

保险 II 行业深度报告

保险行业 2025 年中报回顾与展望：分红转型 缓解利差压力，增配 OCI 股票提升投资韧性 增持（维持）

2025 年 09 月 01 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

投资要点

■ **盈利指标表现稳健，中期分红较快增长。**1) AH 上市险企 25H1 归母净利润合计增长 4.4%，A 股险企 Q2 增速环比改善，主要受投资收益提升带动。其中新华保险同比+34%，主要由于权益投资弹性更大。2) A 股 5 家险企归母净资产较年初增长 1.1%，EV 较年初增长 5.7%。3) 中期分红普遍较快增长，分红率基本稳定，其中新华同比+24%，增幅高于同业。

■ **寿险：NBV 保持较快增长，银保渠道贡献凸显。**1) 保费：Q2 新单保费增速环比改善，分红险转型初显成效，太平新单中分红占比超 90%，国寿、太保个险期交中占比均超 50%。2) 渠道：①个险人均产能持续提升。上半年个险新单保费增速略有承压，25H1 上市险企人力合计较年初-3.5%，但人均产能持续提升。②银保渠道迎来爆发式增长。受上年同期低基数、头部公司积极扩张业务带动，新华、国寿上半年银保新单同比增速超过 100%。受益于新单高增长+价值率提升，上市险企银保 NBV 占比平均为 38.9%，同比提升 8.4pct。3) NBV：延续高增长势头，对投资收益率敏感性改善。①上市险企合计 NBV 可比口径下同比+31%，全部公司均实现两位数增长，其中人保寿、新华分别同比+72%、+58%，增速领先。②NBV margin 提升是驱动 NBV 增长的主要因素，上市险企价值率可比口径下平均提升 4.3pct，预计主要受预定利率下调、报行合一深化等因素影响。③伴随各险企加强负债久期管理、优化负债成本，25H1 上市险企 NBV/VIF 对投资收益率敏感性较 2024 年均有所改善。

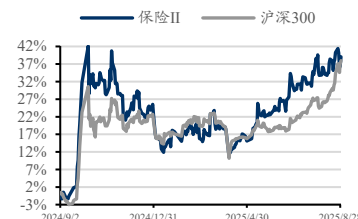
■ **财险：保费稳健增长，综合成本率显著改善。**1) 保费：整体保持稳健，非车险占比持续提升。上市险企财险保费同比+4%，老三家中国平安同比+7%增速最高。上市险企非车险保费占比平均提升 0.5pct。2) 综合成本率：承保盈利普遍改善，得益于大灾赔付减少和费用管控。上市险企全部实现承保盈利，综合成本率平均值为 96.1%，同比改善 1.5pct，主要受大灾赔付减少和加强费用管控带动。人保综合成本率 95.3%，创近十年同期最好水平。平安综合成本率同比下降 2.6pct，改善最明显。

■ **投资：大幅增配股票投资，OCI 占比持续提升。**1) 投资资产规模高增长，A 股五家险企合计较年初+7.5%。2) 上市险企净投资收益率平均同比下降 0.2pct，主要是受利率下行影响，而总投资收益率（不含太平）平均同比+0.1pct，主要是受股市回暖带动，但各公司表现有所分化。3) 大幅增配股票投资，FVOCI 股票占比提升。①上市险企对债券投资规模持续增长，合计较年初+7.6%，占投资资产比例基本稳定。②上市险企显著增配二级权益，股票+股基平均占比较年初+1.1pct。人保、平安股票投资规模分别较年初+57%、+49%，增幅居前。股票配置中 FVOCI 占比进一步提升，上市险企加权平均占比约 41%，较年初+7.2pct。国寿 OCI 股票规模较年初+133%，增幅最大。

■ **负债端、资产端均持续改善，估值仍有较大向上空间。**1) 我们认为市场储蓄需求依然旺盛，同时在监管持续引导和险企主动性转型下，负债成本有望逐步下降，利差损压力将有所缓解。2) 近期十年期国债收益率上行至 1.83%左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若继续修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3) 当前公募基金对保险股持仓仍然欠配，2025 年 8 月 29 日 A 股保险板块估值 2025E 0.65-0.99 倍 PEV、1.12-2.45 倍 PB，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。

行业走势



相关研究

《保险行业 7 月保费：寿险保费单月增速显著提升，财险业务保持稳健》

2025-08-27

《破局而立，向新而生——中国人身险银保渠道三十年演进与价值跃迁》

2025-08-13

内容目录

1. 2025H1 上市险企整体业绩表现良好	5
1.1. 受益于投资收益向好，25Q2 归母净利润环比显著改善	5
1.2. 净资产&EV：较年初实现稳健增长	6
1.3. 中期分红：每股股息普遍提升，分红率基本稳定	7
2. 寿险：NBV 保持较快增长，银保渠道贡献凸显	8
2.1. 保费：Q2 新单增速环比改善，分红险转型初显成效	8
2.1.1. 新单增速整体增速放缓，Q2 单季环比显著改善	8
2.1.2. 分红险转型成效明显，占新单比重明显提升	9
2.2. 渠道：银保渠道对新单与 NBV 增长贡献明显提升	10
2.2.1. 个险：人力规模企稳态势持续，人均产能同比提升	10
2.2.2. 银保：头部险企迎来爆发式增长，对新单与 NBV 贡献显著提升	12
2.3. NBV：延续快速增长势头，对投资收益率敏感性明显改善	14
2.3.1. NBV 继续实现较快增长，NBV margin 同比显著提升	14
2.3.2. 假设敏感性：VIF 和 NBV 对投资收益率敏感性均下降	15
2.4. 合同服务边际：较年初实现正增长	16
3. 财险：保费稳健增长，综合成本率显著改善	17
3.1. 保费：保费增速整体稳健，非车险占比持续提升	17
3.2. 综合成本率：承保盈利普遍改善，得益于大灾赔付减少和费用管控	20
4. 投资：大幅增配股票投资，OCI 占比持续提升	24
4.1. 投资资产规模延续高增长势头	24
4.2. 投资收益：市场回暖背景下投资收益表现整体向好	24
4.2.1. 市场环境：2025 年上半年国内股市回暖、长端利率企稳	24
4.2.2. 收益表现：净投资收益率同比下降，总投资收益率表现分化	25
4.3. 资产配置：大幅增配股票投资，OCI 股票占比明显提升	30
4.3.1. 大类资产配置：整体结构稳定，普遍增配二级权益投资	30
4.3.2. 债券：投资规模持续提升，利率债仍受青睐	32
4.3.3. 股票：显著增配二级权益，OCI 股票占比明显提升	33
4.3.4. 基金：整体比重有所下降，权益基金占比提升	35
4.3.5. 非标&地产：2025 年上半年国内股市回暖、长端利率企稳	36
5. 投资建议：行业基本面改善，看好保险板块投资价值	37
6. 风险提示	39

图表目录

图 1:	上市险企 EV 历史增速	7
图 2:	AH 上市险企最新 TTM 股息率 (%，截至 8 月 29 日收盘价)	8
图 3:	2025H1 上市险企新单保费增速情况	8
图 4:	2025H1 新单保费同比增速较上年回升	8
图 5:	2025Q2 上市险企新单保费同比增速环比改善	9
图 6:	上市险企分红险产品占总保费比重	10
图 7:	上市险企个险渠道新单保费同比增速有所承压	10
图 8:	上市险企代理人规模已经逐步企稳 (万人)	11
图 9:	2025H1 上市险企代理人规模较年初基本稳定	11
图 10:	头部险企银保渠道新单保费同比大幅增长	12
图 11:	2025H1 银保渠道在上市险企新单保费中占比提高	13
图 12:	上市险企银保渠道 NBV 高速增长	13
图 13:	中国平安分渠道新业务价值率	13
图 14:	上市险企银保渠道在 NBV 中占比普遍提升	14
图 15:	2025H1 上市险企 NBV 可比口径下保持较快增长	14
图 16:	中国平安分季度 NBV 增速	15
图 17:	中国太保分季度 NBV 增速	15
图 18:	2025H1 上市险企 NBV margin 同比提升	15
图 19:	上市险企 VIF 对投资收益率敏感性开始下降	16
图 20:	上市险企 NBV 对投资收益率敏感性普遍下降	16
图 21:	2025H1 上市险企寿险合同服务边际余额规模及增速	16
图 22:	2025H1 上市险企财险保费稳健增长	17
图 23:	2024 年以来“老三家”财险保费分季度增速	17
图 24:	2025H1 上市险企车险与非车险保费同比增速	18
图 25:	2025H1 非车险保费占比整体仍在提升	18
图 26:	2025H1 上市险企新能源车险保费普遍快速增长	18
图 27:	2025H1 上市险企财险综合成本率普遍同比改善	21
图 28:	上市险企财险综合赔付率走势	21
图 29:	上市险企财险综合费用率走势	21
图 30:	2025H1 上市险企投资资产规模延续高增长势头	24
图 31:	2025Q2 权益市场短期调整后反弹	25
图 32:	2025 年上半年十年期国债到期收益率企稳	25
图 33:	2025 年上半年上市险企总投资收益同比增速表现分化	26
图 34:	2025H1 上市险企股息收入占净投资收益比重均有上升	27
图 35:	2025H1 上市险企总投资收益结构对比	27
图 36:	2025H1 上市险企已实现及未实现收益结构变化 (亿元)	27
图 37:	2025H1 上市险企年化净投资收益率继续同比下降	28
图 38:	2025H1 上市险企年化总投资收益率同比表现分化	29
图 39:	2025H1 上市险企投资收益率一览	29
图 40:	2025H1 末上市险企其他综合收益余额变化 (百万元)	30
图 41:	2025H1 上市险企普遍增加二级权益投资	31
图 42:	上市险企债券配置比例有增有减	31

图 43:	上市险企股票+股基配置比例大多增加	31
图 44:	2025 上半年 A 股上市险企投资资产会计分类情况	31
图 45:	2025H1 上市险企债券投资规模及增速	32
图 46:	2025H1 上市险企债券投资会计分类情况	32
图 47:	2025H1 上市险企普遍提升政府债投资比例	33
图 48:	2025H1 上市险企信用债 AAA 级占比	33
图 49:	中国太保固收资产平均久期继续拉长	33
图 50:	上市险企股票投资较年初普遍高增长	34
图 51:	2025H1 上市险企股票投资占比普遍提升	34
图 52:	上市险企配置基金总规模持续提升	36
图 53:	2025H1 上市险企基金投资占比有所下降	36
图 54:	中国平安公募基金品种结构	36
图 55:	中国太保公募基金品种结构	36
图 56:	人身险预定利率走势	38
图 57:	7 月单月保险行业总保费增速继续提升	38
图 58:	Q3 股市主要指数显著走强	38
图 59:	十年期国债到期收益率持续上行	38
表 1:	2025H1 上市险企归母净利润普遍稳定增长	5
表 2:	大部分上市险企归母净资产较年初稳健增长	6
表 3:	2025H1 上市险企 EV 较年初较快增长	6
表 4:	2025H1 上市险企中期分红同比提升	7
表 5:	2025H1 上市险企代理人队伍人均产能指标表现	12
表 6:	中国平安 2022 年以来合同服务边际变动结构	17
表 7:	人保财险主要险种保费增速及结构	19
表 8:	平安财险主要险种保费增速及结构	19
表 9:	太保财险主要险种保费增速及结构	19
表 10:	太平财险境内主要险种保费增速及结构	20
表 11:	阳光财险主要险种保费增速及结构	20
表 12:	众安在线主要业务生态保费增速及结构	20
表 13:	2025 年上半年三大财险公司承保利润（亿元）	22
表 14:	人保财险主要险种综合成本率情况	22
表 15:	平安财险主要险种综合成本率情况	22
表 16:	太保财险主要险种综合成本率情况	23
表 17:	阳光财险主要险种综合成本率情况	23
表 18:	众安在线主要业务生态综合成本率情况	24
表 19:	近年来上市险企股票+权益基金投资规模与占比情况	34
表 20:	2025H1 上市险企继续增加 FVOCI 股票投资	35
表 21:	中国平安 2025H1 非标投资行业及收益率分布	37
表 22:	中国太保 2025H1 非标投资行业及收益率分布	37
表 23:	A 股上市保险公司估值及盈利预测	40
表 24:	H 股上市保险公司估值及盈利预测	41

1. 2025H1 上市险企整体业绩表现良好

1.1. 受益于投资收益向好，25Q2 归母净利润环比显著改善

2025H1 上市险企归母净利润普遍实现稳健增长。2025 年上半年 AH 主要上市险企（不含友邦保险、中国财险）合计归母净利润 1885 亿元，同比增长 4.4%，A 股五家合计 1782 亿元，同比增长 3.7%。其中，众安在线上半年归母净利润同比实现 11 倍超高增长，主要是各业务板块盈利均改善以及上年同期基数较低。新华保险上半年同比增长 33.5%，领先同业公司，预计主要是受其投资端权益投资弹性更高带动。而中国平安上半年同比下滑 8.8%，主要受到平安好医生并表与可转债转股权价值重估等短期因素影响，以及公司持有较多 OCI 股票浮盈不计入净利润所致。

从季度变化看，Q2 归母净利润增速环比明显改善，主要受股市回暖、投资收益提升带动。Q2 单季 A 股上市险企归母净利润同比增长 5.9%，较 Q1 增速明显提升。其中新华保险增速领先，同比+45.2%，主要受益于其权益投资弹性较高。而中国人寿单季出现大幅下滑，预计主要是利率下行导致部分 VFA 业务转亏损导致的短期波动。

营运利润方面，2025 年上半年中国平安实现归母营运利润 777 亿元，同比+3.7%，Q1、Q2 分别同比+2.4%、+4.9%。中国太保上半年实现归母营运利润 199 亿元，同比+7.1%。

表1：2025H1 上市险企归母净利润普遍稳定增长

单位：亿元	一季度			二季度			上半年		
	2024	2025	同比	2024	2025	同比	2024	2025	同比
中国人寿	206.4	288.0	39.5%	176.3	121.3	-31.2%	382.8	409.3	6.9%
中国平安	367.1	270.2	-26.4%	379.1	410.3	8.2%	746.2	680.5	-8.8%
中国太保	117.6	96.3	-18.1%	133.7	182.6	36.5%	251.3	278.9	11.0%
新华保险	49.4	58.8	19.0%	61.4	89.2	45.2%	110.8	148.0	33.5%
中国人保	89.6	128.5	43.4%	137.2	136.8	-0.3%	226.9	265.3	16.9%
A 股合计	830.2	841.8	1.4%	887.8	940.2	5.9%	1718.0	1781.9	3.7%
	一季度			二季度			上半年		
	2024	2025	同比	2024	2025	同比	2024	2025	同比
中国太平	-	-	-	-	-	-	54.7	62.3	13.9%
阳光保险	-	-	-	-	-	-	31.4	33.9	7.8%
众安在线	-	-	-	-	-	-	0.6	6.7	1103.5%
总计	-	-	-	-	-	-	1804.7	1884.8	4.4%
友邦保险	-	-	-	-	-	-	33.9	36.1	7.0%
中国财险							184.9	244.5	32.2%

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1) 考虑友邦保险币种为美元、中国财险为中国人保子公司不便合计，故加总数据不包含两家公司；2) 友邦保险增速采用固定汇率口径

1.2. 净资产&EV：较年初实现稳健增长

受净利润增长以及 Q2 利率下行 OCI 债券浮盈增加推动，大部分上市险企归母净资产较年初稳健增长，较 Q1 环比改善。2025H1 末 AH 主要上市险企（不含中国太平、友邦保险）合计归母净资产 21954 亿元，较年初增长 0.8%。A 股五家合计 21180 亿元，较年初增长 1.1%，较 Q1 末增长 1.1%。其中，新华保险、中国太保归母净资产较年初仍下滑，但环比 Q1 末大幅改善，预计与两家公司负债准备金采用移动平均曲线导致保险合同准备金增幅较小有关。

表2：大部分上市险企归母净资产较年初稳健增长

单位：亿元	2024	2025Q1	较年初	2025H1	较年初	较 Q1 末
中国人寿	5097	5325	4.5%	5236	2.7%	-1.7%
中国平安	9286	9397	1.2%	9440	1.7%	0.4%
中国太保	2914	2636	-9.5%	2819	-3.3%	6.9%
新华保险	962	798	-17.0%	834	-13.3%	4.5%
中国人保	2687	2793	3.9%	2851	6.1%	2.1%
A 股合计	20947	20950	0.0%	21180	1.1%	1.1%
	2024	2025Q1	较年初	2025H1	较年初	较 Q1 末
中国太平（港元）	711	-	-	742	4.4%	-
阳光保险	405	-	-	405	0.0%	-
友邦保险（美元）	621	-	-	558	-10.1%	-
众安在线	209	-	-	216	3.0%	-
总计（除太平、友邦）	21777	-	-	21954	0.8%	-

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

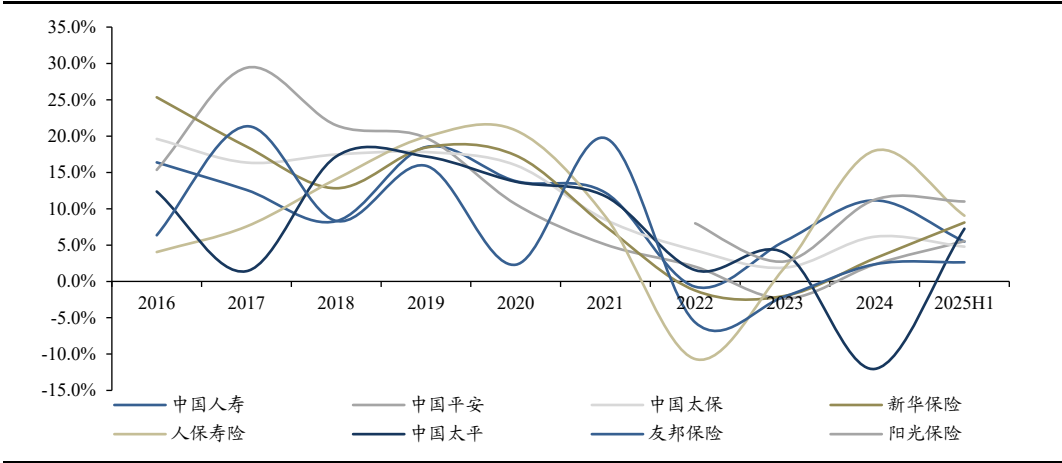
EV 方面，2025H1 末 A 股 5 家险企合计较年初增长 5.7%，其中人保寿险和新华保险增速较快，分别较年初+9.0%和 8.1%。H 股公司中，阳光保险增速最快，较年初+11.0%。我们认为，上市险企 EV 增速明显提升，主要是受新业务价值创造显著增长、以及营运经验和投资回报等差异正面贡献带动。

表3：2025H1 上市险企 EV 较年初较快增长

内含价值(亿元)	2024	2025H1	较年初增速
中国人寿	14011	14778	5.5%
中国平安	14226	15013	5.5%
中国太保	5623	5889	4.7%
新华保险	2584	2794	8.1%
人保寿险	1197	1306	9.0%
A 股 5 家合计	37642	39781	5.7%
中国太平	2169	2326	7.2%
阳光保险	1158	1285	11.0%
7 家合计	40968	43392	5.9%
友邦保险（美元）	690	709	2.6%

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图1：上市险企 EV 历史增速



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

1.3. 中期分红：每股股息普遍提升，分红率基本稳定

上市险企中期分红额普遍提升，分红率基本稳定。伴随上半年净利润增长和分红率的基本稳定，上市险企中期分红回报普遍提升。新华保险每股股息同比增长 24.1%，为上市险企中最高，中国人寿与中国人保均同比增长 19%。中国平安每股股息同比增长 2.2%，主要是由于公司以营运利润为基础，分红增长相对平稳。

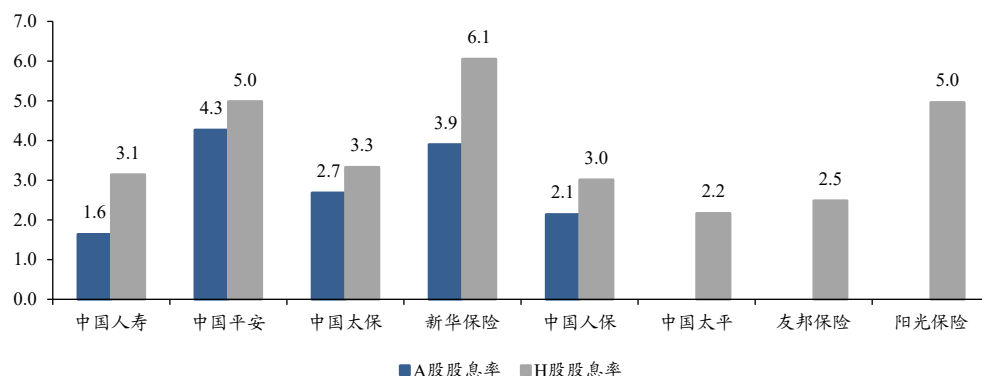
表4：2025H1 上市险企中期分红同比提升

	每股分红（元）			分红总额 （亿元）	2025H1 分 红率	2024H1 分 红率
	2024H1	2025H1	同比			
中国人寿	0.20	0.24	19.0%	67.3	16.4%	14.8%
中国平安	0.93	0.95	2.2%	172.0	22.1%	22.5%
新华保险	0.54	0.67	24.1%	20.9	14.1%	15.2%
中国人保	0.06	0.08	19.0%	33.2	12.5%	12.3%
友邦保险	0.45	0.49	10.1%	6.6	18.1%	19.1%

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1）中国平安分红率以归母营运利润为基础，其他公司以归母净利润为基础；2）友邦保险每股分红单位为港元，分红总额为美元，其他公司均为人民币

图2: AH 上市险企最新 TTM 股息率(%, 截至 8 月 29 日收盘价)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

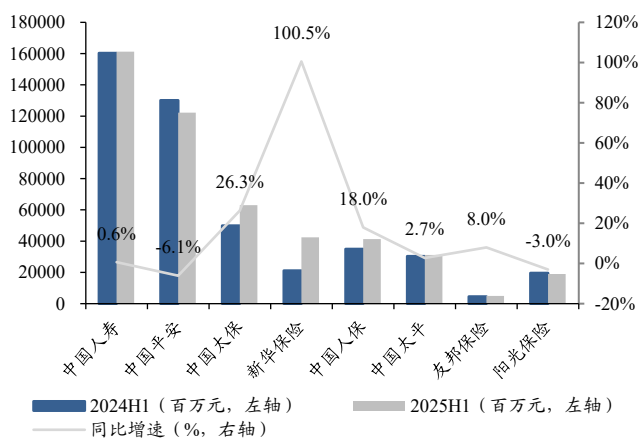
2. 寿险: NBV 保持较快增长, 银保渠道贡献凸显

2.1. 保费: Q2 新单增速环比改善, 分红险转型初显成效

2.1.1. 新单增速整体增速放缓, Q2 单季环比显著改善

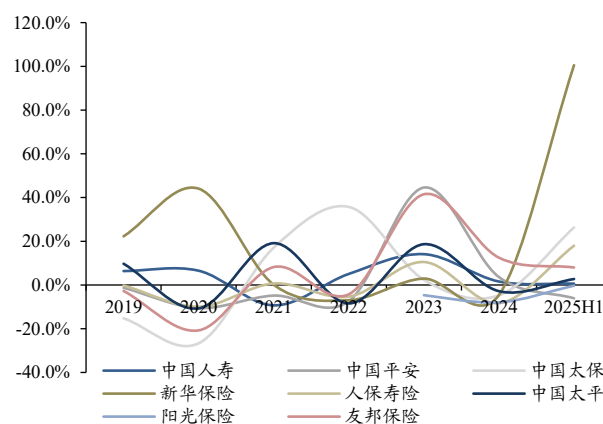
2025H1 上市险企新单保费增速好于上年同期。1) 上市险企中大部分公司 2025H1 新单保费实现同比增长, 其中新华保险同比增长 100.5%, 大幅领先同业, 而中国平安和阳光保险出现下滑, 分别同比-6.1%、-3.0%。我们认为, 上半年新单保费增长很大程度上得益于银保渠道贡献, 而个险新单增速承压主要受分红险转型的影响。2) 新单期交保费增速方面, 新华保险和人保寿险增速较快, 分别同比+64.9%、+25.6%, 中国太平(+3.2%) 和中国平安(+0.3%) 增速平稳, 而中国人寿则同比下滑 16.5%。

图3: 2025H1 上市险企新单保费增速情况



数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

图4: 2025H1 新单保费同比增速较上年回升



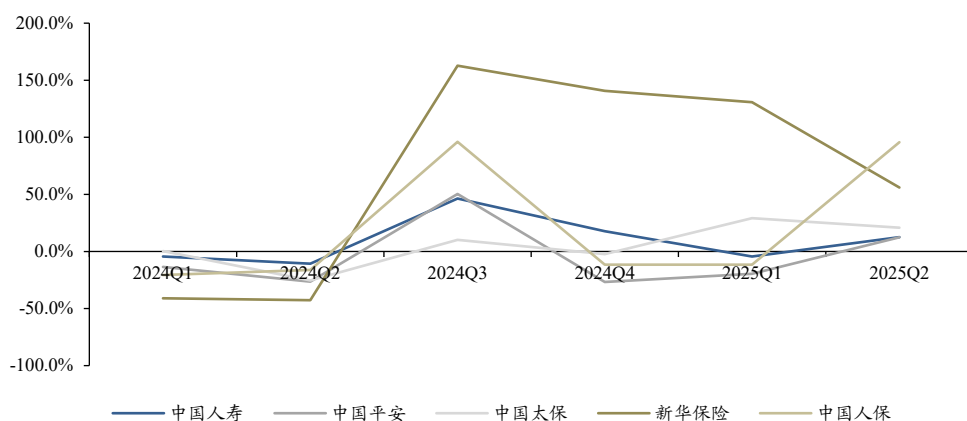
数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

注：1）中国平安、中国太保为规模保费口径；2）中国太平币种为港币；3）友邦保险为年化新保费口径，币种为美元。

注：1）中国平安、中国太保为规模保费口径；2）中国太平币种为港币；3）友邦保险为年化新保费口径，币种为美元。

2025Q2 新单保费同比增速环比显著改善。1）由于开门红各公司积极推动分红险转型，短期面临一定销售压力，导致 Q1 新单同比增速表现不佳。而新华保险单季同比增速较高主要是由于主推产品为传统险。2）进入 Q2，随着银行存款利率下调、预定利率调整预期催化等因素推动，新单保费同比增速环比显著改善。新华保险开始着力推动分红险销售，Q2 新单同比增速环比回落，但仍处于同业较高水平。

图5：2025Q2 上市险企新单保费同比增速环比改善



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

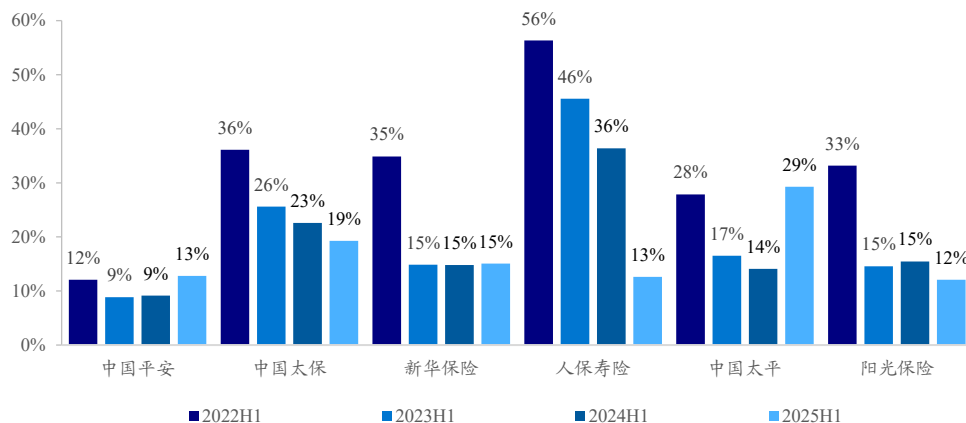
2.1.2. 分红险转型成效明显，占新单比重明显提升

2025 年以来，上市险企开始大力推动分红险等浮动收益型产品销售，以降低刚性负债成本水平，缓解长期利差损压力，上半年已经初显成效。

1）从新单保费结构看，分红险占新单比重已经明显提升。①中国人寿上半年分红险等浮动收益产品占个险渠道首年期交保费比重超 50%，银保渠道占比亦有提升。②中国太保分红险新单期缴规模保费 101.3 亿元，同比大幅增长 13.8 倍，在整体新单期缴中占比 42.5%，在个险渠道新单期缴中占比 51%。③新华保险分红险新单期缴保费 46.3 亿元（上年同期仅为 2 百万元），占新单期缴比重提升至 10.8%。④中国太平上半年新单长险结构中分红险占比 91.3%，其中个险、银保渠道占比分别为 97.5%、85.8%。⑤阳光保险个险新单保费中浮动收益型与保障型产品占比超 50%，银保新单期缴保费中浮动收益型占比 27.1%，同比提升 11pct。

2）从总保费结构看，由于分红险转型时间不长，目前在总保费结构中的变化还不明显，上市险企分红险占当期总保费比重和提升幅度并不大，中国太平由于转型较早、力度较大，分红险占比居同业最高（29%），其他公司普遍占比在 20% 以下。

图6：上市险企分红险产品占总保费比重



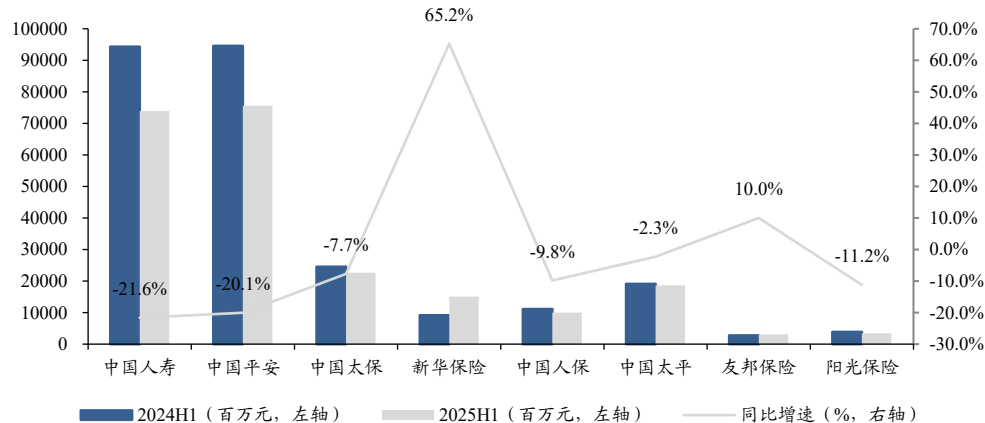
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

2.2. 渠道：银保渠道对新单与 NBV 增长贡献明显提升

2.2.1. 个险：人力规模企稳态势持续，人均产能同比提升

个险渠道新单保费增速承压。2025 年上半年上市险企个险新单保费普遍出现下滑，预计主要由于推动分红险转型带来的影响，中国人寿和中国平安降幅均超过 20%。而新华保险个险新单保费逆势同比大幅增长 65.2%，其中首年期交同比增长 72.5%，显著领先同业，主要是由于公司开门红阶段以传统险为主，奠定了全年增长基础。

图7：上市险企个险渠道新单保费同比增速有所承压

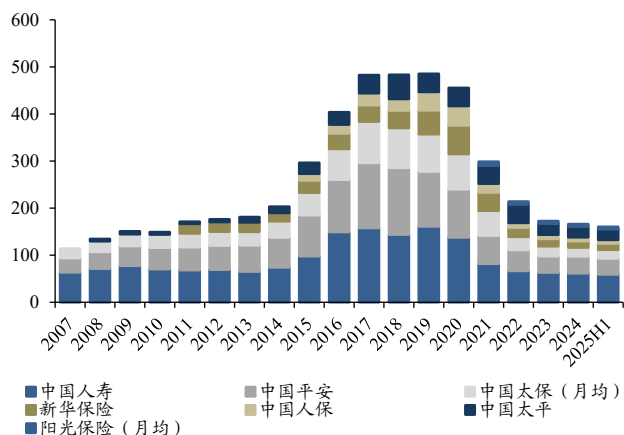


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

2025H1 末上市险企人力规模较年初小幅下滑，企稳态势进一步稳固。2025H1 上市险企人力合计约 160 万人，同比减少 2.9%，较年初减少 3.5%。1) 从期末人力数据看，中国太平较年初降幅最小，仅为 0.6%，而中国平安降幅最大，较年初-6.3%。其他公司较年初均有不同程度下滑，但企稳态势没有改变。2) 从上半年月均人力看，中国太保同

比基本持平，阳光保险则同比-3.7%。

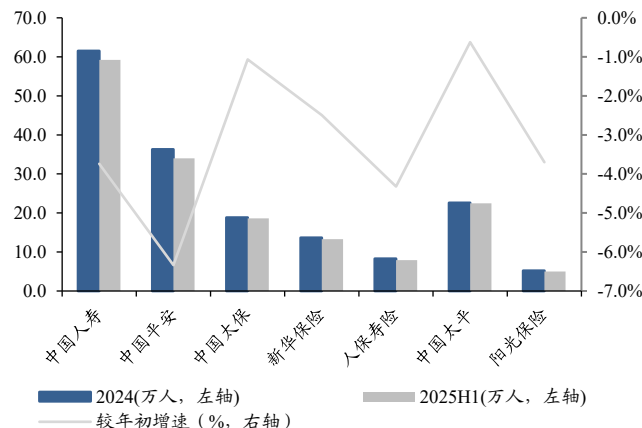
图8：上市险企代理人规模已经逐步企稳（万人）



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：中国太保、阳光保险为月均人力，其他公司为期末人力

图9：2025H1上市险企代理人规模较年初基本稳定



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：阳光保险数据为月均人力，其他公司为期末人力

代理人渠道转型效果继续释放，队伍结构与质态持续改善。

1) 中国人寿：持续推进营销体系改革，队伍优增优育取得实效，上半年优增人力同比+27.6%，13个月留存率同比+3.8pct，5年资及以上人群占比同比+1.5pct。

2) 中国平安：构建以“基本法、培训、客户经营、产品+服务”为一体的队伍发展“四合一”体系，2025H1末整体人力中大专及以上学历占比同比+1.5pct至48.3%。上半年代理人活动率49.9%，同比-6pct，人均月收入 and 人均NBV分别同比-17.3%、+21.6%。

3) 中国太保：聚焦主管和高绩优代理人，强化优质队伍招募，上半年新增人力3.9万人，同比增长19.8%。月均核心人力4.9万人，核心人力月人均首年规模保费同比增长12.7%至7.3万元，核心人力月人均首年佣金收入同比下滑13.4%。

4) 新华保险：①队伍结构不断改善，月均合格人力2.5万人，月均绩优人力1.79万人，累计新增人力2万人，同比+182%。月均万C人力0.43万人，万C人力占比3.2%，同比持平。②人均产能显著提升，月均绩优率13.3%，同比+0.8pct。月均人均综合产能1.67万元，同比+74%。

5) 人保寿险：上半年月均有效人力2.1万，同比-9.8%。个险队伍新模式发展取得突破，上半年新军、综金渠道十年期及以上期交保费分别同比增长20%、64%，新军渠道有效人力同比增长17.5%。

6) 中国太平：个险百万人力稳定增长，主管及新人产能持续提升。上半年百万人力同比增长5.1%至3031人，主管层级活动人力和当年度新人活动人力月人均产能分别同比+4.2%、+16.1%，月人均NBV分别同比+23.1%、+9.9%。

7) 阳光保险：传统队伍活动人均产能2.4万元，同比基本持平，新人活动人均产能

1.8 万元。精英队伍月均活动人力同比提升 4.7%，人均产能为传统队伍的 2 倍以上。

表5：2025H1 上市险企代理人队伍人均产能指标表现

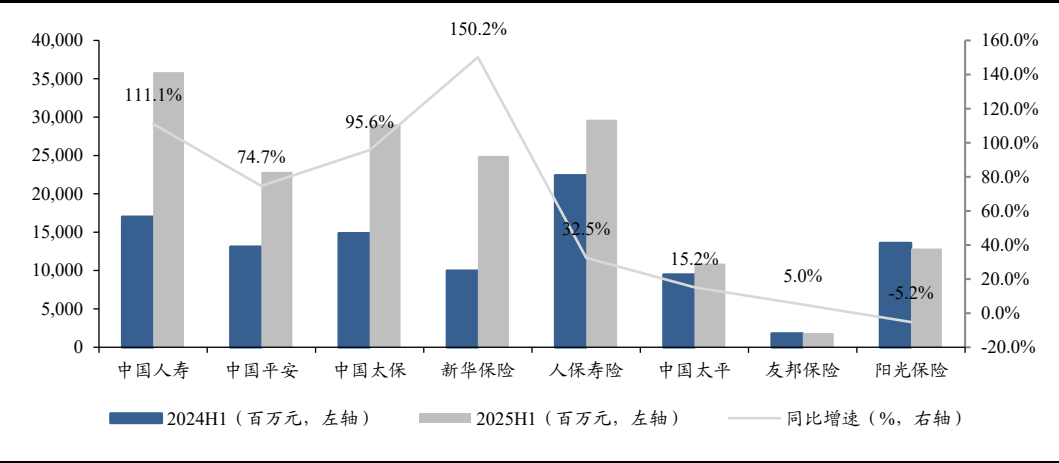
	主要指标	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2025H1 同比
中国平安	代理人人均 NBV（元/人均每半年）	25185	31958	43168	39895	48515	21.6%
	代理人收入（元/人均每月）	5889	7957	10887	11962	9898	-17.3%
	代理人寿险收入（元/人均每月）	4954	6373	8668	9608	7618	-20.7%
中国太保	核心人力月人均首年规模保费（元）	-	41006	58458	64637	72870	12.7%
	核心人力月人均首年佣金收入（元）	-	4624	7886	8219	7120	-13.4%
新华保险	月均人均综合产能（元）	3105	3840	8103	10400	16700	74.0%

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

2.2.2. 银保：头部险企迎来爆发式增长，对新单与 NBV 贡献显著提升

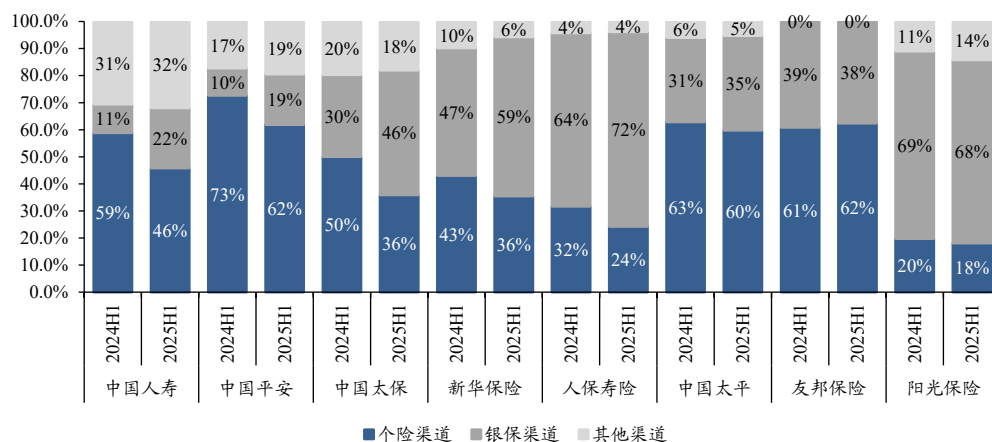
2025H1 头部上市险企银保新单业务迎来爆发式增长。受银保渠道报行合一影响，2024 年上半年银保新单规模收缩，造成基数较低。同时，在渠道费用率下降、银保网点 1+3 限制放开后，上市险企开始积极推动银保业务扩张。2025 年上半年头部险企银保渠道新单保费迎来爆发式增长，新华保险(+150%)、中国人寿(+111%)、中国太保(+96%)、中国平安(+75%) 同比增速大幅领先同业。相应地，上市险企新单保费结构中，银保渠道占比普遍同比提升。

图10：头部险企银保渠道新单保费同比大幅增长



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

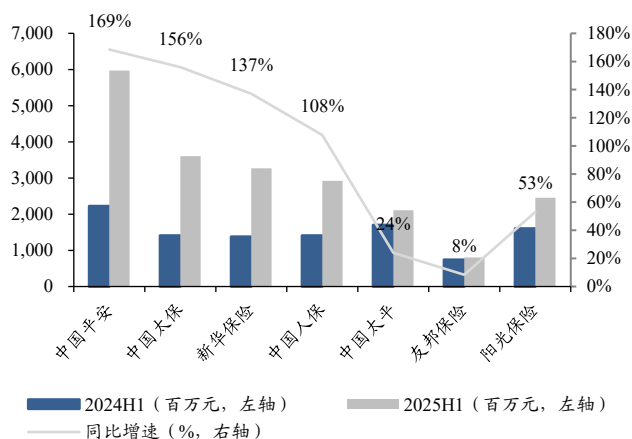
图11: 2025H1 银保渠道在上市险企新单保费中占比提高



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

新单高增长+价值率继续提升，银保渠道 NBV 贡献凸显。在银保新单保费高增长的同时，NBV margin 水平继续提升，以中国平安为例，其银保渠道 NBV margin 同比提升 9.7pct 至 28.6%，主要得益于“报行合一”改革深化。1) 从增速看，中国平安、中国太保、新华保险和中国人保银保 NBV 均实现同比 100%以上增长。2) 从占比看，2025H1 上市险企 NBV 中银保渠道占比平均为 38.9%，同比提升 8.4pct，其中阳光保险占比最高为 61.2%，新华保险和人保寿险占比也超过 50%。中国太保银保 NBV 占比提升最快，同比提高 18.2pct。

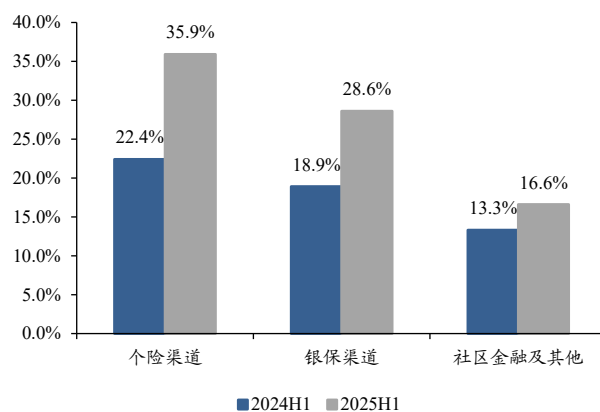
图12: 上市险企银保渠道 NBV 高速增长



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：新华保险为非可比口径

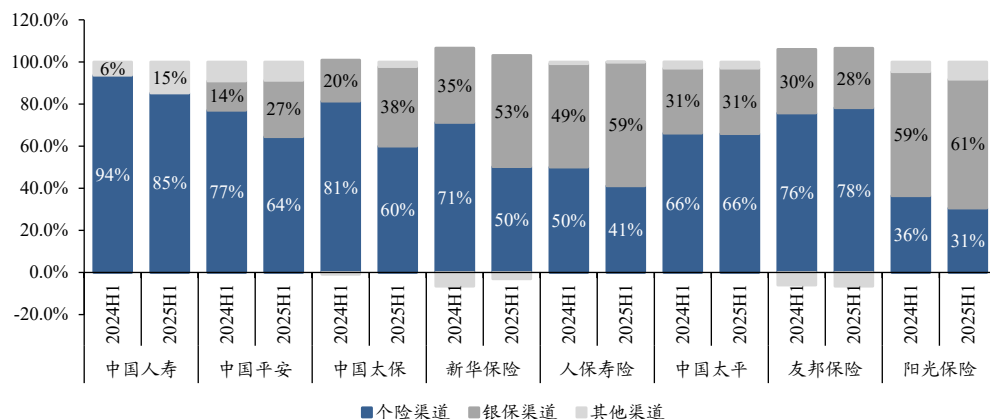
图13: 中国平安分渠道新业务价值率



数据来源：中国平安财报，东吴证券研究所

注：以上为首年保费口径

图14：上市险企银保渠道在NBV中占比普遍提升



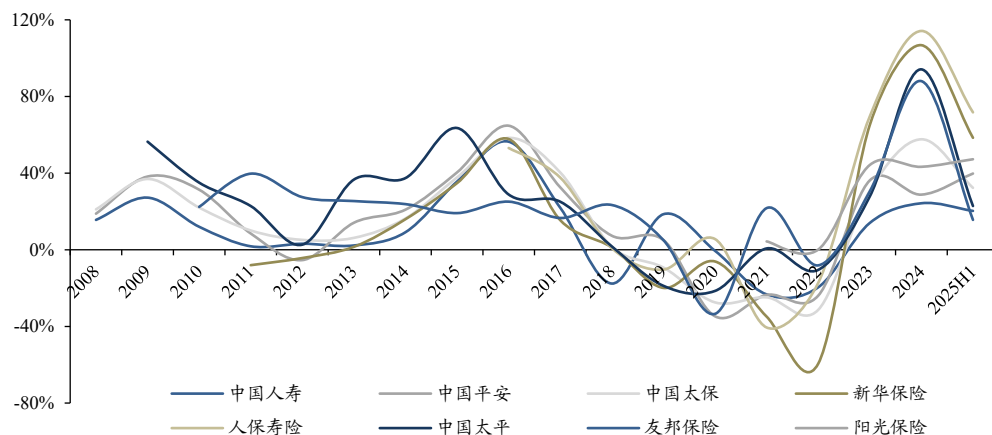
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

2.3. NBV：延续快速增长势头，对投资收益率敏感性明显改善

2.3.1. NBV 继续实现较快增长，NBV margin 同比显著提升

上市险企 NBV 延续向好趋势。 1) 2025H1 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，主要受到整体价值率提升和银保渠道快速增长带动。2) 在具体增速排名上：人保寿险（71.7%）>新华保险（58.4%，非可比口径）>阳光保险（47.3%）>中国平安（39.8%）>中国太保（32.3%）>中国太平（22.8%，人民币口径）>中国人寿（20.3%）>友邦保险（15.6%，固定汇率口径）。考虑到新华保险增速为非可比口径，其可比口径增速预计将更高，主要源自于当期新单保费增速大幅领先同业。

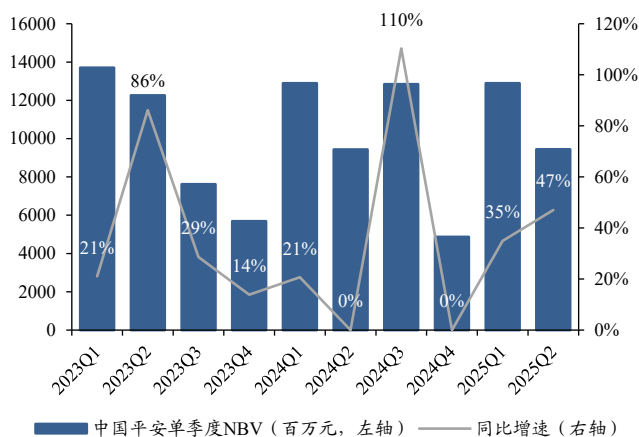
图15：2025H1 上市险企 NBV 可比口径下保持较快增长



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

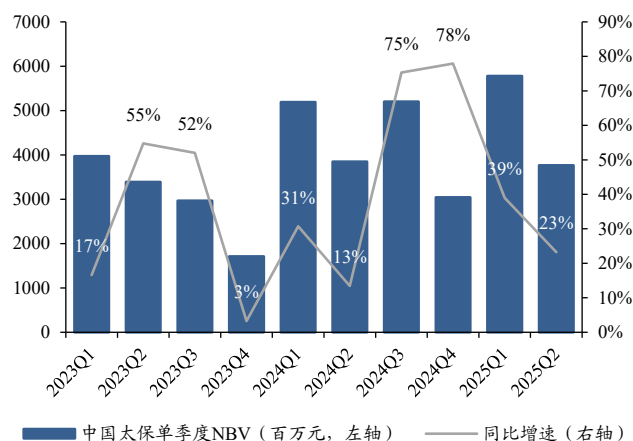
图16: 中国平安分季度NBV增速



数据来源：中国平安财报，东吴证券研究所

注：以上增速均为可比口径

图17: 中国太保分季度NBV增速

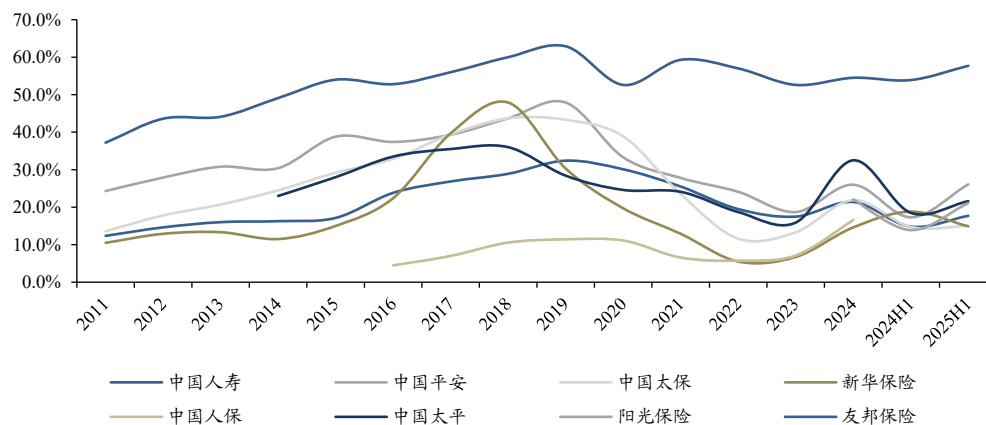


数据来源：中国太保财报，东吴证券研究所

注：以上增速均为可比口径

NBV margin 显著提升，是NBV快速增长的重要动力。上市险企（不含新华保险）NBV margin 平均为 24.5%，可比口径下同比提升 4.3pct。其中，中国平安提升幅度最大（8.8pct），中国太保提升幅度最小（0.4pct），友邦保险保持绝对水平领先优势（57.7%）。我们认为，上市险企 NBV margin 同比回升，主要受预定利率下调、银保渠道报行合一后费用率下降等因素影响。

图18: 2025H1 上市险企 NBV margin 同比提升



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：2024 年为旧假设下数据

2.3.2. 假设敏感性：VIF 和 NBV 对投资收益率敏感性均下降

2025H1 上市险企 VIF 和 NBV 对投资收益率敏感性均有下降。1) 在投资回报率下降 50bps 情景下，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。其中变化较大的是：①人保寿险 VIF 敏感性降幅大幅收窄 9.1pct 至 82.2%，但绝对水平仍远高于同业。②人保寿险和阳光保险 NBV 敏感性降幅改善较大，均在 16pct 以上。2) 我们认为，保险公司 NBV 对投资收益率敏感性下降，主要是各险企加强负债久期管理、推动业务转型、优化负债成本的成效。而 VIF

敏感性出现改善，或是由于低风险的新业务逐步稀释对存量业务成本改善产生效果。

图19：上市险企 VIF 对投资收益率敏感性开始下降

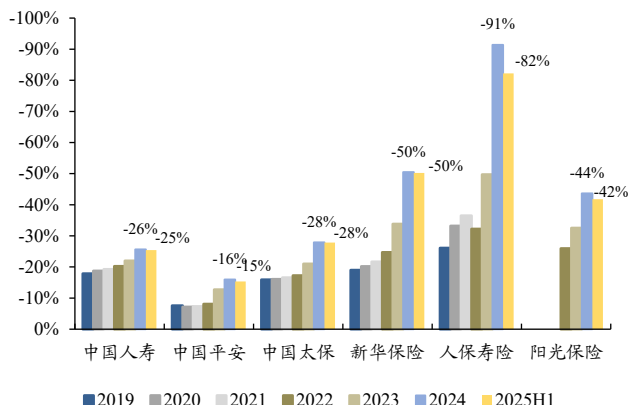
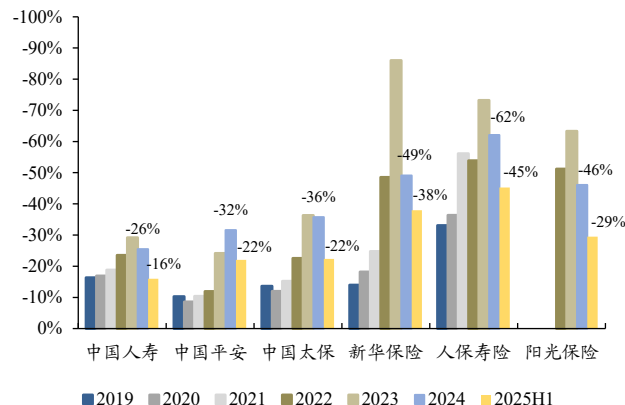


图20：上市险企 NBV 对投资收益率敏感性普遍下降



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）；中国太保 2020-2023 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

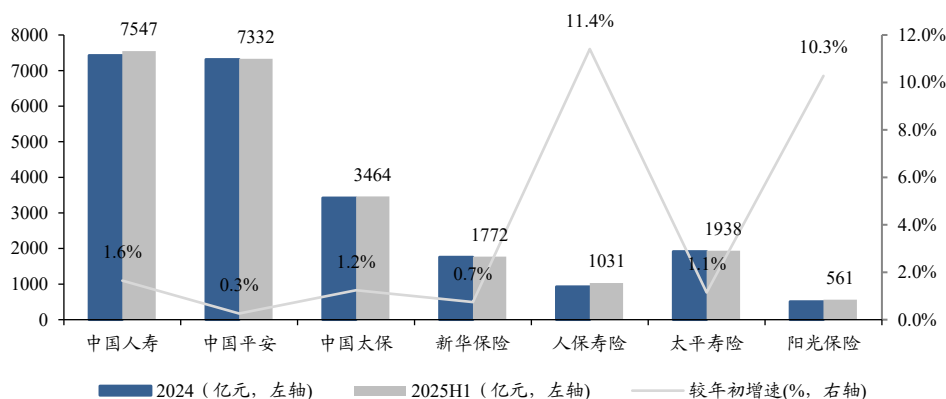
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

