

保险业 2024 年三季度报综述

资产价值重估，利润大幅改善

优于大市

核心观点

资产重估，利润反弹。2024年三季度，资本市场大幅反弹，叠加长端利率的企稳，上市险资产端得到显著修复，带动营收及利润实现高速增长。截至2024年三季度末，A股5家上市险企累计实现营业收入20896.6亿元，同比大幅提升21.7%。其中，新华保险、中国人寿、中国太保、中国人保、中国平安营业收入分别同比增长72.9%/54.8%/21.3%/12.2%/10.0%。

改革红利持续释放，看好后续保费增速延续。2023年以来，监管持续引导行业下调预定利率，在行业产品结构转型背景下，带动储蓄型保险快速放量。2024年前三季度，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+15.7%/+6.1%/+2.3%/+2.5%/-10.2%。进入十一月，保险业陆续开启2025年“开门红”，行业在产品结构、人力转型、渠道生态等方面仍具有一定调整空间，我们持续看好行业后续保费收入的规模增量。

财险业务彰显韧性，保费收入企稳。截至9月末，人保财险、平安财险、太保财险共计实现保费收入8275.2亿元，同比增长5.6%；其中车险业务保费收入4520.9亿元，同比上升3.4%；非车险业务保费收入3754.3亿元，同比上升8.2%。2024年以来，受北方冻雨及南方台风频发等大灾因素影响，COR同比表现分化。截至三季度末，中国人保COR为98.2%，大灾拖累承保利润空间，COR同比上升0.3pt。中国平安受信保业务整顿等因素影响，COR同比优化1.5pt至97.8%。中国太保前三季度COR为98.7%，与去年同期持平。

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。三季度资本市场迎来大幅反弹，以股票为代表的权益类资产公允价值大幅提升，带动上市险企投资收益率同比改善。截至三季度末，中国人寿、中国太保、新华保险分别实现总投资收益率5.38%、4.70%、6.80%，同比增长2.57pt、2.3pt、4.5pt。

投资建议：考虑到当前行业面临的养老、医疗、养康、储蓄等多元需求，叠加渠道及产品改革初见成效，我们预计2025年“开门红”保费同比增速约为7%至8%，对应NBV增速为25%。资产端方面，上市险企把握市场反弹机遇，投资收益显著回暖。展望后续，随着续期及新单保费规模的扩大，预计险资资产配置需求仍高，对应长债及高分红类资产（以OCI计量的资产）配置行情或将延续，建议关注负债端具备头部优势的中国人寿、中国太保、中国财险。

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。

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

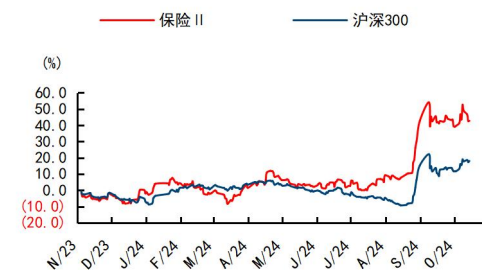
S0980523060004

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

- 《保险业2025年“开门红”前瞻-“开门红”被透支了吗？》——2024-11-05
- 《关于大力发展商业保险年金的点评-多元养老产品供给，共筑养老三支柱建设》——2024-10-24
- 《2024年9月保费收入点评-筹备“开门红”》——2024-10-18
- 《2024年8月保费收入点评-定价利率切换，配置需求提升》——2024-09-14
- 《保险业2024年半年报综述-利润回升，负债投资双轮驱动》——2024-09-09

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 (百万元)	EPS		P/EV	
					2024E	2025E	2024E	2025E
2328.HK	中国财险	优于大市	12.26	2727	1.28	1.44	0.89	0.84
601601.SH	中国太保	优于大市	35.78	3442	3.28	3.52	0.43	0.41
601628.SH	中国人寿	优于大市	45.52	12866	1.45	1.80	0.70	0.64
601336.SH	新华保险	优于大市	52.55	1639	4.35	5.36	0.35	0.32

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

内容目录

资产重估，利润回升	4
寿险质态改善，财险稳中有升	6
人身险：定价利率下调，产品结构优化	6
财产险：保费收入企稳，COR 受巨灾影响波动	11
投资收益回暖，配置结构优化	13
投资建议	15
风险提示	15

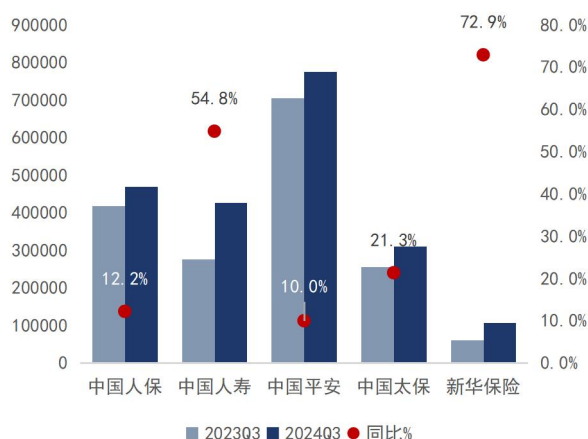
图表目录

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: 上市险企保险服务收入 (可对比口径, 单位: 百万元)	5
图 4: 上市险企保险服务费用 (可对比口径, 单位: 百万元)	5
图 5: 上市险企平均综合负债成本 (单位: %)	6
图 6: 上市险企单月保费收入 (单位: 亿元)	7
图 7: 2013-2023 保险业分红险分红实现率推算 (单位: %)	9
图 8: 中国人寿及中国平安代理人数量 (单位: 万人)	10
图 9: 行业 1 月份保费收入占比	11
图 10: 上市险企财险业务保费收入 (单位: 百万元)	12
图 11: 上市险企车险总保费收入同比提升 (单位: 百万元)	12
图 12: 上市险企非车险总保费收入 (单位: 百万元)	13
图 13: 上市险企综合成本率水平 (单位: %)	13
图 14: 上市险企总投资收益率 (单位: %)	14
表 1: 2024Q3 上市险企利润贡献率分析 (单位: 百万元, %)	5
表 2: 国有大行现行存款利率	7
表 3: 2024 年 9 月人身险行业新发产品数量及种类	8
表 4: 某终身寿险保单现金价值演示	8
表 5: 新华金福满堂保险产品组合	9
表 6: 上市险企资产配置比例 (按会计计量方式, 单位: 百万元, %)	15

资产重估，利润回升

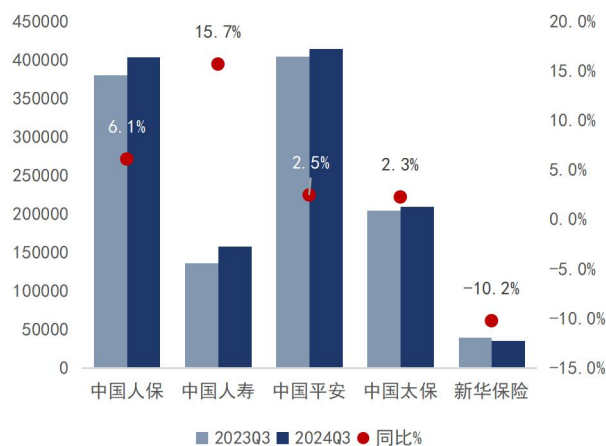
2024年三季度，资本市场大幅反弹，叠加长端利率的企稳，上市险资产端得到显著修复，带动营收及利润实现高增速。截至2024年三季度末，A股5家上市险企累计实现营业收入20896.6亿元，同比大幅提升21.7%。其中，新华保险、中国人寿、中国太保、中国人保、中国平安营业收入分别同比增长72.9%/54.8%/21.3%/12.2%/10.0%。受益于资产端较高的权益类资产配置占比，新华保险彰显出较高的利润修复空间。2023年新准则实施以来，以FVTPL计量的权益类资产直接加大保险公司利润弹性，因此随着资本市场的回暖，叠加去年同期低基数，直接带动上市险企净利润的大幅反弹。险资在市场低位时适时增配权益类资产，并在市场反弹时兑现部分投资收益，以稳定资产端投资收益。截至三季度末，A股5家上市险企共计实现归母净利润3190.3亿元，同比增长78.3%。受益于人身险资产配置结构及低基数，中国人寿及新华保险归母净利润分别同比增长173.9%及116.7%，中国人保、中国太保、中国平安分别同比增长77.2%/65.5%/36.1%。

图1: 上市险企营业收入 (单位: 百万元, %)



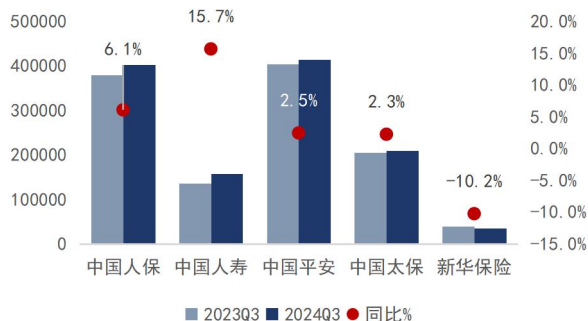
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 上市险企归母净利润 (单位: 百万元, %)

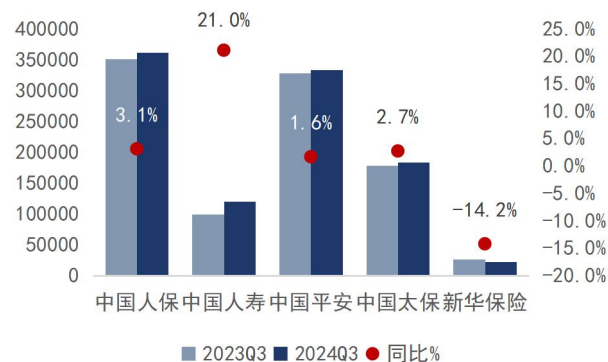


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

从承保表现来看，各上市险企承保利润持续提升。2024年前三季度，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+15.7%/+6.1%/+2.3%/+2.5%/-10.2%；保险服务费用同比+21.0%/+3.1%/+2.7%/+1.6%/-14.2%。

图3: 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4: 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, 前三季度各上市险企资产端及负债端均实现较高利润贡献。截至 2024 年三季度末, 受益于资本市场反弹修复, 上市险企平均投资利润贡献率达 58%, 同比大幅改善。其中, 中国人寿、新华保险、中国平安、中国太保、中国人保分别为 74%/66%/55%/50%/45%。其中, 中国人寿及新华保险因资产端权益类资产配置比例较高, 资产收益彰显更高弹性。承保利润方面, 受负债端产品主营业务险种差异等因素影响, 中国人保、中国太保、新华保险、中国平安、中国人寿分别实现承保利润贡献率 74%/64%/58%/52%/31%。

表1: 2024Q3 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	157849	414465	403765	209409	35658	244229
2. 保险服务费用	120041	333181	361176	182948	22514	203972
3. 承保利润=1-2	37808	81284	42589	26461	13144	40257
承保利润贡献率=3/(3+11+14)	31%	52%	74%	64%	58%	50%
4. 利息收入	89587	162958	22454	41799	23512	68062
5. 投资收益	24754	49298	17489	14595	5134	22254
6. 公允价值变动损益	147655	70409	22746	42103	41985	64980
7. 信用减值损失	-11	47906	-458	109	1766	9862
8. 承保财务损益	167856	132670	34151	74275	51599	92110
9. 分出再保险财务收益	-506	-707	-928	-1474	-252	-773
10. 利息支出	2942	14440	2301	1809	2067	4712
11. 投资利润=(4+5+6-7) - (8-9+10)	90703	86942	25767	20830	14947	47838
投资利润贡献率=11/(3+11+14)	74%	55%	45%	50%	66%	58%
12. 其他收入	7335	78253	3122	2658	667	18407
13. 其他支出	12956	88793	14202	8410	5946	26061
14. 其他损益利润=12-13	-5621	-10540	-11080	-5752	-5279	-7654
其他利润贡献率=14/(3+11+14)	-5%	-7%	-19%	-14%	-23%	-14%
归母净利润	104523	119182	36331	38310	20680	63805
归母净利润同比	274%	36%	77%	65%	117%	114%

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

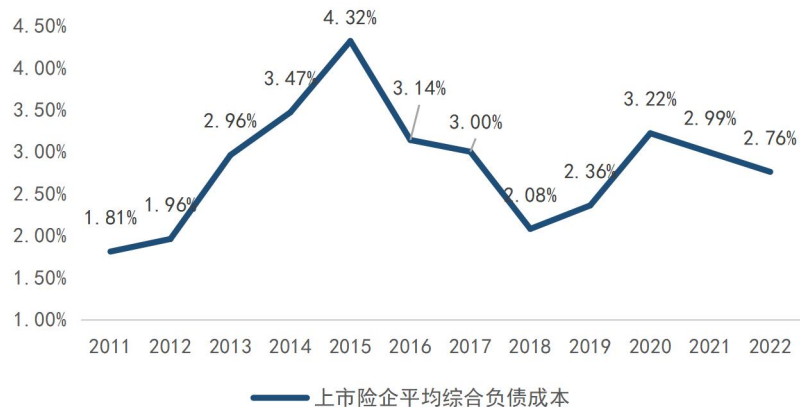
寿险质态改善，财险稳中有升

人身险：定价利率下调，产品结构优化

◆ 优化产品结构，压降负债成本

2023 年以来，监管持续引导行业下调预定利率，在行业产品结构转型背景下，带动储蓄型保险快速放量。2024 年 8 月，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。

