保险Ⅱ行业深度报告

保险行业 2025 年年报回顾与展望：负债端增量提质，投资端加大权益配置力度

增持（维持）

2026 年 03 月 31 日

证券分析师 孙婷
执业证书：S0600524120001
sunt@dwzq.com.cn
证券分析师 曹锟
执业证书：S0600524120004
caok@dwzq.com.cn

投资要点

■ **归母净利润大幅增长，分红回报稳中向好。**1）受投资收益提升带动，上市险企 2025 年归母净利润合计增长 26.6%，但 Q4 单季归母净利润普遍下滑，我们预计主要是由于成长股回调的短期影响。平安和太保归母营运利润增速较 2024 年均有所提升。2）净利润增长带动上市险企归母净资产较年初增长 10.3%。3）上市险企每股股息普遍提升，分红率整体稳定，其中太平每股股息同比大增 251%。3 月 27 日 AH 险企股息率处于高位，平安 H 股、太平、阳光和中国财险超 5%，新华 H 股超 6%。4）上市险企偿付能力充足率普遍较年初有所下降，但仍高于监管要求。

■ **寿险：银保渠道拉动新单保费与 NBV 增长。1）保费：**受益于市场需求旺盛，2025 年上市险企新单保费较快增长，其中阳光和新华同比增速超过 40%。新单中分红险占比明显提升，太平占比最高接近 90%。**2）渠道：①银保渠道新单和价值贡献显著提升。**2025 年上市险企银保新单保费均同比两位数增长，A 股 5 家公司均同比翻倍以上增长，上市险企银保 NBV 占比平均为 39.1%，同比提升 7.7pct。**②个险队伍转型成果继续释放。**上市险企人力合计较年初-6.9%，较年中-3.5%，各险企代理人人均产能继续提升。**3）价值：NBV 延续高增长趋势。**①上市险企 2025 年 EV 合计较年初增长 6.7%，其中太平增速达 16.8%，处于领先水平。②由于新单增速向好和价值率提高，NBV 在高基数基础上延续快速增长，2025 年上市险企合计同比+35%，其中人保寿险（+65%）、太平（+57%）增速领先，阳光、太保、国寿和平安同样增长强劲。③受益于预定利率下调和报行合一深化，2025 年上市险企 NBV margin 普遍同比提升。④2025 年上市险企 VIF 和 NBV 对投资收益率敏感性普遍降低，其中 NBV 改善幅度显著，我们预计主要受预定利率下调和分红险占比提升带动。

■ **财险：保费收入稳健增长，综合成本率同比改善。1）保费：整体保持稳健增长，险种结构变动略有分化。**2025 年人保、平安、太保产险保费分别同比+3.3%、+6.6%、+0.1%，市占率基本稳定，其中太保增速偏低主要由于信保业务规模压降。大部分上市险企非车险保费占比同比提升，太保和众安则有所下降。**2）综合成本率：绝大部分上市险企 COR 同比改善。**2025 年上市险企综合成本率平均值为 98.1%，除阳光外均承保盈利。综合成本率同比平均改善 0.6pct，主要受费用率优化推动。平安保证保险业务扭亏为盈，综合成本率同比下降 1.5pct。阳光承保亏损主要受大幅计提保证险准备金影响。

■ **投资：大幅增配二级权益，总投资收益率同比提升。1）2025 年投资资产规模高增长，A 股五家险企合计同比增长 13%。2）股市走强带动总投资收益率提升。**2025 年上市险企平均净投资收益率同比-0.3pct 至 3.2%，主要是受利率偏低和高收益资产到期影响，而平均总投资收益率同比+0.4pct 至 5.4%，主要受股市走强带动。**3）2025 年增配债券趋势放缓，股票+基金占比大幅提升。**①上市险企债券投资规模仍在增长，但年末平均占比为 50%，同比-1.8pct。②各公司普遍大幅增配股票和权益基金，年末股票+权益基金平均占比为 14.4%，同比+3.5pct，平安股票占比升至 14.8%，为上市险企中最高。大部分公司 FVOCI 股票占比较年初提升，但是下半年结构变化有所分化，平安 FVOCI 股票占比较年初-8.8pct。

■ **负债端持续向好，低估值+低持仓凸显配置价值。**1）我们认为市场储蓄需求依然旺盛，同时在监管持续引导和险企主动性转型下，负债成本有望逐步下降，利差损压力将有所缓解。2）近期十年期国债收益率稳定于 1.82%左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若继续修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3）当前公募基金持仓和板块估值仍处于低位，2026 年 3 月 28 日保险板块估值 2026E 0.54-0.77 倍 PEV、0.95-1.60 倍 PB，行业维持“增持”评级。

■ **风险提示：**长端利率趋势性下行；权益市场波动；新单增速不及预期。

行业走势



相关研究

《保险行业 1-2 月月报：寿险开门红表现强劲，车险保费增长短期承压》
2026-03-28

《保险行业偿付能力监管体系介绍》
2026-03-22

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 归母净利润大幅增长，分红回报稳中向好 6
1.1. 净利润：全年归母净利润高增长，Q4 单季出现短期波动 6
1.2. 营运利润：平安、太保归母营运利润增速向好 7
1.3. 净资产：利润高增长推动归母净资产较年初增长 10.3% 8
1.4. 分红：股息回报稳中有升，分红率整体稳定 9
1.5. 偿付能力：上市险企偿付能力充足率普遍下降 10
2. 寿险：银保渠道拉动新单保费与 NBV 高增长 12
2.1. 保费：新单保费增速回暖，分红险转型成效显著 12
2.1.1. 新单保费增速回暖，Q3 单季是年内增长高峰 12
2.1.2. 分红险转型成效明显，占新单比重明显提升 13
2.2. 渠道：银保业务成为增长新动力，个险队伍质态继续改善 14
2.2.1. 银保：成为拉动新单保费和 NBV 增长的主动力 14
2.2.2. 个险：人力规模小幅下滑，队伍质态与产能继续向好 17
2.3. 价值：NBV 延续高增长趋势，且对投资收益率敏感性明显下降 18
2.3.1. EV：继续实现稳健增长，NBV 贡献显著 18
2.3.2. NBV：受益于新单增长和价值率提升，高基数基础上延续快速增长 20
2.3.3. 假设敏感性：NBV 对投资收益率敏感性显著下降 22
3. 财险：保费收入稳健增长，综合成本率同比改善 23
3.1. 保费：整体保持稳健增长，险种结构变动略有分化 23
3.2. 综合成本率：绝大部分险企综合成本率同比改善 26
4. 投资：大幅增配二级权益，总投资收益率同比提升 29
4.1. 投资资产规模普遍高增长 29
4.2. 净投资收益率继续下降，股市走强带动总投资收益率提升 30
4.2.1. 市场环境：2025 年长端利率企稳回升，国内股市继续走强 30
4.2.2. 收益表现：净投资收益率继续下降，总投资收益率同比提升 31
4.3. 资产配置：增配债券趋势放缓，股票+基金占比大幅提升 33
4.3.1. 大类资产配置：整体结构稳定，普遍增配二级权益投资 33
4.3.2. 债券：投资规模继续提升，利率债仍受青睐 35
4.3.3. 股票：显著增配二级权益，OCI 股票占比表现分化 36
4.3.4. 基金：投资规模大幅增长，权益基金占比提升 38
4.3.5. 非标&地产：投资占比进一步下降 39
5. 投资建议：负债端持续向好，关注利率上行机会 40
6. 风险提示 42

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: 上市险企 2025 年 ROE 普遍提升.....7
图 2: 中国平安归母营运利润形成及变动结构.....7
图 3: 2025 年上市险企寿险合同服务边际余额规模及增速.....8
图 4: 2025 年上市险企每股股息普遍提升（元）.....9
图 5: 上市险企 2025 年分红比例整体稳定.....10
图 6: 上市险企最新股息率情况（以 3 月 27 日收盘价计算）.....10
图 7: 上市险企核心偿付能力充足率.....11
图 8: 上市险企综合偿付能力充足率.....11
图 9: 2025 年上市险企新单保费增速情况.....12
图 10: 2025 年新单保费增速普遍提升.....12
图 11: 2025 年三季度是上市险企新单保费同比增速高峰.....13
图 12: 近三年中国太保新单期交保费结构.....14
图 13: 近三年新华保险长险首年保费结构.....14
图 14: 上市险企总保费收入中分红险占比走势分化.....14
图 15: 2025 年银保新单保费增速显著高于个险.....15
图 16: 2025 年银保新单期交保费增速也高于个险.....15
图 17: 2025 年银保渠道在上市险企新单保费中占比明显提高.....16
图 18: 2025 年上市险企银保渠道 NBV 超高增长.....16
图 19: 中国平安分渠道新业务价值率.....16
图 20: 上市险企银保渠道在 NBV 中占比普遍提升.....17
图 21: 上市险企代理人规模已经逐步企稳（万人）.....17
图 22: 2025 年上市险企代理人规模同比小幅减少.....17
图 23: 2025 年上市险企 EV 实现同比稳健增长.....19
图 24: 2025 年上市险企 EV 变动结构.....20
图 25: 近十年头部险企 EV 变动结构趋势.....20
图 26: 2025 年上市险企 NBV 延续快速增长态势.....21
图 27: 中国平安 2024-2025 年分季度 NBV 增速.....21
图 28: 中国太保 2024-2025 年分季度 NBV 增速.....21
图 29: 2025 年上市险企 NBV margin 同比提升.....22
图 30: 上市险企 VIF 对投资收益率敏感性大多下降.....22
图 31: 上市险企 NBV 对投资收益率敏感性继续下降.....22
图 32: 2025 年上市险企财险保费稳健增长.....23
图 33: 2025 年“老三家”市场份额整体依然稳定.....23
图 34: 2025 年上市险企车险及非车险增速对比.....24
图 35: 2025 年上市险企险种结构变动略有分化.....24
图 36: 2025 年上市险企新能源车险保费普遍快速增长.....24
图 37: 2025 年上市险企财险综合成本率整体同比改善.....27
图 38: 上市险企财险综合赔付率走势.....27
图 39: 上市险企财险综合费用率走势.....27
图 40: 2025 年上市险企投资资产规模普遍高增长.....30
图 41: 2025 年股市主要指数较年初累计涨跌幅走势.....30
图 42: 2025 年十年期国债收益率企稳回升（%）.....31

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 43：2025 年上市险企净投资收益率同比下降.....31
图 44：2025 年上市险企财险总投资收益率同比提升.....32
图 45：2025 年上市险企总投资收益普遍同比增加.....32
图 46：25Q4 投资收益+公允价值变动损益明显下滑.....32
图 47：2025 年上市险企投资收益率指标情况.....33
图 48：2025 年上市险企普遍增加二级权益投资.....34
图 49：上市险企债券配置比例多大下降.....34
图 50：上市险企股票+股基配置比例普遍增加.....34
图 51：2025 年 A 股上市险企投资资产会计分类情况.....34
图 52：2025 年上市险企债券投资规模继续提升.....35
图 53：2025 年上市险企债券投资会计分类情况.....35
图 54：2025 年上市险企普遍提升政府债投资比例.....36
图 55：2025 年上市险企信用债 AAA 级占比.....36
图 56：中国太保固收资产平均久期继续拉长.....36
图 57：上市险企股票投资普遍同比高增长.....37
图 58：2025 年上市险企股票投资占比普遍提升.....37
图 59：上市险企配置基金总规模持续提升.....39
图 60：2025 年大部分上市险企基金投资占比同比提升.....39
图 61：中国平安公募基金品种结构.....39
图 62：中国太保公募基金品种结构.....39
图 63：保险产品与银行存款利率对比.....41
图 64：2026 年 1-2 月寿险保费收入快速增长.....41
图 65：2026 年 3 月以来长端利率小幅回升（%）.....41

表 1：上市险企全年归母净利润普遍大幅增长.....6
表 2：中国平安近四年合同服务边际变动结构.....8
表 3：上市险企归母净资产较年初较快增长.....9
表 4：2023 年以来上市险企及旗下子公司发行债券情况.....11
表 5：2025 年上市险企积极扩张银保业务.....15
表 6：2025 年上市险企代理人队伍人均产能情况.....18
表 7：上市险企 EV 风险贴现率假设调整情况.....19
表 8：人保财险主要险种保费增速及结构.....25
表 9：平安财险主要险种保费增速及结构.....25
表 10：太保财险主要险种保费增速及结构.....25
表 11：太平财险主要险种保费增速及结构.....26
表 12：阳光财险主要险种保费增速及结构.....26
表 13：众安在线主要业务生态保费增速及结构.....26
表 14：人保财险主要险种综合成本率情况.....28
表 15：平安财险主要险种综合成本率情况.....28
表 16：太保财险主要险种综合成本率情况.....28
表 17：阳光财险主要险种综合成本率情况.....29
表 18：众安在线主要业务生态综合成本率情况.....29
表 19：近年来上市险企股票+权益基金投资规模与占比情况.....37

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 20：上市险企股票中 FVTPL 和 FVOCI 结构 38
表 21：中国平安 2025 年非标投资行业及收益率分布 40
表 22：中国太保 2025 年非标投资行业及收益率分布 40
表 23：上市保险公司估值及盈利预测 42

1. 归母净利润大幅增长，分红回报稳中向好

1.1. 净利润：全年归母净利润高增长，Q4 单季出现短期波动

2025 年受投资收益提升带动，上市险企归母净利润普遍大幅提升，但 Q4 单季出现短期波动。1）2025 年 AH 主要上市险企（不含友邦保险、中国财险）合计归母净利润 4575 亿元，同比增长 26.6%。A 股五家合计 4253 亿元，同比增长 22.4%，其中，太平同比增长 222.6%，增速最高，主要是受到所得税政策调整的影响。A 股公司中国寿和新华分别同比增长 44.1%和 38.3%，增速领先同业，我们认为主要是由于两家公司股票投资比例较高，且大部分划分为 FVTPL（以公允价值计量且其变动记入当期损益的金融资产），股市走强背景下股票投资浮盈对利润贡献更显著。2）从 Q4 单季看，大部分险企归母净利润同比下滑，其中国寿和人保单季亏损。我们认为，上市险企 Q4 净利润波动主要是由于 Q4 成长板块股价回调，导致投资收益短期波动，但是寿险业务具有长期性，短期的投资和利润波动并不影响险企实质价值。而太保 Q4 单季归母净利润同比增长 17.4%，是唯一正增长的险企，我们认为和公司股票+基金投资比例较低有一定关系。

表1：上市险企全年归母净利润普遍大幅增长

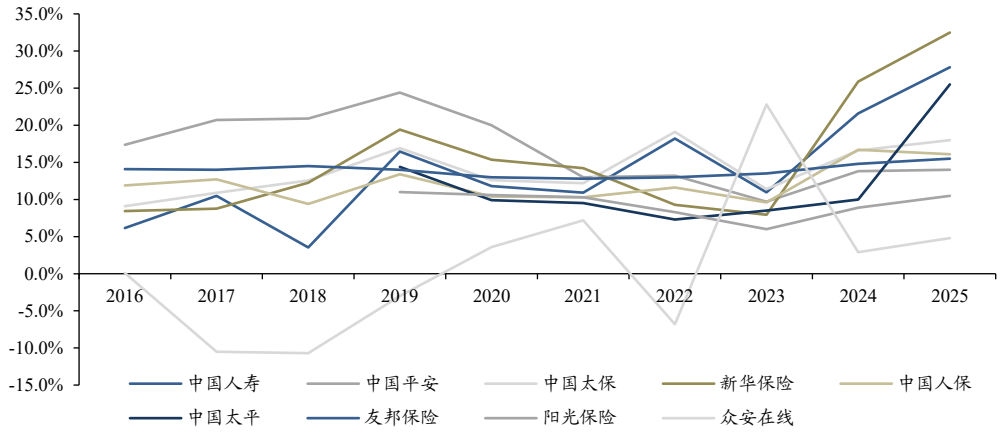
单位：亿元	前三季度			全年			四季度单季		
	2024	2025	同比	2024	2025	同比	2024	2025	同比
中国人寿	1045.2	1678.0	60.5%	1069.4	1540.8	44.1%	24.1	-137.3	由盈转亏
中国平安	1191.8	1328.6	11.5%	1266.1	1347.8	6.5%	74.3	19.2	-74.1%
中国太保	383.1	457.0	19.3%	449.6	535.1	19.0%	66.5	78.1	17.4%
新华保险	206.8	328.6	58.9%	262.3	362.8	38.3%	55.5	34.3	-38.2%
中国人保	363.3	468.2	28.9%	428.7	466.5	8.8%	65.4	-1.8	由盈转亏
A 股合计	**3190.3**	**4260.4**	**33.5%**	**3476.0**	**4252.9**	**22.4%**	**285.7**	**-7.5**	**由盈转亏**
	上半年			全年			下半年		
	2024	2025	同比	2024	2025	同比	2024	2025	同比
中国太平	54.7	62.3	13.9%	76.8	247.9	222.6%	22.1	185.6	739.7%
阳光保险	31.4	33.9	7.8%	54.5	63.1	15.7%	23.1	29.2	26.5%
众安在线	0.6	6.7	1103.5%	6.0	11.0	82.5%	5.5	4.3	-20.8%
A+H 险企总计	-	-	-	**3613.4**	**4574.9**	**26.6%**	-	-	-
友邦保险	33.1	36.1	7.0%	68.4	62.3	-8.8%	35.2	26.3	-25.5%
中国财险	184.9	244.5	32.2%	321.7	403.7	25.5%	136.8	159.2	16.3%

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1）考虑友邦保险币种为美元、中国财险为中国人保子公司不便合计，故加总数据不包含两家公司；2）友邦保险增速采用固定汇率口径

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图1：上市险企 2025 年 ROE 普遍提升



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：1）众安在线 2023 年 ROE 为未调整口径，2）友邦采用股东分配权益营运回报率

1.2. 营运利润：平安、太保归母营运利润增速向好

相比于净利润，营运利润剔除了短期投资波动和管理层认为不属于日常营运收支的一次性重大项目及其他，可以更好地评估寿险公司经营业绩表现，其稳定性也更强。目前中国平安和中国太保披露了营运利润指标。**中国平安、中国太保 2025 年归母营运利润分别为 1344 亿元、365 亿元，分别同比+10.3%、+6.1%，均较 2024 年增速有所提升，寿险业务（非归母口径）营运利润分别同比+7.5%、+4.8%。**

保险公司税前营运利润=合同服务边际摊销（CSM）+非金融风险调整变动+营运偏差及其他+投资服务业绩，其中合同服务边际摊销是保险公司利润的重要来源。以中国平安为例，2025 年平安寿险及健康险业务合同服务边际摊销 682 亿元，同比-4.2%，摊销比例为 8.6%。

图2：中国平安归母营运利润形成及变动结构

（人民币百万元）	2025年
期初合同服务边际	731,312
新业务贡献	36,688
新业务保费现值	440,940
新业务利润率（%）	8.3
预期利息增长	22,801
调整合同服务边际的估计变更[1]	2,505
合同服务边际摊销基础	793,306
合同服务边际摊销	(68,187)
期末合同服务边际	725,119

（人民币百万元）	2025年	2024年	变动(%)
保险服务业绩及其他	**84,035**	86,031	(2.3)
合同服务边际摊销	**68,187**	71,140	(4.2)
合同服务边际摊销基础	**793,306**	802,452	(1.1)
合同服务边际摊销比例(%)	**8.6**	8.9	下降0.3个百分点
非金融风险调整变动	**6,486**	6,859	(5.4)
期初风险调整余额	**158,568**	157,162	0.9
风险调整释放比例(%)	**4.1**	4.4	下降0.3个百分点
营运偏差和其他	**9,362**	8,032	16.6
投资服务业绩[1]	**27,301**	17,552	55.5
税前营运利润	**111,336**	103,583	7.5
所得税	**(8,071)**	(7,561)	6.7
营运利润	**103,265**	96,022	7.5

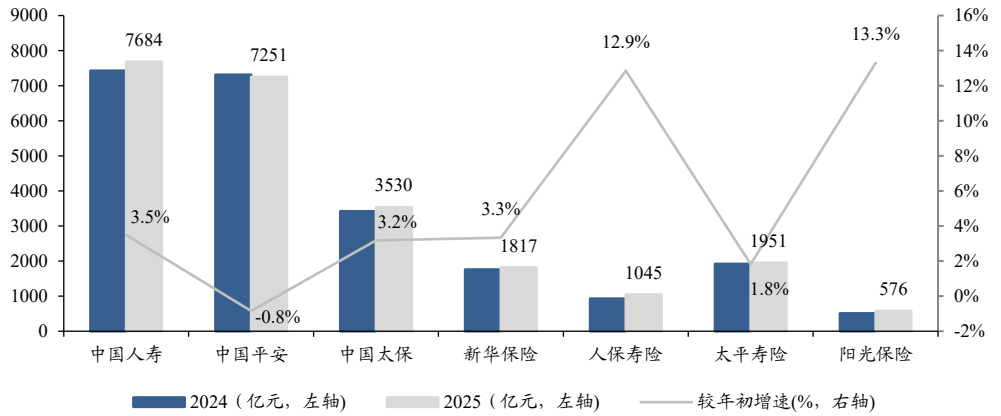
数据来源：中国平安业绩材料，东吴证券研究所

2025 年上市险企合同服务边际余额整体较年初增长 2.5%。2025 年末上市险企寿险

请务必阅读正文之后的免责声明部分

合同服务边际余额合计达 2.39 万亿元，较年初增长 2.5%。其中，中国平安较年初下滑 0.8%，较 2024 年降幅大幅收窄 3pct。其余险企均较年初正增长，阳光和人保寿险分别较年初增长 13.3%和 12.9%，领先同业。我们认为，近年来利率下行对合同服务边际产生一定负面影响，但是随着利率企稳和新业务贡献持续提升，合同服务边际余额也将继续改善，为长期稳定释放盈利压实基础。

图3：2025 年上市险企寿险合同服务边际余额规模及增速



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

表2：中国平安近四年合同服务边际变动结构

单位：百万元	2022	2023	2024	2025	2025 年变动说明
期初合同服务边际	**877135**	**818683**	**768440**	**731312**	
新业务贡献	53122	38951	35405	36688	
新业务保费现值	315274	384254	395481	440940	
新业务利润率（%）	11.1	10.1	9.0	8.3	主要受业务结构及市场利率变动影响
预期利息增长	27106	25332	24051	22801	
调整合同服务边际的估计变更	-40091	-39739	-25444	2505	主要受市场利率变动影响
合同服务边际摊销基础	**899273**	**843227**	**802452**	**793306**	
合同服务边际摊销	-80590	-74787	-71140	-68187	
期末合同服务边际	**818683**	**768440**	**731312**	**725119**	

数据来源：中国平安财报，东吴证券研究所

1.3. 净资产：利润高增长推动归母净资产较年初增长 10.3%

受净利润高增长带动，上市险企归母净资产较年初实现较快增长。2025 年 AH 主要上市险企（不含太平、友邦）合计归母净资产 24020 亿元，较年初增长 10.3%。A 股五家合计 23183 亿元，较年初增长 10.7%，较 Q3 末增长 0.3%。其中，阳光归母净资产较年初下滑 6.3%，但是下半年显著改善，已较年中增长 4.2%；国寿和人保 Q4 归母净资产出现下滑，我们认为主要是受单季亏损和利率上行等因素的影响。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表3：上市险企归母净资产较年初较快增长

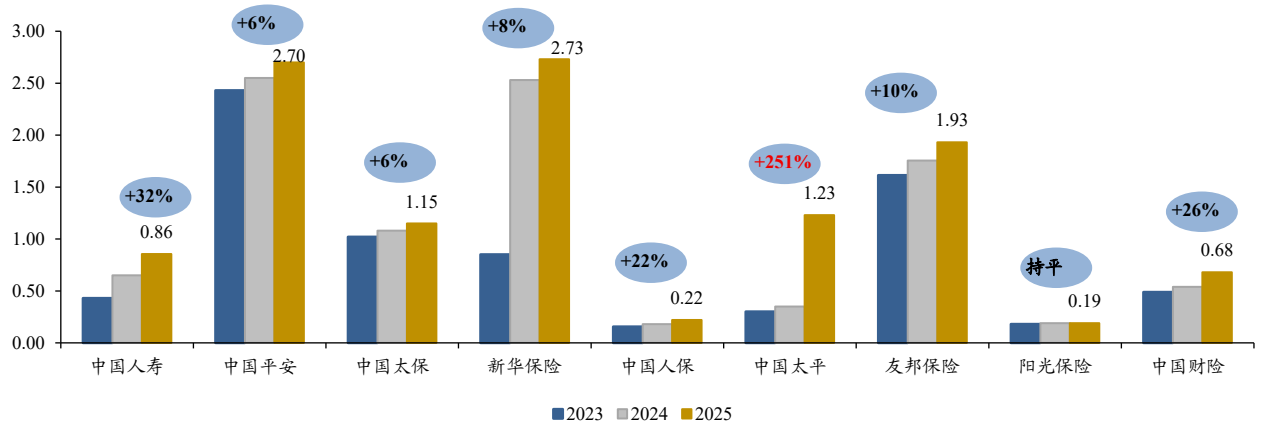
单位：亿元	2024	2025Q3	较年初	2025	较年初	较 Q3 末
中国人寿	5097	6258	22.8%	5952	16.8%	-4.9%
中国平安	9286	9864	6.2%	10004	7.7%	1.4%
中国太保	2914	2842	-2.5%	3021	3.7%	6.3%
新华保险	962	1005	4.4%	1115	15.9%	11.0%
中国人保	2687	3141	16.9%	3090	15.0%	-1.6%
A 股合计	**20947**	**23110**	**10.3%**	**23183**	**10.7%**	**0.3%**
	2024	**2025H1**	**较年初**	**2025**	**较年初**	**较年中**
中国太平（港元）	711	742	4.4%	952	33.9%	28.2%
阳光保险	621	558	-10.1%	582	-6.3%	4.2%
友邦保险（美元）	405	405	0.0%	432	6.8%	6.8%
众安在线	209	216	3.0%	254	21.6%	18.0%
总计（除太平、友邦）	**21777**	**-**	**-**	**24020**	**10.3%**	**-**

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

1.4. 分红：股息回报稳中有升，分红率整体稳定

由于净利润增长，上市险企每股股息普遍提升，其中太平增幅显著。2025 年上市险企分红回报普遍增长，除阳光同比持平外，平安、太保、友邦每股股息增幅集中于 5%-10%区间，国寿、人保和中国财险增幅分别为 32%、22%和 26%，而太平则同比提升 251%，显著高于其他上市同业。

图4：2025 年上市险企每股股息普遍提升（元）



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

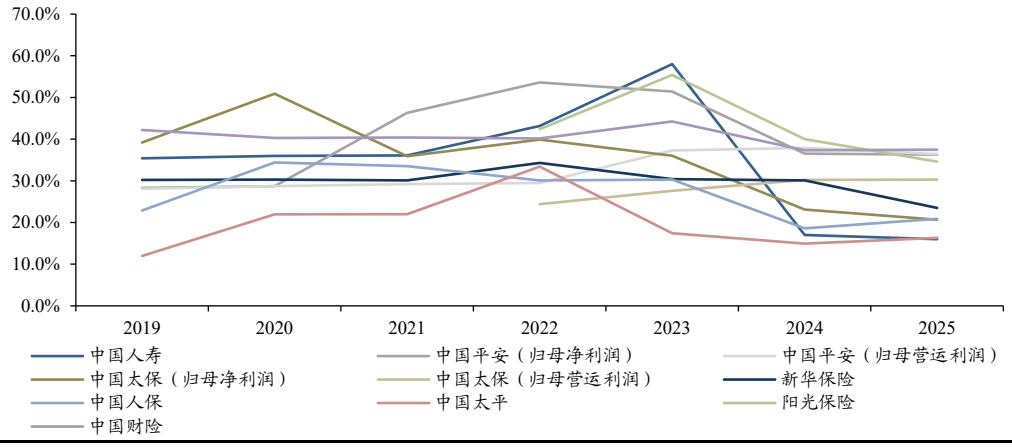
注：中国太平与友邦保险为港元，其他公司均为人民币

2025 年上市险企分红率整体稳定，主要着眼长期经营。2025 年上市险企以归母净利润计算的分红率平均为 26.2%，同比仅略下降 1.3pct。其中人保、太平分红率分别同比+2.3pct、+1.4pct，中国财险保持稳定，其他公司均有所下降，新华同比-6.6pct 降幅最大。我们认为，保险公司在新会计准则下短期利润波动较大，分红水平要综合考虑长期

请务必阅读正文之后的免责声明部分

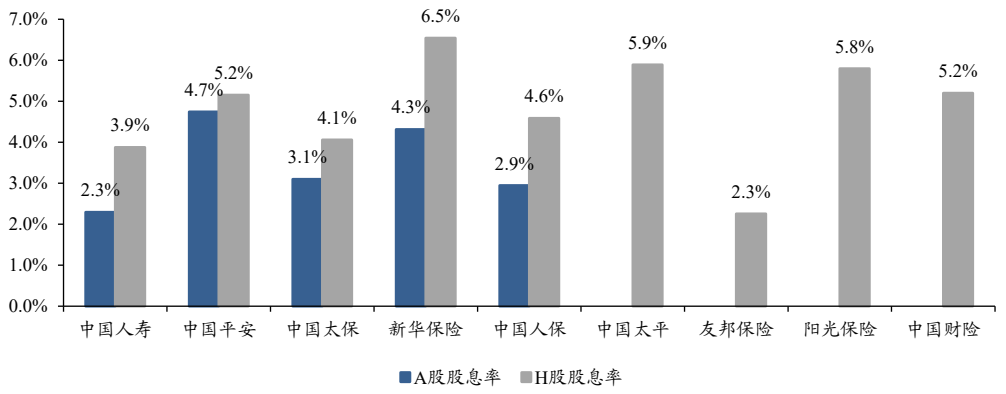
经营和股东回报后确定，目前大部分险企分红政策主要维护稳定的每股股息表现，而非确定的分红比例。

图5：上市险企 2025 年分红比例整体稳定



数据来源：上市公司财报，东吴证券研究所

图6：上市险企最新股息率情况（以 3 月 27 日收盘价计算）



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：以港币：人民币汇率 0.8836：1 进行折算

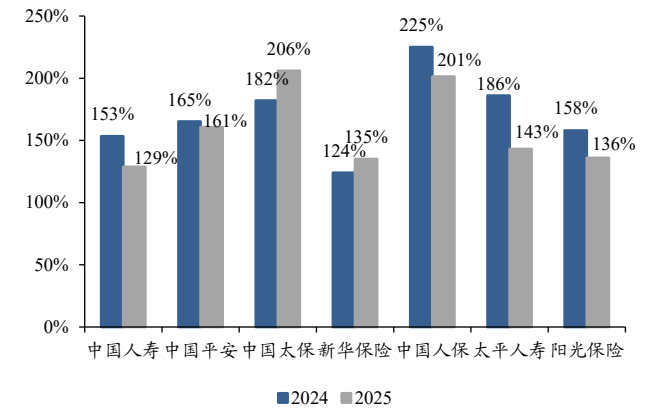
1.5. 偿付能力：上市险企偿付能力充足率普遍下降

2025 年大部分险企偿付能力充足率有所下降。1）2025 年末，上市险企（其中中国太平以太平人寿替代，下同）平均核心偿付能力充足率为 159%，同比下降 12pct，其中太保和新华同比提升，其他公司均下降，太平人寿降幅最大，为-43pct。2）上市险企平均综合偿付能力充足率为 218%，同比下降 24pct，其中太保同比提升，其他公司均下降，太平人寿降幅最大，为-68pct。3）平安、太保和新华的偿付能力充足率变化趋势相对较好。①2025 年太保和新华核心偿付能力充足率分别较年初提升 24pct、11pct，平安仅较年初下滑 4pct，降幅显著小于同业。②2025 年太保综合偿付能力充足率较年初提升 17pct，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

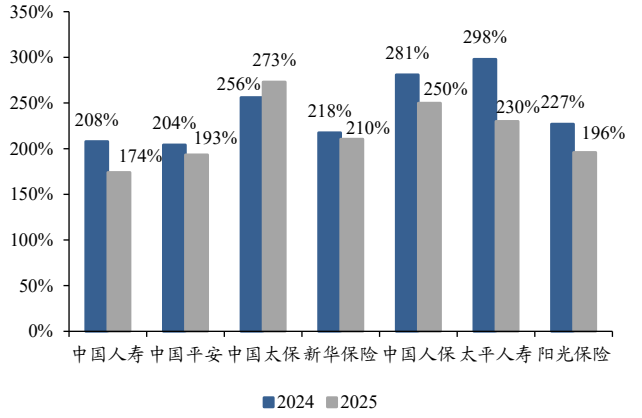
平安和新华分别较年初下滑 11pct 和 7pct，降幅显著小于同业。4）我们认为，上市险企偿付能力充足率普遍下降主要是由于保费规模较快增长和权益投资比例明显提升所致，但目前仍然明显高于监管最低要求。

图7：上市险企核心偿付能力充足率



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图8：上市险企综合偿付能力充足率



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

保险公司可以通过会计调整和补充资本等方式提升偿付能力充足率。1）我们认为，太保、平安和新华偿付能力变化情况较好，主要是由于：①新华人寿和平安人寿在 2025Q1 将持有的债券投资由持有至到期投资（HTM）重分类为可供出售金融资产（AFS），账面价值有较大幅度提升；②中国太保和中国平安均发行了债务融资工具以补充资本。2）根据中国人寿披露，若将债券以公允价值计量，则其核心和综合偿付能力充足率分别为 162%和 207%，较 2025 年末水平各提升 33pct。3）自 2023 年以来，上市险企及旗下子公司多次通过发行债券工具进行融资，2025 年中国平安和中国太保陆续发行 H 股零息可转债，规模分别为 118 亿港元和 156 亿港元。我们认为，当前市场融资利率较低，且保险公司拥有较为丰富的融资工具渠道，可以通过低息融资补充资本以提升偿付能力充足率，满足业务发展的需要。

表4：2023 年以来上市险企及旗下子公司发行债券情况

债券代码	债券简称	发行规模（亿元）	上市时间	发行主体
272380001.IB	23 太平再保险资本补充债 01	13	2023-03-08	太平再保险
272380002.IB	23 太平洋财险债 01	70	2023-03-14	太保财险
272380005.IB	23 太平洋财险债 02	30	2023-04-07	太保财险
272380007.IB	23 人民人寿资本补充债 01	120	2023-05-29	人保寿险
272380008.IB	23 人保集团资本补充债 01	120	2023-06-06	中国人保
272380015.IB	23 新华人寿资本补充债 01	100	2023-11-07	新华保险
282380002.IB	23 太保寿险永续债 01	120	2023-12-06	太保寿险
282380003.IB	23 人保健康永续债	25	2023-12-12	人保健康
272380017.IB	23 阳光人寿资本补充债 01	70	2023-12-15	阳光人寿
282380005.IB	23 太平人寿永续债 01	110	2023-12-22	太平人寿
282400001.IB	24 太保寿险永续债 01	80	2024-06-19	太保寿险
272480002.IB	24 新华人寿资本补充债 01	100	2024-06-21	新华保险

请务必阅读正文之后的免责声明部分

272400005.IB	24 平安产险资本补充债 01	100	2024-07-15	平安产险
272400007.IB	24 中国人寿资本补充债 01BC	350	2024-09-27	中国人寿
272400010.IB	24 太平财险资本补充债 01	30	2024-11-21	太平财险
272480010.IB	24 人民财险资本补充债 01	120	2024-11-29	人保财险
282480011.IB	24 平安人寿永续债 01	150	2024-12-09	平安人寿
282580003.IB	25 平安人寿永续债 01	130	2025-03-04	平安人寿
282500005.IB	25 太平人寿永续债 01	90	2025-03-24	太平人寿
242580006.IB	25 阳光人寿永续债 01	50	2025-03-31	阳光人寿
272580008.IB	25 平安产险资本补充债 01	60	2025-11-21	平安财险
272580009.IB	25 平安人寿资本补充债 01	200	2025-12-15	平安人寿
272680004.IB	26 阳光人寿资本补充债 01	50	2026-03-27	阳光人寿
境外债	中国平安零息 H 股可转债	117.65（港元）	2025-06-11	中国平安
境外债	中国太保零息 H 股可转债	155.56（港元）	2025-09-19	中国太保

数据来源：wind，上市公司公告，东吴证券研究所

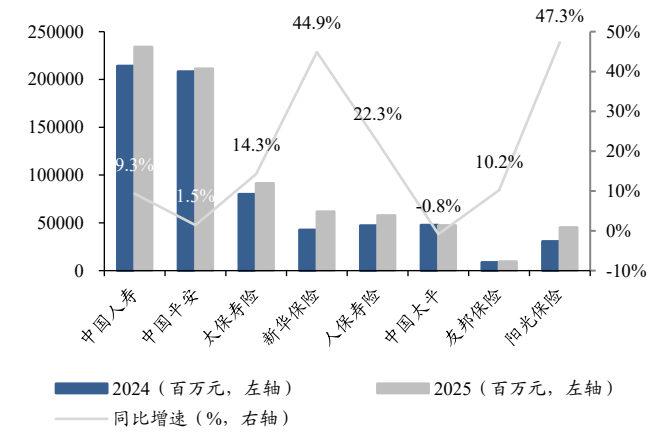
2. 寿险：银保渠道拉动新单保费与 NBV 高增长

2.1. 保费：新单保费增速回暖，分红险转型成效显著

2.1.1. 新单保费增速回暖，Q3 单季是年内增长高峰

2025 年上市险企新单保费增速明显回暖，预计主要受到较低基数和需求旺盛等因素带动。大部分上市险企 2025 年新单保费同比较快增长，其中阳光保险（+47.3%）、新华保险（+44.9%）和人保寿险（+22.3%）增速领先，而中国太平同比下滑 0.8%。我们认为，2025 年新单增速显著回暖，一方面是由于 2024 年因为银保 “报行合一” 实施导致的较低基数，另一方面则是由于银行存款利率下调、保险产品相对吸引力提升。

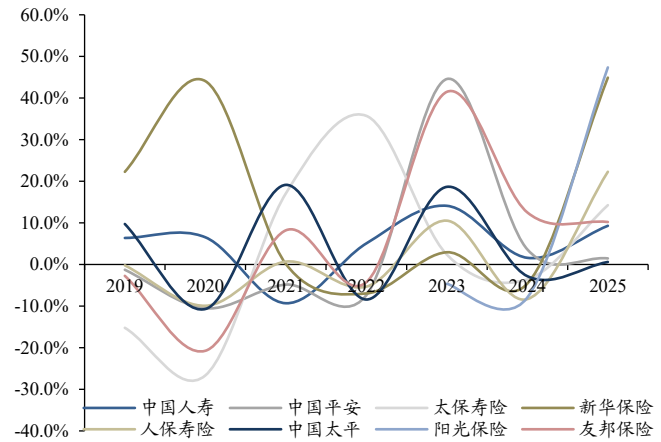
图9：2025 年上市险企新单保费增速情况



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1）中国平安、中国太保为规模保费口径；2）中国太平币种为港币；3）友邦保险为年化新保费口径，币种为美元。

图10：2025 年新单保费增速普遍提升



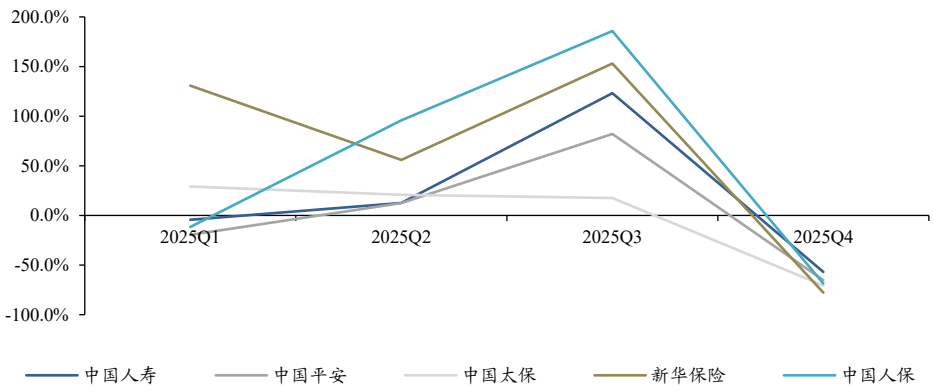
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1）中国平安、中国太保为规模保费口径；2）中国太平币种为港币；3）友邦保险为年化新保费口径，币种为美元。

分季度来看，Q3 是上市险企新单保费增速的全年高峰。1）由于积极推动分红险转

型，开门红阶段面临一定压力，2025Q1 大部分上市险企新单期交保费增速表现欠佳。而新华增速表现大幅领先同业，主要是由于业务节奏差异，开门红主打传统险。2）进入 Q2 以后，随着银行存款利率下调和市场对分红险接受度提升，各公司新单期缴保费增速开始逐步回升。3）8 月底预定利率再次下调，又一次迎来“炒停”销售热潮，上市险企 Q3 新单期交保费增速大幅提升，达到全年增长高峰。4）伴随预定利率下调完成，以及各公司开启开门红筹备工作，Q4 上市险企保费增速明显回落。

图11：2025 年三季度是上市险企新单保费同比增速高峰



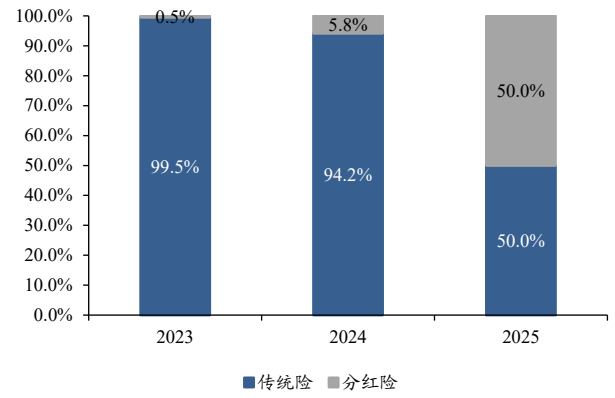
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

2.1.2. 分红险转型成效明显，占新单比重明显提升

2025 年以来，上市险企开始大力推动分红险等浮动收益型产品销售，以降低刚性负债成本水平，缓解长期利差损压力。

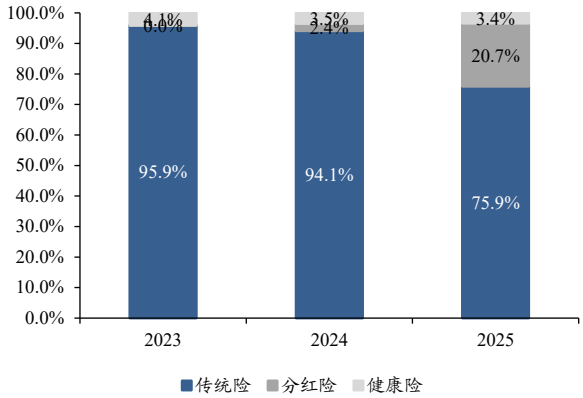
1）从新单保费结构看，分红险占新单比重明显提升。①中国人寿 2025 年浮动收益型业务占整体首年期交保费比重近 50%，分红险占个险渠道期交保费比重近 60%。②中国太保 2025 年分红险新单期缴规模保费 221.6 亿元，同比大幅增长 8.1 倍，在整体新单期缴中占比 50%，在个险渠道新单期缴中占比 61.4%。③新华保险 2025 年分红险长险首年保费 119.3 亿元，同比增长 12 倍，占长险首年保费比重提升至 20.7%。分红险占整体期交业务占比逐季提升，Q4 占比达到 77.0%。④中国太平 2025 年新单长险结构中分红险占比 88.4%，其中个险、银保渠道占比分别为 94.9%、86.3%。⑤阳光保险 2025 年个险新单保费中浮动收益型与保障型产品占比过半，银保新单期缴保费中浮动收益型占比 32.2%。

图12：近三年中国太保新单期交保费结构



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

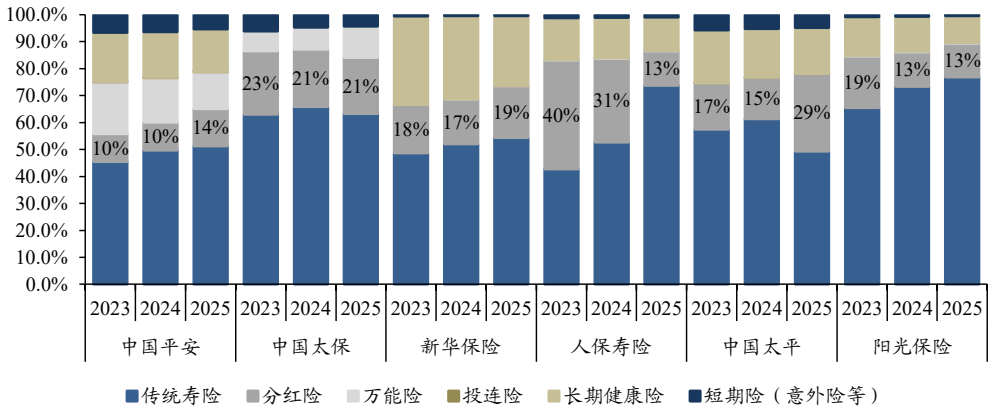
图13：近三年新华保险长险首年保费结构



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

2）从总保费结构看，由于分红险转型时间不长，目前各险企在总保费结构中分红险占比有所分化：①太平分红险转型较早，2025 年分红险占总保费比重已达 29%，绝对比重与提升幅度均为上市险企中最高。②除太平、太保外，其他险企分红险占比大多在 20%以下，平安、新华占比有小幅提升，太保、阳光基本持平，而人保占比同比明显下降。

图14：上市险企总保费收入中分红险占比走势分化



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所
注：1）不同公司险种分类存在一定差异，如中国太保对健康险和意外险不单独披露等。
2）中国平安与中国太保为规模保费，其他公司为原保费口径。

2.2. 渠道：银保业务成为增长新动力，个险队伍质态继续改善

2.2.1. 银保：成为拉动新单保费和 NBV 增长的主动力

“报行合一”时代，上市险企积极扩张银保业务。在银保渠道“报行合一”深化以及合作网点“1+3”限制放开背景下，头部险企在银保市场上的竞争优势和展业积极性明显提升。

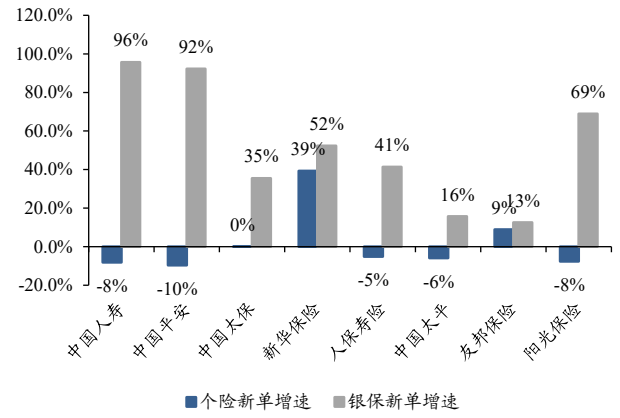
表5：2025 年上市险企积极扩张银保业务

保险公司	2025 年展业情况
中国人寿	银保渠道客户经理 2.0 万人，同比+5.3%。新单出单网点同比+25.9%至 7.7 万个，星级网点数量同比+49.1%，客户经理人均产能同比+53.7%。
中国平安	①自 2023 年重启非平银保渠道后，助推银保业务快速发展，2025 年银保整体价值率、期交保费增速和年活网均期交保费水平均显著超越同业表现；②平银银保打造业内独特的高产能模式，自 21Q4 组建专项队伍以来，5 年 NBV 实现年均复合增长 44%，2025 年人均产能和网均产能均位列行业第一。
中国太保	深化战略渠道合作，夯实股份行合作，加强国有行突破，银保渠道中客及以上客户中占比同比+1.8pct 至 41%，高客、极高客人数实现快速增长。
新华保险	深化国有大行、股份银行合作，优选地方商业银行合作。续推进“强部优组”与“三三制”体系建设，银保人均产能同比提升 17.9%。
人保寿险	不断深化与国有大行和重点股份制银行的合作，银保渠道中国有行保费占比同比+24.5pct 至 53.7%。
中国太平	银保销售网点数同比增长 6.3%至 9.5 万家。
阳光保险	深耕渠道精细化经营与队伍专业化建设，银保活动人均产能 14.8 万元，持续保持高位水平。

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

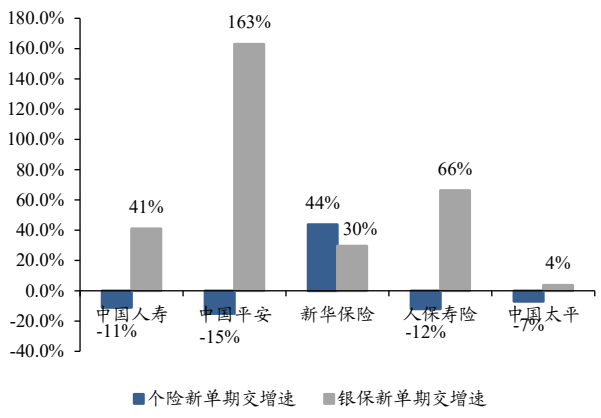
2025 年上市险企银保新单保费迎来爆发式增长。2025 年上市险企银保新单保费均实现同比两位数增长，其中国寿（+96%）和平安（+92%）增速大幅领先同业。上市险企银保渠道新单保费和新单期交保费增速均显著高于个险，也和个险渠道更大力度推动分红险转型而短期承压有一定关系。

图15：2025 年银保新单保费增速显著高于个险



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图16：2025 年银保新单期交保费增速也高于个险

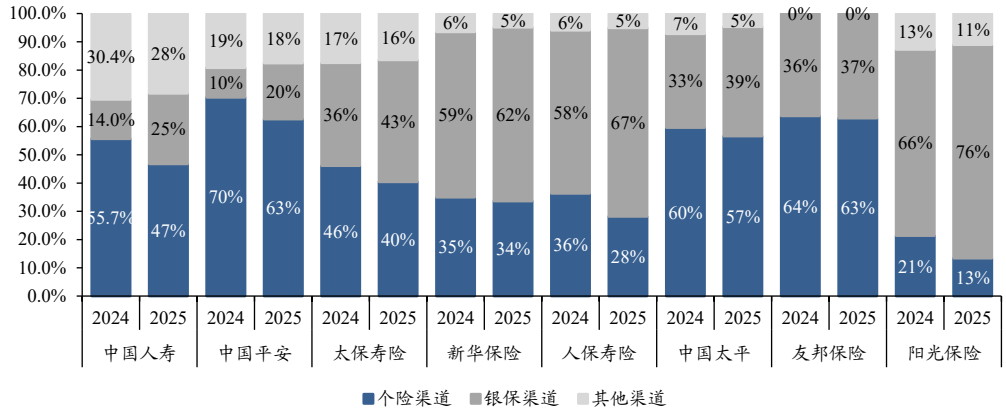


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

银保渠道在新单中占比显著提升。2025 年上市险企新单保费中银保渠道平均占比为 45.9%，同比提升 6.9pct。其中，阳光和人保寿险占比最高，分别为 76%和 67%，国寿和平安占比较低，分别为 25%和 20%。从占比提升幅度看，国寿和阳光增幅最大，分别提升 11pct 和 10pct。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

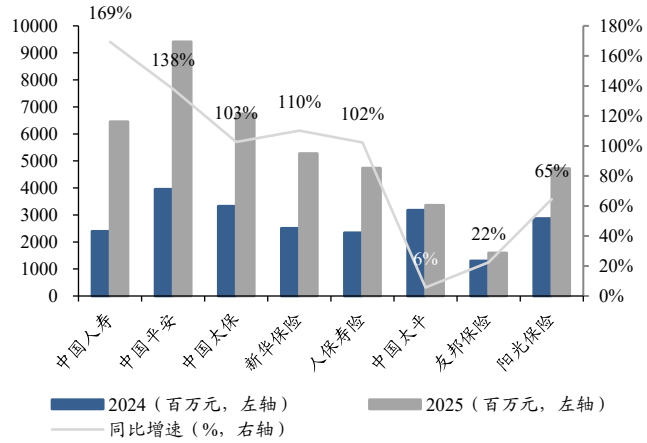
图17：2025 年银保渠道在上市险企新单保费中占比明显提高



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

新单高增长+价值率继续提升，银保渠道 NBV 贡献凸显。在银保新单保费高增长的同时，NBV margin 水平继续提升，带动银保渠道 NBV 高速增长。以中国平安为例，其 2025 年银保渠道 NBV margin 同比提升 4.4pct 至 24.5%，主要得益于预定利率下调和“报行合一”改革深化，当前银保渠道价值率较个险渠道差距已经不大。1）从增速看，2025 年 A 股五家险企 NBV 均实现同比 100%以上增长，其中国寿（+169%，以非个险渠道数据替代）和平安（+138%）增速领先同业，而太平增速相对较低。2）从占比看，2025 年上市险企 NBV 中银保渠道占比平均为 39.1%，同比提升 7.7pct，其中阳光占比最高为 61.8%，新华和人保占比也超过 50%。新华银保 NBV 占比提升最快，同比提高 13.5pct，平安、太保和人保寿险提升幅度也在 10pct 以上。

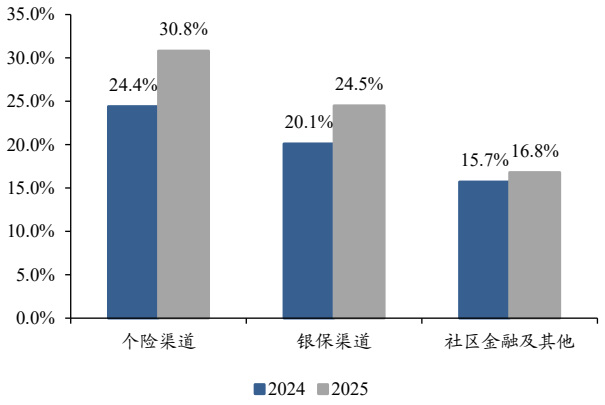
图18：2025 年上市险企银保渠道 NBV 超高增长



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1）国寿采用非个险渠道数据替代；2）太保为非可比口径；3）太平币种为港元，友邦币种为美元

图19：中国平安分渠道新业务价值率

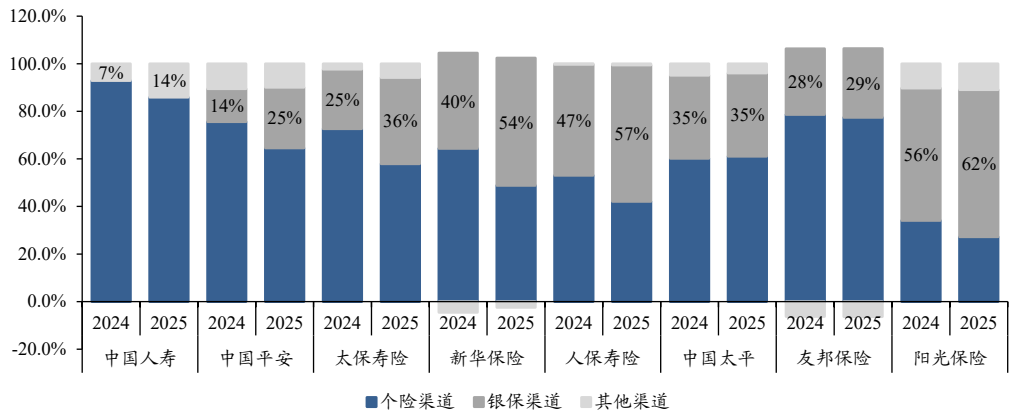


数据来源：中国平安财报，东吴证券研究所

注：以上为首年保费口径

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图20：上市险企银保渠道在 NBV 中占比普遍提升

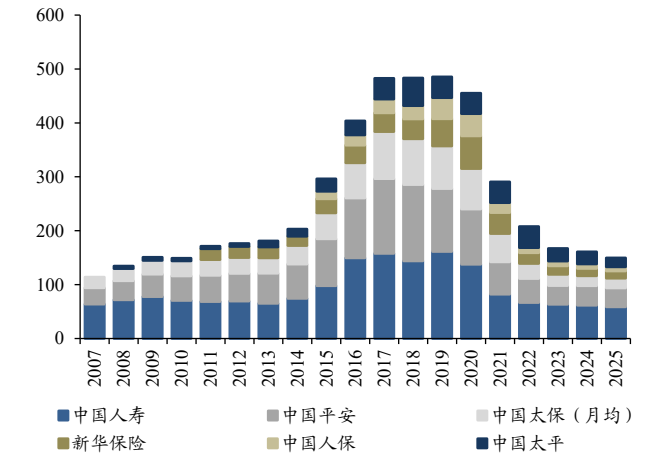


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

2.2.2. 个险：人力规模小幅下滑，队伍质态与产能继续向好

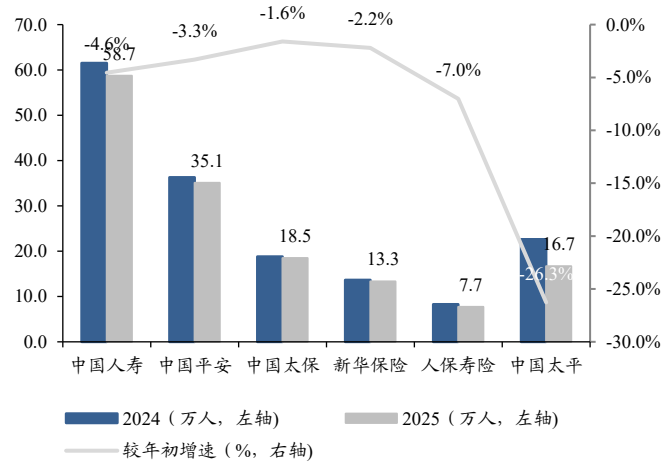
2025 年上市险企人力规模同比小幅下滑。2025 年上市险企人力合计约 150 万人，较年初减少 6.9%，较年中减少 3.5%。其中，国寿、平安、太保和新华人力较年初降幅均在 5%以下，平安、新华较年中分别增长 3.2%和 0.3%，企稳态势巩固。而中国太平人力降幅较大，较年初减少 26.3%，较年中减少 25.8%。

图21：上市险企代理人规模已经逐步企稳（万人）



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图22：2025 年上市险企代理人规模同比小幅减少



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

代理人渠道转型效果继续释放，队伍结构与质态持续改善。

1）中国人寿：稳步推进营销体制改革，持续深化队伍职业化、专业化、年轻化转型。2025 年优增新人数量同比+40%，13 个月留存率同比+2.2pct，45 周岁及以下人员占比同比+2.3pct。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2）中国平安：深化“基本法、培训、客户经营、产品+服务”的“四合一”体系，推进代理人“做优、增优、育优”的“三优”平台建设，2025 年代理人人均新业务价值同比增长 17.2%，年末代理人中大专及以上学历人员占比同比+1.4pct。

3）中国太保：围绕“职业化、专业化、数智化、年轻化”的“四化”队伍建设，强化锻造绩优个人和绩优组织。2025 年月均核心人力 4.6 万人，同比-13.2%，核心人力月人均首年规模保费 6.4 万元，同比+17.1%，下半年核心人力月人均首年佣金收入同比+22%。

4）新华保险：2025 年月均合格人力 2.2 万人，同比基本持平，月均合格率 16.5%，同比+0.6pct。月均绩优人力 1.55 万人，同比+2%，月均绩优率 11.6%，同比+0.7pct。月均万 C 人力 0.33 万人，占比 2.5%，同比持平。月均人均综合产能 1.12 万元，同比+43%。

5）人保寿险：月均有效人力同比-9.5%，综金和新军渠道十年期及以上期交保费分别同比+28%、+32%。

6）中国太平：月人均期缴原保费同比+1.4%至 1.69 万元。

7）阳光保险：传统队伍活动人均产能 2.2 万元，新人活动人均产能 1.8 万元，均保持在较高水平。精英队伍月均活动人力保持稳定，人均产能为传统队伍 2 倍以上。

表6：2025 年上市险企代理人队伍人均产能情况

	主要指标	2021	2022	2023	2024	2025	2025 同比
中国平安	代理人人均 NBV（元/人均每年）	39031	47639	70689	101271	80375	17.2%
	代理人收入（元/人均每月）	5758	7051	9813	10395	9299	-10.5%
	代理人寿险收入（元/人均每月）	4651	5390	7402	8227	7295	-11.3%
中国太保	核心人力月人均首年规模保费（元）	-	34376	46094	54330	63605	17.1%
	核心人力月人均首年佣金收入（元）	-	4136	6413	6868	6696	-2.5%
中国太平	月人均期缴原保费（元）	13040	13685	14410	16628	16853	1.4%
阳光人寿	人均产值（元）	12235	14299	20653	25183	22000	-12.6%

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

2.3. 价值：NBV 延续高增长趋势，且对投资收益率敏感性明显下降

2.3.1. EV：继续实现稳健增长，NBV 贡献显著

2025 年上市险企投资收益假设保持不变，太保和人保调整 EV 风险贴现率假设。2025 年年报中，上市险企长期投资回报假设均未调整，保持 4%不变。中国太保和中国人保调整了风险贴现率水平，由此前各业务统一为 8.5%调整为传统险 8.5%、分红/万能险 7.5%，假设调整对 EV 和 NBV 评估结果影响幅度有限。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表7：上市险企 EV 风险贴现率假设调整情况

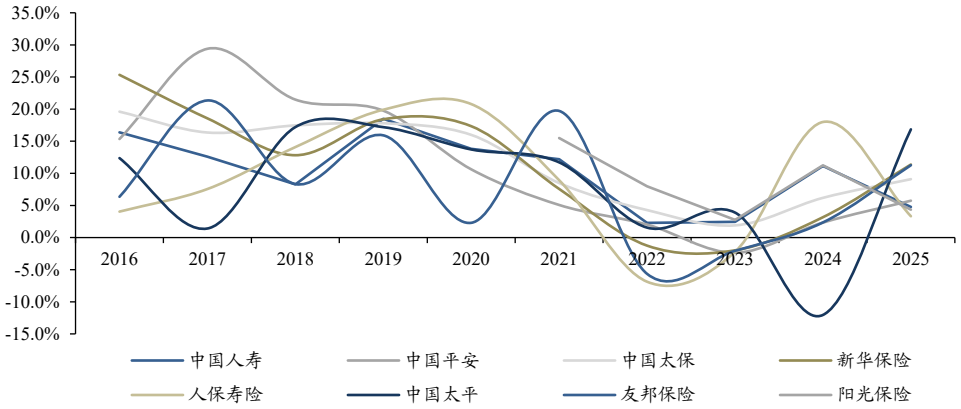
	2022	2023	2024	2025
中国人寿	10.0%	8.0%	传统险 8%，分红/万能 7.2%	-
中国平安	11.0%	9.5%	传统险 8.5%，分红/万能 7.5%	-
中国太保	**11.0%**	**9.0%**	**8.5%**	**传统险 8.5%，分红/万能 7.5%**
新华保险	11.0%	9.0%	8.5%	-
中国人保	**10.0%**	**9.0%**	**8.5%**	**传统险 8.5%，分红/万能 7.5%**
中国太平	11.0%	9.0%	8.5%	-
阳光保险	11.0%	9.5%	8.5%	-

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注："-"指相关假设未调整。

2025 年上市险企 EV 实现同比稳健增长。2025 年末，上市险企（不含友邦保险、人保健康）EV 合计 4.4 万亿元，较年初增长 6.7%。其中，太平同比增长 16.8%，增速最高，新华和友邦 EV 同比增速也均超过 11%。

图23：2025 年上市险企 EV 实现同比稳健增长



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

新业务价值对上市险企 EV 增长贡献较大。从各公司 EV 变动结构来看，除 EV 预期回报的稳定释放以外，NBV 普遍对各公司 EV 增长产生了较为积极的贡献。其他项目则表现不一，例如国寿 EV 增长主要受到市场价值和其他调整项目拖累（占期初 EV 的-6.9%），我们预计主要受利率上行导致的债券公允价值下降影响。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图24：2025 年上市险企 EV 变动结构

	中国人寿	平安集团	平安寿险	太保集团	太保寿险	新华保险	人保寿险	太平集团	太平寿险	友邦保险	阳光集团	阳光寿险
EV预期回报/期初EV	5.4%	3.6%	6.1%	4.8%	6.4%	6.0%	5.4%	5.9%	6.7%	8.2%	4.9%	6.0%
NBV/期初EV	3.3%	3.0%	3.6%	3.3%	4.4%	3.8%	7.3%	4.1%	4.6%	8.0%	6.6%	8.2%
投资偏差/期初EV	4.8%	2.1%	3.6%	-0.5%	-0.6%	2.5%	-3.0%	7.6%	8.6%	-0.3%	-9.9%	-12.3%
估计变更/期初EV	-0.5%	-1.0%	-1.6%	1.3%	1.7%	-1.6%	-5.5%	-0.5%	-0.5%	0.6%	0.9%	1.1%
其他/期初EV	-8.2%	-1.9%	-0.4%	0.2%	-1.8%	0.7%	-0.6%	2.7%	-1.1%	-5.3%	1.9%	-0.1%
合计	**4.8%**	**5.7%**	**11.2%**	**9.1%**	**10.2%**	**11.4%**	**3.7%**	**19.8%**	**18.3%**	**11.3%**	**4.3%**	**2.9%**

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图25：近十年头部险企 EV 变动结构趋势

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
中国人寿	EV预期回报/期初EV	9.3%	8.0%	8.2%	8.4%	8.1%	7.9%	7.5%	6.8%	7.9%	5.4%
	NBV（分散效应）/期初EV	8.8%	9.2%	6.7%	7.4%	6.2%	4.2%	3.0%	3.0%	2.7%	3.3%
	投资偏差/期初EV	-5.5%	-0.7%	-6.1%	4.0%	2.6%	-0.3%	-8.1%	-6.0%	5.1%	4.8%
	其他/期初EV	3.8%	-4.0%	-0.6%	-1.3%	-3.0%	0.4%	-0.1%	-1.3%	-4.5%	-8.7%
	合计	**16.4%**	**12.6%**	**8.3%**	**18.5%**	**13.8%**	**12.2%**	**2.3%**	**2.4%**	**11.2%**	**4.8%**
中国平安（集团）	EV预期回报/期初EV	4.9%	5.0%	5.5%	5.8%	5.5%	5.3%	5.1%	4.8%	4.1%	3.6%
	NBV（分散效应）/期初EV	12.4%	13.8%	11.3%	9.0%	4.8%	3.3%	2.4%	2.5%	2.3%	3.0%
	投资偏差/期初EV	-0.1%	4.7%	-1.5%	3.2%	-0.5%	-1.9%	-2.9%	-2.0%	1.6%	2.1%
	其他/期初EV	-1.9%	5.9%	6.2%	1.8%	0.8%	-1.6%	-2.6%	-7.6%	-5.7%	-2.9%
	合计	**15.3%**	**29.4%**	**21.5%**	**19.8%**	**10.6%**	**5.1%**	**2.0%**	**-2.4%**	**2.3%**	**5.7%**
平安寿险	EV预期回报/期初EV	8.4%	8.8%	9.1%	9.4%	8.7%	8.5%	8.1%	7.8%	6.9%	6.1%
	NBV（分散效应）/期初EV	21.0%	24.5%	18.8%	14.7%	7.6%	5.3%	3.8%	4.1%	3.9%	5.1%
	投资偏差/期初EV	-0.2%	8.4%	-2.5%	5.2%	-0.8%	-3.0%	-4.6%	-3.3%	2.6%	3.6%
	其他/期初EV	-19.0%	-3.9%	-1.9%	-5.8%	-6.7%	-4.5%	-7.5%	-13.6%	-12.9%	-3.5%
	合计	**10.2%**	**37.8%**	**23.5%**	**23.5%**	**8.9%**	**6.3%**	**-0.2%**	**-5.0%**	**0.5%**	**11.2%**
中国太保（集团）	EV预期回报/期初EV	6.7%	7.0%	7.1%	7.0%	6.9%	6.7%	6.3%	6.2%	5.3%	4.7%
	NBV（分散效应）/期初EV	11.1%	12.1%	10.2%	7.9%	5.0%	3.2%	2.0%	2.5%	2.9%	3.6%
	投资偏差/期初EV	-0.5%	0.4%	0.1%	1.5%	1.6%	-0.3%	-3.6%	-4.1%	4.9%	-0.5%
	其他/期初EV	2.3%	-3.1%	0.0%	1.5%	2.5%	-1.0%	-0.5%	-2.7%	-7.0%	1.2%
	合计	**19.6%**	**16.4%**	**17.5%**	**17.8%**	**16.0%**	**8.5%**	**4.3%**	**1.9%**	**6.2%**	**9.1%**
太保寿险	EV预期回报/期初EV	9.3%	9.7%	9.7%	9.3%	9.1%	9.2%	8.6%	8.2%	7.2%	6.4%
	NBV（分散效应）/期初EV	15.3%	16.8%	14.0%	10.5%	6.7%	4.3%	2.8%	3.3%	3.9%	4.9%
	投资偏差/期初EV	-0.6%	0.5%	0.1%	2.0%	2.1%	-0.4%	-4.9%	-5.5%	6.6%	-0.6%
	其他/期初EV	-4.4%	-9.1%	-3.1%	-3.5%	-6.2%	-2.7%	-0.7%	-5.1%	-12.8%	-0.4%
	合计	**19.5%**	**17.9%**	**20.7%**	**18.2%**	**11.7%**	**10.3%**	**5.7%**	**1.0%**	**4.9%**	**10.3%**
新华保险	EV预期回报/期初EV	10.7%	9.7%	9.2%	9.2%	8.8%	8.0%	7.7%	7.6%	6.6%	6.0%
	NBV（分散效应）/期初EV	10.1%	9.3%	8.0%	5.6%	4.5%	2.5%	0.9%	1.2%	2.5%	3.8%
	投资偏差/期初EV	-4.3%	0.2%	-3.8%	4.8%	4.3%	-0.6%	-6.9%	-5.6%	8.1%	2.5%
	其他/期初EV	8.7%	-0.7%	-0.5%	-1.2%	-0.3%	-2.4%	-3.0%	-5.1%	-14.0%	-0.9%
	合计	**25.3%**	**18.6%**	**12.8%**	**18.4%**	**17.3%**	**7.6%**	**-1.3%**	**-2.0%**	**3.2%**	**11.4%**

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

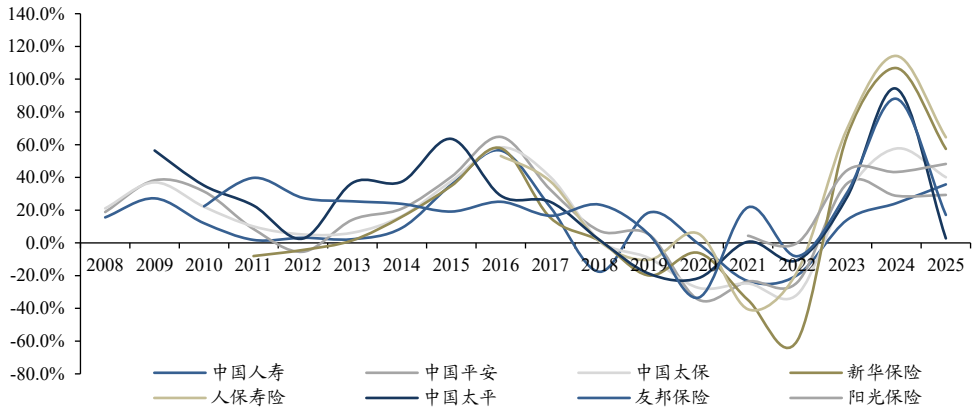
2.3.2. NBV：受益于新单增长和价值率提升，高基数基础上延续快速增长

上市险企 NBV 延续快速增长趋势。2025 年上市险企（不含友邦保险、人保健康）新业务价值合计 1356.3 亿元，同比增长 35.1%。1）人保寿险可比口径下同比+64.5%，为上市险企中最高，新华同比增长 57.4%，仅次于人保寿险。2）阳光（+48.2%）、太保（+40.1%）、国寿（+35.7%）和平安（+29.3%）也都延续了快速增长态势。友邦同比增

请务必阅读正文之后的免责声明部分

长 17.1%，保持稳健。3）太平同比增长 2.7%，增速最低，但是 25H2 同比+49.3%，增长明显向好。4）我们认为，上市险企 NBV 快速增长，一方面受益于新单保费的良好增长态势，另一方面也受益于预定利率下调、报行合一深化带来的价值率提升。

图26：2025 年上市险企 NBV 延续快速增长态势

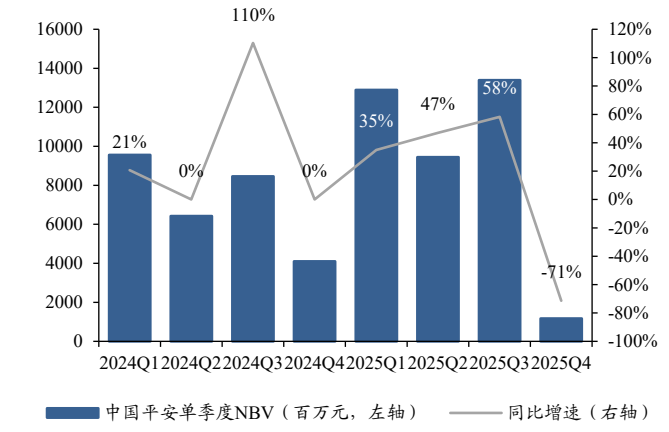


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：新华 2024 年增速为非可比口径，其他公司 2023 年及以后增速均为可比口径

从分季度数据看，平安 Q4 单季 NBV 同比-71.4%，主要是由于公司调整了发生率、费用率等非经济假设，属于常规调整。而太保 Q4 单季 NBV 同比+106%，主要是由于公司将非传统险的风险贴现率从 8.5%下调至 7.5%的影响。

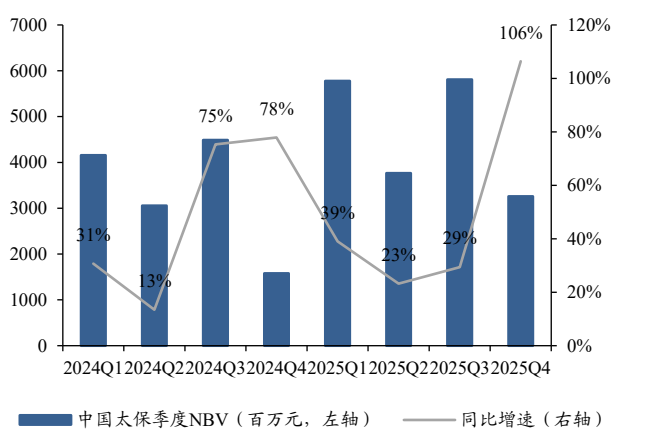
图27：中国平安 2024-2025 年分季度 NBV 增速



数据来源：中国平安财报，东吴证券研究所

注：以上增速均为可比口径

图28：中国太保 2024-2025 年分季度 NBV 增速



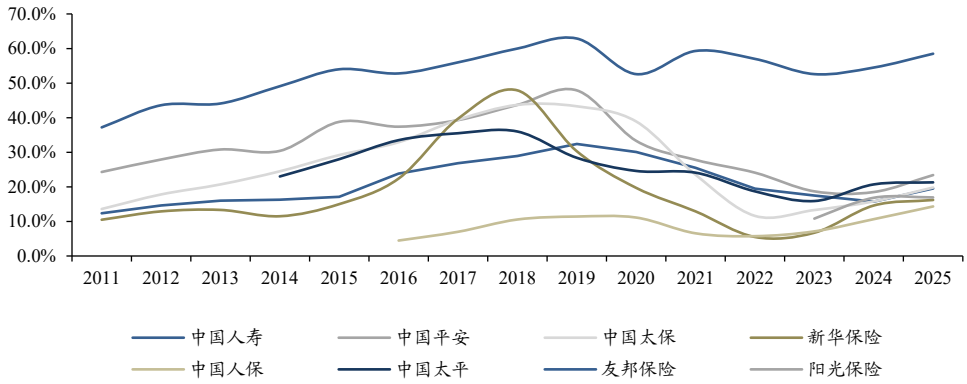
数据来源：中国太保财报，东吴证券研究所

注：2024 年增速为非可比口径

上市险企 NBV margin 继续提升。受益于预定利率下调和报行合一深化，上市险企 NBV margin 普遍同比提升。1)国寿 2025 年个险渠道 NBV margin 为 35.0%，同比+9.3pct。2）平安 2025 年首年保费口径的 NBV margin 为 23.4%，同比+4.9pct。3）太保 2025 年 NBV margin 为 19.8%，可比口径下同比+3.2pct。其中个险、银保 NBV margin 分别同比+3.2pct、+5.7pct。4）新华 2025 年首年保费口径下 NBV Margin 16.2%，同比+1.5pct。5）人保寿险和人保健康 2025 年 NBV margin 分别同比+2.9pct、+2pct。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图29：2025 年上市险企 NBV margin 同比提升

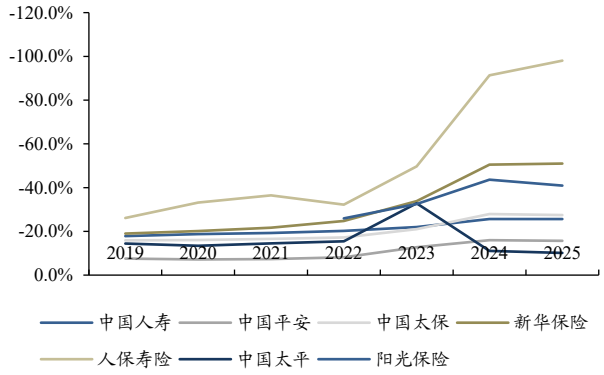


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

2.3.3. 假设敏感性：NBV 对投资收益率敏感性显著下降

2025 年上市险企 VIF 和 NBV 对投资收益率的敏感性普遍下降。1）在投资回报率下降 50bps 情景下，上市险企 VIF 平均降幅为 38.4%，较 2024 年扩大 0.4pct，但主要是受人保寿险(-98%)影响，若剔除人保寿险，则平均降幅为 28.5%，较 2024 年收窄 0.7pct。2）在投资回报率下降 50bps 情景下，上市险企 NBV 平均降幅为 23.4%，较 2024 年大幅改善 16pct，其中人保寿险降幅收窄 22.5pct，改善幅度最大，太平降幅也收窄超过 20pct。3）我们认为，伴随预定利率调整和各公司持续推动分红险转型与加强久期管理，未来 VIF 和 NBV 对投资收益率假设的敏感性将进一步下降。

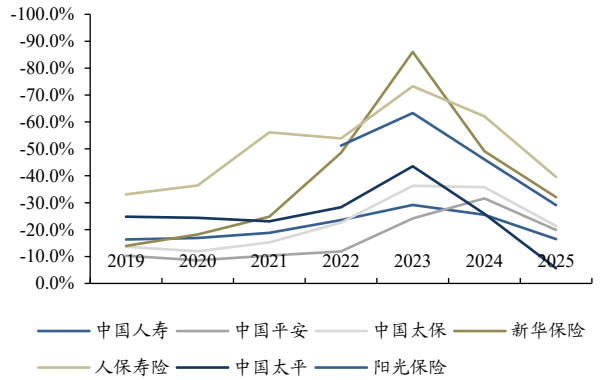
图30：上市险企 VIF 对投资收益率敏感性大多下降



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1）中国平安 2019-2022 年为投资收益率和风险贴现率同时-50bps；中国人寿 2023-2025 年为投资收益率-10%（估算分别为-45bps、-40bps）；中国太平 2020-2023 年为投资收益率和风险贴现率同时-50bps，2024-2025 年投资回报率和贴现率-10%；其他公司及年份均为投资收益率-50bps。2）中国平安为寿险内含价值，其他公司为有效业务价值

图31：上市险企 NBV 对投资收益率敏感性继续下降



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

1）中国平安 2019-2022 年为投资收益率和风险贴现率同时-50bps；中国人寿 2023-2025 年为投资收益率-10%（估算分别为-45bps、-40bps）；中国太平 2020-2023 年为投资收益率和风险贴现率同时-50bps，2024-2025 年投资回报率和贴现率-10%；其他公司及年份均为投资收益率-50bps；其他公司及年份均为投资收益率-50bps。

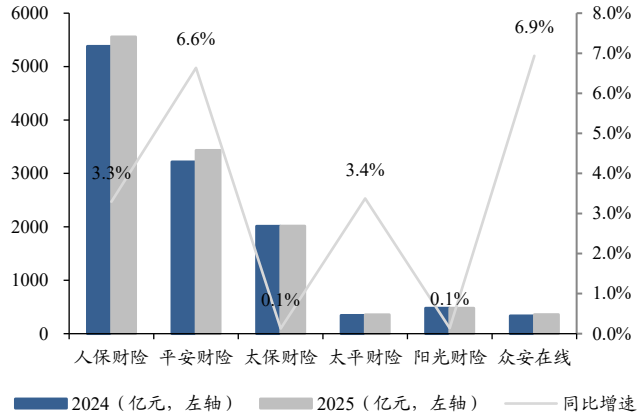
请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 财险：保费收入稳健增长，综合成本率同比改善

3.1. 保费：整体保持稳健增长，险种结构变动略有分化

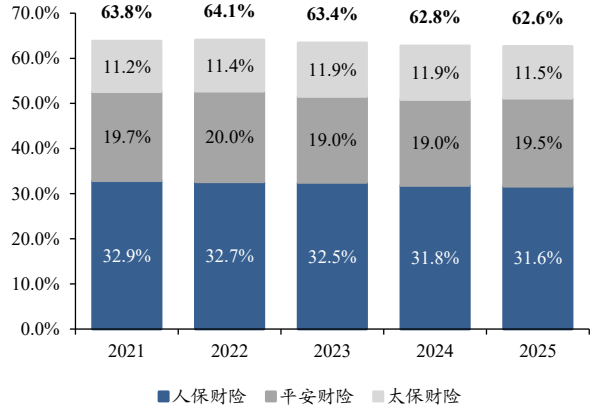
2025 年上市险企财险保费整体保持稳健增长态势。1）“老三家”人保、平安和太保财险保费合计 11004 亿元，同比增长 3.7%，其中平安（6.6%）＞人保（3.3%）＞太保（0.1%），其中太保增速较低主要是信保业务规模压降所致。2025 年众安和太平财险保费分别同比增长 6.9%和 3.4%，阳光则同比+0.1%，主要是由于车险保费同比下降影响。2）从市场份额看，2025 年末“老三家”市占率合计为 62.6%，同比微降 0.2pct，其中平安市占率同比提升 0.5pct。我们认为，“老三家”财险龙头仍保持显著的规模优势，在品牌服务、成本管控等方面能力更强。

图32：2025 年上市险企财险保费稳健增长



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图33：2025 年“老三家”市场份额整体依然稳定



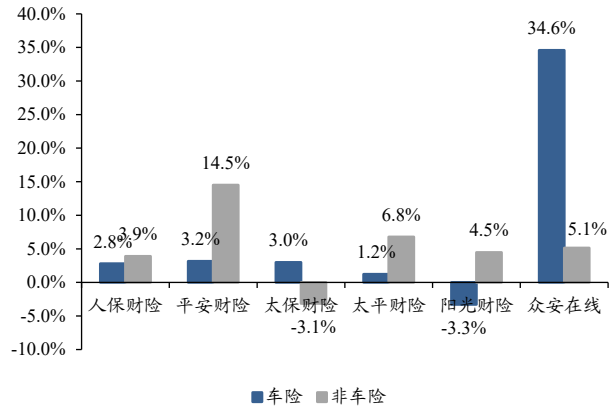
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：太平财险单位为港元

2025 年上市险企财险业务中险种结构变动略有分化。1）大部分险企非车险占比提升，其中平安、阳光、太平分别同比提升 2.3pct、1.9pct 和 1.3pct，而人保同比提升 0.3pct，幅度较小。**2）太保和众安非车险占比有所下降。**太保非车险占比同比下降 1.5pct，主要是由于压降信保业务规模，非车险保费同比-3.1%。众安业务结构与传统险企迥异， 车险生态占比不高，2025 年车险保费同比大增 34.6%，主要是受益于新能源车险贡献和布局交强险业务，同时主动控制退运险和保证保险规模导致非车险增速放缓。

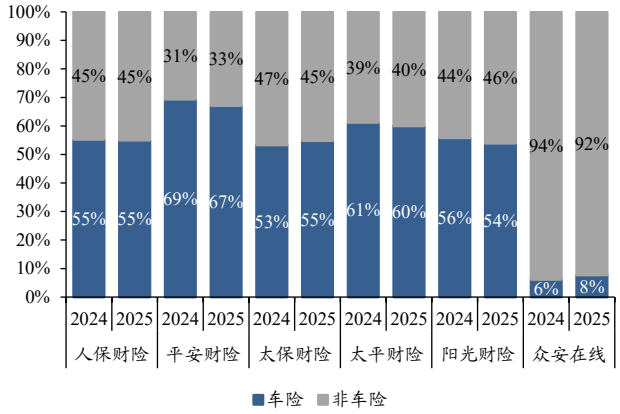
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图34：2025 年上市险企车险及非车险增速对比



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

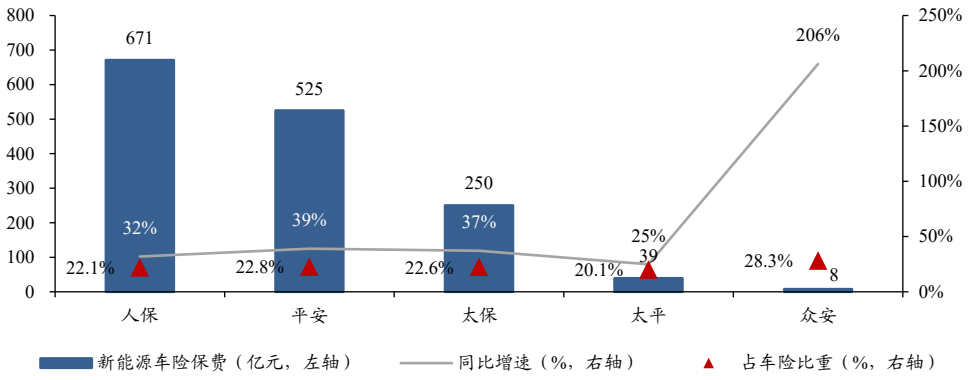
图35：2025 年上市险企险种结构变动略有分化



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

新能源车险保费快速增长，头部公司已承保盈利。2025 年各公司新能源车险保费普遍快速增长，其中众安在线增速最高达 206%，其他公司也在 25%-40%之间，主要受益于新能源车销量的持续提升。2025 年各公司新能源车险占车险总保费比重在 20%-23%之间，同比显著提升，人保、平安和太保分别同比+4.9pct、+5.9pct、+5.6pct，头部公司新能源车险家用车业务已经普遍承保盈利。

图36：2025 年上市险企新能源车险保费普遍快速增长



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表8：人保财险主要险种保费增速及结构

险种	保费（百万元）			占比		
	2024	2025	同比增速	2024	2025	同比变动（pct）
机动车辆险	297394	305745	2.8%	55.3%	55.0%	-0.3
意健险	101160	107585	6.4%	18.8%	19.4%	0.6
农险	54919	55947	1.9%	10.2%	10.1%	-0.1
责任险	37583	38234	1.7%	7.0%	6.9%	-0.1
企业财产险	16909	17656	4.4%	3.1%	3.2%	0.0
其他险种	30090	30610	1.7%	5.6%	5.5%	-0.1
整体	**538055**	**555777**	**3.3%**	**100.0%**	**100.0%**	-

数据来源：中国人保 2024-2025 年报，东吴证券研究所

表9：平安财险主要险种保费增速及结构

险种	保费（百万元）			占比		
	2024	2025	同比增速	2024	2025	同比变动（pct）
车险	223301	230362	3.2%	69.4%	67.1%	-2.3
意健险	30541	38239	25.2%	9.5%	11.1%	1.7
责任险	24232	24262	0.1%	7.5%	7.1%	-0.5
农险	10720	12470	16.3%	3.3%	3.6%	0.3
货运险	6736	10658	58.2%	2.1%	3.1%	1.0
其他	26291	27177	3.4%	8.2%	7.9%	-0.3
整体	**321821**	**343168**	**6.6%**	**100.0%**	**100.0%**	-

数据来源：中国平安 2024-2025 年报，东吴证券研究所

表10：太保财险主要险种保费增速及结构

险种	保费（百万元）			占比		
	2024	2025	同比增速	2024	2025	同比变动（pct）
机动车辆险	107302	110511	3.0%	53.3%	54.8%	1.5
健康险	20288	20298	0.0%	10.1%	10.1%	0.0
农业险	19278	19939	3.4%	9.6%	9.9%	0.3
责任险	22209	23075	3.9%	11.0%	11.5%	0.4
企财险	7836	7962	1.6%	3.9%	4.0%	0.1
其他	24330	19714	-19.0%	12.1%	9.8%	-2.3
整体	**201243**	**201499**	**0.1%**	**100.0%**	**100.0%**	-

数据来源：中国太保 2024-2025 年报，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表11：太平财险主要险种保费增速及结构

险种	保费（百万港元）			占比		
	2024	2025	同比增速	2024	2025	同比变动（pct）
车险	21006	21263	1.2%	61.2%	60.0%	-1.3
水险	802	833	3.8%	2.3%	2.3%	0.0
非水险	12489	13359	7.0%	36.4%	37.7%	1.3
整体	**34297**	**35455**	**3.4%**	**100.0%**	**100.0%**	-

数据来源：中国太平 2024-2025 年报，东吴证券研究所

表12：阳光财险主要险种保费增速及结构

险种	保费（百万元）			占比		
	2024	2025	同比增速	2024	2025	同比变动（pct）
机动车辆险	26707	25830	-3.3%	55.8%	53.9%	-1.9
意健险	7170	7792	8.7%	15.0%	16.3%	1.3
责任险	3873	4244	9.6%	8.1%	8.9%	0.8
保证险	4019	3544	-11.8%	8.4%	7.4%	-1.0
货运险	2476	2703	9.2%	5.2%	5.6%	0.5
其他	3576	3775	5.6%	7.5%	7.9%	0.4
整体	**47821**	**47888**	**0.1%**	**100.0%**	**100.0%**	-

数据来源：阳光保险 2024-2025 年报，东吴证券研究所

表13：众安在线主要业务生态保费增速及结构

险种	保费（百万元）			占比		
	2024	2025	同比增速	2024	2025	同比变动（pct）
健康生态	10338	12682	22.7%	30.9%	35.5%	4.6
数字生活生态	16197	15973	-1.4%	48.5%	44.7%	-3.8
消费金融生态	4832	4320	-10.6%	14.5%	12.1%	-2.4
汽车生态	2051	2760	34.6%	6.1%	7.7%	1.6
整体	**33417**	**35735**	**6.9%**	**100.0%**	**100.0%**	-

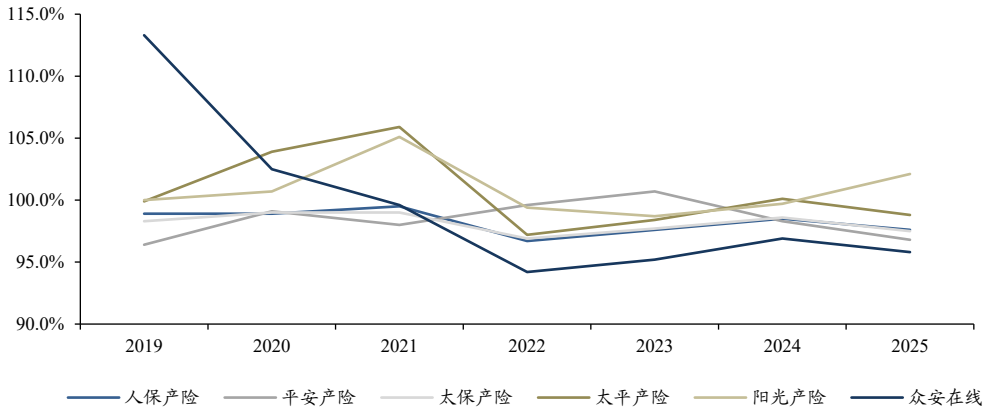
数据来源：众安在线 2024-2025 年报，东吴证券研究所

3.2. 综合成本率：绝大部分险企综合成本率同比改善

2025 年上市险企财险综合成本率整体同比改善。1）从绝对水平看，上市险企综合成本率平均值为 98.1%，除阳光保险外均承保盈利。阳光财险（102.1%）最高，众安在线（95.8%）最低，其他公司均在 96-99%之间，人保、平安和太保均为近年来最好水平。**2）从变动情况看，2025 年上市险企财险业务综合成本率平均改善 0.6pct，**赔付率（不含太平）平均提升 0.5pct，费用率（不含太平）平均下降 0.9pct。绝大部分上市险企综合

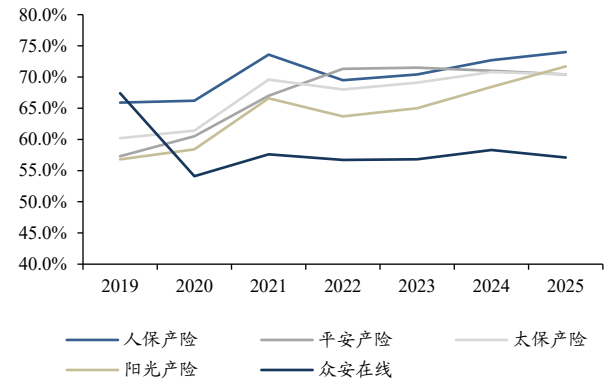
成本率同比改善：①“老三家”综合成本率均同比下降，人保、平安、太保分别同比-0.9pct、-1.5pct、-1.1pct，除人保赔付率有所上升外，太保和平安均实现赔付率和费用率双降。②太平和众安在线综合成本率也分别同比-1.3pct 和-1.1pct。③阳光则同比+2.4pct，其中赔付率提升 3.3pct，主要是受大幅计提保证险准备金影响。**3）分险种来看，车险业务综合成本率普遍同比改善，主要是由于深化“报行合一”、加强费用管控影响，非车险内部则明显分化。**

图37：2025 年上市险企财险综合成本率整体同比改善



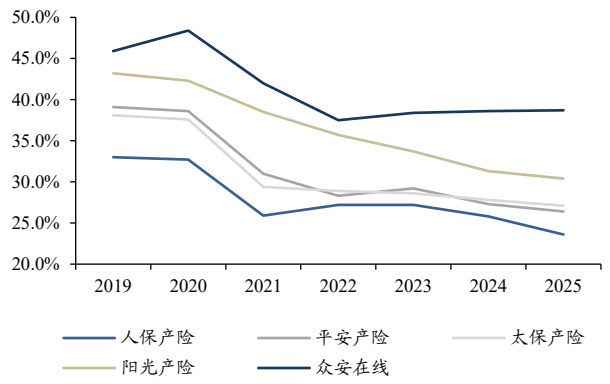
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图38：上市险企财险综合赔付率走势



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图39：上市险企财险综合费用率走势



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

人保财险：2025 年综合成本率 97.6%，同比-0.9pct。赔付率同比+1.3pct 至 74.0%，费用率同比-2.2pct 至 23.6%，主要受公司持续加强费用管控带动。分险种来看，企财险/车险/责任险/意健险综合成本率分别-12.4/-1.5/-0.7/-0.5pct，而农险则+4.6pct。公司车险承保利润 143 亿元，同比+53.6%。非车险业务承保亏损主要受农险影响，而个人非车业务承保利润同比+11.9%，法人业务综合成本率同比-4.4pct。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表14：人保财险主要险种综合成本率情况

险种	综合成本率			承保利润（百万元）		
	2024	2025	同比变动（pct）	2024	2025	同比增速
机动车辆险	96.8%	95.3%	-1.5	9285	14258	53.6%
农险	97.3%	101.9%	4.6	1524	-1049	由盈转亏
意健险	99.5%	99.0%	-0.5	242	615	154.1%
责任险	105.2%	104.5%	-0.7	-1912	-1745	亏幅收窄
企业财产险	113.4%	101.0%	-12.4	-2420	-198	亏幅收窄
其他险种	98.8%	98.3%	-0.5	366	562	53.6%
整体	**98.5%**	**97.6%**	**-0.9**	**7085**	**12443**	**75.6%**

数据来源：中国人保 2024-2025 年报，东吴证券研究所

平安财险：2025 年综合成本率 96.8%，同比-1.5pct。综合费用率 26.4%，同比-0.9pct，综合赔付率 70.4%，同比-0.6pct，主要因车险费用优化及保证保险扭亏为盈，车险综合成本率同比-2.3pct 至 95.8%。

表15：平安财险主要险种综合成本率情况

险种	综合成本率			承保利润（百万元）		
	2024	2025	同比变动（pct）	2024	2025	同比增速
车险	98.1%	95.8%	-2.3	4201	9496	126.0%
意健险	95.8%	99.4%	3.6	1098	189	-82.8%
责任险	102.7%	106.8%	4.1	-644	-1642	亏幅扩大
农险	99.8%	98.7%	-1.1	20	152	660.0%
货运险	92.2%	98.0%	5.8	-	207	-
整体	**98.3%**	**96.8%**	**-1.5**	**5463**	**10717**	**96.2%**

数据来源：中国平安 2024-2025 年报，东吴证券研究所

太保财险：2025 年承保综合成本率 97.5%，同比-1.1pct。综合费用率为 27.1%，同比-0.7pct；综合赔付率为 70.4%，同比-0.4pct。分险种来看，健康险和企财险业务实现扭亏为盈，综合成本率分别改善 9.3pct 和 9.7pct，责任险亏幅也有所收窄，而农险业务由盈转亏。

表16：太保财险主要险种综合成本率情况

险种	综合成本率			承保利润（百万元）		
	2024	2025	同比变动（pct）	2024	2025	同比增速
机动车辆险	98.2%	95.6%	-2.6	1868	4817	157.9%
健康险	104.3%	95.0%	-9.3	-429	574	扭亏为盈
农业险	98.7%	103.2%	4.5	243	-595	由盈转亏
责任险	103.7%	102.3%	-1.4	-811	-529	亏幅收窄
企财险	103.8%	94.1%	-9.7	-310	512	扭亏为盈
整体	**98.6%**	**97.5%**	**-1.1**	**2672**	**4836**	**81.0%**

数据来源：中国太保 2024-2025 年报，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

阳光财险：2025 年承保亏损 10.3 亿元，主要系公司大幅计提保证险准备金影响。剔除保证险后承保利润同比+596%。综合成本率 102.1%，同比+2.4pct；其中综合费用率同比-0.9pct，综合赔付率同比+3.3pct。剔除保证险业务准备金计提影响后，综合成本率为 98.9%，同比-1pct。

表17：阳光财险主要险种综合成本率情况

险种	综合成本率			承保利润（百万元）		
	2024	2025	同比变动（pct）	2024	2025	同比增速
机动车辆险	99.1%	98.2%	-0.9	224	480	114.3%
意健险	93.9%	95.6%	1.7	405	293	-27.7%
责任险	105.3%	104.8%	-0.5	-193	-174	亏幅收窄
保证险	99.0%	129.0%	30.0	53	-1513	由盈转亏
货运险	105.9%	104.8%	-1.1	-147	-126	亏幅收窄
其他	107.2%	99.6%	-7.6	-239	14	扭亏为盈
整体	**99.7%**	**102.1%**	**2.4**	**123**	**-1026**	**由盈转亏**

数据来源：阳光保险 2024-2025 年报，东吴证券研究所

众安在线：2025 年综合成本率为 95.8%，同比-1.1pct，其中赔付率同比-1.2pct 至 57.1%，费用率同比+0.1pct 至 38.7%。分业务来看，健康/车险生态综合成本率分别同比-3.6pct、-1.1pct，数字生活/消费金融生态则分别同比+0.2pct、+6.9pct，其中：①健康生态费用率-6.7pct，主要受益于 AI 应用提升营销效率与持续精细化费用管理；②汽车生态费用率-2.8pct，主要是报行合一及精细化管理带动；③消费金融生态赔付率+6.1pct，主要是由于底层资产质量波动导致。

表18：众安在线主要业务生态综合成本率情况

险种	综合成本率			承保利润（百万元）		
	2024	2025	同比变动（pct）	2024	2025	同比增速
健康生态	95.7%	92.1%	-3.6	-	-	-
数字生活生态	99.7%	99.9%	0.2	-	-	-
消费金融生态	90.1%	97.0%	6.9	-	-	-
汽车生态	94.2%	93.1%	-1.1	-	-	-
整体	**96.9%**	**95.8%**	**-1.1**	**990**	**1412**	**42.5%**

数据来源：众安在线 2024-2025 年报，东吴证券研究所

4. 投资：大幅增配二级权益，总投资收益率同比提升

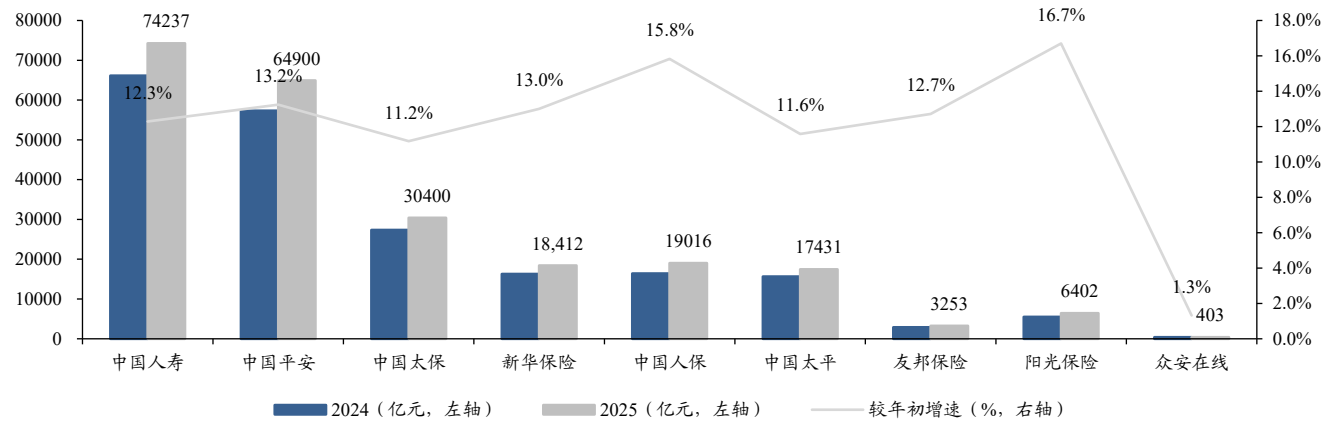
4.1. 投资资产规模普遍高增长

2025 年上市险企投资资产规模普遍高增长。截至 2025 年末，A 股 5 家上市险企投资资产规模合计达到 20.7 万亿元，同比增长 12.8%，5 家公司增速均在 10%以上，人保增速最高（+15.8%），国寿总规模最大，突破 7.4 万亿元。太平、友邦和阳光也均同比两

请务必阅读正文之后的免责声明部分

位数增长，而众安在线则同比增长仅 1.3%。

图40：2025 年上市险企投资资产规模普遍高增长



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

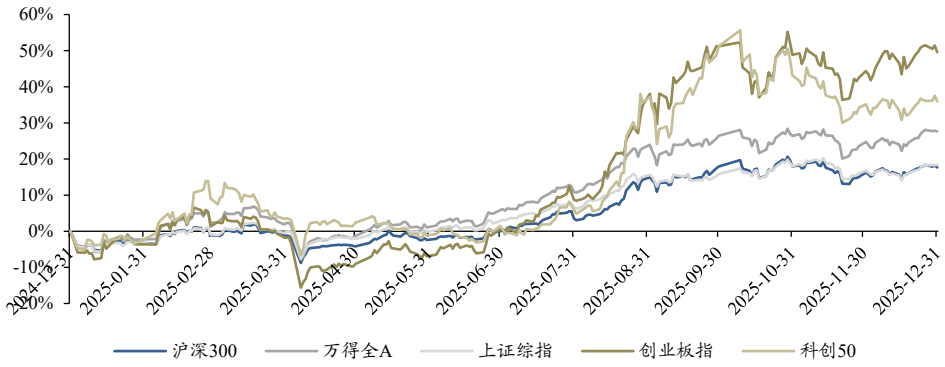
注：中国太平数据为港元，友邦保险为美元，其他公司均为人民币

4.2. 净投资收益率继续下降，股市走强带动总投资收益率提升

4.2.1. 市场环境：2025 年长端利率企稳回升，国内股市继续走强

2025 年权益市场继续走强，特别是 Q3 单季涨幅突出。2025 年全年沪深 300 指数、万得全 A 指数、上证综指、创业板指数分别累计+17.7%、+27.7%、+18.4%、+49.6%，表现均强于 2024 年的+14.7%、+10.0%、+12.7%、+13.2%，其中 Q3 单季股市涨幅突出，沪深 300 指数、万得全 A 指数、上证综指、创业板指分别+17.9%、+19.5%、+12.7%、+50.4%，但 Q4 成长板块股价短期回调，创业板指和科创 50 指数 Q4 单季分别下跌 1.1%和 10.1%，对上市险企财务投资收益和净利润表现产生了短期压力。

图41：2025 年股市主要指数较年初累计涨跌幅走势



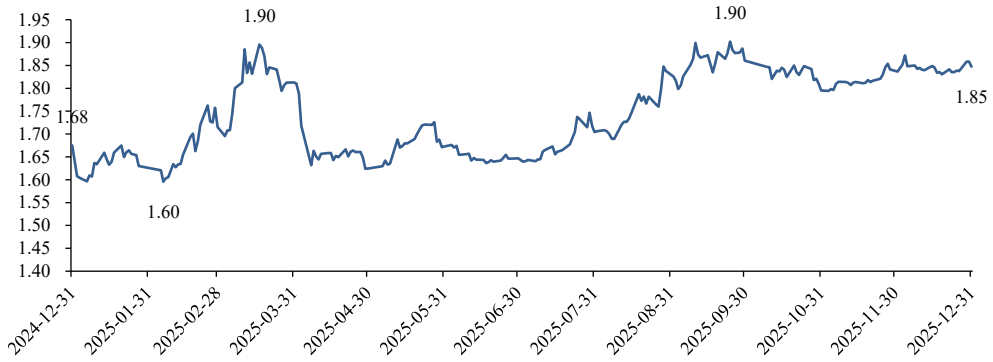
数据来源：wind，东吴证券研究所

2025 年国内长端利率企稳上行。十年期国债收益率在经历了 2023-2024 年分别下行 28bps、88bps 之后，2025 年走出“N”型趋势，迎来企稳回升。Q1 由于央行暂停公开市

请务必阅读正文之后的免责声明部分

场国债买入操作、股市行情走强提升资金风险偏好，长债利率一度上行至 1.9%。此后受资金面转松和中美关税摩擦影响，长债利率快速下行，但随着关税摩擦缓和，长债利率在 Q2 经历了一段低位振荡期。进入 Q3 后，股市大幅走强，长债利率再度提升，至 2025 年末报收 1.85%，较年初上行 17bps。

图42：2025 年十年期国债收益率企稳回升（%）



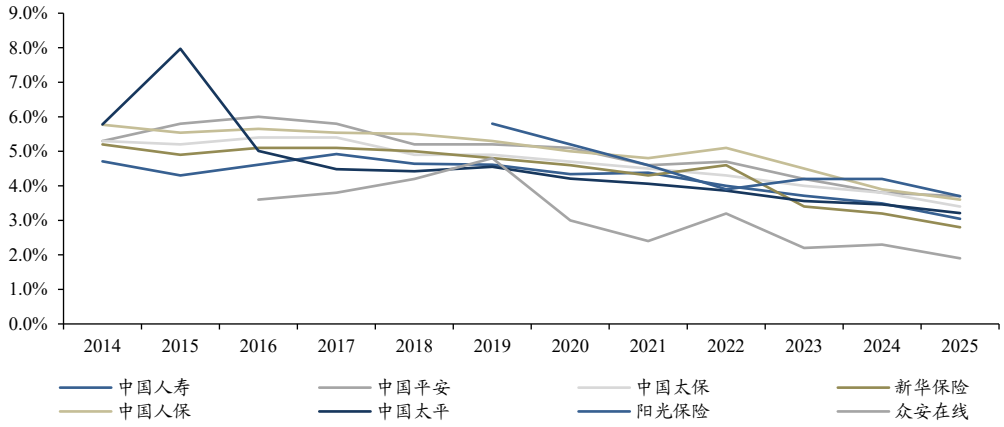
数据来源：wind，东吴证券研究所

4.2.2. 收益表现：净投资收益率继续下降，总投资收益率同比提升

我们采取上市公司财报披露投资收益率指标观察其趋势变动，由于不同保险公司在投资收益率计算和年化方法上存在差异，不建议直接横向比较，以下分析仅作为参考。

由于利率仍然较低以及存量高收益资产逐步到期，2025 年上市险企净投资收益率仍处于下行区间。1）2025 年上市险企平均净投资收益率为 3.2%，其中大部分公司在 3%-3.5%之间。平安和阳光最高，均为 3.7%，众安最低为 1.9%，新华也已经降至 3%以下。2）上市险企净投资收益率平均同比下降 0.3pct，各公司均同比下降，平安降幅最小（-0.1pct），阳光降幅最大（-0.5pct）。

图43：2025 年上市险企净投资收益率同比下降

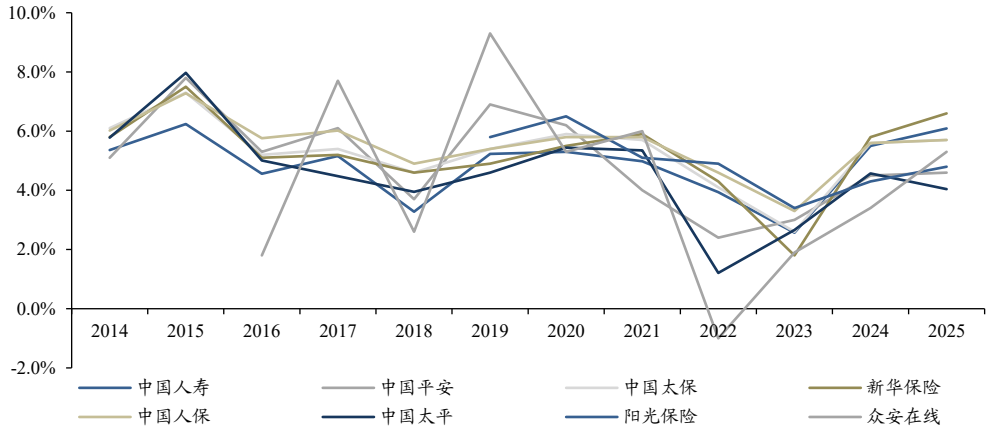


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

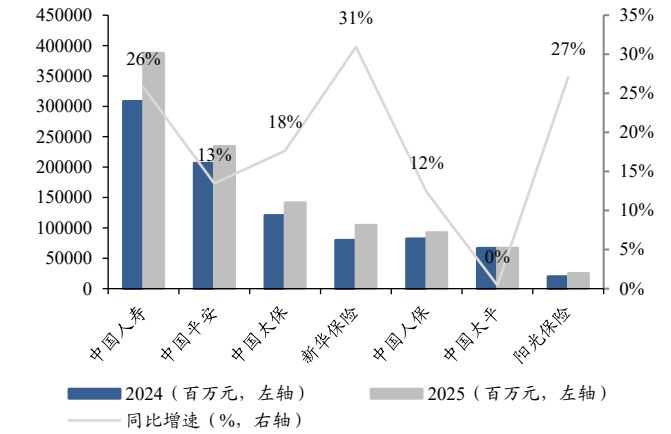
受股市显著走强带动，上市险企总投资收益率同比明显提升。1）2025 年上市险企平均总投资收益率为 5.4%，其中新华（6.6%）和国寿（6.1%）领先同业，太平最低为 4.0%，其他公司在 4.6%-5.7%之间。2）上市险企总投资收益率平均同比提升 0.4pct，除太平同比下降 0.5pct 外，其他公司均有所提升。除众安（+1.9pct）外，新华和国寿增幅领先，分别同比高+0.8pct、+0.6pct，我们认为主要是由于两家公司股票+基金投资占比更高、股票 FVTPL 占比更高。3）从 25Q4 单季情况来看，由于股市成长板块短期回调，各险企已实现及未实现投资收益（以合并利润表“投资收益”+“公允价值变动损益”计算）明显下滑，是拖累单季利润表现的主要因素。

图44：2025 年上市险企财险总投资收益率同比提升



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

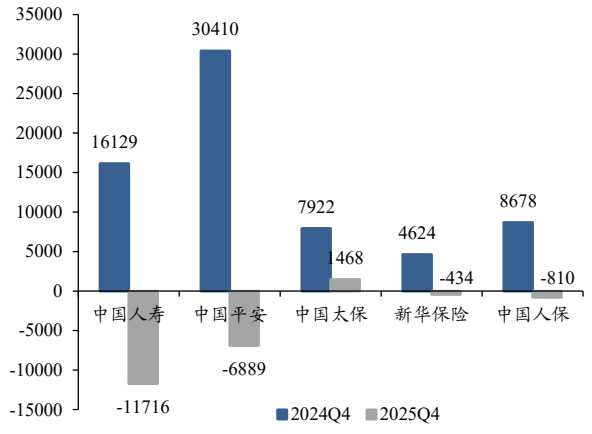
图45：2025 年上市险企总投资收益普遍同比增加



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：中国太平为港元，其他公司均为人民币

图46：25Q4 投资收益+公允价值变动损益明显下滑



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

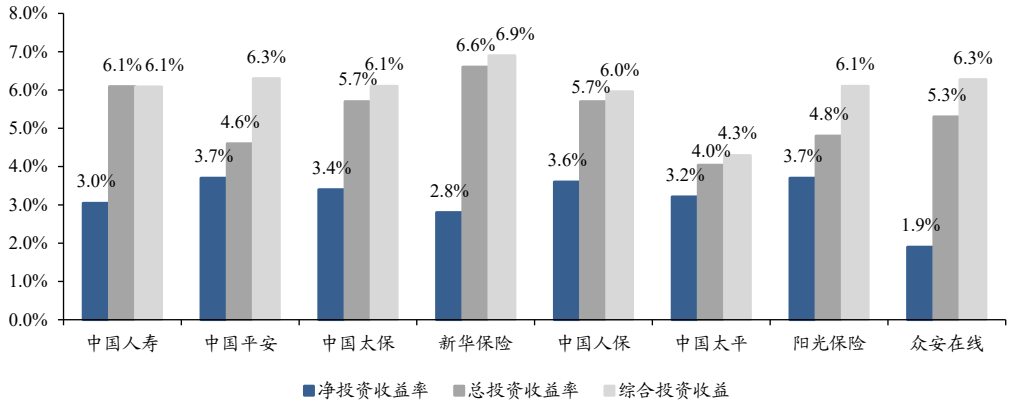
注：为各公司合并利润表科目口径，单位为百万元

从综合投资收益率表现看，由于不同公司计算方法存在差异，因此整体变化表现不一。1）平安、太保 2025 年综合投资收益率分别同比提升 0.5pct、0.1pct 至 6.3%和 6.1%，阳光则同比-0.4pct 至 6.1%。以上三家收益率均未包含 FVOCI 债券浮盈浮亏。2）新华和太平 2025 年综合投资收益率分别同比-3.5pct 和-8.6pct 降至 5.0%和 1.7%，两家收益

请务必阅读正文之后的免责声明部分

率均包含 FVOCI 债券浮盈浮亏，受利率下行影响较大，剔除该部分后的综合投资收益率分别为 6.9%和 4.3%，分别同比+0.7pct、-0.7pct。

图47：2025 年上市险企投资收益率指标情况



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1）中国人寿、中国人保和众安在线综合投资收益率为测算值，中国人寿和中国人保仅包括 FVOCI 权益投资浮盈浮亏，众安在线包括 FVOCI 权益和债券投资浮盈浮亏。2）新华保险和中国太平综合投资收益率剔除了 FVOCI 债券浮盈浮亏。

4.3. 资产配置：增配债券趋势放缓，股票+基金占比大幅提升

4.3.1. 大类资产配置：整体结构稳定，普遍增配二级权益投资

从保险资金大类资产配置来看，整体结构基本稳定。

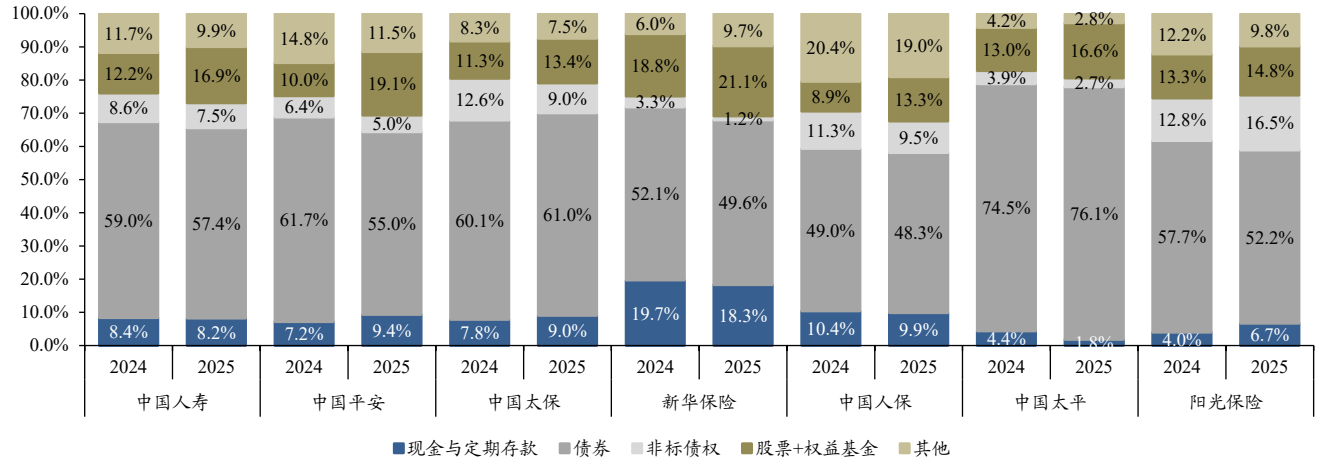
1）固收投资仍是险资运用压舱石，但增配债券趋势放缓。近年来险企持续增配债权投资，2025 年这一趋势有所放缓。截至 2025 年末，上市险企债券平均占比为 50.0%，同比-1.8pct。太保、太平分别同比提升 1.0pct 和 1.6pct，其他公司占比均有不同程度下降，其中平安、阳光降幅较大，分别为-6.6pct、-5.5pct。

2)二级权益投资成为重要配置方向，上市险企普遍提升了股票+权益基金配置比例。截至 2025 年末，上市险企股票+权益基金平均占比为 14.4%，同比+3.5pct，各险企均同比提升，其中平安提升幅度最大，同比+9.2pct，国寿和人保提升幅度也在 4pct 以上。

3）非标债权配置比例继续下降。截至 2025 年末，上市险企非标债权投资平均占比为 6.4%，同比-0.9pct。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

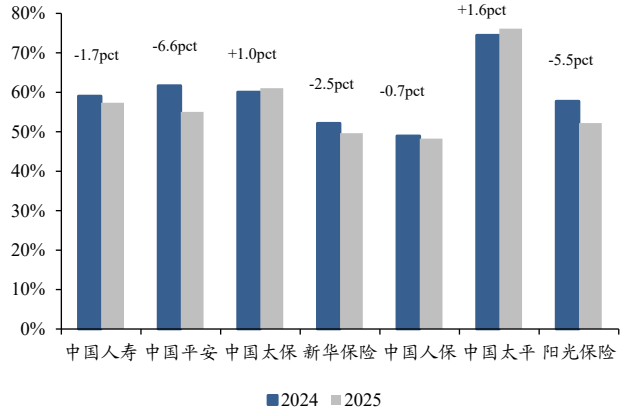
图48：2025 年上市险企普遍增加二级权益投资



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

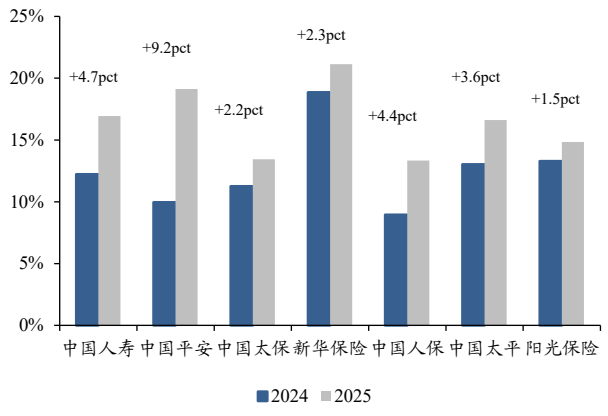
注：国寿、新华、人保和太平未单独披露权益基金数据，以基金整体代替

图49：上市险企债券配置比例多大下降



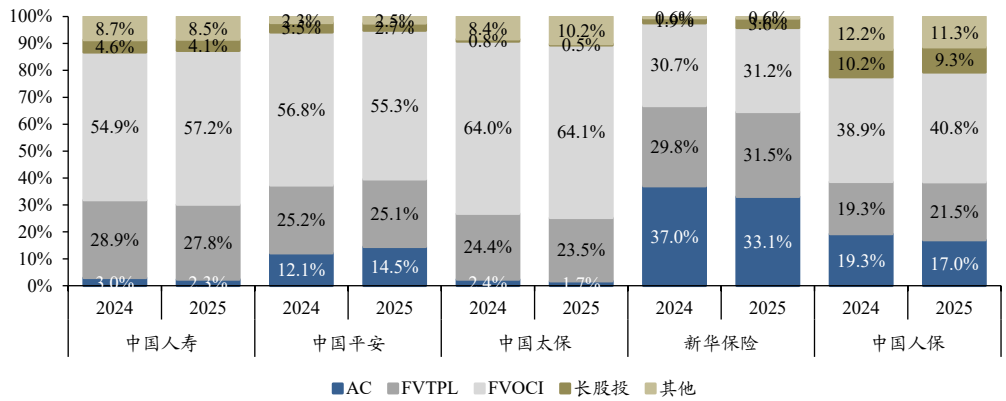
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图50：上市险企股票+股基配置比例普遍增加



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图51：2025 年 A 股上市险企投资资产会计分类情况



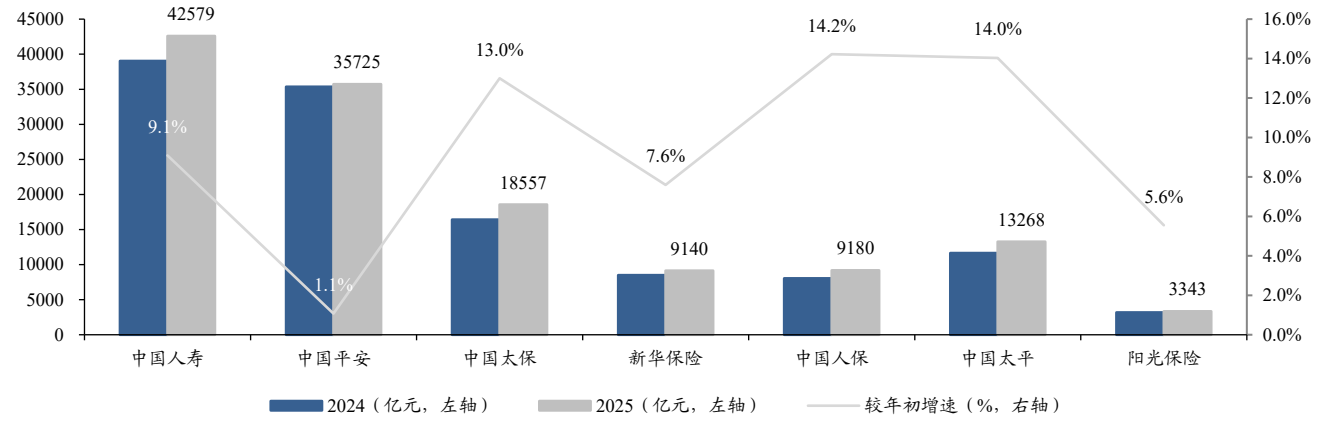
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4.3.2. 债券：投资规模继续提升，利率债仍受青睐

债券投资整体规模继续提升。截至 2025 年末，上市险企合计持有债券投资余额（*中国太平数据以港币兑人民币 0.8836:1 汇率折算，下同*）13.02 万亿元，同比增长 7.8%。各险企债券规模均有增长，其中人保、太平和太保增速较快，均超过 10%，平安增速较低，仅同比+1.1%。

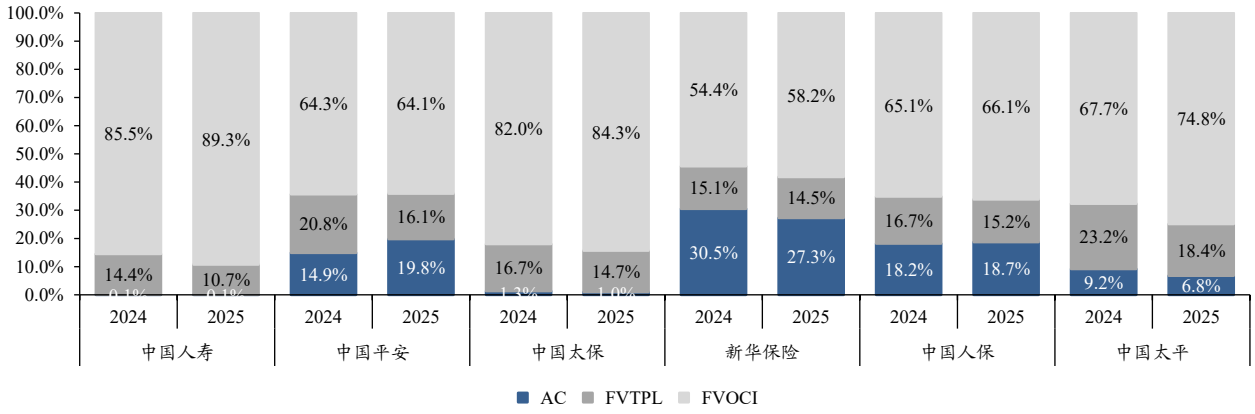
图52：2025 年上市险企债券投资规模继续提升



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所
注：中国太平为港币，其它公司均为人民币

从会计分类来看，上市险企减配 TPL 债券、增配 OCI 债券。截至 2025 年末，上市险企债券投资中 AC、FVTPL 和 FVOCI 平均占比分别为 12.3%、14.9%、72.8%，分别同比-0.1pct、-2.9pct、+3.0pct，预计主要是由于国内利率阶段性上行，各险企收缩债券交易盘规模。

图53：2025 年上市险企债券投资会计分类情况



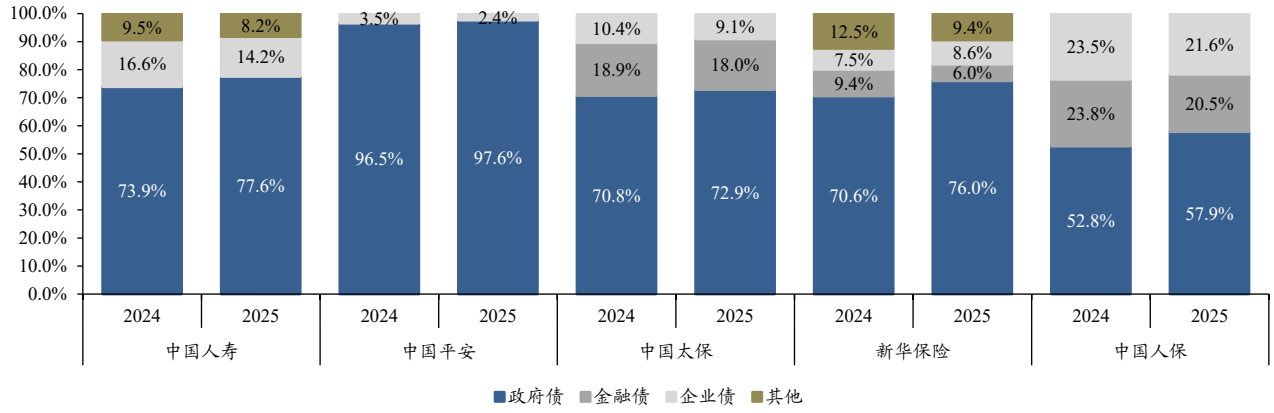
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所
注：中国平安采用保险资金投资组合的固收资产数据，非纯债口径

2025 年上市险企普遍提升政府债投资比例，整体资产久期继续拉长。1）从品种结

请务必阅读正文之后的免责声明部分

构上看，2025 年末上市险企投资政府债占债券比例平均为 63.7%，同比提升 2.9pct，保持稳健的配置风格。在信用债投资上，绝大部分险企持仓中 AAA 级占比超过 95%，整体资产质量良好。2）目前上市险企资产久期继续拉长，但节奏明显放缓。2025 年末中国太保固收资产久期为 11.7 年，较年初继续增加 0.3 年，但相比此年份久期拉长幅度明显放缓。

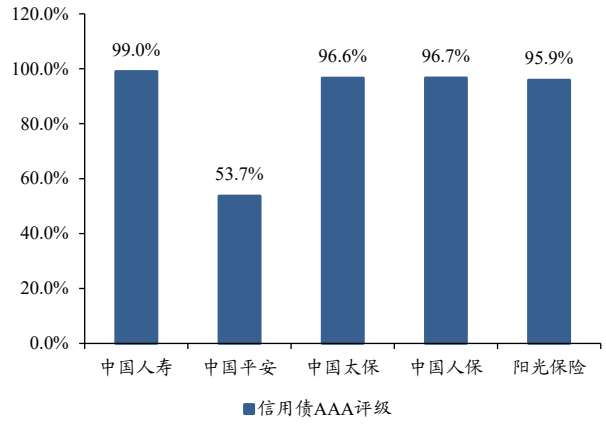
图54：2025 年上市险企普遍提升政府债投资比例



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1）中国人寿政府债包括国债和政府机构债；2）中国平安政府债为非公司债口径。

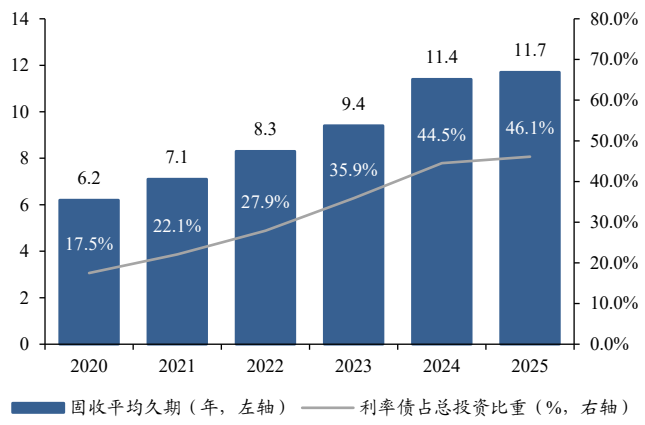
图55：2025 年上市险企信用债 AAA 级占比



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1）平安数据为公司债；2）国寿数据为信用债；3）其他公司为企业债及非政策性金融债

图56：中国太保固收资产平均久期继续拉长



数据来源：中国太保财报，东吴证券研究所

4.3.3. 股票：显著增配二级权益，OCI 股票占比表现分化

2025 年上市险企显著增配二级权益投资。2025 年末上市险企股票+权益基金投资合计较年初增长 45.6%，较年中+35.2%，下半年加仓幅度突出，和 Q3 股市大涨导致权益持仓公允价值提升也有较大关系。其中 2025 年末中国平安股票+权益基金投资合计较年初+117.5%，较年中+59.5%，增速均最高。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表19：近年来上市险企股票+权益基金投资规模与占比情况

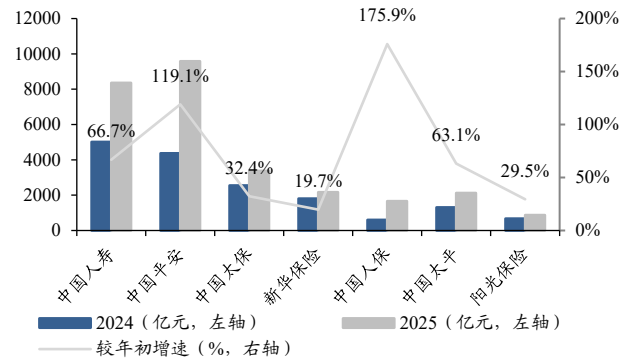
单位：亿元		规模				占比			
		股票	权益基金	总投资资产	股票+股基环比增速	股票	权益基金	合计	股票+股基环比变动
中国人寿	2024	5011	3066	66111		7.6%	4.6%	12.2%	
	2025H1	6201	3507	71272	20.2%	8.7%	4.9%	13.6%	1.4pct
	2025	**8353**	**4218**	**74237**	**29.5%**	**11.3%**	**5.7%**	**16.9%**	**3.3pct**
中国平安	2024	4374	1334	57314		7.6%	2.3%	10.0%	
	2025H1	6493	1291	62025	36.4%	10.5%	2.1%	12.6%	2.6pct
	2025	**9581**	**2835**	**64900**	**59.5%**	**14.8%**	**4.4%**	**19.1%**	**6.6pct**
中国太保	2024	2551	527	27345		9.3%	1.9%	11.3%	
	2025H1	2831	612	29247	11.9%	9.7%	2.1%	11.8%	0.5pct
	2025	**3377**	**711**	**30400**	**18.7%**	**11.1%**	**2.3%**	**13.4%**	**1.7pct**
新华保险	2024	1808	1263	16294		11.1%	7.8%	18.8%	
	2025H1	1992	1202	17125	4.0%	11.6%	7.0%	18.7%	-0.2pct
	2025	**2165**	**1726**	**18412**	**21.8%**	**11.8%**	**9.4%**	**21.1%**	**2.5pct**
中国人保	2024	602	866	16418		3.7%	5.3%	8.9%	
	2025H1	946	936	17607	28.1%	5.4%	5.3%	10.7%	1.7pct
	2025	**1662**	**873**	**19016**	**34.7%**	**8.7%**	**4.6%**	**13.3%**	**2.6pct**
中国太平	2024	1302	733	15621		8.3%	4.7%	13.0%	
	2025H1	1399	731	16833	4.7%	8.3%	4.3%	12.7%	-0.4pct
	2025	**2124**	**771**	**17431**	**35.9%**	**12.2%**	**4.4%**	**16.6%**	**3.9pct**
阳光保险	2024	676	53	5486		12.3%	1.0%	13.3%	
	2025H1	837	56	5919	22.6%	14.1%	0.9%	15.1%	1.8pct
	2025	**875**	**74**	**6402**	**6.3%**	**13.7%**	**1.2%**	**14.8%**	**-0.3pct**

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：中国人寿、新华保险和中国人保未单独披露权益型基金规模，采用基金整体数据。

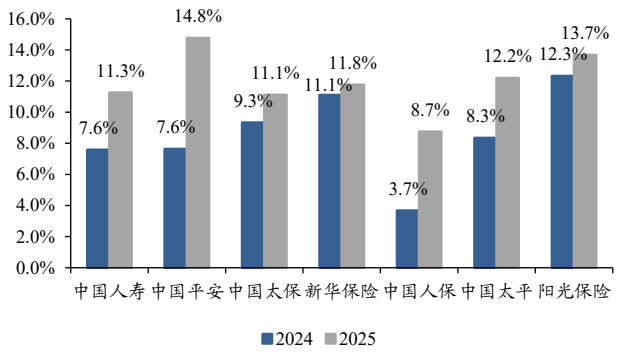
仅从股票投资看，较年初普遍大幅增长，占比显著提升。1）2025 年人保、平安股票投资分别同比大幅增长 176%、119%，显著高于同业，国寿、太平同比增速也在 60%以上，而新华增速较低，同比+20%。2）从占比看，各公司均有不同程度提升，平安提升幅度最大，同比+7.1pct 至 14.8%，也是上市险企中最高占比。

图57：上市险企股票投资普遍同比高增长



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图58：2025 年上市险企股票投资占比普遍提升



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

上市险企 FVOCI 股票投资规模继续增长，但下半年占比变动表现分化。1）从配置规模看，2025 年末上市险企配置 FVOCI 股票规模较年初和年中均继续增长，其中国寿、人保较年中增速在 60%以上，太平增速也超过 50%，新华增速则较低，较年中仅+2.9%。2）从占比看，平安 FVOCI 占比为 56.5%，仍然高于同业，新华保险最低仅为 17.8%。上市险企加权平均占比约 39.7%，较年初提升 7.5pct，较年中下降 0.1pct。各公司下半年占比表现分化，其中国寿、太保和太平较年中占比提升，国寿提升幅度最大（+5.2pct）；平安、新华和人保较年中下降，平安下降幅度最大（-8.8pct）。

表20：上市险企股票中 FVTPL 和 FVOCI 结构

单位：亿元		规模				占比		
		股票合计	FVTPL	FVOCI	FVOCI 较年初增速	FVTPL	FVOCI	FVOCI 较年初变动
中国人寿	2024	5011	4409	602		88.0%	12.0%	
	2025H1	6201	4799	1403	133.2%	77.4%	22.6%	10.6pct
	2025	**8353**	**6029**	**2324**	**65.7%**	**72.2%**	**27.8%**	**5.2pct**
中国平安	2024	4374	1742	2632		39.8%	60.2%	
	2025H1	6493	2250	4243	61.2%	34.7%	65.3%	5.2pct
	2025	**9581**	**4168**	**5413**	**27.6%**	**43.5%**	**56.5%**	**-8.8pct**
中国太保	2024	2551	1790	761		70.2%	29.8%	
	2025H1	2831	1874	957	25.9%	66.2%	33.8%	4.0pct
	2025	**3377**	**2128**	**1248**	**30.4%**	**63.0%**	**37.0%**	**3.2pct**
新华保险	2024	1808	1502	306		83.1%	16.9%	
	2025H1	1992	1618	374	22.3%	81.2%	18.8%	1.9pct
	2025	**2165**	**1779**	**385**	**2.9%**	**82.2%**	**17.8%**	**-1.0pct**
中国人保	2024	602	329	273		54.6%	45.4%	
	2025H1	946	507	439	60.7%	53.6%	46.4%	1.1pct
	2025	**1662**	**957**	**705**	**60.6%**	**57.6%**	**42.4%**	**-4.0pct**
中国太平	2024	1302	826	476		63.4%	36.6%	
	2025H1	1399	911	488	2.4%	65.1%	34.9%	-1.7pct
	2025	**2124**	**1382**	**742**	**52.0%**	**65.1%**	**34.9%**	**0.1pct**
阳光保险	2024	676	210	466		31.0%	69.0%	
	2025H1	837	248	589	26.4%	29.6%	70.4%	1.4**pct**
	2025	-	-	-	-	-	-	-

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

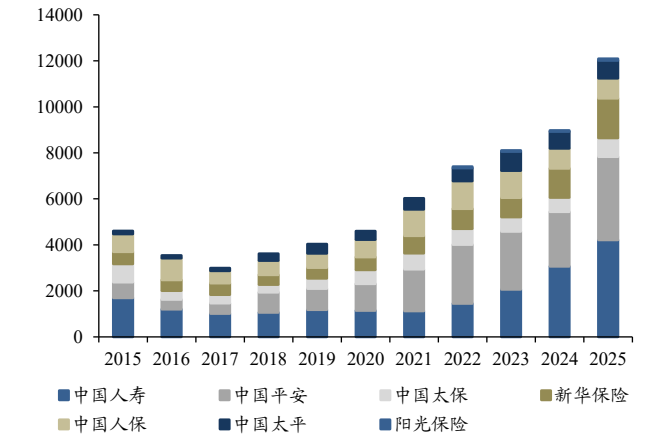
4.3.4. 基金：投资规模大幅增长，权益基金占比提升

上市险企基金配置规模大幅提升。1）从绝对投资规模来看，自 2018 年以来上市险企对基金配置总规模持续提升，2025 年上市险企基金投资规模大幅提升，大部分公司较年初增速超过 30%，其中平安增速最高（+52.4%），人保增速较低（+0.7%）。2）从占总投资资产比重来看，2025 年末上市险企基金占比平均为 4.8%，同比提升 0.5pct。其中，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

国寿、平安和新华提升超过 1pct，而人保和太平分别同比-0.7pct、-0.3pct。

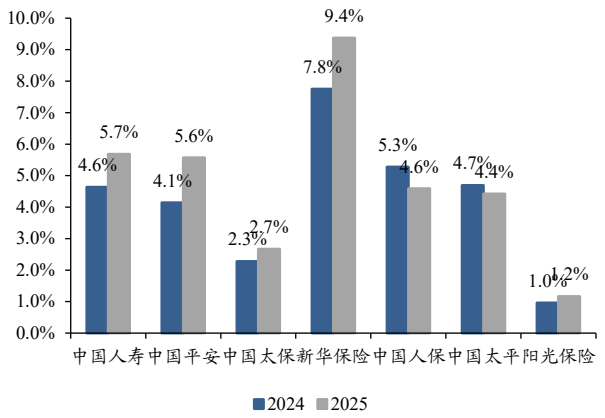
图59：上市险企配置基金总规模持续提升



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：中国太平为港元，其他为人民币

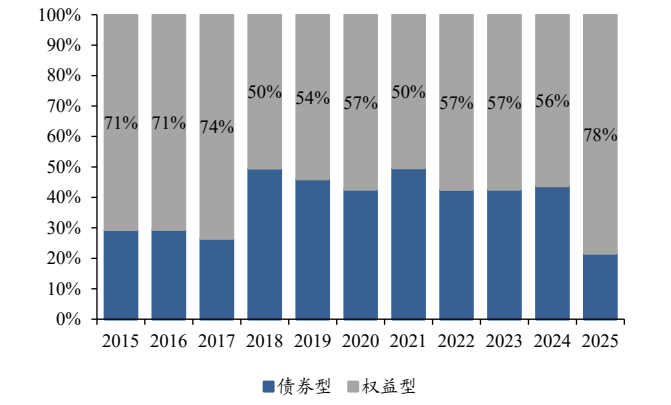
图60：2025 年大部分上市险企基金投资占比同比提升



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

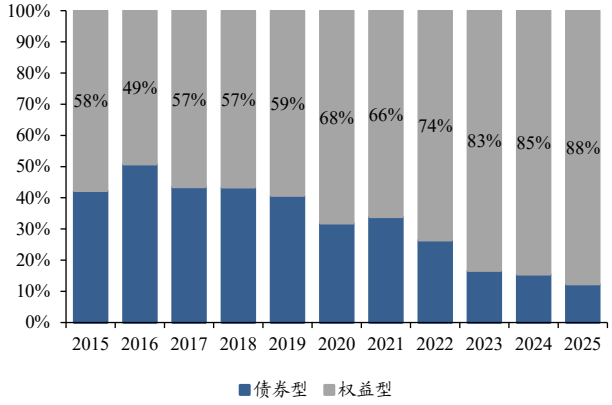
从公募基金品种结构看，2025 年均提升权益基金占比。2025 年年报仅中国平安与中国太保披露基金资产的具体细分结构：1）中国平安近年来基本保持了权益基金占 60%、债券基金占 40%的结构，但 2025 年权益基金占比同比大幅提升 22pct 至 78%。2）中国太保则持续增加权益基金投资，2025 年末占比已提升至 88%，较 2016 年累计提升 38pct。

图61：中国平安公募基金品种结构



数据来源：中国平安财报，东吴证券研究所

图62：中国太保公募基金品种结构



数据来源：中国太保财报，东吴证券研究所

4.3.5. 非标&地产：投资占比进一步下降

1）非标债权：2025 年末上市险企非标债权投资平均占比降为 6.4%，较年初减少 0.9pct。我们判断主要是存量业务逐步到期、增发优质非标项目供给不足所致，虽然非标资产在收益率和久期方面可以对整体投资组合产生积极作用，但是目前满足保险公司收益率与风险水平要求的优质非标资产有限，是近年来非标持续收缩的主因。

2）地产投资：2025 年上市险企地产投资敞口已经较低，中国平安 2025 年末保险资

请务必阅读正文之后的免责声明部分

金投资组合中不动产投资余额为 2022 亿元，在总投资资产中占比仅为 3.1%，较年初继续下降 0.4pct，且其中 86.8%为以成本法计量的物权投资，风险相对可控。

表21：中国平安 2025 年非标投资行业及收益率分布

	投资占比			投资收益率			剩余到期期限（年）
	2024	2025	同比变动（pct）	2024	2025	同比变动（pct）	
基建	63.7%	63.3%	-0.4	4.4%	4.1%	-0.3	3.2
非银金融	13.3%	14.5%	1.2	4.1%	3.6%	-0.6	3.1
不动产	10.5%	6.7%	-3.8	4.5%	4.2%	-0.4	2.6
其他	12.5%	15.5%	3.0	4.3%	4.2%	-0.0	2.3
合计	**100.0%**	**100.0%**	-	**4.4%**	**4.1%**	**-0.3**	**3.0**

数据来源：中国平安财报，东吴证券研究所

表22：中国太保 2025 年非标投资行业及收益率分布

	投资占比			投资收益率			平均期限（年）	平均剩余期限（年）
	2024	2025	同比变动（pct）	2024	2025	同比变动（pct）		
基础设施	39.9%	39.5%	-0.40	4.5%	4.2%	-0.30	8.9	5.0
交通运输	21.8%	25.2%	3.40	4.4%	4.1%	-0.30	9.4	5.1
不动产	13.1%	8.0%	-5.10	4.3%	4.0%	-0.30	11.2	7.9
非银金融	13.5%	17.5%	4.00	4.2%	3.4%	-0.80	5.0	4.0
能源、制造业	3.9%	2.8%	-1.10	4.4%	4.3%	-0.10	10.1	6.0
其他	7.8%	7.0%	-0.80	4.5%	4.2%	-0.30	8.5	4.2
总计	**100.0%**	**100.0%**	-	**4.4%**	**4.0%**	**-0.40**	**8.5**	**5.0**

数据来源：中国太保财报，东吴证券研究所

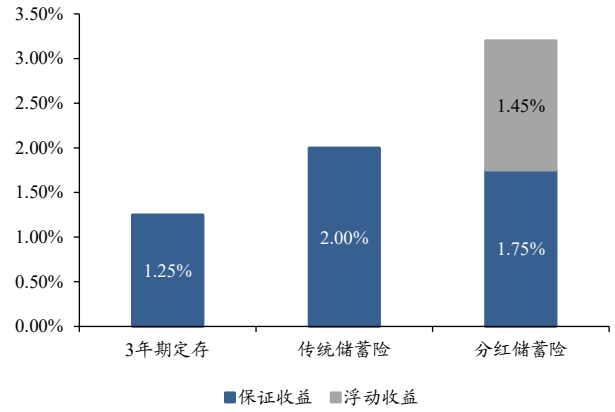
5. 投资建议：负债端持续向好，关注利率上行机会

1、负债端：“存款搬家”背景下新单增长亮眼，分红险占比提升优化负债成本

“存款搬家”背景下，保险产品相对吸引力凸显，新单增长表现亮眼。随着国内存款利率不断下降，银行存款对投资者吸引力逐步降低，存量存款到期与新增资金开始从银行存款领域转移，逐步寻求其他更高回报的投资资产配置。在“存款搬家”大趋势下，保险产品相对吸引力凸显，特别是分红型储蓄险凭借更高保本收益（1.75%）和浮动收益设计，有望承接从银行存款流出的配置需求。2026 年 1-2 月人身险公司原保费收入同比增长 9.7%，其中 1 月单月保费规模 9742 亿元，同比增长 13.0%，表现亮眼。我们看好上市险企负债端新单保费的持续快速增长，预计新单中分红险业务占比快速提升，将带动上市公司刚性负债成本进一步优化，缓解长期利差压力。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

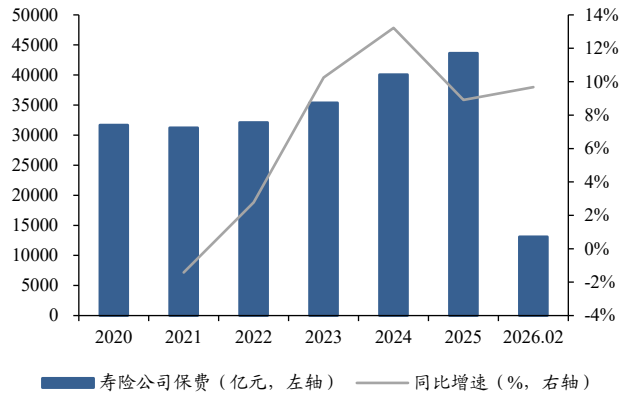
图63：保险产品与银行存款利率对比



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：分红险浮动收益不确定，按3.2%分红水平展示。

图64：2026年1-2月寿险保费收入快速增长



数据来源：金监总局，东吴证券研究所

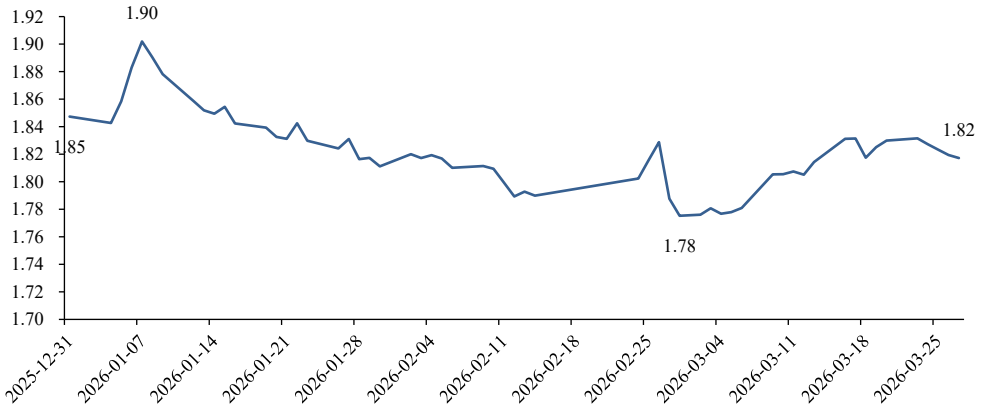
注：图中“2026.02”指的是2026年前两个月累计

2、资产端：关注利率企稳回升机会，股市短期波动不影响险企价值

2026年以来长端利率企稳态势稳固，若后续继续上行将进一步利好险企估值提升。自2025年以来国内利率中枢逐步企稳，我们预计2026年伴随国内供给侧“反内卷”政策推进，主要周期品种涨价趋势或将带动PPI回升，利率中枢也将阶段性修复上行。寿险经营与利率环境高度相关，长期利率趋势对寿险公司的重要性高于短期股市走势，我们认为，若未来利率修复上行，保险股估值上行空间将显著打开，长期配置价值凸显。

短期股市波动不影响保险公司投资价值。自2月底美伊冲突以来，国际局势紧张以及能源价格上涨引发全球资本市场下挫，国内股市也经历了较大幅度调整，市场对保险公司较高权益仓位下的利润表现有所担忧。我们认为，寿险保单的长期性决定了对短期投资波动具有更高容忍度，投资收益和净利润的短期波动并不影响保险公司的真实投资价值。

图65：2026年3月以来长端利率小幅回升（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

负债端持续向好，低估值+低持仓凸显配置价值。1）我们认为市场储蓄需求依然旺

盛，同时在监管持续引导和险企主动性转型下，负债成本有望逐步下降，利差损压力将有所缓解。2）近期十年期国债收益率稳定于 1.82%左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若继续修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3）当前公募基金持仓和板块估值仍处于低位，2026 年 3 月 28 日保险板块估值 2026E 0.54-0.77 倍 PEV、0.95-1.60 倍 PB，行业维持“增持”评级。

表23：上市保险公司估值及盈利预测

证券简称	价格（元）	EV（元）				1YrVNB（元）			
A 股	人民币	2024	2025	2026E	2027E	2024	2025	2026E	2027E
中国平安（601318）	56.95	78.56	83.07	88.21	93.80	1.58	2.04	2.77	3.24
中国人寿（601628）	37.32	49.57	51.93	55.79	60.09	1.19	1.62	1.94	2.22
新华保险（601336）	63.32	82.85	92.27	98.61	105.74	2.00	3.15	3.55	4.08
中国太保（601601）	37.12	58.42	63.76	68.83	74.72	1.38	1.93	2.11	2.63
中国人保（601319）	7.47	7.89	8.51	9.75	11.00	0.26	0.35	0.43	0.49
证券简称	价格	P/EV（倍）				VNBX（倍）			
A 股	人民币	2024	2025	2026E	2027E	2024	2025	2026E	2027E
中国平安（601318）	56.95	0.72	0.69	0.65	0.61	-13.72	-12.82	-11.29	-11.38
中国人寿（601628）	37.32	0.75	0.72	0.67	0.62	-10.27	-9.03	-9.52	-10.25
新华保险（601336）	63.32	0.76	0.69	0.64	0.60	-9.74	-9.18	-9.94	-10.39
中国太保（601601）	37.12	0.64	0.58	0.54	0.50	-15.46	-13.77	-15.00	-14.28
中国人保（601319）	7.47	0.95	0.88	0.77	0.68	-1.59	-2.93	-5.36	-7.26
证券简称	价格	EPS（元）				BVPS（元）			
A 股	人民币	2024	2025	2026E	2027E	2024	2025	2026E	2027E
中国平安（601318）	56.95	6.99	7.44	8.36	9.25	51.28	55.25	60.22	65.73
中国人寿（601628）	37.32	3.78	5.45	5.59	5.90	18.03	21.06	23.40	26.11
新华保险（601336）	63.32	8.41	11.63	13.76	14.49	30.85	35.75	40.20	45.08
中国太保（601601）	37.12	4.67	5.56	6.14	6.45	30.29	31.41	33.49	33.66
中国人保（601319）	7.47	0.97	1.05	1.15	1.25	6.08	6.99	7.86	8.81
证券简称	价格	P/E（倍）				P/B（倍）			
A 股	人民币	2024	2025	2026E	2027E	2024	2025	2026E	2027E
中国平安（601318）	56.95	8.15	7.65	6.81	6.15	1.11	1.03	0.95	0.87
中国人寿（601628）	37.32	9.86	6.85	6.68	6.33	2.07	1.77	1.60	1.43
新华保险（601336）	63.32	7.53	5.44	4.60	4.37	2.05	1.77	1.58	1.40
中国太保（601601）	37.12	7.94	6.67	6.05	5.75	1.23	1.18	1.11	1.10
中国人保（601319）	7.47	7.71	7.08	6.51	5.95	1.23	1.07	0.95	0.85

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测（基于 2026 年 3 月 28 日收盘价）

6. 风险提示

1）长端利率趋势性下行。利率下行环境下保险公司新增固收资产到期收益率将下降，在负债成本固定的情况下，将导致利差空间被压缩，长期盈利能力下降，甚至可能产生利差损。

2）权益市场波动。新会计准则下保险公司二级权益投资大部分为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL），股市下跌会直接影响当期利润表现。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3）新单增速不及预期。新单保费增速反映保险公司新业务增长趋势，当前预定利率进一步下调、产品结构由传统险向分红型逐步偏移、资本市场波动较大等因素都可能影响保险公司的新业务表现。

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn