资负两端基本面改善趋势明确

相关研究：

1.《推动中长期资金入市，改善险企资产端预期》 2025.01.24
2.《估值驱动主要来自资产端》 2025.06.13

行业评级：增持（维持）

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	5.6	-9.8	-13.6
绝对收益	6.4	2.0	2.1

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师： 郭怡萍
证书编号： S0500523080002
Tel： (8621) 50295327
Email： guoyp@xcsc.com

地址： 上海市浦东新区银城路88号中国人寿金融中心10楼

核心要点：

❑ 产品转型加快，分红险迎来新增长机遇

健康险新规带来分红型健康险发展机遇。近年来，随着监管加强防风险与预定利率下行削弱产品竞争力，人身保险公司积极调整产品策略，分红险成为人身险公司推进战略转型的产品布局方向。时隔二十多年，分红型健康险将重新回到大众视野。国家金融监管总局发布《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，健康险业务增长有望加快。

分红型健康险发展有助于优化险企产品结构和成本结构。相比于价格竞争激烈的纯保障型产品，分红型重疾产品属于“浮动收益+保障型”业务，这类业务有望为保险公司带来新业务价值率提升。分红型重疾险业务开展有赖于代理人渠道销售能力。上市险企中，太保、平安和国寿的个险渠道人均 NBV 较高，太保、平安和人保的个险渠道人均新单保费处于较高水平。

分红型健康险有望提升人身险保费收入稳定性。分红险产品能够应对低利率环境下的利差损风险，同时增强保单收益吸引力，保障类产品开发减少利润来源的不确定性。分红型健康险的推出顺应人身险公司发展形势要求，有望为人身险保费收入增长带来新机遇。

❑ 权益资产配置更加均衡稳健

潜在利差损风险提升权益投资配置重要性，以分红险为代表的浮动收益型产品转型推动险资权益投资发展。保险公司资产配置和风险管理能力是支撑分红险业务可持续发展的根本，分红险复苏很大程度上取决于资本市场表现和保险公司稳定的分红实现记录。保险公司通过优化权益类资产配置策略，弥补资产负债收益缺口。

政策优化险企长期权益投资环境，支持险资进行长期股票投资。一是营造有利的长期权益投资环境，并优化险企考核机制，鼓励保险机构着眼于长期价值投资布局。二是调整偿付能力充足率对应的权益类资产投资比例上限，直接扩大险资权益投资的理论空间。三是推动并进一步扩大保险资金长期股票投资试点范围，为更多机构参与长期股票投资提供平台。此外，在新会计准则全面实施背景下，增持 FVOCI 资产成为新趋势。

保险资金股票投资比例趋于上升，权益配置结构更加多元。今年上半年，保险资金股票、基金与长期股权投资规模合计提升超 9000 亿元，其中，股票与长期股权投资增长较快。随着去年以来长期股票投资试点扩容，参与试点投资的险企长期股权投资趋于增长。险企股票投资占比均远高于基金投资占比，行业普遍采取积极主动的股票投资策略。险资 OCI 账户资产比重有望持续提升，并寻求更多长期股权投资机会。从权益配置方向上看，有望延续以具有稳健 ROE、高股息的价值股作为底仓，增强组合投资的稳健性。同时，随着经济新旧动能切换，新兴产业投资对投资组合业绩的贡献也将进一步提升。

❑ 基本面持续改善，投资价值稳步提升

自 2024 年下半年以来，保险股市场表现优异，主要由于资产端改善预期持续推动保险股估值修复。在险企负债端，近年来在监管部门的引导下，保险公司产品定价具有动态预定利率调整机制作为引导，“报行合一”等降费行动持续推进，为优化产品成本打下坚实基础。**当前险企资产端业绩弹性增强，投资利好政策持续出台，负债端不断推进产品转型进程，巩固保费收入与降低成本，保险股基本面有望持续好转，推动股票投资价值提升。**

❑ 投资建议

今年以来，险企基本面改善预期持续加强。在资产端，资本市场稳市预期不断巩固，长期股票投资试点扩容，险企权益资产配置更加多元化与均衡化，投资业绩改善预期驱动保险股估值修复。在负债端，预定利率动态调整机制建立与“报行合一”等监管政策实施，推动险企实现降本降费，而分红险等产品转型加快缓解资产负债久期错配压力，有效降低整体利差损风险。险企基本面持续改善有望推动投资价值稳步提升。

建议关注资产负债管理能力优、分红险转型加快、投资业绩弹性大的寿险公司，以及保险业绩稳健且受益于行业降本增效的头部财险公司，推荐中国财险、中国人保等，维持行业“增持”评级。

❑ 风险提示

行业监管政策收紧，保费收入增长不及预期；资本市场波动导致投资业绩表现不及预期，利差损风险扩大。

正文目录

1 产品转型加快，分红险迎来新增长机遇.....2
1.1 分红型健康险迎来新发展机遇.....2
1.2 新业务有望优化产品结构与成本结构.....4
1.3 充分利用代理人优势开展新业务.....6
2 权益资产配置更加均衡稳健.....8
2.1 推动权益投资，应对利差损风险.....8
2.2 政策优化险企长期权益投资环境.....10
2.3 险企权益投资更加均衡稳健.....12
3 基本面持续改善，投资价值稳步提升.....16
3.1 资产端改善预期驱动估值修复.....16
3.2 降利降费推进，产品转型加快.....17
4 投资建议.....18
5 风险提示.....19

图表目录

图 1 人身险产品类型及定价特征.....3
图 2 人身险与健康险保费收入增速（单位：%）.....4
图 3 人身险盈利模式.....5
图 4 分红险收益来源于“三差”.....5
图 5 2024 年上市险企个险人均新业务价值.....6
图 6 2024 年上市险企个险人均新单保费.....7
图 7 健康险保费占比.....7
图 8 上市险企代理人数量（单位：千人）.....8
图 9 当预期收益为 2%时所需分红实现率较低.....9
图 10 上市险企净资产收益率与总投资收益率.....9
图 11 险企执行新金融工具前后 FVTPL 资产占比.....12
图 12 2025H1 险企 OCI 股票投资比重.....12
图 13 保险资金股票投资与基金投资增量占比.....13
图 14 2025H1 上市险企权益投资按投资对象分类占比.....14
图 15 2025H1 上市险企权益投资按会计核算方法分类占比.....14
图 16 2025H1 保险公司重仓股行业分布.....15
图 17 30 年国债到期收益率企稳（单位：%）.....16
图 18 上市险企 PEV 均值.....17
图 19 上市险企 PB-股息率.....18

