动	-390.2	186.5	1,244.5	1,040.7	-68.8	89.3	370.6	391.1				
减值损失	2.4	-9.5	-6.7	-13.8	0.8	-2.9	-23.6	-25.6				

来源：公司公告，国金证券研究所

2024Q3 平安集团归母营运利润 353 亿元，同比+22.1%，平安寿险实现归母营运利润 280 亿元，同比+7.8%，投资业绩向好驱动营运利润正增（有两个原因：虽然营运利润投资收益率锁定 4.5%，但是投资好转仍有助于提升营运利润：1）提升投资资产增长水平；2）VFA 模型下投资收益的增长对应要提升公司的利润部分会被 CSM 吸收）。

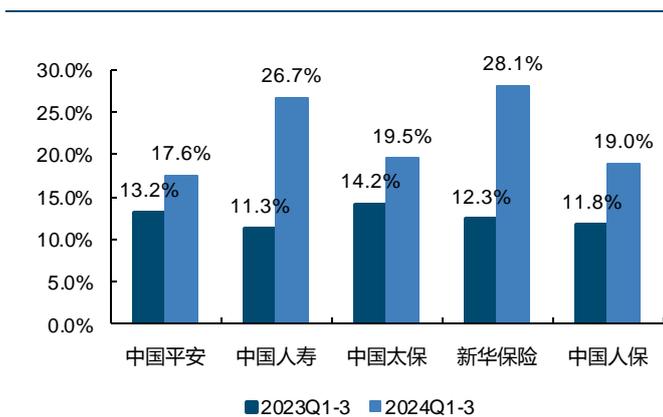
图表4：中国平安营运利润

百万元	集团			寿险		
	2023Q3	2024Q3	同比增速	2023Q3	2024Q3	同比增速
净利润	24685	51350	108.02%	15292	31099	103.37%
减：寿险及健康险业务短期投资波动	-11267	2317		-11267	2317	
管理层认为不属于日常营运收支的一次性重大项目	-7	6952				
营运利润	35959	42081	17.02%	26559	28782	8.37%
归属于母公司股东的营运利润	28931	35336	22.14%	26022	28044	7.77%

来源：公司公告，国金证券研究所

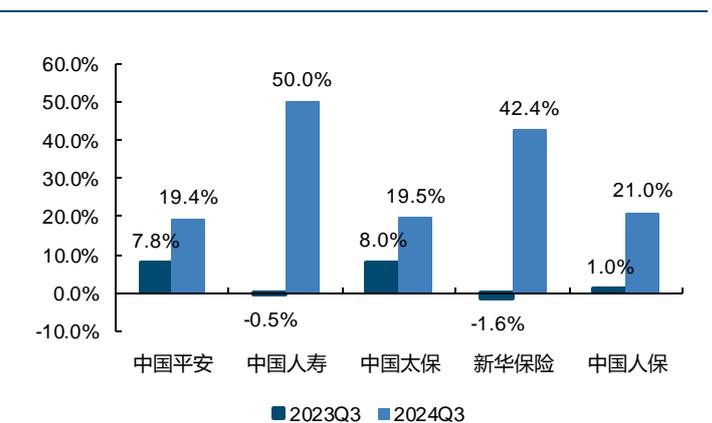
利润高增驱动 ROE 同比大幅提升。2024Q3 平安、国寿、太保、新华、人保的年化 ROE 分别为 19.4%、50.0%、19.5%、42.4%、21.0%，同比分别+11.6pct、+50.5pct、+11.5pct、+44.0pct、+19.9pct。

图表5：2024Q1-3 上市险企 ROE 对比



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表6：2024Q3 单季上市险企 ROE 对比



来源：各公司公告，国金证券研究所

归母净资产合计较 H1 环比+3.5%。2024Q3 末，平安、国寿、太保、新华、人保归母净资产分别为 9079、5667、2733、910、2677 亿元，环比 2024H1 分别-2.5%、+14.8%、+2.3%、+1.1%、+5.8%，平安环比负增主要源于资产负债两端利率不完全同步下存在部分利率敞口（资产端折现率采取当日、负债端折现率采取 20 日平均移动平均）。


图表7：上市险企归母净资产情况

亿元	2023	2024Q1	2024H1	2024Q3	环比变动	较年初变动
中国平安	8990	9050	9312	9079	-2.5%	1.0%
中国人寿(可比口径)	4771	4804	4938	5667	14.8%	18.8%
中国太保	2496	2579	2673	2733	2.3%	9.5%
新华保险	1051	940	900	910	1.1%	-13.4%
中国人保	2424	2458	2530	2677	5.8%	10.4%

来源：各公司公告，国金证券研究所

2 寿险：预定利率切换+低基数下，新单保费与 Margin 双升驱动 NBV 高增

NBV 整体延续高增，新单保费与 Margin 双升。2024Q1-3，平安、国寿、太保、新华、人保寿险、友邦 NBV 分别同比+34%、+25%、+38%、+79%、+114%、+22%，其中 Q3 单季平安、太保、友邦分别同比+110%、+75%、+16%，整体高增延续，一是源于预定利率切换+低基数下新单保费高速增长，平安、国寿、太保、新华、人保、友邦新单保费分别同比+50%、+46%、+15%、+163%、+87%、+14%，二是预定利率下调+缴期结构优化+银保渠道报行合一带动 Margin 提升，平安、太保、友邦 NBV Margin 分别提升 7.9pct、8.3pct、0.8pct。

图表8：上市险企寿险 NBV 对比

亿元	2023Q3	2024Q3	同比	2023Q1-3	2024Q1-3	同比	2024Q1 同比	2024Q2 同比	2024H1 同比
中国平安(可比口径)	61	128	110%	262	352	34%	21%	0%	11%
中国人寿(可比口径)							25%	26%	19%
中国太保(披露口径)	30	52	75%	103	142	38%	31%	13%	23%
新华保险(披露口径)							79%	51%	58%
人保寿险(可比口径)							114%	82%	91%
友邦保险(固定汇率)	10	12	16%	30	36	22%	31%	19%	25%

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：披露口径基数为 5%假设下数据

图表9：上市险企寿险新单保费对比

亿元	2023Q3	2024Q3	同比	2023Q1-3	2024Q1-3	同比	Q1 同比	Q2 同比	H1 同比
中国平安	309	464	50%	1448	1386	-4%	-14%	-26%	-19%
中国人寿	254	372	46%	1967	1975	0%	-4%	-11%	-6%
中国太保	189	217	15%	744	707	-5%	1%	-29%	-12%
新华保险	62	163	163%	425	374	-12%	-41%	-43%	-42%
中国人保	74	138	87%	769	766	0%	-10%	-10%	-10%
人保寿险	47	93	96%	481	442	-8%	-21%	-16%	-19%
人保健康险	27	46	70%	288	323	12%	9%	1%	7%
友邦保险	19	22	14%	59	68	14%	23%	6%	14%

来源：各公司公告，国金证券研究所

图表10：上市险企 NBV Margin 对比

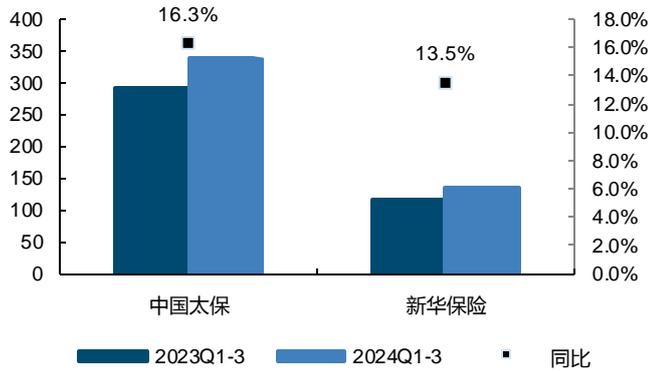
NBV margin	2023Q3	2024Q3	变动 pct	2023Q1-3	2024Q1-3	变动 pct	2023H1	2024H1	变动 pct
中国平安(可比口径)	19.8%	27.7%	7.9%	18.1%	25.4%	7.3%	17.7%	24.2%	6.5%
中国太保(披露口径)	15.7%	24.0%	8.3%	13.9%	20.1%	6.3%	13.2%	18.4%	5.2%
友邦保险(固定汇率)	51.4%	52.2%	0.8%	50.9%	53.3%	2.4%	50.6%	53.9%	3.3%

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：披露口径基数为 5%假设下数据；太保 Q3 可比口径为估算

