

超配（维持）

## 负债端转型提速，资产端乘势慢牛

保险行业深度报告

2025 年 8 月 28 日

### 投资要点：

分析师：吴晓彤

SAC 执业证书编号：

S0340524070001

电话：0769-22119302

邮箱：

wuxiaotong@dgzq.com.cn

■ **行情复盘：**年初至今A股险企实现全线上涨。今年年初至8月15日，保险板块行情呈现波动上涨的特征，申万保险指数上涨17.88%，跑赢沪深300指数7.88个百分点，A股险企实现全线上涨。保险行情主要由负债端压力缓解、政策红利释放以及板块强 $\beta$ 属性推动。

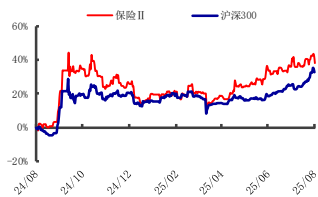
■ **负债端：**险企全面转型分红险，看好银保业务增长潜力。在产品切换维度，预定利率下调加速分红险转型进程，险资全面聚焦分红险布局，助力险企稳定保费规模、优化负债成本。渠道结构维度，代理人规模继续收缩，行业聚焦队伍质态提升，推动代理人渠道向精英化、专业化转型，强化高价值业务深耕能力。与此同时，银保渠道废止“一对三”合作限制，市场竞争充分化，头部险企加速布局银行网点资源，逐步复苏，凭借银行网点资源、客户触达优势，成为险企保费增长新引擎，为规模与价值增长注入动力。

■ **资产端：“慢牛”渐成共识，险资权益收益弹性释放资产端：“慢牛”渐成共识，险资权益收益弹性释放。**保险资金规模快速增长，在“慢牛”行情与中长期入市政策推动下，权益投资比例持续提升。险资通过增配股票、参与长期股票投资试点，深度布局权益市场，分享经济转型与市场上涨红利。高股息资产打底、成长板块增强收益弹性，权益投资成为资产端收益增长核心驱动力，预计将持续增厚险企投资收益、优化投资组合回报。

■ **投资策略：**给予行业“超配”评级。当前保险行业处于“ $\beta$ 属性驱动估值修复+负债端转型夯实根基+资产端权益发力提升收益”的多维共振期。截至8月27日，新华保险、中国太保、中国平安和中国人寿PEV分别为0.69、0.64、0.71和0.73，均位于1以下。个股建议关注资产端弹性较大的中国人寿（601628）和新华保险（601336）；综合能力稳健的中国太保（601601）；负债端人力企稳、更受益于房地产政策的中国平安（601318）。

■ **风险提示：**代理人流失超预期、产能提升不及预期、银保渠道发展不及预期导致保费增速下滑的风险；长端利率快速下行导致资产端投资收益率超预期下滑的风险；监管政策持续收紧导致新保单销售难度加大的风险。

保险（申万）指数走势



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

## 目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 1. 行情复盘：年初至今 A 股险企实现全线上涨 .....       | 3  |
| 2. 负债端：险企全面转型分红险，看好银保业务增长潜力 .....    | 4  |
| 2.1 分红险转型进程加速，负债成本压降作用将进一步显效 .....   | 4  |
| 2.2 代理人规模继续收缩，银保渠道逐步复苏 .....         | 7  |
| 3. 资产端：“慢牛”渐成共识，险资权益收益弹性释放 .....     | 10 |
| 3.1 资金规模快速增长，权益投资比例继续提升 .....        | 10 |
| 3.2 长期股票投资试点持续深化，举牌同业开创战略投资新范式 ..... | 12 |
| 4. 投资策略 .....                        | 16 |
| 5. 风险提示 .....                        | 17 |

## 插图目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图 1: 2025 年年初至 8 月 15 日 A 股险企涨跌幅 (%) ..... | 3  |
| 图 2: 保险指数 2025 年 1-8 月行情复盘 (%) .....       | 4  |
| 图 3: 中国太保保费结构 (%) .....                    | 5  |
| 图 4: 中国平安保费结构 (%) .....                    | 5  |
| 图 5: 新华保险保费结构 (%) .....                    | 6  |
| 图 6: 中国人保保费结构 (%) .....                    | 6  |
| 图 7: 保险行业分红寿险保费收入发展情况 (亿元, %) .....        | 7  |
| 图 8: 人身险公司个险营销员数量 (万人, %) .....            | 8  |
| 图 9: A 股上市险企寿险销售代理人 (万人, %) .....          | 8  |
| 图 10: 太保寿险 2025 年上半年保费增长 (百万元, %) .....    | 9  |
| 图 11: 新华保险银保渠道增长情况 (百万元, %) .....          | 9  |
| 图 12: 我国保险业资金运用余额 (亿元, %) .....            | 10 |
| 图 13: 2025 年 6 月末保险业资金运用余额结构 (亿元, %) ..... | 10 |
| 图 14: 人身险与财产险投资资产结构 (%) .....              | 12 |
| 图 15: A 股上市险企股票基金配置占比 (%) .....            | 12 |
| 图 16 新金融工具准则下资产计量的主要变化 .....               | 13 |
| 图 17: A 股上市险企股票 FVOCI 配置占比 (%) .....       | 13 |
| 图 18: 今年以来各大指数涨幅情况 (%，截至 8 月 26 日) .....   | 16 |
| 图 19: 上市险企 PEV 走势 (%，截至 8 月 26 日) .....    | 17 |

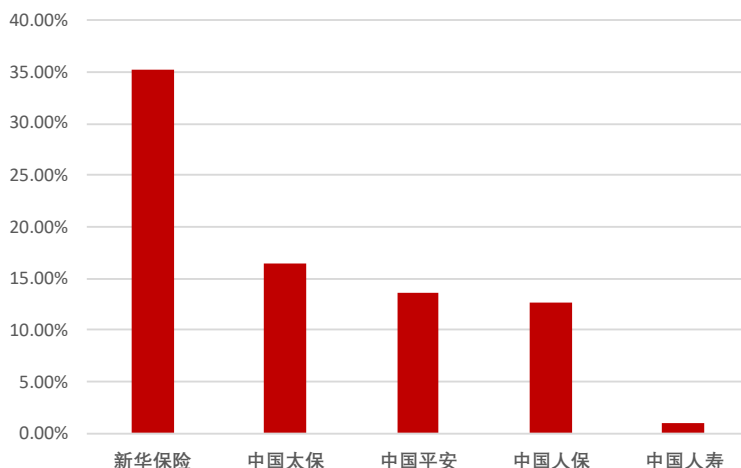
## 表格目录

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 表 1: 监管推动负债端成本改善政策梳理 .....                  | 4  |
| 表 2: 各险企今年以来推出分红险产品整理 .....                 | 6  |
| 表 3: 2025 年以来监管鼓励中长期资金入市政策梳理 .....          | 11 |
| 表 4: 2025 年以来险资举牌统计 .....                   | 14 |
| 表 5: 长期股票投资试点推进情况 .....                     | 15 |
| 表 6: 重点公司估值及盈利预测 (截至 2025 年 8 月 27 日) ..... | 17 |

## 1. 行情复盘：年初至今 A 股险企实现全线上涨

年初至今 A 股险企实现全线上涨。今年年初至 8 月 15 日，保险板块行情呈现波动上涨的特征，申万保险指数上涨 17.88%，跑赢沪深 300 指数 7.88 个百分点，A 股险企实现全线上涨，新华保险、中国太保、中国平安、中国人保和中国人寿分别实现+35.21%、+16.49%、+13.58%、+12.73%、+0.95%的区间涨幅。

