

资负两端全面开花，估值低位攻守兼备 ——保险行业2026年度投资策略

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11月3日

- **经营回顾：负债端稳中向好，资产端表现亮眼。** 1) **2025年前三季度上市险企归母净利润在高基数基础上再次高增长：**前三季度上市险企归母净利润合计同比+33.5%，Q3单季同比+68.3%，主要受股市上涨、投资收益显著提升带动。受净利润增长带动，Q3末上市险企归母净资产合计较年初+10.3%，较年中+9.1%。我们预计在利润高增背景下，上市险企2025全年分红额将稳健提升。2) **负债端：NBV较快增长，银保业务贡献显著。**上市险企新单保费增速自Q2以来持续向好，Q3受预定利率下调影响，部分险企增速创新高。受益于新单增速改善和NBV margin提升，上市险企前三季度NBV增速均在30%以上。银保渠道新单保费在低基数基础上迎来爆发式增长，对NBV贡献持续提升。3) **资产端：大幅增配权益，投资收益显著提升。**上市险企投资资产规模持续提升，2025H1股票+权益基金投资规模合计较年初增长约20%，平均占比较年初提升1.1pct受益于Q3股市大幅上涨，叠加年内险企积极加仓二级权益投资，以及仍有相当部分股票分类为FVTPL，前三季度上市险企总投资收益率同比显著提升。
- **产业变革：产品转型与渠道改革重塑增长格局。** 1) **产品转型：浮动收益型产品是大势所趋。**经历40余年发展，国内人身险主流产品经历了从单一保障到多元保障+长期储蓄的演变。在低利率环境下，分红险、万能险等浮动收益型产品具有更低的刚性成本，可以减轻利差损压力，同时浮动收益设计也对客户具备吸引力。2025年各险企积极推进分红险转型，新单保费中分红险占比已显著提升。2) **渠道改革：个险与银保双轮驱动。**随着市场环境和产品结构的变化，个险和银保渠道正经历新一轮改革转型。个险渠道持续加强高质量队伍建设，着力提升人力质态和人均产能。银保渠道在报行合一背景下开始“价值跃迁”，对险企业业务增长的价值愈发凸显。参考海外银保市场发展经验，未来险企可以通过建立战略联盟等方式深化合作，实现从单一产品代销向全面合作模式迈进。
- **行情复盘：历史上保险股行情由哪些因素催化？**基于保险公司盈利“三差”，板块行情影响因素主要包括股市走势、利率水平、负债端新单保费和NBV增速，以及政策和公司战略转型等。自2014年以来保险板块共计有5次典型上涨行情，可以看到股市上涨是最直接、最有效的短期催化因素，而利率走势和负债端表现是产生板块超额收益的关键。此外，2023年以来保险股股价走势与当期业绩表现相关性提升，特别是在报告披露期利润高增长的情况下更容易催化行情。
- **投资策略：负债端、资产端均持续改善，估值仍有较大向上空间。** 1) 负债端：当前市场储蓄需求依然旺盛，银行存款利率接连下调，保险预定利率仍然高于存款利率，具有相对吸引力，利好保险产品销售。2) 近期股市持续走强，上市险企权益投资比例提升，更充分受益于股市上涨。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10月31日保险板块估值2025E 0.56-0.92倍PEV、1.07-2.07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) 新单增长不及预期。



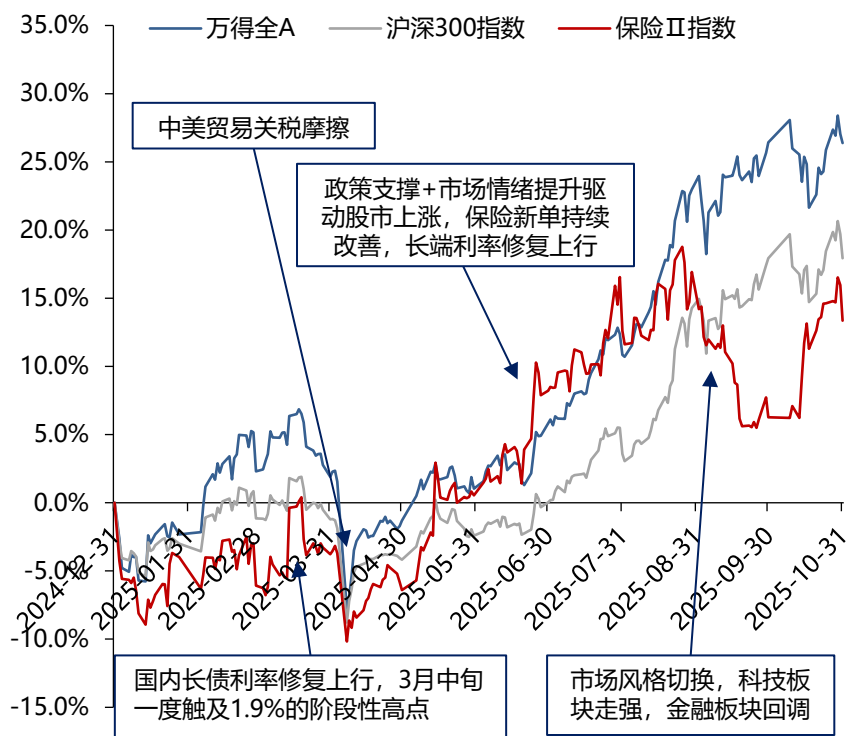
- 1. 经营回顾：负债端稳中向好，资产端表现亮眼
- 2. 产业变革：产品转型与渠道改革重塑增长格局
- 3. 行情复盘：历史上保险股行情由哪些因素催化？
- 4. 投资策略：资负两端均向好，估值与持仓低位
- 5. 风险提示

1. 经营回顾：负债端稳中向好，资产端表现亮眼

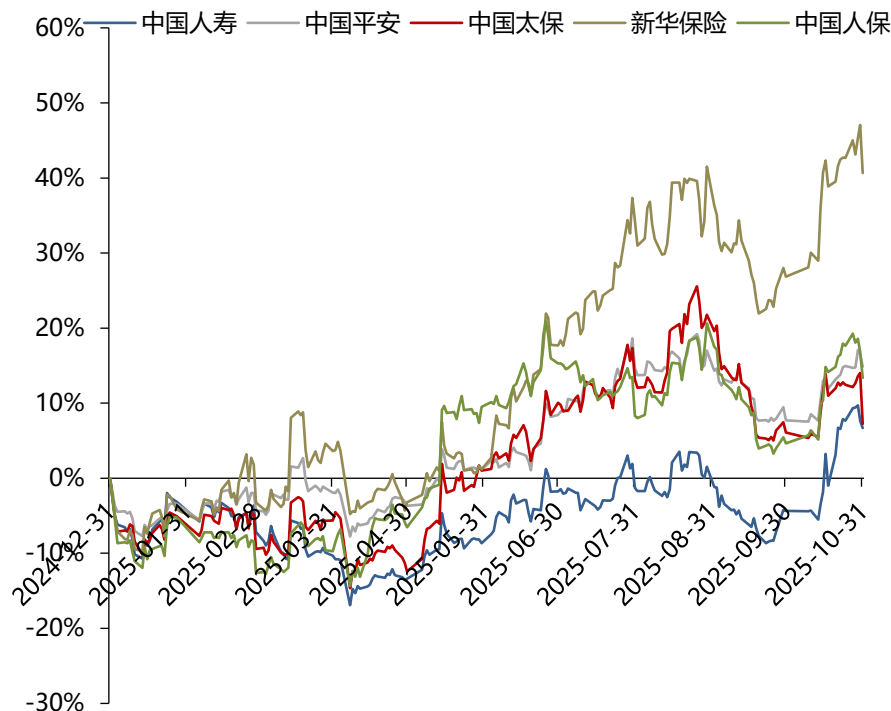
1.1 2025年A股保险股走势跑输大盘，新华保险股价表现一枝独秀

- 2025年以来，A股保险股价走势跑输大盘主要指数。
- 2025年股市经历关税战、科技牛等因素影响，股市走势呈现大幅波动，截至10月31日，万得全A、沪深300指数分别+26.4%、+17.9%，保险指数累计+13.3%，跑输大盘。
- 新华保险股价表现一枝独秀。截至10月31日新华保险股价累计上涨40.6%，大幅领先同业，中国平安、中国人保、中国太保和中国人寿分别上涨14.9%、13.4%、7.2%和6.7%。

图：年初以来A股保险指数跑输沪深300指数



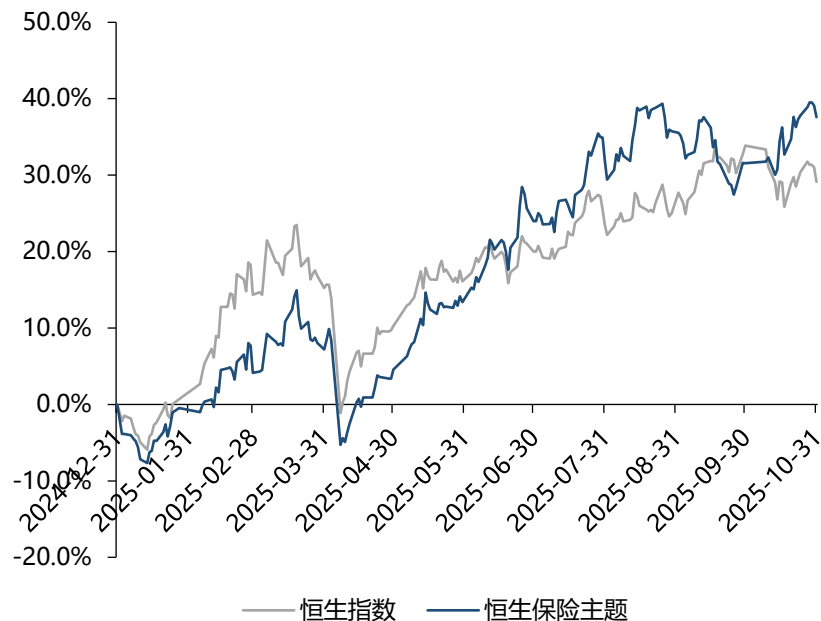
图：A股新华保险股价表现显著好于同业



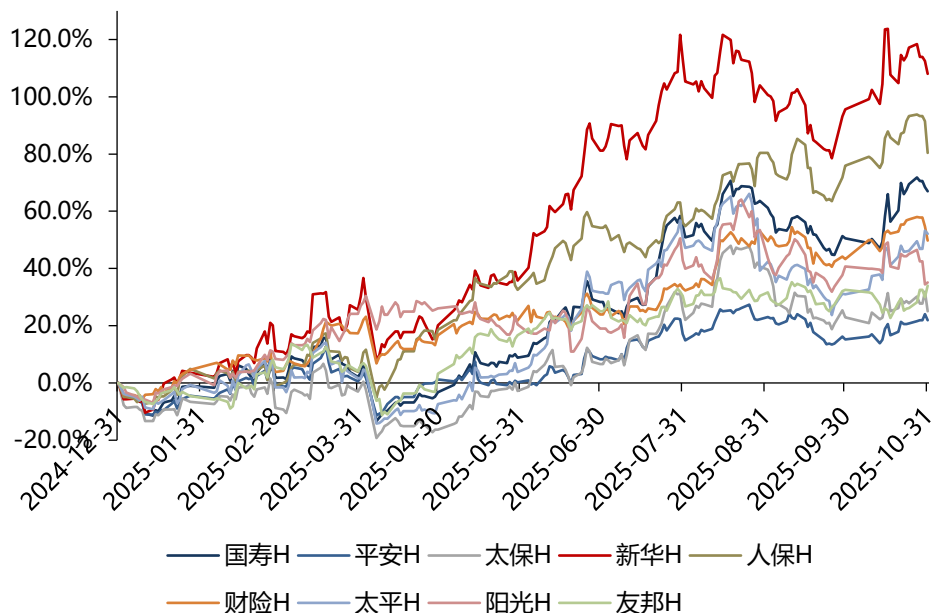
1.1 H股保险股明显表现更强，AH价差收窄但H股估值仍低

- H股保险股走势更强，超额收益明显。截至10月31日，恒生指数、H股保险股分别累计上涨29.1%、+37.6%。其中新华、人保、国寿分别累计上涨108.1%、80.4%、67.0%。
- 目前保险股AH价差已经显著收窄，H股平均折价率由年初的45%降至目前的28%，其中人保、新华和国寿降幅最大。但目前H股估值依然低于A股，国寿AH价差仍然最大，H股折价率达49%。

图：年初以来H股保险股表现更强



图：新华、人保、国寿H股股价涨幅较高



1.2.1 2025Q3上市险企归母净利润实现超高增长

- 受投资向好带动，2025Q1-3上市险企归母净利润在高基数基础上再次高增长。
- 2025Q1-3上市险企归母净利润合计4260亿元，同比+33.5%，各险企均实现两位数增长，主要受股市上涨+加仓权益带动。其中国寿、新华增速最快，分别同比+60.5%、+58.9%。
- Q3单季归母净利润合计2478亿元，同比+68.3%。各险企在上年高基数基础之上再次实现超高增长，国寿、新华领先同业，分别同比+91.5%、+88.2%，预计主要由于二者股票FVTPL占比较高，在股市上涨中更充分受益。

表：上市险企2025Q3归母净利润超高增长

单位：亿元	2024Q1-3	2025Q1-3	同比	2024Q3	2025Q3	同比
中国人寿	1045.2	1678.0	60.5%	662.5	1268.7	91.5%
中国平安	1191.8	1328.6	11.5%	445.6	648.1	45.4%
中国太保	383.1	457.0	19.3%	131.8	178.2	35.2%
新华保险	206.8	328.6	58.9%	96.0	180.6	88.2%
中国人保	363.3	468.2	28.9%	136.4	202.9	48.7%
合计	3190.3	4260.4	33.5%	1472.3	2478.5	68.3%

1.2.2 2025Q3上市险企归母净资产较快增长

- 2025Q3末上市险企归母净资产合计2.3万亿元，较年初+10.3%，较年中+9.1%。我们预计上市险企归母净资产较快增长，一方面是受净利润大幅提升带动，另一方面也受到Q3利率上行的利好影响。
- 受净利润增速较高带动，Q3末新华、国寿归母净资产较年中增幅也领先同业，分别为20.5%、19.5%，而太保则较年中+0.8%，增速最低。

