

超配（维持）

## 负债端景气延续，资产端驱动估值修复

保险业深度报告

2025 年 10 月 23 日

### 投资要点：

分析师：李嘉俊

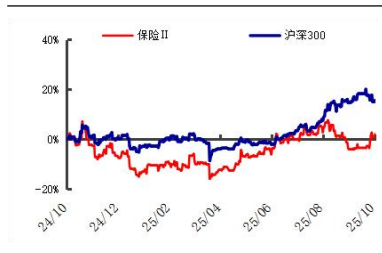
SAC 执业证书编号：

S0340525040001

电话：0769-23320072

邮箱：lijiajun@dgzq.com.cn

保险（申万）指数走势



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

- **寿险将继续延续景气增长。**预计在“报行合一”以及下调预定利率的背景下，险企有效控制渠道费用率，减轻成本压力，叠加产品结构优化与代理人产能提升将直接带动NBVM的提升，助推NBV延续增长态势。在低利率环境下，分红险的“保底+分红”价值更加凸显，各寿险公司主打产品或将逐步从增额终身寿险切换为分红险，有利于险企更好地应对利率下行周期资产配置的压力和投资收益波动，对分散部分利差损风险也有积极意义。展望下半年，8月预定利率下调前触发“炒停售”小高峰，负债端延续景气增长，难成估值拖累，而估值的抬升幅度主要取决于资产端的修复机会，重点关注长端利率、权益市场的表现。
- **产险中非车险或成新动能。**非车险市场包含健康险、农险、责任险等众多种类，其潜在客户群体从个人到企业更为广泛，经济发展与创新动能也将带动非车险市场发展，具备更大的发展潜力与空间。近年来行业非车险保费占比稳步提升，具备更大的发展潜力与空间。此外，国家金融监管总局进一步明确非车险端的“报行合一”管控，有望优化财险公司承保表现，实现量、费改善。
- **投资将成估值修复关键要素。**在长期资金入市背景下，随着股票市场的企稳回升，公开市场权益品种收益驱动总投资收益率上行，若本轮牛市行情延续至年末，权益类资产投资权重较大的险企将获益。此外，在股债跷跷板效应推动下，长期利率企稳回升，缓解利差压力，抬升权益资产内在价值，利好板块估值向上修复。
- **投资策略：维持行业“超配”评级。**个股建议关注NBV增速、财险保费增速领先的中国太保（601601），率先进行寿险改革、渠道转型的中国平安（601318），寿险业务稳健的中国人寿（601628），资产端弹性较大、估值较低的新华保险（601336）。
- **风险提示：**代理人流失超预期、产能提升不及预期、银保渠道发展不及预期导致保费增速下滑的风险；长端利率快速下行导致资产端投资收益率超预期下滑的风险；监管政策持续收紧导致新保单销售难度加大的风险。

## 目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 1、政策叠加利率下行持续优化资产配置结构，中长期资金加速入市   | 4  |
| 1.1 年初以来的业绩回顾                    | 4  |
| 1.2 近期政策回顾                       | 4  |
| 1.3 国家推出“类平准基金”，权益市场赚钱效应好转。      | 6  |
| 1.4 美联储开启新一轮降息周期，有望刺激非美元资产       | 7  |
| 2. 资产端：固收求稳，权益求进                 | 8  |
| 2.1 2025 上半年净收益率承压，总收益率表现分化      | 8  |
| 2.2 “反内卷”有望修复通胀预期，或将推动长端利率中枢筑底企稳 | 10 |
| 2.3 保险行业投资权益类资产还有提升空间，入市进程将延续    | 11 |
| 2.4 险企倾向配置高股息资产以减少利润表收益波动        | 12 |
| 3. 负债端：负债成本压力缓解，利差空间边际扩大         | 13 |
| 3.1 人身险                          | 13 |
| 3.1.1 银保渠道新单保费增长亮眼，个险渠道普遍承压      | 13 |
| 3.1.2 预定利率再次下调，分红险价值更凸显          | 14 |
| 3.1.3 NBV 在 NBVM 增长驱动下，实现双位数增长   | 15 |
| 3.2 财险：车险稳增，非车险增长分化              | 16 |
| 3.2.1 车险：车险保费延续增长趋势，综合成本率均有所优化   | 17 |
| 3.2.2 非车险：平安财险实现较快增长             | 18 |
| 4. 投资策略                          | 20 |
| 5. 风险提示                          | 21 |

## 插图目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 1：2025 年年初至 10 月 20 日 A 股险企涨跌幅（%） | 4  |
| 图 2：A 股上市险企对股票及基金投资占投资组合权重（%）       | 7  |
| 图 3：联邦基金目标利率及美元指数（%）                | 8  |
| 图 4：PPI 指数与 10 年期国债收益率（%）           | 10 |
| 图 5：A 股上市险企对股票及基金投资占投资组合权重（%）       | 11 |
| 图 6：上市险企投资资产按会计核算方法分类（%）            | 12 |
| 图 7：上市险企投资持仓行业分布（%）                 | 12 |
| 图 8：上市险企寿险新单保费额（亿元）                 | 13 |
| 图 9：上市险企寿险新单保费同比增速（%）               | 13 |
| 图 10：上市险企银保渠道新单保费（亿元，%）             | 13 |
| 图 11：上市险企个险渠道新单保费（亿元，%）             | 13 |
| 图 12：上市险企险代理人数量（万人）                 | 14 |
| 图 13：上市险企分红险产品占总保费比重（%）             | 15 |
| 图 14：平安、太保、新华寿险 NBVM（%）             | 16 |
| 图 15：上市险企 NBV 增速（%）                 | 16 |
| 图 16：财险原保费收入增长情况（亿元，%）              | 16 |
| 图 17：上市险企综合成本率（%）                   | 16 |
| 图 18：上市险企综合赔付率（%）                   | 17 |
| 图 19：保险业财险赔付率（%）                    | 17 |
| 图 20：车险保费收入增长情况（亿元，%）               | 17 |
| 图 21：车险综合成本率（%）                     | 17 |
| 图 22：全国汽车保有量（亿辆，%）                  | 18 |

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 23 : 新能源汽车渗透率 (%)                   | 18 |
| 图 24 : 上市险企非车险原保费收入增长情况 (亿元, %)       | 19 |
| 图 25 : 上市险企 A 股非车险保费收入占比 (%)          | 19 |
| 图 26 : 保险行业非车险的构成占比 (亿元)              | 19 |
| 图 27 : 平安财险各险种综合成本率 (%)               | 19 |
| 图 28 : 太保财险各险种综合成本率 (%)               | 19 |
| 图 29 : 人保财险各险种综合成本率 (%)               | 19 |
| 图 30 : 上市险企 PEV 走势 (% , 截至 10 月 20 日) | 20 |

## 表格目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 表 1 : 监管鼓励中长期资金入市政策梳理                   | 5  |
| 表 2 : 保险业资金运用情况表 (亿元, %)                | 9  |
| 表 3 : 上市险企投资收益率 (%)                     | 9  |
| 表 4 : 中国银行存款利率调整情况 (%)                  | 11 |
| 表 5 : 上市险企 2025H1 权益类资产投资权重及监管权重上限      | 12 |
| 表 6 : 重点公司估值及盈利预测 (截至 2025 年 10 月 20 日) | 21 |

# 1、政策叠加利率下行持续优化资产配置结构，中长期资金加速入市

## 1.1 年初以来的业绩回顾

年初至今 A 股险企实现全线上涨。今年年初至 10 月 20 日，保险板块行情呈现波动上涨的特征，申万保险指数上涨 18.79%，跑赢沪深 300 指数 4.48 个百分点，A 股险企实现全线上涨，新华保险、中国人保、中国太保、中国平安和中国人寿分别实现 +42.20%、+18.75%、+14.80%、+14.18%、+6.73% 的区间涨幅。

图 1：2025 年年初至 10 月 20 日 A 股险企涨跌幅（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

## 1.2 近期政策回顾

中长期资金是维护资本市场平稳健康运行的“压舱石”“稳定器”，各类资金的入市规模和比例仍有提升空间。保险资金：截至 2025 年二季度末，保险公司资金运用余额为 36.23 万亿元。2024 年，保险资金投资股票和权益类基金的金额超 4.4 万亿元，投资占比为 12%。社保基金：2025 年一季度末，社保基金重仓持有 603 家上市公司，累计持股市值达到 4723.43 亿元。公募基金：2024 年四季度末，公募基金持有 A 股市值为 5.87 万亿元，占 A 股流通市值比为 8%。银行理财：截至 2024 年末，理财产品存续总规模为 29.14 万亿元，其中投资权益类资产余额为 0.81 万亿元，占总投资资产的比例为 2.6%。回溯过往十年，监管部门以坚定决心和不懈努力，接连推出一系列推动中长期资金入市的政策，政策力度持续加码，从最初的探索性尝试，到逐步细化具体实施细则，整个过程稳扎稳打，对资本市场的投资者结构重塑、市场稳定性增强以及资源配置效率提升，均产生了意义深远的影响。

2023 年至今，中长期资金入市配套制度不断完善，进入全面深化与加速落地期。2023

年 9 月，国家金融监督管理总局发布了《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》，优化了保险公司投资的风险因子，增加中长期资金供给；2023 年 10 月，财政部发布了《关于引导保险资金长期稳健投资加强国有商业保险长周期考核的通知》，调整了国有商业保险公司绩效评价办法中的指标权重，引导保险公司从追求短期收益，转变为更加注重长期投资收益。2024 年 9 月 24 日，中央金融办和证监会联合印发了《关于推动中长期资金入市的指导意见》，明确了推动各类中长期资金入市、构建“长钱长投”制度环境的重点工作安排，提出建设培育鼓励长期投资的资本市场生态；大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金稳健发展；着力完善各类中长期资金入市配套政策制度等。2024 年 12 月，国家金融监督管理总局发布了《关于延长保险公司偿付能力监管规则（II）实施过渡期有关事项的通知》，将原定于 2024 年底结束的“偿二代”二期过渡期延长至 2025 年底，有助于缓解险企资本压力，为险资入市营造稳定的资金环境。2025 年 1 月 22 日，中央金融办、中国证监会等六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，从提升商业保险资金 A 股投资比例与稳定性、优化全国社会保障基金、基本养老保险基金投资管理机制等五个方面推动中长线资金入市，通过提升长期基金实际投资比例及延长考核周期等方式，引导商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、公募基金等中长期资金进一步加大入市力度。2025 年 4 月，国家金融监督管理总局发布《关于引导保险资金长期稳健投资，进一步加强国有商业保险长周期考核的通知》，进一步扩大保险资金长期投资的试点范围。近期拟再批复 600 亿元，为市场注入更多的增量资金。同时调整偿付能力监管规则，将股票投资的风险因子进一步调降 10%，鼓励保险公司加大入市力度。三是推动完善长周期考核机制，调动机构的积极性，促进实现“长钱长投”。

表 1：监管鼓励中长期资金入市政策梳理

| 时间          | 政策                               | 具体内容                                                                                                                                                     |
|-------------|----------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2023 年 9 月  | 《国家金融监督管理总局关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》  | 在保持综合偿付能力充足率 100%和核心偿付能力充足率 50%监管标准不变的基础上，根据保险业发展实际，优化了保险公司偿付能力监管标准。《通知》共十条，主要内容包括四个方面：一是差异化调节最低资本要求；二是引导保险公司回归保障本源；三是引导保险公司支持资本市场平稳健康发展；四是引导保险公司支持科技创新。 |
| 2023 年 10 月 | 《关于引导保险资金长期稳健投资加强国有商业保险长周期考核的通知》 | 将经营效益类指标的“净资产收益率”由“当年度指标”调整为“3 年周期指标+当年度指标”相结合的考核方式，3 年周期指标为“3 年周期净资产收益率（权重为 50%）”，当年度指标为“当年净资产收益率（权重为 50%）”。                                            |
| 2024 年 4 月  | 《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》     | 建立培育长期投资的生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系。大力发展权益类公募基金，大幅提升权益类基金占比。建立交易型开放式指数基金（ETF）快速审批通道，推动指数化投资发展。                                                     |
| 2024 年 9 月  | 《关于推动中长期资金入市的指导意见》               | 建设培育鼓励长期投资的资本市场生态；大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金稳健发展；着力完善各类中长期资金入市配套政策制度等。                                                                                       |

|             |                                       |                                                                                                                                                  |
|-------------|---------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2024 年 12 月 | 《关于延长保险公司偿付能力监管规则（II）实施过渡期有关事项的通知》    | 将原定 2024 年底结束的保险公司偿付能力监管规则（II）过渡期延长至 2025 年底。                                                                                                    |
| 2025 年 1 月  | 《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》                  | 从机制上引导中长期资金进一步加大入市力度，重点升级了中长期资金入市的投资政策和长周期考核机制，进一步打通卡点堵点。包括提升商业保险资金 A 股投资比例与稳定性；优化全国社会保障基金、基本养老保险基金投资管理机制；提高企（职）业年金基金市场化投资运作水平；提高权益类基金的规模和占比等方面。 |
| 2025 年 4 月  | 《关于引导保险资金长期稳健投资进一步加强国有商业保险公司长周期考核的通知》 | 将国有商业保险公司的绩效评价中经营效益类指标“净资产收益率”和“（国有）资本保值增值率”调整为“当年度指标+3 年周期指标+5 年周期指标”相结合的考核方式，权重分别为 30%、50%、20%。                                                |
| 2025 年 5 月  | “一揽子金融政策支持稳市场稳预期”国新办新闻发布会             | 一是进一步扩大保险资金长期投资的试点范围。近期拟再批复 600 亿元，为市场注入更多的增量资金。二是调整偿付能力监管规则，将股票投资的风险因子进一步调降 10%，鼓励保险公司加大入市力度。三是推动完善长周期考核机制，调动机构的积极性，促进实现“长钱长投”。                 |

资料来源：中央人民政府官网整理，东莞证券研究所

### 1.3 国家推出“类平准基金”，权益市场赚钱效应好转。

2025 年 4 月 8 日，中央汇金公司首次提出作为资本市场的“国家队”，发挥着“类平准基金”作用。随后在 5 月 7 日国新办举行的“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”新闻发布会上人民银行及中国证监会分别表态支持汇金公司发挥“类平准基金”作用。截至 2025 年上半年，中央汇金公司及其子公司合计持有股票 ETF 市值 1.28 万亿元，较 2024 年底的 1.04 万亿元增长 22.62%，持仓类型主要为宽基 ETF。对于“类平准基金”定位，中央汇金公司承载着提振市场信心、提升资本市场稳定性、引导中长期资金入市等多重目标。在此背景下，中央汇金公司将被动增持作为 A 股多个核心宽基指数重要成分股的保险板块。叠加今年以来 AI、算力、半导体等科技成长板块的爆发，推动沪指突破 3900 点，强 β 属性使保险板块强势上涨。

图 2：A 股上市险企对股票及基金投资占投资组合权重（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

#### 1.4 美联储开启新一轮降息周期，有望刺激非美元资产

9月美联储降息25基点，拉开新一轮降息周期，针对年内累计再降息50基点的可能性较大。据CME Fed Watch Tool显示，截至10月20日，基于期货合约预测的美国10月降息25个基点的概率为98.9%，12月降息25个基点的概率已提升至96%，新一轮货币宽松周期已基本确立。从资金流动角度分析，美债利率下行可能从利率平价的角度引发汇率波动，如果美元指数出现进一步走弱，国际资金可能部分流出美国、在全球范围进行资产配置再平衡。当前国内盈利预期筑底企稳、基本面预期正逐渐改善，A股财富效应也逐渐强化，在本轮美联储降息过程中，以A股为代表的中国资产可能受到外资青睐。

图 3：联邦基金目标利率及美元指数（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

## 2.资产端：固收求稳，权益求进

保险公司的利润来源于利差、死差和费差，“三差”即为保险板块行情的三大驱动因素。利差是指实际投资收益率与负债成本之间的差额，对应的是长端利率、权益市场的投资收益以及行业政策调整等要素；死差即为实际死亡率与设计该保险产品时预定死亡率之间的差异，与寿险保费增速、NBV、NBVM、产品结构等负债端要素相关；费差为实际成本费用与预期成本费用之间的差异，与公司经营效率相关。在这“三差”中，由于保险公司在定价时已经充分考虑了各种因素，并且在实际运营中也会进行动态调整，因此死差对净利润的影响相对较小且较为稳定。至于费差，保险公司通过精细化管理、降低运营成本等方式可以控制费差损或实现费差益，故费差对净利润影响也较小。利差往往是在净利润中占比最高且影响最大的因素，故利差为驱动保险板块行情的最主要驱动因子。