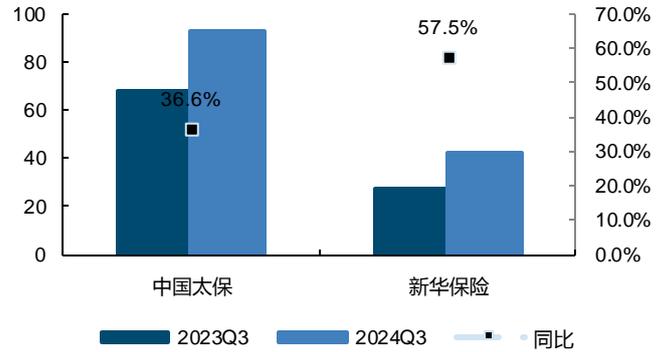
1) 个险渠道：预定利率切换+低基数下，新单保费实现高增。2024Q1-3 太保、新华个险新单分别同比+16.3%、+13.5%，其中 Q3 单季分别同比+36.6%、+57.5%。



图表11: 上市险企 2024Q1-3 个险新单保费及同比增速 (亿元)



图表12: 上市险企 Q3 单季个险新单保费及同比增速 (亿元)

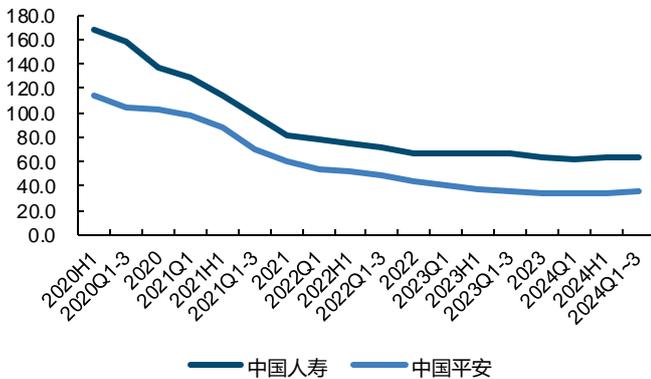


来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

代理人渠道改革成效持续显现, 量稳质升态势延续。截至 2024Q3 末, 1) 国寿: 个险销售人力为 64.1 万人, 环比增长 1.2 万/1.9%, 队伍规模企稳态势巩固; 队伍结构不断优化, 绩优人力规模和占比持续实现双提升; 个险渠道月人均首年期交保费同比+17.7%, 队伍产能在高基数基础上稳步增长。个险新型营销模式试点快速推进, “种子计划”在南京、深圳等 24 个城市试点, 取得初步成效。2) 平安: 代理人规模环比继续提升 6.5%/2.2 万, 叠加人均产能继续高位提升 (前三季度人均 NBV 同比+54.7%), 驱动前三季度个险 NBV 同比+31.6%。优增继续改善, 新增人力中“优+”占比提升 4pct。3) 太保: 核心队伍量稳质升, 月均核心人力规模 5.8 万人, 同比增长 2.4%, 核心人力月人均首年规模保费 6.1 万元, 同比增长 15.0%; 新增人力量质齐升, 增员人数同比增长 15.5%, 新人月人均首年规模保费同比增长 35.0%。4) 新华: 个险渠道大力推动期交转型, 出台新《基本法》, 全面加强基础管理; 启动[XIN 一代]计划, 加快推进绩优队伍建设, 三季度绩优人力规模同比提升, 人均产能大幅增长。

图表13: 国寿、平安代理人企稳回升 (万人)



图表14: 国寿、平安代理人降幅环比抬升



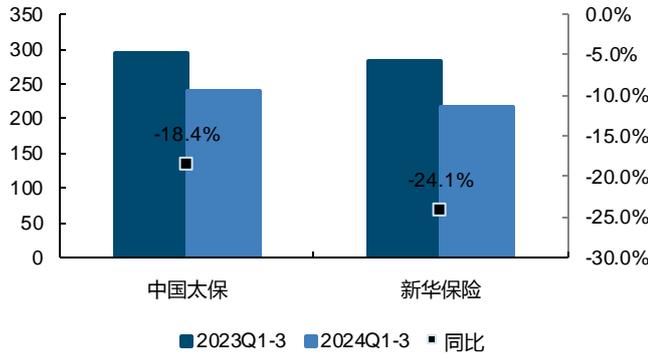
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

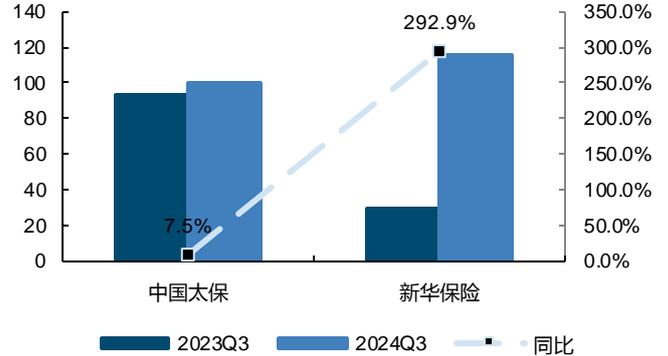
2) 银保渠道: 低基数+竞争格局好转, 新单保费恢复正增长。2024Q1-3 太保、新华银保新单分别同比-18.4%、-24.1%, 主要源于期缴转型下主动压降趸交规模, 其中 Q3 单季分别同比+7.5%、+292.9%, 正增长一是源于去年“报行合一”政策落实下基数较低, 二是源于“报行合一”后银保渠道服务、品牌、险企综合实力等竞争要素重要性提升, 大型险企市场竞争格局好转。新华高增预计为拓展网点加大了趸交投放 (单季度趸交 61 亿, 去年 5 亿)。



图表15: 上市险企 2024Q1-3 银保新单保费及同比增速 (亿元)



图表16: 上市险企 Q3 银保新单保费及同比增速 (亿元)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

3 财险: 保费增速环比回暖, COR 表现分化维持较好盈利

保费收入增速边际回暖。2024Q1-3, 财险行业原保费收入同比+5.5%, 增速较 H1 环比上升, 其中太保、人保、平安财险保费收入分别同比+7.7%、+4.6%、+5.9%, 除人保外增速均高于行业, 驱动市占率分别同比+0.24pct、-0.30pct、+0.07pct, 人保增速较低预计主要受信用保证险增速-5.9%与农险增速放缓至 1.0%拖累。分季度看, Q3 单季太保、人保、平安财险保费收入分别同比+7.5%、+7.1%、+10.0%, 增速普遍回暖。

车险保费增速趋同且边际回暖。2024Q1-3, 太保、人保、平安车险分别同比+3.3%、+3.2%、+3.8%, 其中 Q3 单季分别同比+4.3%、+4.6%、+4.5%, 较 Q2 环比提升 1.0pct、1.4pct、1.2pct, 预计主要受益于费用竞争趋缓驱动车均保费增速好转。

非车险表现分化。2024Q1-3 太保、人保、平安非车险保费分别同比+12.2%、+5.9%、+10.6%, 其中 Q3 单季分别同比+11.9%、+11.8%、+22.1%, 较低基数下均实现较好增长, 平安高增长主要源于保证险基数效应消除。分险种看, 人保非车险增长主要受意健险 (+22.0%)、责任险 (+37.5%) 驱动, 但农险 (-10.2%)、企财险 (-2.6%)、信保险 (-4.8%) 拖累增速。

图表17: 财险 Q1-3 累计保费收入对比

亿元	原保费收入			其中: 车险			非车险		
	2023Q1-3	2024Q1-3	同比	2023Q1-3	2024Q1-3	同比	2023Q1-3	2024Q1-3	同比
累计									
太保财险	1,485	1,598	7.7%	757	781	3.3%	728	817	12.2%
人保财险	4,096	4,283	4.6%	2,067	2,134	3.2%	2,028	2,149	5.9%
平安财险	2,259	2,394	5.9%	1,547	1,605	3.8%	713	788	10.6%
财险公司合计	12,385	13,067	5.5%	6,335	6,546	3.3%	6,045	6,521	7.9%

来源: 各公司公告、金融监管总局, 国金证券研究所

图表18: 财险 Q3 单季度保费收入对比

亿元	原保费收入				其中: 车险				非车险			
	2024Q3	Q3 同比	Q2 同比	Q1 同比	2024Q3	Q3 同比	Q2 同比	Q1 同比	2024Q3	Q3 同比	Q2 同比	Q1 同比
单季												
太保财险	468	7.5%	6.6%	8.6%	260	4.3%	3.3%	2.2%	208	11.9%	10.2%	13.8%
人保财险	1,163	7.1%	3.5%	3.8%	741	4.6%	3.2%	1.9%	423	11.8%	3.9%	5.0%
平安财险	790	10.0%	5.4%	2.8%	557	4.5%	3.3%	3.5%	155	22.1%	9.4%	-9.7%
财险公司合计	3,890	7.9%	3.9%	5.1%	2,235	4.4%	2.9%	2.6%	1,656	13.2%	5.0%	7.1%

来源: 各公司公告、金融监管总局, 国金证券研究所

图表19: 中国财险分险种保费收入

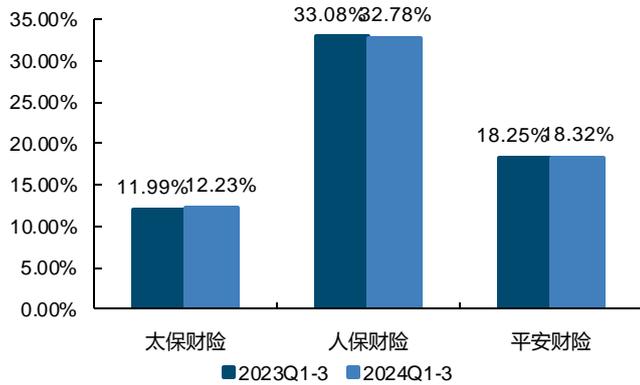
亿元	2023Q1-3	2024Q1-3	同比	2023Q3	2024Q3	同比
机动车辆险	2067.22	2134.24	3.24%	708.23	740.60	4.57%



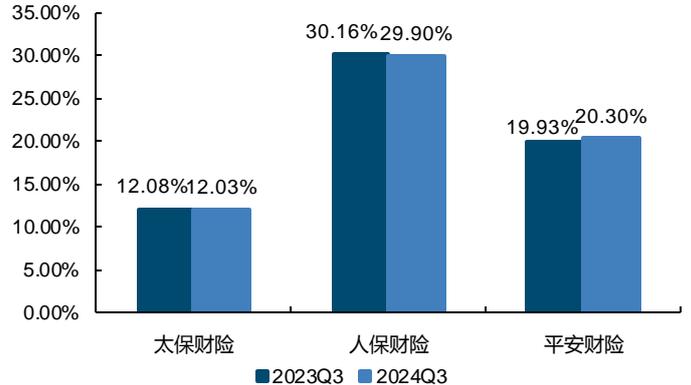
亿元	2023Q1-3	2024Q1-3	同比	2023Q3	2024Q3	同比
非车险	2028.48	2149.06	5.94%	378.17	422.74	11.79%
意外伤害及健康险	843.70	911.28	8.01%	119.23	145.43	21.97%
农险	533.28	538.84	1.04%	92.40	82.97	-10.21%
责任险	280.18	313.36	11.84%	70.42	96.81	37.48%
企业财产险	136.96	141.45	3.28%	36.62	35.65	-2.65%
信用保证险	44.89	42.24	-5.90%	12.47	11.87	-4.81%
货运险	41.08	44.18	7.55%	13.14	13.35	1.60%
其他险种	148.39	157.71	6.28%	33.89	36.66	8.17%

来源：中国人保公司公告，国金证券研究所

图表20：上市险企 Q1-3 市占率对比



图表21：上市险企 Q3 单季市占率对比



来源：各公司公告、金融监管总局，国金证券研究所

来源：各公司公告、金融监管总局，国金证券研究所

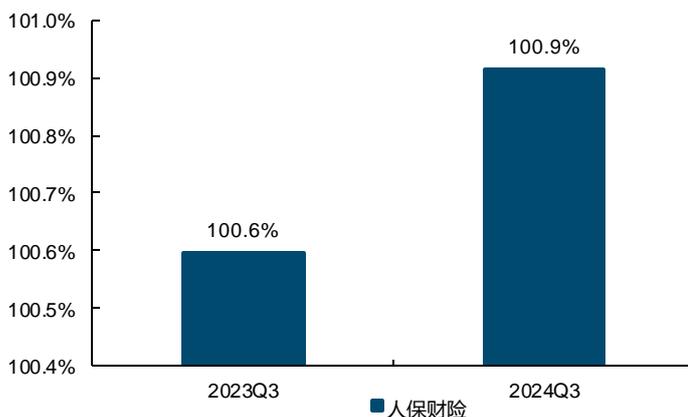
大灾带来 COR 承压，但平安由于保证险敞口收缩带来承保优化。2024Q1-3，太保、人保、平安财险综合成本率分别为 98.7%、98.2%、97.8%，分别同比持平、+0.3pct、-1.5pct，平安同比优化主要受益于保证险赔付大幅减少；其中人保财险 Q3 单季 COR 同比抬升 0.3pct 至 100.9%，预计主要受赔付增加影响。分险种看，人保财险前三季度车险 COR 同比-0.6pct 至 96.8%，非车险 COR 同比+1.9pct 至 100.5%。

图表22：上市险企 COR 对比

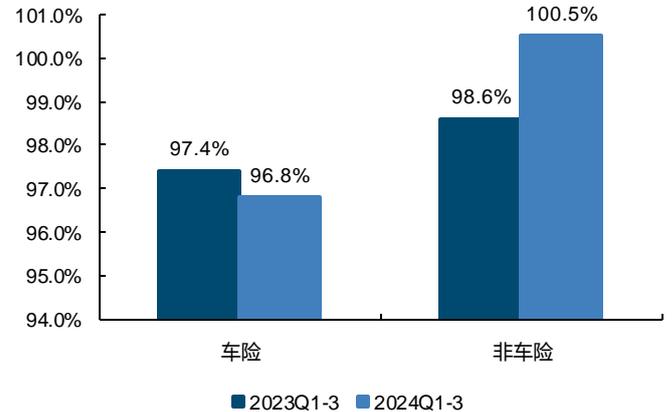
COR	2023Q1	2024Q1	同比	2023H1	2024H1	同比	2023Q1-3	2024Q1-3	同比
太保财险	98.40%	98.00%	-0.40%	97.90%	97.10%	-0.80%	98.70%	98.70%	0.00%
人保财险	95.70%	97.90%	2.20%	96.40%	96.80%	0.40%	97.90%	98.20%	0.30%
平安财险	98.70%	99.60%	0.90%	98.00%	97.80%	-0.20%	99.30%	97.80%	-1.50%

来源：各公司公告，国金证券研究所

图表23：人保财险 Q3 单季综合成本率对比



图表24：人保财险分险种 COR 对比



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所



4 投资建议

短期仍为强贝塔逻辑，业绩与市场共振，保险公司 Q4 利润预计延续高速增长。寿险方面，后续需观察开门红情况。近期国有大行继 7 月后进一步下调人民币存款挂牌利率，3 年期、5 年期整存整取定期存款挂牌利率均下调 25bp 至 1.5%、1.55%，2.5% 预定利率传统险仍有相对优势，且政策组合拳下市场信心的增强也有利于分红险的销售，叠加预定利率下调带来价值率的提升，预计 2025 年开门红新单保费可能承压，但 NBV 有望实现正增长。中长期看经济预期改善，受益于地产政策积极转向及经济预期有望回暖，寿险顺周期逻辑或将开始显现。财险方面，三季报整体超预期且高股息特征突出，建议关注财险 H 股相关标的。

图表25: 保险公司 PEV 估值 (静态, 截至 11.01)

		最大值	最小值	均值	中位数	PEV 估值	2018 年来分位数
A 股	中国人寿 A	1.56	0.57	0.87	0.84	0.95	72%
	中国平安 A	1.74	0.47	0.97	0.90	0.74	46%
	中国太保 A	1.36	0.35	0.71	0.65	0.67	51%
	新华保险 A	1.44	0.28	0.65	0.61	0.59	48%
H 股	中国人寿 H	0.85	0.17	0.40	0.34	0.34	48%
	中国平安 H	1.75	0.36	0.93	0.89	0.58	26%
	中国太保 H	1.08	0.21	0.51	0.46	0.45	49%
	新华保险 H	0.95	0.14	0.36	0.31	0.30	49%
	友邦保险 H	2.60	0.98	1.85	1.89	1.30	8%
	中国太平 H	1.01	0.09	0.33	0.26	0.24	47%

来源: 各公司公告、ifind, 国金证券研究所 注: 最大值/最小值/均值/中位数均为自 2018 年或上市之日开始计算, 平安、友邦分红比例为营运利润口径; 静态估值为当天市值/上一年末内含价

图表26: 保险公司 PB (MRQ, 截至 11.01)

		最大值	最小值	均值	中位数	当前估值	2018 年来分位数
A 股	中国人寿	3.91	0.85	1.37	1.12	1.18	53%
H 股	中国人寿	1.21	0.37	0.58	0.48	0.59	67%
H 股	中国财险	1.60	0.56	0.89	0.84	0.95	67%

来源: ifind, 国金证券研究所 注: 最大值/最小值/均值/中位数均为自 2018 年或上市之日开始计算

风险提示

- 1) 产品转型成效或宏观经济复苏不及预期: 或对新单销售形成负面影响;
- 2) 权益市场波动: 将直接降低保险公司的投资收益, 拖累利润表现;
- 3) 长端利率大幅下行: 将进一步引发市场对保险公司利差损的担忧。



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。

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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