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）；中国太保 2020-2023 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。

2.4. 合同服务边际：较年初实现正增长

2025H1 末上市险企合同服务边际整体较年初正增长。2025H1 末上市险企寿险合同服务边际余额合计达 2.36 万亿元，较年初增长 1.6%。其中，中国人寿和中国平安分别较年初增长 1.6%和 0.3%，扭转下滑趋势。人保寿险较年初增长 11.4%，为同业中最高。我们认为，合同服务边际的逐步摊销是形成保险公司利润的稳定来源，近年来利率下行对合同服务边际产生一定负面影响，但是随着新业务贡献持续增长，合同服务边际余额也将逐步改善，为长期稳定释放盈利坚实基础。

图21：2025H1 上市险企寿险合同服务边际余额规模及增速



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

表6：中国平安 2022 年以来合同服务边际变动结构

单位：百万元	2022	2023	2024	2025H1
期初合同服务边际	877135	818683	768440	731312
新业务贡献	53122	38951	35405	25209
新业务保费现值	315274	384254	395481	235145
新业务利润率（%）	11.1	10.1	9.0	10.7
预期利息增长	27106	25332	24051	11197
调整合同服务边际的估计变更	-42160	-46374	-20640	-1754
适用浮动收费法业务的保险合同金融风险变动	2069	6635	-4804	1875
合同服务边际摊销基础	899273	843227	802452	767838
合同服务边际摊销	-80590	-74787	-71140	-34630
期末合同服务边际	818683	768440	731312	733208

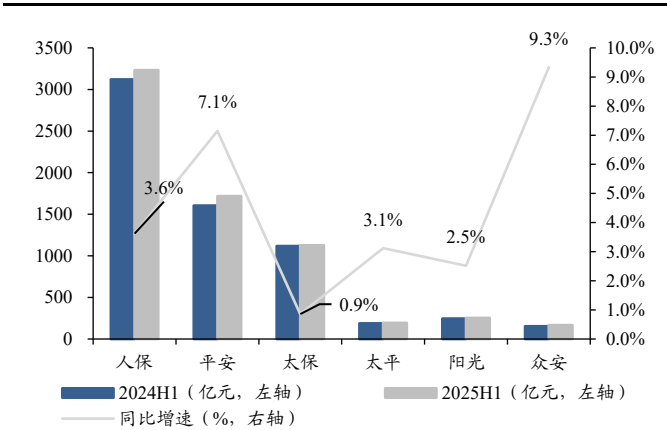
数据来源：中国平安财报，东吴证券研究所

3. 财险：保费稳健增长，综合成本率显著改善

3.1. 保费：保费增速整体稳健，非车险占比持续提升

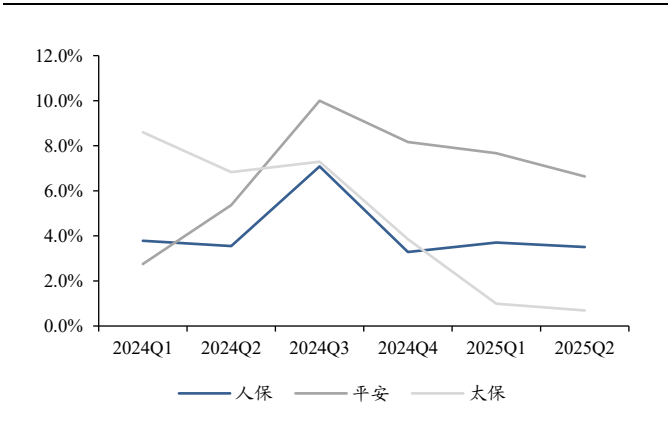
2025 年上半年上市险企财险保费整体保持稳健增长态势。1) 上半年上市险企（不含中国太平）财险业务保费同比增长 4.1%。“老三家”人保、平安和太保财险保费合计 6079 亿元，同比增长 4.1%，其中平安（7.1%）>人保（3.6%）>太保（0.9%）。太保财险保费增速较低，主要受非车险业务拖累。众安在线增速达 9.3%，为上市险企中最高。2) 从季度变化看，2025Q1、Q2 老三家合计保费分别同比+4.2%、+3.9%，整体保持稳健增长态势。

图22：2025H1 上市险企财险保费稳健增长



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所
注：中国太平为港币，其他公司均为人民币

图23：2024 年以来“老三家” 财险保费分季度增速

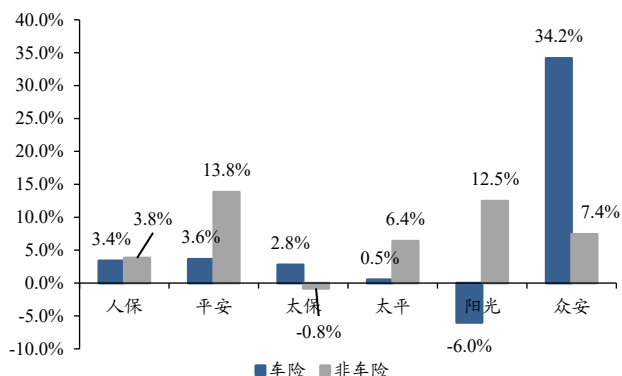


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

从细分险种看，2025H1 上市险企财险业务中非车险占比仍处于提升趋势。除太保财险和众安在线非车险保费占比分别下降 0.9pct、1.6pct 外，其他险企均有所提升，上

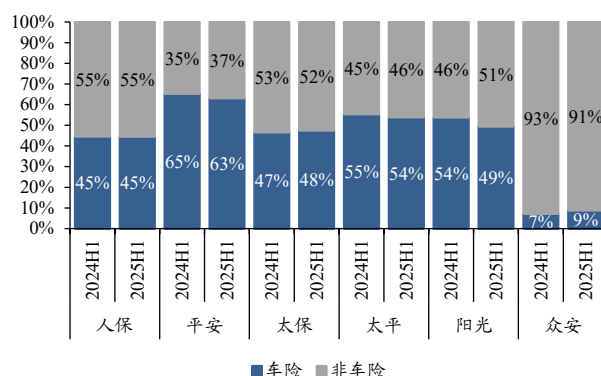
市险企整体（不含中国太平）非车险占比提升 0.5pct。1）阳光财险非车险占比增幅最大（4.5pct），主要由于车险业务同比下滑 6.0%。2）太保财险非车险占比下降 0.9pct，主要是由于主动调整非车险业务结构，个人信用保证保险规模显著收缩，同时健康险也有小幅下滑。3）人保财险非车险占比基本稳定；平安财险非车险占比同比提升 2.2pct，除责任保险同比下滑外，其他非车险险种均同比两位数增长，健康险和意外险增速领先。4）众安在线业务中车险生态占比不高，上半年车险生态保费同比大幅增长 34.2%，主要受益于新能源车险快速增长，公司在浙江、上海两地落地交强险独立经营和上海商车险独立经营，也将增强未来保费增长动力。

图24：2025H1 上市险企车险与非车险保费同比增速



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所
注：众安车险业务采用汽车生态整体保费口径

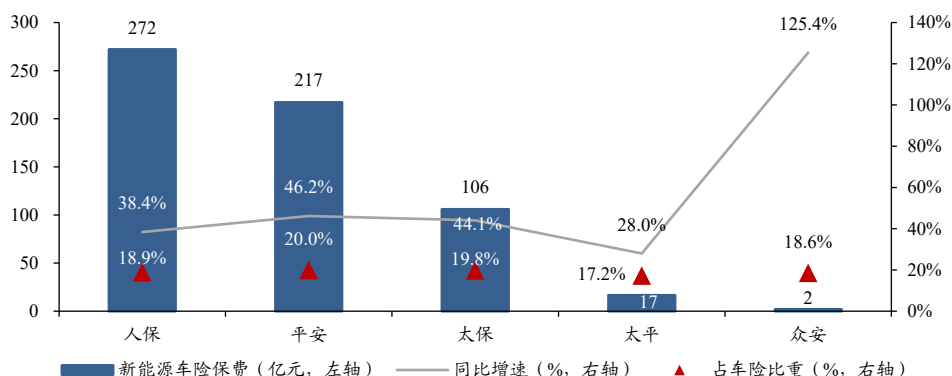
图25：2025H1 非车险保费占比整体仍在提升



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所
注：众安车险业务采用汽车生态整体保费口径

新能源车险保费快速增长，头部公司已实现承保盈利。2025 上半年各公司新能源车险保费普遍快速增长，其中众安在线增速最高达 125%，其他公司也在 28%-46%之间，主要受益于新能源车销量的持续提升，人保、平安承保新能源车数分别同比增长 36.8%、49.3%。上半年各公司新能源车险占车险总保费比重在 17%-20%之间，同比显著提升。从盈利性来看，各公司正在逐步加强业务质量管理，部分公司相关业务盈利水平显著改善，例如平安、太保和人保财险（家自车）已实现当期承保盈利。

图26：2025H1 上市险企新能源车险保费普遍快速增长



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

表7: 人保财险主要险种保费增速及结构

险种	保费 (百万元)			占比		
	2024H1	2025H1	同比增速	2024H1	2025H1	同比变动 (pct)
机动车辆险	139364	144065	3.4%	44.7%	44.6%	-0.1
意健险	76585	82614	7.9%	24.5%	25.6%	1.0
农险	45587	43790	-3.9%	14.6%	13.5%	-1.1
责任险	21655	21944	1.3%	6.9%	6.8%	-0.2
企业财产险	10580	11182	5.7%	3.4%	3.5%	0.1
其他险种	18225	19687	8.0%	5.8%	6.1%	0.2
整体	311996	323282	3.6%	100.0%	100.0%	-

数据来源: 中国人保 2024-2025 年中报, 东吴证券研究所

表8: 平安财险主要险种保费增速及结构

险种	保费 (百万元)			占比		
	2024H1	2025H1	同比增速	2024H1	2025H1	同比变动 (pct)
车险	104824	108611	3.6%	65.4%	63.2%	-2.2
责任保险	14179	13615	-4.0%	8.8%	7.9%	-0.9
健康保险	10090	12362	22.5%	6.3%	7.2%	0.9
农业保险	7349	8505	15.7%	4.6%	4.9%	0.4
意外伤害保险	5766	7242	25.6%	3.6%	4.2%	0.6
其他险种	18189	21522	18.3%	11.3%	12.5%	1.2
整体	160397	171857	7.1%	100.0%	100.0%	-

数据来源: 中国平安 2024-2025 年中报, 东吴证券研究所

表9: 太保财险主要险种保费增速及结构

险种	保费 (百万元)			占比		
	2024H1	2025H1	同比增速	2024H1	2025H1	同比变动 (pct)
机动车辆险	52167	53606	2.8%	46.7%	47.5%	0.9
健康险	16132	15519	-3.8%	14.4%	13.8%	-0.7
农业险	13650	14293	4.7%	12.2%	12.7%	0.5
责任险	12459	12865	3.3%	11.1%	11.4%	0.3
企财险	4542	5081	11.9%	4.1%	4.5%	0.4
其他	12853	11396	-11.3%	11.5%	10.1%	-1.4
整体	111803	112760	0.9%	100.0%	100.0%	-

数据来源: 中国太保 2024-2025 年中报, 东吴证券研究所

表10：太平财险境内主要险种保费增速及结构

险种	保费（百万港元）			占比		
	2024H1	2025H1	同比增速	2024H1	2025H1	同比变动（pct）
车险	10393	10445	0.5%	55.4%	54.0%	-1.4
水险	426	435	2.1%	2.3%	2.3%	0.0
非水险	7934	8458	6.6%	42.3%	43.7%	1.4
整体	18753	19338	3.1%	100.0%	100.0%	-

数据来源：中国太平 2024-2025 年中报，东吴证券研究所

表11：阳光财险主要险种保费增速及结构

险种	保费（百万元）			占比		
	2024H1	2025H1	同比增速	2024H1	2025H1	同比变动（pct）
机动车辆险	13290	12495	-6.0%	53.9%	49.4%	-4.5
意健险	4344	5213	20.0%	17.6%	20.6%	3.0
责任险	2140	1860	-13.1%	8.7%	7.4%	-1.3
保证险	1825	2462	34.9%	7.4%	9.7%	2.3
货运险	1276	1157	-9.3%	5.2%	4.6%	-0.6
其他	1777	2085	17.3%	7.2%	8.3%	1.0
整体	24652	25272	2.5%	100.0%	100.0%	-

数据来源：阳光保险 2024-2025 年中报，东吴证券研究所

表12：众安在线主要业务生态保费增速及结构

险种	保费（百万元）			占比		
	2024H1	2025H1	同比增速	2024H1	2025H1	同比变动（pct）
健康生态	4538	6275	38.3%	29.8%	37.7%	7.9
数字生活生态	7414	6209	-16.3%	48.7%	37.3%	-11.4
消费金融生态	2184	2699	23.6%	14.3%	16.2%	1.9
汽车生态	1102	1478	34.2%	7.2%	8.9%	1.6
整体	15238	16661	9.3%	100.0%	100.0%	-

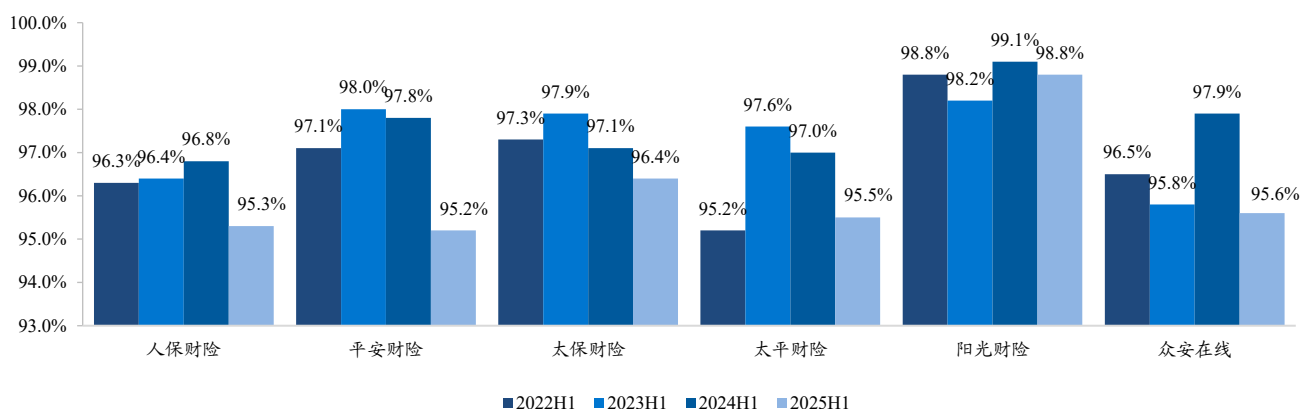
数据来源：众安在线 2024-2025 年中报，东吴证券研究所

3.2. 综合成本率：承保盈利普遍改善，得益于大灾赔付减少和费用管控

2025H1 上市险企财险综合成本率普遍同比显著改善。1) 从绝对水平看，上市险企 2025H1 全部实现承保盈利，综合成本率平均值为 96.1%。阳光财险（98.8%）最高，平安财险（95.2%）最低，其他公司均在 95-97%之间，人保财险综合成本率 95.3%，创近十年同期最好水平。2) 从变动情况看，2025H1 上市险企财险业务综合成本率平均改善 1.5pct，赔付率（不含太平）平均下降 0.7pct，费用率（不含太平）平均下降 0.8pct。其

中：①平安财险和众安在线综合成本率同比改善幅度较大，分别下降 2.6pct 和 2.3pct，平安财险主要是由于车险费用优化及保证保险扭亏为盈，而众安在线除数字生活外的其他业务生态均有改善。②阳光财险和太保财险改善幅度较小，分别下降 0.3pct 和 0.8pct，阳光财险主要受意健险和责任险拖累，而太保财险则主要受个人信用保证险影响。③人保财险和太平财险均同比改善 1.5pct，人保财险综合费用率同比大幅下降 3.1pct，领先同业表现。3）分险种来看，车险业务综合成本率普遍同比改善，主要是由于深化“报行合一”、加强费用管控影响，非车险内部虽略有分化，但整体同样是改善趋势。

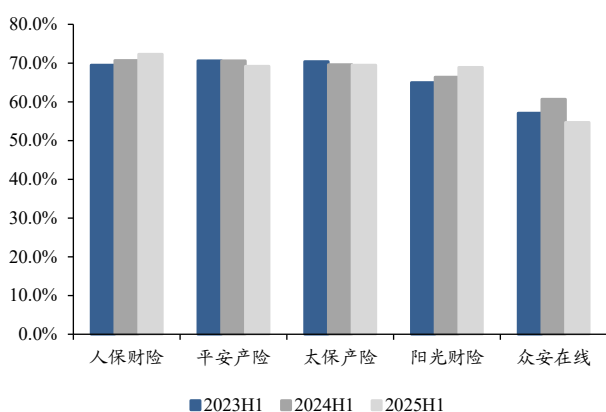
图27：2025H1 上市险企财险综合成本率普遍同比改善



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

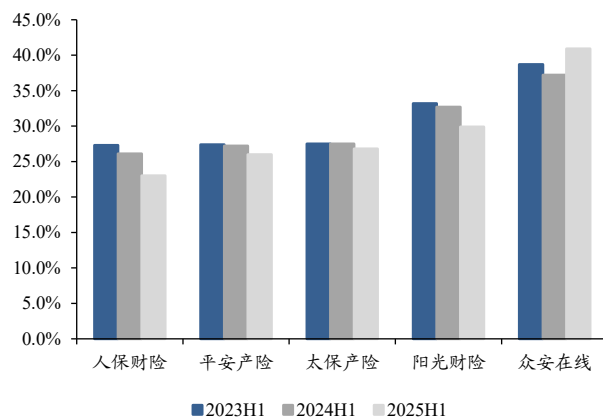
注：太平财险不包括境外财险业务

图28：上市险企财险综合赔付率走势



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图29：上市险企财险综合费用率走势



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

从承保利润情况来看，三大险企 Q2 增速环比回落。人保、平安、太保上半年承保利润分别同比+53.5%、+125.9%、+30.9%，Q2 单季分别同比-4.2%、+62.6%、+28.2%，较 Q1 增速均有回落，主要是由于 Q1 大灾赔付降幅相对更显著。

表13：2025 年上半年三大财险公司承保利润（亿元）

	2024Q1	2025Q1	同比	2024Q2	2025Q2	同比	2024H1	2025H1	同比
人保财险	2351	6653	183.0%	5269	5046	-4.2%	7620	11699	53.5%
平安财险	323	2759	755.5%	3209	5219	62.6%	3532	7978	125.9%
太保财险	911	1241	36.2%	1801	2309	28.2%	2712	3550	30.9%
合计	3585	10653	197.2%	10279	12574	22.3%	13864	23227	67.5%

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：2024 及 2025Q1 承保利润为根据财报披露的保险服务收入*（1-综合成本率）计算得到

人保财险：1）上半年综合成本率为 95.3%，同比-1.5pct，创近十年同期最好水平；赔付率为 72.3%，同比+1.6pct；费用率为 23.0%，同比-3.1pct。2）除意健险外，其他主要险种综合成本率均同比改善。车险/农险/企财险/责任险综合成本率分别同比下降 2.2/0.9/9.5/0.5pct 至 94.2%/93.9%/90.1%/103.6%，而意健险则同比+1.9pct 至 101.8%。其中，车险综合赔付率同比+1.9pct，主要由于新能源车占比提升和人伤赔付增加所致，而严格费用管控推动费用率同比-4.1pct。企财险综合成本率同比大幅改善 9.5pct，主要是由于大灾影响较同期下降。

表14：人保财险主要险种综合成本率情况

险种	综合成本率			承保利润（百万元）		
	2024H1	2025H1	同比变动（pct）	2024H1	2025H1	同比增速
机动车辆险	96.4%	94.2%	-2.2	5202	8726	67.7%
农险	94.8%	93.9%	-0.9	1215	1419	16.8%
意健险	99.9%	101.8%	1.9	13	-569	由盈转亏
责任险	104.1%	103.6%	-0.5	-747	-676	亏幅收窄
企业财产险	99.6%	90.1%	-9.5	38	918	2316%
其他险种	87.7%	88.8%	1.1	1899	1881	-0.9%
整体	96.8%	95.3%	-1.5	7620	11699	53.5%

数据来源：中国人保 2024-2025 年中报，东吴证券研究所

平安财险：综合成本率 95.2%，同比-2.6pct，费用率同比-1.2pct 至 26.0%，赔付率同比-1.4pct 至 69.2%。承保盈利提升主要得益于车险费用优化与保证保险扭亏为盈。车险综合成本率 95.5%，同比-2.6pct，主要由于深化报行合一与费用精细化管理。

表15：平安财险主要险种综合成本率情况

险种	综合成本率			承保利润（百万元）		
	2024H1	2025H1	同比变动（pct）	2024H1	2025H1	同比增速
车险	98.1%	95.5%	-2.6	2045	5020	145.5%
责任保险	98.0%	97.6%	-0.4	250	283	13.2%
健康保险	95.9%	89.8%	-6.1	277	874	215.5%
农业保险	95.9%	98.0%	2.1	255	85	-66.7%
意外伤害保险	99.5%	98.4%	-1.1	155	105	-32.3%
整体	97.8%	95.2%	-2.6	3532	7978	125.9%

数据来源：中国平安 2024-2025 年中报，东吴证券研究所

太保财险：1)承保综合成本率 96.3%，同比-0.8pct。其中费用率 26.8%，同比-0.7pct；赔付率 69.5%，同比-0.1pct。2)车险、非车险综合成本率分别-1.8pct、+0.4pct，若剔除个人信用保证保险业务影响，非车险综合成本率同比下降 2.3pct。健康险实现扭亏为盈，企财险承保盈利水平进一步提升。

表16：太保财险主要险种综合成本率情况

险种	综合成本率			承保利润（百万元）		
	2024H1	2025H1	同比变动（pct）	2024H1	2025H1	同比增速
机动车辆险	97.1%	95.3%	-1.8	1542	2512	62.9%
健康险	100.8%	99.3%	-1.5	-37	37	扭亏为盈
农业险	97.8%	98.8%	1.0	184	97	-47.3%
责任险	99.4%	99.4%	0.0	69	64	-7.2%
企财险	94.1%	92.8%	-1.3	230	319	38.7%
整体	97.1%	96.3%	-0.8	2712	3550	30.9%

数据来源：中国太保 2024-2025 年中报，东吴证券研究所

阳光财险：1)综合成本率 98.8%，同比-0.3pct；其中综合费用率、综合赔付率分别为-2.8pct、+2.5pct 至 29.9%、68.9%。2)车险、非车险综合成本率分别为 98.1%、99.7%，同比-1.6pct、+1.2pct，非车险主要受意健险与责任险拖累。

表17：阳光财险主要险种综合成本率情况

险种	综合成本率			承保利润（百万元）		
	2024H1	2025H1	同比变动（pct）	2024H1	2025H1	同比增速
机动车辆险	99.7%	98.1%	-1.6	46	256	456.5%
意健险	92.8%	97.7%	4.9	230	79	-65.7%
责任险	102.7%	105.1%	2.4	-50	-91	82.0%
保证险	99.8%	99.3%	-0.5	4	18	350.0%
货运险	105.6%	101.0%	-4.6	-65	-11	-83.1%
其他	97.2%	97.7%	0.5	38	38	0.0%
整体	99.1%	98.8%	-0.3	203	289	42.4%

数据来源：阳光保险 2024-2025 年中报，东吴证券研究所

众安在线：1)综合成本率同比-2.3pct 至 95.6%，其中赔付率 54.7%，同比-6.0pct，费用率 40.9%，同比+3.7pct。2)除数字生活外的各版块综合成本率均有改善。健康/数字生活/消费金融/汽车生态综合成本率同比分别-2.8pct/持平/-5.1pct/-3.0pct。①健康生态费用率同比-7.2pct，主要受益于 AI 对经营效率的提升；②消费金融生态由于底层资产质量改善，赔付率同比-13.9pct；③汽车生态则是由于业务品质改善和强化费用管控，赔付率和费用率分别同比-1.6pct、-1.4pct。

表18: 众安在线主要业务生态综合成本率情况

险种	综合成本率			承保利润（百万元）		
	2024H1	2025H1	同比变动（pct）	2024H1	2025H1	同比增速
健康生态	95.7%	92.9%	-2.8	209	407	94.5%
数字生活生态	99.9%	99.9%	0.0	7	6	-18.2%
消费金融生态	99.1%	94.0%	-5.1	21	146	611.4%
汽车生态	94.2%	91.2%	-3.0	50	95	90.7%
整体	97.9%	95.6%	-2.3	314	656	109.1%

数据来源：众安在线 2024-2025 年中报，东吴证券研究所

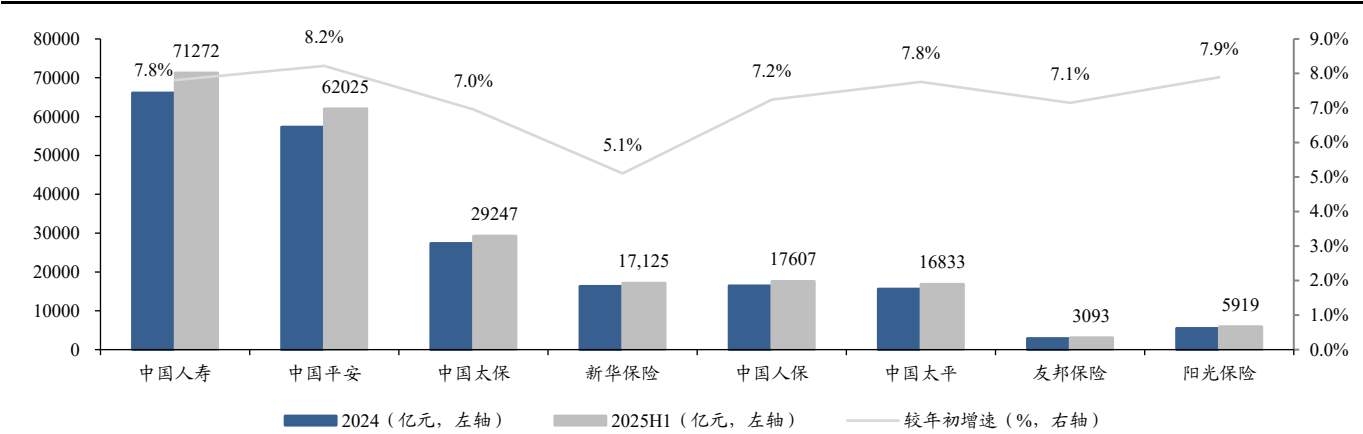
注：各生态承保利润数据为根据财报披露的保险服务收入*（1-综合成本率）计算得到

4. 投资：大幅增配股票投资，OCI 占比持续提升

4.1. 投资资产规模延续高增长势头

2025H1 上市险企投资资产规模延续高增长势头。截至 2025 年中，A 股 5 家上市险企投资资产规模合计达到 19.73 万亿元，较年初增长 7.5%，其中中国平安增速最快（8.2%），新华保险增速最低（5.1%），中国人寿和中国平安投资资产规模分别突破 7 万亿元和 6 万亿元大关。

图30: 2025H1 上市险企投资资产规模延续高增长势头



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：中国太平数据为港币，友邦保险为美元，其他公司均为人民币

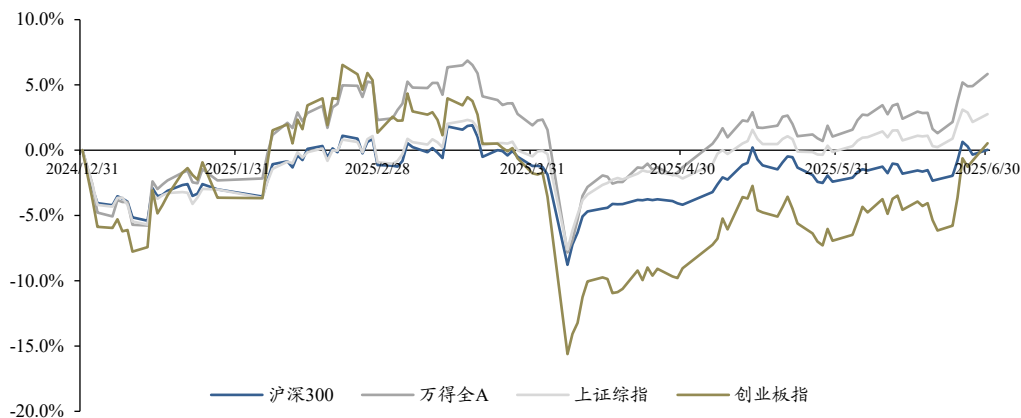
4.2. 投资收益：市场回暖背景下投资收益表现整体向好

4.2.1. 市场环境：2025 年上半年国内股市回暖、长端利率企稳

2025 年上半年权益市场走势好于上年同期，Q2 短暂调整后持续反弹上行。2025 年上半年沪深 300 指数、万得全 A 指数、创业板指数、上证综指分别累计持平、+5.8%、

+0.5%、+2.8%，表现强于 2024 年同期的+0.9%、-8.0%、-11.0%、-0.3%。在 4 月初受海外关税冲击影响，市场出现短期调整，此后持续反弹上行。Q2 单季沪深 300 指数、万得全 A 指数、创业板指、上证综指分别+1.3%、+3.9%、+2.3%、+3.3%，显著好于 2024 年同期的-2.1%、-5.3%、-7.4%、-2.4%。

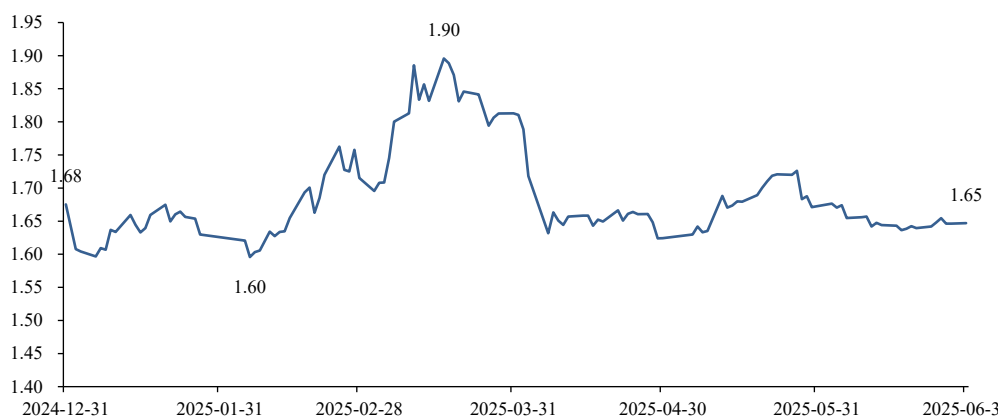
图31: 2025Q2 权益市场短期调整后反弹



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2025 年上半年长端利率先上后下，Q2 走势基本企稳。受资金面偏紧、股债跷跷板及关税博弈等因素影响，2025 年上半年十年期国债到期收益率经历先上后下走势，3 月 17 日达到上半年高点 1.90%，4 月初关税冲击导致快速调整，此后逐步企稳。6 月末长债利率企稳于 1.65%左右，较年初累计下行 3bps，明显窄于上年同期 35bps 的降幅，2025Q2 单季下行 17bps，上年同期为下行 8bps。

图32: 2025 年上半年十年期国债到期收益率企稳



数据来源: wind, 东吴证券研究所

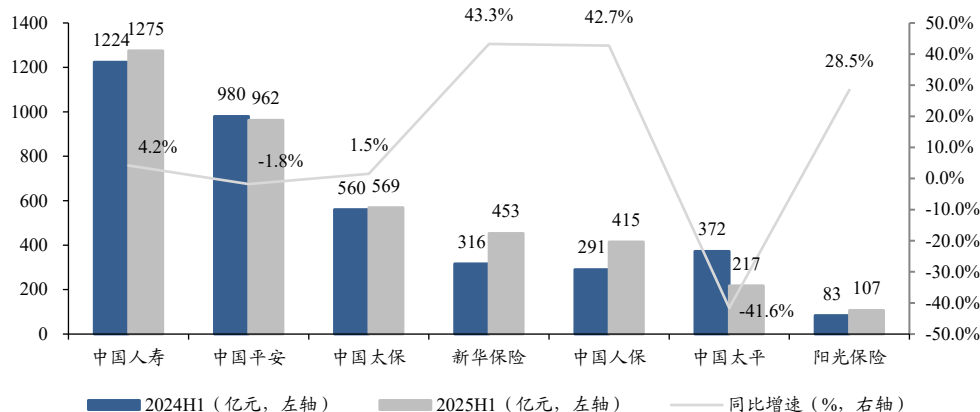
4.2.2. 收益表现: 净投资收益率同比下降，总投资收益率表现分化

1、总投资收益规模增速分化，整体向好

上市险企上半年总投资收益规模增速明显分化，可以分为三类。1) 大幅增长: 新

华保险、中国人寿和阳光保险分别同比增长 43.3%、42.7%和 28.5%。2) 表现稳健：中国人寿、中国太保和中国平安分别同比+4.2%、+1.5%和-1.8%。3) 明显承压：中国太平同比下滑 41.6%。

图33: 2025 年上半年上市险企总投资收益同比增速表现分化



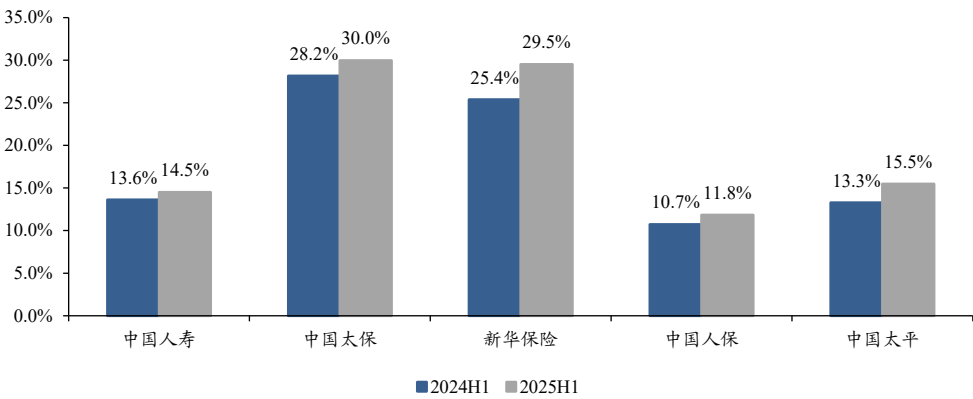
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1) 中国平安为保险资金投资组合数据，非集团口径，下同；2) 中国太平为港币，其它公司均为人民币

从投资收益结构上看，**保险公司总投资收益=净投资收益+已实现及未实现收益+资产减值**。由于上市险企对投资收益结构的划分标准并不完全一致，我们基于财报披露数据进行了统一调整以便横向对比：1) 净投资收益包括固收类利息收入、权益类股息、投资性物业租金收入和长股投收益。2) 已实现及未实现收益包括证券买卖价差和公允价值变动损益。

总投资收益分化的主因在于已实现及未实现收益的差异。1) 由于净投资收益主要为稳健性较高的息类收入，上市险企上半年普遍保持同比增长，平均同比+8.3%，构筑了投资回报的稳定基础。净投资收益中利息收入仍占绝对主导，但是各公司股息收入贡献同比均有提升。2) 已实现及未实现收益通常对总投资收益表现影响较大，主要受**市场波动与公司投资节奏影响**。中国人寿(+464%)、阳光保险(+174%)和新华保险(+110%)已实现及未实现收益实现同比大幅增长，主要是证券买卖价差增长，预计各公司择机兑现浮盈。其中新华保险已实现及未实现收益对当期总投资收益的贡献高达 47%。而中国太平已实现及未实现收益由正转负，是上市险企中唯一对总投资收益形成负贡献的，主要是由于公允价值变动损益的大幅下降。

图34：2025H1 上市险企股息收入占净投资收益比重均有上升



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

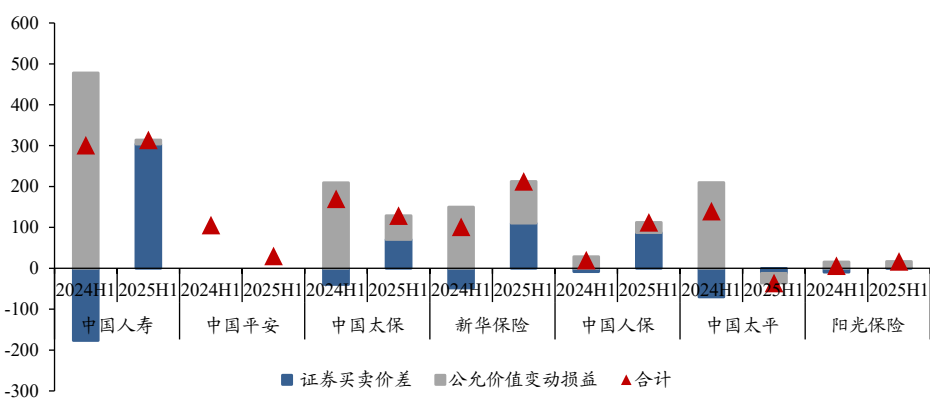
图35：2025H1 上市险企总投资收益结构对比

项目	中国人寿		中国平安		中国太保		新华保险		中国人保		中国太平		阳光保险	
	2024H1	2025H1	2024H1	2025H1	2024H1	2025H1	2024H1	2025H1	2024H1	2025H1	2024H1	2025H1	2024H1	2025H1
净投资收益	75.5%	75.3%	90.1%	96.5%	69.5%	77.4%	68.9%	53.2%	91.8%	72.8%	65.8%	116.2%	107.4%	91.5%
利息收入	60.0%	59.1%	未披露		49.6%	51.1%	50.0%	35.8%	61.5%	44.0%	52.8%	91.5%	69.9%	56.1%
股息收入	10.3%	10.9%			19.6%	23.2%	17.5%	15.7%	9.9%	8.6%	8.7%	18.0%	31.3%	31.2%
投资性物业租金收入	0.0%	0.1%			0.6%	0.5%	0.5%	0.3%	1.0%	0.4%	1.2%	1.8%	2.2%	1.4%
长股投收益	5.2%	5.3%			-0.2%	2.6%	0.9%	1.4%	19.4%	19.7%	3.1%	4.9%	2.8%	2.4%
已实现及未实现收益	24.6%	24.6%	10.8%	3.1%	30.3%	22.6%	32.0%	46.9%	6.9%	27.1%	37.5%	-16.6%	7.3%	15.5%
证券买卖价差	-14.4%	23.8%	未披露		-7.1%	12.3%	-15.3%	24.3%	-2.9%	21.0%	-18.8%	-5.6%	-11.4%	0.9%
公允价值变动损益	39.0%	0.8%			37.4%	10.3%	47.3%	22.6%	9.8%	6.0%	56.3%	-10.9%	18.6%	14.6%
资产减值	-0.1%	0.0%	-0.9%	0.4%	0.1%	0.0%	-0.9%	-0.1%	1.3%	0.2%	-3.3%	0.4%	-14.7%	-7.0%
总投资收益	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1）上表数据为各项收益占总投资收益比重；2）阳光保险标红数据为根据财报匹配拆分，与合计数据存在一定差异

图36：2025H1 上市险企已实现及未实现收益结构变化（亿元）



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

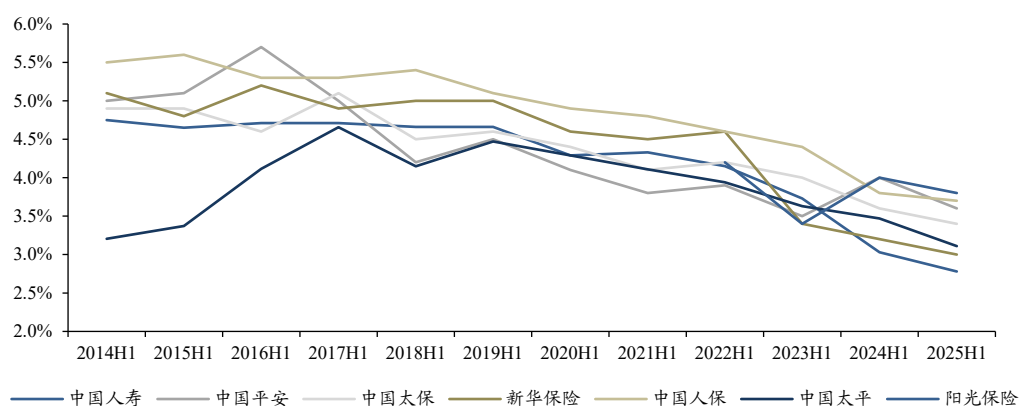
注：中国太平为港币，其它公司均为人民币

2、投资收益率：净投资收益率同比下降，总投资收益率表现分化

我们采取上市公司财报披露投资收益率指标观察其趋势变动，由于不同保险公司在投资收益率计算和年化方法上存在差异，不建议直接横向比较，以下分析仅作为参考。

受持续低利率和资产荒影响，2025H1 上市险企新增及再配置固收资产到期收益率仍然面临压力，年化净投资收益率同比继续下降。1) 2025H1 上市险企平均年化净投资收益率为 3.3%，其中阳光保险最高为 3.8%，中国人寿最低为 2.8%，其他公司均在 3% 以上。2) 上市险企净投资收益率均同比下降，平均下降 0.2pct。其中，中国平安（简单年化）和中国太平降幅较大，均为-0.4pct，中国人保降幅最小（-0.1pct）。

图37：2025H1 上市险企年化净投资收益率继续同比下降

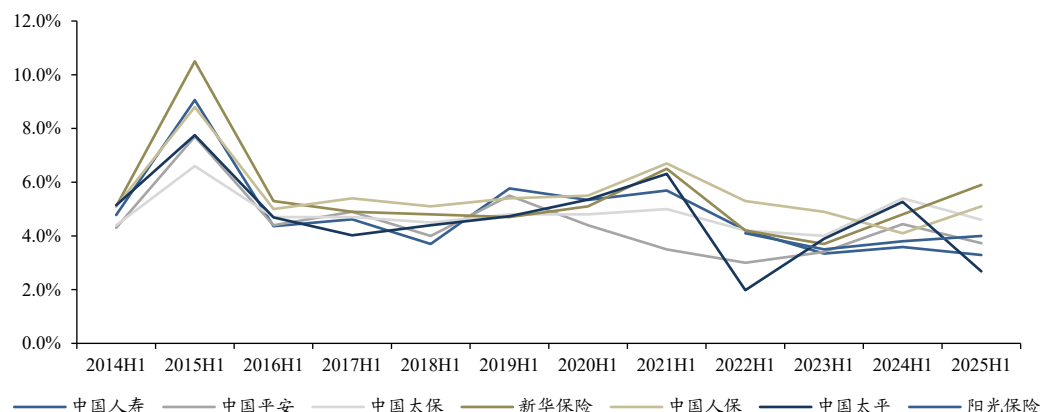


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1) 不同公司年化计算方式不同，不宜直接横向比较。2) 中国平安、中国太保数据经过*2 简单年化处理。

受前文所述的已实现及未实现收益差异影响，上市险企总投资收益率表现分化。1) 2025H1 上市险企平均年化总投资收益率为 4.2%，其中中国太平最低为 2.7%，新华保险最高为 5.9%，中国人保为 5.1%，中国太保（简单年化）和阳光保险也在 4% 及以上。2) 上市险企年化总投资收益率平均同比-0.3pct，若剔除中国太平则平均同比+0.1pct。其中新华保险（+1.1pct）和中国人保（+1.0pct）提升幅度较大，我们认为主要是由于新华保险存量股票+基金投资占比最高，而中国人保股票投资增速最快，在 Q2 股市向好背景下更为受益。而中国太平降幅最大，为-2.6pct。

图38: 2025H1 上市险企年化总投资收益率同比表现分化

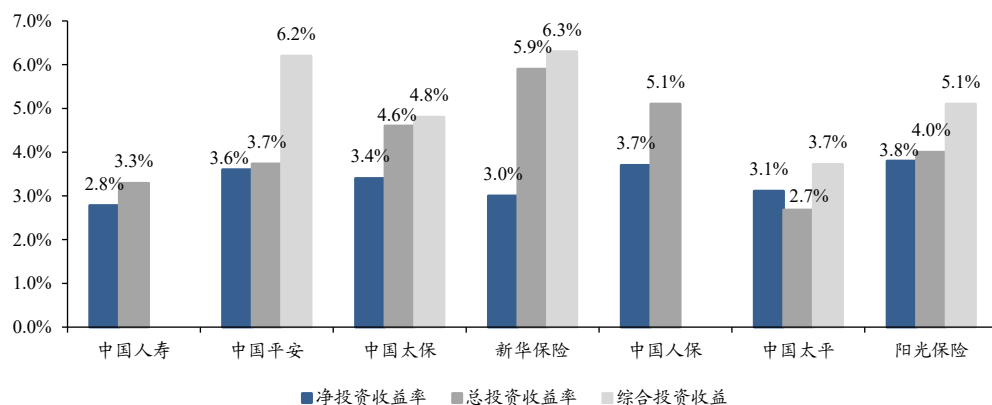


数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

注: 1) 不同公司年化计算方式不同, 不宜直接横向比较。2) 中国平安、中国太保数据经过*2 简单年化处理。

从综合投资收益率表现看, 由于不同公司计算方法存在差异, 因此整体变化表现不一。1) 上半年中国平安未年化综合投资收益率为 3.1%, 同比+0.3pct。2) 上半年新华保险(年化)和中国太保(未年化)则分别同比-0.6pct、-0.2pct。3) 中国太平未年化综合投资收益率同比-3.72pct, 为上市公司中降幅最大。4) 新华保险和中国太平的综合投资收益率包含了 FVOCI 债券浮盈, 而中国平安、中国太保和阳光保险则剔除了这一部分。

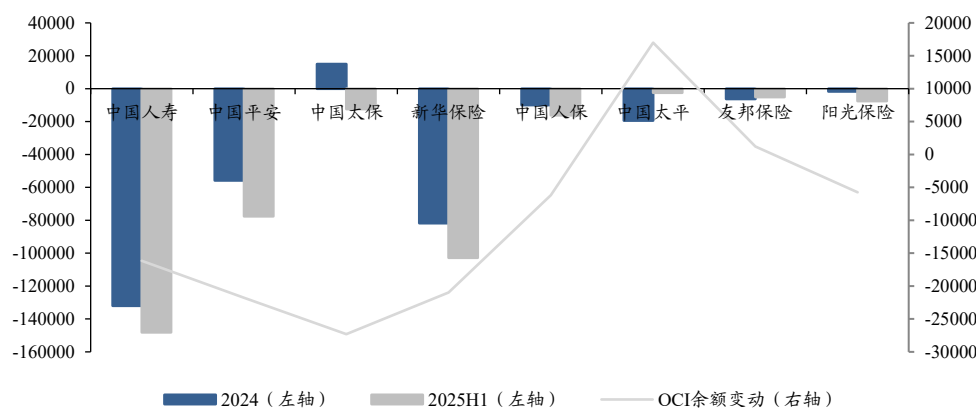
图39: 2025H1 上市险企投资收益率一览



数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

注: 1) 不同公司年化计算方式不同, 不宜直接横向比较。2) 中国平安、中国太保和中国太平数据经过*2 简单年化处理。3) 中国人寿和中国人保未披露综合投资收益率。4) 新华保险和中国太平的综合投资收益率包含了 FVOCI 债券浮盈, 而中国平安、中国太保和阳光保险则不包括。

图40：2025H1 末上市险企其他综合收益余额变化（百万元）



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：中国太平为港元，友邦保险为美元，其他均为人民币

4.3. 资产配置：大幅增配股票投资，OCI 股票占比明显提升

4.3.1. 大类资产配置：整体结构稳定，普遍增配二级权益投资

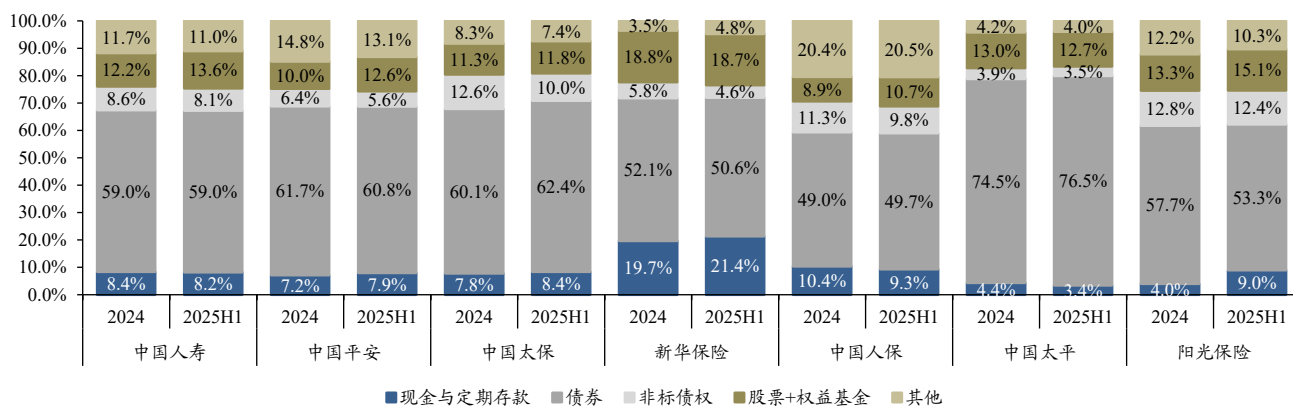
从保险资金大类资产配置来看，整体结构基本稳定。

1) 固收投资仍是险资运用压舱石，占据绝对主导地位。近年来险企持续增配债权投资，2025H1 这一趋势有所放缓。截至 2025H1，上市险企债券平均占比为 58.9%，较年初-0.2pct。太保、太平和人保较年初提升，其中太保提升幅度较大，较年初+2.4pct。国寿较年初持平，其他公司较年初有不同程度下降，其中阳光降幅最大，为-4.5pct。

2) 二级权益投资成为重要配置方向，上市险企普遍提升了股票+基金配置比例。截至 2025H1，上市险企股票+权益基金平均占比为 13.6%，较年初+1.1pct。新华和太平较年初小幅下降，其他公司均有提升。中国平安增幅最大，较年初+2.6pct。

3) 非标债权配置比例继续下降。截至 2025H1，上市险企非标债权投资平均占比为 7.7%，较年初-1.1pct。

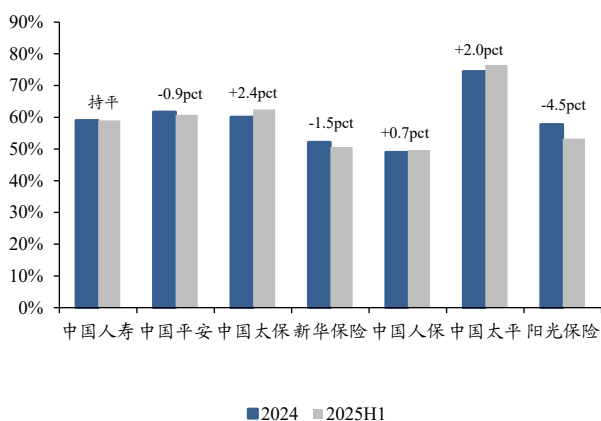
图41: 2025H1 上市险企普遍增加二级权益投资



数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

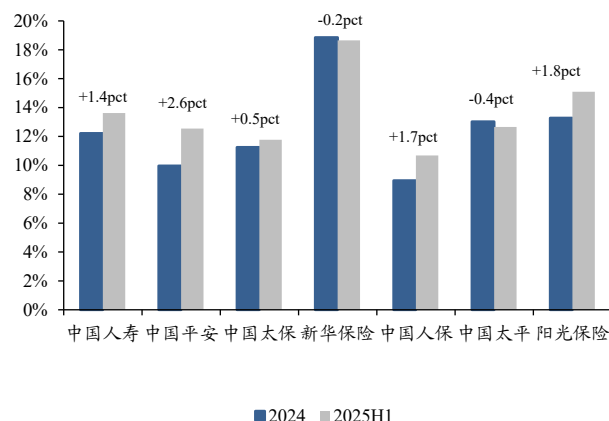
注: 1) 国寿、新华、人保和太平未单独披露权益基金数据, 以基金整体代替

图42: 上市险企债券配置比例有增有减



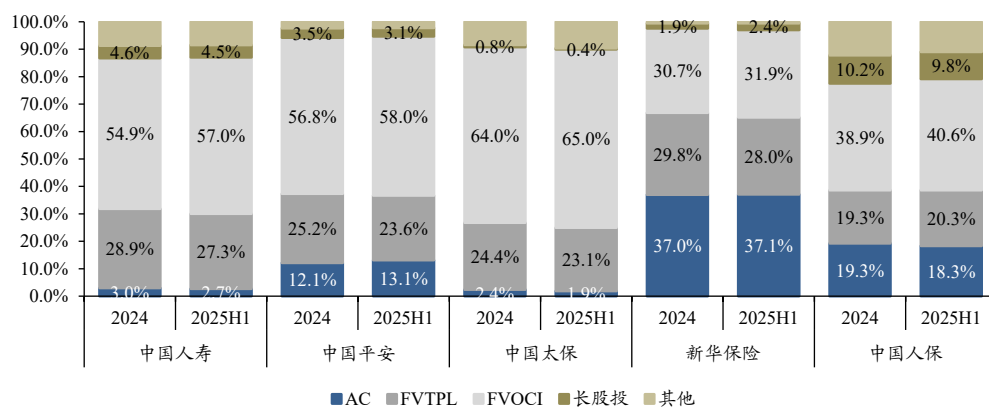
数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

图43: 上市险企股票+股基配置比例大多增加



数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

图44: 2025 上半年 A 股上市险企投资资产会计分类情况

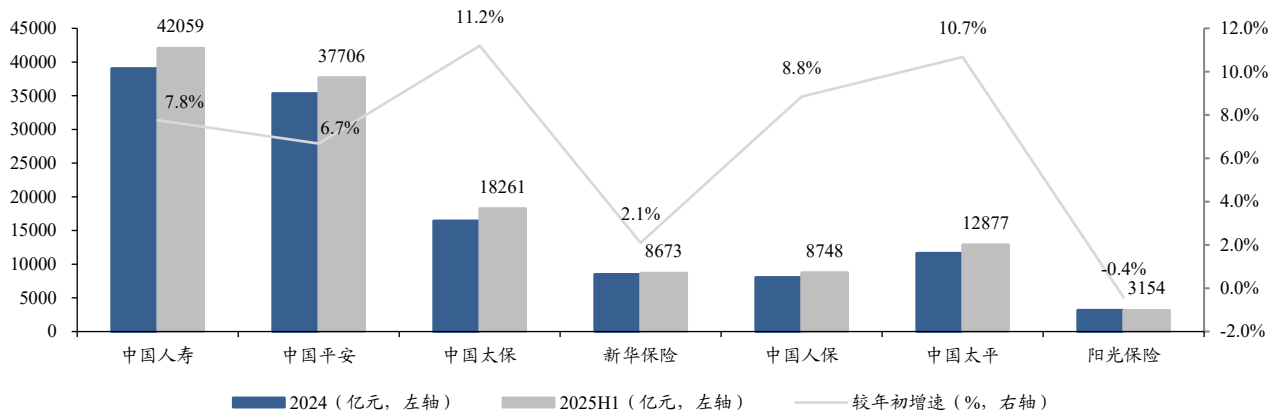


数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

4.3.2. 债券：投资规模继续提升，利率债仍受青睐

债券投资整体规模继续提升。截至 2025H1 末，上市险企合计持有债券投资余额（中国太平数据以港币兑人民币 0.91195:1 汇率折算，下同）13.03 万亿元，较年初增长 7.6%。其中，中国太保和中国太平增速较快，均超过 10%。而阳光保险则减配债券，较年初减少 0.4%。

图45：2025H1 上市险企债券投资规模及增速

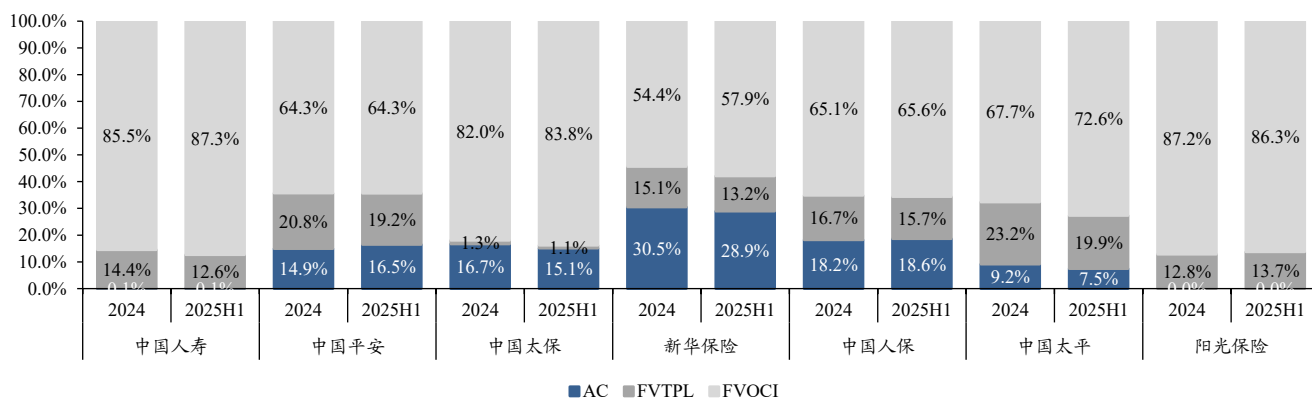


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：中国太平为港币，其它公司均为人民币

从会计分类来看，上市险企减配 TPL 债券、增配 OCI 债券。截至 2025H1 末，上市险企合计债券投资中 AC、FVTPL 和 FVOCI 占比分别为 12.4%、13.6%、74.0%，分别较年初-0.4pct、-1.3pct、+1.7pct，预计主要是由于国内利率企稳甚至阶段性上行，各险企收缩债券交易盘规模。

图46：2025H1 上市险企债券投资会计分类情况



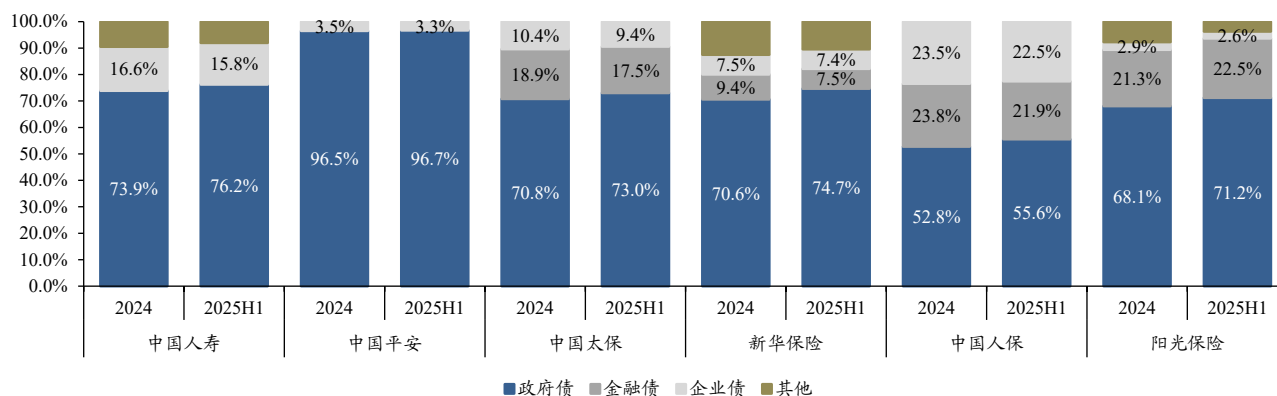
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：中国平安采用保险资金投资组合的固收资产数据，非纯债口径

2025H1 上市险企普遍提升政府债投资比例，整体资产久期继续拉长。1) 从品种结

构上看，2025H1 末上市险企投资政府债占债券比例平均为 74.6%，较年初提升 2.5pct，保持稳健的配置风格。在信用债投资上，绝大部分险企持仓中 AAA 级占比超过 95%，整体资产质量良好。2) 随着持续增配长久期利率债，预计上市险企资产久期继续拉长。2025H1 末中国太保固收资产久期为 12.0 年，较年初继续增加 0.6 年。

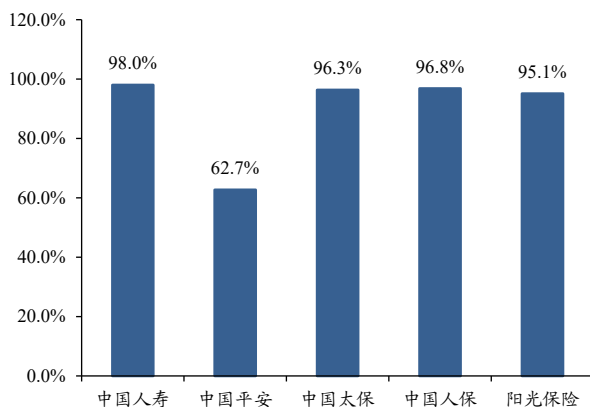
图47：2025H1 上市险企普遍提升政府债投资比例



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1) 中国人寿政府债包括国债和政府机构债；2) 中国平安政府债为非公司债口径。

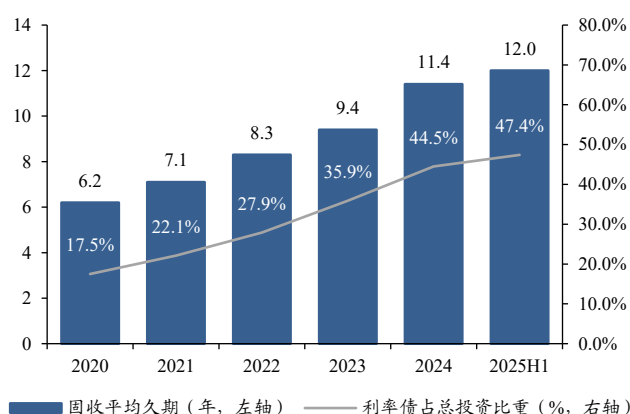
图48：2025H1 上市险企信用债 AAA 级占比



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1) 平安数据为公司债；2) 国寿数据为信用债；3) 其他公司为企业债及非政策性金融债

图49：中国太保固收资产平均久期继续拉长



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

4.3.3. 股票：显著增配二级权益，OCI 股票占比明显提升

2025H1 上市险企显著增配二级权益投资。2025H1 末上市险企股票+权益基金投资合计较年初增长约 20%，其中中国平安 (+36.4%) 增速领先，新华保险、中国太平增速较低。

表19：近年来上市险企股票+权益基金投资规模与占比情况

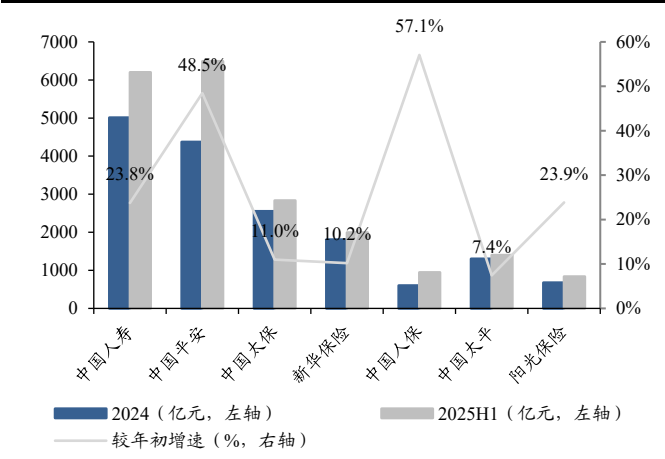
单位：亿元		规模				占比			
		股票	权益基金	总投资资产	股票+股基较年初增速	股票	权益基金	合计	股票+股基较年初变动
中国人寿	2024	5011	3066	66111		7.6%	4.6%	12.2%	
	2025H1	6201	3507	71272	20.2%	8.7%	4.9%	13.6%	1.4 pct
中国平安	2024	4374	1334	57314		7.6%	2.3%	10.0%	
	2025H1	6493	1291	62025	36.4%	10.5%	2.1%	12.6%	2.6 pct
中国太保	2024	2551	527	27345		9.3%	1.9%	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。

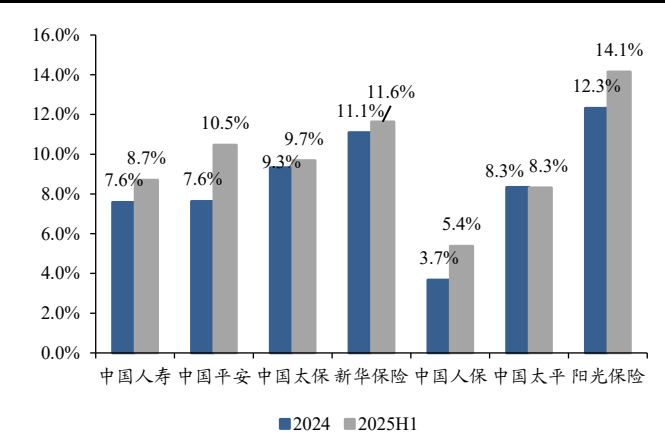
仅从股票投资看，较年初普遍大幅增长，占比显著提升。1) 2025H1 中国人保、中国平安股票投资分别较年初大幅增长 57.1%、48.5%，显著高于同业，中国太平增速较低仅为 7.4%。2) 从占比看，除中国太平较年初持平外，其他公司均有所提升，中国平安提升幅度最大，较年初+2.8pct。

图50：上市险企股票投资较年初普遍高增长



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图51：2025H1 上市险企股票投资占比普遍提升



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

上市险企持续增配 FVOCI 股票。1) 从配置规模看，2025H1 末上市险企配置 FVOCI 股票规模较年初均实现两位数增长，其中中国人寿较年初大增 133%，中国平安和中国人保增速也在 60%以上。2) 从占比看，阳光保险和中国平安 FVOCI 占比仍保持在 60-70%的领先水平，新华保险最低仅为 18.8%。上市险企加权平均占比约 41%，较年初提

升 7.2pct，其中中国人寿较年初提升幅度最大为 10.6pct，中国太平则较年初-1.7pct。3）我们认为，在国内持续面临低利率和资产荒压力下，保险资金未来将持续关注高股息资产配置价值，部分公司 OCI 股票占比仍有较大提升空间。

表20：2025H1 上市险企继续增加 FVOCI 股票投资

单位：亿元		规模				占比		
		股票合计	FVTPL	FVOCI	FVOCI 较年初增速	FVTPL	FVOCI	FVOCI 较年初变动
中国人寿	2023	4302	4154	148		96.6%	3.4%	
	2024	5011	4409	602	306.8%	88.0%	12.0%	8.6 pct
	2025H1	6201	4799	1403	133.2%	77.4%	22.6%	10.6 pct
中国平安	2023	2921	1170	1751		40.1%	59.9%	
	2024	4374	1742	2632	50.3%	39.8%	60.2%	0.2 pct
	2025H1	6493	2250	4243	61.2%	34.7%	65.3%	5.2 pct
中国太保	2023	1885	1613	271		85.6%	14.4%	
	2024	2551	1790	761	180.5%	70.2%	29.8%	15.4 pct
	2025H1	2831	1874	957	25.9%	66.2%	33.8%	4.0 pct
新华保险	2023	1062	1009	54		95.0%	5.0%	
	2024	1808	1502	306	472.2%	83.1%	16.9%	11.9 pct
	2025H1	1992	1618	374	22.3%	81.2%	18.8%	1.9 pct
中国人保	2023	455	295	160		64.8%	35.2%	
	2024	602	329	273	70.5%	54.6%	45.4%	10.1 pct
	2025H1	946	507	439	60.7%	53.6%	46.4%	1.1 pct
中国太平	2023	1134	909	224		80.2%	19.8%	
	2024	1302	826	476	112.6%	63.4%	36.6%	16.8 pct
	2025H1	1399	911	488	2.4%	65.1%	34.9%	-1.7 pct
阳光保险	2023	526	225	301		42.7%	57.3%	
	2024	676	210	466	54.8%	31.0%	69.0%	11.7 pct
	2025H1	837	248	589	26.4%	29.6%	70.4%	1.4 pct

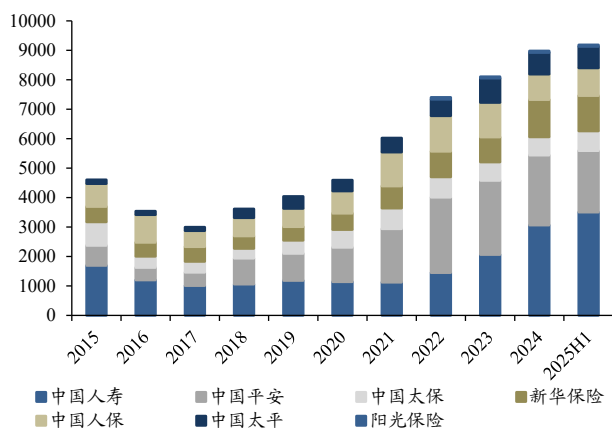
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：中国人寿 2023 年数据采用 H 股报告

4.3.4. 基金：整体比重有所下降，权益基金占比提升

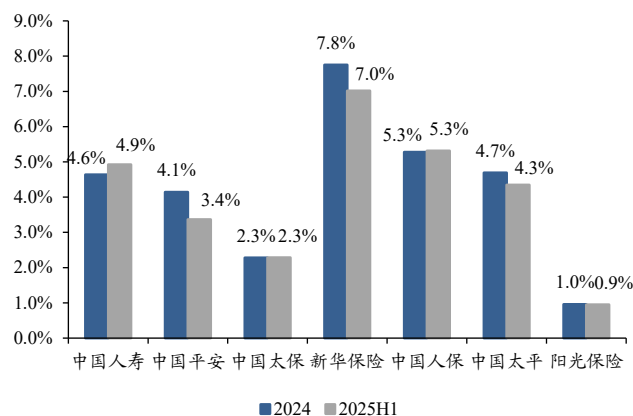
基金仍是保险资金的重要配置方向。1）从绝对投资规模来看，自 2018 年以来上市险企对基金配置总规模持续提升，2025H1 末上市险企基金投资规模较年初增速普遍在 7-8%，其中国寿增速最高（+8.2%），新华保险增速较低（+5.1%）。2）从占总投资资产比重来看，2025H1 末上市险企基金占比平均为 4.0%，较年初下滑 0.2pct。其中中国平安和新华保险降幅较大，分别下降 0.8pct、0.7pct，中国人寿则较年初提升 0.3pct，多家公司较年初持平。

图52：上市险企配置基金总规模持续提升



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图53：2025H1 上市险企基金投资占比有所下降

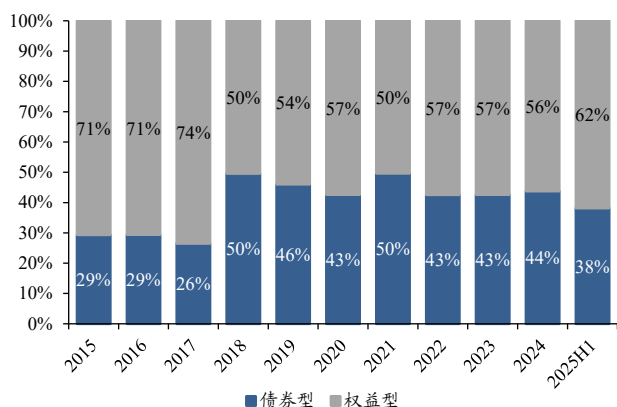


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

从公募基金品种结构看，不同公司存在偏好差异，但 2025H1 均提升权益基金占比。

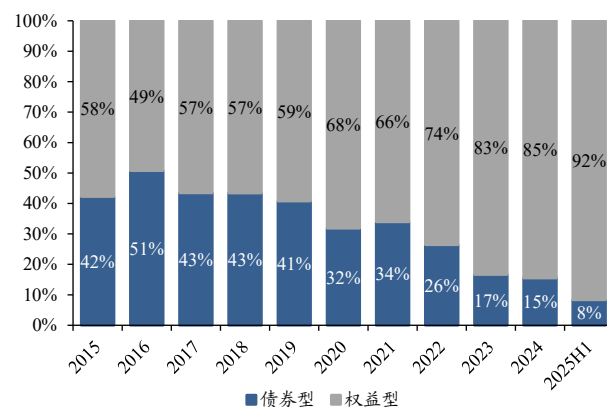
目前仅中国平安与中国太保披露基金资产的具体细分结构：1）中国平安近年来基本保持了权益基金占 60%、债券基金占 40%的结构，2025H1 权益基金占比较年初提升 6pct 至 62%。2）中国太保则持续增加权益基金投资，2025H1 占比已提升至 92%，较 2016 年提升了 42pct。

图54：中国平安公募基金品种结构



数据来源：中国平安财报，东吴证券研究所

图55：中国太保公募基金品种结构



数据来源：中国太保财报，东吴证券研究所

4.3.5. 非标&地产：2025 年上半年国内股市回暖、长端利率企稳

1) 非标债权：2025H1 末上市险企非标债权投资平均占比降为 7.8%，较年初减少 0.6pct。我们判断主要是存量业务逐步到期、增发优质非标项目供给不足所致，虽然非标资产在收益率和久期方面可以对整体投资组合产生积极作用，但是目前满足保险公司收益率与风险水平要求的优质非标资产有限，是近年来非标持续收缩的主因。

2) 地产投资：目前上市险企地产投资敞口已经较低，中国平安 2025H1 末保险资金投资组合中不动产投资余额为 2060 亿元，在总投资资产中占比仅为 3.3%，较年初继续

下降 0.2pct，且其中 81.8%为以成本法计量的物权投资，风险相对可控。

表21：中国平安 2025H1 非标投资行业及收益率分布

	投资占比			投资收益率			剩余到期期限（年）
	2024H1	2025H1	同比变动（pct）	2024H1	2025H1	同比变动（pct）	
基建	61.5%	63.7%	2.2%	4.6%	4.3%	-0.3	2.5
非银金融	13.9%	14.8%	0.9%	4.9%	3.5%	-1.5	3.0
不动产	12.6%	8.8%	-3.8%	4.7%	4.4%	-0.3	2.5
其他	12.0%	12.7%	0.7%	4.4%	4.3%	-0.1	2.1
合计	100.0%	100.0%	-	4.6%	4.2%	-0.4	3.1

数据来源：中国平安财报，东吴证券研究所

表22：中国太保 2025H1 非标投资行业及收益率分布

	投资占比			投资收益率			平均期限（年）	平均剩余期限（年）
	2024H1	2025H1	同比变动（pct）	2024H1	2025H1	同比变动（pct）		
基础设施	41.6%	38.9%	-2.7%	4.5%	4.2%	-0.3	8.8	5.3
不动产	13.7%	11.2%	-2.5%	4.4%	4.1%	-0.3	9.5	6.3
交通运输	20.3%	23.1%	2.8%	4.4%	4.2%	-0.2	9.5	5.6
非银金融	11.3%	16.0%	4.7%	4.7%	3.5%	-1.2	5.0	4.4
能源、制造业	5.2%	4.1%	-1.1%	4.5%	4.4%	-0.1	9.1	4.9
其他	7.9%	6.7%	-1.2%	4.5%	4.4%	-0.1	9.1	5.0
总计	100.0%	100.0%	0.0%	4.5%	4.1%	-0.4	8.4	5.3

数据来源：中国太保财报，东吴证券研究所

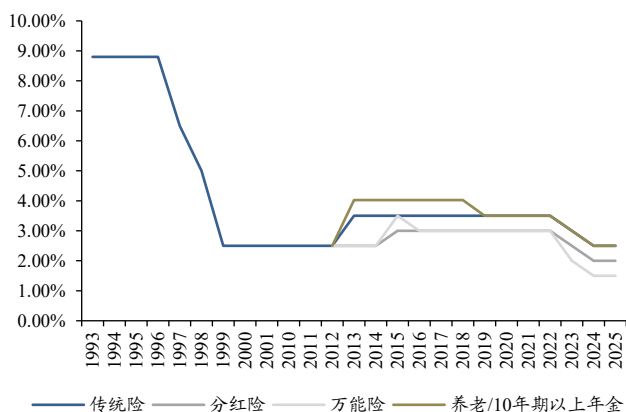
5. 投资建议：行业基本面改善，看好保险板块投资价值

1、负债端：预定利率下调利好负债成本继续优化，Q3 新单保费预计高增长

预定利率再下调，有助于负债成本进一步优化。2025 年 7 月人身险产品预定利率再次下调，传统/分红/万能险预定利率分别下调至 2.0%/1.75%/1.0%，本次传统险、万能险调整幅度为 50bps，分红险调整幅度为 25bps，各公司将在 8 月底完成旧产品停售。我们认为，预定利率再一次下调，一方面将直接降低新业务刚性资金成本，另一方面也有助于加速行业分红险转型进程，利好进一步优化负债成本。

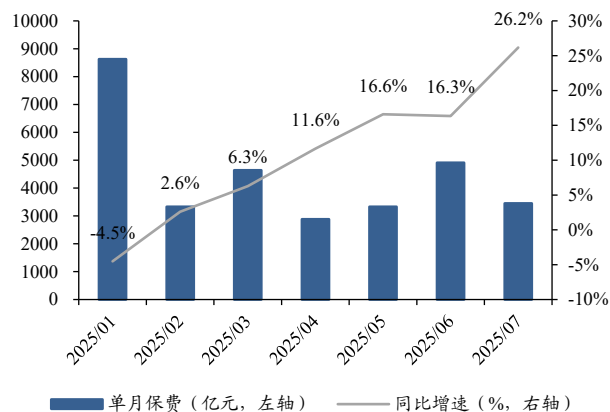
预计停售窗口+银行存款利率下调带动 Q3 新单增速再提升。我们对 Q3 行业新单保费增速持乐观判断，主要由于：①7-8 月处于新旧产品切换前的销售窗口，有望刺激市场需求转化。7 月单月人身险公司原保费规模达 3447 亿元，同比+26.2%，较 6 月增速提升 9.8pct。②5 月国有大行下调定期存款利率，8 月陆续有多家中小银行跟进下调，我们预计保险产品将保持相对吸引力，仍具有竞争优势。

图56：人身险预定利率走势



数据来源：金监总局，东吴证券研究所

图57：7月单月保险行业总保费增速继续提升



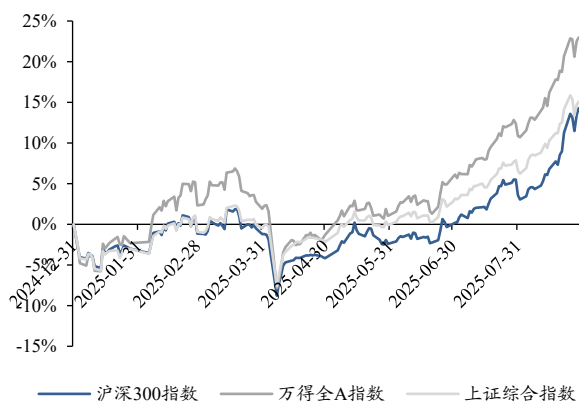
数据来源：金监总局，东吴证券研究所

2、资产端：Q3 股市表现强势，长端利率企稳上行

进入 Q3 以来，股票市场持续走强，利好险企投资收益表现。截至 8 月 29 日，沪深 300、万得全 A 和上证综指分别较年中上涨 14.2%、16.2%和 12.0%，上证指数已经突破 3800 点，处于近年来最高。2025 年险企持续提升股票投资规模，有望在本轮牛市行情中获益。

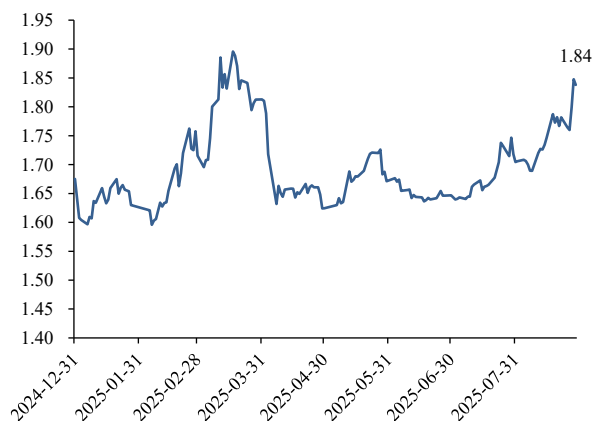
伴随权益风险偏好提升，股债跷跷板效应推动长端利率上行。截至 8 月 29 日，十年期国债到期收益率已经上行至 1.84%，较 6 月末提升 19bps。我们认为，长债利率提升为保险资金提供配置窗口期，有助于缓解新增固收资产收益率压力，利好板块估值向上修复。

图58：Q3 股市主要指数显著走强



数据来源：wind，东吴证券研究所

图59：十年期国债到期收益率持续上行



数据来源：wind，东吴证券研究所

负债端、资产端均持续改善，估值仍有较大向上空间。1) 我们认为市场储蓄需求依然旺盛，同时在监管持续引导和险企主动性转型下，负债成本有望逐步下降，利差损压力将有所缓解。2) 近期十年期国债收益率上行至 1.83% 左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若继续修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所

缓解。3) 当前公募基金对保险股持仓仍然欠配, 2025 年 8 月 29 日 A 股保险板块估值 2025E 0.65-0.99 倍 PEV、1.12-2.45 倍 PB, 处于历史低位, 行业维持“增持”评级。

6. 风险提示

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

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

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

表23: A 股上市保险公司估值及盈利预测

证券简称	价格 (元)	EV (元)				1YrVNB (元)			
	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
中国平安 (601318)	59.88	76.34	78.12	83.29	88.94	1.71	1.57	2.21	2.54
中国人寿 (601628)	42.08	44.60	49.57	53.55	57.99	1.30	1.19	1.57	1.79
新华保险 (601336)	68.24	80.30	82.85	90.82	99.88	0.97	2.00	2.91	3.34
中国太保 (601601)	40.31	55.04	58.42	62.03	66.86	1.14	1.38	1.51	1.80
中国人保 (601319)	8.98	6.92	7.89	9.08	10.54	0.15	0.26	0.39	0.46
证券简称	价格	P/EV (倍)				VNBX (倍)			
	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
中国平安 (601318)	59.88	0.78	0.77	0.72	0.67	-9.64	-11.64	-10.60	-11.43
中国人寿 (601628)	42.08	0.94	0.85	0.79	0.73	-1.93	-6.28	-7.30	-8.88
新华保险 (601336)	68.24	0.85	0.82	0.75	0.68	-12.44	-7.29	-7.77	-9.47
中国太保 (601601)	40.31	0.73	0.69	0.65	0.60	-12.93	-13.14	-14.40	-14.75
中国人保 (601319)	8.98	1.30	1.14	0.99	0.85	14.04	4.20	-0.27	-3.39
证券简称	价格	EPS (元)				BVPS (元)			
	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
中国平安 (601318)	59.88	4.70	6.95	7.12	7.84	49.37	50.99	53.41	57.06
中国人寿 (601628)	42.08	1.63	3.78	3.80	3.96	16.88	18.03	20.09	22.41
新华保险 (601336)	68.24	2.79	8.41	9.36	9.69	33.68	30.85	27.90	31.15
中国太保 (601601)	40.31	2.83	4.67	5.37	5.48	25.94	30.29	34.36	37.65
中国人保 (601319)	8.98	0.51	0.97	1.15	1.22	5.48	6.08	6.71	7.38
证券简称	价格	P/E (倍)				P/B (倍)			
	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
中国平安 (601318)	59.88	12.73	8.61	8.41	7.64	1.21	1.17	1.12	1.05
中国人寿 (601628)	42.08	25.75	11.12	11.07	10.62	2.49	2.33	2.09	1.88
新华保险 (601336)	68.24	24.44	8.11	7.29	7.04	2.03	2.21	2.45	2.19
中国太保 (601601)	40.31	14.23	8.63	7.51	7.36	1.55	1.33	1.17	1.07
中国人保 (601319)	8.98	17.44	9.26	7.79	7.35	1.64	1.48	1.34	1.22

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测 (基于 2025 年 8 月 29 日收盘价)

表24: H 股上市保险公司估值及盈利预测

证券简称	价格 港元	EV (元)				1YrVNB (元)			
		2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
中国平安 (2318.HK)	56.30	76.34	78.12	83.29	88.94	1.71	1.57	2.21	2.54
中国人寿 (2628.HK)	24.02	44.60	49.57	53.55	57.99	1.30	1.19	1.57	1.79
新华保险 (1336.HK)	48.14	80.30	82.85	90.82	99.88	0.97	2.00	2.91	3.34
中国太保 (2601.HK)	35.46	55.04	58.42	62.03	66.86	1.14	1.38	1.51	1.80
中国人民保险集团 (1339.HK)	6.98	6.92	7.89	9.08	10.54	0.15	0.26	0.39	0.46
友邦保险 (1299.HK)	73.40	44.80	45.85	50.02	54.72	2.68	3.13	3.63	3.97
中国太平 (0966.HK)	16.18	51.51	44.28	47.90	54.38	1.91	3.62	3.99	4.49
阳光保险 (6963.HK)	4.19	9.05	10.58	11.56	12.86	0.31	0.45	0.50	0.55
证券简称	价格 港元	P/EV (倍)				VNBX (倍)			
		2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
中国平安 (2318.HK)	56.30	0.67	0.66	0.62	0.58	-14.66	-17.10	-14.48	-14.79
中国人寿 (2628.HK)	24.02	0.49	0.44	0.41	0.38	-17.41	-23.21	-20.16	-20.15
新华保险 (1336.HK)	48.14	0.55	0.53	0.48	0.44	-37.57	-19.44	-16.15	-16.75
中国太保 (2601.HK)	35.46	0.59	0.55	0.52	0.48	-19.93	-18.94	-19.69	-19.19
中国人民保险集团 (1339.HK)	6.98	0.92	0.81	0.70	0.60	-3.79	-5.84	-7.06	-9.08
友邦保险 (1299.HK)	73.40	1.49	1.46	1.34	1.22	8.25	6.73	4.65	3.07
中国太平 (0966.HK)	16.18	0.29	0.33	0.31	0.27	-19.30	-8.16	-8.32	-8.83
阳光保险 (6963.HK)	4.19	0.42	0.36	0.33	0.30	-16.72	-15.09	-15.52	-16.38
证券简称	价格 港元	EPS (元)				BVPS (元)			
		2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
中国平安 (2318.HK)	56.30	4.70	6.95	7.12	7.84	49.37	50.99	53.41	57.06
中国人寿 (2628.HK)	24.02	1.63	3.78	3.80	3.96	16.88	18.03	20.09	22.41
新华保险 (1336.HK)	48.14	2.79	8.41	9.36	9.69	33.68	30.85	27.90	31.15
中国太保 (2601.HK)	35.46	2.83	4.67	5.37	5.48	25.94	30.29	34.36	37.65
中国人民保险集团 (1339.HK)	6.98	0.51	0.97	1.15	1.22	5.48	6.08	6.71	7.38
友邦保险 (1299.HK)	73.40	2.50	4.54	4.88	5.71	27.31	26.89	28.60	30.68
中国太平 (0966.HK)	16.18	1.57	2.14	2.36	2.77	24.09	22.08	24.09	26.44
中国财险 (2328.HK)	18.76	1.11	1.45	1.94	2.05	10.40	11.60	13.42	15.35
众安在线 (6060.HK)	19.72	2.77	0.41	0.64	0.64	13.66	14.24	15.56	15.56
阳光保险 (6963.HK)	4.19	0.33	0.47	0.52	0.49	5.26	5.40	5.91	6.40
证券简称	价格 港元	P/E (倍)				P/B (倍)			
		2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
中国平安 (2318.HK)	56.30	10.91	7.38	7.21	6.55	1.04	1.01	0.96	0.90
中国人寿 (2628.HK)	24.02	13.40	5.79	5.76	5.53	1.30	1.21	1.09	0.98
新华保险 (1336.HK)	48.14	15.71	5.22	4.69	4.53	1.30	1.42	1.57	1.41
中国太保 (2601.HK)	35.46	11.41	6.92	6.02	5.90	1.25	1.07	0.94	0.86
中国人民保险集团 (1339.HK)	6.98	12.36	6.56	5.52	5.21	1.16	1.05	0.95	0.86
友邦保险 (1299.HK)	73.40	26.76	14.74	13.71	11.71	2.45	2.49	2.34	2.18
中国太平 (0966.HK)	16.18	9.39	6.90	6.26	5.33	0.61	0.67	0.61	0.56
中国财险 (2328.HK)	18.76	15.47	11.82	8.81	8.33	1.64	1.47	1.27	1.11
众安在线 (6060.HK)	19.72	6.48	43.78	28.26	28.26	1.32	1.26	1.16	1.16
阳光保险 (6963.HK)	4.19	11.75	8.06	7.29	7.84	0.73	0.71	0.65	0.60

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测 (基于 2025 年 8 月 29 日收盘价)

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>