



行业研究 | 深度报告 | 保险 II

慢牛新周期，保险如何估值？——保险行业 2026 年度投资策略

报告要点

短期视角下，投资收益率是估值的主导因素，资产配置比例是投资收益率的决定性因素。中长期视角下，受益于政策与市场变化，保险资产端与负债端的利差有望提升，结合行业中长期空间充足，ROE 有望持续改善。个股层面，推荐中国人寿、新华保险、中国平安、中国人保等优质标的。

分析师及联系人



吴一凡

SAC: S0490519080007

SFC: BUV596



谢宇尘

SAC: S0490521020001

保险 II

2025-12-18

慢牛新周期，保险如何估值？——保险行业 2026 年度投资策略

行业研究 | 深度报告

投资评级 看好 | 维持

回顾 2025：基本持平大盘

中国平安、新华保险、中国人保跑赢大盘。2025 年 1-11 月，沪深 300 上涨 15%，长江保险指数上涨 14.5%，跑输大盘 0.6 个百分点。个股方面，A 股中国平安、新华保险和中国人保跑赢大盘。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，资产端权益市场表现突出，带动总投资收益表现良好。

此前对于负债成本改善、行业增配权益、保险需求持续的判断均得到印证。1) 中报数据验证负债成本持续压降；2) 截止三季度末，人身险行业股票、基金敞口分别相对年初增加 2.5pct、0.3pct；3) 截止三季度末，人身险行业资金运用余额相对年初规模增加 3.8 万亿；4) 前三季度 A 股上市险企保费市占率同比提升 3.4pct。

保险投资收益率中枢在哪

决定险企投资收益率最主要的因素是资产配置。截止 2025 年三季度，上市险企总投资资产超过 20 万亿元，因此做出投资能力无显著且持续阿尔法，投资收益率主要受资产配置影响的推论。标准化资产分类并结合各类收益率中枢的历史数据验证，这一推论相对可靠。此外，即便在极端低利率情景下，其收益率仍可保持在 2% 以上，另一维度证明上市险企利差损风险极小。

保险板块究竟如何定价

近十年数据来看，投资收益率的预期就是保险行业估值的锚。在保险股的投资分析框架中，我们认为估值的短周期影响因子仍是利差预期，而由于负债成本率在短期变化浮动较小，因此短周期估值最主要的影响因素是投资收益率。借鉴 EV 体系，结合对保险投资收益率预测构建绝对估值模型，验证来看估值的拐点、趋势与实际市值的变化基本一致。意味着可以在给定未来大类资产收益率和配置比例的情况下，量化保险板块估值提升的空间。

“存款搬家”至保险逻辑顺畅

预期保险 2026 年需求仍将维持较高水平。一方面，2026 年将有大量定存及理财到期。另一方面，居民资产配置存在比价效应，保险产品收益率优势明显。同时是唯一具备刚兑属性的固收类产品，因此从定存流入保险资金并不要求风险偏好额外提升。此外，我们判断行业格局将持续改善，头部上市险企更加收益。

投资建议：短期聚焦资产端主线，中长期看好 ROE 重估

短期视角下，投资收益率是估值的主导因素，资产配置比例是投资收益率的决定性因素。中长期视角下，受益于政策与市场变化，保险资产端与负债端的利差有望提升，结合行业中长期空间充足，ROE 有望持续改善。个股层面，推荐中国人寿、新华保险、中国平安、中国人保等优质标的。

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
601628	中国人寿	买入
601336	新华保险	买入
601318	中国平安	买入
01339	中国人民保险集团	

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《保险框架简驭二：险资中长期配置逻辑与趋势》
2025-08-22
- 《深度复盘保险 β：慢牛市中的进攻品种——保险基本面梳理 109》2025-08-14
- 《定价利率下调，利差及扩表能力有望增强——保险基本面梳理 108》2025-07-28



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

2025 年回顾	6
指数基本持平大盘	6
新业务价值保持高速增长	6
回顾总结：ROE 改善的重估逻辑逐步印证	7
保险投资收益率中枢在哪	9
为何重视投资收益率	9
推论：资产配置决定投资收益	12
应用：另一角度看利差损风险	14
保险板块究竟如何定价	16
如何更好的刻画保险定价？	17
看好险资继续扩容，行业格局持续改善	19
投资建议：短期聚焦资产端主线，中长期看好 ROE 重估	24
风险提示	25

图表目录

图 1：2025 年 1-11 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：上市公司 VIF 打平收益率下降	8
图 5：人身险行业股票配置比例持续上行	8
图 6：保险商业模式以及资产、负债利润形成过程	10
图 7：保险公司净、总、综合投资收益口径情况以及新旧准则差异	11
图 8：主要上市险企综合近期综合投资收益率情况	11
图 9：2025Q3 主要上市险企总投资资产规模（单位亿元）	12
图 10：以国寿、平安为例，上市险企投资资产分类口径并不完全相同	13
图 11：标准化后，上市险企资产配置比例	13
图 12：中国人寿综合收益率披露值与预测值	14
图 13：中国平安综合收益率披露值与预测值	14
图 14：中国太保综合收益率披露值与预测值	14
图 15：新华保险综合收益率披露值与预测值	14
图 16：年度维度来看，新单保费对于负债的影响较小	16
图 17：利差分析框架下，保险行业过去估值变化及原因	17
图 18：对于寿险估值体系的思考	18
图 19：模仿内含价值体系，探索绝对估值方法（亿元）	18
图 20：2025 年中报上市银行存款期限分布情况	19
图 21：截止 2025 年 10 月理财期限分布情况	19
图 22：假设每个区间段到期资产按月平均分配	19

图 23: 定存与“类固收”产品增速基本反向	20
图 24: 定存与保险增速反向关系更为明显	20
图 25: 定存与债券基金增速对比	20
图 26: 定存与理财增速对比	20
图 27: 普通型人身险预定利率与三年期定存利率对比	21
图 28: 消费者信心指数情况	21
图 29: 股票型基金份额增速近期持续弱于净值	21
图 30: “报行合一”要求下, 过去短期均衡的模式不再适应市场	22
图 31: 行业竞争格局趋于集中	23
表 1: 保险板块 2024 年 1-11 月单月涨跌幅 (单位: %)	6
表 2: 特殊情境下投资收益测算	14
表 3: 保险板块基本面情况	24

2025 年回顾

指数基本持平大盘

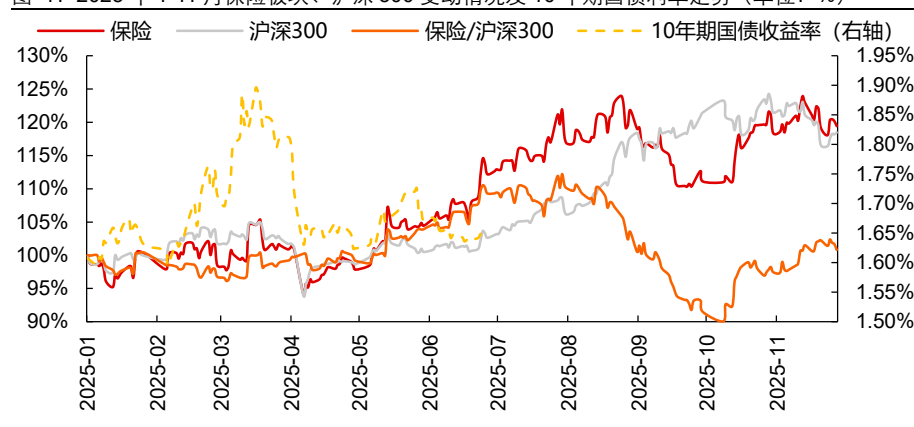
2025 年 1-11 月，沪深 300 上涨 15%，长江保险指数上涨 14.5%，跑输大盘 0.6 个百分点。个股方面，A 股中国平安、新华保险和中国人保跑赢大盘。基本面来看，负债端转型分红，新单增速略有放缓，但价值率持续改善，带动新业务价值持续增长，资产端权益市场表现突出，带动总投资收益表现良好。

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	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	1-6 月
中国人寿	-3.1%	-4.2%	-3.4%	-3.4%	5.5%	7.6%	0.5%	2.8%	-5.8%	11.5%	-1.0%	5.6%
中国平安	-3.4%	-0.9%	2.5%	-1.8%	5.1%	7.1%	5.8%	2.0%	-8.0%	6.7%	2.0%	17.2%
中国太保	-5.1%	-4.6%	4.2%	-7.2%	15.3%	8.9%	2.8%	7.6%	-12.9%	1.1%	-2.1%	5.0%
新华保险	-4.2%	1.0%	7.1%	-6.6%	4.6%	16.3%	14.1%	5.4%	-10.4%	10.9%	-3.2%	36.2%
中国人保	-5.2%	-7.8%	3.3%	3.5%	17.1%	5.3%	-6.1%	11.4%	-13.3%	8.3%	2.6%	16.3%
中国太平	-0.3%	-1.2%	3.3%	-9.0%	12.1%	26.9%	17.0%	-7.5%	-5.9%	16.2%	-1.8%	52.9%
沪深 300	-3.0%	1.9%	-0.1%	-3.0%	1.8%	2.5%	3.5%	10.3%	3.2%	0.0%	-2.5%	15.0%
保险指数	-3.9%	-1.8%	2.4%	-3.0%	6.7%	7.8%	4.7%	3.3%	-8.8%	6.5%	0.9%	14.5%

资料来源：Wind，长江证券研究所（收盘价截至 2025 年 11 月 30 日）

图 1：2025 年 1-11 月保险板块、沪深 300 变动情况及 10 年期国债利率走势（单位：%）

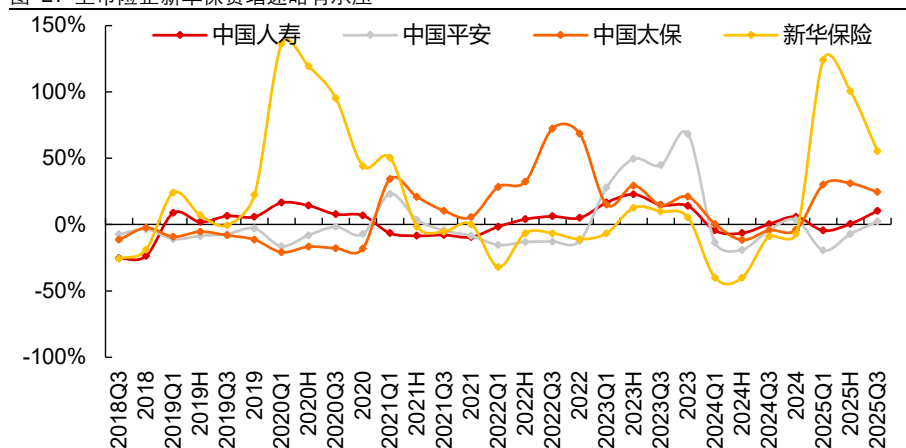


资料来源：Wind，长江证券研究所；保险指数、沪深 300 均以 2025 年 1 月 2 日股价为 100%进行换算

新业务价值保持高速增长

新单增速略有承压。2025 年前三季度，受转型分红影响，新单保费增速表现略有放缓，国寿、平安、太保、新华新单保费同比分别为 10.4%、2.3%、24.5%和 55.2%。其中，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。

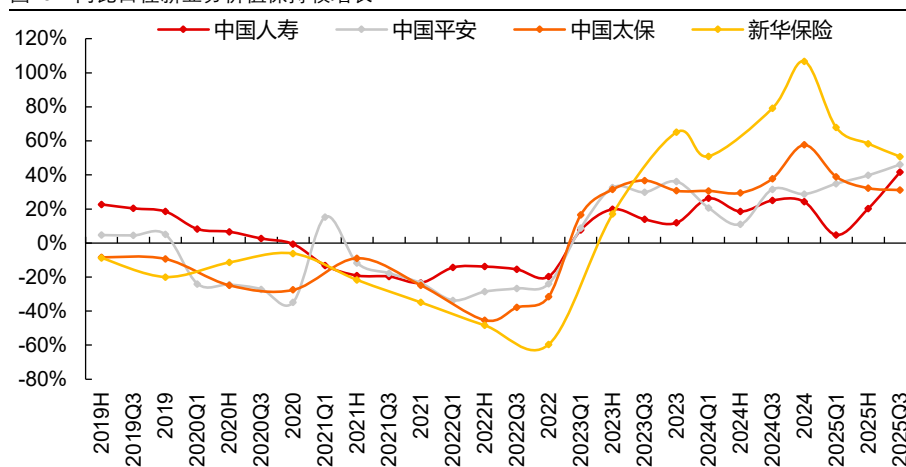
图 2：上市险企新单保费增速略有承压



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 年前三季度，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 41.8%、46.2%、31.2%、和 50.8%，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 9 月后预定利率进一步下调，预期价值率及价值增速仍有改善空间。

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

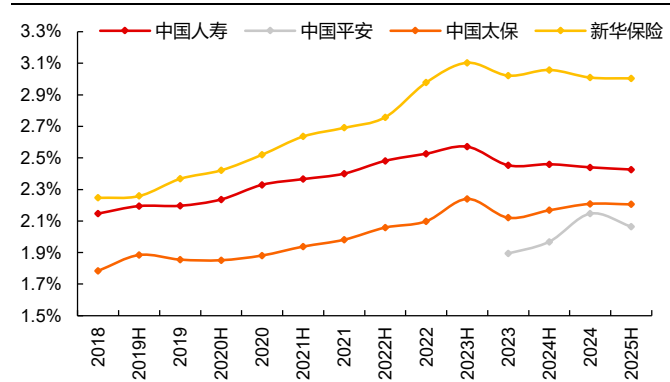
回顾总结：ROE 改善的重估逻辑逐步印证

回顾 2025 年保险行业变化，与我们此前判断对比，对于负债成本改善、行业增配权益、保险需求持续均得到印证：

细节来看：1）预定利率动态调节机制以及报行合一的要求之下，**中报数据验证负债成本持续压降**；2）我们此前预测伴随增配权益的“堵点、难点”逐渐解决，保险公司将增配权益，从行业数据来看，截止三季度末，**人身险行业股票、基金敞口分别相对年初增加 2.5pct、0.3pct**；3）此前我们判断保险产品具备独特的长期、刚兑和保障属性，预期需求仍将维持，从数据来看，截止三季度末，人身险行业资金运用余额相对年初规模

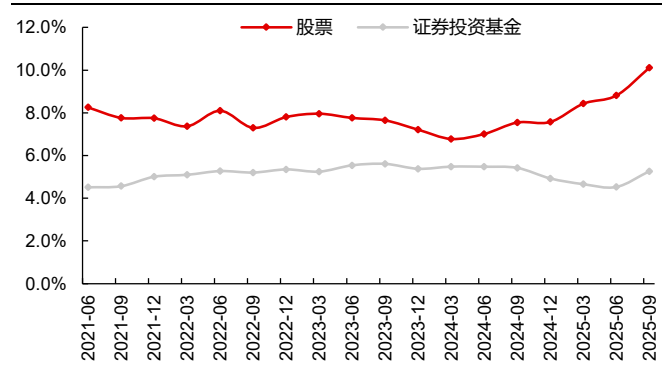
增加 3.8 万亿；4) 我们判断市场集中度提升的预测同样得到验证，**前三季度 A 股上市险企保费市占率同比提升 3.4pct。**

图 4：上市公司 VIF 打平收益率下降



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：人身险行业股票配置比例持续上行



资料来源：Wind，长江证券研究所

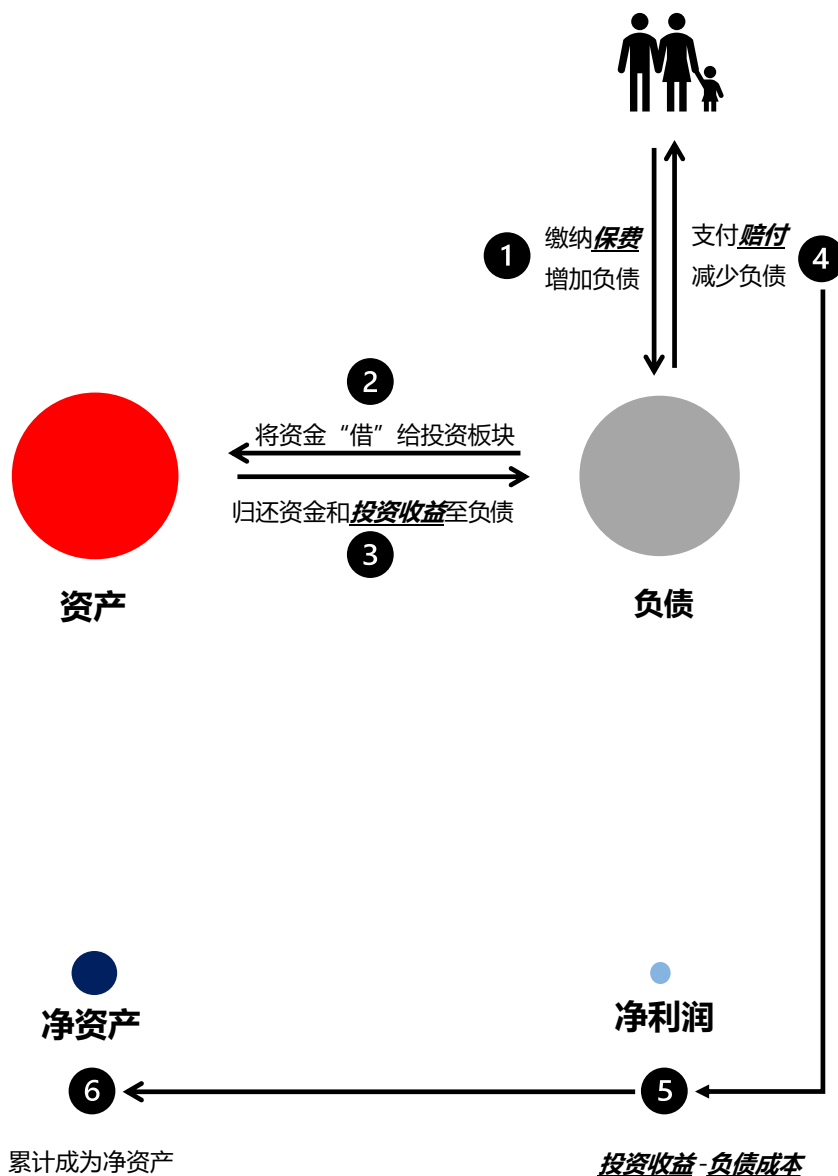
保险投资收益率中枢在哪

为何重视投资收益率

资产端是保险商业模式的重要组成部分，投资收益率是资产端的直接体现。回顾保险业的经营模式：1) 险企基于精算模型定价，向投保人收取保费；2) 保费汇聚成为资金池，由险企进行投资运营，其中人身险期限较长，使得保险资金具备长期资金属性；3) 当约定的意外发生时，保险公司对投保人提供赔付，实现对个人、集体和社会的风险缓冲；4) 正常情况下，保费及投资收益可以覆盖所有的赔付和费用，并产生利润。进一步简化，我们可以将投资收益¹以外的所有收入和支出都当做保险业务的“负债成本”。即当下保险的盈利模式已高度适用于金融商业模式中的“重资产利差业务”分析模型， **$ROE = (\text{投资收益率} - \text{负债成本率}) * \text{经营杠杆}$** 。

¹ 投资收益包含资产减值。

图 6：保险商业模式以及资产、负债利润形成过程²

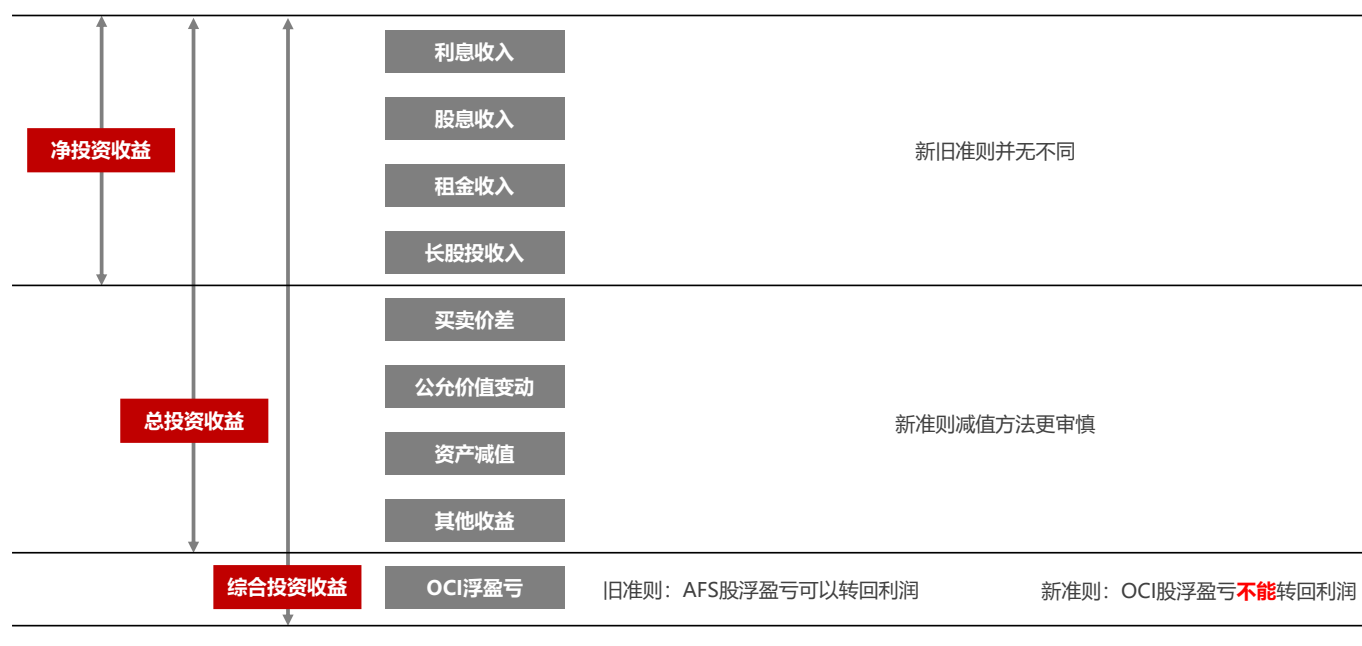


资料来源：Wind，长江证券研究所

² 气泡大小代表 2024 年年底绝对值，样本公司为中国人寿、平安寿险、太保寿险和新华保险。

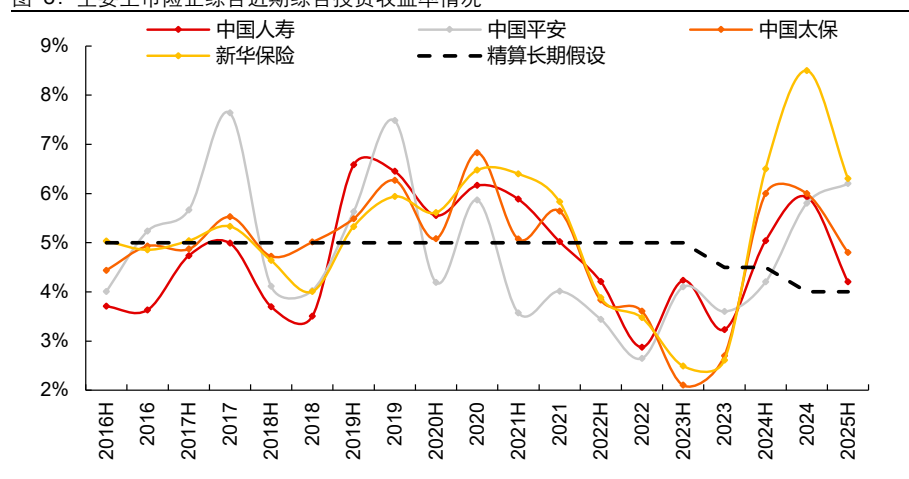
综合投资收益（率）更值得关注。保险公司通常会披露三个口径的投资收益，简单而言可以理解为净投资收益主要为息类收入，在其基础上增加价差和公允价值变动形成总投资收益，在总投资收益的基础上增加 OCI 股/债的浮盈浮亏形成综合投资收益。因此，综合投资收益是对资产端更全面的反映；此外，旧准则时，保险公司持有大量按照可供出售计量的股票，其涨跌幅在尚未卖出时对总投资收益无法产生影响，而综合投资收益则避免这一问题，可以形成更为连贯的对比。

图 7：保险公司净、总、综合投资收益口径情况以及新旧准则差异



资料来源：公司公告，长江证券研究所（上市公司对于长股投投资收益的划分不完全相同）

图 8：主要上市险企综合近期综合投资收益率情况

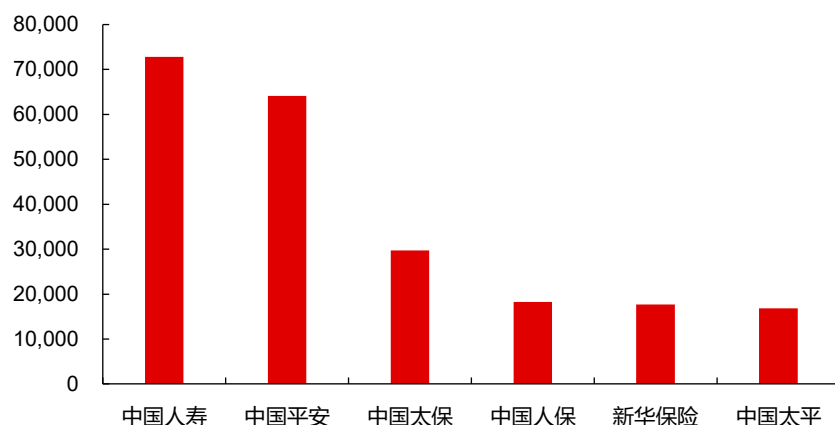


资料来源：Wind，长江证券研究所

推论：资产配置决定投资收益

我们假设投资收益率最主要的差异来自资产配置比例。保险资金规模持续扩大，上市险企的投资资产规模增长更为迅速，截止 2025 年三季度，国寿、平安、太保、人保、新华的规模分别为 7.3 万亿、6.4 万亿、3.0 万亿、1.8 万亿和 1.8 万亿元。考虑到如此巨大的资产规模，我们作出推论：头部保险公司在投资端不存在显著且持续的阿尔法，投资收益率主要由资产配置决定。

图 9：2025Q3 主要上市险企总投资资产规模（单位亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所（中国太平为 2025H，港币）

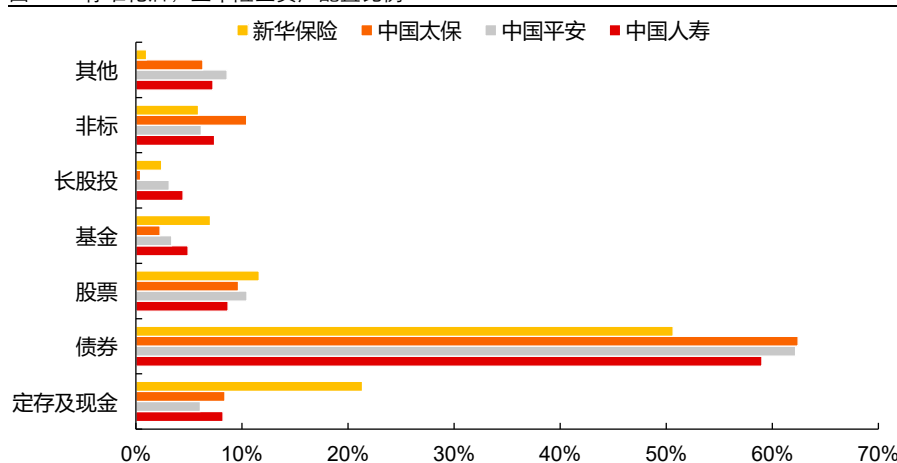
设定各类资产收益率，预测保险公司投资收益率。由于上市公司对于资产分类并不一致，首先对披露口径进行标准化处理，主要分为债券、股票、基金、非标等几个大类。随后，根据保险资金配置特征设定各类资产收益率中枢，例如保险公司配置债券以持有票息为主，且久期较长，因此可以采用国债到期收益率的移动平均值作为代理，忽略交易能力贡献的投资收益；股票、基金配置风格通常较为均衡，使用主要指数代替等。结合实际披露值来看，预测值拟合效果良好，走势较为接近，可以用作未来预测。

图 10：以国寿、平安为例，上市险企投资资产分类口径并不完全相同

投资资产情况				
单位：人民币百万元				
项目	2025年6月30日		2024年12月31日	
	金额	占比	金额	占比
按投资对象分类				
固定到期日金融资产	5,242,536	73.56%	4,911,524	74.29%
定期存款	457,234	6.42%	438,455	6.63%
债券	4,205,853	59.01%	3,903,074	59.04%
债权型金融产品 ¹	528,222	7.41%	523,721	7.92%
其他固定到期日投资 ²	51,227	0.72%	46,274	0.70%
权益类金融资产	1,425,659	20.00%	1,269,086	19.19%
股票	620,137	8.70%	501,083	7.58%
基金 ³	350,704	4.92%	306,551	4.64%
其他权益类投资 ⁴	454,818	6.38%	461,452	6.97%
投资性房地产	12,199	0.17%	12,319	0.19%
现金及其他 ⁵	129,235	1.81%	116,065	1.76%
联营企业和合营企业投资	317,524	4.46%	302,077	4.57%
合计	7,127,153	100.00%	6,611,071	100.00%
投资组合(按投资品种)				
(人民币百万元)	2025年6月30日		2024年12月31日	
	账面值	占总额比例(%)	账面值	占总额比例(%)
现金、现金等价物	188,283	3.0	166,001	2.9
定期存款	304,685	4.9	244,573	4.3
债权型金融资产				
债券投资	3,770,581	60.8	3,534,584	61.7
债券型基金	79,720	1.3	103,917	1.8
优先股	112,343	1.8	114,968	2.0
永续债	87,149	1.4	107,157	1.9
债权计划投资	176,243	2.9	184,118	3.2
理财产品投资 ⁽¹⁾	169,138	2.7	182,511	3.2
股权型金融资产				
股票	649,294	10.5	437,379	7.6
权益型基金	129,128	2.1	133,410	2.3
理财产品投资 ⁽¹⁾	36,661	0.6	49,948	0.9
非上市股权	126,984	2.0	120,363	2.1
长期股权投资	194,432	3.1	198,229	3.5
投资性物业	136,464	2.2	134,015	2.3
其他投资 ⁽²⁾	41,370	0.7	20,236	0.3
投资资产合计	6,202,475	100.0	5,731,409	100.0

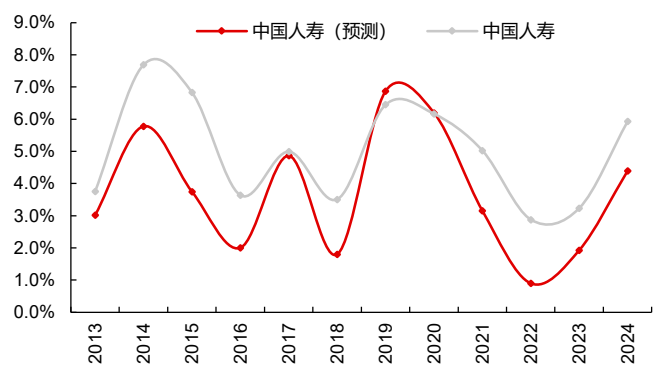
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：标准化后，上市险企资产配置比例



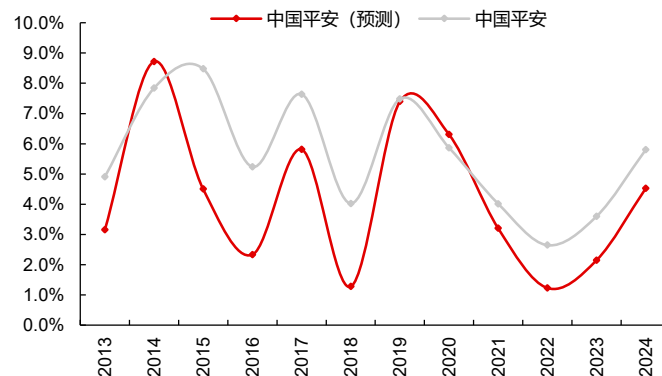
资料来源：Wind，长江证券研究所（其他包含衍生品、保单贷款、投资性房地产、未上市股权、优先股等）

图 12：中国人寿综合收益率披露值与预测值



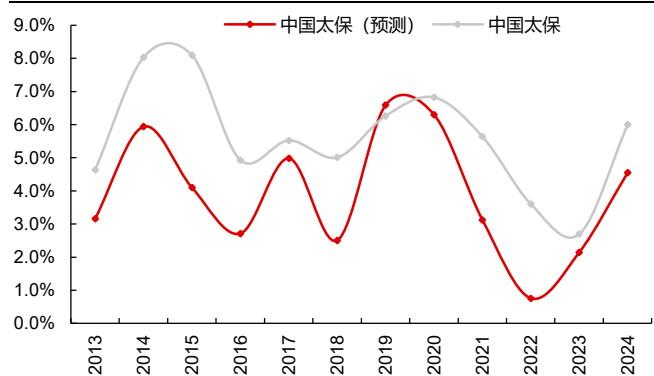
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：中国平安综合收益率披露值与预测值



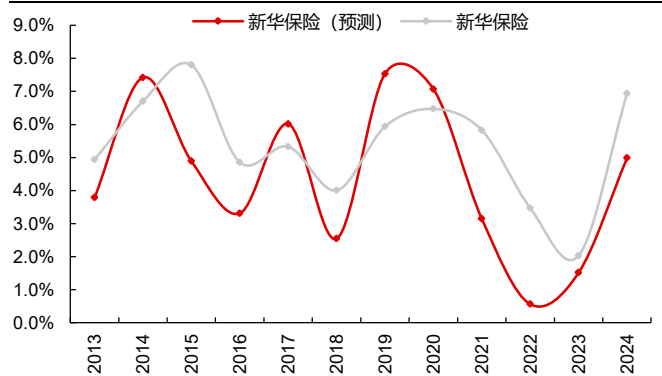
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 14：中国太保综合收益率披露值与预测值



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 15：新华保险综合收益率披露值与预测值



资料来源：Wind，长江证券研究所

应用：另一角度看利差损风险

上市险企利差损风险较小。在此前的报告中³，我们通过资产流入、到期的模型判断上市险企利差⁴在中长期呈现提升态势。但对于部分特殊假设说明能力较弱，例如若存量高利率债券均到期，且持续处于低利率环境保险公司利差损风险究竟如何？我们假设权益配置比例在 2024 年的基础上再提升 5%敞口，即便存量债券收益率全部下降至 1%，上市险企投资收益率仍然能保持 2%以上的水平。同时，由于存量债券期限较长，这类悲观情景即便发生也需要较长的时间，而届时负债成本也将有显著的改善，因此可以从另一个维度说明上市险企利差损风险较小。

表 2：特殊情境下投资收益测算

大类资产	收益率假设	配置比例			
		国寿	平安	太保	新华
定存及现金	0.30%	6.70%	7.20%	7.80%	19.70%
债券	1.00%	52.60%	58.54%	55.10%	47.10%

³ 《保险框架简驭一：“慢牛市”下的戴维斯双击》。

⁴ 即投资收益率减负债成本率。

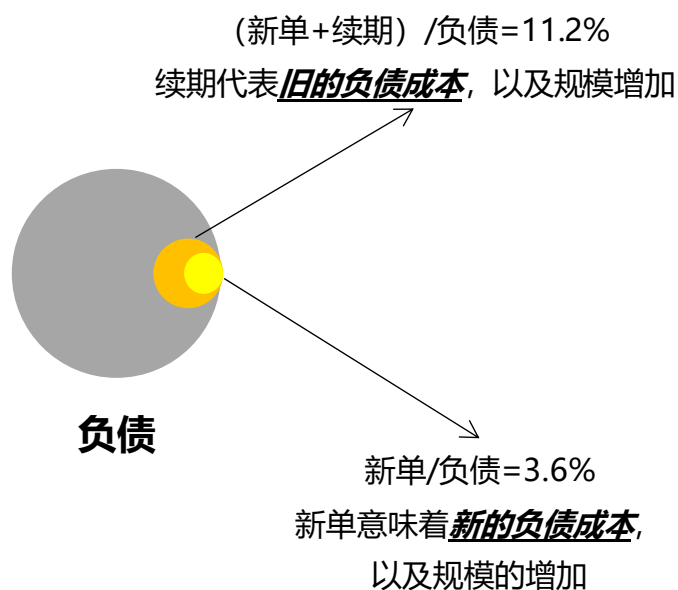
股票	8.00%	12.40%	12.60%	14.30%	16.10%
基金	6.00%	4.50%	4.10%	2.30%	7.80%
长股投	8.00%	1.70%	3.50%	0.80%	1.90%
非标	2.00%	7.70%	7.30%	13.10%	6.50%
其他	2.00%	14.30%	8.70%	6.60%	1.00%
收益率	-	2.39%	2.42%	2.32%	2.58%

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

保险板块究竟如何定价

短周期维度，资产端相对负债端更重要。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，以 2024 年数据为例，新单保费（代表新增负债）占总负债的比例不足 5%，代表流量的保费收入占负债比例也仅 11% 左右，因此年度维度来看，负债端无论是在规模亦或是负债成本上都难以产生重大影响，然而资产端，尤其是权益类资产基本没有存量的概念，资产市场波动对投资收益率的影响能力较强，因此行业估值主要受资产端主导。

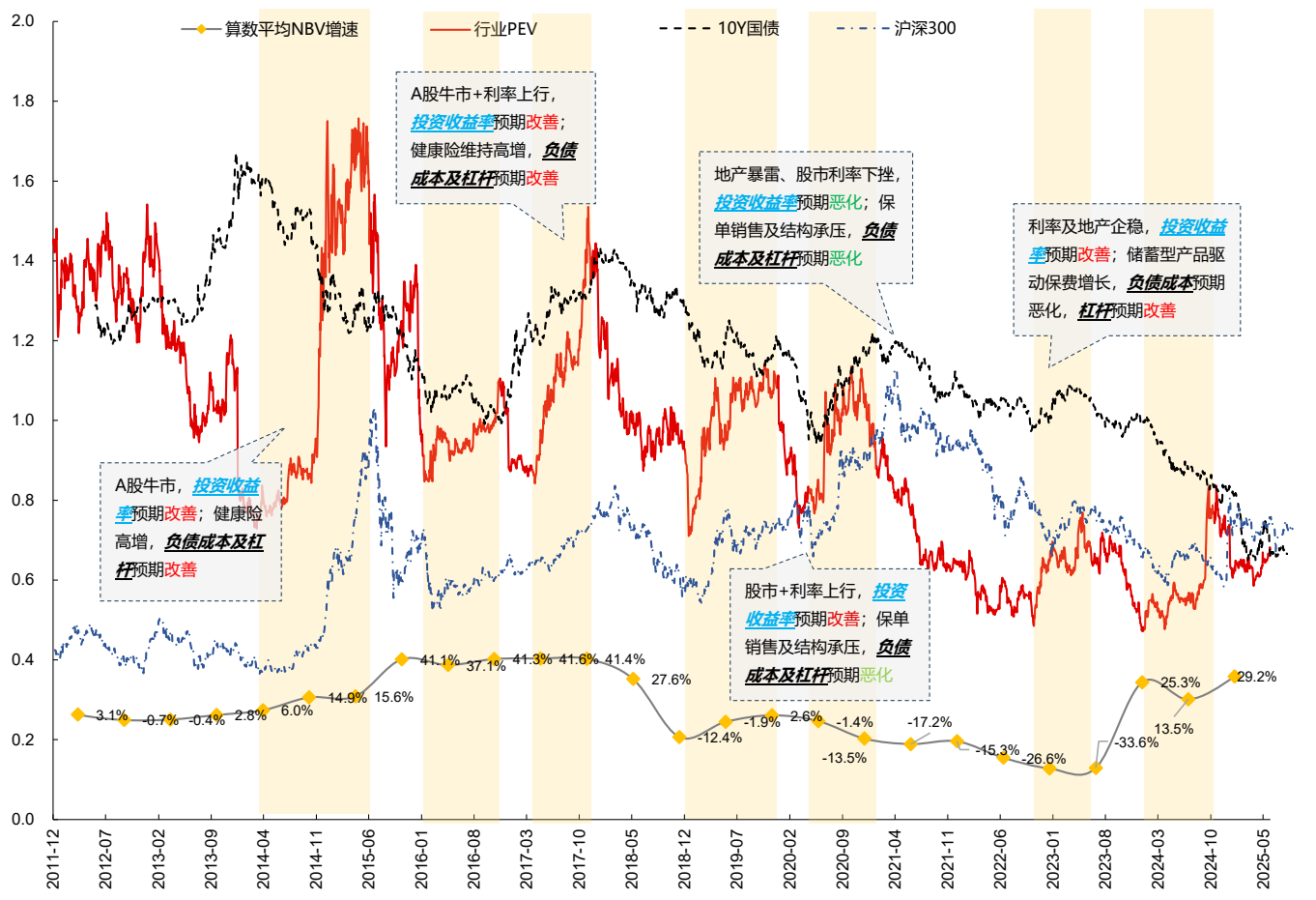
图 16：年度维度来看，新单保费对于负债的影响较小⁵



资料来源：Wind，长江证券研究所

⁵ 气泡大小代表 2024 年年底绝对值，样本公司为中国人寿、平安寿险、太保寿险和新华保险。

图 17：利差分析框架下，保险行业过去估值变化及原因



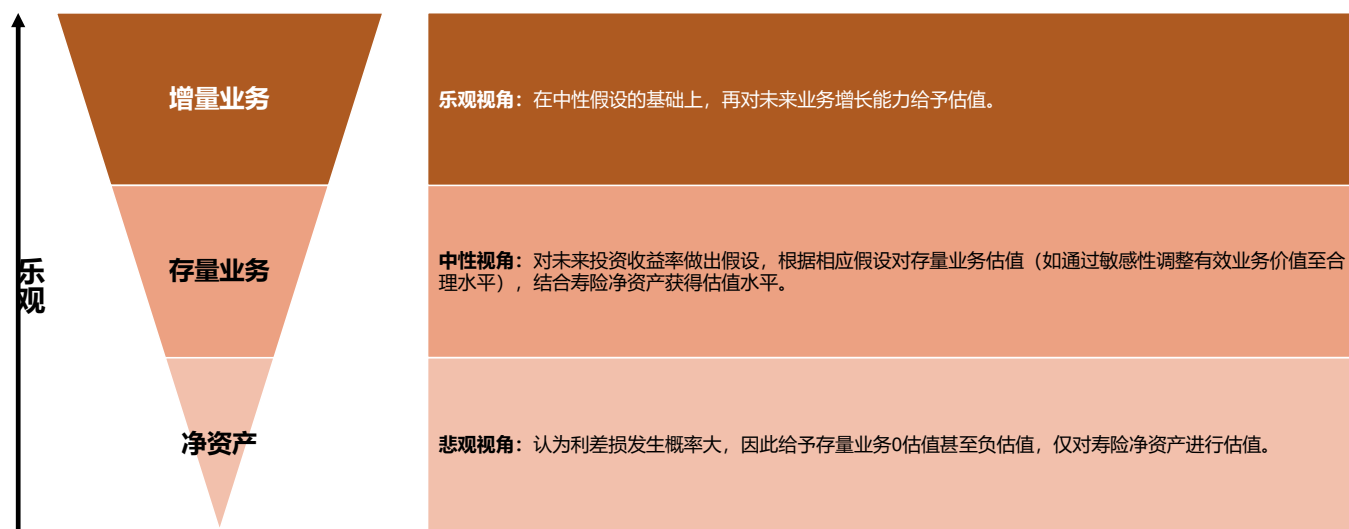
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

如何更好的刻画保险定价？

投资收益率预期是短期估值的锚。理解了盈利分析模型后，在保险股的投资分析框架中，我们认为估值的短周期影响因子仍是**利差预期，而由于负债成本率在短期变化浮动较小，因此短周期估值最主要的影响因素是投资收益率。**

借鉴内含价值体系构建估值方法。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，此外，我们也已经多次论述上市险企**利差损风险即净资产受侵蚀的风险较小**。对于存量保单估值，我们认为作为保单未来利润折现值的有效业务价值是一个较好的选择。在过去，有效业务价值用于估值时存在两个主要缺陷：1) 披露频率较低，通常为半年度；2) 投资收益率假设通常为固定值。但保险公司会同时披露有效业务价值针对投资收益率的敏感性，使得我们可以根据需要进行调整。为了验证思路，我们按照前文办法计算日度投资收益率，同时我们按照测算的投资收益率，**线性外推调整有效业务价值**。

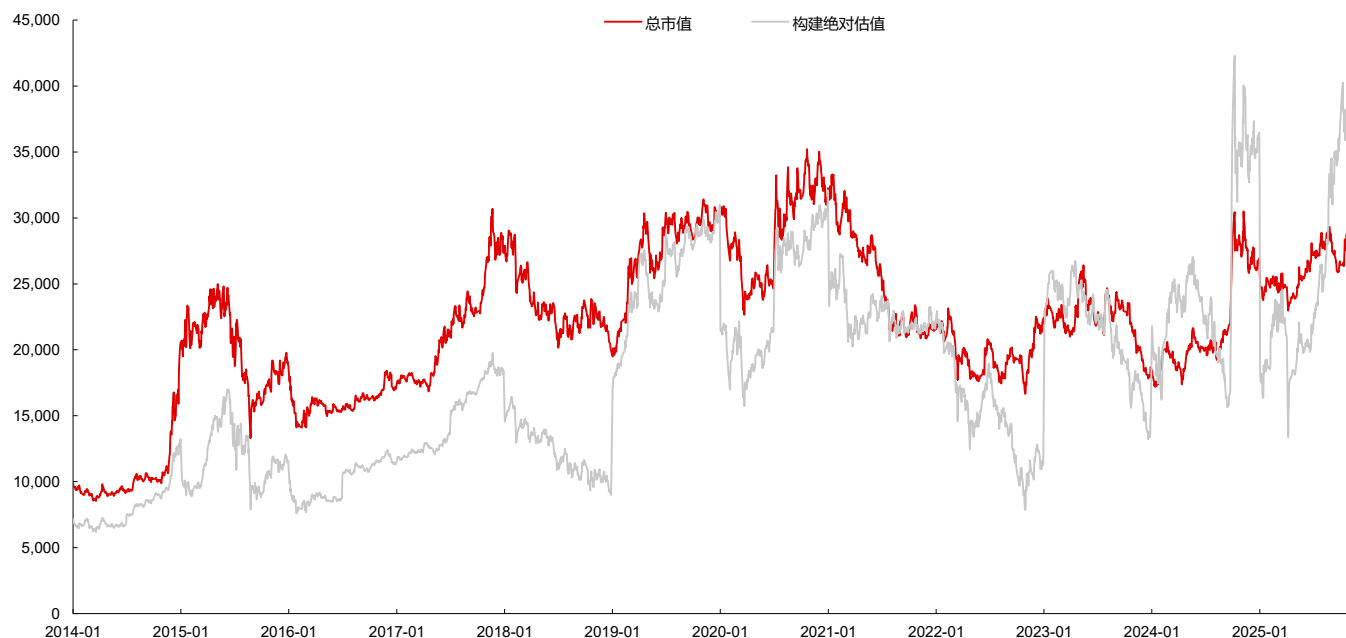
图 18：对于寿险估值体系的思考



资料来源：长江证券研究所

近十年数据来看，估值模型对于趋势的把握较好，方向大体可行。整体来看，估值的拐点、趋势与实际市值的变化基本一致，验证了这套估值体系的方向大体是正确的。前期的低估主要由于我们在也预测投资收益率时忽略了交易能力的贡献；而年底/年初的估值波动较大主要来自收益率计算以及基本面数据存在的日历效应。

图 19：模仿内含价值体系，探索绝对估值方法（亿元）

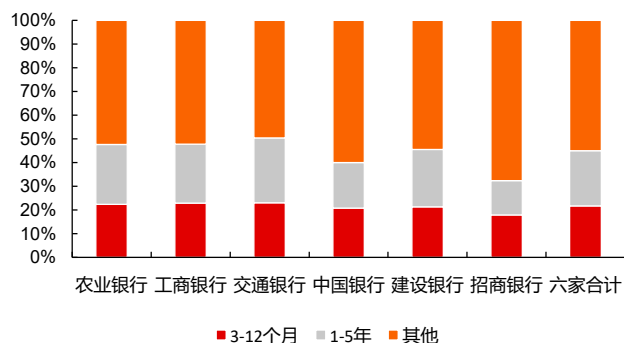


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所（总市值及绝对估值均为国寿、平安、太保、新华四家的和）

看好险资继续扩容，行业格局持续改善

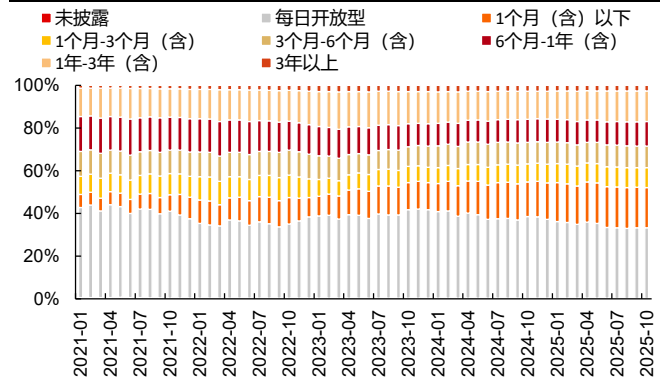
预期 2026 年将有大量定期存款和理财到期。截止 2025 年中报，农业银行、工商银行等六大商业银行 3-12 月内到期的定期存款约 31.1 万亿元，占比 21.7%；1-5 年内到期的定期存款约 33.4 万亿元，占比 23.3%。谨慎情境下，假设存款在每个区间平均分布，行业存款期限结构与六家上市银行一致，2026 年定期存款到期约 25.1 万亿元；同样情景假设下，预计 2026 年定期理财到期约 7.8 万亿元。

图 20：2025 年中报上市银行存款期限分布情况



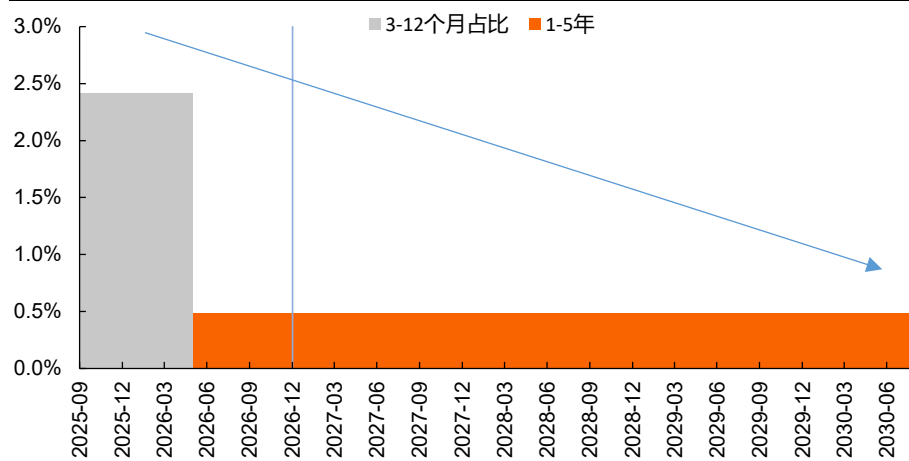
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 21：截止 2025 年 10 月理财期限分布情况



资料来源：普益标准，长江证券研究所

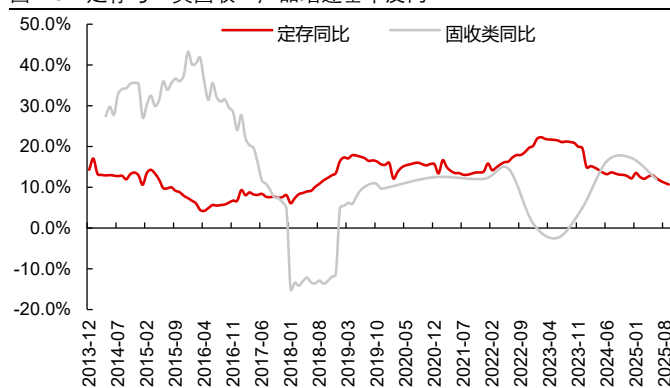
图 22：假设每个区间段到期资产按月平均分配



资料来源：Wind，长江证券研究所

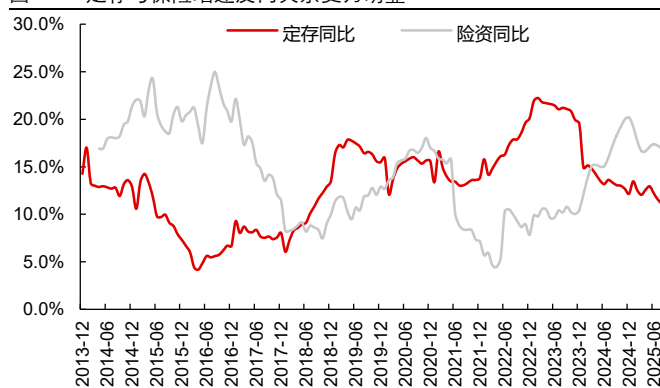
居民存款配置本质是风险偏好的变动以及基于收益率的比价效应。2022 年以来利率下行的过程中，居民定期存款增速呈现放缓态势，而与保险等固收类产品增速持续。我们认为在这种“跷跷板效应”的背后，核心原因是居民在资产配置时基于收益率进行比价，结合风险偏好做出了调整。

图 23：定存与“类固收”产品增速基本反向



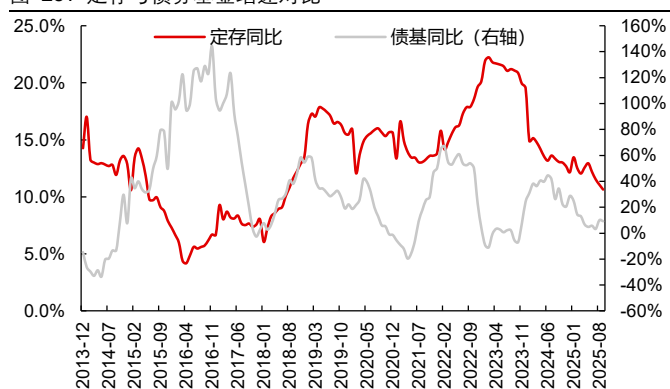
资料来源：Wind，长江证券研究所（类固收指理财+保险+债基）

图 24：定存与保险增速反向关系更为明显



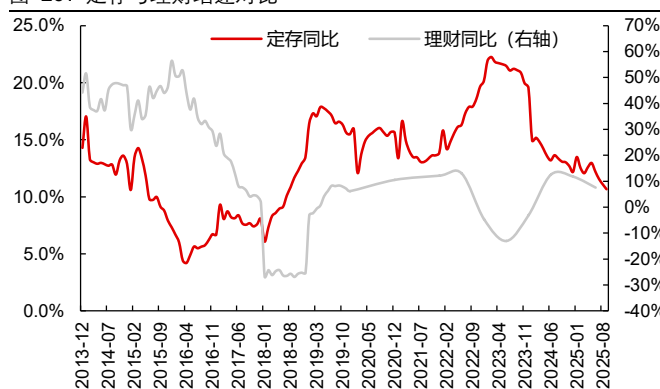
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 25：定存与债券基金增速对比



资料来源：Wind，长江证券研究所

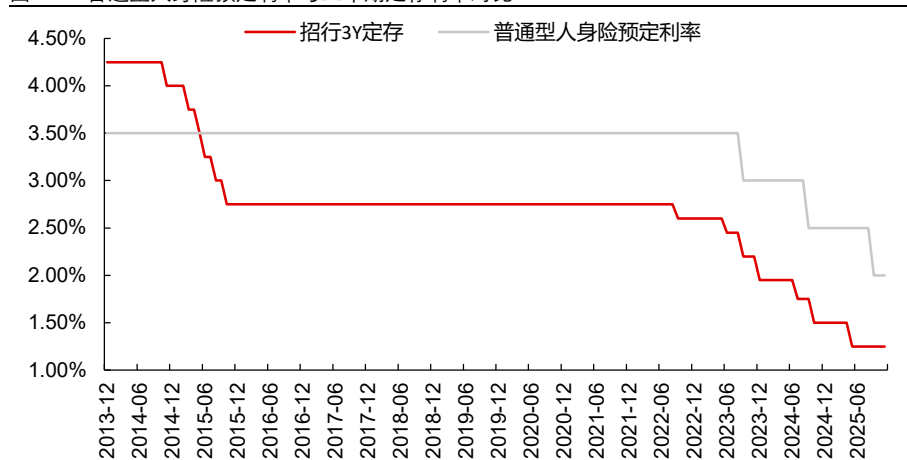
图 26：定存与理财增速对比



资料来源：Wind，长江证券研究所

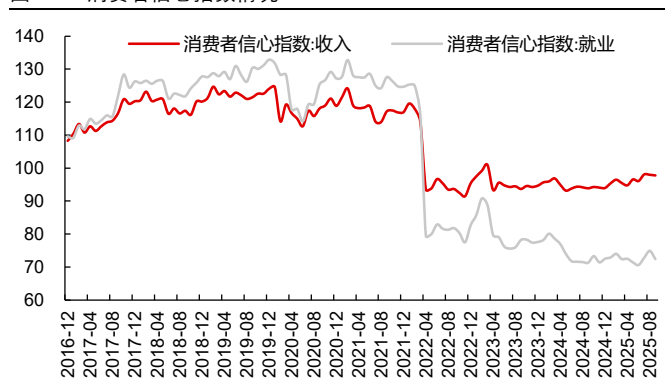
收益率和刚兑优势下，行业需求将维持较高水平。截止 2025 年 12 月，招商银行三年期定存利率已降至 1.25%，而保险仍然维持 2.0%的预定利率，收益率优势明显。同时，保险是唯一具备刚兑属性的固收类产品，因此从定存流入保险资金并不需要居民的风险偏好有明显提升。考虑将于 2026 年到期的大量定期存款及理财，预期保险行业 2026 年需求仍将维持较高水平。

图 27：普通型人身险预定利率与三年期定存利率对比



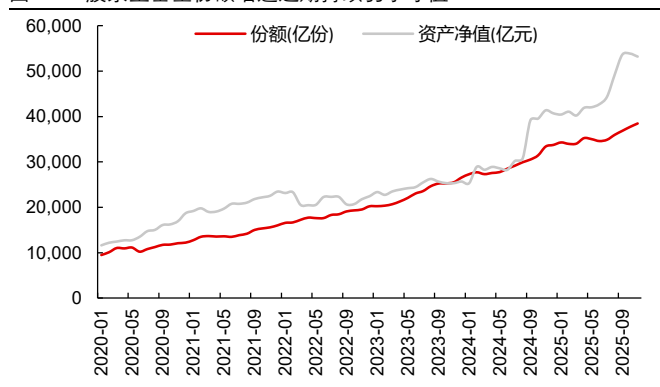
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 28：消费者信心指数情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

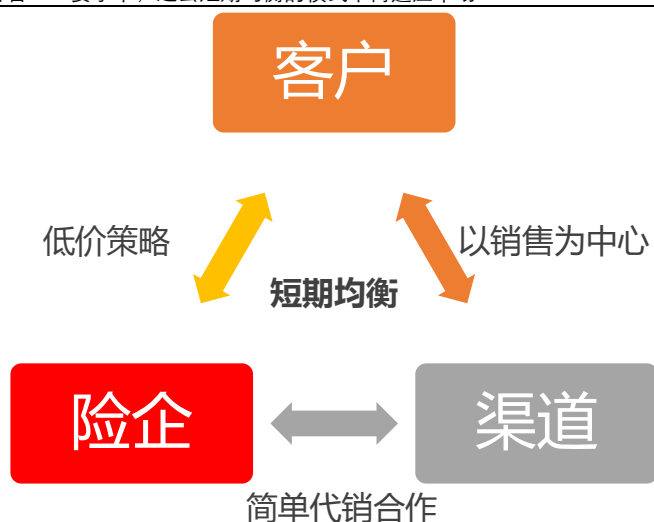
图 29：股票型基金份额增速近期持续弱于净值



资料来源：Wind，长江证券研究所

继续看好人身险行业集中度加速提升。9月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。

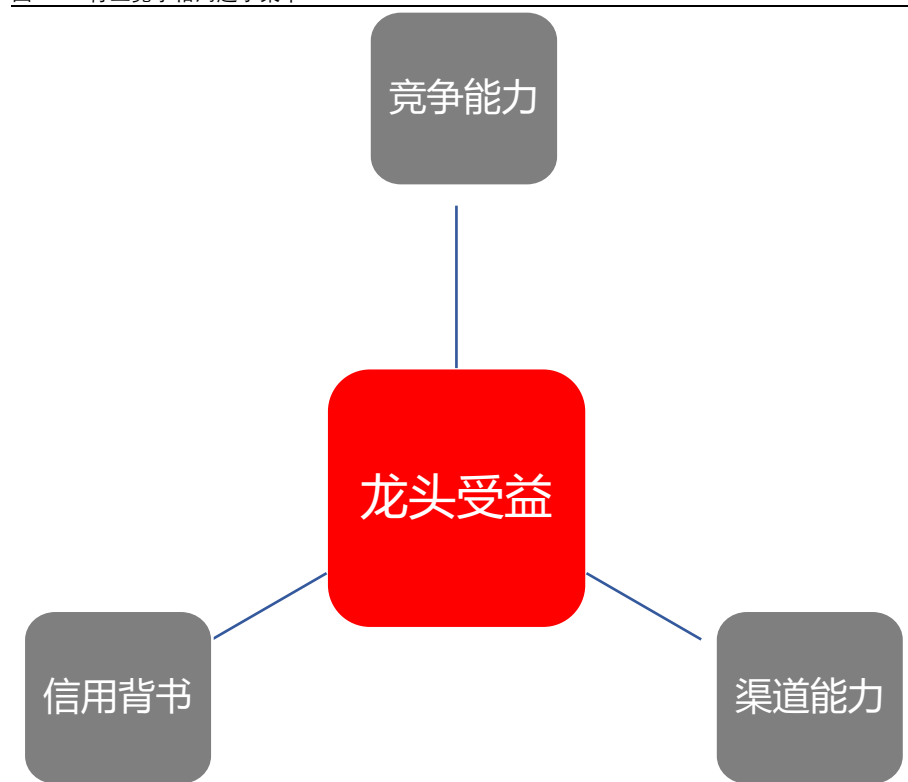
图 30：“报行合一”要求下，过去短期均衡的模式不再适应市场



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 31：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。

投资建议：短期聚焦资产端主线，中长期看好 ROE 重估

行业需求稳健叠加竞争格局持续改善。考虑收益率及刚兑优势，“存款搬家”进入保险资金更为合理，确保行业整体需求维持较高水平。而竞争格局方面，人身险方面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。财险方面，头部险企在渠道、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。

看好保险板块双主线配置逻辑。短期视角下，投资收益率是估值的主导因素，而资产配置比例是投资收益率的决定性因素。中长期视角下，受益于政策与市场变化，保险资产端与负债端的利差有望提升，结合行业中长期空间充足，ROE 有望持续改善。个股层面，一条主线是配置更容易受益于慢牛预期的弹性标的，如中国人寿、新华保险等纯寿险、高杠杆标的；另一条主线为经营相对稳健、分红展望相对稳定个股，如中国平安、中国人保等。

表 3：保险板块基本面情况

证券简称	上市地	股价（元）	26P/EV	总资产/净资产	股票+基金敞口
新华保险	A	67.32	0.65	18.2	18.7%
	H	44.28	0.43		
中国人寿	A	45.30	0.73	11.9	13.6%
	H	25.69	0.41		
中国平安	A	63.91	0.69	13.8	13.8%
	H	57.87	0.63		
中国太保	A	38.24	0.53	10.8	12.0%
	H	31.41	0.44		
中国人保	A	8.55	0.84	6.2	10.7%
	H	6.05	0.59		
中国财险	H	15.39	1.07	2.9	14.5%

资料来源：Wind，长江证券研究所（股价数据截至 2025 年 12 月 12 日收盘,中国财险估值数据为 PB；总资产/净资产均为 2025 年三季报数据）

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、利差损模型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/或其附属机构（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。