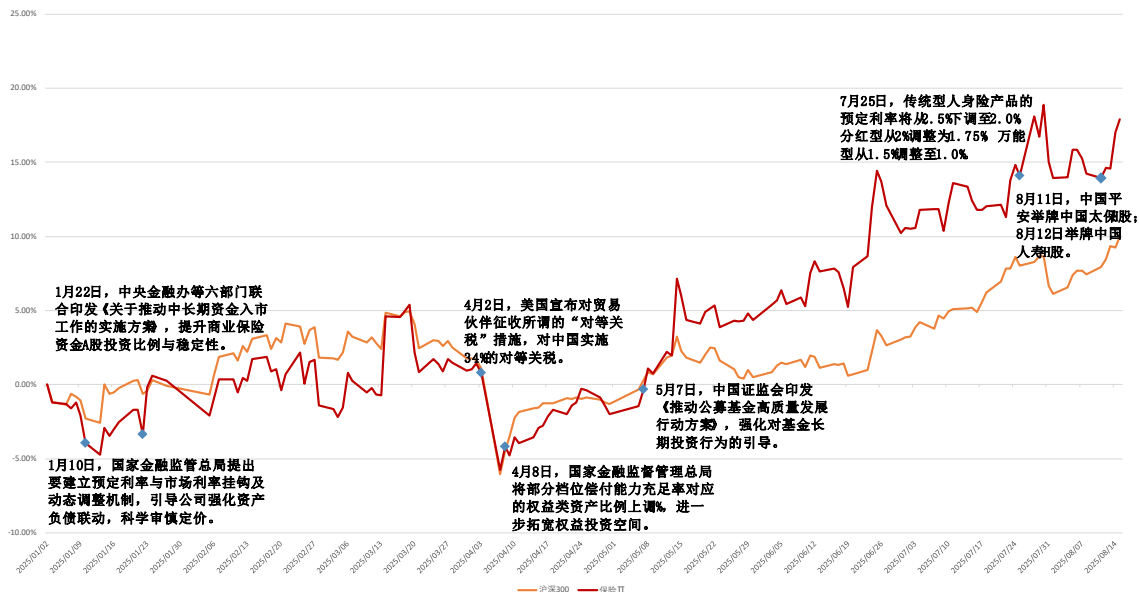
图 1: 2025 年年初至 8 月 15 日 A 股险企涨跌幅 (%)



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

保险行情主要由负债端压力缓解、政策红利释放以及板块强  $\beta$  属性推动。1 月，经济复苏预期尚未明朗，沪深 300 等大盘指数有所承压，市场呈现“价值防御+成长反弹”的分化格局，市场资金形成“哑铃结构”配置。春节期间 DeepSeek 的火爆出圈推动市场情绪及风险偏好有所提升，年后科技板块持续爆发，市场资金显著向 AI、算力、半导体等成长性方向集中，推动沪指突破 3400 点。3 月，随着一季度接近尾声，年报披露季临近，加上监管规范题材炒作，资金从中小盘题材股向大盘权重切换。4 月中美关税战升级引发市场暴跌，市场风险偏好回落，保险板块大幅回撤。5 月《公募基金高质量发展行动方案》发布，市场预期公募基金加速回补欠配行业升温，叠加长端利率有所回升，保险板块走强。6 月中旬，金融监管总局发布《关于扩大保险资金长期投资试点范围的通知》，允许 8 家险企设立私募基金投资二级市场，直接刺激险资入市规模扩容预期。7 月末，人身险产品预定利率正式下调，普通型从 2.5% 降至 2.0%，大幅降低保险行业负债成本，缓解利差损压力。8 月，中国平安举牌中国太保 H 股和中国人寿 H 股，险资互买提振市场信心，与此同时，沪指站上 3800 点，强  $\beta$  属性使保险板块强势上涨。

图 2：保险指数 2025 年 1-8 月行情复盘（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

## 2. 负债端：险企全面转型分红险，看好银保业务增长潜力

### 2.1 分红险转型进程加速，负债成本压降作用将进一步显著

政策持续改善负债端成本，推动险企向分红险转型。近年来，监管持续推动险企负债端改革，核心原因在于化解行业利差损风险、维护市场长期稳健运行。此前部分险企高预定利率产品形成刚性负债压力，叠加长期利率下行，利差空间持续收窄，且分红险领域“内卷式”竞争加剧，既削弱险企可持续经营能力，也可能损害消费者长期利益。在此背景下，政策从多维度发力：2024 年 8 月金融监管总局印发《关于健全人身保险产品定价机制的通知》，分阶段下调普通型、分红型、万能型产品预定利率，2025 年 7 月又因预定利率研究值连续触发调整条件，引导险企进一步将普通型、分红型产品预定利率上限分别降至 2.0%、1.75%；同时，2025 年 6 月监管下发《关于分红险分红水平监管意见的函》，严禁险企偏离资产收益实际抬高分红水平，要求平衡预定利率与浮动收益、演示利益与红利实现率，通过规范竞争与下调成本双管齐下，推动险企向注重长期收益、匹配资产负债的分红险转型，从根源上改善负债端结构。

表 1：监管推动负债端成本改善政策梳理

| 发布时间      | 政策文件                                        | 政策内容                                                                                                                                                                        |
|-----------|---------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2025/1/10 | 《关于建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制有关事项的通知》<br>(金融监管总局) | 建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制，引导公司强化资产负债联动，科学审慎定价。包括：中国保险行业协会定期组织人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会成员召开会议，结合 5 年期以上贷款市场报价利率 (LPR)、5 年期定期存款利率、10 年期国债收益率等市场利率变化和行业资产负债管理情况，研究人身保险产品预定利率有关事项，每季度发布预 |

|           |                                       |                                                                                                                                                                                          |
|-----------|---------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|           |                                       | 定利率研究值。各公司要加强趋势性分析和前瞻性研判，动态调整本公司普通型人身保险、分红型人身保险预定利率最高值和万能型人身保险最低保证利率最高值。                                                                                                                 |
| 2025/4/18 | 《关于推动深化人身保险行业个人营销体制改革的通知》<br>(金融监管总局) | 深化执行“报行合一”。保险公司应当结合产品类型、销售难易和复杂程度、业务发展方向等，审慎、合理、差异化地确定个人代理渠道产品的费用假设。健全完善费用分摊机制，加强总费用与各类费用之间的统筹规划，明确总费用水平和费用结构。加强费用投放和测算管理，做到各期费用分摊合理、计量准确。强化预算执行考核刚性约束，加强费用假设回溯分析，实现精算假设费用、预算费用和考核费用相统一。 |
| 2025/6/19 | 《关于分红险分红水平监管意见的函》<br>(金融监管总局)         | 应当充分论证拟分红水平必要性、合理性和可持续性的相关情形，要求各公司不得偏离账户资产负债和投资收益实际情况，随意抬高分红水平搞“内卷式”竞争。                                                                                                                  |
| 2025/7/25 | 保险业协会                                 | 当前普通型人身保险产品预定利率研究值为 1.99%。传统型人身险产品的预定利率将从 2.5% 下调至 2.0%，分红型从 2% 调整为 1.75%，万能型从 1.5% 调整至 1.0%，同时，人身险公司需在 8 月 31 日前完成老产品切换。                                                                |

资料来源：金融监管总局官网，东莞证券研究所

**长期利率下行背景下分红险价值更凸显。**在长期利率下行的背景下，传统固定收益类产品的收益率持续调降，吸引力逐步下降。而分红险由于其具有保底收益和浮动分红的特点，保单持有人可以保单红利的形式至少享有险企 70% 的可分配盈余，与险企共同分享经营成果，为投资者提供了更多的收益可能性。当市场利率下行时，险企可以通过调整分红策略，在一定程度上弥补保底收益的不足，使投资者有可能获得相对稳定且具有一定增长空间的收益。总的来说，分红险是一个进可攻、退可守的险种，同时兼顾了客户和公司的利益、保险保障功能与投资增值功能，从资产负债匹配的角度来看，分红险较低的保底利率降低了险企的刚性负债成本，更有效地应对利率下行周期中资产配置所面临的挑战与投资收益的不确定性，险企可以在投资端更灵活地进行资产配置，以适应市场利率的变化，减轻利差损风险的影响。

图 3：中国太保保费结构（%）

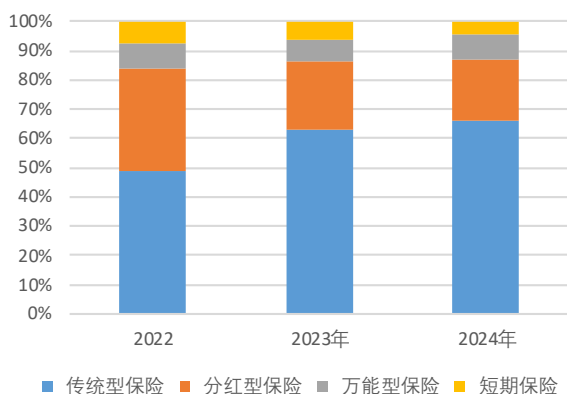
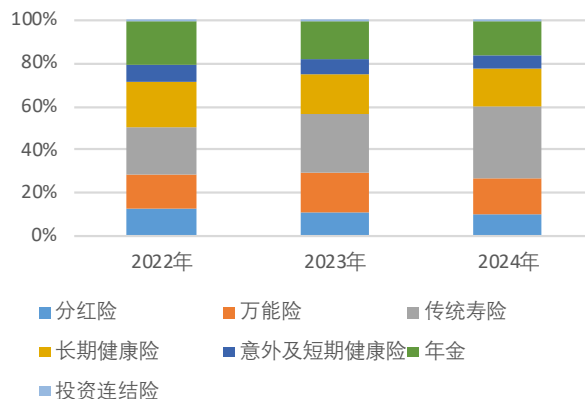


图 4：中国平安保费结构（%）



资料来源：2022-2024 年中国太保年报，东莞证券研究所

资料来源：2022-2024 年中国平安年报，东莞证券研究所

图 5：新华保险保费结构（%）

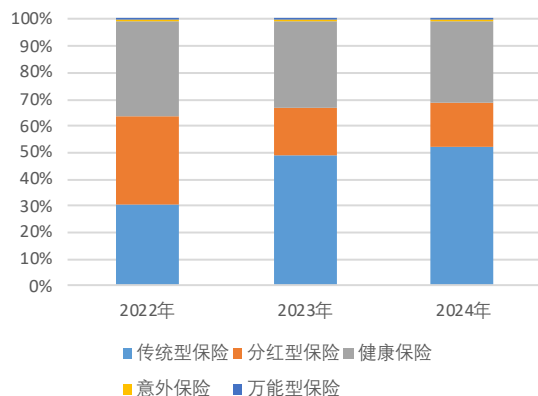
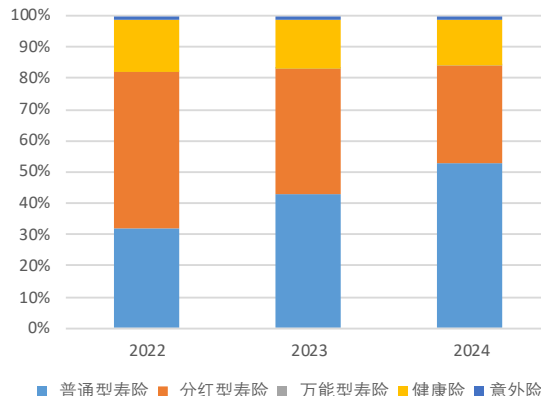


图 6：中国人保保费结构（%）



资料来源：2022-2024 年新华保险年报，东莞证券研究所

资料来源：2022-2024 年中国人保年报，东莞证券研究所

行业分红寿险时隔五年后再现正增长，负债成本压降作用将进一步显效。从上市险企披露的数据来看，目前各险企保费结构中仍以传统寿险为主，截至 2024 年末，中国太保、中国平安、新华保险和中国人保的分红险占比分别为 21.26%、10.33%、16.58%和 31.10%。从整个行业来看，2024 年分红险在 2019 年后首次再现正增长，进入 2025 年，各险企继续加速分红险转型进程，持续丰富面向不同客群的分红型等浮动收益型产品供给。据中国保险行业协会数据统计，截至 7 月 28 日，寿险公司共推出 485 款在售人寿保险产品和 355 款在售年金保险产品，二者合计 840 款，其中分红险 295 款，占比约 35.12%。而 2024 年全年在售分红险产品仅有 348 款，以此计算，今年以来新推出的分红险数量已占到 2024 年总量的 84.77%。具体到上市险企，中国人寿一季度浮动收益型业务首年期缴保费占首年期缴保费比重为 51.72%，并计划未来持续提升；中国太保一季度分红险新保的规模保费占比 18.2%，同比提升 16.1 个百分点；中国平安则表示，未来公司产品将由普通型产品为主转变为以分红险为主，预计分红险将占整体销售的 50%以上。随着预定利率的进一步调降，分红险的相对吸引力有望进一步提升，产品结构切换对负债成本的压降作用将进一步显效。

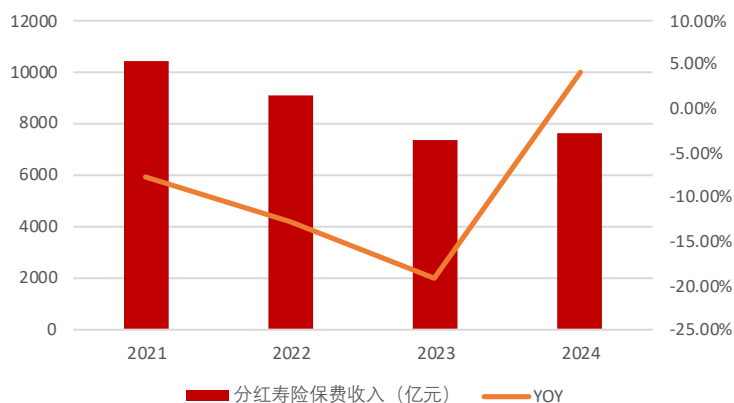
表 2：各险企今年以来推出分红险产品整理

| 保险公司 | 分红险名称                 |
|------|-----------------------|
| 中国平安 | 盛世金越（尊享版 25）终身寿险（分红型） |
|      | 盛世优享养老年金保险（分红型）       |
|      | 平安盛世金越（至尊版）年金保险（分红型）  |
|      | 平安御享金越（2025）终身寿险（分红型） |
| 中国太保 | 太保蛮好人生（至尊）终身寿险（分红型）   |
|      | 太保蛮好人生（至尊）终身寿险（分红型）   |

|      |                   |
|------|-------------------|
| 中国人寿 | 国寿鑫益丰年养老年金保险（分红型） |
| 新华保险 | 盛世荣耀智赢版终身寿险（分红型）  |
|      | 新华尊悦终身年金保险（分红型）   |

资料来源：各险企官网，东莞证券研究所

图 7：保险行业分红寿险保费收入发展情况（亿元，%）



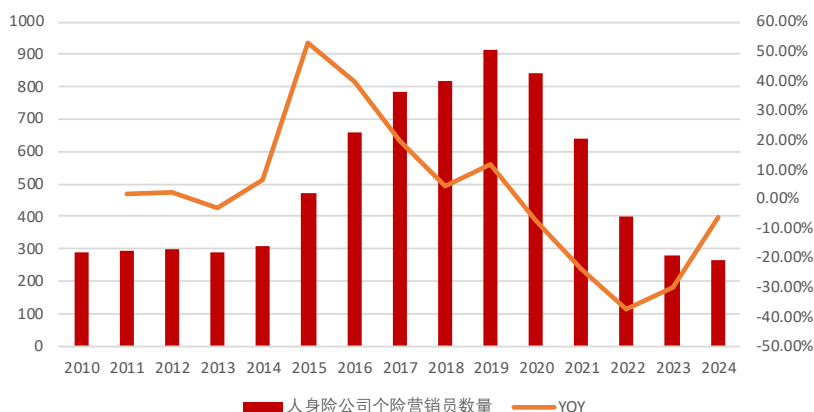
资料来源：中国保险行业协会，东莞证券研究所

## 2.2 代理人规模继续收缩，银保渠道逐步复苏

### 2.2.1 代理人渠道：新单承压，价值率改善

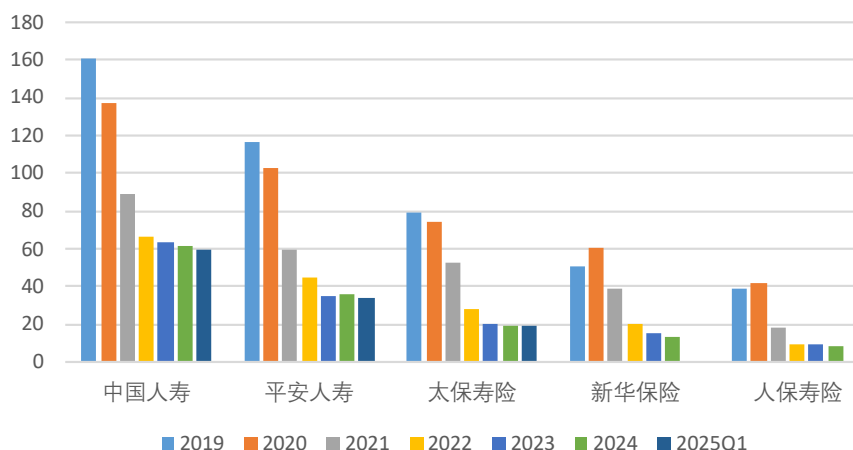
**代理人渠道人力规模总量收缩，渐趋企稳。**自行业转型开启，个人代理渠道人力规模历经大幅收缩。中国保险行业协会数据显示，2024 年末，人身险公司个险营销员数量降至 264.07 万人，同比下降 6.14%，相比 2019 年 912 万人的历史峰值数据，降低了约 648 万人。中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保 5 大上市险企的人身险代理人数量合计为 138.52 万人，同比减少 2.71%，2020 年至 2024 年间，累计清虚代理人超 308 万人，总规模缩减近七成。今年一季度，中国人寿、平安人寿和太保寿险的代理人分别为 59.6、33.8 和 18.8 万人，与 2024 年末相比-3.09%、-6.89%以及持平。尽管行业和上市险企的个人代理渠道人力规模仍处于下滑区间，但下降幅度已明显收窄，显示人力出清节奏有所放缓。

图 8：人身险公司个险营销员数量（万人，%）



资料来源：中国保险行业协会，东莞证券研究所

图 9：A 股上市险企寿险销售代理人（万人，%）



资料来源：中国保险行业协会，东莞证券研究所

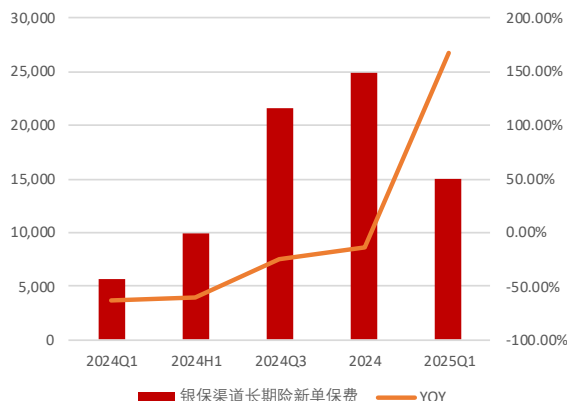
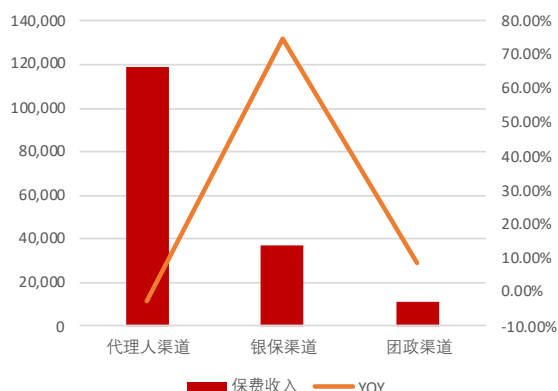
今年以来，个人代理渠道面临新单规模承压但价值率提升特征，新单方面主要受到行业内部变革层面的影响。一方面，“报行合一”政策在个险渠道深入推进，对个险渠道冲击明显。自政策实施以来，保险公司费用投入收紧，佣金水平下降。据中国保险行业协会数据，2024 年人身险公司手续费及佣金支出 2781.71 亿元，同比下降 25.20%，其中手续费 801.45 亿元，同比下降 45.38%；佣金 1980.25 亿元，同比下降 12.05%。代理人收入减少，部分非绩优代理人收入难以维持生计，工作积极性受挫，甚至选择离开行业，导致销售队伍不稳定，直接影响新单销售。另一方面，行业转型促使产品结构深度调整，从主推固定收益类产品转向分红险、万能险等浮动收益类产品。此类产品收益不确定性增加，条款更为复杂，对代理人专业能力要求大幅提高，如分红险的分红水平依赖于保险公司经营业绩，代理人需清晰向客户解释分红原理、演示可能收益区间等，而当前大量代理人缺乏金融投资知识、财务分析能力，难以准确讲解产品，客户对产品理解不足，购买意愿降低。从具体数据来看，今年上半年部分险企个险新单保费同比下滑，如太保寿险受 2024 年高基数、产品转型适配期影响，个险新单同比-20.0%，拖累个险渠道整体保费-2.5%。

个险渠道转型中，价值率提升是产能优化的核心。2024 年已现积极态势，中国保险行业协会数据显示，个险营销员人均新单产能达到 15.06 万元，同比提高 2.06 万元，2025 年提升逻辑进一步强化。政策端，2025 年 4 月国家金融监管总局发布《关于推动深化人身保险行业个人营销体制改革的通知》，深化“报行合一”在个险渠道的执行。通过健全费用分摊机制、强化预算执行考核等举措，有效降低销售成本，推动费差益改善，进而提升渠道价值率。同时，政策要求优化佣金激励分配，建立与业务品质、服务质量相匹配的佣金递延发放机制，促使代理人关注客户长期价值，减少短期激进销售行为，提升业务质量，从根源上稳固价值率提升基础。队伍端，《保险销售能力资质等级标准》实施，高级别代理人方能销售投连险等复杂产品，普通标准化产品线上销售格局形成，进一步倒逼代理人提升专业能力，向专业化、精英化方向发展，有力提升渠道整体价值率。产品端，2025 年，伴随预定利率下调，保险产品结构加速向分红险、万能险等浮动收益类产品转型。个险渠道紧跟趋势，分红险等浮动收益产品占比或已进入上行通道，低保底利率降低险企负债成本，同时高附加值产品通过功能整合和需求适配进一步拉高业务价值率。随着监管政策持续引导、险企转型深化、代理人专业能力进阶以及产品结构创新迭代，个险渠道有望摆脱当前新单规模承压困境，实现规模与价值的双轮驱动增长。

### 2.2.2 银保渠道：放开“一对三”限制，复苏态势强劲

2025 年银保渠道保费高速增长。2024 年以来，“报行合一”政策在银保渠道全面落地，银保渠道手续费平均下降约 30%，全年银保渠道新单规模显著收缩，纳入统计的 75 家人身险公司银保渠道新单保费收入约 7289 亿元，同比下降 22%。步入 2025 年，银保渠道复苏态势强劲，如新华保险一季度银保渠道保费收入 268.89 亿元，同比增长 69.4%，其中长期险新单保费同比增速为 168.2%；中国太保保费公告显示，2025 年上半年银保渠道实现保费 370.53 亿元，同比增长 74.6%，占总保费 22.05%，几乎达到 2024 年全年银保保费的 90.6%，其中银保新单保费增速超 90%，成为公司保费增长的重要驱动力。

图 10：太保寿险 2025 年上半年保费增长（百万元，%）图 11：新华保险银保渠道增长情况（百万元，%）



资料来源：中国太保 6 月保费收入公告，东莞证券研究所

资料来源：2024Q1-2025Q1 新华保险财报，东莞证券研究所

政策、需求与渠道协同共振，看好银保业务未来增长潜力。政策层面，2024 年 5 月金融监管总局废止银保渠道“一对三”合作限制，市场竞争充分化，头部险企加速布局银行网点资源，渠道覆盖广度有所提升。同时，2024 年全面落地的“报行合一”政策，

虽使银保渠道手续费率有所下降，但长期来看，费用透明化有效遏制了此前“手续费内卷”的恶性竞争，促使险企将资源从费用比拼转向产品创新与服务升级，为渠道价值提升奠定基础，推动 2025 年银保渠道新业务价值率提升。市场需求方面，居民资产配置偏好改变与“挪储”需求持续释放，成为银保业务增长的核心动力。今年上半年理财产品平均年化收益率下降 68 个基点降至 2.12%，1 年存款利率下破 1%，银保渠道分红型年金险、增额终身寿险等主力产品在安全性、长期性上形成差异化优势，契合居民稳健增值与风险规避的核心诉求。渠道协同上，银行与险企合作从简单代销升级为战略协同，目前银行面临净息差收窄压力，2025 年二季度商业银行净息差降至 1.42%，保险代销手续费成为重要增收点，推动银行在新的费率水平下主动将保险销售嵌入新的经营策略中，与险企形成可持续的增长合力。

### 3. 资产端：“慢牛”渐成共识，险资权益收益弹性释放

#### 3.1 资金规模快速增长，权益投资比例持续提升

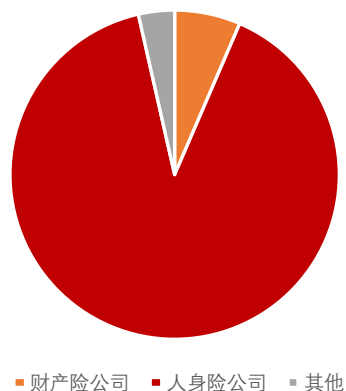
**保险资金规模快速增长。**近年来，随着我国保险业的快速发展，保险资金规模持续增长。根据国家金融监督管理总局数据显示，截至 2020 年末，我国保险资金运用余额为 21.68 万亿元；到 2024 年末，保险资金运用余额达到 33.26 万亿元，年均复合增长率达到 12.2%。今年 6 月末进一步增长至 36.23 万亿元，较上年末增长 8.93%，其中人身险和财产险公司分别占全行业的 89.98%和 6.48%。

图 12：我国保险业资金运用余额（亿元，%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 13：2025 年 6 月末保险业资金运用余额结构(亿元，%)



资料来源：金融监管总局，东莞证券研究所

**政策持续赋能，驱动中长期资金加速入市。**2025 年以来，监管层围绕险资入市打出政策“组合拳”，构建起规模引导、试点扩容、规则优化以及考核深化的协同推进体系。开年，中央金融办等六部门以《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》锚定方向，从提升 A 股投资比例、推行长周期考核破局，证监会同步明确试点规模与新增保费投向要求，金融监管总局迅速落地两批合计超千亿规模的长期股票投资试点，覆盖多家人身险企，拓宽险资入市通道。4 月，权益类资产监管比例调整政策，通过上调配置上限、优化创投基金投资规则，进一步释放权益投资空间；5 月风险因子调降，从偿付能力监

管维度降低险资入市顾虑。7月，财政部深化长周期考核机制，细化多周期指标权重，从绩效评价根源强化险资长期投资导向。系列政策层层递进，既通过规模扩容、规则松绑为险资入市“开闸”，又以长周期考核引导险企摒弃短期投机，推动险资深度融入资本市场，为实体经济引入长期稳定“活水”，重塑保险资金与资本市场协同发展生态，助力筑牢金融支持实体的长效机制。

表 3：2025 年以来监管鼓励中长期资金入市政策梳理

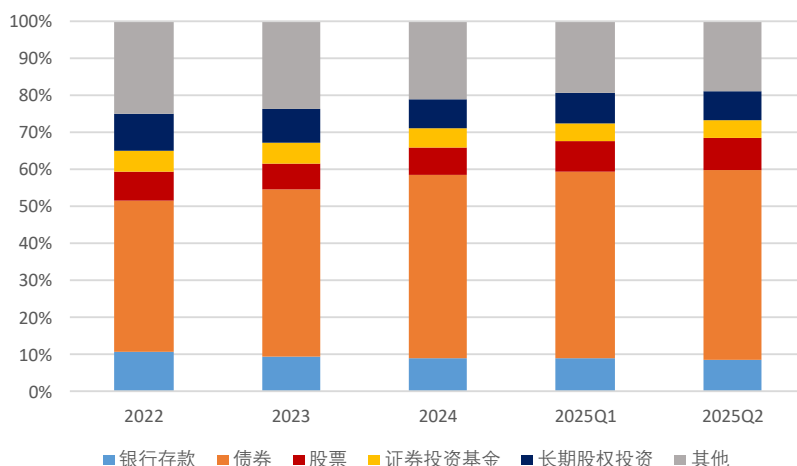
| 时间        | 政策                                       | 具体内容                                                                                                                                                             |
|-----------|------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2025/1/22 | 中央金融办等六部门<br>《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》        | 提升商业保险资金 A 股投资比例与稳定性，引导大型国有保险公司增加 A 股（含权益类基金）投资规模和实际比例；对国有保险公司经营绩效全面实行三年以上长周期考核，净资产收益率当年度考核权重不高于 30%，三年到五年周期指标权重不低于 60%；抓紧推动第二批保险资金长期股票投资试点落地，后续逐步扩大参与机构范围与资金规模。 |
| 2025/1/23 | 证监会                                      | 将抓紧推动第二批保险资金长期股票投资试点落地，规模不低于 1000 亿元。在现有基础上，引导大型国有保险公司增加 A 股投资规模和实际比例，其中从 2025 年起每年新增保费的 30% 用于投资 A 股。                                                           |
| 2025/1/26 | 金融监管总局                                   | 金融监管总局已批复开展第二批长期股票投资试点，规模为 520 亿元。中国太平洋人寿保险股份有限公司、泰康人寿保险有限责任公司、阳光人寿保险股份有限公司及相关保险资产管理公司获准以契约制基金方式参与试点，开展长期股票投资。                                                   |
| 2025/3/6  | 金融监管总局                                   | 金融监管总局批复人保寿险、中国人寿、太平人寿、新华人寿、平安人寿等 5 家保险公司开展长期投资改革试点，规模为 600 亿元。                                                                                                  |
| 2025/4/8  | 金融监管总局《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》         | 上调保险公司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；提高投资创业投资基金的集中度比例，引导险资加大对国家战略性新兴产业股权投资力度；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。                  |
| 2025/5/7  | 金融监管总局                                   | 调整偿付能力的监管规则，将股票投资的风险因子进一步调降 10%，鼓励保险公司加大入市力度。                                                                                                                    |
| 2025/7/11 | 财政部《关于引导保险资金长期稳健投资进一步加强国有商业保险公局长周期考核的通知》 | 将净资产收益率由“当年度指标+三年周期指标”调整为“当年度指标+三年周期指标+五年周期指标”，权重分别为 30%、50%、20%；将资本保值增值率由“当年度指标”调整为“当年度指标+三年周期指标+五年周期指标”，权重分别为 30%、50%、20%。                                     |

资料来源：财联社，东莞证券研究所

**险资配置债券创历史新高，配置股票比例继续提升。**今年 6 月末，人身险与财产险公司资金配置结构中，银行存款、债券、股票、证券投资基金以及长期股权投资占比分别为 8.64%、51.12%、8.78%、4.75% 和 7.88%，其中债券配置比例较 2024 年末提升 1.63 个百分点，创历史新高，低利率环境下险资增配长期国债等长久期利率债缩减资产负债久期缺口，优化资产负债管理水平；股票配置比例较 2024 年末提升 1.23 个百分点，延

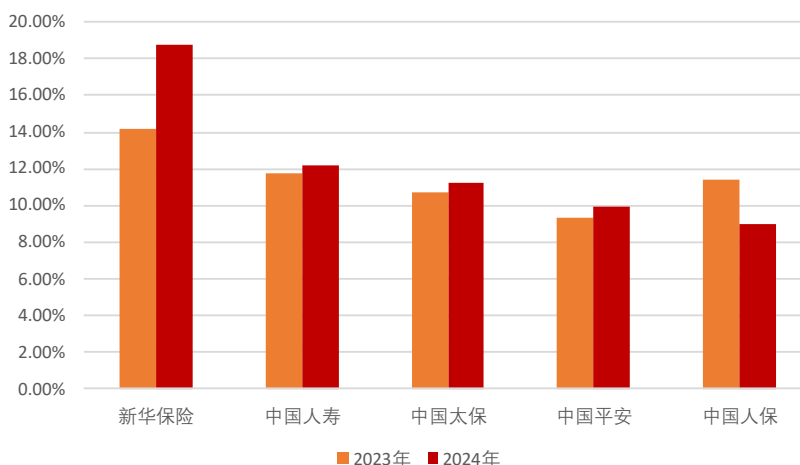
续 2023 年以来的上涨趋势。权益资产配置也在上市险企中加速推进，2024 年末 A 股上市险企的权益类（股票和基金）配置占比普遍有所提升，新华保险、中国人寿、中国太保、中国平安和中国人保分别为 18.80%、12.22%、11.20%、9.90%和 9.00%，分别较 2023 年末+4.60pcts、+0.45pct、+0.50pct、+0.60pct 和-2.40pct，新华保险配置权益类资产力度以及提升幅度最大，中国人保配置比例相对较弱，也是唯一一家权益类配置比例下滑的 A 股险企。

图 14：人身险与财产险投资资产结构（%）



资料来源：金融监督管理总局，东莞证券研究所

图 15：A 股上市险企股票基金配置占比（%）



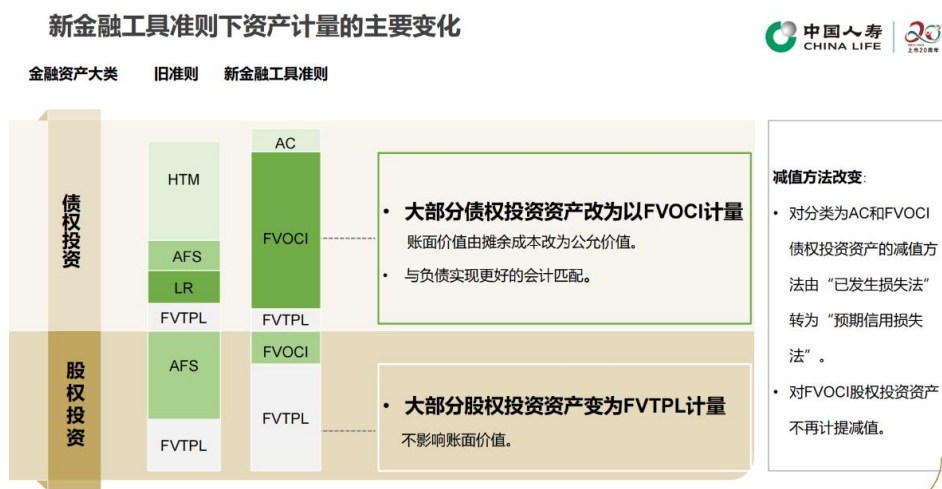
资料来源：iFind，东莞证券研究所

### 3.2 长期股票投资试点持续深化，举牌同业开创战略投资新范式

IFRS9 框架重塑险资投资战略，增配 FVOCI 成行业一致趋势。2023 年起，上市险企全面实施新会计准则，将原有的“四分类”改为“三分类”，分别是以摊余成本计量的金融资产、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（FVOCI）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL）。其中权益工具只能划分为 FVTPL 或 FVOCI，取消了可供出售金融资产（AFS）分类。划分为 FVTPL 的金融资产，其公允价值变动直接计入当期损益，这使得险企的利润受市场波动的影响更大。在此背景下，将高

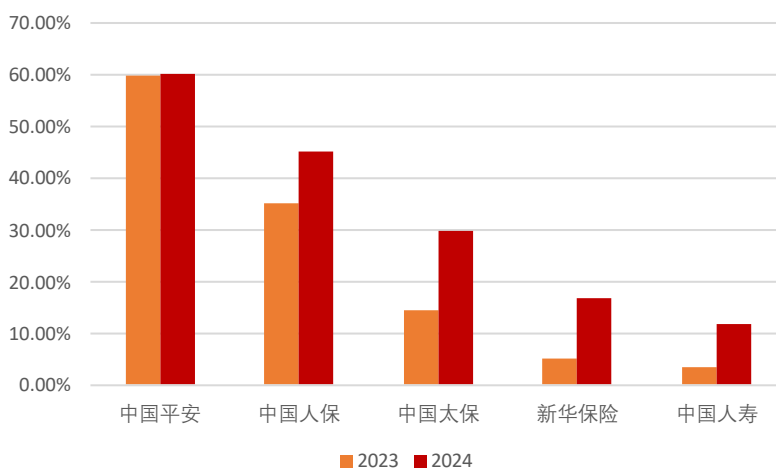
股息股票指定计入 FVOCI 科目具有明显的会计处理优势，FVOCI 科目下，股票的公允价值变动计入其他综合收益，不影响当期利润，只有在股票处置时，累计的其他综合收益才会转入当期损益；分红计入利润表，为险企提供持续、稳定的现金流。这使得险企在持有高股息股票期间，其股价的短期波动不会对当期利润产生直接影响，有效降低了利润波动，险企能够更稳定地展示经营业绩，增强投资者对险企的信心，同时也有助于险企进行长期的投资决策和资产配置规划。以 A 股上市险企的投资组合为例，5 家险企的 FVOCI 的股票投资占比均显著提升，2024 年末中国平安、中国人保、中国太保、新华保险和中国人寿 FVOCI 股票占比分别为 60.17%/45.35%/29.83%/16.9%/12.01%，分别较 2023 年末提升 0.23/10.18/15.45/11.84 和 8.57 个百分点，预计这一配置思路将继续延续。

图 16 新金融工具准则下资产计量的主要变化



资料来源：中国人寿新保险合同和新金融工具准则专项说明会报告

图 17：A 股上市险企股票 FVOCI 配置占比（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

**银行股成为举牌焦点，同业举牌释放重要信号。**根据险资 2024 年末持仓结构数据，银行板块占比高达 47.64%，比 2023 年末提升 2.4 个百分点，其次是公用事业，占比 8.89%。在持仓最高的前十个股中，剔除中国平安持有的平安银行，有 5 个个股属于银行板块，浦发银行为第一大持仓股，占比为 12.50%。截至 8 月 26 日，险资共实施 31 次举

牌，仅次于 2015 年的 62 次，行业分布涵盖银行、公用事业、保险、环保、医药等多个领域。其中银行股被举牌次数最多，共有 7 家银行被举牌 15 次，郑州银行 H、招商银行 H 和农业银行 H 均被 3 度举牌。H 股银行相对 A 股银行存在估值折让，低波动特性符合险资需求，同时其分红的稳定性和长期性与险企长期负债的特性相契合，有助于险企实现资产负债的期限匹配，降低期限错配风险。近期，险资把目光转向同业，中国平安先后举牌中国太保 H 和中国人寿 H，表明保险行业转型期的价值重估，头部险企抗风险能力获得同业认可。经过多年转型调整，上市险企内含价值稳健增长，新业务价值增速转正，行业基本面出现改善迹象。其次，保险股或被纳入与银行股同逻辑的高股息配置范畴，中国太保股息率约 3.19%，中国人寿 H 股股息率约 2.89%，二者均显著高于长债收益水平，凸显出长期配置价值，后续险资对同业标的配置或逐步常态化。

表 4：2025 年以来险资举牌统计

| 序号 | 举牌险资         | 举牌标的     | 所属行业 | 举牌后持股比例 | 交易日       |
|----|--------------|----------|------|---------|-----------|
| 1  | 平安人寿         | 邮储银行 H   | 银行   | 5.00%   | 2025/1/8  |
| 2  | 平安人寿         | 招商银行 H   | 银行   | 5.00%   | 2025/1/10 |
| 3  | 新华人寿         | 杭州银行     | 银行   | 5.87%   | 2025/1/24 |
| 4  | 平安人寿         | 农业银行 H   | 银行   | 5.00%   | 2025/2/17 |
| 5  | 瑞众人寿         | 中信银行 H   | 银行   | 5.00%   | 2025/3/12 |
| 6  | 平安人寿         | 招商银行 H   | 银行   | 10.00%  | 2025/3/13 |
| 7  | 平安人寿         | 邮储银行 H   | 银行   | 10.00%  | 2025/5/9  |
| 8  | 平安人寿         | 农业银行 H   | 银行   | 10.00%  | 2025/5/12 |
| 9  | 平安人寿         | 招商银行 H   | 银行   | 15.00%  | 2025/6/17 |
| 10 | 弘康人寿         | 郑州银行 H   | 银行   | 5.55%   | 2025/6/27 |
| 11 | 弘康人寿         | 郑州银行 H   | 银行   | 10.45%  | 2025/7/25 |
| 12 | 弘康人寿         | 郑州银行 H   | 银行   | 15.27%  | 2025/8/8  |
| 13 | 平安人寿         | 邮储银行 H   | 银行   | 15.00%  | 2025/8/8  |
| 14 | 民生人寿         | 浙商银行 H   | 银行   | 5.00%   | 2025/8/11 |
| 15 | 平安人寿         | 农业银行 H   | 银行   | 14.08%  | 2025/8/12 |
| 16 | 长城人寿         | 大唐新能源 H  | 公用事业 | 5.00%   | 2025/3/5  |
| 17 | 新华人寿         | 北京控股 H   | 公用事业 | 4.99%   | 2025/3/26 |
| 18 | 长城人寿         | 秦港股份 H   | 公用事业 | 5.00%   | 2025/6/16 |
| 19 | 中邮人寿         | 绿色动力环保 H | 公用事业 | 5.07%   | 2025/7/4  |
| 20 | 弘康人寿         | 港华智慧能源 H | 公用事业 | 5.00%   | 2025/8/4  |
| 21 | 长城人寿         | 中国水务 H   | 公用事业 | 5.02%   | 2025/2/20 |
| 22 | 中国平安         | 中国太保 H   | 保险   | 5.04%   | 2025/8/11 |
| 23 | 中国平安         | 中国人寿 H   | 保险   | 5.04%   | 2025/8/12 |
| 24 | 瑞众人寿         | 中国神华 H   | 煤炭   | 5.00%   | 2025/3/20 |
| 25 | 阳光人寿         | 中国儒意 H   | 传媒   | 7.15%   | 2025/1/27 |
| 26 | 利安人寿         | 江南水务     | 环保   | 5.03%   | 2025/7/1  |
| 27 | 信泰人寿         | 华凌钢铁     | 钢铁   | 5.00%   | 2025/7/3  |
| 28 | 泰康人寿         | 峰昭科技 H   | 半导体  | 8.69%   | 2025/7/9  |
| 29 | 太保寿险<br>太保产险 | 东阳光药 H   | 医药   | 6.70%   | 2025/8/7  |
| 30 | 中邮人寿         | 东航物流     | 交通运输 | 5.00%   | 2025/4/29 |

资料来源：财联社，东莞证券研究所

**保险资金长期投资试点持续深化。**保险资金长期股票试点自 2023 年启动以来，试点规模稳步扩容，资金入场节奏加快，2023 年 10 月第一批试点规模为 500 亿元，中国人寿与新华保险各出资 250 亿元，截至 2025 年 3 月初，已全部投资落地且实现了风险低于基准、收益高于基准的良好业绩表现。2025 年 1 月第二批试点规模达 520 亿元，同年 3 月第二批扩容至 600 亿元，到 2025 年 5 月第三批试点开启，规模同样为 600 亿元。四批试点累计规模已达 2220 亿元，随着试点的推进，险资入场节奏明显加快，显示出监管部门对引导险资长期入市的决心，以及险企对参与权益市场投资的积极态度。与此同时，参与机构类型不断丰富，范围持续扩大。首批试点仅由中国人寿、新华保险两家头部寿险公司参与，第二批试点便纳入了太保人寿、泰康人寿、阳光人寿等，涵盖了不同规模和业务特点的险企。第三批试点进一步扩容，除了中国人寿、新华保险继续加码外，还新增了中汇人寿、交银人寿、农银人寿、中邮保险等，银行系险企的加入，体现了保险与银行在资金运用和资源整合上的进一步协同，既发挥了头部险企在资金实力、投研能力上的优势，也为中小险企提供了探索长期股票投资的机会，促进整个保险行业投资水平的提升。

表 5：长期股票投资试点推进情况

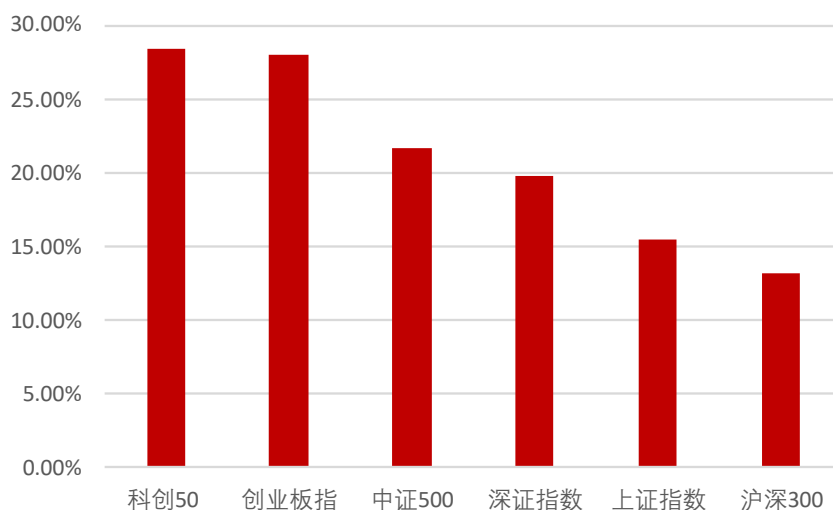
| 试点批次 | 获批时间     | 参与机构                                                                    | 试点规模   | 具体情况                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|------|----------|-------------------------------------------------------------------------|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 第一批  | 2023年10月 | 中国人寿（250亿元）<br>新华保险（250亿元）                                              | 500亿元  | 2024年2月29日成立鸿鹄基金，2024年3月4日正式启动投资，2025年3月初，已投资落地500亿元，实现风险低于基准、收益高于基准的良好业绩表现。                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 第二批  | 2025年1月  | 太保人寿（200亿元）<br>泰康人寿（120亿元）<br>阳光人寿（200亿元）                               | 520亿元  | -5月26日，泰康资产实控的私募平台正式完成备案。泰康稳行私募将作为基金管理人向泰康人寿保险有限责任公司定向发行契约型私募证券投资基金，泰康人寿将作为该私募基金的单一持有人。首期投资规模预计为120亿元，将以基本面分析为出发点，精选境内市场和香港市场的优质上市公司。<br>-5月16日，阳光资产拟发起设立全资子公司阳光恒益作为基金管理人，并由阳光恒益发起设立阳光和远基金，子公司阳光人寿拟出资200亿元投资该基金，占基金发售份额的100%。<br>-7月23日，成立太保致远1号私募，7月28日完成备案，基金管理人为太保资产出资设立的太保致远（上海）私募基金管理有限公司，目标规模达200亿元。                      |
|      | 2025年3月  | 人保寿险（100亿元）<br>太平人寿（100亿元）<br>平安人寿（200亿元）<br>中国人寿（100亿元）<br>新华保险（100亿元） | 600亿元  | -4月29日，新华保险与中国人寿拟各出资100亿元认购国丰兴华鸿鹄志远二期私募证券投资基金份额，鸿鹄基金二期规模200亿元。根据公告，鸿鹄基金二期投资范围中证A500指数成分股中符合条件的大型上市公司A+H股。<br>-5月30日，平安资管获批设立恒毅持盈，恒毅持盈将作为基金管理人向平安人寿定向发行契约型私募证券投资基金，首期基金规模为300亿元。<br>-8月12日，中国太平旗下子公司太平资产获批投资设立太平私募证券投资基金。<br>-8月25日，监管批复同意由人保资产发起设立人保启元惠众（北京）私募基金管理公司，其将作为基金管理人，向人保寿险定向发行契约型私募证券投资基金。人保寿险作为单一持有人，首期投资规模预计为100亿元。 |
| 第三批  | 2025年5月  | 中国人寿（112.5亿元）<br>新华保险（112.5亿元）<br>中汇人寿+交银人寿+农银人寿（175亿元）<br>中邮保险（100亿元）  | 600亿元  | 6月12日，新华保险与中国人寿拟各出资112.5亿元认购国丰兴华鸿鹄志远三期私募证券投资基金1号。                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| 合计   |          |                                                                         | 2220亿元 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |

资料来源：财联社，东莞证券研究所

展望下半年，在慢牛行情和政策红利的双重驱动下，我们认为保险资金有望进入收

**益兑现期。**一方面，资金池将加速扩容，配置空间持续拓展。资金增长的核心驱动力来源于保费结构优化，随着居民财富管理需求提升与保障意识增强，分红险、年金险等储蓄型产品以及健康险成为增长主力，持续贡献稳定现金流，同时商业车险改革深化与责任险、农业保险等非车险业务拓展推动保费稳步增长，进一步充实资金池。另一方面，权益投资比例再提升，新会计准则驱动 FVOCI 配置持续深化，举牌热度居高不下，高股息标的仍为险资增持核心，后续举牌逻辑或从单纯财务投资向产业协同延伸，长期股票试点纵深推进，第三批或将在下半年加速落地。今年以来，A 股呈现估值修复、成长驱动的慢牛格局，前期以银行为代表的大金融板块推动上证指数突破 3400 关口，开启新一轮上行通道。随后在业绩与政策的双重推动下，科技板块成为市场领涨先锋，推动上证指数创近 10 年新高 3888.60，截至 8 月 26 日，上证指数、沪深 300 指数以及科创 50 分别较年初上涨 15.41%、13.16%、28.51%，电子、非银、有色等业绩修复以及产业动态显著变化，呈现较强的结构性景气，资金持续涌入进一步夯实市场行情基础，新增投资者开户数快速增长，市场情绪渐进修复，慢牛行情共识持续增强，险资有望进入收益兑现期，一方面，银行、公用事业等低估值板块估值修复满足险资对稳定分红的需求；另一方面，科技成长板块的持续走强为长期股票试点基金提供收益弹性，权益仓位和 FVTPL 占比较高、长期股票试点参与较深的新华保险和中国人寿将展现更强的收益弹性。

图 18：今年以来各大指数涨幅情况（%，截至 8 月 26 日）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

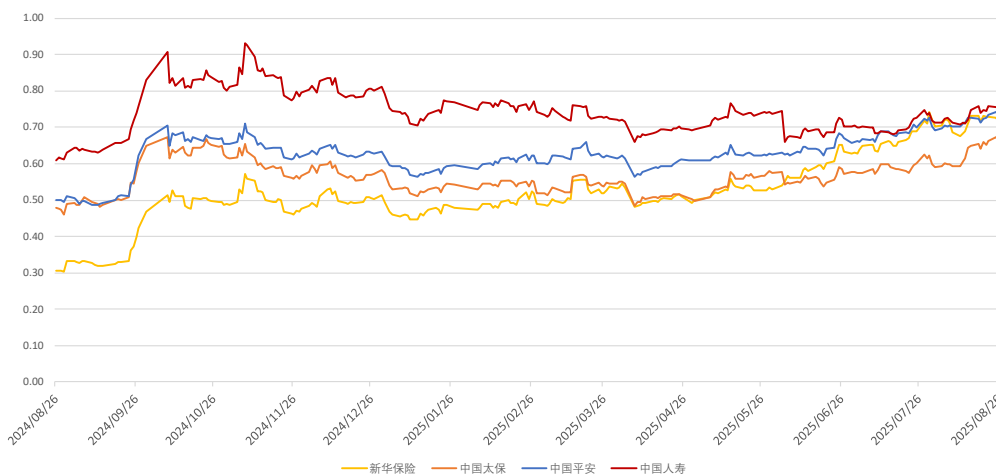
## 4. 投资策略

当前保险行业处于“ $\beta$  属性驱动估值修复+负债端转型夯实根基+资产端权益发力提升收益”的多维共振期。年初以来，A 股险企实现全线上涨，保险板块估值修复逻辑清晰。一方面，**负债端转型与渠道重塑，奠定价值根基。**在产品切换维度，预定利率下调加速分红险转型进程，险资全面聚焦分红险布局，助力险企稳定保费规模、优化负债成本。渠道结构维度，代理人规模继续收缩，行业聚焦队伍质态提升，推动代理人渠道向精英化、专业化转型，强化高价值业务深耕能力。与此同时，银保渠道废止“一对三”

合作限制，市场竞争充分化，头部险企加速布局银行网点资源，逐步复苏，凭借银行网点资源、客户触达优势，成为险企保费增长新引擎，为规模与价值增长注入动力。另一方面，资产端权益发力，战略布局深化。保险资金规模快速增长，在“慢牛”行情与中长期入市政策推动下，权益投资比例持续提升。险资通过增配股票、参与长期股票投资试点，深度布局权益市场，分享经济转型与市场上涨红利。高股息资产打底、成长板块增强收益弹性，权益投资成为资产端收益增长核心驱动力，预计将持续增厚险企投资收益、优化投资组合回报。

**给予行业“超配”评级。**截至8月27日，新华保险、中国太保、中国平安和中国人寿 PEV 分别为 0.69、0.64、0.71 和 0.73，均位于 1 以下。个股建议关注资产端弹性较大的中国人寿（601628）和新华保险（601336）；综合能力稳健的中国太保（601601）；负债端人力企稳、更受益于房地产政策的中国平安（601318）

图 19：上市险企 PEV 走势（%，截至 8 月 26 日）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

表 6：重点公司估值及盈利预测（截至 2025 年 8 月 27 日）

| 代码     | 简称   | 股价（元） | BVPS（元） |       |       | PB(X) |       |       | 评级 | 评级变动 |
|--------|------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|----|------|
|        |      |       | 2024A   | 2025E | 2026E | 2024A | 2025E | 2026E |    |      |
| 601601 | 中国太保 | 39.74 | 30.29   | 33.92 | 37.93 | 1.31  | 1.17  | 1.05  | 买入 | 维持   |
| 601318 | 中国平安 | 58.69 | 50.99   | 56.36 | 60.59 | 1.15  | 1.04  | 0.97  | 买入 | 维持   |
| 601336 | 新华保险 | 63.75 | 30.85   | 33.65 | 36.10 | 2.07  | 1.89  | 1.77  | 买入 | 维持   |
| 601628 | 中国人寿 | 41.66 | 18.03   | 19.76 | 22.41 | 2.31  | 2.11  | 1.86  | 买入 | 维持   |

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

## 5. 风险提示

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

长端利率快速下行导致资产端投资收益率超预期下滑的风险；

监管政策持续收紧导致新保单销售难度加大的风险。

**东莞证券研究报告评级体系：**

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

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

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

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

**证券分析师承诺：**

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

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

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

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn