

估值驱动主要来自资产端

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.《寿险稳健增长，负债端保持景气》 2025.02.07

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	6.32	9.83	23.66
绝对收益	7.52	8.58	33.52

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: guoyyp@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：

□ 预定利率将调整，新业务价值有望继续提升

预定利率研究值将调整，降低负债刚性成本。根据国家金融监管总局通知，当前保险公司普通人身险预定利率上限为 2.5%。一季度普通型人身险产品预定利率研究值较年初下降 21 BP 至 2.13%，低于预定利率 25 BP。二季度预定利率研究值有望继续下调，届时将触发保险公司产品预定利率下调机制，降低负债刚性成本。

保单“量稳价升”，新业务价值有望继续提升。受“报行合一”影响，2024 年以来银保渠道佣金明显降低，上市险企新业务价值率多较上年改善，可比口径新业务价值实现较快增长。银保渠道价值率提升后，后续银保渠道有望成为险企业务发力方向，提升渠道销售规模，从“量”的方面继续提升新业务价值。

□ 长期股票投资试点扩大，资产端弹性增强

利差损压力下，险企风险资产配置需求提升。险资长期股票投资试点扩大，将充分发挥保险资金稳定优势以支持资本市场，并产生反哺自身的良性循环效应。保险公司以权益法核算长期股权投资，或将公允价值变动计入其他综合收益账户，当期利润不受股价波动影响，而分红进入利润表改善投资业绩表现。

营收增长与总投资收益提升明显相关，增厚投资收益是稳定业绩重要途径。2024 年，上市险企投资资产增长较快，平均投资资产增速达到 19%，险企上半年权益投资收益有望随着投资资产规模扩大而保持增长态势。其中，寿险公司由于权益性资产比例更高，资产端具有更强收益弹性。

□ 资产负债匹配有待进一步优化

资产负债久期错配引起险企净资产波动。如果资产负债有效久期匹配良好，那么随着利率变动，OCI 账户综合变动有限，利率对净资产的影响将明显减弱。观察上市银行 OCI 账户变动可以发现，除中国太保外，其他公司的 OCI 账户均为负值，这意味着在久期存在缺口的情况之下，险企净资产对利率仍然敏感。

资产负债收益匹配待改善，长期资产收益率企稳面临挑战。2013 年至 2023 年间，人身险产品预定利率长期在 3.5% 以上，而寿险负债久期较长，整体负债刚性成本仍然较高。在利率下行环境中，资产端净投资收益率呈下降趋势，资产负债收益匹配仍然面临挑战。

调整产品策略及投资策略，应对利差损风险。今年以来，保险公司通过开发浮动收益的分红险产品，减少具有刚性成本的传统险产品占比，改善资产负债两端收益匹配情况。另一方面，保险公司在资产端增配具有更高收益的风险资产，通过调整资产结构来增强投资收益，减少低利率环境对长期投资收益率的掣肘。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

□ 估值驱动主要来自资产端

险企利差损风险是压制估值的重要因素。当前，上市保险公司 PEV 估值水平为 0.68，市值水平低于险企内含价值，隐含对内含价值变动的考量。EV 受到投资收益率假设和风险贴现率假设的影响，当前投资收益率假设为 4%，风险贴现率假设在 8%到 9.5%之间。如果投资收益率和风险贴现率继续下行，将对 EV 造成较大压力。以中国太保和中国平安披露数据测算，当风险贴息率与投资收益率下降 50 BP，EV 下行幅度将在 12%~13%之间。

当前，5 家 A 股险企 PB 估值倍数均值为 1.6，与近十年 PB 估值中位数接近，估值处于历史中等水平。未来若经济环境和资本市场保持平稳，预计净资产有望保持增长态势，巩固险企估值稳定性。

估值驱动主要来自资产端改善预期。随着稳市力度加大，后续资本市场有望保持缓步提升趋势，改善保险公司资产端投资预期。同时，去年以来险资加大股票投资力度，结构性行情继续演绎有望增厚险企投资收益。险资海外资产布局也有望加强，通过分散化组合配置提升资产端收益预期，促进保险公司投资业绩提升。在宽松货币政策、充足流动性支持下，险企估值水平有望随着资本市场预期改善而提升。随着监管引导央企加强市值管理，大型险企有望通过保持分红金额，与市场股息策略资金形成共振。

□ 投资建议

险企长期股票投资试点扩容，叠加资本市场维稳政策支持，权益投资占比提升增厚长期资产投资收益率，保险公司资产端收益预期有望继续改善，加强资产负债两端收益匹配。此外，险企通过配置超长期债券拉长资产久期，缓解资产负债久期错配压力，减少利差损风险。

三季度预定利率将面临动态调整，险企负债成本压力有望得以缓解，增强保单销售动力，有望推动寿险新业务价值增长。资产负债两端匹配度优化，资产端收益弹性加强，有望促进提升险企估值。建议关注资产负债管理能力较优、保险服务业绩领先的上市险企。维持行业“增持”评级。

□ 风险提示

行业监管政策收紧，产品竞争力下降，导致保费收入增长不及预期；资本市场波动加剧，投资业绩表现不及预期；长期资产收益率改善不及预期，资产负债收益缺口扩大。

正文目录

1 预定利率将调整，新业务价值有望继续提升.....	2
2 长期股票投资试点扩大，资产端弹性增强.....	4
3 资产负债匹配有待进一步优化.....	8
4 估值驱动主要来自资产端.....	11
5 投资建议.....	17
6 风险提示.....	17

图表目录

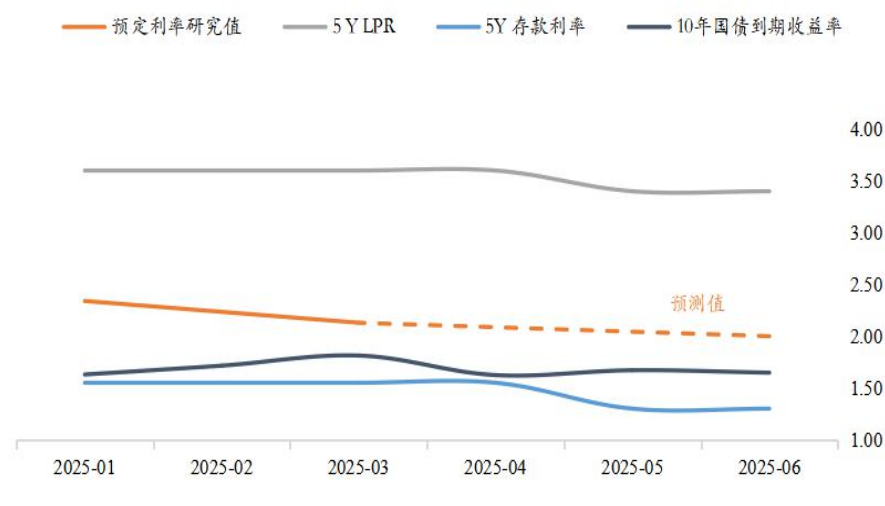
图 1 预定利率研究值面临调整（单位：%）	2
图 2 人身险保费收入情况（单位：%）	3
图 3 2024 年上市险企新业务价值率多改善.....	4
图 4 2024 年上市险企新业务价值.....	4
图 5 高等级 15 年债到期收益率（单位：%）	5
图 6 保险资金股票投资与基金投资增量占比.....	6
图 7 沪深 300 与红利低波指数年初以来收益率.....	7
图 8 2024 年上市险企投资资产增速与权益投资占比.....	7
图 9 上市险企总投资收益与营收增长（单位：亿元）	8
图 10 2024 年上市保险公司净资产变动构成（单位：亿元）	9
图 11 2023 年上市保险公司净资产变动构成（单位：亿元）	9
图 12 人身险产品预定利率与 30 年国债收益率.....	10
图 13 上市保险公司净投资收益率（单位：%）	11
图 14 上市保险公司总投资收益率（单位：%）	11
图 15 2024 年保险服务利润贡献率.....	12
图 16 上市险企 PEV-ROEV.....	13
图 17 上市险企历史 PEV.....	13
图 18 上市险企 PB-ROE.....	14
图 19 市场流动性有望好转.....	15
图 20 AH 溢价处于低位.....	15
图 21 上市险企 PB-股息率.....	16
图 22 上市险企近年分红总额稳中有升（单位：亿元）	16
表 1 长期股票投资试点扩容.....	6
表 2 上市险企净资产增长率.....	14

1 预定利率将调整，新业务价值有望继续提升

预定利率研究值将调整，降低负债刚性成本。根据国家金融监管总局通知，当前保险公司普通人身险预定利率上限为 2.5%。作为预定利率参考值的预定利率研究值，参考 5 年期以上 LPR、5 年期定期存款利率、10 年期国债收益率等市场利率变化和行业资产负债管理情况而定。一季度普通型人身险产品预定利率研究值较年初下降 21 BP 至 2.13%。

随着 5 月 LPR 与存款利率下调，二季度预定利率研究值有望继续下调。届时预定利率研究值连续两个季度低于预定利率超过 25BP，将触发保险公司产品预定利率下调机制，而险企需要在 2 个月内做好新老产品切换工作。预计调整窗口集中在 8 月至 9 月期间。

图 1 预定利率研究值面临调整（单位：%）



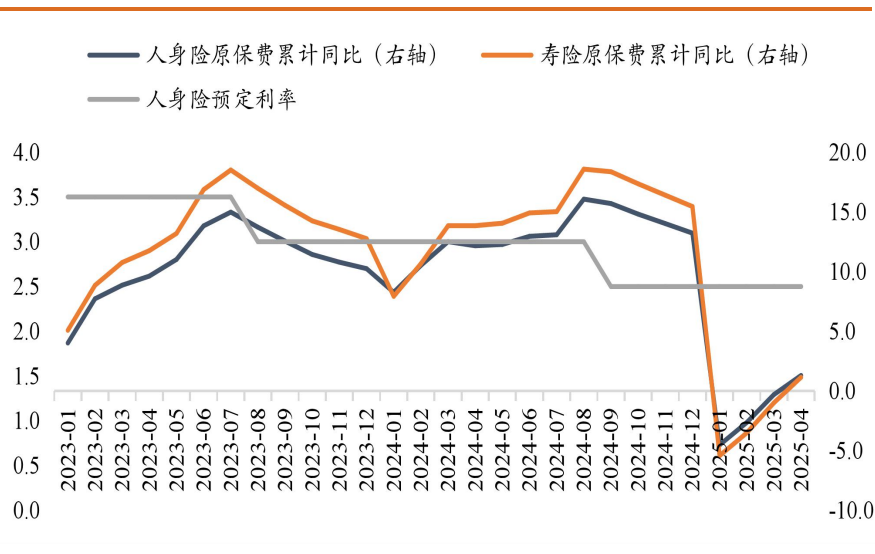
资料来源：、工商银行官网、湘财证券研究所

今年保险公司产品策略向浮动收益型产品倾斜，“保底+浮动”收益模式的分红险产品成为人身险公司主要发力方向，而投资者对分红险的接受程度不如收益稳定的储蓄险，供需失衡导致人身险保费收入增长乏力，“开门红”表现不及预期。

人身险保费增长有望修复，寿险新业务价值有望提升。2025 年 4 月，人身险原保费收入累计增长 1.3%，人身险累计保费增速今年以来首次转负为正。预计三季度普通人身险产品预定利率有望下调至 2%，将降低负债刚性成本，改善产品收益成本倒挂情况，提升新单价值率与保险公司产品销售意愿。

由于险企在售产品结构已经发生改变，预定利率下调对保费收入的促进作用不如前期储蓄型产品预停售期间的的影响。人身险保费收入增长当前呈现修复态势，若维持当前向好情形，寿险新业务价值有望继续提升。

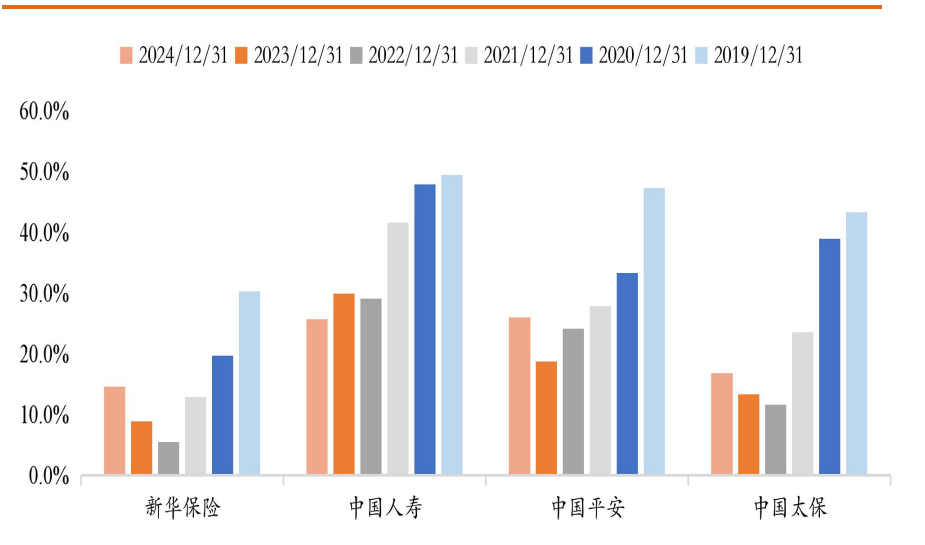
图 2 人身险保费收入情况（单位：%）



资料来源：、中国银行保险报网、湘财证券研究所

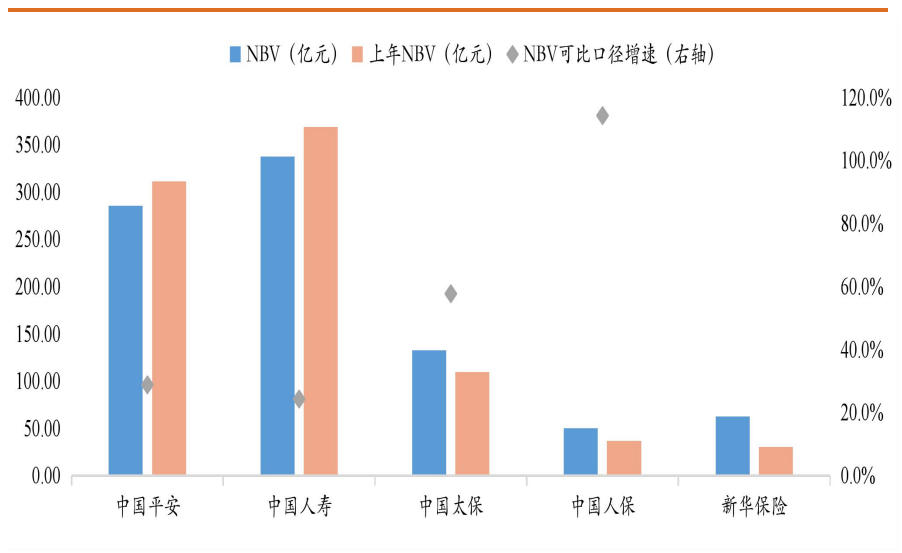
受“报行合一”影响，2024 年以来银保渠道佣金明显降低，上市险企新业务价值率多较上年改善，可比口径新业务价值实现较快增长。新业务价值是新签保单未来利润的折现值，反映保险公司发展动能和可持续性。银保渠道价值率提升后，后续银保渠道有望成为险企业务发力方向，提升渠道销售规模，从“量”的方面继续提升新业务价值。

图 3 2024 年上市险企新业务价值率多改善



资料来源：、湘财证券研究所

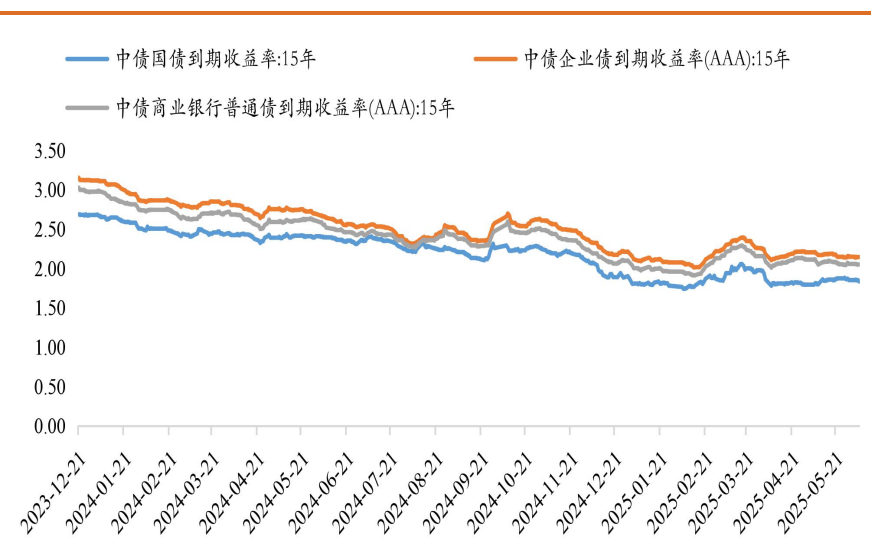
图 4 2024 年上市险企新业务价值



资料来源：、公司财报、湘财证券研究所，新华保险未披露 NBV 可比增速

2 长期股票投资试点扩大，资产端弹性增强

利差损压力下，险企风险资产配置需求提升。从资产端来看，今年以来，长周期、高等级固定收益资产收益率保持平稳，目前各类 15 年债高等级债收益率均值在 2% 左右，而负债端预定利率仍高于 2%，传统险负债成本具有刚性，产品面临利差损风险。为提高产品盈利，覆盖负债端刚性成本，险企高收益风险资产配置需求仍在提升。通过提升高股息权益资产占比，获取资本增值收益和分红收益，可以降低潜在利差损风险。

图 5 高等级 15 年债到期收益率（单位：%）


资料来源：、湘财证券研究所

险资长期股票投资试点扩大，高股息资产配置有望持续增加。

政策加快推进中长期资金入市，险资作为中长期资金的重要一环，加快入市节奏有助于改善资本市场预期。根据证券时报，目前共有三批保险资金长期股票投资试点落地，规模合计 2220 亿元，参与机构包括大型保险公司和中小保险公司。其中，中国人寿与新华保险共同出资的鸿鹄基金已经开始运作，一季度鸿鹄基金 500 亿元投资已经落地。

险企设立私募股权投资基金能够优化保险资金长期资产配置，充分发挥保险资金稳定优势以支持资本市场，并产生反哺自身的良性循环效应。保险公司以权益法核算长期股权投资，或将公允价值变动计入其他综合收益账户，能够准确反映险企在被投资企业的权益变化，而股票价格变动不直接影响保险公司当期利润。预计险企对高股息资产的配置有望持续增加，分红进入利润表改善业绩表现。

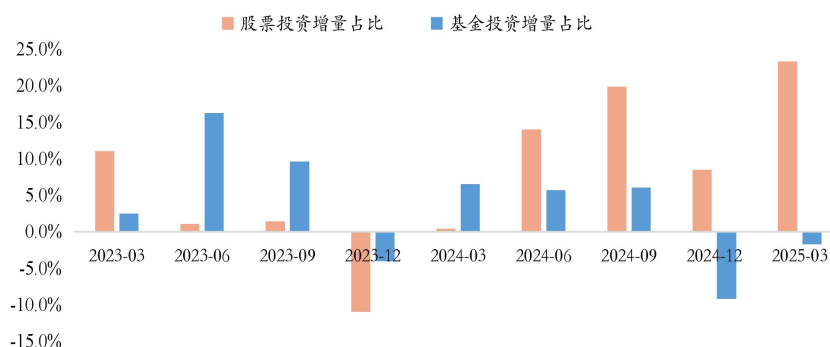
表 1 长期股票投资试点扩容

	获批时间	规模 (亿元)	参与试点保险公司
第一批	2023-10	500	中国人寿、新华保险 (各出资 250 亿元设立鸿鹄基金)
第二批	2025-01	520	太保寿险、泰康人寿、阳光人寿及相关 保险资管公司
	2025-03	600	人保寿险、中国人寿、太平人寿、新华 保险、平安人寿 (新华保险与中国人寿各出资 100 亿元 认购鸿鹄基金二期)
第三批	2025-05	600	中国人寿、新华保险、中小险企 (拟共同出资 400 亿元认购鸿鹄基金三 期)
合计		2220	

资料来源：证券时报网、湘财证券研究所

截至 2025 年一季度, 保险资金运用余额为 34.93 万亿元, 同比增长 16.7%, 保险资金投资股票和基金的比重分别为 8.1% 和 4.7%, 另有 7.8% 投资于长期股权。从增量投资结构来看, 股票投资占比趋于提升, 基金投资占比下降, 这与险资高股息股票投资意向提升有关。另一方面, 长期股票投资试点项目通过长期股权投资进行核算, 也对基金投资产生部分替代效应。

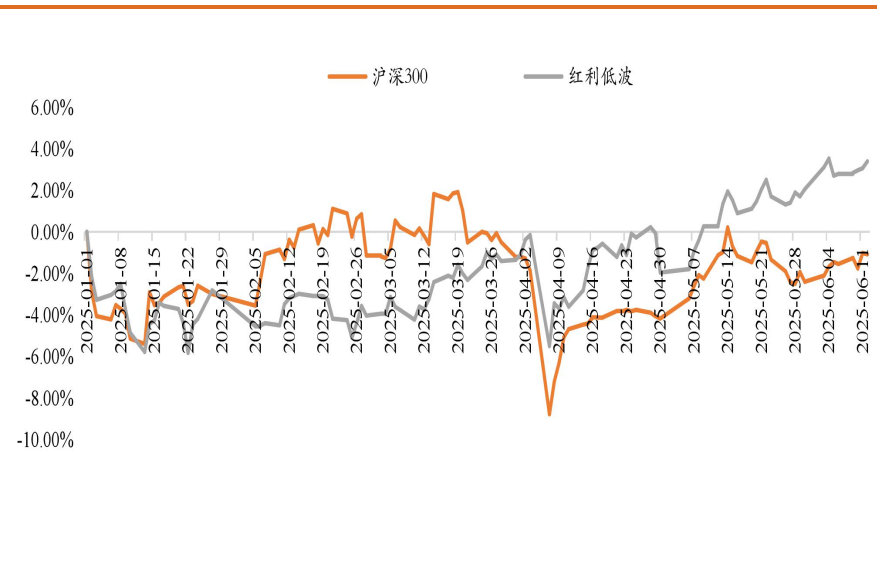
图 6 保险资金股票投资与基金投资增量占比



资料来源：、湘财证券研究所

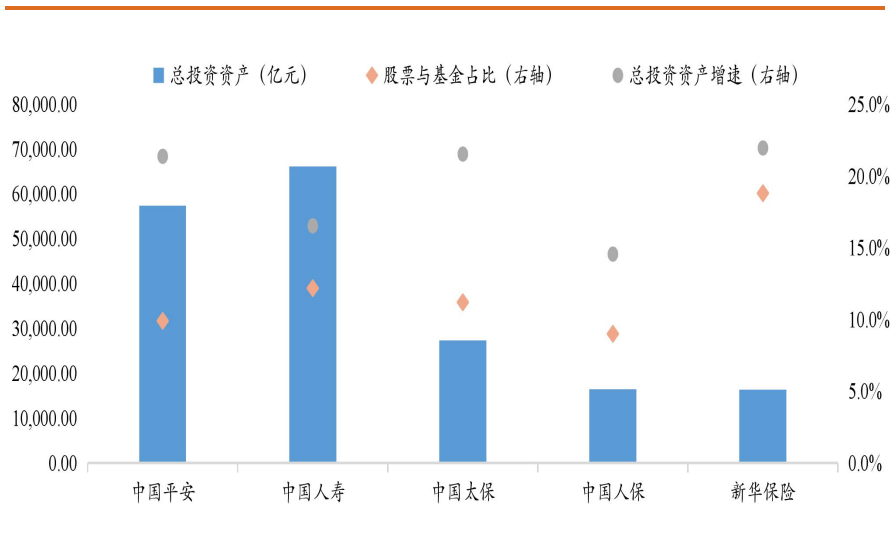
险企营收增长与总投资收益提升具有明显的相关性，增厚投资收益是稳定业绩的重要途径。2024 年，上市险企投资资产增长较快，平均投资资产增速达到 19%。从沪深 300 指数与红利资产收益率走势来看，险企上半年权益投资收益有望随着投资资产规模扩大而保持增长态势。其中，寿险公司由于权益性资产比例更高，资产端具有更强收益弹性。

图 7 沪深 300 与红利低波指数年初以来收益率

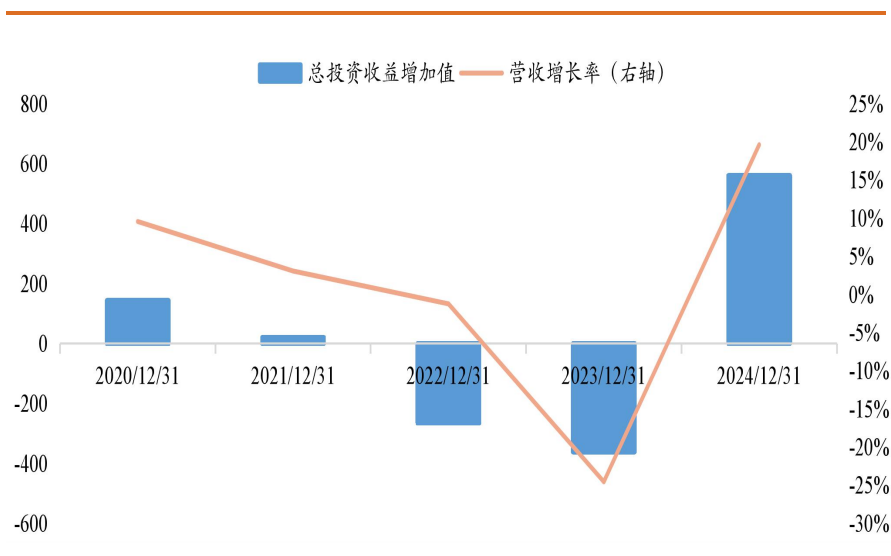


资料来源：、湘财证券研究所

图 8 2024 年上市险企投资资产增速与权益投资占比



资料来源：、公司财报、湘财证券研究所

图 9 上市险企总投资收益与营收增长（单位：亿元）


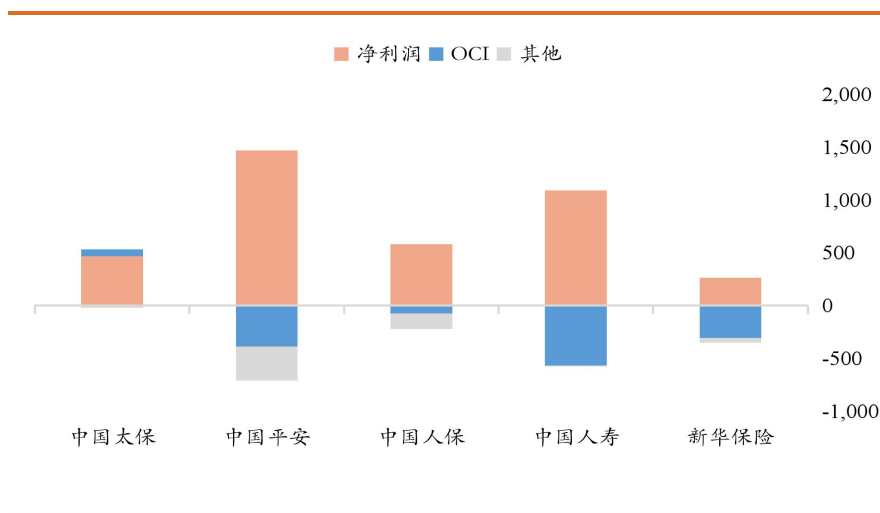
资料来源：、湘财证券研究所

3 资产负债匹配有待进一步优化

资产负债久期错配引起险企净资产波动。在 IFRS 17 准则下，折现率变动影响准备金负债所引起的“保险合同金融变动”计入 OCI 科目，同时，负债所对应投资资产进入 OCI 科目，如此负债端和资产端波动均进入 OCI，在同一个科目里相互抵消，可以减弱资产负债波动对利润表的影响。如果资产负债有效久期匹配良好，那么随着利率变动，OCI 账户综合变动有限，利率对净资产的影响将明显减弱。

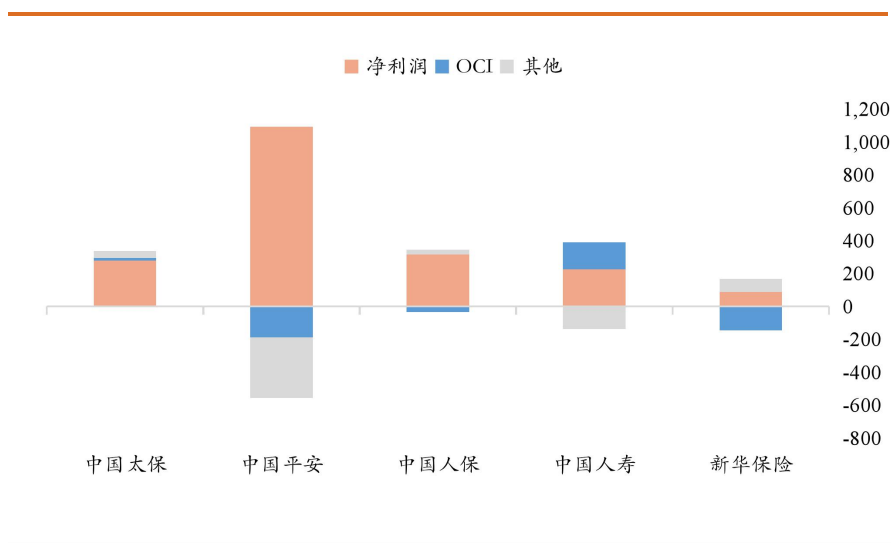
上市险企资产负债久期仍然存在错配。近年来，超长期特别国债大量发行，保险公司通过增配超长期债券，能够有效提高资产久期，降低资产负债久期缺口。观察上市银行 OCI 账户变动可以发现，除中国太保外，其他公司的 OCI 账户均为负值，这意味着在久期存在缺口的情况之下，险企净资产对利率仍然敏感，而险企负债久期通常更长，因而利率下行会导致净资产减少。

图 10 2024 年上市保险公司净资产变动构成（单位：亿元）



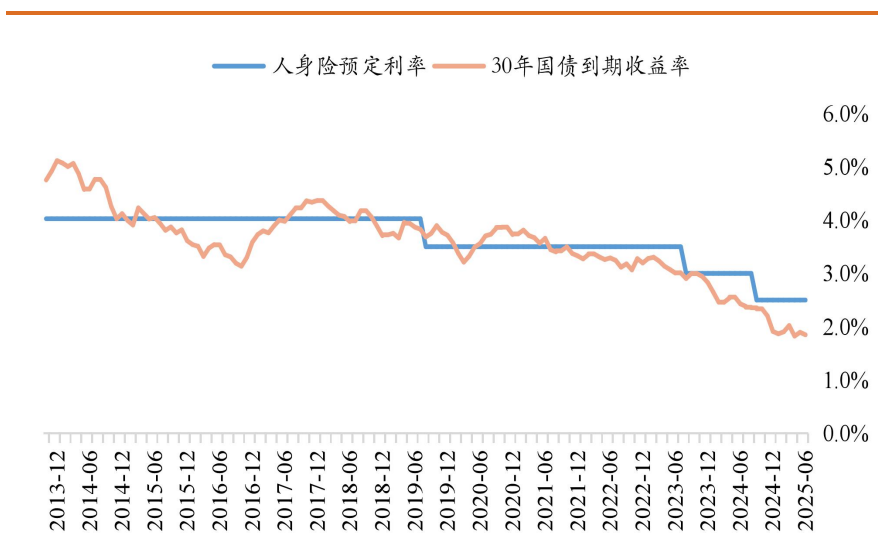
资料来源：、湘财证券研究所

图 11 2023 年上市保险公司净资产变动构成（单位：亿元）



资料来源：、湘财证券研究所

资产负债收益匹配待改善，长期资产收益率企稳面临挑战。从资产负债收益匹配情况来看，2013 年至 2023 年间，人身险产品预定利率长期在 3.5% 以上，而寿险负债久期较长，整体负债刚性成本仍然较高。在利率下行环境中，资产端净投资收益率呈下降趋势，资产负债收益匹配仍然面临挑战。

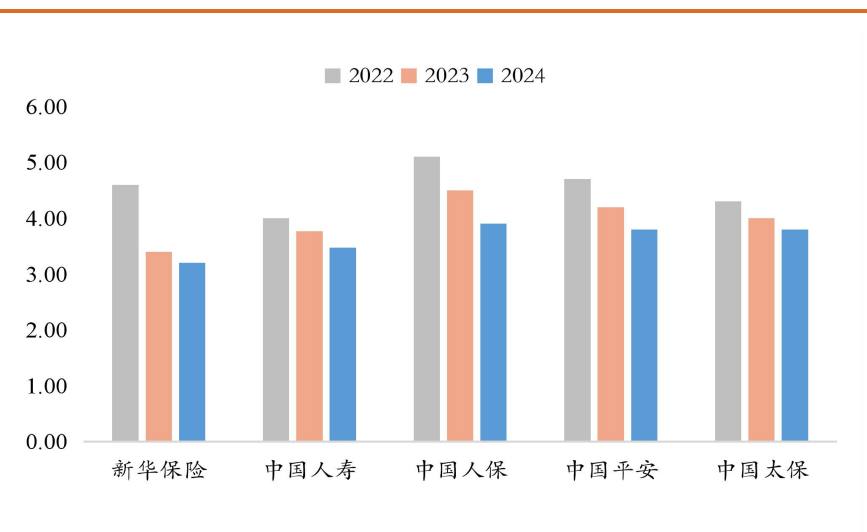
图 12 人身险产品预定利率与 30 年国债收益率


资料来源：、中国银行保险报网、湘财证券研究所

近三年，上市保险公司平均净投资收益率和平均总投资收益率均在 4% 左右，接近上市险企长期投资收益率假设。当前，长期高等级债券收益率已经行至 2% 左右的低位，权益市场震荡运行，受“低利率+资产荒”因素影响，长期资产收益率企稳仍然面临挑战。

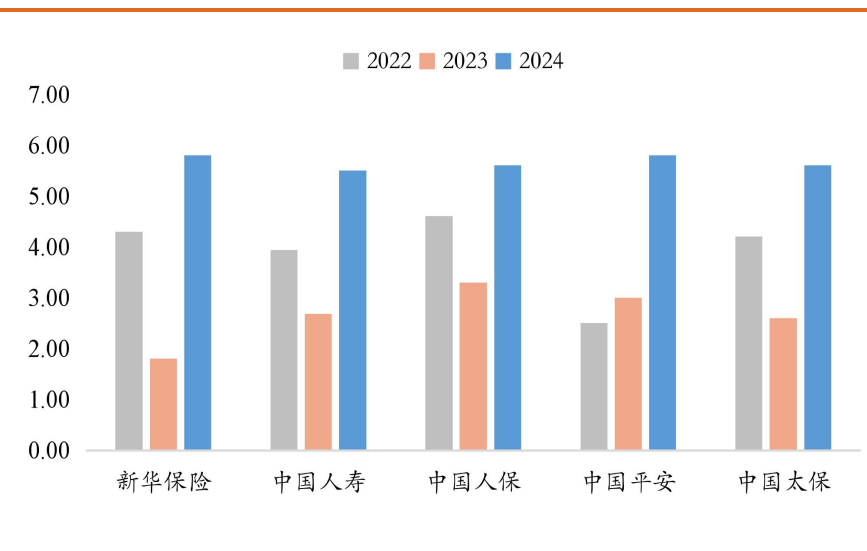
保险公司通过产品策略及投资策略调整应对利差损风险。今年以来，保险公司通过开发浮动收益的分红险产品，减少具有刚性成本的传统险产品占比，改善资负两端收益匹配情况。另一方面，保险公司在资产端增配具有更高收益的风险资产，通过调整资产结构来增强投资收益，减少低利率环境对长期投资收益率的掣肘。

图 13 上市保险公司净投资收益率（单位：%）



资料来源：、湘财证券研究所

图 14 上市保险公司总投资收益率（单位：%）

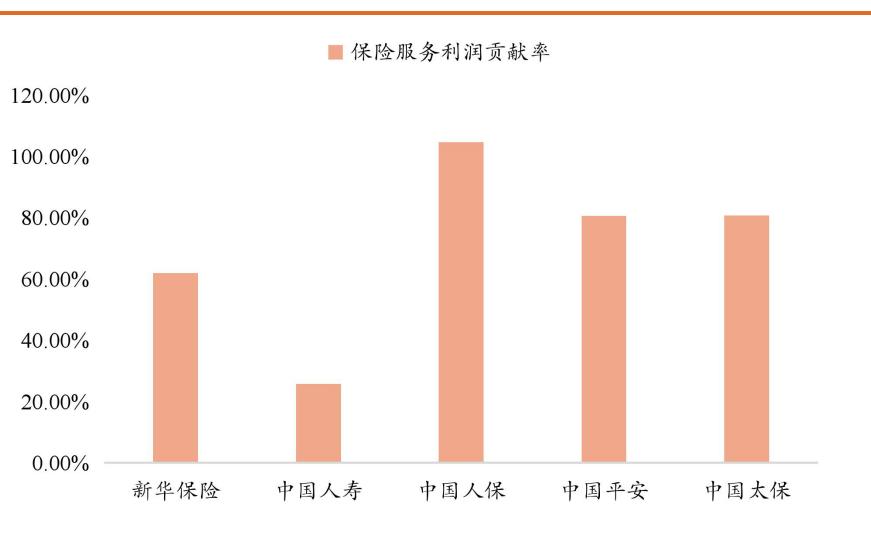


资料来源：、公司财报、湘财证券研究所

4 估值驱动主要来自资产端

保险合同服务构成主要利润贡献项，新业务价值提升有望提高保险服务业绩。保险服务业绩是保险公司的核心利润来源之一。从保险服务利润贡献率来看，合同服务业绩对利润的贡献多在六成以上。保险合同服务业绩增长有赖于新业务价值提升。“报行合一”降低佣金费率，提升保险新业务价值率，后续寿险保费增长修复，有望继续提升新业务价值。

图 15 2024 年保险服务利润贡献率



资料来源：、湘财证券研究所

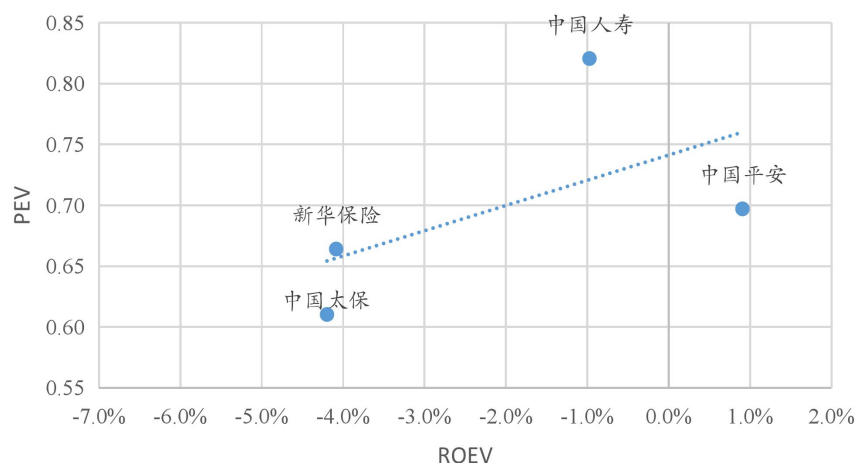
注：保险服务利润贡献率为保险服务业绩与归母净利润之比。中国人寿 2024 年实施新金融工具准则导致总投资收益大幅增长，降低保险服务利润贡献率。

险企利差损风险是压制估值的重要因素。当前，上市保险公司 PEV 估值水平为 0.70，市值水平低于险企内含价值。PEV 估值水平低于 1，隐含对内含价值变动的考量。若利率趋于下行，内含价值也将随之下降。

2024 年，险企 PEV 明显改善，主要是 2024 年 EV 和估值双双提升。估值提升的驱动力主要来自资本市场预期向好改善投资收益，以及“报行合一”佣金降低所引起的新业务价值率提升。银保渠道新业务价值率显著提升，后续对整体业务价值的贡献有望继续扩大。

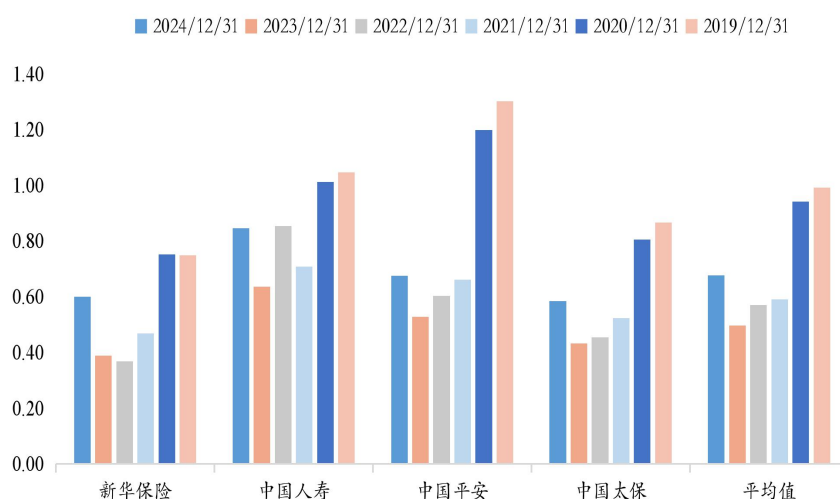
EV 受到投资收益率假设和风险贴现率假设的影响，当前投资收益率假设为 4%，风险贴现率假设在 8%到 9.5%之间。如果投资收益率和风险贴现率继续下行，将对 EV 造成较大压力。以中国太保和中国平安披露数据测算，当风险贴息率与投资收益率下降 50 BP，EV 下行幅度将在 12%~13%之间。

图 16 上市险企 PEV-ROEV



资料来源：、公司财报、湘财证券研究所，截至 2025 年 6 月 12 日

图 17 上市险企历史 PEV

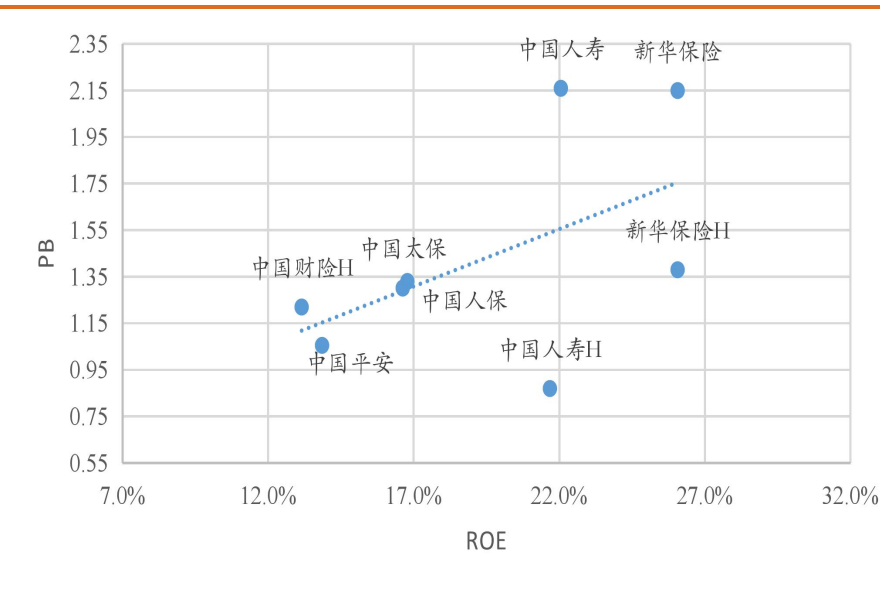


资料来源：、湘财证券研究所

在应用新保险合同准则后，保险公司净资产更能反映利率变化对资产负债价值的综合影响，PB 估值合理性提升。当前，5 家 A 股险企 PB 估值倍数均值为 1.6，与近十年 PB 估值中位数接近，估值处于历史中等水平。从 PB-ROE 坐标位置来看，A 股寿险估值水平相对较高，与其较高的 ROE 水平相适应，而港股市场对两家寿险公司估值较低。

由于利率波动对险企净资产的扰动，净资产未必随着保费收入增长而增长，需要综合考虑经济环境变动与新业务业绩贡献的影响。随着近年险企加大超长债配置，资产久期趋于提升，资产负债匹配度提高有利于缓解利率变动对净资产的影响。未来若经济环境和资本市场保持平稳，预计净资产有望保持增长态势，巩固险企估值稳定性。

图 18 上市险企 PB-ROE



资料来源：、湘财证券研究所，截至 2025 年 6 月 12 日

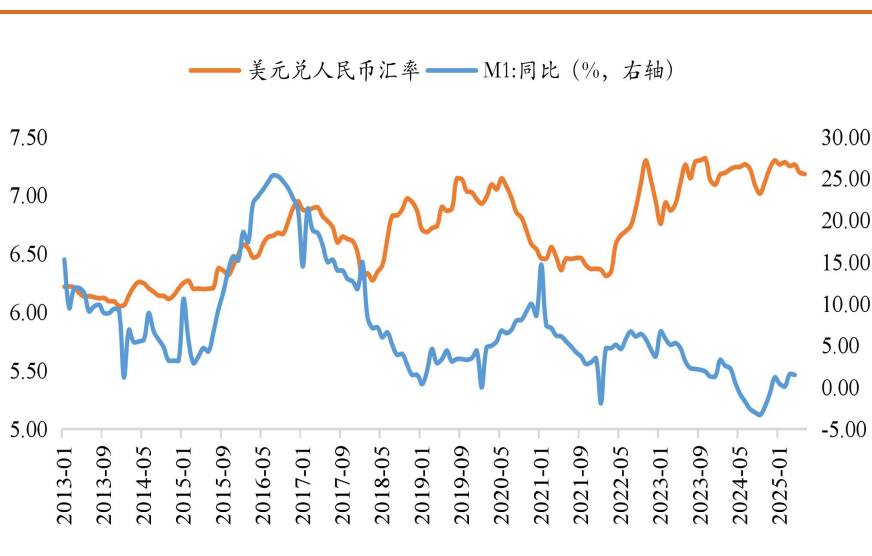
表 2 上市险企净资产增长率

	新华保险	中国人寿	中国人保	中国平安	中国太保
2020/12/31	20.4%	11.6%	10.7%	15.9%	20.5%
2021/12/31	6.7%	6.5%	8.6%	9.1%	5.2%
2022/12/31	-5.2%	-8.5%	1.3%	9.1%	0.7%
2023/12/31	2.1%	5.6%	10.3%	4.6%	14.3%
2024/12/31	-8.4%	10.9%	10.7%	6.2%	19.0%

资料来源：、湘财证券研究所

估值驱动主要来自资产端改善预期。随着稳市力度加大，后续资本市场有望保持缓步提升趋势，改善保险公司资产端投资预期。同时，去年以来险资加大股票投资力度，结构性行情继续演绎有望增厚险企投资收益。险资海外资产布局也有望加强，通过分散化组合配置提升资产端收益预期，促进保险公司投资业绩提升。在宽松货币政策、充足流动性支持下，险企估值水平有望随着资本市场预期改善而提升。

图 19 市场流动性有望好转



资料来源：、湘财证券研究所

图 20 AH 溢价处于低位



资料来源：、湘财证券研究所

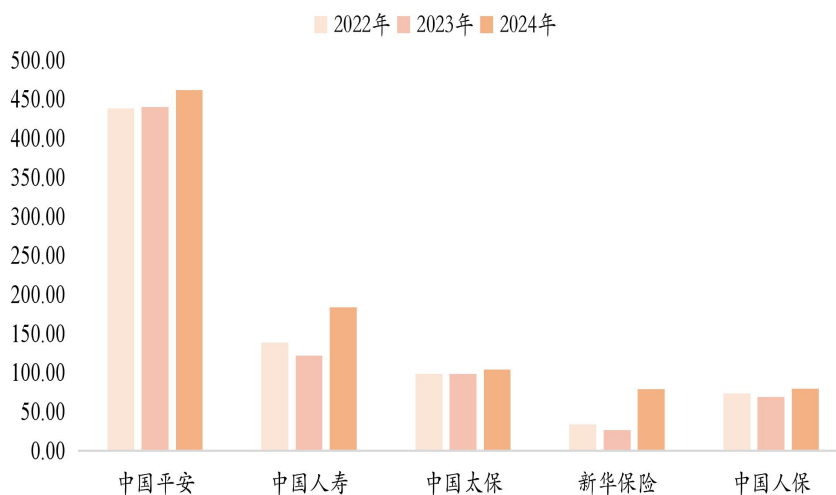
当前仍有部分险企股息率较高，而由于资产端弹性加强，保险股可以作为“高股息+弹性”标的。随着监管引导央企加强市值管理，大型险企有望通过保持分红金额，与市场股息策略资金形成共振。港股市场保险股估值水平较低，相对而言股息率较高，有望吸引增量资金流入。

图 21 上市险企 PB-股息率



资料来源：、湘财证券研究所，截至 2025 年 6 月 12 日

图 22 上市险企近年分红总额稳中有升（单位：亿元）



资料来源：、湘财证券研究所

5 投资建议

险企长期股票投资试点扩容，叠加资本市场维稳政策支持，权益投资占比提升增厚长期资产投资收益率，保险公司资产端收益预期有望继续改善，加强资负两端收益匹配。此外，险企通过配置超长期债券拉长资产久期，缓解资产负债久期错配压力，减少利差损风险。

三季度预定利率将面临动态调整，险企负债成本压力有望得以缓解，增强保单销售动力，有望推动寿险新业务价值增长。资产负债两端匹配度优化，资产端收益弹性加强，有望促进提升险企估值。建议关注资产负债管理能力较优、保险服务业绩领先的上市险企。维持行业“增持”评级。

6 风险提示

行业监管政策收紧，产品竞争力下降，导致保费收入增长不及预期；资本市场波动加剧，投资业绩表现不及预期；长期资产收益率改善不及预期，资产负债收益缺口扩大。

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。