



# 中国人保 (601319.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 财险优异，寿险改善，健康险价值显现

财险保费稳健增长、COR持续改善，夯实利润基本盘，后续出海将贡献更多增量；寿险负债成本快速下降，与同业差距缩小；健康险新单保费延续高增，短期险盈利改善叠加长期险CSM摊销加快，利润与NBV高增长，成长性与价值凸显。当前人保集团H股26年PB估值仅0.7x，隐含的寿险与健康险估值仅0.15xPEV，明显低估。

**人保健康：互联网健康险龙头，价值加速释放。** 凭借政策性业务沉淀的海量真实医疗数据，为商业健康险产品创新奠定坚实基础。2018年公司联合支付宝推出6年保证续保版“好医保”，迅速打开互联网健康险市场，后续持续迭代升级并创新其他产品，驱动新单保费快速增长，2018-2024年CAGR达18%，2025Q1-3同比+16.1%，叠加价值率改善，2024年较2018年提升15pct至18.8%，驱动NBV复合增速达53%，远高于其他上市险企。在营运偏差持续显现、长期险CSM快速释放与短期险承保改善等推动下，公司利润快速释放，2018-2024年复合增速155%，2025年前三季度继续增长41%。

**人保财险：非车险报行合一利好COR改善，出海有望贡献更多增量。** 内地业务保费稳健增长，随着新能源车险“21条”逐步落地及非车险“报行合一”推进，COR有望持续改善。公司启动国际化战略，“聚焦香港、探索亚洲、规划全球”三步走，当前已落地中国香港、泰国，开拓营收第二曲线。

**人保寿险：刚性负债成本快速下降。** 在预定利率下调、报行合一政策下，新业务刚性负债成本快速下降，且对存量业务的摊薄效应强于同业，预计存量业务刚性负债成本也将较快下降，与头部险企差距缩小，截至2025H1公司VIF打平收益率已降至3.39%。

**资产端：持续增配长久期政府债，长股投增厚投资收益。** 2025H1公司核心权益资产配置（包括股票、基金、长股投）占比20.5%，处于同业较高水平，主要是长股投占比9.8%相对较高。受益于长股投的持续稳定贡献，公司投资收益率领先同业，2019-2024年复合净、总、综合投资收益率分别为4.8%、5.1%、5.4%。

### 盈利预测、估值和评级

财险承保改善，健康险CSM摊销快速增长释放净利润，寿险负债成本快速下降，资产端受益于权益市场向好，预计2025-2027年利润增速分别为+15%、+11%、+13%。参考海外经验给予财险1.5xPB、健康险1xPEV，寿险、其他业务0.4xPEV、0.8xPB，给予9折集团结构折价，目标价10.01元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

长端利率超预期下行，权益市场波动，超预期大灾，非车险报行合一落地效果不及预期。

### 非银组

分析师：舒思勤 (执业 S1130524040001)

shusiqin@gjzq.com.cn

分析师：黄佳慧 (执业 S1130525010001)

huangjiahui@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：8.25 元

目标价 (人民币)：10.01 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	12/23	12/24	12/25E	12/26E	12/27E
营业收入 (亿元)	5,531	6,220	6,711	7,020	7,445
增长率	4.43%	12.45%	7.89%	4.61%	6.05%
归母净利润 (亿元)	228	429	493	548	621
增长率	-10.23%	88.25%	15.07%	11.02%	13.46%
EPS (元)	0.51	0.97	1.12	1.24	1.41
PE (A股)	16.29	8.66	7.52	6.77	5.97
PE (H股)	10.53	5.59	4.86	4.38	3.86
BVPS (元)	5.48	6.08	6.92	7.73	8.64
PB (A股)	1.53	1.38	1.21	1.09	0.97
PB (H股)	0.99	0.89	0.78	0.70	0.63

来源：公司公告、wind，国金证券研究所



## 内容目录

一、公司概况：财险为主的综合性保险集团	5
1.1 历史积淀深厚，股东背景突出	5
1.2 财险为主、健康险盈利提升，寿险充分受益于长牛预期	5
1.3 旧准则下分红比例维持 30%以上，DPS 有望稳健增长	6
二、人保财险：承保利润稳步提升，出海打开成长空间	7
2.1 保费稳健增长，COR 持续改善	7
2.2 启动国际化战略，开拓营收第二曲线	13
三、人保健康：互联网健康险市占率领先，NBV 高速增长	15
四、人保寿险：质态大幅改善，与同业差距逐步缩小	20
五、资产端：持续增配长久期政府债，长股投增厚投资收益	23
六、盈利预测与投资建议	25
6.1 盈利预测	25
6.2 估值探讨	27
七、风险提示	29

## 图表目录

图表 1： 中国人保股权结构	5
图表 2： 中国人保归母净利润表现	6
图表 3： 中国人保 ROE 表现（年化）	6
图表 4： 中国人保利润结构	6
图表 5： 20 年来公司分红比例维持在旧准则 30%以上	6
图表 6： 公司 DPS 整体维持稳健增长	6
图表 7： 人保财险保费及增速	7
图表 8： 人保财险市场地位稳固	7
图表 9： 人保财险险种结构	7
图表 10： 人保财险车险保费收入	8
图表 11： 人保财险车均保费趋势	8
图表 12： 人保财险车险市占率稳定	8
图表 13： 人保财险承保汽车数量稳健增长	8
图表 14： 我国汽车保有量持续增长	9
图表 15： 汽车、新能源车销量（万辆）及同比增速	9
图表 16： 人保财险非车险保费收入及增速	9



图表 17: 人保财险的非车险业务结构 .....	9
图表 18: 人保财险综合成本率 .....	10
图表 19: 人保财险承保利润 .....	10
图表 20: 人保财险车险综合成本率 .....	10
图表 21: 上市险企车险综合成本率对比 .....	10
图表 22: 人保财险新能源车承保数量 .....	10
图表 23: 人保财险新能源车险保费 .....	10
图表 24: 人保财险家自车业务保费占比持续提升 .....	11
图表 25: 非车险 COR 对比 .....	11
图表 26: 人保财险非车险细分险种 COR .....	12
图表 27: 人保财险非车报行合一后 COR 优化测算 .....	12
图表 28: 15-24 年行业车险 COR 较好改善 .....	13
图表 29: 2019 年来财险行业净利润整体提高 .....	13
图表 30: 人保海外经营模式 .....	13
图表 31: 与人保签署合作协议的 37 家合作机构分布图 .....	13
图表 32: 东京海上海外扩张历程 .....	14
图表 33: 东京海上海外业务保费收入情况 .....	14
图表 34: 东京海上海外财险 COR 情况 .....	14
图表 35: 东京海上海外业务净利润情况 .....	14
图表 36: 东京海上按业务分类的净利润 .....	14
图表 37: 人保健康保费增长趋势 .....	15
图表 38: 人保健康的健康险市场份额持续提升 .....	15
图表 39: 人保健康持续创新政策性业务模式 .....	15
图表 40: 专业健康险公司对比 (偿付能力口径) .....	16
图表 41: 人保健康产品结构 .....	17
图表 42: 人保健康互联网健康险高速增长 .....	17
图表 43: 人保健康支付宝在售产品梳理 .....	17
图表 44: 人保健康的健康管理业务收入持续增长 .....	18
图表 45: 人保健康 NBV 高速增长 .....	19
图表 46: 人保健康新单保险延续较好增长 .....	19
图表 47: 人保健康分渠道 NBV margin .....	19
图表 48: 人保健康新单保费渠道结构 .....	19
图表 49: 人保健康 NBV 渠道结构 .....	19
图表 50: 人保健康 EV 变动分析 .....	19
图表 51: 人保健康 ROEV 改善 .....	20



图表 52: 人保健康净利润快速增长 .....	20
图表 53: 人保健康 ROE 快速提升 .....	20
图表 54: 人保健康的新业务合同服务边际 .....	20
图表 55: 人保健康的合同服务边际余额 .....	20
图表 56: 人保寿险市占率低于上市同业 .....	21
图表 57: 价值口径打平收益率 (VIF) .....	21
图表 58: 价值口径打平收益率 (NBV) .....	21
图表 59: 近几年人保寿险 NBV 高增 .....	22
图表 60: 2022-2024 年各险企 NBV 复合增速 .....	22
图表 61: 人保寿险新单保费情况 .....	22
图表 62: 人保寿险新单保费分渠道情况 .....	22
图表 63: 人保寿险 NBV Margin .....	22
图表 64: 上市险企 NBV Margin 对比 .....	22
图表 65: 人保寿险新单期缴占比快速提升 .....	23
图表 66: 人保大类资产配置结构 .....	23
图表 67: 上市险企资产配置结构 .....	23
图表 68: 各上市险企股票资产分账户情况 .....	24
图表 69: 上市险企投资收益率对比 .....	24
图表 70: 人保财险盈利预测 .....	25
图表 71: 人保健康盈利预测 .....	26
图表 72: 人保寿险盈利预测 .....	26
图表 73: 中国人保盈利预测 .....	26
图表 74: 中国人保 A/H 和中国财险的 PB (MRQ) 趋势 .....	27
图表 75: 中国人保 A/H 溢价 .....	27
图表 76: 世界主流财险公司 PB-ROE 对比 (ROE 单位为%) .....	27
图表 77: 联合健康年平均 PB 与 ROE 对比 .....	28
图表 78: Elevance Health 年平均 PB 与 ROE .....	28
图表 79: Centene 年平均 PB 与 ROE .....	28
图表 80: 海外健康险公司年平均 PB 与 ROE .....	29
图表 81: 中国人保分部估值 .....	29

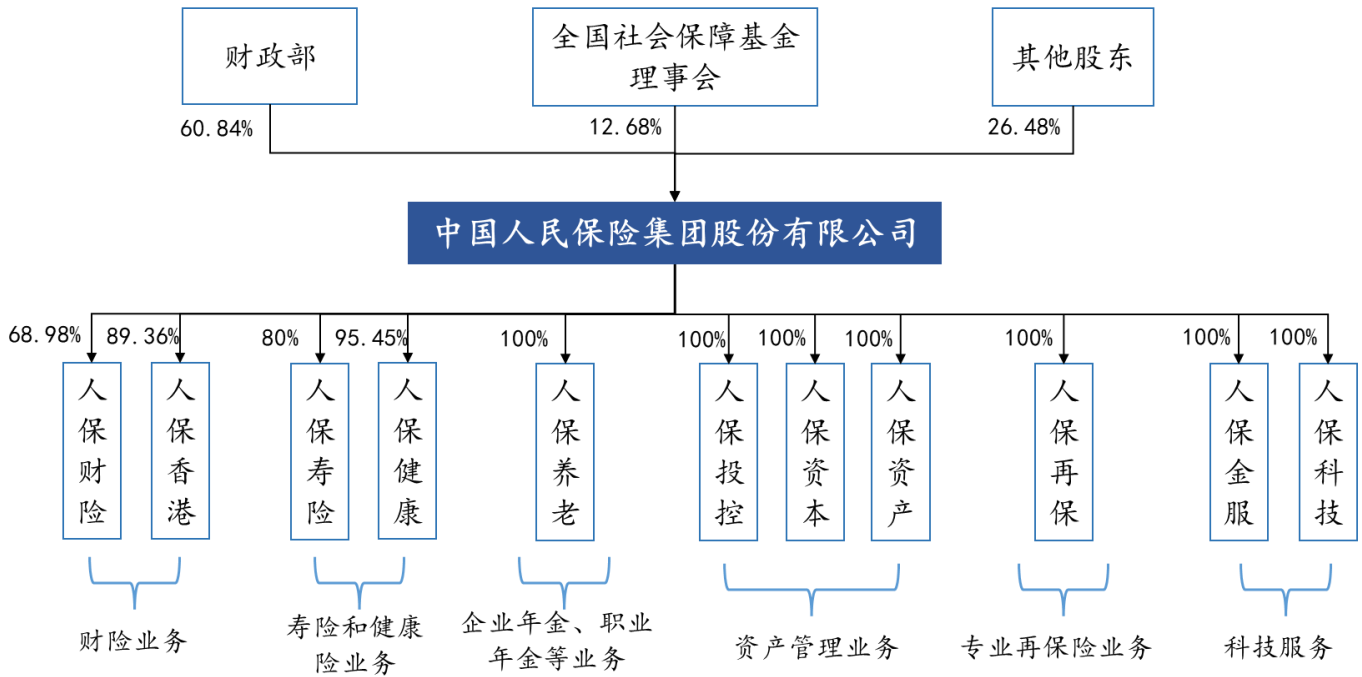


## 一、公司概况：财险为主的综合性保险集团

### 1.1 历史积淀深厚，股东背景突出

综合性保险金融集团，背靠财政部，股东背景强大。中国人保由成立于1949年的中国人民保险公司发展变革而来，是新中国保险事业的开拓者和奠基人。历经70余年发展，公司已成长为综合性保险金融集团，旗下拥有人保财险、人保寿险、人保资产、人保健康、中诚信托、人保养老、人保投控、人保资本、人保再保、人保科技、人保香港等11家子公司及成员公司，业务范围覆盖财产险、人身险、再保险、资产管理、保险科技等领域。截至2025Q3，财政部持股60.84%，为公司实际控制人；社保基金持股12.68%，为第二大股东，两者合计持股73.52%，持股较为集中，股权结构稳定。依托强大的股东背景，公司在政策性保险及大型项目承保方面具备显著优势。

图表1：中国人保股权结构



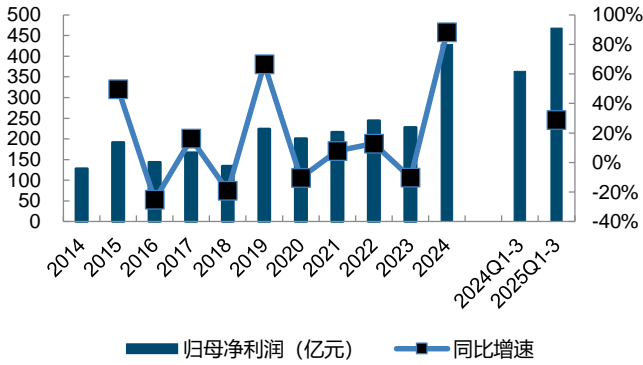
来源：公司公告、wind，国金证券研究所

### 1.2 财险为主、健康险盈利提升，寿险充分受益于长牛预期

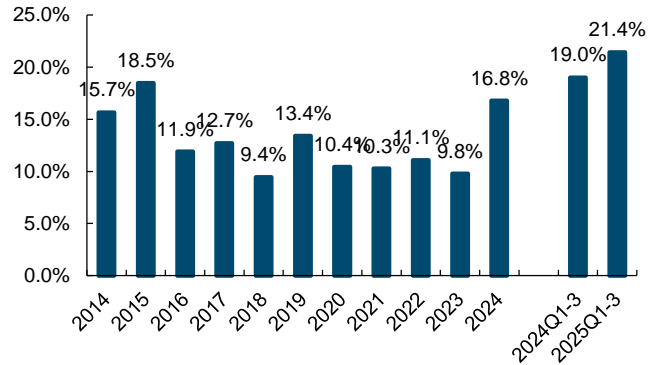
业务结构多元，财险优势突出，健康险价值加速释放。人保财险作为集团核心资产，近年来利润贡献占比多在70%以上，是集团盈利的主要来源；人保寿险起步相对较晚，市场份额较低，利润贡献受权益市场波动影响较大，2024-2025年受益于资本市场向好，投资收益显著提升，带动寿险利润占比上升；人保健康依托“互联网+健康险”先发优势，新单保费长期保持较快增长，随着高利润长期险CSM持续释放以及短期险承保持续改善，人保健康净利润自2021年以来保持较快增长，日益为集团的净利润贡献力量，2025H1贡献利润的14.3%。



图表2: 中国人保归母净利润表现



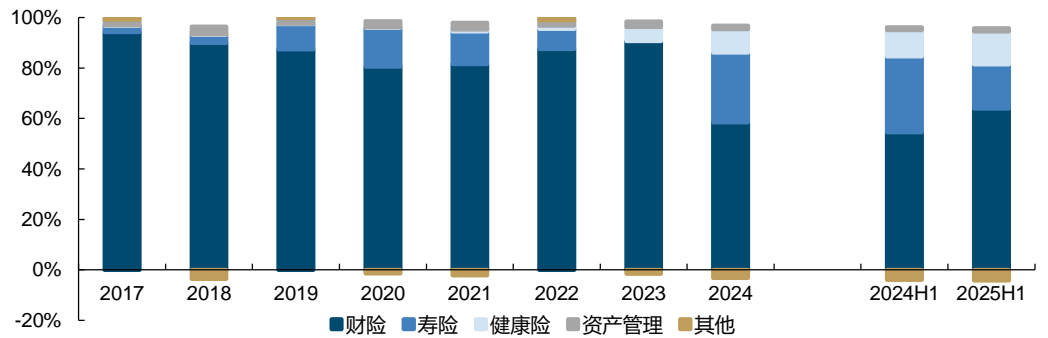
图表3: 中国人保 ROE 表现 (年化)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 中国人保利润结构

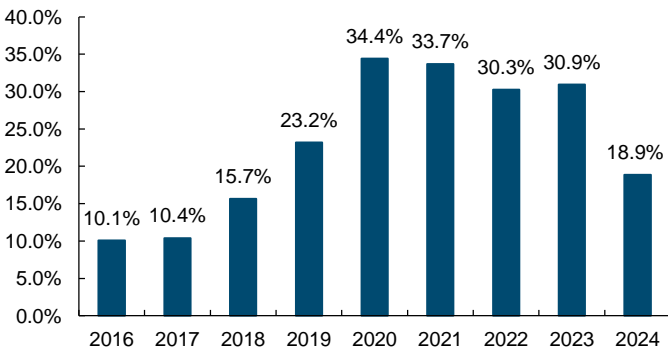


来源: 公司公告, 国金证券研究所

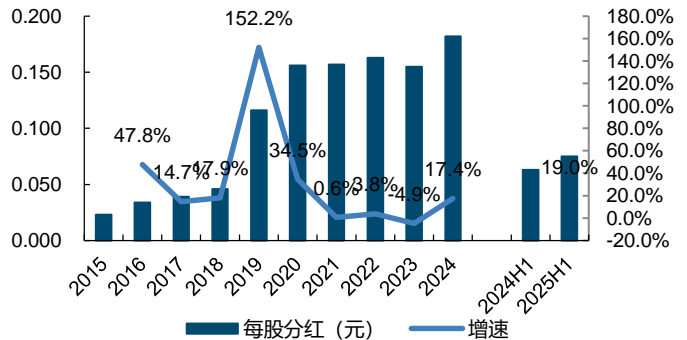
1.3 旧准则下分红比例维持 30% 以上, DPS 有望稳健增长

作为大型金融央企, 公司分红政策稳健, 股东回报导向明确, 2020-2023 年现金分红比例始终维持在 30% 以上。新金融工具准则切换后更多资产计入 FVPL, 利润对权益市场敏感性提升, 2024 年权益市场大幅修复背景下, 公司新准则口径净利润显著高于旧准则, 在分母扩大效应下分红率降至 18.9%。但从股东回报看, DPS 仍实现了 17.4% 的增长, 且旧准则下分红率维持在 30% 以上 (监管机构和主管部门依然按照旧准则管理和考核)。展望未来, 公司已明确提出将积极研究以每股分红长期稳定增长为核心, 同时兼顾新准则下分红率和股息率的分红政策, 预计后续 DPS 有望维持稳健增长。假设 2025、2026 年 DPS 增速分别为 20%、8%, 对应 2026 年 A/H 股息率为 2.8%、4.3% (以 3 月 20 日收盘价测算), H 股股息率具备配置吸引力。

图表5: 20 年来公司分红比例维持在旧准则 30% 以上



图表6: 公司 DPS 整体维持稳健增长



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

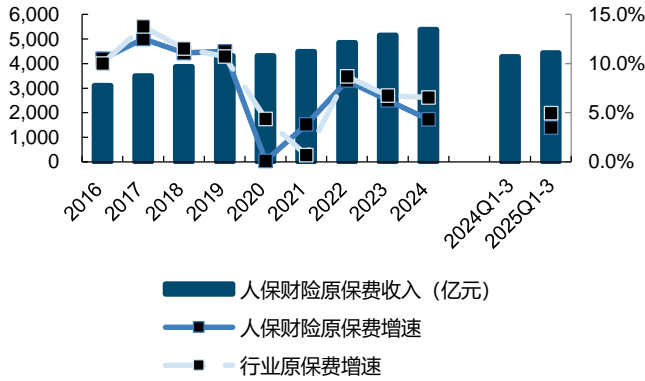


## 二、人保财险：承保利润稳步提升，出海打开成长空间

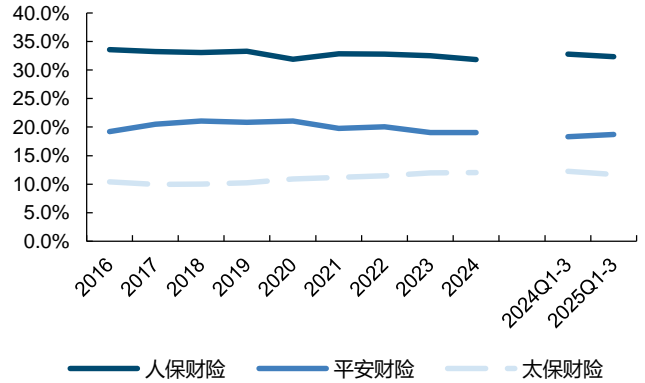
### 2.1 保费稳健增长，COR 持续改善

**保费稳健增长，业务结构均衡发展。**1) 保费：公司保费增长韧性足，2016-2024 年，保费收入年复合增速 7.1%，2025Q1-3 同比增长 3.5%，近年来增速有所放缓，主要受车险行业性增速放缓，和非车险业务结构调整的综合影响。从保费结构看，近年来车险占比有所下降，非车险占比持续提升，业务结构逐步趋于均衡。从市场份额看，人保财险的份额常年稳定在 1/3 左右。

图表7：人保财险保费及增速



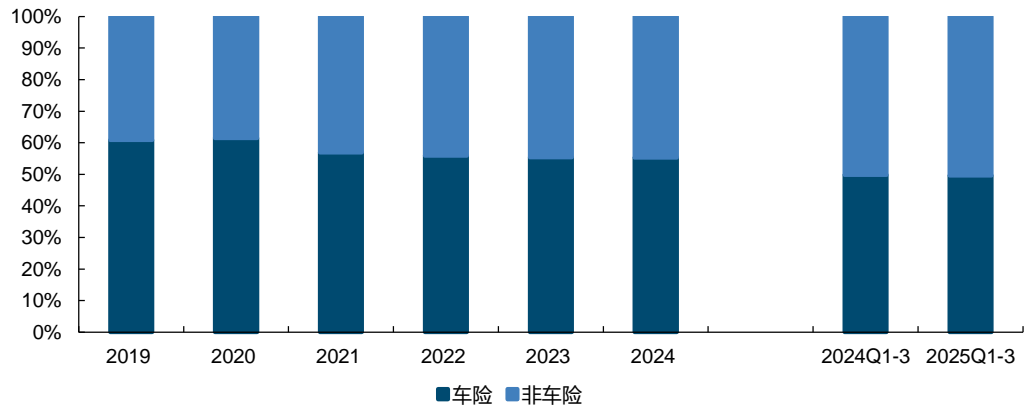
图表8：人保财险市场地位稳固



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告、金融监管总局，国金证券研究所

图表9：人保财险险种结构

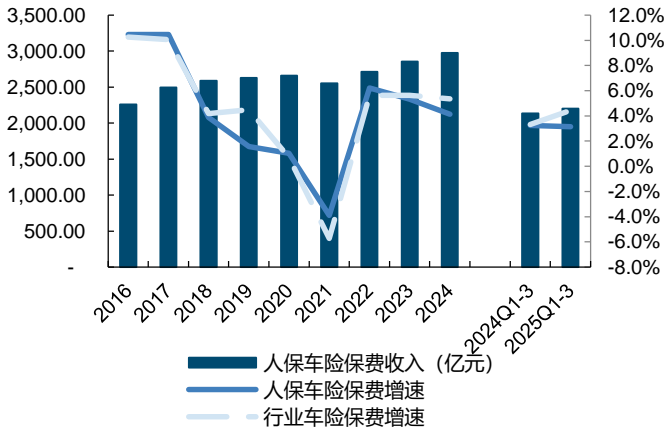


来源：公司公告，国金证券研究所

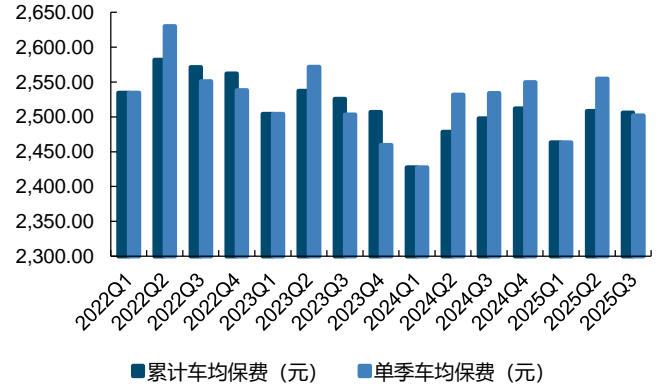
1) 车险：保费增速基本与行业持平，2019-2024 年复合增速 2.5%，25Q1-3 同比+3.1%，近年来增速放缓主要受汽车保有量及新车销量增速放缓、车险综改带动车均保费下降等因素影响。展望后续，宏观经济修复下汽车保有量仍将增长，公司市占率稳定在 32%左右，预计承保汽车数量仍将增长，新能源车渗透率提升、通货膨胀等因素也将带动车均保费上涨，预计车险增速仍将保持平稳增长。



图表10：人保财险车险保费收入



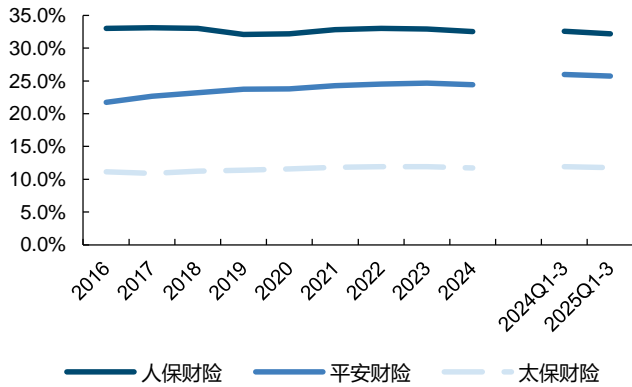
图表11：人保财险车均保费趋势



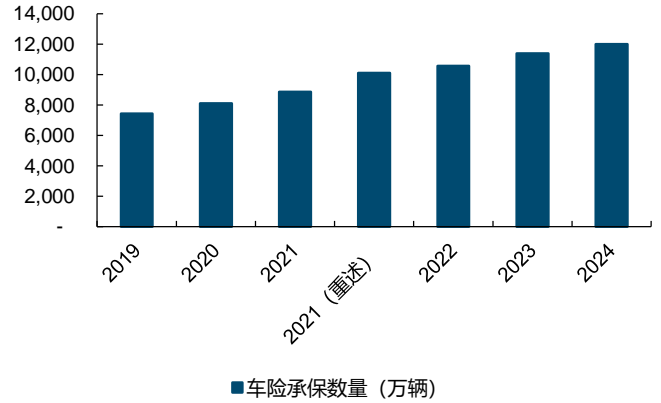
来源：公司公告、金融监管总局，国金证券研究所

来源：中国保险行业协会，国金证券研究所

图表12：人保财险车险市占率稳定



图表13：人保财险承保汽车数量稳健增长



来源：金融监管总局、公司公告，国金证券研究所 注：平安三季度数据为偿付

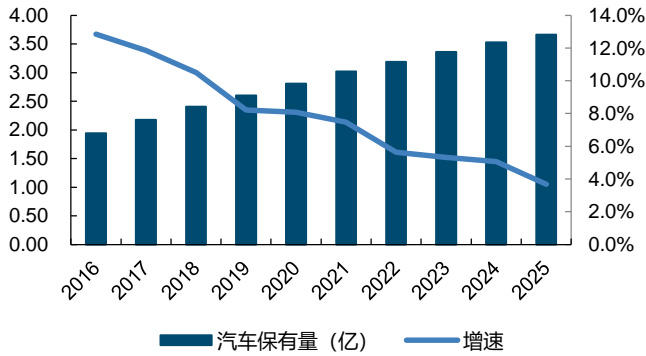
来源：公司公告，国金证券研究所

能力报告保单保费口径

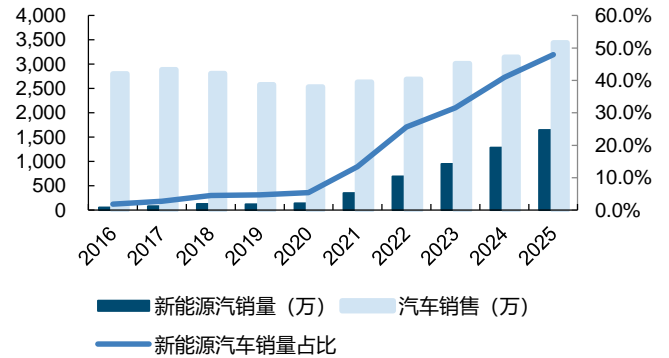
中长期看，汽车消费是推动经济增长的重要引擎，政策有望持续发力，汽车保有量提升，叠加车均保费随经济增长缓慢抬升，车险仍将延续稳健增长。1)承保数量方面：近年来在政策、市场、产业多重维度下，汽车消费尤其是新能源汽车消费快速增长，成为推动经济增长的重要引擎，2026年政府工作报告指出“深入实施提振消费专项行动”，汽车领域有望持续受益于相关政策支持。国际对比看，2025年我国千人汽车保有量约260辆，而全球人均GDP达到1万美元左右的发展中经济体的千人汽车保有量在400辆左右，假设未来10年我国千人汽车保有量提升至320辆，则将为车险提供2%左右增速。2)车均保费方面：一是人伤成本目前占车险保费的1/3，当前我国对人伤赔偿标准不断上升；二是随着车均保费较高的新能源车占比提升，车均保费也将自然增长。



图表14: 我国汽车保有量持续增长



图表15: 汽车、新能源车销量 (万辆) 及同比增速

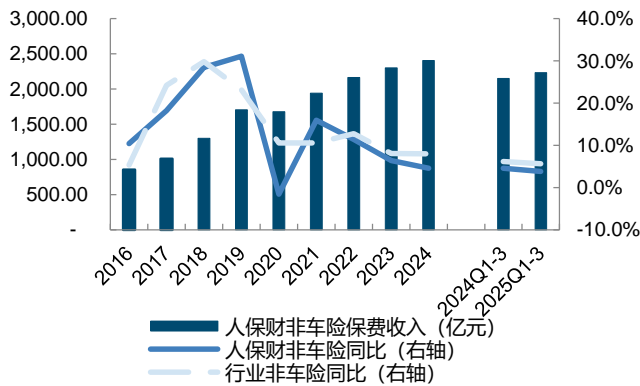


来源: wind, 国金证券研究所

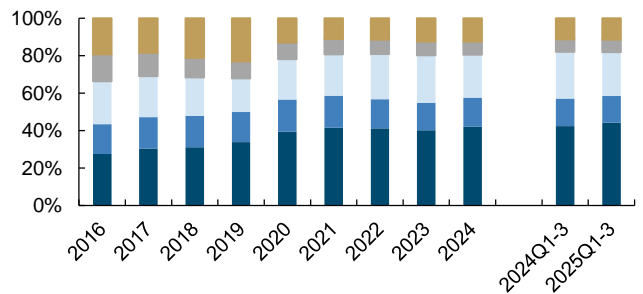
来源: wind, 国金证券研究所

2) 非车险: 保费增长的核心驱动, 业务结构调整下增速阶段性放缓。2019-2024 年公司非车险保费复合增速为 7.2%, 2025Q1-3 非车险+3.8%, 近年来增速放缓, 一是非车险具备明显的“顺周期”特征, 宏观经济增长压力制约非车险市场整体规模和保费增速, 二是公司依次对信用保证保险、商业农险、责任险等盈利性较差的业务进行优化, 主动收缩了承保体量。展望未来, 预计非车险仍将延续较高个位数增长: 一是随着业务改造逐步完成, 相关险种增速有望回归常态; 二是政府工作报告提出 2026 年 GDP 增长目标 4.5%-5%, 并通过扩大内需等政策推动稳增长, 随着经济内生动能逐步修复, 实体经济活动回暖将带动风险保障需求提升, 非车险保费增速有望随宏观经济改善而提速。

图表16: 人保财险非车险保费收入及增速



图表17: 人保财险的非车险业务结构



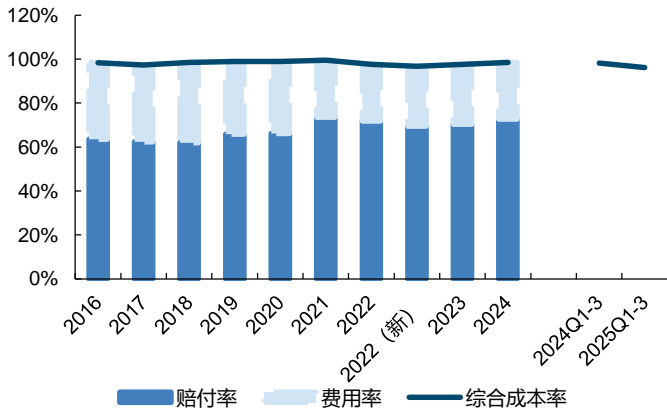
来源: 公司公告、金融监管总局, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

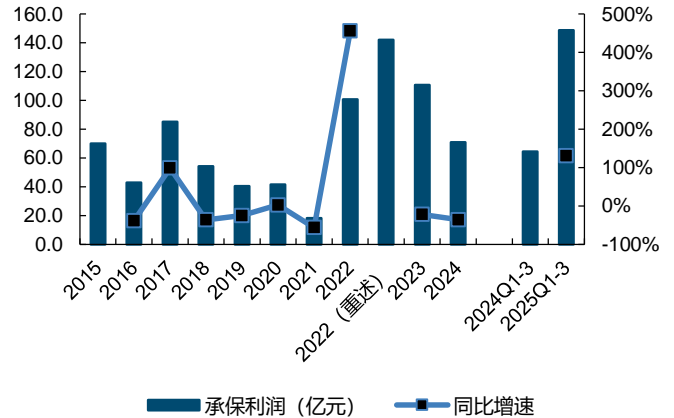
承保盈利能力稳定, COR 表现优异。2016-2024 年公司所有年份 COR 均低于 100%, 平均值为 98.4%, 略好于太保 (98.5%) 但高于平安 (97.9%), 主要受信用保证保险、政策性健康险、责任险拖累。近年来, 公司在“报行合一”监管导向下带头加强费用管控, 车险业务增长趋于理性, 并借此契机加大对盈利能力更强的家自车业务的拓展, 同时主动优化非车险业务结构, 盈利能力大幅好转, 2022-2024 年平均 COR 降至 97.6%, 优于平安、太保。2025 年前三季度公司 COR 为 96.1%, 同比-2.1pct, 展望全年, Q4 华南地区受台风“麦德姆”等灾害影响, 预计 COR 将环比抬升, 但同比保持较好改善, 且在新能源车险自主定价系数逐步放开及非车险“报行合一”逐步推进的背景下, 公司费用率和赔付率仍有优化空间, 预计 2026 年 COR 有望继续改善。



图表18: 人保财险综合成本率



图表19: 人保财险承保利润

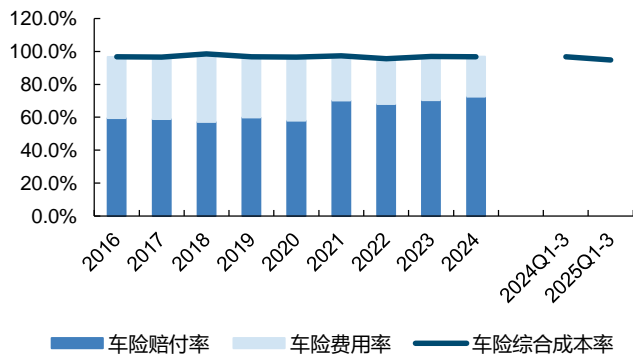


来源: 公司公告, 国金证券研究所

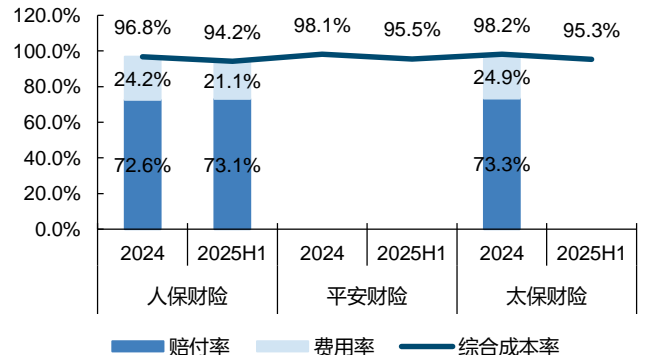
来源: 公司公告, 国金证券研究所

1) 车险: 承保盈利能力优越, 且显著优于上市同业。2016-2024 年公司车险平均 COR 仅 96.8% 表现优异, 且显著好于平安 (97.6%) 和太保 (97.9%), 预计赔付率与费用率双优。2025Q1-3, 公司车险 COR 为 94.8%, 同比-2.0pct, 公司积极发挥行业头雁作用, 带头维护车险市场秩序, 严格费用管控, 费用率持续下降, 但赔付率受新能源汽车占比上升、人伤案量明显增长以及人伤赔偿标准持续上涨等因素影响, 预计有上升。展望后续, 一方面, 新能源车占比提升预计将拉动综合成本率被动抬升, 另一方面, 随着新能源车保有量扩大、技术成熟, 出险率和维修成本都有望下降, 自主定价系数的放开也利好 COR 的改善, 同时公司在前端-中端-后端的全流程赋能助力 COR 持续优化, 预计后续车险 COR 将整体平稳, 延续优异水平。

图表20: 人保财险车险综合成本率



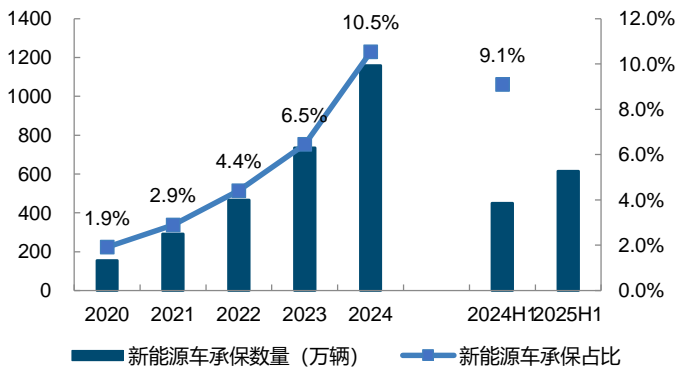
图表21: 上市险企车险综合成本率对比



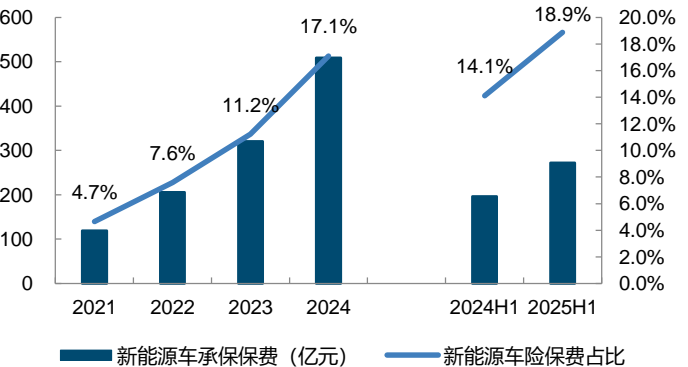
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表22: 人保财险新能源车承保数量



图表23: 人保财险新能源车险保费



来源: 公司公告, 国金证券研究所

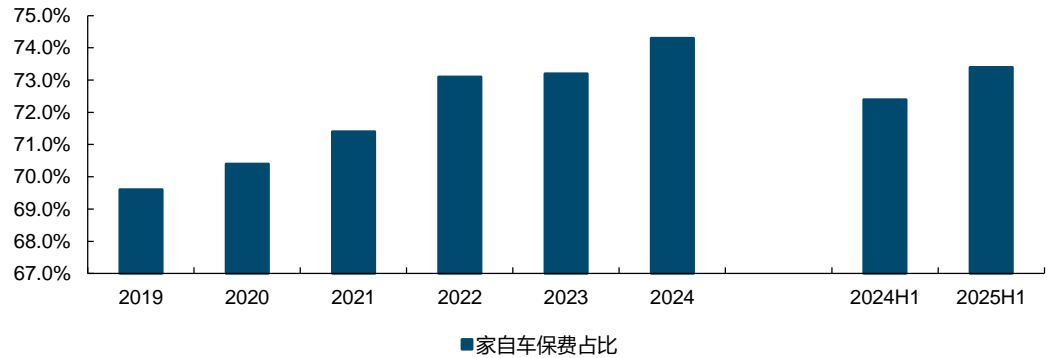
来源: 公司公告, 国金证券研究所



行业角度看，虽然新能源车占比快速提升，但 COR 也在快速下降，且新能源车自主定价系数放开利好 COR 改善。新能源车“三电系统”价格高昂，且维修渠道长期由主机厂主导，保险公司缺乏议价权，维修成本居高不下，致使新能源车险行业连年亏损，2024 年行业承保亏损 57 亿。2025 年 1 月，金融监管总局、工业和信息化部、交通运输部、商务部四部门联合推出《关于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》，从降低出险率、维修成本、费用率及提升保费充足度等角度提出 21 条举措，随着相关举措的落地实施，新能源车险 COR 有望长期向好。截至 2025H1 头部险企的新能源车险已实现承保盈利。

公司层面看，公司持续通过前端-中端-后端齐发力，推动车险业务改善。①前端：加大业务选择、加强精算定价，从源头改善业务质量。公司通过与全国大数据平台合作，获取车辆的包括里程使用数、充电次数、行驶行为习惯等脱敏数据，一方面加大业务选择力度，择优提升家庭自用车业务占比及续保率，另一方面，优化定价模型，根据行为风险数据对承保的网约车、货车等商用车进行合理定价，从而优化 COR 水平。②中端：通过渠道清分、固定费用压降等降本增效的措施，降低整体费用。③后端：严格落实车险理赔“降责、降残、降诉、降损”规定动作，加大责任干预力度，加强人伤调解，做实定损规则、驾乘安配、低碳维修等减损动作，降低赔付成本。

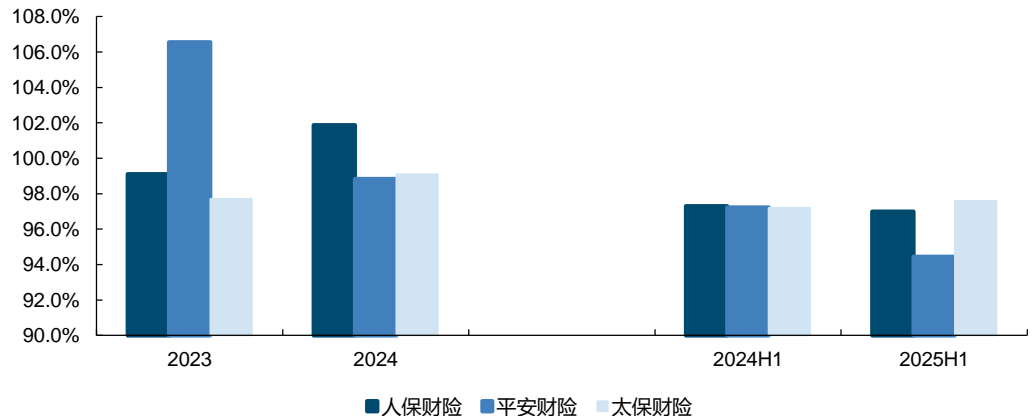
图表24：人保财险家自车业务保费占比持续提升



来源：公司公告，国金证券研究所

2) 非车险：受政策性业务占比较高影响，盈利能力有待加强。公司非车险 COR 整体偏高，主要受政策性健康险与责任险影响：①健康险方面，公司积极参与多层次社会保险体系建设，承办大病保险、长期护理保险、门诊慢特病等政策性健康险项目 1,442 个，受此影响，意健险承保利润表现整体较差，2018-2024 年平均 COR 为 100.4%，2025H1 同比抬升 1.9pct 至 101.8%录得承保亏损。展望后续，公司持续加大随车等盈利能力强的商业意健险拓展力度，随着商业险占比提升，意健险 COR 将持续改善。②责任险方面，一是费用竞争加剧导致部分险种费用率较高，二是雇主责任险等险种赔付成本持续上涨且道德风险日益突出，整体盈利性较差，预计随着非车险报行合一的推动，将迎来系统性改善。

图表25：非车险 COR 对比



来源：各公司公告，国金证券研究所 注：2023、2024 年人保财险 COR 为中国财险口径


**图表26: 人保财险非车险细分险种 COR**

综合成本率	2018	2019	2020	2021	2022	2022 (重述)	2023	2024	2024H1	2025H1
农险	95.2%	97.9%	99.8%	100.4%	93.5%	94.4%	94.0%	97.3%	94.8%	93.9%
意外伤害及健康险	99.5%	101.8%	101.3%	102.6%	100.4%	100.5%	97.7%	99.5%	99.9%	101.8%
责任险	94.0%	99.7%	97.3%	107.3%	112.8%	109.1%	107.0%	105.2%	104.1%	103.6%
企业财产险	109.6%	105.8%	104.1%	130.0%	109.6%	104.2%	103.8%	113.4%	99.6%	90.1%
货运险	90.6%	87.5%	82.9%	91.2%	93.3%					
信用保证险	96.9%	121.7%	144.8%	66.7%	76.4%					
其他险种	105.6%	109.9%	92.2%	109.4%	109.4%	96.7%	95.6%	98.8%	87.7%	88.8%
合计	98.5%	98.9%	98.9%	99.5%	97.6%	96.7%	97.6%	98.5%	96.8%	95.3%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

非车险报行合一正在推进中, 预计非车险 COR 将迎来系统性改善。2025 年 10 月, 金融监管总局发布《关于加强非车险业务监管有关事项的通知》, 标志着非车险“报行合一”正式启动, 通过费率合理化、费用规范化、见费出单等举措, 有望推动行业竞争格局改善与费用率大幅下降。本次非车险报行合一不包括意健险等人身险, 且人保财险的农险以政策性农险为主, 费用率较低, 因此预计费用率下降主要以法人业务为主, 2024 年责任险、企财险、其他险种占公司保费比重为 15.7%, 但费用率分别为 31.2%、27.6%、33.3%, 存在明显下降空间, 考虑到当前非车险报行合一处于初期阶段, 且相较于车险存在险种过多、条款纷繁、非标程度高等现实难题, 保守假设中短期内非车险报行合一对相关险种费用率优化幅度为 1%/2%/3%/4%/5%, 以 2024 年数据测算, 则对财险整体 COR 优化幅度分别为 0.18pct/0.36pct/0.53pct/0.71pct/0.89pct。

**图表27: 人保财险非车险报行合一后 COR 优化测算**

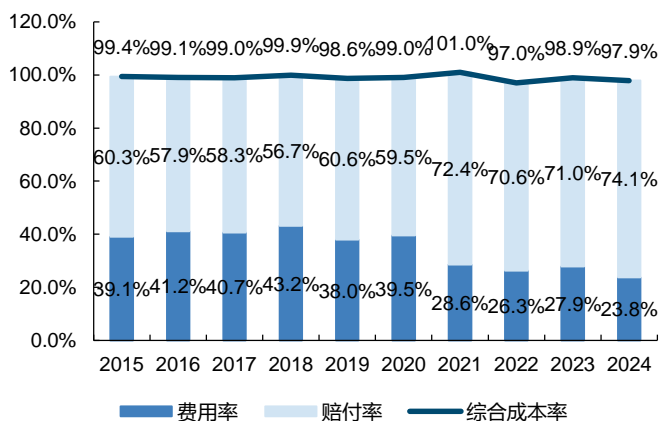
费用率优化情景分析	改善承保利润增量 (亿元)	非车险 COR 优化	人保财险 COR 优化
1.0%	8.61	0.45%	0.18%
2.0%	17.23	0.90%	0.36%
3.0%	25.84	1.36%	0.53%
4.0%	34.46	1.81%	0.71%
5.0%	43.07	2.26%	0.89%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

长期来看, 参考车险报行合一经验, 预计该政策将显著压降费用率并改善行业盈利能力。车险报行合一始于 2018 年 8 月, 背景是三次费改下自主定价系数持续放宽, 驱动车均保费持续下行, 费用率抬头, 监管通过 57 号文要求险企报送手续费数据、行业自律明确了手续费上限, 推动“报行合一”落地, 车险费用率由 2018 年的 43.2% 降至 2019 年的 39%。2020 年车险综改进一步将附加费用率上限由 35% 下调至 25%, 并持续强化费用管理与增速管控, 推动行业由费用竞争转向效率竞争, 车险费用率由 2021 年的 28.55% 降至 2024 年的 23.75%, 行业盈利能力明显改善。自报行合一推行以来, 车险行业“降价、增保、提质”效果明显, 2024 年车险费用率较 2018 年降低 19.4pct, 费用经营效率明显提升; 赔付率提升 17.4%, 消费者获得感显著提高; 与此同时, 行业承保利润率也提升了 2.0pct, 反内卷成效显著, 财险行业净利润规模整体提高, 盈利能力增强。

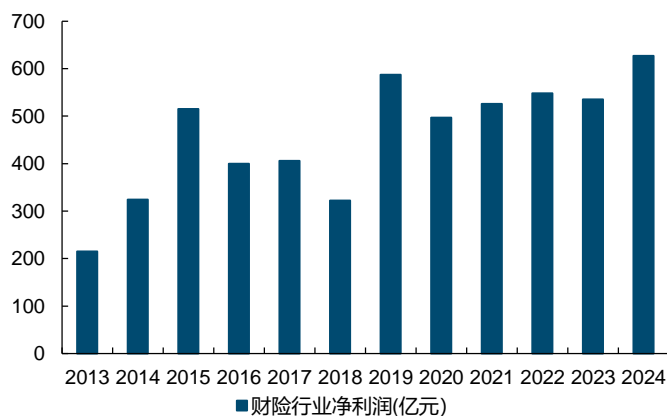


图表28: 15-24 年行业车险 COR 较好改善



来源: 证券时报、国中保人保网、人民网、中国保险会计研究中心、中保新知、今日保、知腾风险管理、13 个精算师, 国金证券研究所

图表29: 2019 年来财险行业净利润整体提高

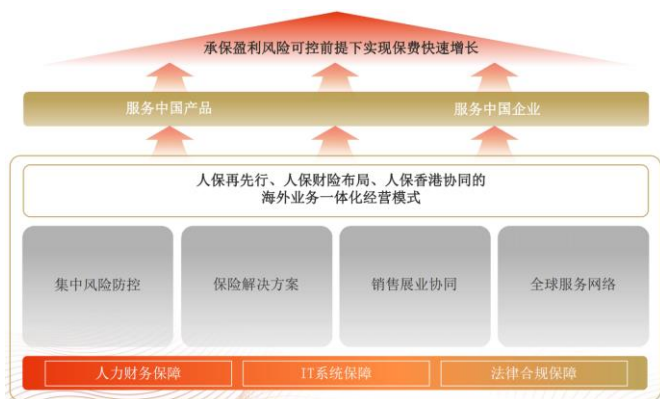


来源: 保险一哥、13 个精算师, 国金证券研究所 注: 2013-2022 年共统计了 84 家险企, 2023-2024 年共统计了 85 家, 均包括了大中型企业, 考虑到财险行业利润集中度高, 预计口径差异不大

## 2.2 启动国际化战略, 开拓营收第二曲线

**启动国际化战略, 开拓营收第二曲线。**在国内保费增速放缓, 中国新能源汽车海外市占率提升, 相关金融保险配套需求愈发迫切的大背景下, 中国人保启动国际化战略, 聚焦服务中国企业、中国产品两个市场, 建立了人保再先行、人保财险布局、人保香港协同的海外业务一体化经营模式, 创新性地构建了海外业务“四梁八柱”经营模式, 四大支柱体系即: 风险防控位居首位; 保险解决方案将风险信息转化为生产力; 销售展业系统实现营销与销售的分隔创新; 全球服务网络则通过多层次合作构建起立体化服务体系。公司力争在五年内, 海外业务增量贡献达到全险种增量的 30% 左右, 系统性构建中长期高质量发展的第二增长曲线。

图表30: 人保海外经营模式



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表31: 与人保签署合作协议的 37 家合作机构分布图



来源: 公司官网, 国金证券研究所

**出海模式上, 公司与安盛集团合作, 实现“全球资源本土适配”的协同。**2024 年人保财险与安盛集团签署合作备忘录, 在属地保险服务、承保能力链接、共享服务网络、再保险业务协作、产品与技术创新等领域实现合作, 将人保擅长的精算定价和风险控制与安盛强大的本土渠道和服务网络形成优势互补, 既引入国内成熟的数字化定价模型在海外市场验证优化, 又利用安盛的本地运营能力确保因地制宜地落地服务。

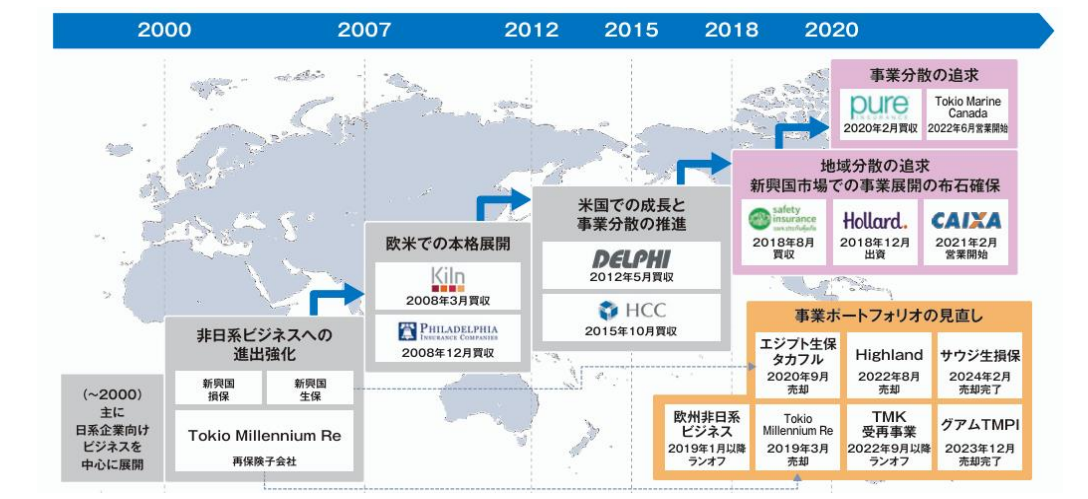
**出海区域上, 2025 年初人保制定了“聚焦香港、探索亚洲、规划全球”的三步走地区发展策略,**当前已落地中国香港、泰国, 2025 年上半年, 公司在中国香港新能源车险项目已承保香港地区中国品牌新能源车车辆超过 1000 台, 赔付率约 50% 左右, 远低于国内平均水平, 经营表现大幅好于预期。展望未来, 人保财险表示将以中国香港、泰国项目经验为支点, 深化全球保险合作, 积极探索其他东南亚国家市场, 并规划进入欧洲、南美洲等主要保险市场复制这一模式。通过不断输出公司在新能源车险方面的定价、风控和管理能力至海外, 人保希望巩固并扩大其在国际保险市场的先发优势和核心竞争力, 境外车险业务



将成为公司新的业务增长亮点。

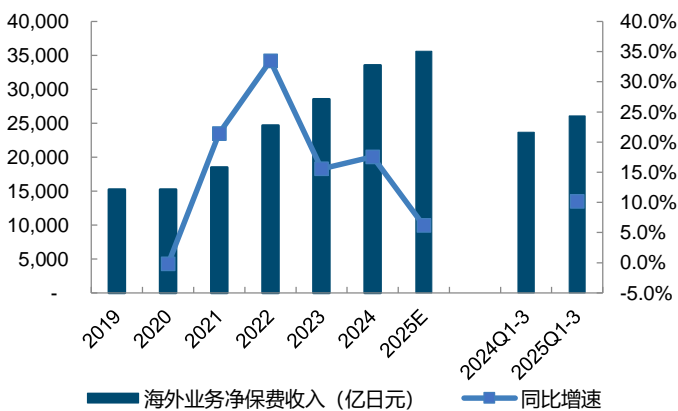
参考东京海上等跨国经营的保险集团，其一半左右的业务来源于国际市场。为应对国内业务增长压力，东京海上保险于2000年正式启动国际化战略，聚焦欧美发达地区与新兴市场两大区域，通过兼并收购与自建网络配合发展，实现海外业务扩张。2019-2024年东京海上保险的海外保费收入复合增速17.1%实现高速增长，占比从2019年的33.3%提升至2024年的56.9%，近年来海外业务利润贡献60%以上。

图表32: 东京海上海外扩张历程

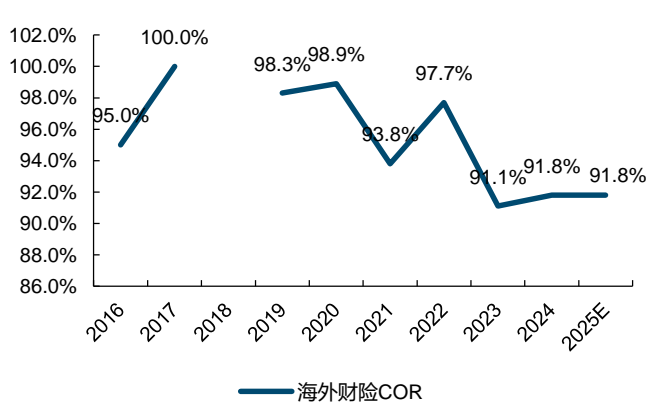


来源: 东京海上官网, 国金证券研究所

图表33: 东京海上海外业务保费收入情况



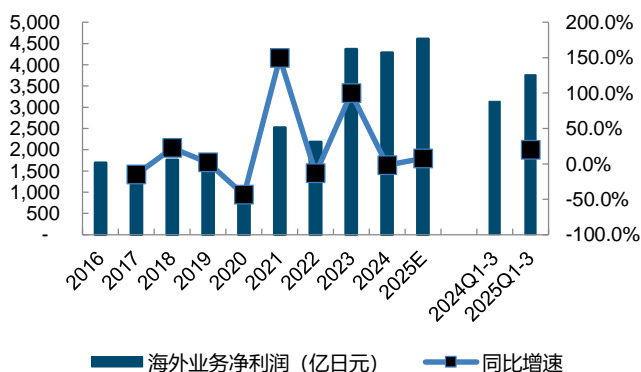
图表34: 东京海上海外财险COR情况



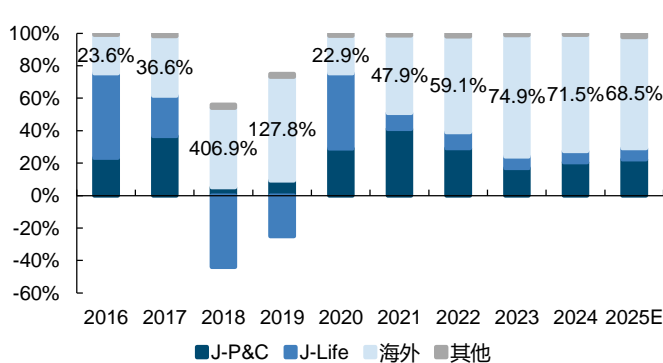
来源: 东京海上官网, 国金证券研究所 注: 数据年度为日本财年 (4.1-3.31)

来源: 东京海上官网, 国金证券研究所 注: 数据年度为日本财年 (4.1-3.31)

图表35: 东京海上海外业务净利润情况



图表36: 东京海上按业务分类的净利润



来源: 东京海上官网, 国金证券研究所 注: 数据年度为日本财年 (4.1-3.31)

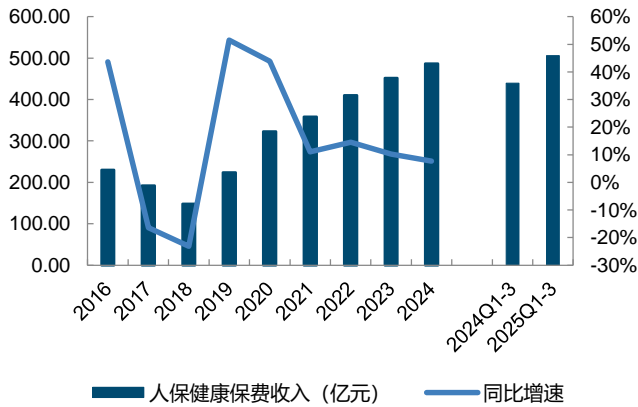
来源: 东京海上官网, 国金证券研究所 注: 数据年度为日本财年 (4.1-3.31)



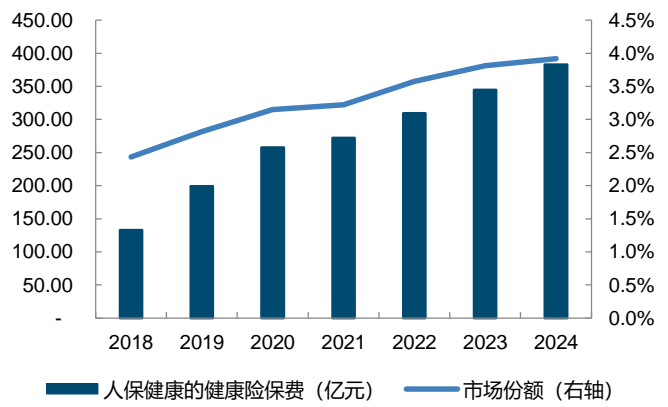
### 三、人保健康：互联网健康险市占率领先，NBV 高速增长

**互联网健康险龙头，保费增速行业领先。**人保健康作为我国首家专业健康险公司，依托对医保制度、医疗体系及社会需求的深入研究，早在 2009 年即首创由商业保险机构参与地方医改、为城乡居民提供大额医疗保障的“湛江模式”。此后各地创新试点持续拓展，截至目前公司大病保险项目已覆盖近 7000 万人，积累了海量真实医疗数据，为商业健康险定价与风险管控奠定坚实基础。2018 年，公司敏锐把握百万医疗险续保痛点，联合支付宝推出 6 年保证续保版“好医保”，迅速打开互联网健康险市场，2018 年公司医疗险占比同比提升 28.9pct 至 73.2%。此后公司持续丰富商业医疗保险产品体系，并加大政策性及商业护理险业务拓展力度，同时逐步构建囊括医疗、医药、康复、护理、健管、保险资源的大健康生态体系，推动保费规模快速增长，2018-2024 年保费复合增速达到 22.0%，大幅领先行业（CAGR 为 10.2%），2025Q1-3 保费同比+15.1%，高增长持续。

图表37：人保健康保费增长趋势



图表38：人保健康的健康险市场份额持续提升



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所 注：健康险包括护理险、医疗险、疾病险、失能收入损失险等

图表39：人保健康持续创新政策性业务模式

医保商保融合模式	具体内容
“湛江模式”	人保健康配合当地政府推行城乡居民医疗保险一体化改革，在居民个人缴费标准不变的前提下，从个人缴费中提取一定数额，为参保群众提供补充医疗保险和大病保险服务。居民个人累计最高报销额度由统筹基金的 3 万元提升至 30 万元。按照“统一政策、统一结算、统一管理”的原则，与当地医保部门建立一体化的联合办公平台、咨询服务平台和支付结算平台，为参保群众提供“一站式”服务。
全程医疗管控“新余模式”	人保健康新余中心支公司在政府主导下从 2010 年起逐步打造全程医疗风险管控窗口，目前已经建立起了从入院、在院到出院的全过程、一次审的医疗管控体系，覆盖包括人民医院在内的新余市 10 家二级以上医疗机构，实现政府、商保和参保患者的深度融合，有效节省了政府的行政成本，完善了医院的内控管理，提高了医疗保险基金使用效率，也为患者节省了就医费用，缓解了医患矛盾。
长期护理保险制度“青岛模式”	人保健康青岛分公司自 2012 年派驻联合办公人员参与青岛长期医疗护理保险的制度和经办工作。2015 年中标青岛市职工长期医疗护理保险项目，标志着保险业承办护理保险的新突破。
服务慢病群体门诊慢病特病管理“宝鸡模式”	2012 年，人保健康在宝鸡探索商保参与门诊慢特病服务，打造“在线申报、智能审核、一站式结算、药品配送、健康跟踪”的全流程网络闭环，如今实现资质审核从 120 天缩至 2 小时，疾病种类从 17 种扩至 50 种，基金规模增长超 17 倍，服务人数从 4548 人扩至 21.89 万人，服务人群由城镇职工扩展到城乡居民，服务网点由 14 个增加至 3420 个。目前，“宝鸡慢病模式”已复制到陕西、河北、江西、云南等 8 省 15 地市，累计管理医保基金超 22 亿元，服务人群超 1800 万人。
医疗救助服务“昭通模式”	人保健康于 2012 年创新研发“昭通市城乡医疗救助管理系统”。系统覆盖了参与民政救助的全部 144 个乡镇民政所、225 个定点医疗机构，实现了对全市 82 万救助对象的精准识别和每年 10 多万人次救助服务的精准管理。依托医疗救助管理系统，改变了过去先垫付后报销的做法，实现了民政医疗救助与新农合、城镇医保同步报销的“一站式”即时结算。同时，昭通市民政局与人保健康签订协议，人保健康通过民政医疗救助资金，为困难群众购买补充保险（2016 年人均 33 元），困难群众无需交费。



医保商保融合模式	具体内容
医疗保险医院联网实时结算“静海模式”	2012年9月人保健康天津分公司牵头组建起“天津静海区医疗保险医院联网实时结算项目”攻关小组，2015年7月该项目成功上线运行，成为了国内首家在一个整体区域的所有定点医院实行全医疗责任联网刷卡即时结算的公司。人保健康通过这一平台，客户在前往定点医院就诊时，仅手持社保卡，就可在刷卡结算社保费用的同时，完成商保公司的理赔支付。
困难群众大病补充医疗“焦作模式”	2016年以来，焦作市建立困难群众大病补充医疗保险制度，由政府购买服务，人保健康承办，为困难群众构建“三险一助一控”的医疗保障机制。困难群众在定点医疗机构年度累计发生的合规医疗费用，经城镇居民医保或新农合报销后，个人自付部分超过3000元的，可分段按比例赔付。年度最高支付限额为30万元。
民政特困人群护理“六安模式”	人保健康在2020年成功中标六安市特困供养人员住院护理保险项目，聚焦特困供养人员住院期间无人照料的实际困难，创新服务模式，改前期简单的护理补贴为专业的护理服务保障，协助民政部门创新开展特困供养人员“医有所护”工作，目前已扩展到安徽、江西、河北等3省8市。
“太仓模式”	利用基本医保基金结余，共同设计了“差异性缴费、公平性待遇、倾斜性补偿”的大病保障方案，提高了参保群众的保障水平。太仓医保部门按职工和居民不同的缴费标准，向人保健康购买大病保险服务。虽然缴费标准不同，但职工和城乡居民享受同样的保障待遇。参保个人单次住院自负1万元以上或年度累计超过1万元，按照53%~82%的分级累进补偿标准予以补偿。自负费用越大，补偿比例越高，且报销额度不设封顶线。
全流程经办长护服务“开封模式”	开封市2021年1月正式实施长期护理保险制度。人保健康开封中心支公司通过建立全流程经办长护服务、锻造专业化服务团队、配齐配强软硬件基础设施、构建配套完备的制度体系、做实贴心科学系统化上门评估、加大多样化政策宣传、加强对定点护理机构稽核管理、严格落实承办项目财务管理等全流程工作，为全国长护险推广提供了可复制的“开封样本”。
医疗救助山西“蓝手环”模式	人保健康太原中支聚焦救助人群中的特困人员，协助医保部门设计了以特殊困难群体人员为发放对象的“蓝手环”。“蓝手环”实行一区一码、一人一号，实名发放、信息入网，持有“蓝手环”的特困人员通过扫描环身的医疗救助二维码，可以足不出户了解资助参保、住院救助、门诊救助等政策解读，明晰办理医保相关业务的政策、流程及相关规定；需要医疗救助时，可以通过“蓝手环”联系所属区域医疗救助网格员进行政策了解和业务办理，从而享受到点对点的医疗救助等医保服务。
健康共富“长埭模式”	人保健康浙江分公司为长埭村村民提供疾病预防、健康养生、慢性病管理、便捷就医等全生命周期健康管理，帮助村民不生病、少生病、防大病，规范治疗，更健康地生活；同时，为解决村民医疗负担，提供健康保障，预防化解村民重大风险，防止因病致贫、因病返贫。
青岛“伤养结合”模式	2023年人保健康青岛市分公司创新构建补充工伤保险与伤养服务相结合的新型工伤保障制度，在青岛市实现职业人群的全覆盖，为中小微企业减轻经济负担，为新市民群体补齐保障缺口，为工伤一至四级人员解除了后顾之忧。
上海“新市民健康促进计划”	在上海打造“保险保障托底、健康服务促进、特色服务支持”的新市民健康促进计划，覆盖全国1万快递网点的40余万快递小哥。

来源：人保健康、中国人民保险内刊、人民保险、中国人保健康、人保健康生活、中国金融，国金证券研究所

依托深厚的政府性业务基础及互联网健康险先发优势，公司在专业健康险公司中保费和利润规模均位居第一。

图表40：专业健康险公司对比（偿付能力口径）

亿元	保险业务收入						净利润					
	2023	2024	增速	24Q1-3	25Q1-3	增速	2023	2024	增速	24Q1-3	25Q1-3	增速
人保健康	452.08	486.95	7.71%	439.63	506.02	15.10%	14.91	19.32	29.58%	26.19	78.56	199.93%
平安健康	148.09	165.25	11.59%	156.23	162.90	4.27%	14.36	19.98	39.14%	16.72	21.50	28.58%
复星联合	41.25	52.26	26.69%	43.61	68.64	57.37%	0.23	0.42	82.61%	0.18	0.63	241.23%
太保健康	19.13	26.36	37.79%	59.59	70.69	18.64%	0.31	0.91	193.55%	1.16	2.27	95.71%
瑞华健康	15.17	16.71	10.15%	11.69	未披露		-1.50	0.88	由亏转盈	0.70	未披露	
总计（除瑞华健康）	660.55	730.82	10.64%	699.07	808.25	15.62%	29.81	40.63	36.30%	44.26	102.96	132.64%

来源：中国保险行业协会，国金证券研究所 注：人保健康2024Q1-3利润为旧会计准则口径，2025Q1-3为新准则

持续迭代创新产品体系、拓展保障人群覆盖面，是推动公司高速发展的核心驱动力之一。



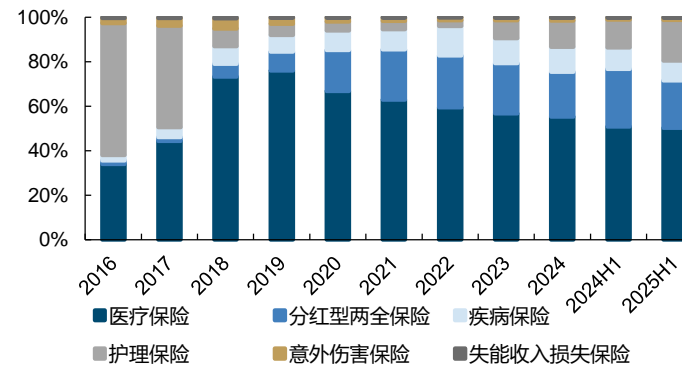
从产品结构看,公司已形成覆盖普惠入门-中高端改善-长期照护的完整产品矩阵,2025H1,公司健康险保费为315亿,对保费贡献达到78%,其中互联网健康102亿,贡献度25%。

①普惠保险方面:一是持续升级“好医保”系列主力产品,在续保机制上由早期6年、20年保证续保升级至2024年“旗舰版”,实现癌症及心血管疾病终身保证续保;二是持续丰富扩展好医好药保障,推出2025年旗舰版,进一步覆盖先进医药保障;三是针对“一老一少”群体提升可及性,针对老年人推出中老年长期医疗,首次投保年龄放宽至70岁、投保宽松、重度恶性肿瘤可以续保终身、先进医药覆盖全,针对少儿加强了特定重疾和特药的保障。

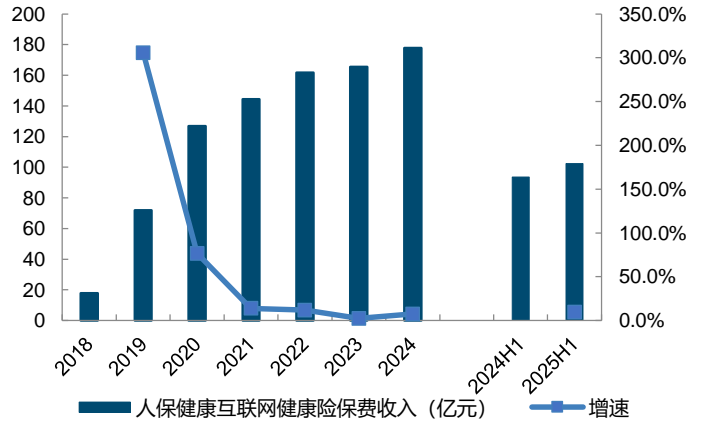
②中高端医疗方面:一是推出高端住院医疗险,在责任范围内可报销二级及以上公立医院普通部、特需部、国际部、VIP部以及指定私立医院医疗费用;二是依托税优政策推出“人人保”税优医疗险,创新设计健康体、次标体、既往症三类方案,打破行业“既往症即拒保”的惯例。

③护理险方面:2024年创新性开发“青山在收入保障险”失能收入损失保险,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。

图表41:人保健康产品结构



图表42:人保健康互联网健康险高速增长



来源:公司公告,国金证券研究所

来源:公司公告,国金证券研究所

图表43:人保健康支付宝在售产品梳理

险种类型	产品名称
百万医疗	好医保·长期医疗(旗舰版2025)、好医保·长期医疗(标准版)、好医保·中老年长期医疗(2025版)、青春无忧·少儿长期医疗险、欣e保医疗保险
住院医疗	好医保·住院医疗(0免赔)、中国人保高端住院医疗、悠逸保·高端住院医疗(6年保证续保)
防癌险	好医保·终身防癌医疗险、健康福·防癌1号(慢病版)、健康福·防癌1号(老年版)、健康福·终身防癌险(给付版)、中国人保长期防癌特药险、悠乐保防癌医疗险
重疾险	健康福·百万重疾(长期版)、健康福·重疾1号(大病版)、健康福·重疾险(保20/30年)、健康福·终身重疾险(升级版)、健康福·少儿百万重疾险
失能险	青山在·收入保障险
社商融合普惠保险	健康金福医保补充医疗保险
意外险	欣安宝学生意外伤害保险、安e飞航空旅客意外险
特殊疾病险	肺轻松·医疗险

来源:支付宝APP,国金证券研究所

立足“健康保险+健康管理”融合发展,打造健康保障服务生态闭环,拓展收入来源。2022年人保健康将“健康工程”作为公司重要战略,持续强化资源整合能力,建立医疗、健康管理、康复服务、护理服务等广泛结合的优质服务体系,2025H1公司实现健康管理服务收入1.59亿元,同比+21.4%。2025年9月,公司获批成立健康管理子公司,通过更加专业化的运营与管理,进一步强化健康管理服务优势。当前公司健康管理服务体系由健康管理服务资源、健康管理服务平台和健康管理服务项目构成。

1) 健康管理服务资源:通过“自建+第三方合作”方式,持续完善与“医、养、药、护”

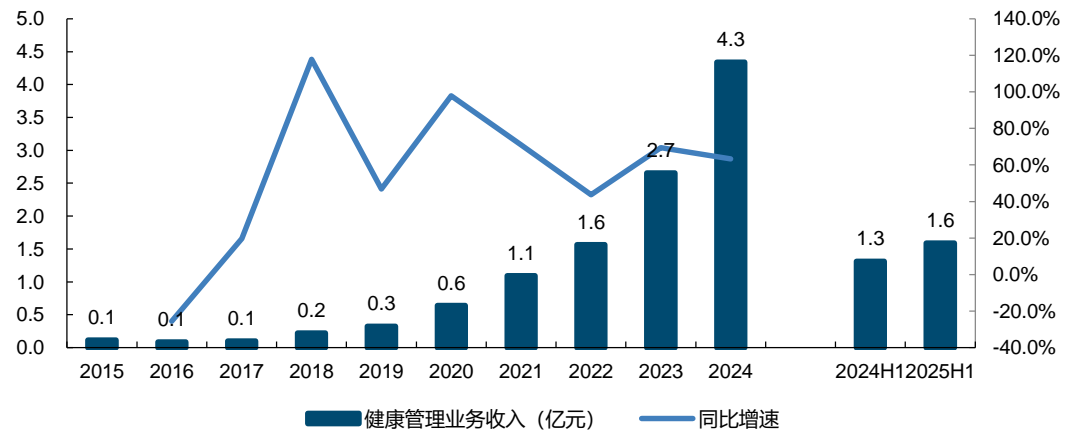


等健康产业链的合作,实现全国医疗及健康管理资源的广泛覆盖,其中国内医院覆盖 7000 余家,且三甲医院超过 1500 家,国际医院覆盖美国、欧洲、日本等百余家优质海外医疗机构;签约副主任及以上医师 680 名,线下合作医师超过 1 万名,通过第三方合作线上咨询医师 10 万余名。体检服务的合作对象包括三级甲等医院 1300 余家 and 近 800 家体检机构,齿科服务的合作机构有 560 余家。药店网络覆盖普药药店 17 万家, DTP 药房 1200 家。

2) 健康管理服务平台:包括线上信息化平台和线下服务机构,满足客户标准化和差异化的健康服务需求。①线上:包括“PICC 人民健康”APP 和健康管理信息系统群两大平台,为用户提供全生命周期以及个性化的健康管理服务。②线下:一是在全国主要省会城市及部分地市建设健康服务中心,面向企业客户提供包括健康讲座、健康咨询、中医理疗、设备检测、慢病管理等各类特色服务,二是建立医疗代表/健康管家人员队伍,其中专职健康管家 174 名,90%具有医学专业背景,平均具有 5 年以上健康管理工作经验,合作健康管家队伍 1771 名,全面覆盖 30 省(直辖市)371 个地市机构,为客户提供健康咨询、健康档案、健康教育、服务预约、全程陪诊、诊后指导、慢病管理等诊前诊中诊后服务。

3) 健康管理服务项目:一是打造完善的产品体系,涵盖健康体检、健康咨询、健康促进、疾病预防、慢病管理、就医服务、药品服务、康复护理共八大类 30 项 150 余款产品,累计提供服务超 1 亿人次,二是承接了人保集团“团险+医疗”员工福利解决方案、千家医疗机构合作计划、健康管理服务平台建设计划、健康管理学院建设项目、“门诊慢病+”等五个项目,持续完善健康管理服务体系并深化相关领域布局。

图表44: 人保健康的健康管理业务收入持续增长

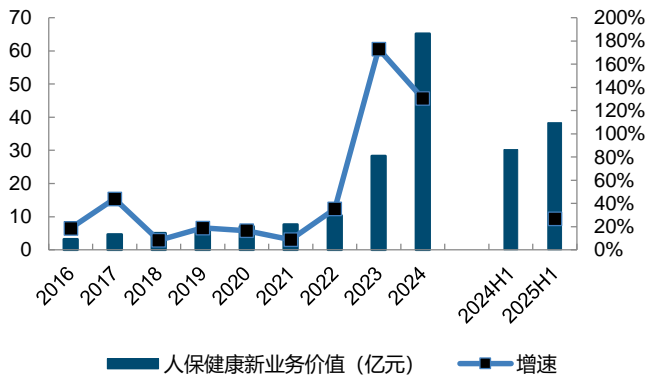


来源: 公司公告, 国金证券研究所

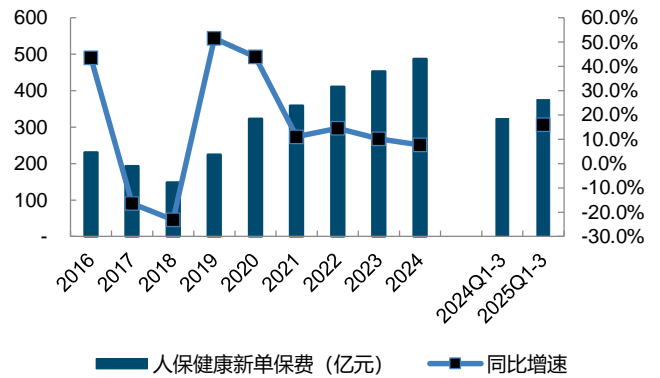
新单保费与价值率双轮驱动,2018 年来公司 NBV6 年复合增速 53%,远高于其他上市险企。2025H1,公司主动下调投资收益率假设至 3.5%,致使 Margin 整体折价 2.3pct,价值体系假设进一步夯实,未重述上期数据口径下 NBV 增长 26.8%表现优异,同比口径增速高达 51.0%。1) 新单保费:近年来互联网健康险高速增长,公司早在 2018 年便与支付宝建立了紧密的合作关系,互联网健康险市场份额领先行业,叠加分红型两全险与护理险的快速增长,驱动新单保费长期保持快速增长,2018-2024 年 CAGR 达到 18%,2025Q1-3 同比+16.1%; 2) Margin:自 2022 年开始快速提升,其中个险渠道从 2021 年的 16.9%提升至 2024 年的 66.5%,预计主要受益于互联网保险业务盈利改善,此外预定利率下调、银保渠道报行合一,及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等举措也有贡献。



图表45: 人保健康 NBV 高速增长



图表46: 人保健康新单保险延续较好增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

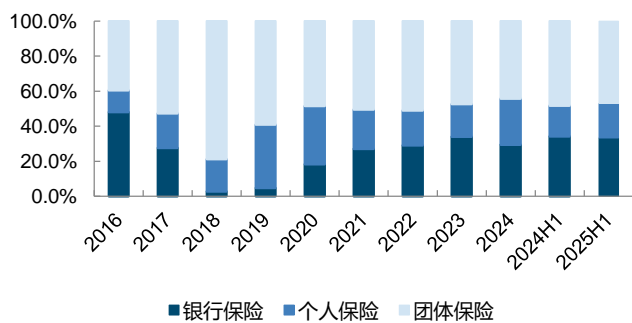
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表47: 人保健康分渠道 NBV margin

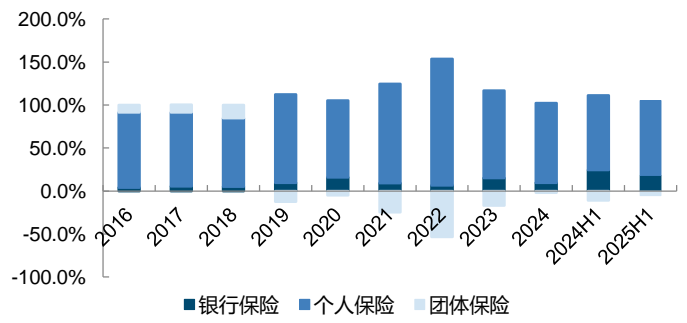
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2024H1	2025H1 (4.0%)	2025H1 (3.5%)
银行保险	6.0%	0.8%	0.5%	0.1%	0.5%	6.8%	6.3%	2.5%	1.1%	0.9%	4.0%	6.1%	7.8%	8.0%	1.9%
个人保险	24.9%	6.6%	12.9%	10.3%	11.2%	16.8%	8.8%	7.8%	16.9%	28.2%	49.4%	66.5%	53.4%	64.3%	62.9%
团体保险	6.2%	2.2%	0.8%	0.3%	0.4%	0.8%	-0.6%	-0.3%	-1.6%	-4.0%	-3.2%	-0.9%	-2.5%	-1.6%	-1.8%
总计	6.7%	1.8%	1.8%	1.5%	2.6%	3.9%	3.1%	2.9%	3.3%	3.8%	9.1%	18.8%	10.9%	14.7%	12.3%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表48: 人保健康新单保费渠道结构



图表49: 人保健康 NBV 渠道结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

NBV 快速增长与营运偏差改善驱动 ROEV 保持高位, 2024 年达到 29.3%, 叠加权益市场向好共同驱动内含价值高速增长, 即便投资收益率假设从 5% 下调至 4%, 公司 2018-2024 年内含价值复合增速仍高达 23%, 2025H1 公司出于审慎再次下调投资收益率假设至 3.5%, 进一步夯实内含价值基础, 但较年初仍实现 18.4% 的增长。

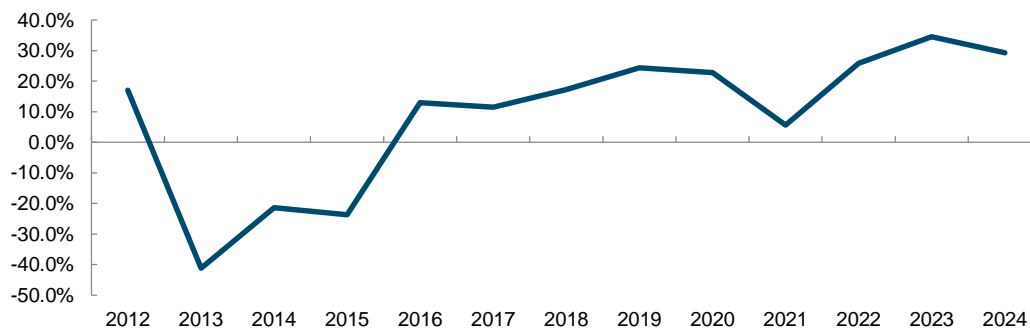
图表50: 人保健康 EV 变动分析

	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调整	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%

来源: 公司公告, 国金证券研究所



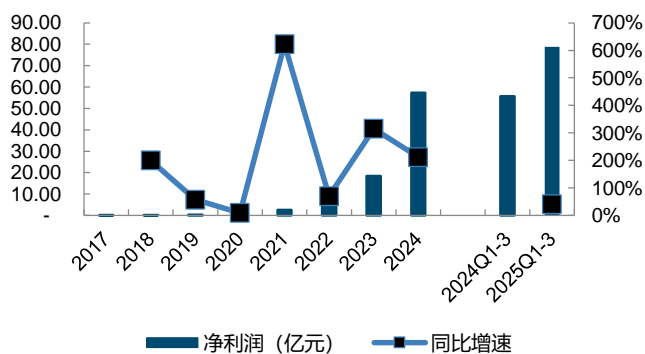
图表51: 人保健康 ROEV 改善



来源: 公司公告, 国金证券研究所

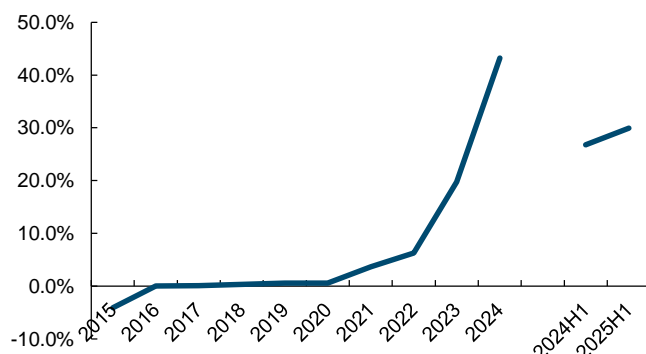
高利润新业务增长积累 CSM, 长期险 CSM 持续释放, 短期险承保持续改善, 人保健康净利润大幅增长, 日益为集团的净利润贡献力量。人保健康净利润从 2018 年的 0.2 亿元持续增长至 2024 年的 57.3 亿元, 复合增速 155%。2025Q1-3 人保健康净利润 78.6 亿元, 同比增长 41%。

图表52: 人保健康净利润快速增长



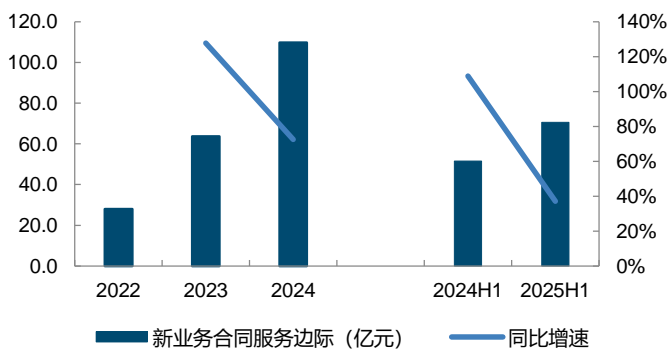
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表53: 人保健康 ROE 快速提升



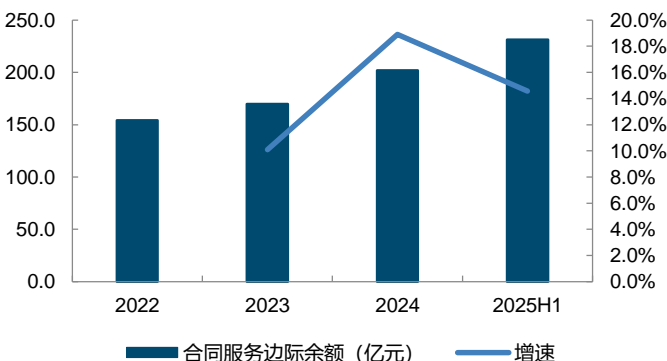
来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 半年度数据未年化

图表54: 人保健康的新业务合同服务边际



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表55: 人保健康的合同服务边际余额



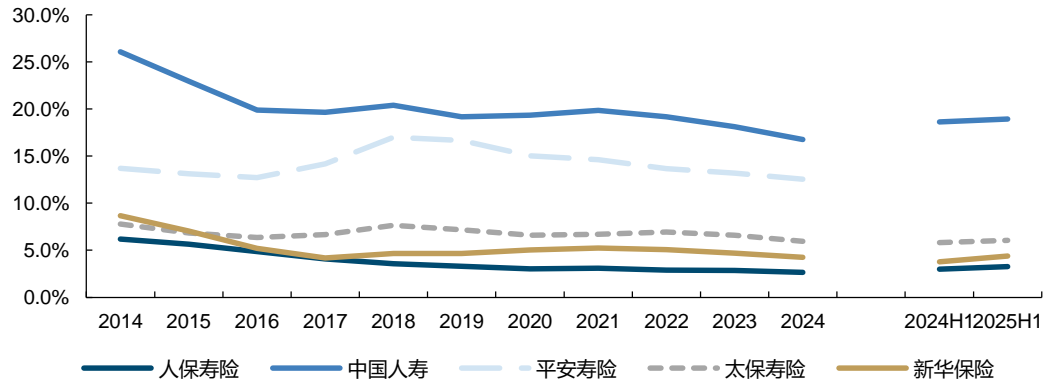
来源: 公司公告, 国金证券研究所

#### 四、人保寿险: 质态大幅改善, 与同业差距逐步缩小

起步时间较晚, 市场根基相对薄弱。人保寿险成立于 2005 年, 晚于上市同业 (国寿 1949 年、新华 1996 年、太保寿 2001 年、平安寿 2002 年), 且个险队伍相对薄弱, 主要以银保渠道为主, 市占率整体偏低, 截至 2024 年公司市占率仅 2.6%, 但随着银保渠道进入快速增长通道, 公司市占率有所提升, 2025H1 市占率为 3.3%, 同比提升 0.3pct。



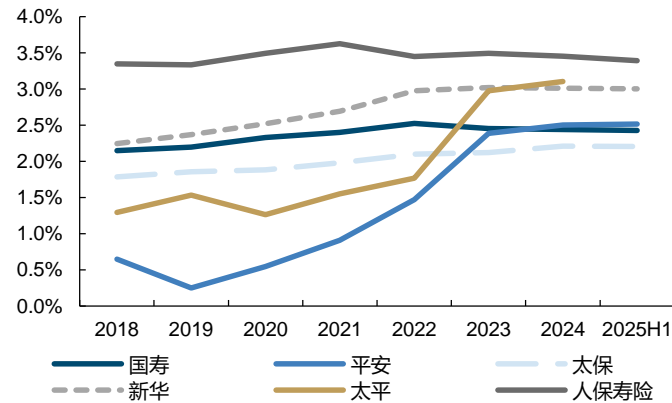
图表56: 人保寿险市占率低于上市同业



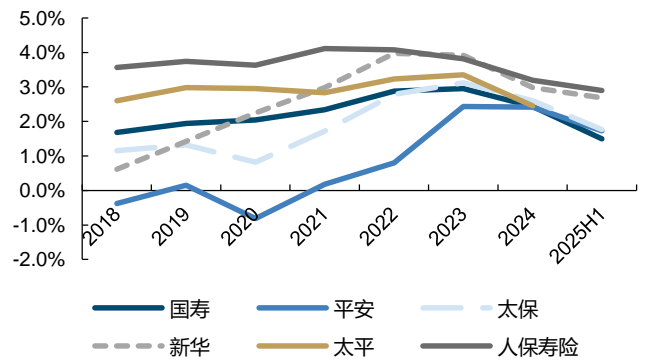
来源: 各公司公告、金融监管总局, 国金证券研究所

负债成本率偏高, 近年来与同业的差距不断缩小。2021年人保寿险的打平收益率为3.63%, 处于上市同业中的最高水平, 但自2021年以来人保寿险的打平收益率有所下降, 截至2025H1打平收益率已降至3.39%, 后续随着分红险转型的推进, 叠加新单摊薄效用强, 预计负债成本将继续快速下降, 与同业差距将继续缩小。

图表57: 价值口径打平收益率 (VIF)



图表58: 价值口径打平收益率 (NBV)



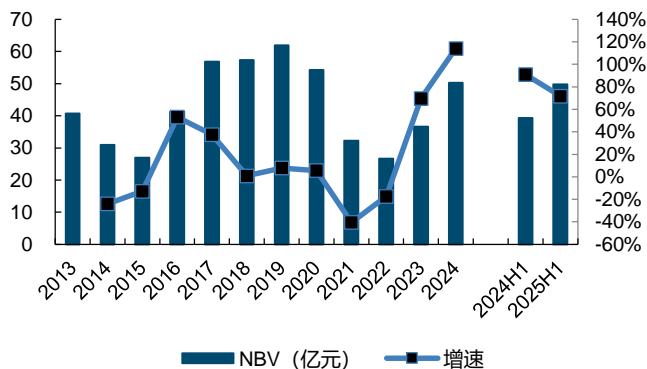
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

居民储蓄需求旺盛叠加价值率触底回升, NBV步入增长周期。2017-2020年, 监管趋严快返型产品销售受限, 公司新单保费复合增速-14.7%, 但价值率提升驱动NBV复合增速7.1%表现好于同业。2021-2022年代理人大幅脱落致使NBV复合增速为-29.9%。自2023年开始, 居民存款搬家、预定利率下调带来阶段性“炒停”驱动新单表现较好, 叠加报行合一与预定利率下调带来Margin回升, NBV步入增长通道, 2022-2024年复合增速37.2%, 高于除新华外的上市同业, 25Q1-3同比+76.6%高于所有同业。展望后续, 居民挪储背景下, 预计NBV仍将延续较好增长。



图表59: 近几年人保寿险 NBV 高增



来源: 公司公告, 国金证券研究所

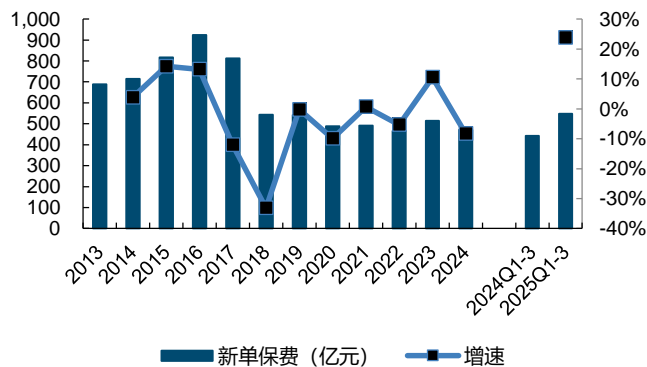
图表60: 2022-2024 年各险企 NBV 复合增速

	NBV	个险NBV	银保NBV
中国平安	-0.5%		
中国人寿	-3.2%	-3.1%	-5.3%
中国太保	20.0%	22.1%	125.0%
新华保险	60.6%	31.2%	169.3%
人保寿险	37.2%	13.5%	106.5%
友邦保险	23.4%	18.1%	39.6%
中国太平	10.5%	15.7%	123.9%
阳光保险	30.7%	23.5%	26.3%

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

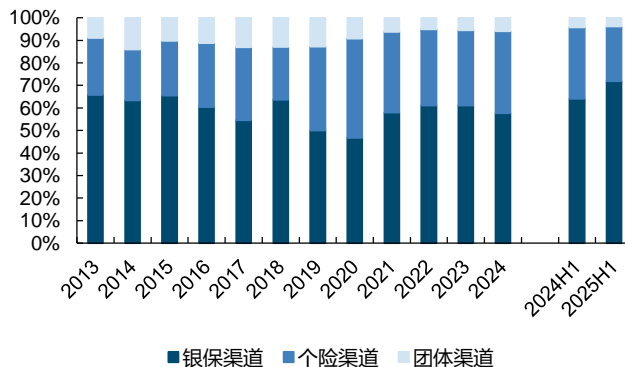
1) 新单保费: 银保渠道合作紧密且占比高, 将成为 NBV 的重要助推。公司自成立以来, 便以银保渠道为发展核心, 与银行建立了紧密的合作关系, 银保新单贡献基本维持在 50% 以上, 且期缴占比持续提升。展望后续, 分红险保证利率 1.75%、演示利率 3.5%-3.9% 相对理财、存款等的优势明显, 存款搬家背景下预计银保渠道仍将延续高增。人保寿险聚焦价值转型, 通过与国有大行建立专属服务团队, 深度整合双方资源, 实现从“简单代销”到“价值共创”的升级, 2025H1 国有大行新单贡献超 50%, 预计后续期缴新单增速有望高于行业, 成为 NBV 增长的重要推力。

图表61: 人保寿险新单保费情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

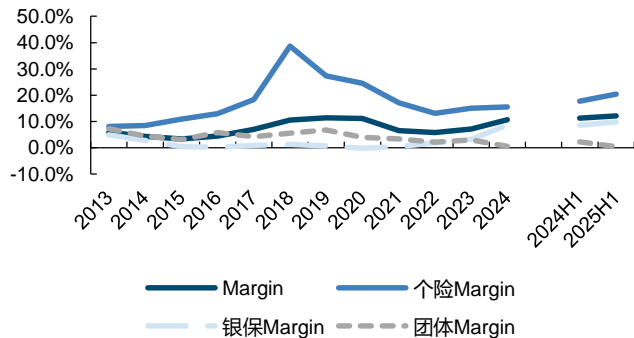
图表62: 人保寿险新单保费分渠道情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

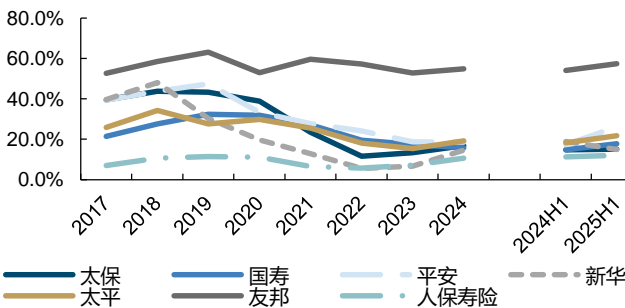
Margin: 截至 2025H1, 人保寿险 Margin 为 12.1%, 较同业 (太平 21.7%、平安 26.1%、国寿 17.7%) 等有明显的提升空间。展望后续, 报行合一深化叠加期缴占比提升利好价值率改善, 分红险转型下预计价值率整体稳健。

图表63: 人保寿险 NBV Margin



来源: 公司公告, 国金证券研究所

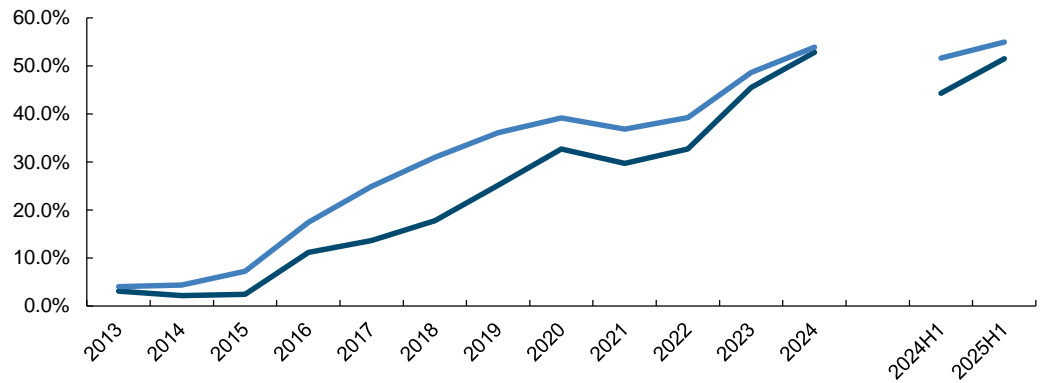
图表64: 上市险企 NBV Margin 对比



来源: 各公司公告, 国金证券研究所



图表65：人保寿险新单期缴占比快速提升



来源：公司公告，国金证券研究所

### 五、资产端：持续增配长久期政府债，长股投增厚投资收益

持续增配长久期政府债，中长期资金入市背景下预计权益仓位将继续提升。1) 固收：利率快速下行叠加长期限的增额终身寿险热销拉长负债端久期，近年来公司持续增配长期利率债以拉长资产久期，债券占比 2025H1 较 2018 年配置比例提升 17.3pct，其中国债占比提升 24.4pct，企业债与金融债减少。2) 权益：2025H1 核心权益资产配置（包括股票、基金、长股投）占比 20.5%，处于同业中较高水平，主要是长期股权投资占比 9.8% 相对较高，股票+基金占比仅 10.7%，且基金配置比例高于同业，但近年来快速下行，与此同时股票配置比例提升，其中 2025H1 较年初提升 1.7pct 至 5.4%，我们认为，公司作为核心金融央企，将积极响应中长期资金入市的政策引导，二级权益占比仍将提升。

图表66：人保大类资产配置结构

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2022	2023	2024	2025H1
现金及现金等价物	6.7%	5.8%	8.5%	6.9%	7.9%	7.2%	2.8%	3.1%	3.2%	2.0%	2.7%	2.2%
固定收益投资	67.6%	63.4%	64.9%	66.4%	63.5%	62.5%	62.9%	64.4%	64.2%	64.5%	67.9%	66.6%
定期存款	19.9%	11.4%	8.3%	11.0%	8.9%	8.2%	7.9%	7.8%	7.9%	5.7%	7.7%	7.1%
国债	1.7%	1.8%	2.2%	3.3%	4.6%	11.3%	15.3%	14.2%	14.3%	15.9%	25.8%	27.6%
金融债	14.5%	12.0%	12.4%	11.5%	11.1%	9.4%	11.3%	13.8%	13.9%	14.7%	11.6%	10.9%
企业债	15.0%	16.0%	17.6%	17.6%	16.7%	15.9%	14.1%	13.2%	13.2%	13.0%	11.5%	11.2%
长期债权投资计划	11.5%	11.8%	12.3%	11.7%	10.3%	8.1%	5.8%	6.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他固定收益投资	4.9%	10.5%	12.1%	11.4%	11.9%	9.6%	8.4%	8.6%	15.0%	15.1%	11.3%	9.8%
权益投资	14.8%	16.4%	10.9%	10.8%	11.8%	14.3%	17.8%	15.6%	20.1%	21.5%	18.2%	20.4%
基金	10.5%	11.6%	6.3%	6.9%	6.3%	6.9%	9.6%	9.3%	9.4%	8.2%	5.3%	5.3%
股票	4.3%	4.8%	4.5%	3.9%	5.0%	6.1%	5.3%	4.3%	4.3%	3.2%	3.7%	5.4%
永续债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	1.3%	2.9%	2.0%	3.1%	4.8%	4.7%	4.8%
其他权益投资	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	5.3%	4.6%	5.0%
其他	10.9%	14.4%	15.7%	15.8%	16.9%	16.0%	16.6%	16.8%	12.5%	12.0%	11.1%	10.7%
对联营和合营企业投资	7.2%	10.6%	11.5%	12.0%	12.0%	11.5%	11.3%	11.3%	11.4%	10.9%	10.2%	9.8%
其他	3.8%	3.8%	4.3%	3.8%	4.9%	4.6%	5.2%	5.5%	1.2%	1.1%	0.9%	0.9%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表67：上市险企资产配置结构

大类配置	平安		太保		国寿		新华		太平		人保		阳光保险	
	2024	2025H1	2024	2025H1	2024	2025H1	2024	2025H1	2024	2025H1	2024	2025H1	2024	2025H1
现金等价物及定期存款	7.2%	7.9%	7.8%	8.4%	8.4%	8.2%	19.7%	21.4%	7.2%	7.0%	10.4%	9.3%	4.0%	9.0%



债券投资	61.7%	60.8%	60.1%	62.4%	59.0%	59.0%	52.1%	50.6%	74.5%	76.5%	49.0%	49.7%	57.7%	53.3%
股票+基金	11.8%	13.8%	11.6%	12.0%	12.2%	13.6%	18.4%	18.2%	13.0%	12.7%	8.9%	10.7%	13.3%	15.1%
其中：股票+权益 型基金	10.0%	12.6%	11.3%	11.8%									13.3%	15.1%
股票	7.6%	10.5%	9.3%	9.7%	7.6%	8.7%	10.6%	11.2%	8.3%	8.3%	3.7%	5.4%	12.3%	14.1%
基金	4.1%	3.4%	2.3%	2.3%	4.6%	4.9%	7.8%	7.0%	4.7%	4.3%	5.3%	5.3%	1.0%	0.9%
长股投	3.5%	3.1%	0.8%	0.4%	4.6%	4.5%	1.9%	2.4%	1.9%	1.6%	10.2%	9.8%	1.9%	1.9%
投资性房地产	2.3%	2.2%	0.3%	1.0%	0.2%	0.2%	0.5%	0.5%	1.5%	1.4%	0.9%	0.9%	1.8%	1.6%
另类投资	13.2%	11.4%	18.8%	15.4%	15.6%	14.5%	6.5%	5.9%	4.8%	4.4%	20.6%	19.6%	21.3%	19.1%
其中：债权投资 计划	3.2%	2.8%	9.7%	8.9%	7.9%	7.4%	2.2%	1.4%	3.9%	3.5%	-	-	3.4%	3.8%
其他	0.4%	0.7%	0.6%	0.3%	0.0%	0.0%	0.5%	0.5%	-2.9%	-3.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

来源：各公司公告，国金证券研究所

股票内部看，公司持续增配高股息股票，以股息补票息从而稳定净投资收益率，OCI 股票规模及占比均有大幅提升，但当前 OCI 股票占投资资产比例仅 2.5%，仍有较大提升空间。

图表68：各上市险企股票资产分账户情况

亿元	FVOCI 股票				FVTPL 股票				FVTPL 股票占投资资产比例			
	2023	2024	2025H1	较年末增长	2023	2024	2025H1	较年末增长	2023	2024	2025H1	较年末变动
平安	1,751	2,632	4,243	61.2%	1,170	1,742	2,250	29.2%	2.5%	3.0%	3.6%	0.6pct
太保	271	761	957	25.9%	1,613	1,790	1,874	4.7%	7.2%	6.5%	6.4%	-0.1pct
国寿	148	602	1,403	133.2%	4,154	4,409	4,799	8.8%	7.7%	6.7%	6.7%	0.1pct
新华	53	306	374	22.3%	1,010	1,502	1,618	7.7%	7.5%	9.2%	9.4%	0.2pct
人保	160	273	439	60.7%	295	329	507	54.0%	2.1%	2.0%	2.9%	0.9pct
太平	224	476	488	2.4%	909	826	911	10.3%	6.7%	5.3%	5.4%	0.1pct
中国财险	279	392	486	23.8%	80	96	168	75.4%	1.3%	1.4%	2.4%	0.9pct
阳光	301	466	589	26.4%	225	210	248	18.3%	4.7%	3.8%	4.2%	0.4pct
中再	80	93	87	-5.6%	173	178	173	-2.8%	4.3%	4.0%	3.9%	-0.2pct
合计（不含中国财险）	2,970	5,570	8,542	53.3%	9,477	10,920	12,308	12.7%	3.5%	3.4%	3.5%	0.1pct
占比	FVOCI 股票占股票比例				FVOCI 股票占股票+基金的比例				FVOCI 股票占投资资产的比例			
	2023	2024	2025H1	较年末变动	2023	2024	2025H1	较年末变动	2023	2024	2025H1	较年末变动
平安	59.9%	60.2%	65.3%	5.2pct	32.2%	39.0%	49.4%	10.4pct	3.7%	4.6%	6.8%	2.2pct
太保	14.4%	29.8%	33.8%	4.0pct	10.8%	24.0%	27.4%	3.4pct	1.2%	2.8%	3.3%	0.5pct
国寿	3.4%	12.0%	22.6%	10.6pct	2.3%	7.4%	14.4%	7.0pct	0.3%	0.9%	2.0%	1.1pct
新华	4.9%	16.9%	18.8%	1.9pct	2.8%	10.0%	11.7%	1.8pct	0.4%	1.88%	2.2%	0.3pct
人保	35.2%	45.4%	46.4%	1.1pct	9.8%	18.6%	23.3%	4.7pct	1.1%	1.7%	2.5%	0.8pct
太平	19.8%	36.6%	34.9%	-1.7pct	11.4%	23.4%	22.9%	-0.5pct	1.7%	3.0%	2.9%	-0.2pct
中国财险	77.8%	80.4%	74.4%	-6.1pct	33.9%	45.8%	47.1%	1.3pct	4.7%	5.8%	6.8%	1.0pct
阳光	57.2%	69.0%	70.4%	1.4pct	52.3%	64.0%	66.0%	2.0pct	6.3%	8.5%	10.0%	1.5pct
中再	31.5%	34.2%	33.5%	-0.6pct	13.8%	15.8%	16.7%	0.9pct	2.0%	2.1%	1.9%	-0.1pct
合计（不含中国财险）	23.9%	33.8%	41.0%	7.2pct	14.3%	21.7%	28.2%	6.6pct	1.7%	2.7%	3.8%	1.1pct

来源：各公司公告、金融监管总局，国金证券研究所

受益于长股投的持续稳定贡献，公司投资收益率领先同业。2025H1 年化总投资收益率为 5.1%，同比上升 1.0pct。

图表69：上市险企投资收益率对比

公司	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2024H1	2025H1	2014-2024 复合收益率	2019-2024 复合收益率
----	------	------	------	------	------	------	--------	--------	-----------------	-----------------



公司	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2024H1	2025H1	2014-2024 复合收益率	2019-2024 复合收益率	
综合投资收益率	中国太保	7.3%	7.4%	5.4%	2.3%	2.7%	6.0%	3.0%	2.4%	5.6%	5.2%
	中国平安	7.2%	4.3%	3.8%	2.7%	3.6%	5.8%	2.8%	3.1%	5.4%	4.6%
	新华保险	7.4%	7.7%	5.0%	1.9%	1.8%	6.1%	2.5%	3.1%	5.5%	5.0%
	中国人保	7.6%	7.3%	5.9%	2.2%	3.4%	6.1%	2.4%	2.8%	5.8%	5.4%
	中国人寿	7.3%	6.3%	4.9%	1.9%	3.2%	5.6%	2.4%	2.2%	5.0%	4.9%
	中国太平	6.5%	6.3%	3.6%	2.3%	2.7%	5.0%	3.0%	1.5%	4.9%	4.4%
总投资收益率	中国太保	5.4%	5.9%	5.7%	4.2%	2.6%	5.6%	2.7%	2.3%	5.3%	4.9%
	中国平安	6.9%	6.2%	4.0%	2.5%	3.0%	4.5%	2.2%	1.9%	5.0%	4.5%
	新华保险	4.9%	5.5%	5.9%	4.3%	1.8%	5.8%	2.4%	3.0%	5.1%	4.7%
	中国人保	5.4%	5.8%	5.8%	4.6%	3.3%	5.6%	2.1%	2.6%	5.5%	5.1%
	中国太平	4.8%	5.4%	5.4%	3.3%	2.7%	4.6%	2.6%	1.3%	4.8%	4.4%
	中国人寿	5.2%	5.3%	5.0%	3.9%	2.7%	5.5%	2.3%	2.1%	4.8%	4.6%
净投资收益率	中国平安	5.2%	5.1%	4.6%	4.7%	4.2%	3.8%	2.0%	1.8%	5.1%	4.6%
	中国人保	5.3%	5.0%	4.8%	5.1%	4.5%	3.9%	1.9%	1.9%	5.1%	4.8%
	中国太保	4.9%	4.7%	4.5%	4.3%	4.0%	3.8%	1.8%	1.7%	4.8%	4.4%
	新华保险	4.8%	4.6%	4.3%	4.6%	3.4%	3.2%	1.6%	1.5%	4.6%	4.1%
	中国人寿	4.6%	4.3%	4.4%	4.0%	3.8%	3.5%	1.7%	1.6%	4.4%	4.1%
	中国太平	4.7%	4.2%	4.1%	4.0%	3.6%	3.5%	1.7%	1.6%	4.2%	4.0%

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：半年度数据未年化，综合投资收益率不含 OCI 浮盈

## 六、盈利预测与投资建议

### 6.1 盈利预测

人保财险：承保盈利大幅改善叠加投资端向好，预计 2025 年利润增速约 28%。展望后续，新车销量增速放缓叠加非车险报行合一推动下预计相关险种保费阶段性承压，公司保险服务收入增速将放缓，COR 在新能源车险“21 条”及非车险报行合一深化背景下预计将继续改善，驱动承保利润延续较好增长，叠加资产端长牛预期，预计利润有望延续正增长，ROE 保持高位。

图表 70：人保财险盈利预测

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
保险服务收入	457,203	485,223	512,947	538,435	564,917
增速	7.7%	6.1%	5.7%	5.0%	4.9%
承保利润	10,189	5,713	11,870	17,976	20,205
增速	-29.1%	-43.9%	107.8%	51.4%	12.4%
财险综合成本率	97.8%	98.8%	97.7%	96.7%	96.4%
归母净利润	24,585	32,173	41,252	44,352	49,022
增速	-15.7%	30.9%	28.2%	7.5%	10.5%
ROE (%)	10.92	13.15	15.09	14.43	14.14

来源：中国财险公司公告，国金证券研究所 注：数据为中国财险口径，采用中国香港会计准则，中国人保采用中国企业会计准则，两者存在差异，以 2024 年为例，中国财险披露的净利润为 321.61 亿元，中国人保披露的人保财险净利润为 331.90 亿元

人保健康：预计保险服务业绩持续向好将驱动净利润延续较高速增长，核心驱动在于：①人口老龄化叠加 DRG/DIP 推进及亚健康人群扩大、保障意识提升，互联网健康险发展空间依然广阔，公司与支付宝合作紧密、产品体系不断丰富，医疗险新单有望保持较快增长，驱动 CSM 持续累积并带动摊销高增；②互联网健康险盈利性较好，营运偏差有望持续增厚利润。


**图表71：人保健康盈利预测**

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
保险服务收入	25,619	27,217	31,046	35,186	39,857
增速	19.3%	6.2%	14.1%	13.3%	13.3%
保险服务费用	23,109	17,752	19,404	21,358	23,476
增速	44.0%	-23.2%	9.3%	10.1%	9.9%
NBV	2,826	6,513	8,683	11,734	14,436
增速	182.9%	130.5%	33.3%	35.1%	23.0%
EV	22,495	30,117	40,132	55,987	75,543
增速	23.3%	33.9%	33.3%	39.5%	34.9%
净利润	1,836	5,730	8,884	11,264	13,678
增速	-53.0%	212.1%	55.0%	26.8%	21.4%
ROE	18.0%	43.2%	54.1%	56.8%	58.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

人保寿险：2024年寿险亏损合同转回带来保险服务费用低基数，预计2025年利润增长有压力。展望后续，居民存款搬家延续，分红险相对银行理财、存款的相对竞争力明显，预计银保渠道仍将延续较高速增长，驱动保险服务收入维持较好增长，降费增效背景下保险服务费用增速有望收敛，保险服务业绩趋于改善，叠加长牛背景下投资收益向好，利润有望延续较好增长。

**图表72：人保寿险盈利预测**

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
保险服务收入	18,204	22,384	27,199	30,436	33,795
增速	-10.9%	23.0%	21.5%	11.9%	11.0%
保险服务费用	16,859	7,483	17,075	18,807	20,695
增速	-9.7%	-55.6%	128.2%	10.1%	10.0%
NBV	3,663	5,024	8,554	10,077	11,531
增速	69.6%	37.2%	70.3%	17.8%	14.4%
EV	101,469	119,731	146,381	174,009	204,696
增速	-2.2%	18.0%	22.3%	18.9%	17.6%
净利润	3	17,098	12,859	14,732	17,224
增速	-100.2%	569833.3%	-24.8%	14.6%	16.9%
ROE	0.0%	45.3%	31.0%	32.3%	34.3%

来源：公司公告，国金证券研究所

人保财险承保端改善，人保健康CSM摊销快速增长持续释放净利润，虽然人保寿险上年亏损合同转回带来高基数压力，但权益市场全年向好，预计高基数下人保集团2025年利润仍可实现双位数增长。展望后续，长牛预期下预计投资收益表现仍将不错，财险承保盈利稳健增长、寿险利差改善、健康险CSM持续释放，预计集团利润有望延续较好增长，预计2025-2027年利润增速分别为+15.1%、+11.0%、+13.5%。

**图表73：中国人保盈利预测**

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
保险服务收入	503,900	537,709	571,192	604,058	638,569
增速	7.5%	6.7%	6.2%	5.8%	5.7%
财险综合成本率	97.8%	98.8%	97.7%	96.7%	96.4%
归属于母公司股东净利润	22,773	42,869	49,332	54,769	62,141
增速	-10.2%	88.2%	15.1%	11.0%	13.5%



单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
人身险内含价值 (EV)	123,964	149,848	186,512	229,954	280,193
增速	1.6%	20.9%	24.5%	23.3%	21.8%
新业务价值 (NBV)	6,489	11,537	17,237	21,810	25,966
增速	105.4%	77.8%	49.4%	26.5%	19.1%
ROE (%)	9.79	16.78	17.17	16.92	17.17
P/E (H)	1.56	1.41	1.24	1.11	0.99
P/B (H)	1.01	0.91	0.80	0.72	0.64
每股分红 (元/股)	0.16	0.18	0.22	0.23	0.25
增速		15.4%	20.0%	8.0%	8.0%
股息率 A	1.9%	2.1%	2.6%	2.8%	3.0%
股息率 H	2.9%	3.3%	4.0%	4.3%	4.6%

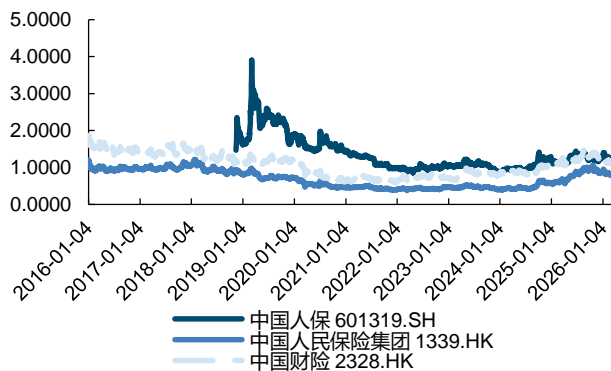
来源：wind，各公司公告，国金证券研究所 注：股息率依据3月20日收盘价测算，新业务价值与内含价值为人保寿险与人保健康的简单加总

### 6.2 估值探讨

中国人保作为中国财险的集团母公司，H股PB估值长期低于中国财险，主要原因在于：一是人保寿险市场份额偏低，规模效应、品牌效应不及头部险企，且渠道以成本较高的银保为主，导致负债成本高于上市同业，在利率快速下行背景下市场对其长期利差损风险存在担忧；二是人保健康在2022年以前仍处于业务培育阶段，盈利贡献有限且价值率偏低，价值尚未充分体现。

我们认为，人保H股估值具备较强修复动能：1) 人保财险：承保盈利改善叠加资产端的长牛预期，公司ROE中枢有望稳定在12%以上，相较海外同业仍存在明显低估；2) 人保寿险：预定利率下调叠加“报行合一”落地，公司新业务刚性负债成本正快速下降；由于存量业务规模相对同业更小且保费增长较快，新业务占比更高，对存量业务负债成本的摊薄效应强于其他上市险企，在利率阶段性企稳及权益市场向好背景下，利差有望逐步改善；3) 人保健康：互联网健康险业务步入盈利释放期，预计保险服务业绩高增将带动净利润高增。4) 美联储降息预期与人民币升值都利好港股流动性改善，集团A/H溢价有望继续收窄。

图表74：中国人保A/H和中国财险的PB (MRQ) 趋势



来源：wind，国金证券研究所

图表75：中国人保A/H溢价



来源：wind，国金证券研究所

1) 中国财险：财险公司估值与ROE水平相关性极高，对比海外主流财险公司历年估值，中国财险存在明显低估。横向对比看，前进保险2020-2025年平均ROE高达26.6%，年平均估值高达4.4X，主要得益于稳定的承保盈利与投资收益。从ROE角度看，安联保险、东京海上控股、丘博保险、伯克希尔平均ROE与中国财险水平相当，但PB估值分别为1.5、1.6、1.5、1.5X，远高于中国财险的0.9X；从估值角度看，日本财产保险、MS&AD控股PB估值分别为1.0X、0.9X，与中国财险相当，但日本财产保险、MS&AD控股平均ROE仅为9.3%、8.4%远低于中国财险。参考海外公司ROE与估值情况，我们认为，中国财险合理估值为1.5XPB。

图表76：世界主流财险公司PB-ROE对比 (ROE单位为%)

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	平均
------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	----

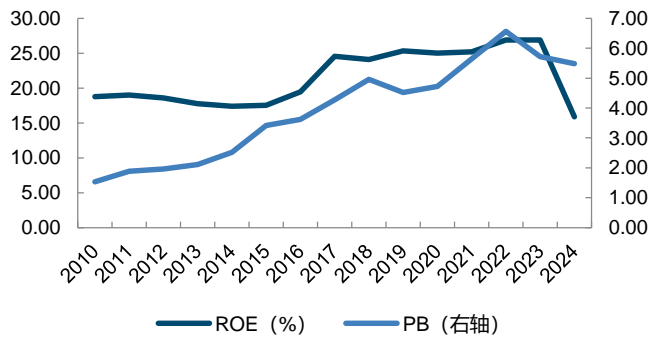


中国财险	ROE	22.4	26.8	25.8	20.5	21.1	22.4	15.8	15.7	11.3	15.6	11.7	11.5	12.9	11.1	13.1	15.1	12.6
	PB	3.8	3.9	2.6	2.2	2.2	2.3	1.5	1.5	1.3	1.2	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9	1.2	0.9
前进保险	ROE	18.1	17.1	15.3	19.1	19.5	17.8	13.5	18.5	26.0	32.4	37.1	19.0	4.2	21.6	37.0	40.4	26.6
	PB	2.1	2.1	2.1	2.4	2.3	2.4	2.5	3.0	3.6	3.6	3.3	3.2	4.3	5.1	5.7	4.9	4.4
安联保险	ROE	11.9	5.7	10.5	11.6	11.2	10.7	10.6	10.2	11.8	11.7	8.8	8.2	10.3	15.5	16.7		11.9
	PB	1.0	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1	1.0	1.2	1.3	1.3	1.1	1.1	1.2	1.6	1.8	2.3	1.5
东京海上控股	ROE	6.8	3.5	0.3	6.2	7.3	7.9	7.2	0.0	7.7	7.4	7.5	4.6	10.9	9.8	15.8	20.6	11.5
	PB	1.0	0.9	0.9	1.2	0.9	1.1	0.9	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.3	1.6	2.1	2.2	1.6
MS&AD 控股	ROE	3.3	0.4	-10.9	4.8	4.4	5.2	6.4	7.8	5.5	6.8	5.5	5.2	8.3	5.2	9.9	16.3	8.4
	PB	0.8	0.5	0.4	0.6	0.4	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	1.2	1.3	0.9
日本财产保险	ROE		-2.2	-8.9	3.8	3.3	3.4	9.2	14.6	7.6	8.0	7.3	7.9	11.1	4.7	17.7	6.9	9.3
	PB	10.1	5.6	1.6	0.9	0.8	0.9	0.8	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8	1.0	1.1	1.2	1.2	1.0
丘博保险	ROE	14.6	6.7	10.4	13.3	9.8	9.7	10.7	7.8	7.8	8.4	6.2	14.3	9.6	16.4	15.0	15.0	12.8
	PB	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2	1.4	1.3	1.2	1.3	1.1	1.3	1.6	1.6	1.8	1.7	1.5
伯克希尔	ROE	9.0	6.4	8.4	9.5	8.6	9.7	8.9	14.2	1.2	21.1	9.8	18.9	-4.7	18.6	14.7	9.8	11.2
	PB	1.4	1.2	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	1.4	1.4	1.2	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6	1.5

来源: wind, 国金证券研究所 注: 平均为自 2020 年来平均值, PB 为 MRQ; 中国财险 2025 年 ROE 为图表 70 的预估值; 除了中国财险、前进保险外, 其他上市主体均存在寿险业务, 估值或受寿险业务扰动

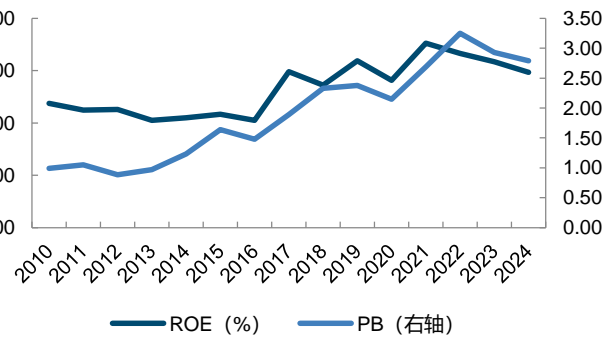
2) 人保健康: 当前人保健康承保经验偏差持续显现以及 CSM 快速摊销(摊销期相对较短, 预计摊销比例 20%左右)有望驱动人保健康净利润维持双位数增长, 对应 ROE 仍高于 40%。参考海外经验, 健康险公司 PB 与 ROE 水平高度相关, 当联合健康 ROE 高于 20%时, 对应 PB 可达 4X 以上, 若审慎给予人保健康 2026 年 2.5XPB, 对应 PEV 估值可达 1X。

图表77: 联合健康年平均 PB 与 ROE 对比



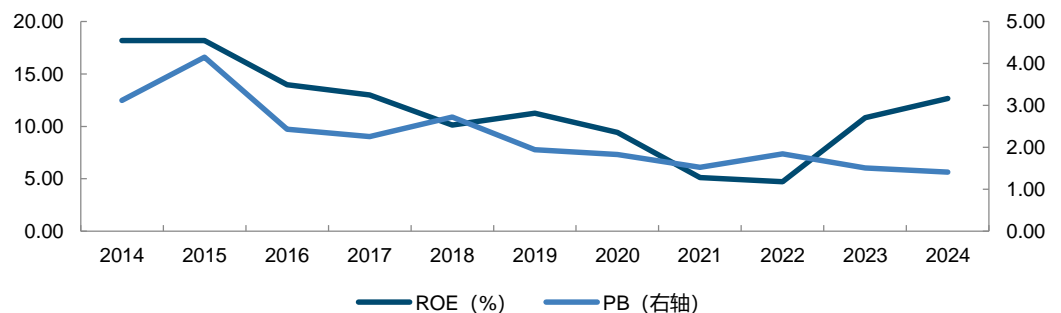
来源: wind, 国金证券研究所

图表78: Elevance Health 年平均 PB 与 ROE



来源: wind, 国金证券研究所

图表79: Centene 年平均 PB 与 ROE



来源: wind, 国金证券研究所



图表80: 海外健康险公司年平均PB与ROE

公司	指标	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
联合健康	ROE (%)	18.75	19.00	18.58	17.76	17.40	17.54	19.46	24.54	24.10	25.32	25.02	25.19	26.91	26.88	15.88
	PB	1.54	1.88	1.96	2.11	2.52	3.41	3.62	4.27	4.96	4.52	4.72	5.65	6.57	5.72	5.49
Elevance Health	ROE (%)	11.86	11.24	11.28	10.25	10.49	10.83	10.26	14.89	13.63	15.95	14.08	17.63	16.65	15.84	14.83
	PB	0.99	1.05	0.88	0.97	1.23	1.64	1.48	1.89	2.33	2.38	2.14	2.69	3.25	2.93	2.79
Centene Corporation	ROE (%)	13.60	12.86	0.20	15.10	18.20	18.20	13.96	12.99	10.13	11.26	9.44	5.12	4.73	10.83	12.65
	PB			2.11	2.89	3.12	4.15	2.43	2.26	2.72	1.95	1.83	1.52	1.85	1.51	1.41
人保健康	ROE (%)						-4.05	0.06	0.12	0.38	0.58	0.58	3.68	6.27	19.74	43.24

来源: wind, 国金证券研究所

分部估值看: ①人保寿险: NBV 高速增长, 且负债成本快速下降, 24 年已降至 3.2% 左右, 但仍高于其他上市险企, 给予 0.4XPEV; ②人保健康: 预计 NBV 增速高于寿险, 且盈利能力优越, 给予 1.0XPEV; ③人保财险: 当前 ROE 中枢高于 12%, 给予 1.5XPB; ④其他业务: 主要是资产管理板块与集团总部的资产, 风险较低, 给予 0.8XPB; 给予 9 折的集团结构折价, 则对应目标价 10.01 元, 截至 3 月 20 日收盘价, A/H 股仍存在 19.3%、84.6% 的空间。保守情况下, 即便财险业务以当前市值计算, 且给予 9 折的集团结构折价, H 股也存在 30% 以上空间。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表81: 中国人保分部估值

百万元		2026E
人保寿险	EV	174,009
	PEV 估值	0.4
	持股比例	80.0%
	市值	55,683
人保健康	EV	55,945
	PEV 估值	1.0
	持股比例	95.5%
	市值	53,400
人保财险	净资产	329,299
	PB 估值	1.5
	持股比例	69.0%
	市值	340,725
其他业务	归母净资产	52,274
	PB 估值	0.8
	市值	41,819
集团	市值合计 (集团结构折价 9 折)	442,464
	目标价 (元)	10.01

来源: wind、公司公告, 国金证券研究所

## 七、风险提示

- 1) 长端利率超预期下行: 若利率超预期下探, 将压低新增固收资产收益率, 保险资金再投资收益下降; 叠加存量高成本负债出清仍需时间, 利差空间收窄甚至出现利差损担忧, 进而压制估值中枢。
- 2) 权益市场波动: 若权益市场出现调整或波动加剧, 将直接冲击权益类资产公允价值变动收益并传导至利润端; 同时削弱分红险吸引力, 扰动新业务价值增长。
- 3) 超预期大灾: 若极端气候及重大灾害事件超预期发生, 将推升赔付支出并抬升综合成本率, 侵蚀承保利润、加大业绩波动。
- 4) 非车险报行合一落地效果不及预期: 若费用压降执行不彻底或市场博弈导致实际费用率下降幅度不及预期, 非车险承保利润修复节奏或放缓。


**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币亿元)						主要财务指标						
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标 (元)		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
保险服务收入	5,039	5,377	5,712	6,041	6,386	每股收益	0.51	0.97	1.12	1.24	1.41	
利息收入	294	309				每股净资产	5.48	6.08	6.92	7.73	8.64	
投资收益	256	251	951	929	1,006	每股内含价值	2.32	2.82	3.51	4.36	5.33	
公允价值变动损益	-99	238				每股新业务价值	0.13	0.23	0.34	0.44	0.52	
其他收益	41	45	48	50	53	价值评估 (倍)						
营业总收入	5,531	6,220	6,711	7,020	7,445	P/E (A 股)	16.29	8.66	7.52	6.77	5.97	
保险服务费用	4,734	4,928	5,225	5,450	5,725	P/B (A 股)	1.53	1.38	1.21	1.09	0.97	
其他支出	454	585	669	669	697	P/E (H 股)	10.53	5.59	4.86	4.38	3.86	
营业总支出	5,188	5,513	5,894	6,119	6,423	P/B (H 股)	0.99	0.89	0.78	0.70	0.63	
营业利润	343	706	817	901	1,022	盈利能力指标						
税前利润	344	706	816	901	1,022	总投资收益率	4.4%	3.2%	5.3%	5.4%	4.7%	
所得税	-30	-128	-151	-162	-184	净资产收益率	9.8%	16.8%	17.2%	16.9%	17.2%	
归属于母公司股东的净利润	228	429	493	548	621	总资产收益率	1.5%	2.6%	2.6%	2.6%	2.7%	
少数股东损益	87	150	172	191	217	盈利增长						
资产负债表 (人民币亿元)						净利润增长率	-10.2%	88.2%	15.1%	11.0%	13.5%	
定期存款	815	1,266	1,299	1,339	1,371	人保寿险 EV 增长率	-2.2%	18.0%	22.3%	18.9%	17.6%	
长期股权投资	1,567	1,678	1,781	1,853	1,943	人保寿险 NBV 增长率	37.3%	37.1%	70.3%	17.8%	14.4%	
交易性金融资产	3,830	3,177	3,878	4,369	4,915	人保健康 EV 增长率	23.3%	33.9%	33.3%	39.4%	34.9%	
债权投资	3,186	3,162	3,581	4,034	4,538	人保健康 NBV 增长率	173.0%	130.5%	33.3%	35.1%	23.0%	
其他债权投资	3,387	5,236	5,966	6,721	7,561	内含价值 (百万元)						
其他权益工具投资	965	1,158	1,268	1,428	1,607	人保寿险内含价值	1,015	1,197	1,464	1,740	2,047	
其他资产	1,821	1,988	2,186	2,538	2,657	人保寿险新业务价值	37	50	86	101	115	
资产总计	15,572	17,664	19,959	22,283	24,592	核心内含价值回报率	6.9%	16.5%	14.8%	14.5%	14.1%	
保险合同负债	9,807	11,228	12,856	14,463	15,967	人保健康内含价值	225	301	401	559	755	
其他负债	2,448	2,764	2,923	3,151	3,401	人保健康新业务价值	28	65	87	117	144	
负债总计	12,255	13,992	15,779	17,614	19,368	核心内含价值回报率	31.5%	41.3%	37.0%	36.8%	33.0%	
股本	442	442	442	442	442							
归属于母公司股东权益	2,424	2,687	3,059	3,417	3,823							
少数股东权益	893	985	1,121	1,252	1,401							
负债和所有者权益合计	15,572	17,664	19,959	22,283	24,592							

来源：公司年报、wind，国金证券研究所 注：总投资收益率为测算值，NBV 增速非同口径



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	5	11	34
增持	0	2	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.67	1.29	1.15	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究