

保险 II 行业深度报告

保险股历史行情复盘——哪些因素是保险股行情的催化剂？

增持（维持）

投资要点

■ **保险股上市以来累计收益显著跑赢市场。**自保险股 2007 年 A 股上市以来，截至 2025 年 10 月 10 日，保险指数累计上涨 165%，超额收益为 55%，其中半数以上年份可以实现超额收益，2014、2017、2022 和 2024 年实现了 20% 以上的超额收益。

■ **股市行情、长端利率走势和负债端表现是催化保险股行情的三大核心要素。**保险公司利润来自“三差”，因此行情催化剂主要与相关因素有关。1) 股市行情对保险公司投资收益率和当期损益影响较大，历史上保险指数走势与大盘相关性很高，牛市是催化保险股行情的关键因素。2) 利率水平是影响保险公司长期利差空间的基础因素，对于险企产品销售、投资收益率表现和准备金计提等多方面因素均有影响。整体上看，利率上行容易激发险企独立行情与超额收益表现。3) 负债端表现是评估保险公司经营情况的重要侧面，一般以新单保费和 NBV 等指标为核心，通常负债端不容易单独驱动独立行情，但对于板块超额收益水平亦有影响。4) 从个股影响因素上来看，通常负债端表现以及公司特定事件（转型改革、管理层变动）等对于估值的影响较为显著。

■ **通过梳理近年来保险板块的五次典型行情，发现初期行情更多由股市上涨带动，但是超额收益的产生通常需要长端利率和负债端基本面的配合。**1) **2014-2015 年：主要受权益牛市和负债端高增长双重因素带动。**其中股市大涨显著提高了保险公司投资收益率与 ROE 水平；负债端利率市场化改革提升了保险产品吸引力，代理人规模大幅增长，NBV 增速达到历史高位。而长端利率趋势性下降是导致保险板块未能取得显著超额收益的重要原因。2) **2017 年：利率+权益+负债端表现三重利好，价值转型深化催化出显著超额收益。**2017 年经济预期改善推动长端利率趋势性上行，股市呈现偏重于蓝筹股的结构行情，利好保险股重仓板块；负债端开门红表现亮眼，且业务结构价值转型成果显著。该段行情内保险股绝对涨幅达 111%，相对收益达 88%。3) **2019 年：股市走强+负债端复苏带动，但超额收益更多来自利率上行阶段。**2019 年经济复苏叠加政策趋于宽松带动股市上涨，保险公司投资收益率随之提升，同时负债端逐步从 134 号文影响下恢复增长。行情前期长端利率横盘震荡，保险股超额收益不明显，在 2019 年 4 月利率显著上行后才形成明显超额收益。4) **2020 年：投资端权益与利率均有利好，但负债端承压拖累了超额收益表现。**2020Q2 伴随疫情影响减弱与宏观经济复苏，股市迎来持续上涨，长端利率亦明显修复上行，但是由于负债端新单保费与 NBV 增速承压，人力规模下滑，保险板块虽然绝对涨幅约 46%，但超额收益表现并不理想。5) **2022-2023 年：资产负债共振带来显著绝对收益与相对收益。**2022 年 11 月国内疫情防控政策优化，经济预期改善预期带动股市大涨+利率上行。同时负债端经历连续下滑后，新单保费与 NBV 重回正增长，叠加 23Q1 净利润高增，驱动保险股行情大幅走强。

■ **当前保险板块资产负债两端均有改善，板块估值与公募持仓仍处低位。**1) 2024 年以来，资产端因素是驱动保险板块行情的主动力，其中股市因素影响显著。2) 板块基本面向好：① 资产端：Q3 股市走强，考虑到上市险企权益投资规模同比大幅增长，预计 Q3 净利润有望克服高基数压力实现稳健表现。长端利率企稳利好保险固收类资产配置，若后续持续上行，则大幅利好保险股估值继续修复。② 负债端：预计全年 NBV 维持较快增速，预定利率再下调将推动分红险转型进程加速，利好负债成本继续改善。下调后保险产品预定利率仍高于银行存款，具有相对吸引力，对 2026 年新单保费持乐观预期。3) 目前板块估值和公募持仓仍处于历史低位，行业维持“增持”评级。

■ **风险提示：**长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单增长不及预期。

2025 年 10 月 14 日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

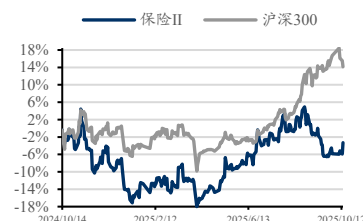
sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 曹锐

执业证书：S0600524120004

caok@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《非车险“报行合一”落地，预计推动行业盈利表现改善》

2025-10-10

《推动健康险高质量发展，分红型健康险产品将回归市场》

2025-09-30

内容目录

1. 保险板块股价历史走势	5
2. 哪些因素容易催化保险板块行情?	6
2.1. 保险公司的“三差”决定了行情影响因素	6
2.2. 股市表现: 影响保险公司投资收益的短期关键因素	7
2.3. 利率走势: 保险公司长期利差贡献的重要基础	9
2.4. 负债端: 以新单保费及NBV为核心指标	10
2.5. 政策红利或对行业产生长远影响, 易引发独立行情	11
2.6. 影响个股行情的主要因素	11
3. 保险板块历史典型行情梳理	12
3.1. 2014-2015: 权益与价值共振, 长端利率下行压制超额收益	12
3.1.1. 板块行情: 权益牛市+负债端高景气度带来显著行情	12
3.1.2. 个股表现: 特殊事件影响下国寿明显跑赢同业	15
3.2. 2017: 利率大幅上行+价值转型深化, 催化出显著超额收益	16
3.2.1. 板块行情: 利率+权益+负债端三重利好带动	16
3.2.2. 个股表现: 负债端表现偏弱, 国寿涨幅落后同业	18
3.3. 2019年: 股市走强叠加负债端复苏, 超额收益更多来自利率修复	19
3.3.1. 板块行情: 股市走强+负债端恢复双重催化, 长端利率影响超额收益	19
3.3.2. 个股表现: 国寿行情前期表现亮眼, 改革转型是估值提振主因	21
3.4. 2020年: 投资端表现较佳, 负债端承压影响超额收益	22
3.4.1. 板块行情: 股市+利率向上带动行情, 负债端承压拖累超额收益表现	22
3.4.2. 个股表现: 国寿、新华领先同业, 纯寿险标的估值弹性优势明显	25
3.5. 2022-2023年: 资负共振带来显著绝对收益与相对收益	25
3.5.1. 板块行情: 资负共振带来绝对收益和相对收益均突出	25
3.5.2. 个股表现: 受益于业绩指标领先, 新华保险股价涨幅显著	27
4. 如何看待保险股当前投资价值?	27
4.1. 2024年以来保险股累计超额明显, AH价差显著收窄	27
4.2. 未来有哪些驱动保险板块股价向上的催化剂?	29
5. 风险提示	33

图表目录

图 1:	上市以来保险指数累计涨幅跑赢大盘（截至 2025.10.10）	5
图 2:	上市以来中国平安与新华保险累计涨幅较高	6
图 3:	保险公司盈利模式与利润来源	7
图 4:	保险公司行情影响因素分析	7
图 5:	2025 年中报上市险企 VIF 与 NBV 对投资收益率敏感性	8
图 6:	股市波动与险企总投资收益率水平相关性较强	9
图 7:	新会计准则下上市险企业绩受股市影响大	9
图 8:	保险公司利差水平的利率周期示意图	10
图 9:	2016 年以来保险指数与长端利率走势对比	10
图 10:	2014 年以来保险板块有五次典型的向上行情	12
图 11:	2014-2015 年保险板块行情走势	13
图 12:	2013-2015 年权益类投资和另类投资占比大幅提高	13
图 13:	2013-2015 年分红险、万能险占比有所下降，传统险占比大幅提升	14
图 14:	2013-2015 年保险行业代理人产能提升	14
图 15:	2014-2015 年保险个股行情走势	15
图 16:	2017 年保险板块行情走势	16
图 17:	2017 年行情期间各行业板块股价涨跌幅情况（%）	17
图 18:	上市寿险公司的代理人规模与增速	18
图 19:	2017 年保险个股行情走势	19
图 20:	2019 年保险板块行情走势	19
图 21:	2019 上半年上市险企年化总投资收益率情况	20
图 22:	2019 上半年上市险企年化综合投资收益率情况	20
图 23:	2019 年行情中长端利率变化与保险板块超额收益水平相关性较为显著	20
图 24:	上市寿险公司的长期保障型业务（或健康险）占新单保费的比例	21
图 25:	2019 年上半年保险个股行情走势	21
图 26:	2019 年上半年中国人寿 NBV 增速明显领先同业	22
图 27:	2020 年保险板块行情走势	23
图 28:	2020 年上市险企投资收益率情况	23
图 29:	2020 年上市保险公司的寿险首年期交保费及其增速	24
图 30:	2020 年上市险企 NBV Margin 明显下降	24
图 31:	2020 年保险个股行情走势	25
图 32:	2022-2023 年保险板块行情走势	26
图 33:	2023 年上半年上市险企个险新单期缴保费增速	27
图 34:	2023 年上半年上市险企 NBV 同比增速	27
图 35:	2022-2023 年保险个股走势	27
图 36:	2024 年以来保险股走势	28
图 37:	2025 年 A 股和 H 股上市险企股价累计涨幅	28
图 38:	2016 年以来上市险企 H 股相对 A 股折价率走势	29
图 39:	2025H1 新单保费同比增速较上年回升	30
图 40:	2025H1 上市险企 NBV 保持较快增长	30
图 41:	上市险企 VIF 对投资收益率敏感性开始下降	30
图 42:	上市险企 NBV 对投资收益率敏感性普遍改善	30

图 43: 2025 年十年期国债到期收益率企稳上行 (%)	32
图 44: A 股寿险公司历史 PEV 估值走势 (倍)	32
图 45: H 股寿险公司历史 PEV 估值走势 (倍)	32
图 46: 目前公募基金对保险股持仓仍处于历史低位	33
表 1: 上市以来保险板块年度超额收益情况	5
表 2: 四家上市保险公司投资资产结构	8
表 3: 上市险企股票投资中有相当部分分类为 FVTPL	9
表 4: 2014 年以来保险板块典型行情情况梳理	12
表 5: 2017 年单季上市险企个险新单保费收入 (亿元) 及增速	17
表 6: 2017 年下调主力产品预定利率	18
表 7: 近年来上市险企股票+权益基金投资规模与占比情况	31

1. 保险板块股价历史走势

上市以来保险股累计收益跑赢市场，实现超额收益 55%。自保险股 2007 年 A 股上市以来，截至 2025 年 10 月 10 日，保险指数累计上涨 165%，同期沪深 300 指数上涨 110%，保险板块相对收益为 55%。同期，从时点值看，十年国债收益率 2007 年初为 3.02%，目前为 1.85%左右，下降约 118bps。

图1：上市以来保险指数累计涨幅跑赢大盘（截至 2025.10.10）



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：本文中保险指数均采用中信行业指数-保险 II，下同

从年度来看，2014 年和 2017 年保险板块实现绝对收益与相对收益双优表现。保险股上市以来共计 19 个年度（2025 年数据为截至 10 月 10 日），其中：1）有 10 年可以实现正收益，其中有 5 年绝对收益幅度在 50%以上，分别为 2007 年（84%）、2009 年（107%）、2014 年（87%）、2017 年（84%）和 2019 年（52%）。2）有 11 年可以实现超额收益，其中有 4 年超额收益在 20%以上，分别为 2014 年（35%）、2017 年（62%）、2022 年（22%）和 2024 年（28.6%）。

表1：上市以来保险板块年度超额收益情况

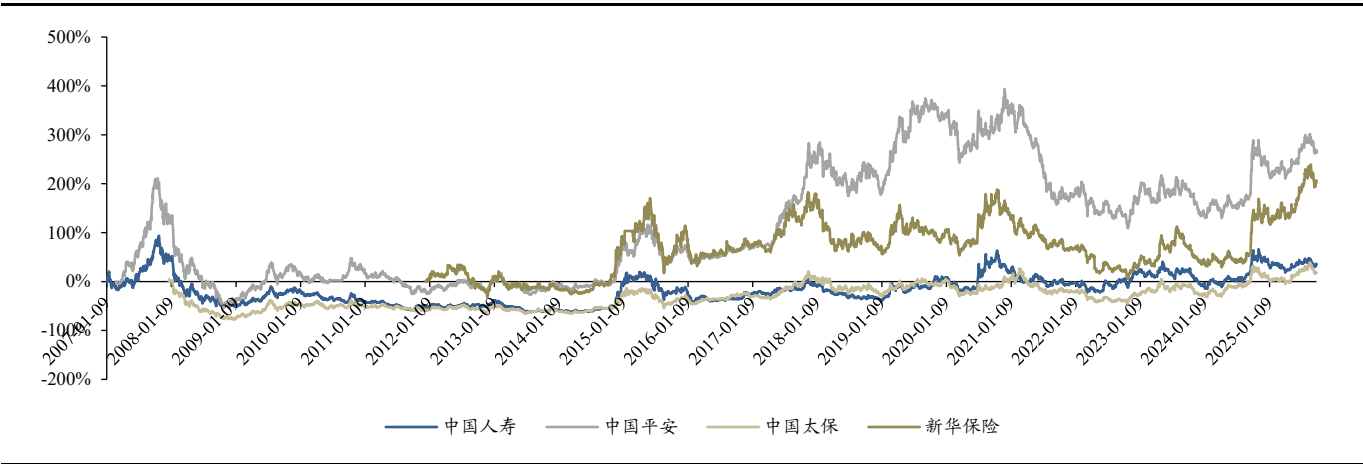
	保险股票累计收益率	市场累计收益率 (沪深 300)	保险超额收益率
2007 年（1 月 10 日起）	84.0%	142.6%	-58.6%
2008 年	-74.2%	-65.9%	-8.2%
2009 年	107.0%	96.7%	10.3%
2010 年	-4.5%	-12.5%	8.0%
2011 年	-29.7%	-25.0%	-4.7%
2012 年	27.2%	7.6%	19.7%
2013 年	-11.5%	-7.6%	-3.9%
2014 年	86.8%	51.7%	35.2%
2015 年	-4.7%	5.6%	-10.3%
2016 年	-1.4%	-11.3%	9.9%
2017 年	84.2%	21.8%	62.5%
2018 年	-21.7%	-25.3%	3.6%
2019 年	51.5%	36.1%	15.5%

2020 年	5.0%	27.2%	-22.2%
2021 年	-37.1%	-5.2%	-31.9%
2022 年	0.5%	-21.6%	22.1%
2023 年	-8.7%	-11.4%	2.7%
2024 年	43.3%	14.7%	28.6%
2025 年（10 月 10 日止）	7.1%	17.3%	-10.2%

数据来源：wind，东吴证券研究所

从个股表现上来看，中国平安和新华保险上市以来累计涨幅显著高于同业公司。中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险（由于本文主要针对寿险公司股价表现进行复盘，故不涉及中国人保相关数据。）分别于 2007 年 1 月、2007 年 3 月、2007 年 12 月和 2011 年 12 月上市，上市以来股价累计涨跌幅（本文中保险个股均采用前复权股价计算）分别为+36%、+266%、+18%和+212%。

图2：上市以来中国平安与新华保险累计涨幅较高



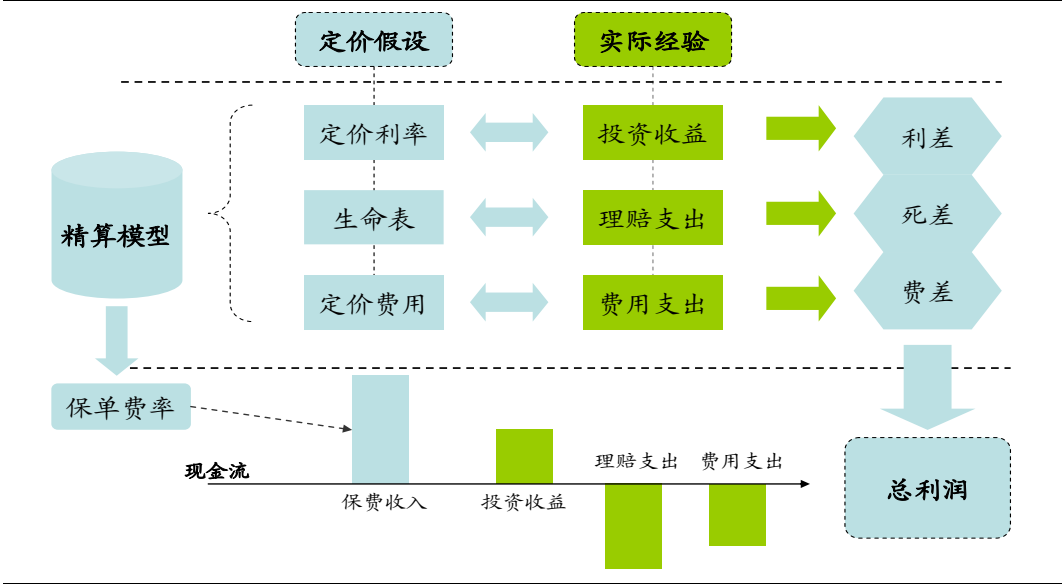
数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 哪些因素容易催化保险板块行情？

2.1. 保险公司的“三差”决定了行情影响因素

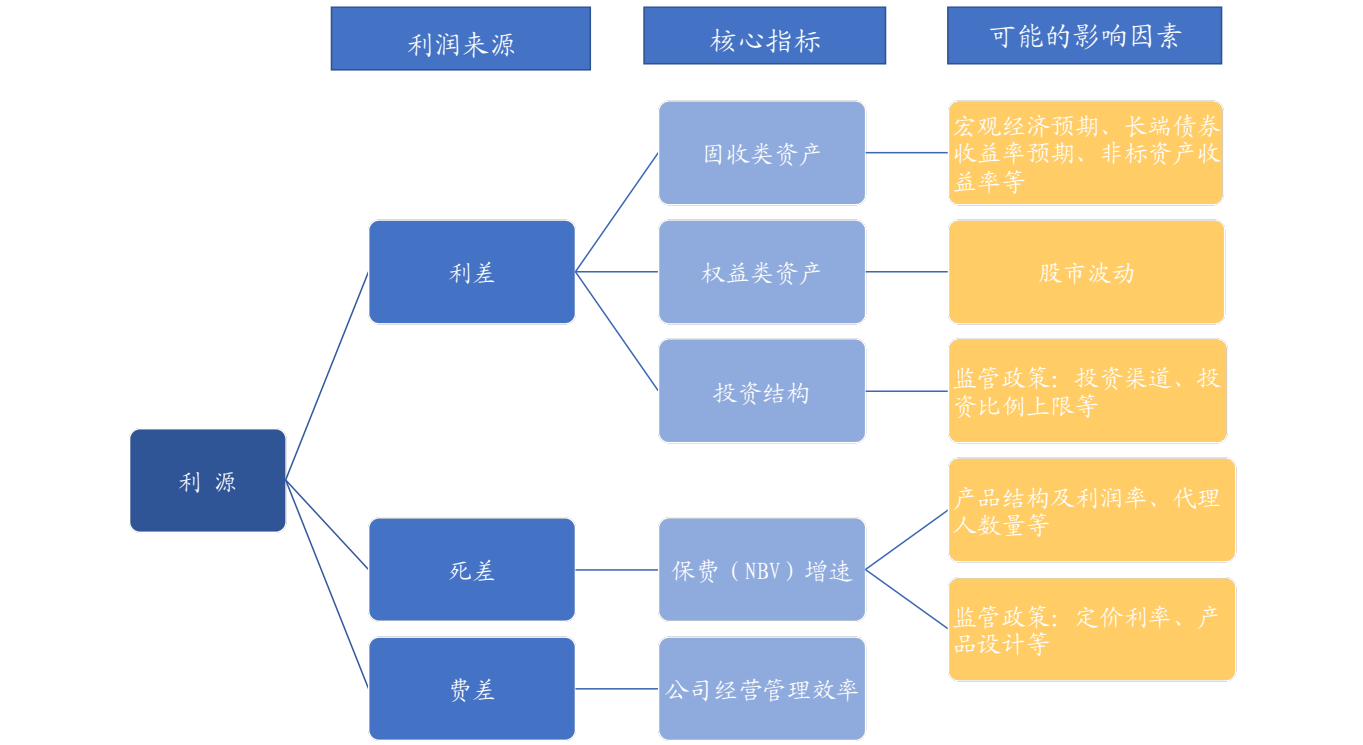
保险公司利润来源可以分为利差、死差和费差，行情主要受到“三差”相关因素影响。利差=实际投资收益率-负债成本；死差为死差和病差的统称，指实际死亡率或发病率低于保险公司的定价假设，保险公司便有正的死差益；费差同理。保险公司经营模式的复杂性，决定了其行情影响因素的复杂性和不确定性。一般情况下，与“三差”相对的，保险行情影响因素主要分为三类：1）投资收益率相关，如长端债券收益率、股市投资收益、保险产品定价利率等；2）死差相关，如保费增速、产品结构与利润率等；3）费差相关，如保险公司经营效率、保险产品导向变化等。

图3：保险公司盈利模式与利润来源



数据来源：东吴证券研究所

图4：保险公司行情影响因素分析



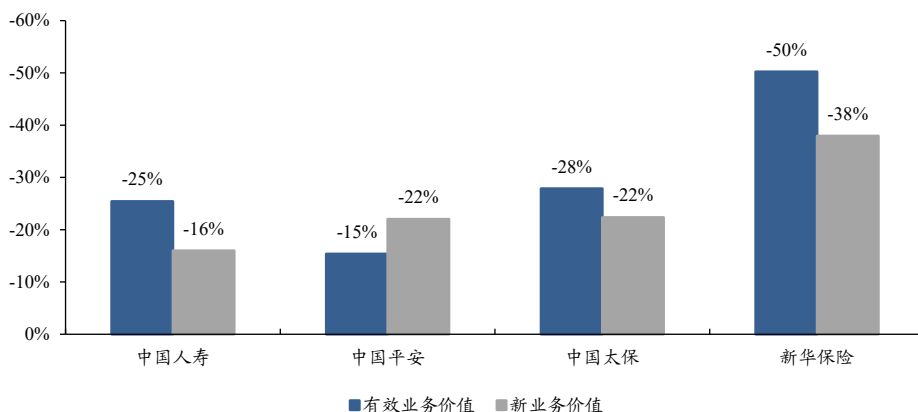
数据来源：东吴证券研究所

2.2. 股市表现：影响保险公司投资收益的短期关键因素

由于利差占 NBV 及利润比重仍高，投资收益对行情表现有重要影响。国内保险公司近年来虽着力聚焦个险、聚焦期缴，但保险公司存量业务盈利预计仍主要来源于利差

益。以中国平安为例，2020 年寿险及健康险利差占新业务价值比重约为 40.7%，其中长期保障型业务利差占比为 28.5%，而储蓄类业务的利差占比通常更高。由于近年来增额终身寿等产品热销，储蓄型业务在上市险企保费结构中占比持续提高，我们预计新业务价值中利差贡献相应提升。因此，投资收益对于保险公司来讲至关重要。

图5：2025 年中报上市险企 VIF 与 NBV 对投资收益率敏感性



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1）中国人寿为投资收益率-10%（估算为-40bps）；其他公司均为投资收益率-50bps。
2）中国平安为寿险内含价值，其他公司为有效业务价值。

保险公司投资收益率对权益市场敏感性高，因而保险股股价与大盘走势相关性高。2025H1 上市险企二级权益投资（股票+权益基金）占总投资资产比重在 12-19%左右，较年初普遍有所提升，考虑到股票市场大部分年份都有 10%以上的波动，权益市场表现对总体投资收益的影响较大。因而上市以来保险股股价无论是上涨还是下跌，整体与大盘走势相关性较高。且作为牛市时可以加杠杆进行股票投资的标的，在经济预期向好、流动性放松或风险偏好抬升带来的牛市行情中，更易取得超额收益（典型时间为 2009、2014、2019 和 2024 年等）。

表2：四家上市保险公司投资资产结构

占比	中国人寿		中国平安		中国太保		新华保险	
	2024	2025H1	2024	2025H1	2024	2025H1	2024	2025H1
现金与定期存款	8.4%	8.2%	7.2%	7.9%	7.8%	8.4%	19.7%	21.4%
债券	59.0%	59.0%	61.7%	60.8%	60.1%	62.4%	52.1%	50.6%
非标债权	8.6%	8.1%	6.4%	5.6%	12.6%	10.0%	5.8%	4.6%
股票+权益基金	12.2%	13.6%	10.0%	12.6%	11.3%	11.8%	18.8%	18.7%
其他	11.7%	11.0%	14.8%	13.1%	8.3%	7.4%	3.5%	4.8%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：中国人寿和新华保险未单独披露权益基金规模，因此包含债券基金部分。

新会计准则进一步强化了险企业绩与股市波动的关联性。2023 年上市险企正式实施新会计准则（中国人寿 A 股于 2024 年实施），在新金融工具准则（I9）下，全部基金和相当部分股票投资分类为 FVTPL，其公允价值变动直接计入当期损益，导致保险公司

当期利润与股市波动的关联性进一步加强。

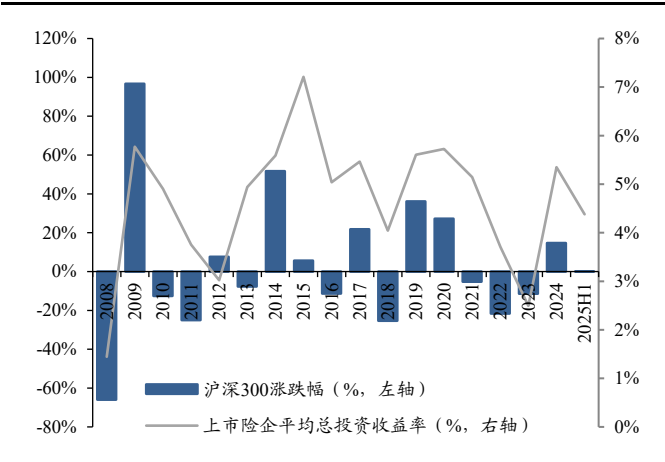
表3：上市险企股票投资中有相当部分分类为 FVTPL

单位：亿元		规模			占比	
		股票合计	FVTPL	FVOCI	FVTPL	FVOCI
中国人寿	2023	4302	4154	148	96.6%	3.4%
	2024	5011	4409	602	88.0%	12.0%
	2025H1	6201	4799	1403	77.4%	22.6%
中国平安	2023	2921	1170	1751	40.1%	59.9%
	2024	4374	1742	2632	39.8%	60.2%
	2025H1	6493	2250	4243	34.7%	65.3%
中国太保	2023	1885	1613	271	85.6%	14.4%
	2024	2551	1790	761	70.2%	29.8%
	2025H1	2831	1874	957	66.2%	33.8%
新华保险	2023	1062	1009	54	95.0%	5.0%
	2024	1808	1502	306	83.1%	16.9%
	2025H1	1992	1618	374	81.2%	18.8%

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

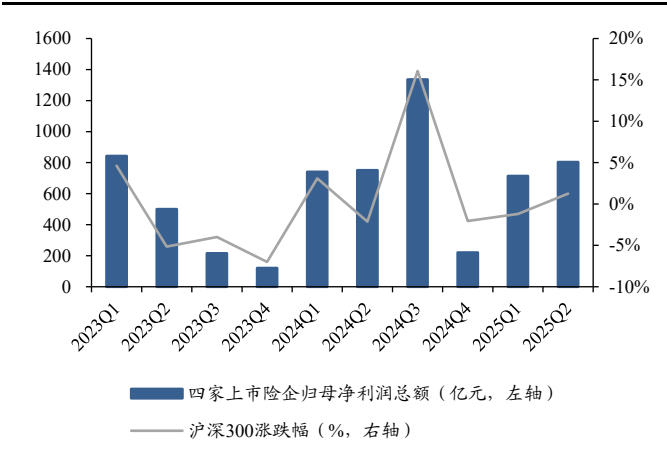
注：中国人寿 2023 年数据采用 H 股报告

图6：股市波动与险企总投资收益率水平相关性较强



数据来源：上市险企财报，wind，东吴证券研究所

图7：新会计准则下上市险企业绩受股市影响大



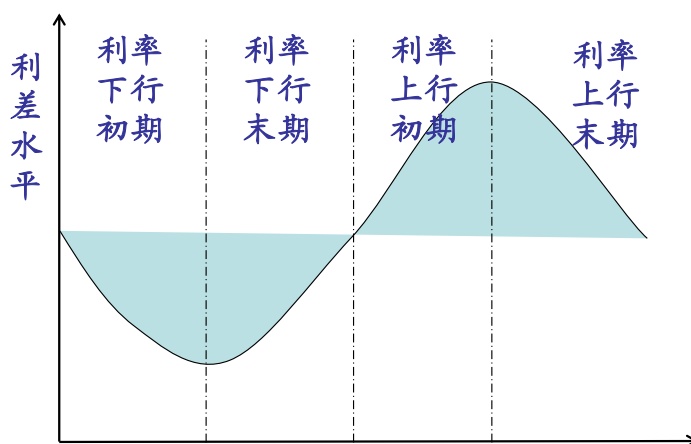
数据来源：上市险企财报，wind，东吴证券研究所

2.3. 利率走势：保险公司长期利差贡献的重要基础

经济预期改善带来的利率上行，有助于保险股走出独立行情。一方面，保险公司经营偏好高利率环境，负债成本刚性，更高的投资收益率就意味着更高的利差益。2025H1 债券及定期存款占险企投资资产比重大多在 60%左右，长端利率向上修复时，保险公司增配长久期固收类资产可有效缓解投资端压力，为当年及未来的投资收益奠定重要基础。利率上升初期，由于定价利率调整存在滞后性，定价利率上调的进程晚于投资收益率，

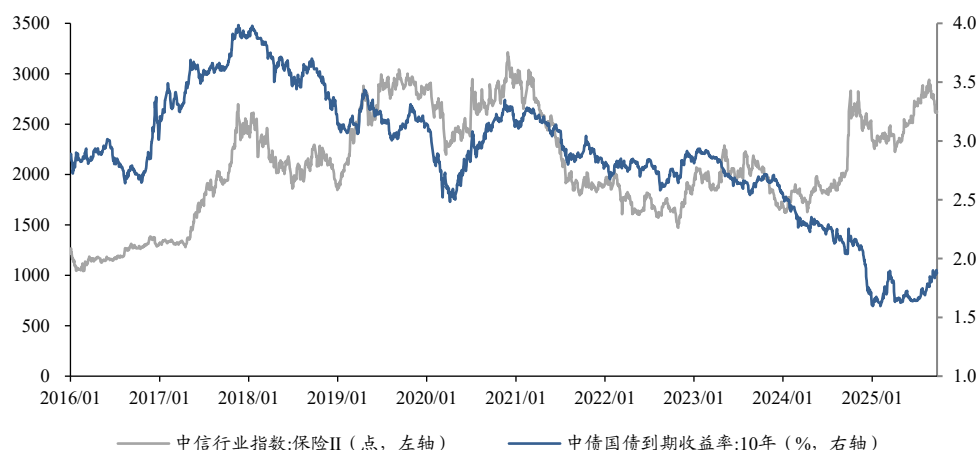
从而导致利差扩大。另一方面，在新保险合同准则 I17 下，保险公司计提准备金时，实际市场利率水平是计算折现率的重要基础，因而利率上行时准备金计提减少。由于 I17 下大部分险企普遍使用 OCI 选择权，因此利率变动并不直接影响当期利润，而是计入 OCI 影响净资产。但是在极端情况下，利率下行幅度过大可能击穿 CSM 导致保单转为亏损，亏损部分需要计入保险服务费用从而影响当期净利润。因此当经济预期向好、大盘上涨时，利率上行或可助保险板块产生更加明显的独立行情（典型时间为 2017 年、2022-2023 年）。我们观察到，在 2016-2023 年期间，保险指数与长端利率走势的相关性显著较强，而 2024 年出现阶段性背离主要是受到 9.24 股市短期因素驱动。

图8：保险公司利差水平的利率周期示意图



数据来源：东吴证券研究所绘制

图9：2016 年以来保险指数与长端利率走势对比



数据来源：wind，东吴证券研究所

2.4. 负债端：以新单保费及 NBV 为核心指标

我们观察到，在由权益市场上涨、经济预期改善使得利率趋势性上行引发的独立行

情中，有时也伴随行业价值转型或结构调整使得负债端向好，我们认为负债端的改善直接作用于新业务价值和利润增速的改善，也对估值水平的提升有着重要作用。如 2018 年，在股市、利率双降，经济预期悲观的市场环境下，价值转型深化、保障型确定性逐季改善，使得保险股取得一定超额收益，防御价值明显。

但具体观察保费增速指标（新单保费增速）及价值增速指标（NBV 增速）与行业年度超额收益的关系，相关性整体较弱，单纯的负债端改善因素并不容易直接驱动保险股的大幅上涨。

2.5. 政策红利或对行业产生长远影响，易引发独立行情

政策红利若能对险企投资端和负债端带来决定性拐点，则易引发独立行情。回顾历史，负债端政策引发独立行情的情形比较少见，如 2013 年传统险预定利率由 2.5% 提升至 3.5% 对行业保费结构改善有极大促进作用，但并未引发独立行情。而 2012 年，投资新政持续落地为行业带来明显独立行情。投资端的变化可以快速传导至当年及未来年份险企财务表现，因而投资端政策红利更能提振资本市场信心。

2.6. 影响个股行情的主要因素

上市险企个股行情走势的影响因素较为复杂，负债端（保费增速、价值转型等）和资产端（收益率表现、资产质量等）表现、以及公司特殊事件均有可能成为影响估值的因素。相对来看，我们认为负债端表现是影响个股行情更为重要的因素。

新单增速在部分年份影响个股超额收益。保费收入是产生利差益的基础，也是死差和费差的来源，保费增速高自然对保险公司是利好，但单纯跟踪总保费增速对于准确判断利润及新业务价值增速的意义并不显著。一方面，总保费中的续期保费并不能为当年新业务价值做出贡献。另一方面，在历史发展中，上市险企经历了大力向价值率较高的个险渠道转型的过程，因此跟踪个险新单、尤其是个险期缴新单增速能帮助投资者预判保险公司利润及新业务价值增长情况。但在近年来银保业务重回行业视线，对于新单保费和新业务价值贡献愈发突出，因此在现阶段应当以整体新单保费作为观察指标。

公司于年报和季报均会披露保费结构和价值结构的改善情况，往往价值转型程度领先其他公司的险企更加受到市场认可。历史上价值转型程度高（银保转向个险、趸交转向期缴、短期转向长期、储蓄转向保障），一方面对当年 NBV 和利润有正面影响，另一方面则是打开了估值水平在中长期提升的通道。同样地，随着银保业务盈利性的改善，对 NBV 贡献也在逐步提升，现阶段更关注 NBV 整体性增速，而非具体结构的变化。

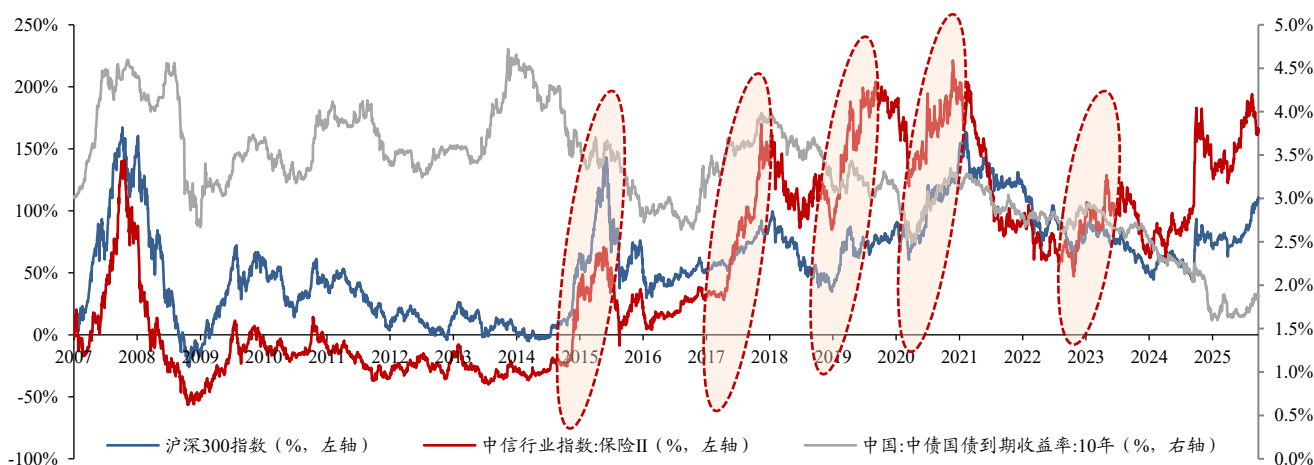
公司利差的大小始终是资本市场对保险股关注的焦点，而公司投资结构的改善或可有效提升投资收益率、负债结构的稳健或可抵御利率风险。因而在不同的股市、债市行情下，投资结构、负债端险种结构能有效抵御风险或产生较高投资收益率的公司更易在行情表现上领先其他险企。同时，保险公司投资资产质量更好的公司，将获得更高的估值评价。

公司特殊事件亦可能引发个股的独立行情。如上市、限售股解禁、大股东增/减持、再融资预期、部分对公司有重大利好的政策预期等，均可能对特别年份的行情产生影响。

3. 保险板块历史典型行情梳理

我们认为，通过复盘和梳理保险板块历史典型行情，可以更清晰探寻保险板块行情的基本逻辑和驱动因素，作为未来行情判断的重要参考。考虑到上市初期市场环境和估值水平与当前存在较大差异，因此我们主要选取 2014 年以后保险股股价走势作为研究对象，通过筛选得到了五次典型的上涨行情，分别为①2014-2015 年、②2017 年、③2019 年、④2020 年和⑤2022-2023 年。（注：2024 年行情与当前情况合并进行分析）

图10：2014 年以来保险板块有五次典型的向上行情



数据来源：wind，东吴证券研究所

表4：2014 年以来保险板块典型行情情况梳理

主要年份	2014-2015	2017	2019	2020	2022-2023
具体时间	2014.10-2015.05	2017.04-2017.11	2019.01-2019.07	2020.03-2020.12	2022.10-2023.05
行情时长	约 7 个月	约 7 个月	约 6 个月	约 8 个月	约 7 个月
绝对收益	129%	111%	62%	46%	55%
相对收益	10%	88%	30%	3%	40%
权益市场表现	上涨 119%	上涨 22%	上涨 33%	上涨 44%	上涨 16%
长端利率走势	震荡下行 25bps 至 3.5%左右	趋势性上行 54bps，逼近 4%	3.2%上下震荡调整，整体仅上行 5bps	低位反转上行 64bps 至 3.3%左右	先升后降，累计上行 11bps 至 2.75%
负债端表现	人力、保费与 NBV 增速强劲，NBV 增速创 2011 年以来新高	人力与新单保费高速增长，价值转型效果显著，保费结构明显优化	新单与 NBV 恢复性增长	保费增长承压，人力与 NBV 明显下滑	在经历持续承压后迎来拐点，新单保费与 NBV 重回正增长

数据来源：wind，上市险企财报，东吴证券研究所

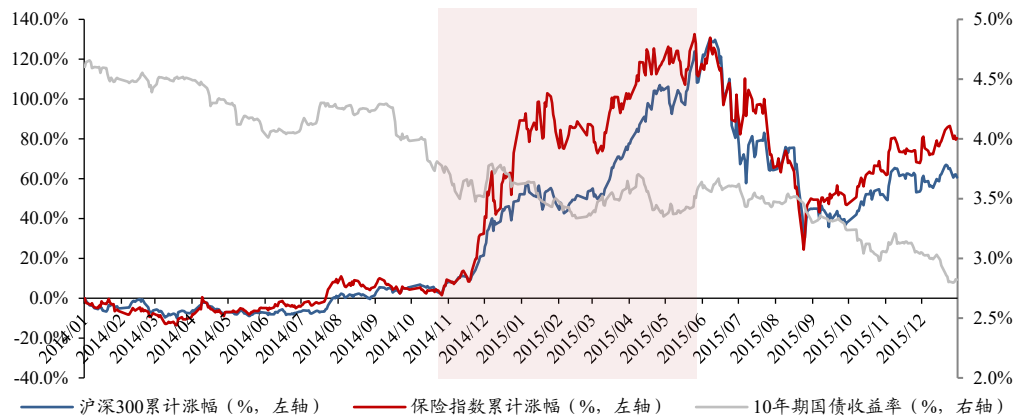
3.1. 2014-2015：权益与价值共振，长端利率下行压制超额收益

3.1.1. 板块行情：权益牛市+负债端高景气度带来显著行情

2014 年末至 2015 年上半年，在权益市场大牛市背景下，保险股迎来了大幅上涨。

从2014年10月27日至2015年5月26日，沪深300指数上涨119.5%，保险指数上涨129.1%，保险股实现9.6%的超额收益。我们认为，此轮行情主要受到①权益牛市以及②负债端高速增长带动，而③长端利率下行则抑制了保险板块超额收益的水平。

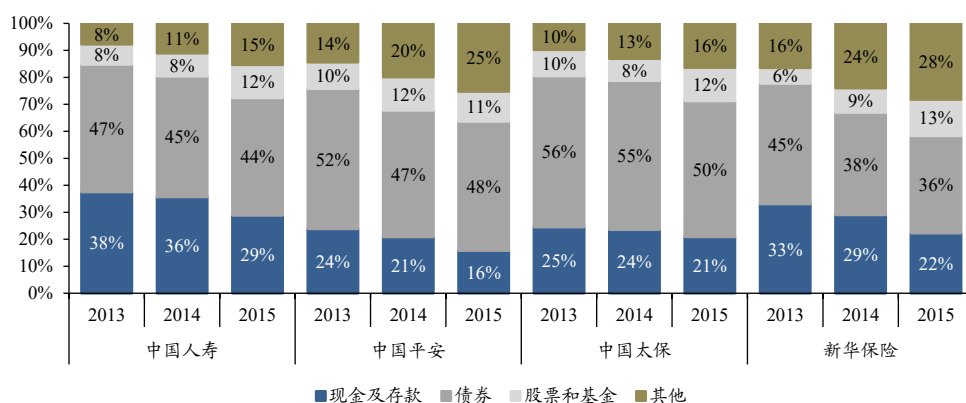
图11: 2014-2015年保险板块行情走势



数据来源: wind, 东吴证券研究所

1) 权益市场: 股市牛市带动险企投资收益率与 ROE 达到较高水平。2014-2015 年保险行业投资收益率分别为 6.3%、7.6%。①2014 年投资环境较 2013 年明显改善，沪深 300 指数在 2014 年累计上涨 52%，其中四季度单季大幅上涨 44%。保险公司纷纷下调定期存款和债券投资的配置比例，通过增加权益类投资提升当期投资收益，并增加不动产、基础设施债权计划等另类投资提高固定收益类投资比例，追求稳定的收益回报。②2015 年行业投资收益率进一步提升至 7.6%。平安更是实现了 7.8% 的投资收益率。③良好的投资环境带来业绩春天，2014-2015 年行业利润增速分别为+34%、+30%，ROE 分别为 12%、14%，处于历史较高水平。

图12: 2013-2015年权益类投资和另类投资占比大幅提高



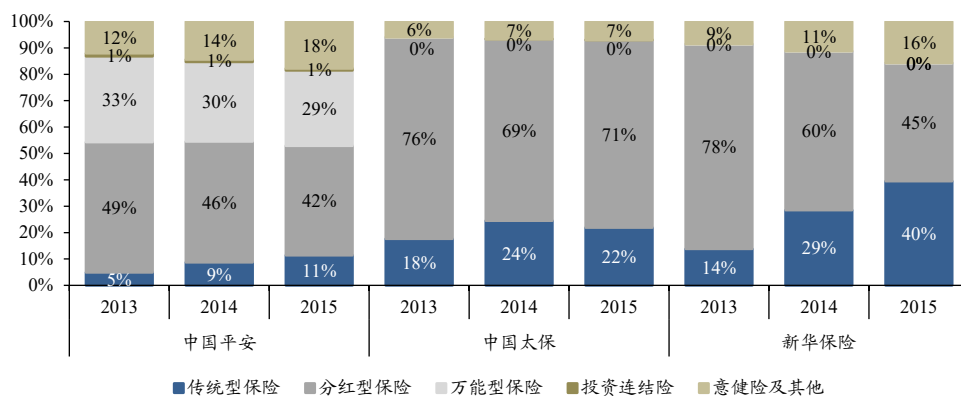
数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

2) 负债端表现: 保费、人力与 NBV 高速增长，负债端景气度高。

①保费恢复高增长。2014-2015 年保费增速分别为+18%、+25%，保费增速显著提

升，我们认为主要是由于银行理财、信托产品等竞争力下滑；且牛市行情下，投资收益率提升增加保险产品吸引力，资金回流保险助保费进入上升周期。同时，保费结构也有所优化。2013年8月原保监会放开了1999年以来对于传统险2.5%的预定利率上限，保险公司陆续推出预定利率3.5%、4.025%的传统寿险产品，促进了传统险的销售。2014年传统险占比大幅提升，由13年的10%大幅提升至30%，分红险和万能险占比有所下降；2015年各险种比例总体维持稳定。

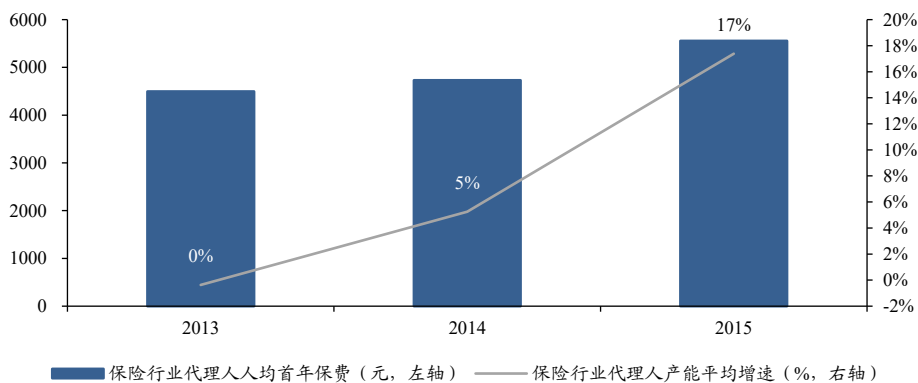
图13：2013-2015年分红险、万能险占比有所下降，传统险占比大幅提升



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

②代理人规模大幅增长，人均产能明显提升。2014年产品吸引力提高缓解了代理人增长困难问题，代理人产能亦实现提升。四家上市险企2014年代理人数量合计增速达12%，而2015年代理人则出现大幅增长，截至年中国寿、平安、太保（为月均人力同比）、新华代理人数量分别较年初增长27.7%、25.5%、29.7%和9.7%。我们预计主要是由于寿险业务发展环境从2013年开始持续向好，上市寿险公司均积极转型，坚持价值经营。需要说明的是，2015年7月“保代考试”取消对于全年代理人增速提升具有重要作用，但是由于发生在下半年，因此不在本次行情影响因素内。

图14：2013-2015年保险行业代理人产能提升



数据来源：wind，东吴证券研究所

③NBV与EV重启高增长。2014年上市险企NBV同比+15%，其中个险渠道NBV

增速近 20%；2015 年上市险企 NBV 同比+38%，两年分别创 2011 年以来新高。受益于投资收益改善和债券市场上涨，上市公司内含价值 2014 年较年初大幅增长 30%以上，2015 年增速持续维持高位，内含价值较年初增长 15%以上。

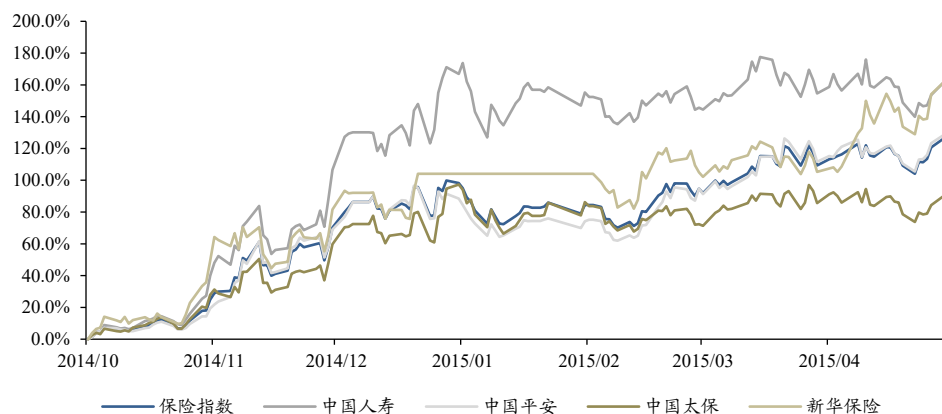
3) 长端利率：宽松政策环境下利率持续下行，压制了保险板块超额收益表现。2014 年宏观经济下行压力增大，2014 年 11 月 22 日央行下调人民币存贷款基准利率，开启了新一轮宽松周期。2014 年 10 月 27 日至 2015 年 5 月 26 日，十年期国债收益率由 3.78% 降至 3.52%，降幅达 25bps。我们认为，长端利率的趋势性下行对于保险公司新增固收资产的投资收益率产生一定的压力，特别是在传统险产品预定利率上调并热销的背景下，对险企长期利差水平存在负面影响，因此是此轮行情中保险板块未能取得显著超额收益的重要原因。

3.1.2. 个股表现：特殊事件影响下国寿明显跑赢同业

2014 年 10 月 27 日至 2015 年 5 月 26 日保险板块涨幅为 129.1%，个股涨幅分别为：中国人寿（161.0%）>新华保险（160.0%）>中国平安（132.3%）>中国太保（92.0%），我们认为中国人寿取得超额收益主要是由于公司特殊事件因素的影响。

2014 年，中国人寿高管变动提振市场信心+委外投资发力+存量业务利率低可抵御经济下行风险，股价表现显著优于同业。1) 2014 年 3 月 25 日，中国人寿新任管理层集体亮相，并强调深入实施“创新驱动发展战略”，以价值为导向，优化产品结构，提升营销员产能，提高投资管理运作效率，实现长期发展。我们认为新任高管的上任有助于提振市场信心。2) 加大委托投资力度，提升投资管理效率。中国人寿 2014 年加快推进投资管理机制创新，境内外市场化委托顺利“破冰”，首批选定境内 15 家及境外 8 家专业投资管理机构管理不同风格投资组合，取得了阶段性成果。3) 存量保单利率低，利率下行期间压力小+纯寿险公司在行业转型背景下估值弹性大。中国人寿上市重组前将高利率保单剥离给集团公司，因而 2000-2013 年存量保单预定利率仅为 2.5%，预计低于同业，在利率下行期间，公司利差损压力较小。

图15：2014-2015 年保险个股行情走势



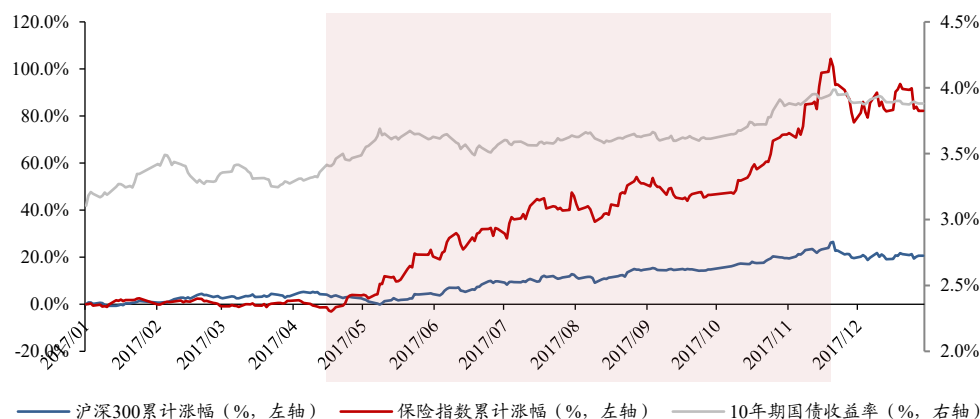
数据来源：wind，东吴证券研究所

3.2. 2017：利率大幅上行+价值转型深化，催化出显著超额收益

3.2.1. 板块行情：利率+权益+负债端三重利好带动

2017年二季度起，保险指数走出了显著超额收益，从4月19日至11月21日，沪深300指数上涨22.4%，保险指数大涨110.8%，保险股实现88.4%的超额收益。我们认为，此轮行情主要受到①利率上行、②股市走强以及③负债端强劲表现三重因素共同影响。

图16：2017年保险板块行情走势



数据来源：wind，东吴证券研究所

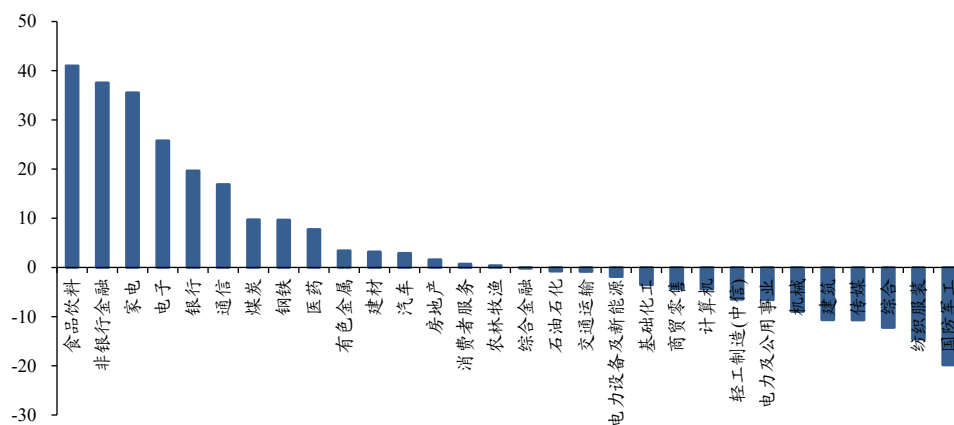
1) 长端利率：经济预期改善推动利率上行，是此轮保险股行情产生的最重要原因。

①2017年经济预期改善推动利率趋势性上行。受经济预期向好（工业生产增长加快、企业利润较快增长、消费升级态势明显、贸易结构持续优化、供给侧改革深入推进等）、金融监管加强（一年以内同业存单纳入MPA同业负债占比指标进行考核、资管新规征求意见稿等）、央行两次上调MLF等综合影响，十年国债收益率经历两轮上涨，2017年初为3.0%，5月初突破3.5%、10月初向上突破3.65%，2017年末升至3.9%左右。②十年期国债收益率大幅上行，市场从悲观预期中逐步修复，有助于保险股估值中枢提升。2016年前十个月，十年国债收益率维持在3%以下，保险公司面临一定程度上的“资产荒”，长久期固收类资产收益率过低，再投资风险较大。同时，部分投资者对于经济的悲观，导致产生长期低利率预期，进而担心寿险公司未来会面临“利差损”风险。而2016年10月末到2017年的利率大幅上行，使得“利差损”担忧消除，对保险公司的估值也修复到正常水平。

2) 权益市场：2017年结构性行情利好险企投资收益率表现。我们认为由于2015、2016年股市的异常波动已经充分释放了高估值风险、高杠杆风险和宏观经济系统性风险，风险偏好提升；经济亦整体处于企稳复苏阶段，龙头险企盈利能力强劲，多重因素共振下2017年权益市场实现较高涨幅。从4月19日至11月21日，沪深300指数上涨22.4%，同时市场呈现蓝筹股和成长股之间分化明显的结构性行情，龙头企业盈利能力

走强、股价稳步上行，保险股重仓的金融地产等大盘蓝筹涨幅高于市场平均涨幅，保险公司投资端受益明显，因而受到市场更多青睐。在利率上行与大盘走牛的背景下，**险企投资收益率明显提升**。2017 年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的总投资收益率分别为 6.1%、5.2%、5.4%和 5.2%，分别同比提升 0.8pct、0.6pct、0.2pct 和 0.1pct；综合投资收益率分别为 7.7%、4.5%、4.8%和 5.3%，分别同比提升 3.3pct、2.1pct、0.8pct 和 0.6pct。

图17：2017 年行情期间各行业板块股价涨跌幅情况（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：以上采用中信一级行业指数，数据时间为 2017.04.19-2017.11.21

3) 负债端表现：新单保费高增长，价值转型深化，负债端全面向好，对超额收益的作用不可忽视。

①2017 年开门红表现亮眼，上市险企（剔除中国人寿）个险新单增速达 54%，且价值转型取得重大突破。新华和国寿新单保费中的期交占比分别从 16 年同期的 31.6%、44.4%提升至 94.1%和 49.9%。其中新华 1 季度银保首年趸交保费同比减少 99.8%。

表5：2017 年单季上市险企个险新单保费收入（亿元）及增速

	1Q2017		2Q2017		3Q2017		4Q2017	
	个险新单	同比增速	个险新单	同比增速	个险新单	同比增速	个险新单	同比增速
中国平安	641.1	65%	222.7	14%	187.6	3%	187.9	12%
中国太保	295.4	42%	95.6	8%	116.4	3%	39.5	-10%
新华保险	91.2	30%	39.9	-6%	63.0	42%	31.3	-20%
合计	1027.7	54%	358.2	9%	367.0	8%	258.7	3%

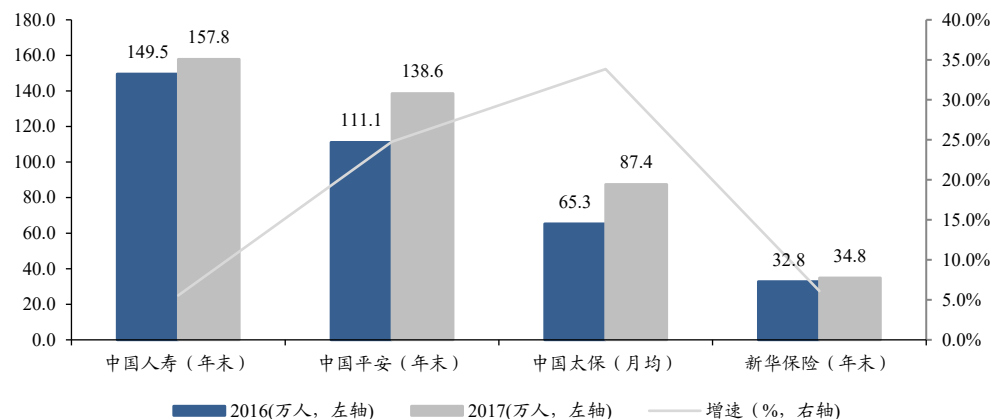
数据来源：上市保险公司财报，东吴证券研究所

注：中国人寿因受结构调整影响，个险新单数据失真，故未纳入统计。

②代理人规模持续增长，NBV 及 EV 增速稳健。2017 年，四家上市保险公司代理人合计 418 万人，同比+17%（由于太保为月均人力口径，因而该数据为近似测算），增幅处于历史较高水平。2017 年寿险公司 NBV 合计同比增长 28%，除了新单保费的快速增长外，聚焦个险、聚焦期缴的价值转型策略也带动 NBV margin 的显著提升，平安、国寿、太保、新华的 NBV Margin 分别同比提升 1.8pct、3.0pct、6.5pct 和 17.2pct。从 EV

来看，平安、国寿、太保、新华 2017 年末 EV 分别较年初增长 29%、13%、16%和 19%。

图18: 上市寿险公司的代理人规模与增速



数据来源：上市保险公司财报，东吴证券研究所

③负债成本下降，保险公司利差改善明显。保险公司经历了 2016 年的“利差损”担忧后，确立了“降低负债成本”的中长期战略，同时，在监管的帮助下行业竞争缓和。2017 年主流保险公司纷纷下调主力产品的预定利率，年金产品的预定利率由 4.025% 下调至 3.5%、2.5%。万能险结算利率方面，随着原保监会加强监管，各个保险公司的万能险结算利率在 2016 年下半年出现了明显回落。2016 年 9 月至 2017 年 1 月，大部分保险公司的主力万能险的结算利率已从 2016 年上半年的 7-8% 的高水平降至 5% 左右。

表6: 2017 年下调主力产品预定利率

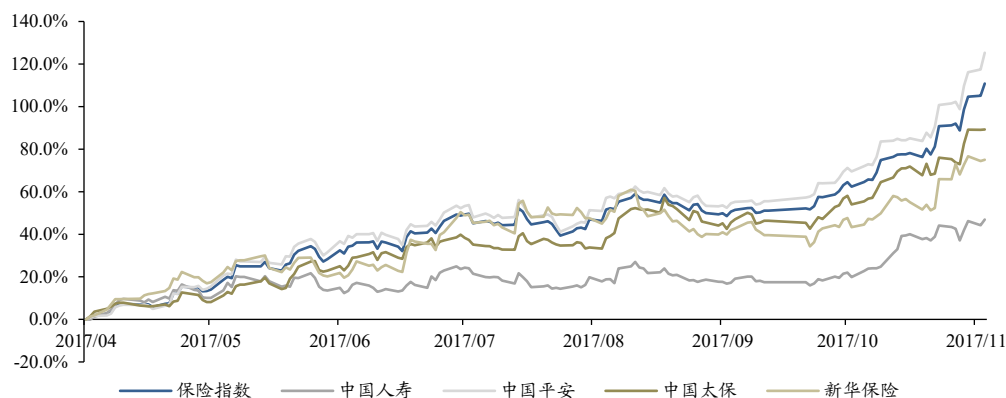
	2017 年主力产品	2017 年主力产品形态	2016 年主力产品形态
中国人寿	鑫福赢家	3.5%预定利率传统年金+万能账户	4.025%预定利率传统年金+万能账户
平安人寿	赢越人生、财富天赢	2.5%预定利率分红年金险	2.5%预定利率分红年金险
太保寿险	东方红、利赢年年	2.5%预定利率分红年金+万能账户	4.025%预定利率传统年金+万能账户
新华保险	福享一生、美丽人生、健康无忧	2.5%预定利率分红年金险&重疾险	2.5%预定利率分红年金险

数据来源：上市保险公司财报，东吴证券研究所

3.2.2. 个股表现：负债端表现偏弱，国寿涨幅落后同业

2017 年 4 月 19 日至 11 月 21 日保险板块涨幅为 110.8%，个股涨幅分别为：中国平安（125.3%）> 中国太保（89.2%）> 新华保险（75.0%）> 中国人寿（46.9%），我们认为，中国人寿整体跑输市场，主要是由于其人力、价值等数据表现相对较弱。1) 2017 年平安、国寿、太保、新华寿险代理人规模分别同比+24.8%、+5.6%、+33.8%、+6.1%；2) 2017 年平安、国寿、太保、新华 NBV 分别同比增长 33%、22%、40%和 15%。

图19：2017年保险个股行情走势



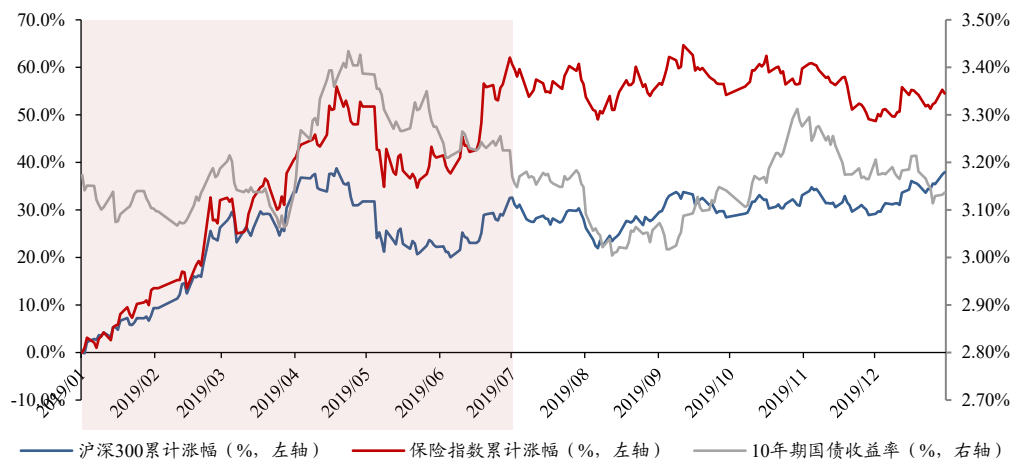
数据来源：wind，东吴证券研究所

3.3. 2019年：股市走强叠加负债端复苏，超额收益更多来自利率修复

3.3.1. 板块行情：股市走强+负债端恢复双重催化，长端利率影响超额收益

2019年初，保险指数伴随股市迎来超过一个季度的持续上涨，此后略有调整后继续向上。从1月2日至7月1日，沪深300指数上涨32.5%，保险指数上涨62.1%，保险股实现29.5%的超额收益。我们认为，此轮行情主要受到①股市走强以及②负债端复苏性增长双重因素带动，③长端利率虽然整体表现平淡，但对超额收益表现影响明显。

图20：2019年保险板块行情走势

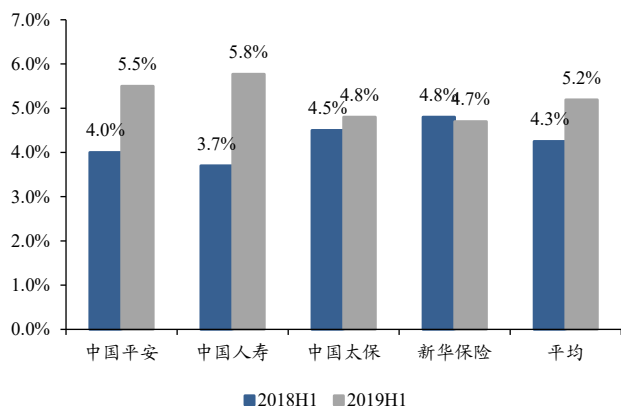


数据来源：wind，东吴证券研究所

1) 权益市场：2019年初股市大幅走强，从1月2日至7月1日沪深300指数上涨32.5%，带动保险公司投资收益率明显提升。2019年初国内经济企稳改善带来股市持续上涨，一方面年初中美贸易摩擦有所缓和，另一方面国内货币政策趋向宽松，1月4日央行宣布下调金融机构存款准备金率1个百分点，一季度GDP增长6.4%，明显好于市场预期。股市走势向上也拉动保险公司投资收益率水平的明显提升。2019年上半年四家

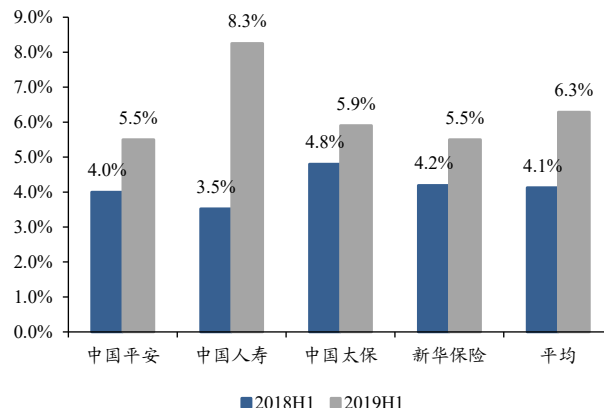
上市险企平均年化总投资收益率 5.2%，同比+0.9pct；平均年化综合投资收益率 6.3%，同比+2.2pct。

图21: 2019 上半年上市险企年化总投资收益率情况



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图22: 2019 上半年上市险企年化综合投资收益率情况

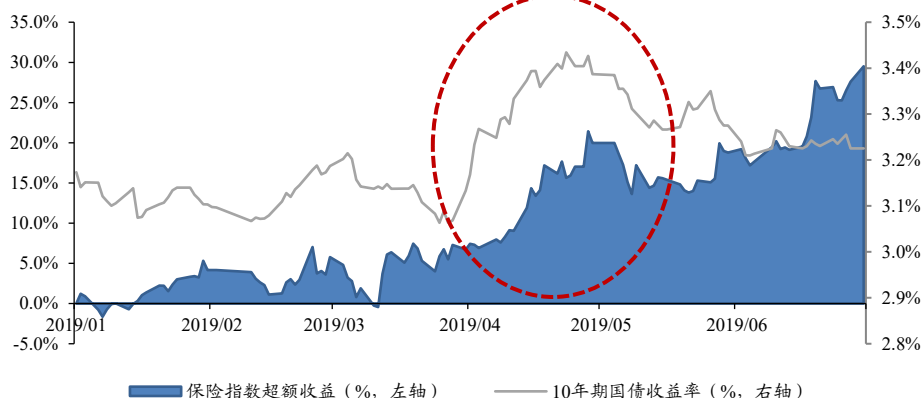


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

2) 长端利率：2019 年上半年十年期国债收益率呈现阶段性波动，4 月起呈现快速上升趋势，单月上行 36bps。2019 年 4 月长端利率显著上行，主要是受多方面因素影响：

①经济基本面改善，3 月经济、通胀都有明显回升；②货币政策从实际宽松向中性回归，央行通过公开市场操作将降准投放的流动性收回；③社会融资大幅改善，其中信贷的增加分流了债市需求，而地方债和企业债的上升增加了债市的供给；④股票等风险资产大幅上涨，使得资金从债市流出。我们可以看到，在 4 月长端利率上行后，保险指数相对大盘超额收益水平明显增加，并且 5 月伴随利率回落超额收益水平也有相应的阶段性回撤，因此我们认为在股市走牛基础上，利率上行对保险股超额收益水平的影响较为显著。

图23: 2019 年行情中长端利率变化与保险板块超额收益水平相关性较为显著

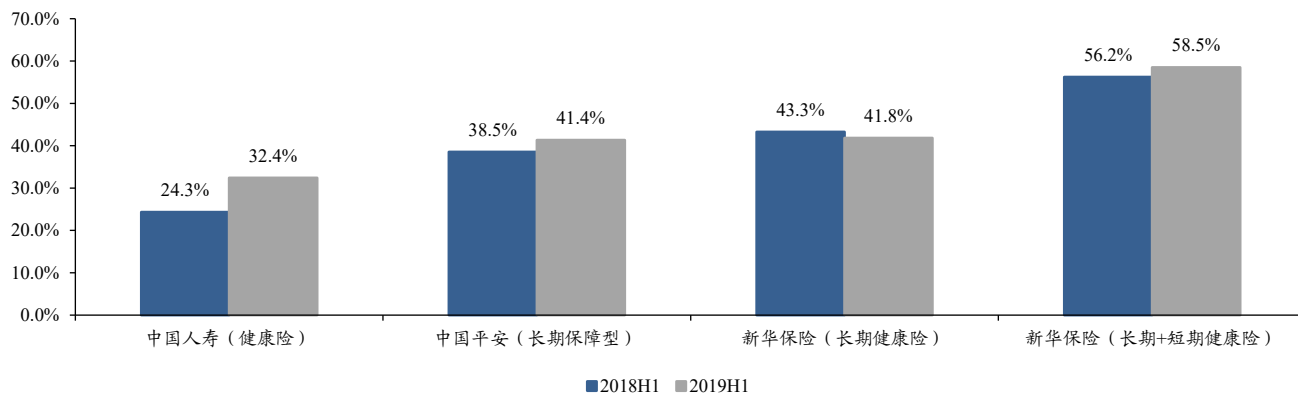


数据来源：wind，东吴证券研究所

3) 负债端表现：NBV 恢复增长。①受 134 号文影响，2017-2018 年保险行业整体增速显著放缓，2018 年平安、国寿、太保、新华 NBV 分别同比+7.3%、-17.6%、+1.5%和+1.2%。而 2019 年上半年平安、国寿、太保、新华 NBV 分别同比增长 4.7%、22.7%、-8.4%、-8.7%。平安一、二季度 NBV 均实现个位数正增长，太保二季度 NBV 增速转正，

呈现逐季改善趋势。②上市险企持续推动产品结构优化，寿险保费结构中健康险占比普遍提升。2019年上半年国寿、平安、新华长期保障型（或健康险）占新单的比重分别提升 8.1pct、2.9pct、和-1.5pct，新华若考虑短期健康险，则占比提升 2.3pct。

图24：上市寿险公司的长期保障型业务（或健康险）占新单保费的比例

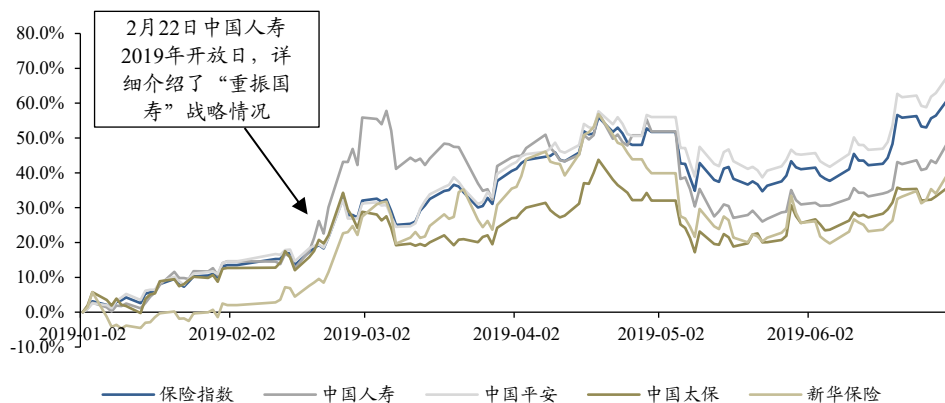


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

3.3.2. 个股表现：国寿行情前期表现亮眼，改革转型是估值提振主因

2019年1月2日至7月1日保险板块涨幅为62.1%，个股涨幅分别为：中国平安（68.8%）>中国人寿（50.1%）>新华保险（40.9%）>中国太保（36.4%），其中中国人寿在行情前期表现出明显优势，在此轮行情中整体表现亦优于中国太保、新华保险，仅次于中国平安。

图25：2019年上半年保险个股行情走势



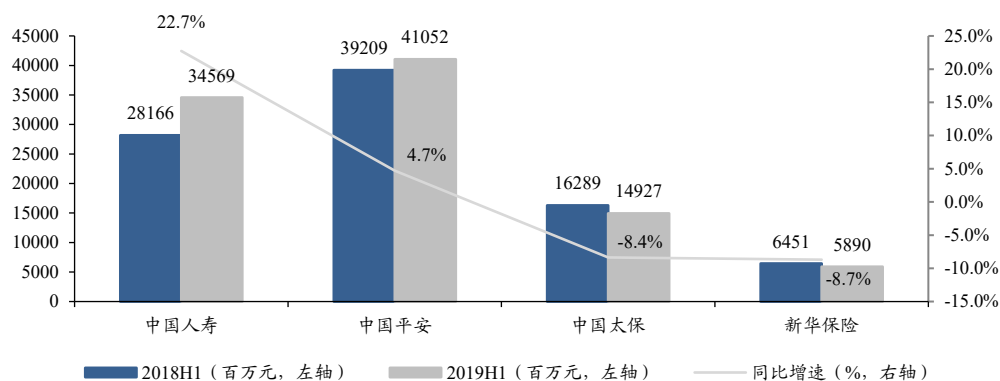
数据来源：wind，东吴证券研究所

2019年初中国人寿正式启动“重振国寿”战略，股价出现短期显著上涨。2019年1月22日，中国人寿2019年工作会议召开，正式提出“重振国寿”战略。2月22日，中国人寿举办2019年开放日活动，介绍了公司重振国寿战略的具体内涵，以及未来三大转型、双心双聚、资产负债联动等关键战略部署。开放日当日中国人寿股价上涨6.2%，第

二个交易日（2月25日）单日涨停，至3月6日累计上涨28.8%。

2019上半年中国人寿数据表现亦明显优于同业。1)从2019上半年净利润数据看，国寿、平安、太保、新华上半年归母净利润分别同比增长128.9%、68.1%、96.1%、81.8%。若剔除税收调减转回部分，四家公司归母净利润分别同比+98%、+50%、+37%、+50%。2)从NBV与EV数据看，国寿、平安、太保、新华上半年NBV分别同比增长22.7%、4.7%、-8.4%、-8.7%，年中EV分别较2019年初增长11.54%、11.05%、8.62%、10.54%。3)从人力规模看，国寿、新华代理人较2018年末增长9.3%、4.3%，平安、太保（月均）代理人较2018年末-9.3%、-6.0%。

图26：2019年上半年中国人寿NBV增速明显领先同业



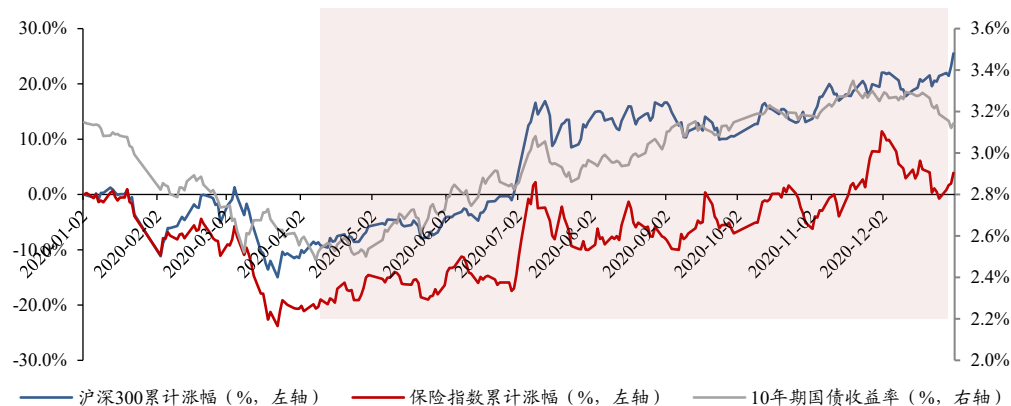
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

3.4. 2020年：投资端表现较佳，负债端承压影响超额收益

3.4.1. 板块行情：股市+利率向上带动行情，负债端承压拖累超额收益表现

2020年保险指数伴随股市迎来明显的“V”型反转走势，从3月23日至12月1日，沪深300指数上涨43.5%，保险指数上涨46.2%，保险股仅实现2.7%的超额收益。我们认为，此轮行情主要受到①股市持续上涨与②长端利率明显修复推动，而由于③负债端表现明显承压，导致该周期保险板块超额收益表现不佳。

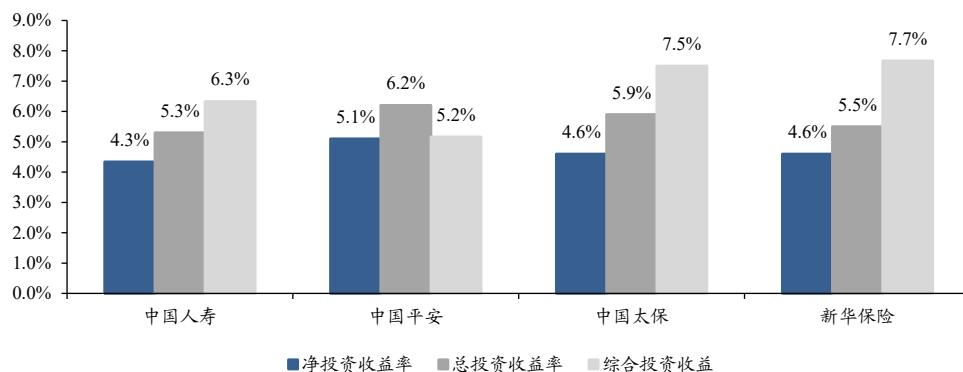
图27：2020年保险板块行情走势



数据来源：wind，东吴证券研究所

1) 权益市场：经历疫情突发的短期冲击后，宏观调控政策刺激与经济复苏预期带来持续修复向上行情。2020年初，由于国内及全球疫情突发，资本市场受到显著冲击，但一季度国内宽财政+宽货币联手，降准、降息、增加再贷款再贴现额度等多政策并举，叠加武汉解封、经济复苏预期等因素带动，股市迎来反弹向上。从3月23日至12月1日，沪深300指数上涨43.5%，全年累计上涨27.2%，上市险企2020年平均总、综合投资收益率分别为5.7%、6.7%，保持历史相对高位水平。

图28：2020年上市险企投资收益率情况



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

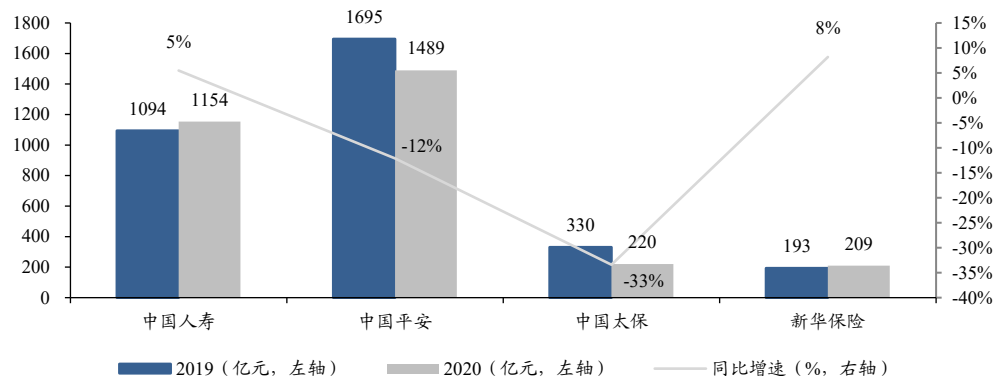
2) 长端利率：2020年长端利率“V”型反转，大幅上行利好保险股估值提升。如前文所述，2020年一季度受宽财政与宽货币政策刺激，十年期国债利率一度降至低点2.48%，此后政策逐渐转向宽信用、防空转，叠加6月制造业景气改善，社融增速持续上行，长端利率水平显著修复，从3月23日的2.63%上行至12月1日的3.27%，涨幅达64bps，对保险公司固收资产配置收益率提升与估值修复具有显著正向利好。

3) 负债端表现：受疫情影响负债端显著承压，保费、人力与NBV增长均不理想。

①受疫情爆发影响，代理人线下展业受到明显阻碍，自Q2起伴随疫情减弱和经济

复苏，保费增速有所恢复，但全年增长整体仍有压力。2020 年国寿、平安、太保、新华首年期交保费分别同比+5%、-12%、-33%、+8%。

图29：2020 年上市保险公司的寿险首年期交保费及其增速



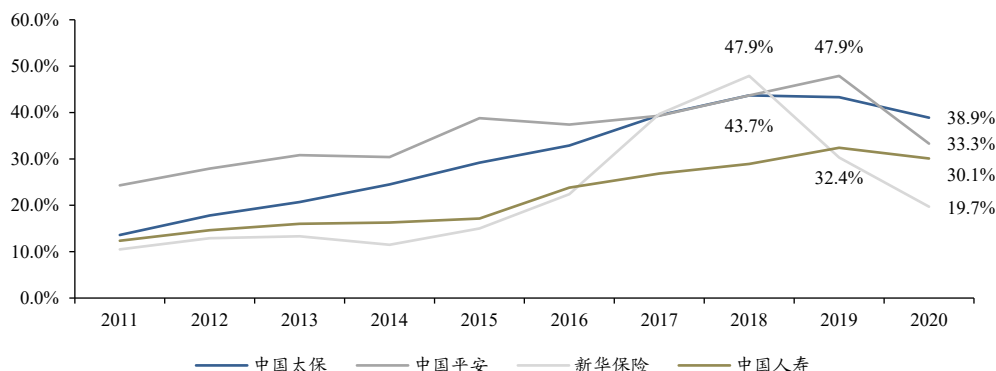
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

备注：中国平安采用首年保费口径，中国太保采用个险首年期交保费口径。

②2020 年全行业人力增速持续承压，原因包括疫情影响下代理人展业与增员困难、新单增速放缓、代理人基数较大、行业对代理人数量及质量考核趋严、险企主动清虚等。上市险企人力合计同比-6.6%。国寿、平安、太保、新华、人保代理人分别较年初-14.6%、-12.2%、-5.2%、+19.5%、+5.9%。

③由于保障型产品销售遇冷，上市险企 NBV 均下滑，NBV margin 亦下降。2020 年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保的 NBV 分别为 496 亿元、584 亿元、178 亿元、92 亿元和 61 亿元，分别同比-34.7%、-0.6%、-27.5%、-6.1%和+9.7%，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的 NBV margin 分别同比-14.6pct、-2.3pct、-4.4pct 和-10.6pct。

图30：2020 年上市险企 NBV Margin 明显下降

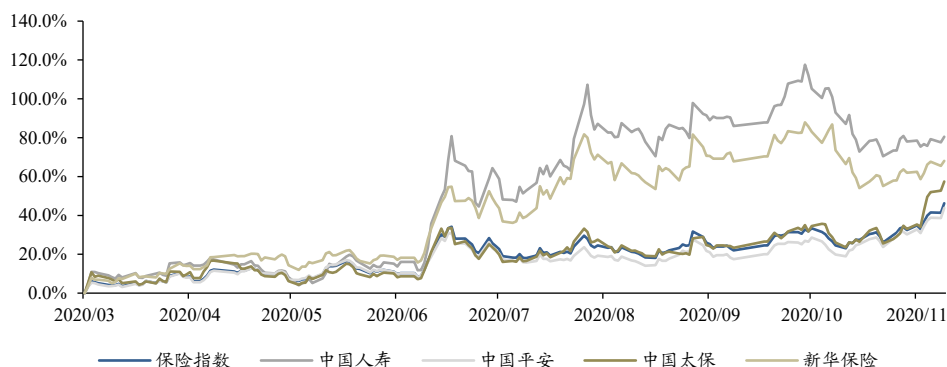


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

3.4.2. 个股表现：国寿、新华领先同业，纯寿险标的估值弹性优势明显

2020年3月23日至12月1日保险板块涨幅为46.2%，个股涨幅分别为：中国人寿（80.5%）>新华保险（68.1%）>中国太保（57.4%）>中国平安（43.8%），其中中国人寿与新华保险作为纯寿险公司，其负债端数据表现更好，在此轮行情中涨幅明显高于同业。

图31：2020年保险个股行情走势



数据来源：wind，东吴证券研究所

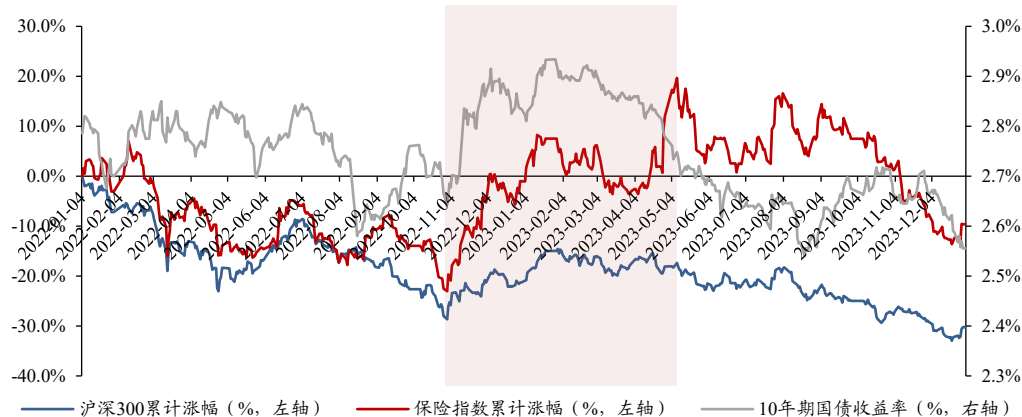
3.5. 2022-2023年：资产负债共振带来显著绝对收益与相对收益

3.5.1. 板块行情：资产负债共振带来绝对收益和相对收益均突出

2022年末至2023年上半年，受益于国内疫情防控政策优化、经济修复预期升温，股市和保险股迎来了拐点向上。从2022年10月31日至2023年5月8日，沪深300指数上涨15.8%，保险指数上涨55.5%，保险股实现39.7%的超额收益。

该期间保险板块走出三段式行情。1) 2022年11月起，伴随国内疫情防控政策全面转向，市场对经济复苏预期持续升温，迎来股市大涨+利率上行。2022年10月31日至2023年1月13日期间，沪深300指数上涨16.1%，保险指数涨幅则达到40.7%，超额收益显著。2) 2023年春节后至3月，经济修复速度有一定放缓，叠加海外硅谷银行危机冲击，市场出现阶段性调整，保险股随之回撤。3) 4月下旬，上市险企陆续披露一季度业绩，整体表现超出预期，保险股再次迎来快速拉升，仅4月26日至5月8日期间保险指数涨幅就高达18.9%，大幅跑赢市场。

图32: 2022-2023 年保险板块行情走势



数据来源: wind, 东吴证券研究所

1) 投资端表现: 2022 年末受疫情防控政策优化影响, 股市大涨+利率上行直接驱动保险股估值修复。2022 年 11 月起, 伴随国内疫情防控政策全面转向, 市场对经济复苏预期持续升温, 股市迎来了反转向上, 长端利率也持续上行, 最高突破 2.93%, 较 2022 年最低点的 2.58% 上行约 35bps。2022 年 10 月 31 日至 2023 年 1 月 13 日期间, 国内长端利率累计上行 26bps 至 2.90%, 沪深 300 指数上涨 16.1%。股市上涨和利率上行直接利好险企投资端, 也打开了保险板块估值修复通道。

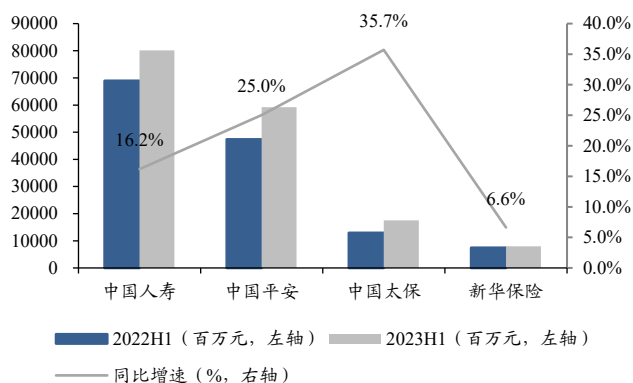
2) 负债端表现: 经历持续承压后, 新单与 NBV 重回正增长

①新单保费增速持续改善。上市险企新单保费增速改善趋势自 2022 年 Q2 以增额终身寿为代表的长期储蓄类产品热销开启, 延续至 2023 年, 扭转了自疫情以来的持续承压情况。2023 年上半年中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险个险新单期缴保费分别同比+16.2%、+25.0%、+35.7%、+6.6%, 银保新单保费则分别同比+115.5%、+131.0%、+2.8%、+17.7%。

②NBV 重回正增长轨道。此前由于人力流失、新单下滑, 上市险企 NBV 自 2020 年以来持续下滑。2023 年由于新单保费同比大幅增长, 同时保费结构的优化也带动部分险企 NBV margin 同比提升, 上市险企 NBV 重回正增长轨道。2023 年上半年中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险的 NBV 分别同比+19.9%、+32.6%、+31.5%、+17.1%, 其中中国平安在同口径下增速高达 45.0%。

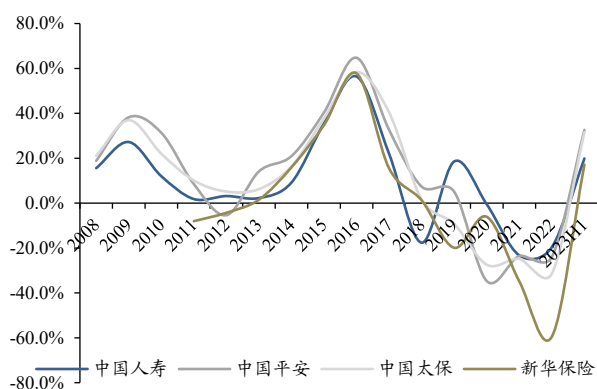
3) 利润指标表现: 2023Q1 利润高增长催化了短期股价拉升。在 2023 年 4 月, 保险股迎来一波股价突然拉升, 主要是由于一季报业绩披露的催化。上市险企 (除中国人寿外) 于 2023 年起正式执行新会计准则, 2023Q1 新准则下中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险归母净利润分别同比+78%、+49%、+27%、+115%、+230%, 利润高增长很大程度上受到准则切换影响。

图33: 2023 年上半年上市险企个险新单期缴保费增速



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图34: 2023 年上半年上市险企 NBV 同比增速

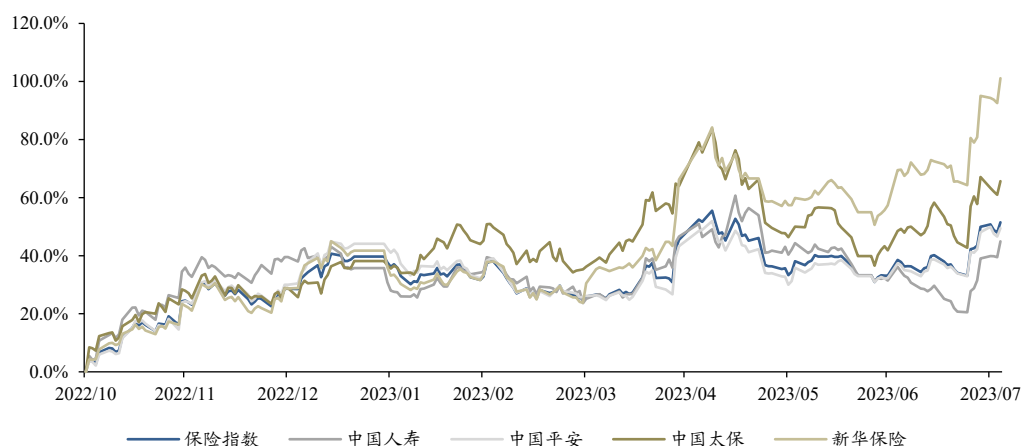


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

3.5.2. 个股表现：受益于业绩指标领先，新华保险股价涨幅显著

2022 年 10 月 31 日至 2023 年 5 月 8 日保险板块涨幅为 55.5%，个股涨幅分别为：新华保险（84.2%）> 中国太保（83.6%）> 中国平安（51.9%）> 中国人寿（49.1%），板块性行情特征明显，其中新华保险和中国太保涨幅高于同业，主要是在 2023Q1 业绩利好释放后带来的股价拉升。值得说明的是，在该段行情结束后，实际上经过短期回调后又出现了一波回升，至 2023 年 8 月 3 日新华保险股价累计涨幅高点才出现，较行情起点累计上涨 101.1%，主要是①大盘上涨下公司权益投资弹性凸显；②23H1 公司净利润增速仍显著高于同业。

图35: 2022-2023 年保险个股走势



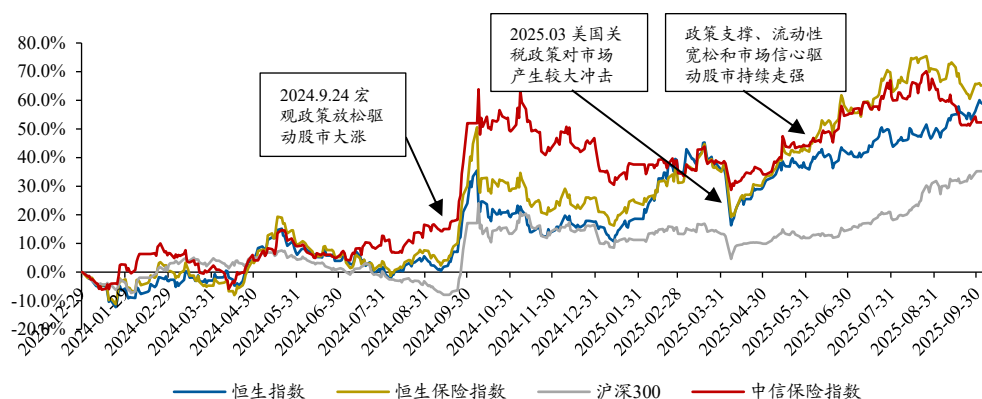
数据来源：wind，东吴证券研究所

4. 如何看待保险股当前投资价值？

4.1. 2024 年以来保险股累计超额明显，AH 价差显著收窄

2024 年以来保险股累计跑赢大盘，2025 年 8 月以来有所回调。1) 自 2024 年初至 2025 年 10 月 10 日，沪深 300 和恒生指数分别累计上涨 34.6%和 54.2%，而 A、H 保险指数分别上涨 53.4%、66.6%，均取得两位数以上超额收益。2) 若仅看 2025 年涨幅，沪深 300 和恒生指数分别累计上涨 17.3%和 31.1%，而 A、H 保险指数分别上涨 7.1%、32.3%。A 股保险股在 4 月以来保持良好走势，但受 8 月下旬以来下调影响，累计涨幅弱于大盘。3) 从走势上看，保险股行情主要产生于两个阶段：①2024 年 9 月下旬“政策牛”阶段带来的大幅拉升；②2025 年 4-8 月股市修复上行阶段，行业基本面向好带来股价上涨。而 8 月以来板块回调，我们预计主要是受市场风格变化和资金面行为带来的。

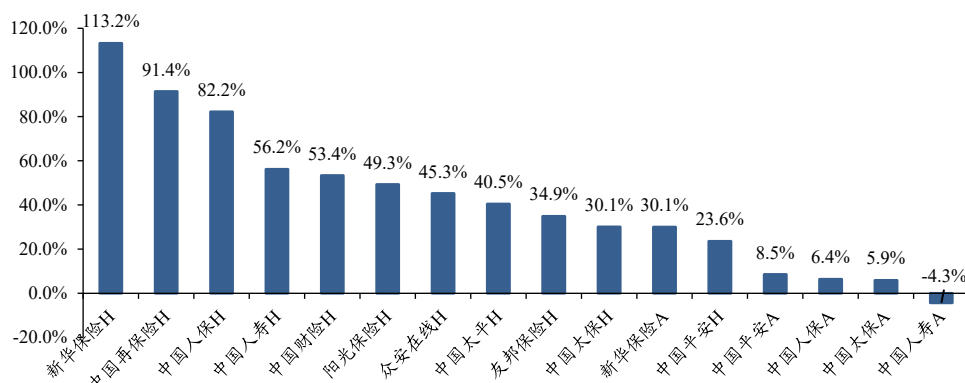
图36：2024 年以来保险股走势



数据来源：wind，东吴证券研究所

从个股涨幅来看，2025 年新华保险表现强势。1) A 股方面，新华保险累计上涨 30.1%领先同业，而中国人寿则下跌 4.3%。2) H 股方面，新华保险大涨 113.2%，同样涨幅最高，而中国人寿则上涨 56.2%，在 AH 寿险公司中仅次于新华保险。此外中国再保险和中国人保也分别上涨 91.4%和 82.2%，但两者不以寿险业务为主。3) 我们认为，新华保险实现远超同业的股价涨幅，主要是由于：①资产端股票+基金占比高，股票中 FVTPL 占比也较高，权益投资弹性突出；②负债端指标表现亮眼，上半年新单保费和 NBV 增速均属行业领先水平。

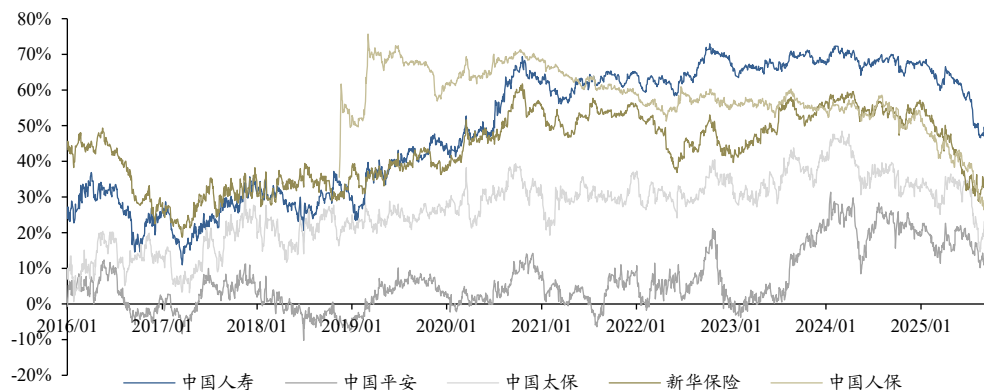
图37：2025 年 A 股和 H 股上市险企股价累计涨幅



数据来源：wind，东吴证券研究所

目前 AH 保险股仍有折价，国寿 H 折价最为明显。随着 2025 年 H 股保险股大幅上涨，AH 股之间价差在显著收缩，但是截至 10 月 10 日，上市险企 H 股仍然相对 A 股有明显折价，其中中国人寿 H 股折价率达 49%，为同业中最高。

图38：2016 年以来上市险企 H 股相对 A 股折价率走势



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：折价率=H 股股价/A 股股价-1，为方便展示，上图采用取正后数据

4.2. 未来有哪些驱动保险板块股价向上的催化剂？

我们认为，当前保险股负债端和资产端均有利好因素，基本面表现稳健向好，对于板块短期业绩表现和长期经营风险改善都持乐观预期，而目前板块估值和公募持仓仍处于历史较低水平，看好板块估值向上修复空间。

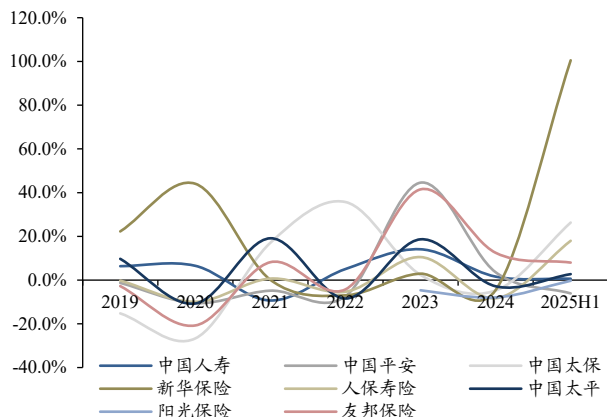
1、负债端：新单与 NBV 保持较快增长，预定利率调整+分红险转型优化负债成本

2025H1 新单与 NBV 仍向好，Q3 新单预计高增长。1) 上市险企中大部分公司 2025 上半年新单保费实现同比增长，其中新华保险同比增长 100.5%，大幅领先同业，上半年上市公司新单保费增长很大程度上得益于银保渠道贡献。受新单增长及 NBV margin 提升带动，2025 上半年 AH 上市险企（不含友邦保险、人保健康）新业务价值合计约 818 亿元，可比口径下同比增长约 31%，全部险企均实现两位数增长。2) 从业务增速季度变化来看，Q1 受分红险转型影响导致新单保费增速承压，而 Q2 随着银行存款利率下调、保险产品相对吸引力提升，新单保费增速环比显著改善。进入 Q3，预定利率下调在 7-8 月形成炒停窗口带动新单快速增长，8 月单月行业总保费增速高达 49.7%创年内新高。我们预计到 9 月预定利率正式下调后，新单增速将有明显回落，但是对全年业务影响已经不大，全年 NBV 保持较高增长格局已经基本确定。

对 2026 新单保费与 NBV 增速保持乐观。展望 2026 年，我们对新单保费和 NBV 增速持乐观判断：1) 当前保险产品预定利率（传统险 2.0%，分红险 1.75%）仍高于银行存款利率，保险产品相对吸引力优势仍在。2) 分红险产品市场接受度正在提升，预定利率非对称下调也进一步强化了分红险产品的竞争优势，预计保险公司业务结构将加速向

分红险转型，利好新单销售和负债成本优化。3) 预定利率再次下调对 NBV margin 产生积极作用，将对冲分红险占比提升带来的压力，预计未来 NBV margin 保持稳中有升的良好态势，推动 NBV 保持稳健增长。

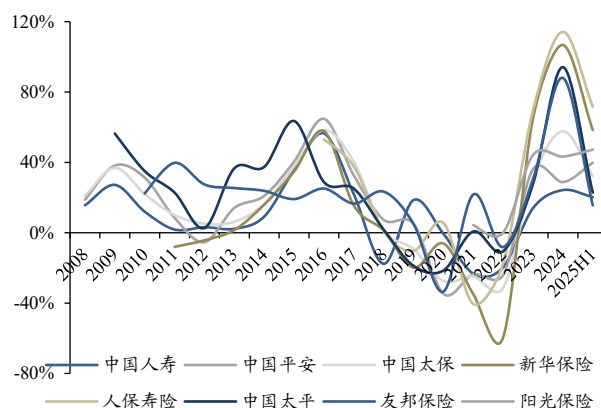
图39: 2025H1 新单保费同比增速较上年回升



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：中国平安、中国太保为规模保费口径，友邦保险为年化新保费口径。

图40: 2025H1 上市险企 NBV 保持较快增长



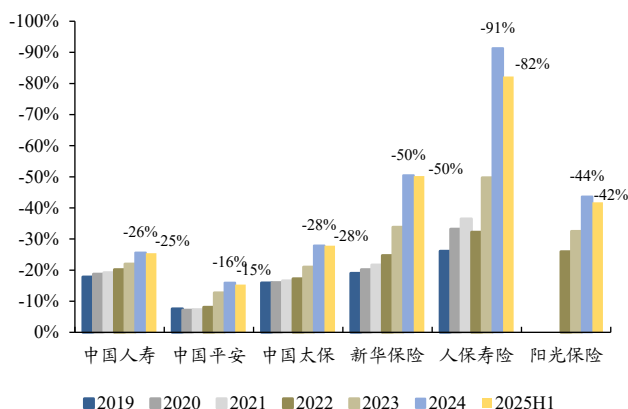
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：新华保险 2024、2025H1 数据为非可比口径，其他公司 2023 年及以后数据均为可比口径

上市险企 VIF 和 NBV 对投资收益率敏感性均有下降，利差损压力呈现缓解趋势。

随着各险企加强负债久期管理、推动分红业务转型，优化负债成本的成效逐步显现，NBV 和 VIF 对投资收益率假设的敏感性普遍改善。在投资回报率下降 50bps 情景下，2025H1 上市险企 NBV 平均降幅为 28.8%，较 2024 年收窄 12.8pct；VIF 平均降幅为 40.5%，较 2024 年收窄 2pct。我们认为，随着预定利率进一步下调，分红险转型或将加速，保险公司平均刚性成本水平将进一步下降，同时伴随长端利率企稳，利差损风险将处于逐步缓解过程中。

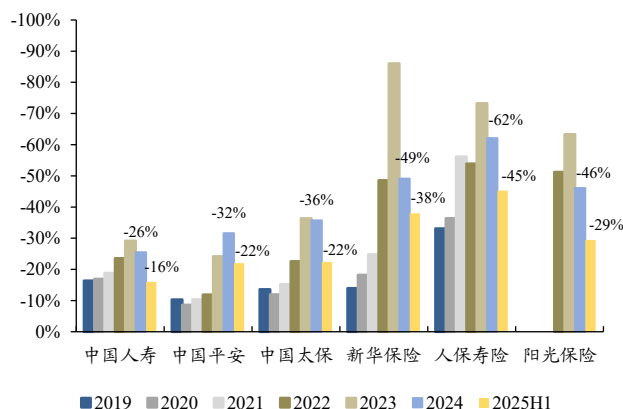
图41: 上市险企 VIF 对投资收益率敏感性开始下降



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1) 中国平安 2019-2022 年为投资收益率和风险贴现率同时-50bps；中国人寿 2023 年以后为投资收益率-10%（估算分别为-45bps、-40bps）；中国太平 2020-

图42: 上市险企 NBV 对投资收益率敏感性普遍改善



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

1) 中国平安 2019-2022 年为投资收益率和风险贴现率同时-50bps；中国人寿 2023 年以后为投资收益率-10%（估算分别为-45bps、-40bps）；中国太平 2020-2023 年

2023 年为投资收益率和风险贴现率同时-50bps，2024 年以后投资回报率和贴现率-10%；其他公司及年份均为投资收益率-50bps。2）中国平安为寿险内含价值，其他公司为有效业务价值

为投资收益率和风险贴现率同时-50bps，2024 年以后投资回报率和贴现率-10%；其他公司及年份均为投资收益率-50bps。

2、资产端：股市走强利好当期投资收益表现，长端利率上行打开估值修复空间

股市持续走强，利好险企当期业绩表现。2025 年 A 股持续走强，截至 10 月 10 日，沪深 300 和万得全 A 指数分别较年初累计上涨 17.3%、26.0%，Q3 单季上涨 17.9%、19.5%，均好于上年同期的 16.1%、17.7%。同时，上市险企普遍增加了股票和权益基金投资规模，我们预计 2025Q3 上市险企有望在高基数基础上实现净利润稳健表现。

表7：近年来上市险企股票+权益基金投资规模与占比情况

单位：亿元		规模				占比			
		股票	权益基金	总投资资产	股票+股基较年初增速	股票	权益基金	合计	股票+股基较年初变动
中国人寿	2024	5011	3066	66111		7.6%	4.6%	12.2%	
	2025H1	6201	3507	71272	20.2%	8.7%	4.9%	13.6%	1.4 pct
中国平安	2024	4374	1334	57314		7.6%	2.3%	10.0%	
	2025H1	6493	1291	62025	36.4%	10.5%	2.1%	12.6%	2.6 pct
中国太保	2024	2551	527	27345		9.3%	1.9%	11.3%	
	2025H1	2831	612	29247	11.9%	9.7%	2.1%	11.8%	0.5 pct
新华保险	2024	1808	1263	16294		11.1%	7.8%	18.8%	
	2025H1	1992	1202	17125	4.0%	11.6%	7.0%	18.7%	-0.2 pct
中国人保	2024	602	866	16418		3.7%	5.3%	8.9%	
	2025H1	946	936	17607	28.1%	5.4%	5.3%	10.7%	1.7 pct
中国太平	2024	1302	733	15621		8.3%	4.7%	13.0%	
	2025H1	1399	731	16833	4.7%	8.3%	4.3%	12.7%	-0.4 pct
阳光保险	2024	676	53	5486		12.3%	1.0%	13.3%	
	2025H1	837	56	5919	22.6%	14.1%	0.9%	15.1%	1.8 pct

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：中国人寿、新华保险和中国人保未单独披露权益型基金规模，采用基金整体数据。

长债利率企稳上行利好险企估值修复。2025 年十年期国债利率受国际政治环境、国内经济预期和资金面等因素影响，呈现波动式上升趋势，特别是下半年以来持续下行，最高突破 1.9%，目前企稳于 1.85%上下，较年初上行 17bps。我们认为，伴随国内宏观经济逐步回暖，未来长端利率若进一步上行，保险公司新增及再配置固收资产收益率压力将明显缓解，板块估值修复空间亦将被进一步打开。

图43: 2025 年十年期国债到期收益率企稳上行 (%)

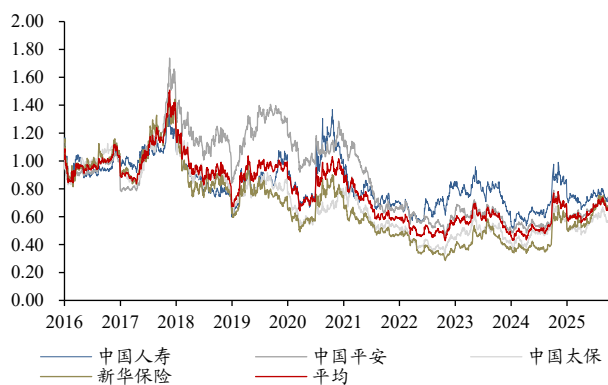


数据来源: wind, 东吴证券研究所

3、估值和公募基金持仓仍处较低位置

当前保险股估值水平和公募持仓仍处于历史低位。1) 保险股估值仍低于近十年历史平均水平。从 PEV 估值水平来看, 目前 A 股和 H 股四家寿险公司平均估值分别为 0.67x、0.48x, 均低于近十年历史平均值 0.78x、0.55x。2) 目前公募基金对保险股持仓仍处于低位。截至 2025 年 Q2 末, 公募基金对保险板块持仓为 1.10%, 较 Q1 末提升 0.53pct, 但是相比历史水平仍处于低位。

图44: A 股寿险公司历史 PEV 估值走势 (倍)



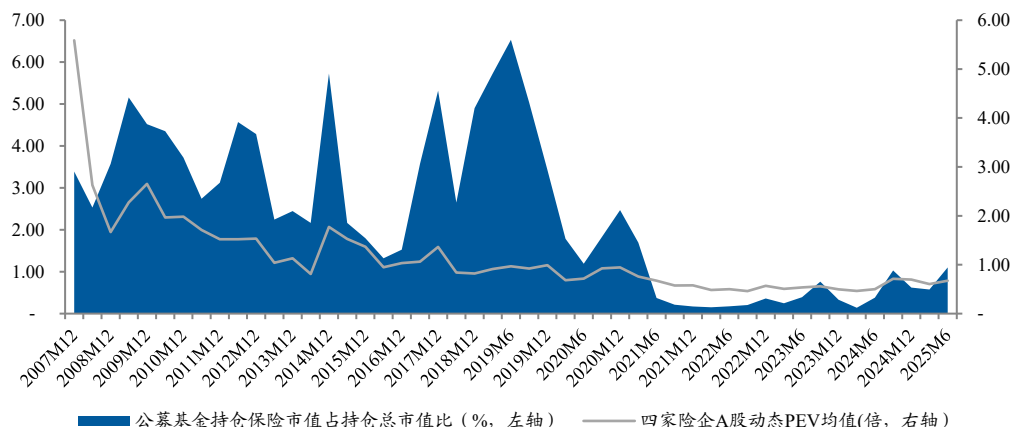
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图45: H 股寿险公司历史 PEV 估值走势 (倍)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图46：目前公募基金对保险股持仓仍处于历史低位



数据来源：wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) **长端利率趋势性下行**：受经济环境承压影响，长端利率可能长期位于下行通道中，保险公司利差损风险增大。
- 2) **权益市场波动**：权益市场向下波动风险可能会导致保险公司投资收益受到负面影响。
- 3) **新单保费承压**：预定利率下调，分红险转型可能会影响保险公司新单保费收入。

免责声明

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>