

投资评级：看好（维持）

证券研究报告 | 行业专题报告

保险II

2025年12月7日



银保渠道依靠网点数量渗透，个险渠道由“产品+服务”和“差异化账户”驱动 —2026年保险行业策略报告

证券分析师

姓名：陆韵婷

资格编号：S1350525050002

邮箱：luyunting@huayuanstock.com

■ 预计26年寿险新单保费和新业务价值将保持较快增长

- 银保渠道：预计26年银行存款到期再配置需求较大，这些低风险偏好资金或部分流入安全属性较高且有收益弹性的银保产品，主要上市公司在战略上重视银保渠道，增长驱动因素或来自于银行网点数量的持续渗透和高客的开发，我们预计26年上市险企的银保渠道新单保费增速有望达到30%以上；
- 个险渠道：新增代理人数量尚未到拐点，我们认为26年的驱动因素或来自于“产品+服务”和“差异化账户”带来的产能提升，我们预测主要上市公司26年个险渠道的新业务价值增速或在0%-10%。

■ 寿险刚性成本有效下降，预计最晚27年寿险的服务边际（CSM）出现向上拐点

- 在预定利率三轮下调，以及主要上市公司积极转型分红险后，各家上市主要公司的刚性负债成本出现下降趋势，以新单为例，国寿、太保和新华的24年新保单刚性负债成本分别同比下降52、52和94bp至2.43%、2.60%和2.98%，利差风险大幅缓解；
- 我们预计最晚27年起寿险CSM余额或将重回正增长，主要原因包括：1) 在银保渠道的驱动下，NBV或回归较高增长；2) 无风险利率或企稳：基于国内反内卷政策以及近期公募销售新规对债基的赎回费规则的修改，我们认为长债利率可能走稳；3) 23-24年投资精算假设已经过调整，近期再次下调的概率较低；但受各家上市主体积极转型分红险，而分红险需要将较多的利润分出，其CSM相比传统险稍低，因此综合判断，我们认为主要公司的CSM余额将逐渐企稳，最晚或于27年实现转正，有利于后续利润的释放。

■ 风险提示：新单保费大幅下降、权益市场大幅下跌、长端利率大幅下降、自然灾害大幅增加。

■ 权益仓位提升带来利润弹性，长期投资试点或增厚利润

- ✓ 24年以来主要上市险企积极加配权益资产，25H1国寿、平安、太保和人保的股票+权益基金的配置占比分别较25年初提升1.4、2.6、0.5和1.7pct至13.6%、12.6%、11.8%和10.7%，权益比例的提升使得在“慢牛”环境下主要上市公司的业绩弹性有所增加；
- ✓ 保险资金长期投资改革试点或将给上市险企带来利润增厚。试点采用权益法核算等会计计量方式，有助于降低权益市场波动对保险公司利润表的影响。新华保险25年中报显示截至今年6月末，第一期险资长期试点的500亿出资额的鸿鹄志远基金的净资产已经达到556.84亿元，即鸿鹄一期基金目前结转下（符合相关会计准则要求）的资产增值至少有56.84亿元，盈利超过11%。
- **投资建议：**基于银保渠道网点渗透、个险渠道差异化打法下，我们认为主要上市公司NBV有望在26年继续实现较好增长，且在长端利率可能走稳和权益市场“慢牛”情景下，险司的服务边际有望逐渐走稳，利润弹性增强，我们对保险行业维持“看好”评级，推荐标的：1、中国人寿：个险队伍质态较好，利润弹性较大；2、中国平安：银保渠道NBV或将继续高增，减值风险可能减少；3、中国财险：车险和非车险业务均有政策支持，预计未来可释放利润较多。
- **风险提示：** 新单保费大幅下降、权益市场大幅下跌、长端利率大幅下降、自然灾害大幅增加。

图：主要上市公司25-27年财务预测和估值情况：元/股

	每股内含价值			内含价值倍数		
	25E	26E	27E	25E	26E	27E
中国人寿	57.1	60.2	65.3	0.79	0.75	0.70
中国平安	87.6	94.2	101.7	0.71	0.66	0.61
中国太保	66.5	74.4	83.3	0.57	0.51	0.45
新华保险	94.1	103.2	113.7	0.71	0.65	0.59
每股净资产			PB倍数			
中国财险	25E	26E	27E	25E	26E	27E
	13.4	15.1	17.0	1.21	1.07	0.95

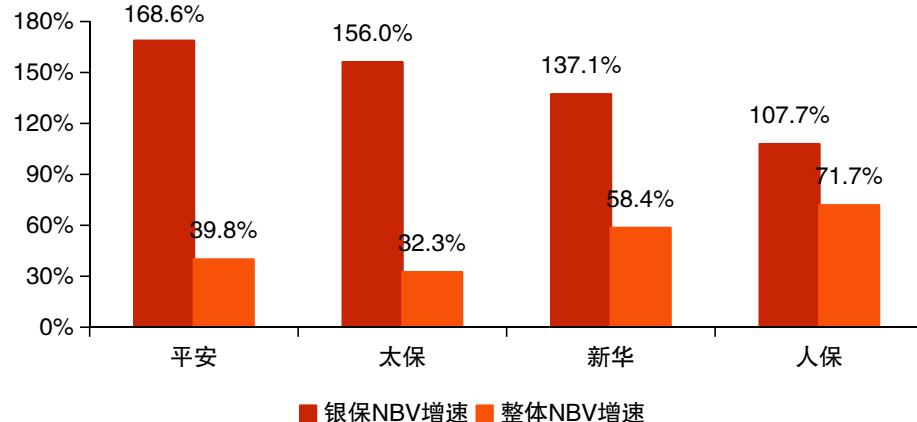
资料来源：wind，华源证券研究所预测

备注：估值为对应截至2025年12月7日的收盘价数据，港币兑人民币汇率为0.932

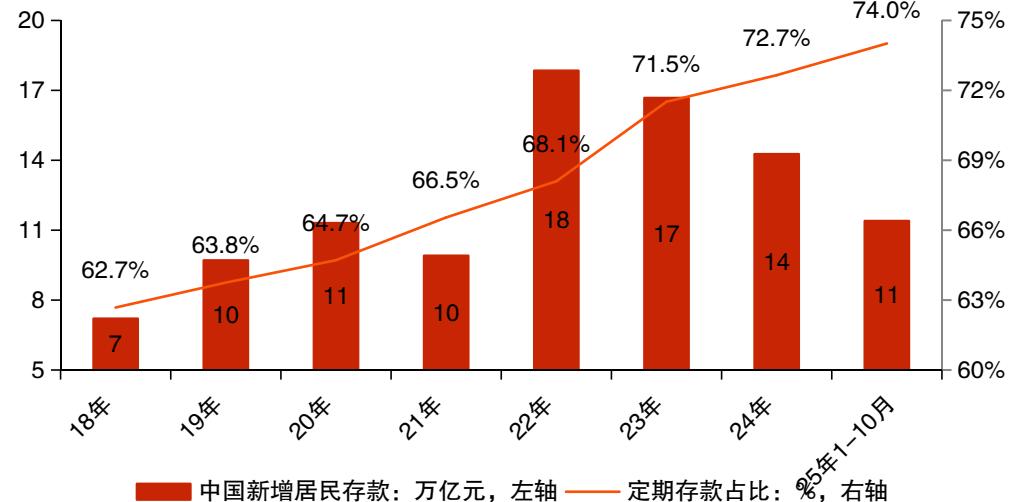
外部环境和公司战略或有利于银保渠道的增长

- 银保渠道是25年寿险公司NBV增长的主要驱动力：25H1平安、太保、新华和人保寿险银保渠道的NBV增速分别达到169%、156%、137%和108%，高于全渠道40%、32%、58%和72%的增速，是各家寿险公司负债端NBV增长的主要驱动力，我们预计25全年将延续上半年这一趋势。
- 我们继续看好26年银保渠道的高增长：
- ✓ 外部环境或有利于银保销售：22年起居民新增存款规模较之前增加较多，且定期化比例提升，26年面临较大体量高息资产的再配置需求，我们认为这部分资金风险偏好较低，预计会有一部分流入有保底收益率的银保产品，同时近期有多家银行宣布停售5年期存款，这使得寿险这一具有锁定中长期收益率的久期结构特性产品的稀缺度提升；
- ✓ 银保渠道的战略地位有望持续提升：近年来大型寿险公司对银保渠道的定位发生了较大的转变，大部分从期初的“坚持价值导向，精耕细作”，转为当前的“架构升级，成为寿险的支柱”，以太保寿险为例，明确推进“2+N”多元渠道模式升级，即银保渠道已经成为和个险渠道同等重要性的“2”个主要渠道之一，预计26年这一战略定位将继续升级。