表 1 重疾险发展历程.....3
表 2 政策推动优化权益投资环境.....11

1 产品转型加快，分红险迎来新增长机遇

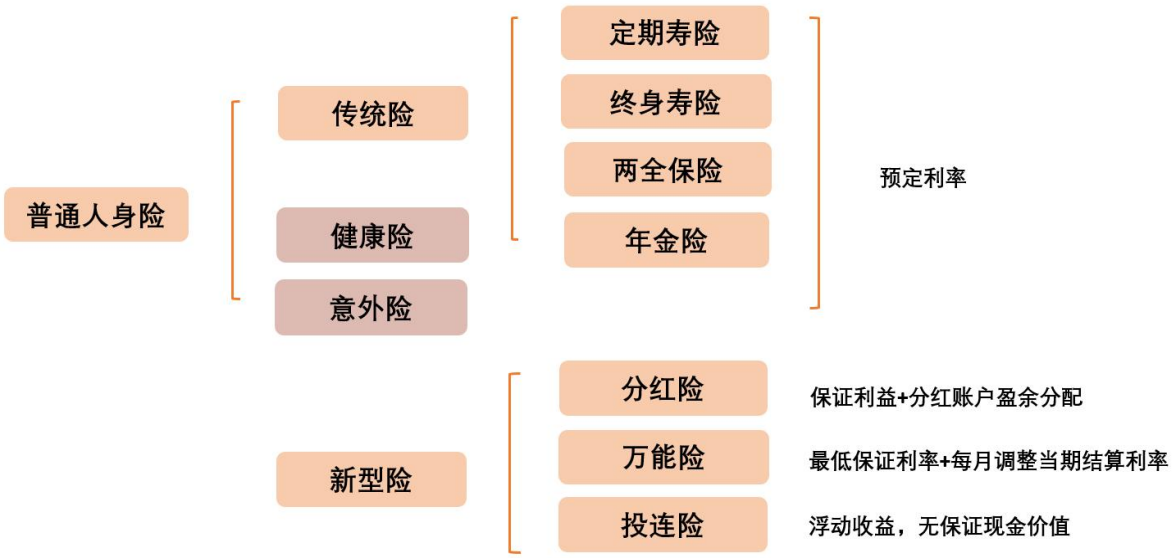
1.1 分红型健康险迎来新发展机遇

近年来，随着监管加强防风险与预定利率下行削弱产品竞争力，人身保险公司积极调整产品策略，分红险成为人身险公司推进战略转型的产品布局方向。首先，监管注意到储蓄险可能存在较大的“利差损”风险，多次发文规范并限制部分激进产品的销售，使这类产品的绝对收益优势减弱。监管导向倾向于引导行业从“保本保收益”的储蓄模式，转向真正体现保险长期保障和风险管理的模式。其次，随着预定利率下调，主要保险产品保证部分收益降低，保险公司重新推动“保证+浮动”模式的分红险，将其作为客户资产配置中博取更高潜在收益的选择。再者，监管部门通过“报行合一”严控销售费用，促使保险公司转向销售更具价值、更能平衡长期利益的产品，而非单纯依赖高费用推动的同质化产品。

时隔二十多年，分红型健康险将重新回到大众视野。2025 年 10 月，国家金融监管总局发布《关于推动健康保险高质量发展的指导意见》（以下简称《意见》），提出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。2003 年原保监会发布《关于印发人身保险新型产品精算规定的通知》，保险公司不得将除终身寿险、两全保险或年金保险以外的其他产品形式设计为分红保险，从而将健康险排除在分红险形式范围之外。近年来，健康险经营经验数据积累与分红险精算规则的持续完善，为分红型健康险的推出铺平道路。

人身险公司的健康险业务占比有待提升。2025 年 1-8 月，人身险公司实现原保险保费收入 3.80 万亿元，其中，健康险业务收入为 7598 亿元，而在健康险四大险种中，重疾险一度占据主导地位。近年来受预定利率下调及重疾险价格攀升等影响，重疾险在健康险中的份额已经下降。随着分红型健康险重新面世，健康险业务增长有望加快。

图 1 人身险产品类型及定价特征



资料来源：国家金融监管总局，湘财证券研究所整理

从重疾险发展历程来看，伴随着代理人队伍的扩张与流失，重疾险经历了从高增长阶段到低迷期的过程。在原分红型重疾产品全面停售后，市场主要销售纯保障型重疾险产品。2013 年预定利率调高之后，重疾险进入一段时间的高增长期，但在 2019 年左右，重疾险销售增速快速回落，同期人身险公司个险营销员数量开始下滑。2023 年以来，随着预定利率连续下调，重疾险价格显著提高，重疾险保障杠杆降低弱化吸引力，保单销售步入低迷期。

表 1 重疾险发展历程

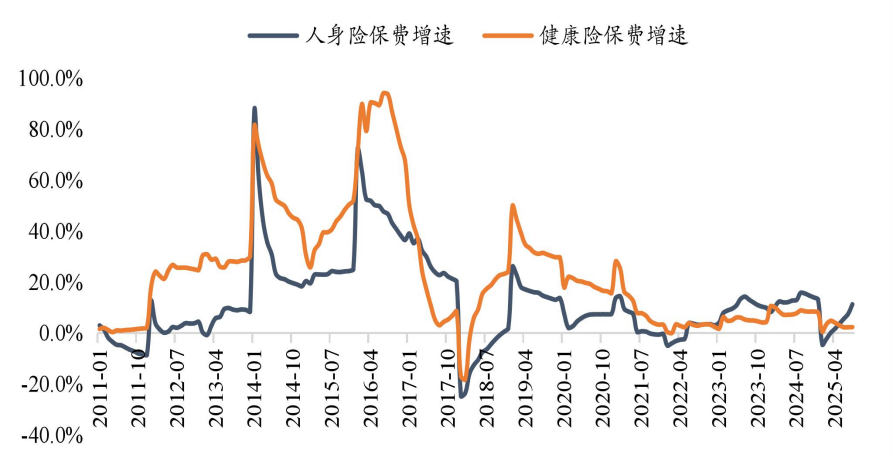
	发展情况
2003~2013	原保监会规定不得将健康险产品形式设计为分红保险，步入纯保障重疾险销售阶段
2013~2020	2013 年预定利率调高后，重疾险进入一段高增长期，但 2019 年重疾险销售增速开始显著下行
2021 年至今	受短期医疗险冲击，2021 年重疾险保费收入开始出现同比下滑。2023 年至今，随着传统险预定利率从下降，重疾价格攀升拖累保单销售

资料来源：国家金融监管总局、证券日报、共研产业咨询、湘财证券研究所

1.2 新业务有望优化产品结构与成本结构

重疾险销售出现疲态之后，人身险行业保费收入、新业务价值及盈利能力受到一定程度的拖累。近五年健康险保费收入复合增速为 5.2%，同期，人身险保费收入复合增速为 8.7%。期间，在资管新规打破“刚性兑付”的背景下，储蓄险凭借其确定性优势受到客户青睐，如增额终身寿险、年金险搭配万能账户等成为寿险公司标配和“开门红”主力，银保渠道和代理人渠道都将其作为高价值主推产品，寿险成为人身险增长的主要贡献项。

图 2 人身险与健康险保费收入增速

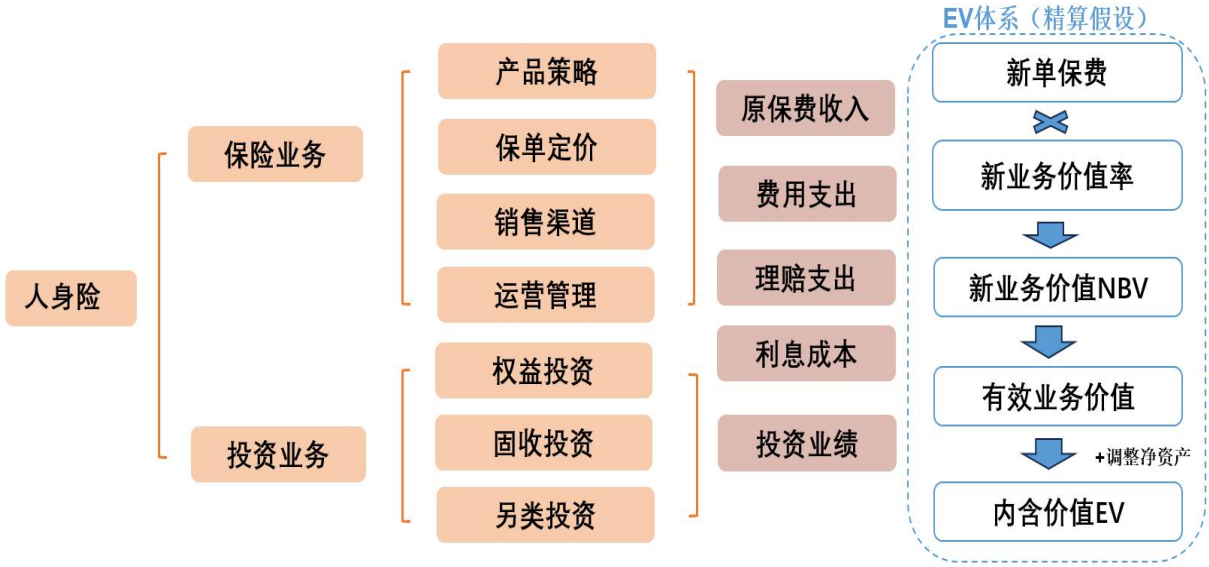


资料来源：Wind、湘财证券研究所

分红型重疾险发展有助于优化险企产品结构和成本结构。在健康险新规下，分红型重疾险新产品上市后有望形成保单销售热点。分红型重疾险既能为客户提供疾病时的经济补偿，潜在分红又能为投保人提供了一个抵御通胀、提升保额的工具，有助于提高保障类产品吸引力与客户粘性，吸引存量客户和寻求“保障+增值”的新客户，推动首年保费增长，提升保险公司保障型保单规模比重，从而优化产品结构。

同时，推进分红型重疾险发展有助于优化健康保险成本结构。相比于价格竞争激烈的纯保障型产品，分红型重疾产品属于“浮动收益+保障型”业务，这类业务有望为保险公司带来新业务价值率提升。

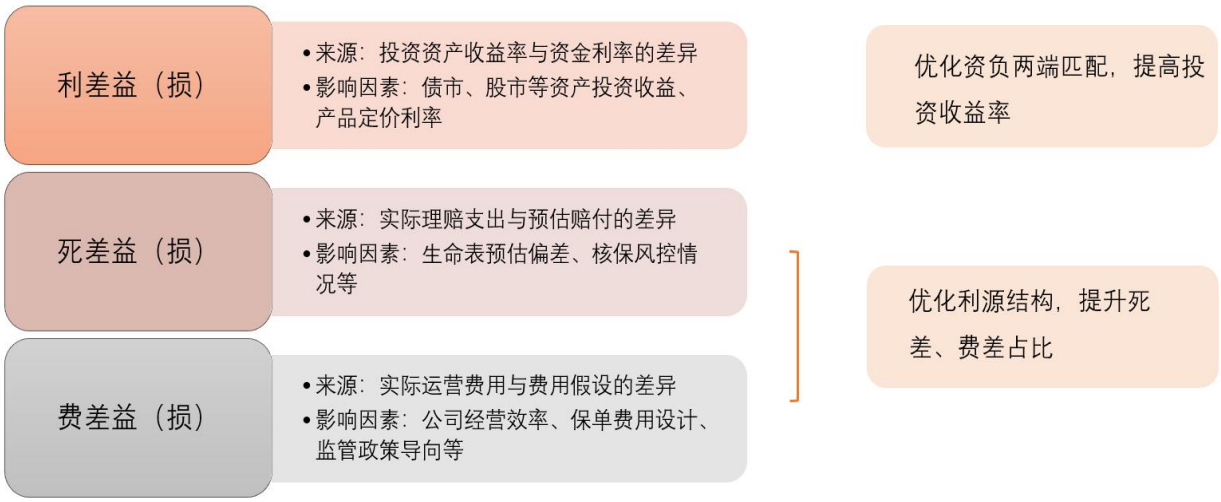
图 3 人身险盈利模式



资料来源：中国人寿公司财报、湘财证券研究所整理

分红元素增加产品的差异性，使得投资能力优异的险企更具销售优势。分红险收益来源于实际经营与预期的差额，而未来投资市场、发生率、费用率都是不确定的，因此分红具有不确定性。为了保持分红稳定性，避免收益大起大落，保险公司建立“分红特别储备”，在市场好的年份留存部分收益，在市场差的年份用储备来补贴分红，使客户能获得相对稳定的分红体验。因此，购买分红险注重的是保险公司的长期投资能力和风控运营能力，投资表现是导致超额收益波动的主要因素。

图 4 分红险收益来源于“三差”



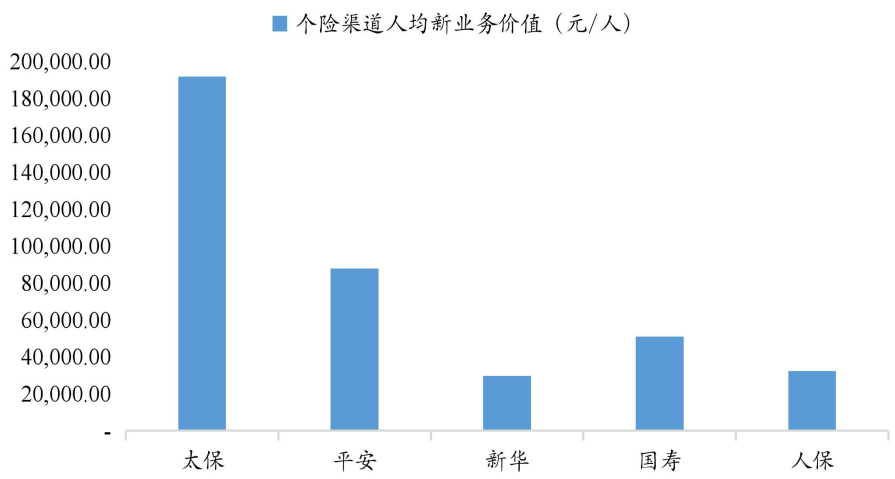
资料来源：新华网、经济日报、湘财证券研究所整理

1.3 充分利用代理人优势开展新业务

分红型重疾险业务开展有赖于代理人渠道销售能力。本次《意见》提出“监管评级良好的保险公司”可开展分红型重疾险业务。“监管评级良好”的具体标准未明确，上市保险公司作为行业头部公司应能够达到监管评级要求。重疾险因涉及保障范围、赔付标准、缴费方式及现金价值等多维度条款，结构复杂，致使消费者面临较高的认知门槛。在此背景下，保险代理人的价值得以凸显，代理人将晦涩的合同文本转化为生动的实际案例，并提供专业的保障规划，能够有效降低客户的理解难度，为其精准配置合适的产品方案。

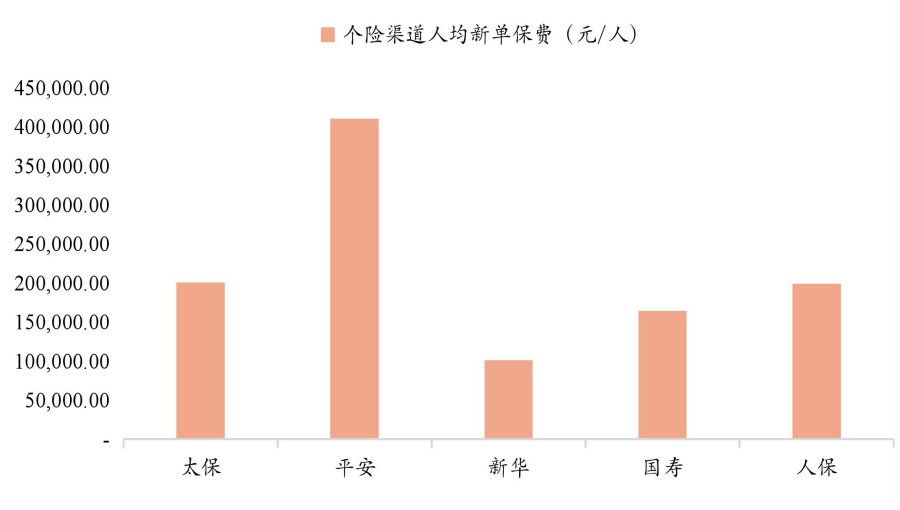
分红型重疾险的发展有望为具有渠道优势的保险公司带来更高的保费增长机遇。从 2024 年全年数据来看，太保、平安和国寿的个险渠道人均新业务价值较高，太保、平安和人保的个险渠道人均新单保费处于较高水平。

图 5 2024 年上市险企个险人均新业务价值



资料来源：Wind、公司财报、湘财证券研究所，平安新业务价值根据 2023 年假设计算

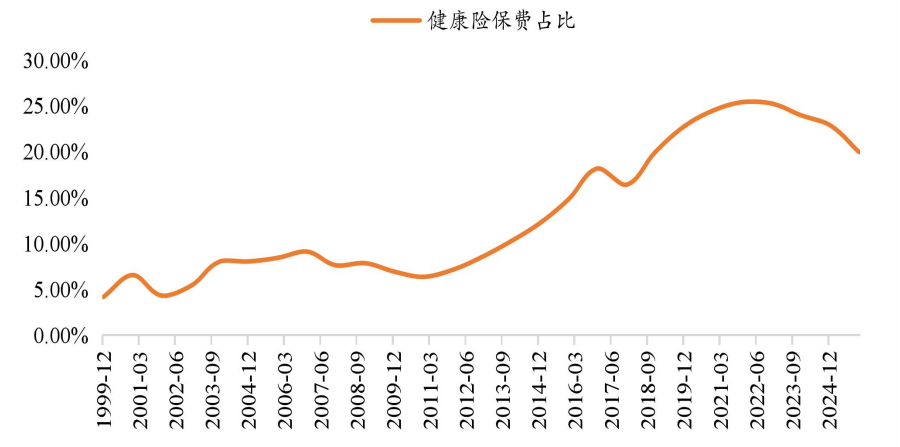
图 6 2024 年上市险企个险人均新单保费



资料来源：Wind、公司财报、湘财证券研究所

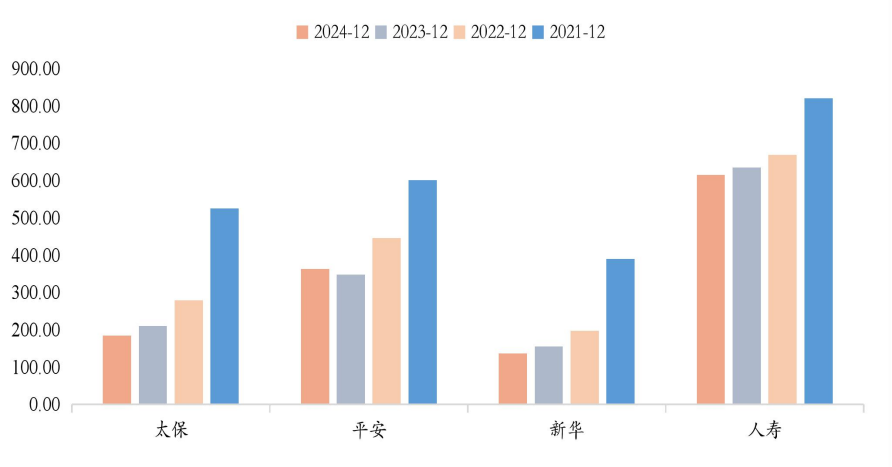
综上所述，保险公司通过大力发展具有浮动收益的分红险产品，减少具有刚性成本的储蓄险产品占比，来应对低利率环境下的利差损风险。同时，保险公司更加注重利源多元化，推动保障类产品开发以减少利润来源的不确定性。分红型健康险的推出顺应人身险公司发展形势要求，有望为人身险保费收入增长带来新机遇。2024 年，健康险保费收入在人身险中占比为 22.9%，**健康险新产品推出有望提升健康险保费收入占比，从而稳定人身险公司负债端收入。**

图 7 健康险保费占比



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 8 上市险企代理人数量（单位：千人）



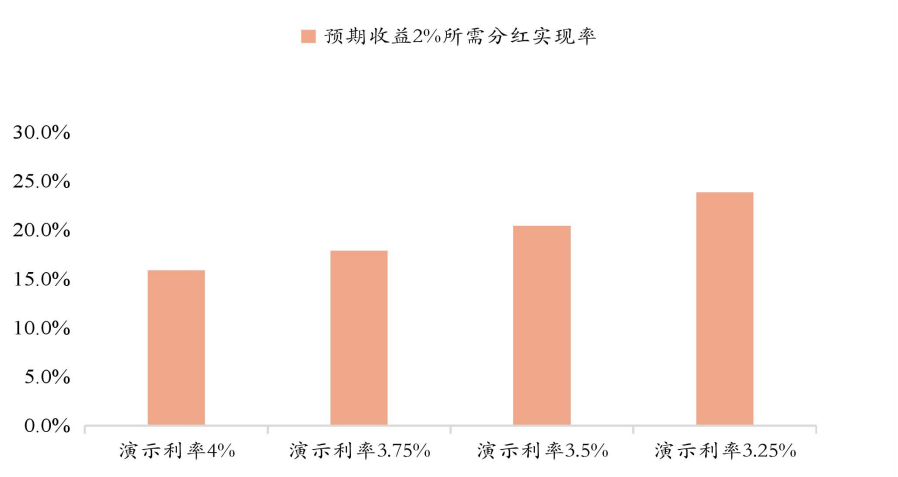
资料来源：Wind、湘财证券研究所

2 权益资产配置更加均衡稳健

2.1 推动权益投资，应对利差损风险

以分红险为代表的浮动收益型产品转型推动险资权益投资发展。保险公司资产配置和风险管理能力是支撑分红险业务可持续发展的根本。分红险复苏很大程度上取决于资本市场的表现和保险公司稳定的分红实现记录。若能持续实现稳健分红，将建立市场口碑，带来稳定的续期保费和新单增长。在分红险预定利率为 1.75%、演示利率为 3.5%的情况下，只要红利实现率超过 21%，分红险实际收益就能够超出普通型人身险收益。因此，在低利率环境中，具有更高潜在收益的分红险对投资者的吸引力较强。

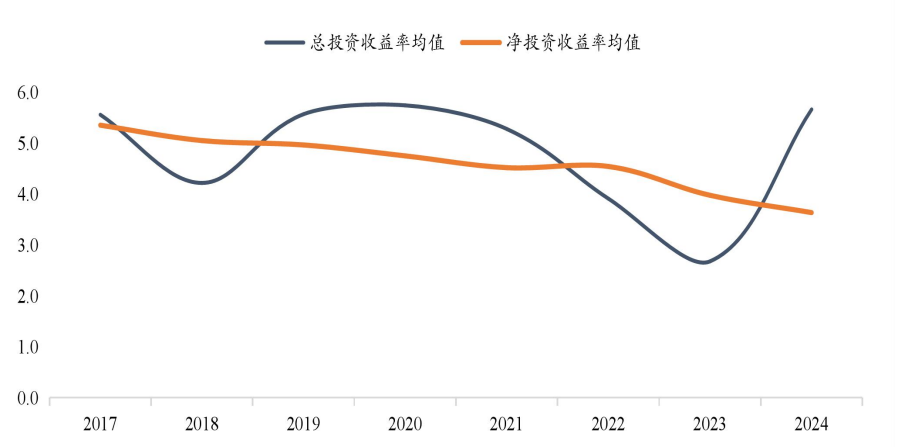
图 9 当预期收益为 2%时所需分红实现率较低



资料来源：中国银行保险报网、湘财证券研究所测算

潜在利差损风险提升权益投资配置重要性。从近三年投资表现来看，上市保险公司平均净投资收益率和平均总投资收益率均能满足当前长期投资收益率假设要求。为应对未来潜在的利差损风险，除了调整产品策略之外，保险公司还积极调整其投资策略，核心方向是通过提升具有高收益潜力的资产配置比重，覆盖前期较高的负债成本。

图 10 上市险企净资产收益率与总投资收益率（单位：%）



资料来源：Wind、公司财报、湘财证券研究所

保险公司通过优化权益类资产配置策略，弥补资产负债收益缺口。近年来，在利率中枢下行、优质固收资产稀缺的背景下，权益资产作为提升投资组合收益与对抗长期通胀的重要工具，其战略地位日益突出。险企倾向于提升权益类资产的配置比例，增强投资组合的整体回报率，从而弥补低利率环境带来的收益缺口。

2.2 政策优化险企长期权益投资环境

保险行业立足自身长期资金属性，遵循资产负债匹配管理的核心原则，自上而下系统优化权益类资产配置框架与投资策略。一方面，发挥保险资金规模大、期限长的优势，开展跨周期、价值型布局，重点配置符合国家战略导向、具备持续盈利能力和稳定分红的核心资产。另一方面，根据新会计准则实施影响，平衡收益波动与资本回报，通过策略选择与工具运用，平滑公允价值变动对当期利润的冲击，在有效管控风险的前提下，提升权益投资确定性与长期回报水平。

今年以来，监管部门出台系列政策优化权益投资环境，支持险资进行长期股票投资。

一是营造有利的长期权益投资环境。从国家层面明确要求并引导保险资金等中长期资金加大权益投资力度，并优化险企考核机制，对国有保险公司全面实行三年以上的长周期考核，鼓励保险机构着眼于长期价值投资布局。

二是调整偿付能力充足率对应的权益类资产投资比例上限，直接扩大险资权益投资的理论空间，降低资本消耗。这意味着在偿付能力监管体系下，持有相同规模的股票所需占用的资本金减少，直接提升了保险资金投资股票的意愿和能力。

三是推动并进一步扩大保险资金长期股票投资试点范围，为更多机构参与长期股票投资提供平台。目前共有三批保险资金长期股票投资试点落地，试点金额合计达 2220 亿元，参与机构包括大型保险公司和中小保险公司。通过参与长期股票投资试点，险企设立私募股权投资基金，将更多资产进行长期投资配置，能够减缓投资业绩波动对公司盈利的影响。

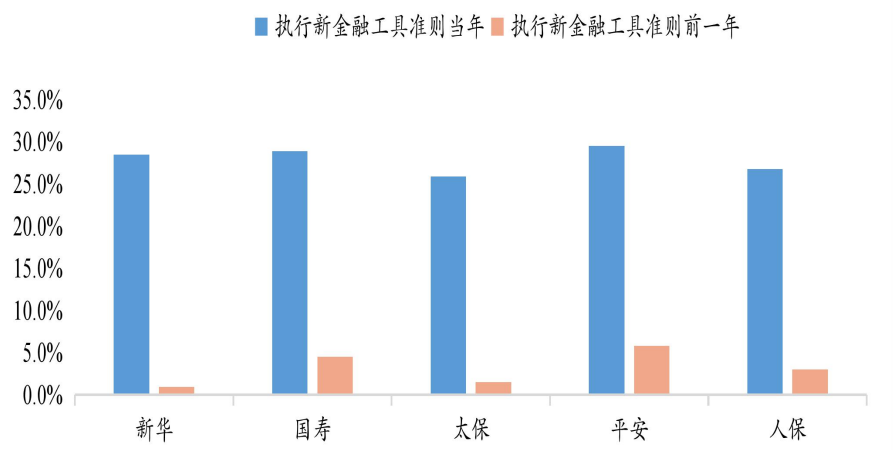
表 2 政策推动优化权益投资环境

	主要内容
2025 年 7 月	财政部印发《关于引导保险资金长期稳健投资 进一步加强国有商业保险公司长周期考核的通知》，经营效益类指标的“净资产收益率”调整为“当年度指标+3 年周期指标+5 年周期指标”相结合的考核方式。当年净资产收益率权重为 30%；3 年周期净资产收益率权重为 50%；5 年周期净资产收益率权重为 20%
2025 年 6 月	保险资金长期股票投资改革试点金额增至 2220 亿元
2025 年 4 月	金融监管总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，调整部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例
2025 年 1 月	多部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，引导保险资金加大中长期权益投资力度，力争将新增保费的 30%用于投资股市，对国有保险公司全面实行三年以上的长周期考核，推动保险资金长期股票投资试点落地

资料来源：中国政府网、财政部、证券时报网、湘财证券研究所

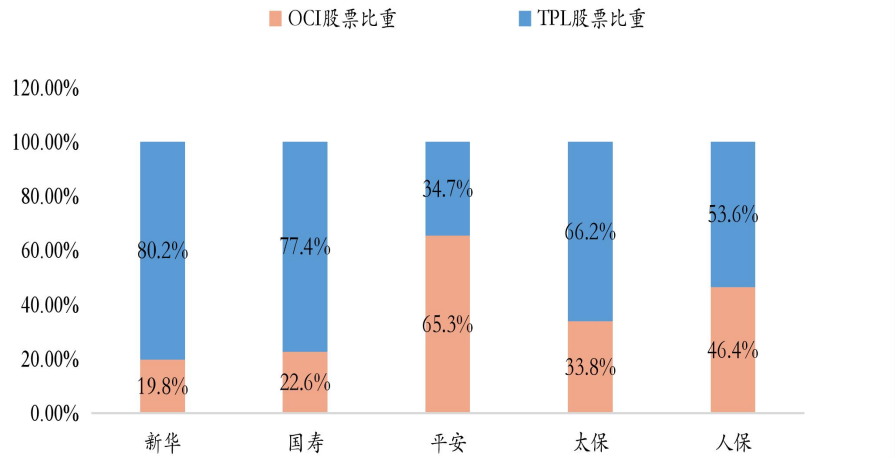
此外，险企新会计准则全面实施导向长期稳健的权益投资。监管层已推动全行业实施新金融工具准则（IFRS 9）和保险合同准则（IFRS 17）。由于更多权益资产被分类为以公允价值计量且其变动计入当期损益（FVTPL），投资市场波动对利润表的影响更加显著。险企权益配置策略的目标之一是降低投资收益和净利润的波动性，因此，机构增持 FVOCI 权益资产成为新趋势。截至 2025H1，上市险企的 OCI 账户股票配置占比已经超过 40%。

图 11 险企执行新金融工具前后 FVTPL 资产比重



资料来源：Wind、公司财报、湘财证券研究所

图 12 2025H1 险企 OCI 股票投资比重

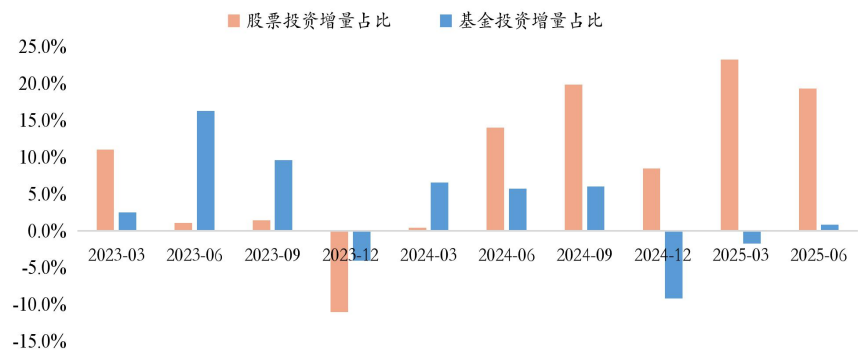


资料来源：Wind、公司财报、湘财证券研究所

2.3 险企权益投资更加均衡稳健

在多方面因素推动权益投资的背景之下，保险资金股票投资比例趋于上升。截至 2025 年 6 月，保险资金运用余额为 36.23 万亿元，同比增长 17.4%，其中股票投资 3.07 万亿，基金投资 1.66 万亿元，保险资金投资股票和基金的比重分别为 8.5%和 4.6%，另有 7.6%投资于长期股权。其中，股票投资占比较年初提升 1.2 个百分点。

图 13 保险资金股票投资与基金投资增量占比

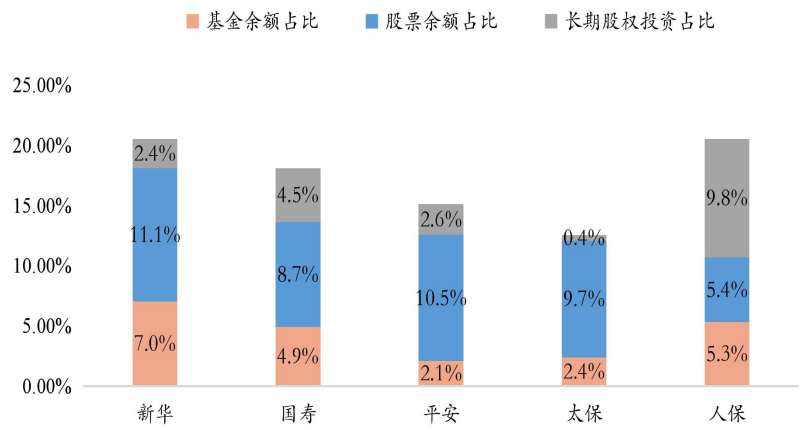


资料来源：Wind、湘财证券研究所

从增量投资来看，今年上半年，保险资金股票、基金与长期股权投资规模合计提升超 9000 亿元，其中，股票与长期股权投资增长较快。保险资金增持股票资产，目的是为了提高对投资资产的控制力以及匹配长期负债和利润管理需求。长期股权投资通常是对联营或合营企业的投资，同时，长期股票投资试点支持保险资金加大股权投资。随着去年以来长期股票投资试点扩容，参与试点投资的险企长期股权投资趋于增长。险企通过设立私募股权投资基金进行投资，能够优化保险资金长期资产配置。

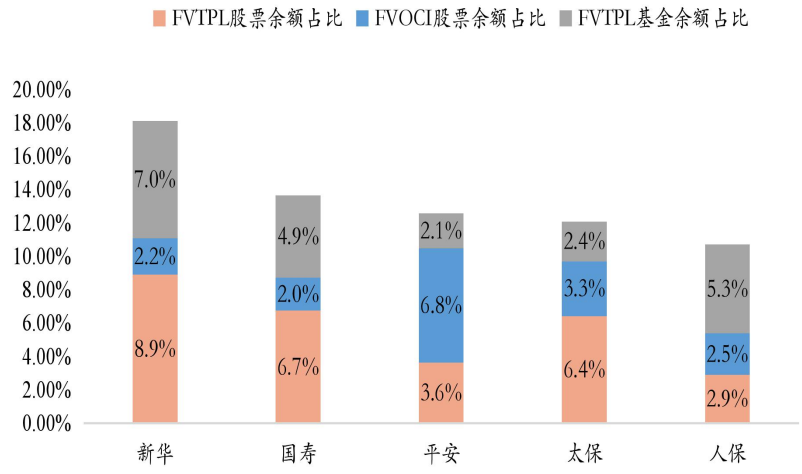
险企股票投资占比均远高于基金投资占比，行业普遍采取积极主动的股票投资策略。从上市保险公司权益投资结构来看，基金投资在总投资资产中的占比普遍不高，除新华保险和人保外，其他三家基金投资占比均在 5%以下。当前，股票投资是权益配置的绝对主力，各家险企股票占比均远高于其基金占比，这表明行业普遍采取积极主动的股票投资策略，以追求更高的投资回报。

图 14 2025H1 上市险企权益投资按投资对象分类占比



资料来源：Wind、公司财报、湘财证券研究所

图 15 2025H1 上市险企权益投资按会计核算方法分类占比



资料来源：Wind、公司财报、湘财证券研究所

随着资本市场信心提升，以及产品端分红险等浮动收益产品占比增加，股票仍将是后续保险机构重点投资资产。在权益资产内部配置来看，适合长期投资的价值股受到重视，如公用事业、通信、银行等行业具有相对稳定的资本回报率，是长期投资的良好标的。其中，高股息股票不仅能提供稳定的分红收益，增强投资组合的现金流，还具备潜在的资本增值收益，实现“股息+增长”的双重收益来源，更为有效地对冲利差损风险。险企对高股息股的配置倾向体现在 OCI 账户配置加强。

从险资重仓持股情况来看，银行、公用事业等行业为持仓重点。截至 2025 年上半年末，剔除国寿集团对中国人寿、平安集团对平安银行持股，保险公司重仓银行股的市值超 3215 亿元，占重仓股市值比例近五成，比年初增加 2.7 个百分点，其次是公用事业板块重仓比例 7.1%，交通运输板块重仓比例 6.4%。在险资加大权益配置规模的过程中，价值股持续受青睐，银行、交运、电信、机械、有色等行业迎来资金增配。

图 16 2025H1 保险公司重仓股行业分布

行业	持仓市值(万元)	持仓比例
银行	32151532	49.5%
公用事业 II	4631910	7.1%
交通运输	4153413	6.4%
电信服务	3067120	4.7%
硬件设备	2063342	3.2%
电气设备	2011921	3.1%
有色金属	1589703	2.4%
房地产 II	1449402	2.2%
化工	1279292	2.0%
食品饮料	1203251	1.9%
机械	1052752	1.6%
汽车与零配件	1052276	1.6%
医药生物	984755	1.5%
煤炭 II	912463	1.4%
传媒	910954	1.4%
建筑	887951	1.4%
医疗设备与服务	721430	1.1%
软件服务	658538	1.0%
建材 II	605285	0.9%
家电 II	442040	0.7%
钢铁 II	393795	0.6%
半导体	388806	0.6%
日常消费零售	386665	0.6%
石油石化	292391	0.5%
环保 II	270615	0.4%
非银金融	236205	0.4%
工业贸易与综合	226679	0.3%
企业服务	191756	0.3%
耐用消费品	152497	0.2%
国防军工	131917	0.2%
造纸与包装	129177	0.2%
纺织服装 II	104967	0.2%
可选消费零售	64828	0.1%
消费者服务	58489	0.1%
家庭用品	30271	0.0%
总计	64888388	100.0%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

总之，在利差损风险管理推动及行业投资政策支持下，保险公司权益资产配置加强，配置结构更加均衡，扩大投资组合潜在业绩空间。新会计准则实施后，险企资产端收益具有更强的波动性，因此，均衡稳健的权益投资是险企资产配置核心所在，险资 OCI 账户资产比重有望持续提升，并寻求更多的长期股权投资机会。从权益配置方向上看，有望延续以具有稳健 ROE、高股息的价值股作为底仓，增强组合投资的稳健性。同时，随着经济新旧动能切换，新兴产业投资对投资组合业绩的贡献也将进一步提升。

3 基本面持续改善，投资价值稳步提升

3.1 资产端改善预期驱动估值修复

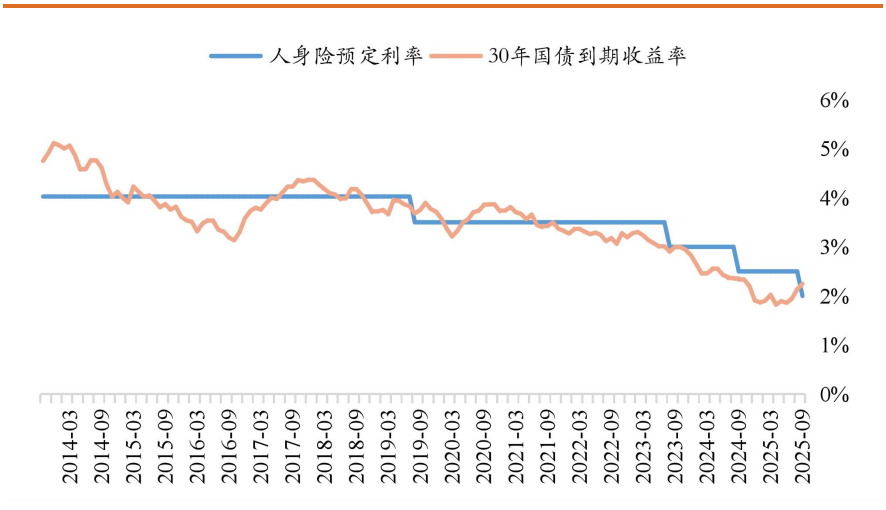
自 2024 年下半年以来，保险股市场表现优异，兼具绝对收益和相对收益，主要由于资产端改善预期持续推动保险股估值修复。

一方面，2024 年以来，随着资本市场稳市力度加大，在宽松货币政策、充足流动性支持下资本市场预期改善，险企估值随之提升。同时，去年以来，险资持续加大股票投资力度，资产端权益资产比重加大，在“慢牛”环境中有望持续增厚险企权益投资收益。

另一方面，长期股票投资试点进一步扩容，保险公司积极参与试点投资，推动短期交易转向长期权益资产配置，资产投向主要包括价值型、战略性与新兴产业投资。保险公司权益资产配置结构趋于多元与均衡化，扩大投资组合潜在业绩空间。

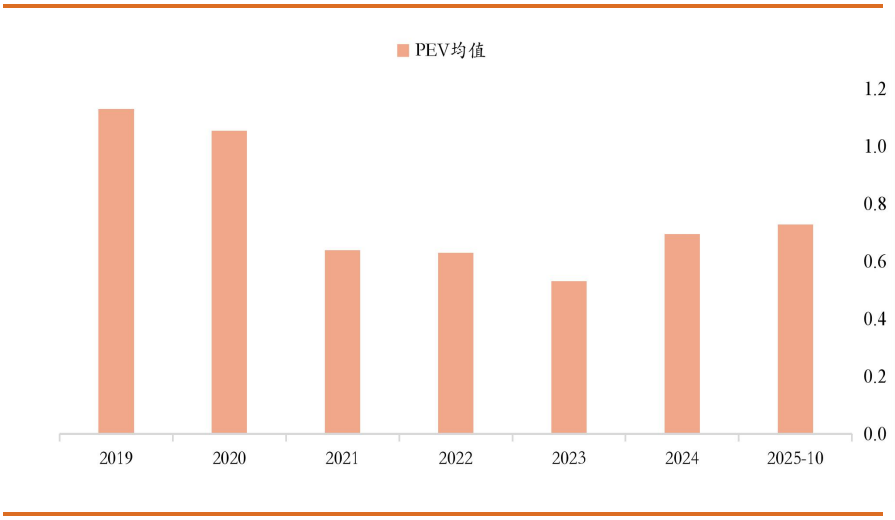
此外，今年以来长端利率保持企稳态势，由于保险公司仍然存在资产负债久期缺口，利率企稳有助于减少保险公司利差损风险。利差损风险是一直以来压制保险股估值的主要因素之一，若利率趋于下行，险企内含价值也将随之下降。2024 年以来，由于对内含价值的预期逐渐趋稳，险企 PEV 估值水平趋于改善。

图 17 30 年国债到期收益率企稳



资料来源：中国银行保险报、Wind、湘财证券研究所

图 18 上市险企 PEV 均值



资料来源：Wind、湘财证券研究所

3.2 降利降费推进，产品转型加快

在险企负债端，近年来在监管部门的引导下，保险公司产品定价具有动态预定利率调整机制作为引导，“报行合一”等降费行动持续推进，为优化产品成本打下坚实基础。

一方面，银保渠道“报行合一”要求降低佣金费率，显著提升新业务价值率，银保渠道成为险企业务发力方向，今年银保渠道保费收入增长较快，对内含价值的贡献有望继续扩大。此外，非车险“报行合一”推进也有望降低非车险运营费用，提升财险产品盈利能力，实现非车险扭亏为盈。

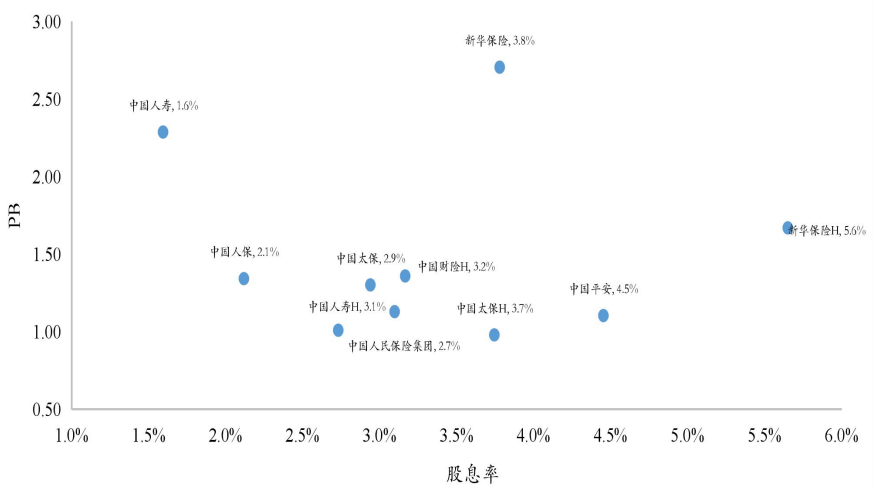
另一方面，今年以来，预定利率动态调整机制出台为引导人身险公司及时调整产品利率建立基础，预定利率紧密关联市场利率，能够提高产品定价调整的合理性和及时性，有效减少险企利差损风险。

此外，为应对潜在利差损风险，今年以来险企分红险转型进程加快，头部险企分红险转型推进成效显著，寿险新保保费收入中分红险份额有效提升。以分红险为代表的浮动收益型产品份额扩大，将促进保险公司减少利差损干扰，保持业绩和净资产持续稳定。近期健康险新规出台，分红型重疾险等产品重新面世有望带动健康险保费收入增速企稳，险企负债端收入稳定性进一步提升。

同时，分红险份额提升允许险企在资产端提高风险资产占比，增加交易类股票、基金等权益资产投资，在市场“慢牛”环境中，投资业绩对公司盈利的贡献有望进一步加大。

总之，当前险企资产端业绩弹性增强，利好政策持续出台，负债端不断推进产品转型进程，巩固保费收入与降低成本，保险股基本面有望持续好转，推动股票投资价值提升。保险股作为“高股息+弹性”标的，有望持续吸引配置资金流入。

图 19 上市险企 PB-股息率



资料来源：Wind、湘财证券研究所，截至 2025 年 10 月 17 日

4 投资建议

今年以来，险企基本面改善预期持续加强。在资产端，资本市场稳市预期不断巩固，长期股票投资试点扩容，险企权益资产配置更加多元化与均衡化，投资业绩改善预期驱动保险股估值修复。在负债端，预定利率动态调整机制建立与“报行合一”等监管政策实施，推动险企实现降本降费，而分红险等产品转型加快缓解资产负债久期错配压力，有效降低整体利差损风险。险企基本面持续改善有望推动投资价值稳步提升。

建议关注资产负债管理能力优、分红险转型加快、投资业绩弹性大的寿险公司，以及保险业绩稳健且受益于行业降本增效的头部财险公司，推荐中国财险、中国人保等，维持行业“增持”评级。

5 风险提示

行业监管政策收紧，保费收入增长不及预期；资本市场波动导致投资业绩表现不及预期，利差损风险扩大。

分析师声明

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性： 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。