

保险行业2026年策略： 资负两端全面改善，估值修复正当其时

分析师：舒思勤 执业编号：S1130524040001

分析师：黄佳慧 执业编号：S1130525010001

2025/12/31

观点摘要

负债端展望：存款搬家有望驱动新单与NBV双位数正增，利差继续改善，分红险转型将助推行业市占率进一步提升。居民储蓄需求依然强烈，银行息差压力下中长期存款供给愈发稀缺，叠加大量定期存款将于26年大量到期，保险作为低风险偏好类的储蓄产品，将继续承接部分居民的储蓄迁移，但预定利率下调叠加分红险转型，两相抵消，预计Margin整体平稳。渠道方面，个险报行合一影响预计已消化完毕，将稳定增长，保持韧性；银保渠道在居民挪储驱动下预计行业新单增速有望超20%，且头部险企增速更高。产品方面，分红险相比传统险、银行理财等产品的相对吸引力提升，行业将加速向分红险转型。市场格局方面，头部险企投资能力更强分红险销售优势明显且将继续全力拓展银保渠道，叠加报行合一一下中小险企费用投放受限，预计行业市占率提升趋势将持续。盈利能力方面，新单负债成本快速下降，叠加长牛预期下保险公司积极入市，综合投资收益率中枢预计平稳，带动利差步入改善区间。

资产端展望：低利率、资产荒、权益市场长牛慢牛预期加强叠加政策积极引导，保险资金积极入市将持续，但权益加仓情况预计有所分化。中观情形假设：1) 今年部分公司仓位提升较快，如平安，后续提升仓位的诉求不大，预计新增保费20%入市；2) 国寿、太平、新华、人保四家央企继续落实每年新增保费30%投资于A股。以“经营活动产生的现金流”测算，对应配置规模约2500亿元进入A股；但部分港股欠配且有加仓空间的公司，预计新增保费不止有30%入市，其中的国寿、太平预计将有40%的新增保费入市；太保、阳光非央企，但是仓位不高，也预计30%新增保费入市；3) 其他非上市公司整体仓位低、但增量资金少，假设增量资金的40%进入股市，同时减配基金（新准则实施，预计将增加股票直投），测算明年将有6000亿左右增量资金入市。配置方向上，净投资收益率下行压力仍在，预计高股息仍是主要投向，“科技占优”行情下2024年后险资科技与先进制造敞口提升，预计风格将继续向“红利-稳健+成长”扩展。

行情复盘：牛市是保险股行情的关键驱动因素，市场上涨预期下保险板块通常具备较强的业绩弹性与估值修复动能，但定价逻辑更侧重于绝对收益水平与负债成本的差值，而非苛求利润在超高基数下维持正增长；负债端景气度是保险股行情的重要支撑，近年来新单负债成本偏高，相关因素有所弱化，但当前新增保单具备利差益，预计市场对负债端关注度将提升，因此，2026年开门红高景气的延续也是本轮保险行情持续的重要支撑。

投资建议：负债端高景气带来估值切换行情，后续保险股行情的接力在于负债端高景气度的持续（预计银保渠道会有较高增长）与春季躁动行情对资产端的驱动，且保险公司Q1利润基数不高。长期来看，负债端进入量价齐升的向上周期，在量的方面受益于存款搬家及养老储蓄需求旺盛，以及头部公司市占率提升；价的方面，存量成本开始下降、新增保单有利差益。在资产端股市、利率处于稳定或向好的情况下，负债端增长带来大保险公司扩表是本轮保险行情强化的重要支撑。重点关注：1) 开门红预期较好，以及业务质地较好(负债成本低、资负匹配情况较好)的头部险企。2) 受益于非车险报行合一的头部财险公司和保险集团。

风险提示：行业竞争加剧，权益市场波动，长端利率大幅下行，测算基于一定前提假设、存在偏差风险。

目录

01

行情复盘与业绩回顾

02

2026年负债端展望

03

2026年资产端展望

04

投资建议

05

风险提示

01

行情复盘与业绩回顾

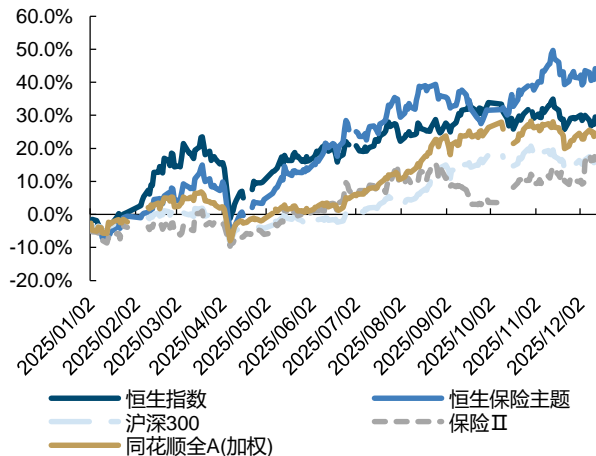
2025年行情复盘

资负两端驱动，A股保险涨幅好于大盘，H股保险表现强势。截至2025年12月30日，保险指数（+27.0%）>沪深300指数（+18.2%）；恒生保险主题指数（+47.1%）>恒生指数（+28.9%），H股保险板块更为强势。

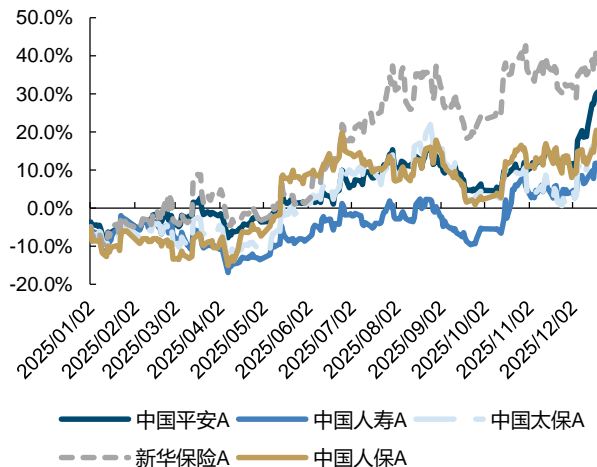
资产端表现突出新华领先同业，平安高股息具备吸引力涨幅较好。截至12月30日，新华A（+41.0%）>平安A（+30.7%）>太保A（+23.0%）>人保A（+18.5%）>国寿A（+8.7%）。

H股保险整体强势，保险股AH溢价率修复。截至12月30日，AH溢价率较上年末分别收窄：国寿（128.0%）>新华（85.2%）>人保（64.3%）>太保（16.5%）>平安（8.1%），AH股平均溢价率由年初的104%降至目前的43%。

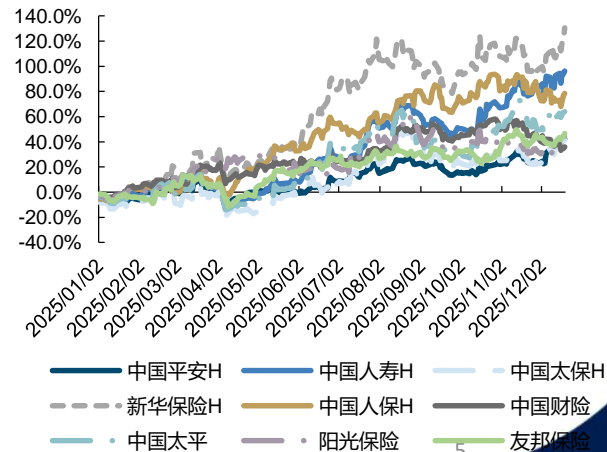
图表1：保险H股表现强于A股



图表2：今年以来保险A股表现



图表3：今年以来保险H股表现



2025年业绩回顾

投资驱动保险公司2025Q3净利润高增长。2025Q1-3上市险企利润同比增长34%，其中Q3单季同比增长72%，主要受益于Q3市场显著上涨，且权益仓位高于去年同期。Q3单季除了太平人寿因基数极低实现超300%的增长外，国寿增速91.5%、新华增速88.2%，领先同业，源自于：1) FVPL权益规模大、占比高；2) 权益配置风格均衡偏成长，阿尔法获取能力较强，成长风格加仓精准。此外，利率上行，国寿亏损合同转回减少当期费用也是利润的重要贡献之一，Q3单季保险服务费用同比减少了287亿，前三季度同比减少了244亿。

利润高增叠加利率抬升下负债减少，寿险公司净资产实现较好增长。截至2025Q3末，A股上市5家险企归母净资产较年初、H1分别+10.3%、+9.1%，较上年末增速排序分别为太平人寿+31.2%>众安保险+26.5%>国寿+22.8%>人保+16.9%>中国财险+12.3%>平安+6.2%>新华+4.4%>太保-2.5%>阳光人寿-3.2%，增速差异主要受负债端折现率曲线影响，新华较H1增速最高主要源于其OCI债券占比小于其他公司，因此债券市值下跌拖累小于同业。

图表4：上市险企归母净利润表现与ROE

归母净利润 (亿元)	2024Q3	2025Q3	同比	2024Q1-3	2025Q1-3	同比	ROE (未年化)
中国平安	446	648	45.4%	1,192	1,329	11.5%	13.9%
中国人寿	662	1,269	91.5%	1,045	1,678	60.5%	29.6%
中国太保	132	178	35.2%	383	457	19.3%	15.9%
新华保险	96	181	88.2%	207	329	58.9%	33.4%
中国人保	136	203	48.7%	363	468	28.9%	16.1%
中国财险 (中国会计准则)	93	168	80.9%	268	403	50.5%	14.7%
阳光保险 (偿付能力报告)	25	23	-7.5%	51	53	3.4%	14.1%
众安保险 (偿付能力报告)	5	13	176.4%	6	19	206.9%	8.2%
太平人寿 (偿付能力报告)	24	113	379.2%	112	181	61.2%	23.6%

图表5：上市险企归母净资产情况

归母净资产	2024	2025H1	2025Q3	较年末增长	较H1增长
中国平安	9,286	9,440	9,864	6.2%	4.5%
中国人寿	5,097	5,236	6,258	22.8%	19.5%
中国太保	2,914	2,819	2,842	-2.5%	0.8%
新华保险	962	834	1,005	4.4%	20.5%
中国人保	2,687	2,851	3,141	16.9%	10.2%
中国财险	2,581		2,899	12.3%	/
阳光保险 (偿付能力报告)	378	379	366	-3.2%	-3.5%
众安保险 (偿付能力报告)	200	206	253	26.5%	22.7%
太平人寿 (偿付能力报告)	664	755	871	31.2%	15.4%

2025年业绩回顾

寿险：NBV保持强劲增长势头，新单保费与Margin双升。可比口径下，前三季度人保寿险、平安、国寿、太保NBV分别同比+76.6%、+46.2%、+41.8%、+31.2%，除太保基本持平外其余险企较H1增速均环比提升，Q3单季平安、太保NBV分别同比+58.3%、+29.4%；未重述去年数据口径下，新华保险前三季度NBV增长50.8%表现亮眼（上半年同比58.4%），友邦保险Q3增长25%表现较好。

- 新单保费：银保高增，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，其中新华同比+55%增速最快。
- Margin：预定利率下调驱动Margin同比继续提升。

图表6：上市险企新单保费/NBV情况（亿元）

新单保费	2024Q3	2025Q3	同比	2024Q1-3	2025Q1-3	同比
中国平安	464.1	562.0	21.1%	1386.2	1417.7	2.3%
中国人寿	372.4	567.8	52.5%	1975.1	2180.3	10.4%
中国太保	217.2	221.8	2.1%	716.0	851.9	19.0%
新华保险	162.6	156.5	-3.7%	374.2	580.9	55.2%
友邦保险	22.1	25.5	14%	67.6	74.9	10%
中国人保	138.2	198.4	43.5%	765.7	922.8	20.5%
人保寿险	92.6	134.9	45.7%	442.4	547.6	23.8%
人保健康	45.6	63.4	39.1%	323.3	375.2	16.1%

NBV	2025Q3		2025Q1-3		2025H1	
	可比口径同 比	同比（基数 不回溯）	可比口径同 比	同比（基数 不回溯）	可比口径同 比	同比（基数 不回溯）
中国平安	58.3%	4.3%	46.2%	1.6%	39.8%	0.1%
中国人寿			41.8%		20.3%	-11.5%
中国太保	29.4%	11.7%	31.2%	7.8%	32.3%	5.6%
新华保险			/	50.8%		58.4%
人保寿险			76.6%		71.7%	26.5%
友邦保险		25.0%		18.0%		14.0%

图表7：上市险企NBV Margin情况

Margin	4.5%	4.0%		可比口径同比变动	同比变动（基数不回溯）
	2024H1	2024H1	2025H1		
中国平安	24.2%	17.3%	26.1%	8.8%	1.9%
中国人寿	20.1%	14.8%	17.7%	2.9%	-2.4%
中国太保	18.4%	14.7%	15.0%	0.4%	-3.4%
新华保险	18.8%		14.9%		-3.9%
中国太平	24.6%	18.5%	21.6%	3.1%	-3.0%
友邦保险	53.9%		57.7%		3.8%
阳光保险	19.1%	13.9%	21.1%	7.2%	2.0%
中国人保				4.5%	1.1%
人保寿险	11.3%		12.1%	5.1%	0.8%
人保健康				3.8%	1.4%

	4.5%	4.0%		可比口 径同比	同比 (基数 不回溯)	4.5%	4.0%		可比口 径同比	同比 (基数 不回溯)
	24Q1-3	24Q1-3	25Q1-3			24Q3	24Q3	25Q3		
中国平安	25.4%	17.6%	25.2%	7.6pct	-0.2pct	27.7%	18.2%	23.8%	5.6pct	-3.8pct
中国太保	20.1%	16.3%	18.0%	1.7pct	-2.1pct	24.0%	20.7%	26.2%	5.5pct	2.2pct
友邦保险	53.3%	53.3%	57.9%		4.2pct	52.2%	52.2%	58.2%		5.7pct

资料来源：各公司公告，国金证券研究所注：太保新单保费不含其他渠道

2025年资产配置回顾

保险资金入市加快，前三季度“股票+基金”累计增加1.5万亿元。截至2025Q3，保险资金运用余额37.46万亿元，较上年末增长了12.6%，较上季度末增长了3.4%。1) 债券：配置比例50.3%，较上年末提升了0.8pct，较上季度末下降了0.8pct，源自于债券市值下跌，及低利率下险资放慢了债券配置的步伐。2) 股票+基金+长股投：占比23.4%，较上年末提升了3pct，较上季度提升了2pct，规模上前三季度增长了18657亿、3季度增长了9559亿。其中，股票配置比例10%（上年末、上季度末分别为7.5%、8.8%），基金配置比例5.5%（上年末、上季度末分别为5.2%、4.8%），3季度末股票+基金规模5.6万亿元，前三季度增长了14863亿、3季度增长了8640亿。3) 银行存款：占比7.9%，较Q2/上年末-0.7pct、-1.1pct，预计主要源于此前配置的高收益存单大量到期，且再配置难度加大。

图表8：保险行业资金配置结构

	规模 (亿元)							占比						
	22Q4	23Q4	24Q4	25Q2	25Q3	Q3较Q2	Q3较上年末	22Q4	23Q4	24Q4	25Q2	25Q3	Q3较Q2	Q3较上年末
银行存款	26,500	25,212	29,082	30,195	28,607	-5.3%	-1.6%	10.8%	9.3%	9.0%	8.6%	7.9%	-0.7pct	-1.1pct
债券	100,567	123,416	159,243	178,671	181,775	1.7%	14.1%	41.0%	45.4%	49.5%	51.1%	50.3%	-0.8pct	0.8pct
股票	18,902	19,425	24,280	30,686	36,210	18.0%	49.1%	7.7%	7.1%	7.5%	8.8%	10.0%	1.2pct	2.5pct
证券投资基金	13,672	15,335	16,788	16,605	19,720	18.8%	17.5%	5.6%	5.6%	5.2%	4.8%	5.5%	0.7pct	0.2pct
长期股权投资	24,451	24,353	24,649	27,523	28,443	3.3%	15.4%	10.0%	8.9%	7.7%	7.9%	7.9%	0.0pct	0.2pct
其他	61,114	64,374	67,690	65,820	66,412	0.9%	-1.9%	24.9%	23.7%	21.0%	18.8%	18.4%	-0.4pct	-2.7pct
人身险与财产险投资资产合计	245,206	272,115	321,731	349,500	361,167	3.3%	12.3%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%		

2025年资产配置回顾

2019年开始保险资金对红利股重视度提升，公用事业、交通运输、通信等行业配置优先级提升，2024年后科技与先进制造敞口提升，风格由“红利-稳健”向“红利-稳健+成长”扩展。

图表9：保险机构重仓行业排名前10分布变迁

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q3
1	银行	银行	银行	银行	银行	银行	银行	银行
2	房地产	房地产	房地产	房地产	房地产	公用事业	公用事业	公用事业
3	医药生物	公用事业	公用事业	公用事业	公用事业	房地产	交通运输	交通运输
4	家用电器	医药生物	食品饮料	电力设备	电力设备	通信	通信	通信
5	食品饮料	建筑装饰	电力设备	通信	通信	电力设备	电力设备	电力设备
6	电力设备	电力设备	通信	交通运输	电子	食品饮料	食品饮料	电子
7	非银金融	食品饮料	计算机	建筑材料	食品饮料	非银金融	房地产	有色金属
8	交通运输	交通运输	交通运输	电子	非银金融	医药生物	非银金融	房地产
9	公用事业	非银金融	医药生物	计算机	医药生物	交通运输	医药生物	医药生物
10	商贸零售	商贸零售	有色金属	基础化工	交通运输	计算机	电子	汽车

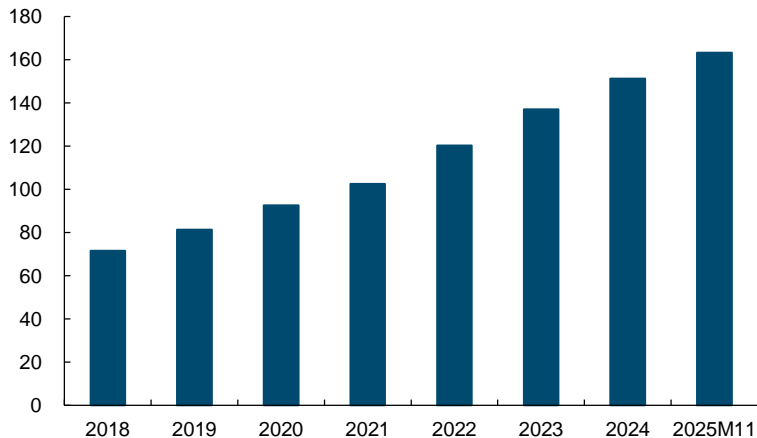
02

负债端展望

分红险相对优势显著，预计明年NBV双位数增长

新单保费有望实现双位数正增长，预定利率下调叠加分红险转型Margin预计平稳，NBV双位数增长。一是居民存款余额持续抬升，储蓄需求依然强烈，但银行业在净息差收窄压力下，存款利率整体有进一步下行的趋势，且大幅收缩中长期存款供给，当前六大行已全面停售5年期大额存单，居民财富长期保值增值的金融工具愈发稀缺，叠加利率震荡环境下理财与债基收益不确定性提升，保险作为低风险偏好类的储蓄产品，将继续承接部分居民的储蓄迁移；二是大型公司继续发力银保渠道，分红险转型下竞争优势显著。但预定利率下调叠加分红险转型，两相抵消，预计Margin整体平稳。

图表10: 住户存款余额持续增长(万亿元)



图表11: 5月存款利率进一步下调，保险产品的相对竞争力强

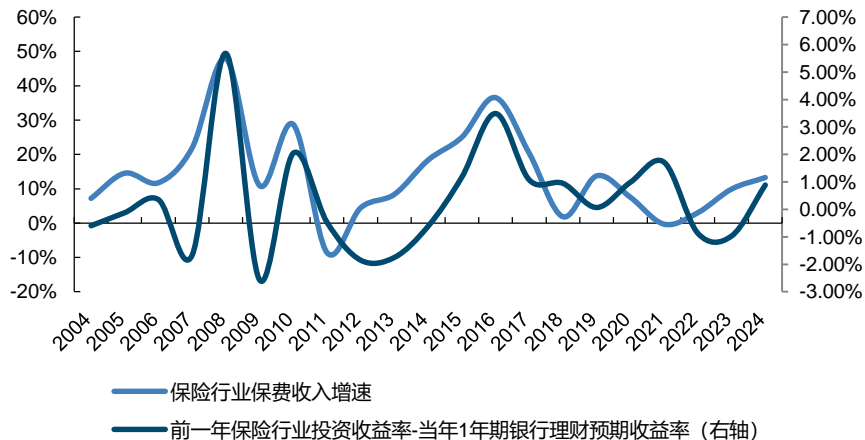
	工商银行	平安银行	江苏银行
活期	0.05%	0.05%	0.10%
三个月	0.65%	0.70%	0.70%
半年	0.85%	0.95%	0.95%
一年	0.95%	1.15%	1.05%
二年	1.05%	1.20%	1.25%
三年	1.25%	1.30%	1.45%
五年	1.30%	1.35%	1.45%

分红险相对优势显著，预计明年NBV双位数增长

以历史销售浮动收益产品的经验来看：人身险保费收入同比增速与“前一年保险行业投资收益率-当年1年期银行理财预期收益率”高度相关，因为前一年保险行业投资收益率影响当年理财型保险产品的收益，即当年理财型保险产品的收益高于银行理财，可以提升居民的购买需求。

分红险的预定利率1.75%，与传统险仅相差25bps，原来传统险的客群预计对于分红险的接受度较高，同时收益有一定的向上弹性，也能吸引到一部分风险偏好稍高的中青年客群。（客群画像更贴近部分定存客户、银行理财、债基、偏债混合基金的客群）。

图表12：人身险保费增速和“前一年保险行业投资收益率-当年1年期银行理财预期收益率”的相关系数：0.65



图表13：分红险竞品收益情况

	1年平均回报	3年平均回报
银行理财	1.84%	2.33%
债券+偏债混合基金	2.38%	3.52%
银行存款	1.15%	1.45%

分红险相对优势显著，预计明年NBV双位数增长

利率向下预期扭转，预计明年人身险产品预定利率不会再次下调，今年Q3停售高基数下，预计26年NBV增速前高后低。

图表14：2026年NBV预估

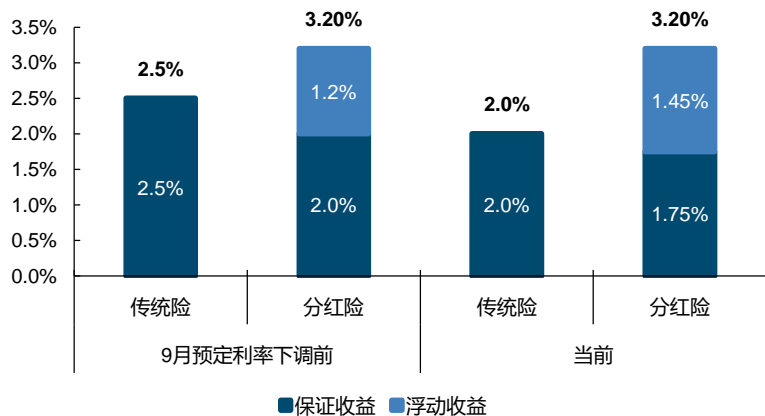
	2026Q1	同比	2026H1	同比	2026Q1-3	同比	2026	25全年同比	Q1 个险渠道	Q1银保渠道	全年个险渠道	全年银保渠道
中国平安	17465	35%	28047	25.6%	42051	17.7%	45856	15.7%	17%	81%	1%	49%
中国人寿	22041	32%	34848	22.1%	47355	5.7%	50827	6.9%	23%	78%	1%	40%
中国太保	7452	29%	11972	25.4%	16954	10.4%	19087	10.7%	20%	43%	3%	31%
新华保险	4533	30%	7354	19.0%	11619	8.9%	12621	9.5%	9%	48%	-5%	20%
友邦保险	1871	25%	3480	22.6%	5193	20.4%	6663	19.8%				
中国太平	4767	10%	7407	9.3%	10168	8.1%	11911	9.0%				

产品结构：将加速向分红险转型

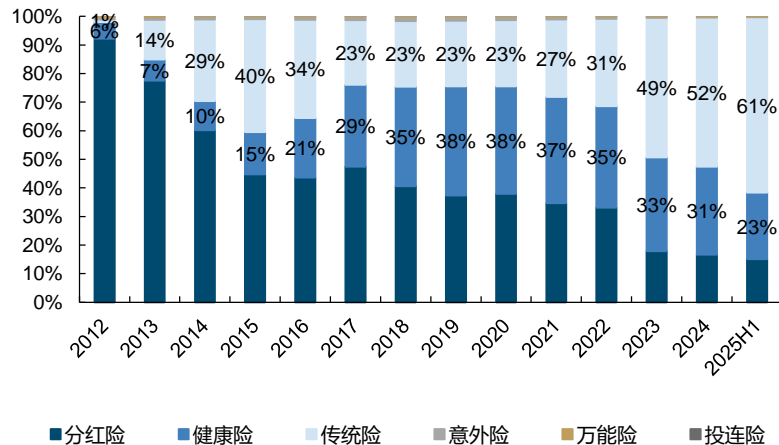
当前传统险/分红险预定利率分别为2.0%/1.75%，分红险实际结算水平3.2%暂无变化，因此从保本收益差距、实际结算水平差异看，分红险相比传统险、银行理财等产品的相对吸引力都将提升，分红险成为客户与险企的“双向选择”，寿险行业向分红险转型已是水到渠成、顺势而为。

历史经验看，2013年人身险产品费率改革启动前，传统险与分红险预定利率都是2.5%，分红险凭借“固定保底+浮动分红”的收益优势，一度占据60%以上的市场份额，顶峰时期接近80%。

图表15: 预定利率下调后分红险吸引力上升



图表16: 新华保险保费收入结构



产品结构：将加速向分红险转型

从开门红产品来看，各家演示利率有所差异，国寿、平安、太平持有20年IRR分别为2.08%、2.21%、2.08%，持有30年IRR分别为2.32%、2.47%、2.37%；新华、友邦持有20年IRR分别为2.68%、2.55%，持有30年IRR分别为2.85%、2.81%。太保开门红产品持有20、30年的IRR分别为2.39%、2.63%。

图表17：开门红新产品IRR对比（以3年缴测算）

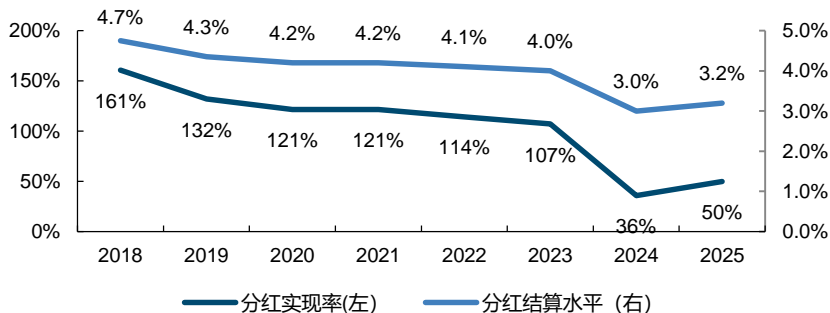
预定利率	演示类型	友邦	返本年限	持有10年	持有20年	持有30年	持有40年
1.75%分红	保证利益	传世盈佳荣耀版终身寿	第9年	0.28%	1.01%	1.25%	1.38%
	浮动利益		第6年	1.76%	2.55%	2.81%	2.94%
预定利率	演示类型	新华	返本年限	持有10年	持有20年	持有30年	持有40年
1.75%分红	保证利益	盛世荣耀庆典版终身寿	第7年	0.73%	1.23%	1.40%	1.49%
	浮动利益		第4年	2.15%	2.68%	2.85%	2.93%
预定利率	演示类型	平安	返本年限	持有10年	持有20年	持有30年	持有40年
1.75%分红	保证利益	御享金越终身寿	第9年	0.30%	1.04%	1.27%	1.40%
	浮动利益		第6年	1.39%	2.21%	2.47%	2.60%
预定利率	演示类型	国寿	返本年限	持有10年	持有20年	持有30年	持有40年
1.75%分红	保证利益	鑫鸿福养老年金（臻藏版） (分红型)	第10年	0.02%	0.93%	1.09%	1.18%
	浮动利益		第7年	1.09%	2.08%	2.32%	2.55%
预定利率	演示类型	太保	返本年限	持有10年	持有20年	持有30年	持有40年
1.75%分红	保证利益	盛世鸿运(御享版)(分红型)	第9年	0.27%	1.01%	1.25%	1.38%
	浮动利益		第6年	1.64%	2.39%	2.63%	2.75%
预定利率	演示类型	太平	返本年限	持有10年	持有20年	持有30年	持有40年
1.75%分红	保证利益	国威一号终身寿险(分红型)	第11年	-0.03%	0.85%	1.14%	1.30%
	浮动利益		第7年	1.18%	2.08%	2.37%	2.53%

产品结构：将加速向分红险转型

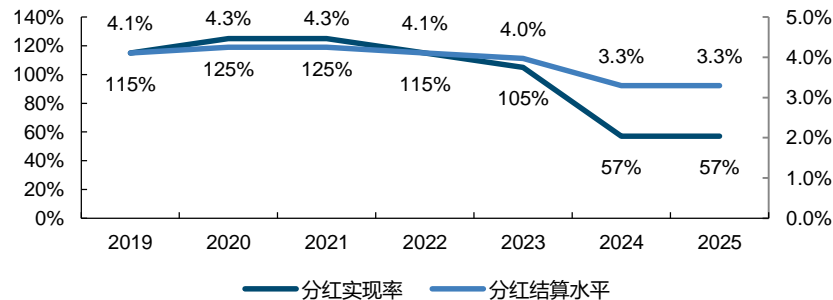
分红险的结算利率与保险公司的投资收益挂钩，客户可以获得的收益= (1.75%-附加费用率) + (投资收益率-1.75%) *70%。对于分红险的销售持续性来说，分红实现率稳定尤为重要。

近两年监管为防止非理性竞争，压降保险公司的结算水平，2025年不能超过3.2%，使得分红实现率下降。今年险资投资收益率大幅提升，预计后续3.2%的上限将有所放松。

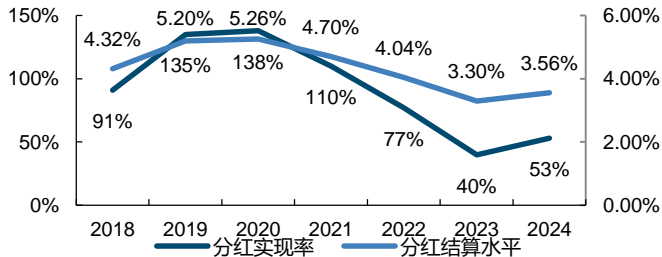
图表18：平安某分红险结算水平变化



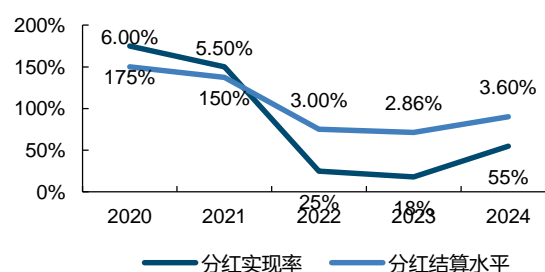
图表19：太保某分红险结算水平变化



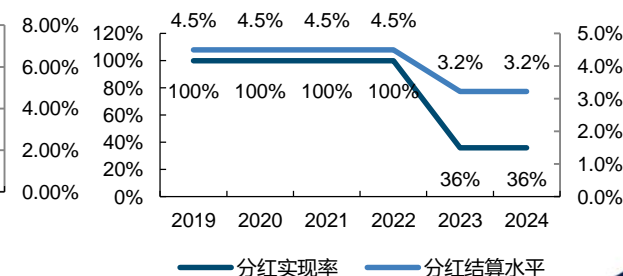
图表20：国寿某分红险结算水平变化



图表21：新华某分红险结算水平变化



图表22：太平某分红险结算水平变化



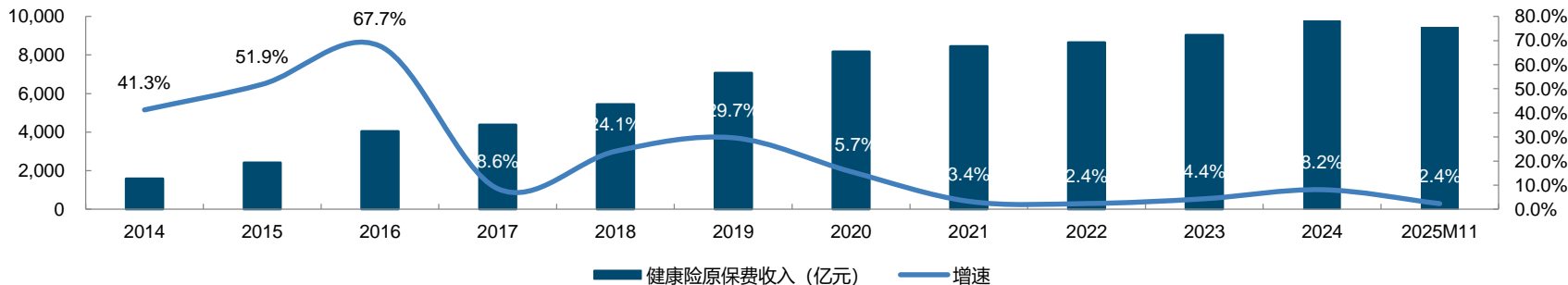
资料来源：各公司官网、深蓝保分红险测评，国金证券研究所

产品结构：健康险在酝酿产品创新

健康险新五年规划出台，专业化经营、高质量发展导向明显。9月30日，为贯彻落实《国务院关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》精神，金融监管总局发布《关于推动健康保险高质量发展的指导意见》，提出到2030年，健康保险在国家健康保障体系中的重要作用进一步发挥的总体目标。

图表23：健康险各阶段的政策与增速

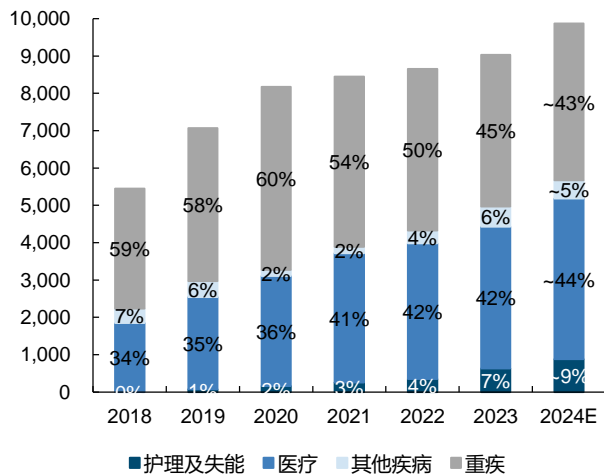
政策	2014年11月，国务院办公厅发布《关于加快发展商业健康保险的若干意见》	2020年1月，原银保监会等13部门联合印发，《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》	2025年9月，金融监管总局《关于推动健康保险高质量发展的指导意见》
发展目标	到2020年，基本建立市场体系完备、产品形态丰富、经营诚信规范的现代商业健康保险服务业	力争到2025年商业健康保险市场规模超过2万亿元	到2030年，健康保险在国家健康保障体系中的重要作用进一步发挥
阶段特征	费改后重疾险降价，叠加代理人队伍快速扩容，驱动健康险保费高速增长	重疾险渗透率提升销售难度加大与代理人大幅脱落两重因素交织下，重疾险新单快速下降，医疗险成为增长的主要驱动力，预计2024年医疗险规模保费超重疾	团险和个险协同发展 满足全人群和全生命周期多样化需求的多层次健康保险市场格局基本形成



产品结构：健康险在酝酿产品创新

积极发展医疗险、加快发展长期护理和失能、稳步发展重疾险，政策定调健康险产品发展趋势，预计未来医疗险、长期护理和失能险是增长的主要驱动力。

图表24：2024年预计医疗险占比已超过重疾



图表25：健康险新五年规划对各类产品的定位与要求

险种	定调	具体内容
商业医疗险	积极发展	<ol style="list-style-type: none"> 1) 积极将医疗新技术、新药品、新器械纳入保险保障范围 2) 健全长期医疗保险费率调整机制，提供公平可及、持续稳定的长期医疗保险服务 3) 支持开展个人账户式长期医疗保险业务，丰富服务形态 4) 平稳有序开展城市商业医疗保险 5) 鼓励开发惠及带病群体、罕见病群体的商业医疗保险产品
重疾险	稳步发展	<ol style="list-style-type: none"> 1) 结合疾病谱变化和医疗技术发展情况，及时修订疾病保险的疾病定义。定期开展疾病发生率检视，适时更新人身保险业重大疾病经验发生率表 2) 支持监管评级良好的保险公司开展分红型长期健康保险业务
商业长期护理险和失能收入损失险	加快发展	<ol style="list-style-type: none"> 1) 积极对接居家护理、社区护理和机构护理需求，提供现金给付与护理服务相结合的保险服务。 2) 全面开展人寿保险责任与护理支付责任转换业务，支持被保险人在失能时将人寿保险给付金转换为护理费用支出。 3) 支持商业长期护理保险为被保险人退休后提供满期保障。 4) 扩大失能收入损失保险覆盖人群范围。

产品结构：健康险在酝酿产品创新

当前友邦已推出分红型重疾险，保障杠杆较传统型重疾大幅提升，有望驱动年轻群体重疾需求释放。

图表26：重疾险对比

公司名称	中国人寿	新华保险	友邦保险	中国平安	
产品类型	传统型	传统型	分红型	传统型	
保险期间	终身	终身	终身	终身	
等待期	180日	90日	90日	90日	
年缴费额 (30万保额)	10260	10710	14,220	11340	
缴费年限	20年	20年	19年	20年	
总保费 (30万保额)	205200	214200	270180	226,800	
重疾保障 杠杆	35年	1.40	2.09	1.32	
	40年		1.64		
	45年		1.75		
	50年		1.88		
轻症保障	疾病种类	40	40	40	
	赔付次数	5	6	5	
	保额/次	20%基本保额	第一次20%，第二次25%，第三次至第六次30%	30%基本保额	20%基本保额
中症保障	疾病种类	/	20	25	20
	赔付次数	/	2	5	5
	保额/次	/	50%基本保额	60%基本保额	50%基本保额
重疾保障	疾病种类	120	130 (分六组)	120	120
	赔付次数	1	1	1	1
	保额/次	MAX (基本保额、现金价值、实际交纳保险费)	MAX (基本保额、现金价值、实际交纳保险费)	基本保额+现金红利	MAX (基本保额、现金价值)
身故保障	18周岁前：MAX (现金价值、实际交纳保险费)，18周岁后：MAX (基本保额、现金价值、实际交纳保险费)	18周岁前：实际交纳保险费，18周岁后：MAX (基本保额、现金价值、实际交纳保险费)		18周岁前：年交保险费×已交费年度数，18周岁后：MAX (基本保额、现金价值)	
特别保障保险金	/	青少年特定疾病关爱保险金：20种，1次，基本保额	重度疾病/全残/身故，50%基本保额	额外轻度/中度/重大疾病保证金：10%/25%/50%基本保额	

渠道结构：银保渠道贡献将继续提升

个险渠道：报行合一深化叠加客户消耗问题，预计新单保费稳健增长。

银保渠道：直接受益于存款搬家，客户优势和账户优势明显，叠加大型险企将继续积极开拓银保市场，预计银保渠道仍将延续较好增长，对新单与价值的贡献将进一步提升。

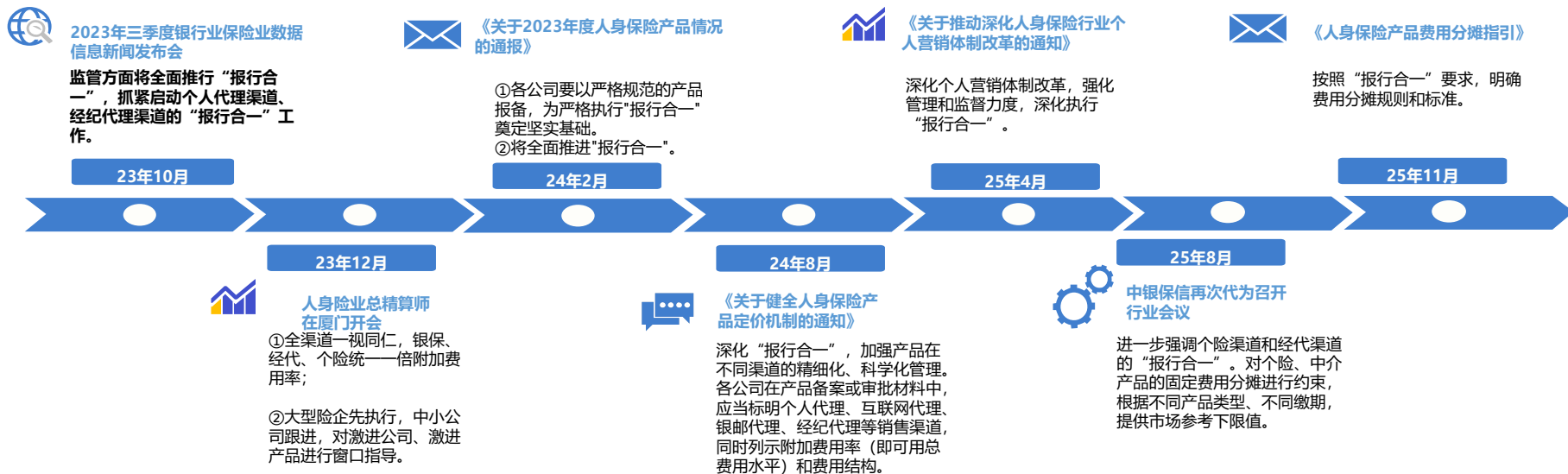
图表27：银保渠道占比大幅提升

	NBV贡献			新单保费贡献		
	2024H1	2025H1	同比	2024H1	2025H1	同比
中国平安	11.8%	27%	14.9pct	12.7%	24%	11.6pct
中国人寿	9.2%	15%	5.5pct	10.6%	22%	11.6pct
中国太保	19.3%	38%	18.4pct	29.8%	46%	16.3pct
新华保险	35.3%	53%	17.5pct	47.1%	59%	11.7pct
中国太平	25.5%	31%	5.6pct	31.2%	35%	3.8pct
友邦保险	30.2%	28%	-1.9pct	39.2%	38%	-1.5pct
阳光保险	58.8%	61%	2.4pct	69.3%	68%	-1.5pct
中国人保	38.4%	35%	-3.0pct	50.8%	55%	4.4pct
人保寿险	49.1%	59%	9.6pct	64.0%	72%	7.9pct
人保健康	24.5%	5%	-19.4pct	34.2%	33%	-1.0pct

渠道结构：个险渠道稳定增长，保持韧性

“报行合一”深化规范费用成本，化解渠道“费差损”风险。2023年报行合一率先在银保渠道推动，降低保险公司费用成本，其后逐步向全渠道推动，2025年开始在个险渠道深化落地。在其影响下，2025年代理人收入受到一定程度影响，2025H1太保核心人力月人均首年规模保费同比增长12.7%，但首年佣金收入下降13.4%，预计当前上市险企已符合“报行合一”要求，对2026年影响有限。

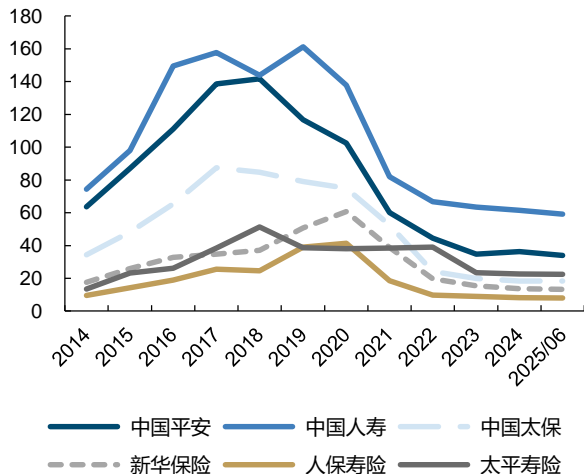
图表28：代理人渠道报行合一进展



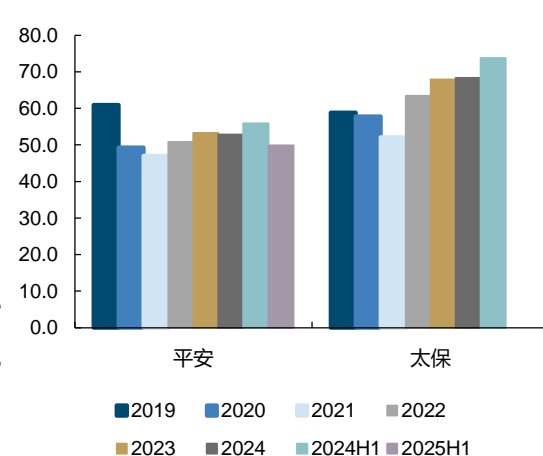
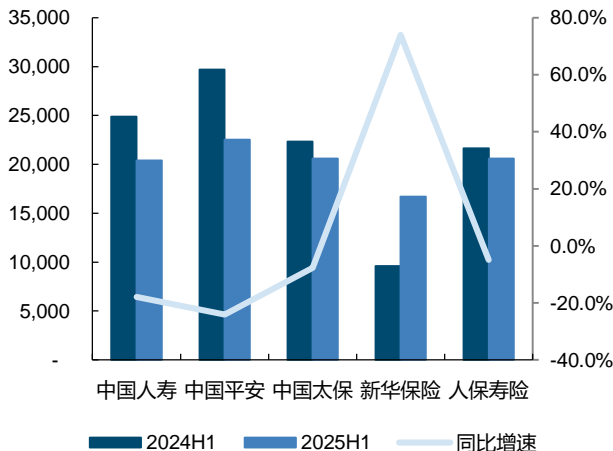
渠道结构：个险渠道稳定增长，保持韧性

个险渠道：代理人规模企稳，产能维持高水平，2025H1除新华1.67万元/人/月以外，其余均在2万以上，预计2026年该趋势将延续，驱动个险渠道新单保费稳定增长。

图表29：代理人规模企稳



图表30：上市险企代理人产能维持高水平 (元/月/人) 图表31：上市险企代理人活动率 (%)



渠道结构：存款搬家预计将带来银保高增

银保渠道：疫后居民预防性储蓄增多，2021/2023/2024年的5/3/2年存款将大量于2026年到期，在存款利率下调与中长期存款供给短缺的背景下，资金有望向保险配置转移。我们测算，2026年1月、Q1、全年银保渠道增量资金分别为3,057、5,094、11,150亿，对应银保增速分别为91%、59%、28%（增速前高后低源于两点：一是居民存款大多在Q1，挪储行为对Q1边际贡献更多，二是报行合一影响下Q1基数低，25Q1行业银保新单增速-20%）。

图表32：银行到期存款规模测算

单位：亿元	2024年底				预测							
	银行	存款总额	活期存款A	3个月内到期的存款B	1Y内到期的存款C	居民定期存款占比D	居民2025年1-3月到期的定期存款E= (B-A) *D	2026年1-3月到期的定期存款G=F* (1+12.1%)	2025年1月到期的定期存款F=E*59.3%	2026年1月到期的定期存款G=F* (1+13.5%)	居民2025年到期的定期存款H= (C-A) *D	居民2026年到期的定期存款I=H* (1+10.6%)
工商银行	348,370	136,221	183,339	58.4%	258,372	58.4%	27,510	30,827	16,305	18,502	71,318	78,888
农业银行	303,054	121,765	165,967	54.8%	221,755	54.8%	29,335	32,872	17,387	19,729	66,359	73,402
中国银行	242,026	96,612	140,404	57.6%	184,320	57.6%	23,807	26,777	14,110	16,011	47,790	52,862
建设银行	287,139	121,837	158,443	55.2%	212,286	55.2%	23,572	26,415	13,971	15,854	58,244	64,426
交通银行	88,003	29,112	44,132	50.1%	59,864	50.1%	7,048	7,898	4,177	4,740	14,110	15,608
邮储银行	152,875	41,437	85,721	56.1%	138,411	56.1%	41,492	46,495	24,592	27,906	90,860	100,504
招商银行	90,966	47,526	63,677	70.0%	73,862	70.0%	7,632	8,553	4,524	5,133	14,335	15,857
兴业银行	56,304	20,683	31,388	55.7%	42,361	55.7%	4,011	4,495	2,377	2,698	8,123	8,985
中信银行	58,643	24,261	35,636	60.8%	46,639	60.8%	4,232	4,742	2,508	2,846	8,325	9,209
光大银行	40,357	10,521	19,523	48.4%	28,258	48.4%	3,570	4,000	2,116	2,401	7,073	7,824
平安银行	35,923	11,912	19,257	53.5%	26,934	53.5%	2,913	3,265	1,727	1,959	5,958	6,591
民生银行	43,327	14,483	23,901	55.1%	32,358	55.1%	3,035	3,401	1,799	2,042	5,761	6,372
浦发银行	52,293	20,350	30,348	58.1%	40,699	58.1%	3,738	4,189	2,216	2,514	7,609	8,416
华夏银行	21,841	6,968	11,867	54.3%	17,379	54.3%	1,495	1,675	886	1,006	3,177	3,515
浙商银行	19,223	4,992	8,786	45.7%	13,852	45.7%	655	734	388	440	1,529	1,692
北京银行	24,836	7,368	11,646	47.0%	18,040	47.0%	1,630	1,827	1,096	1,252	4,067	4,498
江苏银行	21,607	5,821	10,612	49.1%	15,132	49.1%	2,466	2,763	1,462	1,659	4,792	5,301
南京银行	15,276	3,105	5,610	36.8%	9,398	36.8%	1,071	1,171	566	643	2,401	2,656
宁波银行	18,696	5,542	9,193	49.1%	13,653	49.1%	1,154	1,293	684	776	2,567	2,840
重庆银行	4,741	776	1,458	30.9%	2,778	30.9%	431	483	255	290	1,263	1,398
杭州银行	12,895	5,095	7,261	56.3%	10,181	56.3%	701	786	416	472	1,647	1,822
成都银行	8,859	2,557	3,874	43.7%	5,917	43.7%	862	966	511	580	2,199	2,433
长沙银行	7,367	2,836	3,844	52.2%	5,300	52.2%	728	816	489	551	1,778	1,967
贵阳银行	4,304	1,299	1,878	43.6%	2,531	43.6%	355	398	211	239	756	837
上海银行	17,406	5,825	9,100	52.3%	13,670	52.3%	1,391	1,559	825	936	3,333	3,686
苏州银行	4,274	1,123	1,767	41.3%	2,778	41.3%	395	443	234	266	1,014	1,122
青岛银行	4,434	1,162	1,912	43.1%	3,084	43.1%	497	553	298	336	1,136	1,257
常熟银行	2,950	519	1,244	42.3%	1,842	42.3%	182	203	111	124	424	470
渝农商行	9,419	2,462	5,817	61.8%	7,629	61.8%	3,175	3,558	1,882	2,136	4,890	5,409
无锡银行	2,181	473	1,021	47.0%	1,425	47.0%	420	470	282	318	728	806
苏农银行	1,702	499	756	44.4%	1,084	44.4%	211	237	125	142	481	532
江阴银行	1,550	453	756	48.8%	1,114	48.8%	235	263	139	158	512	566
张家港行	1,712	344	735	43.0%	1,146	43.0%	298	334	177	200	611	675
瑞丰银行	1,662	470	713	42.7%	1,093	42.7%	427	477	244	274	557	616
齐农商行	3,267	848	1,712	52.4%	2,477	52.4%	712	798	422	479	1,343	1,485
渝农商行	10,929	3,277	5,445	49.7%	7,965	49.7%	1,607	1,800	952	1,081	3,474	3,843
上市银行合计	2,020,411	760,831	1,108,746	54.9%	1,528,916	54.9%	203,065	227,550	120,355	136,573	451,273	499,170
其他金融机构合计	1,002,127	377,374	549,940	54.8%	758,345	54.8%	99,987	112,043	59,261	67,247	220,738	244,167
金融机构合计	3,022,538	1,138,205	1,658,686	54.9%	2,287,261	54.9%	303,051	339,593	179,617	203,820	672,011	743,337

资料来源：wind、各公司公告、今日保，国金证券研究所

渠道结构：分红险转型强化银保头部集中趋势

分红险转型强化头部险企竞争力，预计头部公司市占率集中趋势将延续。1) 分红险考验公司长期投资能力，银保渠道将对分红险产品准入更加严格，大公司更具优势；2) 预定利率下调、报行合一压缩中小公司价格战、费用战空间；3) 银保渠道盈利能力改善，大公司继续全力拓展银保渠道，且其资源协同、服务、品牌等优势显著。

图表33：招商银行增额终身寿产品IRR情况

演示类型	产品名称	持有5年	持有10年	持有20年	持有30年	持有40年	返本年限
保证利益	平安盈尊优享(A款)终身寿险(分红型)	-1.20%	0.40%	1.07%	1.29%	1.41%	8年
浮动利益		-0.02%	1.60%	2.29%	2.52%	2.64%	6年
保证利益	太保鑫福相伴(恒享25A)终身寿险(分红型)	-0.99%	0.49%	1.12%	1.33%	1.43%	8年
浮动利益		0.20%	1.70%	2.34%	2.55%	2.66%	5年
保证利益	国寿鸿耀一生终身寿险(分红型)	-0.78%	0.57%	1.14%	1.34%	1.44%	7年
浮动利益		0.37%	1.72%	2.25%	2.40%	2.45%	5年
保证利益	新华宏御世家终身寿险(分红型)	0.86%	1.99%	2.47%	2.64%	2.73%	6年
浮动利益		-0.33%	0.78%	1.25%	1.42%	1.50%	4年
保证利益	太平鸿瑞金生A款终身寿险(分红型)	-0.37%	0.77%	1.25%	1.42%	1.50%	6年
浮动利益		0.83%	1.98%	2.48%	2.65%	2.73%	5年

图表34：招商/邮储银行分红两全保险产品IRR情况

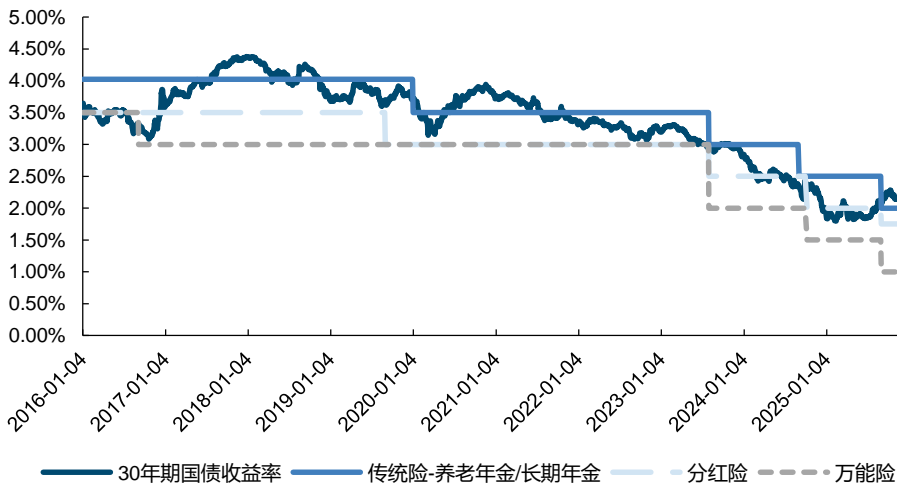
演示类型	产品名称	缴费期选择	保险期间选择	预期到期收益率	演示产品形态
保证利益	新华宏禧来两全保险(分红型)	趸交	6/8/10年	1.28%	趸交10年期
浮动利益				2.44%	
保证利益	平安盈添悦两全保险(分红型)	3/5年	8/10年	1.20%	3年交10年期
浮动利益				2.42%	
保证利益	国寿鸿安宝两全保险(分红型)	趸交	5年	1.08%	趸交5年期
浮动利益				2.27%	
保证利益	太保鑫红利(优享25)两全保险(分红型)	趸交	6/8/10年	1.35%	趸交10年期
浮动利益				2.52%	

盈利能力：新单负债成本快速下降，利差步入改善通道

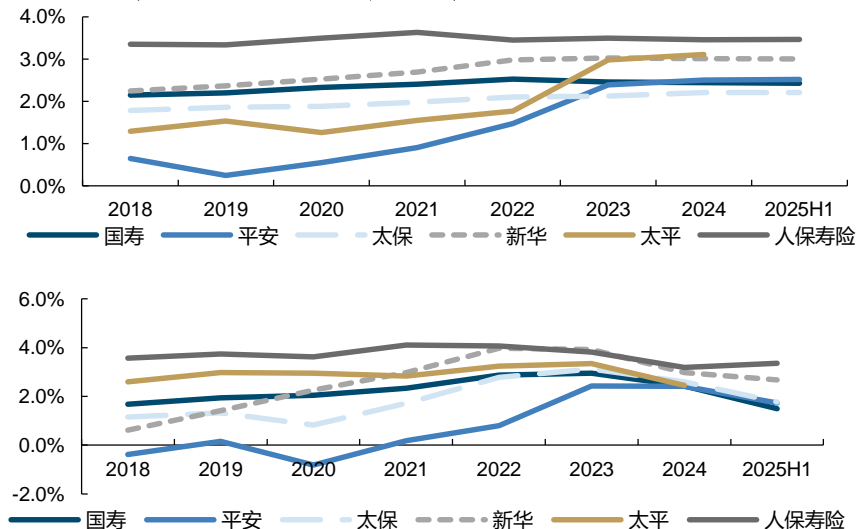
负债端：预定利率下调带动新单负债成本快速下降，叠加分红万能结算利率限制的阶段性政策、分红险转型的推进，预计负债成本将继续下降。

资产端：利率快速下行的预期有所扭转，叠加保险公司加仓权益，权益市场向好预期下，保险公司综合投资收益率中枢预计平稳。

图表35：2025年9月下调预定利率后，产品预定利率低于长债利率



图表36：价值口径打平收益率（上：VIF，下：NBV）



03

资产端展望

政策支持保险增加权益配置

中央金融办、中国证监会、财政部等引导险资入市，要求：4家央企（国寿、新华、人保、太平）每年新增保费的30%用于投资A股。

金融监管局通过各种举措减轻了险资入市掣肘：1) 提高部分档位偿付能力对应的权益投资比例上限5%；2) 下调部分股票的风险因子（作用有限）；3) 批设了2220亿元长期股票投资试点，试点基金给予7折偿付能力因子优惠，不计入权益大类上限监管中。

权益配置采用大类监管，权益大类包括：股票、权益基金、长期股权投资（不含长期基金试点）、优先股、永续债、未上市公司股权等权益非标。行业权益大类占比约24%，上市公司占比有所分化，除人保外，其他公司离配置上限还有空间，整个行业距离权益配置上限约有2.3万亿左右空间。

图表37：提高部分档位偿付能力对应的权益投资比例上限5%

上季度末综合偿付能力情况	权益类资产投资余额占总资产最高比例
人身保险公司上季末责任准备金覆盖率不足100%；最近一年资金运用出现重大风险事件；具有重大风险隐患或被银保监会列为重点监管对象；最近三年因重大违法违规行为受到银保监会处罚	15%
不足100%	10%，立即停止新增权益类资产投资
[100%，150%)	20%
[150%，200%)	30% (原25%)
[200%，250%)	30%
[250%，300%)	40% (原35%)
[300%，350%)	40%
高于350%	50% (原45%)

图表38：险资增配权益上限测算

亿元	Q4总资产预测	25Q4权益配置比例预测	Q3综合偿付能力充足率	Q3权益配置上限	增配权益空间
太平人寿	14427	15.8%	248%	30%	2,042
人保寿险	8341	28.9%	235%	30%	96
新华保险	18633	20.2%	234%	30%	1,819
太保寿险	27577	19.0%	197%	30%	3,044
中国人寿	74202	23.1%	184%	30%	5,121
阳光人寿	5844	24.5%	194%	30%	321
平安人寿	60268	25.3%	186%	30%	2,826
行业	365041	23.7%	175.5%	30%	22,972

政策支持保险增加权益配置

保险资金长期股票投资试点自2023年启动以来，累计获批规模已达2220亿元，涵盖多家头部保险机构，目的是引导保险公司长钱长投。该基金用长期股权投资记账的方式计入保险公司报表，基金层面购买高股息股票计入OCI，大多基金今年下半年开始投资，预计下半年投资金额1200亿左右，明年预计还有可投金额约500亿。

主要投资个股：中国电信、陕西煤业、中国神华、中国石油、中国石化、皖通高速、大秦铁路、国投电力、海澜之家、伊利股份、泸州老窖。

图表39：私募股权基金试点情况

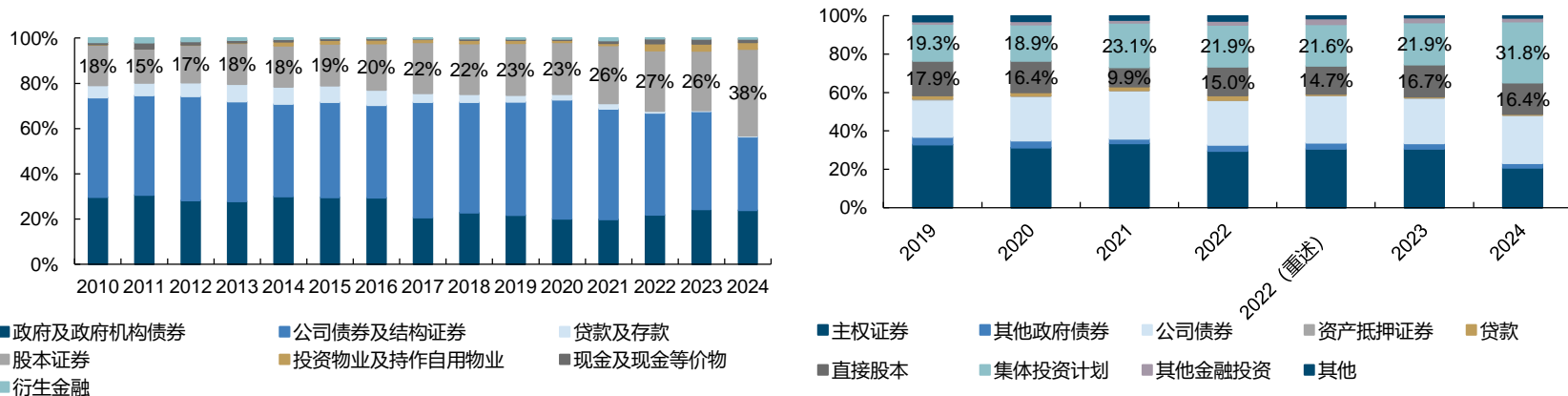
批次	获批日期	规模/亿元	获批保险公司	进展
第一批	2023年10月	500	中国人寿、新华保险	500亿元 ，24年2月29日宣告成立鸿鹄基金，国寿、新华各出资250亿元，截至2025年3月初已投资落地500亿元，主要投向竞争优势明显、治理结构优良、具有良好商业盈利模式的上市公司并长期持有。 截至三季度末，鸿鹄基金一期对中国电信、伊利股份、陕西煤业的持股数量分别为7.62亿股、1.53亿股、1.16亿股
第二批	2025年1月	520	太保寿险	200亿元 ，聚焦股息价值核心投资策略，7月28日完成备案并进入运行阶段。截至三季度末，太保致远1号私募证券投资基金首次出现在 皖通高速、海澜之家 两家上市公司的前十大流通股股东名单中。
			泰康人寿	120亿元 ，6月27日泰康稳行首笔投资交易落地，将以基本面分析为出发点，追求基金资产的中长期稳健增值，最终服务于经济高质量发展与资本市场稳健运行。
			阳光人寿	200亿元 ，将聚焦沪深300指数成分股、恒生港股通指数成分股、相关指数ETF和指数基金等。2025年11月21日阳光和远私募证券投资基金成立，已进入运作状态
	2025年3月	700	人保寿险	100亿元 ，人保启元惠众1号私募证券投资基金于2025年10月15日成立，状态为正在运作
			中国人寿、新华保险	200亿元 ，5月22日公告，国寿与新华各持股50%的国丰兴华将发起设立鸿鹄志远二期私募证券投资基金，投资范围中证A500指数成份股中符合条件的大型上市公司A+H股。截至二季度末，二期基金基本上完成建仓工作。截至三季度末，鸿鹄基金二期持有 中国石油2.17亿股，持有中国神华5220.61万股 。
太平人寿	100亿元 ，太平卓远1号私募证券投资基金2025年10月中旬成立并完成备案后开始进行投资运作			
平安人寿	300亿元 ，8月29日，平安资管设立恒毅持盈（深圳）私募基金管理有限公司再基金业协会登记备案成功，基金将聚焦“长期投资、价值投资”的理念，重点布局符合政策导向和险资配置需要的优质上市公司			
第三批	2025年5月	500	中国人寿、新华保险	225亿元
			中汇人寿、农银人寿、交银人寿	175亿元
			鸿鹄基金三期的获批金额为400亿元，其意向出资方包括中国人寿、新华保险、中汇人寿、农银人寿、交银人寿等险企，投资并长期持有公司治理良好、经营运作稳健、股息相对稳定、股票流动性相对较好，且具备良好股息回报的大盘蓝筹公司股票。 截至三季度末，鸿鹄基金三期1号出现在中国石化、大秦铁路、国投电力、泸州老窖四家上市公司的前十大流通股股东之列，持股数量分别为3.05亿股、2.98亿股、9343.8万股、1887.20万股。鸿鹄基金三期2号新进成为国投电力的第十大流通股股东，持股数量为6184.55万股。	
中邮人寿	100亿元 ，正积极推进试点相关工作，其有望成立第8家险资系基金管理公司			
合计		2220		

保险公司对权益类资产的配置需求增加

利率低位+资产荒，保险公司利差压力加大，对权益类资产的配置需求增加。一方面，债券配置收益率难以覆盖新流入保费的负债成本（还有预定利率3.5%、3.0%的续期保费流入）；同时，利率波动幅度收窄使得债券交易难度加大。另一方面，存款、非标资产大量到期，但市场上优质非标资产、城投债等资产供给锐减，因此险资需要其他的高收益资产来收窄成本收益缺口。配置权益资产获取更高的投资收益机会是提高保险公司综合投资收益率的重要路径。

分红险转型的大背景下，险资长期提升权益配置比例的诉求提升，加强权益投资能力是提升产品竞争力的重要路径。明年全面进行分红险转型，随着配置资金中分红险占比不断提高及未来分红险预定利率下调，险资的权益配置比例长期将提升。分红险产品的收益水平在保险公司之间、在大资管市场上与公募基金等产品形成竞争关系，未来分红险的竞争就是保险公司的投资能力的竞争，因此险资有增配权益获取超额收益的主动诉求，权益投资能力的重要性大幅提升。

图表40: 友邦、保诚分红险权益配置比例分别为38%（左）、48%（右），但国内分红险预定利率较高，分红账户的权益配置预计将显著低于海外同业，但高于传统账户



保险公司对权益类资产的配置需求增加

上市公司于2023年开始实行新准则（平安2018年开始实施IFRS9），非上市公司中近两年有约28家公司已经陆续实行了新准则，其他公司将于2026年开始实行。新会计准则下保险公司利润表（主要受FVPL资产规模大幅提升影响）和净资产（主要受即期的负债评估曲线影响）波动性加大。因此保险公司需要将更多股票计入OCI以平滑利润表波动，或是增加长期股权投资（权益法）核算的股票资产。

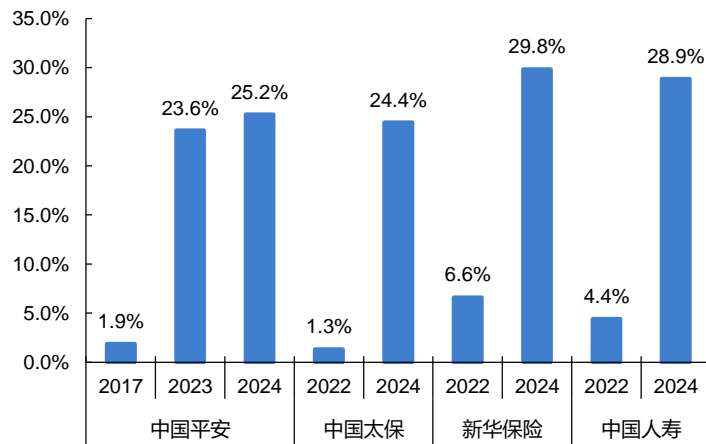
新准则下权益回归投资实质。原准则在季度末为调节利润保险公司倾向于兑现AFS账户浮盈，但新准则下FVPL市值直接影响利润表，FVOCI买卖价差无法回利润表，因此无需在季度末做兑现的操作，是否兑现取决于市场情况。

新准则下，分红险和万能险可以使用VFA模型，短期投资波动完全被负债吸收，因此分红险提升权益占比带来的市值波动在财报上会被平滑。

图表41：新准则下不同账户对报表的影响

金融工具类别		变动分析	影响分析
FVOCI	权益工具	公允价值波动	计入其他综合收益影响资产负债表；终止确认时，也不再结转至损益，且无须进行减值，不影响利润表
		现金股利	确认为当期损益，通过投资收益科目计入利润表
	债权工具	公允价值波动	计入其他综合收益影响资产负债表；终止确认时，通过投资收益科目，结转至利润表，用“预期信用损失”模型计提减值
		利息收入、减值损失、汇兑损益	确认为当期损益，通过投资收益科目计入利润表
FVPL	公允价值波动、股利、利息收入等	持有期确认为当期损益计入利润表，终止确认时确认投资收益计入利润表	
AC	利息收入、减值损失、汇兑损益	确认为当期损益，通过投资收益科目计入利润表；终止确认时，确认投资收益	
长股权投资法	与净利润、分派股利有关的损益调整、减值损失	利润表变动：投资收益=被投资企业净利润（分派股利）*股权比例、减值损失 长期股权投资账面价值调整=被投资企业净利润*股权比例、减值损失	

图表42：上市险企FVTPL资产占比在切换会计准则后大增



中观情形下，预计2026年将有6千亿资金入市

明年预计权益加仓情况有所分化，中观情形假设：1) 今年部分公司仓位提升较快，如平安，后续提升仓位的诉求不大，预计新增保费20%入市；2) 国寿、太平、新华、人保四家央企继续落实每年新增保费30%投资于A股。以“经营活动产生的现金流”测算，对应配置规模2500亿左右进入A股；但部分港股欠配且有加仓空间的公司，预计新增保费不止有30%入市，其中的国寿、太平预计将有40%的新增保费入市；太保、阳光非央企，但是仓位不高，也预计30%新增保费入市；3) 其他非上市公司整体仓位低、但增量资金少，假设增量资金的40%进入股市，同时减配基金（新准则实施，预计将增加股票直投）。以下投资余额中假设市场26年上涨10%，行业保费增长10%。**测算结果，明年将有6000亿左右增量资金入市。**

图表43：保险资金入市估算

规模：亿元	股票					基金					股票+基金					股票+基金占比				
	2024	25H1	2025E	2026E	较年末增长	2024	25H1	2025E	2026E	较年末增长	2024	25H1	2025E	2026E	较年末增长	2024	25H1	2025E	2026E	较年末增长
平安	4,374	6,493	10,321	12,238	18.6%	2,373	2,088	3,249	3,574	10.0%	6,747	8,581	13,570	15,811	16.5%	11.8%	13.8%	20.8%	21.7%	0.9pct
太保	2,551	2,831	3,467	4,357	25.6%	623	667	861	948	10.0%	3,174	3,499	4,329	5,304	22.5%	11.6%	12.0%	14.4%	15.9%	1.5pct
国寿	5,011	6,201	7,698	10,333	34.2%	3,066	3,507	4,138	4,552	10.0%	8,076	9,708	11,837	14,885	25.8%	12.2%	13.6%	16.0%	18.1%	2.1pct
新华	1,808	1,992	2,463	3,055	24.0%	1,263	1,202	1,442	1,586	10.0%	3,071	3,194	3,905	4,641	18.8%	18.8%	18.7%	21.7%	23.0%	1.3pct
人保	602	946	1,201	1,683	40.2%	866	936	1,151	1,266	10.0%	1,469	1,882	2,351	2,949	25.4%	8.9%	10.7%	12.7%	14.4%	1.7pct
太平	1,302	1,399	1,698	2,349	38.3%	733	731	929	1,022	10.0%	2,035	2,131	2,628	3,371	28.3%	13.0%	12.7%	15.0%	17.1%	2.1pct
阳光	676	837	985	1,251	27.0%	53	56	83	91	10.0%	729	893	1,068	1,342	25.7%	13.3%	15.1%	17.4%	19.6%	2.3pct
上市公司合计	16,220	20,589	27,699	35,078	26.6%	8,919	9,130	11,779	12,957	10.0%	25,138	29,718	39,478	48,035	21.7%	12.4%	13.6%	17.3%	18.9%	1.6pct
其余险企	8,060	10,097	9,598	12,987	35.3%	7,869	7,475	8,335	8,335	0.0%	15,929	17,572	17,933	21,322	18.9%	13.5%	13.4%	12.9%	14.0%	1.1pct
行业	24,280	30,686	37,296	48,064	28.9%	16,788	16,605	20,114	21,292	5.9%	41,067	47,291	57,411	69,357	20.8%	12.8%	13.5%	15.7%	17.1%	1.4pct

资料来源：各公司公告、中国政府网、证券市场周刊宏观号，国金证券研究所

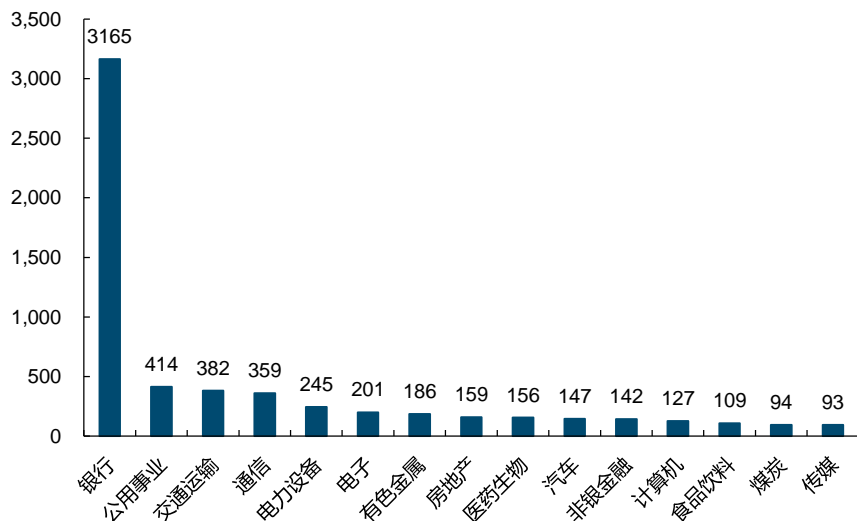
注：上市公司“经营活动产生的现金流”以2023、2024年占保费的历史平均值测算，其余公司保单期限更短，预计赔付支出规模及兑现速度更高，假设“经营活动产生的现金流”为总保费的25%

预计高股息仍是主要配置方向

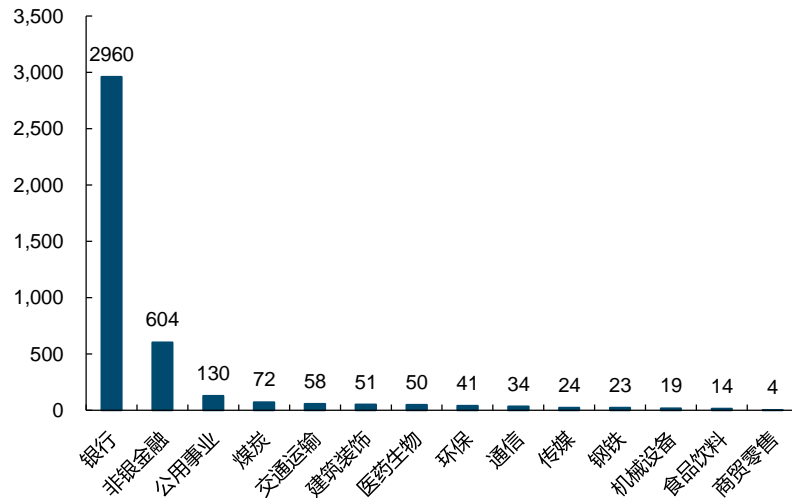
截至3季度末，从保险公司A股重仓股行业统计来看，高股息特征明显，银行占据绝对重仓，A股重仓银行合计3165亿；如剔除险资的长股投银行，合计持仓有2590亿。

统计2023年10月到最新的保险公司举牌，以港股为主（持股H股本5%以上就需要公告）高股息标的为主，银行持仓市值仍占主导，剔除与A股重仓重合的A股银行，合计内资银行港股持仓2895亿。

图表44：3季度保险机构A股重仓股（亿元）



图表45：2023年以来的险资举牌（亿元）



04

投资建议

保险板块整体欠配

证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》，将基金经理薪酬、管理费率与业绩比较基准挂钩，基金管理者在未来配置的选择上可能选择当前低配保险行业。当前《基金管理公司绩效考核管理指引》征求意见稿已下发，为了不跑输基准，未来主动基金可能会选择配置基准内权重较高的行业，尤其是与基准里的比例相比主动权益当前低配的行业。我们筛选出业绩比较基准为沪深300/中证800且考核权重50%及以上的基金，根据其重仓个股市值占比，并汇总各行业持仓市值进行比较，发现非银是显著低配的行业，未来有望成为主动基金增配的行业。从保险内部来看，中国平安、中国太保等权重股被低配较多。

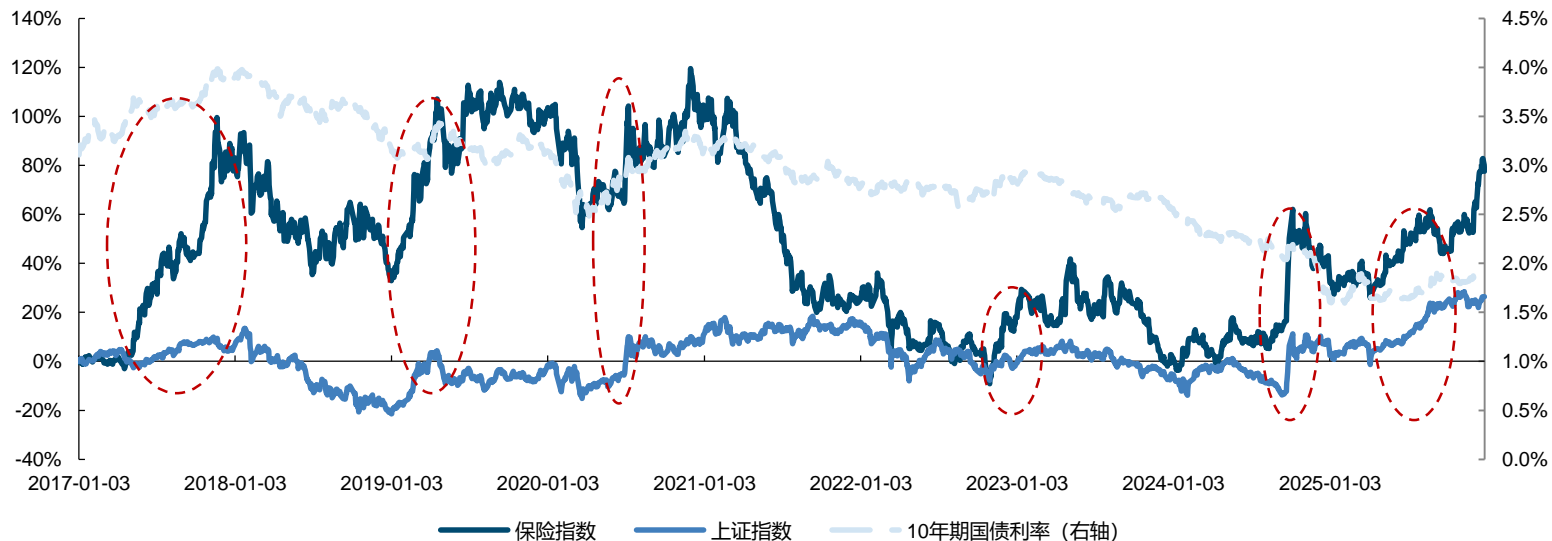
图表46：25Q3保险板块欠配

比较基准：沪深300				比较基准：中证800			
公司名称	标的持股占比 (%)	沪深300权重 (%)	低配比例	公司名称	标的持股占比 (%)	中证800权重 (%)	低配比例
非银金融	1.47	10.00	-8.53	非银金融	1.65	9.12	-7.47
中国平安	0.63	2.40	-1.77	中国平安	0.59	1.75	-1.16
中国太保	0.25	0.49	-0.24	中国太保	0.01	0.35	-0.34
新华保险	0.11	0.21	-0.10	新华保险	0.01	0.15	-0.14
中国人保	0.01	0.10	-0.09	中国人保	0.03	0.07	-0.04

银保渠道景气超预期验证叠加市场春季躁动，行情有望持续

保险公司具备强 β 属性，行情与大盘表现高度相关，且2022年来持续强化。复盘2017年来保险股表现，其与大盘表现高度相关，主要源于保险公司高度依赖利差，权益市场表现对当期利润影响极大，且这一规律自2022年来持续强化，一是自2022年来保险公司负债端主销长久期的增额终身寿，市场担忧此类产品的利差损风险，对负债端关注度下降，二是2023年新准则实施后，更多资产被记为FVPL，保险公司对权益市场敏感性提升。

图表47：2017年来保险行情复盘



银保渠道景气超预期验证叠加市场春季躁动，行情有望持续

牛市是保险股行情的关键驱动因素，市场上涨预期下保险板块通常具备较强的业绩弹性与估值修复动能，但定价逻辑更侧重于绝对收益水平与负债成本的差值，而非苛求利润在超高基数下维持正增长；负债端景气度是保险股行情的重要支撑，近年来新单负债成本偏高，相关因素有所弱化，但当前新增保单具备利差益，预计市场对负债端关注度将提升，因此，2026年开门红高景气的延续也是本轮保险行情持续的重要支撑。

图表48：保险公司行情复盘

	保险指数	中国平安A	中国人寿A	中国太保A	新华保险A	中国平安H	中国人寿H	中国太保H	新华保险H	友邦保险	中国太平	
20161021-20171123	绝对收益	95.9%	121.5%	53.4%	57.2%	60.0%	105.0%	34.3%	37.8%	59.5%	30.0%	93.7%
	相对收益	87.4%	113.1%	45.0%	48.7%	51.6%	77.9%	7.2%	10.7%	32.4%	2.9%	66.6%
	驱动原因	长端利率上行、权益市场向好、负债端高增共振										
	长端利率走势	上行134BP										
	归母净利润增速		42.8%	68.6%	21.6%	8.9%	42.8%	68.6%	21.6%	8.9%	56.0%	28.6%
	负债端增速		32.6%	21.9%	40.3%	15.4%	32.6%	21.9%	40.3%	15.4%	27.7%	49.6%
20190102-20191220	绝对收益	50.9%	58.6%	71.9%	40.9%	19.1%	39.3%	33.5%	29.4%	12.7%	29.0%	-5.5%
	相对收益	29.0%	36.7%	50.0%	19.0%	-2.8%	28.4%	22.6%	18.5%	1.8%	18.1%	-16.4%
	归因分析	权益市场上行带来的β行情										
	长端利率走势	长端利率3.2%左右震荡										
	归母净利润增速		39.1%	411.5%	54.0%	83.8%	39.1%	411.5%	54.0%	83.8%	130.2%	31.0%
	负债端增速		5.1%	18.6%	-9.3%	-16.0%	5.1%	18.6%	-9.3%	-16.0%	5.0%	-20.6%
20200408-20201119	绝对收益	25.1%	26.6%	67.5%	29.1%	51.4%	20.0%	18.8%	22.5%	39.7%	24.5%	5.5%
	相对收益	5.7%	7.1%	48.1%	9.7%	31.9%	10.1%	8.8%	12.5%	29.8%	14.5%	-4.5%
	驱动原因	长端利率上行与股市共振										
	长端利率走势	上行87BP										
	归母净利润增速		-4.2%	-13.8%	-11.4%	-1.9%	-4.2%	-13.8%	-11.4%	-1.9%	-3.3%	-27.3%
	负债端增速		-34.7%	-0.6%	-27.5%	-10.5%	-34.7%	-0.6%	-27.5%	-10.5%	-33.4%	-16.5%
20221031-20230128	绝对收益	41.3%	44.1%	35.7%	38.2%	41.8%	97.9%	75.7%	71.0%	77.8%	47.4%	111.8%
	相对收益	28.5%	31.3%	22.9%	25.3%	28.9%	47.8%	25.6%	20.9%	27.7%	-2.7%	61.7%
	驱动原因	长端利率上行与股市共振										
	长端利率走势	上行29BP										
	归母净利润增速		-17.6%	-36.8%	-8.3%	-34.3%	-17.6%	-36.8%	-8.3%	-34.3%	-96.2%	-62.7%
	负债端增速		-24.0%	-19.6%	-31.4%	-59.5%	-24.0%	-19.6%	-31.4%	-59.5%	-8.1%	-18.0%

负债端高景气带来估值切换行情，后续保险股行情的接力在于负债端高景气度的持续（预计银保渠道会有较高增长）与春季躁动行情对资产端的驱动。 1) 负债端：展望明年，大量定存到期，对于低风险偏好、有长期财富保值增值诉求的资金来说，保险是较好选择，明年负债端的增长预期越加明朗；并且相较于前几年，新产品可以获取利差益，是更有“价值”的保单。银保渠道基于账户优势和客户资源的优势，预计将实现双位数增长，受益于分红险转型推进，大公司的市占率将继续提升。2) 资产端：春季躁动行情利好保险资产端修复，且保险公司Q1利润基数不高。

长期来看，在资产端股市、利率处于稳定或向好的情况下，负债端增长带来大保险公司扩表是保险行情强化的重要支撑。 1) 负债端进入量价齐升的向上周期：量的方面受益于存款搬家及养老储蓄需求旺盛，且“报行合一”政策、分红险转型趋势，均利好头部公司市占率提升；价的方面，自2023年来预定利率已经历三次下调，叠加监管阶段性限制分红险与万能险的结算利率，及低预定利率新单的摊薄，预计存在负债成本已步入下降通道，且长端利率向下预期扭转，新增保单具备利差益，负债端将持续改善。2) 资产端中期内投资收益率中枢预计稳定：资本市场韧性增强，叠加居民到期存款再配置与机构中长期资金入市，慢牛长牛预期愈发扎实，支撑保险公司资产端长期向好。

重点关注：

1) 开门红预期较好，以及业务质地较好(负债成本低、资负匹配情况较好)的头部险企。2) 受益于非车险报行合一的头部财险公司和保险集团。

05

风险提示

- **行业竞争加剧：**行业竞争加剧情况下，费差损及潜在利差损风险可能升高；
- **权益市场波动：**将直接降低公司的投资收益，拖累利润表现；
- **长端利率大幅下行：**资产端再投资压力加大，进一步引发市场对保险公司利差损的担忧；
- **测算基于一定前提假设，存在偏差风险：**本文对居民到期存款及银保渠道增速等均基于一定的前提假设，存在假设不成立、市场发展不及预期等因素导致测算结果偏差的可能性。

特别声明

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题