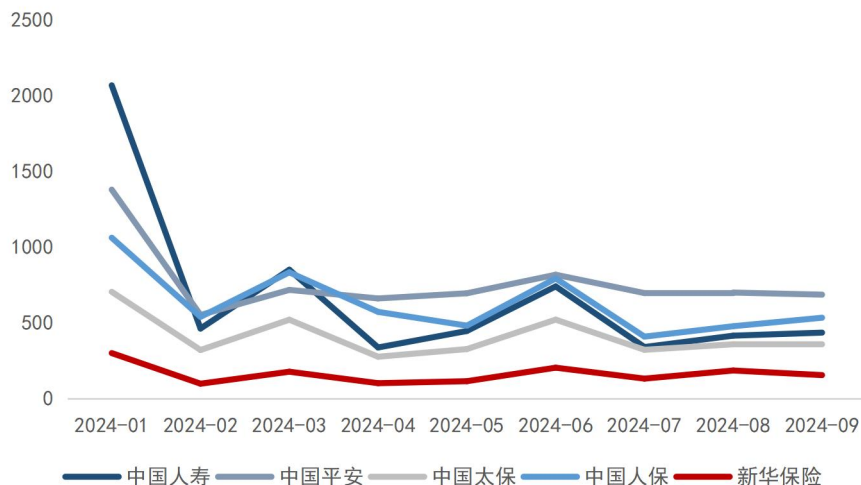
图5：上市险企平均综合负债成本（单位：%）



资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

“炒停售”等行为，引发市场对于 2025 年“开门红”需求透支的担忧。随着长端利率的快速下移及资本市场的震荡，险企资产端收益承压，为更好的实现资产负债匹配管理，自 2023 年以来监管引导行业进入新的预定利率下调周期。在此背景下，险企加大对定价利率更为敏感的储蓄型保险的销售力度，短期“炒停售”带动行业实现保费收入的脉冲式增长，但客户保险需求的不断挖掘或透支部分 2025 年“开门红”期间的保费增量，为“开门红”带来一定挑战。结合当前行业面临的几大趋势，我们持续看好 2025 年“开门红”的保费收入表现。

图6: 上市险企单月保费收入 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 存款利率下行, 储蓄型保险中长期财富管理功能凸显

存款利率下调或将加大储蓄型保险吸引力。作为目前财富管理市场中唯一具有刚兑属性的产品, 储蓄型保险在稳收益、长久期、可避税等方面仍具有绝对优势。随着近年来存款利率的持续下调, 利好包括终身寿险、分红险、年金险等产品的销售, 有利于明年一季度储蓄型保险需求的持续释放及保费的增量。

表2: 国有大行现行存款利率

银行	活期存款	零存整取、整存零取、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	0.10%	0.80%	1.00%	1.00%	0.80%	1.00%	1.10%	1.12%	1.50%	1.55%
农业银行	0.10%	0.80%	1.00%	1.00%	0.80%	1.00%	1.10%	1.12%	1.50%	1.55%
中国银行	0.10%	0.80%	1.00%	1.00%	0.80%	1.00%	1.10%	1.12%	1.50%	1.55%
建设银行	0.10%	0.80%	1.00%	1.00%	0.80%	1.00%	1.10%	1.12%	1.50%	1.55%
交通银行	0.10%	0.80%	1.00%	1.00%	0.80%	1.00%	1.10%	1.12%	1.50%	1.55%

资料来源: 各银行官网, 国信证券经济研究所整理

此外, 为应对产品预定利率下调, 险企纷纷加大新产品开发力度, 多元化产品策略或进一步催化“开门红”保险需求。近年来, 储蓄型产品(传统寿险等)在行业“开门”红期间保费收入占比较高, 约为70%以上。根据燕梳研究院公布的数据, 9月全行业共有325款保险产品亮相, 涉及62家保险公司, 包括56家寿险公司、2家健康险公司和4家养老险公司。这些产品涵盖了13个险种, 包括终身寿险(96款)、重大疾病保险包含轻症版(57款)、两全保险(43款)、非养老年金保险(35款)、养老年金保险(32款)、费用补偿型医疗保险(17款)、意外伤害保险(13款)、定期寿险(8款)、重大疾病保险不含轻症版(8款)、防癌保险(5款)、护理保险(5款)、疾病保险(5款)和长期护理保险(1款)。在上述产品中, 个人类型的终身寿险、重疾险(含轻症)、两全保险、非养老年金保险、养老年金保险成为个险市场的主打产品, 分别满足不同保险需求。

表3: 2024年9月人身险行业新发产品数量及种类

险种	产品个数
终身寿险	96
重疾险(含轻症)	57
两全险	43
非养老年金保险	35
养老年金险	32
费用补偿型医疗保险	17
意外伤害险	13
定期寿险	8
重疾险(不含轻症)	8
防癌险	5
护理险	5
疾病险	5
长期护理险	1
合计	325

资料来源: 燕梳研究院, 国信证券经济研究所整理

目前财富管理市场相对缺乏稳健收益及长久期产品, 储蓄型保险中长期收益率仍具备较强吸引力。以终身寿险为例, 中长期 IRR 随着预定利率的调整而下调, 但目前该险种中长期 IRR 上限约为 2.5%, 中长期理财功能凸显。

表4: 某终身寿险保单现金价值演示

年度	年龄	当年保费	身故或全残金	现金价值	IRR
1	31	50000	80000	4450	-
2	32	50000	160000	10450	-
3	33	50000	240000	20500	-
4	34	50000	320000	43400	-
5	35	50000	400000	68350	-
6	36	50000	480000	95400	-
7	37	50000	560000	160250	-
8	38	50000	640000	244150	-
9	39	50000	720000	348350	-
10	40	50000	800000	474250	-
15	45	-	700000	605900	1.83%
20	50	-	700000	685200	2.04%
30	60	-	877150	877150	2.22%
50	80	-	1437250	1437250	2.34%
60	90	-	1839700	1839700	2.37%
70	100	-	2354650	2354650	2.39%
76	106	-	2696718	2696700	2.38%

资料来源: 保险师, 国信证券经济研究所整理 (上述投保人案例为 30 岁女性, 缴费期间为 10 年, 年交保费为 5 万元)

险企在加大产品创新的同时推动组合型产品策略, 通过附加险形式拓宽保险保障范围, 从而满足被保险人多重保险需求。例如增额终身寿险附加万能险、年金险附加重疾险、年金险附加分红险等组合, 通过产品多样化设计降低客户对于单一产品的依赖度。我们预计相应产品策略将持续带动“开门红”期间保费收入。

表5: 新华金福满堂保险产品组合

险种	保险期间	交费期间	养老金开始领取年龄	保证领取期间
主险: 金福满堂养老金保险	至被保险人年满 64 周岁后的首个保单周年日零时止、至被保险人年满 69 周岁后的首个保单周年日零时止、至被保险人年满 74 周岁后的首个保单周年日零时止、至被保险人年满 79 周岁后的首个保单周年日零时止、至被保险人年满 84 周岁后的首个保单周年日零时止和至被保险人年满 89 周岁后的首个保单周年日零时止	5 年、10 年、15 年、20 年	55 周岁（限女性被保险人）、60 周岁、65 周岁和 70 周岁四种。投保时被保人未满 18 周岁的，只可选择 55 周岁或 60 周岁作为养老金开始领取年龄	10 年、15 年和 20 年三种
附加险: 附加金福满堂重大疾病保险	健康险（重疾）	同上	-	-

资料来源: 新华保险官网, 国信证券经济研究所整理

◆ “低保底+高浮动” 分红险或展现出更好收益韧性

随着健康险需求的阶段性饱和及预定利率的下调，近年来人身险公司纷纷向分红险转型，预计 2025 年“开门红”为分红险发力的关键节点。分红险指保险公司在每个会计年度结束后，将上一会计年度该类分红保险的可分配盈余，按一定的比例、以现金红利或增值红利的方式，分配给客户的一种人寿保险。从产品逻辑来看，分红险具有“低保底+高浮动”的特点，对险企而言，通过与被保险人共担投资风险的方式降低刚性兑付成本。在“资产荒”背景下，降低负债端刚性成本及资产负债匹配压力，从而为险资资产配置提供一定的灵活性。对分红险而言，由于采用浮动收费法计量，资产端的波动会被合同服务边际吸收后逐期释放，也就意味着分红险利润直接来自合同服务边际的摊销，利润具有较高的确定性和稳定性。

图7: 2013-2023 保险业分红险分红实现率推算（单位：%）



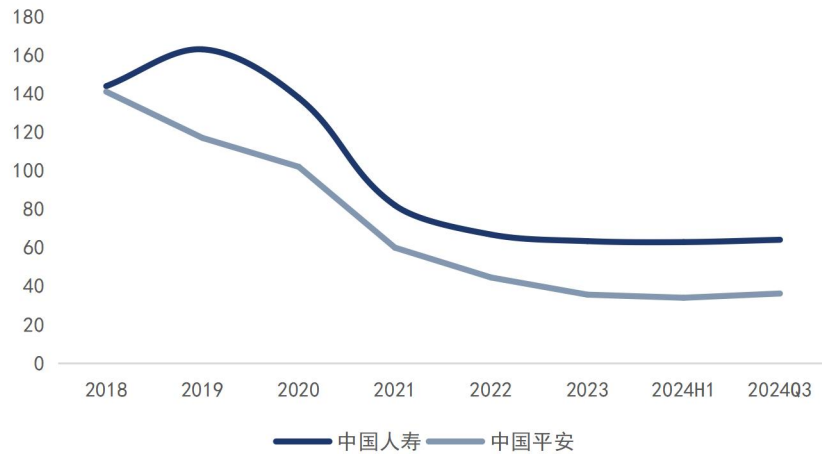
资料来源: 13 精数据, 国信证券经济研究所整理

◆ 销售队伍企稳回升，销售节奏或延续去年趋势

上市险企代理人团队数量基本实现企稳回升，利好 2025 年“开门红”新单保费增量。截至 2024 年三季度末，中国人寿及中国平安代理人规模均实现企稳回升，分别较年中增加 1.2 万人及 2.2 万人。进入 10 月，随着预定利率切换完成，各险企加大“开门红”筹备工作力度，产品准备、团队增员、代理人培训、客户储备等成为短期人身险行业主要筹备方向。产品方面，各险企进一步细化客户人群，

结合当前市场政策，针对特定人群推出差异化产品及销售策略，如个人养老金型保险产品等，从而更好把握差异化竞争优势。团队增员方面，行业积极把握绩优团队留存率，结合基本法等政策的实施，提高整体销售团队人均产能。客户储备方面，人身险企加大各渠道合作力度，强化个险、银保、团险、电销、网销等渠道优势，拓展全渠道营销模式。因此我们认为，2025年“开门红”对人身险行业客户保险需求挖掘能力提出更高要求，产品竞争力、代理人销售能力、渠道覆盖度等或成为险企实现开门大红的“胜负手”。

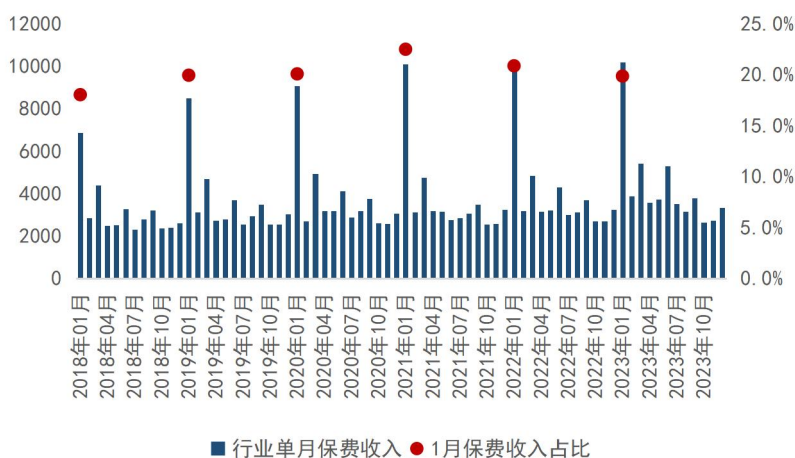
图8：中国人寿及中国平安代理人数量（单位：万人）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2025年“开门红”或延续2024年销售节奏，预计保费收入仍将集中在一季度。2023年10月18日，国家金融监管总局下发《关于强化管理促进人身险业务平稳健康发展的通知》，强调险企“不得采取大幅提前收取保费并指定第二年保单生效日的方式进行承保”。自2023年末以来，开门红期间保单承保方式从“预收”转为“预录”，保费则于次年一月份进行收取。因此，承保方式的变化带动行业一季度保费收入的延续。受行业“开门红”因素影响，1月保费收入占全年保费收入的20%左右，一季度整体保费收入约占全年的40%左右。相应的，险企资产配置节奏与负债端保费收入趋势相近。从全年维度来看，通常一季度资产配置规模相对较多。此外，险资资产配置节奏同样与资产收益率、久期等因素相关。若资产收益水平较差、资产到期，险资同样面临再配置需求，因此我们预计2025年一季度险资配置需求仍高。

图9：行业1月份保费收入占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 银保渠道保费收入同比扭正

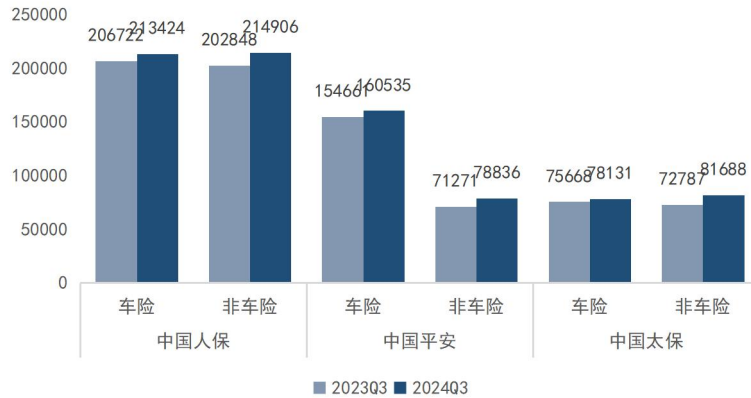
2023年以来，监管持续引导银保渠道规范费用支付流程，加强人身险渠道费率的管控，全面实行“报行合一”。在政策引导下，保险公司持续调整渠道产品及营销策略。截至2024年三季度末，中国太保银保渠道总保费收入同比增长6.2%，其中新单保费降幅同比收窄，同比下降18.4%，续期保费收入同比大幅增长227.7%，带动整体保费收入同比扭正。随着渠道改革的逐步落地，新华保险银保渠道实现保费收入453.1亿元，同比增长2.9%。其中，续期保费同比增长52.0%。随着渠道调整的过渡完成，预计2024年年末银保渠道保费增速将实现同比企稳，价值贡献有望持续释放。

财产险：保费收入企稳，COR受巨灾影响波动

◆ 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，今年前三季度上市险企财险业务保费收入稳中有升。截至9月末，人保财险、平安财险、太保财险共计实现保费收入8275.2亿元，同比增长5.6%；其中车险业务保费收入4520.9亿元，同比上升3.4%；非车险业务保费收入3754.3亿元，同比上升8.2%。

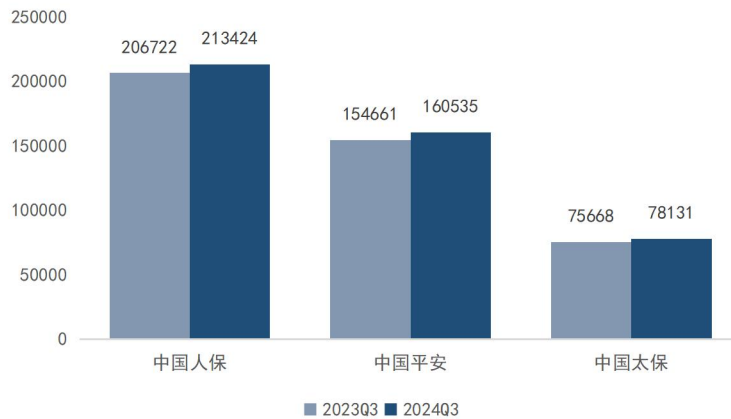
图10: 上市险企财险业务保费收入 (单位: 百万元)



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。截至三季度末, 人保车险、平安车险、太保车险保费收入分别同比提升3.2%/3.8%/3.3%。

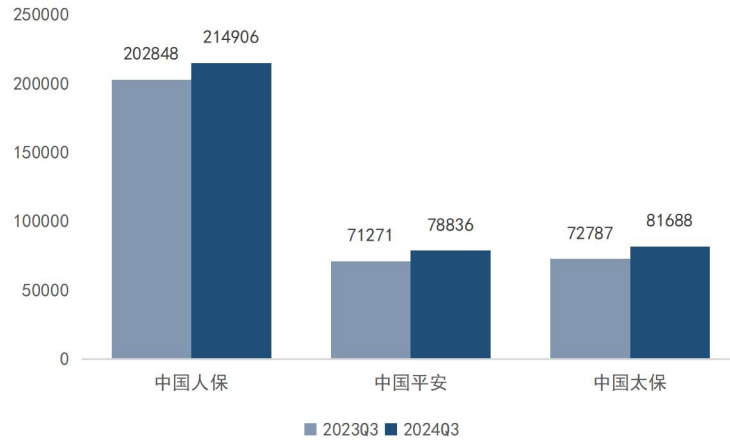
图11: 上市险企车险总保费收入同比提升 (单位: 百万元)



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年前三季度, 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5.9%/10.6%/12.2%。

图12: 上市险企非车险总保费收入 (单位: 百万元)

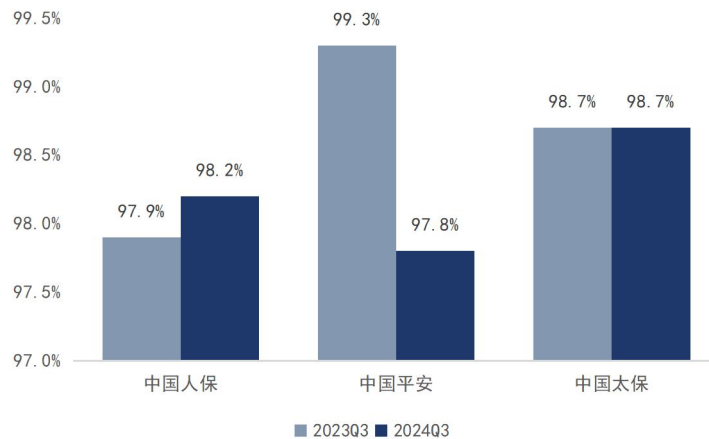


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 承保综合成本率同比优化

2024 年以来, 受北方冻雨及南方台风频发等大灾因素影响, 上市险企 COR 同比表现分化。截至三季度末, 中国人保 COR 为 98.2%, 大灾拖累承保利润空间, COR 同比上升 0.3pt。中国平安受信保业务整顿等因素影响, COR 同比优化 1.5pt 至 97.8%。中国太保前三季度 COR 为 98.7%, 与去年同期持平。

图13: 上市险企综合成本率水平 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

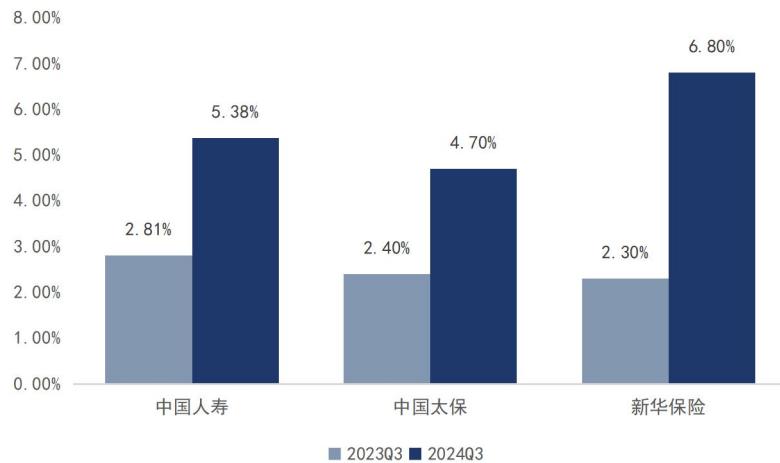
投资收益回暖, 配置结构优化

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 年三季度，资本市场迎来大幅反弹，以股票为代表的权益类资产公允价值大幅提升，带动上市险企投资收益率同比改善。截至三季度末，中国人寿、中国太保、新华保险分别实现总投资收益率 5.38%、4.70%、6.80%，同比增长 2.57pt、2.3pt、4.5pt。

图14: 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

2024 年，险资持续加大 FVOCI 权益类资产配置力度。截至三季度末，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 2.75%/8.63%/4.61%/5.48%/1.77%，相较年中分别 -0.31pt/-0.14pt/+0.35pt/-0.09pt/0.25pt。从短期来看，三季度末险资或兑现部分投资收益，因此资产配置比例或有所调整。从中长期来看，随着负债端“开门红”的启动，我们预计 2025 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: 上市险企资产配置比例 (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	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占比
交易性金融资产 (FVTPL)	1,928,633	35%	2,249,122	33%	343,973	28%	674,142	29%	515,388	41%	1,142,252	33%
其他权益工具投资(OCI 权益)	151,408	3%	310,401	5%	106,080	9%	126,832	5%	22,274	2%	143,399	5%
其他债权投资(OCI 固收)	3,237,748	59%	2,968,935	44%	475,695	39%	1,446,163	63%	437,771	35%	1,713,262	48%
债权投资 (AC 固收)	191,516	3%	1,211,511	18%	303,794	25%	65,934	3%	283,719	23%	411,295	14%
合计	5,509,305	100%	6,739,969	100%	1,229,542	100%	2,313,071	100%	1,259,152	100%	3,410,208	100%

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, 把握市场反弹机遇, 前三季度投资收益水平显著回暖。我们预计“开门红”期间增量机遇或集中于组合型产品策略带来的增量保险需求挖掘, 从而为险企资产配置贡献稳定需求。考虑到当前行业面临的养老、医疗、养康、储蓄等多元需求, 叠加渠道及产品改革初见成效, 我们预计 2025 年“开门红”期间保费同比增速约为 7%至 8%, 对应 NBV 增速为 25%。资产端方面, 展望 2025 年一季度, 随着续期及新单保费规模的扩大和存量非标资产到期, 预计险资资产配置需求仍高, 对应长债及高分红类资产(以 OCI 计量的资产)配置行情或将延续, 险资资金配置窗口期或集中在 12 月末至一季度末。我们持续看好险资一季度配置诉求的延续, 建议关注负债端具备头部优势的中国人寿及中国太保。

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