表：上市险企归母净资产增速情况

单位：亿元	2024	2025H1	H1较年初	2025Q3	Q3较年初	Q3较年中
中国人寿	5097	5236	2.7%	6258	22.8%	19.5%
中国平安	9286	9440	1.7%	9864	6.2%	4.5%
中国太保	2914	2819	-3.3%	2842	-2.5%	0.8%
新华保险	962	834	-13.3%	1005	4.4%	20.5%
中国人保	2687	2851	6.1%	3141	16.9%	10.2%
合计	20947	21180	1.1%	23110	10.3%	9.1%

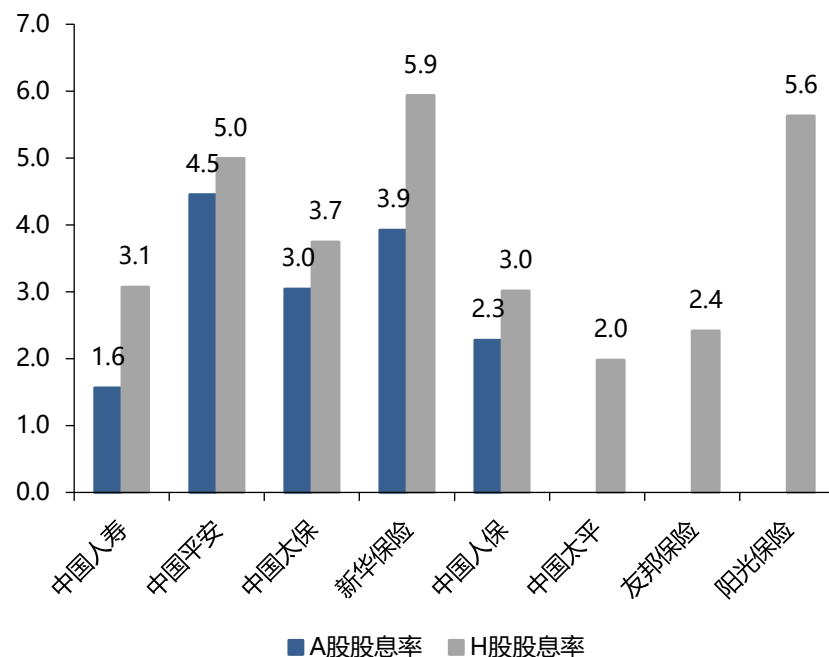
1.2.3 预计2025年上市险企分红绝对额稳健提升

- 在净利润高增背景下，预计上市险企2025全年分红额保持稳健增长。
- 新会计准则下保险公司净利润波动加大，各公司目前分红政策普遍以实现稳定的每股分红额为目标，分红率将会有所波动，而平安和太保则直接挂钩更稳健的营运利润指标。
- 上市险企2025年中期分红回报普遍提升，新华每股股息同比增长24.1%，为上市险企中最高，国寿与人保均同比增长19%，平安同比增长2.2%。我们预计上市险企全年净利润将实现显著增长，为分红绝对额的稳健提升奠定基础。

表：2025H1上市险企中期分红同比提升

	每股分红			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%

图：AH上市险企最新TTM股息率（%，截至10月31日收盘价）

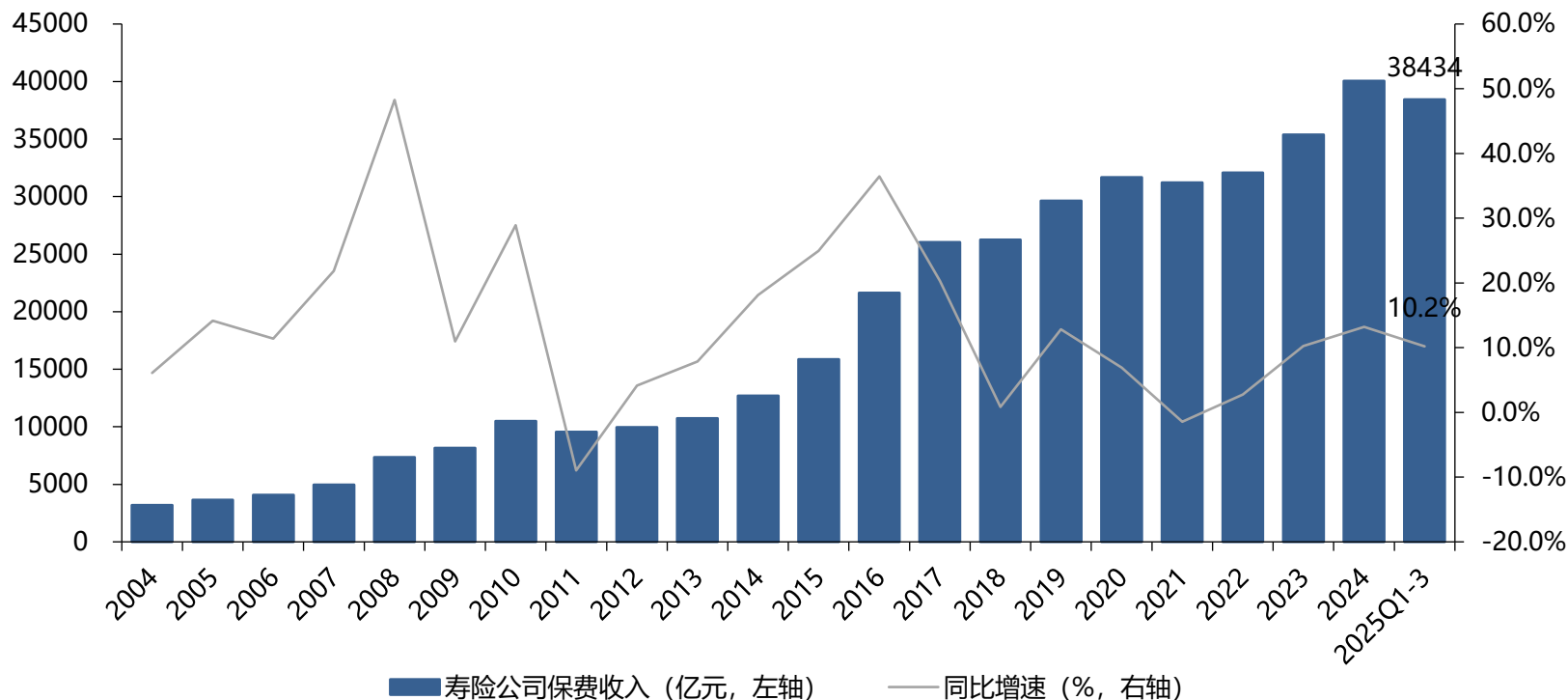


注：1) 中国平安分红率以归母营运利润为基础，其他公司以归母净利润为基础；
2) 友邦保险每股分红单位为港元，分红总额为美元，其他公司均为人民币

1.3.1 2025年寿险行业总保费继续保持较快增长

- 2023年以来，随着储蓄型产品的热销，寿险公司保费收入持续高增长。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，Q1保费增速有所放缓，但Q2以后持续改善。前3季度人身险公司原保费收入为3.84万亿元，同比增长10.2%，Q3单季同比+24.9%，较Q2增速继续提升9.8pct，主要受预定利率下调前市场需求集中释放带动。

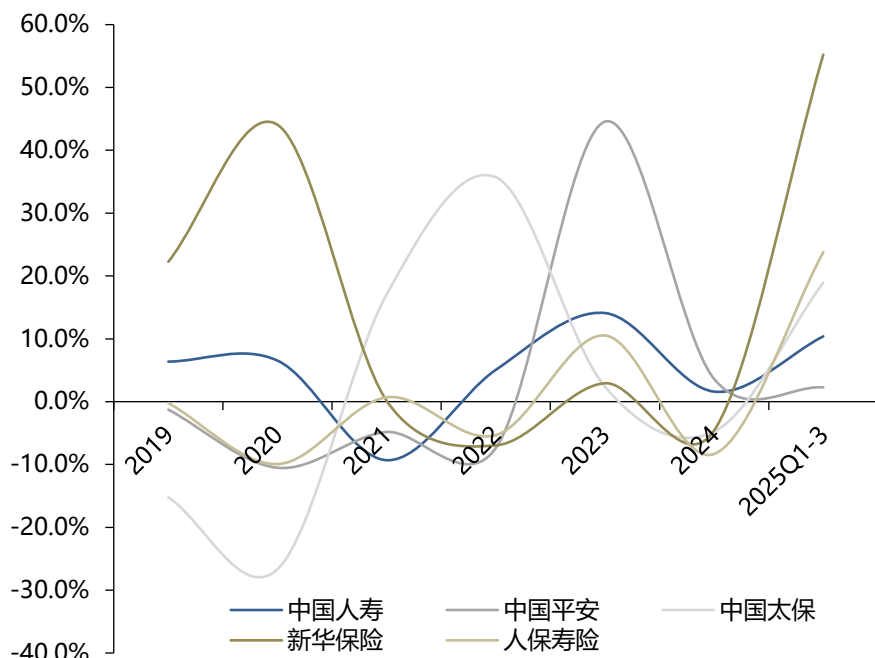
图：2025年寿险公司保费收入保持较快增长



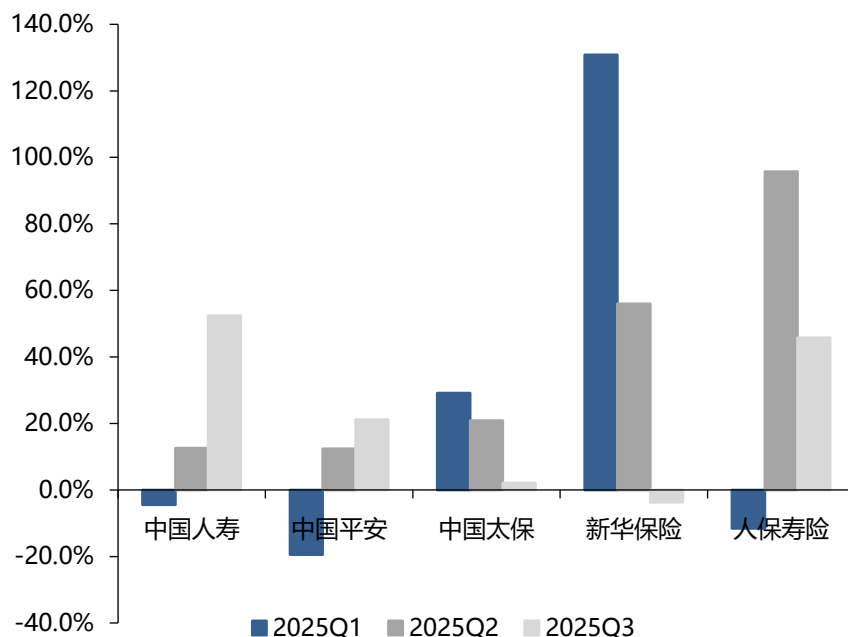
1.3.2 2025Q3上市险企新单保费增速分化

- 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年前三季度上市险企新单保费实现快速增长，除平安(+2.3%)外，其他上市险企同比增速均达两位数，其中新华增速最快(+55%)，银保渠道是上市险企新单增长的主动力量。
- 从季度变化看，Q1新单有所承压主要是由于分红险转型的短期影响，Q2以来新单持续改善，Q3增速有所分化，其中国寿、人保寿险和平安较快，主要受益于预定利率下调前市场需求集中释放；而新华和太保增速略低，预计受分红险转型节奏影响。

图：2025Q1-3上市险企新单保费快速增长



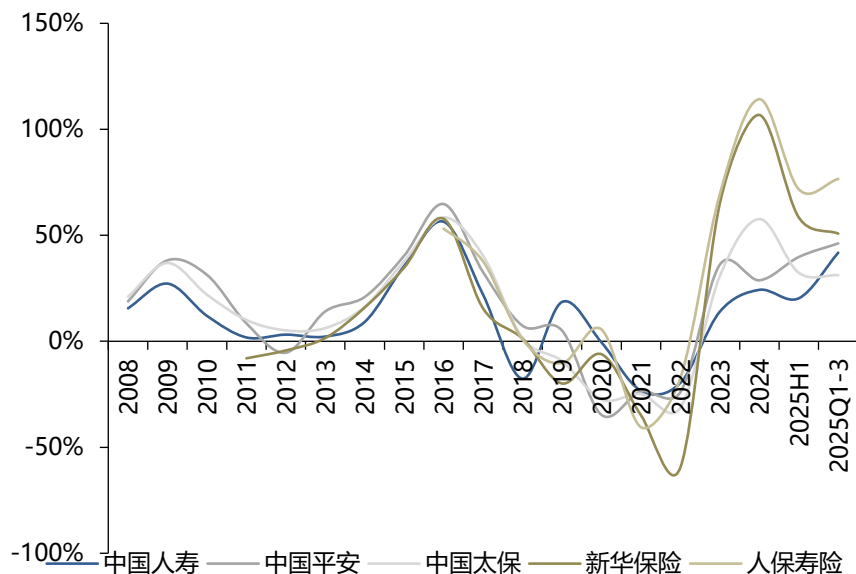
图：上市险企Q3新单保费增速有所分化



1.4.1 NBV保持强劲增长势头

- 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年上市险企NBV可比口径增速再创新高。2025年在新单保费增速改善及NBV margin进一步提升驱动下，上市险企NBV保持强劲增长势头。
- 2025年前三季度上市险企可比口径下NBV增速由高到低：人保寿险（+76.6%）>新华（+50.8%，非可比口径）>平安（+46.2%）>国寿（+41.8%）>太保（+31.2%）。其中平安、太保Q3单季NBV分别同比+58.3%、+29.4%

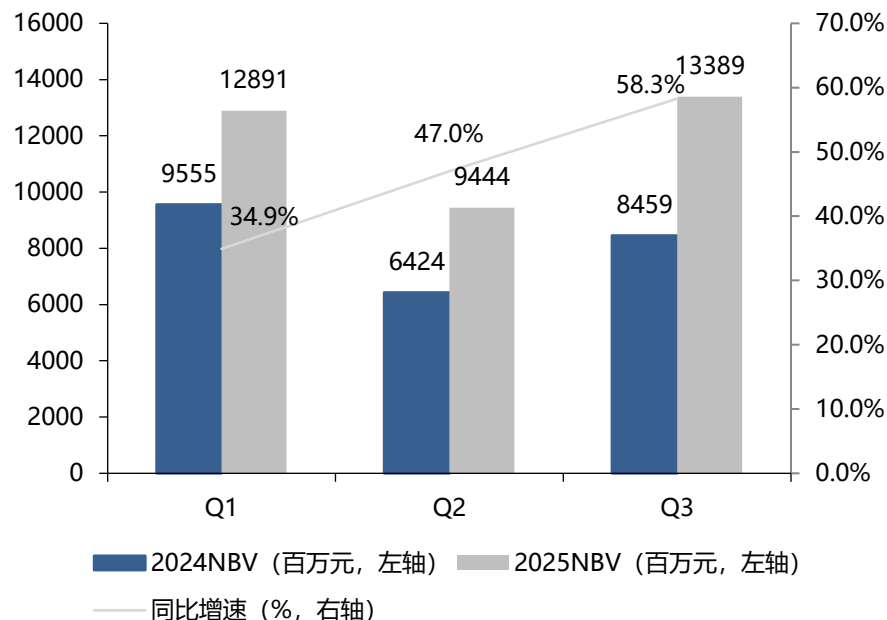
图：2025Q1-3上市险企NBV延续强劲增长



注：新华2024年及以后数据为非可比口径，新华2023年和其他公司2023年及以后数据均为可比口径

数据来源：上市公司财报，东吴证券研究所

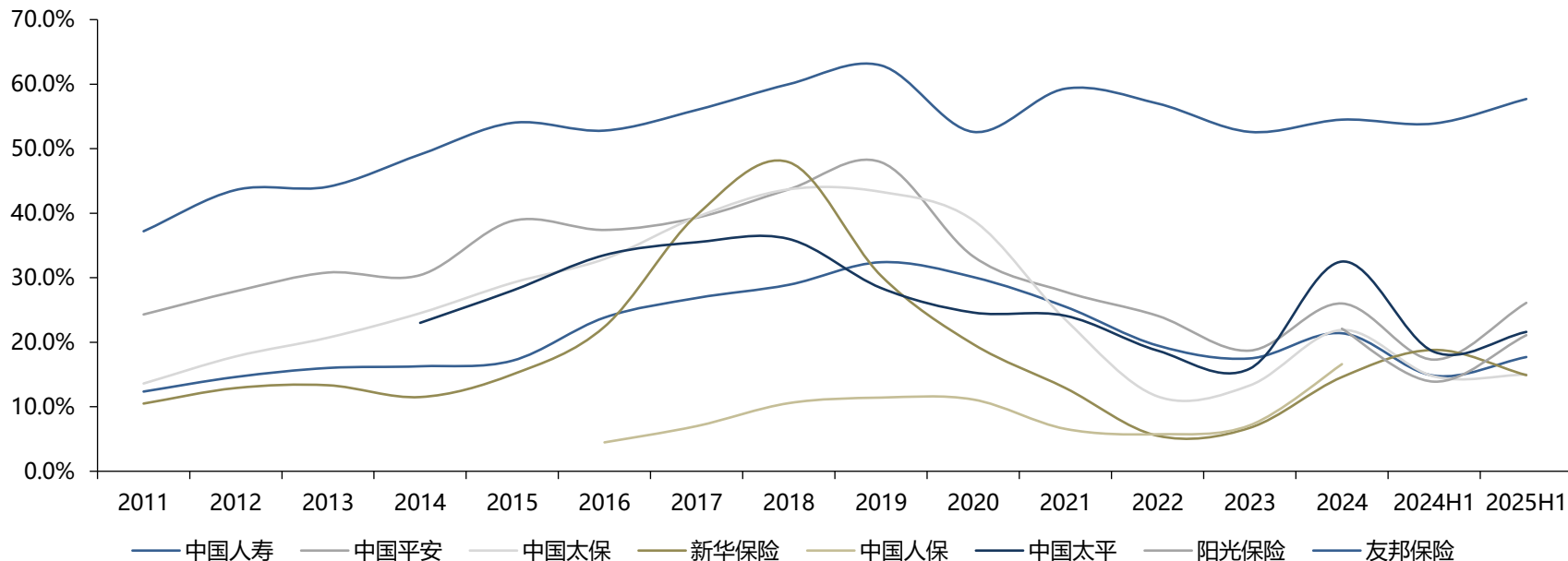
图：中国平安分季度NBV增速（可比口径）



1.4.2 价值率提升是驱动NBV增长的重要因素

- 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。
- 2025年各公司价值率提升趋势延续，上半年AH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。前三季度平安按首年保费计算的NBV margin同比+7.6pct至25.2%。我们预计伴随预定利率进一步下调，2026年NBV margin仍有望进一步提升。

图：2025H1上市险企NBV Margin同比提升

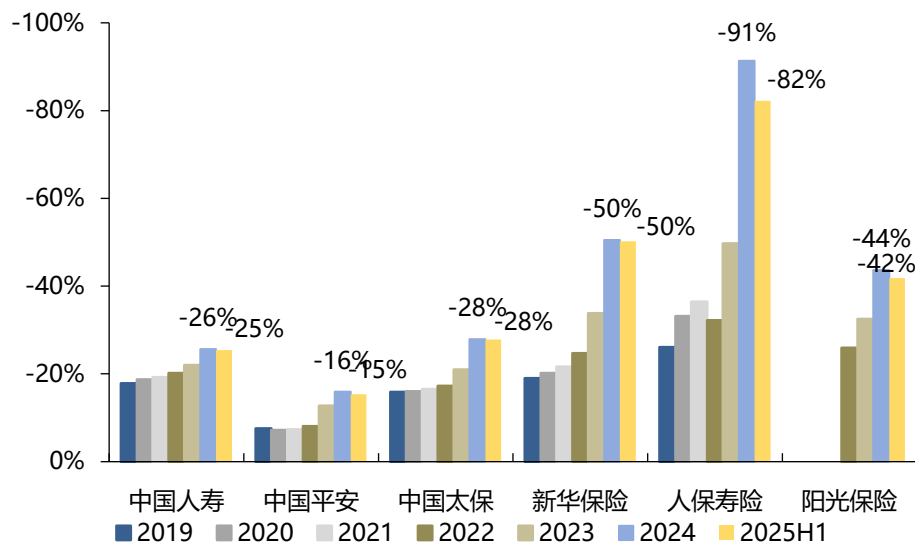


注：2024年为旧假设下数据

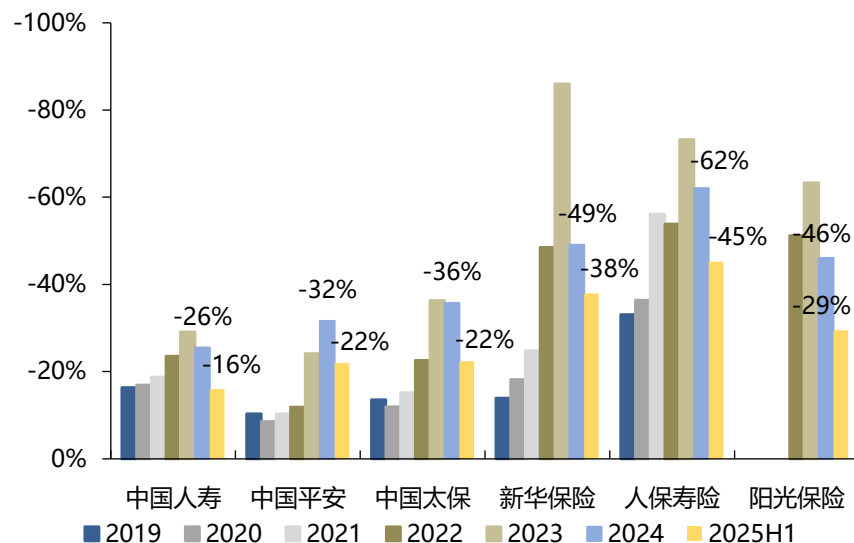
1.4.3 NBV和VIF对投资收益率敏感性均有改善

- 2025H1在投资回报率下降50bps情景下，AH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。
- 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：上市险企VIF对投资收益率敏感性开始下降



图：上市险企NBV对投资收益率敏感性普遍下降

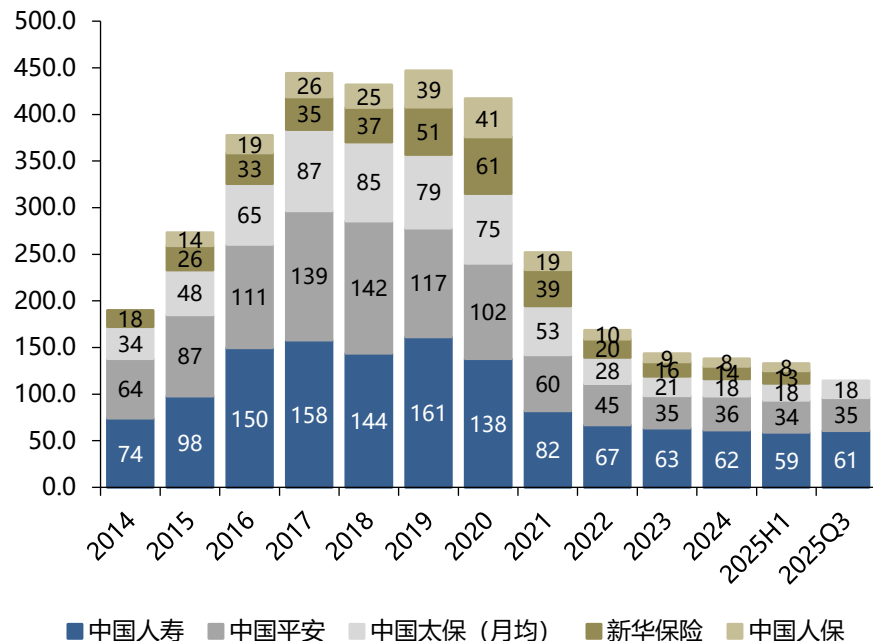


注：1) 中国平安2019-2022年为投资收益率和风险贴现率同时-50bps；中国人寿2023年以后为投资收益率-10%（估算分别为-45bps、-40bps）；中国太保2020-2023年为投资收益率和风险贴现率同时-50bps，2024年以后投资回报率和贴现率-10%；其他公司及年份均为投资收益率-50bps。2) 中国平安为寿险内含价值，其他公司为有效业务价值

1.5.1 个险代理人规模企稳，人均产能继续提升

- 2021年以来，在疫情冲击、新单大幅下滑、队伍改革转型加速背景下，寿险代理人规模骤降。至2023年伴随转型初见成效、新单回暖，人力规模开始企稳。截至2025年中，五家上市险企人力规模合计133万人，较年初-4.0%。截至Q3末，国寿、平安代理人规模分别为60.7万人、35.4万人，分别较年初-1.3%、-2.5%，较年中+2.5%、+4.1%。太保前三季度月均代理人18.1万人，同比持平。
- 队伍转型显效，人均产能持续提升。2025年前三季度平安代理人人均NBV同比+29.9%，太保核心人力月人均首年规模保费同比+ 16.6%。

图：上市保险公司代理人规模已基本企稳（万人）



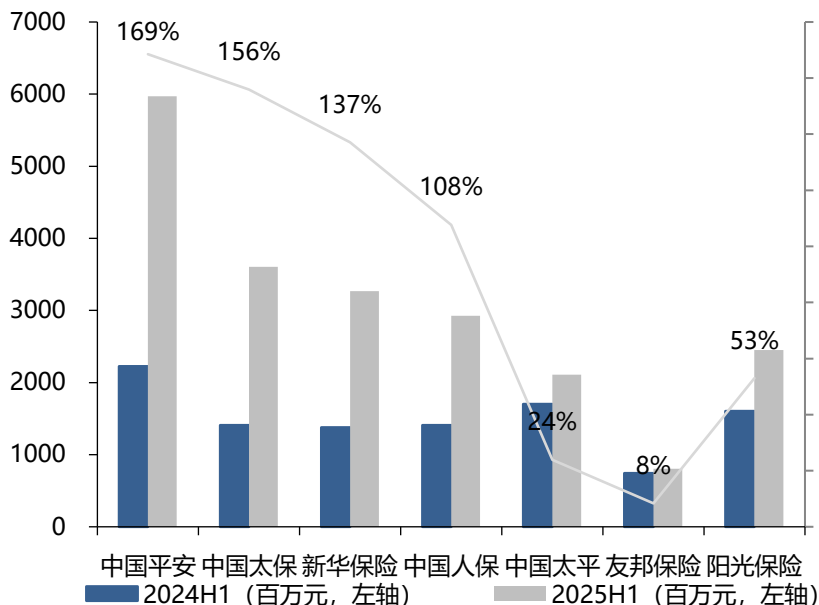
表：上市险企代理人队伍人均产能指标表现

	主要指标	2023	2024	2025 H1	2025H 1同比
中国平安	代理人人均NBV（元/人均每年）	70689	101271	48515	21.6%
	代理人收入（元/人均每月）	9813	10395	9898	-17.3%
	代理人寿险收入（元/人均每月）	7402	8227	7618	-20.7%
中国太保	核心人力月人均首年规模保费（元）	46094	54330	72870	12.7%
	核心人力月人均首年佣金收入（元）	6413	6868	7120	-13.4%
新华保险	月均人均综合产能（元）	6294	8100	16700	74.0%

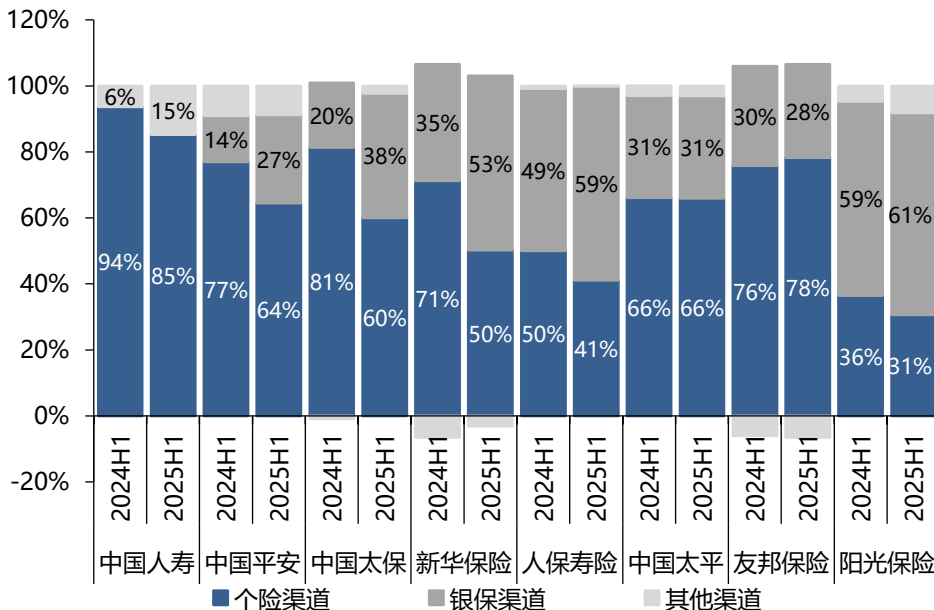
1.5.2 银保迎来爆发式增长，对新单和NBV贡献提升

- 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。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。2025H1新华 (+150%)、国寿 (+111%)、太保 (+96%)、平安 (+75%) 银保新单保费迎来爆发式增长。
- 同时，报行合一推动银保渠道费用大幅优化，NBV margin显著改善，对上市险企NBV贡献进一步提升。2025H1平安、太保、新华和人保寿险银保NBV均实现同比100%以上增长，AH上市险企NBV中银保渠道占比平均为38.9%，同比提升8.4pct。平安前三季度银保渠道NBV同比+171%，非个险渠道NBV占比已达35.1%。

图：上市险企银保渠道NBV高速增长



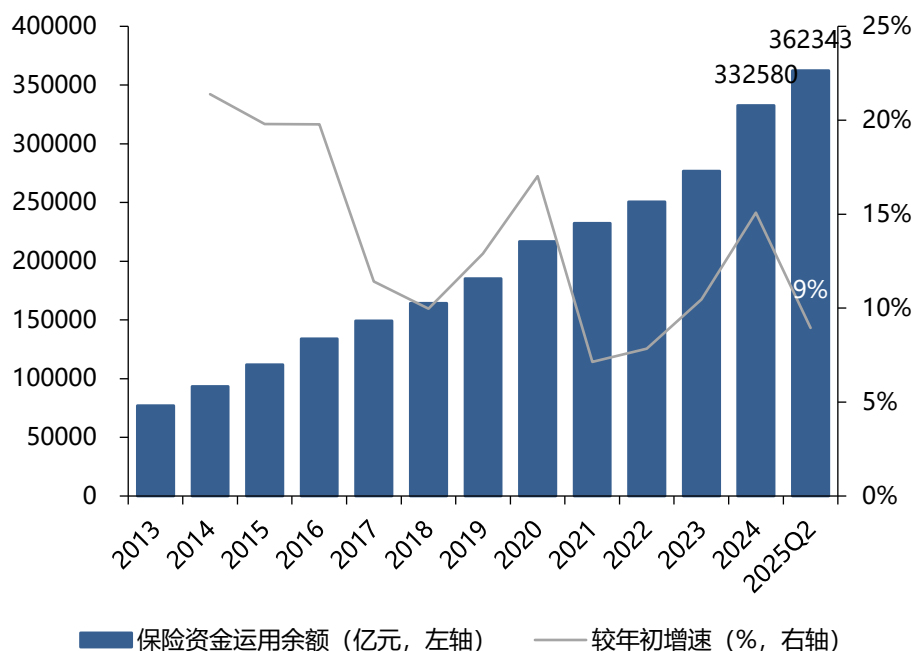
图：上市险企银保渠道在NBV中占比普遍提升



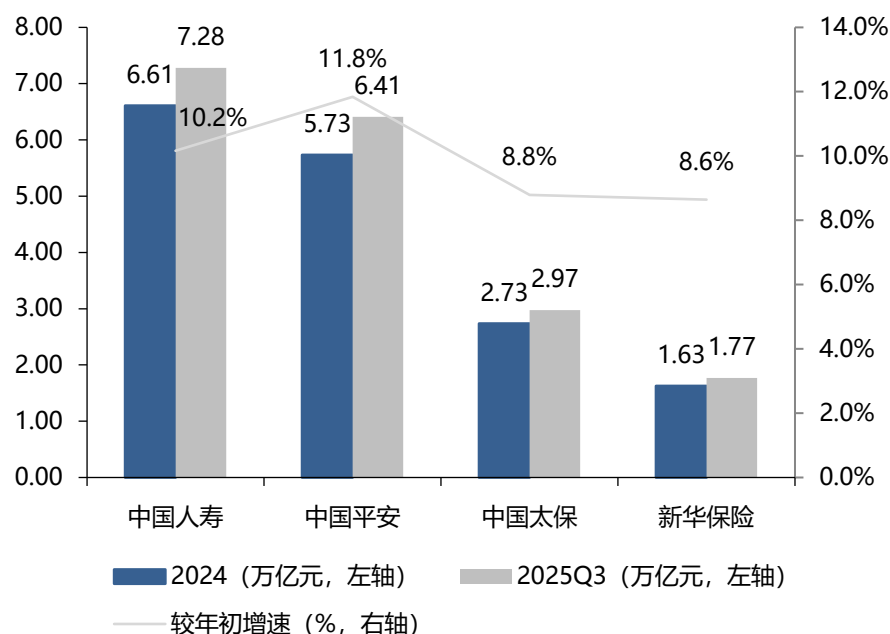
1.6.1 保险资金投资资产规模保持较快增长

- **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%，2025Q2末进一步提升至36.2万亿元，较年初增长8.9%。
- **上市险企投资资产规模快速增长。**截至2025年中，A股五家上市险企投资资产规模合计达19.7万亿元，较年初+7.5%，其中平安增速最快为8.2%，新华增速最低为5.1%。2025Q3末，除人保外的上市险企投资规模合计较年初+10.4%，其中平安增速最快为+11.8%。

图：2025Q2末保险资金运用余额已超36万亿元



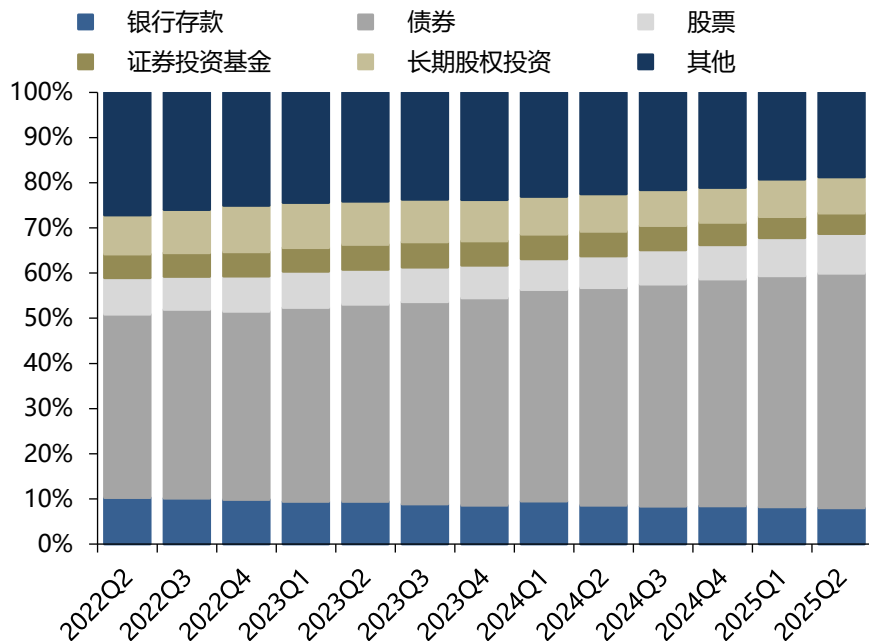
图：上市险企投资资产规模快速增长



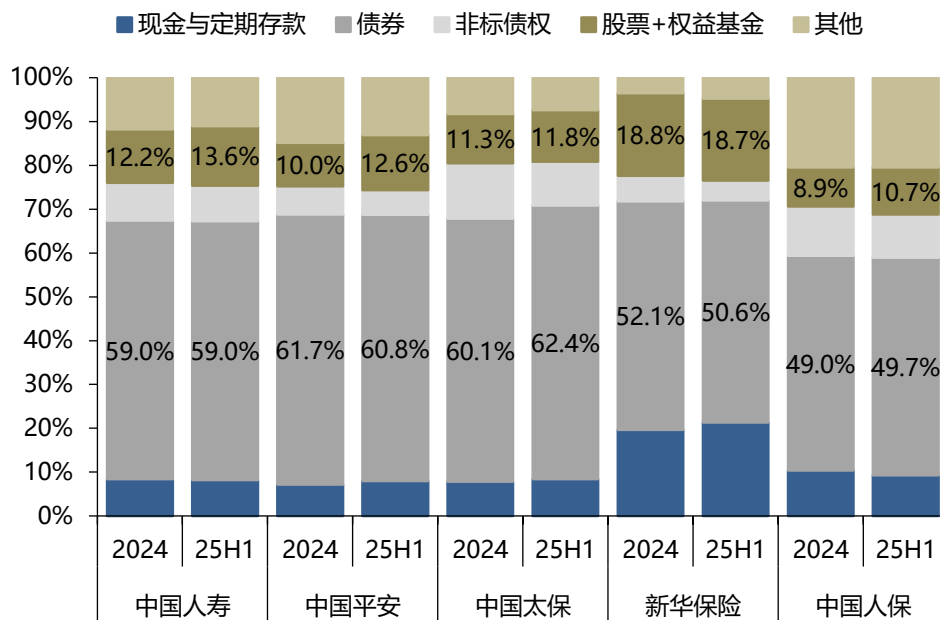
1.6.2 2025年保险资金加大二级权益配置力度

- 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。并且，在政策持续引导、股市向好背景下，2025年保险资金明显提升股票等二级权益投资力度。
- 截至2025H1，人身险公司配置债券比例已经达到51.2%，较年初+1.6pct，较2022年末大幅+9.5pct；股票占比8.8%，较年初+1.2pct，基金占比4.5%，较年初-0.4pct。
- 截至2025H1，AH上市险企股票+权益基金投资合计较年初增长约20%，其中平安（+36.4%）增速领先；股票+权益基金平均占比为13.6%，较年初+1.1pct。

图：2022Q2以来人身险公司资产配置结构



图：2025上半年上市险企权益投资比例普遍提升



1.6.2 2025年保险资金加大二级权益配置力度

- **2025H1上市险企股票规模较年初普遍大幅增长，占比显著提升。**从规模看，人保、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。从占比看，各公司股票占比均有不同程度提升，其中平安提升幅度最大，较年初+2.8pct。
- **2025H1上市险企基金占比有所下降，但是规模仍然持续增长。**2025H1末AH上市险企基金占比平均为4.0%，较年初下滑0.2pct，但投资规模较年初增速普遍在7-8%。

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	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

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。

数据来源：上市公司财报，东吴证券研究所

1.6.2 股票投资中FVOCI占比继续提升

- 上市险企持续增配FVOCI股票，占比继续提升。
- 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，其中国寿较年初大增133%，平安和人保增速也在60%以上。
- 从占比看，平安FVOCI占比仍保持在60-70%的领先水平，新华最低仅为18.8%。AH上市险企加权平均占比约41%，较年初提升7.2pct，其中国寿较年初提升幅度最大为10.6pct。

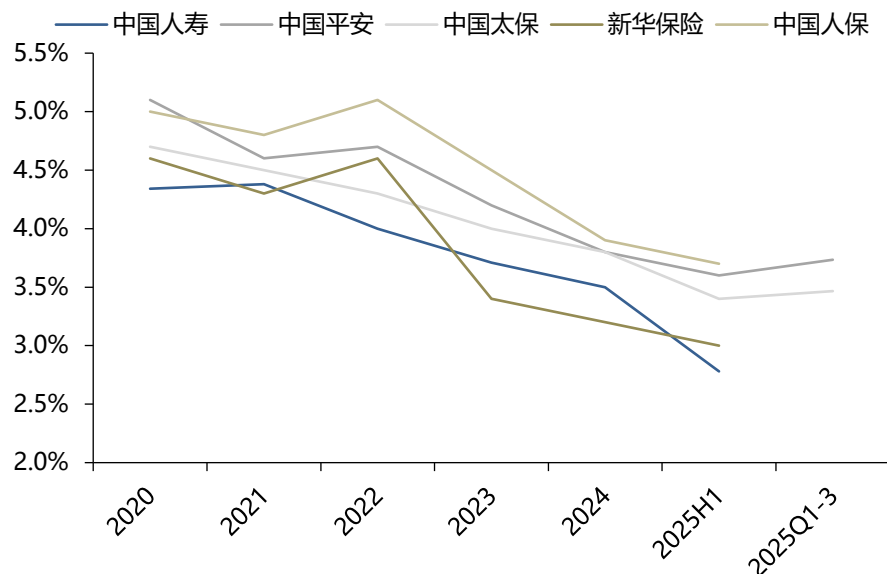
表：2025H1上市险企继续增加FVOCI股票投资

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

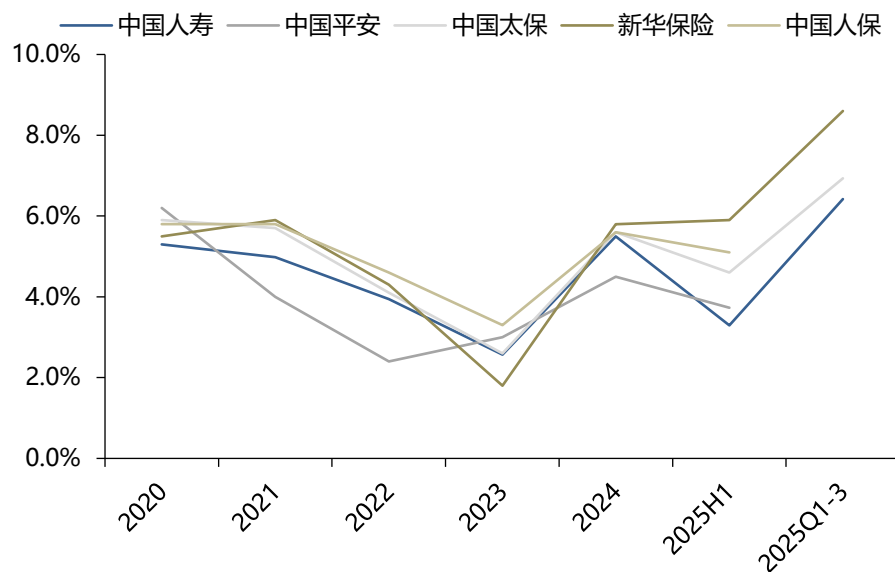
1.6.3 受股市上涨带动，总投资收益率普遍提升

- **净投资收益率：**仍处于持续下降过程中，2025年前三季度平安、太保非年化净投资收益率分别为2.8%、2.6%，同比均下降0.3pct。
- **总投资收益率：**受益于股市上涨，普遍同比显著提升。2025年前三季度新华、国寿年化总投资收益率分别为8.6%、6.4%，同比+1.8pct、+1.0pct，太保非年化总投资收益率为5.2%，同比+0.5pct。
- **综合投资收益率：**表现有所分化。2025年前三季度平安非年化综合投资收益率为5.4%，同比+1.0pct；新华年化综合投资收益率为6.7%，同比-1.4pct，预计主要受利率回升导致债券公允价值下降影响

图：上市险企净投资收益率仍处于下降过程中



图：2025年上市险企总投资收益率同比提升



注：中国平安、中国太保2025H1和Q3数据经过简单年化处理

数据来源：上市公司财报，东吴证券研究所

1.6.3 受股市上涨带动，总投资收益率普遍提升

- 根据上市险企披露及计算口径数据，2025年前三季度总投资收益合计同比增长35.6%，其中新华、国寿增速最快，分别为+44.1%、+41.0%。Q3单季上市险企合计同比增长66.7%，其中平安、国寿增速最快，分别为+77.6%、+73.3%，国寿单季实现总投资收益超2400亿元。
- 上市险企投资收益同比大幅增长，主要是由于：①Q3单季股市涨幅好于上年同期。②上市险企权益投资规模同比大幅增加，更大幅度受益于股市上涨。③除权益基金全部计入FVTPL外，各险企股票投资也仍有较高FVTPL 权益占比，股价浮盈直接计入当期利润。

表：2025Q3上市险企总投资收益高增长

单位：亿元	2024Q1-3	2025Q1-3	同比	2024Q3	2025Q3	同比
中国人寿	2614	3686	41.0%	1391	2410	73.3%
中国平安	1619	2086	28.8%	692	1228	77.6%
中国太保	984	1248	26.9%	427	683	59.8%
新华保险	689	992	44.1%	375	544	44.9%
中国人保	637	863	35.3%	370	559	51.3%

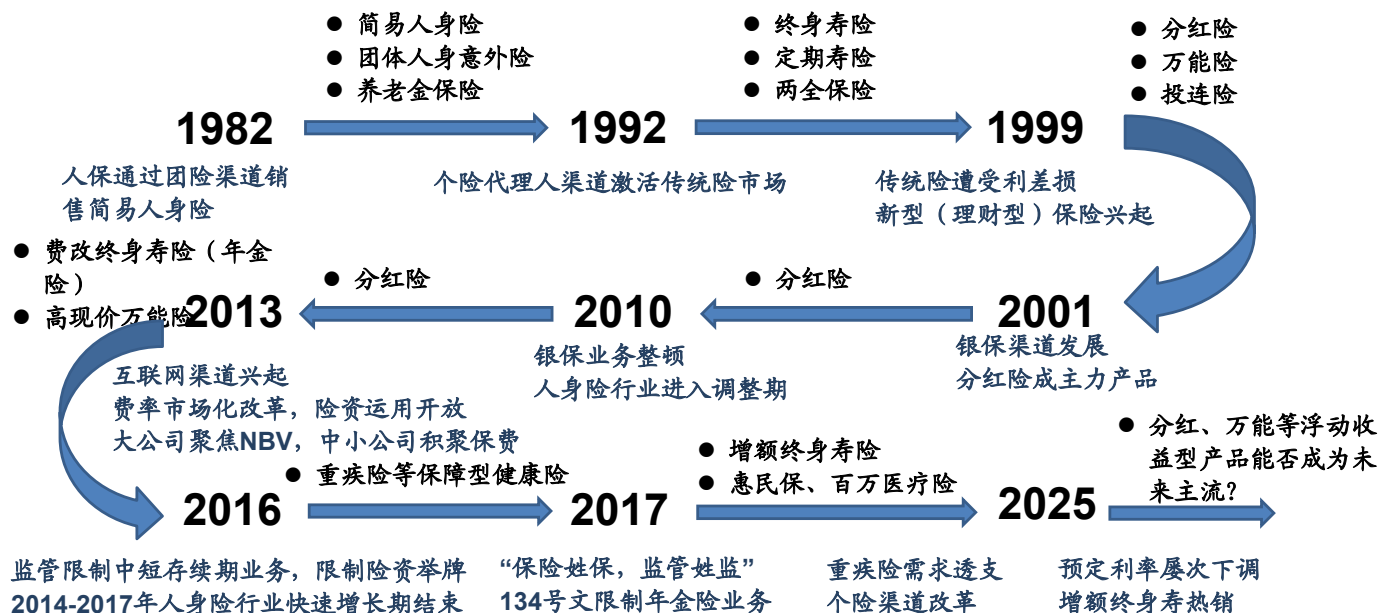
注：中国人寿和中国人保采用财报披露的总投资收益，其他公司采用利润表的“利息收入+投资收益+公允价值变动损益-信用减值损失”计算得到，其中中国平安利息收入仅包括非银行业务。

2. 产业变革：产品转型与渠道改革重塑增长格局

2.1.1 中国人身险产品演变：从单一保障到多元保障+长期储蓄

- 我国人身险主流产品从保障型的传统寿险演化为具备理财功能的投资型产品及其他多元保障型产品，从单一死亡风险保障到多元风险覆盖。
- 1) 1980年恢复保险业以来，我国人身险业产品从简易人身险逐渐拓展为定期寿险、终身寿险和两全保险。2) 1999年后，分红险、万能险、投连险等投资型寿险产品诞生。3) 2013年后，健康险和万能险进入快速更迭时期。4) 2020年后，惠民保、年金险等产品迎来争相发展时期。横向来看，惠民保在多个城市落地覆盖。5) 随着资管新规等政策落地，保本型理财产品逐渐稀缺，但受经济环境影响，居民储蓄需求大增。2023-2024年定价利率持续下调，增额终身寿险、年金险等储蓄产品开始受到市场追捧。

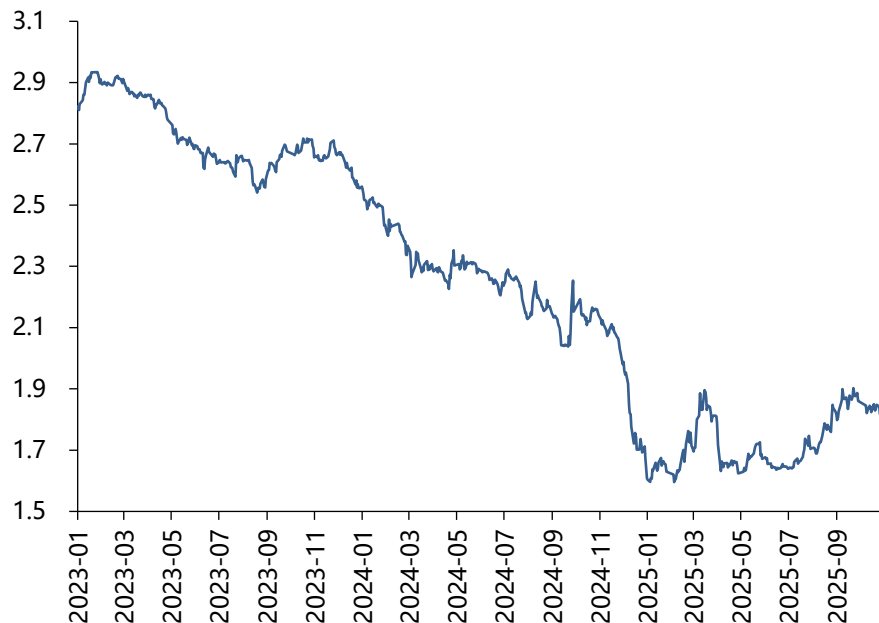
图：中国人身险业四十年产品变化趋势



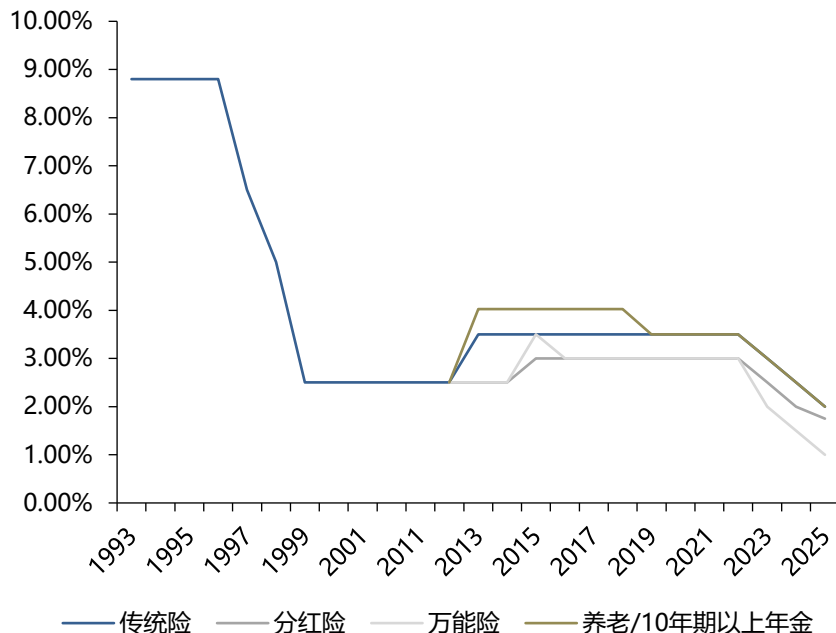
2.1.2 长期展望：分红险是低利率下人身险产品演变的必经之路

- 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（%）



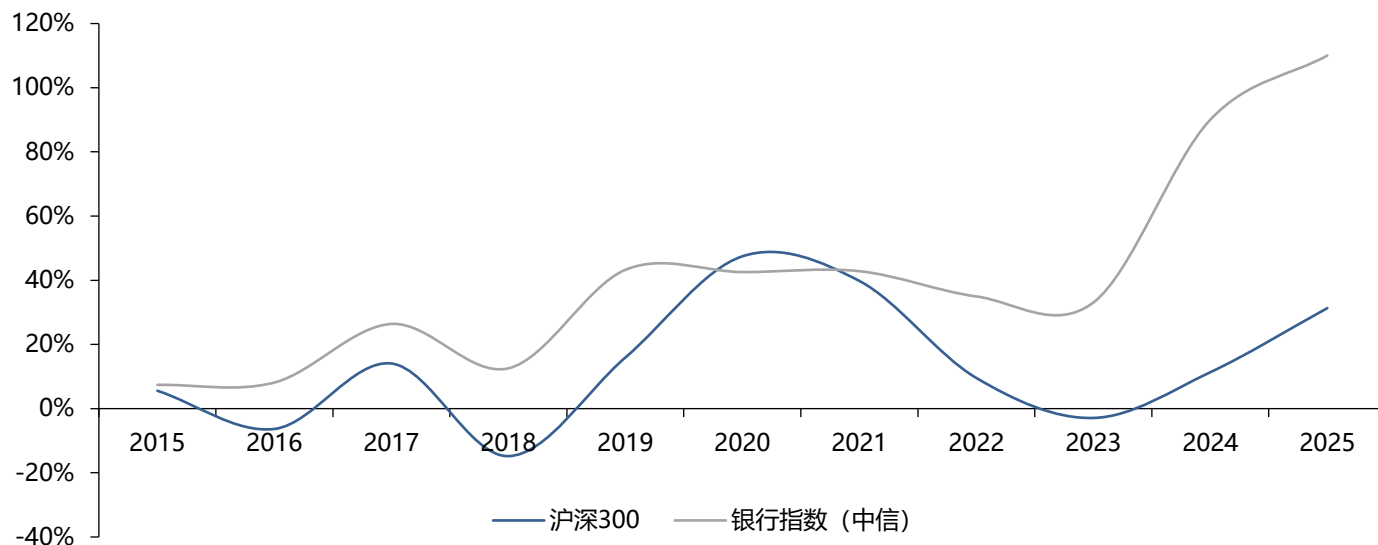
图：分红险和万能险预定利率（刚性成本）低于传统险



2.1.3 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既降低负债成本又能满足客户需求。

图：指数连结型产品可尝试对接A股宽基或行业指数

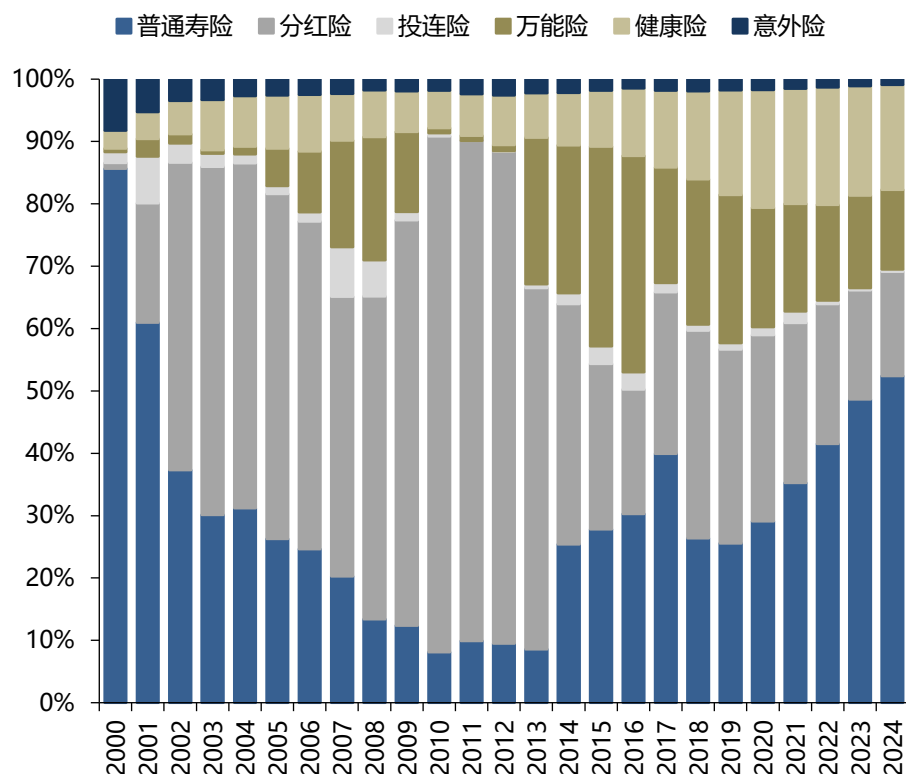


注：上图为沪深300和银行指数（中信）近十年来累计涨幅情况，每年数据为该年底较初始值累计涨幅

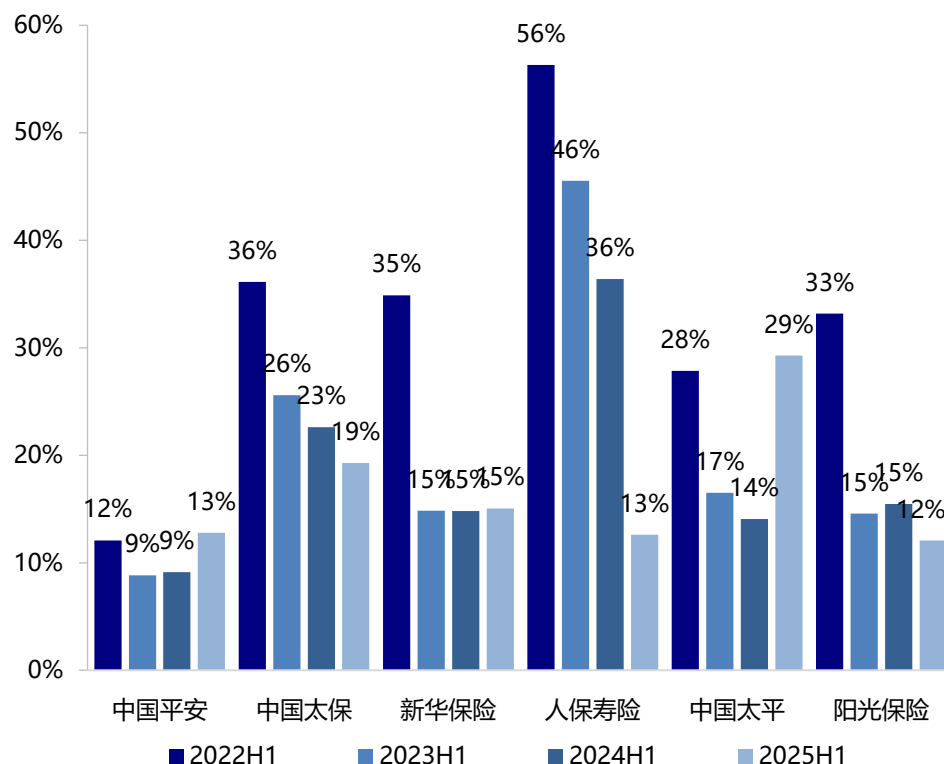
2.1.4 分红险销售转型取得显著成效

- 2025年公司普遍加大分红险销售力度，已经取得显著成果。上半年太平新单长险结构中分红险占比91.3%，前三季度国寿浮动收益型业务在首年期交保费占比同比提升45pct，太保个险新保期缴中分红险占比达58.6%。我们认为，在预定利率非对称下调背景下，未来业务结构将加速向分红险转型。

图：近年来人身险行业保费险种结构



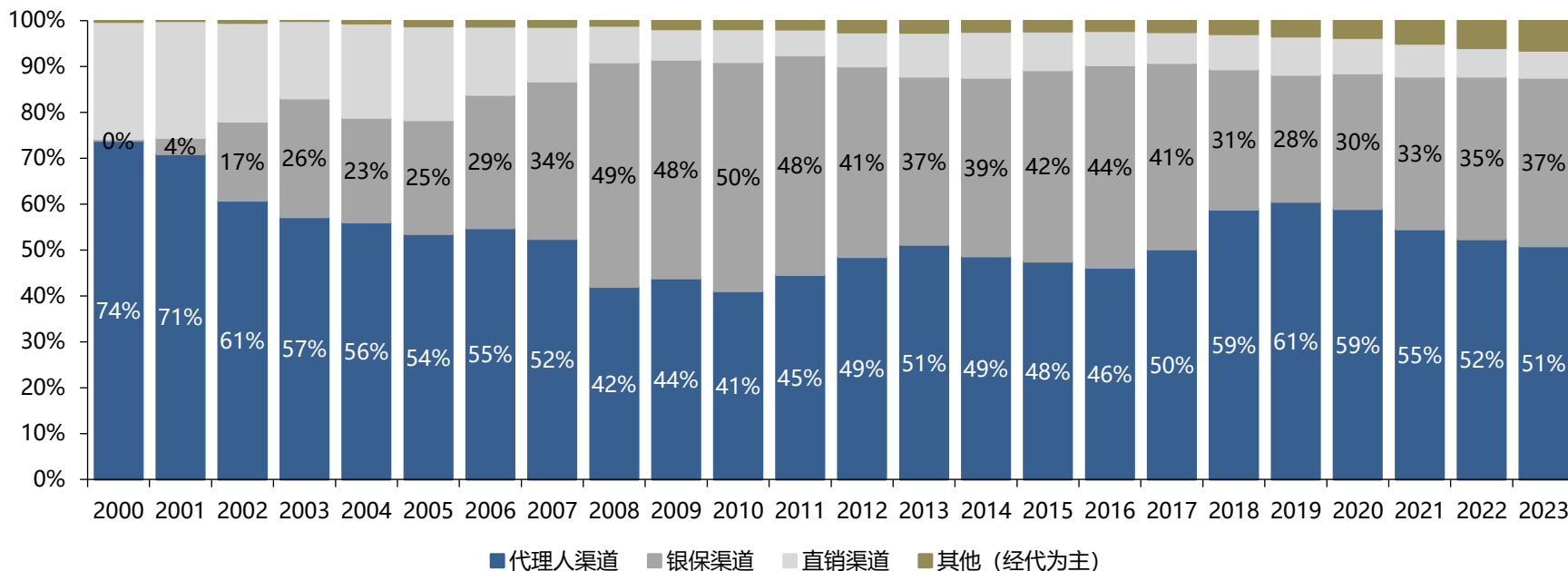
图：上市险企分红险产品占总保费比重



2.2.1 渠道变革：个险与银保的“风水轮流转”

- 当前国内人身险市场渠道呈现“冰火两重天”的情形。1) 受预定利率一降再降的影响，保障型产品保费居高不下，叠加经济环境承压等因素，代理人渠道承压明显；2) 银保渠道则突飞猛进，“挪储”潮依旧持续，今年5月以来行业银保新单保费开始大幅增长。
- 那么，未来银保渠道是否将超越代理人渠道成为国内人身险主渠道，将会是影响行业发展格局的重要问题。

图：2000-2023年中国人身险保费渠道占比情况



2.2.2 个险：从“人海战术”到价值驱动

- 1992年，随着友邦保险率先引入保险营销员制度，打破了传统团体保险为主的销售模式，开创了以个人代理人为核心的人身保险营销路径。个险销售的险种种类往往比较复杂，通常以长期保障险为主。个人代理人可进一步细分为专属代理人、独立代理人等，国内个险渠道主要是以专属代理人为主；独立代理人起步较晚，仍在初级发展阶段。
- 国内人身险个险渠道已历经30余年发展，大致可分为四个发展阶段：①引入与起步期（1992-2002），②个险与银保激烈竞争期（2003-2014），③规模快速扩张期（2015-2019），④清虚转型期（2020-至今）。

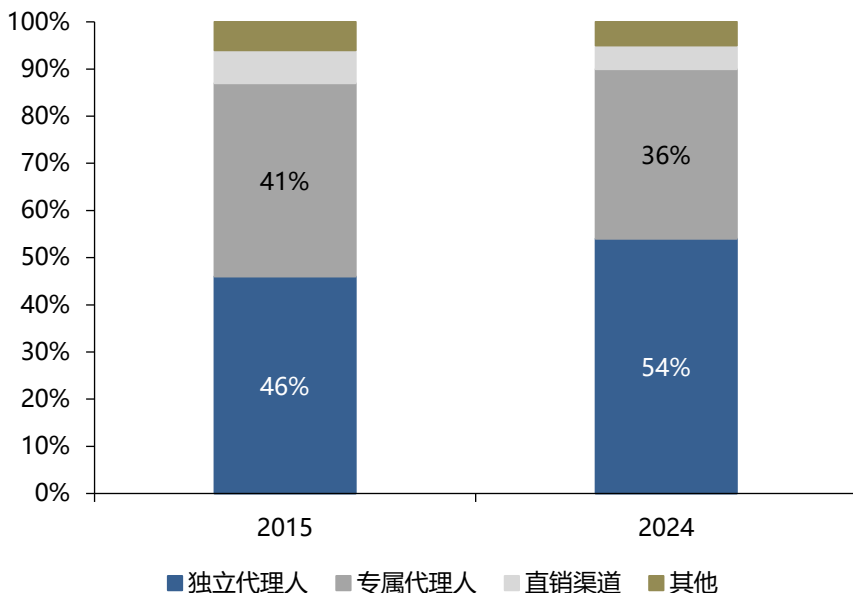
表：国内人身险个险渠道发展阶段

发展阶段	时间	主要情况
阶段一	1992-2002	友邦引入代理人制度，平安制定首套“基本法”，《保险法》奠定制度基础
阶段二	2003-2014	个险与银保渠道此消彼长，2013年个险重回主导地位，业务结构长期化
阶段三	2015-2019	资格考试取消，人力爆发增长，“人海战术”达到巅峰，代理人达912万人
阶段四	2020-至今	疫情加速从“规模”到“质量”转型，代理人数量大幅下滑但质态改善

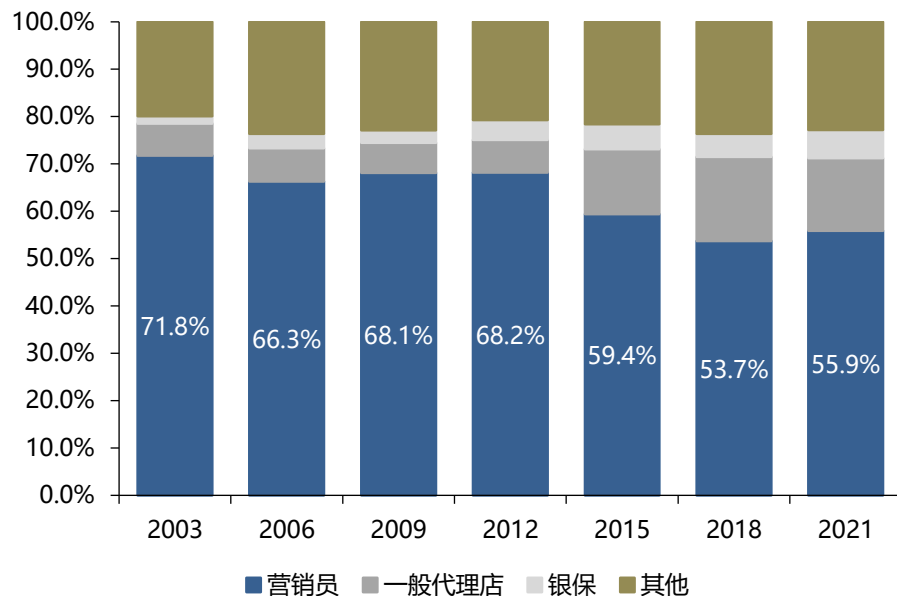
2.2.2 个险：从“人海战术”到价值驱动

- **美国：独立代理人模式在个险渠道中占据主导地位。** 2024年美国个人寿险保费中独立和专属代理人分别占比54%、36%。美国保险业存在联邦和各州分散的监管框架，保险分销体系具有本地化特点。美国独立代理人从业人数超过135万，通常与多家保险公司合作，并且需要通过较严格的专业认证培训。
- **日本：精英化代理人队伍转型的成功典范。** 日本保险业较早形成了以营销员为中心的销售模式，并且在1976年至1987年期间由监管机构主导分四次实施了营销体系转型，依次完成了“减少营销员人数”、“提高营销员生产率”、“巩固展业成果”等任务。自1990s以来，日本寿险业渠道格局开始呈现多元化趋势，但是并未改变个险作为核心渠道的地位。

图：美国个人寿险销售渠道保费收入占比



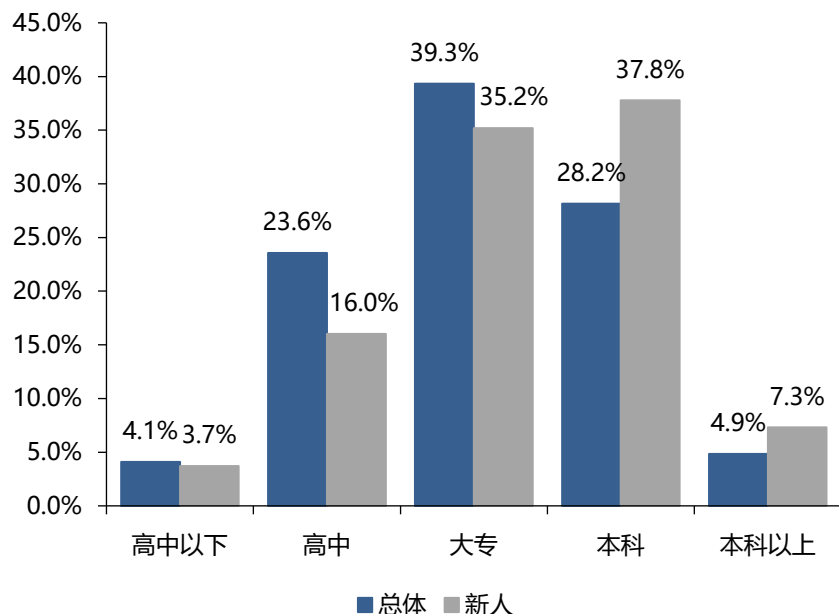
图：日本人身险产品销售渠道结构变化



2.2.2 个险：从“人海战术”到价值驱动

- 我们认为个险渠道在客户互动、内部管理方面具有不可替代性，未来有三大突破方向：
- **专业致胜：从销售误导到价值回归。**可学习日本经验，加速向专业化、职业化方向发展，通过提高准入门槛、完善培训体系和改革薪酬激励机制，打造一支高素质的个险队伍。
 - **科技赋能：数字化工具提升展业效率。**目前已有多家保险机构，上线了大模型并落地应用场景，可以从销售端、营运端为保险公司业务赋能，提升销售服务质量，降低营运成本。
 - **服务升级：公司战略赋能代理人转型。**积极布局大健康、大康养战略，通过整合医疗、养老等资源，为代理人提供全方位服务支持，实现从单一产品销售者转变为综合服务提供者。

图：2025年国内保险代理人新人学历优于总体平均水平



图：中国平安AI赋能主业

AI突破：从“赋能人工”到“独立工作”



2.2.3 银保：政策引导下的“价值跃迁”

- 银保渠道作为保险重要投保渠道之一，其优势是银保产品普遍简单明了、收益清晰、投保方便、费率较低。投保人可以直接与银行工作人员签订保险合同，银行只提供销售渠道赚取佣金，并不承担任何担保责任。银保渠道销售的保险产品往往不允许保险公司的代理人同时销售，其品种相对来说比较少，主要集中在分红险、万能险和投连险等储蓄产品上。
- 中国人身险业银保渠道于1996年开始逐渐走进国内公众视野，至今已历经近30年发展，大致可分为五个发展阶段：①初步探索期（1996-2000），②快速增长期（2001-2011），③渠道清虚时期（2012-2016），④增额终身寿产品爆发时期（2017-2023），⑤“新银保”发展时期（2024-至今）。

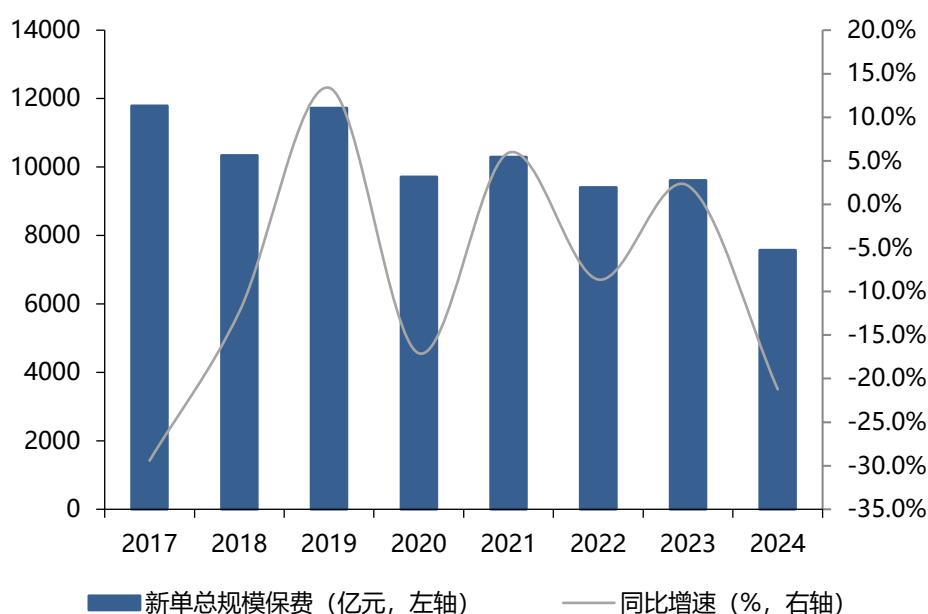
表：国内人身险银保渠道发展阶段

发展阶段	时间	主要情况
阶段一	1996-2000	银保业务探索期，多家险企开拓银保渠道
阶段二	2001-2010	银保业务快速增长期，渠道产品、保费快速增长
阶段三	2011-2016	银保渠道清虚时期，多方因素制约银保渠道发展
阶段四	2017-2023	政策引领产品去短期化时期，增额终身寿逐渐成为渠道支柱
阶段五	2024至今	“报行合一”全面实施下的“新银保”发展时期

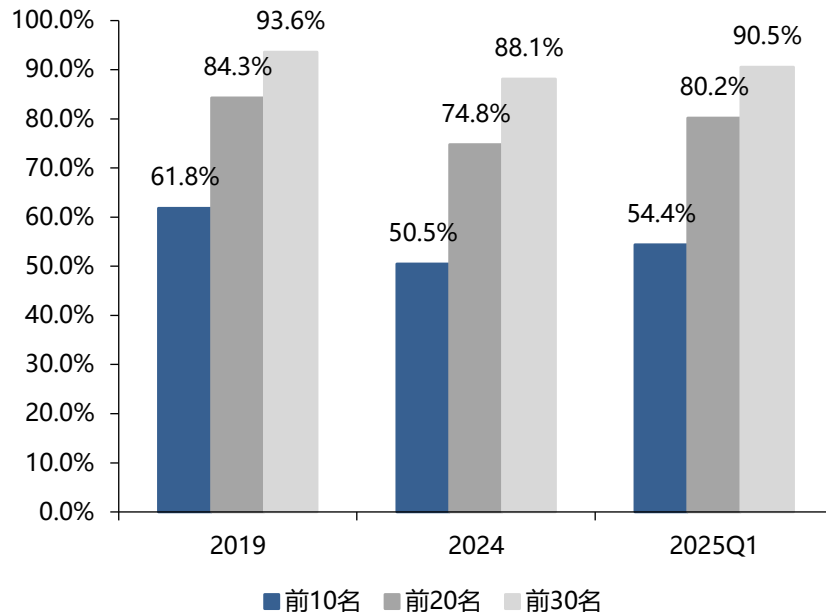
2.2.3 银保：政策引导下的“价值跃迁”

- 2024年起，中国保险行业正式进入“报行合一”政策实施阶段，标志着银保渠道费用管理的规范化迈入新纪元。目前人身险公司和银行业达成了长期期交产品手续费统一标准，3年交产品的手续费为9%，5年交为14%，10年交为18%，趸交为3%。
- 2024年银保渠道新单保费有所承压，部分保险公司已开始调整策略，从过去的规模导向转为价值导向。2024年5月监管取消了银行网点与保险公司合作数量的“1+3”限制，使得银行可以与更多保险公司展开合作。2025年头部公司开始积极扩张银保业务，业务增速显著高于银保市场整体，市场集中度的进一步提升，行业“马太效应”愈发明显。

图：2017-2024年银保渠道新单总规模保费



图：银行渠道期交保费累计市场份额



2.2.3 银保：政策引导下的“价值跃迁”

- 纵观国际银行保险模式，依据有无资本纽带关系及合作深度划分，银保主要合作模板包括协议代理模式、战略联盟模式、资本合作模式和金融集团模式四种。

表：银保合作的四种模式比较

模式	主要应用的国家和地区	优势	劣势
协议代理	亚洲和中东	(1)合作双方的自由度大；(2)初期投入成本最低；(3)所需时间周期短，对市场反应十分灵活；(4)法律法规限制较少。	(1)没有长期的共同利益机制，关系松散不稳定；(2)客户等许多资料不能实现共享，难以产生协同效应；(3)合作的短期性使银行销售人员难以全面深入了解保险产品。
战略联盟	亚洲部分国家 美国部分地区	(1)合作双方有相对稳定的预期；(2)初期投入成本较低；(3)所需时间周期较短，对市场反应较灵活；(4)双方可以共享更多资源，能产生一定的协同效应。	(1)合作双方相对独立，没有根本上解决双方可能存在的利益冲突；(2)关键资源无法实现完全共享。
资本合作	(合资企业方式) 法国 (相互持股方式) 土耳其	(1)银保双方成为利益共同体，资源共享和信息交流更加充分；(2)可以在银行和保险公司之间分担成本和经营风险；(3)银行或保险公司可以通过合资获得对方的专业知识和经验。	(1)所需时间较长；(2)双方经营战略及企业文化的差异，可能会导致双方的成本上升；(3)法律监管限制较多。
金融集团	(新建方式) 法国 (并购方式) 美国	(1)较易推行自己的银行保险发展战略；(2)交易成本减少，能实现优势资源充分利用；(3)合并报表，可以合理避税；(4)（并购方式）较短的时间内建立起银行保险框架；(5)（新建方式）可以避免不同企业文化和经营战略之间的冲突；初期投入成本比并购方式要低。	(1)（并购方式）较难寻找合适的并购对象；并购双方在企业文化、经营战略上的差异会增加成本；(2)（新建方式）周期最长；银行或保险单独新建的企业面对市场上成熟竞争对手挑战较大；(3)法律监管限制最多。

2.2.3 银保：政策引导下的“价值跃迁”

- 借鉴欧洲银保一体化合作模式，寻求银保渠道发展新突破。
- 对于银行系险企，银行全资或控股模式和合资公司模式较为适用。针对母行私行与高净值客群，保险子公司结合客户生命周期中的主要保障需求，围绕家庭保障、退休计划、财富传承等，推出一系列高度定制的终身寿险、年金险、两全险产品，并匹配特色增值服务和权益体系，实现销售与服务的深度绑定。
- 战略联盟模式则适用于一般险企，银行和险企签订长期协议开展全面合作，险企通过战略费用投入换取合作银行渠道的独家保险销售权。

表：险企、银行战略联盟合作情况

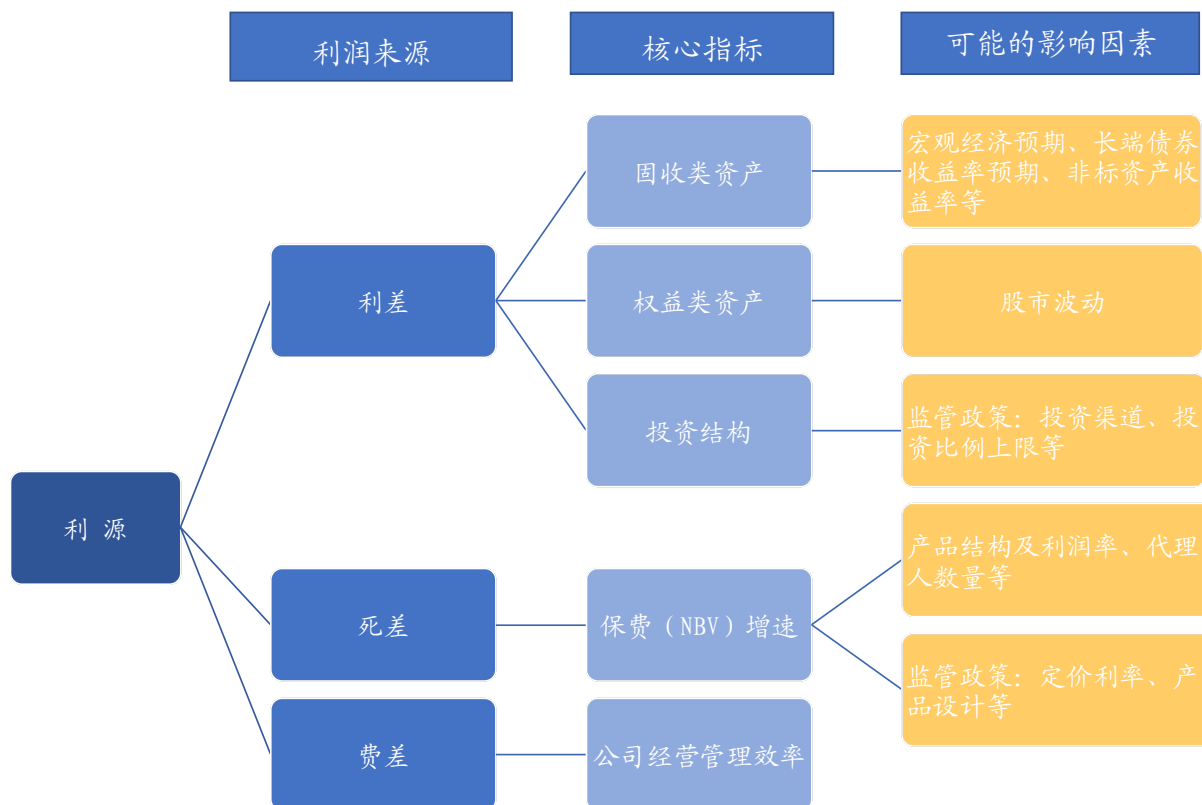
合作时间	保险公司	合作银行
2021年3月	友邦保险	东亚银行
2021年6月	安联保险	汇丰银行
2021年10月	平安人寿	平安银行
2023年5月	中国人寿	招商局集团
2024年1月	阳光保险	中信银行
2024年2月	太保寿险	中国银行
2025年4月	友邦保险	杭州银行
2025年7月	中邮保险	招商银行
2025年7月	新华保险	邮储银行

3. 行情复盘：历史上保险股行情由哪些因素催化？

3.1 保险股行情主要由哪些因素催化？

- 基于保险公司盈利“三差”，板块行情影响因素主要分为三类：1) 投资收益率相关，如长端债券收益率、股市投资收益、保险产品定价利率等；2) 死差相关，如保费增速、产品结构与利润率等；3) 费差相关，如保险公司经营效率、保险产品导向变化等。

表：2014年以来保险板块典型行情情况梳理



3.2 2014年以来保险股五次典型行情复盘

- 2014年以后保险股有五次典型的上涨行情，分别为①2014-2015年、②2017年、③2019年、④2020年和⑤2022-2023年，可以看出：1) 股市上涨是最直接、最有效的短期催化因素；2) 利率走势和负债端表现是产生板块超额收益的关键；3) 政策利好可能驱动独立行情；4) 业绩表现和战略转型是影响个股弹性的主要因素。

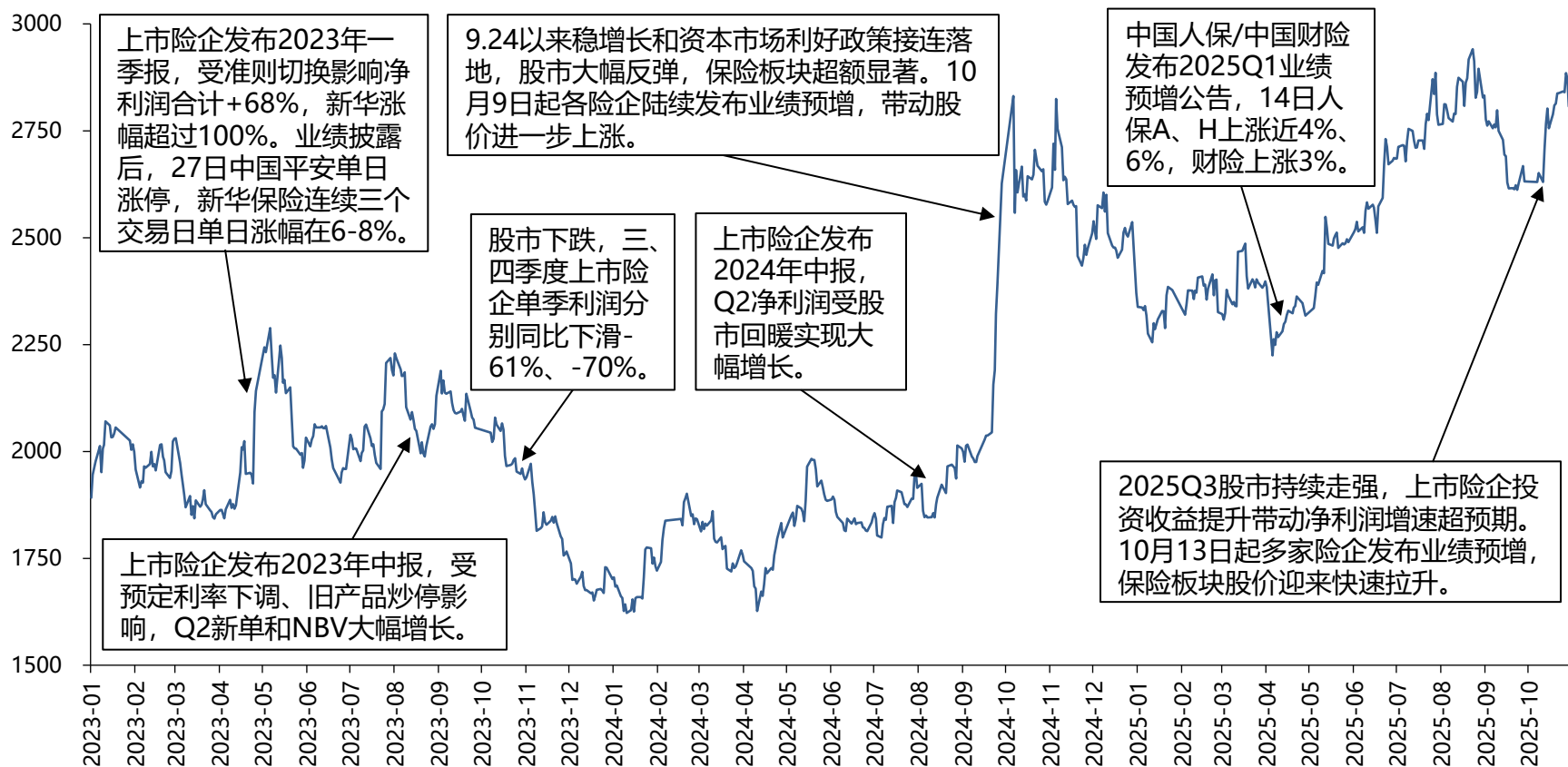
表：2014年以来保险板块典型行情情况梳理

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

3.3 2023年以来保险板块股价与当期业绩相关性高

- 2023年实施新准则以来，上市险企业绩弹性加大，同时保险板块股价与当期业绩相关性显著提升，保险股多次走出大涨大跌的波动行情，特别是在报告披露期利润高增长的情况下更容易催化行情。

图：2023年以来保险指数走势与上市险企财报披露情况

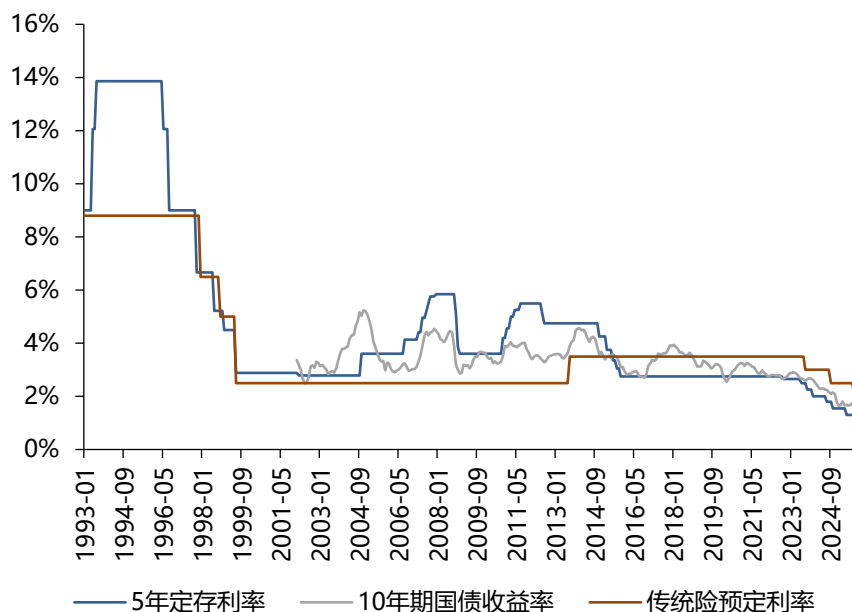


4. 投资策略：资负两端均向好，估值与持仓低位

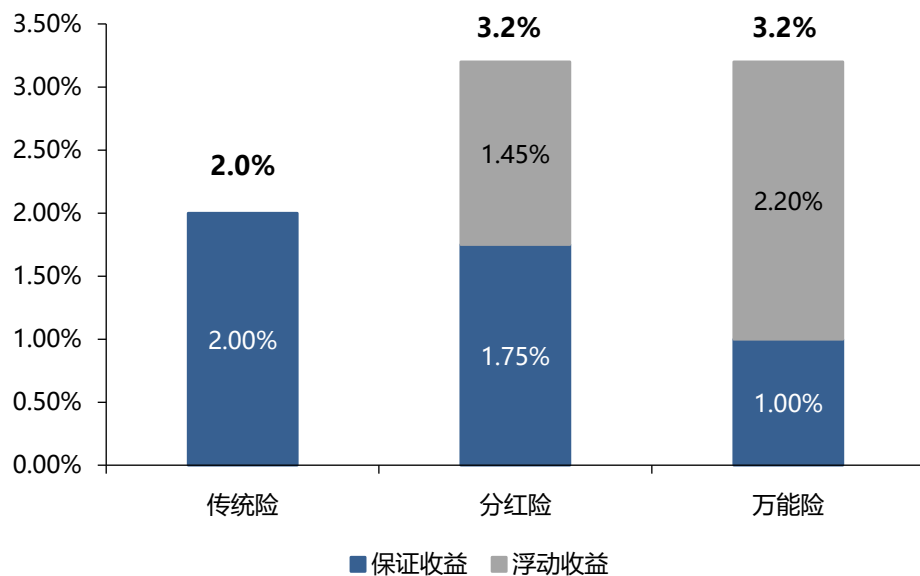
4.1 负债端：看好2026年新单保费和NBV增长趋势

- 负债端：对2026年新单保费和NBV增长持乐观预期。
- 当前市场储蓄需求依然旺盛，银行存款利率接连下调利好保险产品销售。当前保险预定利率（传统险2.0%，分红险1.75%）仍高于银行存款利率（工行5年定存利率1.3%），此外分红险、万能险等还可以提供浮动收益回报。目前实际分红率/万能险结算利率大多在3%上下，显著高于银行存款利率，保险产品对于客户的相对吸引力优势仍然明显。
- 预定利率下调+分红险转型预计进一步优化负债成本水平，缓解利差损压力。同时预定利率下调或将推动NBV margin继续提升，有助于推动NBV保持稳健增长。

图：人身险预定利率与宏观利率走势对比



图：不同类型保险产品收益结构对比

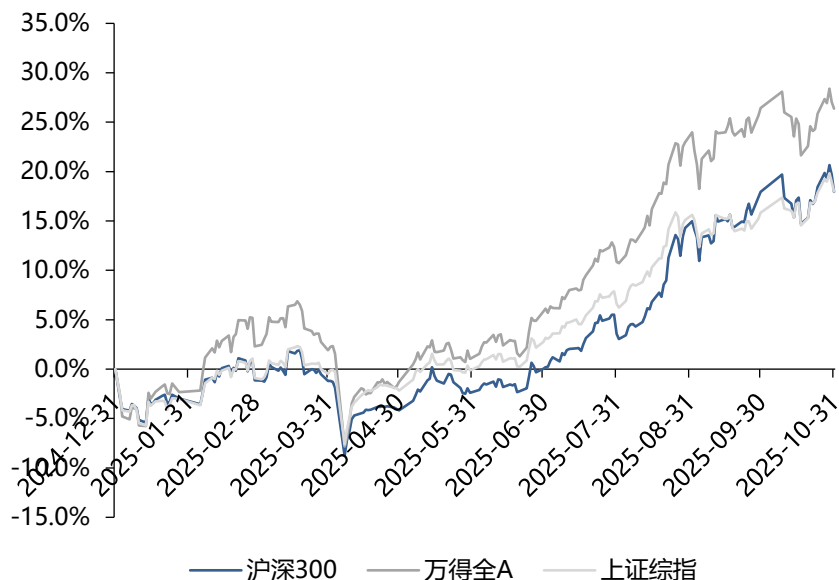


注：分红/万能险浮动收益部分是不确定的，本图按照3.2%的预期收益率进行展示

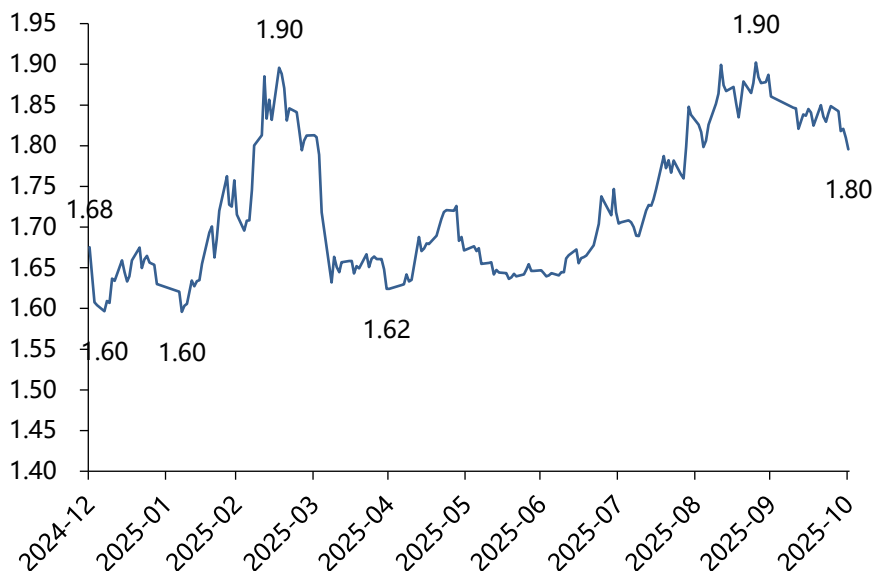
4.2 资产端：股市向好提振收益表现，利率企稳利好估值修复

- **股市：权益投资比例提升，股市上涨更为受益。** 2025年以来上市险企积极落实长期资本入市要求，二级权益投资占总投资资产比例提升，并且股票中有相当部分划分为FVTPL，更加受益于股市上涨。10月单月沪深300指数累计持平，好于上年同期（-3.0%），“十五五”规划提振市场信心，股市走强利好险企投资收益表现。
- **利率：利率企稳上行利好固收资产配置与估值修复。** 过去几年长端利率持续下行，目前已经逐步企稳并出现阶段性上行，10月31日十年期国债到期收益率回落至1.80%左右。我们认为，伴随国内宏观经济逐步回暖，未来长端利率若进一步上行，保险公司新增及再配置固收资产收益率压力将明显缓解，板块估值修复空间亦将被进一步打开。

图：2025年股市主要指数走势



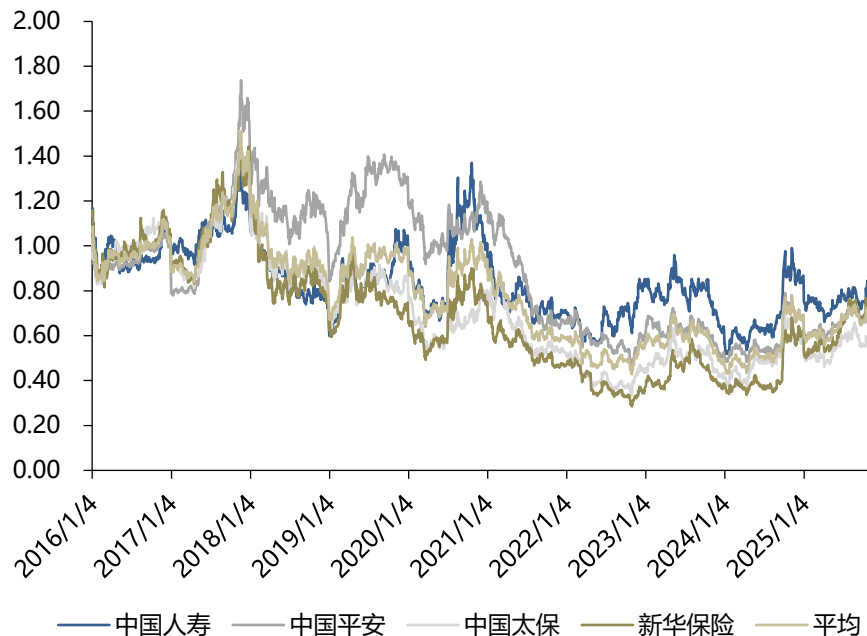
图：十年期国债到期收益率走势（截至10月31日）



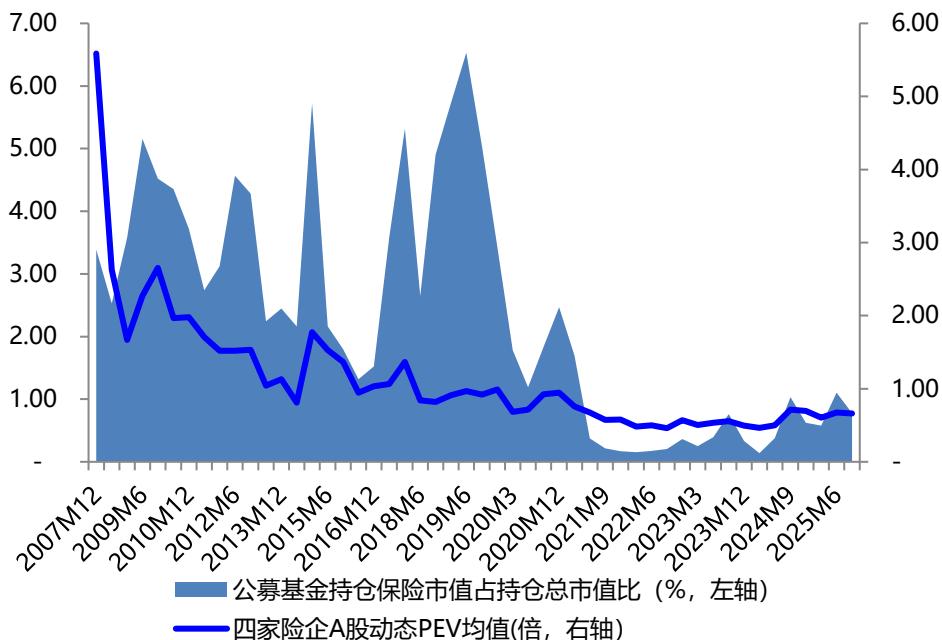
4.3 保险板块估值水平和公募持仓仍处低位

- **保险板块估值仍处于历史较低水平。**从PEV估值水平来看，截至10月31日收盘，A股和H股四家寿险公司（国寿、平安、太保、新华）平均估值分别为0.71x、0.50x，均低于近十年历史平均值0.78x、0.55x。
- **目前公募基金对保险股持仓仍处于低位。**截至2025年Q3末，公募基金对保险板块持仓为0.78%，较Q2末下降0.32pct，相比历史水平仍处于低位。
- **2025年10月31日保险板块估值2025E 0.56-0.92倍PEV、1.07-2.07 倍 PB，处于历史低位，行业维持“增持”评级。**

图：A股寿险公司历史PEV估值走势（倍）



图：2025Q3公募基金对保险股持仓仍处低位



5. 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) 新单增长不及预期。

- 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。

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