图：25H1主要上市公司银保渠道和全渠道NBV增速



图：22年至今居民新增存款较之前增加较多，且定期化明显：万亿元，%



资料来源：wind，各家公司公告，华源证券研究所

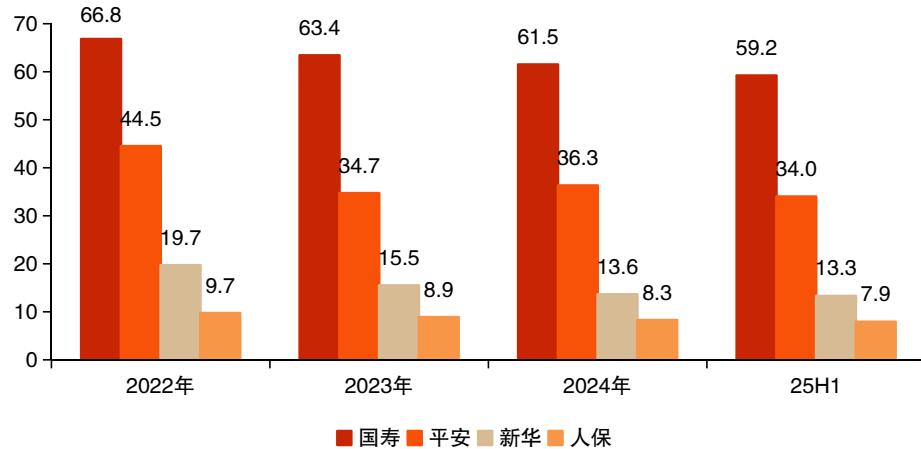
■ 银保增长模型：预计主要来自于网点渗透和高客经营：

- ✓ 银行网点渗透率或仍有空间：根据金管总局披露的金融许可证信息可知当前全国银行网点数量约为22万家，根据“二八定理”我们认为拥有可投资资产50万以上客户的网点占比可能为20%，即4-5万家，当前大部分上市险企的网点扩张还有空间，以太保为例，其25上半年银保期缴网点总数为1.3万个，且仍在快速扩张中；太保在25Q3业绩会上表示预计26年银保渠道来自国有银行（工行、建行等）渠道的网点数量增速可能为35%到40%；
- ✓ 高客经营有方法：近年来我国银行私行客户数量保持较快增长，其对产品的需求也从单一的财富增值，转向“安全增值+风险保障”的复合型配置，希望通过保险产品的确定性来对冲各类不确定性，且大数据的应用使得银保渠道在客户触达、营销和转化环节具有“精准盘客”和“智能规模化”的抓手，以太保为例，其25上半年银保渠道高客（长险应缴保费在240-1000万）同比增长75.4%，极高客（长险应缴保费在1000万元以上）同比增长85.4%。
- 基于外部环境、公司战略、网点渗透率空间和高客经营突破，我们认为26年上市险企的银保渠道新单保费增速有望达到30%以上。

个险增长模型：“产品+服务”和“差异化账户”或带来产能的提升

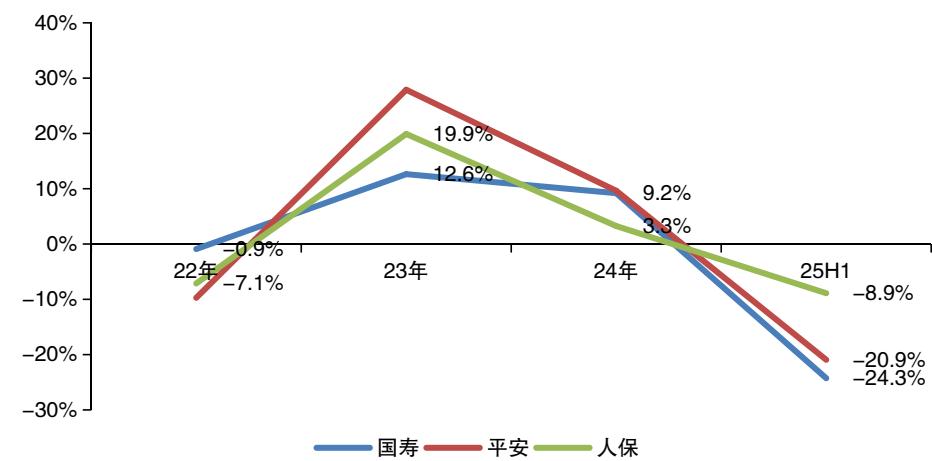
- 代理人数量渐趋平稳，但难以贡献增量：截至25H1，主要上市险企个险渠道代理人数量降幅已经较为收敛，但我们认为当前新人增员大幅提升还看不到拐点；
- “产品+服务”和“差异化账户”提升产能或是个险驱动力：
- ✓ 主要上市公司推出较多“产品+服务”的客户权益助力客户经营，从而提升产能。以平安为例，其客户权益包括居家养老服务、高品质康养社区、自营的北大医疗集团和合作的万余家外部医疗机构；
- ✓ 监管对分红险账户的演示收益率有严格要求，其中高档演示为3.9%和保司近5年财务投资收益率平均值的取小值，部分险司24-25年投资成绩亮眼，或将选择在26年部分产品中按照有竞争力的收益演示，从而通过这一差异化的账户吸引客户。
- 基于代理人新增尚未恢复，但“产品+服务”和差异化账户或带来产能提升，我们预测主要上市公司26年个险渠道的新业务价值增速或为0%-10%。

