

资负共振，长期可期

——保险行业2025年投资策略

证券分析师：孙 婷

SAC执业证书编号：S0600524120001

邮箱：sunt@dwzq.com.cn

2024年12月05日

- **2024年经营回顾：全面向好，利润、价值高增长。** 1) **净利润超高增长**：受股市回暖等带动，上市险企2024年前三季度投资收益大幅提升，归母净利润增速创近年来新高，我们预计在23Q4低基数基础上，2024年全年净利润有望延续高增长势头。2) **新单短期承压，但NBV表现亮眼**。在高基数压力以及报行合一影响银保业务等背景下，上市险企2024年新单保费短期略承压，其中Q3受炒停影响出现短期高峰，Q4增速预计回落。但受益于预定利率下调、报行合一优化渠道费用以及业务结构持续改善，NBV margin显著改善，带动NBV在上年高基数基础上再次实现快速增长。3) **代理人队伍量稳质升，银保渠道NBV贡献仍在提升**。随着各公司改革转型逐步显效，代理人规模已基本企稳，部分公司迎来止跌回升，且人均产能普遍改善。银保新单增长虽承压，但是NBV margin显著向好，NBV贡献进一步提升。4) **投资端继续增配债券，投资收益率明显提升**。自2023年以来，上市险企持续增配债券投资，股票+基金占比基本稳定。受股市明显反弹、红利资产行情利好险企持仓以及债市走牛等因素影响，保险公司总、综合投资收益率均有明显提升。
- **行业新变化：业绩波动加剧，保险股性显著增长**。2023年上市险企正式实施新会计准则，在新金融工具准则（19）下，股票投资只能在FVTPL和FVOCI中二选一。目前大部分险企股票投资以FVTPL为主，股价波动直接影响当期利润表现。叠加公募基金等机构投资者对保险板块持仓仍处于低位，导致自2023年以来上市险企业绩和股价表现的弹性均明显提升，特别是在报告披露期利润高增长情况下更容易催化行情。
- **产品变革进行时，利差损风险持续化解。** 1) **海外经验：资负并举化解利差损风险**。日本寿险市场在1990s因严重利差损出现了破产潮，后续日本险企通过下调预定利率、发展死差型产品等优化负债成本，通过增配海外资产等稳定投资收益，在2013年扭转了利差损困境。2) **国内趋势：预定利率再下调，分红险获险企重视**。我们认为预定利率的进一步下调将显著优化险企负债成本，同时在利差压力下分红险的价值明显提升，上市险企2025年开门红已经普遍加大了分红险销售力度。从长期趋势看，我们认为构建多元化产品体系，发力健康管理和养老服务等附加服务是赋能长期增长的关键。
- **投资策略：资负共振，继续看好。** 1) 我们认为当前市场储蓄需求依然旺盛，在监管持续引导险企降低负债成本趋势下，保险公司利差压力预计逐渐得到缓解。2) 近期十年期国债收益率降至1.96%左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若企稳或修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。当前公募基金对保险股持仓仍处于低位，估值对负面因素反应较为充分。2024年12月4日保险板块估值0.57-0.89倍2024E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。
- **风险提示**：1) 长端利率趋势性下行；2) 股市持续低迷；3) 新单保费增速明显放缓。



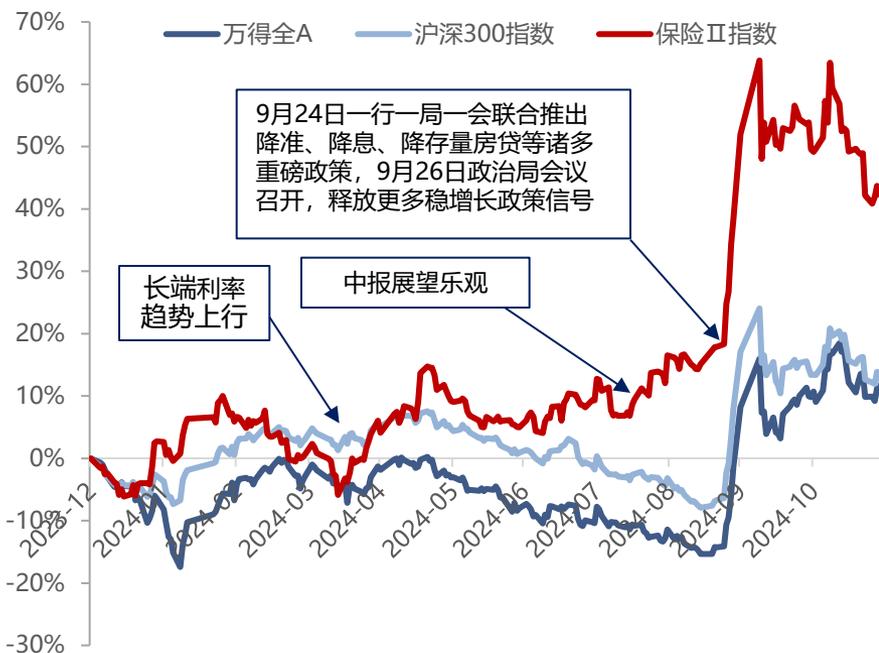
- 1. 2024年经营回顾：全面向好，利润、价值高增长
- 2. 行业新变化：业绩波动加剧，保险股性显著增长
- 3. 产品变革进行时，利差损风险持续化解
- 4. 投资策略：资负共振，继续看好
- 5. 风险提示

1. 2024年经营回顾：全面向好，利润、价值高增长

1.1 2024年保险股持续显著跑赢大盘，绝对收益和相对收益均可观

- 2024年以来，保险股价累计收益大幅跑赢大盘。
- 2024年前期股市涨跌互现，9月24日以来受国内稳增长政策带动，股市迎来大幅反弹。今年以来，截至11月29日，万得全A、沪深300指数分别+12.2%、+14.1%，保险指数累计上涨43.2%，大幅跑赢。
- 个股涨幅齐头并进。截至11月29日，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保股价分别累计上涨51%、39%、48%、58%、54%。

图：年初以来保险指数大幅跑赢大盘



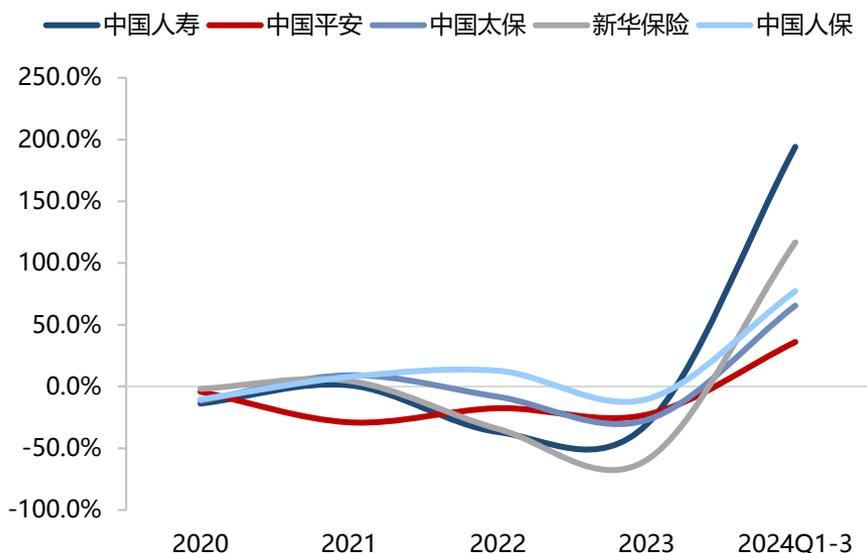
图：保险板块个股涨幅齐头并进



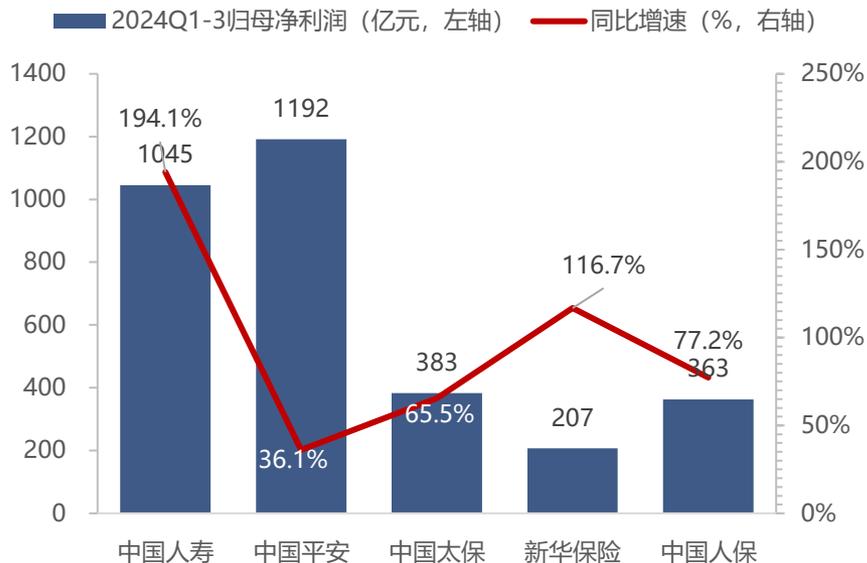
1.2.1 上市险企投资收益改善，净利润同比大增

- 近年来受负债端持续承压、资本市场走弱影响，上市险企利润增速持续低迷。特别是2023年新会计准则切换后，险企利润与股市关联度提升，股市下跌导致利润明显承压。
- 2024年以来股市明显回暖，红利资产行情利好险企持仓，特别是9月末股市大幅反弹，带动险企净利润大幅提升。前三季度上市险企归母净利润合计同比+80.9%，国寿、新华、人保、太保、平安前三季度归母净利润分别同比+194%、+117%、+77%、+65%、+36%，人保、太保、平安Q3单季分别同比增长21倍、+174%、+151%，国寿、新华则扭亏为盈，国寿单季大幅盈利662亿元。平安前三季度营运利润同比+5.5%。

图：2024年前三季度上市险企净利润迎来近五年最高增速



图：2024年前三季度上市险企中国寿利润增速最高

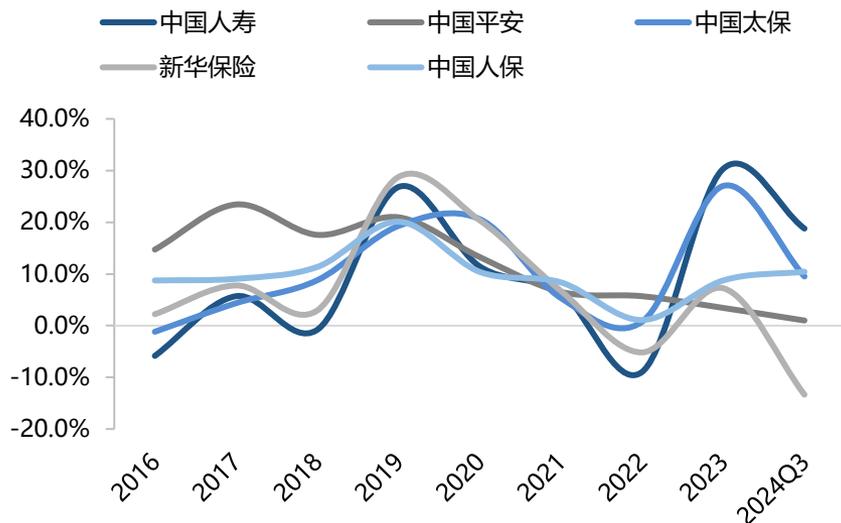


注：各险企2023年及以后数据为新会计准则口径，国寿24Q1-3采用可比口径

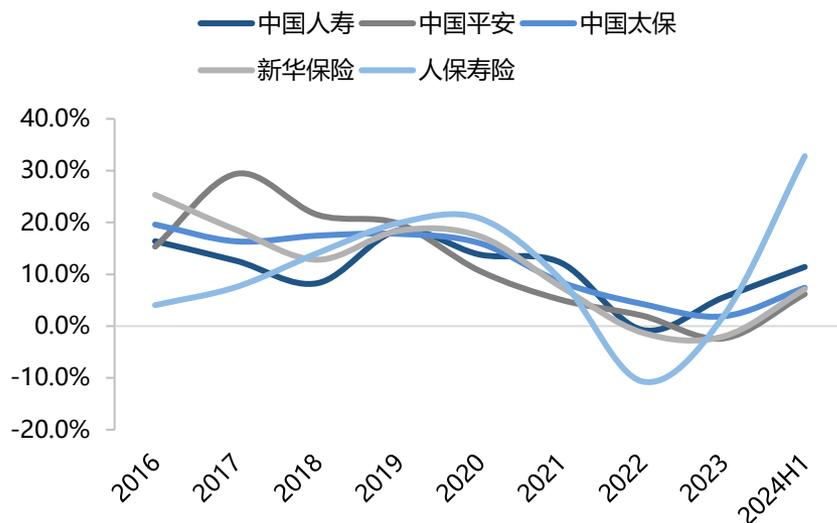
1.2.1 净资产稳定增长，EV增速明显提升

- 2019年以来上市险企归母净资产增长中枢逐步下降，2023年新会计准则实施对净资产产生了一次性影响，导致增速出现阶段性高峰。2024年增速重回常态，上市险企Q3末净资产合计较年初+6.8%，较中期+3.5%。其中国寿较年中涨幅最大为+14.8%，平安则较年中-2.5%，而新华由于资负会计政策匹配不佳，导致净资产较年初-13.4%。
- EV方面，随着2023年起NBV增速改善、利率下行使得调整后净资产增加等因素带动，EV增速实现底部反转，2024H1上市险企合计较年初+9.0%，其中人保寿险增速最高，较年初+32.8%，国寿亦实现两位数增长（11.4%）。

图：2024年各险企（除新华）归母净资产稳定增长



图：2024H1上市险企EV增速显著提升

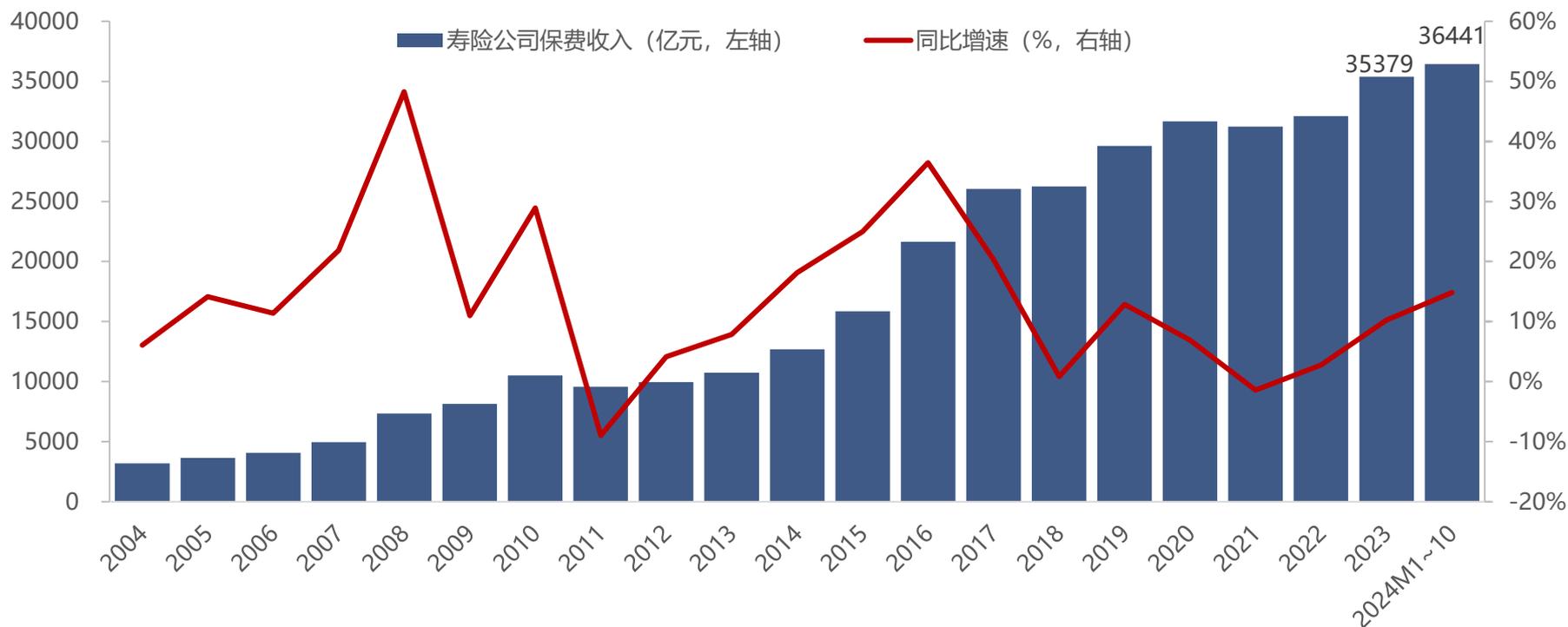


注：各险企2023年及以后数据为新会计准则口径，国寿24Q3采用可比口径

1.2.2 续期保费贡献稳定，总保费收入增长迅速

- 2023年以来，随着储蓄型产品的热销，寿险公司保费收入增速逐步回升。截至2024年10月，人身险公司原保费收入达到36441亿元，同比增长14.8%，主要原因是：1) 2023年大量长期期交新单业务的流入带来了稳定的续期保费贡献；2) 2024年预定利率进一步下调导致的阶段性销售高峰。

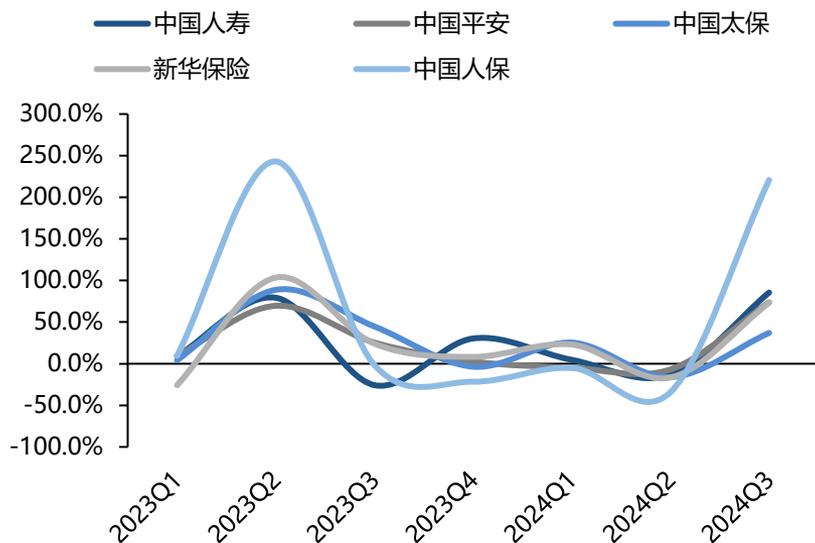
图：2024年寿险公司保费收入实现较快增长



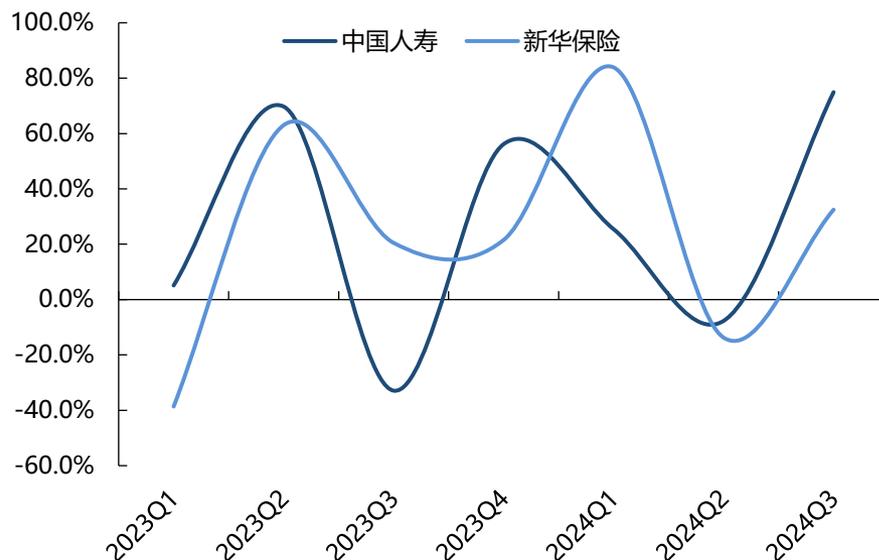
1.2.2 新单保费增速略承压，Q3增速大幅改善

- 2023年以来，利率下行、其他资产收益率走低等因素推动增额终身寿等传统型储蓄险热销，特别是2023年预定利率全面下调带来炒停热潮，新单期交保费增速创近年来新高。2024年，在高基数压力，以及报行合一影响银保业务等背景下，上市险企新单保费和新单期交保费增速明显放缓。
- 前三季度国寿（首年期交）、平安（个人业务新单）、太保（个险新单期缴）、新华（个险新单期缴）、人保（寿险长险新单期缴）分别同比+7%、+13%、+12%、+19%、+3%，Q3单季分别同比+86%、+74%、+37%、+73%、+221%，我们认为主要受预定利率下调带来的短期销售高峰影响。

图：2024Q3上市险企新单期交保费大幅增长



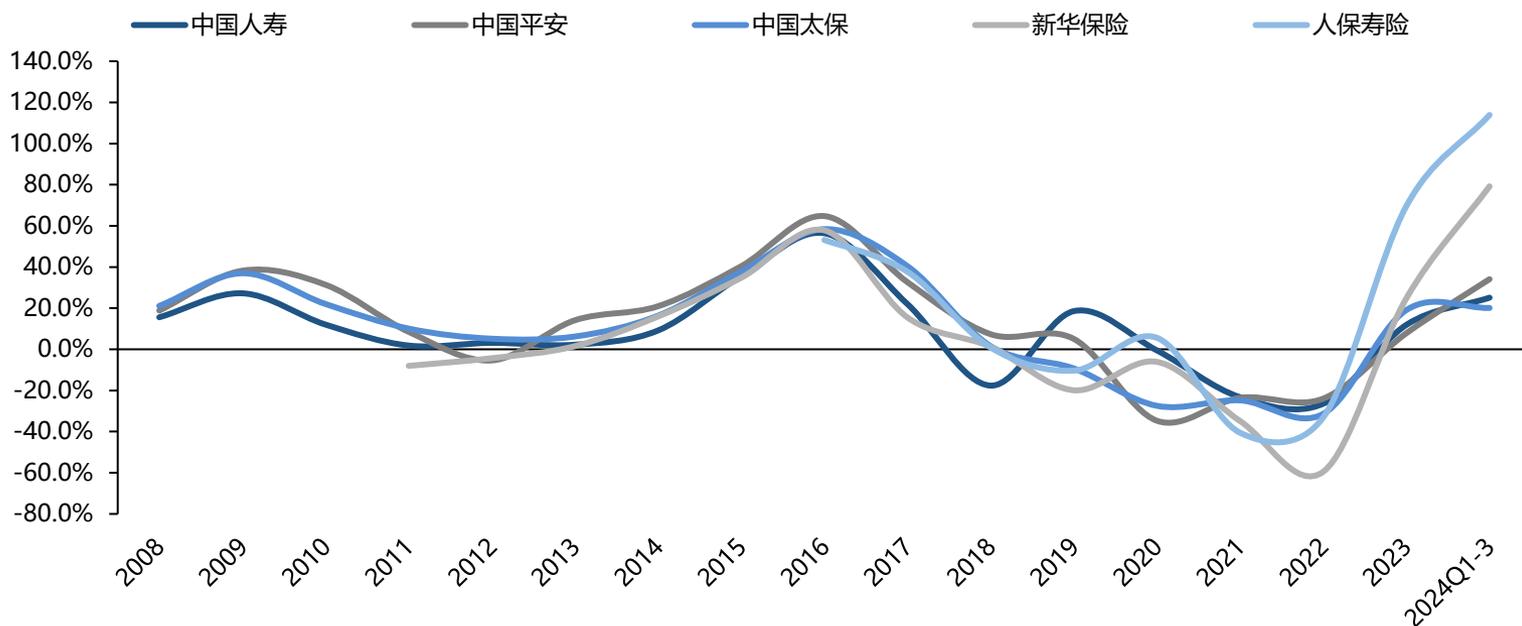
图：国寿和新华分季度十年期及以上期缴保费增速



1.2.2 上市险企NBV延续快速增长势头

- 2020年以来保险行业连续三年NBV负增长，2023年受新单保费快速增长带动，NBV重回正增长。而2024年上半年上市险企在新单下滑和上年同期高基数基础上再次实现快速增长，部分公司增速创历史新高，主要NBV margin提升带动。
- 2024年前三季度国寿、平安、太保、新华、人保NBV分别同比+25.1%、+34.1%、+20.1%、+79.2%、+113.9%。其中平安、太保Q3单季NBV分别同比+110.3%、+75.3%，我们预计主要受益于Q3新单快速增长与NBV margin提升。

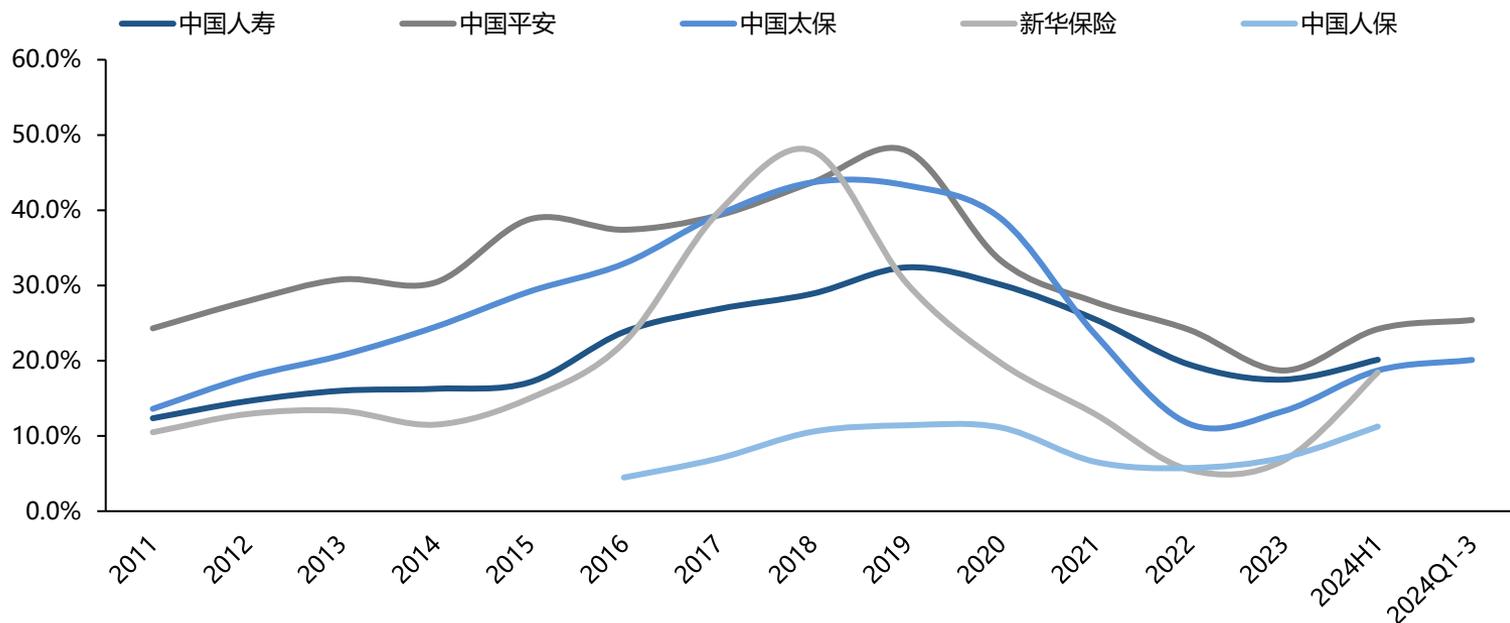
图：2024年前三季度上市险企NBV普遍实现高增长



1.2.2 多重因素影响下，NBV margin显著回升

- 2020年以来，伴随保障型产品销售的下滑，险企NBV margin持续下降，随着新单在2023年全面转向储蓄、保障占比触底，NBV margin也迎来反弹，特别是2024年上半年上市险企NBV margin平均同比提升6.2pct，已回升至20%上下，其中新华提升幅度最为显著达11.6pct。平安、太保前三季度NBV margin分别同比+7.3pct、+6.2pct提升至25.4%、20.1%。
- 我们认为随着预定利率进一步下调、业务结构持续改善和费用管理更加规范，上市险企NBV margin有望继续提升。

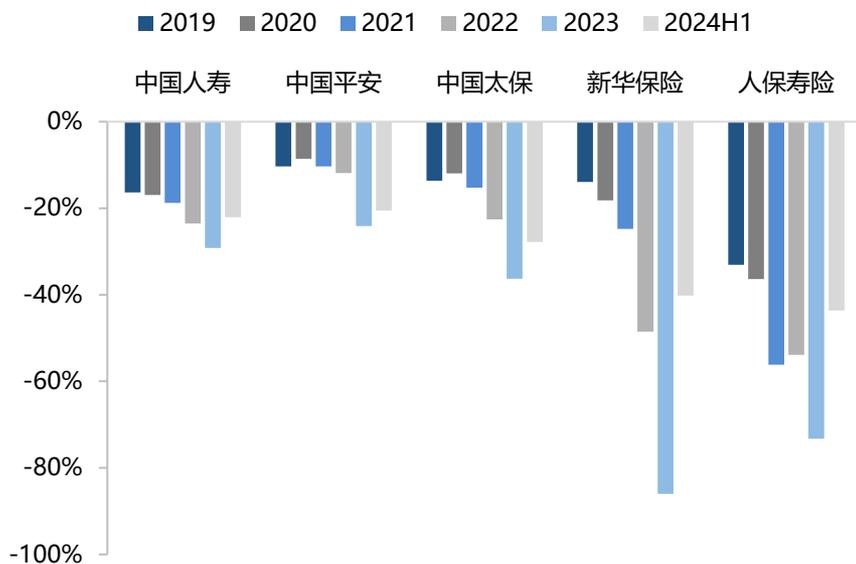
图：2024年上市险企NBV Margin明显回升



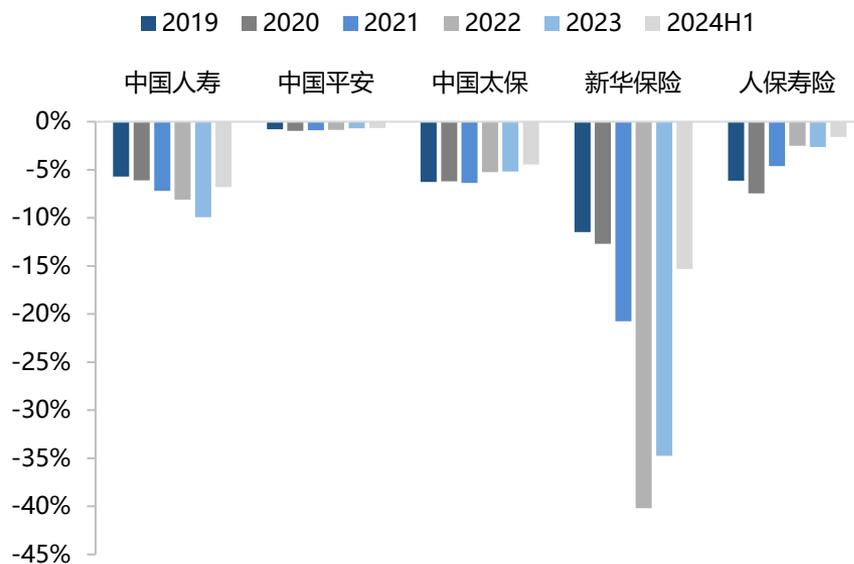
1.2.2 NBV稳定性提升，对投资及费用敏感性改善

- 随着各险企加强负债久期管理、优化负债成本，以及强化费用管控，2024上半年NBV对投资收益率和费用率假设的敏感性明显改善，业务品质提升。
- 2024上半年，在投资收益回报假设下降50bps情境下，新华保险、人保寿险NBV降幅分别收窄26pct、36pct。
- 2024上半年，在费用率提高10%情境下，新华保险NBV降幅收窄17pct。

图：各险企NBV对投资收益率敏感性改善



图：各险企NBV对费用率敏感性改善

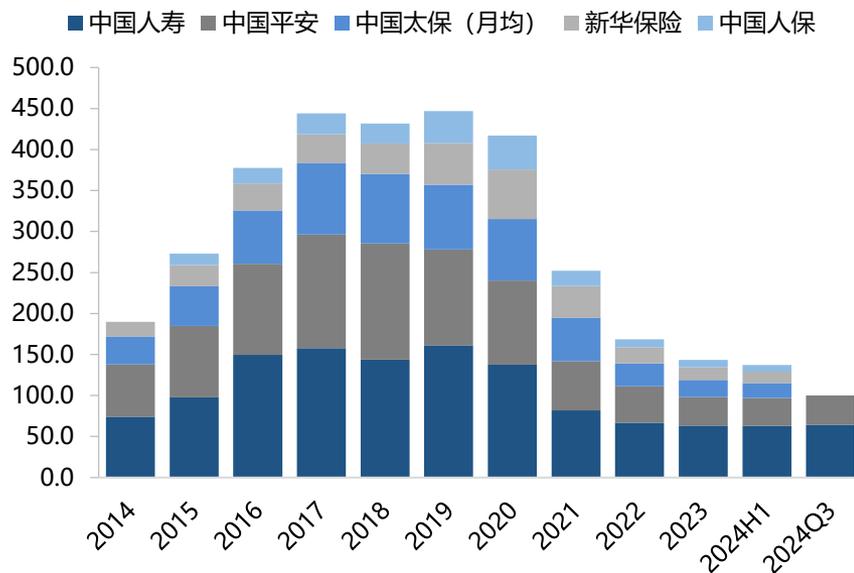


注：1) 中国平安为一年新业务价值，其他公司为上半年新业务价值；3) 中国平安2022-2023年为投资收益率和风险贴现率同时-50bps，国寿2023-2024年为投资收益率降低10%，其他公司及年份均为投资收益率-50bps；4) 中国平安为维持费用+10%，人保寿险为管理费同比+10%，其他公司为费用率提高10%。

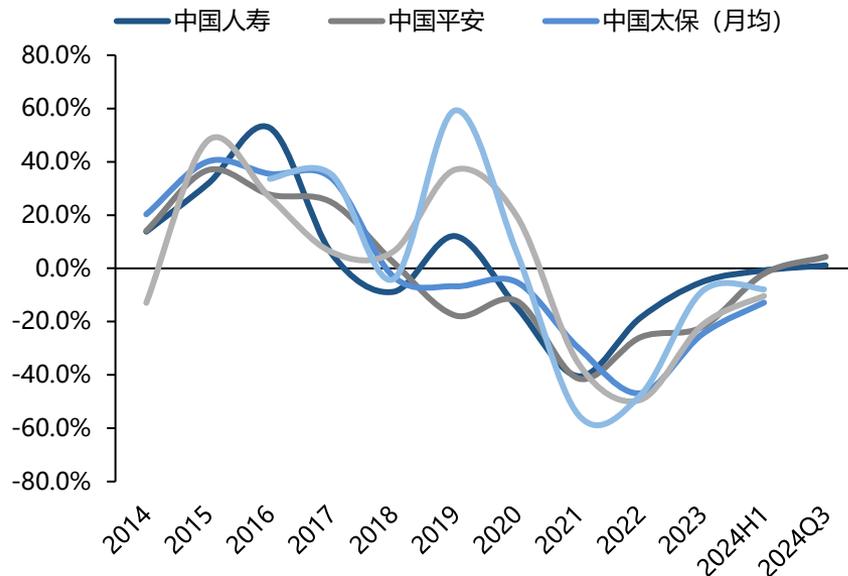
1.2.3 代理人规模继续企稳，部分险企已经止跌回升

- 上市险企代理人规模在2019年达到顶峰，此后逐步收缩。2021年在疫情冲击、新单大幅下滑、队伍改革转型加速背景下，代理人规模骤降。至2023年伴随转型初见成效、新单回暖，人力降幅明显趋缓。
- 截至2024年中，五家上市险企代理人规模合计137.3万人，较年初-4.3%，趋稳态势进一步巩固。国寿、平安Q3末代理人规模分别为64万人、36万人，分别较年初+1.1%、+4.3%，较年中+1.9%、+6.5%。

图：上市保险公司代理人规模已降至历史低位（单位：万人）



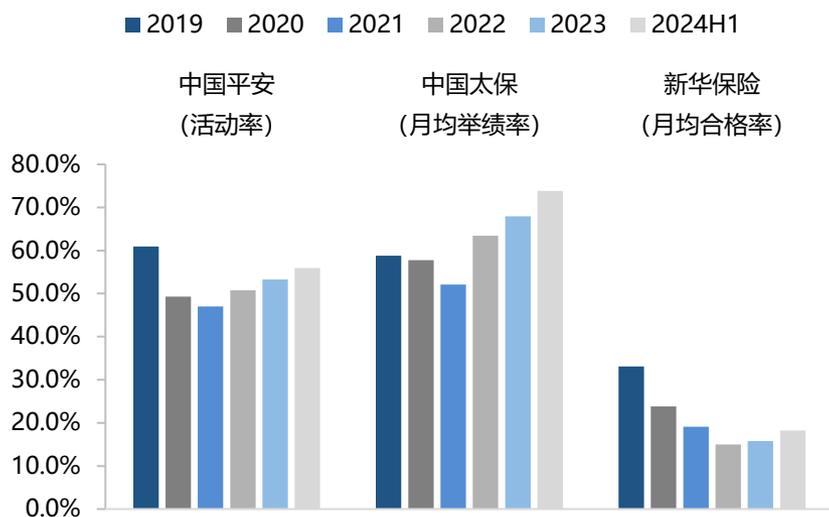
图：部分上市保险公司代理人规模已止跌回升



1.2.3 改革成效显著，各险企人均产能大幅提高

- 寿险改革转型+市场景气度向上推动代理人活动率与人均产能明显提升。
 - 2024年上市险企队伍质态普遍改善，前三季度平安新增人力中“优+”占比同比提升4pct；太保月均核心人力规模5.8万人，同比增长2.4%，增员人数同比增长15.5%。
 - 前三季度国寿代理人月人均首年期交保费同比提升17.7%，平安人均NBV同比增长54.7%，太保核心人力月人均首年规模保费同比+ 15.0%。

图：2021H1上市险企代理人质态继续改善



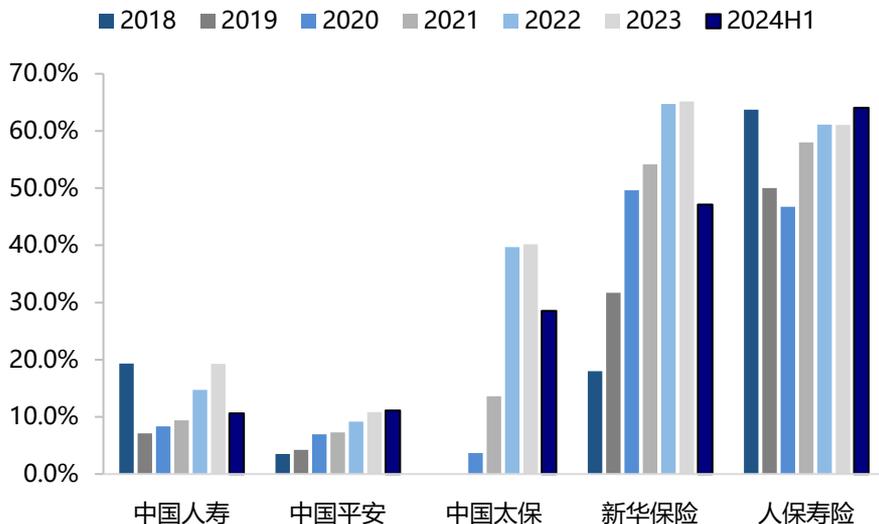
表：2024H1上市险企代理人渠道产能指标明显提升

公司	主要指标	2021	2022	2023	2024H1	同比
中国平安	代理人人均NBV (元/人均每半年)	39031	47639	90285	58708	36.0%
	代理人收入 (元/人均每月)	5758	7051	9813	11962	9.9%
	代理人寿险收入 (元/人均每月)	4651	5390	7402	9608	10.8%
中国太保	核心人力月人均首年规模保费 (元)		34376	43503	64637	10.6%
	核心人力月人均首年佣金收入 (元)		4136	6051	8219	4.2%
新华保险	月均人均综合产能 (元)	2725	3237	6294	10400	28.3%

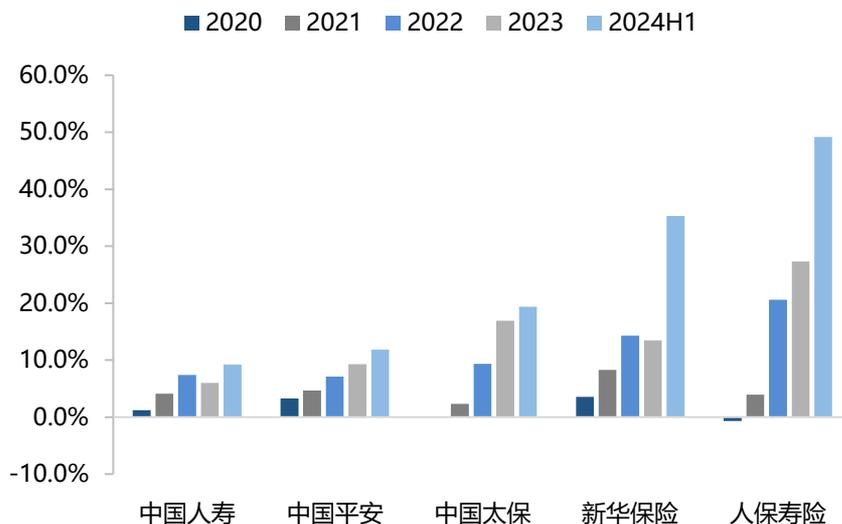
1.2.3 银保渠道新单占比下滑，但NBV贡献仍然显著

- 2023年以增额终身寿为代表的长期储蓄类业务市场需求旺盛，银保渠道业务规模快速放量，对新单保费和NBV增长贡献显著提升。
- 2024年以来随着报行合一在银保渠道落地实施，导致银保新单大幅收缩，特别是趸交业务受影响较大，导致24H1银保新单占比普遍下滑。但与此同时，银保渠道费用大幅优化，同时期缴业务占比明显提升，带动银保渠道NBV margin显著改善，从而推动银保渠道对NBV增长仍然保持了较大贡献。

图：2024H1大部分险企银保新单占比有所回落



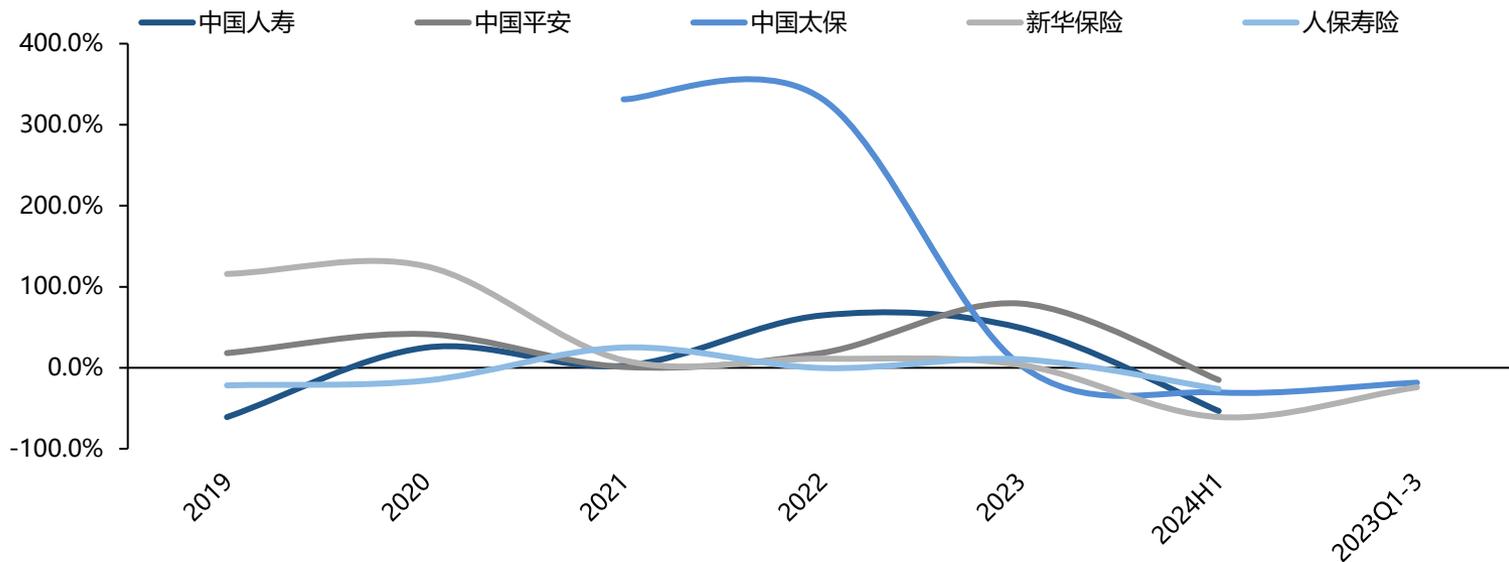
图：2024H1上市险企NBV中银保渠道占比继续上升



1.2.3 放开银保合作数量限制，市场逐步回归理性竞争

- 5月9日金监总局发布《关于商业银行代理保险业务有关事项的通知》，明确商业银行代理保险业务，各级分支行及网点均不限制合作保险公司数量。此前旧政策可以追溯至2010年的银保新规，要求商业银行每个网点原则上只能与不超过3家险企开展合作，2014年原保监会正式将合作险企数量限制为3家。
- 我们预计新规主要是为“报行合一”下的银行渠道减压，客观上为保险公司提供更广泛的合作销售渠道，虽然面临的渠道竞争可能有所加剧，但是竞争关键点将逐步由费用竞争转向产品竞争，利好具有品牌和产品优势的险企。

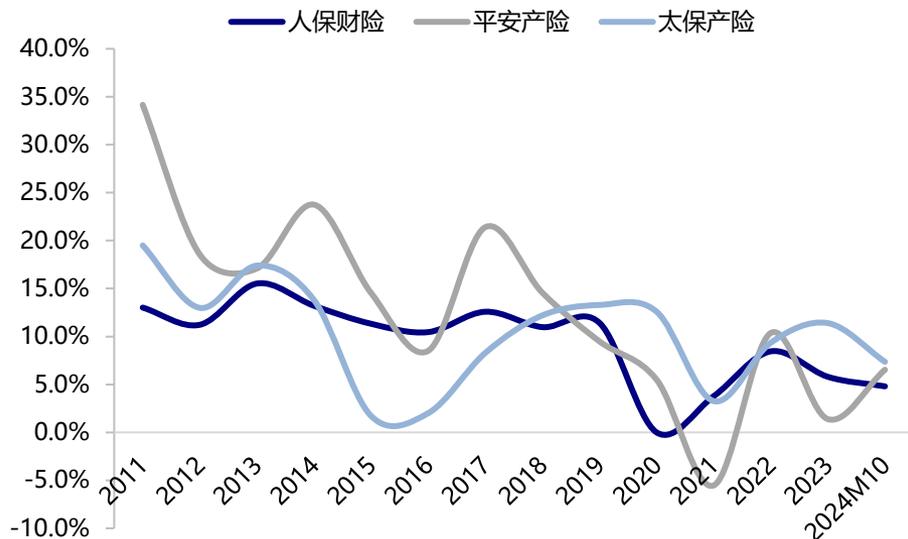
图：银保新单保费增速



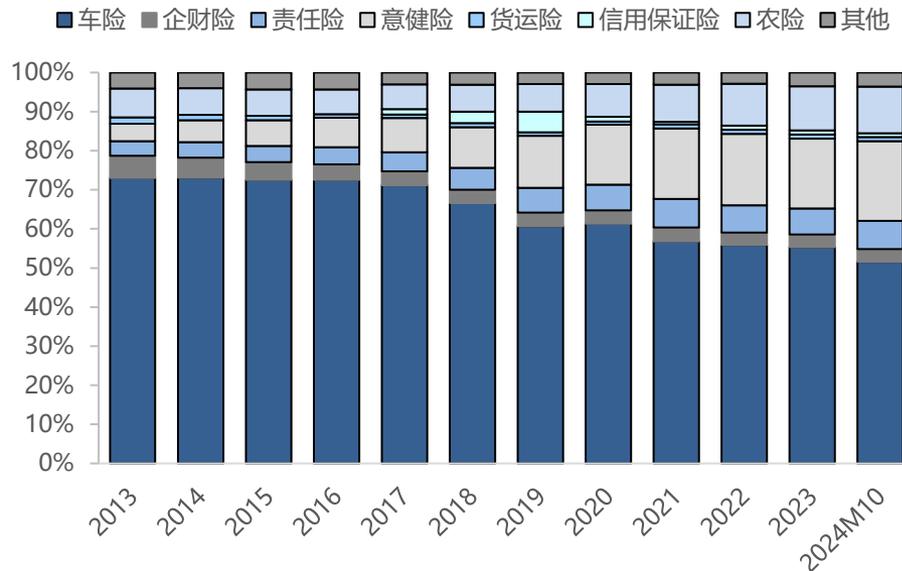
1.2.4 产险：保费维持稳健增长，非车占比持续提升

- 随着产险市场成熟度的提升，保费增速中枢逐步放缓。2024年1-10月人保、平安、太保产险保费分别同比+4.8%、+6.5%、+7.4%，整体保持稳定增长，其中太保近两年增速明显较快，市场份额提升明显。
- 分险种来看，非车险保费增速明显快于车险，占比持续提升。以人保为例，2024年1-10月车险保费占比降至52%，非车险中意健险占比高达20%，农险亦贡献12%。

图：2024年1-10月三大险企产险保费稳健增长



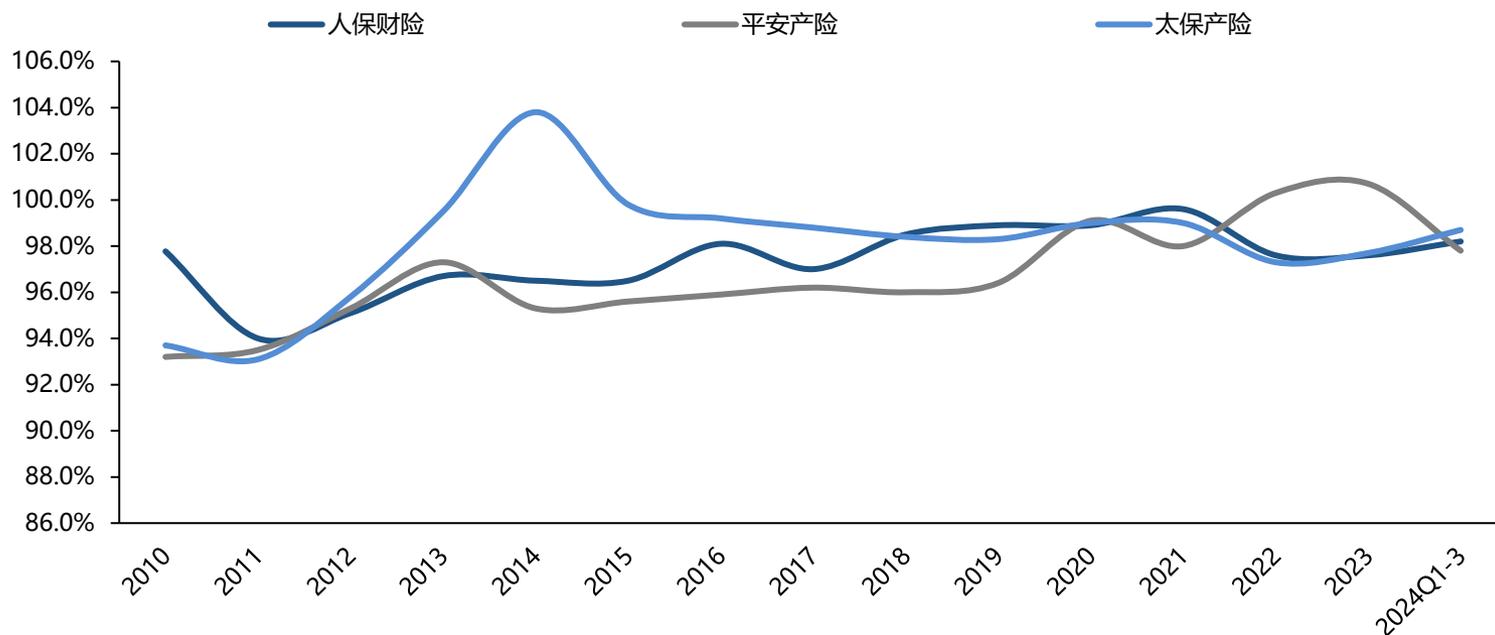
图：人保车保保费占比持续下降



1.2.4 产险：大灾对综合成本率有短期负面影响

- 从历史数据看，除个别年份外，三大产险公司的综合成本率均处于100%以下。
- 2024年前三季度人保、平安、太保综合成本率分别为98.2%、97.8%、98.7%，分别同比+0.3pct、-1.5pct、持平。人保Q3单季承保亏损11.8亿元，主要是由于自然灾害等导致非车险赔付增加，而平安综合成本率改善主要是保证保险承保风险缓解所致。

图：三大产险公司历史综合成本率走势



1.2.5 投资资产较快增长，新华增速领先

- 受益于负债端保费的持续增长，保险资金运用余额不断提升，截至2024年Q3末，保险资金运用余额已经达到32.2万亿元，同比增长14.1%。
- 截至2024Q3末，上市险企（除人保外）投资资产规模合计达15.9万亿元，较年初+13.5%，各公司增速均在10%以上，其中新华增速最快为19.4%。

图：2024年Q3末保险资金运用余额已超32万亿元



图：2024Q3上市险企（不含人保）投资资产达15.9万亿元

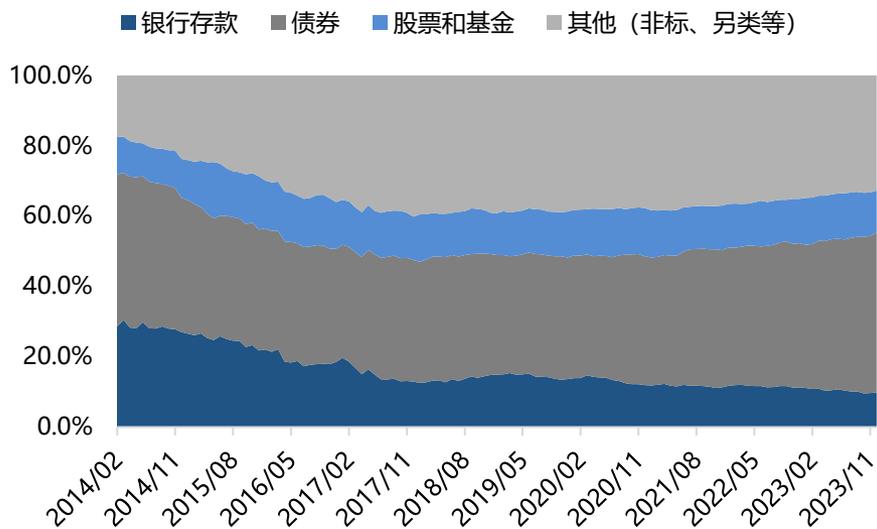


注：右图中中国人保最新规模为2024H1数据，其余公司均为2024Q3数据

1.2.5 “资产荒” 下主要增配债券，股票+基金占比稳定

- 近年来保险公司资产端面临较为突出的“资产荒”问题，在利率下行、权益低迷、非标供给不足的背景下，保险公司主要通过增配长久期债券资产维持收益率水平。此外，增配长债也与①负债端增量业务以长久期保证收益的增额终身寿、长期年金等传统险为主，②缩短久期缺口防范利率风险等因素有关。
- 截至2024年Q3末，人身险公司配置债券比例已经达到49.2%，较2022年末大幅提升7.5pct；核心权益股票+基金投资整体相对稳定，基本在12%-13%之间；而以另类为主的其他资产占比大幅下降，主要是由于存量非标逐步到期、新增优质资产供给不足。

图：近年来保险资金运用余额中债券占比持续提升



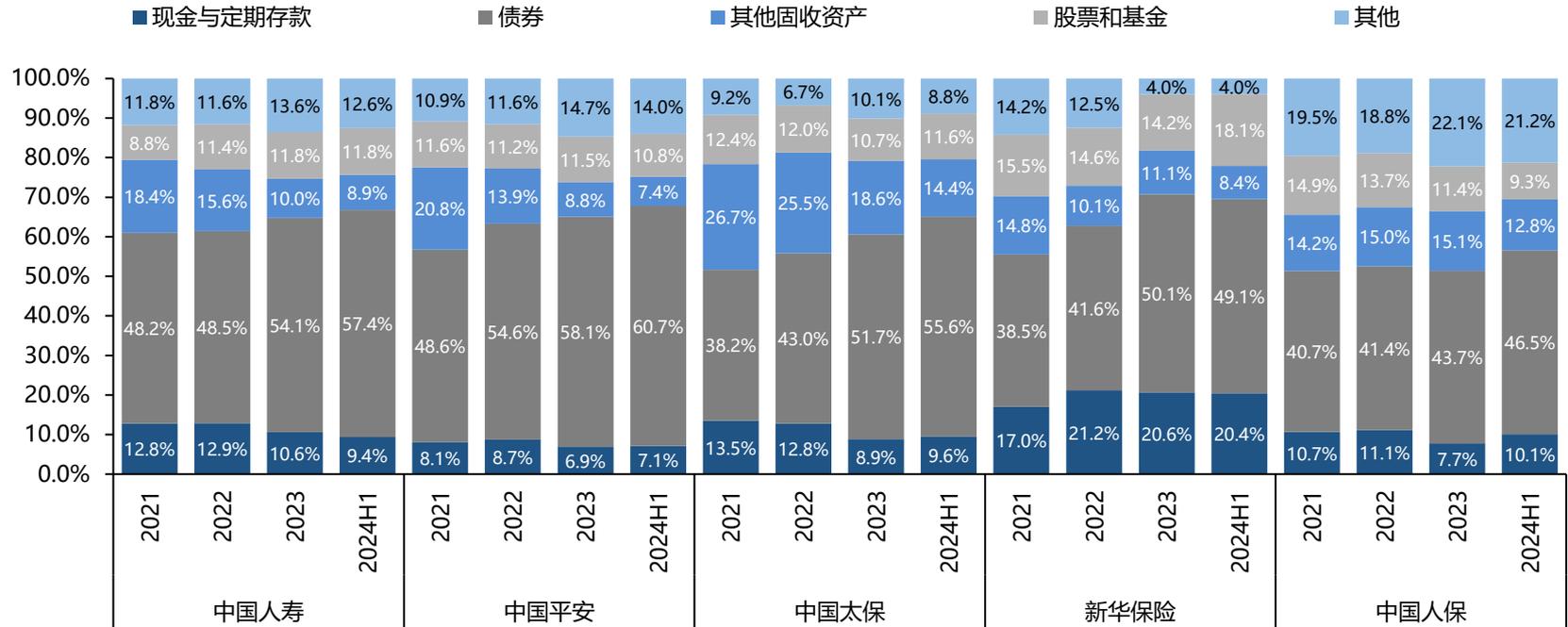
图：2023年以来人身险公司持续增配债券



1.2.5 “资产荒” 下主要增配债券，股票+基金占比稳定

- 上市险企投资资产配置结构变化趋势与行业整体基本一致，近年来持续增配债券、减配非标，2024H1上市险企债券占比平均较年初+2.3pct。
- 从核心权益“股票+基金”持仓比例来看，近年来基本保持稳定，2024年上半年整体略有增持，平均较年初+0.4pct，预计主要是由于上半年红利资产行情利好险企持仓，整体收益表现较好。

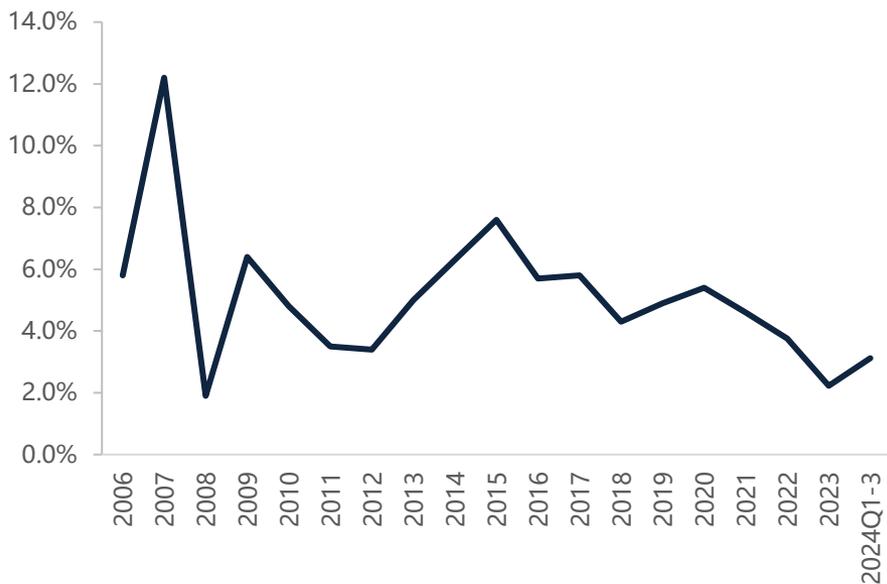
图：2021年以来上市险企投资资产配置结构



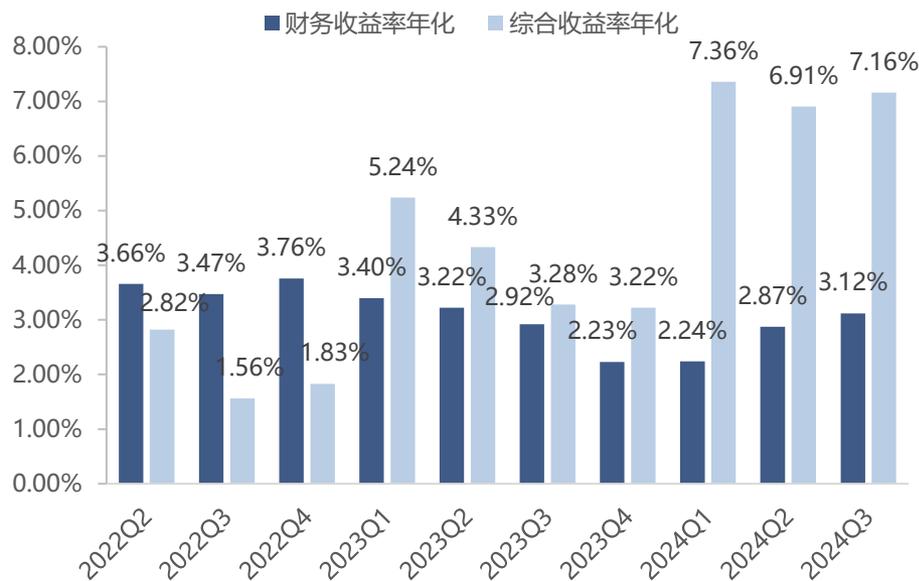
1.2.5 净资产收益率中枢向下，总、综合投资收益率提升

- 自2006年以来，保险资金总投资收益率始终保持正回报，平均收益率达5.1%。但是伴随国内利率中枢下行，保险资金净投资收益率逐步下降，也在一定程度上导致总投资收益率面临较大下行压力。
- 受股市波动影响，总、综合投资收益率存在较大变动，2024年由于股票市场明显回暖，行业总、综合投资收益率同比明显提升，前三季度年化综合投资收益率高达7.2%，也受到利率下行导致可供出售债券浮盈增加的影响。

图：2006年以来保险行业财务投资收益率表现



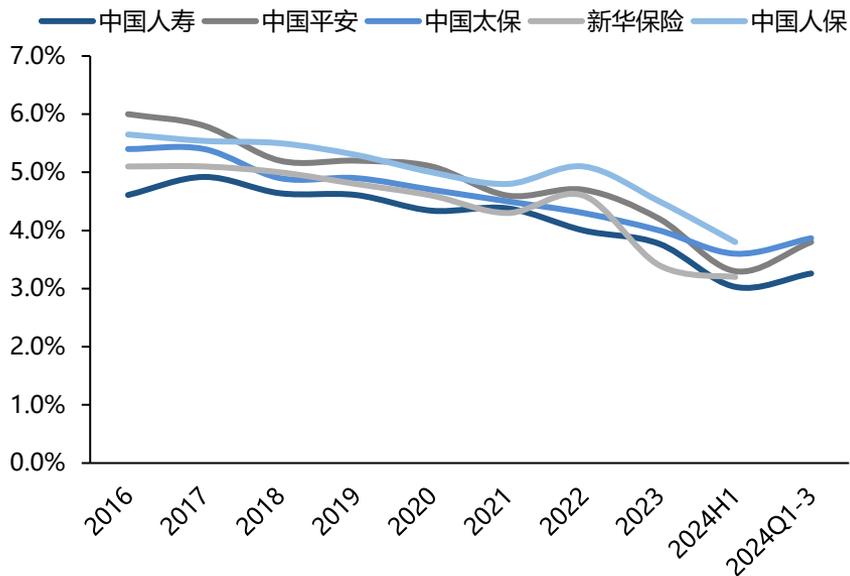
图：2024Q1-3保险行业投资收益率明显提升



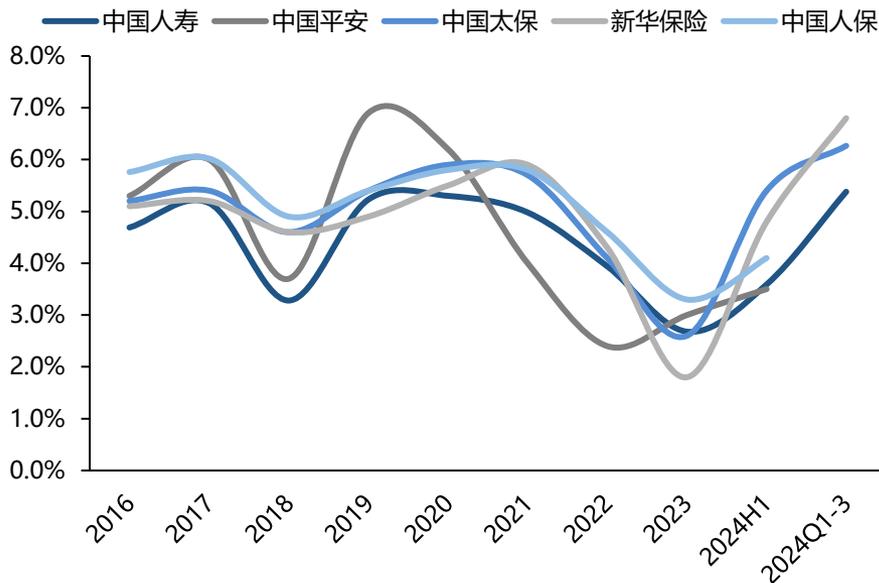
1.2.5 净资产收益率中枢向下，总、综合投资收益率提升

- 上市险企净投资收益率处于持续下降过程中，大部分公司已降至3.5%以下。2024年前三季度国寿、平安平均净投资收益率分别为3.3%、3.8%，平安同比-0.2pct。
- 受股市上涨带动，2024年上市险企总投资收益率明显提升。2024年前三季度国寿、新华平均总投资收益率分别为5.4%、6.8%，新华同比+4.5pct；平安、新华年化综合投资收益率分别为5.0%、8.1%，同比+1.3pct、+5.1pct。
- 2024年前三季度太保非年化口径净、总投资收益率分别为2.9%、4.7%，同比-0.1pct、+2.3pct。

图：2016年以来上市险企净投资收益率中枢向下



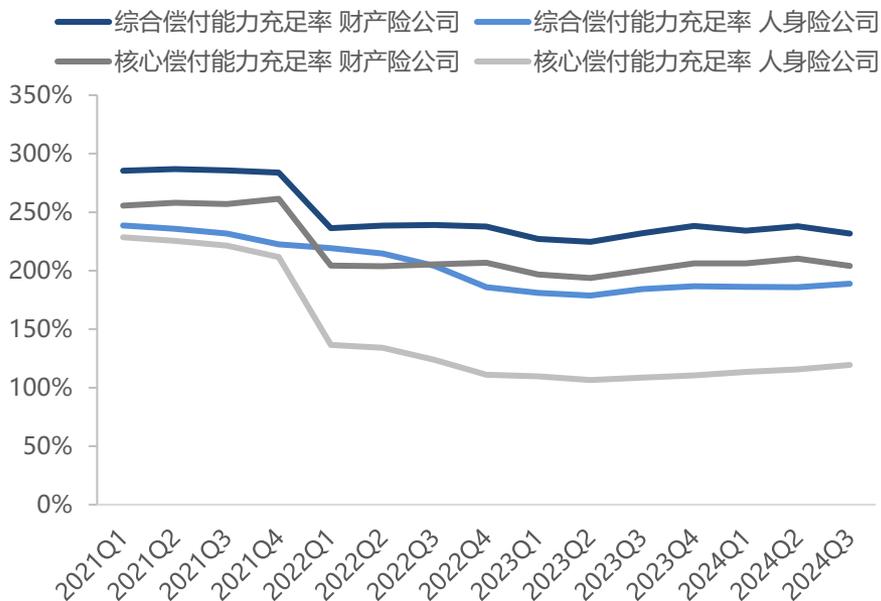
图：2016年以来上市险企总投资收益率波动较大



1.2.6 偿付能力面临压力，险企接连发债补充资本

- 自2022年偿二代二期工程实施以来，人身险公司偿付能力充足率普遍下降。2023年监管优化险企偿付能力监管标准，将保单未来盈余计入核心资本比例上限由35%提升至40%，同时允许险企通过发行永续债补充核心资本。
- 此后险企发债潮出现，太保、国寿、人保等均通过资本补充债、永续债等工具补充资本，平安还发行了35亿美元H股境外可转债。截至24Q3末，人身险公司综合、核心偿付能力充足率分别为189%和120%，较年初+2.2pct、+9.0pct。

图：偿二代二期后寿险公司偿付能力明显下降



表：2023年以来A股上市险企发行境内债券情况

债券简称	规模 (亿元)	起息时间	票面利率 (%)
24中国人寿资本补充债01BC	350	2024-09-26	2.15
24平安产险资本补充债01	100	2024-07-12	2.27
24新华人寿资本补充债01	100	2024-06-20	2.27
24太保寿险永续债01	80	2024-06-18	2.38
23人保健康永续债	25	2023-12-11	3.50
23太保寿险永续债01	120	2023-12-05	3.50
23新华人寿资本补充债01	100	2023-11-06	3.40
23人保集团资本补充债01	120	2023-06-05	3.29
23人民人寿资本补充债01	120	2023-05-26	3.32
23太平洋财险债02	30	2023-04-06	3.55
23太平洋财险债01	70	2023-03-13	3.72

1.2.7 新“国十条”指引发展方向，防范风险是重点

- 9月11日，国务院印发《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》，是继2006年“保险国十条”、2014年“新保险国十条”之后的第三个保险“国十条”，为保险行业发展指引方向：
- 强监管：1) 严格市场准入：从严审批新设保险机构，稳妥有序推进机构布局减量提质。2) 严格持续监管：从严监管关联交易，加强长周期考核，强化分级分类监管。3) 整治违法违规：依法建立股东不当所得追回制度和风险责任事后追偿机制，严禁违规投资与保险主业无关的行业企业。
- 防风险：1) 强化资产负债联动监管：健全利率传导和负债成本调节机制，支持浮动收益型保险发展，加强产品费差监管。2) 投资端继续放松：依法合规运用金融衍生品，稳慎推进全球资产配置。3) 推动风险处置机制建设：优化偿付能力和准备金监管政策，研究完善与风险挂钩的保单兑付机制；支持符合条件的企业参与保险机构改革化险；对风险大、不具备持续经营能力的保险机构，收缴金融许可证，依法进入破产清算程序。
- 促高质量发展：1) 积极发展第三支柱养老保险，依法合规促进保险业与养老服务业协同发展。2) 推动农业保险扩面、增品、提标，合理安排中央、省级财政对主要粮食作物、地方优势特色农产品的保费补贴。4) 提升健康保险服务保障水平，符合规定的事业单位可按制度要求使用财政资金购买与建立补充医疗保险相关的商业健康保险。5) 加快营销体制改革，支持个人保险代理人按照灵活就业人员相关政策参加社会保险、办理居住证。6) 提出积极发展新能源车险、巨灾保险、科技保险、绿色保险等。

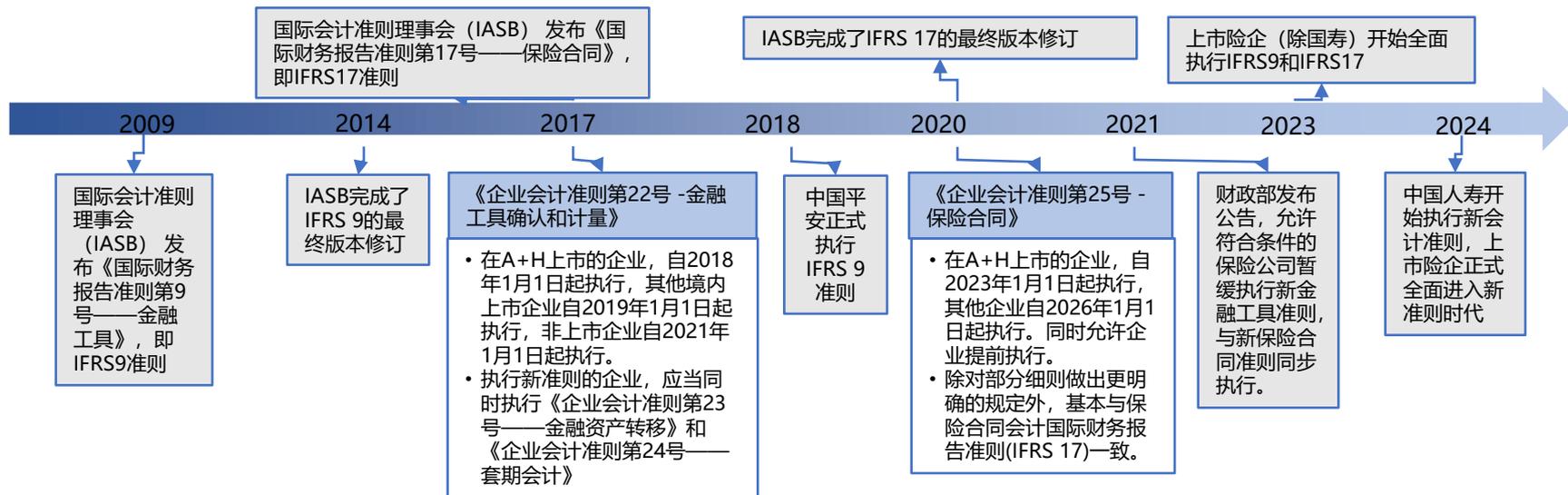
2. 行业新变化：业绩波动加剧，保险股性显著增强

2.1.1 上市险企执行新准则已一年有余，FVOCI科目备受关注

➤ 新金融工具准则是什么？

- 2017年3月，财政部发布了企业会计准则第22-24号，包括《**金融工具确认和计量**》、《**金融资产转移**》和《**套期会计**》，同年5月又发布了第37号《**金融工具列报**》。上述准则统称为“**新金融工具相关会计准则**”。IFRS 9的中文名称为《**国际财务报告准则第9号——金融工具**》，是由国际会计准则理事会（IASB）于2009年发布的会计准则方法。全面取代此前的IAS 39准则。**我们可以简单的理解新金融工具准则是中国版的IFRS9。**
- **新金融工具准则并非专门针对保险公司的会计准则，而是适用于所有企业的金融资产会计处理的通用准则。根据财政部相关要求，上市险企已于2023年1月1日（国寿为2024年1月1日）起正式实施新金融工具准则，非上市险企最晚应当于2026年1月1日起正式实施。**

图：新会计准则变化历程



2.1.2 FVOCI是什么？为何要关注FVOCI对保险行业的影响？

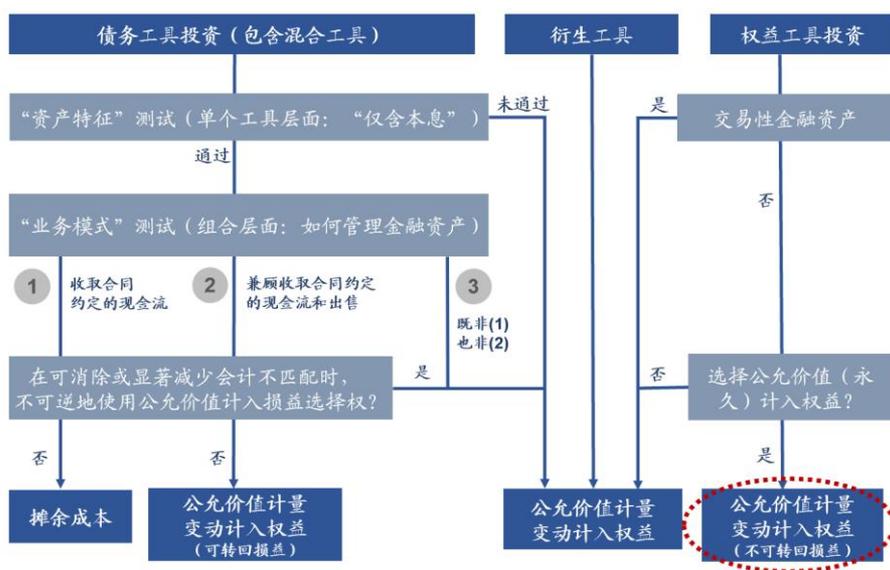
➤ FVOCI有什么特点？

- AFS、FVOCI和FVTPL均是以公允价值计量，但处置收益上却存在较大差异。
- 老准则下，AFS的公允价值变动计入其他综合收益，出售时AFS累计公允价值变动转入损益。
- 新准则下，FVOCI的公允价值变动计入其他综合收益，出售时FVOCI中债权资产的累计公允价值变动转入损益，但FVOCI中权益资产的累计公允价值变动转入留存收益。
- 新准则下，FVTPL的公允价值波动、利息股息等收益以及处置收益均计入损益。

表：AFS、FVOCI与FVTPL对比

准则归属	旧准则 (IAS39)	新准则 (IFRS9)	
资产分类	AFS	FVOCI	FVTPL
计量方式	公允价值计量	公允价值计量	公允价值计量
公允价值波动	计入OCI, 不影响利润	计入OCI, 不影响利润	直接计入当期损益, 影响利润
股息分红	计入投资收益, 影响利润	利息计入利息收入, 股息计入投资收益, 影响利润	计入投资收益, 影响利润
处置收益	计入损益, 影响利润	债券可转回损益, 影响利润; 股票计入留存收益, 不影响利润	计入损益, 影响利润

图：金融资产分类流程图



2.1.3 险企如何确认和处置FVOCI资产?

- 哪些资产可以被险企指定为FVOCI科目下的资产?
 - 债券、股票可以被划分为FVOCI资产；基金不可指定为FVOCI资产
 - 债券：如果合同现金流安排分类仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付，且持有目的兼顾收取合同现金流量和出售该金融资产，可以被划分到FVOCI科目下。
 - 股票：可以行使OCI指定权，将其指定为FVOCI资产，但指定为FVOCI的权益工具不可撤销。

表：险企主要金融资产会计分类

金融资产	可能的会计分类
债券	摊余成本计量的金融资产 (AC)
	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (FVTPL)
	以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产 (FVOCI)
股票	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (FVTPL)
	以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产 (FVOCI)
基金	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (FVTPL)

2.1.4 上市险企普遍显著提升FVOCI股票资产比例

- 2024H1上市险企FVOCI股票规模较年初普遍大幅增长，新华、国寿、太保、平安、人保分别较年初+214%、+131%、+70%、+66%、+14%。
- 占比也呈现普遍显著提升趋势，2024H1新华、太保、人保、国寿、平安分别较年初+6.6pct、+6.4pct、+5.3pct、+4.3pct、+2.1pct。整体来看，新华和太保加仓股票OCI比例较高，而平安、人保当前OCI占比较高，国寿则是占比最低的。

表：上市险企2024年上半年股票资产会计分类情况

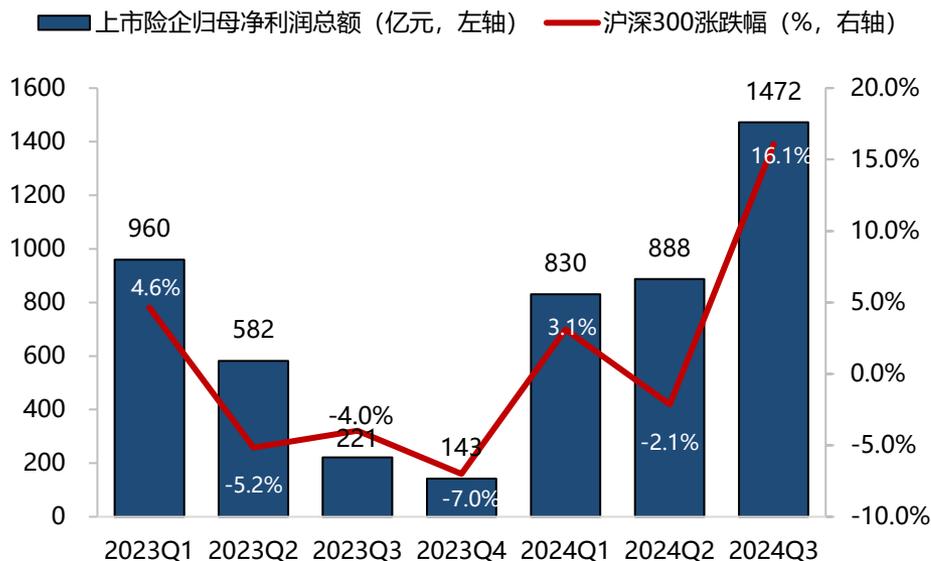
公司	年份	规模 (亿元)				占比		
		合计	FVTPL	FVOCI	FVOCI环比增速	FVTPL	FVOCI	FVOCI环比变动
中国人寿	2023H1	4359	4358	1	-	100.0%	0.0%	-
	2023	4302	4154	148	109倍	96.6%	3.4%	+3.4 pct
	2024H1	4417	4076	341	130.9%	92.3%	7.7%	+4.3 pct
中国平安	2023H1	2825	931	1894	-	33.0%	67.0%	-
	2023	2921	1170	1751	-7.5%	40.1%	59.9%	-7.1 pct
	2024H1	3319	1259	2060	17.7%	37.9%	62.1%	+2.1 pct
中国太保	2023H1	1896	1629	267	-	85.9%	14.1%	-
	2023	1885	1613	271	1.5%	85.6%	14.4%	+0.3 pct
	2024H1	2213	1753	460	69.6%	79.2%	20.8%	+6.4 pct
新华保险	2023H1	987	929	58	-	94.2%	5.8%	-
	2023	1062	1009	54	-7.2%	95.0%	5.0%	-0.8 pct
	2024H1	1443	1275	168	214.4%	88.3%	11.7%	+6.6 pct
中国人保	2023H1	472	325	148	-	68.8%	31.2%	-
	2023	455	295	160	8.6%	64.8%	35.2%	+4.0 pct
	2024H1	450	268	182	13.6%	59.5%	40.5%	+5.3 pct

2.2 2023年以来险企的业绩弹性和股价弹性为何提升?

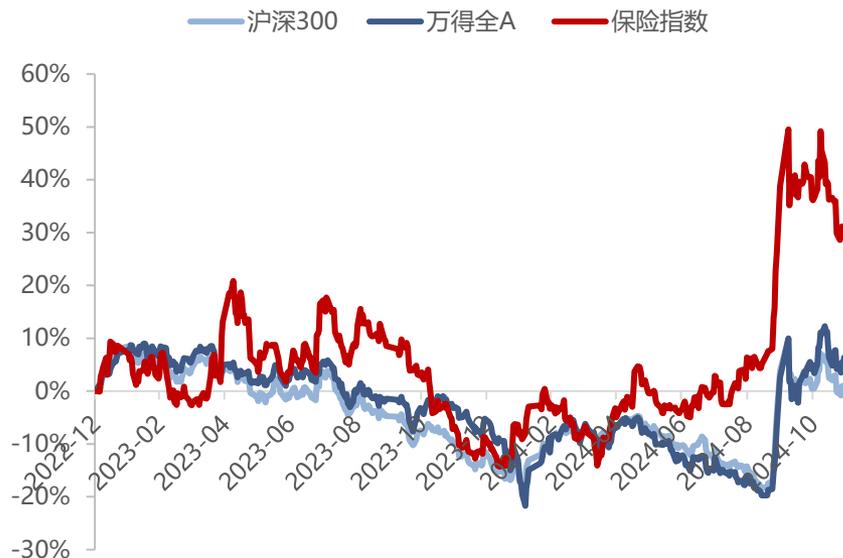
➤ 2023年以来，上市险企业绩和股价表现的弹性均有所提升。

- 2023年以来，上市险企利润波动明显加剧，例如2023年Q3、Q4分别在股市下跌4%、7%的情况下归母净利润合计同比-61%、-70%，而2024Q3在股市上涨16%的情况下归母净利润合计同比大增565%。
- 上市险企股价表现同样体现出高弹性的特征，2023年以来多次走出大涨大跌的波动行情，特别是在报告披露期利润高增长情况下更容易催化行情。

图：2023年以来上市险企季度利润与沪深300涨跌幅



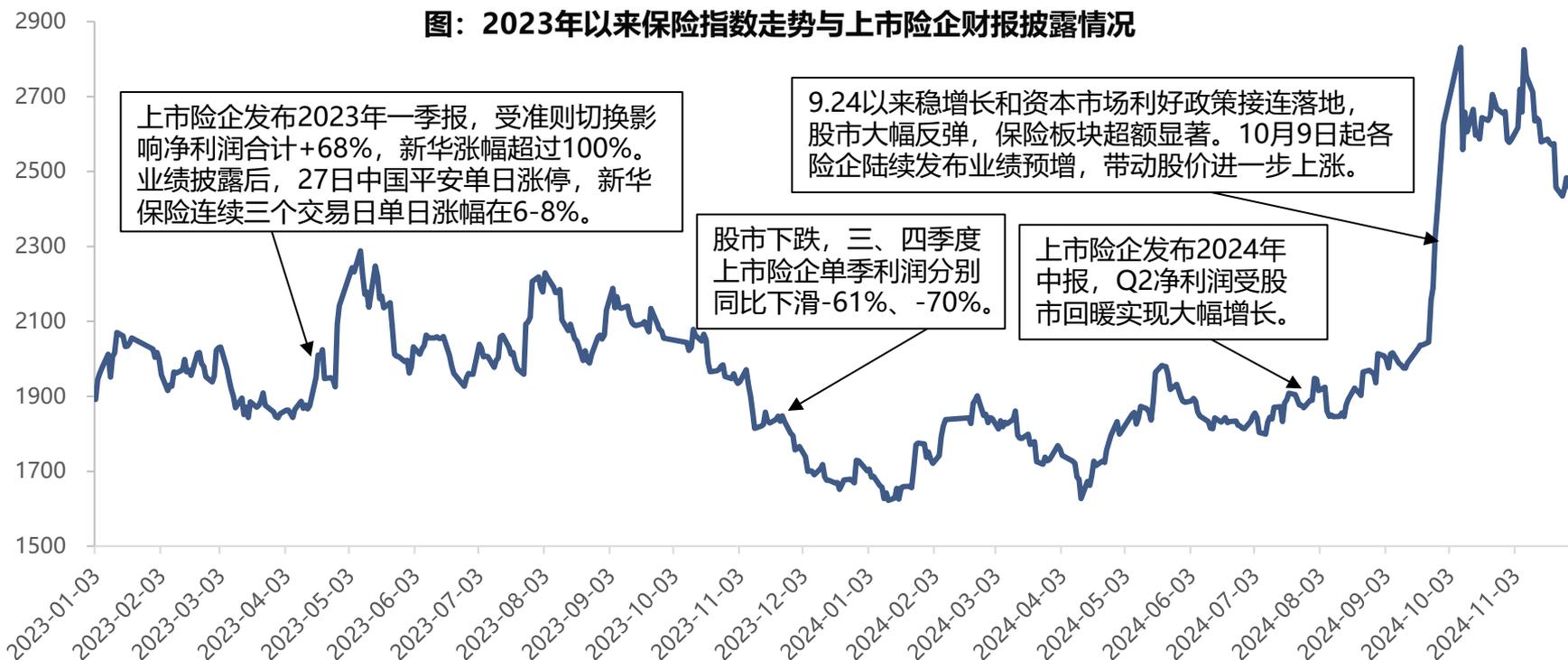
图：2023年以来保险指数与市场走势对比



2.2 2023年以来险企的业绩弹性和股价弹性为何提升?

➤ 2023年以来，上市险企业绩和股价表现的弹性均有所提升。

- 2023年以来，上市险企利润波动明显加剧，例如2023年Q3、Q4分别在股市下跌4%、7%的情况下归母净利润合计同比-61%、-70%，而2024Q3在股市上涨16%的情况下归母净利润合计同比大增565%。
- 上市险企股价表现同样体现出高弹性的特征，2023年以来多次走出大涨大跌的波动行情，特别是在报告披露期利润高增长情况下更容易催化行情。



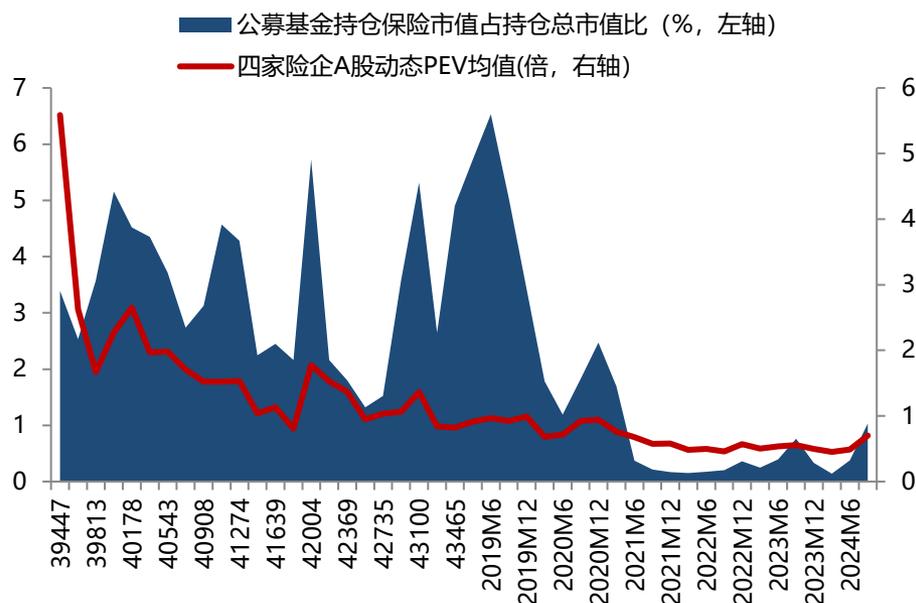
2.2 2023年以来险企的业绩弹性和股价弹性为何提升？

- 保险公司利润与股市关联性提升，主要是由于新准则下负债端保险服务业绩较为稳定，而投资端股票资产只能在FVTPL和FVOCI中二选一，目前大部分险企股票投资以FVTPL为主，股价波动直接影响当期利润表现。
- 保险股股价弹性提升，我们认为主要是由于目前公募基金等机构对板块持仓持续低位，股价定价权主要由散户等投资者掌握，而后者对利润指标关注度更高，因此更容易在利润增速较高时催化板块行情。

表：上市险企2024年三季度归母净利润实现超高增长

公司	2024Q1-3 (亿元)	同比增速	2024Q3 (亿元)	同比增速	环比增速
中国平安	1045	194.1%	662	扭亏为盈 (上年为-6.1)	275.7%
中国人寿	1192	36.1%	446	151.3%	17.5%
新华保险	383	65.5%	132	173.6%	-1.5%
中国人保	207	116.7%	96	扭亏为盈 (上年为-4.4)	56.3%
中国太保	363	77.2%	136	2093.6%	-0.6%

图：公募基金对保险板块持仓处于历史底部



3. 产品变革进行时，利差损风险持续化解

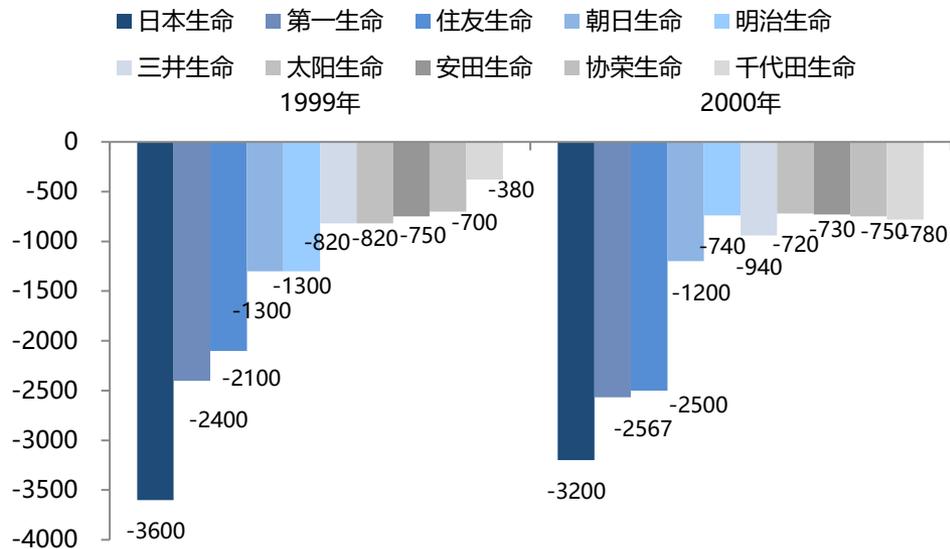
3.1.1 复盘：日本经济泡沫破灭造成严重利差损

- 20世纪90年代初，日本经济泡沫破灭，十年期国债收益率从1990年的8%左右快速跌到2000年的1.7%左右，进入低利率时代，巨额利差损导致日本寿险业出现破产潮。
- 资产端：寿险公司投资收益率迅速下降。日本寿险公司采取激进的投资策略，大量资金投资有价证券等高风险、高收益资产，投资回报率从1990年泡沫经济破灭时的7%下滑至2000年的2%。
- 负债端：泡沫经济时期寿险公司销售的大量高预定利率保险产品带来了巨大利差损。1999年和2000年，亏损最大的前10家寿险公司的利差损之和高达1.4万亿日元。1997年起多家寿险公司相继破产，引起了日本金融界强烈震动。

图：日本十年期国债收益率走势（%）



图：日本主要寿险公司利差损规模（亿日元）



3.1.1 复盘：日本经济泡沫破灭造成严重利差损

➤ 信任危机引发退保潮，新单严重下滑，日本寿险公司面临现金流难题。

- 1) 利率下行后期，存量保单无法达到预期收益率，加之多家寿险公司破产造成的巨大冲击，公众对保险业信任缺失，引发了巨额退保潮。1997年第二季度，日本44家寿险公司的个人寿险退保金额高达23.7兆日元，其中大公司的退保率为10%左右，小公司的退保率高达70%~80%。
- 2) 受泡沫经济破灭的影响，1995年寿险保费收入受经济的影响也开始出现负增长态势，新单和有效保单均出现严重下滑，日本家庭平均保单件数在1994年达到5.0件的高峰后逐渐下降。

表：日本寿险公司破产情况

公司名称	日产生命	东邦生命	第百生命	大正生命	千代田生命	协荣生命	东京生命
成立时间	1909年	1898年	1915年	1914年	1904年	1935年	1895年
倒闭时间	1997年	1996年	2000年	2000年	2000年	2000年	2000年
破产前资产总额（亿日元）	20609	28046	21885	2044	35019	46099	10150
破产后资不抵债额（亿日元）	3000	6500	3200	365	5950	6895	325
破产前预定利率（%）	5.5	4.79	4.46	4.05	3.7	4.0	4.2
破产后预定利率（%）	2.7	1.5	1.0	1.0	1.5	1.75	2.6

3.1.2 负债端：下调预定利率，大力发展保障型产品

- **下调保单预定利率和准备金评估利率，降低负债成本，防范利差损风险。**
- 日本金融厅规定，寿险公司预定利率是基于过去3年及过去10年的十年期国债利率平均值中较低者，并乘上安全率系数来计算，这确保了预定利率的灵活调整。1990年以来，日本寿险业预定利率由6.25%下调至2000年的2%，目前预定利率已经降至0.25%。

表：日本多次下调保单预定利率

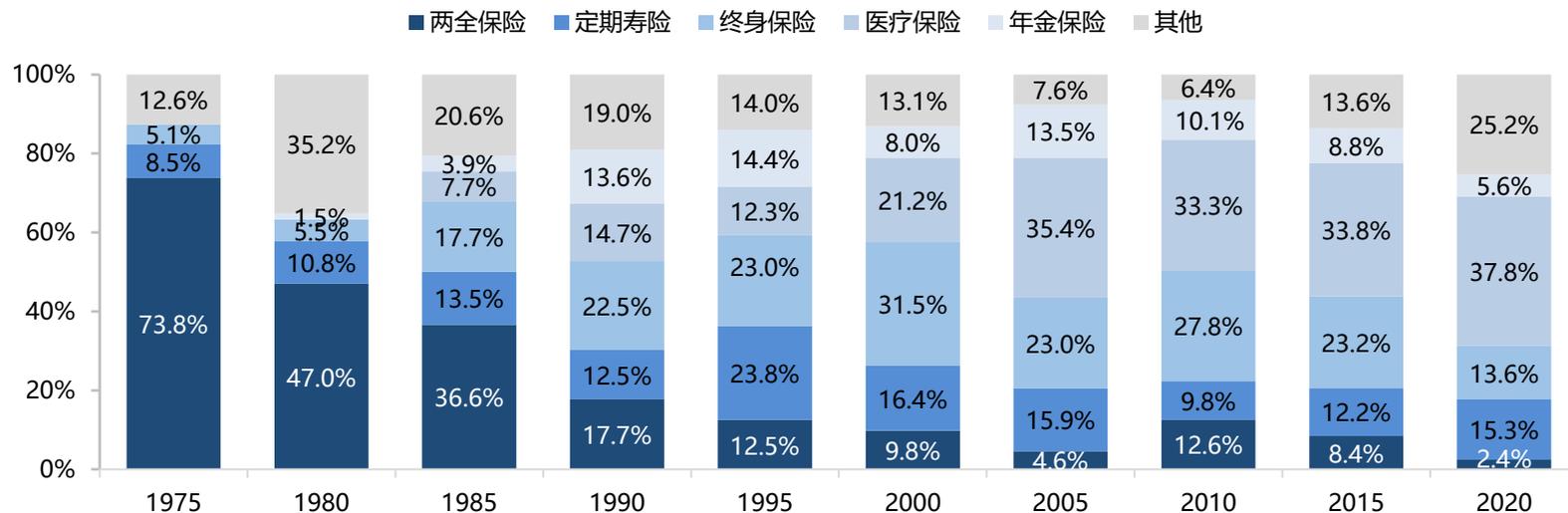
年份	平均预定利率
1946年-1951年	3.00%
1952年-1975年	4.00%
1976年-1992年	5.00%-6.25%
1993年	4.75%
1994年-1995年	3.75%
1996年-1998年	2.75%
1999年-2000年	2.00%
2001年-2012年	1.50%
2013年-2016年	1.00%
2017年至今	0.25%

3.1.2 负债端：下调预定利率，大力发展保障型产品

➤ 调整产品结构，业务重心从储蓄理财型产品转向纯保障型产品，扩大死差益占比。

- 大力发展第三领域保险产品（健康保险/医疗保险）。第三领域保险产品设计时采用更加保守的生命表，死差益较高，价值率一般是死亡保险的2-3倍。2000年以后第三领域保险产品成为保费增长的重要动力，业务占比由1995年的12%攀升至2020年的38%。
- 增加变额年金及外币保单，将投资风险和外汇风险转移给投保人。1999-2002年，在利差继续亏损，且利差损对三差的贡献高达负60%以上的情况下，日本寿险业实现了较大规模的死差益和费差益。其中死差益贡献普遍超过120%，费差益贡献普遍在40%以上，促使三差合计保持正值。

图：日本寿险业产品结构中纯保障产品占比持续提升



3.1.2 负债端：下调预定利率，大力发展保障型产品

➤ 提高运营效率，提升服务质量，加强内部费用管控。

- 由于保费增长乏力，日本寿险公司致力于降低费用成本，提高运营效率，从而增加费差益或缩减费差损，具体措施包括：
 - 1) 降低经营成本，包括减员、关闭营业场所、从东京迁出办公人员等。以日本生命为例，其对人力成本和办公经费等经营费用进行大幅削减，从1996年的8195亿日元降至2014年的5634亿日元，降幅高达31.3%。
 - 2) 提高投入产出效率，包括增加对绩优营销员的激励，减少对绩效落后营销员的支出，成立合资公司共同处理公司运营事务，将公司非核心信息技术部分外包等。

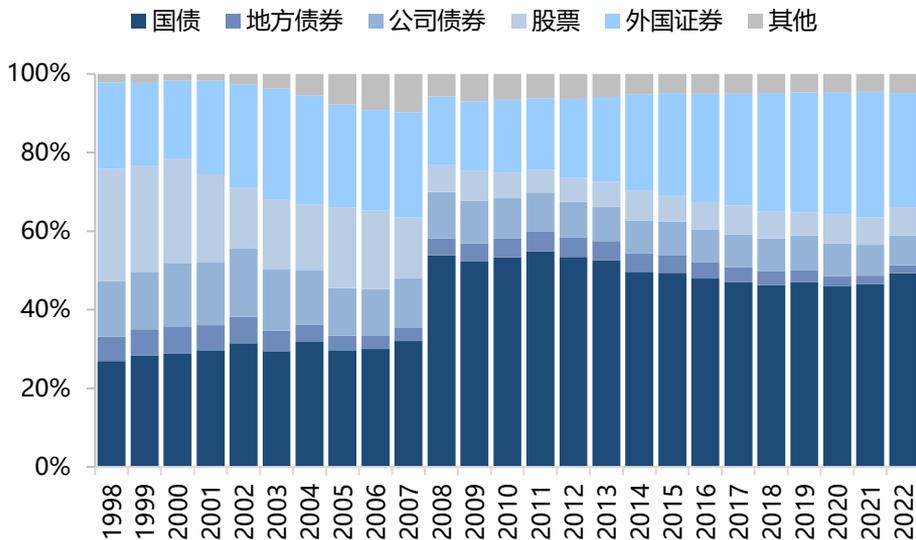
表：1999—2002财年日本寿险业三差规模（十亿日元）及其贡献率

项目	1999财年		2000财年		2001财年		2002财年	
	规模	贡献率	规模	贡献率	规模	贡献率	规模	贡献率
费差	1143.3	50.55%	999.9	48.80%	789.7	39.95%	703.9	33.57%
死差	2517.7	111.32%	2519.5	122.97%	2706.7	136.93%	2690.6	128.33%
利差	-1399.3	-61.87%	-1470.6	-71.78%	-1519.8	-76.89%	-1297.8	-61.90%
合计	2261.7	100%	2048.8	100.00%	1976.7	100.00%	2096.7	100.00%

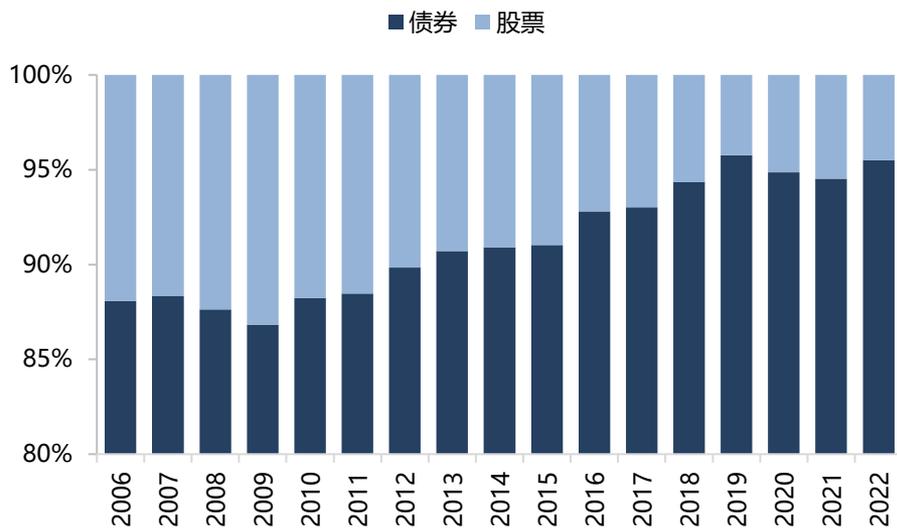
3.1.3 资产端：日本寿险业通过大量配置海外资产对抗国内低利率

- 在日本国内利率不断下行的背景下，为获取国内外利差，日本寿险业采用“减配国内固收，增配海外债券”的方式应对。
- 日本寿险业的海外证券投资以债券配置为主体，2008年金融危机爆发使得海外债券配置比重骤降。而后日本寿险公司投资海外债券的比重不断提升，从2008年的17.4%增加到2022年的29.0%，已超过金融危机爆发前26.8%的水平。相应地，日本国债、地方政府债、公司债合计配置比重从2008年的70.0%逐渐下降到2022年的58.9%。

图：日本寿险2008年之后海外证券投资占比持续提升



图：海外债券是日本寿险业海外投资的主要方向

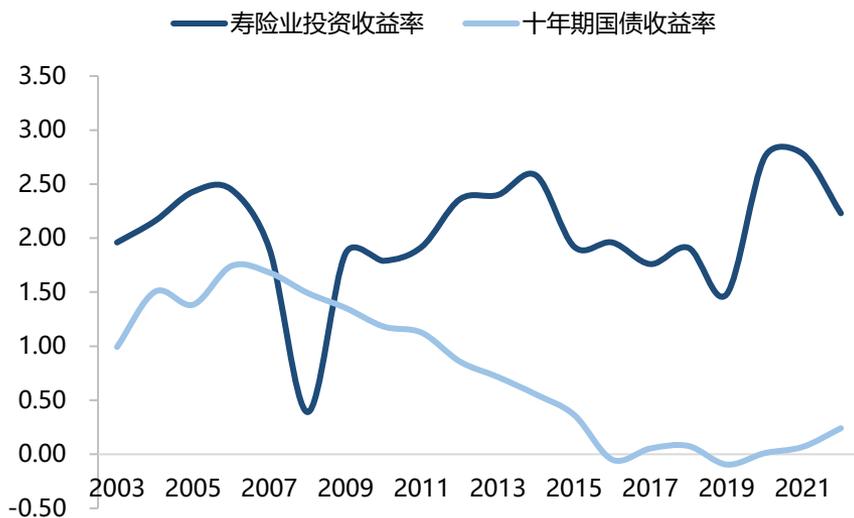


3.1.4 改善效果：投资收益率与盈利表现稳定，2013年扭转利差损

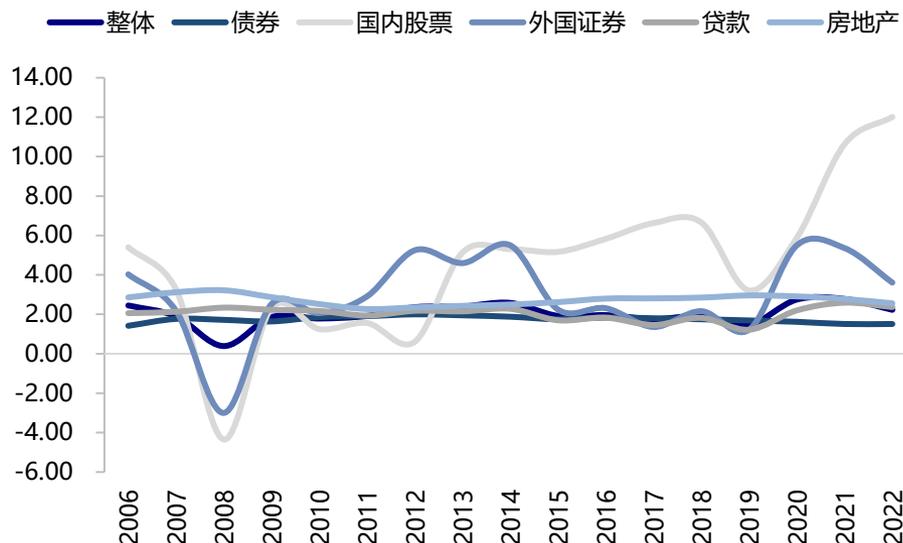
➤ 日本人身险投资收益率整体稳定，海外证券投资收益表现较好。

- 除2008年外，近二十年以来日本寿险业投资收益率水平明显高于十年期国债收益率。
- 日本人身险业之所以投资收益率稳定得益于其高比例的国债投资，但也是由于高比例的国债投资外加日本低利率环境市场显著，导致日本人身险业整体收益率偏低。
- 从细分资产收益率来看，日本国内股票和外国证券近几年都能获得可观的收益率，说明日本通过提高海外资产配置提升投资收益率的做法是可行的。

图：日本寿险业投资收益率显著高于十年期国债收益率（%）



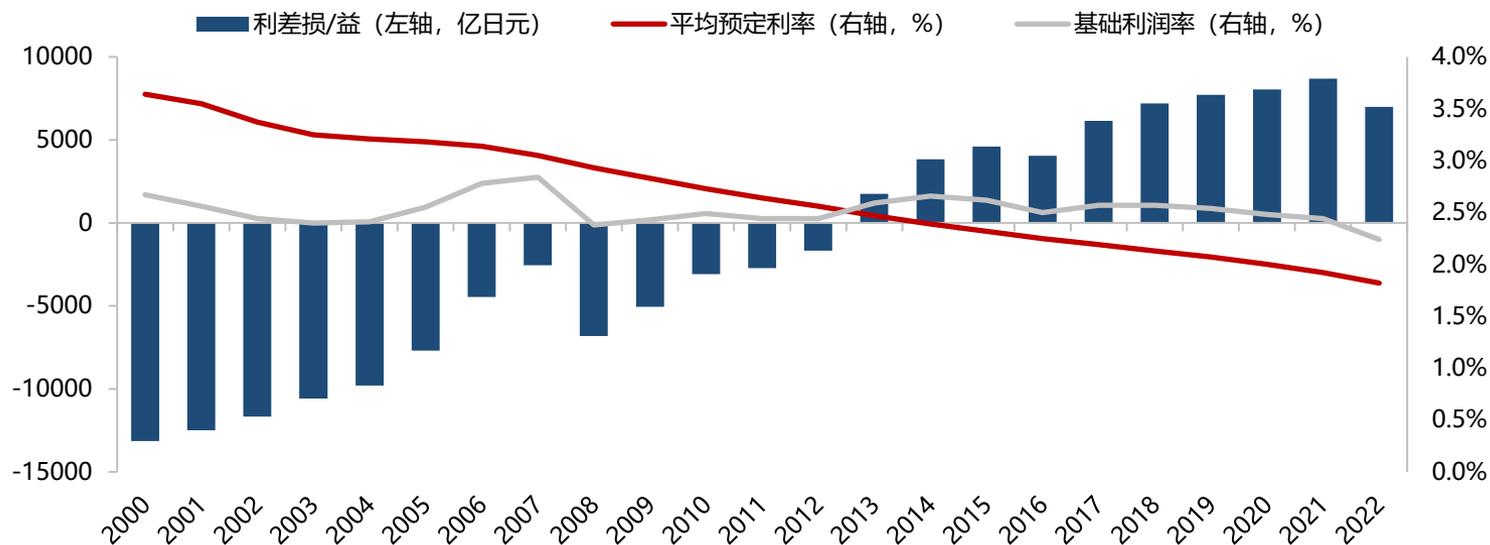
图：2006年-2022年日本人身险业各资产投资收益率（%）



3.1.4 改善效果：投资收益率与盈利表现稳定，2013年扭转利差损

- 随着负债成本的下降和投资收益率的企稳，2013年日本寿险行业整体利差损转为利差益。目前日本保险公司的平均负债成本大概已降至1.5%-2.0%，且逐年快速下降。日本保险公司近年投资收益率企稳并保持在2.5%上下，利差损转为利差益。
- 在低利率市场环境下，日本寿险业经过“危机纪元”时的探索，已经形成了稳定的盈利模式：大量的死差益和少量的利差益。随着寿险、健康保险（医疗保险等）等保障型业务占比显著提升，死差益成为日本寿险公司最主要的利润来源，且维持稳定，受宏观经济波动的影响较小。

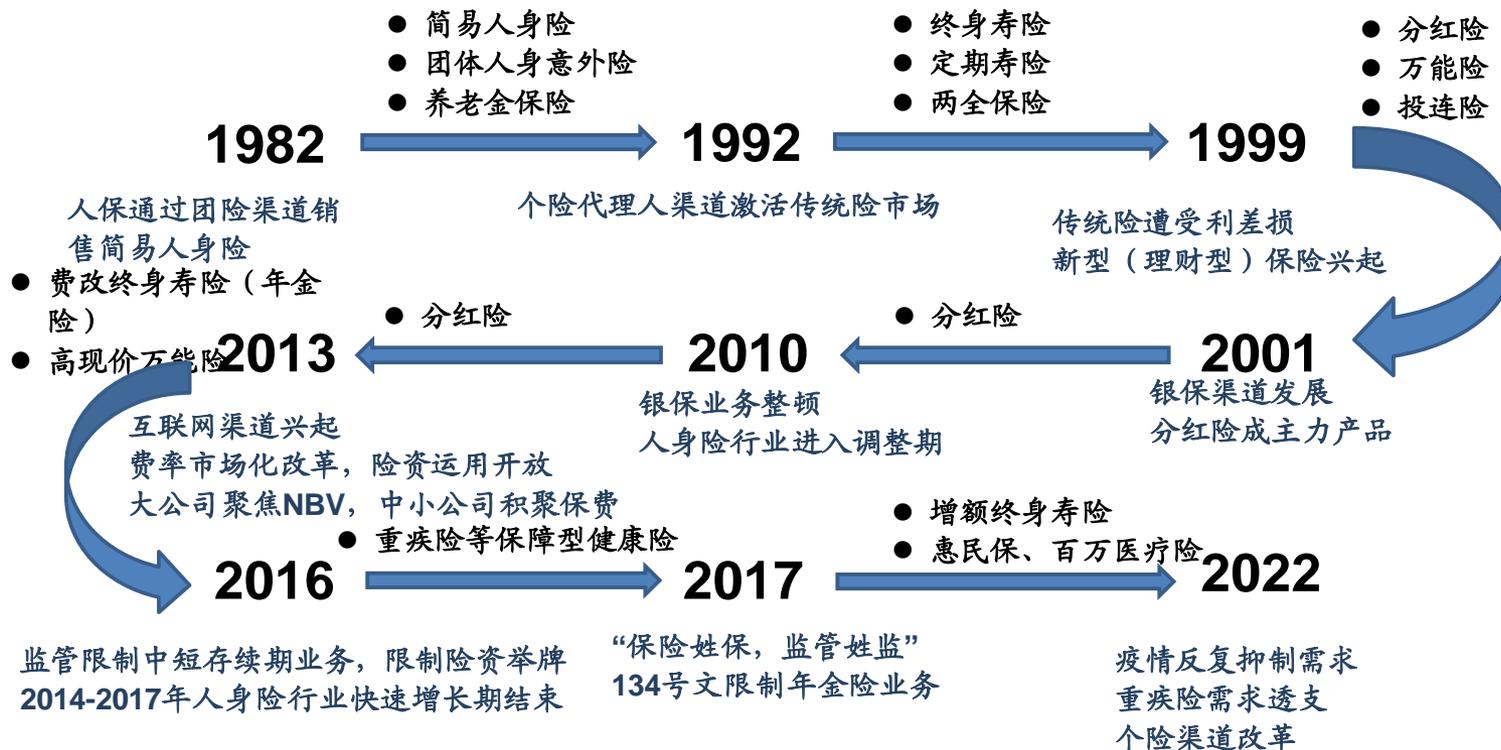
图：2006年-2022年日本人身险业投资收益率



3.2.1 行业趋势：从“渠道为王”到“产品+服务”

➤ 我们认为，寿险行业“高价值率重疾险+代理人急速扩张”所带动的高增长时期已经过去，未来保险公司需要在产品精细化设计、服务能力建设和创新等多方面构筑护城河，大型险企竞争优势将更充分显现。

图：寿险业四十年产品变化趋势



3.2.1 产品创新的重要性提高，价值新支柱亟需建立

- 随着竞争加剧、信息传播速度加快、客户认知提升，虽然销售渠道仍然重要，但产品设计的重要性将持续提升。
- 从美国保险产品的发展经验来看，经历了从“保险保障”到“储蓄投资”再到“健康管理”的全过程。
- 未来寿险行业长期增长靠什么？
- 我们预计，未来国内产品将加大“带有一定保障功能的储蓄类产品”的开发力度，如近期的增额终身寿险。并提高长期医疗险、护理险等产品重视程度。

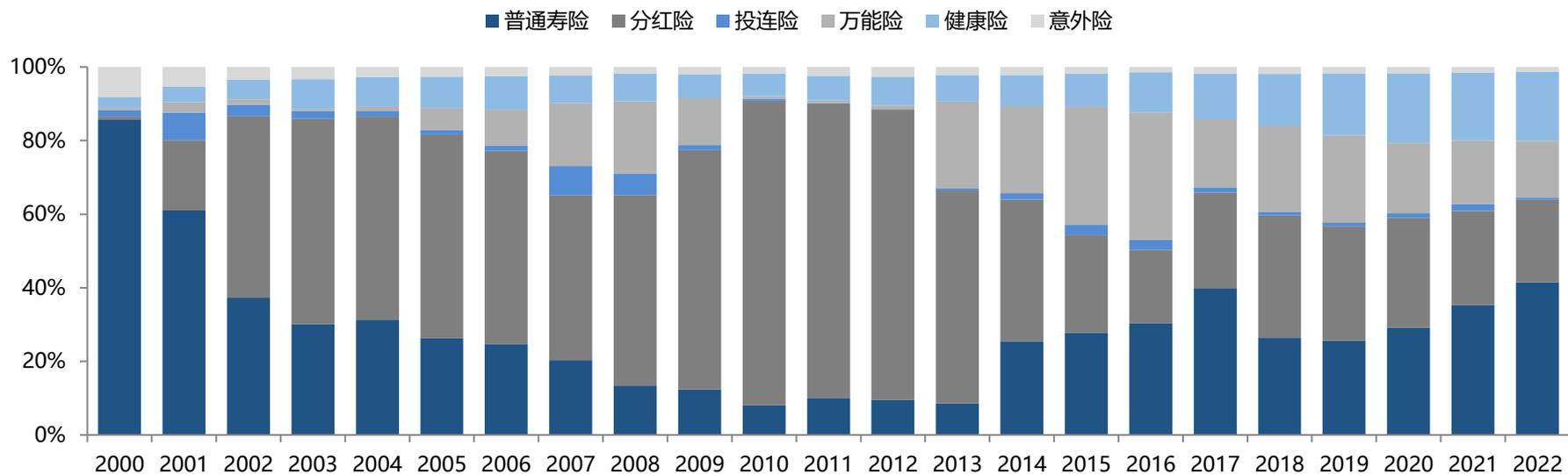
图：美国人寿保险主要险种变迁



3.2.2 利差压力下分红型产品预计更受重视

- 自2020年以来，重疾险产品销售遇困，而储蓄型业务的需求逐步激发，在利率下行+股市低迷背景下，客户投资风险偏好降低，具有“保本保息”特点的传统险热销，传统险保费占比持续提升。
- 但传统险业务通常具有较高的刚性成本，对保险公司投资端也有较大压力，而分红险产品在具有一定保证收益的基础上，还可以根据实际经营情况给予客户不确定的分红回报，对险企投资的压力也更小，目前多家险企已经明确表示将进一步加大分红型产品销售力度。

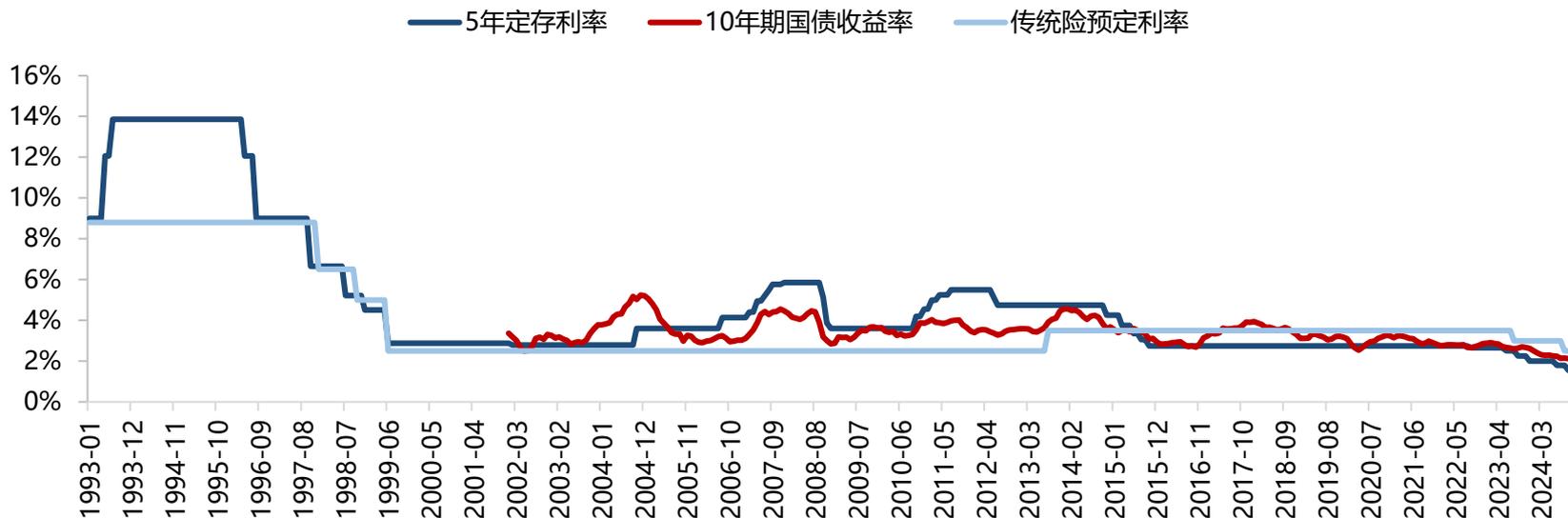
图：寿险业二十年产品变化趋势



3.2.2 预定利率进一步下调，负债成本持续优化

- 8月2日金监总局下发《关于健全人身保险产品定价机制的通知》：
- 进一步下调产品预定利率：①9月1日起，新备案普通型产品预定利率上限由3.0%下调至2.5%，超过上限的产品停售。②10月1日起，新备案分红险和万能险产品预定利率/最低保证利率上限分别由2.5%、2.0%下调至2.0%、1.5%，超过上限的产品停售。
 - 建立预定利率的动态调整机制：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，由保险业协会发布。

图：传统险预定利率与宏观利率趋势对比



3.2.2 分红型增额终身寿与终身年金是目前主打产品

- 9月-10月产品切换已经完成，头部公司9月份以新切换传统险和分红险退市为主，10月已上市新分红险，以增额终身寿险和终身年金为主。

表：上市险企9-10月产品上市情况

保险公司	产品情况
中国人寿	<ul style="list-style-type: none"> 9月常规推动切换后传统险产品，包括增额终身寿险“鑫福传家2024”、15年期年金“鑫耀鸿图2024”及重疾“康宁尊享2024”。 10月已上市15年期分红年金“鑫耀呈祥”，分红型增额终身寿险预计后续推出。
中国平安	<ul style="list-style-type: none"> 9月主推2.5分红型增额终身寿险“盛世金越尊享版23”及“御享金越”，常规推动切换后传统险产品，包括增额终身寿险“盛世金越尊享版25”、长期年金“盛世金越至尊版25”及单倍重疾组合“平安如意全能2025”（两全+附加重疾组合）、单倍重疾单产品“鑫福星2025”。 10月已上市主力产品分红型增额终身寿险“金尊分红25”及长期分红年金“盛世年年”。
中国太保	<ul style="list-style-type: none"> 9月主推2.5分红险，包括分红型增额终身寿险“长相伴(传世版)”（8月1日上市）、分红终身年金“鑫福年年尊享版”（7月1日上市）。 10月已上市主力分红型增额终身寿险“长相伴(传世2024)”，传统增额终身寿险预计后续推出。
中国太平	<ul style="list-style-type: none"> 9月主推2.5分红险，包括分红型增额终身寿险“传世壹号”、长期分红年金“福寿连连”、分红养老年金“悦享金生2017”。 预计10月上市新主力长期分红年金，暂无传统型及分红型增额终身寿险上市计划。

3.2.3 康养服务等重资产业务成为大势所趋

- 保险公司必须延伸寿险产业链，提供差异化、精细化、专业化服务，才能在竞争中立于不败之地。
- 2000年后，美国寿险保费收入增速放缓，管理式医疗取代费用报销型，推动健康险快速发展。联合健康是在此过程中的佼佼者，形成了健康保险业务UnitedHealthcare和健康服务业务Optum，“保险+健康服务”的双轮模式打通了各种类型的健康险客户、医疗机构、药企、技术公司、政府等部门，形成规模效应。

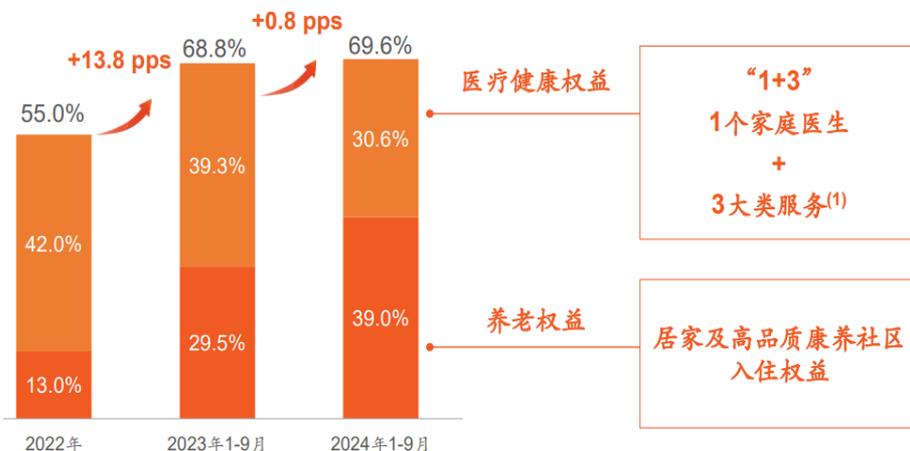
表：美国联合健康“保险+医疗”双轮驱动模式

保险业务板块 United Healthcare	为患者、消费者、医疗保健提供者、企业、社区和政府提供更具创新性的产品和完整的端到端产品。截至2023年12月31日，该网络包括180万名医生和其他医疗保健专业人员以及近7200家医院和其他设施。	UnitedHealthcare Employer & Individual	为美国消费者和雇主提供服务，截至2023年12月31日，已为2730万人提供医疗服务。在全球范围内，为780万人提供医疗和牙科福利。
		UnitedHealthcare Medicare & Retirement	为老年人和其他符合Medicare资格的消费者提供健康和福利，截至2023年12月31日，通过其产品为770万人提供了服务。
		UnitedHealthcare Community & State	为经济弱势、医疗服务不足以及没有雇主赞助健康福利保险的消费者提供服务，截至2023年12月31日，参与了32个州和哥伦比亚特区的项目，为超过780万人提供服务；通过扩大医疗补助覆盖130万人《患者保护与平价医疗法案》（ACA）下19个州的项目。
健康服务板块 Optum	为广泛的医疗保健市场提供服务，包括患者和消费者、付款人、护理提供商、雇主、政府和生命科学公司。这些业务通过优化医疗保健质量和交付、降低成本和改善患者、消费者和提供者体验。	OptumHealth	拥有1.03亿消费者，为100多家健康支付合作伙伴提供服务。提供初级、专科、外科和紧急护理；并通过先进的数字健康技术（例如远程健康和患者监护以及创新的医疗保健金融服务）为消费者和护理提供商提供服务。
		OptumInsight	将医疗保健系统与服务、分析和平台连接起来，使临床、管理和医疗保健系统中所有参与者的财务流程更简单、更高效。截至2023年12月31日，Optum Insight的总支持金额约为321亿美元。
		OptumRx	2023年，Optum Rx管理着1590亿美元的药品支出，其中包括630亿美元的专业药品支出。通过其超过65000家零售药店的网络提供全方位的药房护理服务，通过送货上门、专科和社区健康药房、提供家庭和社区输液服务以及罕见疾病和基因治疗支持服务，提供直接面向消费者的解决方案。

3.2.3 发力健康管理，带动寿险获客及黏客

- 目前部分保险公司已通过打通保险、体检、康复、养老、药品、医院等产业链条，建立“健康管理+医疗服务+保险”的一站式健康生态系统。
- 中国平安在医疗健康方面以“平安臻享 RUN”为代表，重点打造“特色体检、控糖管理、在线问诊、门诊预约协助及陪诊、重疾专案管理”五大亮点，为客户提供全生命周期的医疗健康服务，2024年前三季度，平安寿险健康管理已服务超1950万客户。
- 中国太保围绕“健康保障、养老传承、财富管理”的产品服务金三角，提供覆盖全生命周期的“产品+服务”综合解决方案，推出“爱心保”重疾险，提升人均重疾保额，“太医管家”落地48个百岁居智慧体验中心，创新智慧养老服务模式。

图：中国平安医养服务对NBV贡献持续提升



图：中国太保“保险保障+健康管理”布局



3.2.3 加快布局保险+养老服务，构建未来新增长空间

- 目前各险企积极布局保险+养老服务建设，培育未来新的增长方向。
- 养老社区：中国人寿采用“一主多辅”养老发展模式，以城心为重点，集中资源优先满足客户刚需，并通过多种模式供给满足客户多层次养老需求。目前中国人寿养老项目已在14个城市布局17个机构养老项目，计划到十四五末覆盖约30城。
- 居家养老：中国平安推出“平安管家·一站式居家养老服务”，于2022年1月上线，截至2024年9月末已覆盖全国75个城市，累计超15万名客户获得居家养老服务资格。同时，平安高品质康养社区项目已在5个城市启动，均陆续进入建设阶段，拟于2025年起逐步开业。

表：中国人寿养老项目布局

养老业态	目前启动项目 (覆盖14个城市)
城心养老公寓	杭州人寿大厦、青岛长者公寓、深圳报春大厦、昆明嘉丝特项目
城郊养老社区	苏州雅境、天津乐境、成都锦塘、厦门乐境
旅居康养公寓	三亚逸境、北戴河项目
社区养老	深圳4个普惠性社区项目
居家养老	北京、上海、杭州、广州、成都

图：中国平安居家养老服务情况

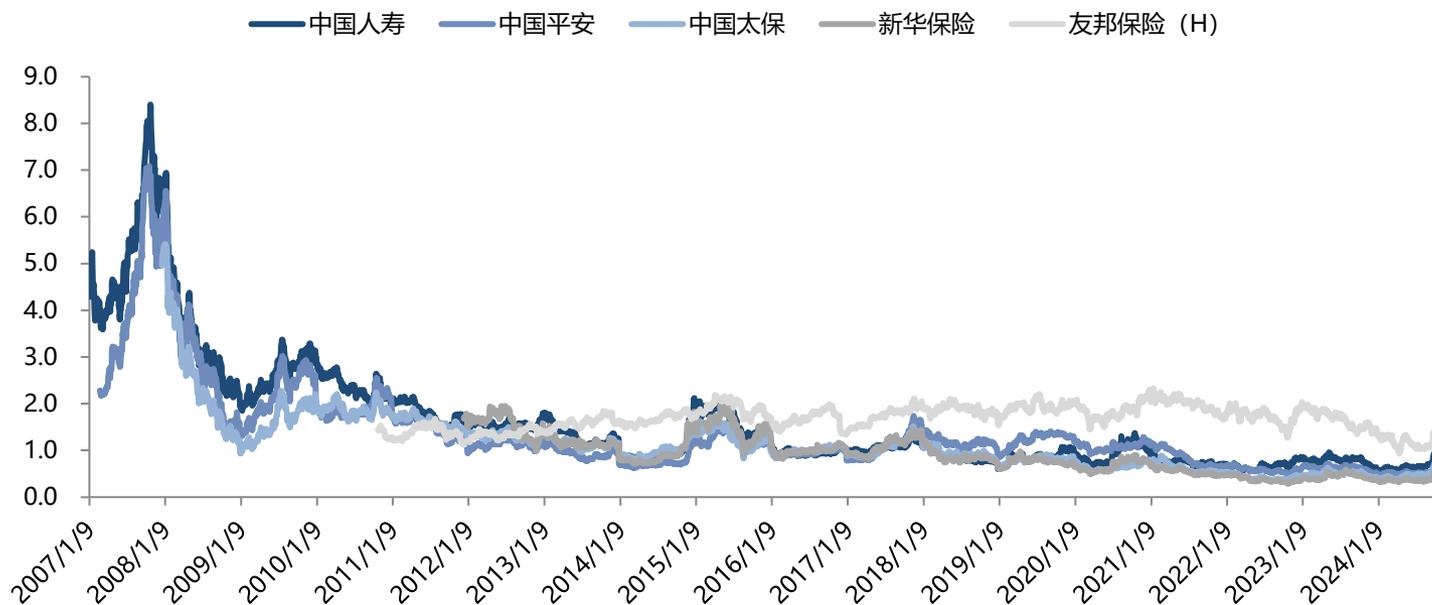


4. 投资策略：资负共振，继续看好

4 投资建议：资产端与负债端均有改善机会，继续看好

- **投资建议：资产端与负债端均有改善机会，安全边际较高，攻守兼备。**
- 1) 我们认为当前市场储蓄需求依然旺盛，在监管持续引导险企降低负债成本趋势下，保险公司利差压力预计逐渐得到缓解。2) 近期十年期国债收益率降至1.96%左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若企稳或修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。
- 当前公募基金对保险股持仓仍处于低位，估值对负面因素反应较为充分。2024年12月4日保险板块估值0.57-0.89倍2024E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。

图：上市险企PEV历史估值情况（倍）



4 投资建议：资产端与负债端均有改善机会，继续看好

证券简称	价格	EV (元)				1YrVNB (元)			
A股	人民币元	2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
中国平安-A	53.93	78.18	76.34	81.69	87.78	1.58	1.71	1.94	2.18
中国人寿-A	42.50	43.54	44.60	47.59	50.91	1.27	1.30	1.60	1.74
新华保险-A	48.47	81.93	80.30	85.26	90.55	0.78	0.97	1.71	1.88
中国太保-A	35.03	54.01	55.04	59.71	64.71	0.96	1.14	1.54	1.69
中国人保-A	7.32	6.52	6.92	8.20	9.59	0.08	0.15	0.28	0.31

证券简称	价格	P/EV (倍)				VNBX (倍)			
A股	人民币元	2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
中国平安-A	53.93	0.69	0.71	0.66	0.61	-15.33	-13.13	-14.33	-15.51
中国人寿-A	42.50	0.98	0.95	0.89	0.83	-0.81	-1.61	-3.18	-4.85
新华保险-A	48.47	0.59	0.60	0.57	0.54	-43.08	-32.81	-21.51	-22.38
中国太保-A	35.03	0.65	0.64	0.59	0.54	-19.84	-17.55	-16.03	-17.56
中国人保-A	7.32	1.12	1.06	0.89	0.76	9.61	2.73	-3.19	-7.43

证券简称	价格	EPS (元)				BVPS (元)			
A股	人民币元	2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
中国平安-A	53.93	6.10	4.70	5.06	5.68	47.73	49.37	51.89	55.84
中国人寿-A	42.50	2.36	1.63	4.09	4.10	12.95	16.88	19.60	21.91
新华保险-A	48.47	6.89	2.79	8.03	8.64	31.41	33.68	32.40	31.05
中国太保-A	35.03	3.89	2.83	4.64	5.32	20.42	25.94	28.70	31.90
中国人保-A	7.32	0.57	0.51	0.97	1.03	5.04	5.48	6.08	6.71

证券简称	价格	P/E (倍)				P/B (倍)			
A股	人民币元	2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
中国平安-A	53.93	8.85	11.46	10.66	9.50	1.13	1.09	1.04	0.97
中国人寿-A	42.50	18.02	26.01	10.39	10.37	3.28	2.52	2.17	1.94
新华保险-A	48.47	7.03	17.37	6.04	5.61	1.54	1.44	1.50	1.56
中国太保-A	35.03	9.02	12.38	7.55	6.58	1.72	1.35	1.22	1.10
中国人保-A	7.32	12.76	14.22	7.55	7.11	1.45	1.34	1.20	1.09

注：上述盈利预测数据来源于东吴证券研究所内部预测。

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至2024年11月29日）

5. 风险提示

➤ 1) 长端利率趋势性下行。

- 利率下行环境下保险公司新增固收资产到期收益率将下降，在负债成本固定的情况下，将导致利差空间被压缩，长期盈利能力下降，甚至可能产生利差损。

➤ 2) 股市持续低迷。

- 新会计准则下保险公司二级权益投资大部分为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL），股市下跌会直接影响当期利润表现。

➤ 3) 新单保费增速明显放缓。

- 新单保费增速反映保险公司新业务增长趋势，当前预定利率进一步下调、产品结构由传统险向分红型逐步偏移、资本市场波动较大等因素都可能影响保险公司的新业务表现。

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500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），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园