保险 II

2026 年 04 月 09 日

资产向好驱动业绩高增，银保拉动新单增长

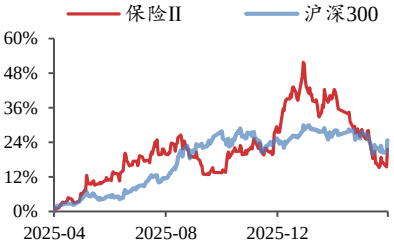
——行业深度报告

高超（分析师）
gaochao1@kysec.cn
证书编号：S0790520050001

张恩琦（联系人）
zhangenqi@kysec.cn
证书编号：S0790125080012

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《供需双端驱动，“优势产品”分红险正当时—行业深度报告》-2026.3.18

《储蓄和保障双重优势，保险占居民理财比重有望持续提升—行业深度报告》-2026.1.6

《拓宽产品形态和功能，健康险有望迎来增长新机遇—“健康险高质量发展意见”点评》-2025.10.8

● **股市向好叠加资产规模扩张，业绩、净资产和分红均实现较好增长**

（1）归母净利及利源拆分：2025 年上市险企归母净利润同比实现较快增长，主要受益于资产规模持续增长和股市上涨拉动投资服务业绩高增，同时，财险承保业绩亦成为业绩重要拉动因素。

（2）归母净资产：2025 年，各上市险企归母净资产、加回分红后归母净资产均实现同比增长，得益于净利润的释放和股市上行带动的净利润和净资产增长，同时 2025 年利率底部企稳，也为净资产企稳奠定基础。

（3）合同服务边际：2025 年，除中国平安外，各上市险企 CSM 余额小幅增长，中国平安 CSM 余额微降，但降幅较 2024 年有所收窄。除中国人寿外，各上市险企新业务 CSM 正增，中国人寿主要受市场利率变化的影响。

（4）内含价值：2025 年，各上市险企 EV 增速多数实现同比扩张，2025 年长端利率底部企稳，未再如 2024 年底一样调整投资收益率假设，EV 增速明显恢复。

● **寿险银保新单高增，分红险转型见效，财险 COR 改善，投资端显著增配权益**

（1）寿险：2025 年各上市险企新业务价值均实现同比高增，主要受益于新单和新业务价值的双向提升。其中新单增长主要受银保渠道全年新单增长拉动，新业务价值增长，主要得益于预定利率下调和产品结构的持续优化。同时，各上市险企分红险占比明显提升，转型初步取得成效。

（2）财险：2025 年财险行业整体及 3 家头部险企保费均实现稳步增长，3 家头部险企承保利润同比高增，得益于赔付率、费用率同比下降，带动险企 COR 同比显著改善。分险种看，全年车险同比增速均小幅下降，非车险增速多数快于车险成为保费增长重要拉动。

（3）投资：2025 年，各上市险企投资资产均实现双位数增长，TPL 及 OCI 项下均明显增配权益类资产，股市上涨带动多数上市险企总/综合投资收益率同比提升，净投资收益率延续下降趋势。

（4）偿付能力：多数上市险企偿付能力指标同比有所回落，仍高于监管要求。

● **展望 2026 年：负债端有望延续高质量增长，险企估值回到较低水位**

（1）负债端看，在居民存款潜力较大、居民养老和健康需求保持旺盛的背景下，分红险凭借 “保底+浮动”收益特性，有望成为存款迁移的重要受益对象，个险渠道有望修复，银保渠道有望延续高增，我们预计 2026 年上市险企 NBV 有望延续 2025 年的较快增长趋势。（2）资产端看，当下 10 年期国债收益率仍在 2%以下，再配置下预计净投资收益率延续小幅下降趋势，而利率底部企稳和预定利率调降利于新单利差企稳。美伊冲突压制 2026 年 1 季度 A 股和 H 股收益率，权益资产阶段性承压，对险企 1 季报业绩增长带来一定挑战，而保费驱动的资产规模双位数增长预期仍将延续，利于支撑险企全年盈利和分红稳步提升。（3）随着 3 月保险板块的调整，当下上市险企股息率较高、PEV 估值回到历史较低水平，1 季报 NBV 超预期有望带来正向催化，推荐负债端综合优势突出且低估值的中国太保和中国平安。

● **风险提示：**长端利率下行风险；资本市场波动风险。

目 录

1、 总体情况：业绩稳健增长，驱动因素有差异 4
1.1、 业绩表现：业绩同比增长，分红同比增加 4
1.2、 利源分析：股市拉动投资服务业绩，财险承保业绩亦是重要拉动 8
1.3、 EV：多数同比扩张，增速有分化 10
2、 业务情况：银保高增，分红险转型见成效 12
2.1、 寿险：银保渠道保持高增，个险受益分红险 12
2.2、 财险：COR 改善，新能源车险、非车险有亮点 15
2.3、 资产端：显著增配权益，发挥耐心资本优势 17
2.4、 偿付能力： 财险相对稳定，寿险相对承压，整体仍有弹性 20
3、 展望及投资建议 21
4、 风险提示 22

图表目录

图 1： 2025 年上市险企归母净利均正增，但增速分化 4
图 2： 扣非后，中国平安、中国人保增速变化较大 4
图 3： 2025 年各上市险企分部同比增速有分化 4
图 4： 2025 年中国平安营运利润中寿险占比最高，达 74%，财险增长和资管扭亏拉动整体增速（同比+10.3%） 5
图 5： 2025 年中国太保营运利润中寿险占比 79%，寿险增速（同比+4.8%）略慢于整体（同比+6.1%） 5
图 6： 2025 年末上市险企调整前后的归母净利润均较年初增长 5
图 7： 上市险企股息率回到较高水位 8
图 8： 2025 年各上市险企季度保险服务业绩节奏有差异 8
图 9： 2025 年各上市险企季度投资服务业绩节奏类似 8
图 10： 2025 年上市险企 EV 较年初均实现增长 11
图 11： 2025 年受预定利率下调、产品结构优化等原因影响，NBVM 均实现同比提升 12
图 12： 2025 年各上市险企个险 NBV 均实现同比增长 13
图 13： 除新华保险外，各上市险企 NBVM 同比增长 13
图 14： 2025 年各上市险企银保 NBV 均同比高增 14
图 15： 2025 年各上市险企银保 NBVM 均同比增长 14
图 16： 2025 年银保 NBV 占比进一步提升，部分险企银保成 NBV 主要贡献渠道 14
图 17： 2025 年中国平安分红险规模保费和占比双提升 15
图 18： 2025 年新华保险分红险原保费收入及占比双提升 15
图 19： 2025 年各上市险企退保率同比改善 15
图 20： 2025 年头部财险公司保费占行业的 62.6%，平安财保费同比增速高于行业 16
图 21： 2025 年行业及头部险企车险保费增速放缓 16
图 22： 2025 年行业非车险保费增速放缓，头部增速分化 16
图 23： 2025 年末中国人寿投资资产较年初+12.3%，权益类金融资产占比+3.4pct 18
图 24： 2025 年末中国平安投资资产较年初+13.2%，权益类金融资产占比+7.9pct 18
图 25： 2025 年末中国太保投资资产较年初+11.2%，权益类金融资产占比较年初+1.8pct 18
图 26： 2025 年末新华保险投资资产较年初+13.0%，权益类金融资产占比较年初提升 4.0pct 18
图 27： 2025 年末中国人保投资资产同比+15.8%，权益类金融资产占比较年初+4.0pct 19

表 1： 2025 年上市险企 CSM 余额变动趋缓，多数险企保单负债中未赚利润比例降低 6

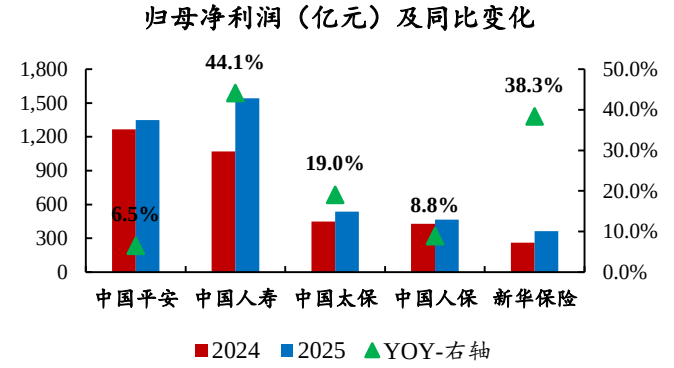
表 2：除中国人寿外，各家上市险企 CSM_0 同比正增，整体增速放缓 6
表 3：多数上市险企 CSM 摊销额同比增加，摊销比例有分化，多数在 8%-9%左右 6
表 4：2025 年上市险企全年拟分红均同比增长，多数分红率在 20%左右 7
表 5：上市险企分红持续稳健增长 7
表 6：2025 年中国平安集团归母净利主要靠寿险及健康险业务拉动，其他收入成本净额亏损减少带来正面作用 9
表 7：2025 年中国太保业绩增长主要依靠投资服务业绩和财险拉动 9
表 8：2025 年中国人保业绩增长主要依靠投资服务业绩、健康险和财产险分部拉动 9
表 9：2025 年中国人寿业绩主要靠保险服务业绩拉动，新华保险业绩主要靠投资服务业绩和其他收入成本减亏拉动 10
表 10：2025 年上市险企 EV 主要靠 EV 预期回报、NBV 拉动 11
表 11：我们测算，2025 年上市险企 VIF 打平收益率有分化，变化幅度较小 11
表 12：2025 年，各上市险企新业务价值均实现同比高增 12
表 13：2025 年，各上市险企新单均实现同比增长，增速主要靠银保拉动 13
表 14：2025 年，财险行业及头部公司（除太保财外）非车险挤占车险保费占比 16
表 15：2025 年各头部财险公司承保利润均保持高速增长，综合成本率均实现同比改善 17
表 16：监管发文加强财险公司非车险业务监管，非车险“报行合一”自 2025 年 11 月 1 日起逐步实施 17
表 17：2025 年末，各上市险企 TPL 项和 OCI 项下股票资产占比均同比提升 19
表 18：多数上市险企总/综合投资收益率同比提高，净投资收益率同比下降 20
表 19：2025 年，多数财险公司偿付能力整体相对稳定，部分寿险和健康险公司偿付能力承压 20
表 20：监管在行业“量增”机遇下审慎防范利差风险 21
表 21：受益标的估值表-寿险 21

1、 总体情况：业绩稳健增长，驱动因素有差异

1.1、 业绩表现：业绩同比增长，分红同比增加

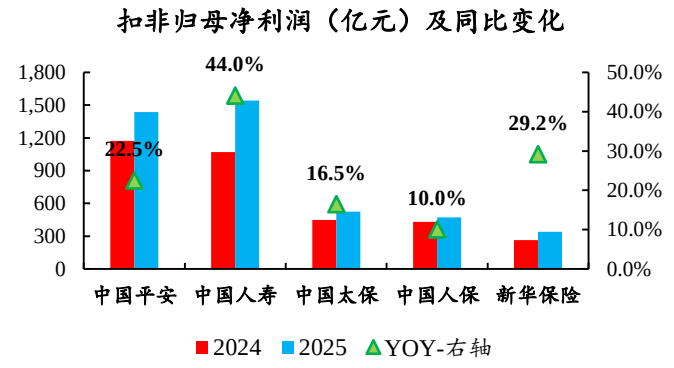
牛市叠加险企增配权益，2025 年上市险企净利润同比实现较快增长。2025 年全年 5 家上市险企归母净利均实现同比增长，主要得益于权益市场上行和险企积极增配权益资产等因素。分公司看，中国人寿和新华保险 TPL 类权益资产配置比例较高，牛市下利润弹性突出，业绩增速领跑；中国人保受 2024 年会计准则调整带来的保险服务业绩高基数影响，利润同比增速较低；中国平安归母净利润增速较慢主要受非经常性损益影响。

图1：2025 年上市险企归母净利均正增，但增速分化



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

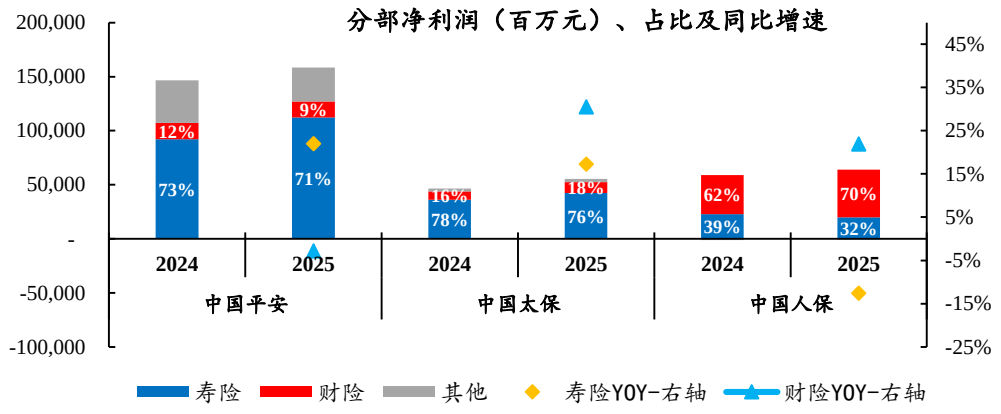
图2：扣非后，中国平安、中国人保增速变化较大



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2025 年多数险企的财险分部净利润实现同比较好增长。集团保险公司从分部看，中国平安寿险盈利占主导，净利润增长主要靠寿险拉动，总投资收益同比减少拖累平安财险分部业绩，但其承保利润同比+96.2%，其他分部中，资产管理分部亏损减少 81 亿，减亏明显；中国太保也是寿险盈利占主导，寿险、财险均实现正增长，整体增速主要靠财险拉动；中国人保财险盈利占主导，寿险出现负增长主要受新准则实施带来 2024 年保险服务业绩高基数，财险拉动整体增长。

图3：2025 年各上市险企分部同比增速有分化

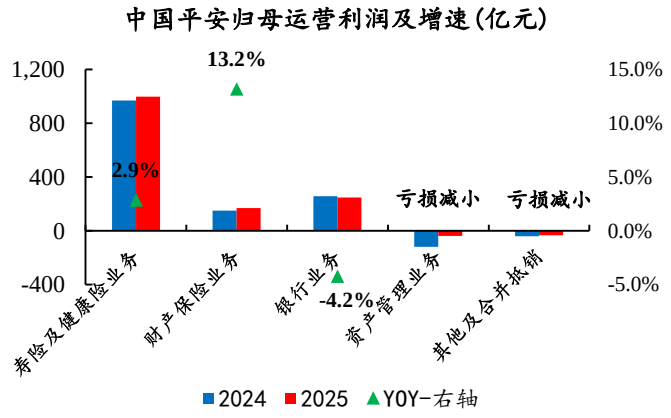


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：中国平安其他分部包括银行+资产管理+金融赋能+其他业务及合并抵消；中国太保其他分部包括资产管理+其他及抵消；中国人保其他分部包括资产管理+总部及其他+抵消金额。

营运利润看，2025 年中国平安、中国太保仍寿险占主导，但寿险同比增速慢于整体。2025 年全年，中国平安营运利润 1344 亿元，同比+10.3%，分部看，寿险营运利润 998 亿元，同比+2.9%，明显慢于整体，占比 74.2%，同比-5.4pct，但由于基数较大，全年稳健增长仍对整体有拉动作用；财险营运利润 169 亿元，同比+13.2%，盈利分部中唯一高于整体增速，对整体增速有正向拉动；资产管理业务亏损同比减少 81 亿元，占集团全年总增长的 65%，是拉动全年营运利润增长的主要分部之一。中国太保 2025 年全年营运利润 365 亿元，同比+6.1%，寿险 289 亿元，同比+4.8%，寿险占比 79%，全年同比增长中 63%来源于寿险，但从增速看，其他分部整体增速快于寿险，拉动整体增速。

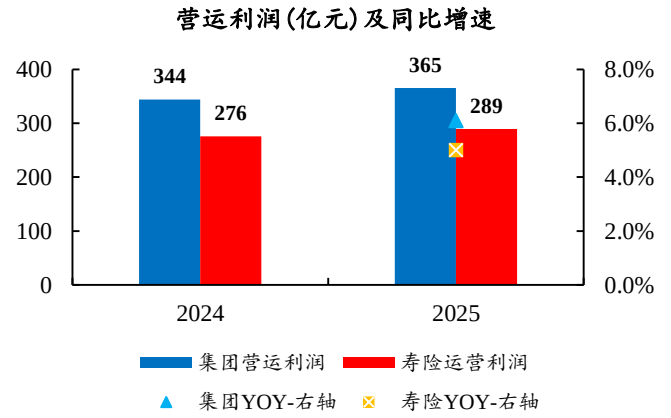
图4：2025 年中国平安营运利润中寿险占比最高，达 74%，财险增长和资管扭亏拉动整体增速（同比+10.3%）



数据来源：中国平安公告、开源证券研究所

注：其他及合并抵销包括金融赋能业务和其他业务及合并抵销

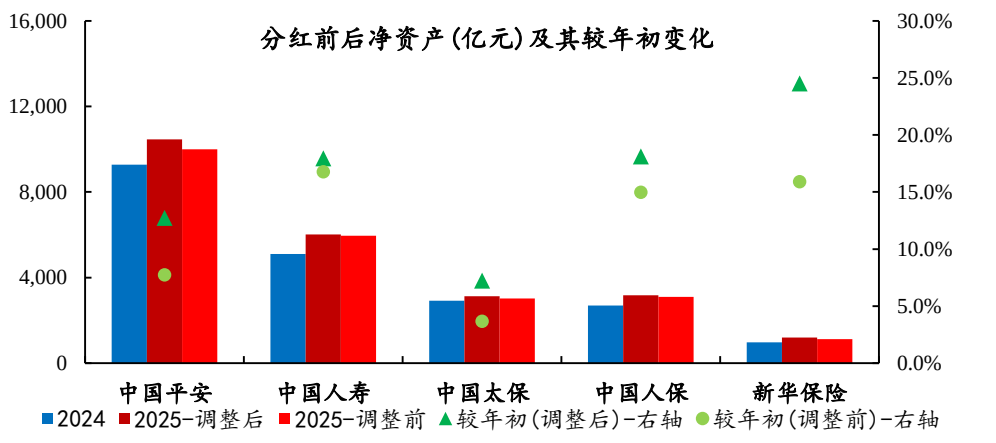
图5：2025 年中国太保营运利润中寿险占比 79%，寿险增速（同比+4.8%）略慢于整体（同比+6.1%）



数据来源：中国太保公告、开源证券研究所

2025 年末上市险企归母净资产和加回分红后归母净资产均较年初上升。截至 2025 年末，中国平安/中国人寿/中国太保/中国人保/新华保险归母净资产较年初+7.7%/16.8%/3.7%/15.0%/15.9%，调整（加回分红）后归母净资产较年初+12.7%/18.0%/+7.2%/18.1%/24.5%。2025 年，归母净资产增长主要得益于净利润的释放和股市上行带动的净利润和净资产增长，同时 2025 年利率底部企稳，也为净资产企稳奠定基础。

图6：2025 年末上市险企调整前后的归母净利润均较年初增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2025 年末多数上市险企 CSM 余额小幅增长；多数险企 CSM_0 正增，但小于摊销值。2025 年末，除中国平安外，各上市险企 CSM 余额同比正增，除中国人寿外，新业务 CSM 均实现同比正增，多数上市险企 CSM 摊销比例基本稳定。分公司看，中国人寿余额同比增速由负转正，但新业务 CSM 同比下降，主要是受市场利率变化的影响，CSM 摊销比例增大，预计存量重估对冲新业务和摊销拖累；中国平安是唯一 CSM 余额微降的上市险企，但降幅有所收窄，同比下滑预计受资产、负债端所用精算假设不同导致。

表1：2025 年上市险企 CSM 余额变动趋缓，多数险企保单负债中未赚利润比例降低

CSM 余额（亿元）	2024A	余额较年初	2025A	余额较年初
中国人寿	7,425	-3.5%	7,684	3.5%
中国平安	7,313	-4.8%	7,251	-0.8%
中国太保(寿险)	3,421	5.6%	3,530	3.2%
新华保险	1,759	4.1%	1,817	3.3%
人保寿险	926	22.4%	1,045	12.9%
人保健康	202	18.9%	234	16.0%

CSM 余额/保险合同负债	2024A	2025A
中国人寿	12.7%	12.1%
中国平安（寿险及健康险业务）	14.7%	13.5%
中国太保(寿险)	16.4%	15.2%
新华保险	12.9%	11.9%
人保寿险	14.9%	15.1%
人保健康	21.9%	22.4%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表2：除中国人寿外，各家上市险企 CSM_0 同比正增，整体增速放缓

新业务合同服务边际（亿元）	2024A	YOY	2025A	YOY
中国人寿	577.1	12.9%	530.7	-8.0%
中国平安（寿险及健康险业务）	354.1	-9.1%	366.9	3.6%
中国太保(寿险)	183.9	57.3%	198.9	7.7%
新华保险	110.0	78.3%	118.8	8.0%
人保寿险	141.5	53.2%	173.8	22.8%
人保健康	109.8	72.6%	128.3	16.8%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表3：多数上市险企 CSM 摊销额同比增加，摊销比例有分化，多数在 8%-9%左右

合同服务边际摊销额及比例	摊销额		摊销比例	
	2025A	YOY	2025A	较 2024 年变动
中国人寿	684.8	6.8%	9.2%	+0.9pct
中国平安	681.9	-4.2%	8.6%	-0.3pct

合同服务边际摊销额及比例	摊销额		摊销比例	
	2025A	YOY	2025A	较 2024 年变动
（寿险及健康险业务）				
中国太保	272.4	1.5%	7.9%	-0.4pct
新华保险	165.5	5.6%	9.4%	0.1pct
中国人保	178.5	20.8%	15.7%	-0.1pct

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：中国平安数据来源于年报寿险及健康险业务业绩描述；中国人寿、中国太保、新华保险和中国人保数据来源于集团未采用保费分配法的保险合同的履约现金流量和合同服务边际余额调节表。

2025 年上市险企分红实现不同幅度增长。上市险企营运利润或净利润增长成为支持分红增长的重要因素，中国平安和中国太保分红主要以营运利润为基础，分红率同比波动不大。牛市下，中国人寿、新华保险在净利润实现较快增长的背景下，分红率（以归母净利润为基础测算）同比小幅回落符合预期，中国人保分红率同比有所提升，财险承保业绩提升带来支撑。

表4：2025 年上市险企全年拟分红均同比增长，多数分红率在 20%左右

单位：亿元	全年拟分红（中期+年末）		分红率	
	2025A	YOY	2025	2024
中国人寿	241.9	31.7%	15.7%	17.2%
中国平安	488.9	5.9%	36.4%	37.9%
中国太保	110.6	6.5%	30.3%	30.2%
新华保险	85.2	7.9%	23.5%	30.1%
中国人保	97.3	22.2%	20.9%	18.6%

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

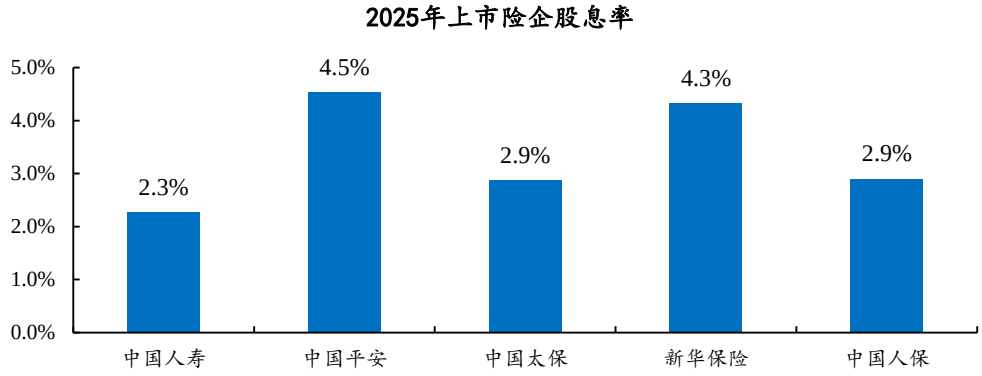
注：中国平安、中国太保分红率用全年分红（或拟分红）/营运利润计算，其他公司用全年分红（或拟分红）/归母净利润计算

表5：上市险企分红持续稳健增长

单位：元	2024		2025	
	每股分红	YOY	每股分红	YOY
中国人寿	0.65	51.2%	0.86	31.7%
中国平安	2.54	4.9%	2.70	6.5%
中国太保	1.08	5.9%	1.15	6.5%
新华保险	2.53	197.6%	2.73	7.9%
中国人保	0.18	15.4%	0.22	22.2%

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

图7：上市险企股息率回到较高水位



数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

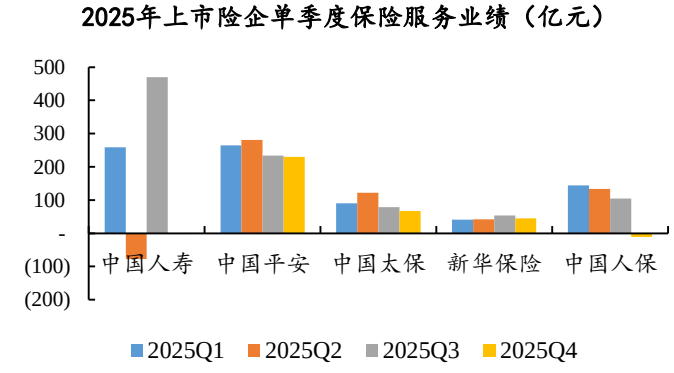
注：股息率计算使用 2026 年 4 月 8 日股价

1.2、 利源分析：股市拉动投资服务业绩，财险承保业绩亦是重要拉动

2025 年，股市拉动投资服务业绩高增，财险承保业绩亦是重要拉动。拆分利源：（1）从单季度看，各上市险企保险服务业绩节奏各有不同，新华保险相对平稳，中国人寿波动相对较大；投资服务业绩节奏相似，受益于股市上涨，3 季度各上市险企投资服务业绩较大幅增长。（2）从分部看，中国平安主要靠寿险分部拉动，同时其他收入成本净额亏损减少带来正面作用；中国太保、中国人保主要靠投资服务业绩、财险分部拉动业绩，中国人保健康险分部也对总净利润增长有拉动作用；新华保险的投资服务业绩增长和其他收入成本净额亏损减少拉动整体业绩；中国人寿受益于利率抬升下 VFA 项下保单保险服务费用减少，保险服务业绩同比大幅提升，拉动整体业绩。

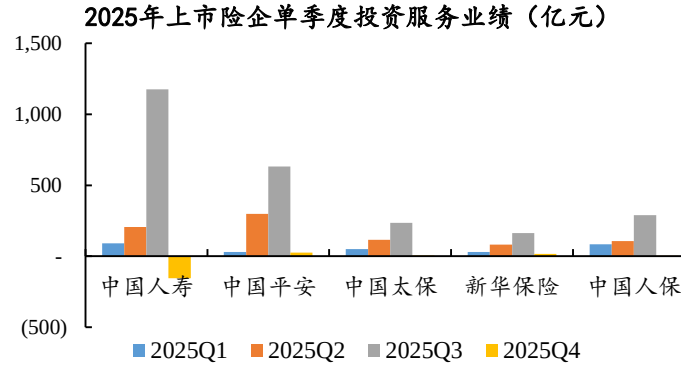
计算方法：保险服务业绩=保险服务收入-保险服务费用- (分出保费分摊-摊回保险服务费用) -提取保费准备金；投资服务业绩=利息收入+投资收益/损失+公允价值变动收益- (承保财务损失-分出在保险财务收益)。

图8：2025 年各上市险企季度保险服务业绩节奏有差异



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图9：2025 年各上市险企季度投资服务业绩节奏类似



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表6：2025 年中国平安集团归母净利主要靠寿险及健康险业务拉动，其他收入成本净额亏损减少带来正面作用

单位：亿元	中国平安								
	集团			寿险及健康险			财产险		
	2024A	2025A	YOY	2024A	2025A	YOY	2024A	2025A	YOY
保险服务业绩	981	1,010	3%	872	866	-1%	113	145	29%
投资服务业绩	1,020	986	-3%	430	583	36%	64	97	51%
其他收入成本净额	-297	-140	亏损减少	-318	-215	亏损减少	8	-54	由盈转亏
税前利润总额	1,705	1,856	9%	983	1,234	25%	185	188	2%
所得税费用	-238	-273	15%	-63	-111	77%	-35	-42	21%
归母净利润	1,266	1,348	6%	930	1,087	17%	150	145	-3%
少数股东归母净利润	201	235	17%	-9	36	489%	1	1	-4%
承保利润占比	58%	54%	-3.1pct	89%	70%	-18.5pct	61%	77%	+16.3pct
投资利润占比	60%	53%	-6.7pct	44%	47%	+3.6pct	35%	52%	+17.0pct
其他业务净收入占比	-17%	-8%	+9.9pct	-32%	-17%	+14.9pct	4%	-29%	-33.3pct

数据来源：中国平安公告、开源证券研究所

表7：2025 年中国太保业绩增长主要依靠投资服务业绩和财险拉动

单位：亿元	中国太保								
	集团			寿险			财产险		
	2024A	2025A	YOY	2024A	2025A	YOY	2024A	2025A	YOY
保险服务业绩	348	357	3%	297	291	-2%	49	66	33%
投资服务业绩	302	405	34%	183	264	44%	61	81	31%
其他收入成本净额	-94	-101	亏损增加	-55	-60	亏损增加	-17	-19	亏损增加
税前利润总额	556	661	19%	425	495	17%	94	127	35%
所得税费用	-91	-107	17%	-64	-72	-13%	-18	-28	57%
净利润	464	554	19%	361	424	17%	76	100	30%
承保利润占比	63%	54%	-8.6pct	70%	59%	-11.0pct	52%	52%	-0.8pct
投资利润占比	54%	61%	+6.9pct	43%	53%	+10.2pct	65%	63%	-2.0pct
其他业务净收入占比	-17%	-15%	+1.6pct	-13%	-12%	+0.8pct	-18%	-15%	+2.8pct

数据来源：中国太保公告、开源证券研究所

表8：2025 年中国人保业绩增长主要依靠投资服务业绩、健康险和财产险分部拉动

单位：亿元	中国人保											
	集团			寿险			健康险			财产险		
	2024A	2025A	YOY	2024A	2025A	YOY	2024A	2025A	YOY	2024A	2025A	YOY
保险服务业绩	388	371	-4%	147	80	-46%	77	86	11%	158	201	27%
投资服务业绩	377	481	28%	82	133	62%	11	23	110%	280	314	12%
其他收入成	-59	-107	亏损增	-26	-78	亏损增	-3	-10	亏损增	-14	-1	亏损减

单位：亿元	中国人保											
	集团			寿险			健康险			财产险		
本净额			加			加			加			少
税前利润总额	706	745	6%	204	135	-34%	85	99	17%	423	513	21%
所得税费用	-128	-115	-10%	-33	-17	-49%	-28	-18	-37%	-62	-73	18%
净利润	578	630	9%	171	118	-31%	57	82	43%	361	440	22%
承保利润占比	55%	50%	-5.2pct	72%	59%	-13.1pct	91%	87%	-4.0pct	37%	39%	+1.8pct
投资利润占比	53%	65%	+11.2pct	40%	99%	+58.4pct	13%	23%	+10.4pct	66%	61%	-5.0pct
其他业务净收入占比	-8%	-14%	-6.0pct	-13%	-58%	-45.3pct	-4%	-10%	-6.4pct	-3%	0%	+3.1pct

数据来源：中国人保公告、开源证券研究所

表9：2025 年中国人寿业绩主要靠保险服务业绩拉动，新华保险业绩主要靠投资服务业绩和其他收入成本减亏拉动

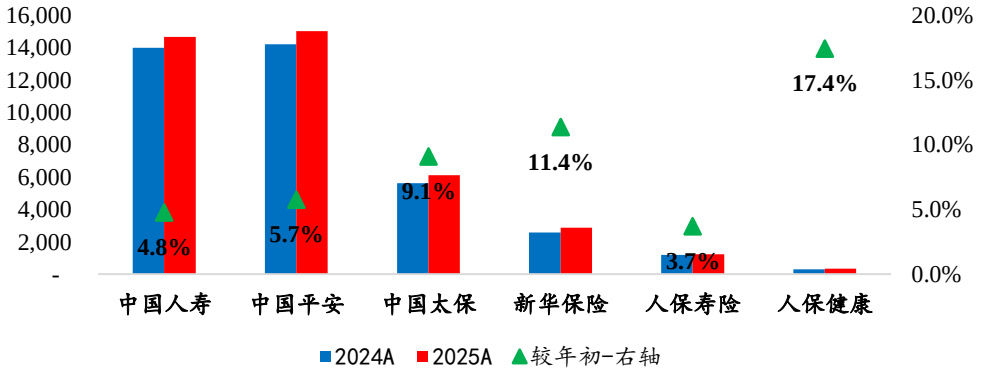
单位：亿元	中国人寿			新华保险		
	2024A	2025A	YOY	2024A	2025A	YOY
保险服务业绩	280	649	132%	159	181	14%
投资服务业绩	1,002	1,318	32%	228	290	27%
其他收入成本净额	-130	-151	亏损增加	-106	-66	亏损减少
税前利润总额	1,152	1,816	58%	281	405	44%
所得税费用	-63	-251	300%	-19	-42	122%
归母净利润	1,069	1,541	44%	262	363	38%
少数股东归母净利润	20	25	23%	0.04	0.05	25%
承保利润占比	24%	36%	+11.4pct	57%	45%	-11.8pct
投资利润占比	87%	73%	-1386%	81%	72%	-9.5pct
其他业务净收入占比	-11%	-8%	+3.0pct	-38%	-16%	+21.3pct

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

1.3、 EV：多数同比扩张，增速有分化

2025 年上市险企 EV 增速多数实现同比扩张。2024 年上市险企 EV 增速整体承压，主要受投资收益率假设调降 0.5pct 影响，2025 年长端利率底部企稳，未再调整投资收益率假设，EV 增速明显恢复。平安和国寿 EV 增速较低，分别受分红及资本变动、市场价值调整的负向影响。人保寿险和人保健康的 NBV 贡献正向增速较快。

图10：2025 年上市险企 EV 较年初均实现增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表10：2025 年上市险企 EV 主要靠 EV 预期回报、NBV 拉动

内含价值贡献	中国人寿		中国平安		中国太保		新华保险		中国人保-寿险		中国人保-健康险	
	2024A	2025A	2024A	2025A	2024A	2025A	2024A	2025A	2024A	2025A	2024A	2025A
内含价值预期回报	7.9%	5.4%	6.9%	6.1%	7.2%	6.4%	6.6%	6.0%	6.3%	5.4%	7.8%	6.9%
新业务价值	2.7%	3.3%	3.9%	5.1%	3.3%	4.4%	2.5%	3.8%	5.3%	7.3%	32.9%	30.3%
营运经验偏差	0.1%	0.1%	1.8%	1.7%	1.3%	0.4%	1.9%	2.7%				
投资回报偏差	5.1%	4.8%	2.6%	3.6%	6.6%	-0.6%	8.1%	2.5%	4.7%	2.2%	-8.5%	0.6%
市场价值调整	8.4%	-6.9%	1.9%	-1.2%	3.6%	-1.1%			9.5%	-0.2%	-0.1%	0.2%
股东分红及资本变动	-1.4%	-1.4%	-4.9%	-4.8%	-1.7%	-1.7%	-1.7%	-3.2%				
评估方法和模型变化	-11.6%	-0.5%	-10.1%	0.0%	-16.0%	1.7%	-14.2%	0.0%	-26.2%	-5.5%	-12.0%	-19.0%
其他	0.0%	0.0%	-1.6%	-2.3%	0.6%	0.6%	0.0%	-0.4%	18.4%	-5.6%	13.8%	-1.5%
内含价值增长	11.2%	4.8%	0.5%	8.2%	4.9%	10.2%	3.2%	11.4%	18.0%	3.7%	33.9%	17.4%
集团内含价值增长			2.3%	5.7%	6.2%	9.1%						

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

我们测算，2025 年多数上市险企 VIF 打平收益率同比变化有分化，但幅度均较小。据测算，中国人保、新华保险打平收益率较高，负债成本相对较高且同比微增；中国人寿打平收益率相对较低，同比持平；中国太保在几家中打平收益率最低且同比下降，负债成本进一步改善。

表11：我们测算，2025 年上市险企 VIF 打平收益率有分化，变化幅度较小

VIF 打平收益率	2025A	2024A	同比变化
中国人寿	2.44%	2.44%	-0.001pct
中国太保	2.18%	2.21%	-0.03 pct
新华保险	3.02%	3.01%	+0.01pct
中国人保	3.49%	3.45%	+0.04pct

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2、 业务情况：银保高增，分红险转型见成效

2.1、 寿险：银保渠道保持高增，个险受益分红险

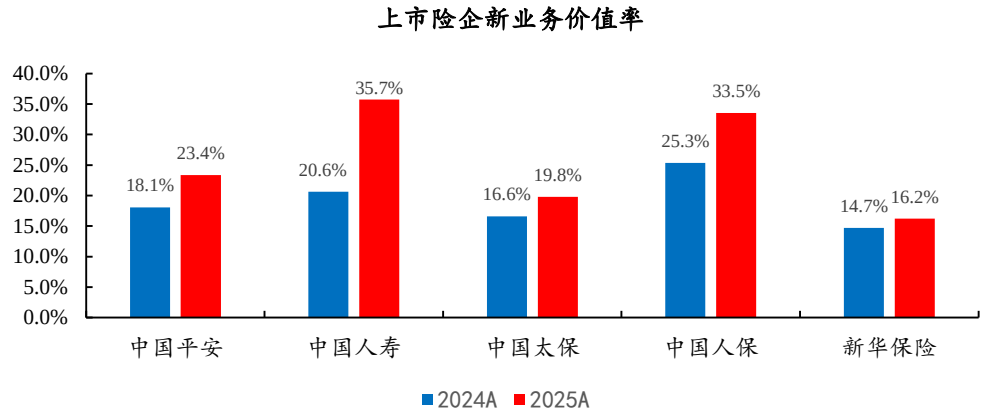
2025 年，各上市险企 NBV 均实现同比高增，主要得益于新单高增和预定利率调降带来的价值率同比高增。2025 年，5 家上市险企新业务价值均实现超 20%以上的同比增长，最高增速达 64.5%（人保寿险），新业务价值的高增主要得益于：（1）新业务价值率提升：预定利率下降、报行合一持续深化、产品结构持续优化等因素持续优化新业务价值率；（2）新单同比快速增长：分红险转型，产品吸引力提升，各险企大力发展银保渠道带动多数险企新单高速增长。

表12：2025 年，各上市险企新业务价值均实现同比高增

新业务价值（亿元）	达成	YOY（可比口径）
中国平安(寿险及健康险业务)	369	29.3%
中国人寿	458	35.7%
中国太保(太保寿险)	186	40.1%
中国人保(人保寿险)	82	64.5%
新华保险	98	57.4%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图11：2025 年受预定利率下调、产品结构优化等原因影响，NBVM 均实现同比提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：除中国太保外，均采用首年保费和可回溯口径计算新业务价值率，中国太保新业务价值率为年报披露口径，未注明具体计算口径

2025 年各上市险企新单均实现同比增长，银保是主要驱动因素，部分险企银保新单占比过半。2025 年全年 5 家上市险企银保渠道新单同比增速均超过个险渠道，人保寿险、新华保险全年新单中，银保渠道占比已经超过 60%。除新华保险外，各险企全年个险渠道新单同比呈现基本持平或负增长趋势，随着分红险改革的持续深化，个险渠道增速或将逐步改善。

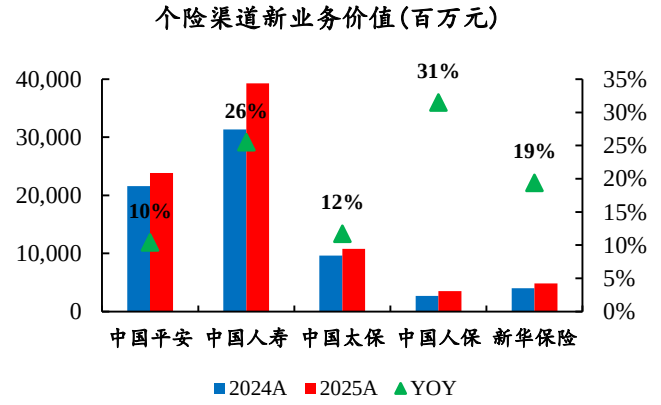
表13：2025 年，各上市险企新单均实现同比增长，增速主要靠银保拉动

单位：亿元	新单保费		个险渠道新单		银保渠道新单		
	达成	YOY	达成	YOY	达成	YOY	占比
中国平安（寿险及健康险业务）	2,112	1.5%	1,323	-11.1%	419	92.2%	20%
中国人寿	2,341	9.3%	1,095	-8.1%	585	95.7%	25%
中国太保（太保寿险）	913	15.7%	369	0.04%	394	35.5%	43%
中国人保（人保寿险）	577	29.5%	163	-5.1%	385	41.4%	67%
新华保险	617	44.9%	208	39.3%	379	52.3%	62%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

个险渠道：各家上市险企 NBV 均实现同比提升，除新华保险外，新业务价值率均实现同比增长。2025 年，5 家上市险企个险渠道均实现两位数以上同比正增，在大部分险企新单保费同比下降或持平的背景下，新业务价值保持正增，主要得益于预定利率下调驱动新业务价值率提升和产品结构的持续优化。新华保险个险渠道新业务价值率降低，但因新单高速增长，全年 NBV 增长未受影响。

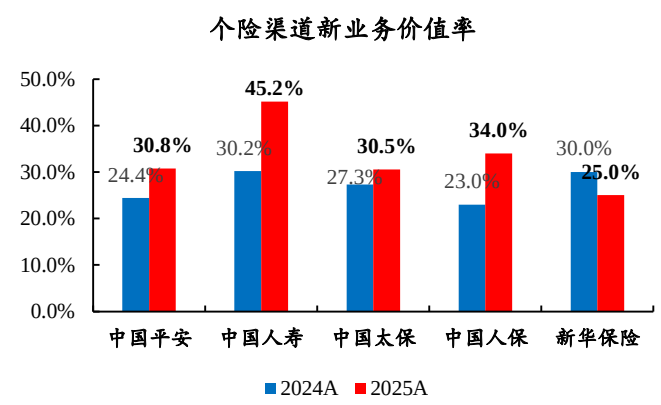
图12：2025 年各上市险企个险 NBV 均实现同比增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：除中国人保、中国太保外采用回溯口径计算 2024 年同期新业务价值

图13：除新华保险外，各上市险企 NBVM 同比增长

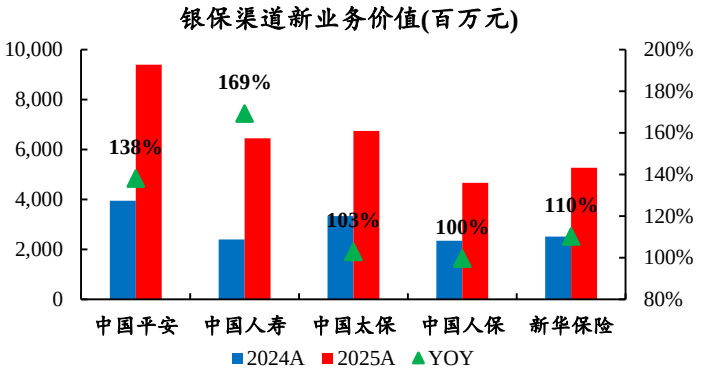


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：除中国人保、中国太保外采用回溯口径计算 2024 年同期新业务价值，按首年保费/首年年化保费口径计算新业务价值率

银保渠道：各家上市险企 NBV 均同比高增，同时价值率均同比改善。2025 年银保渠道各上市险企 NBV 增速明显快于整体 NBV 增速，对新业务价值有较大的拉动作用，主要得益于：（1）新单同比高增：“报行合一”持续深化，“1+3”放开等政策催化各上市险企加强对银保渠道的重视和建设，2025 年新单实现同比快速增长，为新业务价值的增长贡献了基础；（2）新业务价值率同比提升：“报行合一”进一步加强了渠道对成本的控制，同时随着产品结构的持续优化，新业务价值率实现同比提升。

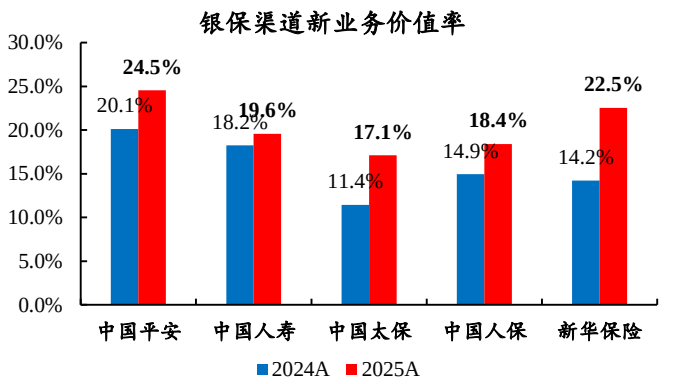
图14：2025 年各上市险企银保 NBV 均同比高增



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：除中国人保、中国太保外采用回溯口径计算 2024 年同期新业务价值。中国人寿银保渠道新业务价值按寿险总新业务价值减去个险渠道新业务价值估算。

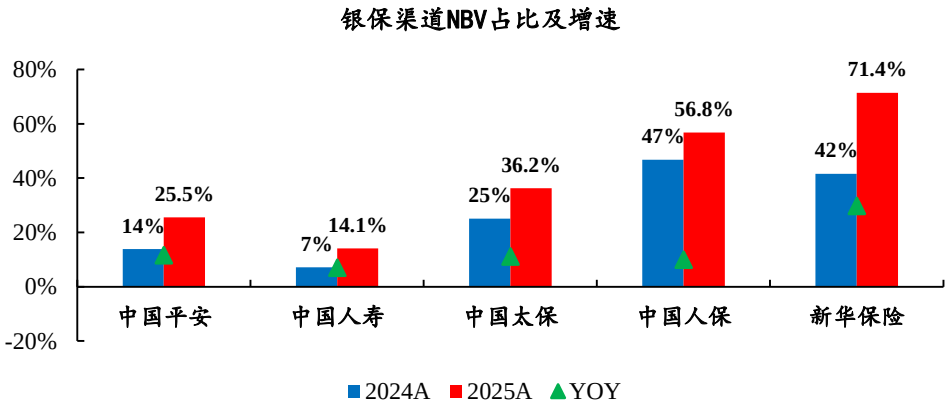
图15：2025 年各上市险企银保 NBVM 均同比增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：除中国人保、中国太保外采用回溯口径计算 2024 年同期新业务价值，按首年保费/首年年化保费口径计算新业务价值率

图16：2025 年银保 NBV 占比进一步提升，部分险企银保成 NBV 主要贡献渠道

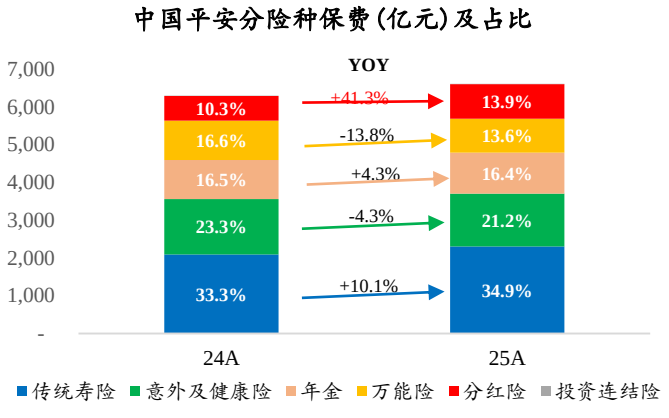


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：除中国人保、中国太保外采用回溯口径计算 2024 年同期新业务价值。中国人寿银保渠道新业务价值按寿险总新业务价值减去个险渠道新业务价值估算。

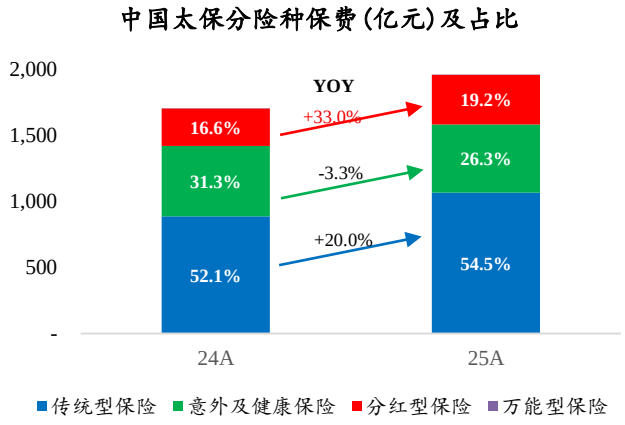
2025 年各上市险企大力发展分红险，并初步取得成效。2025 年，受利差损风险加剧，各上市险企积极进行分红险转型，截至年底，转型已初步取得成效，分公司看：中国平安寿险及健康险业务中，分红险规模保费同比+41.3%，在总保费中占比 13.9%，同比+3.6pct；中国人寿 2025 年内分红险业务实现快速增长，占个险渠道首年期交保费比重提升至 60%，银保渠道新单保费中分红险占比同比提升约 15pct；中国太保 2025 年分红险新保期缴规模保费大幅增长，新保期缴中分红险占比提升至 50%，其中代理人渠道新保期缴中分红险占比达 61.4%；新华保险 2025 年分红险原保险保费收入同比+33.0%，占比 19.2%，同比+2.6pct。

图17：2025 年中国平安分红险规模保费和占比双提升



数据来源：中国平安公告、开源证券研究所

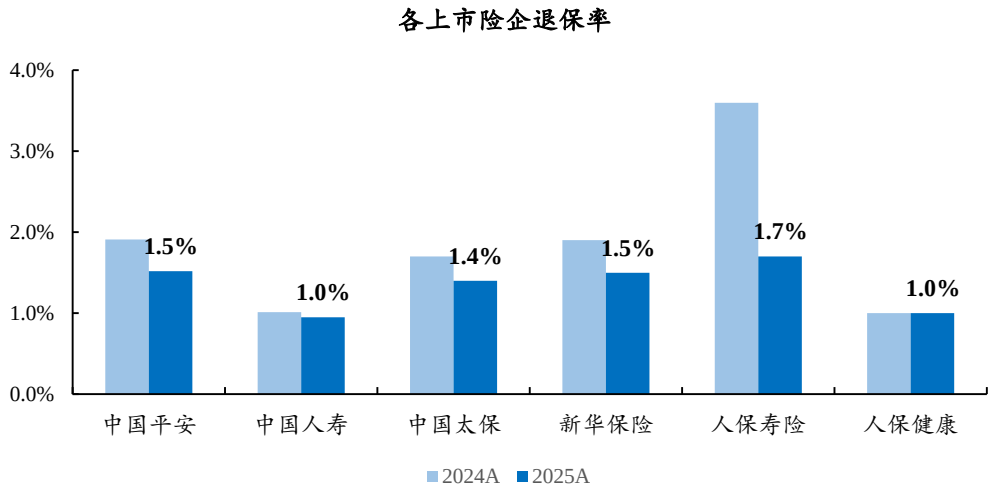
图18：2025 年新华保险分红险原保费收入及占比双提升



数据来源：新华保险公告、开源证券研究所

2025 年各上市险企退保率均同比改善。受市场大环境、监管趋严，对销售误导的规范性加强，各保司持续提升客户经营能力等多方面因素影响，2025 年各上市险企退保率均同比下降。

图19：2025 年各上市险企退保率同比改善

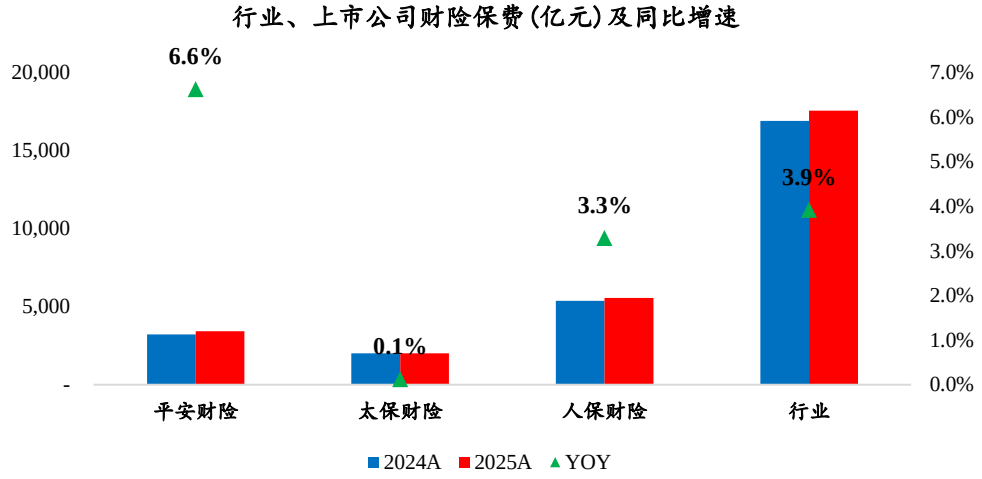


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.2、 财险：COR 改善，新能源车险、非车险有亮点

2025 年财险行业整体及 3 家头部险企保费均实现稳步增长。2025 年全年，财险公司总原保费收入 1.76 万亿元，同比+3.9%，3 家头部财险占比 62.6%，同比微降 0.1pct，市场集中度仍然较高。具体看 3 家头部财险公司，平安财险保费 3432 亿元，同比+6.6%，增速 3 家中最快且高于行业整体；太保财险实现保费 2015 亿元，同比+0.1%，基本保持持平；人保财险实现保费 5558 亿元，同比+3.3%，增速稍慢于行业，保费量级 3 家中最高。

图20：2025 年头部财险公司保费占行业的 62.6%，平安财保费同比增速高于行业

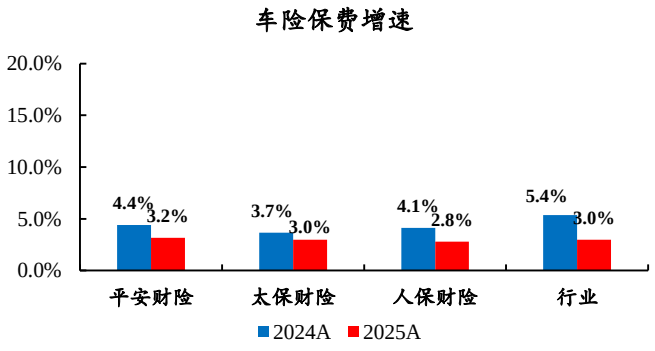


数据来源：各公司公告、金融监管总局、开源证券研究所

2025 年车险增速同比均小幅下降，非车险增速多数快于车险成为保费增长重要拉动。2025 年，财产险整体车险及非车险保费增速均较 2024 年同比下降，非车险同比增速高于整体，车险保费占比仍然保持过半（54%）。具体看 3 家头部财险公司，平安财险车险保费占比 67%，非车险增速明显快于车险增速，但均实现同比正增；太保财险车险保费占比 55%，车险增速为正，非车险出现负增长，导致整体保费增速同比基本持平；人保财险车险保费占比 55%，车险和非车险保费均实现正增长，非车险略高于车险增速。

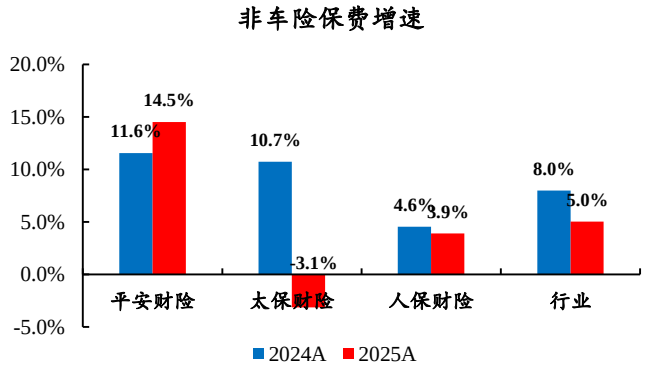
2025 年头部险企加强新能源车险建设。2025 年，平安财险系能源车险保费 525 亿元，同比+39%，新能源车市场份额 27.7%，每 4 台新能源车就有 1 台选择平安；太保财险，新能源车保费占比 22.6%，同比+5.6pct；人保财险新能源车保费占比 22.1%，同比提升 4.9pct。

图21：2025 年行业及头部险企车险保费增速放缓



数据来源：各公司公告、金融监管总局、开源证券研究所

图22：2025 年行业非车险保费增速放缓，头部增速分化



数据来源：各公司公告、金融监管总局、开源证券研究所

表14：2025 年，财险行业及头部公司（除太保财外）非车险挤占车险保费占比

	车险占比		非车险占比	
	2025A	同比变动	2025A	同比变动
平安财险	67%	-2.3pct	33%	+2.3pct

	车险占比		非车险占比	
	2025A	同比变动	2025A	同比变动
太保财险	55%	+1.5pct	45%	-1.5pct
人保财险	55%	-0.3pct	45%	+0.3pct
行业	54%	-0.5pct	46%	+0.5pct

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2025 年，3 家头部财险承保利润均同比高增，COR 均同比改善。2025 年，赔付率、费用率同比下降，带动险企 COR 同比显著改善，成为拉动财险承保盈利增长的重要原因。赔付率下降预计受益于信用保证保险压缩和自然灾害影响减少，费用率下降主要受益于降本见效。

表15：2025 年各头部财险公司承保利润均保持高速增长，综合成本率均实现同比改善

单位：百万元	承保利润		综合成本率		其中：综合费用率		其中：综合赔付率	
	达成	YOY	达成	YOY	达成	YOY	达成	YOY
平安财险	10,717	96.2%	96.8%	-1.5pct	26.4%	-0.9pct	70.4%	-0.6pct
太保财险	4,836	81.0%	97.5%	-1.1pct	27.1%	-0.7 pct	70.4%	-0.4pct
人保财险	12,443	75.6%	97.6%	-0.9pct	23.6%	-2.2pct	70.4%	+1.3pct

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：太保财险是太保产险公司口径

非车险“报行合一”有望推动财险 COR 和承保利润进一步改善。2025 年 10 月初，国家金融监管总局发布《关于加强非车险业务监管有关事项的通知》，对非车险的规范经营提出更加严格、细化的要求，为市场健康、理性发展进一步奠定了基础，利好行业内非车险综合成本率的降低，2026 年政策进一步全面执行后，对财险行业整体利润有一定拉动作用。

表16：监管发文加强财险公司非车险业务监管，非车险“报行合一”自 2025 年 11 月 1 日起逐步实施

时间	关键词	主要内容
2025 年 10 月 10 日	国家金融监督管理总局发布《关于加强非车险业务监管有关事项的通知》	《通知》聚焦非车险领域经营不规范、非理性竞争等问题，重点在六方面强化要求：（1）优化考核机制，推动财产保险公司非车险业务经营理念，由追求规模、速度向追求质量、效益转变。（2）规范产品开发使用，强化保险费率管理，严格执行经备案的保险产品，推动非车险产品的使用符合备案内容。（3）规范保费收入管理，要求财产保险公司完善信息系统、健全内控机制，从源头严格财务管理。（4）强化市场行为监管，对未按照规定使用经备案条款费率，编制或提供虚假报告、报表、文件、资料等行为，依法采取监管措施或实施行政处罚。（5）推动改进非车险承保理赔服务，提升服务便捷性，增强保险消费者获得感。六是发挥行业组织支撑服务作用，有序推动非车险标准化建设，为提升非车险经营质量和监管实效提供有力支撑。通知自 2025 年 11 月 1 日起实施。

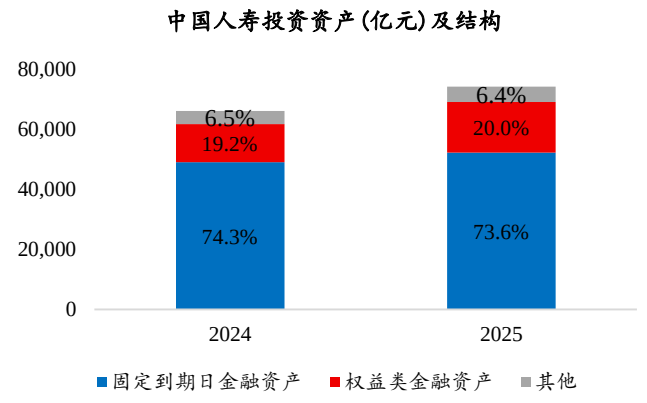
资料来源：金融监督管理总局、开源证券研究所

2.3、 资产端：显著增配权益，发挥耐心资本优势

2025 年各上市险企均显著增配权益，投资资产实现双位数增长。2025 年，各上市险

企投资资产规模由高到低分别是：中国人寿 7.4 万亿元，中国平安 6.5 万亿元，中国太保 3.0 万亿元，中国人保 1.9 万亿元，新华保险 1.8 万亿元。投资资产增速普遍在 11%-16%之间。各上市险企普遍增配权益资产，权益增配比例由高到低分别为：中国平安+7.9pct，中国人保 4.04pct，新华保险+3.95pct，中国人寿+3.4pct，中国太保+1.8pct。

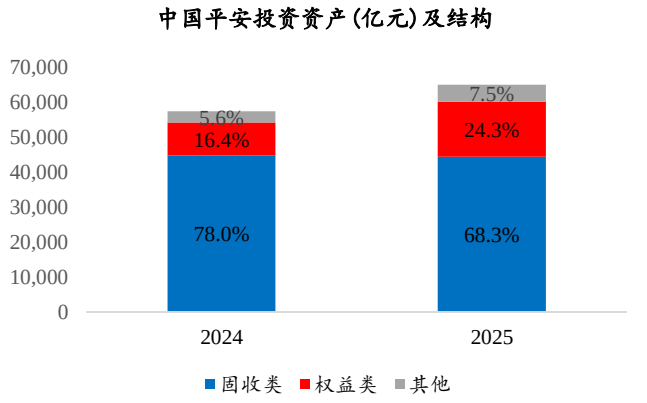
图23：2025 年末中国人寿投资资产较年初+12.3%，权益类金融资产占比+3.4pct



数据来源：中国人寿公告、开源证券研究所

注：其他资产包括投资性房地产、现金及其他和联营企业和合营企业投资。

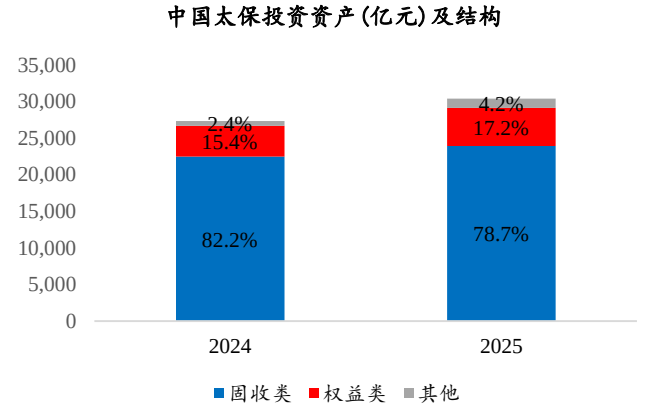
图24：2025 年末中国平安投资资产较年初+13.2%，权益类金融资产占比+7.9pct



数据来源：中国平安公告、开源证券研究所

注：固收类资产包括定期存款和债权型金融资产，权益类资产包括股权型金融资产和长期股权投资；其他资产包括现金、现金等价物、投资性物业和其他投资。

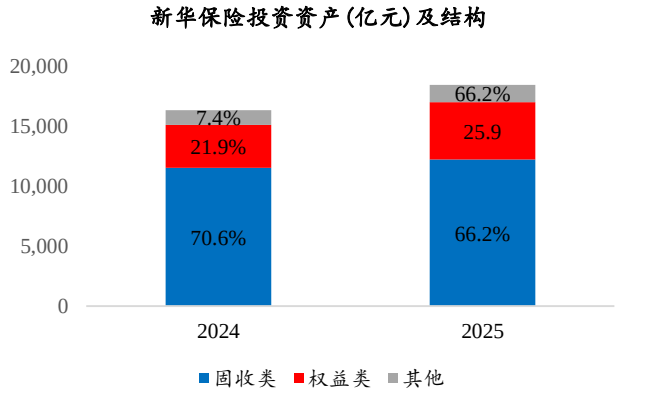
图25：2025 年末中国太保投资资产较年初+11.2%，权益类金融资产占比较年初+1.8pct



数据来源：中国太保公告、开源证券研究所

注：固收类资产包括定期存款和债权类金融资产，权益类资产包括股权类金融资产和长期股权投资；其他资产包括现金、现金等价物、投资性房地产和其他投资。

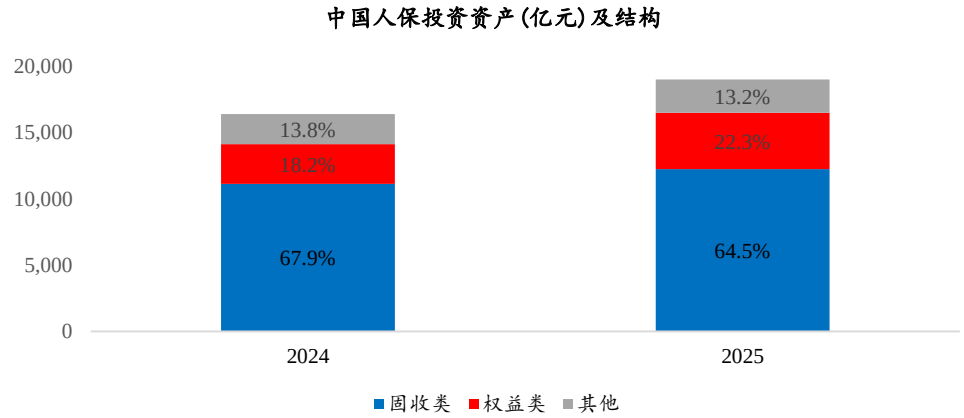
图26：2025 年末新华保险投资资产较年初+13.0%，权益类金融资产占比较年初提升 4.0pct



数据来源：新华保险公告、开源证券研究所

注：固收类资产包括定期存款、债券和债权投资计划，权益类资产包括基金、股票、股票投资计划和长期股权投资；其他资产包括现金及现金等价物、信托计划、其他金融投资、投资性房地产和其他投资资产。

图27：2025 年末中国人保投资资产同比+15.8%，权益类金融资产占比较年初+4.0pct



数据来源：中国人保公告、开源证券研究所

注：其他资产包括现金、现金等价物、投资性房地产和其他投资。

2025 上市险企 TPL 及 OCI 项下均明显增配权益类（股票、基金）资产，TPL 项下固收类资产占比多有所回落。2025 年，上市普遍通过增配权益资产增厚投资收益，以对冲长端利率下行带来的利差收窄压力，并积极响应国家长期资产入市号召。其中，TPL 项下权益资产占比提升，将进一步放大利润表与偿付能力的波动，而 OCI 项下权益资产占比提升则主要影响净资产，对当期利润影响相对温和。整体来看，险企资产端向高收益、高波动的权益类倾斜是利率下行周期下的主动选择，也对险企投资管理能力提出更高要求。债市震荡下险企 TPL 项下债券资产占比多数回落。

表17：2025 年末，各上市险企 TPL 项和 OCI 项下股票资产占比均同比提升

	中国平安		中国人寿		中国太保		新华保险		中国人保	
	2025A	较年初	2025A	较年初	2025A	较年初	2025A	较年初	2025A	较年初
FVTPL 资产	**25.1%**	**-0.2pct**	**29.0%**	**+0.1pct**	**23.5%**	**-0.9pct**	**31.5%**	**+1.7pct**	**21.5%**	**+2.2pct**
固收类	11.8%	-5.1pct	14.6%	-2.9pct	10.1%	-1.4pct	10.2%	+0.9pct	7.7%	-1.0pct
股票	**6.4%**	**+3.4pct**	**8.5%**	**+1.8pct**	**7.0%**	**+0.5pct**	**9.1%**	**+0.5pct**	**5.0%**	**+3.0pct**
基金	4.4%	+2.0pct	5.9%	+1.3pct	2.8%	+0.2pct	9.4%	+1.6pct	4.6%	-0.7pct
其他股权型资产	2.5%	-0.5pct	-	-0.0pct	3.6%	-0.1pct	2.7%	-1.3pct	4.2%	+0.9pct
FVOCI 资产	**55.3%**	**-1.6pct**	**57.9%**	**+3.0pct**	**64.1%**	**+0.1pct**	**31.2%**	**+0.5pct**	**40.8%**	**+1.9pct**
固收类	46.9%	-5.3pct	53.5%	+1.2pct	58.3%	-0.5pct	29.1%	+0.2pct	31.9%	+0.05pct
股票	**8.3%**	**+3.7pct**	**3.3%**	**+2.4pct**	**4.1%**	**+1.3pct**	**2.1%**	**+0.2pct**	**3.7%**	**+2.0pct**
其他股权型资产	0.0%	+0.0pct	1.2%	-0.5pct	1.7%	-0.7pct	0.0%	-0.0pct	5.2%	-0.2pct
AC 资产	**14.5%**	**+2.4pct**	**2.7%**	**-0.3pct**	**1.7%**	**-0.6pct**	**33.1%**	**-3.9pct**	**17.0%**	**-2.3pct**
其他	5.1%	-0.7pct	10.4%	-2.9pct	10.7%	+1.4pct	4.2%	+1.8pct	20.7%	-1.8pct
合计	100.0%		100.0%		100.0%		100.0%		100.0%	

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2025 年，股市上涨带动多数上市险企总/综合投资收益率同比提升，净投资收益率延续下降趋势。2025 年，整体而言，多数上市险企受益于权益市场回暖和权益增配，总投资收益率普遍同比回升；而净投资收益率受长端利率持续下行，到期再配置的债券资产收益率承压，利差空间受挤压等因素影响普遍同比下降；对于综合投资收益率，因新华保险权益持仓比例较中国平安、中国太保而言占比偏高，对权益资产

波动的反应更大，受年末股市波动影响，新华保险综合投资收益率同比降低。

表18：多数上市险企总/综合投资收益率同比提高，净投资收益率同比下降

投资收益率	总投资收益率		净投资收益率		综合投资收益率	
	达成	YOY	达成	YOY	达成	YOY
中国平安			3.7%	-0.1pct	6.3%	+0.5pct
平安-寿险及健康险			3.8%	-0.1pct	6.6%	+0.6pct
平安-财险			2.9%	-0.3pct	3.4%	-1.1pct
中国人寿	6.1%	+0.6pct				
中国太保	5.7%	+0.1pct	3.4%	-0.4pct	6.1%	+0.1pct
中国人保	5.7%	+0.1pct	3.6%	-0.3pct		
新华保险	6.6%	+0.8pct	2.5%	-0.7pct	5.0%	-3.5pct

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：部分险企未披露总投资收益率、净投资收益率或综合投资收益率

2.4、 偿付能力： 财险相对稳定，寿险相对承压，整体仍有弹性

多数上市险企偿付能力指标同比有所回落，仍高于监管要求。2025 年，受分红险转型、权益增配、长端利率下行影响 750 天利率均值等多方面因素影响，多数寿险公司偿付能力同比承压，中国太保对固收类资产进行了会计重分类，实现了偿付能力指标优化。

表19：2025 年，多数财险公司偿付能力整体相对稳定，部分寿险和健康险公司偿付能力承压

偿付能力	核心偿付能力充足率			综合偿付能力充足率		
	2024A	2025A	同比	2024A	2025A	同比
中国人寿	**153%**	**129%**	**-24pct**	**208%**	**174%**	**-34pct**
中国平安	**165%**	**161%**	**-4pct**	**204%**	**193%**	**-11pct**
-平安寿险	116%	123%	+7pct	189%	176%	-14pct
-平安产险	171%	174%	+2pct	205%	217%	+12pct
-平安养老险	242%	247%	+5pct	365%	343%	-22pct
-平安健康险	289%	268%	-21pct	339%	312%	-27pct
中国太保	**182%**	**206%**	**+24pct**	**256%**	**273%**	**+17pct**
-太平洋人寿	130%	157%	+27pct	210%	228%	+18pct
-太平洋财险	183%	203%	+20pct	222%	244%	+22pct
-太平洋健康险	192%	180%	-12pct	235%	218%	-17pct
-太平洋农险	305%	319%	+14pct	335%	347%	+12pct
新华保险	**124%**	**135%**	**+11pct**	**218%**	**210%**	**-7pct**
中国人保	**225%**	**201%**	**-24pct**	**281%**	**250%**	**-31pct**
-人保财险	211%	213%	+2pct	233%	232%	-1pct
-人保寿险	185%	134%	-51pct	275%	202%	-73pct
-人保健康	179%	141%	-38pct	341%	268%	-74pct

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3、 展望及投资建议

资产和负债两端向好，驱动 2025 年上市险企盈利、分红和 NBV 实现亮眼增长。（1）2025 年上市险企保费规模增长带动资产端规模实现两位数扩张，叠加股市上涨明显，上市险企净利润和净资产实现较快增长，财险板块受益于 COR 明显改善实现承保盈利显著增长。CSM 稳健释放带动营运利润稳健增长，上市险企分红金额均实现不同程度的增长。（2）负债端看，人身险银保渠道新单高增、预定利率调降成为驱动 NBV 增长主因。产品结构多元化转型持续推进，分红险占比持续提升，利于险企防控利差损风险。（3）资产端看，上市险企显著增配权益资产，TPL 交易性金融资产和 OCI 其他权益工具的占比均有提升，股市波动对险企业绩的影响提升。

政策端呵护行业，持续推动负债成本下降。近期监管下发指导，对分红险演示利率进行了“限高”，从 3.9%上限调降到 3.5%。同时对银保渠道报行合一进一步“严格化”，体现了监管层在行业“量增”机遇下对于防范利差风险的审慎，为行业健康稳定发展进一步奠定了基础。

表20：监管在行业“量增”机遇下审慎防范利差风险

时间	关键词	主要内容	简析
2026 年 3 月	行业共识	分红险也暗示利率进一步降低至 3.5%，不符合该规则的分红险产品，需要在 2026 年 6 月 30 日之前停售	• 设定分红险演示利率上限为 3.5%
2026 年 3 月	金融监管总局印发《关于进一步加强银行代理渠道费用管理有关事项的通知》及配套的《银行代理渠道费用管理有关事项问答（一）》	主要内容包括： • 银保产品报送数据进一步细化，通过费用精细化，彻底堵住“小账”漏洞 • 严禁以技术服务费等名义向银行额外支付费用，险企须强化银保专员薪酬激励管理 • 压实险企管理职责，监管将通过“现场检查”督导政策落地	• 银保“报行合一”进一步加强

资料来源：精算视觉公众号、慧保天下公众号、开源证券研究所

展望 2026 年，负债端有望延续高质量增长，资产端受益于利率企稳，险企估值回到较低水位。（1）负债端看，在居民存款潜力较大、居民养老和健康需求保持旺盛的背景下，分红险凭借“保底+浮动”收益特性，有望成为存款迁移的重要受益对象，个险渠道有望修复，银保渠道有望延续高增，我们预计 2026 年上市险企 NBV 有望延续 2025 年的较快增长趋势。（2）资产端看，当下 10 年期国债收益率仍在 2%以下，再配置下预计净投资收益率延续小幅下降趋势，而利率底部企稳和预定利率调降利于新单利差企稳。美伊冲突压制 2026 年 1 季度 A 股和 H 股收益率，权益资产阶段性承压，对险企 1 季报业绩增长带来一定挑战，而保费驱动的资产规模双位数增长预期仍将延续，利于支撑险企全年盈利和分红稳步提升。（3）随着 3 月保险板块的调整，当下上市险企股息率较高、PEV 估值回到历史较低水平，1 季报 NBV 超预期有望带来正向催化，推荐负债端综合优势突出且低估值的中国太保和中国平安。

表21：受益标的估值表-寿险

当前股价及评级表			归母净利润（亿元）			YOY			PE			PB	PEV	评级
证券代码	证券简称	26/4/8 股价	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	（静态）	（静态）	
601628.SH	中国人寿	37.70	1,541	1,680	1,776	44.1%	9.0%	5.8%	5.5	5.9	6.3	1.8	0.73	买入
601318.SH	中国平安	59.45	1,348	1,481	1,614	6.5%	9.9%	9.0%	7.4	8.2	8.9	1.1	0.72	买入
601601.SH	中国太保	39.90	535	591	647	19.0%	10.4%	9.6%	5.6	6.1	6.7	1.3	0.63	买入

当前股价及评级表			归母净利润（亿元）			YOY			PE			PB	PEV	评级
601336.SH	新华保险	63.07	363	368	401	38.3%	1.5%	8.9%	11.6	11.8	12.9	1.8	0.68	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：中国人寿、中国平安和中国太保盈利预测来源于开源证券研究所；新华保险盈利预测来源于 Wind 一致性预测；股价单位为元。

4、 风险提示

- 长端利率明显下行带来利差损风险。险企资产端久期一般短于负债端，长端利率下行造成险企再配置资产收益率下降，带来利差损风险。
- 资本市场波动风险。新金融工具准则下，险企投资收益受股市波动影响较大，股市波动带来利润波动风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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的书面或口头承诺均为无效。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn