



行业研究 | 深度报告 | 保险 II

重估保险配置价值——保险行业 2025 年度中期 投资策略

报告要点

从谨慎角度来看，当前保险行业估值仍然处于较低水平。负债端较难成为估值上的拖累，行业主线逻辑来自于资产端走强有效带动行业估值快速抬升。行业配置性价比仍然可观，重点推荐资产端弹性较强的新华保险，以及部分港股的低估值优质标的。

分析师及联系人



吴一凡

SAC: S0490519080007

SFC: BUV596



谢宇尘

SAC: S0490521020001

保险 II

2025-07-01

重估保险配置价值——保险行业 2025 年度中期投资策略

行业研究 | 深度报告

投资评级 看好 | 维持

回顾 2025：取得超额收益

指数实现超额收益。1-6 月，沪深 300 下跌 2.2%，长江保险指数上涨 3.5%，跑赢大盘 5.8 个百分点。个股除中国人寿外均跑赢大盘，平安、太保、新华涨幅分别为 4%、3.8% 和 13.8%。基本面来看，负债端转型分红，新单增速略有放缓，但价值率持续改善，带动新业务价值持续增长，资产端虽然受到利率波动拖累，但港股表现突出，带动总投资收益表现良好。

如何看待当前保险估值？

当前保险估值反映预期仍相对悲观。PEV 估值体系对于内含价值的可信度要求较高，而可信度高度依赖假设的准确程度。市场对于假设的疑问主要来自长期投资收益率假设。上市险企公布了内含价值对于投资收益率的敏感性，根据敏感性计算可得当前市值隐含国寿、平安、太保、新华长期投资收益率均处于较低水平。

借鉴内含价值体系，构建估值的锚。对于存量业务而言，谨慎测算下头部上市险企出现利差损风险较低，而在当前会计准则下，存量保单价值无法完全反应在净资产中，因此仅对净资产估值可能过于悲观。存量业务估值方面，使用明确披露投资收益率假设、折现率假设以及相应敏感性的有效业务价值可能是一个比较好的指标。考虑到内含价值体系中的调整净资产通常高于报表体系的净资产，我们可以使用净资产（视情况调整）+有效业务价值（视情况调整）构建一个类似内含价值体系，但更为谨慎和保守的估值水平作为人身险行业估值的锚。

看好行业格局改善

看好人身险行业集中度加速提升。随着未来预定利率进一步下调，此前中小险企凭借相对激进定价获取市场份额的难度将愈发提高，产品本身设计的合理性以及保险公司可以提供的服务在竞争中的地位将持续提升，生态圈建设更加完备、投研能力更强的头部险企将更易受到市场青睐。同时随着“报行合一”的要求，依靠激进费率换取市场份额的模式行将就木，合规经营的上市险企市场份额将明显改善。

储蓄型发展以及监管强化增强龙头险企竞争能力。储蓄类产品竞争的核心是资产端的收益率，而中小险企在投资收益方面难以再建立优势。首先，此前中小险企通过增配非标资产来增厚利润，但当前非标市场及收益率均有明显萎缩，难以贡献超额利润；其次，在权益类资产配置方面，监管实行分级监管，偿付能力更为充足的龙头险企在资产配置上的空间更为丰厚。此外，龙头险企在投研团队上的优势也可能转化为投资收益率的优势。而投资收益率的优势将逐渐推动市场格局的集中化。

投资建议：聚焦资产端主线

看好资产端主线，驱动保险估值提升。负债端较难成为估值上的拖累，行业主线逻辑来自于资产端走强有效带动行业估值快速抬升。当前行业配置性价比仍然可观，重点推荐资产端弹性较强的新华保险，以及部分港股的低估值优质标的。

风险提示

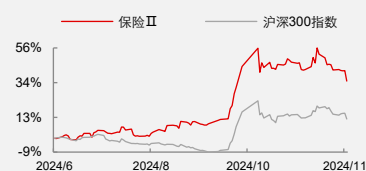
1、相关政策出现较大调整；2、资本市场大幅波动；3、测算结论基于大量假设；4、行业竞争加剧。

请阅读最后评级说明和重要声明

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
601336	新华保险	买入
601318	中国平安	买入

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《怎么量化利差损风险？如何给保险估值？——保险基本面梳理 107》2025-06-19
- 《保险资金当前配置有何特征？——保险基本面梳理 106》2025-05-27
- 《保险行业分红能力受什么影响？——保险基本面梳理 105》2025-05-18



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

回顾 2025 上半年：小幅跑赢大盘	6
指数实现超额收益	6
新业务价值保持高速增长	6
如何看待当前保险估值？	8
保险估值受什么影响？	8
当前估值仍然反映较为悲观的预期	10
如何量化利差损风险？应该如何估值？	13
看好行业格局改善	19
投资建议：聚焦资产端主线	21
风险提示	22

图表目录

图 1：2025 年 1-6 月保险板块、沪深 300 变动情况及 10 年期国债利率走势（单位：%）	6
图 2：上市险企新单保费增速略有承压	7
图 3：同比口径新业务价值保持较增长	7
图 4：拆分累计涨幅，主要由内含价值（盈利）贡献	8
图 5：当年维度拆分，主要由估值贡献	8
图 6：资产端是保险行业估值的主要影响因素	9
图 7：保险行业盈利模式可以简化为利差模型	10
图 8：AH 股估值均反映较为悲观预期（亿元）	11
图 9：从 2012 年至今来看，当前估值分位水平	12
图 10：从 2018 年至今来看，当前估值分位水平	13
图 11：以中国人寿 2024 年年报为例，上市险企通常会披露价值的敏感性数据	13
图 12：测算新单负债成本下行	14
图 13：测算存量负债成本改善	14
图 14：预期 9 月后普通型人身险预定利率有望下调至 2%	15
图 15：渠道费用改善，利好负债成本下行	16
图 16：资产负债完全匹配的情况利差近似于锁定状态	16
图 17：不完全匹配在利率下行时期带来利差损风险	16
图 18：对于寿险估值体系的思考	18
图 19：“报行合一”要求下，银保过去短期均衡的模式不再适应市场	19
图 20：行业竞争格局趋于集中	20
图 21：相对存款、国债，当前普通型人身险预定利率仍然具备吸引力	21
表 1：保险板块 2024 年 1-11 月单月涨跌幅（单位：%）	6
表 2：“老四家”估值百分位尚未超过 50%	11
表 3：监管持续推行“报行合一”	15
表 4：模型测算下，头部险企出现利差损的风险较低	16

表 5：保险公司权益类资产配置实行分级监管	20
表 6：保险板块重点公司估值表	21

回顾 2025 上半年：行业走势良好，价值保持高增

指数实现超额收益

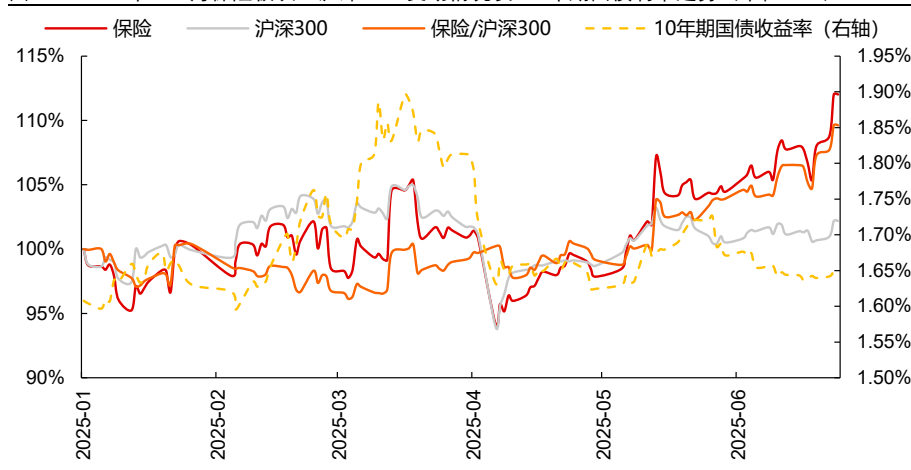
2025 年 1-6 月，沪深 300 下跌 2.2%，长江保险指数上涨 3.5%，跑赢大盘 5.8 个百分点。个股除中国人寿外均跑赢大盘，平安、太保、新华涨幅分别为 4%、3.8%和 13.8%。基本面来看，负债端转型分红，新单增速略有放缓，但价值率持续改善，带动新业务价值持续增长，资产端虽然受到利率波动拖累，但港股表现突出，带动总投资收益表现良好。

表 1：保险板块 2024 年 1-11 月单月涨跌幅（单位：%）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	1-6月
中国人寿	-3.1%	-4.2%	-3.4%	-3.4%	5.5%	5.0%	-4.1%
中国平安	-3.4%	-0.9%	2.5%	-1.8%	5.1%	2.7%	4.0%
中国太保	-5.1%	-4.6%	4.2%	-7.2%	15.3%	2.8%	3.8%
新华保险	-4.2%	1.0%	7.1%	-6.6%	4.6%	12.5%	13.8%
中国人保	-5.2%	-7.8%	3.3%	3.5%	17.1%	3.0%	12.8%
中国太平	-0.3%	-1.2%	3.3%	-9.0%	12.1%	17.2%	21.7%
沪深 300	-3.0%	1.9%	-0.1%	-3.0%	1.8%	0.2%	-2.2%
保险指数	-3.9%	-1.8%	2.4%	-3.0%	6.7%	3.4%	3.5%

资料来源：Wind，长江证券研究所（收盘价截至 2025 年 6 月 20 日）

图 1：2025 年 1-6 月保险板块、沪深 300 变动情况及 10 年期国债利率走势（单位：%）



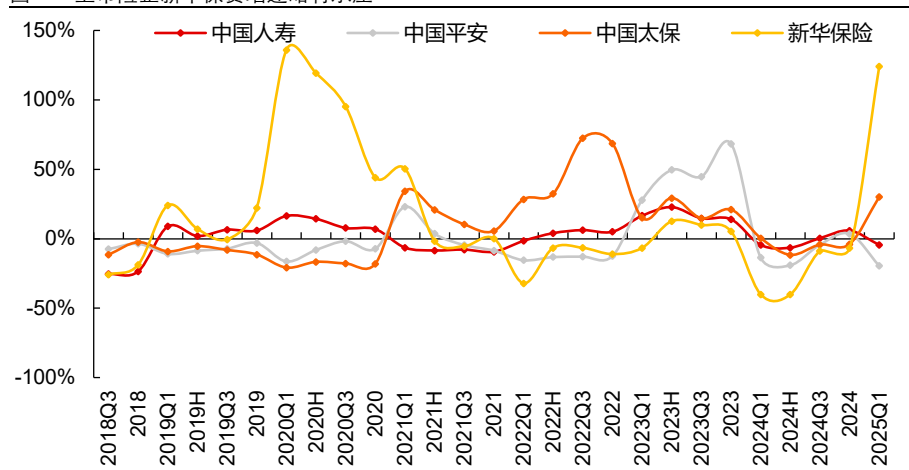
资料来源：Wind，长江证券研究所；保险指数、沪深 300 均以 2025 年 1 月 2 日股价为 100%进行换算

新业务价值保持高速增长

新单增速略有承压。2025 年一季度，受转型分红影响，一季度新单保费增速表现略偶遇承压，国寿、平安、太保新单保费同比分别为-4.5%、-19%、30.2%；其中太保个险

新单同比-15.2%。新华新单表现较好，个险与银保渠道均实现较高增速，主要由于产品策略不同。

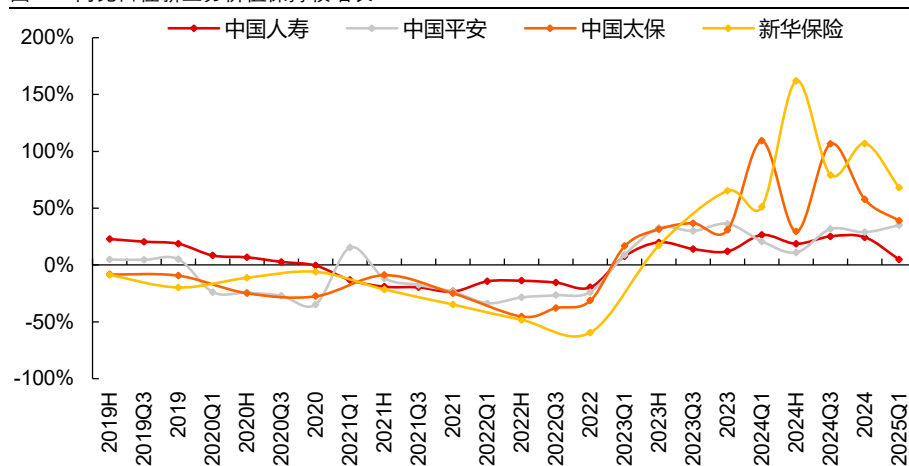
图 2: 上市险企新单保费增速略有承压



资料来源: Wind, 公司年报, 长江证券研究所

新业务价值保持高速增长。2025 年一季度, 国寿、平安、太保、新华新业务价值增速 (除新华外均为可比口径) 分别为 4.8%、34.9%、39%、67.9%, 仍然保持较高水平增长, 主要受益于报行合一导致的银保费率降低以及预定利率的下调。考虑后续预定利率有可能继续下调, 预期价值率仍有改善空间。

图 3: 同比口径新业务价值保持较增长



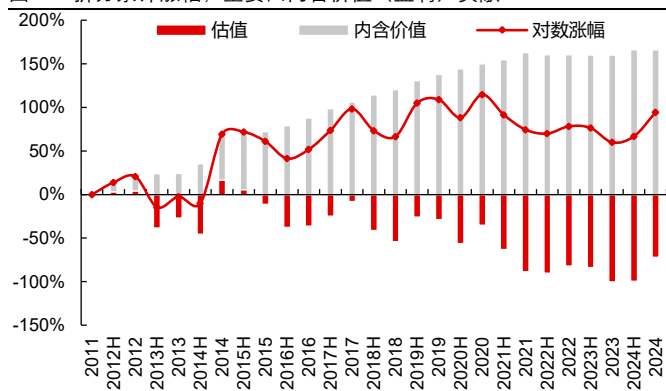
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

如何看待当前保险估值？

保险估值受什么影响？

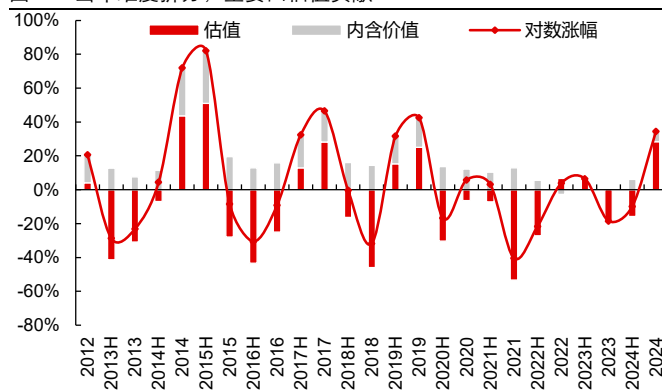
从长期角度来看，内含价值的增长对于总收益的表现非常重要；但一年以内角度来看，估值更重要。拆分来看，行业在两年或以上的长期走势主要由内含价值增长贡献：2011年至2024年，长江保险指数累计对数涨跌幅为94%，内含价值增长贡献了其中的166%，而估值下行则贡献了其中的-72%；而在一年或更短的时间维度里，估值才是行业走势的主要影响因素。

图 4：拆分累计涨幅，主要由内含价值（盈利）贡献



资料来源：Wind，长江证券研究所

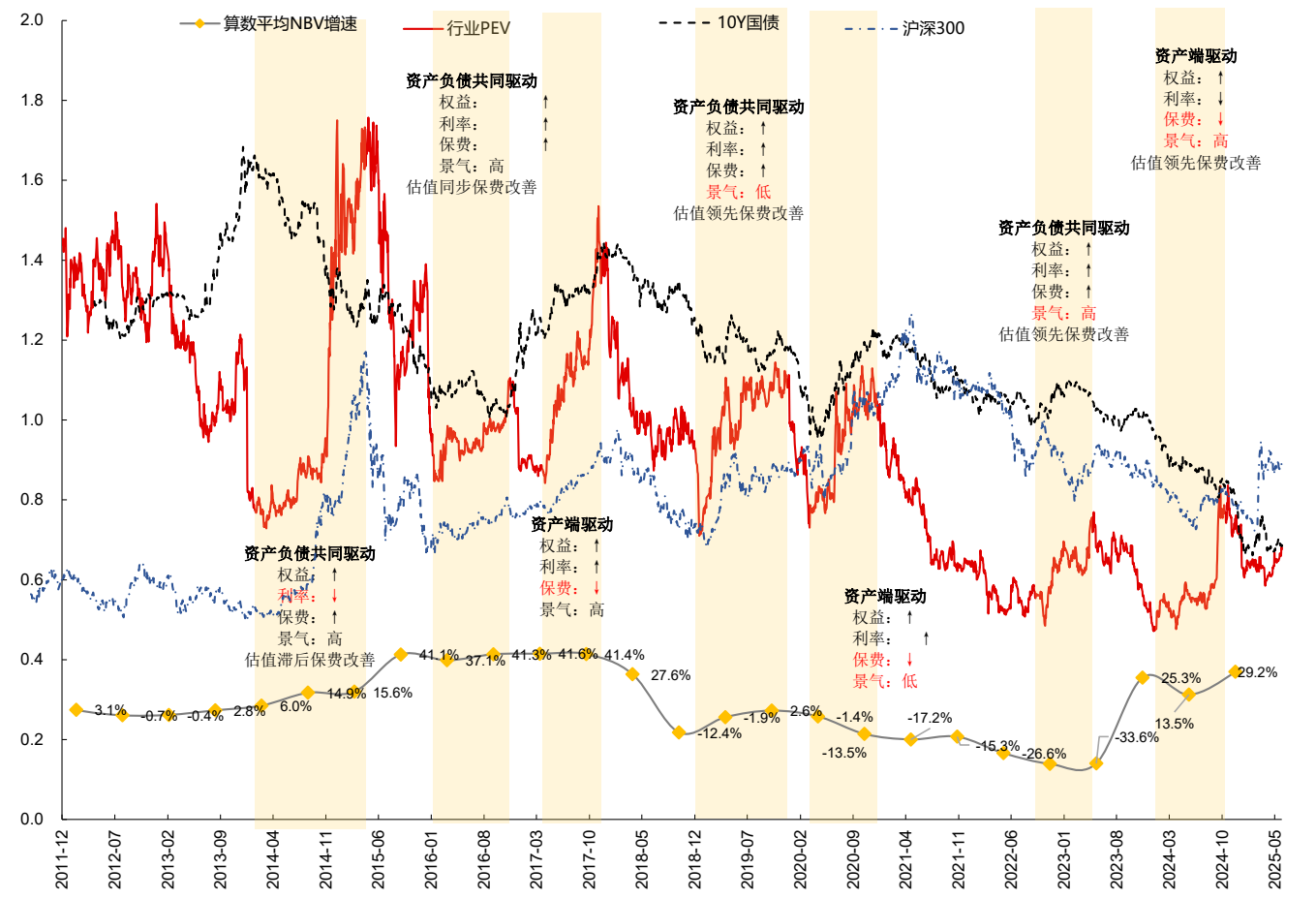
图 5：当年维度拆分，主要由估值贡献



资料来源：Wind，长江证券研究所

资产端矛盾仍然是保险估值的核心因素。从长期行业表现来看，相较于负债端数据，保险行业明显更贴近于沪深 300 以及十年期国债收益率走势，并未脱离我们此前在行业研究框架中论述的资产端决定方向的判断。回顾 2011 年至今保险行业估值的变化情况，资产端的改善是近六次估值反弹的共性，而行情的终止也大多由于资产端出现恶化，行业总体呈现较强的 β 属性。

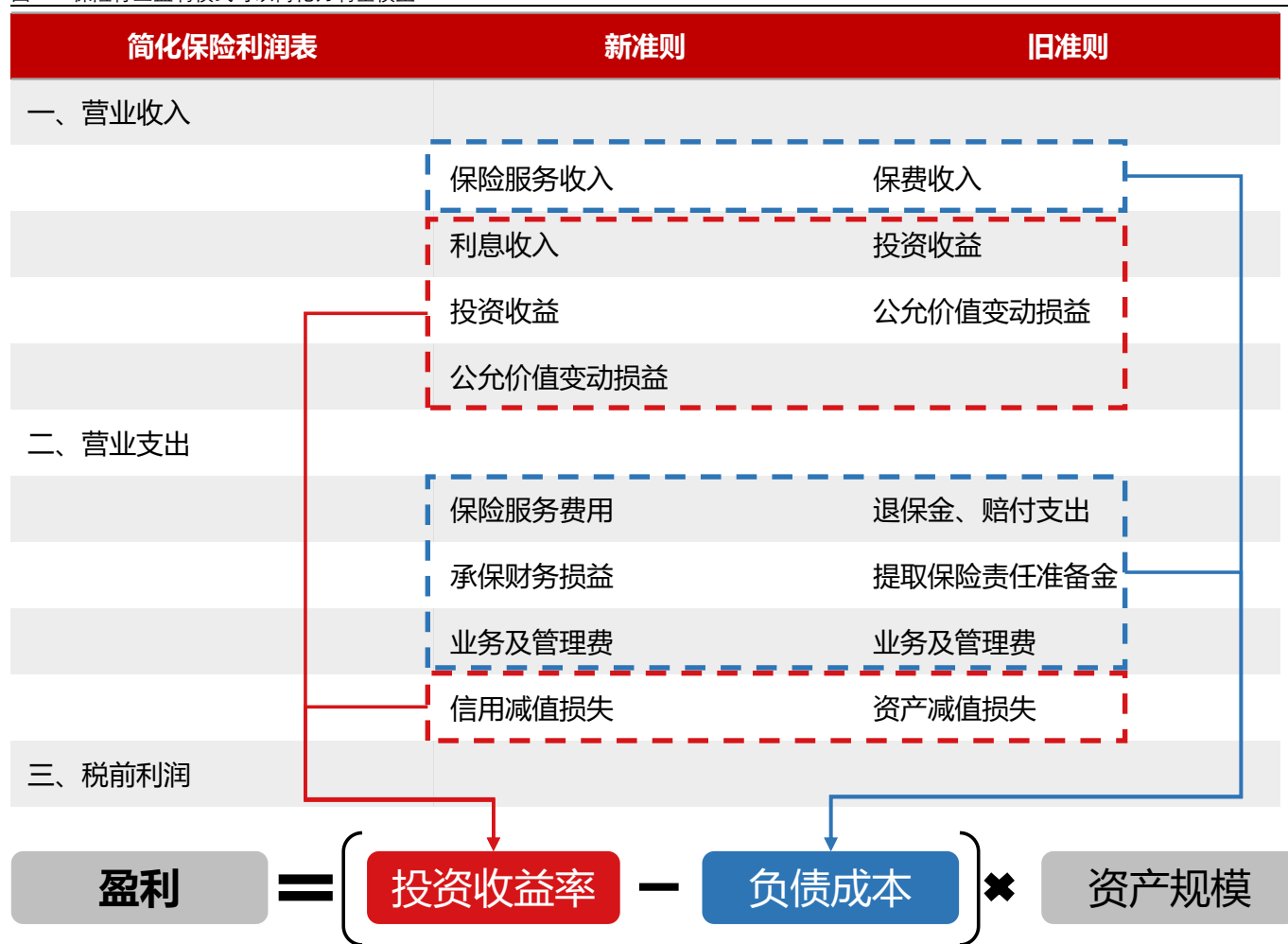
图 6：资产端是保险行业估值的主要因素



资料来源：Wind，长江证券研究所

商业模式本质是利差模型，权益市场和长期利率是影响险企盈利最重要的因素之一。尽管保险公司报表与传统行业有所区别，但以盈利为导向的底层商业逻辑与其他行业保持一致，盈利能力及其预期的变化构成了行业波动的原因。保险的商业模式可以抽象简化成利差模型，保险公司通过销售保单获得杠杆，通过投资收益覆盖保单成本并赚取利润。因此投资收益和负债规模及质量是盈利最重要的决定因素，而这一点并不会因为新保险合同准则的应用发生改变。人身险经营具备长期性，负债具备存量与新增的概念，因此主要体现边际变化；然而资产端收益率，尤其是权益类资产则基本没有存量的概念，同时考虑险企通常较高的经营杠杆，资产端的波动对行业估值的显著影响也就可以顺理成章。

图 7：保险行业盈利模式可以简化为利差模型

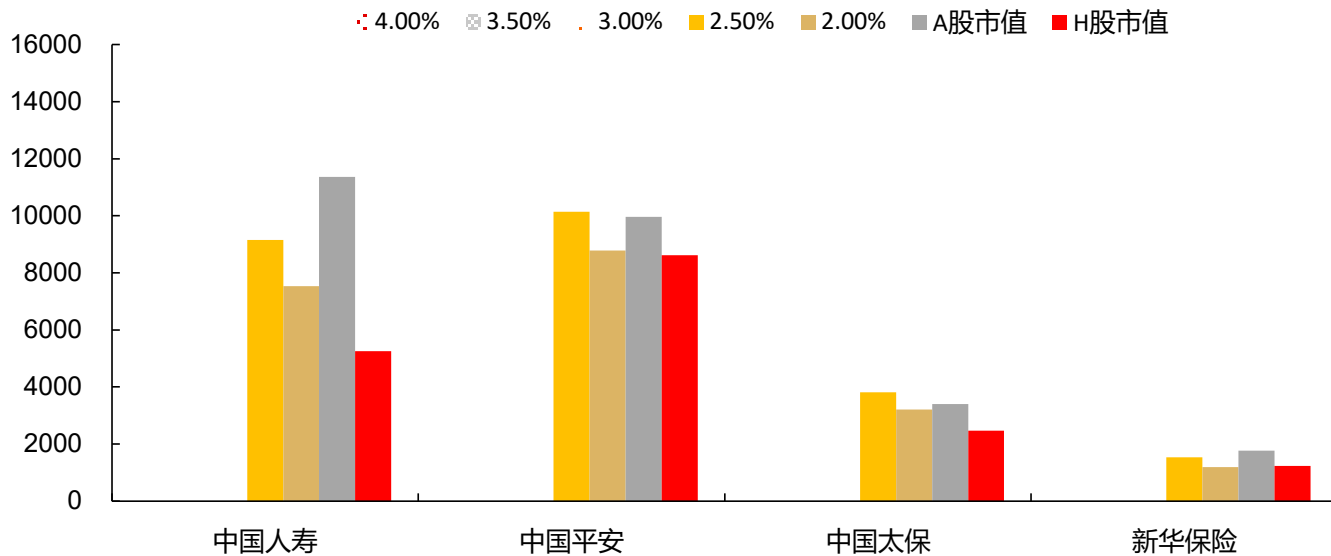


资料来源：长江证券研究所

当前估值仍然反映较为悲观的预期

当前保险估值反映预期仍相对悲观。PEV 估值体系对于内含价值的可信度要求较高，而可信度高度依赖假设的准确程度。市场对于假设的疑问主要来自于两个方面：1) 投资资产中的高风险资产（如地产等）；2) 有效业务价值对于长期投资收益率的假设（2024 年底为 4%）。而这两点其实均可以反应在长期投资收益率假设上。上市险企公布了内含价值对于投资收益率的敏感性，我们审慎假设仅调整下调投资收益率假设（理论上也应同时下调折现率假设），可以理解为，当前市值隐含国寿、平安、太保、新华长期投资收益率均处于较低水平。

图 8: AH 股估值均反映较为悲观预期 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所 (分别代表不同投资收益率假设下的内含价值, 市值数据截至 2025 年 6 月 20 日)

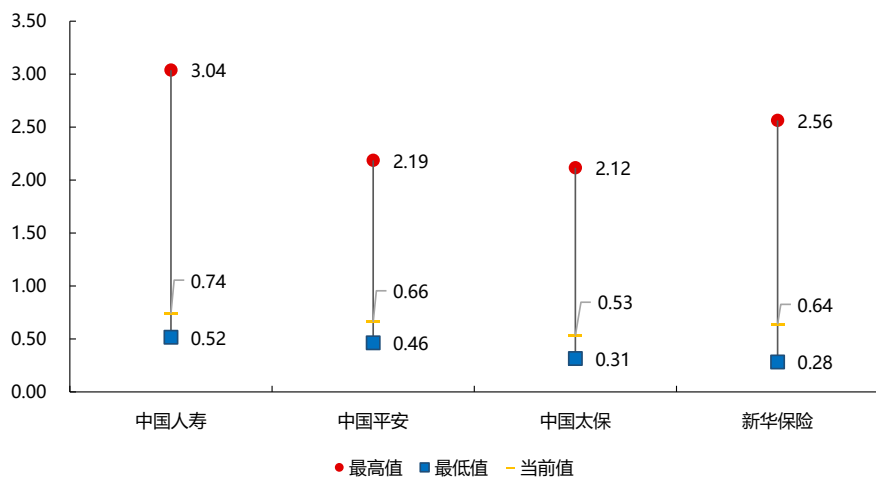
纵向来看, 保险估值并未处于高位。2012 年至今, 上市险企经历多轮行业周期, 估值几经起伏。国寿、平安、太保、新华当前 PEV 水平均低于 1 倍, 且低于历史均值水平。而参考百分位水平来看, 不足 40%, 因此并未过高。

表 2: “老四家”估值百分位尚未超过 50%

证券简称	股价 (元)	A/H 折溢价	25P/EV	历史均值	历史最低	历史最高	P/EV 百分位
中国人寿	40.20	137.1%	0.74	1.08	0.52	3.04	22.9%
中国平安	54.74	26.7%	0.66	0.93	0.46	2.19	35.7%
中国太保	35.38	50.9%	0.53	0.92	0.31	2.12	26.7%
新华保险	56.57	56.9%	0.64	0.96	0.28	2.56	35.9%

资料来源: Wind, 长江证券研究所 (估值数据截至 2025 年 6 月 20 日, 后同)

图 9：从 2012 年至今来看，当前估值分位水平



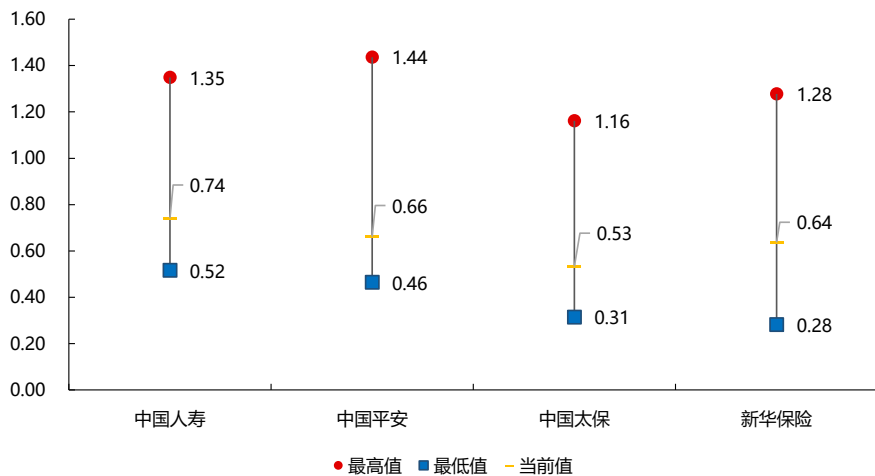
资料来源：Wind，长江证券研究所

近年来宏观背景、行业政策、内生动能等均出现较大改变。仅行业政策，在保险业的发展过程中就出现过显著的阶段和转变：例如 2012 年至 2017 年，监管倾向整体偏向于宽松，先后在负债端进行了人身险的费率改革、代理人资格考试取消等，在资产端拓展保险资金投资范围和提升权益配置比例等。而在之后，配合“去杠杆”的要求，监管政策趋于转向，“134 号文”¹停售快返型产品、先后落地“偿二代”一期二期工程，在渠道和产品信息披露方面都做出了更为严格的要求。

缩短周期来看，保险行业估值没有过高。因此衡量估值百分位可能从 2018 年后更为合适，然而即便将百分位时间延后，国寿、平安、太保、新华当前估值水平也未到达均值水平，行业估值没有过高。因此可以说，不管从跨越周期的角度来说，还是当前周期角度判断，行业估值分位仍然处于相对保守水平。

¹ 《中国保监会关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》

图 10: 从 2018 年至今来看, 当前估值分位水平



资料来源: Wind, 长江证券研究所

如何量化利差损风险? 应该如何估值?

上市险企可以使用价值敏感性数据测算负债成本。由于有效业务价值代表存量保单利润的贴现值, 因此可以按照与利润表类似的办法, 计算负债成本: 即测算当投资收益率下降至多少时, 新业务价值 (新单) 或有效业务价值 (存量) 将下降至 0。上市人身险公司通常会公布价值的敏感性数据, 在每一项敏感性测试中, 只有相关假设会发生变化, 其他假设保持不变。测算国寿、平安、太保、新华 2024 年新单负债成本在 2.4%-3%左右范围, 相较 2023 年有明显下降。

图 11: 以中国人寿 2024 年年报为例, 上市险企通常会披露价值的敏感性数据

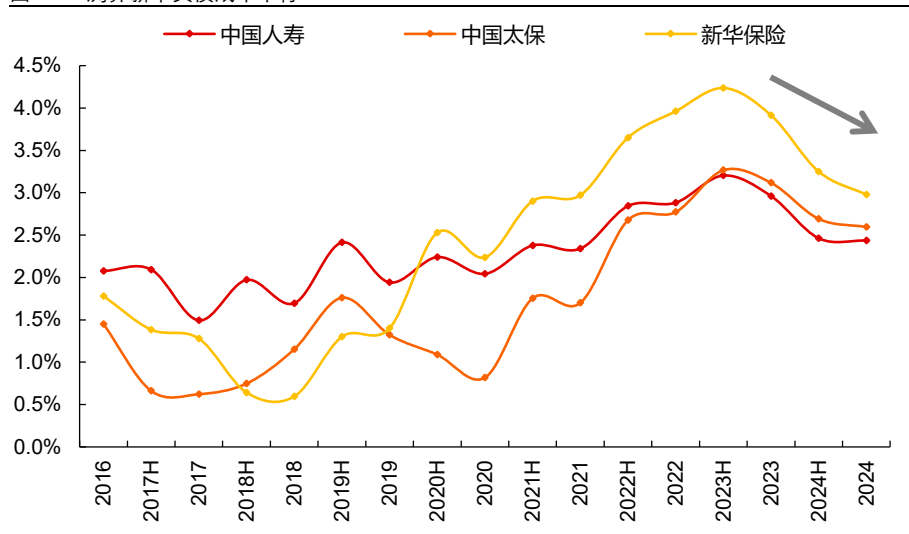
敏感性结果

单位: 人民币百万元

	扣除要求资本成本之后的有效业务价值	扣除要求资本成本之后的新业务价值
基础情形	503,315	33,709
1. 风险贴现率提高50个基点	474,562	31,936
2. 风险贴现率降低50个基点	534,492	35,610
3. 投资回报率提高10%	632,972	42,332
4. 投资回报率降低10%	374,256	25,110
5. 费用率提高10%	495,312	30,296
6. 费用率降低10%	511,318	37,123
7. 非年金产品的死亡率提高10%; 年金产品的死亡率降低10%	498,611	32,844
8. 非年金产品的死亡率降低10%; 年金产品的死亡率提高10%	507,995	34,579
9. 退保率提高10%	507,707	32,896
10. 退保率降低10%	498,840	34,590
11. 发病率提高10%	493,979	31,786
12. 发病率降低10%	512,716	35,634
13. 考虑分散效应的有效业务价值	537,977	-

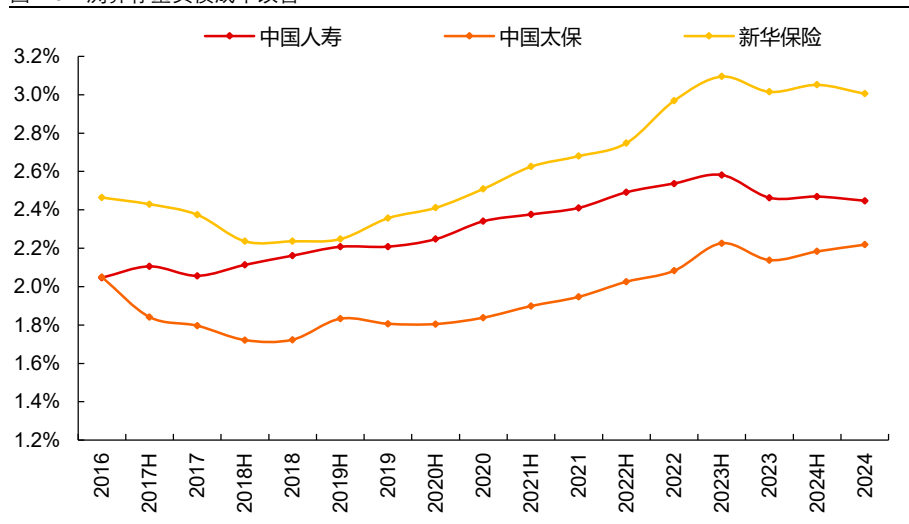
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 12: 测算新单负债成本下行



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

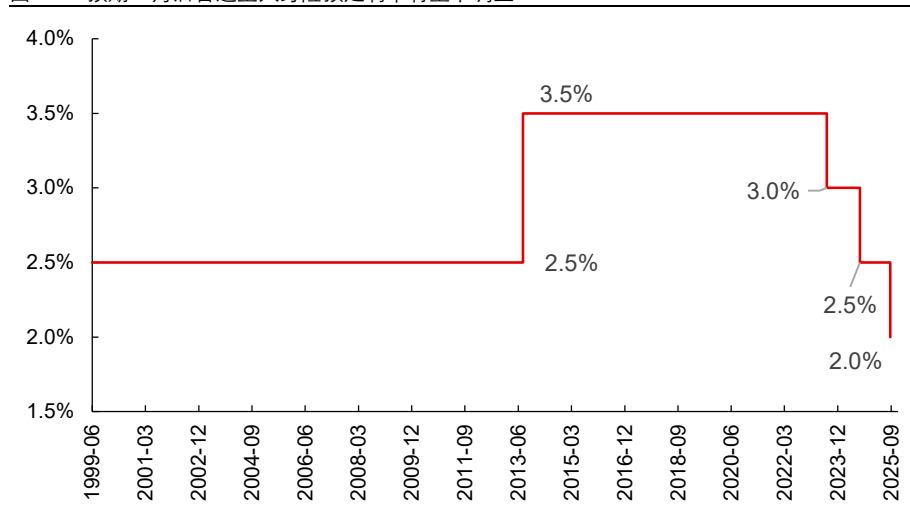
图 13: 测算存量负债成本改善



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

定价利率动态调节机制利好负债成本下行。金融监管总局 2024 年 8 月 2 日向行业下发了《关于健全人身保险产品定价机制的通知》，明确建立预定利率与市场利率动态挂钩机制：要求参考 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，确定预定利率基准值，由保险业协会发布。挂钩及动态调整机制应当报金融监管总局，达到触发条件后，各公司按照市场化原则，及时调整产品定价。行业预定利率的调整将更加灵活和迅速，面对利率下行环境将具备更强的应对能力，因此预期未来新单负债成本存在持续优化空间。

图 14: 预期 9 月后普通型人身险预定利率有望下调至 2%



资料来源: 保险业协会, 长江证券研究所

持续强化费用管控, 持续优化负债成本。2023 年以来, 监管不断强调“报行合一”的要求。尤其是国十条明确要求加强产品费差监管, 降低负债成本, 从顶层设计的层面确立对费用的管控并非“运动式”的短期行为。在严控费用的趋势下, 此前行业部分“费差损”式的恶性竞争难以持续, 一方面保险产品的竞争回归到产品与服务的本质, 利好头部险企集中度提升; 另一方面全行业负债成本有望继续改善。

表 3: 监管持续推行“报行合一”

时间	文件	主要内容
2023 年 8 月	《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》(报行合一)	1) 审慎合理的确定费用假设, 鼓励探索佣金递延支付; 2) 自产品备案时, 说明银保渠道的费用假设和结构; 3) 据实列支费用, 与备案材料保持一致; 4) 已备案的产品要补报费用结构和费用上限等内容。
2023 年 10 月	《关于银保产品管理有关事项的通知》	进一步明确银保渠道“报行合一”费用认定原则, 要求保险公司备案的银保渠道产品预定附加费用率, 与报备的银保渠道总费用要一致, 否则监管部门将依法依规严肃处理。
2024 年 1 月	《关于规范人身保险公司银行代理渠道业务有关事项的通知》	对银保渠道“报行合一”进行规范。保险公司需列明附加费用率期限和结构、严格规范佣金支付流程。同时, 监管也将检查重点关注佣金水平超支、费用不真实等问题。
2024 年 4 月	《关于商业银行代理保险业务有关事项的通知》	1) 取消银行网点与保险公司合作的数量限制; 2) 明确总对总合作层级; 3) 明确银行代理业务佣金标准。要求委托代理协议约定的佣金率不得超过保险公司法人机构产品备案的佣金水平。
2025 年 4 月	《关于推动深化人身保险行业个人营销体制改革的通知》	1) 深化执行报行合一; 2) 提升保险销售人员专业化、职业化发展; 3) 增强长期服务能力, 递延奖励发放。

资料来源: 金管总局, 长江证券研究所

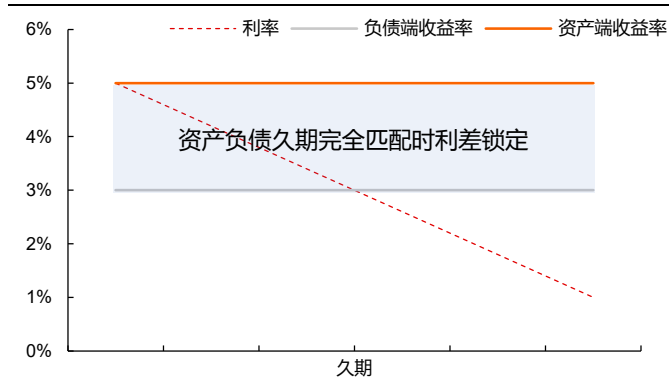
图 15: 渠道费用改善, 利好负债成本下行



资料来源: 长江证券研究所

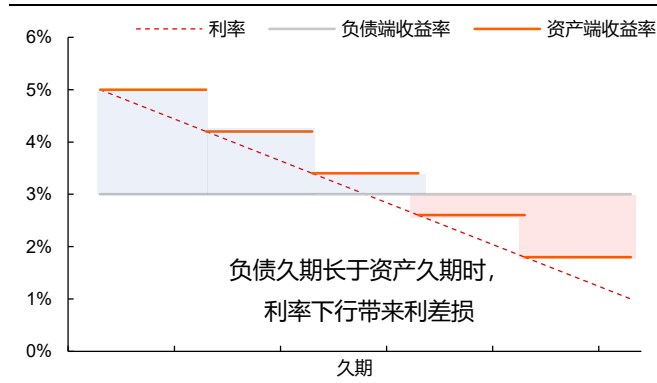
由于资产负债久期难以完全匹配, 寿险行业天然存在一定利差损风险。人身险行业负债久期长、资产久期短是常见情形, 我国自然也不例外: 保险资管协会执行副会长兼秘书长曹德云曾表示寿险平均久期超 12 年, 而资产平均久期为 6 年左右。久期错配在利率中枢下移、负债成本相对刚性的状态下, 有产生利差损风险的可能。

图 16: 资产负债完全匹配的情况利差近似于锁定状态



资料来源: 长江证券研究所(数值仅用于演示, 无实际意义, 后图同)

图 17: 不完全匹配在利率下行时期带来利差损风险



资料来源: 长江证券研究所

谨慎测算下, 头部险企利差损风险较低。对于未来的负债成本与投资收益率, 我们做出如下关键假设: 1) 国债收益率中枢每年下行 20bp, 到 1%后保持稳定; 2) 新增及再配置资产中, 权益配置比例逐渐提升至 30%; 3) 未来定价外费用将完全消失。考虑保费流入及到期, 资产新增以及再配置, 我们预期 2030 年、2040 年和 2050 年负债成本分别为 2.6%、2.1%和 1.8%, 同期投资收益率分别为 3.4%、3.0%和 2.7%, 由于投资收益率持续高于负债成本。因此, 负债成本与假设相近的头部上市险企, 在谨慎假设下出现利差损的可能性也较低, 对其存量业务应给予估值。

表 4: 模型测算下, 头部险企出现利差损的风险较低

大类	类别	2025E	2026E	2027E	2030E	2040E	2050E
输出	投资收益	3.9%	3.8%	3.7%	3.4%	3.0%	2.7%
	负债成本	2.7%	2.7%	2.7%	2.6%	2.1%	1.8%
新单成本	定价利率	2.3%	2.0%	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%

	定价外费用	0.4%	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	
	死差益	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	
	新单负债成本	2.4%	2.1%	2.0%	1.3%	1.3%	1.3%	
	权益							
	-股票及基金	20%	25%	30%	30%	30%	30%	
	-未上市股权	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
	-长期股权投资	5%	5%	3%	3%	3%	3%	
新增及再配置 资产配置比例	固收	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
	-存款	4%	2%	2%	2%	2%	2%	
	-交易性债券	11%	8%	5%	5%	5%	5%	
	-持有至到期债	50%	50%	50%	50%	50%	50%	
	流动性资产	6%	6%	6%	6%	6%	6%	
	投资性房地产	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
		权益						
		-股票及基金	7.9%	7.8%	7.7%	7.4%	6.4%	6.0%
	-未上市股权	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	
	-长期股权投资	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
新增及再配置 资产收益率	固收							
	-存款	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%	
	-交易性债券	3.2%	3.2%	3.2%	2.0%	2.0%	2.0%	
	-持有至到期债	1.6%	1.4%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	
	流动性资产	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%	
	投资性房地产	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	
	权益	-	-	-	-	-	-	
	-股票及基金	-	-	-	-	-	-	
	-未上市股权	-	-	-	-	-	-	
	-长期股权投资							
资产期限 (年)	固收	6	6	6	6	6	6	
	-存款	-	-	-	-	-	-	
	-交易性债券	12	12	12	12	12	12	
	-持有至到期债	1	1	1	1	1	1	
	流动性资产	-	-	-	-	-	-	
	投资性房地产	-	-	-	-	-	-	
		权益						

资料来源: Wind, 长江证券研究所

借鉴内含价值体系，构建估值的锚。在当前会计准则下，存量保单价值无法完全反应在净资产中，因此对于寿险公司而言，使用 PB 估值可能过于悲观。对于存量业务的估值而言，我们认为使用明确披露投资收益率假设、折现率假设以及相应敏感性的有效业务价值可能是一个比较好的指标。考虑到内含价值体系中的调整净资产通常高于报表体系的净资产，我们可以使用净资产（视情况调整）+有效业务价值（视情况调整）构建一个类似内含价值体系，但更为谨慎和保守的估值水平作为人身险行业估值的锚。

图 18：对于寿险估值体系的思考

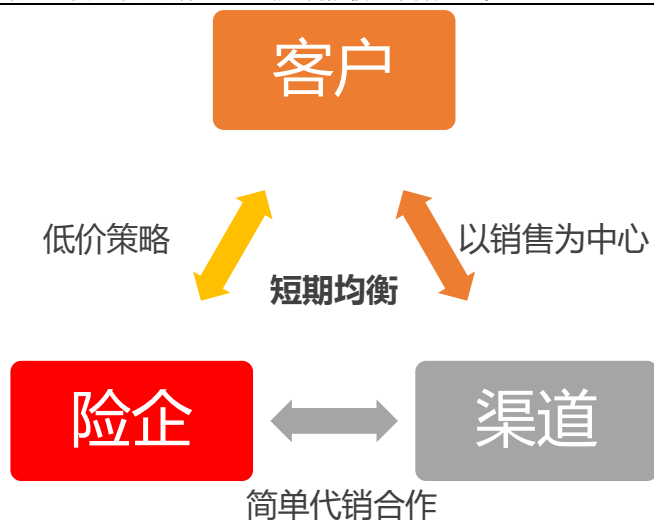


资料来源：长江证券研究所

看好行业格局改善

看好人身险行业集中度加速提升。随着未来预定利率进一步下调，此前中小险企凭借相对激进定价获取市场份额的难度将愈发提高，产品本身设计的合理性以及保险公司可以提供的服务在竞争中的地位将持续提升，生态圈建设更加完备、投研能力更强的头部险企将更易受到市场青睐。同时随着“报行合一”的要求，依靠激进费率换取市场份额的模式行将就木，合规经营的上市险企市场份额将明显改善。

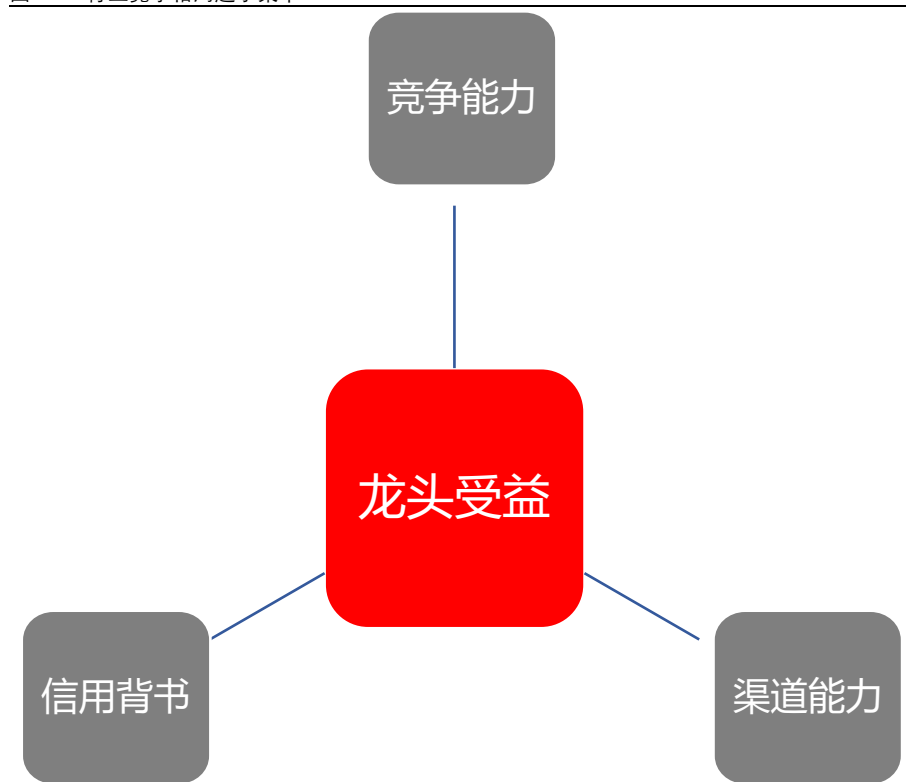
图 19：“报行合一”要求下，银保过去短期均衡的模式不再适应市场



资料来源：长江证券研究所

监管持续强化负债端监管。2025年4月25日，金管总局印发《国家金融监督管理总局关于加强万能型人身保险监管有关事项的通知》，针对万能险产品发展、保障能力、账户管理、资金运用、销售行为等环节提升监管要求。文件明确保险公司可以为万能险最低保证利率设置保证期间，期满后可以合理调整最低保证利率。类似的还有对渠道、销售队伍的监管强化，看好市场行为更加规范，共同推动行业竞争的本质回归产品与服务。利好规范经营的头部险企。

图 20：行业竞争格局趋于集中



资料来源：长江证券研究所

储蓄型发展以及监管强化增强龙头险企竞争能力。储蓄类产品竞争的核心是资产端的收益率，而中小险企在投资收益方面难以再建立优势。首先，此前中小险企通过增配非标资产来增厚利润，但当前非标市场及收益率均有明显萎缩，难以贡献超额利润；其次，在权益类资产配置方面，监管实行分级监管，偿付能力更为充足的龙头险企在资产配置上的空间更为丰厚。此外，龙头险企在投研团队上的优势也可能转化为投资收益率的优势。而投资收益率的优势将逐渐推动市场格局的集中化。

表 5：保险公司权益类资产配置实行分级监管

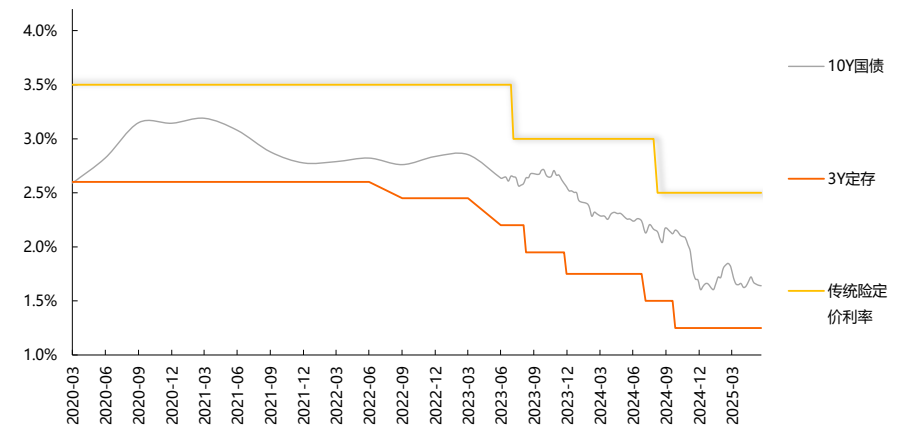
综合偿付能力充足率要求	权益配置上限
[0%,100%)	10%
[100%,150%)	20%
[150%,250%)	30%
[250%,350%)	40%
[350%,+∞)	45%

资料来源：金管总局，长江证券研究所

投资建议：聚焦资产端主线

预期负债端难以拖累估值。虽然后续普通型产品定价利率或将再次下调，但从需求上来看，银行存款等竞品收益率持续下行，且保险产品具备独特的刚兑和保障属性，预期需求仍将维持，负债端难成估值拖累。此外，分红等浮动收益型产品吸引力将有所提升，结合行业对于费用、销售等方面的强监管趋势，负债成本有望持续优化，提升行业未来盈利水平。

图 21：相对存款、国债，当前普通型人身险预定利率仍然具备吸引力



资料来源：公司公告，长江证券研究所

保险行业竞争格局将持续改善。人身险方面，结合此前对于创新驱动行业经营模式变化的判断，龙头险企成本方面的优势将继续扩大；更完备的生态圈建设以及分级监管的趋势之下，赋予了大型保险公司更强的成长能力；同时储蓄险发展的趋势下，龙头险企的投资能力优势将转化为市占率优势。而财险方面，龙头公司在渠道、数据和运营方面的优势正不断转化为成本率上的优势，与行业差距有望持续扩大，利好集中度抬升。

看好资产端修复，驱动保险估值提升。负债端预期需求持续、集中度提升，负债成本持续改善，因此较难成为估值上的拖累。行业主线逻辑来自于政策驱动下，资产端走强有效带动行业估值快速抬升。当前行业配置性价比仍然可观，重点推荐资产端弹性较强的新华保险，以及部分港股的低估值优质标的。

表 6：保险板块重点公司估值表

证券简称	股价 (元)	A/H 折溢价	25P/EV	历史均值	历史最低	历史最高	P/EV 百分位
中国人寿	40.20	137.1%	0.74	0.79	0.52	1.35	41.5%
中国平安	54.74	26.7%	0.66	0.86	0.46	1.44	41.7%
中国太保	35.38	50.9%	0.53	0.61	0.31	1.16	48.2%
新华保险	56.57	56.9%	0.64	0.59	0.28	1.28	64.9%
中国人保	8.52	63.2%	0.96	1.01	0.60	2.51	59.1%

资料来源：Wind，长江证券研究所（估值分位数据为 2018 年以来，股价数据截至 2025 年 6 月 20 日收盘）

风险提示

- 1、相关政策出现较大调整：保险业经营、产品设计及服务均受严格监管，政策大幅变化可能会导致经营逻辑发生显著调整。
- 2、资本市场大幅波动：保险公司持有大量的固收及权益资产，在资本市场大幅波动时会导致公司基本面发生巨大波动。
- 3、测算结论基于大量假设：保险估值等均使用假设进行预测，可能与实际情形存在较大偏差。
- 4、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。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。