图：部分上市公司个险渠道代理人数量：万人



资料来源：各家公司公告，华源证券研究所

图：部分上市公司个险渠道首年期缴保费增速：%

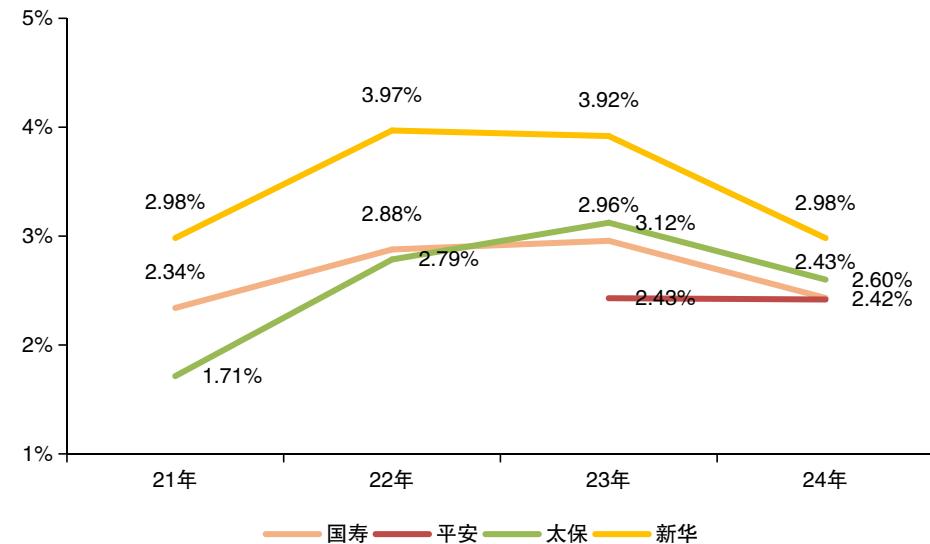


- 23年至今监管通过建立市场化触发机制等方式共调降普通型产品预定利率三轮，合计调降幅度150bp，自2025年9月起，普通型产品的预定利率调整为2.0%，同时监管通过非对称降息以及产品指导等方式鼓励行业发展预定利率更低的分红险，25年以来市场主要主体已开启分红险转型，分红险的刚性负债成本相对较低；
- 根据各家公司年报和中报披露的有效业务价值（VIF）和新业务价值（NBV）对投资收益率的敏感性测试，若简单线性外推，我们计算得出23-24年寿险公司存量和新单的刚性负债成本（打平收益率）出现了向下拐点。以新单为例，国寿、太保和新华的24年新保单刚性负债成本分别同比下降52、52和94bp至2.43%、2.60%和2.98%，利差风险或大幅缓解。

图：近年来寿险预定利率变化情况

调整时间	监管文件/依据	普通型产品调整幅度	分红型产品调整幅度	万能型产品调整幅度	政策意义/触发因素
2023年7月	窗口指导	3.5% → 3.0%	-	-	
2024年9月	金发〔2024〕18号	3.0% → 2.5%	-	-	引入动态调整机制，普通型产品首次挂钩市场利率
2024年9月	金发〔2024〕18号	-	2.5% → 2.0%	2.0% → 1.5%	全面实施新定价体系，分红险与万能险同步下调
2025年7月	动态调整机制触发	2.5% → 2.0%	2.0% → 1.75%	1.5% → 1.0%	首次市场化触发：二季度普通型人身保险产品预定利率研究值1.99%，连续两季度低于阈值25基点； 非对称下调：分红险降幅最小（25基点），引导行业向浮动收益转型

图：部分上市公司新发保单的打平收益率情况：%



资料来源：金管总局，各家公司公告，华源证券研究所

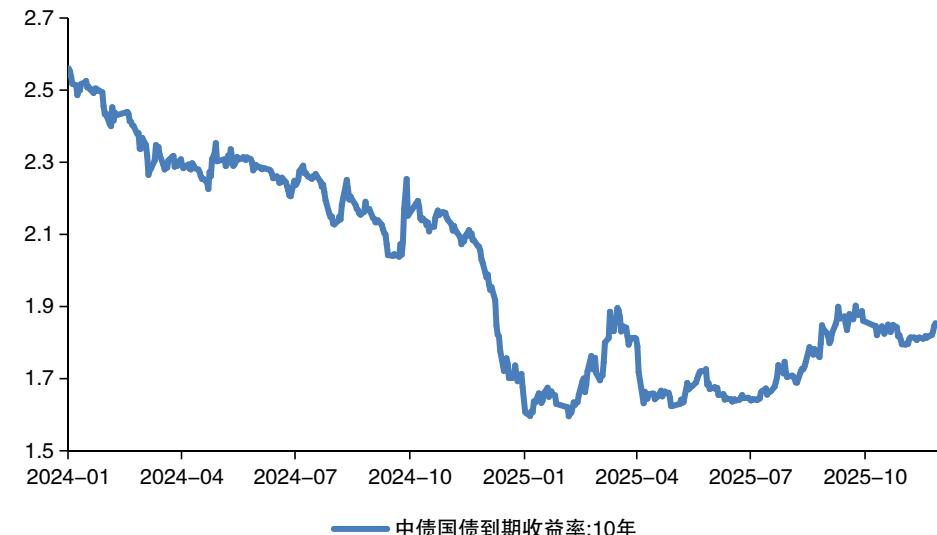
寿险服务边际(CSM)：预计最晚于27年出现拐点

- 25H1寿险CSM余额（未来利润的储蓄罐）出现向好迹象：由于疫情后NBV的增速乏力，无法抵充每年的摊销，因此22年至24年，部分公司的CSM余额出现下降，比如平安寿险的CSM在23-24年分别同比下降6.1%和4.8%，但25H1已经较年初走高；
- 我们预计最晚27年起寿险CSM余额或将重回正增长，主要原因包括：1) 在银保渠道的驱动下，NBV或回归较高增长；2) 无风险利率或企稳：基于国内反内卷政策以及近期公募销售新规对债基的赎回费规则的修改，我们认为长债利率可能走稳；3) 23-24年投资精算假设已经过调整，近期再次下调的概率较低；但受各家上市主体积极转型分红险，而分红险需要将较多比例的利润分出，其CSM相比传统险稍低，因此综合判断，我们认为主要公司的CSM余额将逐渐企稳，最晚或于27年实现转正，有利于后续利润的释放。

图：部分上市公司寿险CSM余额：亿元

	22年	23年	24年	25H1
平安	8187	7684	7313	7332
国寿		7691	7425	7547
太保	3277	3257	3454	3464
新华	1753	1690	1759	1772

图：10年期国债收益率有走稳趋势：%

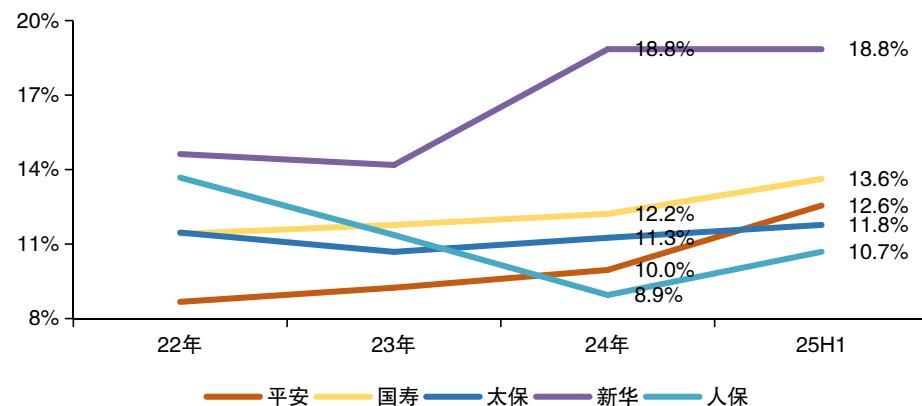


资料来源：各家公司公告，wind，华源证券研究所

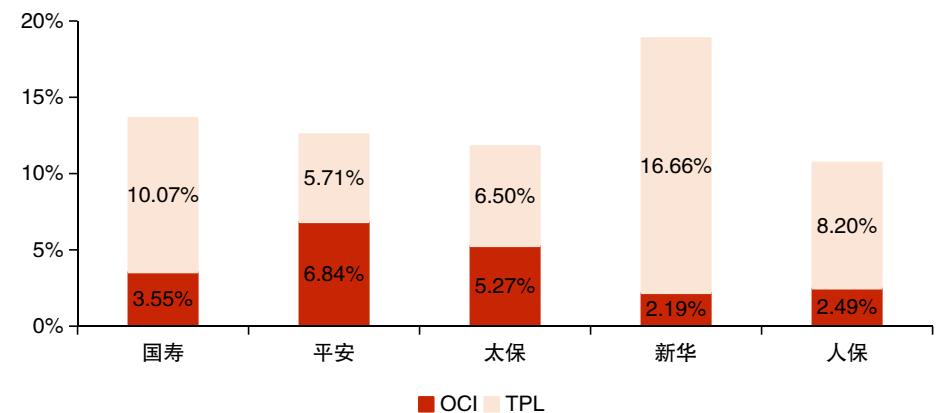
权益仓位提升带来投资弹性，长期投资试点有望增厚利润

- 24年以来，主要上市险企积极加配权益资产。25H1国寿、平安、太保和人保的股票+权益基金的配置占比分别较25年初提升1.4、2.6、0.5和1.7pct至13.6%、12.6%、11.8%和10.7%，新华保险则维持18.8%的较高权益配置比例，权益比例的提升使得在“慢牛”环境下保险公司的业绩弹性有所增加；其中新华和国寿的权益资产占比较高，且权益资产中归类为TPL（以公允价值计量且其变动计入净利润）的比例较高，预计利润弹性较为明显；
- 保险资金长期投资改革试点或将给上市险企带来利润增厚。保险资金长期试点指的是保险公司出资设立私募证券基金，主要投向二级市场股票，并长期持有，该试点自23年10月开启，在历经第三批额度批复后，预期当前试点规模在2000余亿元。试点采用权益法核算等会计计量方式，有助于降低权益市场波动对保险公司利润表的影响。新华保险25年中报显示截至今年6月30日，第一期险资长期试点的500亿出资额的鸿鹄志远基金，净资产已经达到556.84亿元，即鸿鹄一期基金目前结转下（符合相关会计准则要求）的资产增值至少有56.84亿元，盈利超过11%，为新华的投资收益做出重要贡献。

图：部分上市公司股票+权益基金仓位占比：%



图：25H1部分上市公司权益资产会计计量方式分类：%

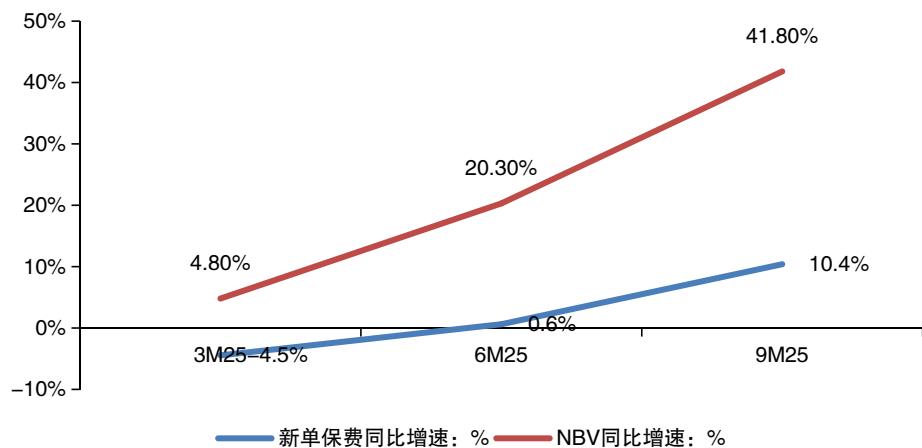


资料来源：各家公司公告，华源证券研究所

重点公司 (1) 中国人寿：个险队伍质态较好，利润弹性较大

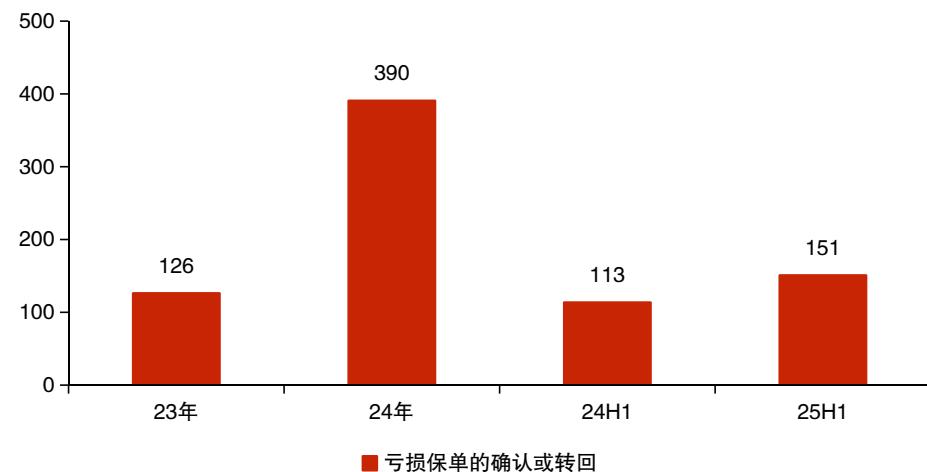
- 25年前三季度NBV增速环比改善，显示个险队伍质态较好。国寿NBV同比增速由25Q1和25H1的4.8%、20.3%扩大至25年Q3末的41.8%，显示出国寿较好的个险队伍质态、销售能力以及较为成功的预定利率切换背景下的营销运作；我们看好公司26年“开门红”和全年的保单销售情况，一方面个险队伍的数据走稳，且优增人力和留存率同比提升明显，另一方面队伍已经较好掌握了浮动型产品的销售技能（前三季度浮动收益产品在首年期交保费占比同比提升超45个百分点），且国寿在前三季度业务达成较好的背景下，或有更多的时间准备“开门红”营销。
- 国寿净利润对权益投资和利率均较为敏感，在我们预期26年利率走稳和“慢牛”的情景假设下或有较好的业绩体现。一方面截至25H1，国寿的权益资产占比为13.6%，且10.1%为公允价值变动直接计入净利润的TPL分类，因此其业绩在“慢牛”下或会有较好表现，另一方面近年来国寿的“保险服务费用”中“亏损部分的确认和转回”数值较大，主要源于即期利率下降后VFA保单转为亏损状态，若后续长期利率可以走稳，这一亏损保单影响或将大幅减少，有利于国寿的财务数据。

图：国寿25年前三季度新单和NBV增速环比改善：%



资料来源：中国人寿公告，华源证券研究所

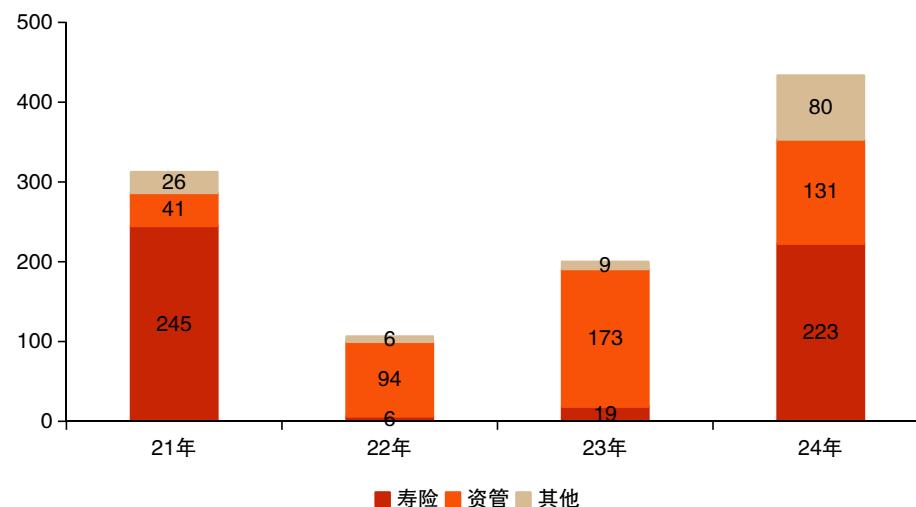
图：国寿近年来亏损保单的确认数值较大，影响净利润：亿元



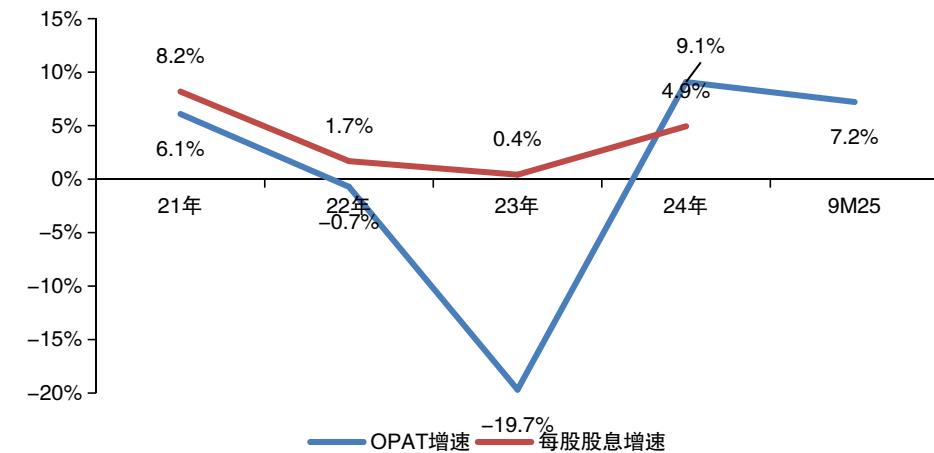
重点公司 (2) 中国平安：银保渠道NBV或将继续高增，减值风险可能减少

- 银保渠道竞争力强，预计26年或将保持较快增长。中国平安寿险的银保渠道在25年前三季度实现了170.9%的NBV增速，在同业中处于较为领先地位，我们认为主要源于集团重视银保渠道，且有效扩充国有行和优质股份行的优质网点数量，并提供“产品+服务”的综合服务，我们预计在26年较好的市场环境和自身渠道的深化战略下，这一良好增长态势或将持续；
- 减值风险或将逐渐减少，股息率较有竞争力。21-25H1，平安集团扣除平安银行的减值合计1149亿元，主要集中在资管分部（预计主要是地产风险，如华夏幸福等减值）、寿险分部（预计主要是权益资产减值），随着地产风险的逐步处置以及权益市场的回暖，我们预计平安26-27年的减值数额或减少，对OPAT(营运利润)增速构成支撑，截至25年12月7日，中国平安H股和A股的股息率分别为4.53%和4.11%。

图：平安集团扣除银行分部后的减值分布：亿元



图：中国平安OPAT增速和每股股息增速：%



资料来源：中国平安公告，华源证券研究所

■ 车险业务：车险质量持续提升，新能源车险自主定价区间放开

- ✓ 截至25H1，中国财险业务中质量较高的家自车保险占车险总保费的比例较去年同期提升1pps至73.4%，自22H1以来累计提升2.4pps，家自车业务质量较高，或有利于赔付成本的压降；
- ✓ 25年初金融监管总局、工业和信息化部、交通运输部和商务部共同发布的《关于深化改革加强监管促进新能源车险高质量发展的指导意见》中明确“拟对新能源商业车险自主定价系数浮动范围进行合理优化”，25年9月行业已经对新能源商业车自主定价浮动范围放开5pct，或将继续推动人保新能源车险承保利润的提升。

■ 非车险业务：业务结构持续优化，综合整治有望进一步提升承保利润

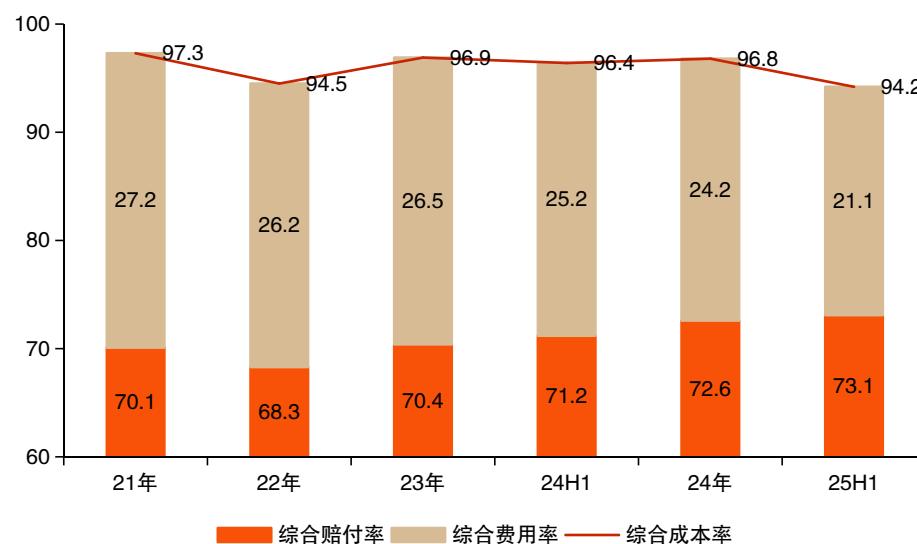
- ✓ 2025年10月，国家金融监督管理总局下发《关于加强非车险业务监管有关事项的通知》，主要内容包括：a)通知的第三条“加强费率管理”和第六条“规范经营管理费用”是非车险业务的“报行合一”要求，即约束财险公司在开展非车险业务时，不得通过虚列费用等各种方式变相突破报备的手续费率上限；b)通知的第七条“健全保费收入管理”明确见费出单规则，中银保信目前正在研发系统上线系统刚性管控，这条规则或将有利于减少人保财险非车险业务的坏账风险。
- ✓ 此通知已于2025年11月1日正式实行，预计企财险、安责险、雇主责任险将分别于2025年12月1日前、2026年1月1日前和2026年2月1日前完成重新备案，其他产品则在2026年12月31日前完成重新备案。我们预计此次通知涉及的综合整治在短期维度或将压降非车险业务综合成本率1pct。

重点公司 (3) 中国财险：预计未来可释放利润较多

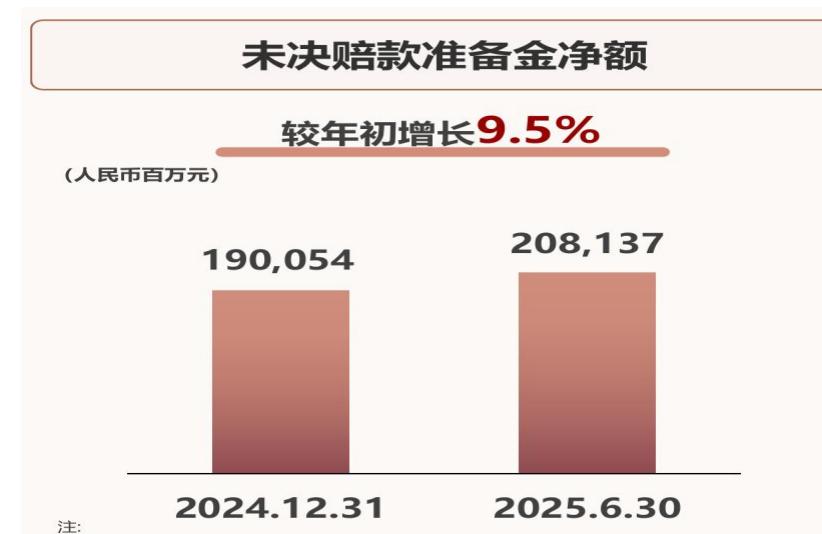
未决赔款准备金计提较为充足，未来可释放利润较多

- ✓ 中国财险25H1未决赔款准备金提取比例较年初余额提升2.8pps，25H1未决赔款准备金净额较年初增长9.5%，这两组数据或代表未来利润蓄水池较为充足；
- ✓ 从新业务获取费用率（=支付的保险获取现金流量/收到的保费）来看，22-24年中国财险的数据分别为19.2%、18.8%和16.2%，费用下降趋势良好。

图：中国财险非车险的综合成本率持续压降：%



图：中国财险未决赔款准备金净额增长较高：%，百万元



资料来源：中国财险公告，华源证券研究所



风险提示

- 寿险新单保费大幅下降：若各渠道新销售寿险保单大幅下降，将影响NBV的增长和利润的沉淀；
- 长端利率大幅下降：若中国长期国债收益率持续大幅度下降，将造成再投资风险的提升；
- 权益市场大幅下跌：若权益市场下跌很多，将影响险资的投资收益率，进而影响上市公司的财务数据；
- 自然灾害大幅增加：若自然灾害大幅增加，将影响财险行业的承保利润。



评级说明和重要声明

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。



评级说明和重要声明

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数(HSCEI)，美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES