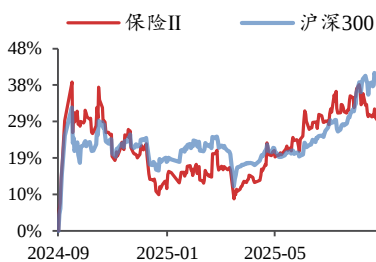


保险 II

2025 年 09 月 22 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《固收兼顾配置和交易，高股息+长股投为破局之道——行业深度报告》

-2025.4.10

《资产负债驱动业绩与分红，假设调整提升 EV 可信度——行业深度报告》

-2025.4.7

《预定利率动态调整细则落地，险企预定利率保持不变——《预定利率动态调整政策》点评》-2025.1.12

财险和权益投资拉动业绩，分红险转型驱动投资端增配权益

——保险行业深度报告

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

● 财险和权益投资是拉动业绩主因，分红险转型驱动投资端增配权益

（1）**利源分析**：2025H1 上市险企归母净利润增速整体较 1 季度有所改善，业绩驱动和分化的原因主要体现在财险板块的利润拉动及权益投资收益的拉动上。3 家有财险分部的上市险企集团，财险分部净利润增速明显高于寿险分部，财险成为利润拉动主因。从人身险利源角度看，上市险企保险服务业绩同比变化较小，保持平稳，利润增速差异主要来自投资服务业绩，新华保险受益于权益投资多数放在交易性金融科目，更受益于权益市场上涨，净利润增速突出。

（2）**净资产**：2025H1 末，各上市险企调整后归母净资产(加回分红、扣除净利润)均较年初有所下降，主要由资产端和负债端受利率波动影响存在差异造成，长端利率企稳利于险企后续净资产扩张。

（3）**合同服务边际**：2025H1 末上市险企 CSM 余额均较年初实现稳步增长，主要由当期新业务 CSM 拉动，上半年新业务 CSM 除中国人寿外均同比正增，增速有所放缓。

（4）**内含价值**：各上市险企 EV 较年初均实现正增长，新业务价值均对内含价值增长有较大贡献。

● 寿险渠道、产品双转型，财险 COR 改善拉动业绩高增，险企增配权益资产

（1）**寿险**：2025H1 回溯口径下 NBV 增长较快，主要得益于预定利率下调，报行合一执行、产品结构优化也对价值带来支撑。不回溯口径下(更能反映投资收益率和预定利率同步调降影响)，中国平安、中国人寿和中国太保整体同比变化较小，体现了新单保费增速回落、分红险转型下产品价值率略有下降的影响。在新单保费方面，多数上市险企实现同比正增，个险渠道整体承压，银保渠道新单高增，成总负债端增长主要驱动力。个险渠道受预定利率下滑产品吸引力下降、分红险转型等因素发展承压，银保渠道受 2024 年同期“报行合一”执行保费基数较低及“1+3”放开利好影响，头部上市险企分红险转型成效明显，保费同比及占比双提升。

（2）**财险**：2025H1 各上市险企 COR 改善带动承保利润大幅增加，降本增效成果持续显现，综合成本率均实现同比下降。

（3）**投资**：2025H1 股市波动上涨，债市势弱，各险企投资资产均同比增加，同时考虑到浮动收益型产品转型的推动，多数险企增配了权益资产，其他权益工具股票资产占比也较年初提升。各险企净投资收益率均同比微降，总投资收益率及综合投资收益率有分化。

（4）**偿付能力**：各上市险企均显著高于监管要求，多数实现同比提升。

● 展望未来，负债端有望延续高质量增长，投资端延续增配权益趋势

（1）监管部门从监管机制、渠道、产品和服务等多方面持续规范保险业健康发展。渠道方面，短期内个险渠道发展承压，银保高质量发展初见成效，多元化渠道布局的头部险企有望受益。产品方面，分红险转型已成行业共识，后续各险企将进一步深化转型。（2）养老需求旺盛，分红型储蓄类保单兼具保底和弹性的收益率，同时在保险保障、养老和医疗配套服务上具有独特优势，未来头部险企市占率有望提升，预计上市险企未来新单保费保持平稳增长，预定利率调降带来负债成本逐步回落；分红险转型带来资产端持续增配权益资产，关注长端利率变化影响。看好负债端综合优势突出且低估值的中国太保和中国平安。

● **风险提示**：长端利率下行风险；寿险保费增速不达预期风险。

目 录

1、 总体情况：业绩、EV 双增长，财险和投资是主要驱动	4
1.1、 业绩表现：财险拉动业绩，归母净利改善，各家表现有分化	4
1.2、 利源分析：财险和投资服务业绩是分化主因	7
1.3、 EV：较年初实现稳步增长	9
2、 业务情况：寿险渠道、产品转型推进，财险 COR 改善	10
2.1、 寿险：银保渠道高增，个险承压，分红险转型见效	10
2.2、 财险：COR 改善支撑业绩增长	15
2.3、 资产端：股强债弱，分红险转型促权益资产增配	16
2.4、 偿付能力：各上市险企均显著高于监管要求，多数实现同比提升	19
3、 未来展望：负债端产品渠道转型优化力度加大，投资端增配高股息资产	20
4、 投资建议	22
5、 风险提示	22

图表目录

图 1： 2025H1 上市险企归母净利整体增长，存在分化	4
图 2： 财险是利润主要增长拉动因素	4
图 3： 2025H1 中国平安归母营运利润同比+3.7%，寿、财险业务同比小幅增长，资产管理业务大幅增长	5
图 4： 2025H1 中国太保集团/寿险归母营运利润同比+7.1%/+5.0%	5
图 5： 2025H1，调整后各上市险企归母净资产均较年初下降	5
图 6： 2025H1 上市险企 EV 较年初均实现增长	9
图 7： 2025H1 上市险企 EV 同比提升，增速变动有分化	9
图 8： 2025H1 上市险企寿险新业务价值率同比提升 (除新华保险外)	11
图 9： 个险渠道新业务价值变动有分化，普遍低于寿险整体同比变化	12
图 10： 2025H1 除新华保险外，各上市险企新业务价值率同比提升	12
图 11： 除平安外各家保司代理人数量较 2024 年同期持平或同比下降	13
图 12： 除中国平安，多数上市险企银保渠道新业务价值同比高增，增速超过寿险整体 NBV 增速	13
图 13： 除中国平安外，银保新业务价值率同比提升	13
图 14： 银保渠道 NBV 占比变化有分化，部分险企银保渠道 NBV 占比过半	14
图 15： 中国平安分红险原保费同比增长 40.9%，占比提升 3.7pct	14
图 16： 新华保险分红险原保费同比增长 24.9%，占比提升 0.3pct	14
图 17： 多数上市险企 13 个月保单继续率呈上升趋势	15
图 18： 上市险企 25 个月保单继续率呈上升趋势	15
图 19： 2025H1 上市险企财险保费同比增长，3 家总保费占行业整体保费的 63.0%	15
图 20： 2025H1 上市财险车险占比表现各异	15
图 21： 上市险企财险中车险同比正增长	16
图 22： 上市险企财险中非车险同比表现分化	16
图 23： 中国人寿投资资产较年初增长 7.8%，权益类金融资产占比增加 0.8pct	17
图 24： 中国平安投资资产较年初增长 8.2%，权益类金融资产占比增加 1.9pct	17
图 25： 中国太保投资资产较年初增长 7.0%，权益类金融资产占比较年初微降 0.1pct	17
图 26： 新华保险投资资产较年初增长 5.1%，权益类金融资产占比较年初提升 0.4pct	17
图 27： 中国人保投资资产较年初增长 7.2%，权益类金融资产占比较年初提升 2.2pct	18

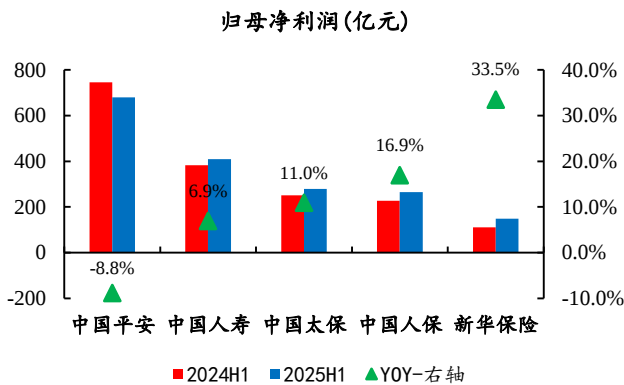
表 1: 上市险企 CSM 余额较年初正增长, CSM 占保险合同负债比例较年初整体降低	6
表 2: 上市险企新业务 CSM 同比正增长 (除中国人寿外)	6
表 3: 上市险企 2025 年中分红同比增长, 占 2024 年全年分红比重约 26%-42%	7
表 4: 2025H1 中国平安财险保险服务业绩拉动整体业绩增长	7
表 5: 2025H1 中国太保财险、投资拉动业绩增长	8
表 6: 2025H1 中国人保财险、健康险和投资拉动业绩增长	8
表 7: 2025H1 中国人寿保险、投资服务业绩双降; 新华保险业绩增长主要靠投资服务业绩大幅增长拉动	9
表 8: 2025H1 上市险企 EV 主要靠 EV 预期回报、NBV、投资回报偏差拉动	10
表 9: 我们测算, 2025H1 上市险企 VIF 打平收益率同比变化有分化, 整体幅度较小	10
表 10: 2025H1 上市险企 NBV 同比增长, 增速有分化	11
表 11: 2025H1 上市险企寿险新单保费同比变化各异, 银保成主要增长驱动力	11
表 12: 2025H1 上市险企财险综合成本率下降, 承保利润大幅增加	16
表 13: 2025H1 上市险企 FVOCI 股票资产占比提升	18
表 14: 2025H1 上市险企净投资收益率同比微降, 总投资及综合投资收益率同比变动有分化	18
表 15: 上市险企偿付能力充足率表现分化, 除中国人寿外均同比提升	19
表 16: 监管持续优化监管机制, 推动保险业高质量稳健发展	20
表 17: 我们测算, 预定利率下调, 分红险性价比、吸引力提升, 产品转型势在必行	21
表 18: 监管发文上调权益资产配置比例上限	21
表 19: 推荐标的估值表-寿险	22

1、总体情况：业绩、EV 双增长，财险和投资是主要驱动

1.1、业绩表现：财险拉动业绩，归母净利改善，各家表现有分化

2025H1 上市险企归母净利润增速整体改善，但存在分化，财险板块和权益投资收益成拉动业绩增长主力。2025 年上半年上市险企归母净利润及同比增速分别为：中国平安 680 亿元，同比-8.8%。中国人寿 409 亿元，同比+6.9%，中国太保 279 亿元，同比+11.0%，中国人保 265 亿元，同比+16.9%，新华保险 148 亿元，同比+33.5%。5 家上市险企除平安外均实现同比增长，合计归母净利同比+3.7%，较一季度的+1.4%有所改善，但业绩增速分化较为明显。从分部净利润看，中国平安人身险净利润同比-3.3%，财产险同比+1.0%，中国太保人身险净利润同比+3.6%，财产险同比+18.4%，中国人保人身险净利润同比-10.2%，财产险同比+39%，3 家险企财险分部净利润占比均有提升，财产险净利润增速均高于人身险，成为了业绩增长的主要拉动力。

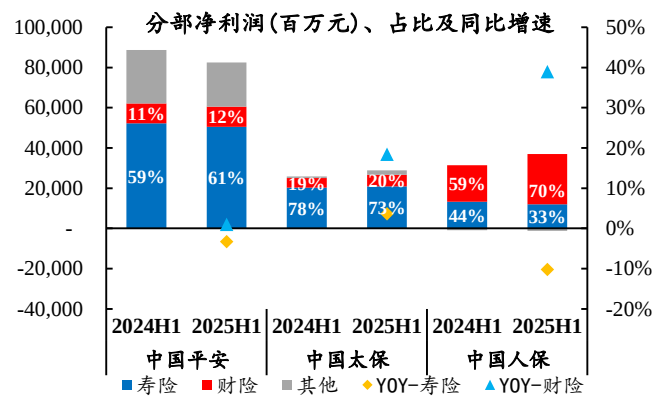
图1：2025H1 上市险企归母净利整体增长，存在分化



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：中国平安其他分部包括银行+资产管理+金融赋能+其他业务及合并抵消；中国太保其他分部包括资产管理+其他及抵消；中国人保其他分部包括资产管理+总部及其他+抵消金额。

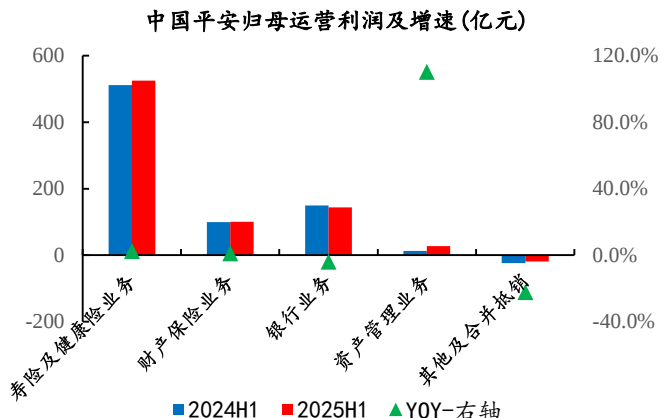
图2：财险是利润主要增长拉动因素



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2025H1 中国平安归母营运利润同比+3.7%，中国太保归母营运利润同比+7.1%。2025 年上半年，中国平安归母营运利润 777.3 亿元，寿险、财险业务营运利润同比小幅增长，分别+2.5%/+1.0%，资产管理业务大幅增长，同比+110.1%，共同作用拉动平安集团的归母营运利润同比增长+3.7%。中国太保归母营运利润 199.1 亿元、同比+7.1%，其中寿险归母营运利润同比+5.0%。

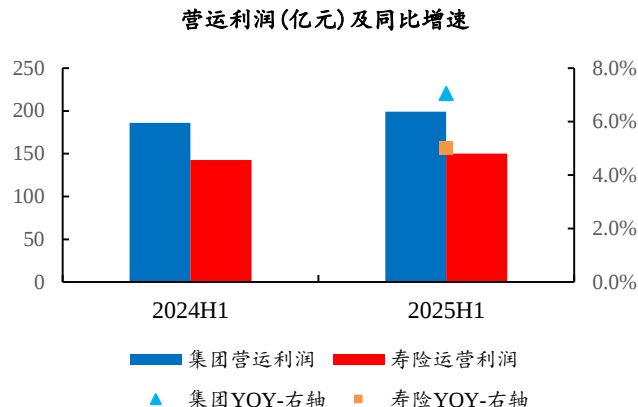
图3：2025H1 中国平安归母营运利润同比+3.7%，寿、财险业务同比小幅增长，资产管理业务大幅增长



数据来源：中国平安公告、开源证券研究所

注：2024H1 和 2025H1 营运利润适用于 4.0% 投资回报率假设

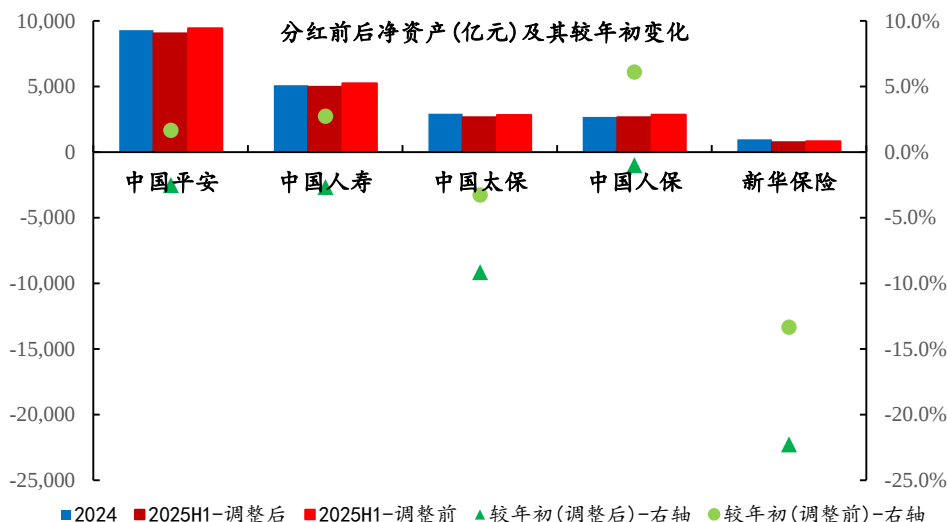
图4：2025H1 中国太保集团/寿险归母营运利润同比+7.1%/+5.0%



数据来源：中国太保公告、开源证券研究所

2025H1 末上市险企加回分红、扣除净利润后归母净资产均较年初下降。2025 年上半年末，各上市险企归母净资产及较年初增速分别为：中国平安 9440 亿元/+1.7%，中国人寿 5236 亿元/+2.7%，中国太保 2819 亿元/-3.3%，中国人保 2851 亿元/+6.1%，新华保险 834 亿元/-13.3%。各上市险企加回分红、扣除净利润后归母净资产及较年初增速分别为：中国平安 9052 亿元/-2.5%，中国人寿 4961 亿元/-2.7%，中国太保 2647 亿元/-9.2%，中国人保 2661 亿元/-1.0%，新华保险 748 亿元/-22.3%。截至 2025 年 6 月末，所有上市险企调整后归母净资产均较年初下降，主要由资产端和负债端受利率波动影响差异造成，预计下半年有望明显改善。

图5：2025H1，调整后各上市险企归母净资产均较年初下降



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2025H1 末上市险企 CSM 余额较年初增长，上半年除中国人寿外，新业务 CSM 均同比正增。2025 年上半年末 5 家上市险企 CSM 余额较年初均实现正增，主要由当期新业务 CSM 拉动。新业务 CSM 增速除中国人寿外均实现同比正增长，2025H1 部

分险企增速较 2024 年增速而言由负转正，多数险企增速放缓。中国人寿新业务 CSM 同比较下降主要受市场利率变化的影响。各家上市险企 CSM 余额占保险合同负债比率略有下降，CSM 摊销比例保持平稳。

表1：上市险企 CSM 余额较年初正增长，CSM 占保险合同负债比例较年初整体降低

CSM 余额（亿元）	2023A	2024A	2025H1
中国人寿	7,691	7,425	7,547
中国平安	7,684	7,313	7,332
中国太保(寿险)	3,240	3,421	3,464
新华保险	1,690	1,759	1,772
人保寿险	756	926	1,031
人保健康	170	202	231
余额较年初	2023A	2024A	2025H1
中国人寿		-3.5%	1.6%
中国平安		-4.8%	0.3%
中国太保(寿险)		5.6%	1.2%
新华保险		4.1%	0.7%
人保寿险		22.4%	11.4%
人保健康		18.9%	14.6%
CSM 余额/保险合同负债	2023A	2024A	2025H1
中国人寿	15.8%	12.7%	12.0%
中国平安	18.5%	14.7%	13.7%
中国太保(寿险)	18.5%	16.4%	15.2%
新华保险	14.7%	12.9%	11.9%
人保寿险	14.3%	14.9%	15.4%
人保健康	22.4%	21.9%	22.2%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表2：上市险企新业务 CSM 同比正增长（除中国人寿外）

新业务合同服务边际（亿元）	2023A	2024H1	2024A	2025H1
中国人寿	511.1	380.1	577.1	262.1
中国平安	389.5	237.4	354.1	252.1
中国太保(寿险)	117.3	89.5	183.9	108.2
新华保险	61.7	56.5	110.0	61.4
人保寿险	92.4	79.4	141.5	101.6
人保健康	63.6	51.5	109.8	70.7
YOY	2023A	2024H1	2024A	2025H1
中国人寿			13%	-31.0%
中国平安			-9%	6.2%
中国太保(寿险)			57%	20.9%

新业务合同服务边际（亿元）	2023A	2024H1	2024A	2025H1
新华保险			78%	8.7%
人保寿险			53%	28.1%
人保健康			73%	37.1%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2025H1 上市险企中期分红普遍同比增长。除新华外，中期分红同比增速均高于归母净利润增速(中国太保未进行中期分红)。各上市险企 2025 年中期分红占 2024 年总分红（年中分红+年末分红）比重最高的是中国人保，中期分红率最高的是中国平安。归母净利润及 CSM 余额正增长为各险企稳定分红带来支撑。

表3：上市险企 2025 年中分红同比增长，占 2024 年全年分红比重约 26%-42%

单位：亿元	2025H1	YOY	占 2024 年分红比重	中期分红率
中国平安	172.0	2.2%	37.3%	25.3%
中国人寿	67.3	19.0%	36.6%	16.4%
中国人保	33.2	19.0%	41.7%	12.5%
新华保险	20.9	24.1%	26.5%	14.1%

数据来源：wind、各公司公告、开源证券研究所

1.2、利源分析：财险和投资服务业绩是分化主因

从利源角度看，2025H1 财险及权益投资拉动业绩增长。从集团分部看，财险保险服务业绩增长较明显，人身险分部看，除了中国人寿因会计准则差异使得利率下降对 VFA 模型下保单的保险服务业绩带来负向影响外，多数险企人身险分部的保险服务业绩保持相对平稳，主要利润拉动来自投资收益。整体而言，各上市险企均主要依靠财产险分部和投资服务业绩提振业绩。

计算方法：保险服务业绩=保险服务收入-保险服务费用-（分出保费分摊-摊回保险服务费用）-提取保费准备金；投资服务业绩=利息收入+投资收益/损失+公允价值变动收益-（承保财务损失-分出在保险财务收益）。

表4：2025H1 中国平安财险保险服务业绩拉动整体业绩增长

单位：亿元	中国平安								
	集团			寿险及健康险			财产险		
	2024H1	2025H1	YOY	2024H1	2025H1	YOY	2024H1	2025H1	YOY
保险服务业绩	536	546	2%	471	449	-5%	64	97	50%
投资服务业绩	404	328	-19%	149	128	-14%	57	47	-17%
其他收入成本净额	91	45	-51%	-53	-55	4%	-4	-17	365%
税前利润总额	1,032	920	-11%	567	523	-8%	118	126	7%
所得税费用	-145	-94	-35%	-45	-18	-61%	-18	-26	41%
归母净利润	746	680	-9%	506	483	-5%	99	100	1%
少数股东归母净利润	141	145	3%	16	22	35%	0	0	2%

单位：亿元				中国平安					
集团				寿险及健康险			财产险		
承保利润占比	52%	59%	+7.5pct	83%	86%	+2.9pct	55%	76%	+21.7pct
投资利润占比	39%	36%	-3.5pct	26%	25%	-1.7pct	49%	37%	-11.1pct
其他业务净收入占比	9%	5%	-4.0pct	-9%	-11%	-1.2pct	-3%	-14%	-10.6pct

数据来源：中国平安公告、开源证券研究所

表5：2025H1 中国太保财险、投资拉动业绩增长

单位：亿元				中国太保					
集团				寿险			财产险		
	2024H1	2025H1	YOY	2024H1	2025H1	YOY	2024H1	2025H1	YOY
保险服务业绩	204	206	1%	159	158	-1%	44	47	8%
投资服务业绩	126	166	32%	78	96	23%	29	37	30%
其他收入成本净额	-36	-50	38%	-15	-28	85%	-12	-12	-0.2%
税前利润总额	294	323	10%	222	226	2%	61	73	20%
所得税费用	-35	-35	-2%	-20	-16	-15%	-12	-16	26%
净利润	259	288	11%	202	210	4%	48	57	18%
承保利润占比	69%	64%	-5.4pct	72%	70%	-1.8pct	72%	65%	-7.1pct
投资利润占比	43%	51%	+8.6pct	35%	42%	+7.3pct	48%	51%	+3.8pct
其他业务净收入占比	-12%	-15%	-3.2pct	-7%	-12%	-5.5pct	-20%	-16%	+3.3pct

数据来源：中国太保公告、开源证券研究所

表6：2025H1 中国人保财险、健康险和投资拉动业绩增长

单位：亿元				中国人保							
集团				寿险			健康险			财产险	
	2024H1	2025H1	YOY	2024H1	2025H1	YOY	2024H1	2025H1	YOY	2024H1	2025H1
保险服务业绩	286	291	2%	99	56	-43%	48	62	30%	134	169
投资服务业绩	110	191	74%	16	31	90%	0	9	2197%	97	151
其他收入成本净额	-46	-57	24%	-12	-15	24%	-3	-3	-9%	-23	-28
税前利润总额	350	425	21%	103	73	-30%	45	68	52%	208	292
所得税费用	-45	-66	46%	-4	-4	-1%	-10	-17	62%	-28	-41
净利润	305	359	18%	99	69	-31%	34	51	50%	180	250
承保利润占比	82%	68%	-13.3pct	96%	77%	-18.4pct	107%	91%	-15.4pct	64%	58%
投资利润占比	31%	45%	+13.6pct	16%	43%	+27.1pct	1%	13%	+12.3pct	46%	52%

单位：亿元											
集团			中国人寿			健康险			财产险		
比											
其他业务净											
收入占比			-13%	-13%	-0.3pct	-11%	-20%	-8.7pct	-8%	-5%	+3.1pct
			-11%	-10%	+1.3pct						

数据来源：中国人寿公告、开源证券研究所

表7：2025H1 中国人寿保险、投资服务业绩双降；新华保险业绩增长主要靠投资服务业绩大幅增长拉动

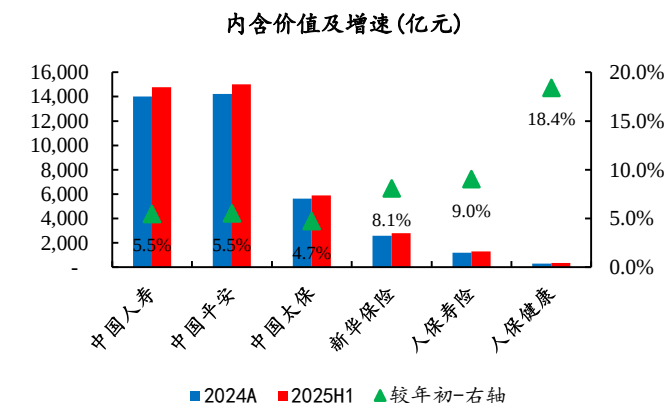
单位：亿元		中国人寿			新华保险		
		2024H1	2025H1	YOY	2024H1	2025H1	YOY
保险服务业绩		219	182	-17%	81	83	2%
投资服务业绩		311	298	-4%	65	111	71%
其他收入成本净额		-51	-55	9%	-27	-32	19%
税前利润总额		479	424	-12%	119	162	36%
所得税费用		-89	-4	-95%	-8	-14	68%
归母净利润		383	409	7%	111	148	34%
少数股东归母净利润		8	10	34%	0.02	0.02	0%
承保利润占比		46%	43%	-2.9pct	68%	51%	-16.8pct
投资利润占比		65%	70%	+5.4pct	54%	68%	+14.1pct
其他业务净收入占比		-11%	-13%	-2.4pct	-22%	-20%	+2.8pct

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

1.3、EV：较年初实现稳步增长

2025H1 上市险企 EV 较年初均实现增长，同比增速变动有分化。2025 年上半年，上市险企寿险 EV 及较年初变动分别为：中国人寿 1.48 万亿元/+5.5%，中国平安 1.50 万亿元/+5.5%，中国太保 5889 亿元/+4.7%，新华保险 2794 亿元/+8.1%，人保寿险 1306 亿元/+9.0%，人保健康 357 亿元/+18.4%。同比变动方面，中国人寿+5.2%，中国平安+1.7%，中国太保+3.5%，新华保险+4.1%，中国人寿+8.9%。

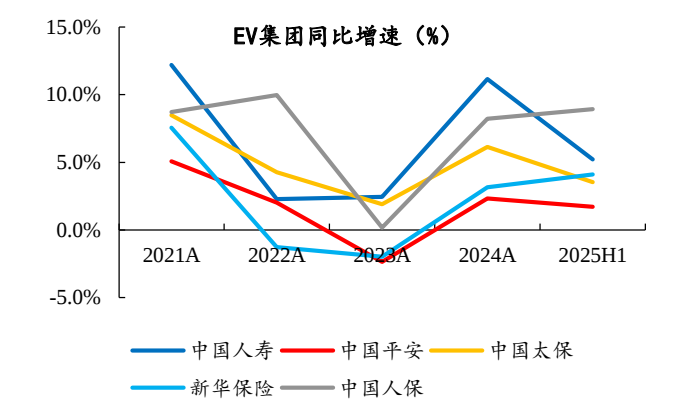
图6：2025H1 上市险企 EV 较年初均实现增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

图7：2025H1 上市险企 EV 同比提升，增速变动有分化



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2025H1 末上市险企 EV 增长贡献度较高的主要有 EV 预期回报、新业务价值及投资回报偏差调整。2025 年上半年，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险内含价值较年初增长比例与 2024 年底较年初增长相比各家正负向变动各有不同，分别为：-5.7pct/集团+3.2pct（寿险+7.7pct）/集团-1.4pct（寿险+0.4）/+4.9pct。各家险企新业务价值均对内含价值增长有较大贡献，投资回报偏差均为正。

表8：2025H1 上市险企 EV 主要靠 EV 预期回报、NBV、投资回报偏差拉动

内含价值贡献	中国人寿		中国平安		中国太保		新华保险	
	2024A	2025H1	2024A	2025H1	2024A	2025H1	2024A	2025H1
内含价值预期回报	7.9%	2.7%	6.9%	3.0%	7.2%	3.0%	6.6%	3.0%
新业务价值	2.7%	2.0%	3.9%	3.2%	3.3%	2.3%	2.5%	2.4%
营运经验偏差	0.1%	0.3%	1.8%	1.4%	1.3%	0.9%	1.9%	1.8%
投资回报偏差	5.1%	0.0%	2.6%	3.4%	6.6%	0.6%	8.1%	3.2%
市场价值调整	8.4%	1.3%	1.9%	0.2%	3.6%	0.0%		
评估方法和模型变化	-11.6%	0.0%	-10.1%	0.0%	-16.0%	0.0%	-14.2%	0.0%
股东分红及资本变动	-1.4%	-0.9%	-4.9%	-2.9%	-1.7%	-1.7%	-1.7%	-2.4%
其他	0.0%	0.1%	-1.6%	0.0%	0.6%	0.3%	0.0%	0.1%
内含价值增长	11.2%	5.5%	0.5%	8.2%	4.9%	5.3%	3.2%	8.1%
集团内含价值增长			2.3%	5.5%	6.2%	4.7%		

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：中国人保中期报告暂未公布相关数据

我们测算 2025H1 各上市险企 VIF 打平收益率同比变化及较 2024 年全年变化略有分化，变化幅度整体较小。根据我们测算，整体看，中国人保、新华保险 VIF 打平收益率较高，负债成本相对较高，同比呈现下降趋势；中国人寿、中国平安、中国太保 VIF 打平收益率相对较低，负债成本控制较好，体现了较强的负债端优势。随着更低的预定利率产品销售占比提升，预计上市险企负债成本呈现稳步下降趋势。

表9：我们测算，2025H1 上市险企 VIF 打平收益率同比变化有分化，整体幅度较小

VIF 打平收益率	2025H1	YOY	较 2024 年全年
中国人寿	2.43%	-0.03pct	-0.01 pct
中国平安	2.51%	+0.06 pct	+0.01 pct
中国太保	2.21%	+0.04 pct	+0.003 pct
新华保险	3.00%	-0.05 pct	-0.01 pct
中国人保	3.39%	-0.07 pct	-0.06 pct

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2、业务情况：寿险渠道、产品转型推进，财险 COR 改善

2.1、寿险：银保渠道高增，个险承压，分红险转型见效

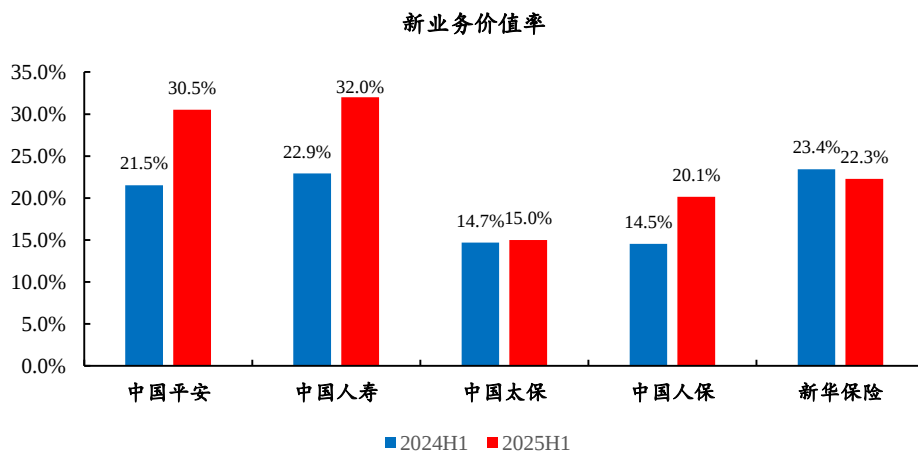
2025H1 寿险回溯口径下 NBV 同比增长较快，不回溯口径下增速有分化。2025 年上半年上市险企寿险新业务价值增长符合预期，回溯口径下增长较快主要得益于预定利率进一步下调，报行合一执行、产品结构优化也对价值带来一定支撑作用。回溯口径下，中国平安、中国人寿新业务价值率提升明显，新华保险同比下降。**不回溯口径更能客观体现投资收益率和预定利率同步调降 50bp 后 NBV 的同比变化趋势**，不回溯口径下，中国平安、中国人寿和中国太保同比变化较小，体现了新单保费增速回落、分红险转型下产品价值率略有下降的影响。

表10：2025H1 上市险企 NBV 同比增长，增速有分化

新业务价值（亿元）	达成	YOY(回溯)	YOY(不回溯)
中国平安 (寿险及健康险业务)	22,335	39.8%	0.1%
中国人寿	28,546	20.3%	-11.5%
中国太保 (太保寿险)	9,544	32.3%	5.6%
中国人保 (人保寿险)	4,978	71.7%	26.5%
新华保险	6,182	/	58.4%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图8：2025H1 上市险企寿险新业务价值率同比提升（除新华保险外）



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：除新华保险外按回溯新业务价值、标准保费/年化首年保费口径计算新业务价值率，新华保险按不回溯口径、年化首年保费口径计算新业务价值率。

2025H1 多数上市险企寿险新单保费实现同比正增长，个险渠道新单同比下降，银保渠道新单增长成新单增长的主要驱动因素。2025 年上半年上市险企除平安外新单保费均实现同比增长。从渠道角度看，除新华保险外各上市险企个险渠道新单均同比下降，5 家上市险企银保渠道新单均实现同比正增长，新单增长主要由银保渠道拉动。

表11：2025H1 上市险企寿险新单保费同比变化各异，银保成主要增长驱动力

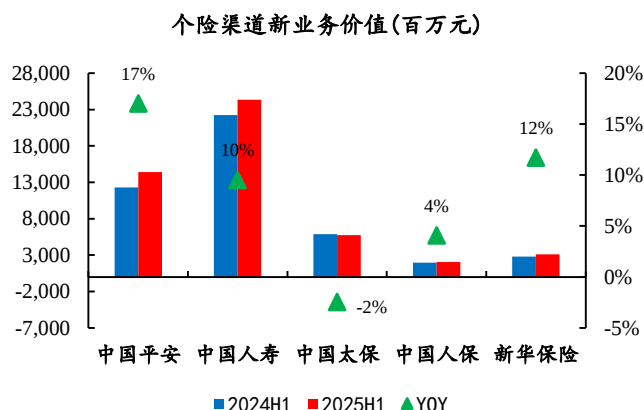
单位：亿元	新单保费		个险渠道新单		银保新单		
	达成	YOY	达成	YOY	达成	YOY	占比
中国平安	1,222	-6.1%	756	-20.1%	229	74.7%	19%

单位：亿元	新单保费		个险渠道新单		银保新单		
	达成	YOY	达成	YOY	达成	YOY	占比
(寿险及健康险业务)							
中国人寿	1,613	0.6%	739	-21.6%	359	111.1%	22%
中国太保 (太保寿险)	630	26.3%	226	-7.7%	290	95.6%	46%
中国人保 (人保寿险)	413	18.0%	100	-9.8%	297	32.5%	72%
新华保险	424	100.5%	151	65.2%	249	150.2%	59%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

个险渠道：多数险企 NBV、NBV Margin 同比提升，人员收窄，新单下滑，整体承压。在个险渠道，除中国太保外各险企 NBV 同比提升，除新华保险外各险企 NBV Margin 同比提升。预定利率下调带来的价值提升是新业务价值增长的主要影响因素。除去新华保险之外，各险企个险新单承压，主要受预定利率调降后产品吸引力下降、积极推进分红险转型，新主力险种销售经验不足影响。另一方面，部分保司率先在个险渠道推行“报行合一”，代理人销售动力或有下降，也对新单增速造成了影响。

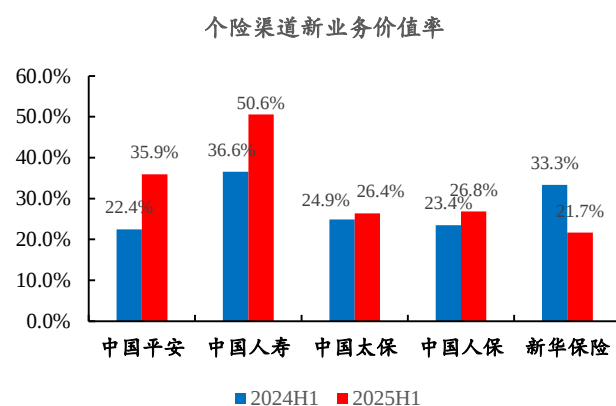
图9：个险渠道新业务价值变动有分化，普遍低于寿险整体同比变化



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：除中国人保、新华保险外采用回溯口径计算 2024 年同期新业务价值

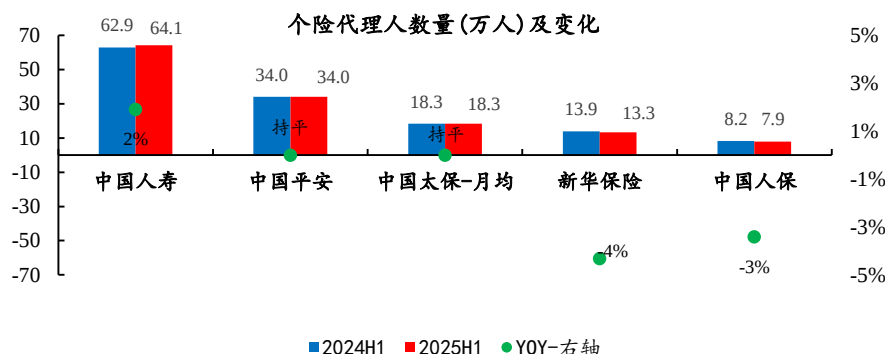
图10：2025H1 除新华保险外，各上市险企新业务价值率同比提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

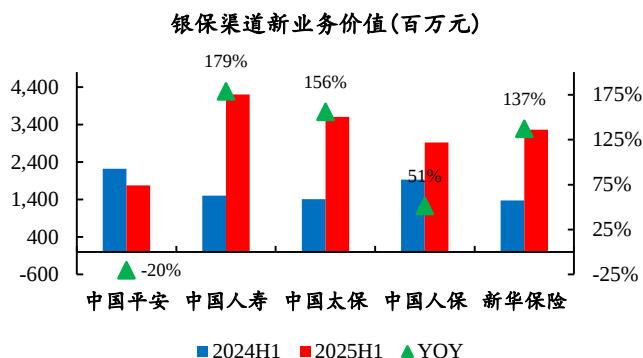
注：除中国人保、新华保险外采用回溯口径计算 2024 年同期新业务价值，按标准保费/年化首年保费口径计算新业务价值率

个险渠道新单保费方面，中国平安/中国人寿/中国太保/中国人保/新华保险同比变动分别为同比-20.1%/-21.6%/-7.7%/-9.8%/+65.2%，明显低于寿险新单增速。销售人力方面，中国平安/中国人寿/中国太保/中国人保/新华保险同比变动分别为同比+2%/持平/持平/-4%/-3%。中国平安代理人活动率 49.9%，同比-6pct，代理人月人均收入 9898 元，同比-17.3%。中国太保核心人力月人均首年佣金收入 7120 元，同比-13.4%。整体而言，个险渠道承压。

图11：除平安外各家保司代理人数量较 2024 年同期持平或同比下降


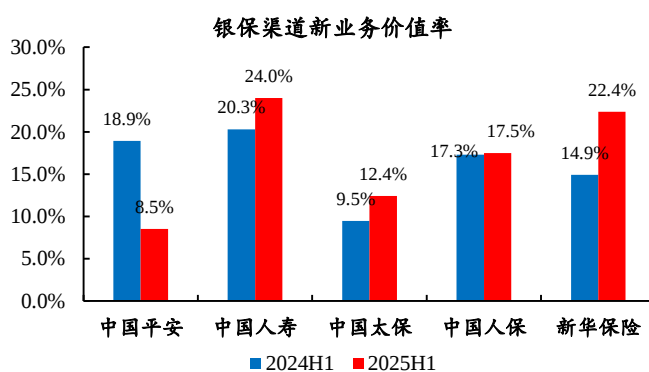
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

银保渠道：多数险企银保新单及 NBV 大幅同比增长，超寿险增速，部分险企银保渠道新单及 NBV 占比过半，成主力渠道。2025 年上半年，除平安外各险企银保渠道新业务价值、新业务价值率均同比提升。在银保渠道 NBV 占总 NBV 方面，多数险企占比增加，中国人保、新华保险银保渠道 NBV 占比过半。在新单保费方面，中国平安/中国人寿/中国太保/中国人保/新华保险同比变动分别为同比+74.7% /+111.1% /+95.6% /+32.5% /+150.2%，远高于寿险整体新单增速。新单同比高增主要原因是 2024 年同期“报行合一”初执行，新单基数较低，加之银行对保险“1+3”限制放开，各上市险企积极开拓市场，预计头部险企市占率提升。

图12：除中国平安，多数上市险企银保渠道新业务价值同比高增，增速超过寿险整体 NBV 增速


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

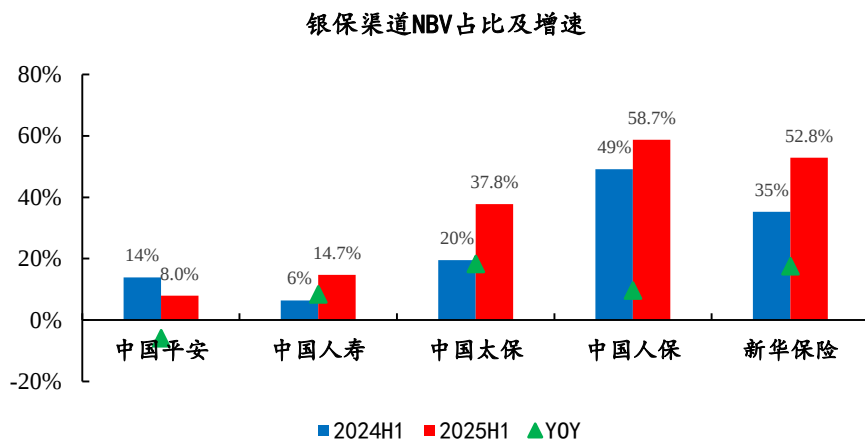
注：除中国人保、新华保险外采用回溯口径计算 2024 年同期新业务价值。中国人寿银保渠道新业务价值按寿险总新业务价值减去个险渠道新业务价值估算。

图13：除中国平安外，银保新业务价值率同比提升


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：除中国人保、新华保险外采用回溯口径计算 2024 年同期新业务价值，按标准保费/年化首年保费口径计算新业务价值率

图14：银保渠道 NBV 占比变化有分化，部分险企银保渠道 NBV 占比过半

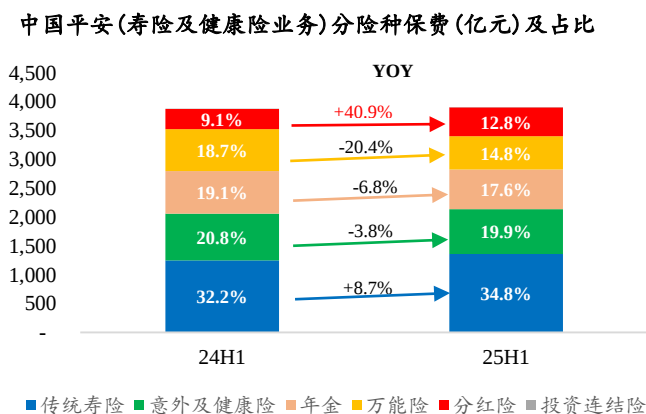


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：除中国人保、新华保险外采用回溯口径计算 2024 年同期新业务价值。中国人寿银保渠道新业务价值按寿险总新业务价值减去个险渠道新业务价值估算。

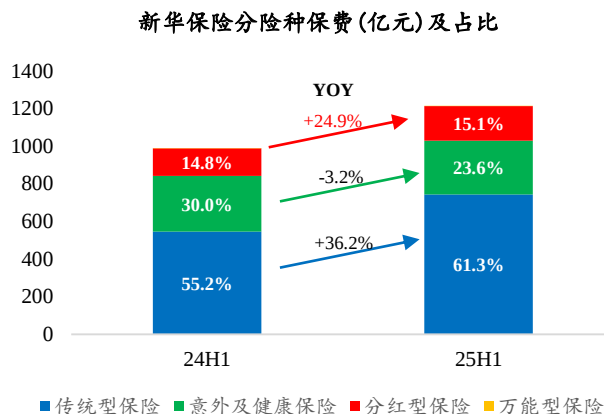
在产品方面，各上市保司积极推动分红险转型，分红险保费同比及占比提升。2025 年上半年，中国平安分红险规模保费达 499.2 亿元，同比+40.9%，占寿险及健康险业务总规模保费的 12.8%，同比+3.7pct。新华保险分红险原保费收入达 182.7 亿元，同比+24.9%，占总原保费收入的 15.1%，同比+0.3pct。中国太保分红险新单期缴保费达 101 亿元，实现同比大幅增长，新单期缴中分红险占比提升至 42.5%，其中个险渠道新单期缴保费中分红险占比达 51%。中国人寿大力推动浮动收益型产品，个险渠道分红险成为新单保费重要支撑。

图15：中国平安分红险原保费同比增长 40.9%，占比提升 3.7pct



数据来源：中国平安公告、开源证券研究所

图16：新华保险分红险原保费同比增长 24.9%，占比提升 0.3pct

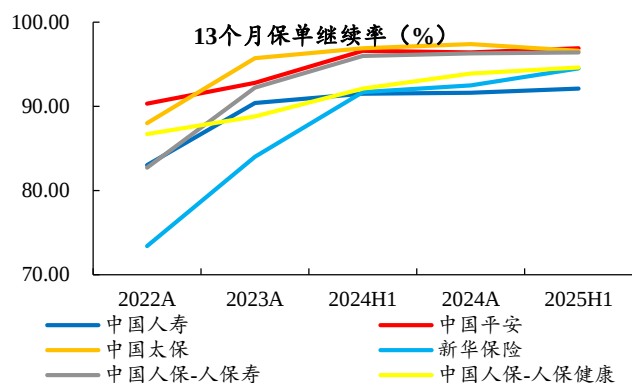


数据来源：新华保险公告、开源证券研究所

各上市险企保单持续率整体呈上升趋势，业务品质稳步提升。多数上市险企 13 个月保单继续率及 25 个月保单继续率较年初和同比均实现提升。各险企 13 个月继续率分别为：中国人寿(14 个月)92.1%、中国平安 96.9%、中国太保 96.6%、新华保险 94.5%、人保寿险+96.4%；25 个月中国人寿(26 个月) 88.6%、中国平安 95.0%、

中国太保 94.5%、新华保险 96.2%、人保寿险+94.3%。

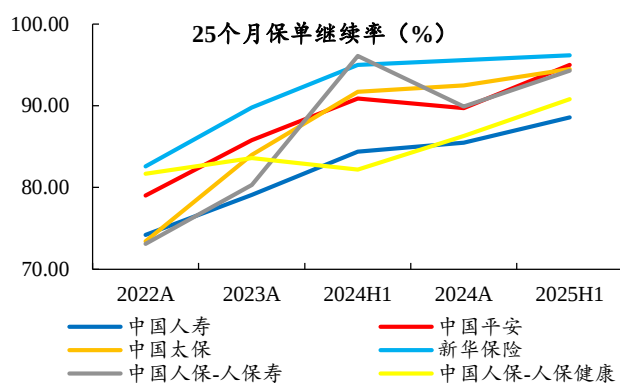
图17：多数上市险企 13 个月保单继续率呈上升趋势



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：中国人寿为 14 个月保单继续率

图18：上市险企 25 个月保单继续率呈上升趋势



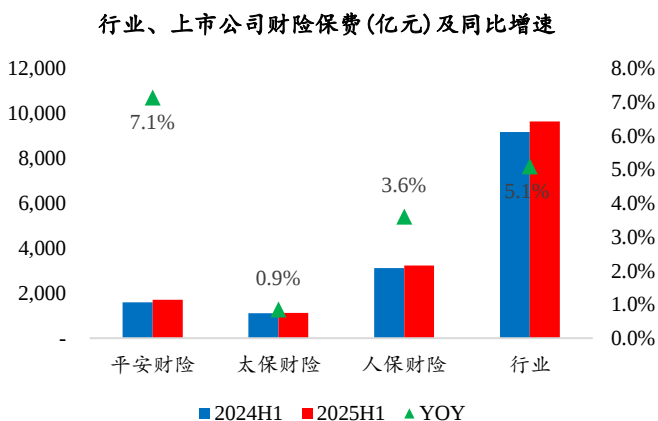
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：中国人寿为 26 个月保单继续率

2.2、财险：COR 改善支撑业绩增长

2025H1 上市险企财产险保费收入同比增长，车险稳步增长，非车险发展各异。2025 年上半年，行业/平安财险/太保财险/人保财险原保费收入及同比增速分别为：9645 亿元(+5.1%)/1719 亿元(+7.1%)/1128 亿元(+0.9%)/3233 亿元(+3.6%)，3 家财险保费合计为 6079 亿元，占行业总保费的 63.0%，同比-0.6pct。车险增速加快，非车险增速除平安外，均放缓或同比下降，各家财险险种结构呈差异化发展。

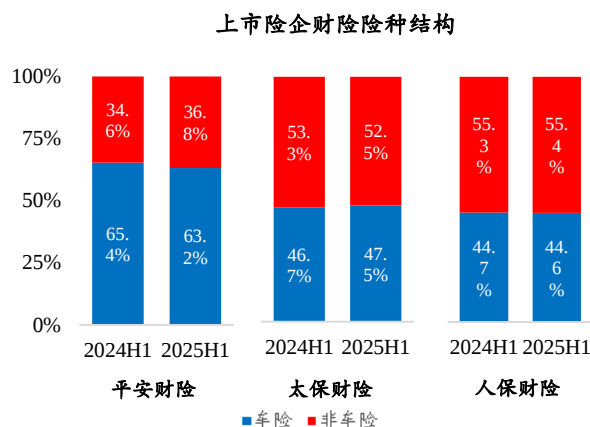
图19：2025H1 上市险企财险保费同比增长，3 家总保费占行业整体保费的 63.0%



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

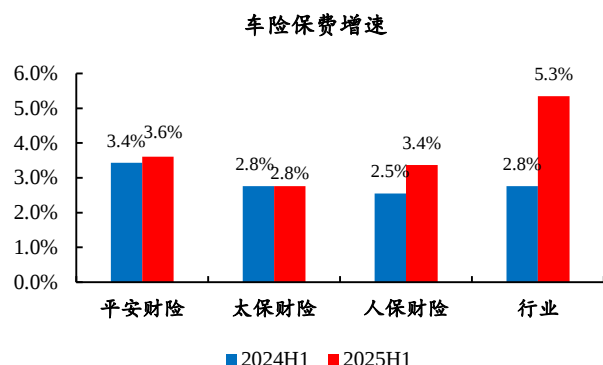
注：均为原保险保费口径

图20：2025H1 上市财险车险占比表现各异



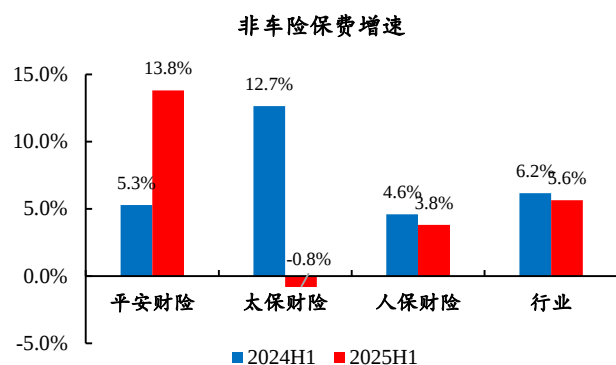
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图21：上市险企财险中车险同比正增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图22：上市险企财险中非车险同比表现分化



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2025H1 各财险公司 COR 同比下降，承保利润大幅增加。2025 年上半年，各财险综合成本率均实现较好改善，各险企降本增效持续显现带动综合费用率下降明显，综合赔付率同比变化有所分化，平安财险受益于信用保证保险风险出清，赔付率回落明显。COR 改善带动财险承保利润实现较大幅度同比增长。

表12：2025H1 上市险企财险综合成本率下降，承保利润大幅增加

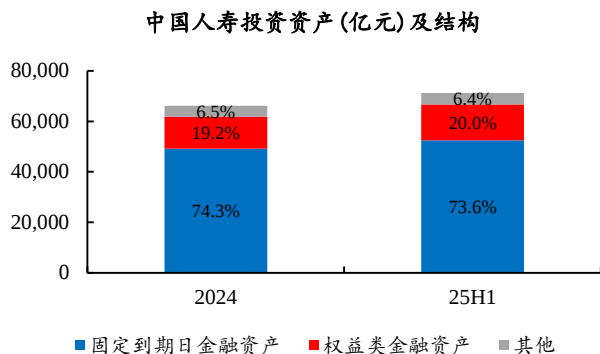
单位：百万元	承保利润		综合成本率		其中：综合费用率		其中：综合赔付率	
	达成	YOY	达成	YOY	达成	YOY	达成	YOY
平安财险	7,978	125.9%	95.2%	-2.6pct	26.0%	-1.2pct	69.2%	-1.4pct
太保财险	3,550	30.9%	96.4%	-0.7pct	26.7%	-0.7pct	69.7%	同比持平
人保财险	11,699	53.5%	95.3%	-1.5pct	23.0%	-3.1pct	72.3%	+1.6pct

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.3、资产端：股强债弱，分红险转型促权益资产增配

2025H1 各上市险企投资资产增加，多数险企权益类投资资产占比提升。2025 年上半年，股市方面，沪深 300 指数较年初增长 3%，后续持续震荡走高，恒生指数较年初增长 23%，A 股、港股均迎来反弹行情。债市方面，债券收益率有所企稳回升，债券市场涨幅同比收窄。在股强债弱的大环境下，各险企投资资产均同比增加，同时考虑到浮动收益型产品转型，多数险企增配了权益资产。中国平安/中国人寿/中国太保/新华保险/中国人保的投资资产及较年初增速分别为：6.2 万亿元(+8.2%)/7.1 万亿元(+7.8%)/2.9 万亿元(+7.0%)/1.7 万亿元(+5.1%)/1.8 万亿元(+7.2%)，权益性资产占比及较年初占比变化分别为：18.3%(+1.9pct)/20.0%(+0.8pct)/15.3%(-0.1pct)/22.4%(+0.4pct)/20.4%(+2.2pct)。

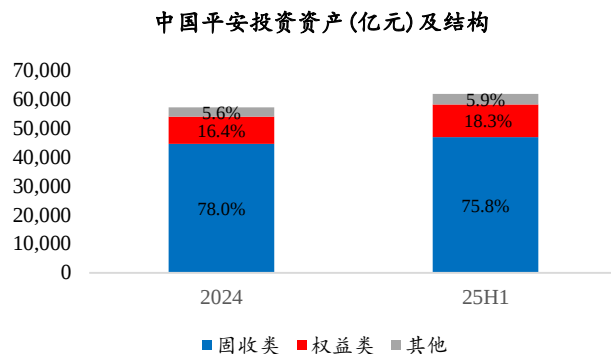
图23：中国人寿投资资产较年初增长 7.8%，权益类金融资产占比增加 0.8pct



数据来源：中国人寿公告、开源证券研究所

注：其他资产包括投资性房地产、现金及其他和联营企业和合营企业投资。

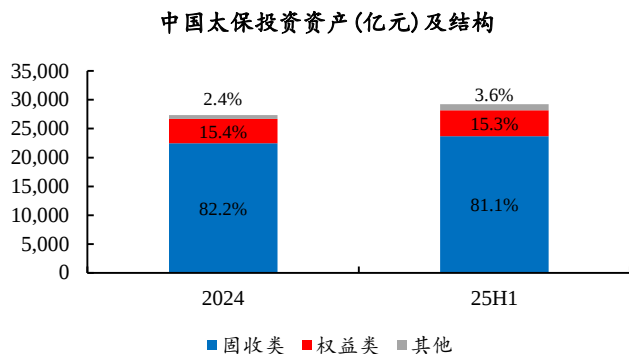
图24：中国平安投资资产较年初增长 8.2%，权益类金融资产占比增加 1.9pct



数据来源：中国平安公告、开源证券研究所

注：固收类资产包括定期存款和债权型金融资产，权益类资产包括股权型金融资产和长期股权投资；其他资产包括现金、现金等价物、投资性物业和其他投资。

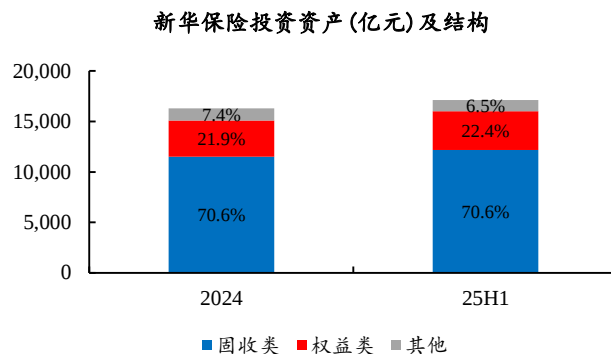
图25：中国太保投资资产较年初增长 7.0%，权益类金融资产占比年初微降 0.1pct



数据来源：中国太保公告、开源证券研究所

注：固收类资产包括定期存款和债权类金融资产，权益类资产包括股权类金融资产和长期股权投资；其他资产包括现金、现金等价物、投资性房地产和其他投资。

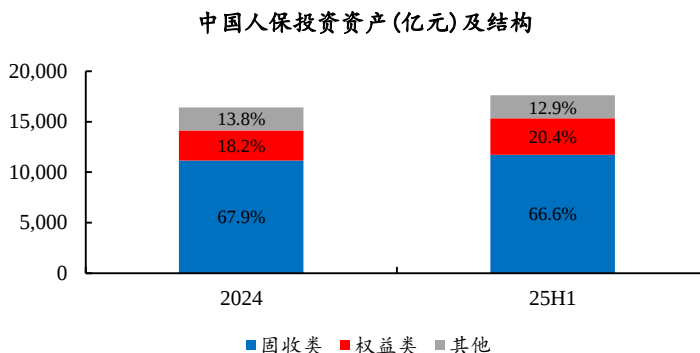
图26：新华保险投资资产较年初增长 5.1%，权益类金融资产占比年初提升 0.4pct



数据来源：新华保险公告、开源证券研究所

注：固收类资产包括定期存款、债券和债权投资计划，权益类资产包括基金、股票、股票投资计划和长期股权投资；其他资产包括现金及现金等价物、信托计划、其他金融投资、投资性房地产和其他投资资产。

图27：中国人保投资资产较年初增长 7.2%，权益类金融资产占比较年初提升 2.2pct



数据来源：中国人保公告、开源证券研究所

注：其他资产包括现金、现金等价物、投资性房地产和其他投资。

2025H1 上市险企其他权益工具股票投资占比提升。2025H1 末，各家险企其他权益工具类资产及其中的股票资产占比均较年初提升。

表13：2025H1 上市险企 FVOCI 股票资产占比提升

	中国平安		中国人寿		中国太保		新华保险		中国人保	
	2025H1	较年初	2025H1	较年初	2025H1	较年初	2025H1	较年初	2025H1	较年初
FVTPL 资产	23.6%	-1.6pct	27.3%	-1.5pct	23.1%	-1.3pct	28.0%	-1.8pct	20.3%	+1.0pct
固收类	15.2%	-1.6pct	15.7%	-1.9pct	10.9%	-0.7pct	8.8%	-0.5pct	8.6%	-0.2pct
股票	3.6%	+0.6pct	6.7%	+0.1pct	6.4%	-0.1pct	8.9%	+0.2pct	2.9%	+0.9pct
基金	2.1%	-0.2pct	4.9%	+0.3pct	2.4%	-0.2pct	7.0%	-0.7pct	5.3%	+0.0pct
其他股权型资产	2.6%	-0.3pct	0.0%	-0.0pct	3.4%	-0.3pct	3.3%	-0.8pct	3.6%	+0.2pct
FVOCI 资产	58.0%	+1.1pct	57.0%	+2.1pct	65.0%	+1.0pct	31.9%	+1.1pct	40.6%	+1.6pct
固收类	51.1%	-1.1pct	53.5%	+1.2pct	59.7%	+0.9pct	29.7%	+0.8pct	32.6%	+0.7pct
股票	6.8%	+2.2pct	2.0%	+1.1pct	3.3%	+0.5pct	2.2%	+0.3pct	2.5%	+0.8pct
其他股权型资产	0.0%	+0.0pct	1.6%	-0.1pct	2.0%	-0.4pct	0.0%	-0.0pct	5.4%	+0.0pct
AC 资产	13.1%	+1.0pct	2.8%	-0.1pct	1.9%	-0.5pct	37.1%	+0.1pct	18.3%	-1.0pct
其他	5.3%	-0.5pct	12.9%	-0.5pct	10.1%	+0.8pct	3.0%	+0.5pct	20.8%	-1.6pct
合计	100.0%		100.0%		100.0%		100.0%		100.0%	

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2025H1 各上市险企净投资收益率均同比微降，总投资收益率及综合投资收益率有分化。2025 年上半年，受固收资产票息下降影响，各险企净投资收益率均同比微降，也对总投资收益率带来一定拖累。总投资收益率及综合投资收益率同比变化有分化，股市上涨对新华保险总投资收益率和中国平安综合投资收益率带来正向提振。

表14：2025H1 上市险企净投资收益率同比微降，总投资及综合投资收益率同比变动有分化

投资收益率	总投资收益率		净投资收益率		综合投资收益率	
	达成	YOY	达成	YOY	达成	YOY
中国平安			1.8%	-0.2pct	3.1%	+0.3pct

投资收益率	总投资收益率		净投资收益率		综合投资收益率	
	达成	YOY	达成	YOY	达成	YOY
平安-寿险及健康险			1.9%	-0.1pct	3.2%	+0.3pct
平安-财险			1.4%	-0.5pct	2.1%	-0.2pct
中国人寿	3.3%	-0.3pct	2.8%	-0.3pct		
中国太保	2.3%	-0.4pct	1.7%	-0.1pct	2.4%	-0.6pct
中国人保	5.1%	+1.0pct	3.7%	-0.1pct	6.3%	-0.2pct
新华保险	5.9%	+1.1pct	3.0%	-0.2pct		

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：以各保司中期报告公布口径整理，其中中国平安为非年化数据，中国人寿部分进行了年化，中国人保及新华保险进行了年化

2.4、偿付能力：各上市险企均显著高于监管要求，多数实现同比提升

除中国人寿外，各上市险企均实现同比增长。2025 年上半年，受投资收益提升、负债端结构优化，业绩进一步改善等原因，除了中国人寿外各险企偿付能力充足率均实现了同比提升。中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保核心偿付能力充足率分别为 140%/190%/190%/171%/219%，同比-12pct/+25pct/+17pct/+48pct /+9pct。尽管中国人寿同比有所下降，但各上市险企均核心偿付能力充足率均显著高于监管最低要求。

表15：上市险企偿付能力充足率表现分化，除中国人寿外均同比提升

偿付能力	核心偿付能力充足率				综合偿付能力充足率			
	2024H1	2024A	2025H1	同比	2024H1	2024A	2025H1	同比
中国人寿	152%	153%	140%	-12pct	205%	208%	191%	-14pct
中国平安	165%	165%	190%	+25pct	209%	204%	225%	+16pct
-平安寿险	124%	116%	167%	+43pct	209%	189%	229%	+21pct
-平安产险	182%	171%	180%	-2pct	205%	205%	216%	+11pct
-平安养老险	211%	242%	242%	+32pct	299%	365%	355%	+57pct
-平安健康险	268%	289%	283%	+15pct	320%	339%	334%	+14pct
中国太保	173%	182%	190%	+17pct	251%	256%	264%	+13pct
-太平洋人寿	121%	130%	136%	+15pct	117%	210%	215%	+98pct
-太平洋财险	173%	183%	196%	+23pct	220%	222%	241%	+21pct
-太平洋健康险	217%	192%	179%	-38pct	256%	235%	218%	-38pct
-太平洋农险	317%	305%	313%	-4pct	351%	335%	281%	-70pct
新华保险	123%	124%	171%	+48pct	225%	218%	256%	+31pct
中国人保	210%	225%	219%	+9pct	267%	281%	276%	+9pct
-人保财险	205%	211%	213%	+8pct	229%	233%	235%	+6pct
-人保寿险	163%	185%	171%	+8pct	252%	275%	262%	+10pct
-人保健康	156%	179%	175%	+19pct	292%	341%	315%	+23pct

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3、未来展望：负债端产品渠道转型优化力度加大，投资端增配高股息资产

监管部门从监管机制、渠道、产品和服务等多方面持续规范保险业健康发展：

- (1) 保司分类管理：2025 年初监管明确了保险公司评级程序，并表明未来将对保险公司进行分类管理，扶优限劣。监管机制的完善为保险业健康高质发展奠定了基础，同时也为各保司发展指引了方向，对保险公司公司治理、偿付能力、负债及资产质量、经营情况等多方面提出了要求，未来行业或将进一步加剧马太效应，全方位优质发展的保险公司或将获得更多发展资源。另一方面，评级结果或将督促保司加速完善公司经营、资负匹配等多方面的能力，成为负债端、投资端改革的驱动力。

(2) 渠道：2025 年上半年，监管发布《关于推动深化人身保险行业个人营销体制改革的通知》，强调了个险渠道深化“报行合一”，对代理人综合素质，监管、保协及保司对代理人的管理等都提出了更高的要求，积极推动代理人渠道优质转型。另一方面，多家上市险企将个险渠道作为分红险转型的先行渠道，个险渠道未来一段发展面临一定压力。加之银保渠道 2024 年放开“1+3”限制、“报行合一”政策已推动执行两年，2025H1 各上市险企银保渠道转型已见成效。行业渠道持续高质量转型，渠道格局或将改变。

(3) 产品：监管持续优化保险产品管理，2025 年 1 月公布预定利率动态调整机制以来，4 月公布了预定利率研究值为 2.13%，并对万能险的监管制度进行了更新优化，7 月公布新的预定利率研究值为 1.99%，已触发预定利率最高值下调机制，各保司纷纷响应，于 9 月 1 日前调降了各险种预定利率最高值，低利率环境下，较低的预定利率最高值缓解了保司刚性负债成本压力的同时，从消费角度，保险储蓄功能吸引力下降，分红险成为了更具性价比的选择。另一方面，分红险的预定利率最高值低于传统险，无论从产品吸引力，还是从负债成本角度，销售分红险，都对保司长期稳健发展更有利。分红险的持续深化转型是行业的大势所趋。
- 表16：监管持续优化监管机制，推动保险业高质量稳健发展
- | 时间 | 关键词 | 主要内容 |
|-----------------|--|---|
| 2025 年 1 月 17 日 | 国家金融监督管理总局发布《保险公司监管评级办法》 | 《评级办法》明确了保险公司监管评级程序，具体包括：年度评级方案制定、信息收集、初评、复评、审核、结果反馈与分析、动态调整、评价跟踪与改进等。评级要素包括公司治理、偿付能力、负债质量、资产质量（含资产负债匹配）、金融科技、风险管理、经营状况、消费者权益保护及其他。监管部门将按照高风险高强度原则，根据评级结果对公司实施分类监管，扶优限劣，将评级结果作为采取监管措施、日常监管中市场准入和现场检查的重要依据。办法自 2025 年 3 月 1 日起施行。 |
| 2025 年 4 月 14 日 | 国家金融监督管理总局发布《关于推动深化人身保险行业个人营销体制改革的的通知》 | 《通知》以问题为导向，通过制度规范督促保险公司加强对保险销售人员的约束和引导，推动个人代理渠道转型升级。主要内容包括(1)深化个人营销体制改革。提升保险销售人员专业化水平，引导其职业化发展，强化公司对保险销售人员的全流程管理。(2)强化管理和监督力度。要求保司明确主体责任和内部管理职责，深化执行“报行合一”，强化风险管控。监管部门将依法严格监管，对违反监管要求的机构和个人依法依规严肃查处追责。(3)夯实行业发展基础。支持中国保险行业协会、各保司建 |
- 请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明
- 20 / 24

时间	关键词	主要内容
		立健全各类保险销售人员管理办法，提升保险销售人员职业认同感和归属感。
2025 年 4 月 21 日	中国保险行业协会公布预定利率研究值	中国保险行业协会组织召开人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会例会，保险业专家认为当前普通型人身保险产品预定利率研究值为 2.13%
2025 年 4 月 25 日	国家金融监督管理总局发布《关于加强万能型人身保险监管有关事项的通知》	(1)允许保险公司在满足相应约束条件时，对万能险产品调整最低保证利率，防范利差损风险，并适当提高期缴万能险基本保险费上限，鼓励发展长期万能险;(2)禁止保险公司开发五年期以下的万能险，鼓励通过合理调整退保费用、保单持续奖金等产品设计要素延长保单实际存续期限;(3)要求公司根据万能险账户真实投资情况合理审慎确定万能险结算利率，严格规范特别储备的使用;(4)强化集中度、非标投资和关联交易监管;(5)制定万能险销售“负面清单”，强化监督管理。
2025 年 7 月 25 日	中国保险行业协会公布预定利率研究值	中国保险行业协会组织召开人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会例会，保险业专家认为当前普通型人身保险产品预定利率研究值为 1.99%
2025 年 9 月 12 日	国家金融监督管理总局修订发布《金融机构消费者权益保护监管评价办法》	主要修订内容包括：(1)调整评价范围。将养老保险公司等纳入评价范围。(2)优化评价要素。调整为“体制机制”“适当性管理”“营销行为管理”“纠纷化解”“金融教育”“消费者服务”“个人信息保护”7 项要素;(3)完善评价程序。将评价实施环节细分为信息收集、初评、复评、审核等，并明确各环节工作要求;(4)强化上下协同。充分发挥“四级垂管”优势，金融监管总局各级派出机构可按照总局制定的年度消保监管评价方案，根据辖内金融机构类型、业务模式和规模、客户受众面等情况合理调整评价指标;(5)深化结果运用。明确金融监管总局及其派出机构应当根据消保监管评价结果，依法实施差异化监管措施。

资料来源：金融监督管理总局、中国保险行业协会、开源证券研究所

表17：我们测算，预定利率下调，分红险性价比、吸引力提升，产品转型势在必行

	传统险	分红险
最新预定利率最高值	2.0%保底	1.75%保底
IRR(内部收益率)估算	<=2.0%	=1.75%+（3.5%-1.75%）*0.7=2.975%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：分红险 IRR 计算假设投资收益率为 3.5%(较上市公司投资收益率假设属于较为保守水平)；假设保险公司每一会计年度向分红险保单持有人实际分配盈余的比例，不低于当年全部可分配盈余的 70%。

监管发文支持、分红险转型推动险企增配权益资产。2025 年 4 月监管发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，将部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调 5%，鼓励保司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。同时，分红险转型大环境下，负债刚性成本降低，适当增加权益资产配置比例，有利于提升投资收益率。

表18：监管发文上调权益资产配置比例上限

时间	关键词	主要内容
2025 年 4 月 8 日	国家金融监督管理总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》	(1)上调了权益资产配置比例上限。简化档位标准，将部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调 5%，进一步拓宽权益投资空间；(2)提高了投资创业投资基金的集中度比例。引导保险资金加大对国家战略性新兴产业股权投资力度，精准高效服务新质生产力；(3)放宽税延养老比例监管要求。明确税延养老保险普通账户不再单独计算投资比例，助力第三支柱养老保险高质量发展。

资料来源：金融监督管理总局、开源证券研究所

展望未来，全行业将持续推动高质量转型，险企资产配置将进一步优化适应负债端变化。在宏观、行业大环境及监管的积极引导、推动下，保险行业正在从规模扩张到走向高质发展，浮动收益型产品转型，银保、个险渠道优化，提升资产负债匹配度的一系列举措将带动行业向更规范、更高质、更稳健的方向发展。

4、投资建议

转型持续深化，业绩稳步增长，负债成本逐步回落。(1) 监管部门从监管机制、渠道、产品和服务等多方面持续规范保险业健康发展。渠道方面，短期内个险渠道发展承压，银保高质量发展初见成效，多元化渠道布局的头部险企有望受益。产品方面，分红险转型已成行业共识，后续各险企将进一步深化转型。(2) 养老需求旺盛，分红型储蓄类保单兼具保底和弹性的收益率，同时在保险保障、养老和医疗配套服务上具有独特优势，未来头部险企市占率有望提升，预计上市险企未来新单保费保持平稳增长，预定利率调降带来负债成本逐步回落；分红险转型带来资产端持续增配权益资产，关注长端利率变化影响。看好负债端综合优势突出且低估值的中国太保和中国平安。

表19：推荐标的估值表-寿险

当前股价及评级表		EVPS			PEV			BVPS			PB		评级
证券简称	2025/9/16	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	
中国平安	57.33	78.56	84.06	90.79	0.73	0.68	0.63	72.05	77.43	84.14	0.80	0.74	买入
中国太保	37.00	58.42	63.10	68.78	0.63	0.59	0.54	33.10	36.59	40.78	1.12	1.01	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：盈利预测来自开源证券研究所

注：股价单位为元

5、风险提示

- 长端利率下行风险。长端利率波动下行导致保险公司固收新增资产和再配置资产投资收益率下降，导致难以覆盖负债成本，造成利差损风险。
- 寿险保费增速不达预期。各险企分红险、银保及个险渠道转型速度及效果可能不及预期，进而导致受限保费增速不达预期

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn