

保险行业2025年上半年回顾与未来展望

证券分析师：孙 婷（非银金融行业首席分析师）

执业证书编号：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

2025年7月16日

- **整体业绩：新准则下财务指标波动加剧。** 1) **25Q1净利润与净资产出现短期波动：**受Q1利率上行、债市下跌等因素影响，上市险企归母净利润和净资产增速出现短期波动，公司间分化较为明显，预计与各公司采取的准备金折现率和VFA模型计量基础不同有关。2) **下半年上市险企面临净利润高基数压力，但是短期利润波动并不影响险企长期价值。**而非上市险企将于2026年全面执行新会计准则，预计财务报表波动将加剧。3) **25Q1上市险企偿付能力表现改善，**其中平安、新华显著提升，预计主要受债券资产重分类的影响。
- **负债端：新单增速改善，推动分红险转型。** 1) **Q2新单增速环比改善，持续推进分红险转型。**上市险企2025Q1新单保费短期略承压，但Q2以来环比明显改善，并且分红险占比继续提升。我们预计Q3预定利率继续下调，行业新单结构或将进一步转向分红险。2) **预计NBV延续增长势头。**我们认为，受益于预定利率下调、报行合一降低渠道费用以及业务结构优化等因素，上市险企NBV margin将继续改善，带动NBV延续快速增长。3) **代理人队伍保持稳定，银保渠道NBV贡献预计仍将提升。**随着各公司改革转型逐步显效，代理人规模已基本企稳，且人均产能持续提高。2025年银保新单在低基数基础上实现高增长，NBV增速亦高于整体，我们认为银保对NBV贡献将延续近年来的提升态势。
- **资产端：持续增配债券与OCI股票。** 1) **总资产规模持续增长，“资产荒压力下”持续增配债券和股票。**25Q1末保险投资资产规模提升至34.9万亿元，人身险公司Q1继续增配债券、股票和长股投，而非标类占比持续下降。2) **增配FVOCI股票成为一致趋势。**2024年上市险企持续提升FVOCI股票占比，我们认为在低利率环境下，“以股息换利息”的策略符合险资诉求，预计险资增配红利资产的趋势将持续。3) **Q2以来资本市场环境转暖。**25Q1由于利率上行、债市下跌，部分险企总、综合投资收益率同比下滑，但Q2起利率拐点向下后企稳，股市表现尚可，预计投资收益率环比提升。
- **政策环境：监管呵护态度明显。**近年来保险业监管政策态度积极友好，持续引导行业缓解利差损风险。2025年监管先后发文规范万能险、分红险结算要求，深化代理人营销体制改革，同时进一步放宽险企权益投资限制，引导长期资本入市，从负债和资产两端为保险业稳健经营提供良好政策环境。
- **投资策略：负债端与资产端均有改善，看好行业利差损风险逐步缓解。** 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回升至1.66%左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若企稳或修复上行，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处于低位，估值对负面因素反应较为充分。2025年7月16日保险板块估值2025E 0.61-0.93倍PEV、0.99-2.14倍PB，处于历史低位，行业维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 长端利率趋势性下行；2) 股市持续低迷；3) 新单保费增速明显放缓。



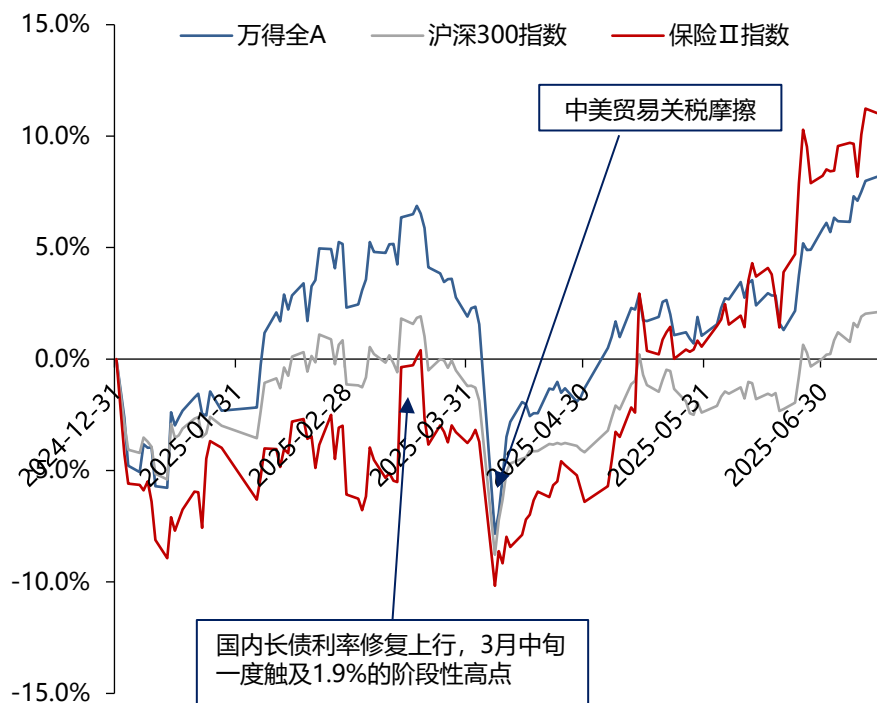
- 1. 整体业绩：新准则下财务指标波动加剧
- 2. 负债端：新单增速改善，推动分红险转型
- 3. 资产端：持续增配债券与OCI股票
- 4. 政策环境：监管呵护态度明显
- 5. 风险提示

1. 整体业绩：新准则下财务指标波动加剧

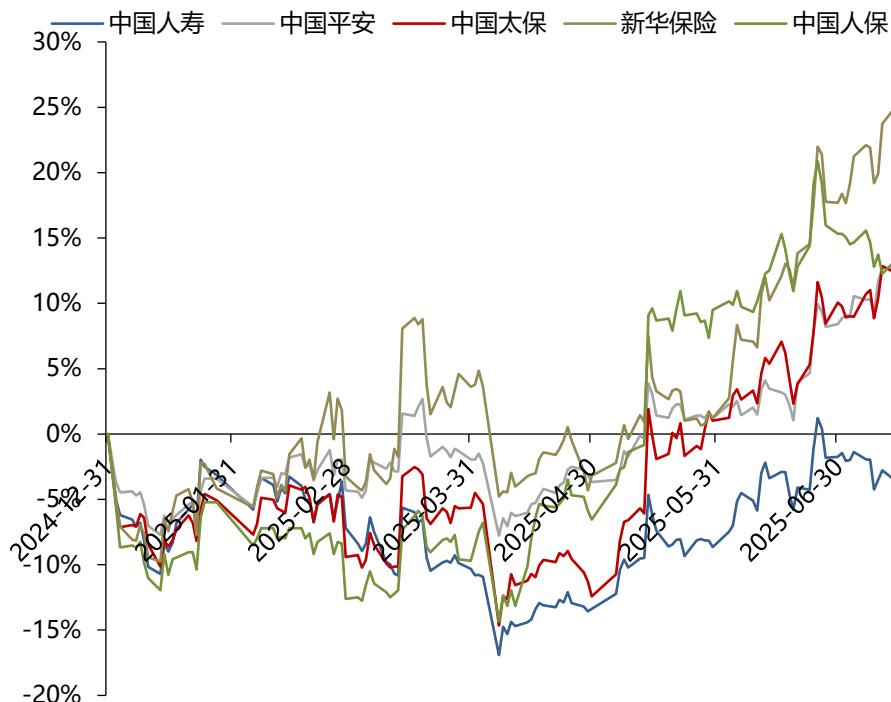
1.1 2025年保险股走势跑赢沪深300，人保、新华表现相对较好

- 2025年以来，保险股价走势跑赢沪深300指数。
- 2025年股市经历科技牛、关税战等因素影响，走势呈现大幅波动，截至7月14日，万得全A、沪深300指数分别+8.2%、+2.1%，保险指数累计+11.0%，明显跑赢沪深300指数。
- 国寿尚未收复跌幅，人保、新华表现较好。截至7月14日中国平安、中国太保、新华保险、中国人保股价分别累计上涨12.5%、12.4%、24.9%、13.2%，而中国人寿累计下跌3.5%。

图：年初以来保险指数跑赢沪深300指数



图：人保、新华股价表现好于同业



1.2.1 2025Q1上市险企净利润整体增速回落

- 2025Q1上市险企归母净利润增速回落，主要受Q1资本市场波动影响。
- 2024年受投资收益提升带动，上市险企归母净利润合计同比+82%，多家公司创历史新高。
- 2025Q1上市险企归母净利润合计同比+1.4%，其中人保、国寿、新华归母净利润分别同比+43%、+39.5%、+19%，而太保、平安则分别同比-18%、-26%，其中平安利润降幅较大，除受到债市下跌影响外，还受平安好医生并表的一次性负面影响。
- 十年期国债收益率2025Q1末较年初上行14bps，对险企交易性债券投资产生压力，但预计国寿VFA模型业务转盈利进而增厚当期利润。

表：上市险企归母净利润增长情况

单位：亿元	2023	2024	同比	2024Q1	2025Q1	同比
中国人寿	461.8	1069.4	131.6%	206.4	288.0	39.5%
中国平安	856.7	1266.1	47.8%	367.1	270.2	-26.4%
中国太保	272.6	449.6	64.9%	117.6	96.3	-18.1%
新华保险	87.1	262.3	201.1%	49.4	58.8	19.0%
中国人保	227.7	428.7	88.2%	89.6	128.5	43.4%
合计	1905.9	3476.0	82.4%	830.2	841.8	1.4%

注：中国人寿2023年数据为可比口径（追溯I9）

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

1.2.2 2025Q1上市险企归母净资产增速表现分化

- 2025Q1上市险企归母净资产表现分化，预计与准备金曲线处理差异有关。
- 2024年上市险企归母净资产较年初较快增长，主要受净利润显著增长以及利率下行OCI债券浮盈增加推动，上市险企归母净资产合计较年初增长6.2%，较Q3末下滑0.6%。
- 2025Q1末上市险企净资产合计较年初持平，其中国寿、平安和人保稳健增长，而太保、新华则分别较年初-9.5%和-17%，我们认为除由于利率上行导致FVOCI债券价值减少外，两家公司还受到负债准备金采用移动平均曲线导致保险合同准备金增加的影响。

表：上市险企归母净资产增速分化

单位：亿元	2023	2024	2024较年初	2025Q1	2025Q1较年初
中国人寿	4771	5097	6.8%	5325	4.5%
中国平安	8990	9286	3.3%	9397	1.2%
中国太保	2496	2914	16.8%	2636	-9.5%
新华保险	1051	962	-8.4%	798	-17.0%
中国人保	2424	2687	10.9%	2793	3.9%
A股合计	19731	20947	6.2%	20950	0.0%

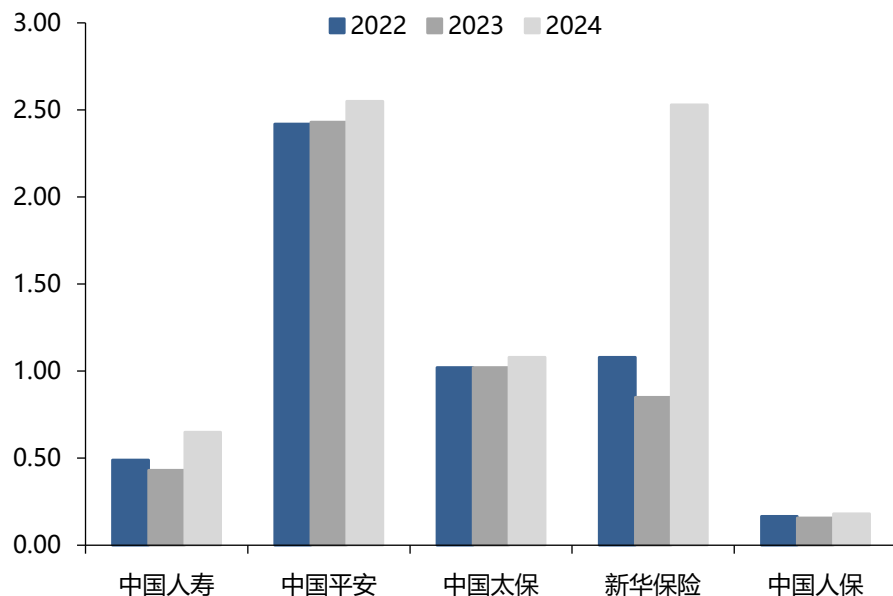
注：中国人寿2023年数据为可比口径（追溯19）

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

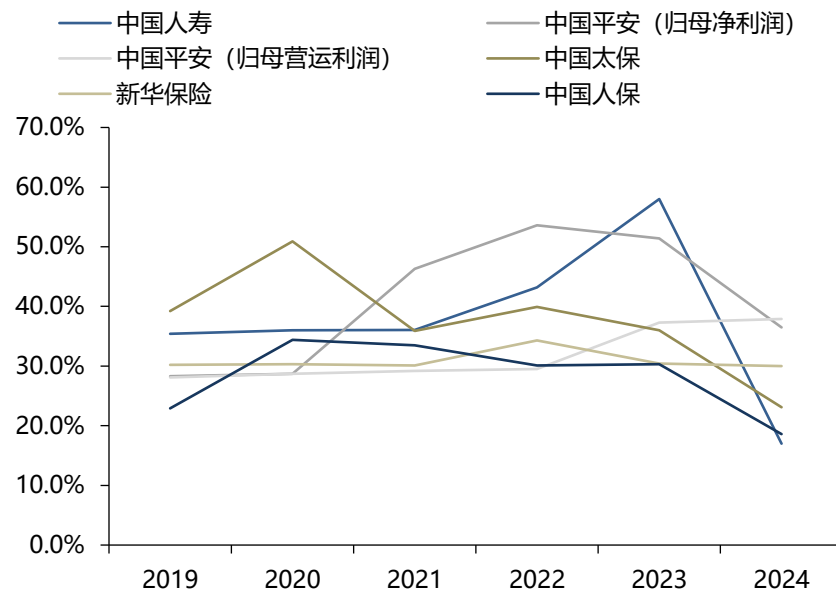
1.2.3 2024年各险企分红稳健，新华大超预期

- 2024年上市险企每股股息普遍提升，其中新华增幅大超预期。
- 从分红率角度看，2024大部分公司有所下调。我们认为，上市险企调整分红率主要是由于：
①2023年各公司分红比例已经较高；②寿险公司在新会计准则下短期利润波动较大，分红比例要考虑长期经营，而不能与短期利润增幅保持完全一致。
- 中国平安分红以归母营运利润为基础，以此计算的2024年分红比例为37.9%，在高基数基础上同比再次提升0.6pct。新华保险分红比例30%，在净利润超高增长的前提下维持分红率基本持平，是每股股息增长198%大超市场预期的主因。

图：2024年上市险企每股股息普遍提升（元）



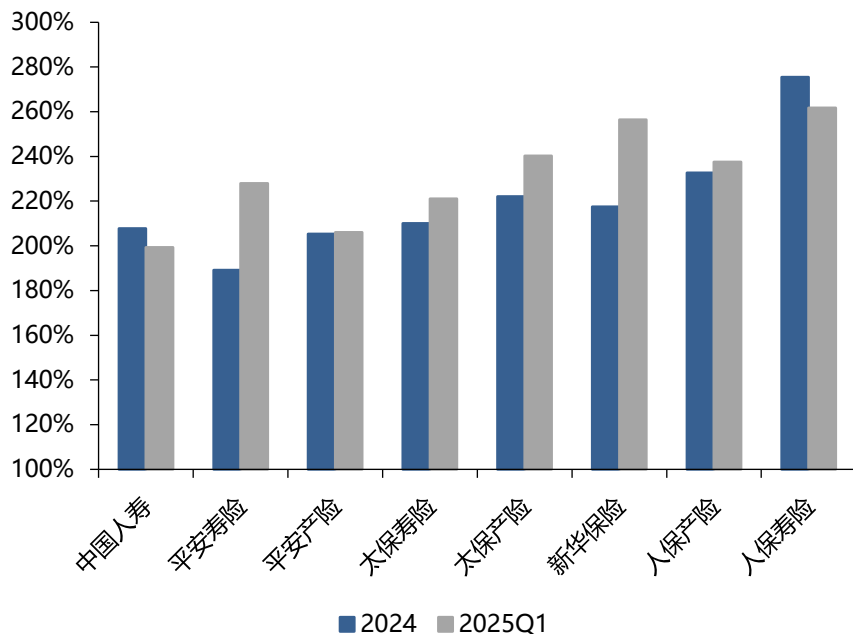
图：上市险企2024年分红比例大多有所下调



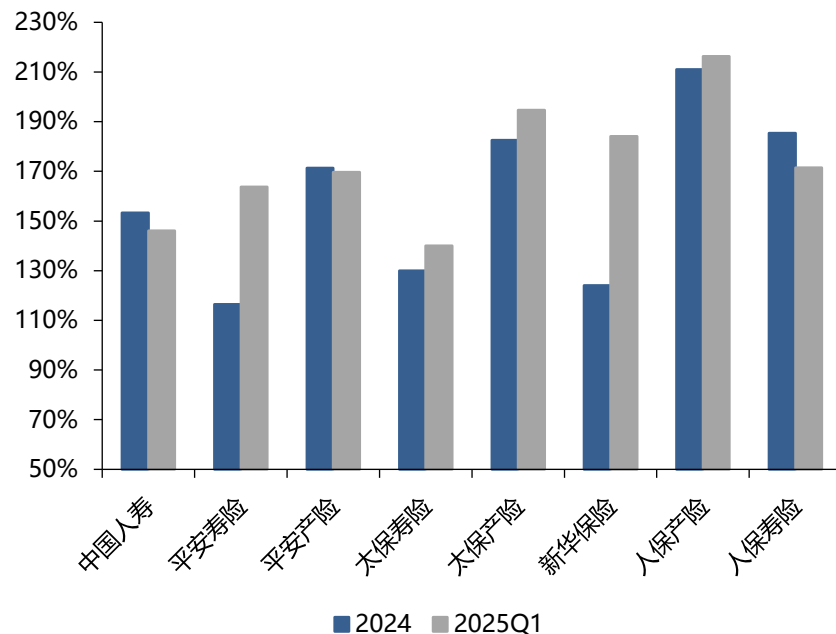
1.2.4 上市险企偿付能力良好，平安、新华明显提升

- 2025Q1末上市险企及子公司核心、综合偿付能力充足率平均值分别为173%和231%，远高于监管要求的50%、100%底线，安全垫较厚。
- 平安人寿及新华保险偿付能力显著提升，核心偿付能力充足率分别较年初+47pct、+60pct，综合偿付能力充足率均较年初+39%，我们认为主要是受债券资产重分类的影响。
- 4月初平安人寿公告拟增资200亿元，平安集团亦有未来三年发行不超过500亿元境内债权融资工具的计划，公司资本实力有望得到加强。

图：上市险企综合偿付能力充足率



图：上市险企核心偿付能力充足率



1.3.1 上市险企下半年净利润面临基数压力，但短期波动不影响企业价值

- 新会计准则下上市险企净利润与股市关联性进一步加强，主要是由于相当部分比例的股票资产被分类为FVTPL，股价波动直接在当期利润中体现。
- 2024年下半年，受9·24股市上涨带动，上市险企归母净利润呈现高增长，其中Q3单季上市公司合计同比增长565%，Q4单季合计同比增长100%，形成了较高基数。
- 我们认为，若2025年下半年股市投资收益表现一般，则上市险企净利润可能在高基数影响下出现较大幅度下滑，但利润波动不影响企业长期价值。

表：2024年下半年上市险企归母净利润基数较高（亿元）

	2023Q1	2024Q1	同比	2023Q2	2024Q2	同比	2023Q3	2024Q3	同比	2023Q4	2024Q4	同比
中国人寿	273.5	206.4	-24.5%	88.0	176.3	100.3%	-6.1	662.5	扭亏为盈	106.4	24.1	-77.3%
中国平安	383.5	367.1	-4.3%	314.9	379.1	20.4%	177.3	445.6	151.3%	-19.1	74.3	扭亏为盈
中国太保	116.3	117.6	1.1%	67.1	133.7	99.4%	48.2	131.8	173.6%	41.1	66.5	61.9%
新华保险	69.2	49.4	-28.6%	30.6	61.4	100.6%	-4.4	96.0	扭亏为盈	-8.3	55.5	扭亏为盈
中国人保	117.2	89.6	-23.5%	81.6	137.2	68.2%	6.2	136.4	2093.6%	22.7	65.4	188.0%
合计	959.6	830.2	-13.5%	582.2	887.8	52.5%	221.3	1472.3	565.4%	142.8	285.7	100.1%

1.3.2 非上市险企执行新准则在即，预计报表波动将加大

➤ 6月12日财政部发布《关于进一步贯彻落实新保险合同会计准则的通知》，明确非上市险企自2026年1月1日起执行新会计准则。从上市险企和提前执行的非上市险企经验看，新准则切换前后主要由以下影响：1) 营收规模大幅下滑，主要是由于营收确认标准的调整，包括投资成分的剔除和确认期间的拉长。2) 净利润波动加剧，主要是由于新金融工具准则下，有相当比例的股票投资分类为FVTPL，股价波动直接计入当期利润。3) 净资产面临下滑压力。新准则下保险公司准备金计量的折现率为实际市场利率，且普遍采用OCI指定权，将利率下行导致多计提的准备金计入其他综合收益。

表：部分非上市险企执行新会计准则前后主要财务指标情况（亿元）

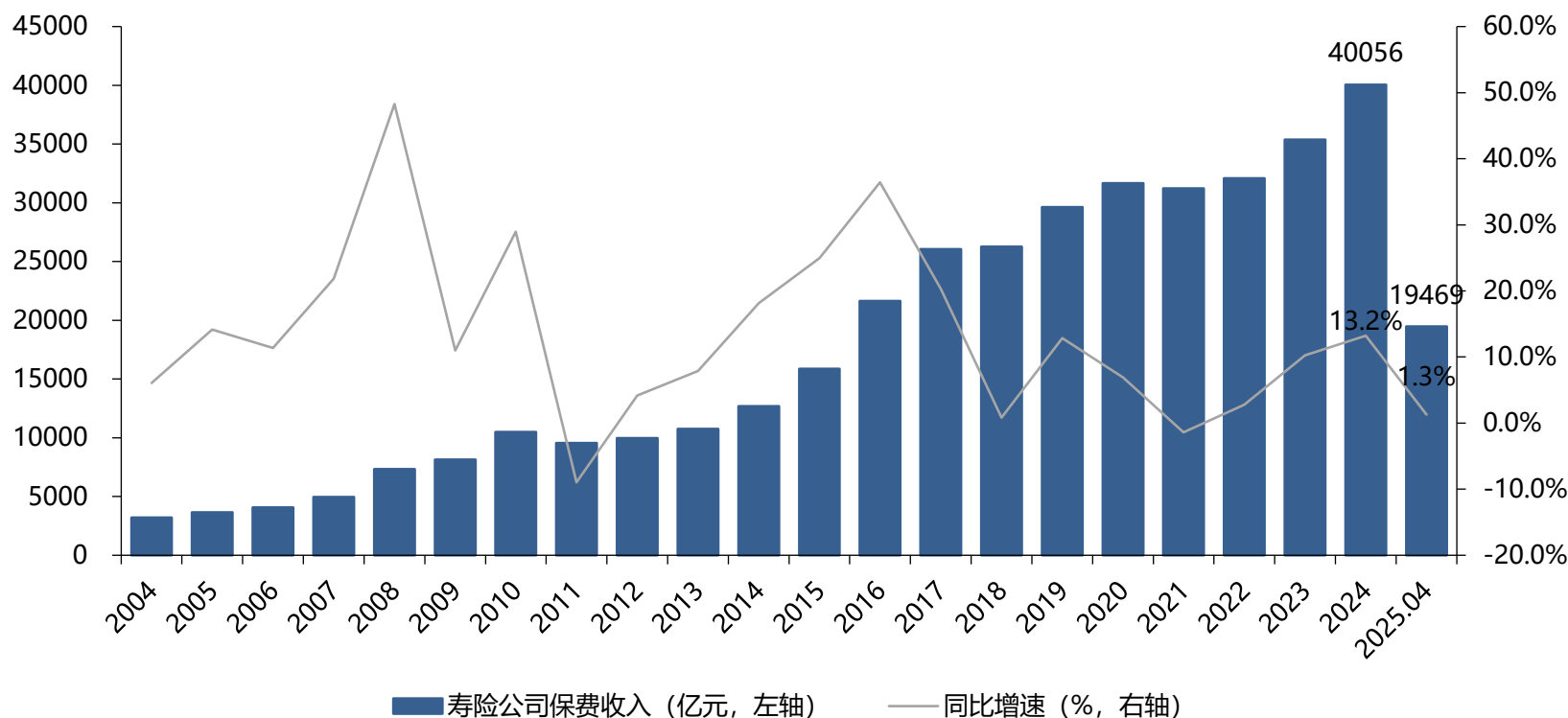
财务指标		交银人寿	中邮人寿	工银安盛人寿	建信人寿	农银人寿	合计
营业收入	2023旧准则	272	1214	475	414	362	2737
	2023新准则	64	154	180	156	92	645
	变动	-77%	-87%	-62%	-62%	-75%	-76%
	2024新准则	83	318	204	197	127	929
	同比	31%	107%	13%	27%	37%	44%
净利润	2023旧准则	1	-120	4	-40	2	-153
	2023新准则	6	12	9	-24	6	9
	变动	679%	扭亏为盈	112%	亏幅收窄	242%	扭亏为盈
	2024新准则	9	89	10	3	9	121
	同比	60%	665%	9%	-114%	40%	1192%
净资产	2023旧准则	75	108	205	153	114	655
	2023新准则	49	192	162	68	80	551
	变动	-35%	77%	-21%	-56%	-29%	-16%
	2024新准则	57	71	138	48	56	369
	同比	17%	-63%	-15%	-30%	-30%	-33%

2. 负债端：新单增速改善，推动分红险转型

2.1.1 2025年以来行业总保费收入增长明显放缓

- 2023年以来，随着储蓄型产品的热销，寿险公司保费收入增速经历短期高峰。2023、2024年人身险公司原保费收入分别同比增长10.2%、13.2%。
- 进入2025年，伴随各公司推动分红险转型，保费增速有所放缓。2025年前四个月人身险公司原保费收入为1.95万亿元，同比增长1.3%，但较Q1已明显改善。

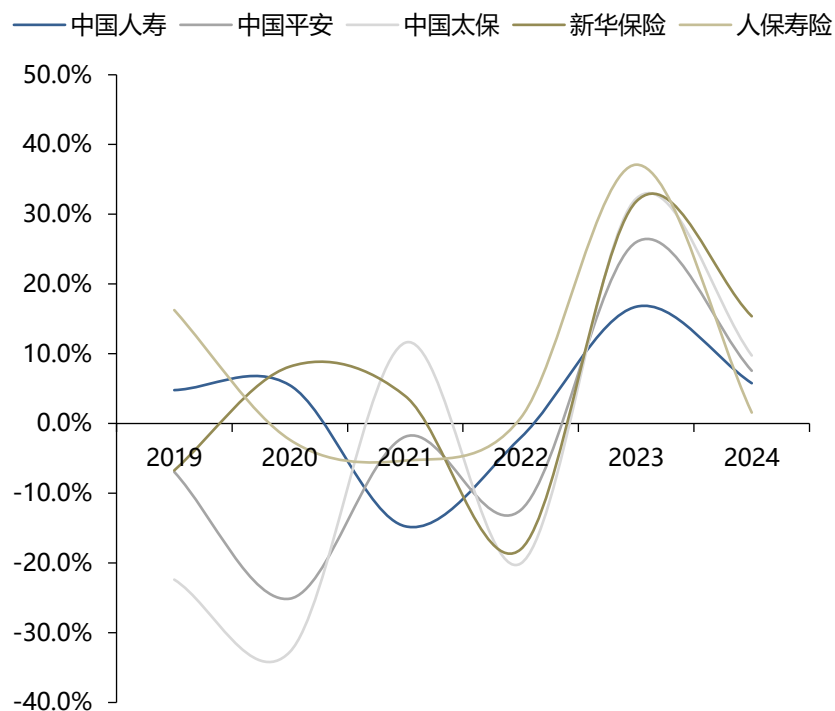
图：2025年寿险公司保费收入增速明显放缓



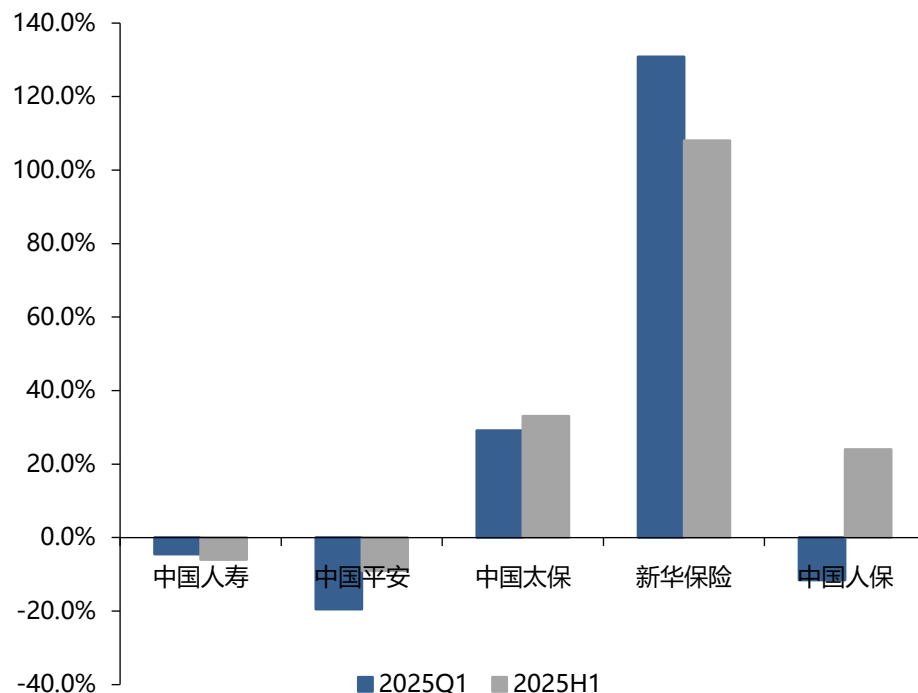
2.1.2 2025Q2上市险企新单保费增速环比改善

- 2023年以来，增额终身寿等传统型储蓄险热销，预定利率下调也带来“炒停”窗口。2024年，在高基数压力，以及报行合一影响下，上市险企新单保费和新单期交保费增速明显放缓。
- 2025年一季度，除太保、新华外，其他上市险企新单保费普遍同比下滑，预计主要是由于分红险转型的短期影响。自4月以来，分红险业务市场接受度逐步提升，大部分险企新单保费表现环比均有改善。

图：2024年上市险企新单期交保费增速回落



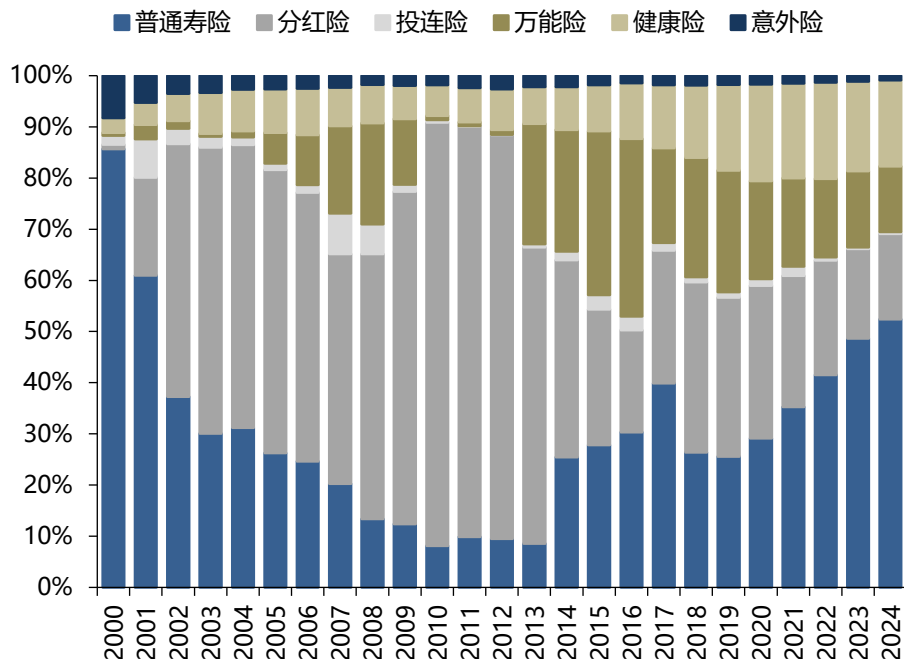
图：大部分上市险企Q2新单保费增速表现环比改善



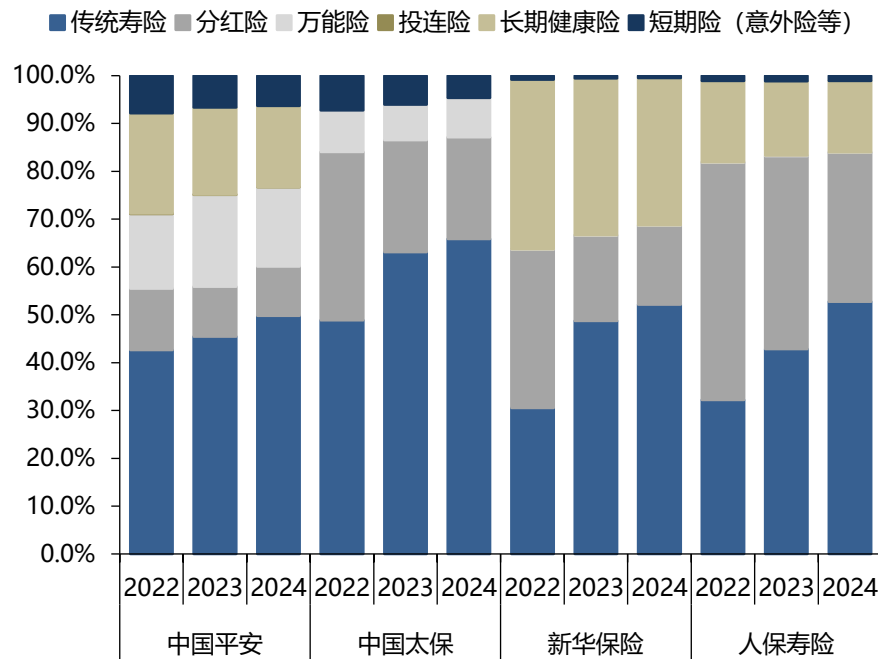
2.1.3 上市险企分红型转型取得初步效果

- 近年来以增额终身寿为代表的传统型储蓄险是寿险市场主力产品，传统险在行业及上市公司总保费中占比持续提升。但是伴随利率下行，传统险面临较大的利差损压力。
- 2025年各公司普遍加大分红险销售力度，已经取得初步成果。Q1国寿新单期交保费中浮动收益型占比达51.7%，太保分红险新保规模保费占比18.2%，同比+16.1pct。我们认为，若后续预定利率进一步下调，则浮动收益产品对客户的相对吸引力有望提升。

图：近年来人身险行业保费中传统险占比持续提升



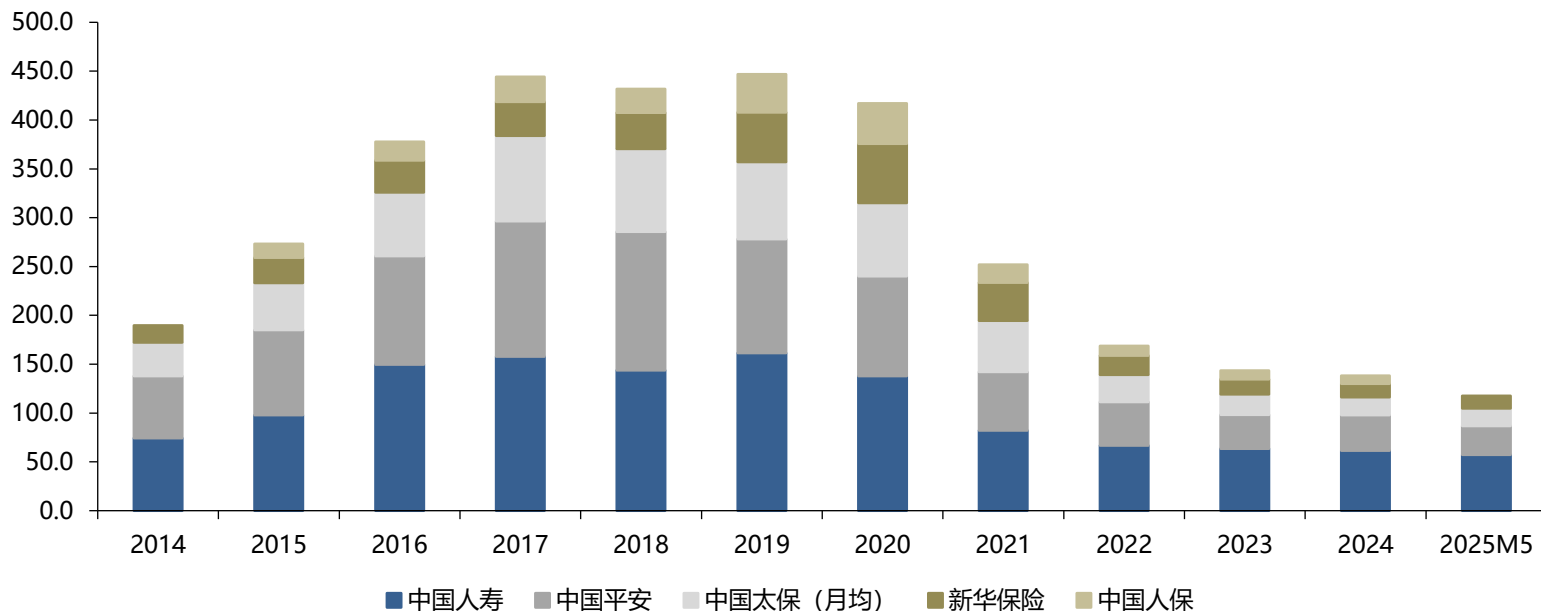
图：2024年上市险企保费中传统险占比较高



2.2.1 代理人规模继续保持企稳态势

- 上市险企代理人规模在2019年达到顶峰，此后逐步收缩。2021年在疫情冲击、新单大幅下滑、队伍改革转型加速背景下，代理人规模骤降。至2023年伴随转型初见成效、新单回暖，人力降幅明显趋缓。
- 截至2024年末，五家上市险企代理人规模合计138.1万人，较年初-3.7%，趋稳态势进一步巩固。2025年5月末，预计国寿、平安、太保、新华和太平代理人规模分别较年初-8%、-13%、-6%、-1%、-2%，整体表现保持企稳态势。

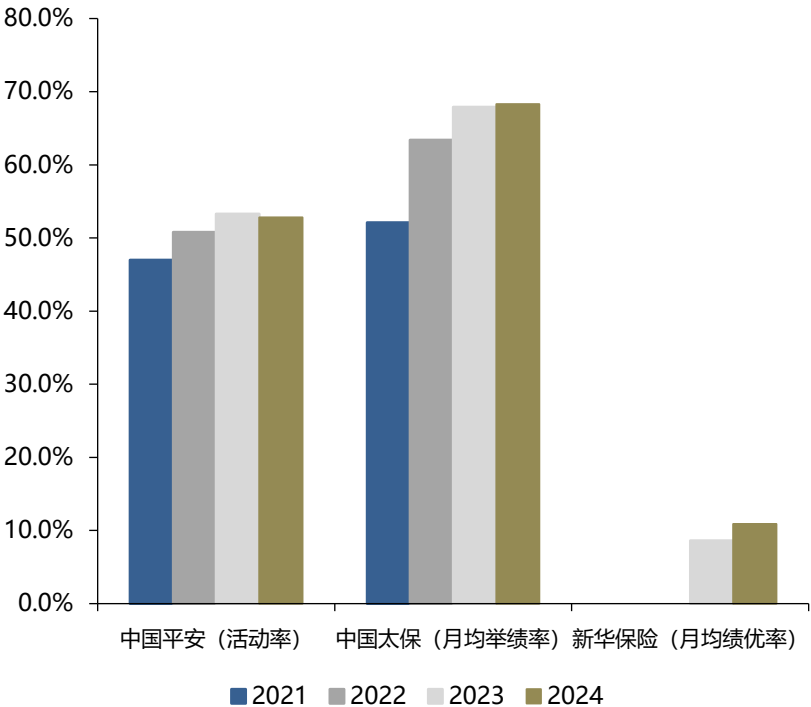
图：上市保险公司代理人规模已基本企稳（单位：万人）



2.2.1 改革成效显著，各险企人均产能持续提高

- 自2023年以来，寿险改革转型推动代理人活动率与人均产能明显提升。
- 2025年一季度，国寿队伍优增率、留存率同比有效提升，平安代理人人均NBV同比+14%。
- 太保增员人数同比增长18.9%，13个月新人留存率同比提升4.8pct。
- 新华月均绩优人力及万C人力同比均实现双位数增长，绩优人力人均期交保费同比实现翻番。

图：2024年上市险企代理人质态继续改善



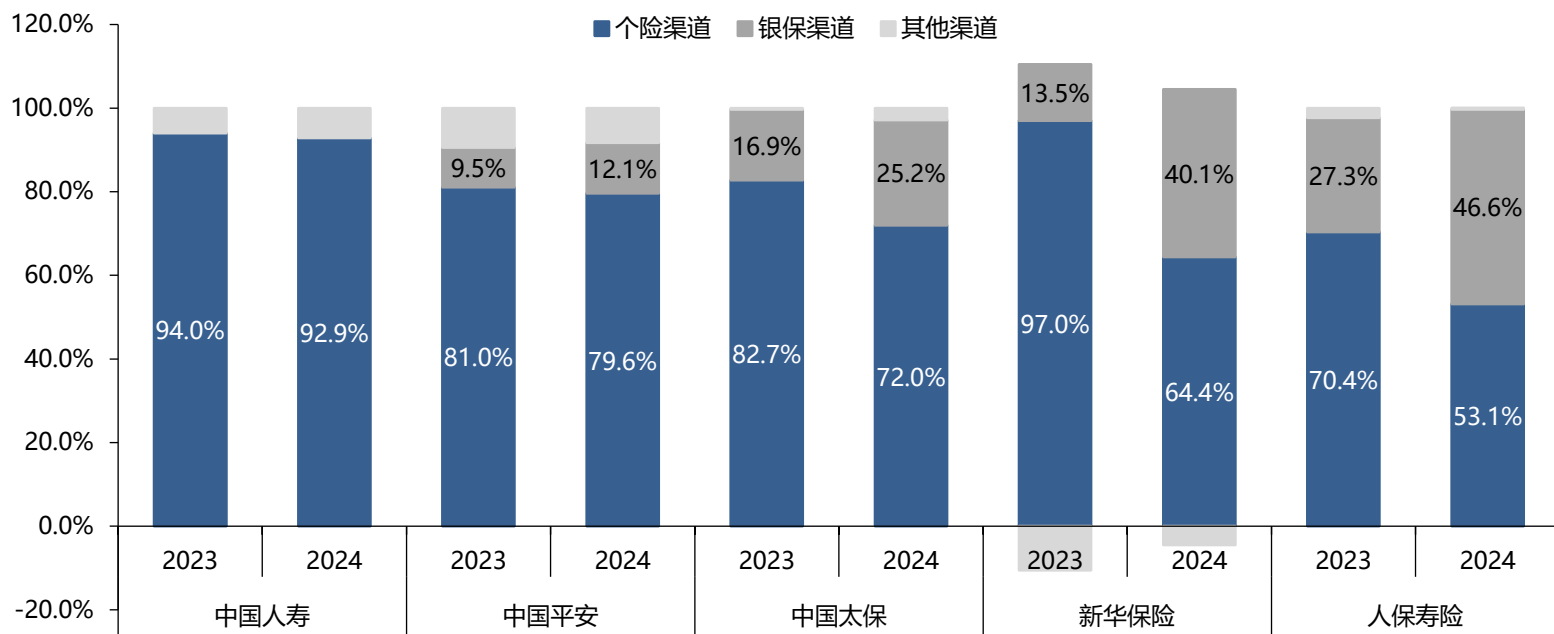
表：2024年上市险企代理人渠道产能指标明显提升

公司	主要指标	2021	2022	2023	2024H1	同比
中国平安	代理人人均NBV (元/人均每年)	39031	47639	70689	101271	43.3%
	代理人收入 (元/人均每月)	5758	7051	9813	10395	5.9%
	代理人寿险收入 (元/人均每月)	4651	5390	7402	8227	11.1%
中国太保	核心人力月人均首年规模保费 (元)		34376	46094	54330	17.9%
	核心人力月人均首年佣金收入 (元)		4136	6413	6868	7.1%
新华保险	月人均综合产能 (元)	2725	3237	6294	8100	41.0%

2.2.2 银保渠道新单和NBV贡献持续提升

- 2024年以来随着报行合一在银保渠道落地实施，导致银保新单明显收缩，特别是趸交业务受影响较大，但是在2025年已经基本恢复。特别是在银保1+3限制放开之后，叠加低基数影响，头部寿险公司银保业务规模 and 市场份额显著扩张。
- 同时，报行合一推动银保渠道费用大幅优化，同时期交业务占比提升，NBV margin显著改善，对上市险企NBV贡献进一步提升。2024年末新华和人保寿险NBV中银保渠道占比已超过40%。2025Q1平安银保渠道NBV同比+171%，同样显著高于整体增速。

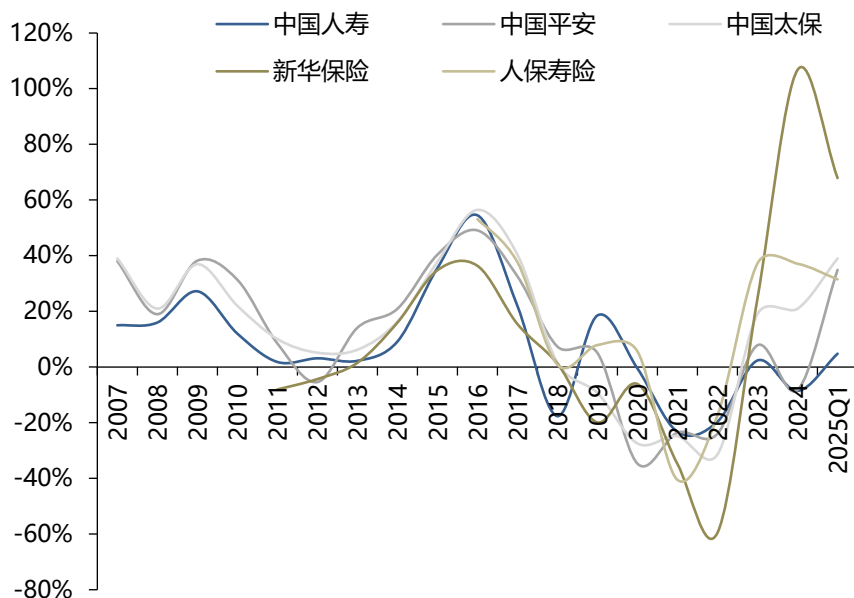
图：上市险企NBV中银保渠道占比继续上升



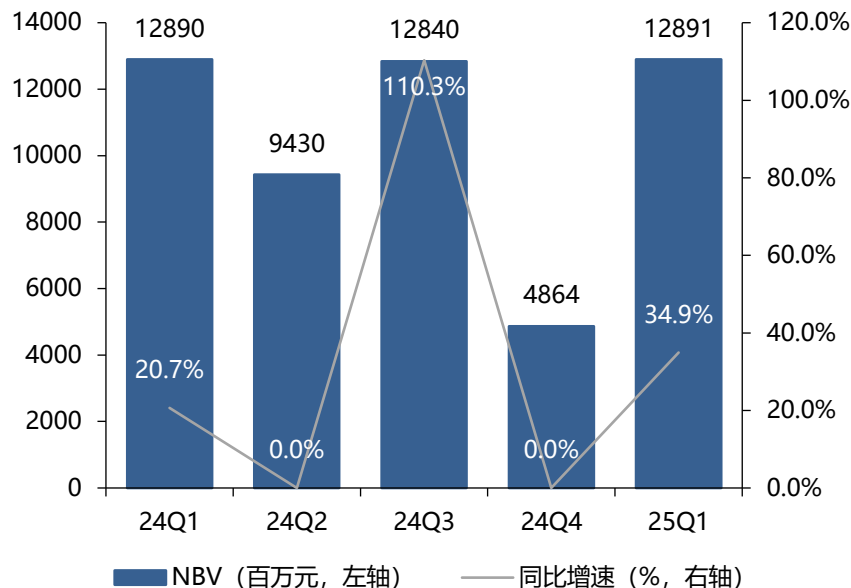
2.3.1 上市险企NBV延续快速增长势头

- 2020年以来保险行业连续三年NBV负增长，2023年受新单保费快速增长带动，NBV重回正增长。而预定利率下调、报行合一等显著提升了NBV margin，推动2024上市险企NBV可比口径增速再创新高，其中新华在非可比口径下增速高达107%。
- 2025Q1上市险企NBV延续较快增长。可比口径下平安、太保、人保寿险增速均超30%，太保增速最高为39%，国寿增速最低为4.8%，非可比口径下新华同比+68%。我们认为，各公司NBV较快增长仍主要受NBV margin提升带动。

图：2025Q1上市险企NBV延续较快增长



图：中国平安分季度NBV增速（可比口径）

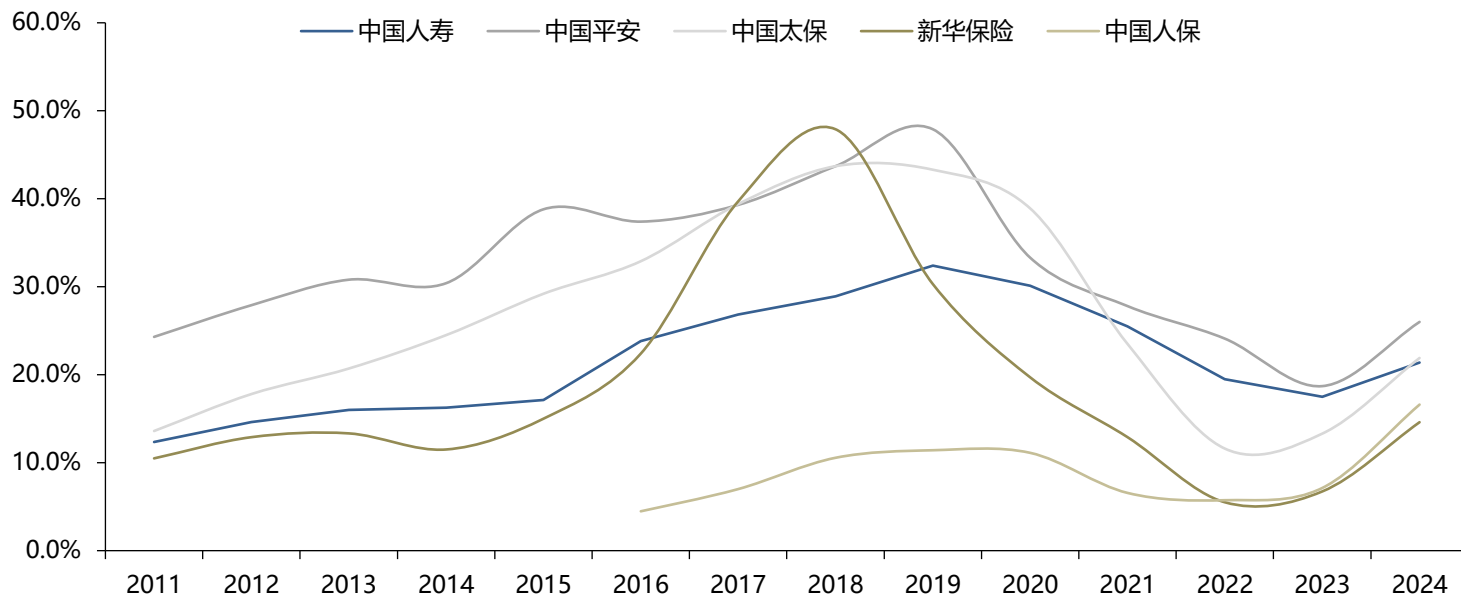


注：2023-2024年为非可比口径，2025Q1为可比口径

2.3.2 多重因素影响下，NBV margin显著回升

- 2020年以来，伴随保障型产品销售的下滑，险企NBV margin持续下降，随着新单在2023年全面转向储蓄、保障占比触底，NBV margin降至底部。2024年受预定利率下调、报行合一落地以及业务结构改善等因素影响，上市险企NBV margin明显提升，除新华外可比口径下平均同比+7.3pct，新华在非可比口径下同比+7.9pct。
- 2025Q1各公司价值率提升趋势延续，平安可比口径下按首年保费计算NBV margin同比+11.4pct至28.3%，预计价值率提升是驱动全年NBV增长的关键因素。

图：2024年上市险企NBV Margin明显提升



2.3.3 精算假设再次调整，进一步压实评估结果可靠性

- 2024年上市险企再次调整精算假设。继2023年调整精算假设后，2024年上市险企再次下调了长期投资回报假设和风险贴现率，仍是出于对未来长期利率中枢下行预期的考虑。
- 各公司长期投资回报假设均由4.5%下调至4%，降幅与2023年一致。
- 风险贴现率大多下调50bps，降幅小于2023年。其中，中国人寿与中国平安针对不同险种设置了不同风险贴现率，中国人寿传统险维持不变、分红/万能险下调80bps，中国平安传统险下调100bps、分红/万能险下调200bps。

表：上市险企EV精算假设调整情况

公司	长期投资回报假设			风险贴现率		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
中国人寿	5%	4.5%	4%	10.0%	8.0%	传统险8%，分红/万能7.2%
中国平安				11.0%	9.5%	传统险8.5%，分红/万能7.5%
中国太保				11.0%	9.0%	8.5%
新华保险				11.0%	9.0%	8.5%
中国人保				11.0%	9.0%	8.5%
中国太平				10.0%	9.0%	8.5%
阳光保险				11.0%	9.5%	8.5%

2.3.3 精算假设再次调整，进一步压实评估结果可靠性

- 假设调整全面影响营运利润、EV和NBV指标。
- EV方面，假设调整对平安寿险、人保寿险和太平寿险EV分别为-13%、-20%和-26%，集团EV降幅小于寿险EV，而人保健康EV受影响较小主要是由于有较多短期险及保障型业务。
- NBV方面，假设调整对上市险企NBV影响大于EV，除人保健康外，中国太保下滑-23%受影响较小，人保寿险降幅约36%受影响较大。

表：上市险企EV受假设调整影响情况

单位：百万元	2023旧假设	2024旧假设	假设变动影响	2024新假设	同比增速
中国人寿	1260567	-	-	1401146	11.2%
平安寿险	830974	960608	-13.1%	835093	0.5%
平安集团	1390126	1548117	-8.1%	1422602	2.3%
太保寿险	402027	-	-	421837	4.9%
太保集团	529493	-	-	562066	6.2%
新华保险	250510	-	-	258448	3.2%
人保寿险	101470	149872	-20.1%	119731	18.0%
人保健康	22495	32019	-5.9%	30117	33.9%

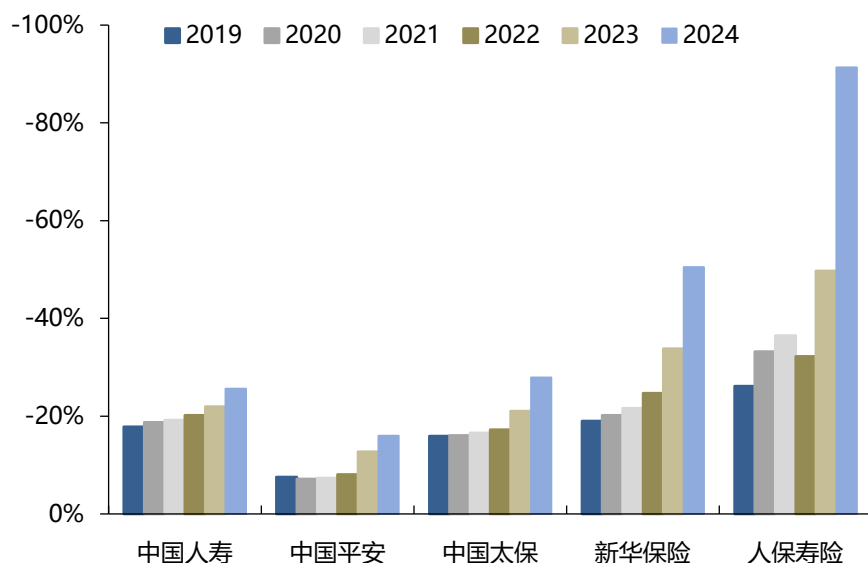
表：上市险企NBV受假设调整影响情况

单位：百万元	2023旧假设	2024旧假设	可比口径增速	2024新假设	假设变动影响	非可比口径增速
中国人寿	36860	45805	24.3%	33709	-26.4%	-8.5%
中国平安	31080	40024	28.8%	28534	-28.7%	-8.2%
中国太保	10962	17282	57.7%	13258	-23.3%	20.9%
新华保险	3024	-	-	6253	-	106.8%
人保寿险	3664	7849	114.2%	5024	-36.0%	37.1%
人保健康	2826	6883	143.6%	6513	-5.4%	130.5%

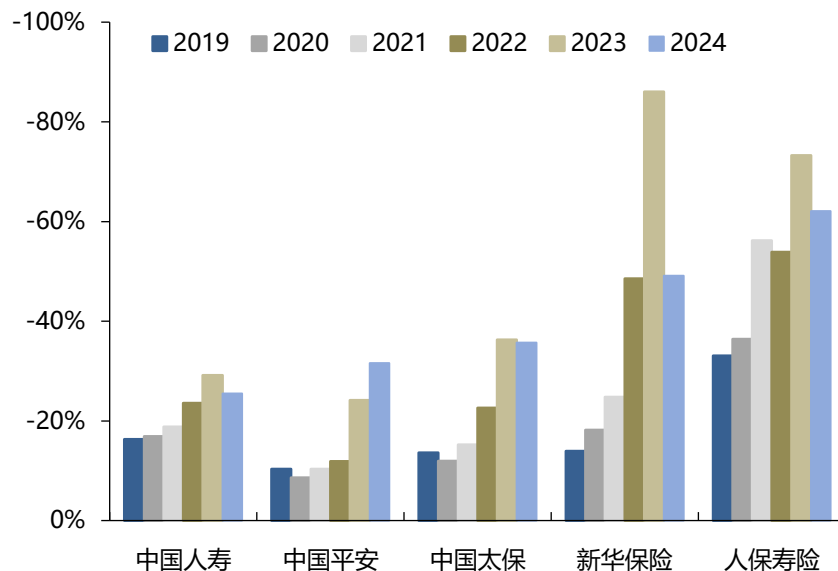
2.3.4 NBV对投资收益率敏感性改善

- 在投资回报率下降50bps情景下，上市险企VIF平均降幅为-42.3%，较2023年扩大14.4pct；NBV平均降幅为-40.8%，较2023年收窄9.0pct。其中变化较大的是，①人保寿险VIF降幅扩大41.7pct至91.4%，②新华保险NBV降幅收窄36.9pct至49.1%，③中国平安是唯一出现NBV降幅扩大的险企，扩大7.5pct至31.6%。
- 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、优化负债成本的效果。而VIF敏感性进一步提升，则可能与存量高成本业务准备金规模积累有关。

图：上市险企VIF对投资收益率敏感性持续提升



图：上市险企NBV对投资收益率敏感性下降

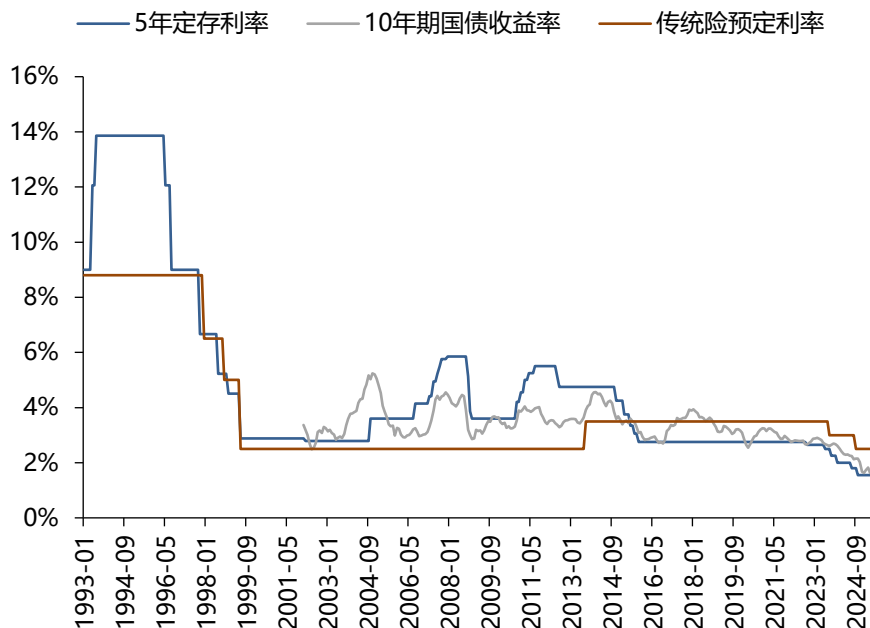


注：1) 中国平安2019-2022年为投资收益率和风险贴现率同时-50bps；中国人寿2023-2024年为投资收益率-10%（估算分别为-45bps、-40bps）；中国太保2020-2023年为投资收益率和风险贴现率同时-50bps，2024年投资回报率和贴现率-10%；其他公司及年份均为投资收益率-50bps。2) 中国平安为寿险内含价值，其他公司为有效业务价值

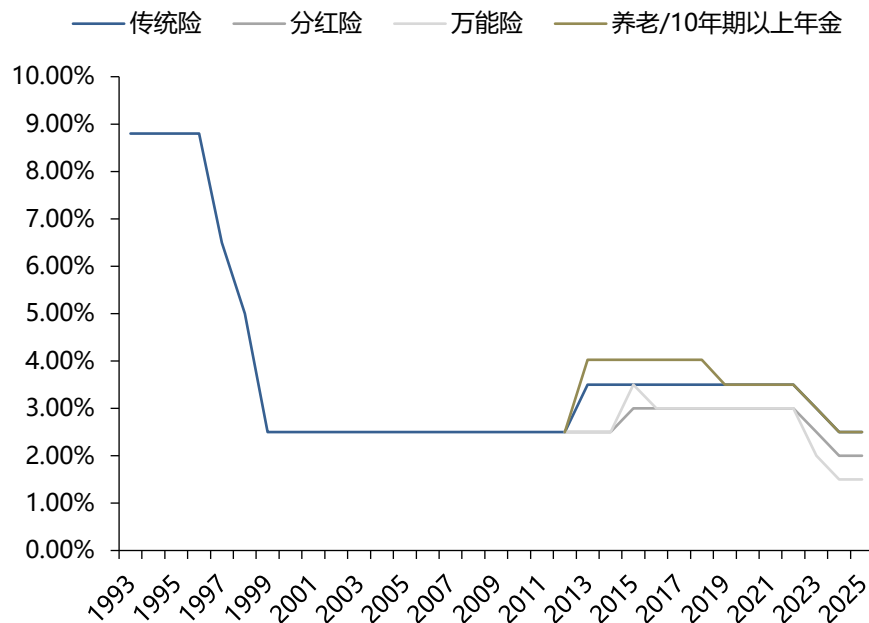
2.4 预定利率或再次下调，负债成本改善趋势将延续

- 根据1月10日金管总局下发的《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》，保险行业协会结合5年期以上LPR、5年期定存利率和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，每季度发布人身险预定利率研究值。保险公司传统险产品预定利率最高值连续2个季度比研究值高25个基点及以上时，要及时下调新产品预定利率。
- 4月21日保险行业协会披露最新研究值为2.13%，已低于目前预定利率上限25bps以上，若后续季度研究值持续较低，则将触发预定利率下调，险企新业务负债成本有望继续优化。

图：传统险预定利率与宏观利率走势对比



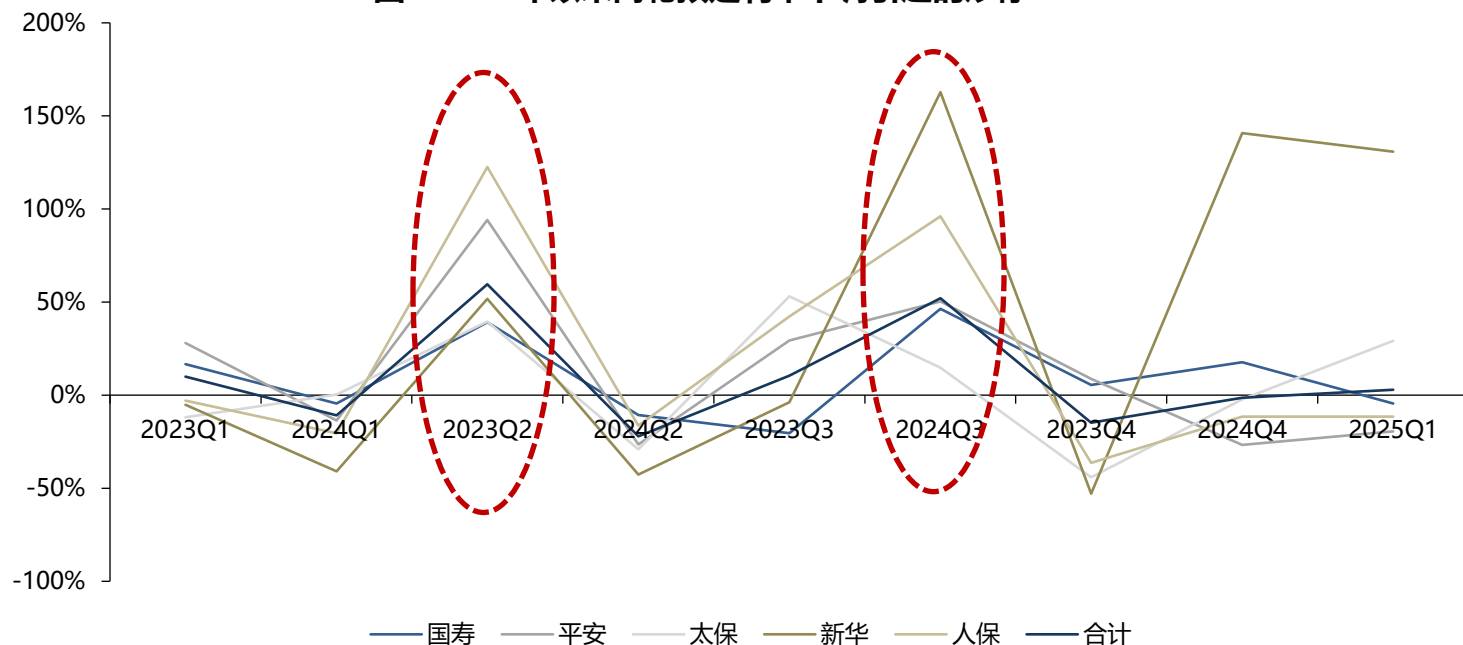
图：不同险种预定利率/最低保证利率历史走势



2.5 炒停+银行利率下调，看好新单表现继续改善

- 我们看好上市险企下半年与2026年新单保费增速表现将继续改善。
- 从过去两年经验看，每一轮预定利率下调都会带动“炒停”热潮，我们预计Q3预定利率下调也会带动一轮新的“炒停”，从而提升全年新单保费增速表现。
- 横向对比来看，目前国有大行一年期存款利率已经跌破1%，5年期定存一般为1.3%，仍然显著低于预定利率再下调后的保险产品，因此储蓄险的相对优势仍然存在。我们预计由于保险产品相对收益率优势稳固，以及分红险市场接受度的提升，2026年新单也将保持良好增长。

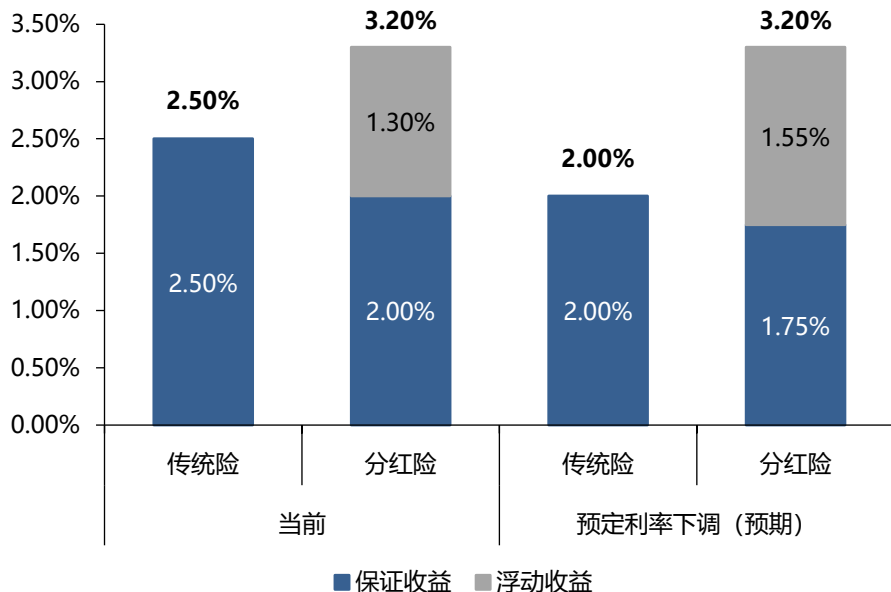
图：2023年以来两轮预定利率下调引起的炒停



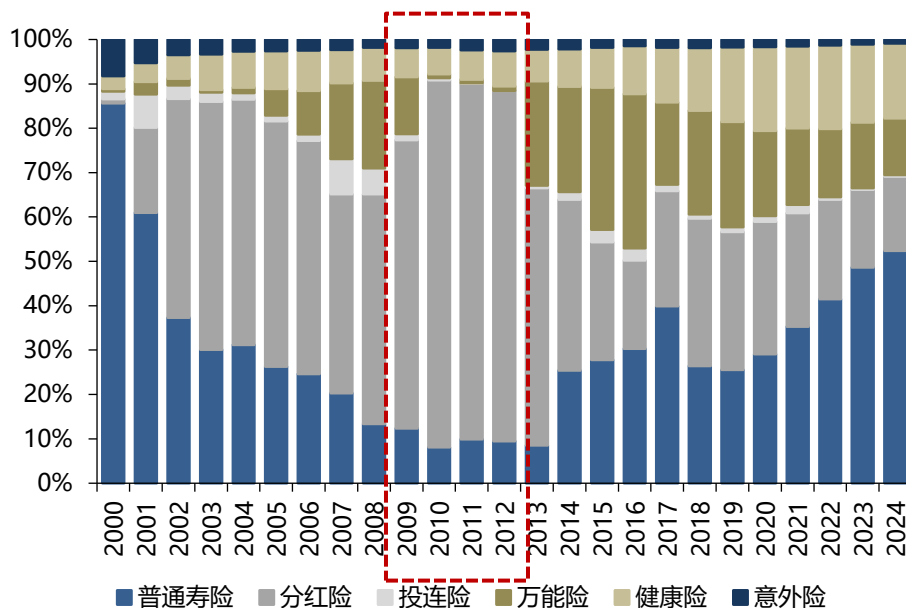
2.6 预计未来业务结构加速向分红险转型

- 我们认为，2025下半年和2026年上市险企新单业务结构将加速向分红险转型。
- 预定利率进一步下调，目前预期下调后传统险/分红险预定利率分别为2.0%/1.75%，分红险实际结算水平暂无变化，因此从保本收益差距、实际结算水平差异上看，分红险相比传统险、银行理财等产品的相对吸引力都将提升。
- 从历史经验看，在2013年利率市场化改革之前，分红险与传统险预定利率均为2.5%，分红险凭借浮动收益优势，成为行业保费核心贡献险种，一度占据总保费比重超过80%。

图：预定利率下调后预计分红险吸引力上升



图：2013年预定利率调整前分红险业务占据主导



注：分红险实际结算水平按3.2%计算，主要参考金管总局《关于分红险分红水平监管意见的函》的相关要求。

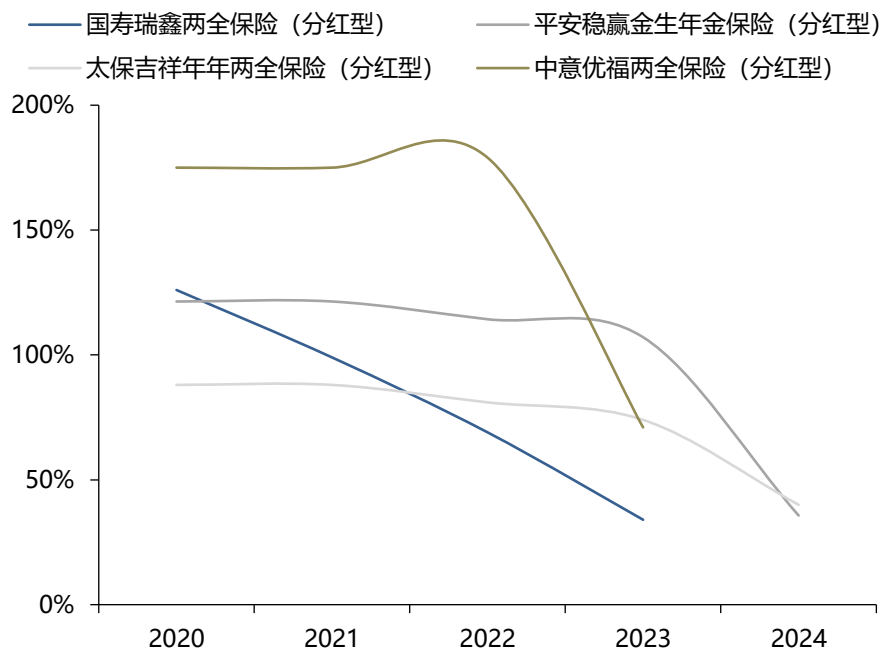
2.7.1 长期展望：分红险是低利率下人身险产品演变的必经之路

- 我们认为，低利率环境下需要解决险企刚性负债成本高而客户风险偏好低的矛盾，分红险是非常符合这一诉求的品种类型。
- 长端利率中枢下行导致寿险利差损风险，因此降低负债端刚性成本，是最直接也是最关键的负债端举措，以分红险为主的浮动收益型产品则可明显优化负债成本。
- 对于客户而言，分红险兼具保底收益和浮动收益的特性或更能满足客户的储蓄需求，特别是在预定利率可能进一步下调的背景下。我们认为，监管对险企分红“限高”，可以规范险企经营和重塑客户预期，而从长期来看，分红险的整体回报预计仍然是可观的。

图：国内长端利率中枢下行（%）



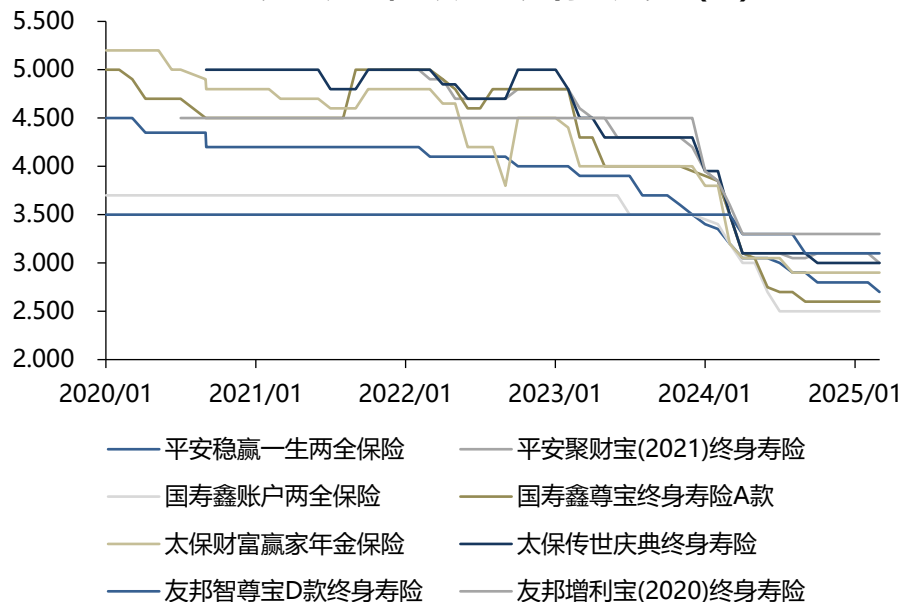
图：各险企分红实现率短期下降



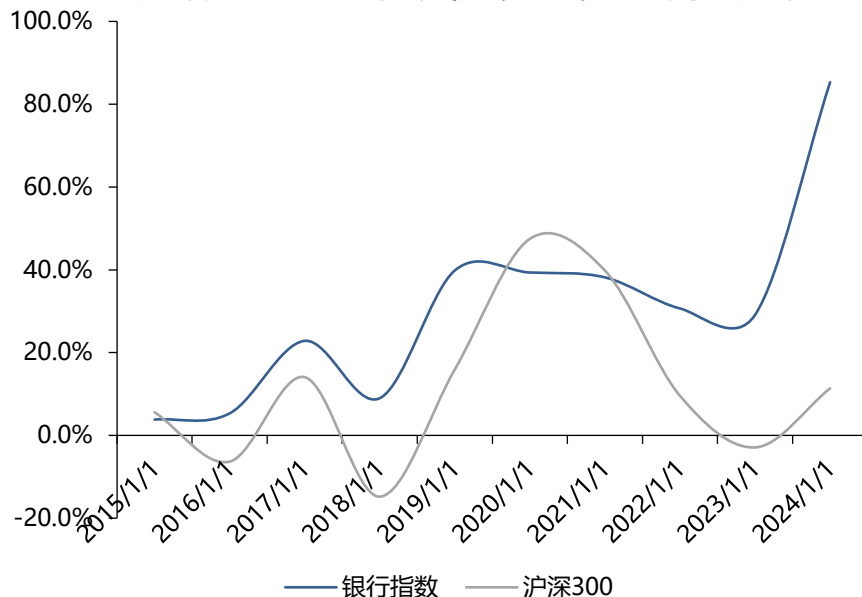
2.7.2 长期展望：万能险、投连险或成为未来保险公司降低刚性负债成本的新选择

- 参考海外经验，万能险、投连险等产品能在几乎没有刚性负债成本的基础上仍能吸引客户。
- 可参考中国香港模式，在定价时采用极低的最低保证利率（0.5%），但通过较高日常结算利率来吸引客户，既能够在投资收益较高时提供有吸引力的收益率，又能在投资收益率较低时让客户与公司共担风险。
- 美国指数连接型产品（IUL）兼具保障与收益功能，且收益挂钩市场指数，公开透明，保底结算利率一般在0%-2%，但客户同样可以享受指数上涨带来的收益。从长时间维度上看，我国部分指数是能提供稳定且较高的收益率，我国保险公司可以通过设计挂钩这类指数的保险产品来实现即降低负债成本又能满足客户需求。

图：国内典型万能险账户结算利率走势（%）



图：指数连结型产品可尝试对接A股宽基或行业指数



2.7.3 长期展望：看好医疗险与重疾险创新发展

- 突破医疗险发展瓶颈：“保险+科技+服务”组合模式正在成为险企发展业务的抓手，不仅可以提升客户体验，增强客户黏性，而且能够大幅拓宽上下游产业链的市场空间，助力险企形成差异化竞争优势，
- 健康险提升杠杆率：低预定利率时期，高保费成为制约重疾险发展的重要因素，可以通过组合化、去储蓄化和健康管理服务相结合的三大方面出发解决这一问题。当前保险公司已经积极开展保险+健康管理的生态布局，以赋能主业增长。

图：保险公司及保险科技公司在产业链中与上下游相关企业协调

图：中国平安医养服务战略



医养服务：保险产品同质化，服务差异化

优质服务网络	
类别	覆盖网络
医疗服务	合作：全国覆盖超300城市 超3,000家三级医院 全部三甲医院
	自营：北大医疗集团6家三级医院 >1,700名医生，主任以上>600名
健康服务	合作：健康管理机构超10万家 合作药店达23.5万家
	自营：18家健康管理中心
养老服务	合作：居家养老覆盖75城
	自营：高品质康养覆盖5城6个项目 上海、深圳项目2025年下半年开业

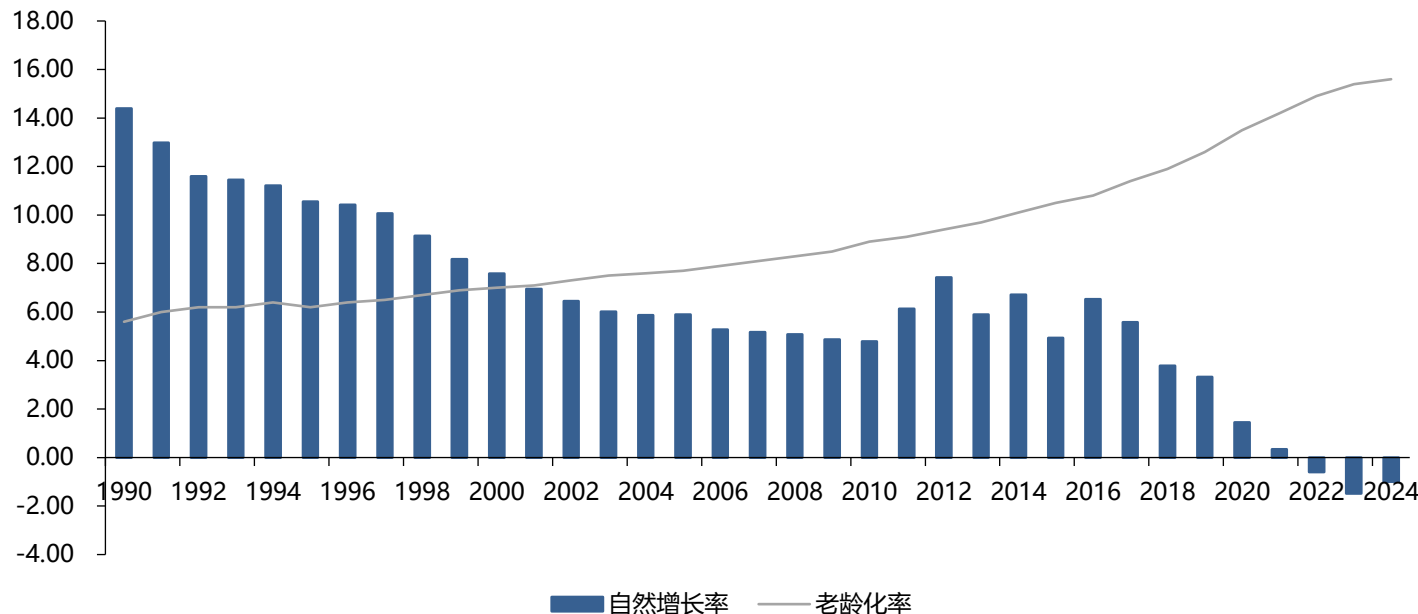
赋能效果明显

- 促销售
 - 70%：医养客户对寿险新业务价值的贡献占比
 - 3倍：居家养老客户对寿险件均首年保费的贡献提升
 - 2.3倍：价值客户客均合同数提升⁽¹⁾
- 优体验
 - 35%：客均线上问诊次数同比提升
 - 100%：居家养老“智能守护”警报响应率
 - 10秒⁽²⁾：居家养老“智能守护”警报响应时效
 - 98%：AI全覆盖体检报告解读准确率

2.7.4 长期展望：商业养老金有望分享第三支柱增长红利

- 我国商业养老保险市场规模尚小。2024年商业养老金业务市场规模突破千亿元。其中，2024年新增资金量接近千亿元，较2023年试点起步之年的180亿元实现数倍增长。但相比第一支柱（累计结存超6万亿元）和第二支柱（累计结存超4万亿元），仍然有很大差距。
- 我国正处于人口老龄化加速时期。从老龄化到深度老龄化，我国仅用时21年，而美国、日本分别为71年、24年。截至2024年末，我国65岁以上人口占比已经提升至15.6%。我们认为，老龄化进程的加快，将导致养老金需求激增。但由于第一支柱提供的养老保障不足以及第二支柱涵盖人员较少，因此商业养老金或成为下一个销售风口。

图：我国老龄化程度不断加深（%）



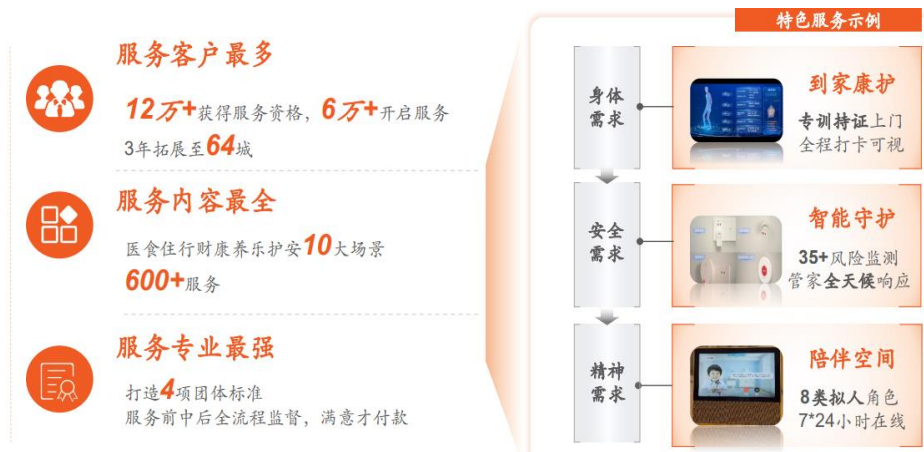
2.7.5 加快布局保险+养老，构建未来新增长空间

- 目前各险企积极布局保险+养老服务建设，培育未来新的增长方向。
- 养老社区：中国人寿采用“一主多辅”养老发展模式，以城心为重点，集中资源优先满足客户刚需，并通过多种模式供给满足客户多层次养老需求。目前中国人寿养老项目已在14个城市布局17个机构养老项目，计划到十四五末覆盖约30城。
- 居家养老：中国平安推出“平安管家·一站式居家养老服务”，于2022年1月上线，截至2024年9月末已覆盖全国75个城市，累计超15万名客户获得居家养老服务资格。同时，平安高品质康养社区项目已在5个城市启动，均陆续进入建设阶段，拟于2025年起逐步开业。

表：中国人寿养老项目布局

养老业态	目前启动项目 (覆盖14个城市)
城心养老公寓	杭州人寿大厦、青岛长者公寓、深圳报春大厦、昆明嘉丝特项目
城郊养老社区	苏州雅境、天津乐境、成都锦塘、厦门乐境
旅居康养公寓	三亚逸境、北戴河项目
社区养老	深圳4个普惠性社区项目
居家养老	北京、上海、杭州、广州、成都

图：中国平安居家养老服务情况

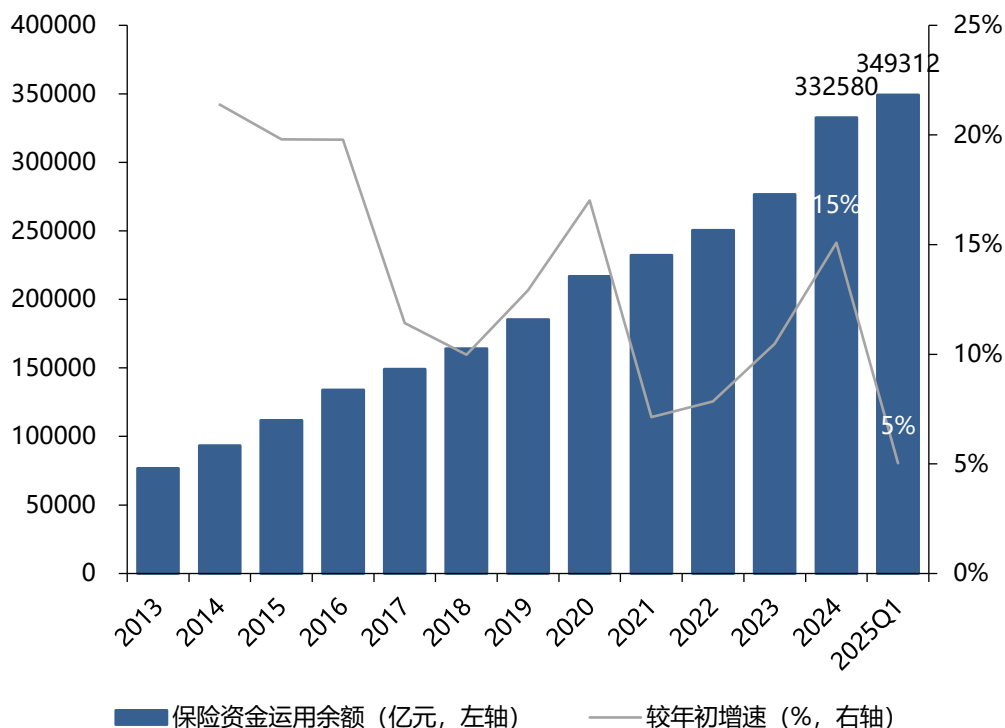


3. 资产端：持续增配债券与OCI股票

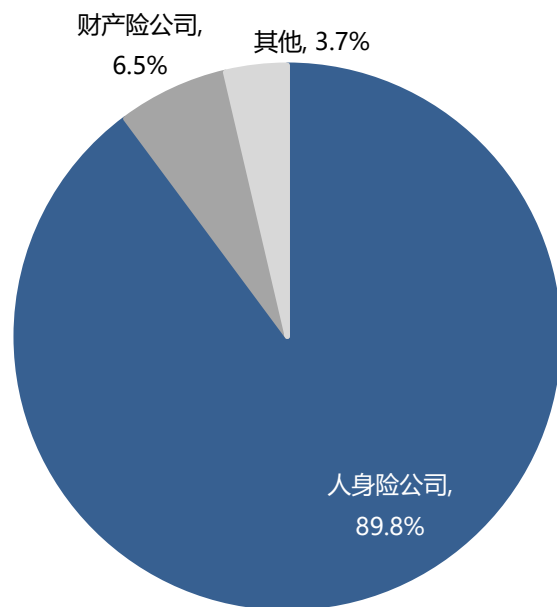
3.1 保险资金投资资产规模保持较快增长

- **受益于负债端保费的持续增长，保险资金运用余额不断提升。**2013-2024年保险资金运用余额从7.7万亿元增长至33.3万亿元，CAGR达14.2%，2025Q1末进一步提升至34.9万亿元，较年初增长5.0%。
- **从结构上看，人身险公司占据行业总投资规模近9成。**2025Q1末，人身险公司保险资金运用余额达31.4万亿元，占全行业的89.8%，而财产险公司仅占6.5%。

图：2025Q1末保险资金运用余额已接近35万亿元



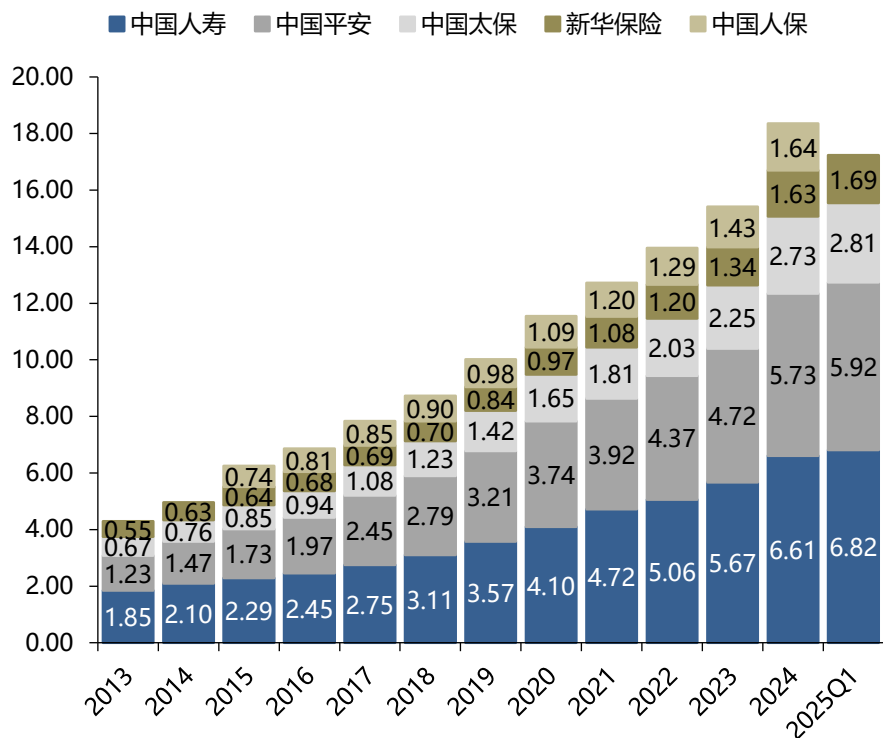
图：2025Q1末人身险公司资金运用余额占行业约90%



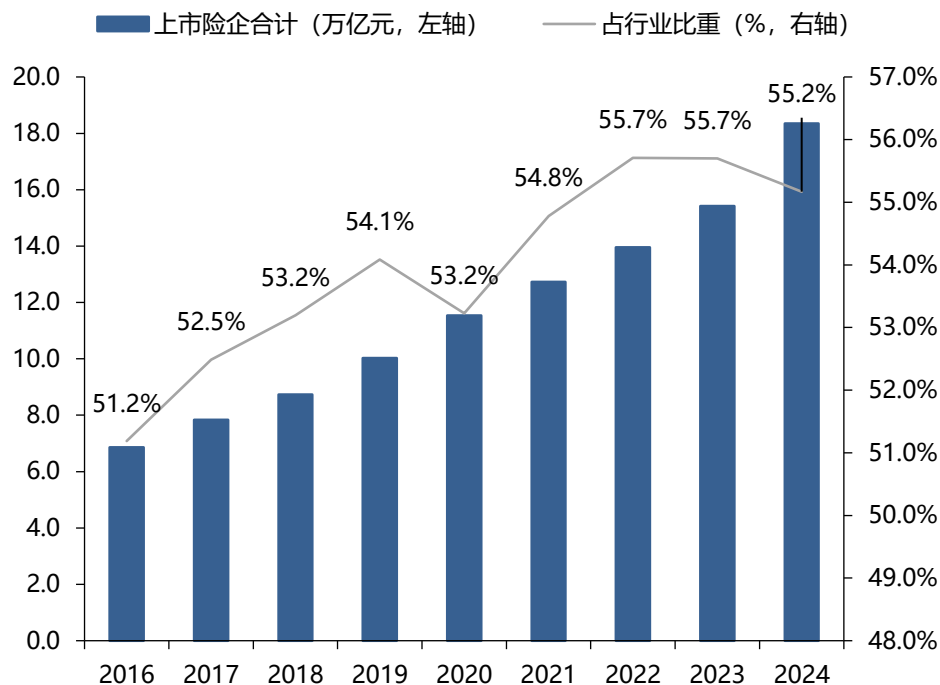
3.1 保险资金投资资产规模保持较快增长

- **上市险企投资资产规模快速增长。**截至2024年末，A股五家上市险企投资资产规模合计达18.3万亿元，较年初+21%，除人保外增速均在20%以上，其中国寿增速最快为+22%。2025Q1末，除人保外的上市险企投资规模合计较年初+3.2%，其中新华增速最快为+3.6%。
- **上市险企占据行业投资资产规模半壁江山。**自2016年以来，A股5家上市险企占行业总投资资产规模比重均在50%以上，且整体上呈现提升趋势，2022-2024年占比均超过55%。

图：2024年末上市险企投资资产合计18.3万亿元（单位：万亿元）



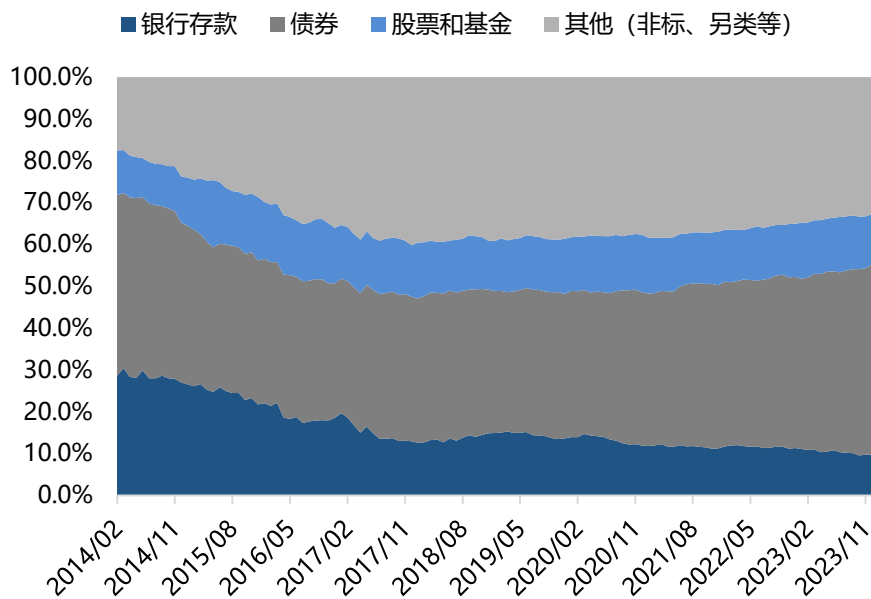
图：2024年末上市险企投资资产规模占行业的55.2%



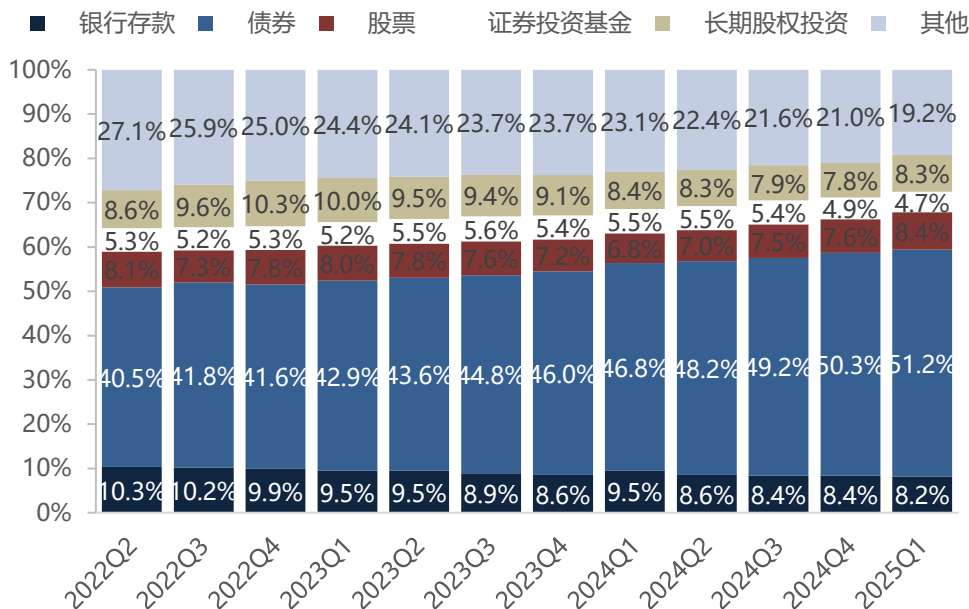
3.2.1 “资产荒” 下主要增配债券，股票+基金占比稳定

- 近年来保险公司资产端面临较为突出的“资产荒”问题，在利率下行、权益低迷、非标供给不足的背景下，保险公司主要通过增配长久期债券资产维持收益率水平。此外，增配长债也与①负债端增量业务以长久期保证收益的增额终身寿、长期年金等传统险为主，②缩短久期缺口防范利率风险等因素有关。
- 截至2025年Q1末，人身险公司配置债券比例已经达到51.2%，较2022年末大幅提升9.5pct；核心权益股票+基金投资整体相对稳定，基本在12%-13%之间；而以另类为主的其他资产占比大幅下降，主要是由于存量非标逐步到期、新增优质资产供给不足。

图：近年来保险资金运用余额中债券占比持续提升



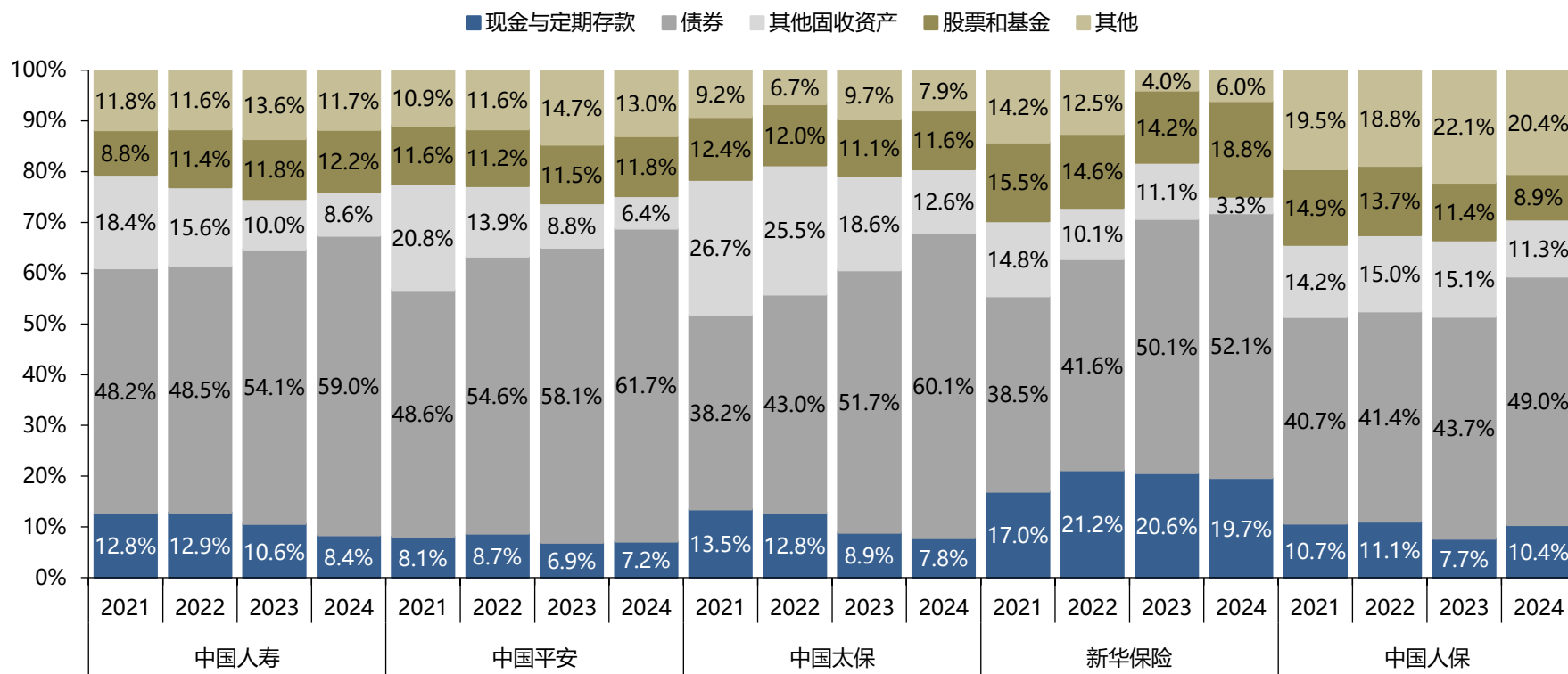
图：2023年以来人身险公司持续增配债券



3.2.1 “资产荒”下主要增配债券，股票+基金占比稳定

- 上市险企投资资产配置结构变化趋势与行业整体基本一致，近年来持续增配债券、减配非标，2024年末上市险企债券占比平均较年初+4.8pct。
- 从核心权益“股票+基金”持仓比例来看，近年来基本保持稳定，2024年整体略有增持，平均较年初+0.7pct，预计主要是由于红利资产行情利好险企持仓，整体收益表现较好。

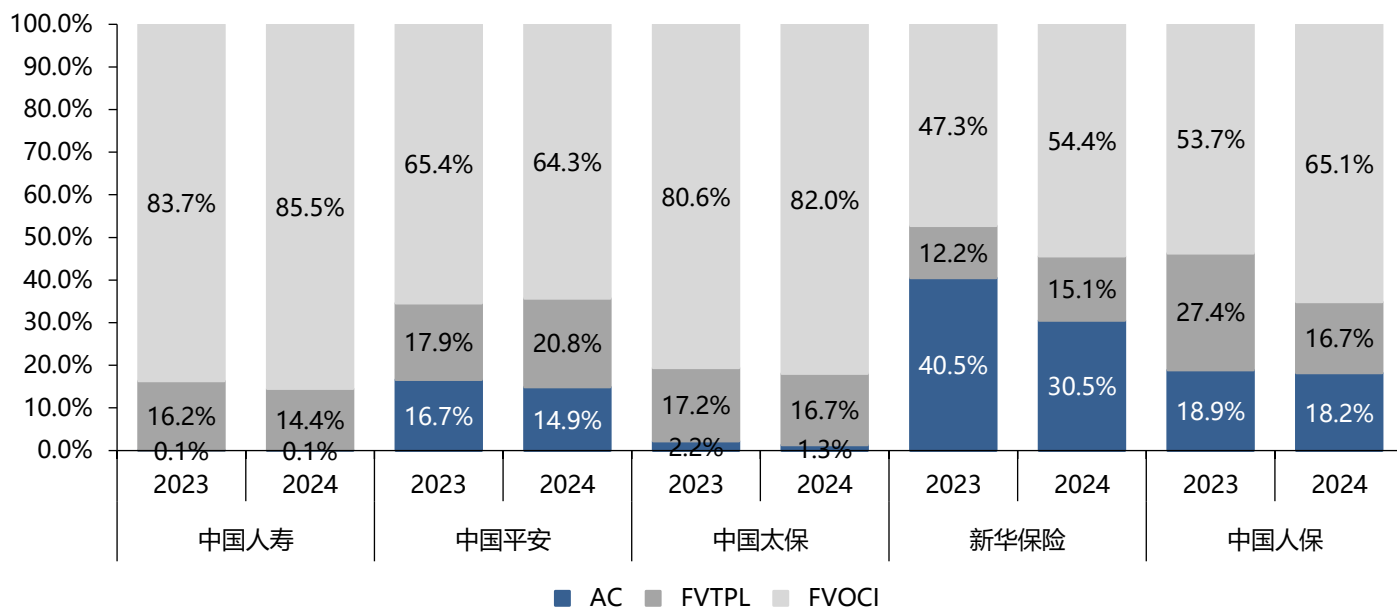
图：2021年以来上市险企投资资产配置结构



3.2.2 债券投资在新准则下普遍以FVOCI计量

- 2024年末A股上市公司中，中国平安债券占比最高（61.7%），中国人保最低（49.0%）。从2024年债券占比增幅看，中国太保增幅最大，较年初提升8.3pct，而新华保险增配幅度最低，为2.1pct，预计一定程度上是由于公司债券有较大比例以摊余成本计量（AC）。
- 新会计准则下，上市险企债券投资的会计分类普遍以FVOCI为主，占比大多在60%以上，主要为了与负债端利率风险相对冲。而新华保险2024年末AC类债券占比为30.5%，虽然明显下降，但是仍高于同业，是近两年公司净资产受利率下行影响而持续下滑的主因。

图：上市险企债权投资会计分类情况



注：中国平安为固收资产口径，非纯债口径

3.2.3 上市险企股票+基金占比仍处于历史中枢水平

- 2024年末A股5家上市险企股票+基金投资比例平均为12.7%，较年初+0.7pct，但仍处于历史中枢水平。其中新华保险占比最高为18.8%，同时也是增幅最大的（+4.7pct）；中国人保占比最低为8.9%，同时也是唯一出现占比下滑的，较年初-2.4pct。
- 从权益内部配置结构看，2024年末股票平均占比为7.9%，较年初+1.1pct，基金平均占比为4.8%，较年初-0.5pct。新华保险股票和基金单项占比均属于上市公司最高。

表：2024年上市险企股票+基金投资规模与占比情况

单位：亿元		规模				占比			
		股票	基金	总投资资产	股票+基金 环比增速	股票	基金	合计	股票+基金 环比变动
中国人寿	2023	4302	2070	54125		7.9%	3.8%	11.8%	
	2024H1	4417	2737	60865	12.3%	7.3%	4.5%	11.8%	-
	2024	5011	3066	66111	12.9%	7.6%	4.6%	12.2%	0.5pct
中国平安	2023	2921	2515	47222		6.2%	5.3%	11.5%	
	2024H1	3319	2312	52033	3.6%	6.4%	4.4%	10.8%	-0.7pct
	2024	4374	2373	57314	19.8%	7.6%	4.1%	11.8%	0.9pct
中国太保	2023	1885	624	22501		8.4%	2.8%	11.1%	
	2024H1	2213	640	24560	13.7%	9.0%	2.6%	11.6%	0.5pct
	2024	2551	623	27345	11.3%	9.3%	2.3%	11.6%	-
新华保险	2023	1062	846	13455		7.9%	6.3%	14.2%	
	2024H1	1443	1163	14390	36.6%	10.0%	8.1%	18.1%	3.9pct
	2024	1808	1263	16294	17.8%	11.1%	7.8%	18.8%	0.7pct
中国人保	2023	455	1174	14331		3.2%	8.2%	11.4%	
	2024H1	450	975	15318	-12.5%	2.9%	6.4%	9.3%	-2.1pct
	2024	602	866	16418	3.1%	3.7%	5.3%	8.9%	-0.4pct

3.2.3 增配FVOCI股票是上市险企的一致趋势

- 2024年末5家上市险企股票投资中FVOCI占比平均为32.9%，较年初提升9.3pct。其中：①平安占比最高为60.2%，人寿占比最低为12.0%。②太保较年初+15.4pct，增幅最大。
- 我们认为，在低利率环境下，通过FVOCI方式持有高股息股票资产，有助于通过“以股息换利息”的方式缓解利差压力，同时也可以减小股市波动对利润表的影响，预计未来各险企会进一步提升FVOCI股票占比。

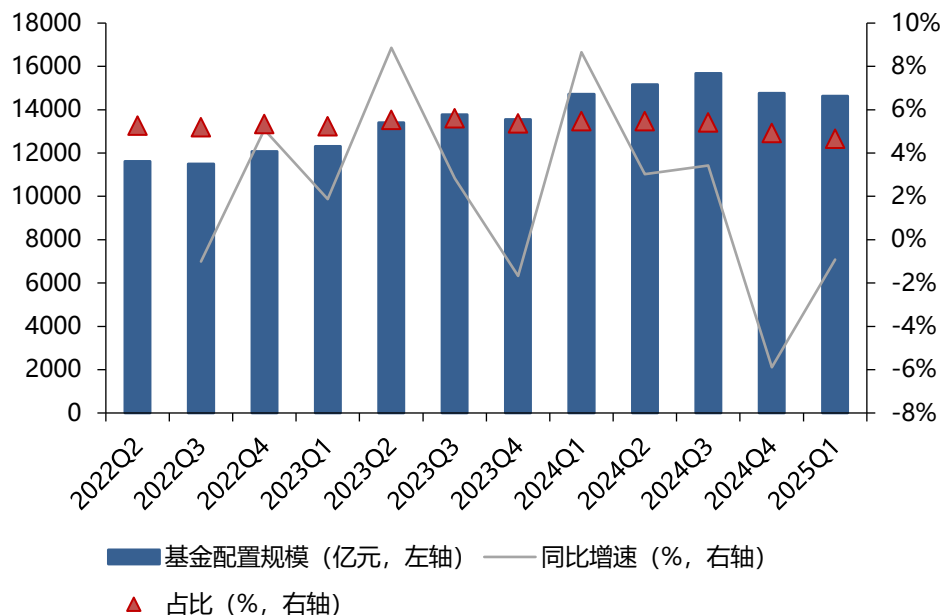
表：2024年上市险企普遍增加FVOCI股票投资

单位：亿元		规模				占比		
		股票合计	FVTPL	FVOCI	FVOCI 环比增速	FVTPL	FVOCI	FVOCI 环比变动
中国人寿	2023	4302	4154	148		96.6%	3.4%	
	2024H1	4417	4076	341	130.9%	92.3%	7.7%	4.3pct
	2024	5011	4409	602	76.2%	88.0%	12.0%	4.3pct
中国平安	2023	2921	1170	1751		40.1%	59.9%	
	2024H1	3319	1259	2060	17.7%	37.9%	62.1%	2.1pct
	2024	4374	1742	2632	27.7%	39.8%	60.2%	-1.9pct
中国太保	2023	1885	1613	271		85.6%	14.4%	
	2024H1	2213	1753	460	69.6%	79.2%	20.8%	6.4pct
	2024	2551	1790	761	65.4%	70.2%	29.8%	9.0pct
新华保险	2023	1062	1009	54		95.0%	5.0%	
	2024H1	1443	1275	168	214.4%	88.3%	11.7%	6.6pct
	2024	1808	1502	306	82.0%	83.1%	16.9%	5.3pct
中国人保	2023	455	295	160		64.8%	35.2%	
	2024H1	450	268	182	13.6%	59.5%	40.5%	5.3pct
	2024	602	329	273	50.0%	54.6%	45.4%	4.9pct

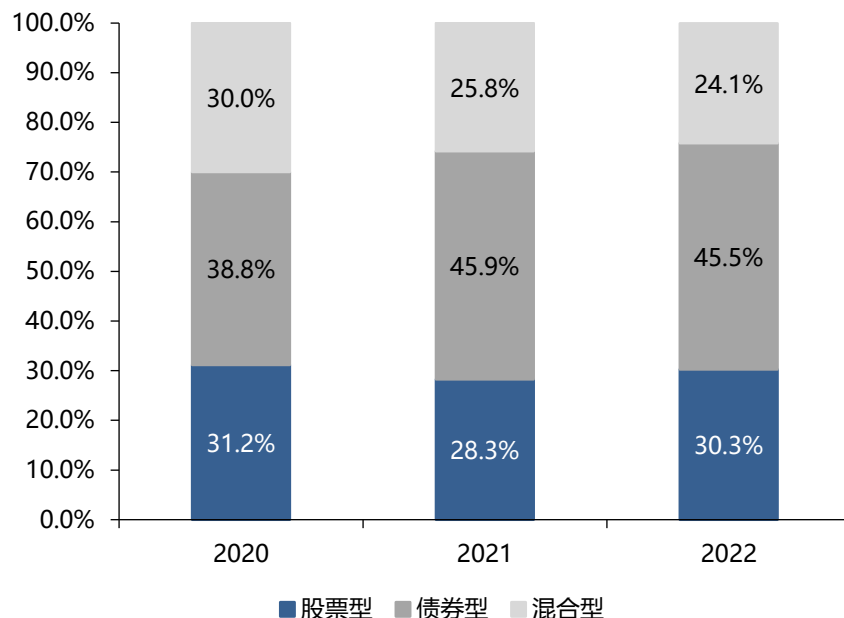
3.2.4 行业基金配置比例约4-6%，配置结构相对均衡

- **保险资金投资资产中核心权益股票+基金占比整体稳定，基本在12%-13%之间。**2025Q1末，人身险公司配置股票比例为8.4%，较年初+0.9pct，而基金比例为4.7%，较年初-0.3pct，股票+基金合计占比13.1%，仍整体处于历史中枢区间附近。
- **保险资金对基金配置比例约在4-6%之间，配置结构相对均衡。**从2022年以来分季度数据看，保险资金对基金配置比例基本保持在4-6%之间，随市场变化而波动。从配置结构看，保险资金配置的公募基金品种相对均衡，2022年末股票、债券和混合型占比分别为30.3%、45.5%和24.1%，2020-2022年期间债券型基金占比整体有所提升。

图：保险资金对基金配置比例在4-6%之间



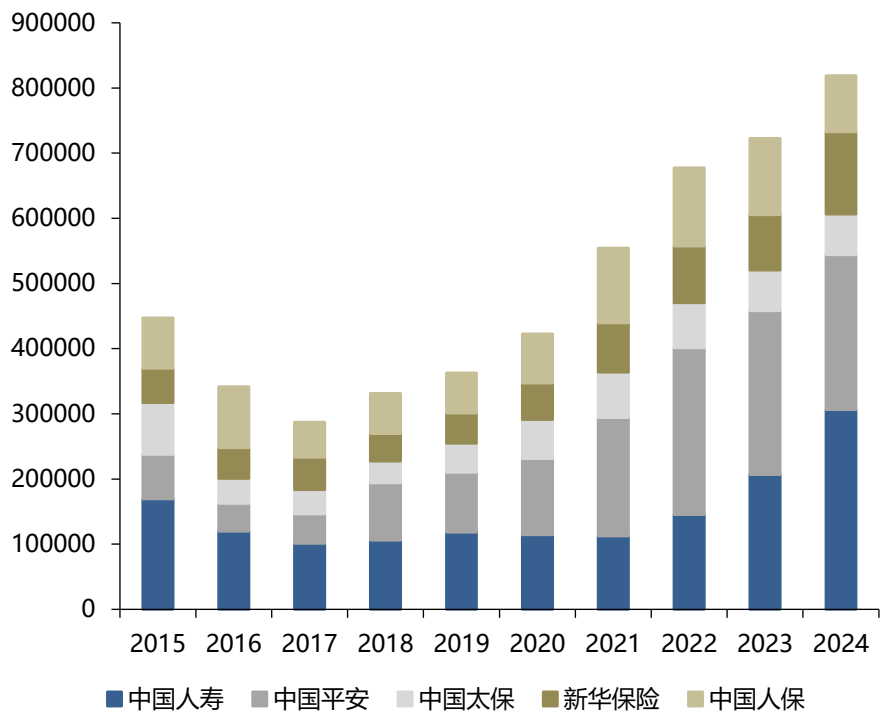
图：保险资金公募基金配置结构相对均衡



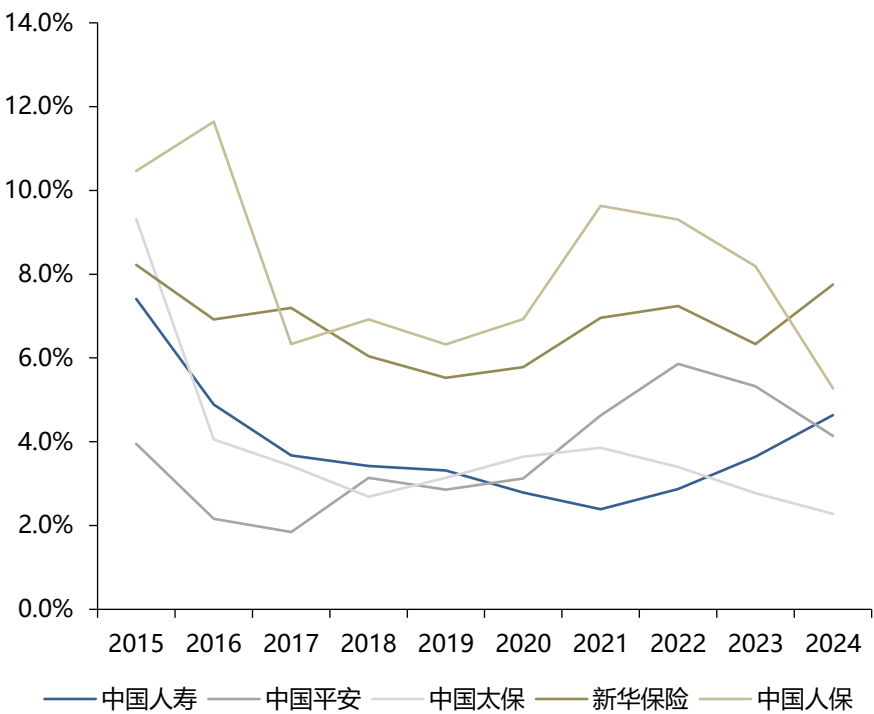
3.2.4 上市险企基金投资规模持续提升，占比基本稳定

- **上市险企对基金资产投资规模持续提升。**从历史趋势看，2017年是上市险企配置基金规模的最低点，此后投资规模持续增长，至2024年末合计投资基金规模达8192亿元。
- **近年来上市险企对基金资产投资比例基本稳定。**从基金投资比例来看，上市险企投资基金占比虽然在年度间均有波动，但是近年来整体基本稳定。中国平安配置比例最低，仅为2.3%，而新华保险比例最高，为7.8%。

图：上市险企基金配置规模（百万元）



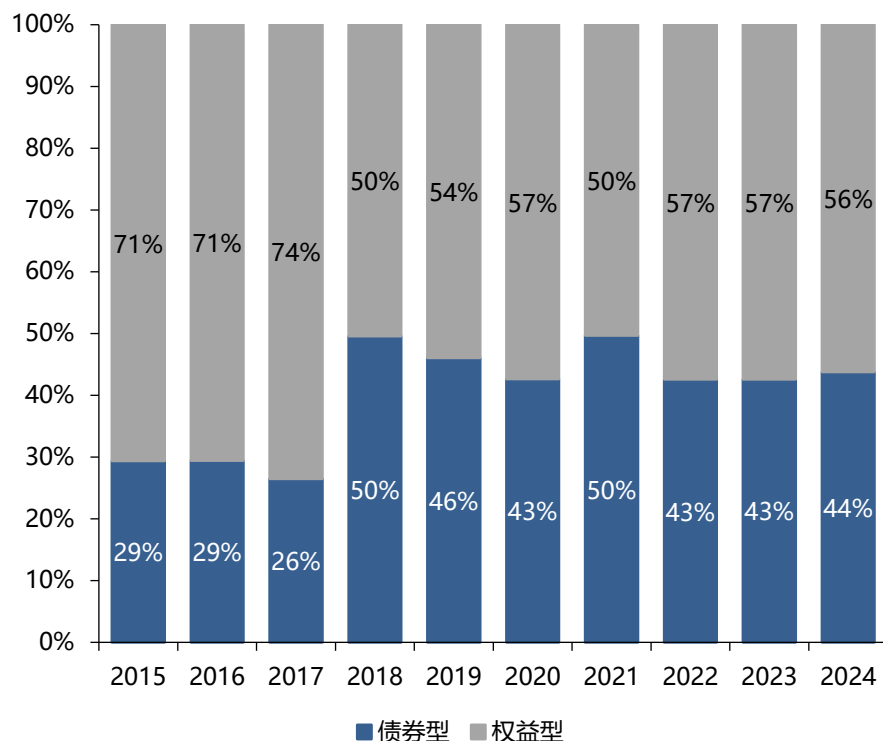
图：上市险企基金投资占比走势



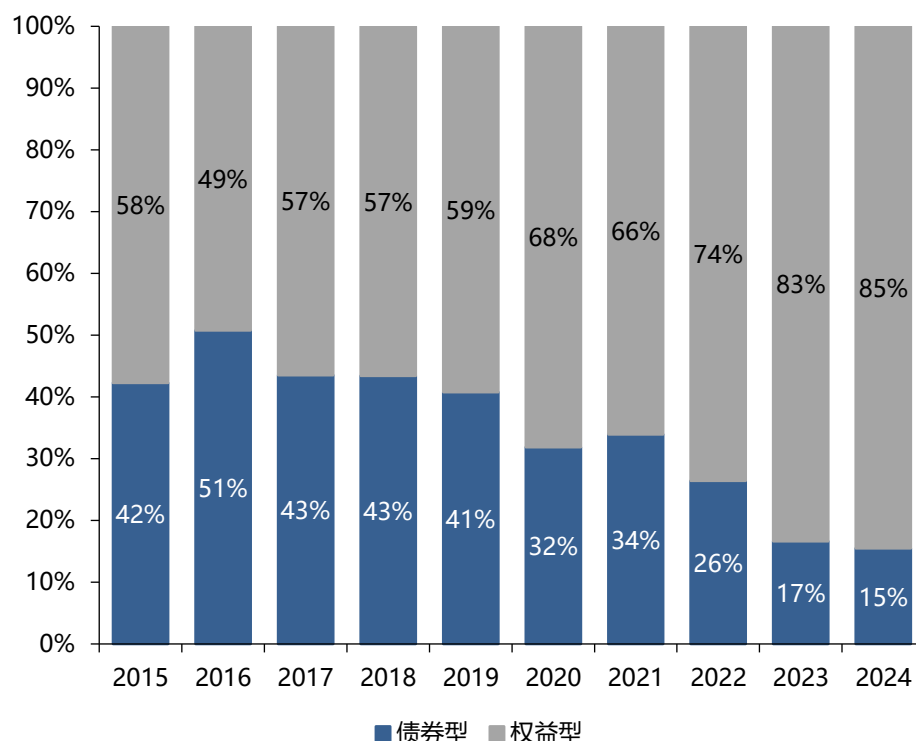
3.2.4 不同公司配置基金品种偏好存在差异

- 从公募基金具体结构看，不同公司的投资偏好存在差异。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：
- 中国平安自2018年以来基本保持了权益基金占40%、债券基金占60%的结构。
- 中国太保则持续增加权益基金投资，2024年末占比已提升至85%，较2016年提升了36pct。

图：中国平安公募基金配置结构



图：中国太保公募基金配置结构



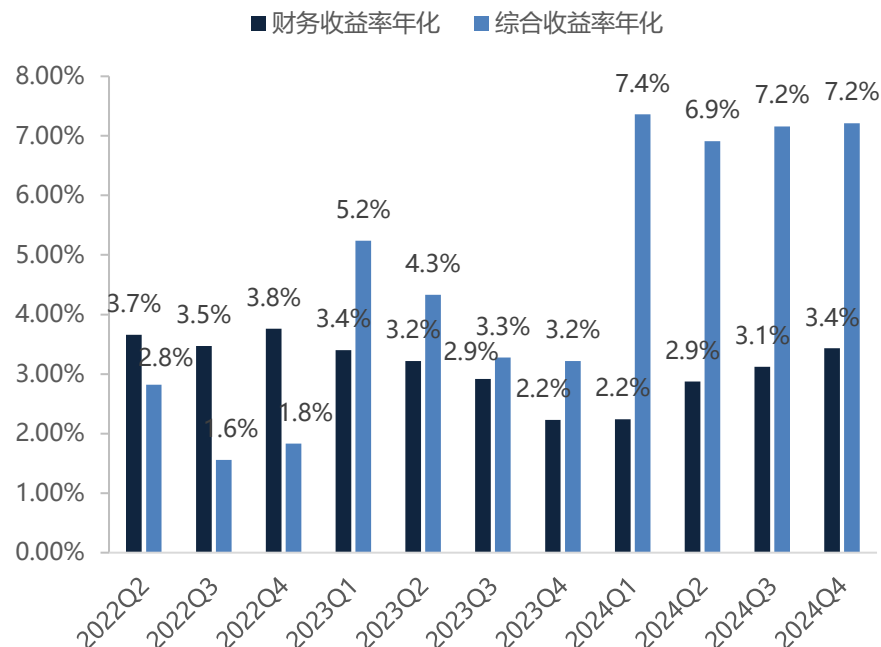
3.3 净资产收益率中枢向下，25Q1总、综合投资收益率略有压力

- 自2006年以来，保险资金总投资收益率始终保持正回报，平均收益率达5.1%。但是伴随国内利率中枢下行，保险资金净投资收益率逐步下降，也在一定程度上导致总投资收益率面临较大下行压力。
- 受股市波动影响，总、综合投资收益率存在较大变动，2024年由于股票市场明显回暖，行业总、综合投资收益率分别为3.4%、7.2%，同比分别提升1.2pct、4.0pct。综合投资收益率明显提升，也受到利率下行导致可供出售债券浮盈增加的影响。

图：2006年以来保险行业财务投资收益率表现



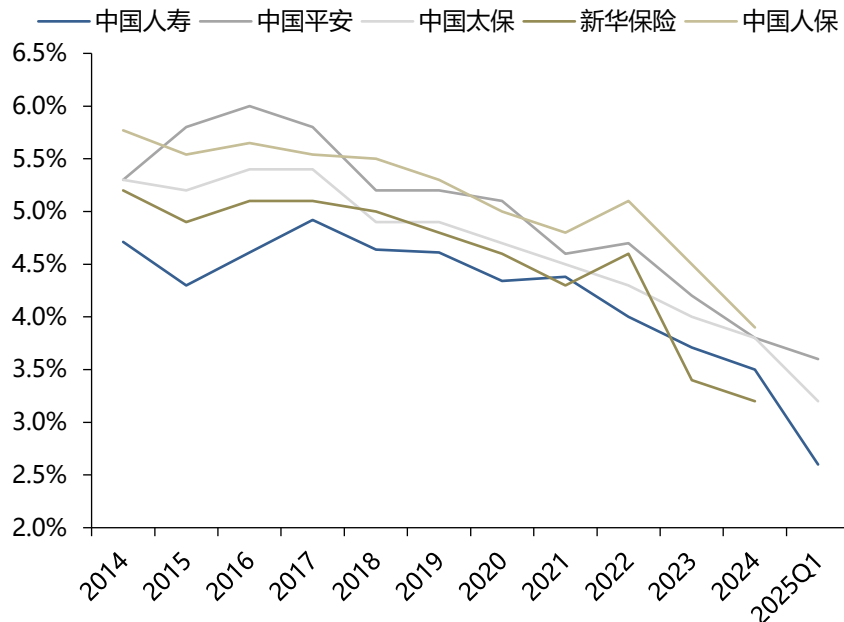
图：2024年保险行业投资收益率明显提升



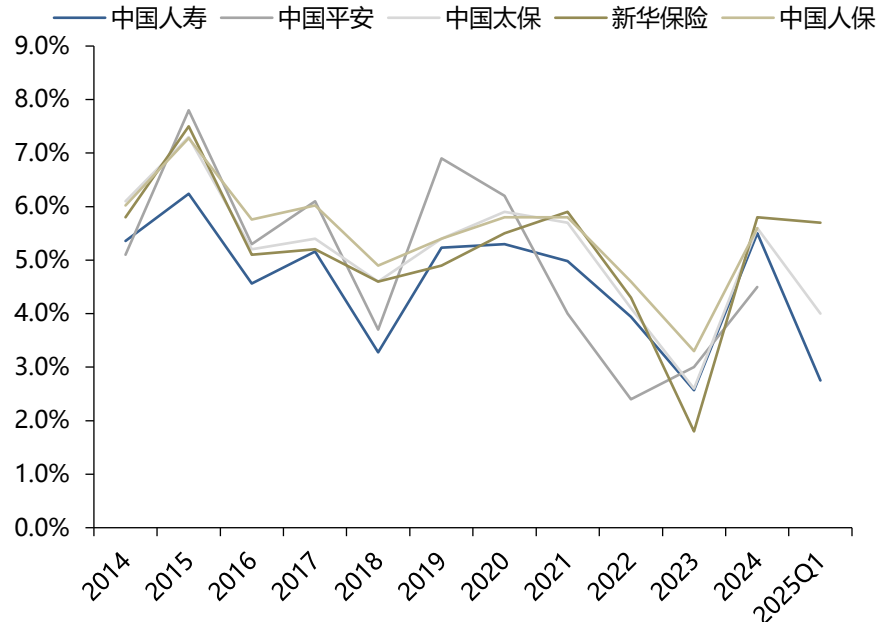
3.3 净资产收益率中枢向下， 25Q1总、综合投资收益率略有压力

- 净投资收益率：仍处于持续下降过程中，2024年上市险企平均净投资收益率为3.6%，同比-0.3pct。2025Q1国寿（年化）同比-0.2pct，而平安、太保（均未年化）同比持平。
- 总投资收益率：2024年受股市反弹带动明显提升，上市险企平均值为5.4%，同比+2.7pct。2025Q1由于债市阶段性下跌，国寿（年化）、太保（未年化）分别-0.5pct、-0.2pct，而新华（年化）则+1.1pct。
- 综合投资收益率：2025Q1平安（未年化）同比+0.2pct，而新华（年化）则-3.9pct。

图：2016年以来上市险企净投资收益率中枢向下



图：新会计准则下上市险企总投资收益率波动较大

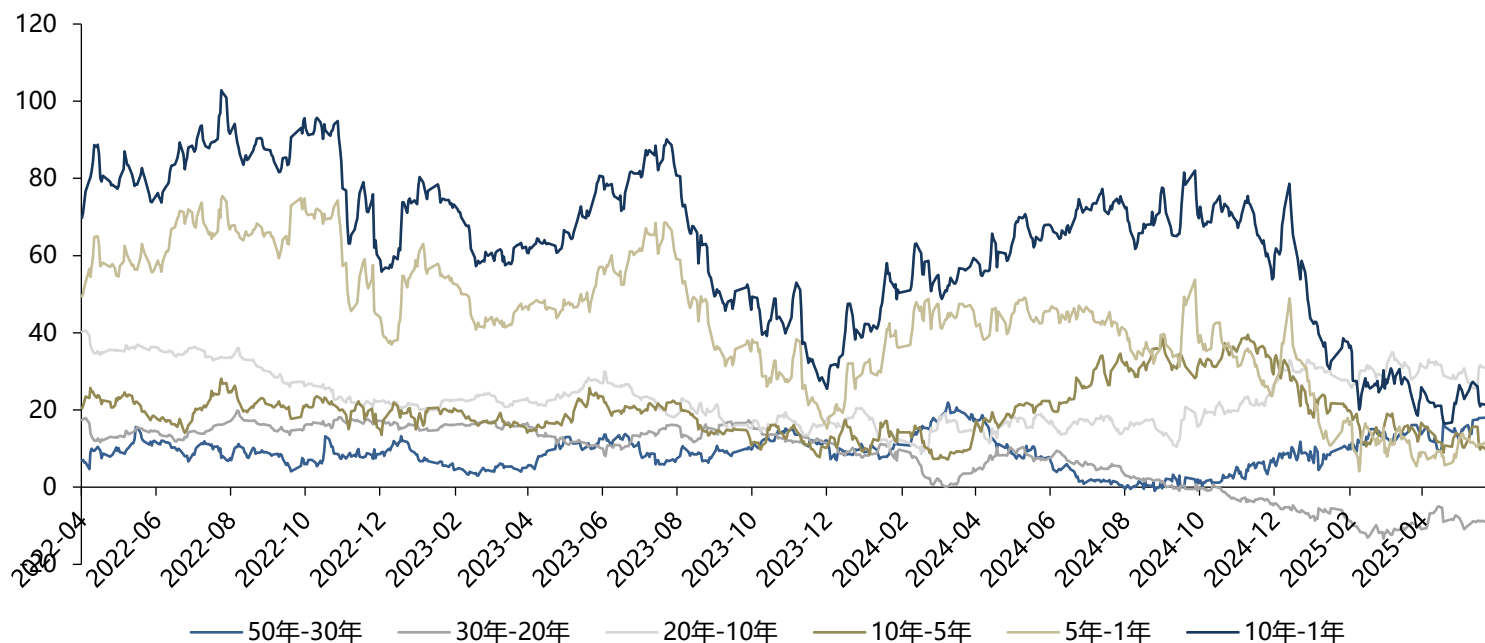


注：中国平安、中国太保2025Q1数据经过简单年化处理（即Q1数据*4）

3.4.1 展望：中短期来看资负久期匹配要求有所放松

- 我们预计中短期险企对资负匹配要求有所放松，灵活久期策略或是更优选择。
- 当前10年期国债利率基本企稳于1.64%上下，短期大幅下行风险有限，继续缩窄久期缺口的性价比下降，可能会导致资金整体收益率被拖累。此外，国债期限利差空间已经被显著压缩，中债国债到期收益率10年期与1年期利差已经收窄至25bps以下，30年期和20年期持续倒挂。
- 因此我们认为保险公司可能适度配置中短债或者增加交易盘操作，而不会延续过去两年聚焦单一长债的配置思路。

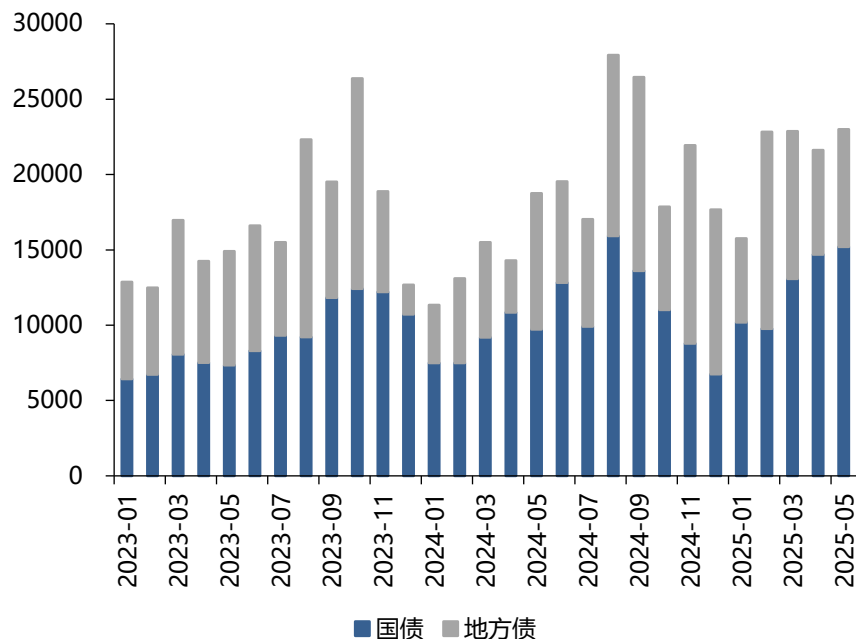
图：当前国债期限利差空间被显著压缩



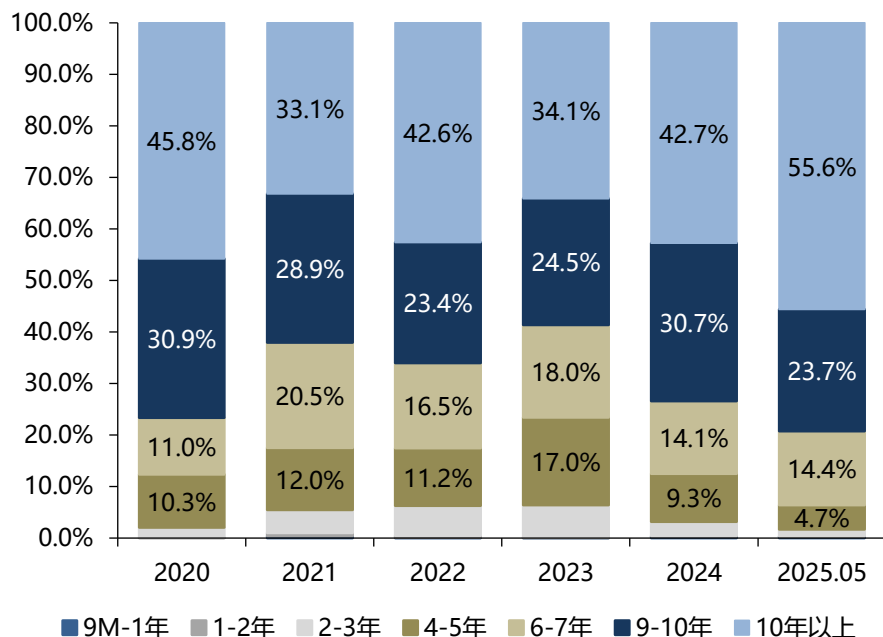
3.4.1 展望：长期来看长久期利率债仍是重要方向

- 长期来看，长久期策略仍然是重要配置方向。
- 一方面，国内寿险业久期缺口仍然明显，长期利率中枢依然有下行风险，且近两年负债端整体久期较长，仍需要长久期资产与之匹配。
- 另一方面，国债和地方债发行规模继续扩大，长久期资产供给充足。根据2025年财政部预算安排，一般国债+超长期特别国债+注资特别国债+地方债新增债限额合计11.86万亿元，较2024年增加2.9万亿元。并且新发行国债及地方政府债的平均期限持续拉长，2025年前5个月发行的9年以上地方政府债占比已经达到79.2%。

图：2023年以来国债和地方债发行规模（亿元）



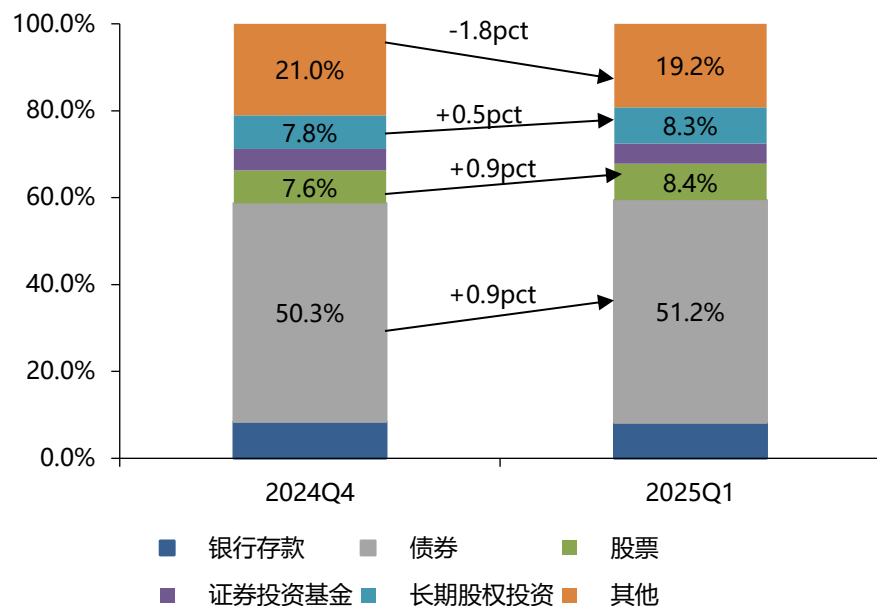
图：地方政府债发行期限结构



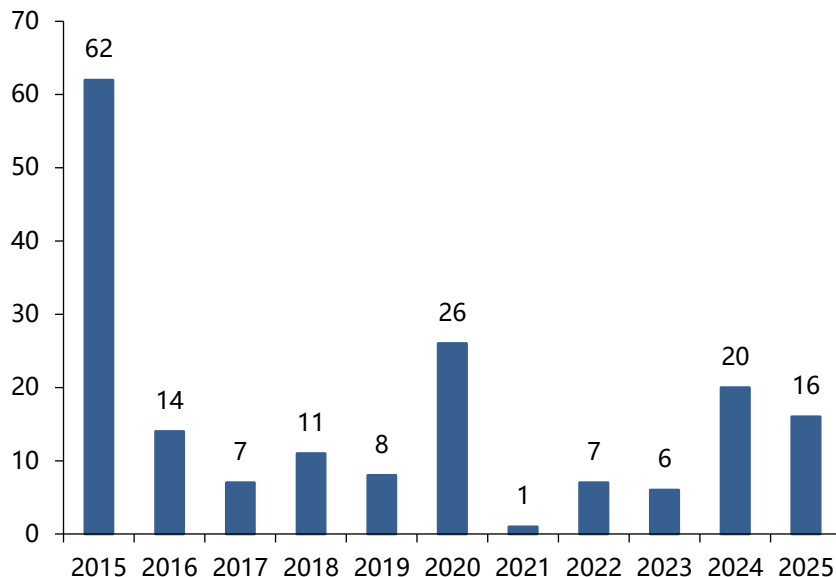
3.4.2 展望：对提升权益投资仓位预计持积极态度

- 我们认为当前险企对提升权益投资仓位态度积极，增配过程中举牌行为或将持续。
- 低利率环境下资产荒压力显著，非标到期面临再配置，而纯债收益率较低，因此权益投资成为突破口，“以股息换利息”策略受到关注。2025Q1寿险公司对非标投资比例减少1.8pct，而债券/股票/长股投分别提升0.9/0.9/0.5pct，反映出非标到期后转配其他资产趋势明显。
- 随着分红险占比的提升，预计险企对股票投资波动的宽容度有所提高，并且监管持续引导险资入市，比例上限和资本占用要求的放宽也减轻了险企权益投资的束缚。
- 随着险资对股票/长股投投资的逐步增配，举牌优质上市公司的行为预计将持续出现。

图：2013年以来险资股票+基金投资占比走势



图：2024年以来险资举牌数量明显增加

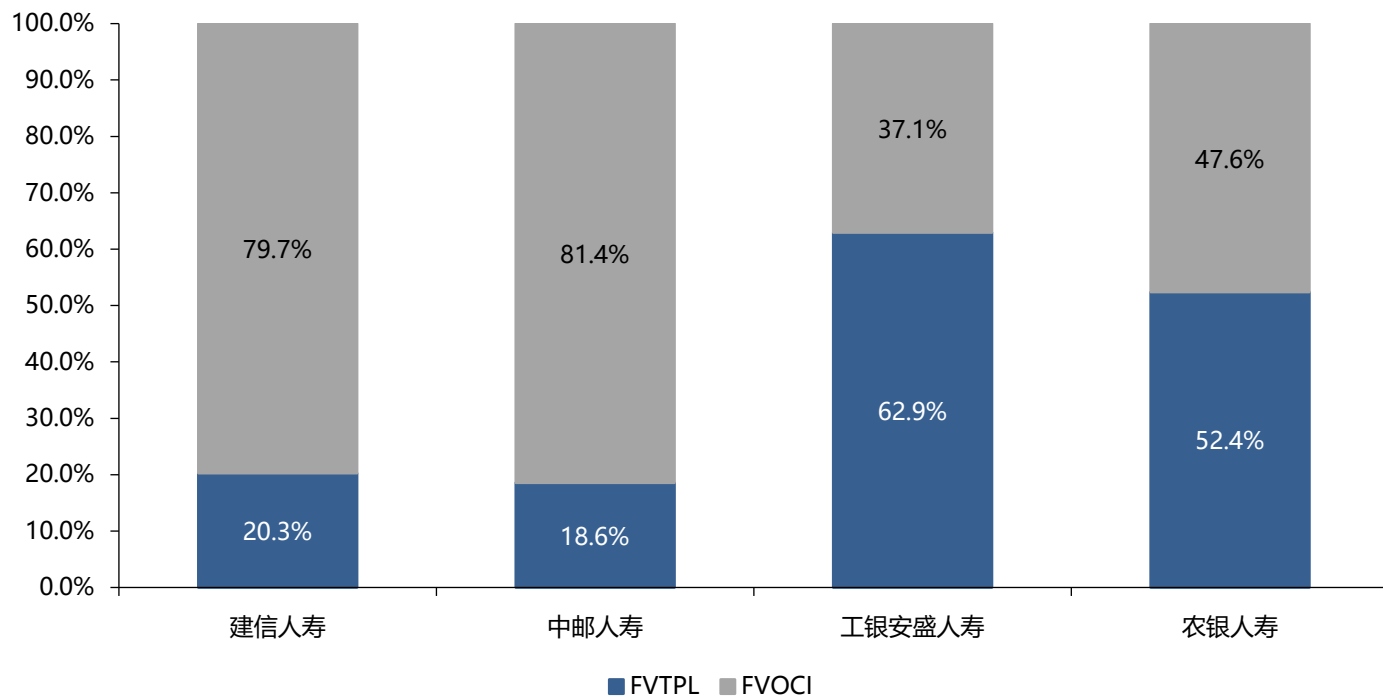


注：2025年举牌数据截至6月20日

3.4.3 展望：新准则之下预计险资对OCI股票配置将加速

- 我们认为2025年险资对OCI股票配置将继续加速。
- 一方面，上市险企股票中OCI占比仍然偏低，特别是国寿、新华等仍有较大提升空间。
- 另一方面，非上市险企在新准则切换之前需要提前调整资产配置，也将成为推动保险资金配置红利资产的重要力量。2024年末银行系四家非上市险企合计OCI股票占比达64.2%，其中建信人寿和中邮人寿占比均在80%上下。

图：部分非上市险企股票的会计分类结构



4. 政策环境：监管呵护态度明显

4.1 政策环境友好，持续引导行业缓解利差损风险

➤ 近年来，金融监管总局多次就保险业监管提及“强化逆周期监管”。我们认为，目前随着保险行业在低利率环境下经营压力加大，监管呵护态度明显，政策环境非常友好，我们判断未来相当长一段时间都将保持这一趋势。

表：近年来对保险行业监管政策主要内容梳理

方向	主要内容
资本端	在偿付能力方面，优化监管标准，延长过渡期。 2023年9月，金管总局发文优化保险公司偿付能力监管标准，包括对中小险企最低资本给予“九五折”或“九折”优待，优化资本计量标准和投资品种风险因子等。2024年12月，将偿二代二期规则过渡期延长一年，过渡期延长至2025年底。
	拓宽保险公司资本补充渠道。 ①在债务性资本方面，增加永续债工具补充资本，发债机构扩容，近两年获准发行资本补充债券和永续债的保险公司数量明显增加。②在补充权益性资本方面，2024年12月金管总局发布的《关于强监管防风险促改革推动财险业高质量发展行动方案》提到，“研究优化股东资质和持股比例要求，增强外源性资本补充吸引力。”
负债端	下调保险产品预定利率，降低负债刚性成本。 2023年7月，传统寿险预定利率上限从3.5%切换到3%，分红险预定利率上限降至2.5%，万能险最低保证利率上限降至2%。2024年，9月切换传统险预定利率上限至2.5%，10月分红险预定利率上限降至2%、万能险最低保证利率上限降至1.5%。2025年4月发文允许保险公司对万能险最低保证利率设置保证期，保证期满以后可以合理调整最低保证利率。
	建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制。 金管总局2024年8月发布《关于健全人身保险产品定价机制的通知》，提出参考5年期以上贷款市场报价利率（LPR）、5年定期存款基准利率、10年期国债到期收益率等长期利率，建立预定利率动态调整机制，预计2025Q3将迎来新一轮预定利率下调。
	引导发展浮动收益型业务。 “推进产品转型升级，支持浮动收益型保险发展”写入2024年9月发布的保险业新“国十条”，这为寿险业下一阶段的转型提供了方向指引。
	全渠道落实“报行合一”。 2023年自银保渠道开启全渠道“报行合一”，推动寿险行业降低业务费用成本，改善费差损情况。
资产端	开展险资投资黄金业务试点。 2025年2月金管总局官网发文开展保险资金投资黄金业务试点，并选定10家试点保险公司。
	优化保险资金比例监管，下调股票风险因子。 2025年4月金管总局印发通知，上调保险资金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个百分点。2025年5月，将股票投资的风险因子进一步调降10%。
	完善长周期考核机制，促进险资实现“长钱长投”。 2023年10月，财政部印发通知，采取长短结合的考核方式，将国有商业保险公司绩效评价办法中经营效益类指标中的“净资产收益率”考核分成了“当年”和“近三年”，且两项各占50%的权重。2025年1月，财政部宣布将“净资产收益率”的长周期指标考核权重调整至不低于60%。

4.2 万能险新规落地，助力险企防范利率风险

- 4月25日金管总局发布《关于加强万能型人身保险监管有关事项的通知》，自5月1日起实施，对于存量业务不符合要求的给予1年整改期。通过最低保证利率可调机制、严格规范万能险实际结算利率，有助于进一步缓解险利差损压力。

表：《关于加强万能型人身保险监管有关事项的通知》主要内容梳理

项目	主要内容
产品设计	1) 允许最低保证利率可调：险企可以对万能险最低保证利率设置保证期间，保证期满以后可以合理调整最低保证利率。 2) 除终身寿险、两全保险和年金保险等产品外，其他产品不得设计成万能型 3) 禁止开发5年期以下产品：万能险的保险期限不得低于五年。保险公司可以通过合理设定退保费用、部分领取费用、保单持续奖励等产品要素延长保单实际存续期限，保单持续奖励发放时点不得早于第五个保单年度末。 4) 提高基本保险费上限至2万元：向同一被保险人销售的同一款万能险产品，所有有效保单的基本保险费之和不得高于人民币2万元（此前为1万元）。
账户管理	1) 规范万能险实际结算要求：万能险单独账户可以按月度、季度或年度结算。在投资收益率低于结算利率且特别储备不足时，本期结算利率不得高于最低保证利率与年化投资收益率最高者。 2) 严格规范万能险特别储备的使用：明确可使用特别储备的两类情形与使用上限，要求当本期年化投资收益率不低于最低保证利率，但特别储备余额不超过账户价值的2%时不得使用特别储备。
资产负债管理	1) 集中度比例管理：①投资单一未上市企业股权的余额，不得超过该未上市企业总股本的20%；投资单一股权投资基金的余额，不得超过该股权投资基金实缴份额的30%。②投资单一不动产相关金融产品的账面余额，不得超过该产品实缴规模的25%。③投资单一集合资金信托计划的余额，不得超过该产品实收信托规模的25%（信用等级为AAA级的除外）。 2) 流动性管理：投资流动性资产与剩余期限在一年以上的政府债券、准政府债券的账面余额不得低于账户资产价值的5%。 3) 另类投资管理：投资未上市权益类资产、不动产类资产和其他金融资产的账面余额合计不得超过账户资产价值的45%，其中，投资未在银行间市场、证券交易所市场等国务院同意设立的交易市场交易的资产，合计不得超过账户资产价值的40%；投资单一项目的账面余额不得超过账户资产价值的5%，购买同一集团内保险资产管理产品除外。
销售管理	1) 明确销售人员4项资质要求，必须满足销售人员分级管理的相关要求。 2) 明确销售行为6项“负面清单”，如弱化万能险的人身保险保障属性，仅使用“利息”“预期收益”等词语宣传产品；将万能险产品与其他金融产品进行简单类比或混同等。

4.3 规范分红险“内卷式”分红现象

- 6月18日金管总局人身险司向业内下发《关于分红险分红水平监管意见的函》，约束保险公司审慎确定产品年度分红水平，规范随意抬高分红水平搞“内卷式”竞争的乱象，进一步控制保险公司负债成本，缓解激烈市场竞争下的利差损压力。
- 我们认为，分红险虽然刚性成本低，但是综合成本仍然较高，险企在实际分红时需要量力而行，保持合理的分红实现率，在满足客户需求的同时避免加重经营负担。

表：《关于分红险分红水平监管意见的函》约束险企分红险分红要求

存在下列情形之一的，应当充分论证拟分红水平的必要性、合理性和可持续性，提交资产负债管理委员会审定后实施。	
①拟分红水平对应的投资收益率，超过公司分红保险账户 过去3年平均财务投资收益率和综合投资收益率的较低者 的；	
②分红保险账户 特别储备为负值 ，或者当期分红实施后分红保险账户特别储备将为负值的；	
③ 设立时间不足三年 的分红保险账户，拟分红水平(即客户收益率，含预定利率和浮动收益率，下同) 超过人身保险业过去3年平均财务收益率(3.20%) 的；	
④公司监管评级为 1-3级 ，且分红保险账户拟分红水平 超过人身保险业过去3年平均财务收益率(3.20%) 的；	
⑤公司监管评级为 4-5级 ，且分红保险账户拟分红水平 超过产品预定利率 的；	
⑥公司产品、精算、投资、财务等资产负债管理职能部门认为需要提交审议的其他情形。	

4.4 深化代理人体制改革，个险渠道迎来报行合一

- 4月18日金管总局发布《关于推动深化人身保险行业个人营销体制改革的的通知》，提出代理人佣金递延发放、销售人员分级、个险渠道报行合一等要求，有望重塑行业渠道格局，预计利好经营规范、渠道管理能力更强的头部险企。

表：《关于推动深化人身保险行业个人营销体制改革的的通知》主要内容

项目	主要内容
完善以长期服务为导向的佣金激励机制	1) 支持保险公司员工依法 自愿转换为员工制或代理制保险销售顾问 ，发掘个人营销渠道新动能。 2) 建立以业务品质、服务质量为导向的佣金激励设计和递延发放机制，引导保险销售人员长期留存。对于缴费期5年（含）至10年的保单，佣金发放时间不得少于3年；对于缴费期10年及以上的保单，佣金发放时间不得少于5年。
深化执行“报行合一”	1) 要求深化执行“报行合一”，加强费用预算管控， 做到精算假设费用、预算费用和考核费用相统一 。 2) 建立保险销售人员违法违规导致经济损失的佣金薪酬追索扣回机制，防范销售误导和套利风险。 3) 要求保险专业代理机构、保险经纪人等参照执行，确保对各渠道保险销售人员的监管要求一致。
实施分级销售，提升代理人社会保障	1) 支持中国保险行业协会建立人身险产品分类和保险销售人员分级标准，实现 保险销售人员分级、产品分类、差异授权 。 2) 由中国保险行业协会建立健全保险销售人员诚信信息管理机制，规范销售人员合理有序流动。 3) 推动支持为保险销售人员 按照灵活就业人员相关政策参加社会保险、办理居住证等 ，提升保险销售人员福利保障水平。

4.5 保险资金股票投资约束进一步放宽

- 1月中央金融办、中国证监会等六部委联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，优化中长期资金考核机制等方面进一步作出工作部署。
- 4月8日金管总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，将权益投资监管档位由8档减至5档，部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调5%。
- 5月金管总局局长李云泽在国新办发布会上宣布，将调整偿付能力监管规则，将保险公司股票投资风险因子进一步调降10%，是继2023年9月后第二次下调股票风险因子。

表：部分档位保险公司权益投资比例上调5%

上季末综合偿付能力充足率	投资比例上限 (权益资产投资余额/上季末总资产)		
	原规定	现规定	变化
<100%	10%	10%	-
[100%, 150%)	20%	20%	-
[150%, 200%)	25%	30%	+5pct
[200%, 250%)	30%	30%	-
[250%, 300%)	35%	40%	+5pct
[300%, 350%)	40%	40%	-
≥350%	45%	50%	+5pct

4.6 险资长期股票投资试点持续推进

- 保险资金长期股票投资试点稳步推进，自2023年试点启动以来，先后有多家保险公司获批参与试点。2025年5月第三批试点正式开启，额度600亿元，三批投资试点目前累计批复额度2220亿元。

表：保险资金长期股票投资试点推进情况

批次	时间	规模	参与公司	形式	现状
第一批	2023年10月	500亿元	中国人寿、新华保险（各出资250亿）	合资成立私募证券投资基金-鸿鹄志远基金	2025.03已全部投资落地
第二批	2025年1月	520亿元	太保寿险（200亿）、泰康人寿（120亿）、阳光人寿（200亿）及其资管公司	以契约制基金方式参与	①2025.04泰康资产获批成立“泰康稳行”私募基金，拟向泰康人寿（单一持有）定向发行契约型私募基金，首期投资规模120亿元； ②2025.05阳光资管拟发起设立全资子公司作为基金管理人，设立阳光和远私募基金，阳光人寿拟出资200亿元投资该基金。 ③2025.06中国太保发起设立太保致远1号私募证券投资基金（暂定名）目标规模200亿元。
	2025年3月	600亿元	人保寿险（100亿）、太平人寿（100亿）、中国人寿+新华保险（合计200亿）、平安人寿（200亿）	-	①2025.04中国人寿与新华保险公告分别出资100亿元认购鸿鹄基金二期份额。 ②2025.05中国平安获批设立恒毅持盈私募基金，向平安人寿定向发行契约型私募证券投资基金。
第三批	2025年5月	600亿元	国寿寿险、国寿财险、瑞众、新华、建信、交银、农银、光大永明、中汇	-	①鸿鹄基金三期成立规模为225亿元，新华保险与中国人寿拟各出资112.5亿元认购。

5. 风险提示

5. 风险提示

- **1) 权益市场大幅波动：**后续资本市场若大幅下跌，对于券商板块而言将带来业绩和估值的双重压力。
- **2) 宏观经济复苏不及预期：**宏观经济剧烈波动将直接影响资本市场活跃度，并且影响居民购买力及财富管理产品配置需求，进而造成证券行业收入下滑；
- **3) 资本市场监管趋严：**监管政策收紧或将对证券行业各项业务经营环境造成影响，进而导致证券公司面临业绩波动风险；
- **4) 行业竞争加剧：**行业竞争加剧情况下，市场出清速度加快，中小型券商面临较大的经营压力。

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>

东吴证券 财富家园