

保险II行业点评报告

保险行业 2025 年一季报回顾：可比口径下 NBV 继续较快增长，产险 COR 显著改善

增持（维持）

2025年04月30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

行业走势



相关研究

《保险行业3月月报：寿险保费增速回暖，关注后续预定利率调整落地情况》

2025-04-27

《从严监管万能险，推动进一步回归保障本源》

2025-04-26

投资要点

- **一季度上市险企归母净利润合计同比+1.4%，净资产增速表现显著分化。**1) 2025Q1人保、国寿、新华归母净利润分别同比+43%、+39.5%、+19%，而太保、平安则分别同比-18%、-26%，其中平安利润降幅较大，除受到债市下跌影响外，还受平安好医生并表的一次性负面影响。2) 2025年一季度沪深300和恒生指数分别累计-1.2%、+15.3%，2024年同期分别+3.1%、-3%。十年期国债收益率Q1末较年初上行14bps，对险企交易性债券投资产生压力，但预计国寿VFA模型业务转盈利进而增厚当期利润。3) 上市险企Q1末净资产合计较年初持平，其中国寿、平安和人保稳健增长，而太保、新华则分别较年初-9.5%和-17%，我们认为除由于利率上行导致FVOCI债券价值减少外，两家公司还受到负债准备金采用移动平均曲线导致保险合同准备金增加的影响。
- **寿险：NBV延续较快增长。**1) 从新单保费来看，新华、太保同比增长，增速分别为+131%、+29%，国寿、人保寿险、平安同比下滑，降幅分别为-4.5%、-11.6%、-19.5%，新华、人保寿险新单期缴分别同比+117%、-49%。我们认为，部分公司新单下滑主要是由于业务转型所致。2) 分红险转型效果显著，Q1国寿新单期交保费中浮动收益型占比达51.7%，太保分红险新保规模保费占比18.2%，同比+16.1pct。3) 人力方面，国寿、平安和太保期末代理人规模分别为59.6万人、33.8万人、18.8万人，分别较年初-3.1%、-6.9%和持平。4) 新业务价值方面，可比口径下平安、太保、人保寿险增速均超30%，太保增速最高为39%，国寿增速最低为4.8%，非可比口径下新华同比+68%。我们认为，各公司NBV较快增长仍主要受NBV margin提升带动。平安可比口径下按首年保费计算NBV margin同比+11.4pct至28.3%，我们预计主要受产品结构改善、报行合一以及预定利率下调等因素影响。
- **产险：大灾减少等因素推动综合成本率改善。**1) 人保、平安、太保一季度产险保费收入分别同比+3.7%、+7.7%、+1.0%，其中车险保费分别同比+3.5%、+3.7%、+1.3%，非车险保费分别同比+3.8%、+15.1%、+0.7%。2) 人保、平安、太保一季度综合成本率分别为94.5%、96.6%、97.4%，分别同比-3.4pct、-3.0pct、-0.6pct，我们认为各公司综合成本率改善主要是由于大灾赔付减少和持续降本增效，并且平安还受到存量信保业务风险出清的影响。
- **投资：投资资产稳健增长，投资收益率大多下滑。**1) 除人保外的上市险企投资资产规模合计较年初+3.2%，新华增速最快为3.6%。2) Q1净投资收益率方面，国寿(年化)同比-0.2pct，而平安、太保(均未年化)同比持平。总投资收益率方面，国寿(年化)、太保(未年化)分别-0.5pct、-0.2pct，而新华(年化)则+1.1pct。综合投资收益率方面，平安(未年化)同比+0.2pct，而新华(年化)则-3.9pct。我们认为，总、综合投资收益率下滑主要是Q1利率上行、债市下跌导致的。
- **负债端、资产端均有改善机会，低估值+低持仓，攻守兼备。**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降至在1.63%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) 当前公募基金对保险股持仓仍处于低位，估值对负面因素反应较为充分。2025年4月29日保险板块估值2025E 0.49-0.79倍PEV、0.88-1.95倍PB，处于历史低位，行业维持“增持”评级。
- **风险提示：**长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单增长不及预期。

表1：2025年一季度上市保险公司归母净利润（百万元）

归母净利润	2024年一季度	2025年一季度	同比增速
中国人寿	20644	28802	39.5%
中国平安	36709	27016	-26.4%
中国太保	11759	9627	-18.1%
新华保险	4942	5882	19.0%
中国人保	8963	12849	43.4%
合计	83017	84176	1.4%

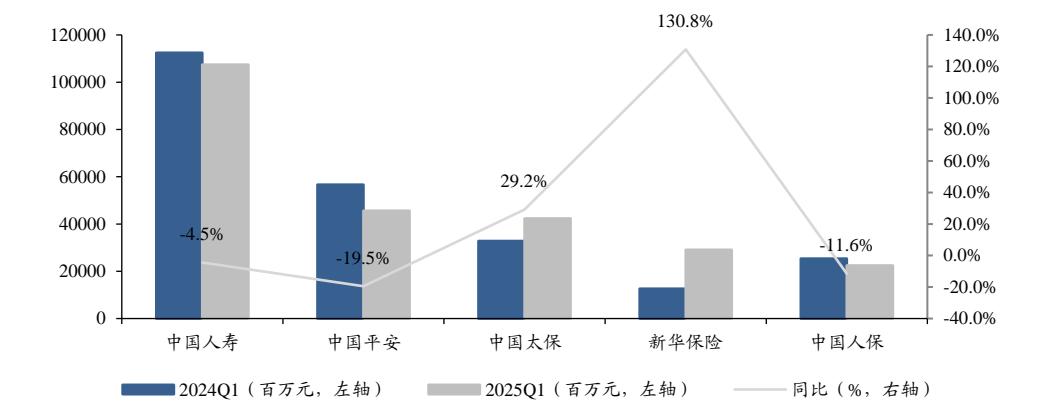
数据来源：上市险企 2024-2025 年一季报，东吴证券研究所

表2：2025年一季度上市保险公司归母净资产（百万元）

归母净资产	2024年末	2025年一季度末	较年初增速
中国人寿	509675	532507	4.5%
中国平安	928600	939733	1.2%
中国太保	291417	263610	-9.5%
新华保险	96240	79849	-17.0%
中国人保	268733	279346	3.9%
合计	2094665	2095045	0.0%

数据来源：上市险企 2024 年年报、2025 年一季报，东吴证券研究所

图1：2025年一季度大部分上市保险公司新单保费同比下滑



数据来源：wind，东吴证券研究所

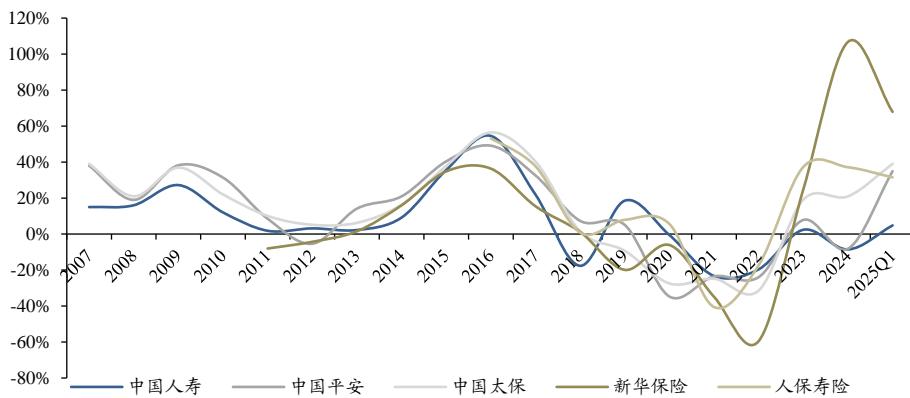
注：平安为用计算 NBV 的首年保费数据，其他公司均为新单保费（长险首年+短期险）

表3: 2025年一季度上市险企代理人规模(万人)

	2024Q1	2024年末	2025Q1	较年初增速	同比增速
中国人寿(总人力)	67.9	66.6	64.6	-3.0%	-4.9%
中国人寿(个险)	62.2	61.5	59.6	-3.1%	-4.2%
中国平安	33.3	36.3	33.8	-6.9%	1.5%
中国太保	18.6	18.8	18.8	0.0%	1.1%

数据来源: 上市险企2024年年报、2024-2025年一季报, 东吴证券研究所

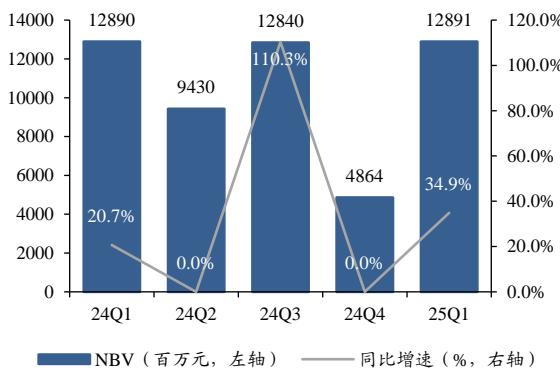
图2: 2025年一季度上市险企NBV延续增长势头



数据来源: 上市险企2007-2024年年报、2025年一季报, 东吴证券研究所

注: 2023-2024年为非可比口径增速, 2025Q1为可比口径增速

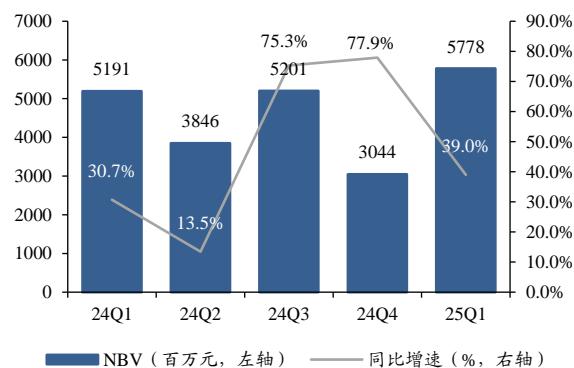
图3: 2025Q1 中国平安NBV同比增长34.9%



数据来源: 中国平安财报, 东吴证券研究所

注: 各季度增速均为可比口径

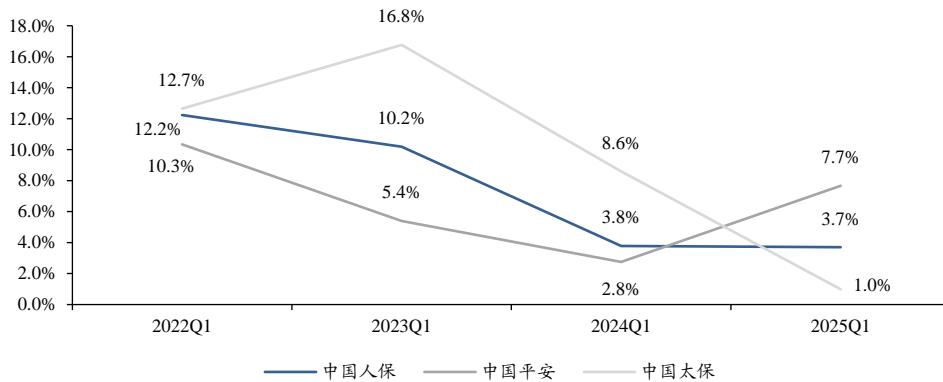
图4: 2025Q1 中国太保NBV同比增长39.0%



数据来源: 中国太保财报, 东吴证券研究所

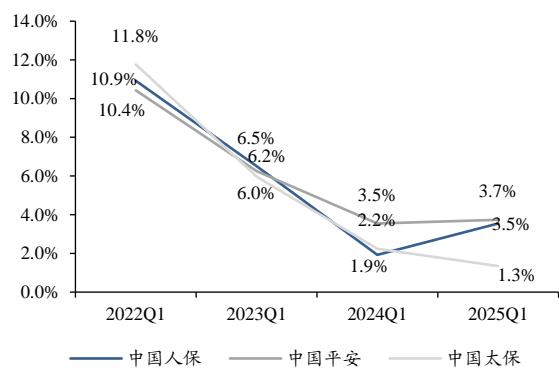
注: 各季度增速均为可比口径

图5：2022-2025年Q1人保、平安、太保产险保费同比增速



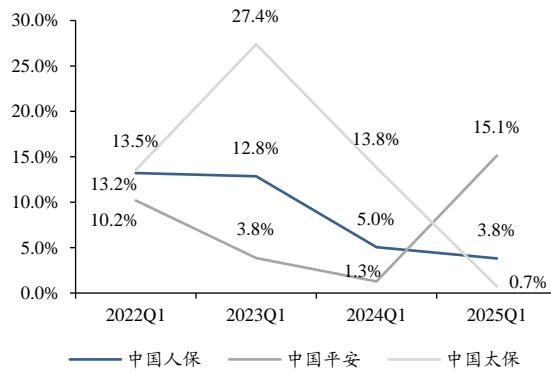
数据来源：上市险企历年一季报，东吴证券研究所

图6：2022-2025年Q1上市险企车险保费同比增速



数据来源：上市险企历年一季报，东吴证券研究所

图7：2022-2025年Q1上市险企非车险保费同比增速



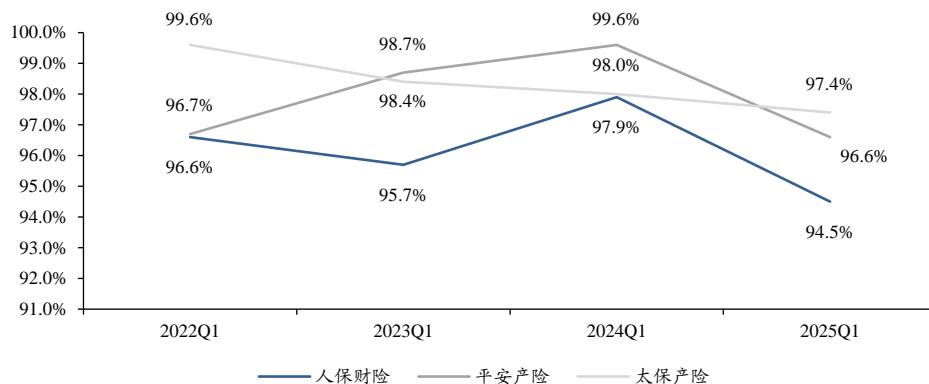
数据来源：上市险企历年一季报，东吴证券研究所

表4：2024-2025年一季度中国人保分险种保费增速及占比情况

单位：百万元	保费			占比		
	2024Q1	2025Q1	增速	2024Q1	2025Q1	变化 (pct)
机动车辆险	69240	71696	3.5%	39.8%	39.7%	-0.1
意健险	56813	60528	6.5%	32.7%	33.5%	0.9
农险	19964	19155	-4.1%	11.5%	10.6%	-0.9
责任险	11603	11456	-1.3%	6.7%	6.3%	-0.3
企业财产险	6142	6215	1.2%	3.5%	3.4%	-0.1
其他险种	10215	11371	11.3%	5.9%	6.3%	0.4
全险种	173977	180421	3.7%	100.0%	100.0%	-

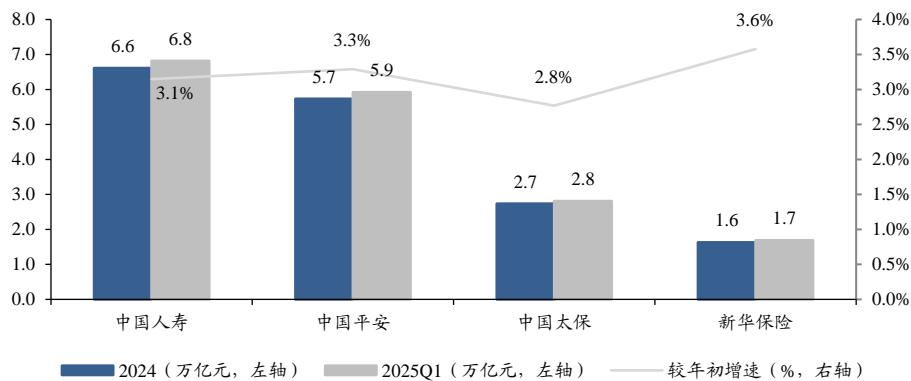
数据来源：中国人保 2024-2025年一季报，东吴证券研究所

图8：2025Q1 上市险企财险综合成本率普遍同比改善



数据来源：上市险企 2022-2025 年一季报，东吴证券研究所

图9：2025Q1 末上市险企投资资产较年初稳健增长



数据来源：上市险企 2024 年年报、2025 年一季报，东吴证券研究所

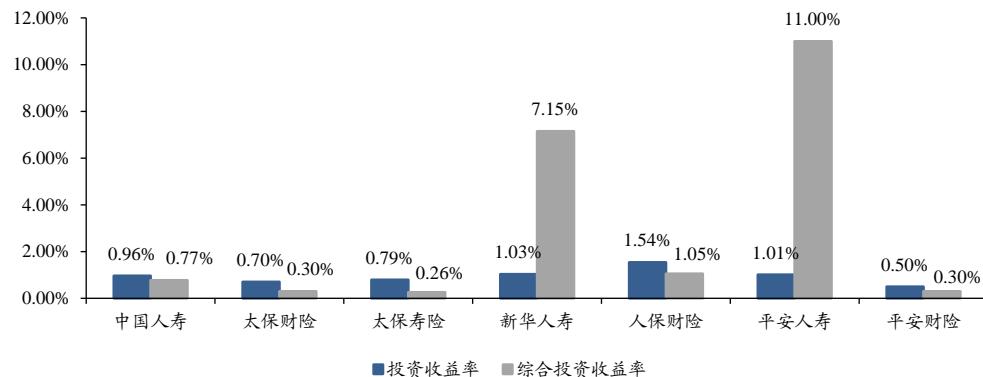
图10：2025 年一季度上市保险公司年化投资收益率表现



数据来源：上市险企 2024-2025 年一季报，东吴证券研究所

注：中国太保和中国平安数据经过简单年化处理（即 Q1 数据*4）

图11：2025年一季度上市保险公司单季总投资收益率、综合投资收益率（旧准则）



数据来源：各公司 2025Q1 偿付能力报告，东吴证券研究所

表5：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	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024
中国平安(601318)	51.00	76.34	78.12	82.73	87.51	1.71	1.57	1.77	1.97
中国人寿(601628)	36.23	44.60	49.57	53.27	57.33	1.30	1.19	1.30	1.42
新华保险(601336)	47.56	80.30	82.85	90.72	99.66	0.97	2.00	2.81	3.23
中国太保(601601)	30.23	55.04	58.42	61.70	66.70	1.14	1.38	1.51	1.80
中国人保(601319)	7.11	6.92	7.89	9.02	10.38	0.15	0.26	0.31	0.36
证券简称	价格	P/EV(倍)				VNBX(倍)			
		A股	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024
中国平安(601318)	51.00	0.67	0.65	0.62	0.58	-14.85	-17.31	-17.92	-18.54
中国人寿(601628)	36.23	0.81	0.73	0.68	0.63	-6.42	-11.19	-13.16	-14.82
新华保险(601336)	47.56	0.59	0.57	0.52	0.48	-33.75	-17.60	-15.38	-16.14
中国太保(601601)	30.23	0.55	0.52	0.49	0.45	-21.76	-20.46	-20.86	-20.27
中国人保(601319)	7.11	1.03	0.90	0.79	0.69	1.30	-2.97	-6.18	-9.10
证券简称	价格	EPS(元)				BVPS(元)			
		A股	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024
中国平安(601318)	51.00	4.70	6.95	7.42	8.48	49.37	50.99	57.64	65.02
中国人寿(601628)	36.23	1.63	3.78	3.80	3.96	16.88	18.03	18.59	19.14
新华保险(601336)	47.56	2.79	8.41	9.36	9.69	33.68	30.85	33.80	36.02
中国太保(601601)	30.23	2.83	4.67	5.11	4.90	25.94	30.29	34.20	37.15
中国人保(601319)	7.11	0.51	0.97	1.15	1.22	5.48	6.08	6.71	7.38
证券简称	价格	P/B(倍)				P/E(倍)			
		A股	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024
中国平安(601318)	51.00	10.84	7.34	6.87	6.02	1.03	1.00	0.88	0.78
中国人寿(601628)	36.23	22.17	9.58	9.53	9.14	2.15	2.01	1.95	1.89
新华保险(601336)	47.56	17.05	5.66	5.08	4.91	1.41	1.54	1.41	1.32
中国太保(601601)	30.23	10.68	6.47	5.92	6.17	1.17	1.00	0.88	0.81
中国人保(601319)	7.11	13.81	7.33	6.17	5.82	1.30	1.17	1.06	0.96

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测（基于2025年4月29日收盘价）

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：

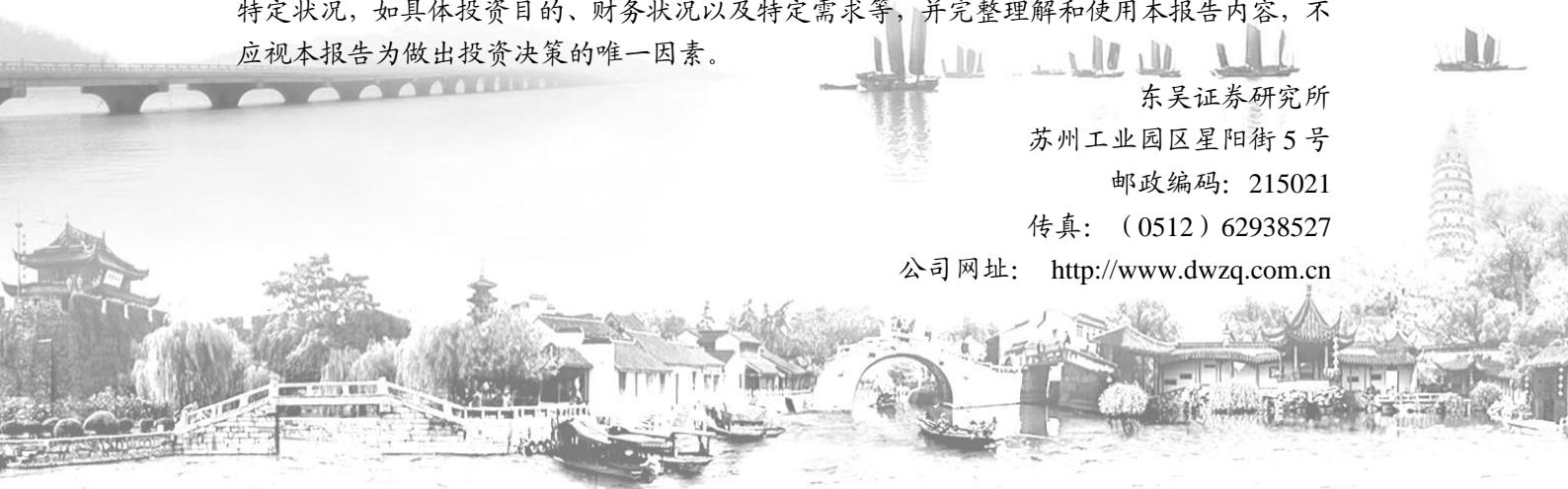
公司投资评级：

- 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>