### 2.1 2025 上半年净收益率承压，总收益率表现分化

表 2：保险业资金运用情况表（亿元，%）

| 项目      | 2024Q2 |         |        | 2025Q2 |         |        |
|---------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|
|         | 账面余额   | 规模占比    | 同比变化   | 账面余额   | 规模占比    | 同比变化   |
| 资金运用余额  | 308668 | 100.00% | 10.98% | 362343 | 100.00% | 17.39% |
| 人身险公司   |        |         |        |        |         |        |
| 资金运用余额  | 21091  | 100.00% | 5.24%  | 23464  | 100.00% | 11.25% |
| 其中：银行存款 | 3977   | 18.86%  | 2.80%  | 4046   | 17.24%  | 1.74%  |
| 债券      | 7887   | 37.40%  | 10.68% | 9455   | 40.29%  | 19.87% |
| 股票      | 1370   | 6.49%   | 6.69%  | 1955   | 8.33%   | 42.70% |
| 证券投资基金  | 1861   | 8.82%   | 2.45%  | 1837   | 7.83%   | -1.27% |
| 长期股权投资  | 1333   | 6.32%   | 5.64%  | 1425   | 6.07%   | 6.90%  |
| 财产险公司   |        |         |        |        |         |        |
| 资金运用余额  | 277113 | 100.00% | 11.78% | 326036 | 100.00% | 17.65% |
| 其中：银行存款 | 23699  | 8.55%   | -0.04% | 26148  | 8.02%   | 10.34% |
| 债券      | 133614 | 48.22%  | 23.06% | 169217 | 51.90%  | 26.65% |
| 股票      | 19424  | 7.01%   | 4.16%  | 28731  | 8.81%   | 47.91% |
| 证券投资基金  | 15167  | 5.47%   | 3.03%  | 14767  | 4.53%   | -2.63% |
| 长期股权投资  | 23016  | 8.31%   | 0.93%  | 26099  | 8.00%   | 13.39% |

资料来源：金融监管总局，东莞证券研究所

2025 年上半年，A 股上市险企净投资收益率同比承压，分别为中国人保 3.7%，同比-0.1pct；新华保险 3.0%，同比-0.2pct；中国太保 1.70%，同比-0.1pct；中国平安 1.8%，同比-1.5pct；中国人寿 2.78%，同比-0.25pct。今年二季度长端利率较一季度有所回落，债券再投资收益承压。进入三季度后，长端利率有所回升。在长期资金入市背景下，随着股票市场的企稳回升，公开市场权益品种收益驱动总投资收益率上行，险企总投资收益率表现分化，其中中国人保 5.1%，同比+1.0pct；新华保险 5.9%，同比+1.1pct；中国太保 2.30%，同比-0.4pct；中国人寿 3.29%，同比-0.30pct。

表 3：上市险企投资收益率（%）

|        | 2024Q1 | 2024H1 | 2024Q3 | 2024  | 2025Q1 | 2025H1 |
|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 净投资收益率 |        |        |        |       |        |        |
| 中国人保   | 5.10%  | 3.80%  | 0.00%  | 3.90% | 0.00%  | 3.70%  |
| 新华保险   | 4.60%  | 3.20%  | 0.00%  | 3.20% | 0.00%  | 3.00%  |
| 中国太保   | 4.30%  | 3.60%  | 3.87%  | 3.80% | 3.20%  | 3.40%  |
| 中国平安   | 4.70%  | 3.30%  | 3.80%  | 3.80% | 3.60%  | 3.60%  |
| 中国人寿   | 4.00%  | 3.03%  | 3.26%  | 3.47% | 2.60%  | 2.78%  |
| 总投资收益率 |        |        |        |       |        |        |

|      |       |       |       |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中国人保 | 4.60% | 4.10% | 0.00% | 5.60% | 0.00% | 5.10% |
| 新华保险 | 4.30% | 4.80% | 6.80% | 5.80% | 5.70% | 5.90% |
| 中国太保 | 4.20% | 5.40% | 6.27% | 5.60% | 4.00% | 4.60% |
| 中国平安 | 2.50% | 3.50% | 5.00% | 5.80% | 5.20% | 6.20% |
| 中国人寿 | 3.94% | 3.59% | 5.38% | 5.50% | 2.75% | 3.29% |

资料来源：iFinD，东莞证券研究所 注：中国太保、中国平安未年化投资收益，中国人寿仅年化利息和租金

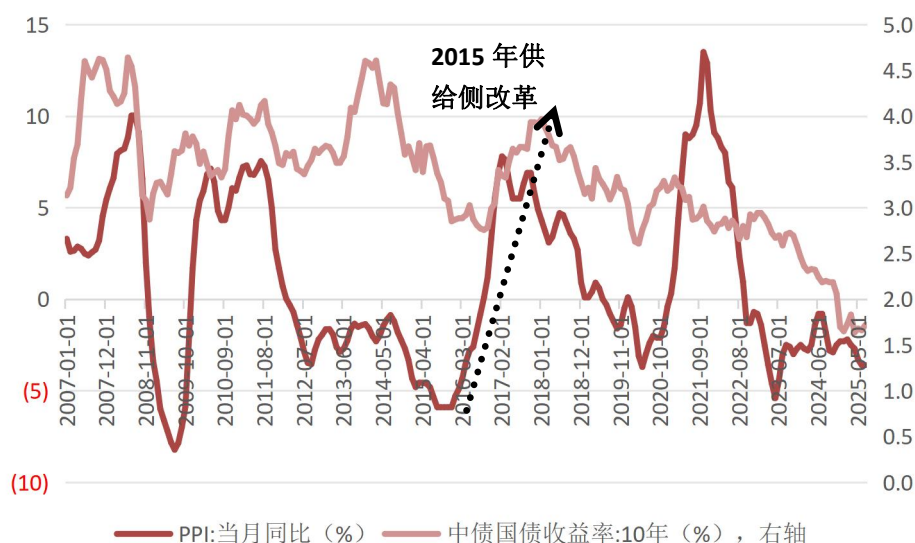
## 2.2 “反内卷”有望修复通胀预期，或将推动长端利率中枢筑底企稳

7月1日，中央财经委员会第六次会议中指出，“纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。”受光伏、化工、新能源汽车等行业快速扩张导致产能过剩的影响，PPI指数增长缺少新动力。

借鉴2015年供给侧改革，“反内卷”有望修复通胀预期，或将推动长端利率中枢企稳上移。2015年末，中央经济工作会议上提出“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”的供给侧结构性改革，通过一系列政策优化供给结构，提升工业企业端盈利能力，推动PPI增长指数由负转正，PPI同比增长率从2015年12月的-5.9%回升至2016年12月的5.5%。在此背景下，PPI指数支撑名义利率修复增长，推动长期利率中枢筑底企稳。10年期国债利率从2015年12月的2.85%逐步回升至2018年1月的3.97%的阶段性高位。本轮“反内卷”有望加速出清过剩产能，提升工业企业端利润，或将提振长端利率筑底企稳。

为匹配负债端的久期和现金流特性，基于资产负债管理原则，保险行业倾向于配置大量固定收益类资产，对于新增投资或再投资的固定收益类资产，长期利率的上升直接提升了这些资产的票面利率或预期收益率，扩大利差空间。

图4：PPI指数与10年期国债收益率（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

## 2.3 保险行业投资权益类资产还有提升空间，入市进程将延续

自 2019 年以来，在宏观经济增速放缓叠加逆全球化等多重因素影响下，我国开启新一轮宽松货币政策周期。央行通过“MLF-LPR-贷款利率”的利率传导机制降低企业居民贷款成本以刺激企业投资及居民消费实现经济平稳有序发展。为缓解银行息差压力，国内银行相继下调各类存款产品的挂牌利率。以中国银行为例，截至 2025 年 5 月，活期存款、六个月定存、1 年期定存、3 年期定存和 5 年期定存利率分别为 0.05%、0.85%、0.95%、1.25%和 1.30%。在“适度宽松”的货币政策背景下，短期内存款利率仍存在一定下降空间。

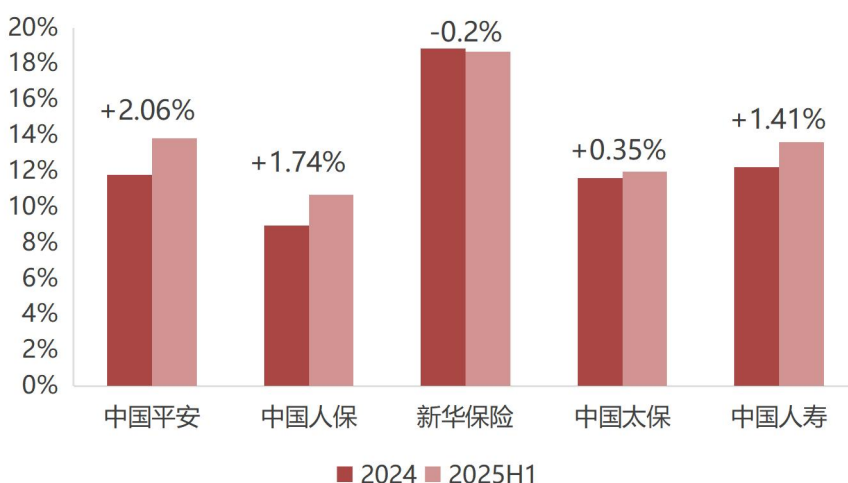
表 4：中国银行存款利率调整情况（%）

| 存款类型           | 存款时间 | 2022 年 9 月 | 2023 年 6 月 | 2023 年 9 月 | 2023 年 12 月 | 2024 年 7 月 | 2024 年 10 月 | 2025 年 5 月 |
|----------------|------|------------|------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|
| 活期存款           |      | 0.25       | 0.20       | 0.20       | 0.20        | 0.15       | 0.1         | 0.05       |
| 定期存款<br>（整存整取） | 六个月  | 1.45       | 1.45       | 1.45       | 1.35        | 1.25       | 1           | 0.85       |
|                | 一年   | 1.65       | 1.65       | 1.55       | 1.45        | 1.35       | 1.1         | 0.95       |
|                | 三年   | 2.60       | 2.45       | 2.20       | 1.95        | 1.75       | 1.5         | 1.25       |
|                | 五年   | 2.65       | 2.50       | 2.25       | 2.00        | 1.80       | 1.55        | 1.3        |

资料来源：中国银行官网，东莞证券研究所

为应对利率下行背景下的利差损风险及资产端与负债端的久期缺口，多数上市险企加大对权益市场的投资。截至 2025 年上半年，5 家 A 股上市险企股票及基金投资占投资组合权重的平均占比为 13.75%，较 2024 年提升 1.07pct。其中平安、人保、新华、太保、国寿占比变化分别为+2.06pct、+1.74pct、-0.20pct、+0.35pct、+1.41pct。

图 5：A 股上市险企对股票及基金投资占投资组合权重（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

在新权益类资产配置比例标准下，险企对权益市场投资仍有增长空间。为优化保险资产配置结构，发挥保险资金价值投资、长期投资优势，提升保险资金服务实体经济质

效，金融监督管理总局于 2025 年 4 月发布《国家金融监督管理总局关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》（以下简称《通知》）。《通知》指出调整保险公司（含保险集团（控股）公司）权益类资产配置比例，其中对上季末综合偿付能力充足率超过 150%（含）低于 250%的，权益类资产账面余额不得高于本公司上季末总资产的 30%；对上季末综合偿付能力充足率超过 250%（含）低于 350%的，权益类资产账面余额不得高于本公司上季末总资产的 40%。对比 2025 年上半年权益类资产投资权重，A 股上市险企对权益资产的投资仍有提升空间，结合当前利率下行背景，险资入市进程有望延续。

表 5：上市险企 2025H1 权益类资产投资权重及监管权重上限

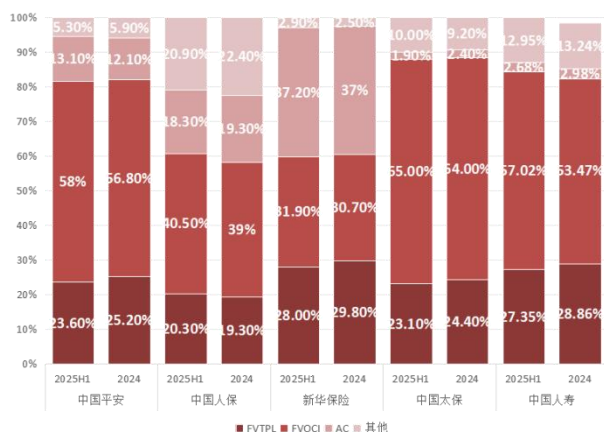
| 证券名称 | 2025H1 综合偿付能力充足率 | 权益类资产投资权重监管上限 | 2025H1 权益类资产投资权重 |
|------|------------------|---------------|------------------|
| 中国平安 | 164.92%          | 30%           | 13.84%           |
| 中国人保 | 219.97%          | 40%           | 10.69%           |
| 新华保险 | 165.37%          | 40%           | 18.65%           |
| 中国太保 | 169.56%          | 40%           | 11.96%           |
| 中国人寿 | 129.20%          | 30%           | 13.62%           |

资料来源：iFinD，金融监管总局官网，东莞证券研究所

## 2.4 险企倾向配置高股息资产以减少利润表收益波动

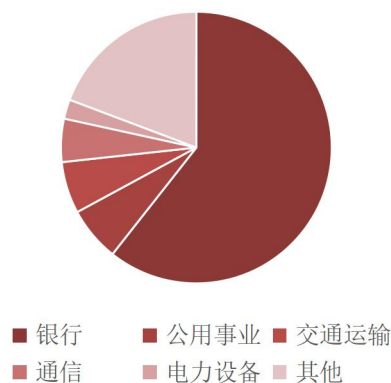
在新金融工具准则下，险企在权益市场直接投资的权益类资产，多数将以 FVTPL（以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产）直接计入当期损益，利润表对权益市场波动更为敏感。为避免利润波动过大，保险公司更倾向于配置波动率较小、分红稳定且估值合理的资产，并将其计入 FVOCI（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产）中，将分红计入利润表，基于以上考虑，稳定盈利、分红率高的高股息资产持续获得险资的青睐。根据 2025 年上半年险资的持仓结构，险资投资行业分布集中在银行、公用事业和交运等高股息行业。

图 6：上市险企投资资产按会计核算方法分类（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 7：上市险企投资持仓行业分布（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

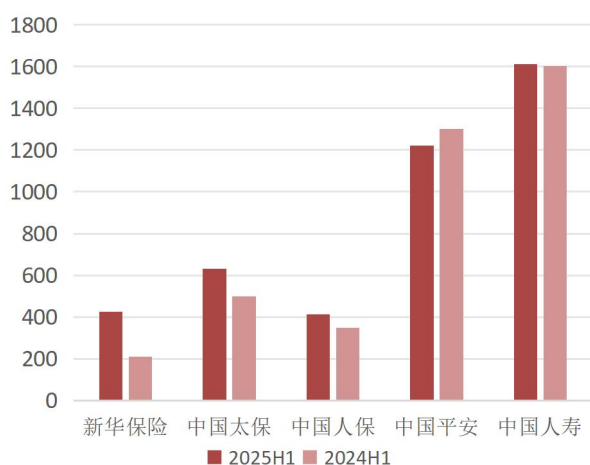
### 3. 负债端：负债成本压力缓解，利差空间边际扩大

#### 3.1 人身险

##### 3.1.1 银保渠道新单保费增长亮眼，个险渠道普遍承压

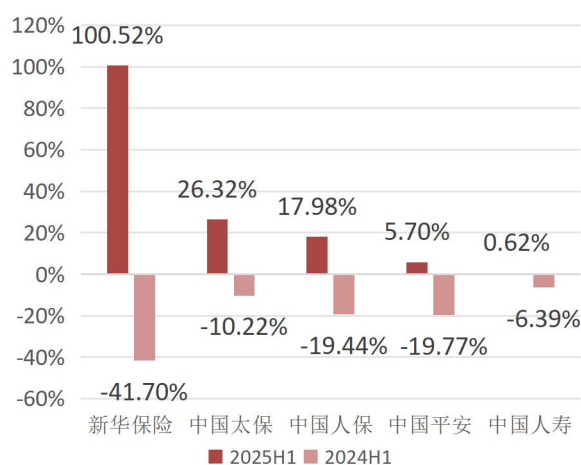
2025H1 上市险企寿险新单保费同比实现“四升一降”。五家 A 股上市险企中，新华保险、中国太保、中国人保、中国人寿寿险新单保费同比均实现正增长，增速分别为 100.52%、26.32%、17.98%、0.62%。中国平安表现承压，新单保费同比-6.09%。其中新华保险在个险渠道和银保渠道的新单保费均实现快速增长，双轮驱动实现亮眼增速。

图 8：上市险企寿险新单保费额（亿元）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 9：上市险企寿险新单保费同比增速（%）



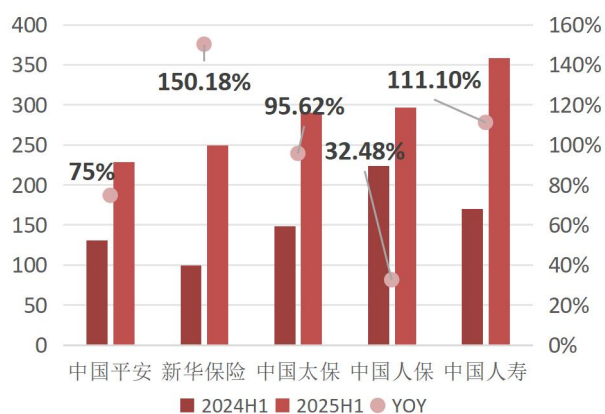
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

分渠道看，银保渠道提供主要的增长动力。新华保险、中国人寿、中国太保、中国平安、中国人保 2025H1 银保渠道新单保费增速分别为 150.18%、111.10%、95.62%、74.67%、32.48%。银保渠道增长主要受益于深化执行“报行合一”政策及放开银保合作“1+3”限制，叠加去年同期为“报行合一”的实施过渡期，导致低基数的影响。展望后续，在银行存款利率下行背景下，代销保险产品可提升银行中间业务收入，缓解一定净息差下行压力，且保本保息的储蓄险产品将继续受到市场青睐，银保渠道有望成为险企新单保费增长的驱动力。

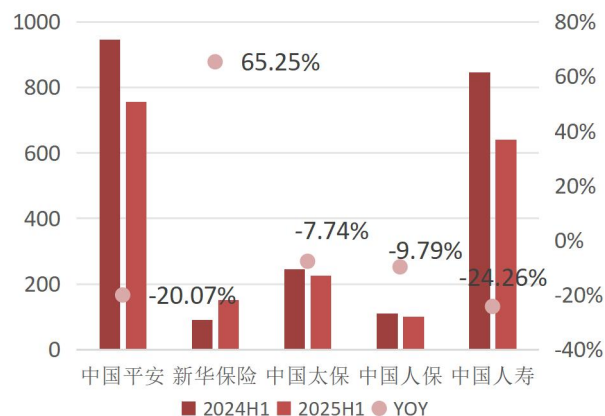
受代理人体系改革及分红险转型影响，2025H1 上市险企个险渠道新单保费普遍承压。2025H1 中国平安、中国人寿个险渠道新单保费同比下降超 20%，中国人保、中国太保降幅在 10%以内，仅新华保险新单保费实现 65.25%增长。在“报行合一”实施背景下，代理人激励机制及业务结构仍在逐步改善，个险渠道新单保费增长承压。个险队伍规模整体降幅有所收窄，2025H1 五家上市险企代理人数量合计 133.02 万人，同比下降 3.12%，较 2024 年末下降 3.97%。其中，中国平安、中国人保、中国人寿代理人数量较 2024 年末分别下降 6.34%、4.35%、3.74%。在“报行合一”政策引导下，保险代理人结构持续优化，聚焦高质量队伍建设发展。

图 10：上市险企银保渠道新单保费（亿元，%）

图 11：上市险企个险渠道新单保费（亿元，%）

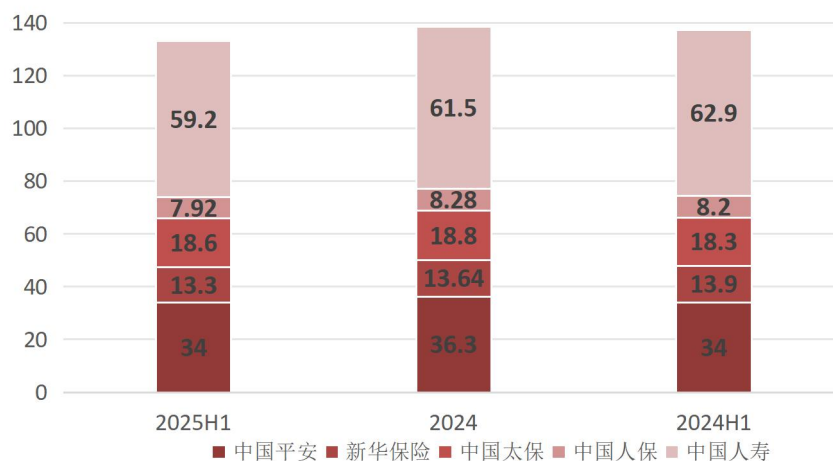


资料来源：iFinD，东莞证券研究所



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 12：上市险企险代理人人数（万人）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

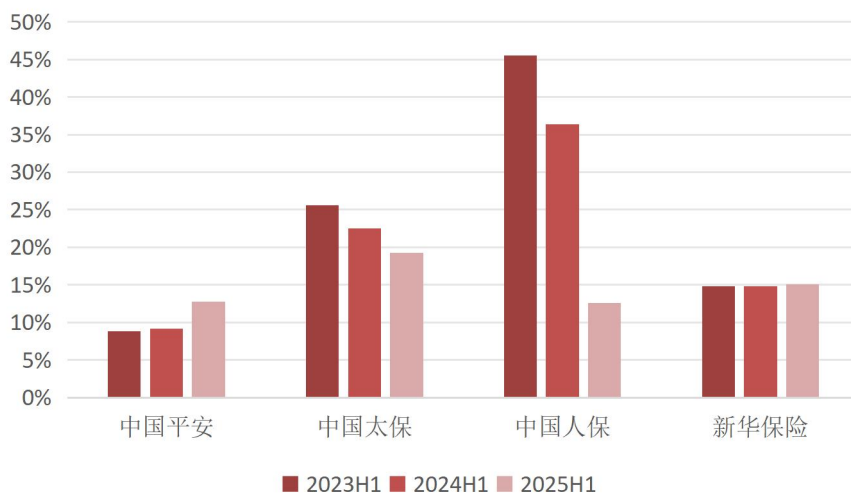
### 3.1.2 预定利率再次下调，分红险价值更凸显

长期利率下行背景下，各险企的主流储蓄险产品正在积极从增额终身寿险切换为分红险，以缓解负债端刚性成本压力。从新单保费角度分析，分红险占比快速提升。（1）中国太保 2025 上半年新保期缴中分红险占比提升至 42.5%，其中代理人渠道新保期缴中分红险占比达 51.0%。（2）中国人寿个险渠道分红险实现快速增长，占个险渠道首年期交费比重超 50%。（3）新华保险分红险新单保费占比提升至 11.68%。

从总保费结构分析，分红险总保费占比表现分化。2025 年上半年中国平安、新华保险分红险总保费占比分别提升 3.66pct、0.26pct 至 12.79%、15.07%，中国人保、中国太保占比分别下降 23.80pct、3.20pct 至 12.60%、19.28%。分红险产品处于转型初期，对总保费贡献相对有限。自 2023 年以来人身险产品预定利率上限从 3.5% 逐步降至 2025 年的 2.0%，促使行业迎来“炒停售”的高峰，传统人身险的续期保费对总保费的贡献相对较大。

展望后续，随着9月起多家险企下调其预定利率，普通、分红、万能保险产品预定利率最高值从2.5%、2.0%、1.5%分别下调至2.0%、1.75%、1.0%，普通险与分红险预定利差收窄至25bp。叠加长期利率下行背景，分红险吸引力将有所提升，各险企主推的分红险有望逐步代替增额终身寿险，成为保费增长的主力担当。对于险企自身来说，产品的切换有利于更好地应对利率下行周期资产配置的压力和投资收益波动，对分散部分利差损风险也有积极意义。未来，随着人口老龄化进程加速，分红型保险或与养老保险产品的深度融合展现出无限潜力与广阔的探索空间。

图 13：上市险企分红险产品占总保费比重（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所 注：中国平安、中国太保为规模保费口径，中国人保、新华保险为原保费收入口径

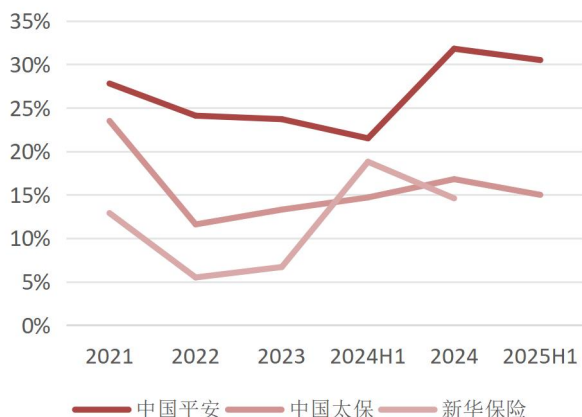
### 3.1.3 NBV 在 NBVM 增长驱动下，实现双位数增长

**NBVM 延续增长趋势。**2025 年上半年，中国平安、中国太保 NBVM（新业务价值率）同比延续增长趋势，分别增长 9.0pct、0.30pct 至 30.5%和 15.0%，预计全年行业整体 NBVM 水平将会出现一定程度提升。一是考虑到监管政策引导的成本优化，在“报行合一”的背景下，险企有效控制渠道费用率，减轻成本压力；二是在日益趋严的政策监管以及下调预定利率的背景下，各险企正逐步优化产品结构，减少对趸缴型业务的依赖，同时提升高价值产品的销售比例，如年金险和增额终身寿险等，这些产品通常具有更高的保费和更长的保障期限，有利于带动新业务价值率的提升；三是目前整个寿险行业正处于“规模转型”向“质量提升”的转型过程中，各险企更加注重个险渠道的建设与深耕，通过提升代理人队伍质效，助推新业务价值率提升，如 2025 年上半年，中国平安代理人渠道人均新业务价值同比增长 17.0%，新华保险个险月均人均综合产能同比增长 74%，代理人产能的提升将直接带动 NBVM 的增长。

**上市险企 NNB 增速实现双位数增长。**具体表现为：人保寿险以 71.7%的增速领先，其次是新华保险（58.4%）、中国平安（39.8%）、中国太保（32.3%）、中国人寿（20.3%）。新业务价值（NBV）的计算公式为首年保费（FYP）乘以新业务价值率（NBVM）。新单保费在个险渠道转型承压的情况下，银保渠道强势补位。新业务价值率受益于“报行合一”

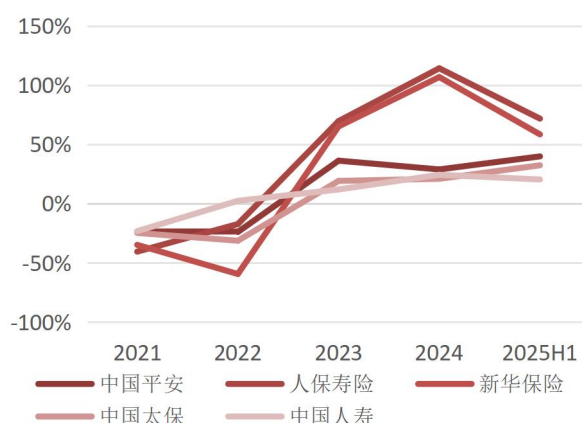
及预定利率下调, 预计 2025 年全年有望延续增长势头, 提振 2025 年全年 NBV 增长。

图 14: 平安、太保、新华寿险 NBVM (%)



资料来源: iFinD, 东莞证券研究所

图 15: 上市险企 NBV 增速 (%)



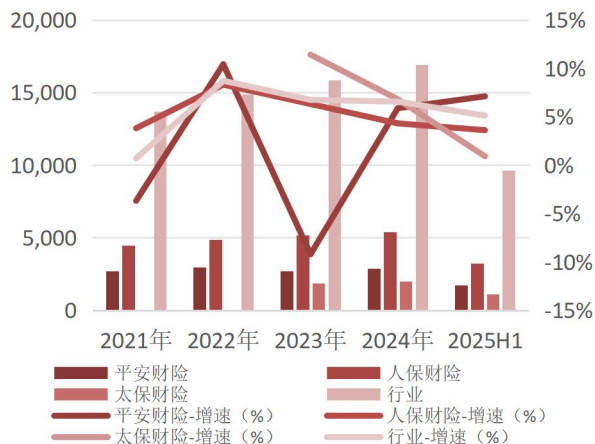
资料来源: iFinD, 东莞证券研究所

### 3.2 财险: 车险稳增, 非车险增长分化

**平安财险增速领先行业。**2025 年上半年, 平安财险、人保财险、太保财险分别实现原保险保费收入 1719、3233 和 1128 亿元, 同比增速分别为 7.10%、3.60%和 0.90%, 平安财险同比增速领先行业增速的 5.10%, 人保财险及太保财险增速有所放缓。分险种来看, 受益于国内机动车保有量的平稳增长, 车险原保费收入延续增长趋势。非车险表现分化, 其中平安非车险同比增长 13.82%, 是平安财险保费增速的主要驱动力之一。

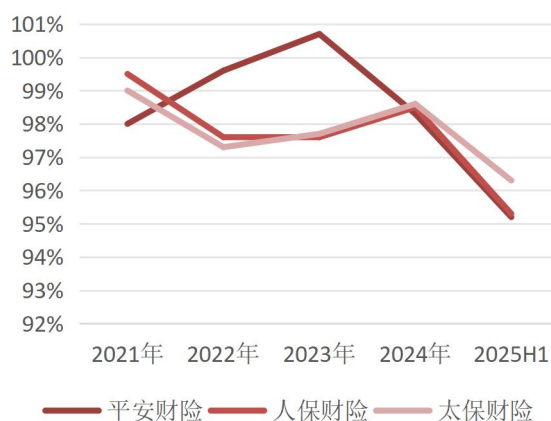
**2025 年上半年上市险企财险综合成本率均实现改善。**2025 年上半年, 平安、太保和人保财险综合成本率分别为 95.2%、96.3%和 95.3%, 分别同比-2.6、-0.8 和-1.5 个百分点。主要受益于车险费用优化, 强化精细化管理, 叠加综合赔付率较 2024 年末有所优化, 2025H1 三家财险公司平均综合赔付率为 70.33%, 较 2024 年末优化 1.23 个百分点。

图 16: 财险原保费收入增长情况 (亿元, %)



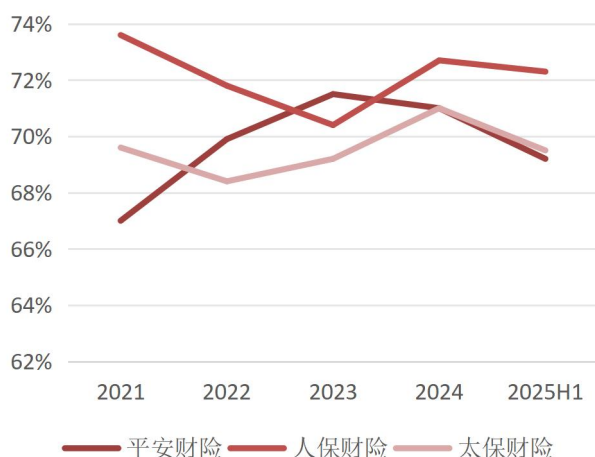
资料来源: iFinD, 东莞证券研究所

图 17: 上市险企综合成本率 (%)



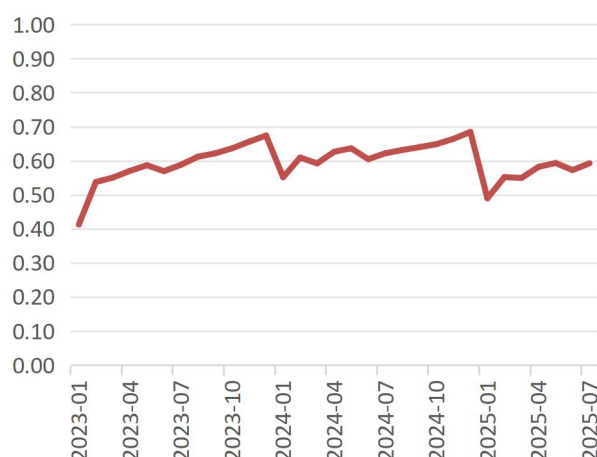
资料来源: iFinD, 东莞证券研究所

图 18：上市险企综合赔付率（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 19：保险业财险赔付率（%）



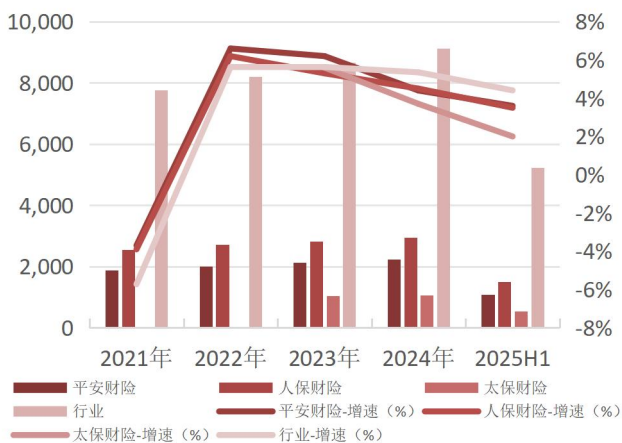
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

### 3.2.1 车险：车险保费延续增长趋势，综合成本率均有所优化

2025 年上半年，平安财险、人保财险、太保财险车险保费增速分别为 3.60%、3.50%、2.80%，均低于行业平均车险保费增速的 4.41%。综合成本率方面均有所优，平安财险、人保财险、太保财险综合成本率同比分别优化 2.6pct、2.2pct、1.8pct。其中平安财险受益于深化车险““报行合一””改革及费用精细化管理、优化费用投入。

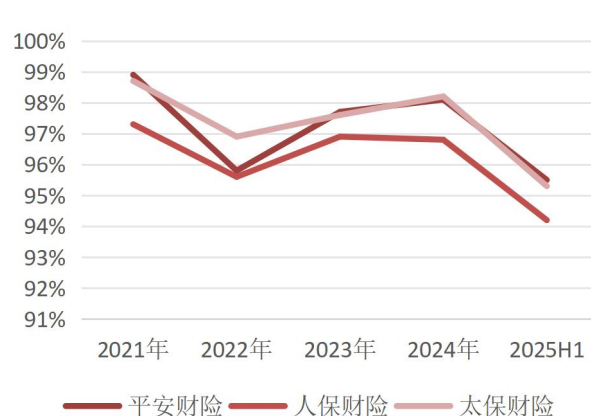
**预计 2025 年全年车险保费保持平稳增长。**近年来，在一系列汽车下乡、以旧换新、购置税减免等促销政策推动下，国内汽车年销量稳步提升，机动车保有量于 2022 年突破 4 亿辆大关，在高基数的影响下增速有所放缓。从结构上看，新能源汽车渗透率快速提升，基本维持 50%以上。相较于传统燃油汽车，新能源汽车维修成本及赔付率相对较高，故车均保费水平更高。各上市险企紧抓新能源车发展机遇，不断强化精细化管理，深化客户经营，提高客户留存率，推动车险保费稳步增长。在当前汽车行业发展背景及险企内部强化精细化管理的双轮驱动下，全年车险有望延续稳健增长态势。

图 20：车险保费收入增长情况（亿元，%）



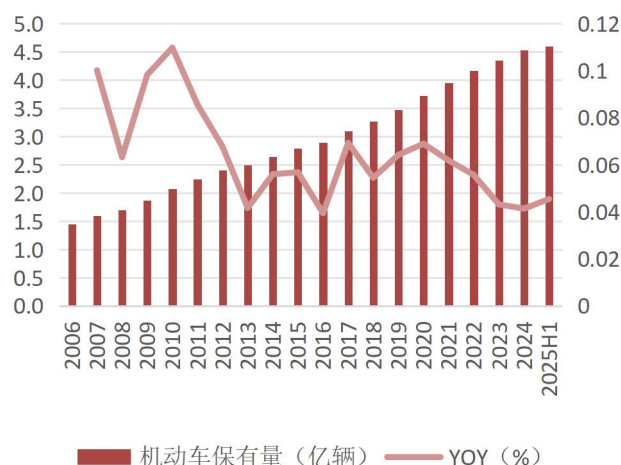
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 21：车险综合成本率（%）



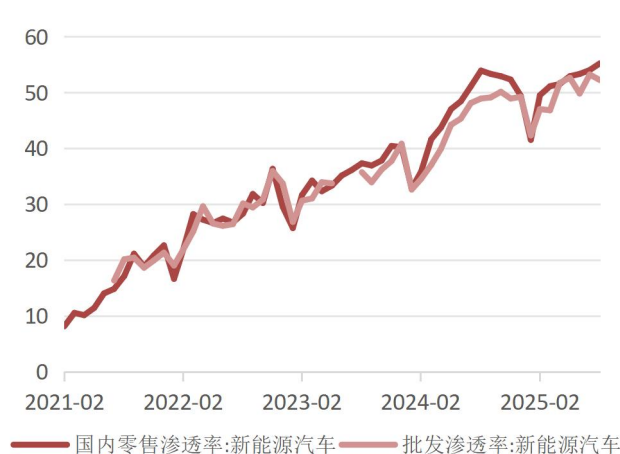
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 22：全国汽车保有量（亿辆，%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 23：新能源汽车渗透率（%）



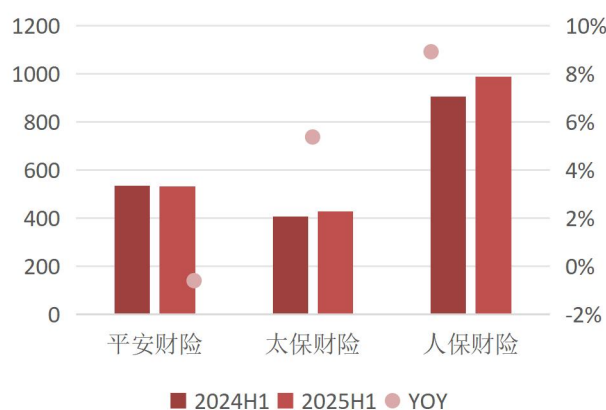
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

### 3.2.2 非车险：平安财险实现较快增长

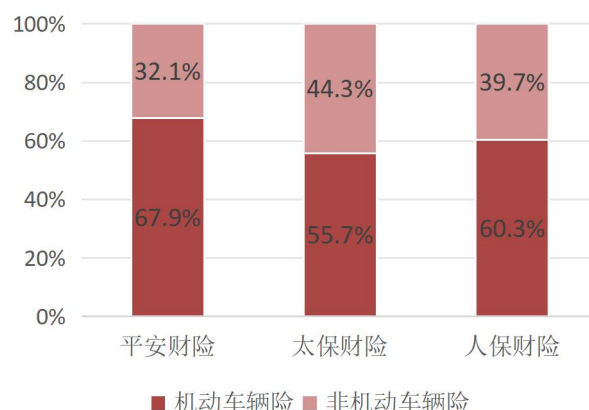
2025 年上半年，A 股险企非车险原保费收入表现分化，平安财险实现原保费收入 632.46 亿元，同比增长 13.82%，收入占比提升至 37%。太保财险及人保财险表现相对稳定，非车险原保费收入分别实现 591.54 亿元、1792.17 亿元，同比分别-0.81%、3.81%。各险企围绕国家战略和政策导向。目前，车险作为强制性购买的保险产品，其市场渗透率已经处于较高的水平，其增长速度可能受限于市场的饱和度和监管法规的限制。而非车险市场包含健康险、农险、责任险等众多种类，其潜在客户群体从个人到企业更为广泛，经济发展与创新动能也将带动非车险市场发展，具备更大的发展潜力与空间。2024 年行业非车险保费占比已提升至 45.96%，创历史新高。

各险种非车险综合成本率表现分化，平安财险方面，责任险/健康险/农业险综合成本率分别同比-0.4pct/-6.1pct/+2.1pct，太保财险方面，责任险/健康险/农业险综合成本率分别同比 0pct/-1.5pct/+1.0pct，人保财险方面，责任险/意健险/农业险综合成本率分别同比-0.5pct/+1.9pct/-0.9pct。整体来看，非车险综合成本率逊于车险，部分险种费用率大于 100%，处于亏损状态。为进一步强化财险公司费用率管理，国家金融监管总局于 10 月 10 日发布《关于加强非车险业务监管有关事项的通知》，进一步明确非车险端的“报行合一”管控，有望优化财险公司承保表现，实现量、费改善。

图 24：上市险企非车险原保费收入增长情况（亿元，%）图 25：上市险企 A 股非车险保费收入占比（%）

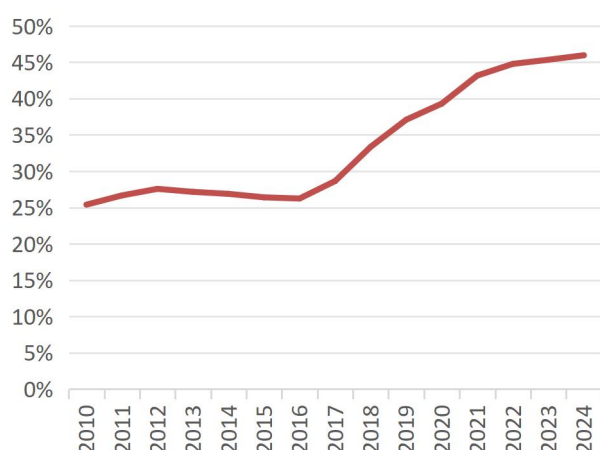


资料来源：iFinD，东莞证券研究所



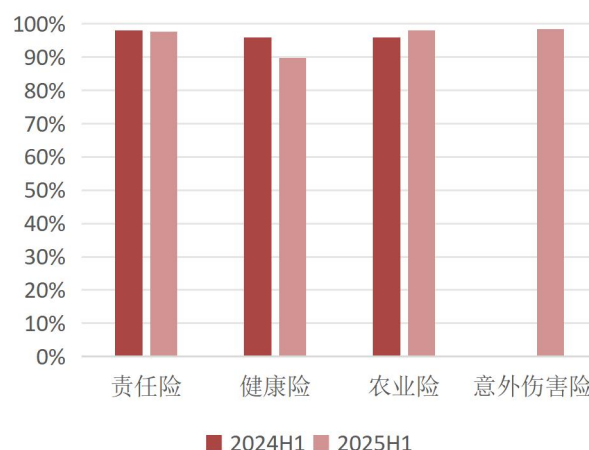
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 26：保险行业非车险的构成占比（亿元）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 27：平安财险各险种综合成本率（%）



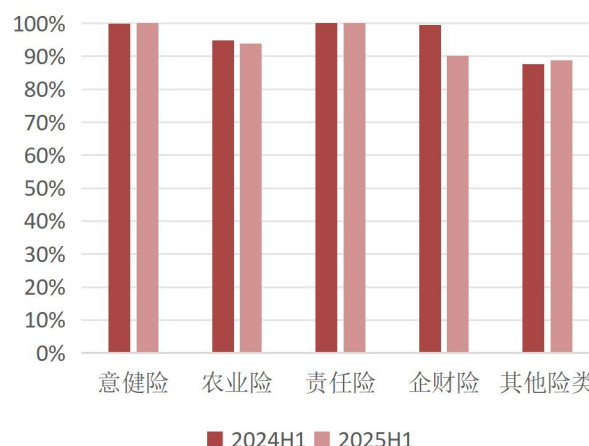
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 28：太保财险各险种综合成本率（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 29：人保财险各险种综合成本率（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

## 4.投资策略

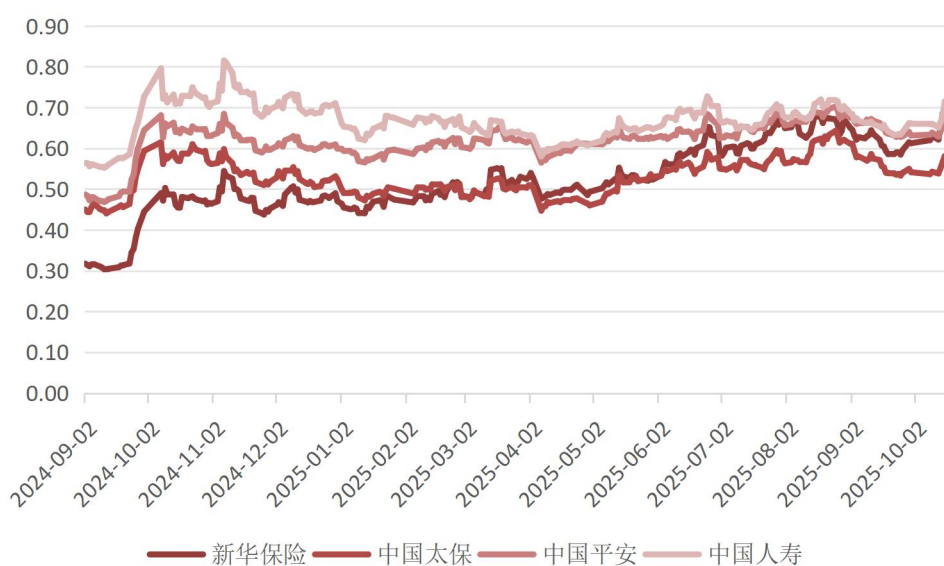
展望 2025 年全年，负债端难成拖累，未来估值修复的轨迹，核心仍聚焦于资产端的修复情况与增长潜力，重点关注长端利率与权益市场的表现。

**寿险将继续延续景气增长。**预计在“报行合一”以及下调预定利率的背景下，险企有效控制渠道费用率，减轻成本压力，叠加产品结构优化与代理人产能提升将直接带动 NBVM 的提升，助推 NBV 延续增长态势。在低利率环境下，分红险的“保底+分红”价值更加凸显，各寿险公司主打产品或将逐步从增额终身寿险切换为分红险，有利于险企更好地应对利率下行周期资产配置的压力和投资收益波动，对分散部分利差损风险也有积极意义。展望下半年，8 月预定利率下调前触发“炒停售”小高峰，负债端延续景气增长，难成估值拖累，而估值的抬升幅度主要取决于资产端的修复机会，重点关注长端利率、权益市场的表现。

**产险中非车险或成新动能。**非车险市场包含健康险、农险、责任险等众多种类，其潜在客户群体从个人到企业更为广泛，经济发展与创新动能也将带动非车险市场发展，具备更大的发展潜力与空间。近年来行业非车险保费占比稳步提升，具备更大的发展潜力与空间。此外，国家金融监管总局进一步明确非车险端的“报行合一”管控，有望优化财险公司承保表现，实现量、费改善。

**投资将成估值修复关键要素。**在长期资金入市背景下，随着股票市场的企稳回升，公开市场权益品种收益驱动总投资收益率上行，若本轮牛市行情延续至年末，权益类资产投资权重较大的险企将获益。此外，在股债跷跷板效应推动下，长期利率企稳回升，缓解利差压力，抬升权益资产内在价值，利好板块估值向上修复。

图 30：上市险企 PEV 走势（%，截至 10 月 20 日）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

**维持行业“超配”评级。**个股建议关注 NBV 增速、财险保费增速领先的中国太保（601601），率先进行寿险改革、渠道转型的中国平安（601318），寿险业务稳健的中国人寿（601628），资产端弹性较大、估值较低的新华保险（601336）。

表 6：重点公司估值及盈利预测（截至 2025 年 10 月 20 日）

| 代码     | 简称   | 股价（元） | BVPS（元） |       |       | PB(X) |       |       | 评级 | 评级变动 |
|--------|------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|----|------|
|        |      |       | 2024A   | 2025E | 2026E | 2024A | 2025E | 2026E |    |      |
| 601601 | 中国太保 | 37.07 | 30.29   | 33.51 | 37.76 | 1.22  | 1.11  | 0.98  | 买入 | 维持   |
| 601318 | 中国平安 | 57.90 | 50.99   | 55.17 | 59.59 | 1.14  | 1.05  | 0.97  | 买入 | 维持   |
| 601628 | 中国人寿 | 42.50 | 18.03   | 21.32 | 23.97 | 2.36  | 1.99  | 1.77  | 买入 | 维持   |
| 601336 | 新华保险 | 67.26 | 30.85   | 33.66 | 39.54 | 2.18  | 2.00  | 1.70  | 买入 | 维持   |

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

## 5.风险提示

代理人流失超预期、产能提升不及预期、银保渠道发展不及预期导致保费增速下滑的风险；

长端利率快速下行导致资产端投资收益率超预期下滑的风险；

监管政策持续收紧导致新保单销售难度加大的风险。

**东莞证券研究报告评级体系：**

| 公司投资评级 |                                                                      |
|--------|----------------------------------------------------------------------|
| 买入     | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上                                          |
| 增持     | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间                                       |
| 持有     | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间                                           |
| 减持     | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上                                           |
| 无评级    | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内 |
| 行业投资评级 |                                                                      |
| 超配     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上                                        |
| 标配     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间                                        |
| 低配     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上                                        |

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

| 证券研究报告风险等级及适当性匹配关系 |                                                                          |
|--------------------|--------------------------------------------------------------------------|
| 低风险                | 宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告                                                  |
| 中低风险               | 债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告                                                   |
| 中风险                | 主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告                                             |
| 中高风险               | 创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告 |
| 高风险                | 期货、期权等衍生品方面的研究报告                                                         |

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn