

中国人保(601319.SH)/中国人民保险集团(01339.HK)

财险景气度向好，人身险经营质效改善

核心观点：

- **财险景气度向好，人身险经营质效改善。**中国人保 H 股估值长期低于中国财险，我们认为当下中国人保具备相对投资价值：一是财险景气度回升下中国人保 H 股相对中国财险便宜；二是人保寿险价值转型和监管支持下经营质效持续改善；三是人保健康成长性凸显，市场份额位居健康险子公司和互联网健康险前列，赔付率改善驱动利润和价值高增。
- **人保寿险：聚焦价值，质效边际向好。**(1) 2020 年公司开启价值转型，叠加银保报行合一推动价值率从 22 年的 5.7% 提升至 24 年的 10.7%，推动 17-24 年 NBV 复合增速-1.8%，远高于同业，但当前价值率仍较低，预定利率下降叠加报行合一的推动，预计未来价值率仍将提升，而银保占比较高迎合当前产品结构，预计“量升价涨”推动价值增速超越同业。(2) 产品结构目前以传统寿险为主，但未来将加大浮动型产品的推动力度，而近些年受益于价值转型以及队伍的稳定等，业务质量大幅提升，退保率自 15 年的 12.4% 大幅降低至 24 年的 3.6%，13 个月继续率提升至 96.3%；(3) 负债成本持续下降，计算的 NBV 打平收益率从 21 年的 4.1% 降至 3.2%，VIF 打平收益率从 3.6% 降至 3.45%，预定利率持续下降以及费差改善，预计打平收益率仍将继续改善。
- **人保健康：位居互联网专业健康险公司龙头，成长性凸显。**(1) 公司在专业健康险子公司中位列第一且份额持续提升；(2) 近年赔付率持续改善下承保利润持续释放，加权 ROE 从 2020 年 0.6% 提升至 2024 年 43.2%；(3) 个险价值率大幅改善至约 60%，驱动近两年 NBV 增速超 30%，2016 年来 ROEV 超 20%，10 年 EV CAGR 达 23.6%。
- **资产端：**配置结构相对稳健，权益配置较监管上限有较大提升空间。
- **盈利预测及投资建议：**预计公司 25-27 年 EPS 为 1.12/1.19/1.26 元/股，分部估值法 A/H 合理价值为 11.29 元/股和 8.22 港元/股，给予“买入”评级。(HKD/CNY=0.92)
- **风险提示：**长端利率下滑；保费增长不及预期；自然灾害风险多发。

盈利预测：

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
内含价值 (百万元)	123,965	149,847	162,814	177,271	192,141
增长率 (%)	1.6%	20.9%	8.7%	8.9%	8.4%
新业务价值 (百万元)	6,489	11,538	10,285	11,187	12,091
归母净利润 (百万元)	22,773	42,869	49,544	52,705	55,865
增长率 (%)	-10.2%	88.2%	15.6%	6.4%	6.0%
EPS (元/股)	0.51	0.97	1.12	1.19	1.26
BPS (元/股)	5.48	6.08	7.03	8.20	9.62
ROE	9.40%	15.95%	15.94%	14.53%	13.14%

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

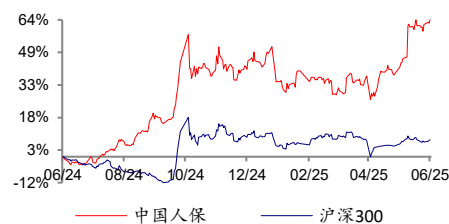
公司评级

当前价格	8.26 元/5.26 港元
合理价值	11.29 元/8.22 港元
报告日期	2025-06-10

基本数据

股票代码	601319.SH	01339.HK
总股本 (百万股)	44223.99	44223.99
流通股本 (百万股)	35497.76	8726.23
总市值 (百万)	365,290 元	232,618 港元
一年内最高/低价	8.38-5.11 元	5.38-2.51 港元
30 日日均成交量 (百万股)	107.84	60.37
30 日日均成交额 (百万)	884 元	314 港元
近 3 个月涨跌幅 (%)	24.40	28.29

相对市场表现



分析师：刘淇



SAC 执证号：S0260520060001



0755-82564292



liuqi@gf.com.cn

分析师：陈福



SAC 执证号：S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

请注意，刘淇并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

联系人：唐关勇

tanguanyong@gf.com.cn

目录索引

一、引言：探寻人保集团与中国财险的估值差	5
二、人保寿险：聚焦价值转型，经营质态边际向好	6
（一）转型推动 NBV 复合增速优于同业，报行合一利好价值率提升	6
（二）加快浮动型产品转型，业务品质持续改善	9
（三）银保渠道占比较高，迎合当前产品结构的发展	11
（四）受益监管的引导，负债成本持续下降	11
三、人保健康：质效改善，医保改革助推商保星辰大海	13
（一）业务概览：保费收入快速增长，专业健康险子公司中表现亮眼	13
（二）产品和服务：打造“健康保障+健康管理”的一站式服务	14
（三）业绩表现：赔付率改善驱动承保利润高增，ROE 连续翻倍提升	16
（四）价值分析：量价驱动 NBV 高增，ROEV 较优驱动内含价值增长	17
（五）未来空间：医疗需求增长和监管引导，健康险发展空间广阔	20
四、财险业务：景气度持续回升，ROE 有望改善	24
（一）保费：刚需属性推动保费收入穿越经济周期	24
（二）盈利能力：监管引导叠加险企转型，赔付和费用有望持续改善	26
（三）ROE：承保利润和杠杆修复有望支撑 ROE 改善	28
五、资产端：配置结构稳健，权益有较大提升空间	29
（一）资产配置：基金和长股投占比高于同业，权益仍有提升空间	29
（二）投资收益率：长股投支撑净投资收益率，投资波动性相对较小	32
六、盈利预测和投资建议	33
（一）盈利预测	33
（二）分部估值	35
七、风险提示	36

图表索引

图 1: 中国人保 A/H 和中国财险的 PB (MRQ) 趋势 (单位: 倍)	5
图 2: 中国人保 A/H 和中国财险的股息率 (TTM) 趋势	5
图 3: 中国财险相对于中国人保 (H) PB 估值溢价	6
图 4: 中国人保集团的净利润结构	6
图 5: 人保寿险 NBV 的增长趋势 (百万元)	7
图 6: 上市险企 NBVM 对比	7
图 7: 上市险企个险 NBVM 对比	8
图 8: 上市险企银保 NBVM 对比	8
图 9: 上市险企手续费及佣金趋势	9
图 10: 人保寿险的队伍战略转型	9
图 11: 人保寿险总保费险种结构	10
图 12: 人保寿险 2025 年产品战略规划	10
图 13: 上市险企退保率情况	10
图 14: 上市险企 13 个月保单继续率 (%)	10
图 15: 人保寿险总保费的渠道结构	11
图 16: 人保寿险新单保费的渠道结构	11
图 17: 上市险企 NBV 打平收益率趋势	12
图 18: 上市险企 VIF 打平收益率对比	12
图 19: 上市险企 NBV 对投资收益率的敏感性对比	13
图 20: 上市险企 VIF 对投资收益率的敏感性对比	13
图 21: 人保健康的总保费保费增长趋势	13
图 22: 人保健康的新单保费渠道结构	13
图 23: 专业健康险子公司在人身险业的市场份额	14
图 24: 人保健康互联网健康险保费市场份额	14
图 25: 人保健康总保费的险种结构	15
图 26: 人保健康总保费的渠道结构	15
图 27: 中国人保的“1+6”业务格局	16
图 28: 人保健康的“健康工程”战略	16
图 29: 人保健康的健康管理服务收入趋势	16
图 30: 中国人保健康管理服务情况	16
图 31: 人保健康净利润及同比增速	16
图 32: 专业健康险子公司的净利润规模对比 (单位: 亿元)	16
图 33: 人保健康加权平均 ROE	17
图 34: 人保健康的新业务合同服务边际趋势	17
图 35: 人保健康的合同服务边际余额	17
图 36: 人保健康与上市险企 NBV 增速对比	18
图 37: 人保健康的新单保费增长趋势	18
图 38: 人保健康的 NBVM 与上市险企的对比	18
图 39: 保险公司个险渠道 NBVM	18
图 40: 人保健康个人保险业务的期限结构	19

图 41: 人保健康的 NBV 敏感性分析	19
图 42: 人保健康的 VIF 敏感性分析	19
图 43: 人保健康 EV 变动分析	20
图 44: 人保健康的 ROEV 趋势	20
图 45: 人保健康的内含价值趋势	20
图 46: 我国人口老龄化进程 (%)	21
图 47: 我国人均费用支出趋势	21
图 48: 2023 年全球各国卫生支出/GDP 比重 (单位:%)	21
图 49: 2023 年全球各国个人卫生支出占比 (单位:%)	21
图 50: 人保财险车险保费收入与行业增速趋势	24
图 51: 人保财险车险季度累计增速趋势	24
图 52: 乘用车累计销量增长趋势	25
图 53: 人保财险的车险承保数量	25
图 54: 新能源汽车销量增速趋势	25
图 55: 上市险企车均保费趋势 (单位: 元)	25
图 56: 人保财险非车险保费收入趋势	26
图 57: 人保财险的非车险业务结构	26
图 58: 自然灾害造成直接经济损失情况	27
图 59: 人保财险风险减量服务的管理架构	27
图 60: 人保财险费用率趋势	28
图 61: 人保财险的保费渠道结构	28
图 62: 人保财险的 COR 趋势	29
图 63: 人保财险加权 ROE 趋势	29
图 64: 上市险企净投资收益率对比	32
图 65: 2024 年人保寿和人保健康总投资收益率平稳	33
图 66: 2024 年人保寿和人保财的综合投资收益率大幅提升	33
表 1: 近年来人保寿险 NBV 增速优于同业	7
表 2: 2021-2024 年上市险企个险和银保新业务价值复合增速	11
表 3: DGR 和 DIP 基本医保支付改革	22
表 4: 医疗保险改革相关政策梳理	23
表 5: 我国商业健康险规模测算	23
表 6: 中国财险 ROE 结构拆解	28
表 7: 中国人保、中国财险、人保寿险及健康险等三部分的资产分类情况	29
表 8: 上市险企的债券资产占比对比	30
表 9: 上市险企权益类资产占比对比	30
表 10: 上市险企公开市场权益占比对比	31
表 11: 中国人保、中国财险、人保寿险及健康险等三部分的资产会计分类情况	31
表 12: 上市险企总投资收益率对比	32
表 13: 财险保费收入预测表 (百万元)	34
表 14: 人保寿险保费收入预测表 (百万元)	34
表 15: 人保健康保费收入预测表 (百万元)	35
表 16: 分部估值表	36

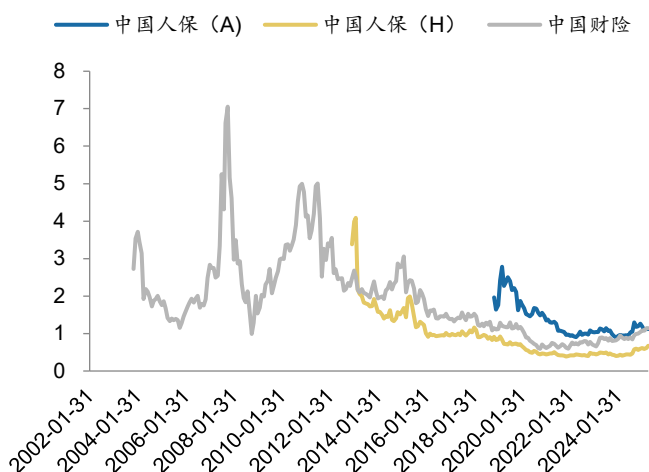
一、引言：探寻人保集团与中国财险的估值差

中国人保作为中国财险的集团母公司，其H股的PB估值长期低于旗下的中国财险，我们认为主要原因是：

- （1）中国财险作为AH唯一上市的财险公司具有稀缺性溢价，且市场对业务质地纯粹的公司更加偏好；
- （2）中国财险作为我国的财险行业龙头，盈利能力长期稳健且分红率较高，长期股息率表现较优，具备长期投资价值；
- （3）中国人保除业务质地较好的中国财险外，旗下的人保寿险市场份额较头部三家仍有提升空间，且低利率环境下市场对其产生中长期利差损担忧。此外，人保健康在2022年以前尚处于经营建设期，盈利相对微薄，难以形成估值溢价。

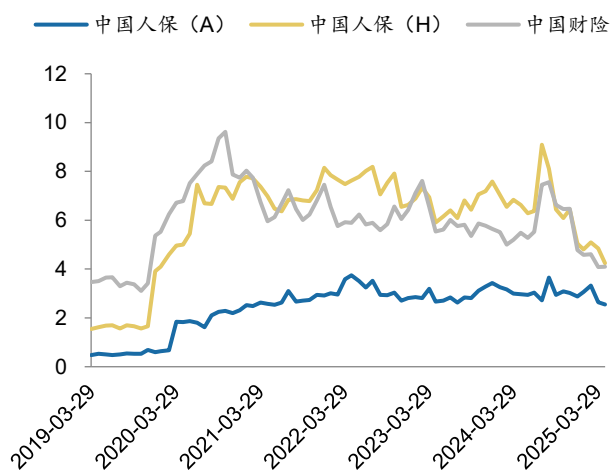
综上，中国人保H股的估值长期相对于中国财险的估值有所折价。

图1：中国人保A/H和中国财险的PB（MRQ）趋势
（单位：倍）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：中国人保A/H和中国财险的股息率（TTM）趋势
（单位：%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

但是，我们认为当前三方面因素驱动中国人保估值具有持续提升的空间：

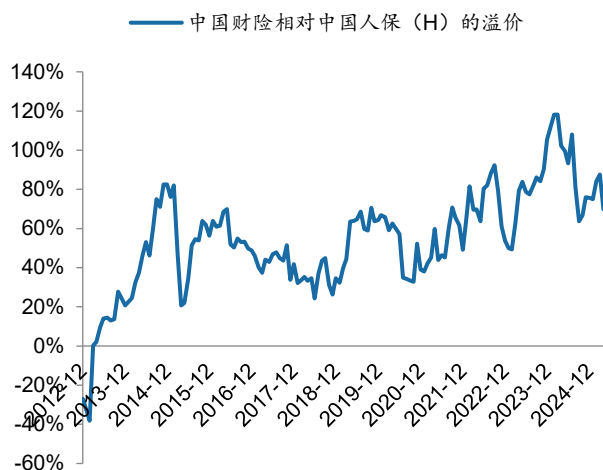
（1）2025年我国财险板块在政策支持下景气度有望回升，大灾减少和费用优化有望驱动COR在高基数下持续改善，保费增速有望在去年低基数下走扩，中国财险凸显投资价值，而中国人保一方面其净利润的80%来自中国财险，另一方面相对中国财险存在估值折价，且近年折价率提升，中国人保相对中国财险具备估值优势。

（2）2025年以来监管持续引导寿险行业降本增效，预定利率的市场化调整机制和个险营销体制改革有助于险企优化负债成本和费用管控，同时公司持续优化产品结构和期缴结构，人保寿险经营质态有望呈现边际向好趋势，受益基数优势下其负债成本和费用管控改善幅度有望优于同业。

（3）中国人保旗下的人保健康成长性凸显。首先，从市场份额看，在专业健康险子公司中市场份额位列第一且份额持续提升；从经营业绩看近年赔付率持续改善下承

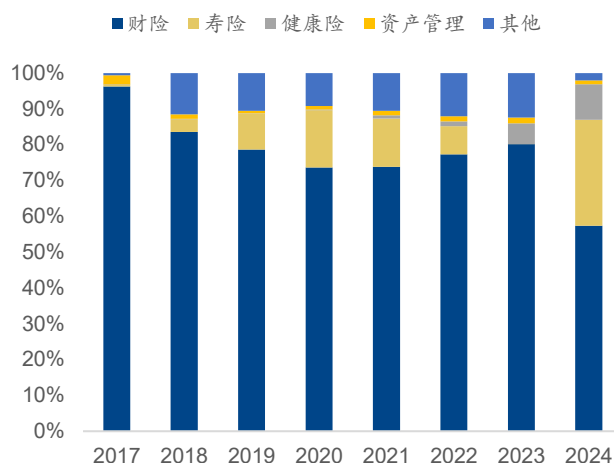
保利润持续释放,加权ROE从2020年的0.6%提升至2024年的43.2%;从价值增长看,个险价值率大幅改善至约60%,驱动近两年NBV增速超30%,2016年以来ROEV超20%,10年内含价值CAGR达23.6%;从商业模式看,健康险利润率高且资金成本低,中长期无利差损风险担忧,且人口老龄化趋势下健康险需求旺盛,具备长期成长性。

图3：中国财险相对于中国人保（H）PB估值溢价



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：中国人保集团的净利润结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、人保寿险：聚焦价值转型，经营质效边际向好

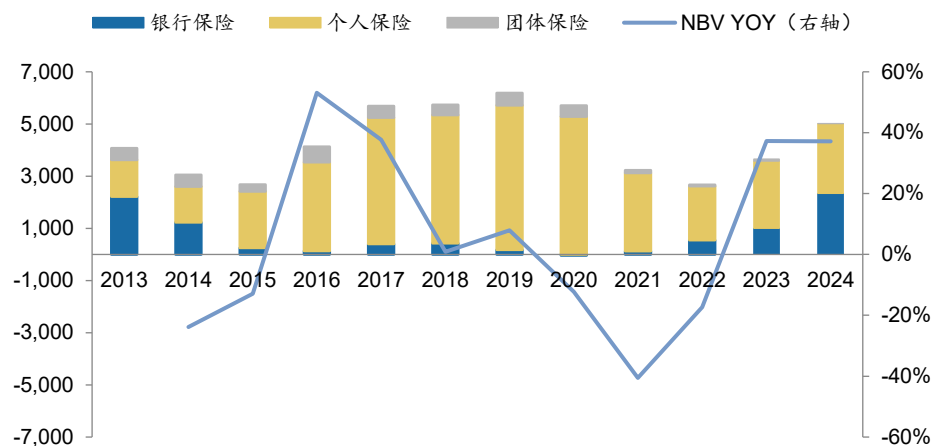
（一）转型推动 NBV 复合增速优于同业，报行合一利好价值率提升

1.2017-2024年，转型深化推动公司价值增速超越同业

2018-2020年，受政策限制快返型产品，销售队伍达到顶点后下降等综合因素影响，主要上市保险公司启动队伍转型，但人保寿险继续扩张代理人队伍，推动新业务价值增速略微优于同业，但在2020年以来公司主动开始价值转型，包括银保渠道做有价值的规模，个险聚焦价值，代理人队伍大幅缩水，银保渠道价值率持续提升，叠加近年来产品结构转向储蓄型，银保渠道增速较快等综合因素影响，公司近年来新业务价值同样领先于上市主要同业。

2017-2024年公司NBV复合增速为-1.8%，优于主要同业（国寿-7.9%、平安-11.5%、太保-9.5%、新华-9%、太平-5.6%），近5年公司NBV复合增速为-4.1%、近3年复合复合增速为+15.9%，均高于主要上市同业，受益于较低的价值率基数以及银保渠道的价值扩张。

图5：人保寿险NBV的增长趋势（百万元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表1：近年来人保寿险NBV增速优于同业

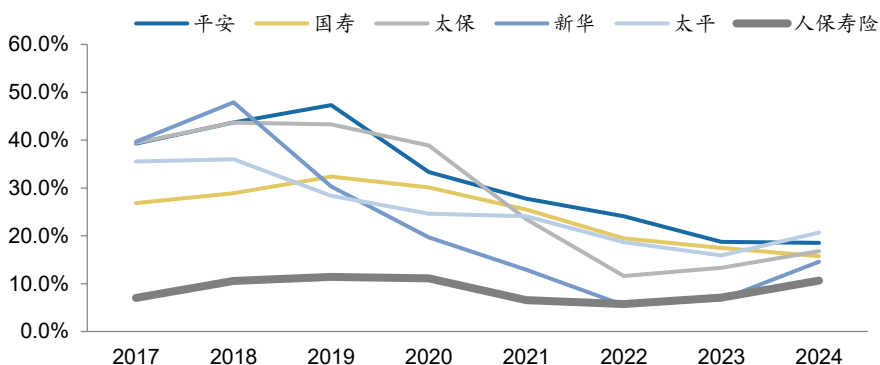
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	17-24	近5年	近3年
人保寿险	5,687	5,735	6,188	5,429	3,227	2,669	3,664	5,024	-1.8%	-4.1%	15.9%
国寿	60,117	49,511	58,698	58,373	44,780	36,004	36,860	33,709	-7.9%	-10.5%	-9.0%
平安	67,357	72,294	75,945	49,575	37,898	28,820	31,080	28,534	-11.5%	-17.8%	-9.0%
太保	26,723	27,120	24,597	17,841	13,412	9,205	10,962	13,258	-9.5%	-11.6%	-0.4%
新华	12,063	12,210	9,779	9,182	5,980	2,423	3,024	6,253	-9.0%	-8.6%	1.5%
太平	13,638	13,237	10,511	8,784	9,104	7,458	7,512	9,103	-5.6%	-2.8%	0.0%

数据来源：各公司财报、广发证券发展研究中心

2.展望未来：报行合一有望推动价值率持续改善，利好价值稳健增长

截止2024年，人保寿险NBVM为10.7%，较同业（太平20.7%、平安18.5%、太保16.8%、国寿15.7%、新华14.6%）等有明显的提升空间，从渠道看，人保寿险的个险和银保NBVM较同业也仍有较大提升空间，展望公司优化业务结构和个险报行合一的落地有望进一步带来价值率的改善。

图6：上市险企NBVM对比

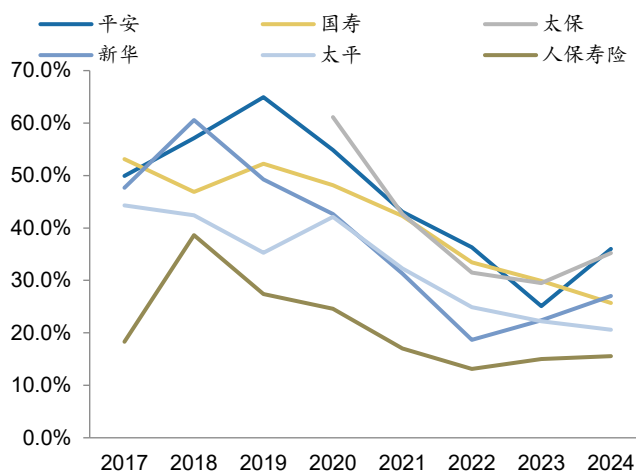


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

从个险渠道看，人保寿险的NBVM长期低于同业上市险企，2024年为个险NBVM为15.6%，相较其他五家上市险企平均值28.9%仍有较大提升空间，而人保寿险个险渠道NBVM低于同业的主要原因预计是由于过往队伍大进大出造成的费用较高的原因，而2025年监管出台《关于推动深化人身保险行业个人营销体制改革的通知》，推动个险渠道实施报行合一，加快营销体制改革，要求深化执行“报行合一”，加强费用预算管控，做到精算假设费用、预算费用和考核费用相统一，有望降低人保寿险个险渠道的费用投放，推动个险渠道价值率的改善。

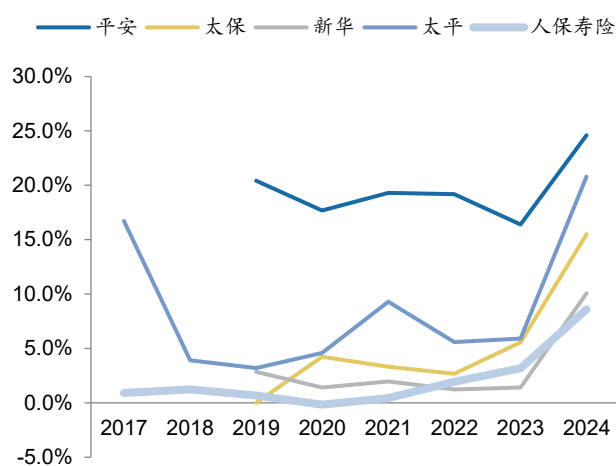
从银保渠道看，2020年以来银保的期缴结构优化叠加2023年报行合一的落地带来银保渠道的NBVM大幅提升，2024年达到8.6%，但较4家上市险企（平安24.6%、太保15.5%、新华10.1%、太平20.8%）也仍有较大提升空间。展望公司持续优化期缴结构，银保渠道NBVM有望延续提升，助推NBV增长。

图7：上市险企个险NBVM对比



数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

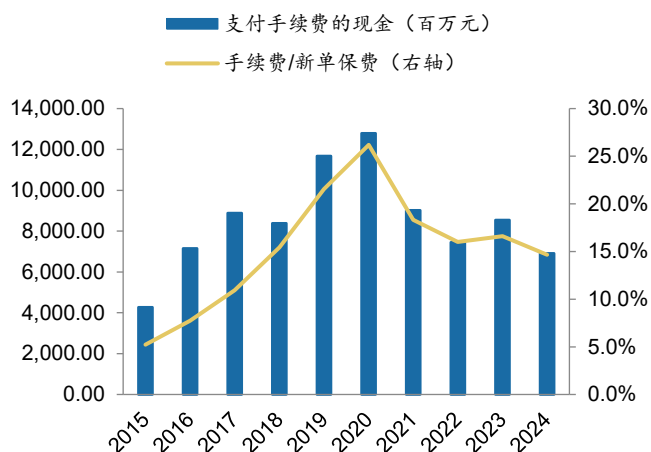
图8：上市险企银保NBVM对比



数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

在费用管控方面，2020年公司启动高质量发展方案，代理人队伍的持续清虚也带来手续费佣金总额的减少，同时公司也在加强费用管控，手续费率（手续费/新单保费）自2020年的26%下降至2024年的15%。展望2025年，首先，公司在队伍建设上明确加强全渠道队伍建设、优化城市队伍建设和完善基本法建设等三大规划，队伍质态有望持续改善。其次，个险报行合一的落地，建立长期激励考核机制利于提升代理人渠道专业能力和长期服务能力，同时优化公司费用管控，提升人均产能。

图9：上市险企手续费及佣金趋势



数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

图10：人保寿险的队伍战略转型



数据来源：中国人保官方公众号，广发证券发展研究中心

注：数据来源于财报披露值

展望2025年，预定利率动态调整和个险报行合一有望助推公司利差和费差改善，而公司价值率处在相对较低的水平，提升幅度相对较大，有望推动价值继续稳定增长，并且是量稳价增的价值增长趋势。

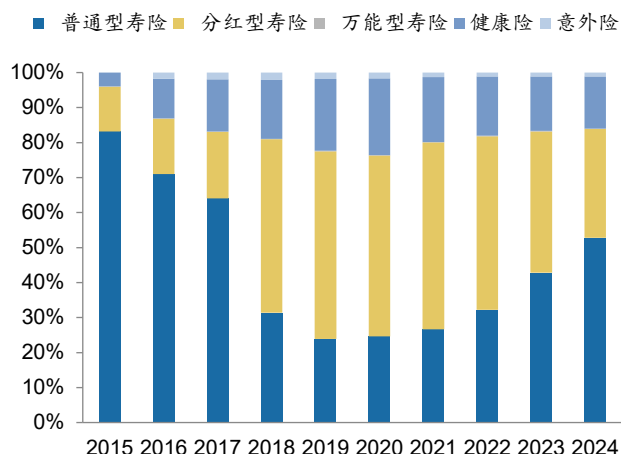
（二）加快浮动型产品转型，业务品质持续改善

1.险种结构：加快浮动型产品转型

2017年以前公司以传统寿险为主，占据绝对主要地位，但2018-2022年公司产品结构中分红型寿险成为主要险种，平均占比达到52%，分红险虽然在当前资金成本率（固定+浮动）略高于传统寿险，但刚性负债成本低于传统寿险，未来若长端利率持续下降，则其较低的刚性负债成本率有利于保险公司降低利差损风险，优化资产负债匹配能力。2023-2024年在利率下滑背景下以增额终身寿为代表的固定利率储蓄型产品需求旺盛，传统寿险总保费占比自2022年的32.2%提升到2024年的52.8%。

展望2025年，公司在2024年业绩会上提出三大产品战略，并强调加大保障型产品及长期分红、万能等浮动收益型产品供给，强化负债成本管控。

图11：人保寿险总保费险种结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图12：人保寿险2025年产品战略规划



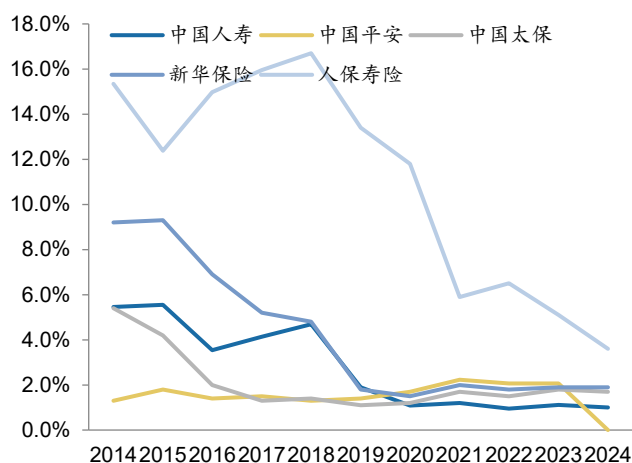
数据来源：人保公众号，广发证券发展研究中心

2.业务品质：退保率大幅改善，保单继续率同业较优

过去受人力大进大出、趸交产品占比较高以及银保渠道占比较高等综合原因导致退保率较高，且继续率均相对较低，尤其是退保率一度在两位数高点。但随着公司从2020年聚焦价值转型，践行高质量发展，队伍大规模清虚，提升招募门槛等，有效人力占比提升带来的业务质量提升，另外期交产品占比从2015年的7.5%提升至2024年的58%，持续推动业务品质改善，退保率从2015年的12.4%大幅下降至2024年的3.6%，13个月保单继续率自2021年的76.3%提升至2024年的96.3%，接近中国平安的水平，保单质量持续改善。

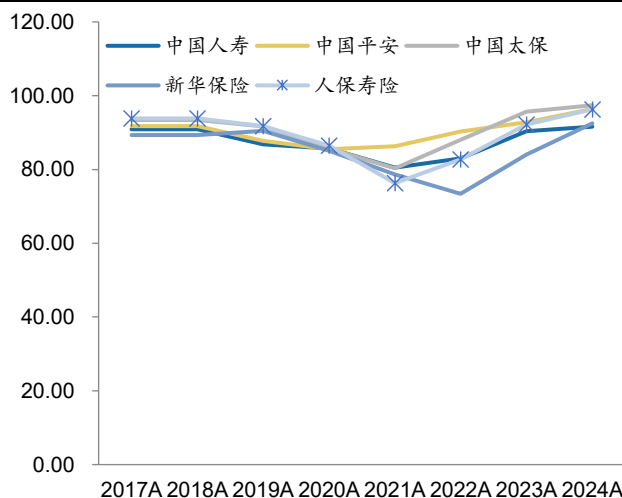
展望未来，人保寿险将继续推动价值发展，人力高质量发展，银保渠道做有价值的规模等综合战略，预计业务品质将进一步改善，利好长期价值的兑现。

图13：上市险企退保率情况



数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

图14：上市险企13个月保单继续率（%）

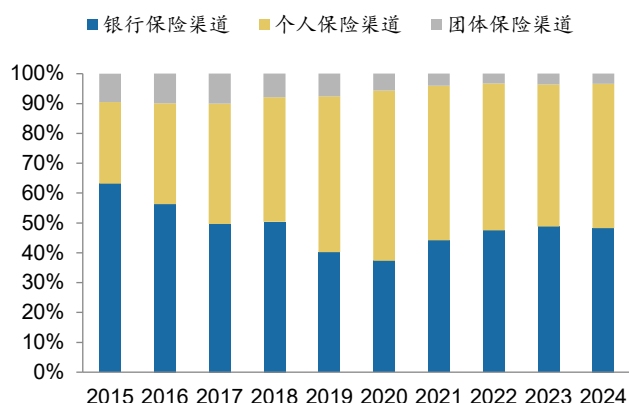


数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

（三）银保渠道占比较高，迎合当前产品结构的发展

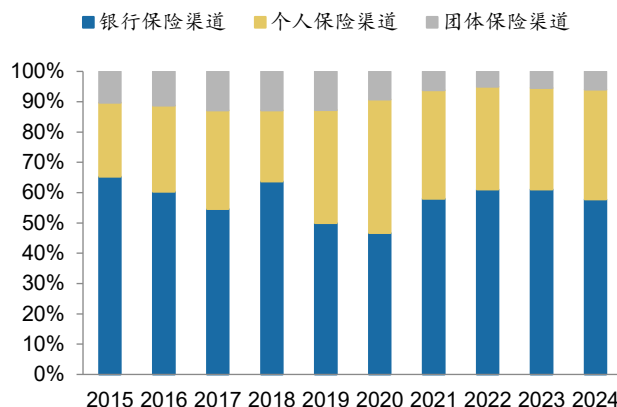
人保寿险的渠道结构以银保为主，迎合当前产品结构的发展，有利于推动价值稳定增长。2024年新单保费中银保渠道占比58%，而个险渠道占比36%，虽然在2018年公司加快个险渠道转型，个险占比一度有所提升，但2020疫情后产品结构逐渐从重疾险转向至储蓄类产品，且居民的预防性储蓄意愿较高，推动银保渠道重回行业焦点，人保寿险银保渠道占比也在持续提升。

图15：人保寿险总保费的渠道结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图16：人保寿险新单保费的渠道结构



数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

受益于近年来产品结构的调整，报行合一提升价值率等综合因素，银保成为近年来价值增长的主要驱动渠道，展望未来预计银保渠道价值增速仍将领跑个险渠道，而人保作为银保占比较高的公司，将受益于银保渠道未来的量价齐升。2021-2024年人保寿险银保渠道价值复合增速为164.2%，而个险渠道为-3.8%，同期的平安、太保、新华、太平同样是银保渠道复合增速远高于个险渠道。

表2：2021-2024年上市险企个险和银保新业务价值复合增速

NBV CAGR	银保复合增速	个险复合增速
人保寿险	164.2%	-3.8%
中国人寿	-	-10.0%
中国平安	39.7%	0.8%
中国太保	140.5%	-1.7%
新华保险	71.5%	-11.4%
中国太平	54.1%	-11.3%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

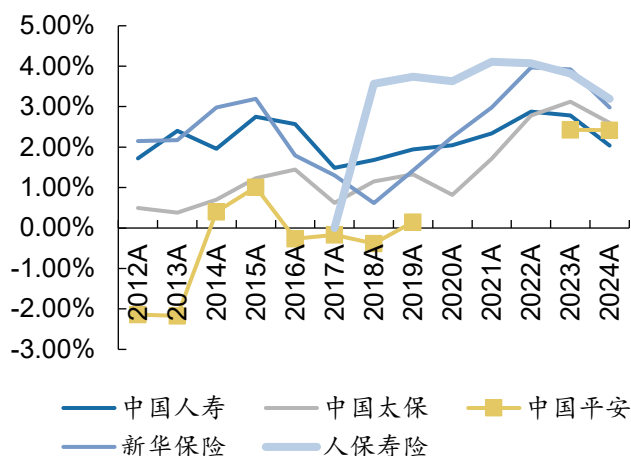
（四）受益监管的引导，负债成本持续下降

1.打平收益率：NBV打平收益率大幅改善，VIF打平收益率仍较同业偏高

2023年以来监管引导预定利率调整推动人保寿险新业务打平收益率持续改善，当前存量打平收益率对比同业较高。2023年以来监管窗口指导连续两年下调预定利率，公司NBV打平收益率（即新单负债成本，计算口径）下降至2024年的3.2%，相较于

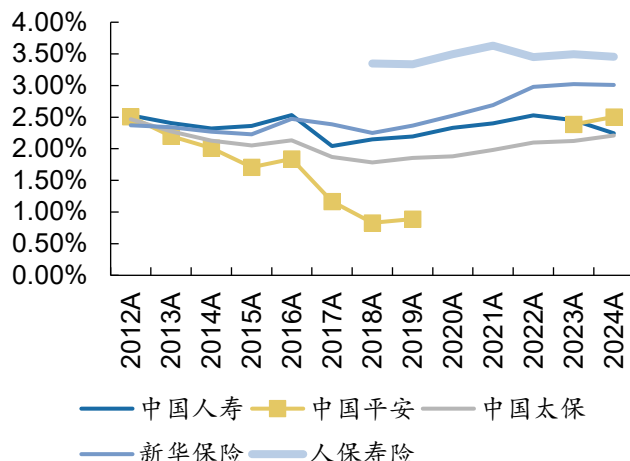
过去的4%以上的水平明显下降，在上市同业中接近新华保险水平，但较其他上市险企仍有较大改善空间，预计随着预定利率的进一步下调，叠加费差的改善等，预计新业务价值对投资收益率的敏感性有望改善。而VIF打平收益率（即存量负债成本，计算口径）近7年均值为3.46%，2024年为3.45%处于上市险企中较高水平，我们认为新单负债成本的下降传导到存量负债成本的改善尚需一定时间。展望看，预定利率动态调整机制的建立有望逐渐帮助公司降低新单负债成本，公司加快分红险的转型有助于降低刚性负债成本，随着低成本的新单持续增长带来存量准备金结构的调整，预计公司的存量负债成本有望持续改善。

图17：上市险企NBV打平收益率趋势



数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

图18：上市险企VIF打平收益率对比



数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

2.敏感性分析：NBV对投资收益率的敏感性下降，VIF对投资收益率的敏感性大增

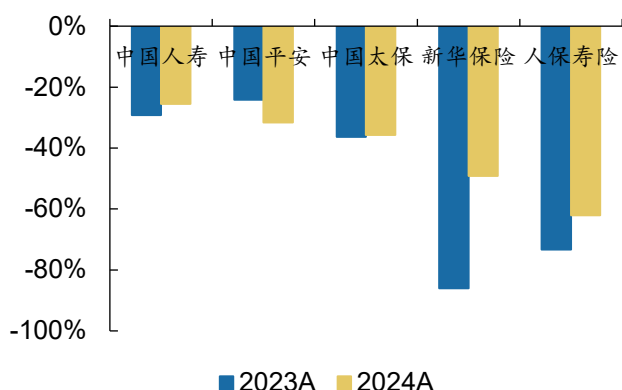
预定利率的连续调整降低了公司NBV对投资收益率的敏感性。2023年和2024年监管连续引导行业调整传统险、分红险和万能险的预定利率，由此负债成本的下降带来公司新业务对利差的依赖减少，从而降低了投资收益率对新业务价值的影响。

产品结构变化、假设调整和久期变化导致险企VIF对投资收益率的敏感性提升。2024年上市险企的VIF对投资收益率的敏感性大幅提升，且人保寿险提升幅度较快，我们认为主要原因是：

(1) 近年来储蓄型产品险种的热销增加了险企存量业务对利差的依赖程度，负债成本更加刚性下导致投资收益率的下降对VIF的折扣影响更大；

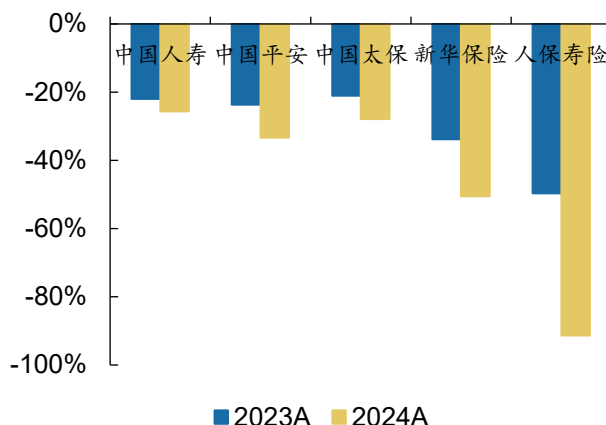
(2) 2023年和2024年上市险企为应对长端利率下行风险，连续两年下调投资收益率假设50bp，并且同步下调贴现率，而VIF对投资收益率的敏感性显著高于贴现率的敏感性，2024年人保寿险的贴现率假设相对于投资收益率1:1下调（50bp），从而使得投资收益率对VIF的敏感性未完全抵销。

图19：上市险企NBV对投资收益率的敏感性对比



数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

图20：上市险企VIF对投资收益率的敏感性对比



数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

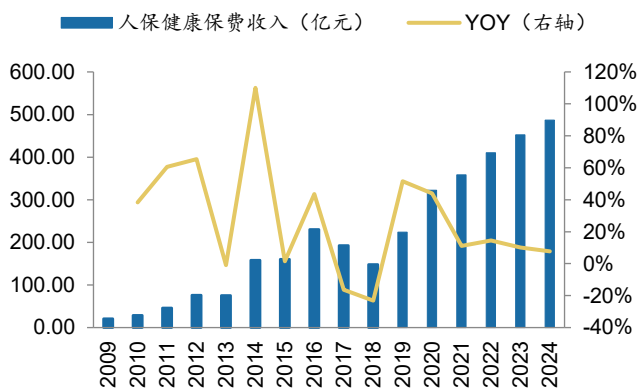
三、人保健康：质效改善，医保改革助推商保星辰大海

（一）业务概览：保费收入快速增长，专业健康险子公司中表现亮眼

1. 保费趋势：产品创新，叠加健康服务，保费增速明显优于行业

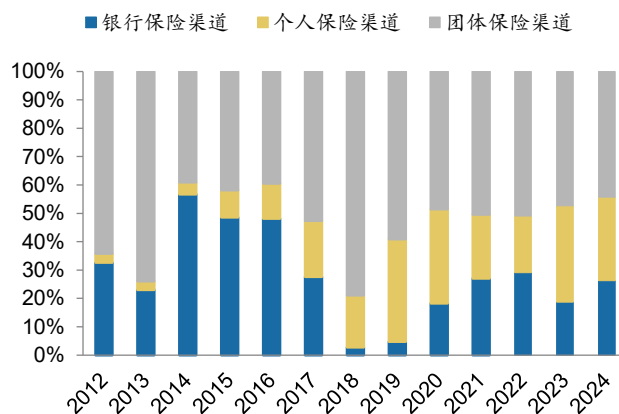
人保健康不断创新产品，并且立足“健康保险+健康管理”融合发展，15年保费增速达到23.4%，明显领先行业。根据人保健康公众号和慧保天下公众号，人保健康最初以团体重疾险以及社保业务为主，但在互联网保险浪潮发展的最初，人保健康敏锐发觉市场百万医疗保险的痛点，在传统健康险公司中最早布局互联网健康险的发展，2018年率先牵手蚂蚁打造出“好医保”品牌，开行业先河设计6年保证续保的百万医疗险产品，保障被保险人的长期利益，2019-2020年人保健康保费快速增长，“好医保”品牌也获得了居民的长期青睐，后续人保健康持续更新迭代产品以及创新多样化产品，满足居民的不同健康医疗保险需求，人保健康的保费快速增长，保费规模从2009年的21亿元大幅增长至2024年的487亿元，CAGR达到23.4%，跑赢全行业健康险（CAGR为20.8%）。

图21：人保健康的总保费保费增长趋势



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图22：人保健康的新单保费渠道结构

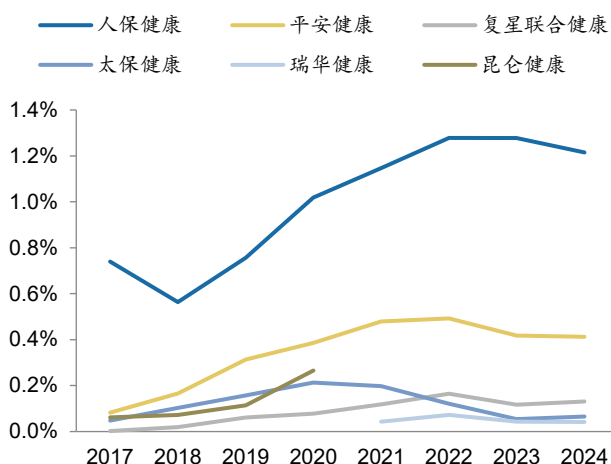


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

2.市场份额：在专业健康险子公司和互联网健康险行业位列前茅

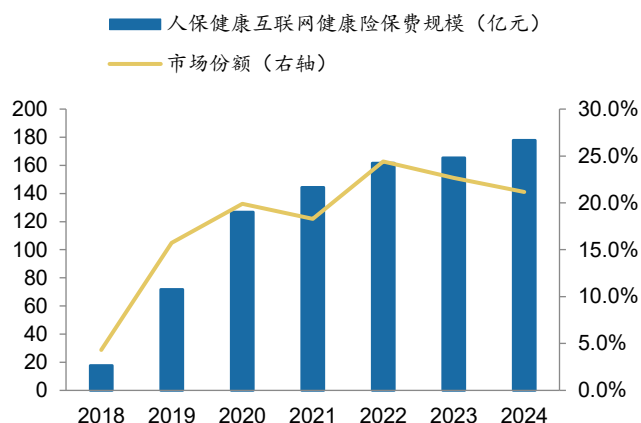
人保健康的保费规模15年CAGR达到23%，在专业健康险公司的保费市场份额和利润规模位居第一。（1）从保费增长趋势看，人保健康受益于互联网+的先发优势，以及加快构建“6+1”业务格局，全面实施“健康工程”，2009-2024年保费CAGR达到23.4%，跑赢行业20.8%。（2）从市场份额看，人保健康在人身险行业的市场份额从2018年的0.6%提升至2024年的1.2%，在7家专业健康险子公司中始终保持第一，并且较第二名平安健康的份额在持续拉大中。另外人保健康受益于较早布局互联网健康险业务，2024年人保健康互联网健康险保费规模为177.84亿元，占互联网健康险行业市场份额为21.2%，持续领先行业。

图23：专业健康险子公司在人身险业的市场份额



数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

图24：人保健康互联网健康险保费市场份额



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）产品和服务：打造“健康保障+健康管理”的一站式服务

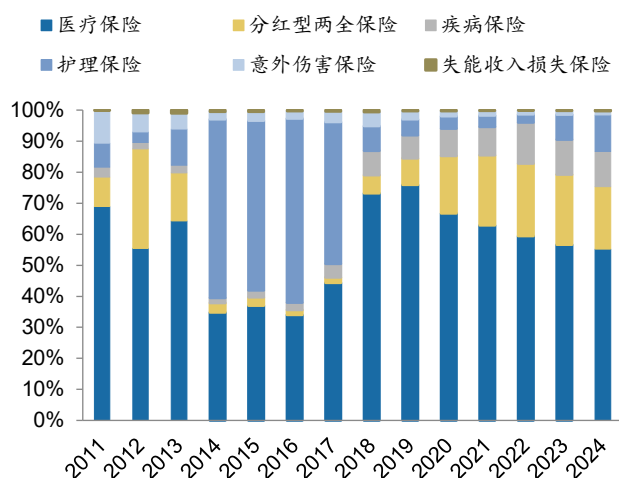
1.产品体系：加快普惠型健康险创新，巩固“好医保”在互联网健康险的优势地位

业务结构看，以医疗险为主，分红型两全和护理险占比提升。根据人保健康公众号显示，2018年人保与互联网巨头蚂蚁金服联合发力百万医疗保险，在支付宝平台推出国内首款6年连续保证续保的长期医疗保险“好医保·长期医疗”，借助支付宝的流量，人保健康互联网业务和医疗保险产品迅速发展，医疗险占总保费的比重从2017年的44.4%提升至2018年的73.2%，但近些年分红型两全保险占比也在持续提升中，占比从2018年的5.8%提升至2024年的20.1%，仅次于医疗保险的55.2%，分红型两全险在保障基础上兼具浮动收益且价值率较高，而护理保险增长一方面来自护理需求的提升，另一方面来自公司互联网渠道加快失能收入保险的布设。

从产品创新看，根据年报披露情况看，人保健康加快险种创新和保障创新，加大政策性和商业性护理险业务开拓力度。（1）2024年开发失能收入损失保险“青山在·收入保障险”，为住院、特定疾病和功能损伤等多场景提供失能收入损失保障，可以与医疗险、重疾险叠加使用，提供失能兜底保障。（2）上线好医保·长期医疗（旗舰版），将百万医疗险和防癌医疗险进行整合；（3）首创自然费率长期百万重疾产品，实现“百万医疗+百万重疾”的双百万健康保障；（4）上线行业首款中老年互联网长期医疗险，对有既往症和慢病的老年群体提供长期全面保障等。“好医保”系列产品已

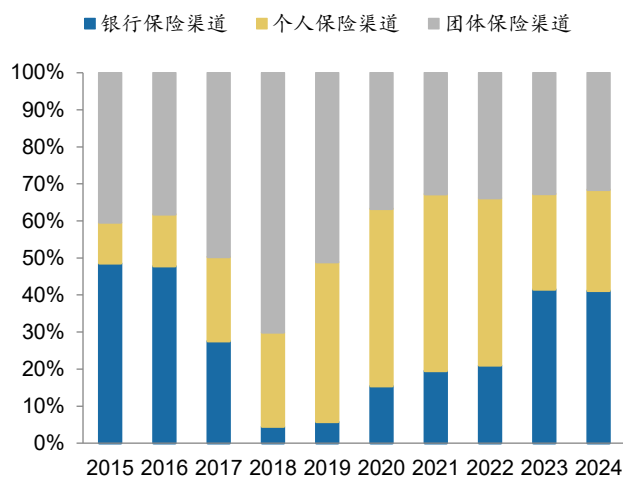
涵盖6年保证续保、20年保证续保、0免赔、终身责任等多款产品，满足了长期保障需求、老年和带病群体、小额保障等不同需求。

图25：人保健康总保费的的险种结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图26：人保健康总保费的渠道结构

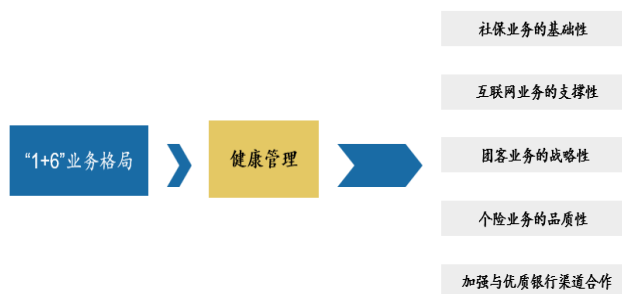


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

2.服务体系：构建8大类30项的健康管理服务产品体系

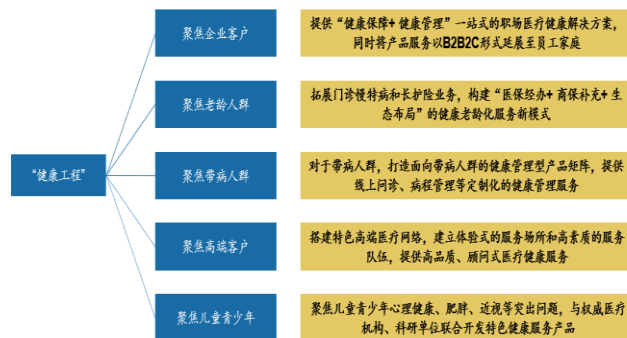
根据人保健康公众号显示,人保健康通过自建+第三方合作模式构建整合健康管理资源，构建“人保健康APP”为基础构服务平台，打造8大类30项的健康管理服务产品体系。（1）构建健康管理战略：人保健康加快构建以健康管理为基础的“1+6”的业务格局，聚焦六大客群，加快建设“健康工程”建设。（2）整合健康管理资源：通过“自建+第三方合作”的方式完善持续完善与“医、养、药、护”等健康产业链的合作，全面推进医疗健康资源建设；（3）打造健康管理平台：打造“人保健康APP”和健康管理信息系统群两大线上的信息化平台，建设健康服务中心和医疗代表/健康管理管家队伍等线下的服务机构；（4）形成健康管理服务产品体系：目前已形成包括健康体检、健康促进、疾病预防、健康咨询、就医服务、药品服务、慢病管理和康复护理的8大类30项健康管理服务产品体系，打造健康服务网络，累计合作医院达4280家（其中三级甲等医院351家）、康复护理机构达223家。2024年人保健康提供815万人次健康管理服务，实现收入4.3亿元，实现累计签约三甲亿元161家，加强资源整合。

图27：中国人保的“1+6”业务格局



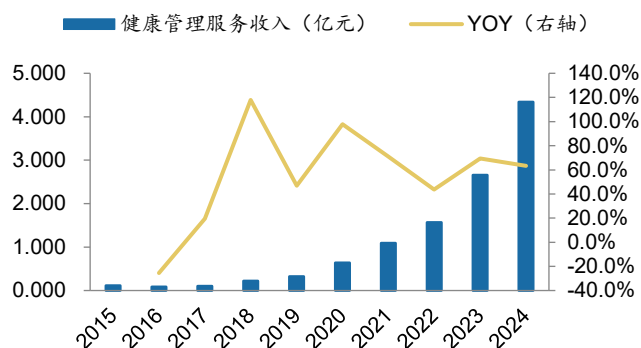
数据来源：中国人保公众号、广发证券发展研究中心

图28：人保健康的“健康工程”战略



数据来源：中国人保公众号、广发证券发展研究中心

图29：人保健康的健康管理服务收入趋势



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图30：中国人保健康管理服务情况

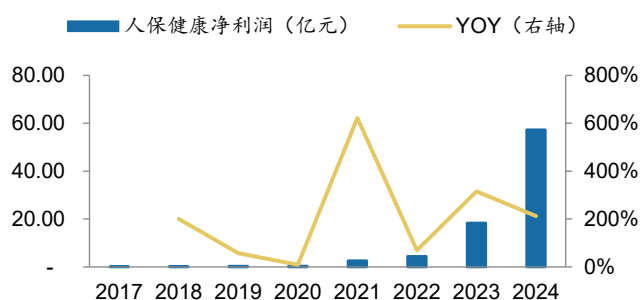


数据来源：公司2024年业绩会PPT、广发证券发展研究中心

（三）业绩表现：赔付率改善驱动承保利润高增，ROE连续翻倍提升

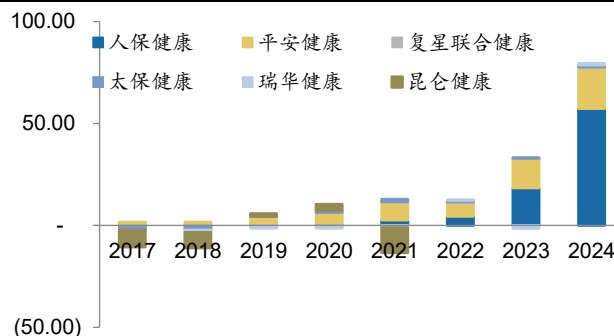
1.业绩表现：高利润新业务增长积累CSM，承保利润高增驱动公司净利润大幅改善
短期险承保持续改善，长期险CSM持续释放，人保健康净利润大幅增长，日益为集团的净利润贡献力量。人保健康净利润从2018年的0.2亿元持续增长至2024年的57.3亿元，利润规模及增速领先同业。

图31：人保健康净利润及同比增速



数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

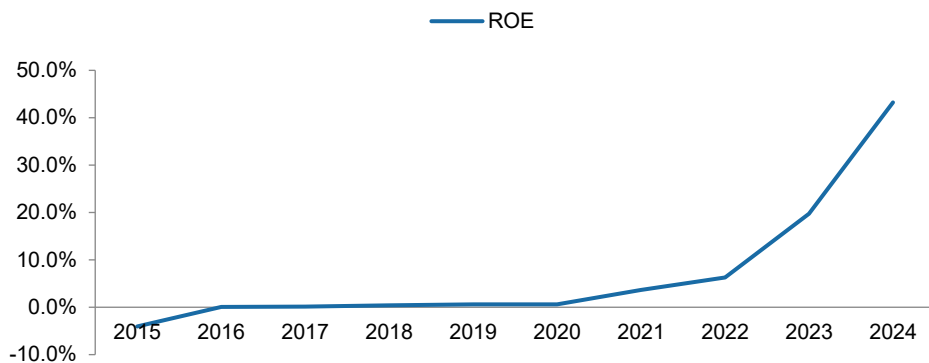
图32：专业健康险子公司的净利润规模对比（单位：亿元）



数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

注：平安健康险来自公司自身财报披露，而非中国平安口径

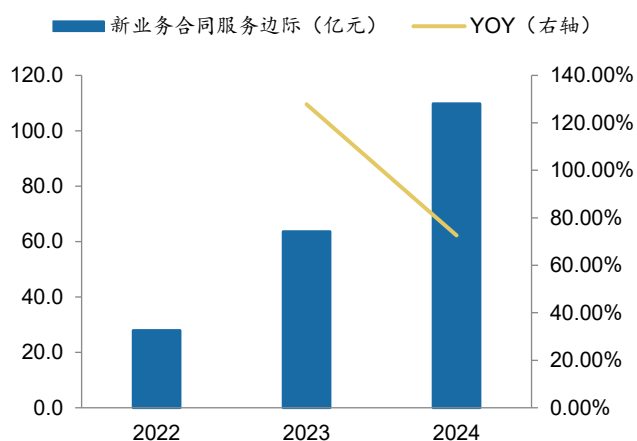
图33：人保健康加权平均ROE



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

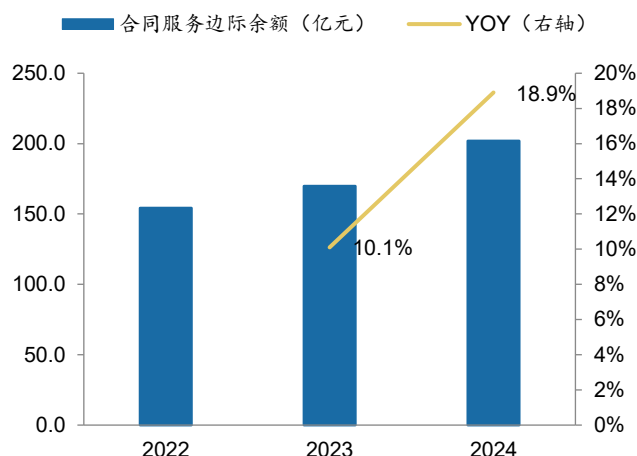
人保健康新业务持续增长推动长期医疗保险的CSM持续增长，支撑2023年和2024年净利润高增。近年来人保健康的新单保费快速增长，且健康险产品利润率较高，新业务合同服务边际高增，2023年和2024年分别增长128%和73%，支撑合同服务边际余额连续两年分别增长10.1%和18.9%。合同服务边际余额作为人保健康的未赚利润，在为客户提供服务中逐渐确认释放为承保利润，因此2024年人保健康承保利润同比+313%至42.8亿元。

图34：人保健康的新业务合同服务边际趋势



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图35：人保健康的合同服务边际余额



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

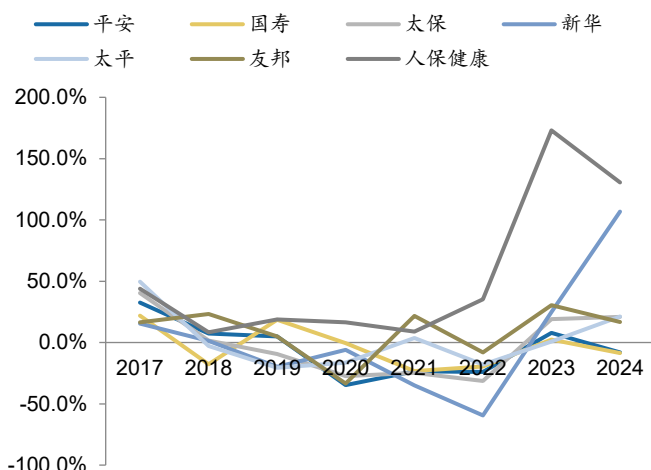
（四）价值分析：量价驱动 NBV 高增，ROEV 较优驱动内含价值增长

1.NBV：“量价齐升”驱动新业务价值高增

人保健康新业务价值率和保费的双增长，驱动公司2022年以来NBV增速领先上市险企。人保健康的新业务价值长期快速增长，2015-2024年CAGR达到42%，2023年和2024年分别同比+173%和101%。首先，人保健康的保险保障+健康管理服务下打造

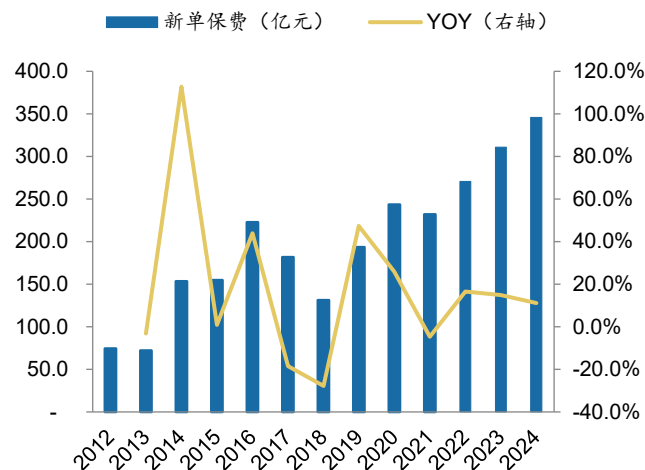
“好医保”产品体系，目前已经获得市场的认可，持续驱动新单保费长期保持快速增长，2012-2024年CAGR达到12.5%；其次，人保健康新业务价值率从2022年的3.8%大幅提升至2024年的18.8%，一方面个人保险业务的价值率从16.9%大幅提升至66.5%，远远高于同业个险渠道价值率，预计主要是业务结构优化以及互联网保险业务的盈利改善；而银保价值率从0.9%提升至6.1%。

图36：人保健康与上市险企NBV增速对比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

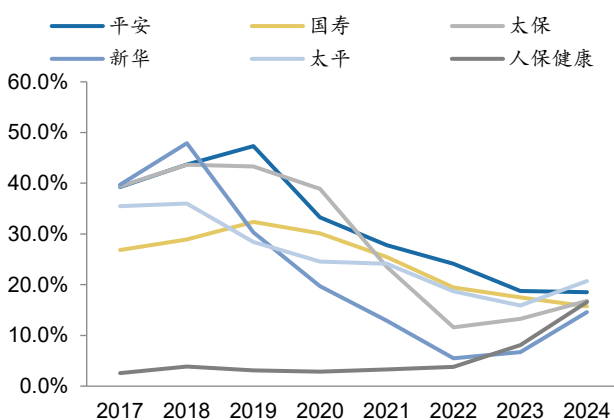
图37：人保健康的新单保费增长趋势



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

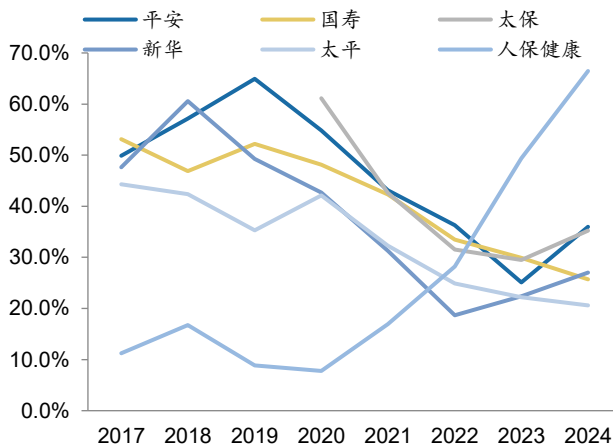
人保健康压降短期险COR和优化险种业务结构带来新业务价值率大幅提升。首先，在短期健康险方面，公司在商团业务实施价费联动和回溯管理机制，社保业务实施主动风险调节和项目清算机制，强制每年清算，减少波动，公司短期险业务COR下降。另一方面，公司加大产品创新力度，扩大效益型险种的业务规模，2022年以来分红型两全险和护理保险占比持续提升。

图38：人保健康的NBVM与上市险企的对比



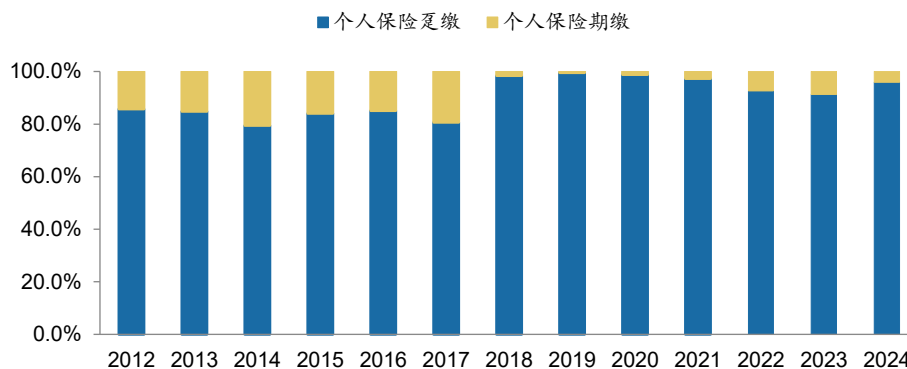
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图39：保险公司个险渠道NBVM



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图40：人保健康个人保险业务的期限结构

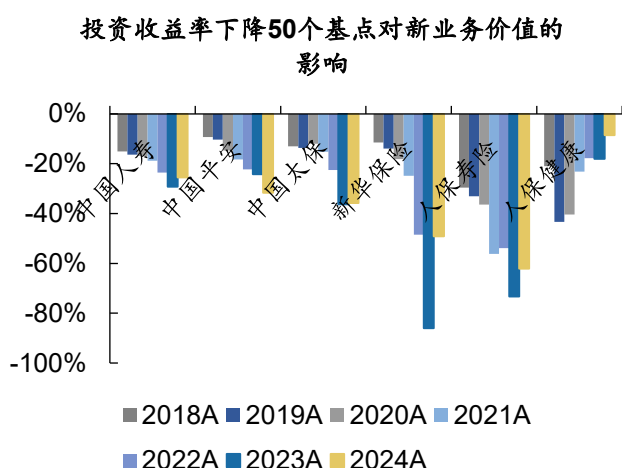


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2.敏感性分析：人保健康的NBV和VIF敏感性明显低于上市同业

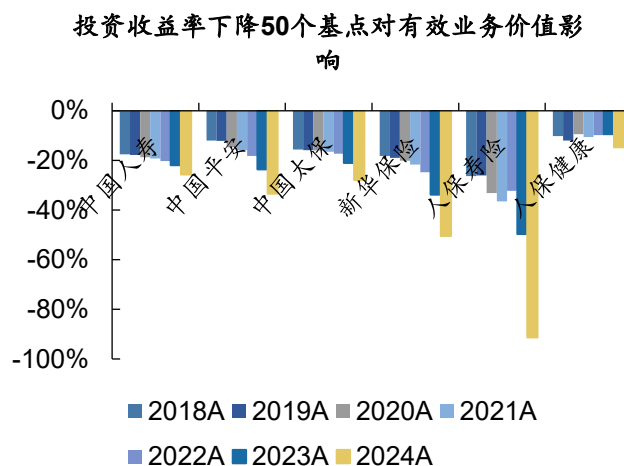
人保健康的业务结构以保障型产品为主，对利差依赖较低，因而受投资收益率的影响较小。2024年人保健康的健康险保费占比达到78.6%，而健康险的盈利结构主要以死差和费差为主，对利差的依赖较小，资金成本较低，因而受投资收益率的影响较好。其次，近年由于报行合一的推行和预定利率的调整，公司的NBV对投资收益率的敏感性持续下降。2024年人保健康的VIF对投资收益率的敏感性有所提升，我们认为主要原因是有效业务价值始终对投资收益率的敏感性高于贴现率，2024年VIF投资收益率假设下调50bp的情况下贴现率同步下调50bp难以完全对冲影响，由此在投资收益率4.0%的情况下VIF的敏感性高于4.5%的水平。

图41：人保健康的NBV敏感性分析



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图42：人保健康的VIF敏感性分析



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

3.内含价值：人保健康的ROEV表现较优驱动内含价值高增

新业务价值的快速增长与营运偏差的改善驱动ROEV历年提升，由此驱动内含价值高速增长。首先，人保健康保费的快速增长与NBVM的提升趋势新业务价值贡献保持

增长，且近3年表现较好。其次，规模效应与公司优化定价机制带来赔付率和费用率的持续优化，营运偏差持续改善。由此，人保健康ROEV在2016-2024年保持20%以上，2024年达到29.3%，因此驱动人保健康内含价值近10年CAGR达到23.6%。

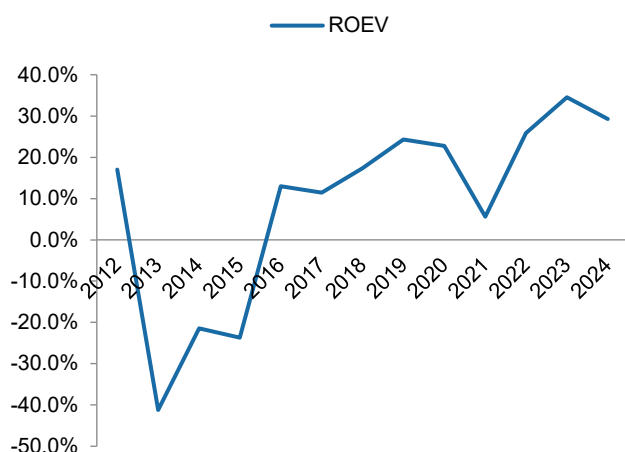
图43：人保健康EV变动分析

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
新业务贡献	26.4%	10.7%	12.5%	7.1%	9.6%	7.2%	6.8%	10.5%	12.3%	7.9%	8.1%	16.8%	32.9%
预期回报	7.2%	7.7%	9.5%	6.6%	7.7%	5.2%	7.7%	11.1%	8.0%	7.6%	9.0%	8.7%	7.8%
投资回报差异	6.3%	-11.9%	37.5%	24.0%	-7.3%	-1.9%	-3.3%	9.5%	6.8%	2.6%	-13.4%	7.2%	4.7%
其他经验差异	-18.5%	-34.8%	-28.9%	-31.6%	4.7%	-2.0%	1.7%	2.0%	7.3%	-2.5%	8.9%	6.0%	0.5%
模型及假设变动	2.0%	-24.8%	-14.6%	-5.9%	-9.1%	1.0%	1.2%	0.7%	-4.7%	-7.4%	-0.2%	3.1%	-12.0%
资本变化及市场价值	33.9%	7.6%	63.1%	-0.1%	55.6%	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.3%	2.1%	-0.1%
其他	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-1.0%	0.5%	-3.1%	-2.4%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末EV	57.2%	-45.5%	79.2%	0.2%	59.1%	10.0%	11.0%	31.6%	30.7%	8.2%	12.8%	23.3%	33.9%

数据来源：各公司财报、广发证券发展研究中心

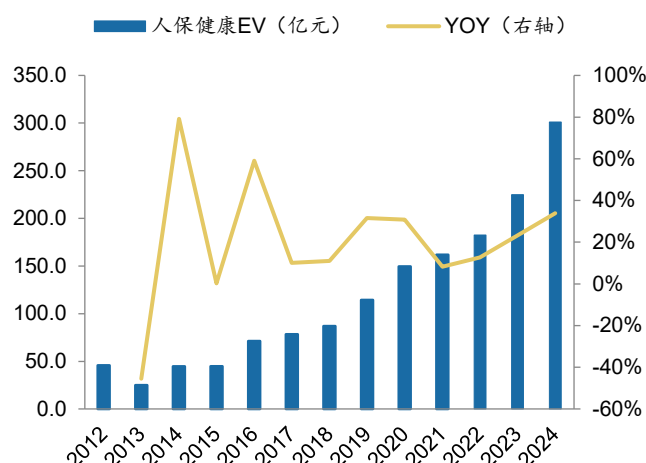
注：除期末EV为同比增速外，其余指标为当前对EV的贡献占比

图44：人保健康的ROEV趋势



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图45：人保健康的内含价值趋势



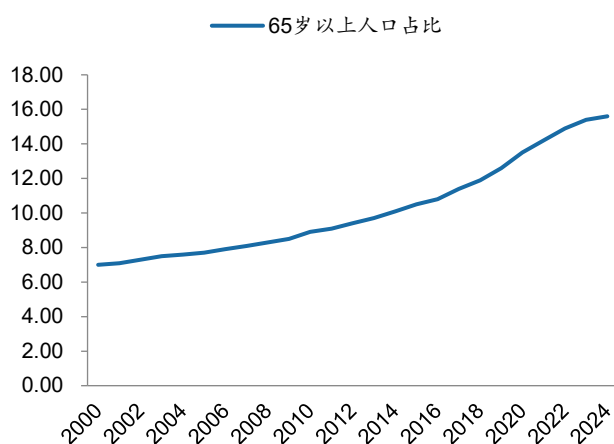
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（五）未来空间：医疗需求增长和监管引导，健康险发展空间广阔

1. 多重因素驱动我国卫生费用支出增长，健康险发展空间广阔

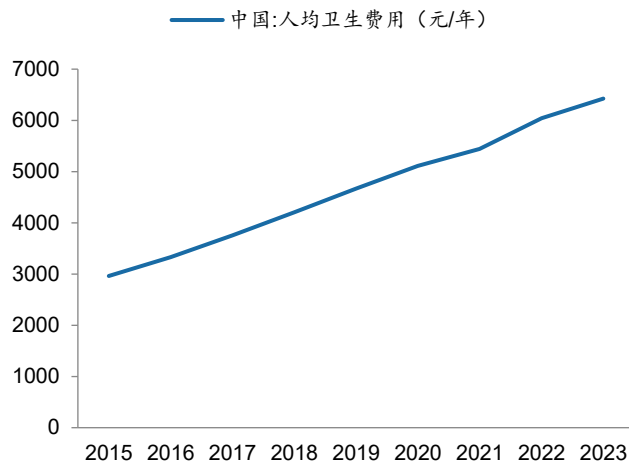
我国医疗卫生费用持续增长，人口老龄化加速助推医疗支出进一步增长。人口老龄化、疾病谱变化和医疗服务供给扩张三方面因素的叠加影响下，我国卫生总费用持续增长，2023年卫生总费用达到9.06万亿元，占GDP的比重达到7.2%，人均费用支出持续提升，2023年达到6425元。2024年我国65岁以上人口占比达到16.5%，我国人口结构的变化将持续加速，而老年人的医疗费用支出明显高于年轻人群，预计医疗费用支出占GDP的比重将会有所提升。

图46：我国人口老龄化进程（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

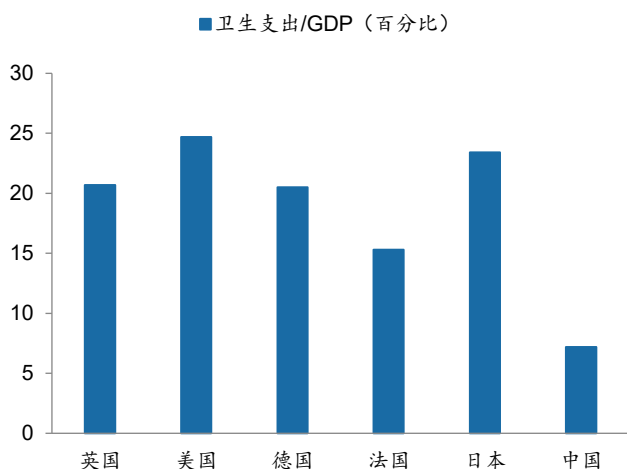
图47：我国人均费用支出趋势



数据来源：新医改论坛援引卫健委，广发证券发展研究中心

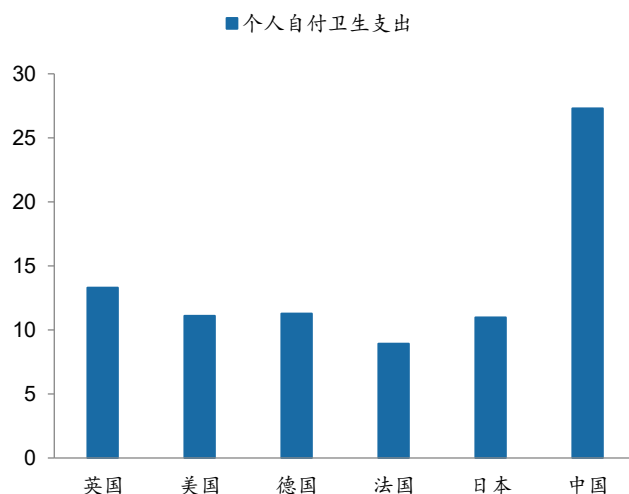
我国人均卫生费用较发达国家有较大差距，且个人自费比例过高，健康险在补充个人卫生费用支付上仍有较大提升空间。（1）从筹资水平看，2023年我国卫生费用支出占GDP比重为7.2%，较发达国家平均约20%的水平仍有较大提升空间，除了我国筹资水平略低于OECD的平均水平，我国人均GDP的水平明显较低，因此人均卫生费用支出较发达国家有较差距。（2）从筹资结构看，我国自费比例非常高，2018年占比为27.3%，高于整体OECD的水平，且明显高于成熟的英国、美国、德国、法国和日本等水平，因此自费比例有较大的下降的空间。（3）从商业健康险在个人卫生费用的支出看，2023年我国健康险的赔付支出为3848亿元，占我国个人卫生支出的比重仅4.13%，健康险在居民的健康保障中仍有较大的发展空间。

图48：2023年全球各国卫生支出/GDP比重（单位：%）



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

图49：2023年全球各国个人卫生支出占比（单位：%）



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

2.监管持续出台医保支持政策，助推商业健康险发展

DRG/DIP医保支付改革短期利于险企政策性保险赔付改善，中期预计削弱百万医疗险需求，长期将助推普惠型保险和中高端医疗险的需求。2021年国家医疗保障局发布《关于印发DRG/DIP支付方式改革三年行动计划》，DRG/DIP医保支付改革本质是通过预设支付标准，将患者按照特定规则分组，从而把医疗服务打包确认为标准固定费用，从而降低医疗成本和提高效率。**(1) 首先，DRG/DIP医保支付改革有助于改善险企的大病保险赔付和团险二次报销赔付。**使得基本医保的费用控制大幅改善，对于险企的大病医保的赔付率有望持续改善，优化政策性保险的盈利能力。在基本医保控费较好，尤其是针对面向企业和事业单位的团体补充医疗保险的自付部分二次报销赔付也带来改善。**(2) 其次，DRG/DIP医保支付改革倒逼我国保险公司加快产品和服务创新，发展普惠医疗与基本医保错位竞争。**根据我国医疗保障事业发展统计公报，2023年居民次均住院费用为1.2万元，预计在医保报销后个人自付部分普遍低于1万元，而当前我国百万医疗险免赔额大多在1万元，导致百万医疗险的产品吸引力有所下降。因此，险企可通过发展普惠型医疗保险，通过扩展门诊保障和覆盖非标群体与基本医保错位竞争。**(3) 在DRG/DIP医保支付改革激增了居民中高端医疗险获取高质量医疗服务的需求。**由于医保支付改革导致基本医保内费用有限，由此居民在高质量医疗服务需求存在缺口，险企可以整合医疗资源，填补基本医保和普通商保的空缺，通过降低赔付门槛、拓展医疗服务或增加保障范围等方式创新中高端医疗险。

表3：DGR和DIP基本医保支付改革

简称	全称	主要含义
DRG	Diagnosis Related Groups 按疾病诊断相关分组付费	中国目前遵循“临床特征相似、资源消耗相近”的原则将病例按诊断分为若干诊断组，医保支付方依据每组疾病的轻重程度及有无合并（发）症等因素确定打包治疗价格以及预付的基数或费率，从而实现对治疗流程规范化和治疗费用可控。
DIP	Diagnosis Intervention Packet 按病种分值付费	DIP 是对病案数据进行客观分类，通过一定区域范围的全样本病例数据形成每一个疾病与治疗方式组合的标化定位，以点数对其进行量化，医保部门根据医疗机构提供服务的总点数以及地方医保基金支出预算得出每个点的实际价值，并按各医疗机构点数付费

数据来源：中国医疗保险公众号、广发证券发展研究中心

医保数据赋能商保有助于险企优化定价、核保、理赔流程，医保基金与商保同步结算优化商保结算便利性，有助于商业健康险的发展。2024年末，国家医保局官微发文表示，正在谋划探索推进医保数据赋能商业保险公司、医保基金与商业保险同步结算以及其他有关支持政策。首先，我们认为医保数据赋能商保公司有助于险企依托海量医保数据优化产品的精准定价，通过数据互通精准识别标准体和非标体，提高风控核赔核保能力，同时实现理赔的快速结算，优化客户体验。医保基金与商业保险的同步结算有助于提高商业保险结算的便利性，吸引更多客户投保，推动商业健康险的发展。

表4：医疗保险改革相关政策梳理

时间	政策名称	主要内容
2020 年	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	2030 年，全面建成以基本医疗保险为主体，医疗救助为托底，补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠，医疗互助共同发展的多层次医疗保障体系”时，多层次的医保体系就蕴含了商业健康险与基本医保有效衔接的内涵
	《“十四五”全民医疗保障规划》	支持商业保险机构开发与基本医疗保险相衔接的商业健康保险产品，更好覆盖基本医保不予支付的费用；按规定探索推进医疗保障信息平台与商业健康保险信息平台信息共享
2023 年	全国统一医保信息平台建成《关于推进商业健康保险信息平台与国家医疗保障信息平台信息共享的协议（征求意见稿）》	在“十四五”期间分步建成流程规范、制度完善、技术先进的信息共享机制，并提出信息共享的五大领域，为医保、商保数据互通奠定基础。
	《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》	提升健康保险服务保障水平。扩大健康保险覆盖面。丰富商业医疗保险产品形式，推动就医费用快速结算。将医疗新技术、新药品、新器械应用纳入保障范围。探索推进医疗保障信息平台与商业健康保险信息平台信息交互。
2024 年	探索推进医保数据赋能商业保险公司、医保基金与商业保险同步结算以及其他有关支持政策	

数据来源：中国政府网、医保局、金管局、广发证券发展研究中心

3.空间测算：预计2030年健康险保费超2万亿元，复合增速保持双位增长

根据测算我们预计2030年我国健康险保费规模超2万亿元，复合增速保持双位增长。根据前述我国卫生费用与全球对比看，我们假设2024-2030年我国GDP复合增速为4%，我国卫生费用支出占GDP比重提升到9%，个人卫生支出逐步降低至中性/乐观的23%和20%，而赔付率有望逐步优化至50%。由此我们可以通过GDP*卫生费用支出占GDP比重*健康险支付比例得到2030年的健康险赔付额，然后假设2030年健康险赔付率提升至50%，那么中性和乐观情形下我国商业健康险规模有望达到2.2万亿元/3.1万亿元，6年CAGR达到14%和21%。

表5：我国商业健康险规模测算

	2023	2024	2030（中性）	2030（积极）	假设备注
GDP（亿元）	1,294,271	1,349,084	1,707,022	1,707,022	GDP 年均复合增速假设 4%
卫生费用占 GDP 比重	7.20%		9%	9%	参考发达国家水平和我国情况
个人卫生支出比例	27.30%		23%	20%	参考发达国家水平
健康险支出比例	4.13%		7%	10%	计算值
公共卫生支出比例	68.57%		70%	70%	参考发达国家水平
健康险赔付额（亿元）	3,848		10,754	15,363	计算值
赔付率	42.6%		50%	50%	参考美国 2019 年商业健康险赔付率 75%
健康险规模（亿元）	9,035	9,774	21,508	30,726	计算值
年均复合增速		8%	14%	21%	计算值

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

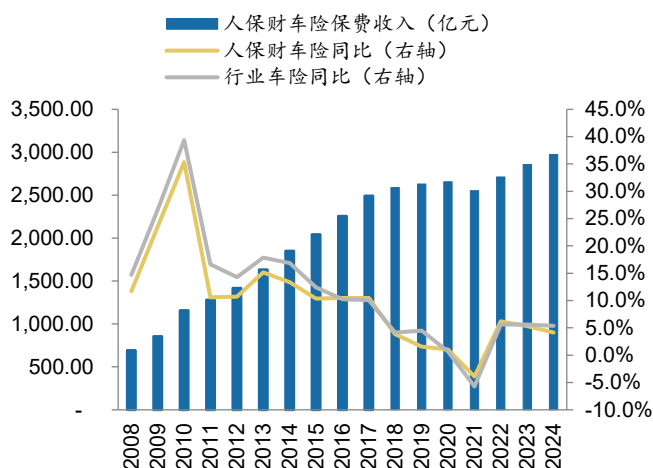
四、财险业务：景气度持续回升，ROE 有望改善

（一）保费：刚需属性推动保费收入穿越经济周期

1.车险：“量涨价稳”预计推动保费增速走扩

公司车险保费增速基本与行业持平，2024年受新车需求和车均保费下滑影响增速放缓，2025年保费增速有望走扩。人保财险的车险保费收入增速2007-2024年CAGR达到9.7%，略低于行业的11.3%，2024年市场份额为32.5%，在家自车新车方面市场份额为38.8%，且同比+0.3pct。过去几年新车销量增速的放缓、监管严格控制费用投放、市场竞争带来的车均保费下降等因素的影响下，公司的车险保费增速也有所下滑，2019-2024年CAGR2.5%。从2024年以来逐季看，车均保费和承保车辆逐步回暖，驱动车险保费增速逐步走扩，2025Q1公司车险保费增速同比3.5%，较2024Q1的1.9%明显改善。

图50：人保财险车险保费收入与行业增速趋势



数据来源：公司财报，国家金融监督管理总局，广发证券发展研究中心

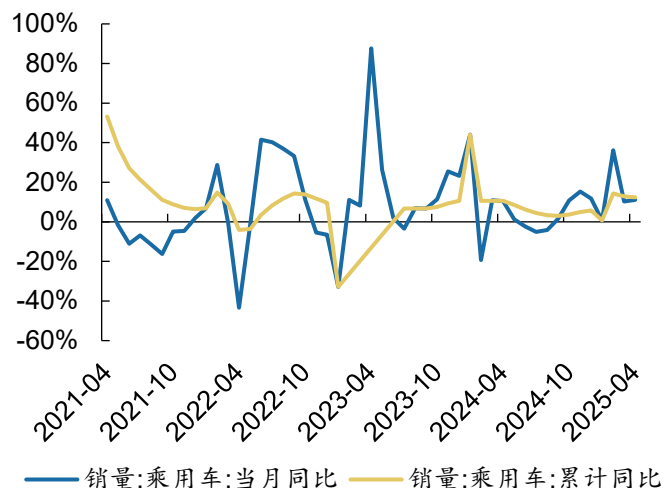
图51：人保财险车险季度累计增速趋势



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

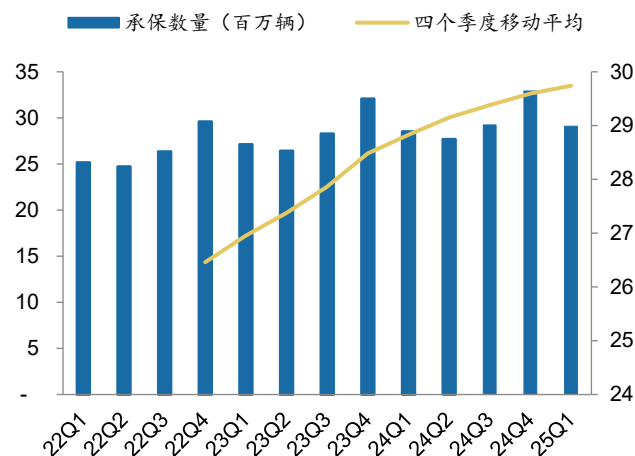
从量的角度看，乘用车销量保持增长，公司汽车承保数量保持提升趋势。一方面，宏观经济的稳步回升带来乘用车销量的持续增长，2025年前4月乘用车累计销量同比+12.4%，对比2024年前4月的+10.6%保持走扩趋势，庞大的机动车市场是公司车险增长的重要基石。另一方面，车险综改后，公司作为头部险企在精算定价、服务等方面的优势开始凸显，因此汽车承保数量显著上升，4个季度（2024Q2-2025Q1）承保数量的移动平均值同比+3.2%，保持提升趋势。

图52：乘用车累计销量增长趋势



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

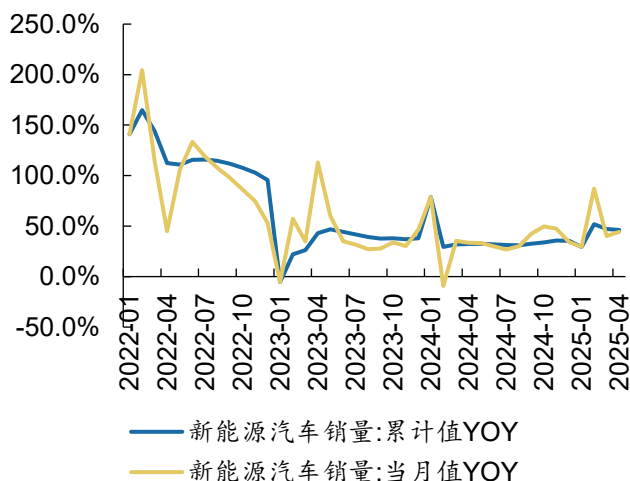
图53：人保财险的车险承保数量



数据来源：公司偿付能力报告，广发证券发展研究中心

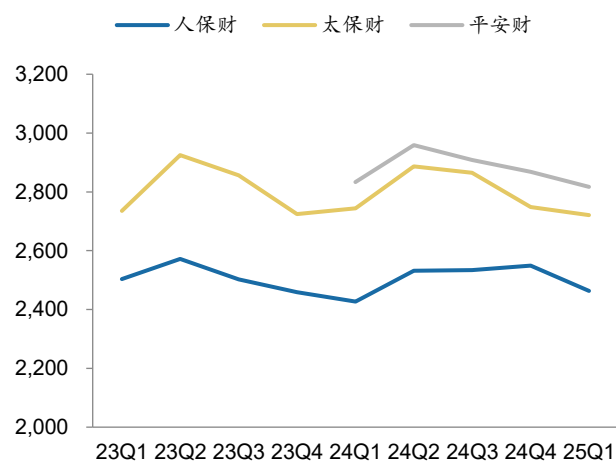
从价的角度看，新车结构的变化、三者险保额的提升等均有助于车均保费触底回升，甚至在中长期里有望逐渐提升。首先，监管持续规范车险市场的竞争，推动高质量发展，报行合一的竞争趋缓将推动车均保费降幅收敛，2025Q1人保财险的车均保费修复至2463元/辆，同比+1.5%。其次，车均保费更高的新能源汽车销量快速增长，2024年公司新能源汽车承保数量达到1159万辆，同比+57.3%，对应保费增长58.3%，展望2025年前4月新能源车销量累计增速为+46.2%，预计新能源车险占比的提升持续带来车均保费的改善。最后，三者险保额的提升有望带动车均保费的长期提升，2024年人保财险家自车三者险平均限额同比+4.6%。

图54：新能源汽车销量增速趋势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图55：上市险企车均保费趋势（单位：元）



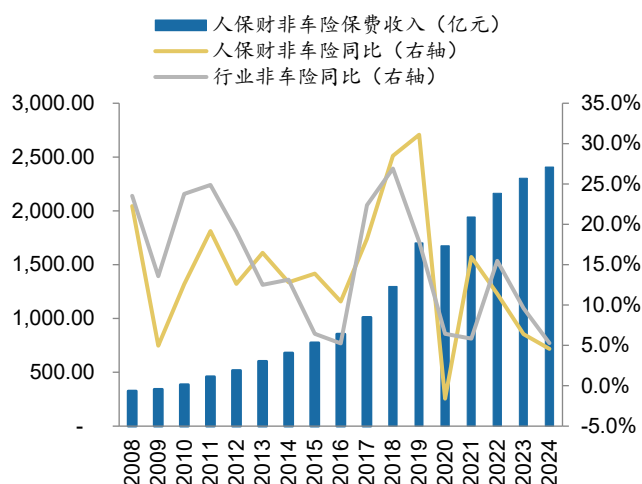
数据来源：公司偿付能力报告，广发证券发展研究中心

2.非车险：宏观经济的回暖及政策的不断完善有望推动保费增长提速

非车险是公司近年来保费增长的主要驱动因素，近年政策性险种招标推迟叠加公司主动优化业务结构下增速有所放缓。在车险降速的背景下，叠加国家政策的逐渐完

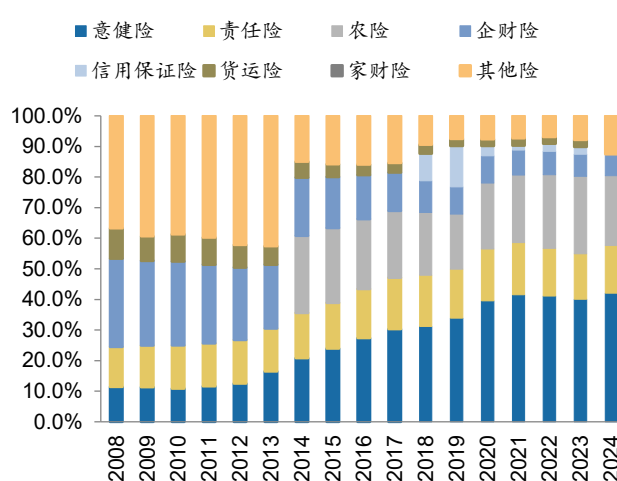
善，公司开始顺应行业大力推动非车险的发展，2019-2024年非车险的保费CAGR为7.2%，高于车险的2.5%。由于公司非车险中政策性险种占比相对较高，而部分政策性险种与地方财政挂钩，近年来受经济下行导致地方财政收支承压下政策性险种招标有所推迟，叠加公司为了优化承保盈利能力主动降低亏损险种的承保规模等因素，导致非车险的同比增速逐渐放缓，2024年保费增速为4.1%。

图56：人保财险非车险保费收入趋势



数据来源：公司财报、国家金融监督管理总局，广发证券发展研究中心

图57：人保财险的非车险业务结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

展望未来，我们认为非车险保费收入有望随着宏观经济的回暖及政策的持续完善逐渐提速，参考公司2019-2024年非车险复合增速为7.2%，预计公司2025-2027年维持7%-9%左右的增速，主要基于三个因素：一是2019-2024年受经济下滑、自然灾害等因素影响，部分非车险险种出现明显亏损，导致公司加大对非车险承保的管控力度，预计未来有望将逐渐回归正常；二是随着经济内生增长逐渐恢复、特别国债等财政政策的逐渐落地等，政策性险种的保费增速将随着宏观经济的回暖有所提速；三是受益于政策的持续完善，监管通过持续完善非车险相关的政策从而推动保险业务服务实体经济、保障国家的经济发展，如推进保险业积极参与乡村振兴、大力发展农险和商业健康险等。

（二）盈利能力：监管引导叠加险企转型，赔付和费用有望持续改善

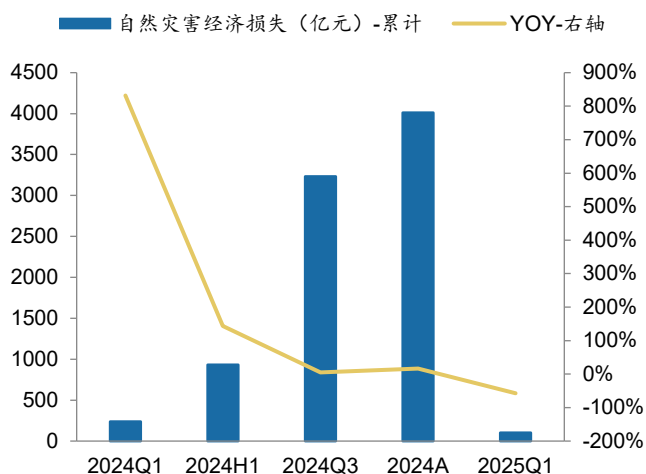
1. 赔付率：大灾减少、加强风险减量、新能源车险定价优化三因素驱动赔付率改善

一方面，大灾赔付有望在高基数下持续改善。根据国家应急管理部数据显示，2024年为我国近5年自然灾害造成经济损失的最高年，而2025Q1由于大灾的减少带来直接经济损失同比-57.2%。大灾在高基数下的逐步减少有望助推农险和企财险等业务的赔付率改善。

其次，人保持续加强风险减量管理。近年来在自然灾害频发的背景下，人保坚持守

正创新，践行“保险+风险减量管理服务+科技”的新模式，设立风险研发中心，提升风险量化和产品创新能力，搭建“万象云”风控平台，提供线上线下相结合的事故预防技术服务。

图58：自然灾害造成直接经济损失情况



数据来源：国家应急管理部，广发证券发展研究中心

图59：人保财险风险减量服务的管理架构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

最后，新能源车险定价的优化利好新能源车险赔付率的改善。由于维修成本高、出险率高和保费定价不充分等三因素影响下，新能源车险的赔付率整体高于燃油车。**但未来政策的优化有利于新能源车险赔付率的下降：**

一是监管引导新能源车险维修成本改善。《指导意见》提到合理降低新能源汽车维修使用成本，推动数据跨行业共享，建立保险车型风险分级制度，由此降低整体维修成本。新能源车险维修成本的降低以及数据跨行业共享带来的定价优化均有利于新能源车险赔付改善。

二是监管支持优化新能源车险的定价体系有望优化。2025年1月份监管向险企下发《深化改革加强监管促进新能源车险高质量发展的指导意见》，其中，强调“稳妥优化自主定价系数浮动范围。”，预计参考2024年4月《关于推进新能源车险高质量发展有关工作的通知（征求意见稿）》对新能源车险自主定价系数由[0.65,1.35]扩大至[0.5,1.5]，完善行业纯风险保费测算和调整的常态化机制，并且针对网约车等高风险群体推出“基础+变动”组合保险产品。新能源车定价的优化有望保险公司更加精准匹配风险，尤其是营运车辆风险的匹配；

三是提升新能源车险的经营管理水平以降低出险率。如探索风险减量服务创新、顺应智能驾驶趋势、引导消费者用车习惯的培养均有助于降低新能源车的出险率。

2.费用率：报行合一的持续推行和公司优化渠道结构均有助于费用率的改善

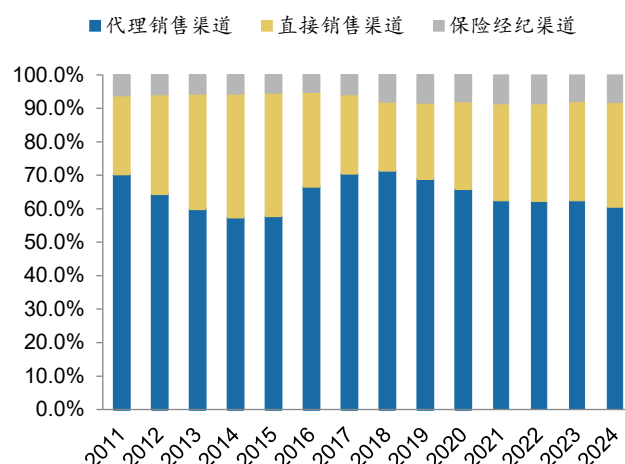
非车险报行合一的落地以及公司优化渠道结构有望带来主动和被动的费用率改善。2024年财险市场的车险报行合一政策推行，公司费用率同比-1.4pct至25.8%。展望未来，预计公司费用率有望持续优化：（1）监管侧，2024年车险报行合一执行效果显著，2025年非车险报行合一有望落地，率先在安全责任险和雇主责任险等领域实施，预计将进一步带来公司费用率优化（2）公司侧，人保财险的渠道分为代理渠道、直接渠道和经纪渠道，2024年占比分别为60.5%、31.3%、8.2%，整体发展思路为“以代理渠道为主，以直接渠道为辅”，但是自2018年以来，直接销售渠道的占比处于缓慢上升的过程中，占比在2018-2024年间累计提升了10.7个百分点，表明公司对于渠道的自主掌控能力逐渐增强，未来直接销售渠道占比的进一步提升将更有利于公司管控费用率水平。

图60：人保财险费用率趋势



数据来源：国家应急管理部，广发证券发展研究中心

图61：人保财险的保费渠道结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（三）ROE：承保利润和杠杆修复有望支撑 ROE 改善

COR改善和保费增速走扩下驱动承保利润和承保杠杆修复，ROE有望边际改善。

如前文所述，预计大灾赔付在高基数下同比改善，风险减量服务和新能源车险新规的落地均有助于优化险企赔付，其次非车险报行合一的实施和险企的渠道结构优化有望带来费用率改善，综合带来COR的下降。另一方面，车险有望在新车需求保持增长，车均保费企稳情况下增速改善。由此，承保利润率和承保杠杆有助于驱动中国财险的ROE改善。

表6：中国财险ROE结构拆解

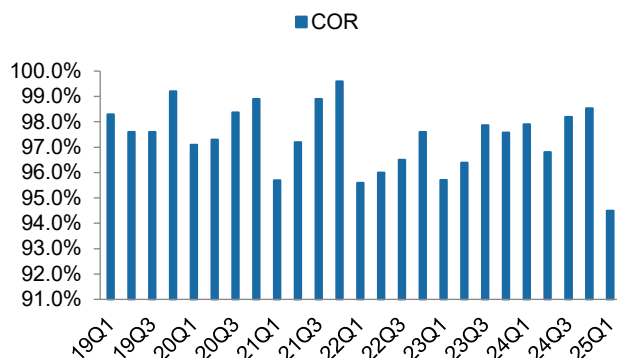
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
承保利润率	3.5%	3.5%	1.9%	3.0%	1.5%	0.8%	1.1%	0.4%	2.4%	2.2%	1.2%
承保杠杆	2.5	2.2	2.3	2.3	2.4	2.2	2.1	2.0	2.0	2.0	1.9
投资收益率	5.2%	6.7%	5.2%	5.3%	4.5%	4.9%	4.8%	5.0%	3.7%	3.5%	5.5%
投资杠杆	3.4	3.2	3.2	3.1	3.1	2.7	2.7	2.6	2.7	2.6	2.6
税率	-22.3%	-22.5%	-19.7%	-27.1%	-33.9%	2.1%	-15.4%	-15.4%	-15.4%	-12.4%	-15.4%

ROE=

(1*2+3*4) * (1+税率) 20.6% 22.5% 16.7% 17.1% 11.5% 15.5% 12.9% 11.8% 12.6% 11.8% 14.1%

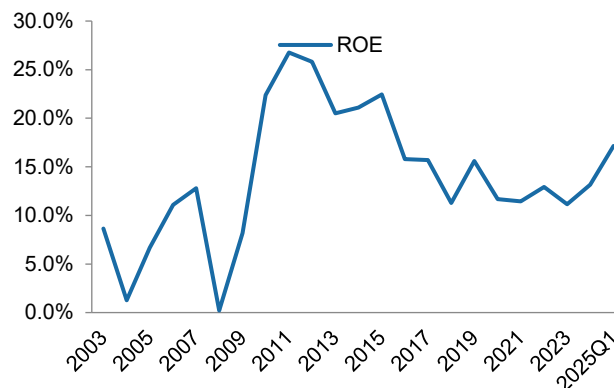
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图62：人保财险的COR趋势



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图63：人保财险加权 ROE 趋势



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

五、资产端：配置结构稳健，权益有较大提升空间

（一）资产配置：基金和长股投占比高于同业，权益仍有提升空间

我们通过集团保险资金配置-财险资金配置获得人保人身险业务资产配置的情况。

表7：中国人保、中国财险、人保寿险及健康险等三部分的资产分类情况

	中国人保		中国财险		人保寿险及健康险等	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024
固定收益类	64.5%	67.9%	58.2%	60.2%	69.0%	73.4%
定期存款	5.7%	7.7%	9.6%	11.4%	2.8%	5.1%
债券	43.7%	49.0%	34.3%	38.4%	50.5%	56.4%
其他固定收益类	15.1%	11.3%	14.3%	10.4%	15.7%	11.9%
权益投资类	21.5%	18.2%	26.4%	25.1%	17.9%	13.4%
证券投资基金	8.2%	5.3%	7.7%	5.4%	8.5%	5.2%
股票	3.2%	3.7%	6.0%	7.2%	1.2%	1.2%
永续金融产品	4.8%	4.7%	6.0%	6.2%	3.9%	3.6%
其他权益类投资	5.3%	4.6%	6.6%	6.3%	4.3%	3.4%
长期股权投资	10.9%	10.2%	10.4%	9.9%	11.3%	10.4%
现金及现金等价物	2.0%	2.7%	2.8%	2.9%	1.5%	2.6%
其他	1.1%	0.9%	1.3%	1.1%	0.3%	0.2%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

近年长端利率下滑加剧上市险企利差损风险担忧，人保寿及健康险的债券配置力度

占比从2020年40%提升至2024年的56%，预计持续增配超长债以拉长资产久期，优化资产负债匹配，降低中长期利差损风险。而财险业务由于负债久期短，且无刚性成本约束，因此债券配置保持相对稳定。

表8：上市险企的债券资产占比对比

债券资产占比	2020	2021	2022	2023	2024
中国平安	50.20%	48.60%	50.70%	58.10%	61.70%
中国人寿	42.00%	48.20%	48.50%	55.80%	59.00%
中国太保	39.30%	38.20%	40.30%	51.70%	60.10%
新华保险	40.40%	38.40%	40.00%	50.40%	52.10%
中国太平	50.40%	51.90%	56.40%	68.70%	74.50%
阳光保险	40.70%	42.00%	42.70%	52.00%	57.70%
中国人保	36.64%	40.74%	41.18%	43.72%	48.95%
人保寿险及健康险等	39.64%	47.49%	47.00%	50.50%	56.36%
人保财险	33.20%	32.36%	33.81%	34.32%	38.39%

数据来源：各公司财报、广发证券发展研究中心

拆分来看，人保的人身险业务资金配置中，权益资产配置（包括长股投）比例为23.8%，处于同业中较高水平，主要是长期股权投资占比相对较高，而财险业务的资金中权益资产配置比例为相对更高，占比达到35.1%，主要是财险业务负债久期短，且没有刚性负债成本，在投资端的风险偏好相对更高，因此权益配置比例更高。

表9：上市险企权益类资产占比对比

权益类资产（含长股投）	2021	2022	2023	2024
平安	22.3%	22.1%	22.0%	20.2%
国寿	20.3%	22.7%	20.6%	23.8%
太保	21.2%	22.0%	15.9%	15.7%
新华	24.2%	23.7%	22.3%	23.7%
太平	19.6%	20.1%	18.4%	15.8%
阳光	25.9%	24.7%	23.3%	23.7%
中国人保	23.8%	29.1%	32.4%	28.5%
人保寿险及人保健康等	22.3%	20.6%	29.2%	23.8%
人保财险	37.6%	34.8%	36.8%	35.1%

数据来源：各公司财报、广发证券发展研究中心

人保整体权益资产配置中青睐于基金。2024年人保集团/人保人身险业务/人保财险业务的保险资金配置中公开市场权益分别为8.9%/6.3%/12.7%，其中人保寿险及健康险拖累集团的公开市场权益配置。此外，人保寿险及健康险2024年股票配置占比仅1.2%，基金配置占比为5.2%，更加偏好通过大类基金配置权益资产。

表10：上市险企公开市场权益占比对比

	公开市场权益占比		股票		基金	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024
平安	11.5%	11.8%	6.2%	7.6%	5.3%	4.1%
国寿	11.8%	12.2%	7.9%	7.6%	3.8%	4.6%
太保	11.1%	11.6%	8.4%	9.3%	2.8%	2.3%
新华	14.3%	18.8%	7.9%	11.1%	6.3%	7.8%
太平	14.5%	13.0%	8.4%	8.3%	6.1%	4.7%
阳光	12.0%	13.3%	11.0%	12.3%	1.0%	1.0%
人保	11.4%	8.9%	3.2%	3.7%	8.2%	5.3%
人保寿及人保健康等	9.7%	6.3%	1.2%	1.2%	8.5%	5.2%
人保财	13.7%	12.7%	6.0%	7.2%	7.7%	5.4%

数据来源：各公司财报、广发证券发展研究中心

资产配置会计分类：人保寿及健康险的FVOCI权益占比仍有较大提升空间

人保财险的FVOCI权益配置占比较高，但人保寿险及健康险的FVOCI权益占比相对偏低对集团造成拖累。2024年人保财险的FVOCI权益占比达到15%，公司持续配置高股息资产并放在FVOCI科目，通过高股息资产的股息回报增厚投资收益，弥补利率下行带来的利息收入下滑。人保寿险及健康险FVOCI权益（股票及其他资产）的占比仅1.4%，较上市险企同业仍有较大提升空间，预计公司将持续增配高股息资产以赚取股息收益。

表11：中国人保、中国财险、人保寿险及健康险等三部分的资产会计分类情况

	中国人保		中国财险		人保寿险及健康险等	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024
FVTPL 资产	26.7%	19.4%	24.0%	17.7%	24.0%	20.6%
固收类	12.9%	8.7%	12.0%	8.2%	12.0%	9.1%
国债及政府债	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%
企业债	1.0%	1.0%	0.7%	0.3%	1.3%	1.5%
金融债等其他	10.8%	7.6%	11.3%	7.7%	10.5%	7.6%
股票	2.1%	2.0%	1.3%	1.4%	2.6%	2.4%
基金	8.2%	5.3%	7.7%	5.0%	8.5%	5.5%
其他股权型资产	3.6%	3.4%	2.9%	3.2%	4.1%	3.5%
FVOCI 资产	30.4%	38.9%	30.0%	36.0%	30.0%	41.0%
固收类	23.6%	31.9%	15.8%	20.9%	29.3%	39.6%
权益类	6.7%	7.1%	14.2%	15.1%	1.4%	1.4%
AC 资产	22.2%	20.6%	21.0%	20.1%	21.0%	21.0%
其他	20.7%	21.0%	25.0%	26.1%	25.0%	17.5%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

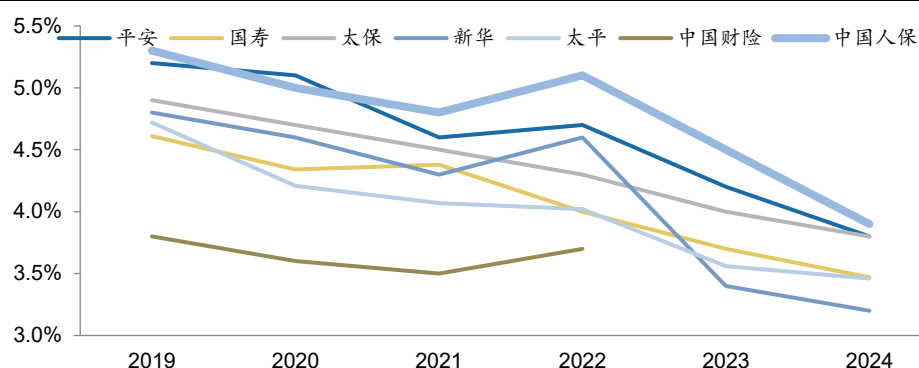
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（二）投资收益率：长股投支撑净投资收益率，投资波动性相对较小

1. 净投资收益率：绝对值较同业偏高，近年降幅较大

中国人保的长期净投资收益率在绝对水平上高于同业，预计主要来自长期股权投资的支撑。而近年长端利率的快速下滑导致公司固收新增和存量再配置资产的利息收入持续下滑，2024年中国人保的净投资收益率下降60bp至3.9%，下滑速度快于上市同业预计一方面来自中国人保的股息收入同比-17%，另一方面来自联营企业利润下滑造成成长股投的投资收益同比-8%。

图64：上市险企净投资收益率对比



数据来源：各公司财报、广发证券发展研究中心

2. 总投资收益率：人保寿险及健康险的公开市场权益占比偏低拖累权益弹性

2024年中国人保的总投资收益率改善幅度略低于同业，预计主因人保寿险及健康险的公开市场权益占比低，导致权益弹性相对较弱。2024年上市险企总投资收益率改善幅度分别为：新华（+4.0pct）>国寿（+3.1pct）>太保（+3.0pct）>人保（+2.3%）>人保财险（+2.0%）>太平（+1.9%），预计主要来自人保寿险及健康的公开市场权益占比低于同业（2024年6.3%），且人保整体基金占比高于股票，在2024年股票表现好于基金情况下，总投资收益率改善相对低于同业，并且人保调整资产的会计分类，将更多的资产计入FVOCI中，因此2024年权益市场的上行并未全部反应至总投资收益中。

表12：上市险企总投资收益率对比

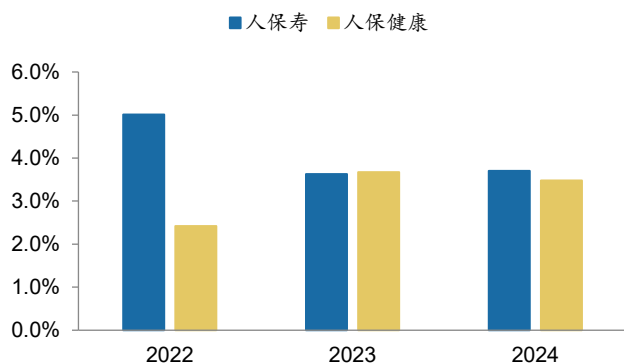
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
平安	7.0%	6.2%	4.0%	2.5%	3.0%	
国寿	5.2%	5.3%	5.0%	3.9%	2.4%	5.5%
太保	5.4%	5.9%	5.7%	4.2%	2.6%	5.6%
新华	4.9%	5.5%	5.9%	4.3%	1.8%	5.8%
太平	4.8%	5.4%	5.4%	3.3%	2.7%	4.6%
中国人保	5.4%	5.8%	5.8%	4.6%	3.3%	5.6%
中国财险	4.9%	4.8%	5.0%	3.7%	3.5%	5.5%

数据来源：各公司财报、偿付能力报告、广发证券发展研究中心

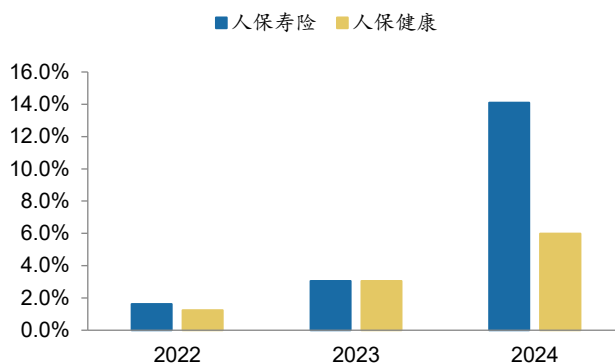
旧准则下人保寿险和人保健康综合投资收益率受益股债双牛大幅提升，但是尚未兑现浮盈下总投资收益率保持平稳。2024年人保寿和人保健康在偿付能力报告中披露的总投资收益率分别为3.7%/3.6%，分别同比-0.1/-0.2pct，两家的综合投资收益率分别为14.1%和6.0%，同比+11.1pct和+2.9pct，预计主要受益股债双牛下旧准则可供出售金融资产中的债券和权益资产公允价值大幅提升，但两家公司并未兑现浮盈，因此总投资收益率保持平稳。

图65：2024年人保寿和人保健康总投资收益率平稳

图66：2024年人保寿和人保财的综合投资收益率大幅提升



数据来源：各公司财报、广发证券发展研究中心



数据来源：各公司财报、广发证券发展研究中心

六、盈利预测和投资建议

（一）盈利预测

人保财险：财险保费增速有望走扩。车险角度，受益机动车保有量的增长、车均保费企稳，车险保费有望企稳回暖，预计2025-2027年增速分别为5%、5%、5%；非车业务方面，随着宏观经济的回暖和政策对农业保险、大病保险的推动，预计保持相对稳定的增长，预计2025-2027年增速分别为7.6%、7.8%、7.6%。综上所述，预计财险保费收入2025年-2027年增速分别为6.2%、6.3%和6.2%。

人保寿险：近年来公司价值转型成效显著，业务品质持续改善，个险渠道队伍企稳下产能延续提升，银保价值贡献提升。展望2025年，考虑需求提前释放、产品切换和个险报行合一深化，预计公司个险渠道有所承压，预计2025-2027年个险新单增速分别为0.9%、6.2%、6.5%；银保渠道有望在低基数和1+N合作放开下驱动新单高增，弥补个险增速下滑影响，预计2025-2027年银保新单增速分别为10.6%、5.7%、6.0%，因此整体新单增速分别为6.7%、6.0%、6.2%。

人保健康：市场份额持续提升，健康险需求增长空间大，近年增长势头良好，预计个险渠道仍然主要贡献，互联网业务延续增长态势，2025年-2027年新单保费增速分别为9.7%、9.7%、9.8%；银保渠道推动价值转型，2025-2027年新单保费增速分别为6.2%、6.2%、6.3%；团体渠道保持稳定增长，2025-2027年新单保费增速分别为7.0%、7.0%、7.0%，整体新单增速分别为7.5%、7.5%、7.6%。

基于上述主要盈利预测和其他假设的设定，预计2025年到2027年人保集团营业收入增速为5.5%、10.2%和4.1%；归母净利润增速分别为15.6%、6.4%和6.0%；EPS为

1.12元、1.19元和1.26元。

表13：财险保费收入预测表（百万元）

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
车险	285,626	297,394	312,264	327,877	344,271
意健险	92,228	101,160	109,253	117,993	127,432
农险	58,229	54,919	57,665	60,548	63,576
责任险	34,208	37,583	40,142	43,055	45,393
信用保证险	16,585	16,909	17,287	17,798	18,203
企财险	5,550	-	-	-	-
货运险	5,381	-	-	-	-
其他险种	18,000	30,090	34,604	39,794	45,763
合计	515,807	538,055	571,214	607,066	644,638
占比					
车险	55.4%	55.3%	54.7%	54.0%	53.4%
意健险	17.9%	18.8%	19.1%	19.4%	19.8%
农险	11.3%	10.2%	10.1%	10.0%	9.9%
责任险	6.6%	7.0%	7.0%	7.1%	7.0%
信用保证险	3.2%	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%
企财险	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
货运险	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他险种	3.5%	5.6%	6.1%	6.6%	7.1%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表14：人保寿险保费收入预测表（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
(1) 个险渠道	47,991	51,248	53,100	55,969	59,047
新单保费	17,196	17,133	17,279	18,358	19,554
趸缴	5,862	5,460	5,460	5,460	5,460
期缴	10,634	10,980	11,200	12,320	13,552
续期业务	30,795	34,115	35,821	37,612	39,492
短期险	700	693	619	578	543
(2) 银保渠道	49,064	51,155	55,943	59,735	63,864
新单保费	31,419	27,229	30,103	31,827	33,725
趸缴	17,085	12,844	12,844	12,844	12,844
期缴	14,298	14,380	17,256	18,982	20,880
续期业务	17,645	23,926	25,840	27,907	30,140
短期险	36	5	3	2	1
(3) 团险渠道	3,579	3,601	3,704	3,874	4,076
新单保费	2,830	2,800	2,927	3,120	3,344
趸缴	352	103	82	66	53
期缴	90	55	58	61	64
续期业务	749	801	777	754	731

短期险	2,388	2,642	2,787	2,993	3,228
合计	100,634	106,004	112,747	119,578	126,987

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表15：人保健康保费收入预测表（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
(1) 个险渠道	18,772	20,039	20,700	21,456	22,314
新单保费	5,828	9,076	9,957	10,927	11,995
趸缴	186	179	170	162	153
期缴	1,960	4,205	4,626	5,088	5,597
续期业务	12,944	10,963	10,744	10,529	10,318
短期险	3,682	4,692	5,161	5,677	6,245
(2) 银保渠道	11,655	13,280	14,219	15,233	16,327
新单保费	10,564	10,206	10,838	11,513	12,236
趸缴	8,122	7,779	8,168	8,576	9,005
期缴	2,442	2,427	2,670	2,937	3,230
续期业务	1,091	3,074	3,381	3,720	4,091
短期险	-	-	-	-	-
(3) 团险渠道	14,781	15,376	16,446	17,591	18,818
新单保费	14,706	15,292	16,366	17,515	18,746
趸缴	49	24	28	32	37
期缴	24	18	21	24	27
续期业务	75	84	80	76	72
短期险	14,633	15,250	16,318	17,460	18,682
合计	45,208	48,695	51,365	54,279	57,458

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）分部估值

考虑财险业务景气度回升驱动ROE改善，给予1.3X PB。纵向来看，2012年以来中国财险PB估值中枢1.44倍，2020年以来综合改革导致市场对于保费增长、承保盈利能力等得悲观预期导致估值下降至1X以下，而当前综改的影响已经消除、财险业务比较稳定的两位数ROE水平，展望2025年，大灾减少、政策引导、险企转型下COR有望，新车需求旺盛和车均保费企稳下保费增速有望走扩，公司ROE有望持续改善，因此我们给予公司财险业务2025年1.3X PB的预期。

人保寿险经营质效边际改善，给予0.3X PEV。截至2025年6月9日收盘价，中国平安、中国人寿、中国太保和新华保险的H股对应2025年PEV估值分别0.51、0.29、0.37和0.35倍。与上市险企相比，人保寿险在保费规模和业务结构上与新华保险相似，但是在新业务价值率、保单品质、人均产能、负债成本等方面有一定差距，因此给予人保寿险0.3倍PEV估值。

人保健康险经营质效持续向好，给予0.5X PEV。首先，从市场份额看，在专业健康险子公司中市场份额位列第一且份额持续提升；从经营业绩看近年赔付率持续改善下承保利润持续释放，ROE连续三年高增长，2024年达到43.2%；从价值增长

看，个险价值率大幅改善至约60%，驱动近两年NBV增速超30%，2016年以来ROEV超20%，10年内含价值CAGR达23.6%；从商业模式看，健康险利润率高且资金成本低，中长期无利差损风险担忧，且人口老龄化趋势下健康险需求旺盛，具备长期成长性。我们认为人保健康处于快速成长期，商业模式较好，长期空间广阔，没有利差损风险，若对标联合健康、信诺保险、ELEVAN等全球健康险龙头公司的PB均高于2.0X，因此我们认为人保健康险的估值应该略高于寿险板块，因此给予0.5XPEV。

其他业务给予1X PB。人保集团除财险业务和人身险业务外的净资产为272亿元。给予人保资管和其他业务1倍PB估值。

假设AH溢价率为50%。截至6月9日中国人保A股相对于H股的溢价率为71%，考虑近年港股流动性持续改善下AH溢价率持续收窄，我们假设2025E的AH溢价率收窄至50%。

因此综合上述预期，分部估值法下人保集团对应H股合理价值为8.22港元/股，A股2025年合理价值为11.29元/股，给予“买入”评级。（HKD/CNY=0.92）

表16：分部估值表

单位：百万元		2025E			2025E
人保财险	净资产	287,786	人保健康	内含价值	33,129
	PB	1.3		PEV	0.5
	合理价值	374,122		合理价值	16,564
	持股比例	69.0%		持股比例	95.5%
	财险部分合理价值	258,069		健康险部分合理价值	15,811
人保寿险	内含价值	131,704	其他业务	净资产	27,233
	PEV	0.3		PB	1
	合理价值	39,511		其他部分合理价值	27,233
	持股比例	80.0%			
	寿险部分合理价值	31,609			
中国人保				合理价值	332,722
				总股本（百万股）	44,224
				H股合理价值（港币/股）	8.22
				假设AH溢价率	50%
				A股合理价值（元/股）	11.29

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

七、风险提示

一是经济持续下滑叠加政策超调，长端利率下滑超预期。稳增长政策的实施效果不及预期，权益市场波动较大的同时10年期国债收益率继续降低，影响保险公司投资。

二是居民收入预期悲观，消费意愿下滑，导致保单销售持续下滑，低于市场预期，保障型产品和储蓄类产品销售低于市场预期。

三是自然灾害风险，自然灾害造成财险赔付率大幅提升，导致公司承保业绩下滑。

资产负债表

单位：亿元人民币

至 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	219	262	288	317	349
买入返售金融资产	84	192	212	233	256
交易性金融资产	3,830	3,177	4,605	4,966	5,463
债权投资	3,186	3,162	3,883	4,172	4,589
其他债权投资	3,387	5,236	4,425	4,966	5,463
其他权益工具投资	965	1,158	1,445	1,689	1,857
定期存款	815	1,266	1,209	1,431	1,519
保险合同资产	29	17	19	21	23
分出再保险合同资产	393	398	437	481	529
长期股权投资	1,567	1,678	1,806	1,987	2,185
存出资本保证金	134	147	155	163	171
投资性房地产	158	152	155	158	162
固定资产	325	328	344	361	379
使用权资产	23	22	20	19	18
无形资产	83	85	86	88	90
递延所得税资产	139	125	112	101	91
商誉	2	-	-	-	-
其他资产	232	259	289	323	361
资产合计	15,572	17,664	19,492	21,476	23,504
交易性金融负债	41	75	83	91	100
卖出回购金融资产款	1,090	1,112	1,224	1,346	1,481
预收保费	56	73	77	81	85
应付职工薪酬	334	368	387	406	426
应交税费	88	86	90	94	99
保费准备金	17	3	14	27	39
应付款项	80	82	86	90	95
应付债券	380	501	526	553	580
保险合同负债	9,807	11,228	12,267	13,302	14,203
分出再保险合同负债	1	1	1	1	1
租赁负债	23	21	20	18	17
递延所得税负债	4	5	5	6	7
其他负债	334	437	572	748	979
负债合计	12,255	13,992	15,350	16,763	18,111
股本	442	442	442	442	442
资本公积	74	74	75	76	76
其他综合收益	9	-100	-110	-120	-133
盈余公积	157	168	163	166	164
一般风险准备	204	231	260	294	331
大灾风险利润准备金	1	2	1	2	1
未分配利润	1,536	1,869	2,275	2,769	3,370
归属于母公司股东权益	2,424	2,687	3,107	3,627	4,253
少数股东权益	893	985	1,034	1,086	1,140
股东权益合计	3,317	3,672	4,141	4,713	5,393
负债和股东权益合计	15,572	17,664	19,492	21,476	23,504

利润表

单位：亿元人民币

至 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,531	6,220	6,562	7,229	7,523
保险服务收入	5,039	5,377	5,848	6,484	6,766
利息收入	294	309	324	340	357
投资收益	256	251	296	311	327
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	149	137	172	175	179
其中：以摊余成本计量的金融资产终止确认产生的收益	0	0	0	0	0
其他收益	3	4	3	4	4
公允价值变动损益	-99	238	50	50	30
汇兑收益	2	1	1	1	1
其他业务收入	34	39	37	38	38
资产处置收益	2	1	1	1	1
营业支出	-5,188	-5,513	-5,801	-6,397	-6,642
保险服务费用	-4,734	-4,928	-5,150	-5,702	-5,884
分出保费的分摊	-350	-336	-394	-419	-446
减：摊回保险服务费用	290	262	307	326	347
承保财务损益	-277	-433	-477	-524	-577
减：分出再保险财务损益	13	13	14	15	17
利息支出	-35	-32	-26	-27	-28
税金及附加	-3	-3	-3	-3	-3
业务及管理费	-63	-54	-58	-56	-57
信用减值损失	-14	18	2	10	6
其他资产减值损失	-2	-2	-2	-2	-2
提取保费准备金	9	14	11	13	12
其他业务成本	-23	-29	-26	-27	-26
营业利润	343	706	760	832	881
加：营业外收入	4	3	3	3	3
减：营业外支出	-2	-3	-3	-3	-3
利润总额	344	706	761	832	882
所得税	-30	-128	-91	-100	-106
净利润	315	578	670	732	776
归母净利润	228	429	495	527	559

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	4.43%	12.45%	5.50%	10.17%	4.07%
归母净利润增长率	-10.23%	88.24%	15.57%	6.38%	6.00%
归母净资产增长率	8.75%	10.88%	15.62%	16.73%	17.25%
获利能力					
ROE	9.40%	15.95%	15.94%	14.53%	13.14%
ROA	1.46%	2.43%	2.54%	2.45%	2.38%
每股指标					
每股收益	0.51	0.97	1.12	1.19	1.26
每股净资产	5.48	6.08	7.03	8.20	9.62
估值比率					
PE	16.20	8.52	7.37	6.93	6.54
PB	1.51	1.36	1.18	1.01	0.86

广发非银金融行业研究小组

陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017 年进入广发证券研究发展中心。

刘 洪：联席首席分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

严 漪 澜：高级分析师，中山大学金融学硕士，2022 年进入广发证券发展研究中心。

李 怡 华：高级研究员，上海财经大学财务管理硕士，2023 年进入广发证券发展研究中心。

唐 关 勇：高级研究员，对外经济贸易大学保险学硕士，2025 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。