



保险行业研究

买入 (维持评级)

行业专题研究报告

证券研究报告

非银组

分析师: 舒思勤 (执业 S1130524040001) 分析师: 黄佳慧 (执业 S1130525010001)

shusiqin@gjzq.com.cn

huangjihui@gjzq.com.cn

2025 年保险年报综述: 全年资负两端向好, Q4 利润受投资扰动

核心内容

利润: 投资收益大增驱动五家 A 股上市险企全年归母净利润合计+22%, Q4 市场震荡利润普遍大幅负增。2025 年归母净利润增速为太平+221%>国寿+44%>新华+38%>中国财险+26%>太保+19%>阳光+16%>人保+9%>平安+6%, 普遍受益于权益市场向好及权益配置提升, 此外太平还受益于会计准则切换产生的税收一次性影响, 25H2 所得税同比减少 60 亿, 国寿利率上行亏损合同转回带来保险服务费用同比减少 318 亿, 平安剔除子公司并表/出售与可转债转股权价值重估损益后, 调整后净利润同比+22.5%。受 Q4 权益市场回调影响单季利润普遍大幅负增长甚至亏损, 五家 A 股上市险企 Q4 录得净亏损 7 亿 (上年同期+286 亿)。

正营运偏差与投资业绩向好驱动营运利润正增, 合同服务边际整体正增长。2025 年平安、太保集团归母营运利润分别同比+10.3%、+6.1%, 平安寿险、太保寿险、友邦保险归母营运利润分别同比+2.9%、+4.8%、+8.0%全面正增长。合同服务边际受益于营运偏差正贡献、新业务 CSM 增长、VFA 合同投资正贡献, 除平安外均实现正增, 平安负增长预计主要受假设调整影响。新业务看, 受利率下行、分红险转型等综合影响, 国寿与太平的新业务 CCSM 负增长 8%、44%。

DPS 同比提升, 股息率具备配置价值。太平 DPS 受税收减少的一次性影响同比+251%, 国寿、人保、中国财险 DPS 增速 20%以上实现超预期增长, 除阳光持平外其余险企均实现 5%-10%的较好增长。股息率看, 平安 A/H 及人保、中国财险、阳光等 H 股均高于 4.5%, 太保 H 为 4.1%, 具备配置价值。

寿险: NBV 延续高增, 新单全面增长、Margin 普遍提升, 头部险企银保渠道市占率提升。2025 年内地 7 家上市险企 NBV 同比增长 33.8%, 银保渠道高增带动新单保费全面正增长, 预定利率下调、报行合一深化驱动价值率除新华外 (受期缴占比下降拖累) 均同比提升。分公司看, 人保寿、新华、阳光 NBV 分别增长 64%、57%、48%领先, 主要由银保占比较高、对新单拉动更强驱动, 其中新华个险也实现了 39%的新单增长; 其余公司 (除太平、人保健康) 增速均位于 29%-41%, 太平仅+5% (分红险转型影响), 人保健康+23% (预计受精算假设调整影响)。银保渠道集中度大幅提升, 2025 年上市险企银保渠道新单市占率提升 8.6pct 至 32.6%, 剔除阳光后 (未披露数据) 期缴市占率同比+10.0pct 至 34.0%。

财险: 非车险带来保费增速分化, COR 同比改善实现较好承保盈利。2025 年财险原保费整体稳健增长, 车险增速除众安外均位于 2.8%-3.2%区间, 非车险增速为平安 15%、人保 4%、太保-3%。受益于大灾同比好转、报行合一一下车险费用率持续改善, COR 同比好转, 分别为平安 (96.8%/-1.5pct)<中国财险 (97.5%/-1.3pct)=太保财险 (97.5%/-1.1pct)。

资产端: 二级权益占比提升, 总/综合投资收益率普遍向好。债券方面, 太保、太平占比提升 1pct+, 其他公司占比下降, 其中平安和阳光下降超 5pct。权益方面, 各公司均提升股票+基金配置, 平安增配 8.6pct 最多、阳光增配 1.6pct 最少、太保和新华 2.2pct 左右偏少, 其他公司大致在 4pct 左右。6 家险企 OCI 股票平均占比提升 7.5pct 至 40% (其中国寿提升 15.8pct 最多), 占投资资产比例提升 2.3pct 至 4.8%。利率下行上市险企净投资收益率同比下行 0.1-0.5pct 至 2.8%-3.7%区间, 平安 3.7%水平最高且降幅最小; 除太平外各公司总投资收益率同比提升 0.1-0.8pct 至 4.6%-6.6%, 新华提升 0.8pct 至 6.6%, 水平与提升幅度居首, 考虑 FVOCI 权益资产的浮盈后, 除太平外其余公司均在 6%以上。

投资建议与估值

短期资金面扰动不改 2026 年及中长期资负两端基本面向好趋势, 目前估值跌至低位, 待市场风格偏修复, 强 β 的保险股将迎来估值反弹。当前关注点从负债端转向资产端, 首推资产配置稳健、26Q1 业绩增速有望领先的中国太保 A/H, 以及上半年基数较低的中国太平, 其次为中国平安 A/H, 以及长期价值标的中国人保 H。

风险提示

监管趋严; 权益市场波动; 长端利率大幅下行; 宏观经济复苏不及预期。



内容目录

一、财务表现：投资收益改善驱动利润高增，分红稳健增长	4
1、净利润：五家上市险企受资产端催化同比+22%	4
2、合同服务边际：普遍实现正增长	5
3、净资产：利润高增叠加利率上行，净资产实现较好增长	6
4、分红：DPS 同比提升，股息率具备配置价值	6
二、利源分析：保险服务业绩普遍增长，投资业绩表现分化	6
三、寿险：NBV 延续高增，新单全面增长、Margin 普遍提升	7
四、财险：保费收入增速分化，COR 整体表现优异	13
1、保费：车险稳健增长，非车险表现分化	13
2、COR：报行合一下费用改善驱动 COR 优化	14
五、资产端：二级权益占比提升，总/综合投资收益率普遍向好	16
六、投资建议	19
风险提示	19

图表目录

图表 1：上市险企归母净利润情况	4
图表 2：上市险企总投资收益同比增量对比	4
图表 3：上市险企归母营运利润（亿元）	5
图表 4：上市险企寿险营运利润（亿元）	5
图表 5：合同服务边际摊销比例较为稳定	5
图表 6：税前营运利润构成	5
图表 7：合同服务边际普遍实现正增长	5
图表 8：上市险企净资产表现	6
图表 9：利率对净资产的影响	6
图表 10：上市险企分红表现	6
图表 11：新准则下，保险公司业绩归因分析	7
图表 12：新准则下，保险公司业绩归因分析	7
图表 13：上市险企 NBV 表现	8
图表 14：上市险企 NBV Margin 表现	8
图表 15：上市险企新单保费表现	8
图表 16：上市险企内含价值表现	9
图表 17：内含价值变动分析	9



图表 18:	上市险企个险渠道 NBV 表现	10
图表 19:	上市险企个险渠道新单保费	10
图表 20:	代理人规模基本稳定	11
图表 21:	代理人产能维持高位	11
图表 22:	上市险企银保渠道 NBV 表现	12
图表 23:	上市险企银保渠道新单保费	12
图表 24:	上市险企银保渠道市占率大幅提升	12
图表 25:	上市险企与行业财险保费收入情况	13
图表 26:	上市险企与行业车险保费收入情况	13
图表 27:	上市险企与行业非车险保费收入情况	13
图表 28:	上市险企财险分险种保费收入情况 (亿元)	14
图表 29:	上市险企财险保费市占率情况	14
图表 30:	上市险企车均保费 (元)	14
图表 31:	人保财险家自车占比持续提升	14
图表 32:	上市险企综合成本率、赔付率与费用率	15
图表 33:	上市险企车险综合成本率拆分	15
图表 34:	上市险企分险种 COR 情况	15
图表 35:	人保财险季度 COR 拆分	16
图表 36:	保险公司投资资产表现	16
图表 37:	上市险企资产配置结构	16
图表 38:	上市险企资产配置结构	17
图表 39:	上市险企债券配置情况	17
图表 40:	上市险企股票与基金配置情况	18
图表 41:	上市险企投资收益率对比	18



一、财务表现：投资收益改善驱动利润高增，分红稳健增长

1、净利润：五家上市险企受资产端催化同比+22%

2025年五家A股上市险企归母净利润合计+22.4%，其中Q4录得净亏损7亿（上年同期+286亿），主要受权益市场震荡叠加险企权益配置大幅提升影响。2025年上市险企归母净利润增速排序分别为：太平+220.9%>国寿+44.1%>新华+38.3%>中国财险+25.5%>太保+19.0%>阳光+15.7%>人保+8.8%>平安+6.5%。分公司看，除受益于全年权益市场向好外，太平还受益于新旧准则切换产生的税收一次性影响，公司重新计提了递延所得税资产，25H2利润表中所得税费用较24H2减少60亿；国寿利率上行亏损合同转回带来保险服务费用同比减少318亿；平安剔除子公司并表/出售与可转债转股权价值重估损益后，调整后净利润同比+22.5%。单季来看，Q4利润排序分别为：太保+17.4%>新华-38.2%>平安-74.1%>中国财险-99.4%>中国人保（亏损2亿）>国寿（亏损137亿），主要受Q4市场回调影响（沪深300单季度-0.23%，成长风格回调明显，科创50单季度-10%、创业板指-1%），且中长期资金入市背景下保险公司权益仓位均有较大幅提升，投资收益同比显著负增。

图表1：上市险企归母净利润情况

亿元	2024	2025	同比	2025R0E	2024Q4	2025Q4	同比
中国平安	1,266.1	1,347.8	6.5%	14.0%	74.3	19.2	-74.1%
中国平安（营运利润）	1,218.6	1,344.2	10.3%	13.9%	134.2	181.5	35.3%
中国人寿	1,069.4	1,540.8	44.1%	27.9%	24.1	-137.3	同比减少161亿
中国太保	449.6	535.1	19.0%	18.0%	66.5	78.1	17.4%
中国太保（营运利润）	344.3	365.2	6.1%	12.3%	79.1	80.5	1.7%
新华保险	262.3	362.8	38.3%	34.9%	55.5	34.3	-38.2%
中国人保	428.7	466.5	8.8%	16.1%	65.4	-1.8	同比减少67亿
中国财险（净利润）	331.9	403.1	21.4%	14.8%	64.4	0.4	-99.4%
中国财险	321.6	403.8	25.5%	14.8%			
友邦保险	68.4	62.3	-8.8%	14.9%			
友邦保险（营运利润）	66.1	71.4	8.0%	17.0%			
中国太平	84.3	270.6	220.9%	32.6%			
阳光保险	54.5	63.1	15.7%	10.5%			

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：太平为港元、友邦为美元

图表2：上市险企总投资收益同比增量对比

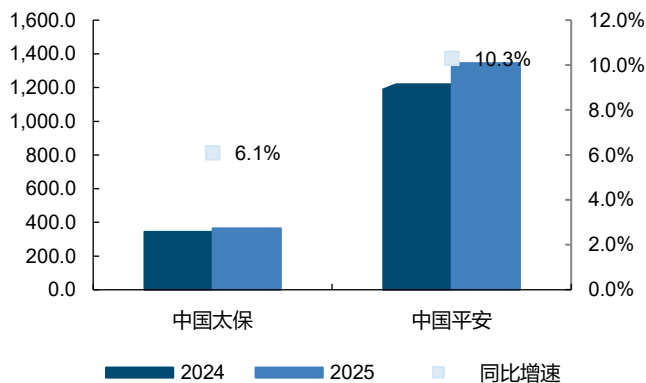
亿元	中国平安				中国太保				中国人保				中国人寿				新华保险			
	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4
总投资收益	-156	109	455	-364	-42	51	257	-60	77	47	100	-120	-109	160	1,021	-287	72	64	180	-73
利息收入	41	49	22	9	5	8	7	8	7	3	2	-3	10	23	22	18	-1	5	4	-3
投资收益	366	74	81	172	86	62	99	11	97	24	94	-18	197	287	639	158	115	63	175	13
公允价值变动	-563	-13	352	-545	-134	-16	149	-76	-25	22	5	-77	-319	-149	355	-436	-50	1	-27	-64
减值损失					2	-3	2	-4	-2	-2	-1	-22	3	-1	4	-26	8	-5	28	-20

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：平安减值损失中包括银行等业务，因此计算时不考虑该科目

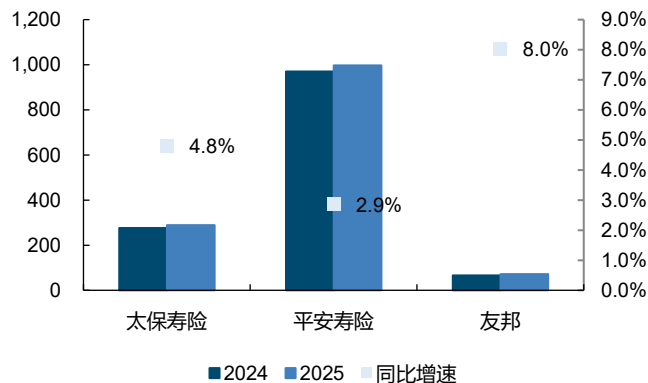
正营运偏差与投资业绩向好驱动营运利润正增。2025年平安、太保集团归母营运利润分别同比+10.3%、+6.1%，平安寿险、太保寿险、友邦保险归母营运利润分别同比+2.9%、+4.8%、+8.0%全面正增长，主要受益于投资向好及营运偏差正贡献。展望后续，预定利率快速下调叠加投资改善带来利差改善、新业务CSM持续增长、VFA保险合同的投资收益增长，均将驱动合同服务边际陆续恢复正增、叠加报行合一深化与险企营运效能的提升，预计后续各险企营运利润有望延续正增长；友邦正增长主要受益于合同服务边际释放同比增长10.6%，投资业绩减少5.1%。



图表3: 上市险企归母营运利润(亿元)



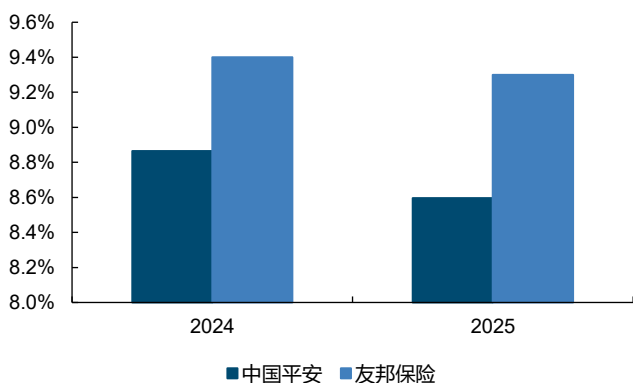
图表4: 上市险企寿险营运利润(亿元)



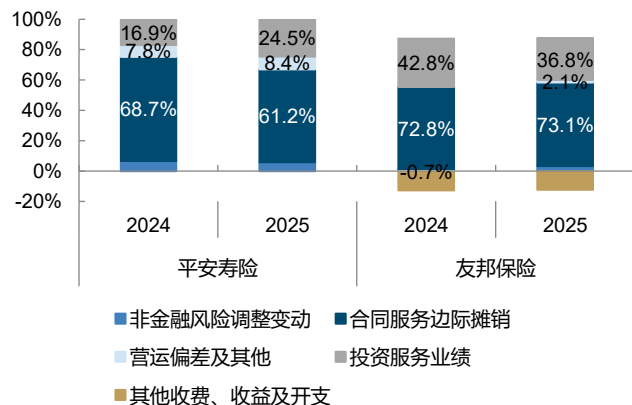
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所 注: 友邦为美元

图表5: 合同服务边际摊销比例较为稳定



图表6: 税前营运利润构成



来源: 各公司公告, 国金证券研究所 注: 摊销比例以摊销/摊销基础测算

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

2、合同服务边际: 普遍实现正增长

合同服务边际的摊销是营运利润的稳定来源, 整体受益于营运偏差正贡献、新业务 CSM 增长、VFA 合同投资正贡献, 上市险企除平安外均实现了正增长, 增速排序分别为友邦 15.5%>人保 13.4%>阳光 13.3%>太平 4.3%>国寿 3.5%>新华 3.3%>太保 3.2%>平安-0.8%, 平安负增长预计主要受发生率、退保率等假设调整影响。新业务看, 受利率下行、分红险转型、负债久期缩短等综合影响, 国寿与太平的新增合同服务边际分别负增长 8.0%、44.2%。

图表7: 合同服务边际普遍实现正增长

CSM 余额 (亿元)	2024	2025H1	2025	较年初	较 H1	新业务 CSM (亿元)	2024	2025	同比
中国平安	7,313	7,332	7,251	-0.8%	-1.1%	中国平安	354	367	3.6%
中国人寿	7,425	7,547	7,684	3.5%	1.8%	中国人寿	577	531	-8.0%
中国太保	3,421	3,464	3,530	3.2%	1.9%	中国太保	185	199	7.7%
新华保险	1,759	1,772	1,817	3.3%	2.6%	新华保险	110	119	8.0%
中国人保	1,127	1,262	1,279	13.4%	1.3%	中国人保	251	302	20.2%
人保寿险	926	1,031	1,045	12.9%	1.3%	人保寿险	142	174	22.8%
人保健康	202	231	234	16.0%	1.3%	人保健康	110	128	16.8%
友邦保险	562	614	649	15.5%	5.8%	友邦保险	77	91	18.7%
中国太平	2,078	2,132	2,167	4.3%	1.6%	中国太平	197	110	-44.2%
阳光保险	509	561	576	13.3%	2.7%				

来源: 各公司公告, 国金证券研究所 注: 太平为港元、友邦为美元, 中国人保为人保寿险与人保健康简单加总



3、净资产：利润高增叠加利率上行，净资产实现较好增长

2025年A股五家上市险企净资产同比+10.7%，受益于利润高增长，及即期利率上行负债端准备金释放带来可转损益的保险合同金融变动正贡献；太保、阳光增速相对较低，主要源于此前负债端采用N日均线计量，与资产端基于即期利率的变动存在错配，阶段性承压。当前十年期国债利率延续区间震荡，预计后续对净资产波动的扰动将有所减弱。

图表8：上市险企净资产表现

亿元	2024	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025	较年初	较Q3末
中国平安	9,286	9,397	9,440	9,864	10,004	7.7%	1.4%
中国人寿	5,097	5,325	5,236	6,258	5,952	16.8%	-4.9%
中国太保	2,914	2,636	2,819	2,842	3,021	3.7%	6.3%
新华保险	962	798	834	1,005	1,115	15.9%	11.0%
中国人保	2,687	2,793	2,851	3,141	3,090	15.0%	-1.6%
中国财险	2,579	2,702	2,783	2,899	2,860	10.9%	-1.3%
友邦保险	405		405		432	6.8%	
中国太平	711		742		952	33.9%	
阳光保险	621		558		582	-6.3%	

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：太平为港元，友邦为美元

图表9：利率对净资产的影响

亿元	中国平安	中国太保	中国人寿	新华保险	中国人保	中国太平	阳光保险
OCI 债权公允价值变动	-1223	-576	-1182	-233	-115	-322	-121
可转损益的保险合同金融变动	868	181	705	54	124	234	-7
利率对净资产的影响	-355	-396	-477	-179	9	-88	-128
期初归母净资产	9,286	2,914	5,097	962	2,687	711	621
利率下降对当年净资产增速的影响	-4%	-14%	-9%	-19%	0%	-12%	-21%

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：太平为港元

4、分红：DPS 同比提升，股息率具备配置价值

DPS 持续增长，太平、国寿、人保等增速超预期。上市险企每股分红增速及分红比例为：太平（251.4%、16.3%）、国寿（31.7%、15.7%）、中国财险（25.9%、37.5%）、人保（22.2%、20.9%）、友邦（10.0%、34.0%）、新华（7.9%、23.5%）、太保（6.5%、30.3%）、平安（5.9%、36.4%）、阳光（持平、34.6%）。当前平安、友邦、太保分红均挂钩营运利润，人保、国寿、太平、阳光等均致力于实现 DPS 持续稳健增长，预计上市公司分红稳健性有望提升。从股息率看，平安 A/H 及人保、中国财险、阳光等 H 股均高于 4.5%，太保 H 为 4.1%，具备配置价值。

图表10：上市险企分红表现

元	每股分红				分红比例（新准则）				2025 股息率	
	2023	2024	2025	同比增速	2023	2024	2025	同比	A 股	H 股
中国平安	2.43	2.55	2.70	5.9%	37.3%	37.9%	36.4%	-1.5pct	4.7%	5.2%
中国人寿	0.43	0.65	0.86	31.7%	26.3%	17.2%	15.7%	-1.5pct	2.3%	3.9%
中国太保	1.02	1.08	1.15	6.5%	29.2%	30.2%	30.3%	0.1pct	3.1%	4.1%
新华保险	0.85	2.53	2.73	7.9%	30.4%	30.1%	23.5%	-6.6pct	4.3%	6.5%
中国人保	0.16	0.18	0.22	22.2%	30.3%	18.6%	20.9%	2.3pct	2.9%	4.6%
中国财险	0.49	0.54	0.68	25.9%	44.3%	36.2%	37.5%	1.3pct		5.2%
友邦保险	1.61	1.75	1.93	10.0%	36.9%	35.2%	34.0%	-1.2pct		2.3%
中国太平	0.30	0.35	1.23	251.4%	17.4%	14.9%	16.3%	1.4pct		5.9%
阳光保险	0.18	0.19	0.19	0.0%	55.4%	40.1%	34.6%	-5.5pct		5.8%

来源：各公司公告，ifind，国金证券研究所 注：太平、友邦为港元，平安、友邦、太保分红比例为营运利润口径

二、利源分析：保险服务业绩普遍增长，投资业绩表现分化

降费增效背景下保险服务费用增速放缓，保险服务业绩普遍增长。2025年平安、太保、人保、太平、阳光、国寿、新



华保险服务业绩分别同比+3%、+2%、-1%、+9%、-19%、+132%、+14%，国寿高增长主要源于利率上行部分亏损合同转回，驱动保险服务费用同比减少 318 亿，太保、阳光负增长受财险 COR 提升影响。

投资服务业绩表现分化。受益于权益市场向好，传统险投资实际偏差改善，太平、新华、太保、国寿、人保投资业绩分别同比+150%、+40%、+34%、+30%、+20%，平安与阳光微负增长。

图表11：新准则下，保险公司业绩归因分析

亿元	平安			太保			人保			阳光		
	2024	2025	增速	2024	2025	增速	2024	2025	增速	2024	2025	增速
保险服务收入 (A)	5512	5595	2%	2795	2889	3%	5377	5707	6%	640	651	2%
保险服务费用 (B)	-4491	-4533	1%	-2431	-2520	4%	-4928	-5272	7%	-585	-606	4%
其他 (C)	-36	-51	41%	-14	-12	-13%	-75	-64	-15%	-1	-2	28%
保险服务业绩 (D=A+B+C)	985	1012	3%	349	356	2%	374	372	-1%	54	43	-19%
承保财务损益 (E)	-1717	-1796	5%	-904	-1010	12%	-421	-448	6%	-117	-171	46%
投资收益合计 (F)	2737	2783	2%	1197	1402	17%	813	918	13%	203	253	24%
投资业绩 (G=E+F)	1020	986	-3%	293	393	34%	392	470	20%	86	82	-5%
利润总额 (披露)	1705	1856	9%	556	661	19%	706	745	6%	81	71	-12%
保险服务贡献率	57.8%	54.5%		62.8%	53.9%		53.0%	49.9%		66.4%	61.1%	
投资贡献率	59.9%	53.1%		52.7%	59.5%		55.6%	63.0%		106.0%	115.1%	
其他贡献率	-17.6%	-7.7%		-15.5%	-13.4%		-8.5%	-12.9%		-72.4%	-76.2%	

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：①其他 (C) 包括分出保费分摊和摊回保险服务费用；②投资收益合计包括利息收入、利息支出、公允价值变动、投资收益、减值损失等科目

图表12：新准则下，保险公司业绩归因分析

亿元	国寿			新华			太平		
	2024	2025	增速	2024	2025	增速	2024	2025	增速
保险服务收入 (A)	2082	2141	3%	478	503	5%	1,113	1,123	1%
保险服务费用 (B)	-1805	-1487	-18%	-316	-317	1%	-864	-868	0%
其他 (C)	4	-5	-233%	-3	-4	24%	-28	-14	-49%
保险服务业绩 (D=A+B+C)	280	649	132%	159	181	14%	220	240	9%
承保财务损益 (E)	-2093	-2582	23%	-608	-778	28%	-607	-522	-14%
投资收益合计 (F)	3081	3866	25%	791	1034	31%	665	668	0%
投资业绩 (G=E+F)	988	1284	30%	182	255	40%	58	146	150%
利润总额 (披露)	1152	1816	58%	281	405	44%	221	334	51%
保险服务贡献率	24.3%	35.7%		56.5%	44.7%		99.5%	71.8%	
投资贡献率	85.8%	70.7%		64.7%	63.0%		26.4%	43.6%	
其他贡献率	-10.1%	-6.4%		-21.2%	-7.7%		-25.9%	-15.4%	

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：①其他 (C) 包括分出保费分摊和摊回保险服务费用；②投资收益合计包括利息收入、利息支出、公允价值变动、投资收益、减值损失等科目；③太平为港元

三、寿险：NBV 延续高增，新单全面增长、Margin 普遍提升

居民存款搬家持续驱动新单增长，预定利率下调、报行合一深化带来 Margin 提升，NBV 整体延续高增。2025 年内地上 7 家上市险企 NBV 同比增长 33.8%，银保渠道高增带动新单保费全面正增长，同时预定利率下调、报行合一深化背景下，价值率除新华外均实现同比提升，预计新华主要受缴期结构调整影响。分公司看，人保寿险、新华、阳光增速领先，NBV 分别同比+64.5%、+57.4%、+48.2%，主要受银保渠道占比较高、对新单拉动更为显著驱动，其中新华个险渠道也实现了 39.3% 的保费增长；其余公司中，除太平、人保健康外增速均位于 29%-41% 区间，太平同比仅增长 5.3% 主要受分红险转型领先影响，新单保费基本持平，但产品结构优化下，margin 仍实现 0.6pct 的提升表现较好；人保健康 NBV 同比+22.5%，预计主要受精算假设调整影响。友邦 NBV 同比+15.0% 实现稳健增长。

单季度看，Q4 单季平安 NBV 同比-71.4%，在首年保费同比+4.9% 的情况下 NBV 显著下滑，预计主要源于公司调整了 2025



年发生率、退保率等非经济假设；太保 Q4 单季 NBV 同比+106%，在新单保费同比-26.5%的情况下 NBV 显著提升，预计主要是由于公司将 2025 年非传统险的风险贴现率从 8.5% 下调至 7.5%。

图表13：上市险企 NBV 表现

累计 NBV (亿元)	2024Q1	2025Q1	同比	2024H1	2025H1	同比	2024Q1-3	2025Q1-3	同比	2024	2025	同比
中国平安	95.6	128.9	34.9%	159.8	223.4	39.8%	244.4	357.2	46.2%	285.3	369.0	29.3%
中国人寿			4.8%	237.3	285.5	20.3%			41.8%	337.1	457.5	35.7%
中国太保	41.6	57.8	39.0%	72.1	95.4	32.3%	117.0	153.5	31.2%	132.8	186.1	40.1%
新华保险			67.9%	39.0	61.8	58.4%			50.8%	62.5	98.4	57.4%
中国人保				69.6	88.2	26.7%				115.4	156.2	35.4%
人保寿险			31.5%	39.4	49.8	26.5%			76.6%	50.2	82.3	63.8%
人保健康				30.3	38.4	26.8%				65.1	73.9	13.4%
友邦保险 (固定汇率)	13.2	15.0	13.0%	24.9	28.4	14.0%	36.6	43.1	18.0%	48.0	55.2	15.0%
友邦保险 (实质汇率)	13.3	15.0	12.8%	24.6	28.4	15.6%	36.2	43.1	19.3%	47.1	55.2	17.1%
中国太平				55.1	67.8	22.9%				91.0	95.9	5.3%
阳光保险				27.2	40.1	47.2%				51.5	76.4	48.2%
单季度 NBV (亿元)	2024Q1	2025Q1	同比	2024Q2	2025Q2	同比	2024Q3	2025Q3	同比	2024Q4	2025Q4	同比
中国平安	95.6	128.9	34.9%	64.2	94.4	47.0%	84.6	133.9	58.3%	41.0	11.7	-71.4%
中国太保	41.6	57.8	39.0%	30.6	37.7	23.2%	44.9	58.1	29.4%	15.8	32.6	106.4%
友邦保险 (固定汇率)	13.2	15.0	13.0%	11.6	13.4	15.1%	11.7	14.8	26.5%	11.4	12.0	5.4%
友邦保险 (实质汇率)	13.3	15.0	12.8%	11.3	13.4	18.9%	11.6	14.8	27.1%	11.0	12.0	9.7%

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：太平为港元，友邦为美元；灰色单元格为非可比口径；中国人保为人保健康与人保寿险简单加总

图表14：上市险企 NBV Margin 表现

寿险 margin	2024H1	2025H1	同比	2024	2025	同比
中国平安	17.3%	26.1%	8.8pct	18.5%	23.4%	4.8pct
中国人寿	14.8%	17.7%	2.9pct	15.7%	19.5%	3.8pct
中国太保	14.7%	15.0%	0.4pct	16.6%	19.8%	3.2pct
新华保险	18.8%	14.9%	-3.9pct	14.6%	16.2%	1.5pct
中国人保	11.1%	12.2%	1.1pct	14.1%	15.9%	1.8pct
人保寿险	11.3%	12.1%	0.8pct	10.7%	14.3%	3.6pct
人保健康	10.9%	12.3%	1.4pct	18.8%	18.3%	-0.5pct
友邦保险 (固定汇率)	54.3%	57.7%	3.4pct	54.9%	58.5%	3.6pct
友邦保险 (实质汇率)	53.9%	57.7%	3.8pct	54.5%	58.5%	4.0pct
中国太平	18.5%	21.6%	3.1pct	20.7%	21.3%	0.6pct
阳光保险	13.9%	21.1%	7.2pct	16.8%	16.9%	0.1pct

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：中国人保为人保健康与人保寿险简单加总

图表15：上市险企新单保费表现

累计 (亿元)	2024Q1	2025Q1	同比	2024H1	2025H1	同比	2024Q1-3	2025Q1-3	同比	2024	2025	同比
中国平安	566	456	-19.5%	922	856	-7.2%	1386	1418	2.3%	1540	1579	2.5%
中国人寿	1124	1074	-4.5%	1603	1613	0.6%	1975	2180	10.4%	2142	2341	9.3%
中国太保	328	424	29.2%	499	630	26.3%	716	852	19.0%	799	913	14.3%
新华保险	126	291	130.8%	212	424	100.5%	374	581	55.2%	426	617	44.9%
中国人保	455	453	-0.5%	627	724	15.4%	766	923	20.5%	817	979	19.8%
人保寿险	253	224	-11.6%	350	413	18.0%	442	548	23.8%	472	577	22.3%
人保健康	202	229	13.5%	278	312	12.3%	323	375	16.1%	346	403	16.5%
友邦保险	24	26	6.9%	45	49	8.7%	68	75	10.9%	86	95	10.2%



累计 (亿元)	2024Q1	2025Q1	同比	2024H1	2025H1	同比	2024Q1-3	2025Q1-3	同比	2024	2025	同比
中国太平				303	312	2.7%				477	479	0.6%
阳光保险				196	190	-3.0%				306	451	47.3%
单季 (亿元)	2024Q1	2025Q1	同比	2024Q2	2025Q2	同比	2024Q3	2025Q3	同比	2024Q4	2025Q4	同比
中国平安	566	456	-19.5%	356	400	12.3%	464	562	21.1%	154	162	4.9%
中国人寿	1124	1074	-4.5%	478	538	12.5%	372	568	52.5%	167	160	-3.7%
中国太保	328	424	29.2%	171	207	20.9%	217	222	2.1%	83	61	-26.5%
新华保险	126	291	130.8%	86	134	56.0%	163	157	-3.7%	52	36	-30.0%
中国人保	455	453	-0.5%	172	271	57.5%	138	198	43.5%	52	57	9.5%
人保寿险	253	224	-11.6%	96	189	95.7%	93	135	45.7%	29	29	-0.5%
人保健康	202	229	13.5%	76	83	9.1%	46	63	39.1%	22	27	22.5%
友邦保险	24	26	6.9%	21	23	10.9%	22	26	15.3%	18	20	7.8%

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：太平为港元，友邦为美元，中国人保为人保健康与人保寿险简单加总

NBV、EV 预期回报贡献稳定，营运偏差普遍正贡献，驱动 EV 实现稳健增长，投资偏差表现分化，市场价值调整（预计主要为旧准则下 AC 债券浮亏）拖累增速。2025 年上市险企内含价值增速位于 3.5%-20% 之间，增速差异主要在于市场价值调整，剔除该影响后国寿、新华、太保增速均在 10% 左右，太平高速增长受益于一次性税收影响，平安、人保增速受精算假设调整拖累。友邦内含价值权益较上年末+11.2% 实现较好增长。

图表 16：上市险企内含价值表现

亿元	内含价值					有效业务价值					经调整后净资产				
	2024	2025H1	2025	较年初	较年中	2024	2025H1	2025	较年初	较年中	2024	2025H1	2025	较年初	较年中
中国平安	14,226	15,013	15,043	5.7%	0.2%	3,996	4,126	3,841	-3.9%	-6.9%	10,230	10,887	11,202	9.5%	2.9%
平安寿险	8,351	9,034	9,286	11.2%	2.8%	3,996	4,126	3,841	-3.9%	-6.9%	4,355	4,908	5,445	25.0%	10.9%
中国人寿	14,011	14,778	14,679	4.8%	-0.7%	5,033	5,286	5,312	5.5%	0.5%	8,978	9,492	9,367	4.3%	-1.3%
中国太保	5,623	5,889	6,134	9.1%	4.1%	2,167	2,273	2,449	13.0%	7.7%	3,493	3,655	3,727	6.7%	2.0%
太保寿险	4,225	4,450	4,655	10.2%	4.6%	2,167	2,273	2,449	13.0%	7.7%	2,059	2,177	2,206	7.2%	1.3%
新华保险	2,584	2,794	2,878	11.4%	3.0%	692	740	754	9.0%	1.9%	1,892	2,054	2,124	12.2%	3.4%
中国人保	1,498	1,662	1,595	6.5%	-4.0%	402	472	438	9.0%	-7.2%	1,097	1,190	1,157	5.5%	-2.8%
人保寿险	1,197	1,306	1,241	3.7%	-4.9%	222	266	238	7.0%	-10.7%	975	1,039	1,004	2.9%	-3.4%
人保健康	301	357	354	17.4%	-0.8%	179	206	200	11.6%	-2.7%	122	151	154	26.0%	1.7%
友邦保险	716	737	797	11.2%	8.2%	385	421	461	19.8%	9.6%	331	316	335	1.3%	6.2%
中国太平	2,342	2,551	2,806	19.8%	10.0%	513	595	584	13.8%	-1.9%	1,829	1,955	2,222	21.5%	13.6%
中国太平 (归母)	1,746	1,906	2,095	20.0%	9.9%										
太平寿险	2,068	2,236	2,445	18.3%	9.4%	513	595	584	13.8%	-1.9%	1,554	1,641	1,861	19.7%	13.4%
太平寿险 (归母)	1,553	1,679	1,836	18.3%	9.4%										
阳光保险	1,158	1,285	1,208	4.3%	-6.0%	403	451	490	21.5%	8.5%	755	834	718	-4.8%	-13.8%
阳光人寿	933	1,062	960	2.9%	-9.6%	403	451	490	21.5%	8.5%	530	611	471	-11.2%	-22.9%

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：太平为港元，友邦为美元，中国人保为人保寿险与人保健康的简单加总

图表 17：内含价值变动分析

亿元	国寿	平安	太保	新华	人保	人保寿	人保健	太平寿	阳光	国寿	平安	太保	新华	人保	人保寿	人保健	太平寿	阳光
期初内含价值	14011	14226	5621	2584	1498	1197	301	2068	1158									
EV 预期回报	758	508	271	156	86	65	21	138	56	5.4%	3.6%	4.8%	6.0%	5.7%	5.4%	6.9%	6.7%	4.9%
新业务价值创造	458	425	209	98	179	88	91	108	94	3.3%	3.0%	3.7%	3.8%	11.9%	7.3%	30.3%	5.2%	8.1%
假设及模型变动	-74	-137	72	-42	-123	-66	-57	-11	10	-0.5%	-1.0%	1.3%	-1.6%	-8.2%	-5.5%	-19.0%	-0.5%	0.9%
市场价值调整	-962	-104	-45		-2	-3	0			-6.9%	-0.7%	-0.8%		-0.1%	-0.2%	0.2%		
投资回报差异	673	298	-26	64	-29	-36	7		-115	4.8%	2.1%	-0.5%	2.5%	-2.0%	-3.0%	2.2%		-9.9%



亿元	国寿	平安	太保	新华	人保	人保寿	人保健	太平寿	阳光	国寿	平安	太保	新华	人保	人保寿	人保健	太平寿	阳光	
股东分红	-194	-393	-70	-83				-36	-22	-1.4%	-2.8%	-1.2%	-3.2%					-1.7%	-1.9%
营运偏差及其他	9	145	16	69	-13	-4	-9	178	4	0.1%	1.0%	0.3%	2.7%	-0.9%	-0.3%	-3.1%	8.6%	0.3%	
其他	-1	77	85	32	0	0	0	0	23	0.0%	0.5%	1.5%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%
期末内含价值	14679	15043	6134	2878	1595	1241	354	2445	1208	4.8%	5.7%	9.1%	11.4%	6.5%	3.7%	17.4%	18.3%	4.3%	

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：太平为港元，人保为人保健康与人保寿险简单加总

预定利率持续下调，2025 年开始各险企都纷纷加大了对于分红险的销售力度，但转型差异较大，太平进展领先。1) 太平：分红险在长险首年期缴保费中占比 86.1%；2) 国寿：浮动收益型业务在首年期交保费中的占比近 50%，其中个险渠道中分红期缴新单占比近 60%，银保渠道分红险新单占比提升约 15 个百分点；3) 新华：分红险新单占比 19.3%，占比逐季提升，其中四季度占期缴新单的比例提升至 77%；4) 太保：分红险新单期缴同比+806.9%，在新保期缴中占比提升至 50.0%，其中代理人渠道占比达 61.4%。5) 阳光：银保渠道新单期缴中分红险占比 32.2%，代理人渠道浮动收益型与保障型产品占比过半。此外，国寿积极推进产品结构多元化，首年期交保费前五大险种的占比较上年下降超 10 个百分点。

1) 个险渠道：Margin 普遍改善驱动 NBV 增长，新单分化，代理人量稳质升

除太平外，2025 年上市险企 NBV 均实现 10% 以上增长，其中人保寿、国寿分别+31.5%、+25.5% 增速领先，主要受益于缴期改善、报行合一深化、预定利率下调背景下，margin 同比+9.3pct、+6.0pct，太平 NBV 同比+6.9%，增速偏低主要受分红险转型影响。

①Margin：受益于预定利率下调与报行合一，除新华外 Margin 同比提升，其中太平在分红险转型领先背景下仍实现了 1.4pct 的增长，国寿、阳光、人保寿、平安 margin 提升超 6pct，预计与缴期结构改善有关，人保健康受精算假设调整影响较上年同期-1.4pct，新华同比-3.9pct 预计主要受缴期缩短等因素影响，其余公司价值率提升幅度均位于 3pct 左右。

②新单保费：新单表现分化，其中新华同比+39.3% 预计主要源于公司加大了中短缴期传统增额终身寿险销售，人保健康同比+26.9% 受益于互联网健康险高速增长（互联网长期险首年期交保费同比增长 77.4%），友邦同比+8.9%、太保持平，高基数叠加分红险转型，其余公司负增长。

图表 18：上市险企个险渠道 NBV 表现

亿元	NBV			Margin			NBV 贡献		
	2024	2025	同比	2024	2025	同比	2024	2025	同比
中国平安	215.8	238.2	10.4%	24.4%	30.8%	6.4pct	75.6%	64.6%	-11.1pct
中国人寿	313.1	393.0	25.5%	25.7%	35.0%	9.3pct	92.9%	85.9%	-7.0pct
中国太保	96.5	107.8	11.7%	27.3%	30.6%	3.2pct	72.7%	57.9%	-14.7pct
新华保险	40.3	48.1	19.4%	27.0%	23.2%	-3.9pct	64.4%	48.8%	-15.5pct
中国人保	87.0	110.0	26.4%	33.2%	39.6%	6.4pct	75.4%	70.4%	-5.0pct
人保寿险	26.7	35.1	31.5%	15.6%	21.6%	6.0pct	53.1%	42.6%	-10.5pct
人保健康	60.3	74.9	24.2%	66.5%	65.1%	-1.4pct	92.6%	101.4%	8.8pct
友邦保险（固定汇率）	37.8	42.73	13.0%	68.1%	71.5%	3.4pct	78.8%	77.5%	-1.4pct
友邦保险（实质汇率）	37.1	42.73	15.3%	67.6%	71.5%	3.9pct	78.7%	77.5%	-1.2pct
中国太平	54.8	58.6	6.9%	20.6%	22.0%	1.4pct	60.2%	61.1%	0.9pct
阳光保险	17.6	20.8	18.5%	26.9%	34.5%	7.6pct	34.1%	27.3%	-6.8pct

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：太平为港元，友邦为美元

图表 19：上市险企个险渠道新单保费

亿元	新单保费			新单保费贡献		
	2024	2025	同比	2024	2025	同比
中国平安	884.2	773.9	-12.5%	57.4%	49.0%	-8.4pct
中国人寿	1192.1	1095.1	-8.1%	55.7%	46.8%	-8.9pct
中国太保	369.0	369.1	0.0%	46.2%	40.4%	-5.7pct
新华保险	149.0	207.5	39.3%	35.0%	33.6%	-1.4pct
中国人保	262.1	277.6	5.9%	32.1%	28.3%	-3.7pct



亿元	新单保费			新单保费贡献		
	2024	2025	同比	2024	2025	同比
人保寿险	171.3	162.5	-5.1%	36.3%	28.2%	-8.1pct
人保健康	90.8	115.1	26.9%	26.3%	28.6%	2.3pct
友邦保险	54.9	59.7	8.9%	63.7%	63.0%	-0.8pct
中国太平	284.3	267.5	-5.9%	59.7%	55.8%	-3.8pct
阳光保险	65.4	60.5	-7.6%	21.4%	13.4%	-8.0pct

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：太平为港元，友邦为美元，中国人保为人保寿险与人保健康简单加总

代理人规模普遍稳定，产能维持高水平。1) 从规模看，截至 2025 年末代理人规模分别为国寿 (58.7 万) > 平安 (35.1 万) > 太保 (18.5 万) > 太平 (16.7 万) > 新华 (13.3 万) > 人保寿 (7.7 万)，除太平、人保寿 (-7%) 外负增幅度均在 5% 以内，太平代理人较 24 年末 -5.94 万 / -26.3%，清虚力度加大，公司活动人力月人均期缴原保费同比 +1.4% 至 1.685 万维持高水平，队伍进一步夯实。2) 从产能看，各险企代理人产能维持高水平，负增长主要受高基数影响。

代理人队伍质态整体改善。1) 平安：优增成效继续显现，大专及以上学历人员占比继续同比提升 1.4pct；2) 太保：核心人力规模下降产能提升，月均核心人力同比 -13.2% 至 4.6 万，月人均首年规模保费同比 +17.1%，佣金收入环比改善，下半年月人均首年佣金同比 +22.0%；3) 国寿：队伍质态不断改善，优增人力同比增长 40.0%。4) 新华：月均合格人力 2.2 万人同比基本持平，月均合格率 16.5%，同比提升 0.6pt；月均绩优人力 1.55 万人，同比增长 2.0%，月均绩优率 11.6%，同比提升 0.7pt；月均万 C 人力 0.33 万人，占比 2.5% 同比持平；月均人均综合产能 1.12 万元，同比增长 43%。

图表20：代理人规模基本稳定

万人	2022	2023	2024	2025Q1	2025H1	2025Q3	2025	较 24 年末	较 25Q3	较 25H1
中国平安	44.5	34.7	36.3	33.8	34	35.4	35.1	-3.3%	-0.8%	3.2%
中国人寿	66.8	63.4	61.5	59.6	59.2	60.7	58.7	-4.6%	-3.3%	-0.8%
中国太保	24.1	19.9	18.8		18.6		18.5	-1.6%		-0.5%
新华保险	19.7	15.5	13.64		13.3		13.34	-2.2%		0.3%
人保寿险	9.7	8.9	8.3		7.9		7.7	-7.0%		-2.8%
中国太平	39.1	23.5	22.6		22.5		16.7	-26.3%		-25.8%

来源：各公司公告，国金证券研究所

图表21：代理人产能维持高位

元/月/人	人均新单			人均 NBV		
	2024	2025	同比增速	2024	2025	同比增速
中国人寿	15,907	15,184	-5%	4,178	5,449	30%
中国平安	23,419	21,746	-7%	5714	6,698	17%
中国太保	33,420	33,987	2%	4,370	4,963	14%
新华保险	7,832	11,200	43%	2,302	2,968	29%
人保寿险	16,638	16,950	2%	2,591	3,659	41%

来源：各公司公告，国金证券研究所

2) 银保渠道：NBV 高速增长，头部险企市占率大幅提升

NBV 普遍高速增长，新单与 margin 大多表现较好。2025 年各寿险公司均实现较好增长，国寿、平安、太保、新华 NBV 增速均超 100%，阳光、人保寿险超 60%，太平同比 +5.7%，增速较低主要受分红险转型影响。1) 新单保费：平安与国寿增速最高超 90%，阳光、新华超 50%，太保、人保寿险分别增长 35.5%、41.4%，太平、友邦增速为 15.7%、12.5%。从缴期看，期缴保费普遍高增，平安同比 +162.9% 增速最高，太平同比 +3.7%，其余披露数据的公司增速在 29%-67% 之间，除平安外均加大了趸交投放，其中国寿趸交同比 +209 亿至 320 亿最多。2) Margin：预定利率下调，margin 普遍提升，太保提升 5.7pct 最多，太平产品结构调整下同仅下降 0.5pct 表现较好，阳光同比 -0.4pct 预计受趸交占比提升影响，其余寿险公司提升幅度在 3pct-4.4pct 之间。

银保渠道贡献度大幅提升。寿险公司银保渠道贡献度均同比提升，其中平安、太保、新华、人保寿提升幅度均超 10pct，当前阳光、新华、人保寿险的银保渠道 NBV 占比已超 50%，太保、太平位于 35% 左右，友邦、平安位于 25%-30% 区间，展望后续，银保渠道直接受益于居民存款搬家，客户优势和账户优势明显，叠加大型险企开拓银保市场的积极性和优势显著，预计新单期缴保费仍将实现较好增长，平安、国寿等险企银保贡献度将继续提升。



图表22: 上市险企银保渠道NBV表现

亿元	NBV			Margin			NBV贡献		
	2024	2025	同比	2024	2025	同比	2024	2025	同比
中国平安	39.5	94.1	138.0%	20.1%	24.5%	4.4pct	13.9%	25.5%	11.6pct
中国人寿	24.0	64.5	169.3%	8.0%	11.0%	3.0pct	7.1%	14.1%	7.0pct
中国太保	33.3	67.4	102.7%	11.4%	17.1%	5.7pct	25.1%	36.2%	11.2pct
新华保险	25.1	52.7	110.2%	10.1%	13.9%	3.8pct	40.1%	53.6%	13.5pct
中国人保	29.6	49.7	67.6%	7.9%	9.9%	1.9pct	25.7%	31.8%	6.1pct
人保寿险	23.4	46.7	99.6%	8.6%	12.1%	3.5pct	46.6%	56.8%	10.2pct
人保健康	6.2	2.9	-52.8%	6.1%	2.5%	-3.6pct	9.5%	4.0%	-5.6pct
友邦保险(固定汇率)	13.1	15.93	22.0%	41.9%	45.4%	3.5pct	27.2%	28.9%	1.7pct
友邦保险(实质汇率)	13.0	15.93	22.4%	41.7%	45.4%	3.7pct	27.6%	28.9%	1.3pct
中国太平	31.8	33.6	5.7%	20.8%	20.3%	-0.5pct	34.9%	35.0%	0.1pct
阳光保险	28.7	47.2	64.6%	14.2%	13.8%	-0.4pct	55.7%	61.8%	6.1pct

来源: 各公司公告, 国金证券研究所 注: 太平为港元, 友邦为美元, 中国人保为人保寿险与人保健康简单加总, 国寿NBV以整体NBV-个险NBV测算

图表23: 上市险企银保渠道新单保费

亿元	新单保费			新单保费贡献			期缴新单			银保期缴占比		
	2024	2025	同比	2024	2025	同比	2024	2025	同比	2024	2025	同比
中国平安	196.4	383.3	95.1%	12.8%	24.3%	11.5pct	121.7	320.1	162.9%	62.0%	83.5%	21.5pct
中国人寿	299.0	585.1	95.7%	14.0%	25.0%	11.0pct	187.8	264.8	41.0%	62.8%	45.3%	-17.5pct
中国太保	290.7	393.9	35.5%	36.4%	43.1%	6.8pct	108.7	169.6	58.6%	37.4%	43.0%	5.7pct
新华保险	249.2	379.5	52.3%	58.5%	61.5%	3.0pct	138.7	179.7	29.6%	55.7%	47.4%	-8.3pct
中国人保	374.4	503.6	34.5%	45.8%	51.4%	5.6pct	168.1	273.1	62.5%	44.9%	54.2%	9.3pct
人保寿险	272.3	385.0	41.4%	57.7%	66.8%	9.0pct	143.8	239.1	66.3%	52.8%	62.1%	9.3pct
人保健康	102.1	118.6	16.2%	29.5%	29.5%	-0.1pct	24.3	34.1	40.3%	23.8%	28.7%	4.9pct
中国太平	158.2	183.0	15.7%	33.2%	38.2%	5.0pct	153.9	159.6	3.7%	97.3%	87.2%	-10.1pct
阳光保险	201.8	340.9	69.0%	65.9%	75.6%	9.7pct						
友邦保险	31.2	35.1	12.5%	36.3%	37.0%	0.8pct						

来源: 各公司公告, 国金证券研究所 注: 太平为港元, 友邦为美元, 中国人保为人保寿险与人保健康简单加总

头部险企市占率大幅提升。报行合一后价值率提升, 叠加“1+3”网点限制的放开, 头部公司纷纷大力开拓银保渠道, 在资源协同、品牌、服务等优势加持下, 头部市占率提升趋势继续显现, 2025年上市险企银保渠道市占率提升8.6pct至32.6%, 剔除阳光后(未披露数据)期缴新单市占率同比+10.0pct至34.0%。展望后续, 分红险转型考验险企长期投资能力, 演示利率统一压降至3.5%后, 大型险企品牌、服务、渠道、资源协同等固有优势将更为凸显, 预计头部集中趋势将继续深化。

图表24: 上市险企银保渠道市占率大幅提升

亿元	银保新单市占率			期缴新单市占率		
	2024	2025	同比	2024	2025	同比
中国平安	2.7%	4.5%	1.9pct	3.4%	8.1%	4.7pct
中国人寿	4.1%	6.9%	2.8pct	5.2%	6.7%	1.5pct
中国太保	4.0%	4.7%	0.7pct	3.0%	4.3%	1.3pct
新华保险	3.4%	4.5%	1.1pct	3.8%	4.5%	0.7pct
中国人保	5.1%	6.0%	0.9pct	4.7%	6.9%	2.2pct
人保寿险	3.7%	4.6%	0.8pct	4.0%	6.0%	2.0pct
人保健康	1.4%	1.4%	0.0pct	0.7%	0.9%	0.2pct
中国太平	2.0%	2.0%	0.0pct	4.0%	3.6%	-0.3pct
阳光保险	2.8%	4.0%	1.3pct			



亿元	银保新单市占率			期缴新单市占率		
合计	24.0%	32.6%	8.6pct	24.1%	34.0%	10.0pct

来源：慧保天下，各公司公告，国金证券研究所 注：各公司与行业数据口径或存在细微差异

四、财险：保费收入增速分化，COR 整体表现优异

1、保费：车险稳健增长，非车险表现分化

受非车险影响，2025 年上市险企财险原保费增速分化。2025 年财险原保费收入排序为众安 (+6.7%) > 平安 (+6.6%) > 人保 (+3.3%) > 太保 (+0.2%)，行业整体为 +3.9%，集中度方面，CR3 同比 -0.1pct 至 62.7%。表现分化主要受非车险影响：除众安外车险增速差异不大，同比增速在 2.8%-3.2% 区间（行业增速为 3.0%），车均保费整体持平；非车险同比增速分别为：平安 (14.5%) > 人保 (3.9%) > 太保 (-3.0%)，行业整体增速为 5.0%，CR3 同比 -0.1pct 至 55.9%。

具体来看：1) 平安非车险增速较快主要受意健险同比 +25.2%、农险同比 +16.3% 驱动。2) 太保非车险负增主要由于调结构继续，责任险、农险、健康险、企财险分别 +3.9%、+3.4%、+0.0%、+1.6%，其他险种 -19.0%（主要受个人信用保证险影响，除此之外的非车险保费同比 +2.4%）。3) 人保财险非车险稳健增长，意健险、农险、责任险、企财险、其他险种分别 +1.9%、+1.7%、+4.4%、+1.7%。

图表25：上市险企与行业财险保费收入情况

累计 (亿元)	2024Q1	2025Q1	同比	2024H1	2025H1	同比	2024Q1-3	2025Q1-3	同比	2024	2025	同比
人保财险	1,740	1,804	3.7%	3120	3233	3.6%	4283	4432	3.5%	5381	5558	3.3%
平安财险	791	851	7.7%	1604	1719	7.1%	2394	2562	7.0%	3218	3432	6.6%
太保财险	625	631	1.0%	1130	1140	0.9%	1598	1600	0.1%	2032	2036	0.2%
众安在线	71	80	12.3%	152	167	9.3%	255	269	5.6%	334	356	6.7%
行业	4,905	5,155	5.1%	9176	9645	5.1%	13067	13712	4.9%	16907	17570	3.9%
单季 (亿元)	2024Q1	2025Q1	同比	2024Q2	2025Q2	同比	2024Q3	2025Q3	同比	2024Q4	2025Q4	同比
人保财险	1740	1804	3.7%	1380.2	1428.6	3.5%	1163	1199	3.1%	1097	1126	2.6%
平安财险	791	851	7.7%	813.2	867.2	6.6%	790	844	6.9%	824	869	5.4%
太保财险	625	631	1.0%	505.4	508.9	0.7%	468	460	-1.8%	434	436	0.4%
众安在线	71	80	12.3%	81.5	87.0	6.7%	103	103	0.2%	79	87	9.9%
行业	4905	5155	5.1%	4271.4	4489.6	5.1%	3890	4068	4.6%	3840	3858	0.5%

来源：各公司公告、金融监管总局，国金证券研究所

图表26：上市险企与行业车险保费收入情况

累计 (亿元)	2024Q1	2025Q1	同比	2024H1	2025H1	同比	2024Q1-3	2025Q1-3	同比	2024	2025	同比
人保财险	692	717	3.5%	1394	1441	3.4%	2134	2201	3.1%	2974	3057	2.8%
平安财险	518	537	3.7%	1048	1086	3.6%	1605	1661	3.5%	2233	2304	3.2%
太保财险	265	268	1.3%	522	536	2.8%	781	805	3.0%	1073	1105	3.0%
行业	2142	2234	4.3%	4311	4505	4.5%	6546	6836	4.4%	9137	9409	3.0%
单季 (亿元)	2024Q1	2025Q1	同比	2024Q2	2025Q2	同比	2024Q3	2025Q3	同比	2024Q4	2025Q4	同比
人保财险	692	717	3.5%	701	724	3.2%	741	761	2.7%	840	856	2.0%
平安财险	518	537	3.7%	530	549	3.5%	557	575	3.2%	628	642	2.4%
太保财险	265	268	1.3%	257	268	4.2%	260	269	3.4%	292	301	3.0%
行业	2142	2234	4.3%	2169	2271	4.7%	2235	2331	4.3%	2591	2573	-0.7%

来源：各公司公告、金融监管总局，国金证券研究所

图表27：上市险企与行业非车险保费收入情况

累计 (亿元)	2024Q1	2025Q1	同比	2024H1	2025H1	同比	2024Q1-3	2025Q1-3	同比	2024	2025	同比
人保财险	1047	1087	3.8%	1726	1792	3.8%	2149	2231	3.8%	2407	2500	3.9%
平安财险	273	314	15.1%	556	632	13.8%	788	901	14.3%	985	1128	14.5%
太保财险	360	363	0.7%	609	604	-0.8%	817	795	-2.7%	959	931	-3.0%
行业	2763	2921	5.7%	4865	5140	5.6%	6521	6876	5.4%	7770	8161	5.0%



单季(亿元)	2024Q1	2025Q1	同比	2024Q2	2025Q2	同比	2024Q3	2025Q3	同比	2024Q4	2025Q4	同比
人保财险	1047	1087	3.8%	679	705	3.8%	423	438	3.7%	258	270	4.7%
平安财险	273	314	15.1%	283	318	12.5%	233	269	15.6%	197	227	15.2%
太保财险	360	363	0.7%	248	241	-2.9%	208	191	-8.3%	143	136	-4.9%
行业	2763	2921	5.7%	2103	2219	5.5%	1656	1736	4.9%	1249	1285	2.9%

来源: 各公司公告、金融监管总局, 国金证券研究所

图表28: 上市险企财险分险种保费收入情况(亿元)

中国财险	2024	2025	同比	平安财险	2024	2025	同比	太保财险	2024	2025	同比
整体	5,381	5,558	3.3%	整体	3,218	3,432	6.6%	整体	2,012	2,015	0.1%
机动车辆险	2,974	3,057	2.8%	车险	2,233	2,304	3.2%	车险	1,073	1,105	3.0%
非车险	2,407	2,500	3.9%	非车险	985	1,128	14.5%	非车险	939	910	-3.1%
意外伤害及健康险	1,012	1,076	6.4%	责任保险	242	243	0.1%	责任险	222	231	3.9%
农险	549	559	1.9%	健康保险	183	382	25.2%	农险	193	199	3.4%
责任险	376	382	1.7%	意外伤害保险	122			健康险	203	203	0.0%
企业财产险	169	177	4.4%	农业保险	107	125	16.3%	企财险	78	80	1.6%
信用保证险	51			保证保险	-24			其他	243	197	-19.0%
货运险	61	306	1.7%	货运险		107					
其他险种	190			其他险种	354						

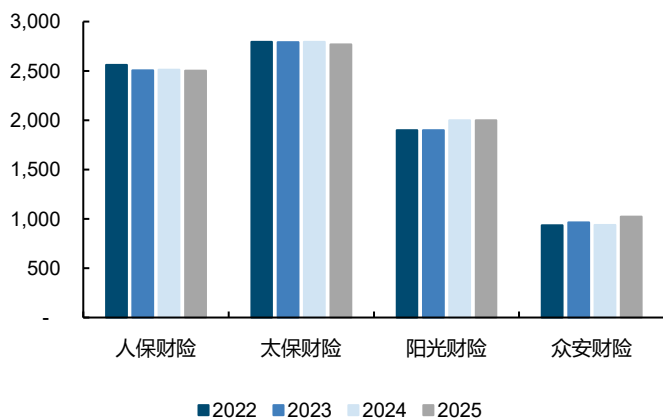
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表29: 上市险企财险保费市占率情况

财险行业	2024	2025	同比	车险行业	2024	2025	同比	非车险行业	2024	2025	同比
人保财险	31.8%	31.6%	-0.2pct	人保财险	32.5%	32.5%	-0.1pct	人保财险	31.0%	30.6%	-0.3pct
平安财险	19.0%	19.5%	0.5pct	平安财险	24.4%	24.5%	0.0pct	平安财险	12.7%	13.8%	1.1pct
太保财险	12.0%	11.6%	-0.4pct	太保财险	11.7%	11.7%	0.0pct	太保财险	12.3%	11.4%	-0.9pct
众安在线	2.0%	2.0%	0.1pct								
CR3	62.9%	62.7%	-0.1pct	CR3	68.7%	68.7%	0.0pct	CR3	56.0%	55.9%	-0.1pct

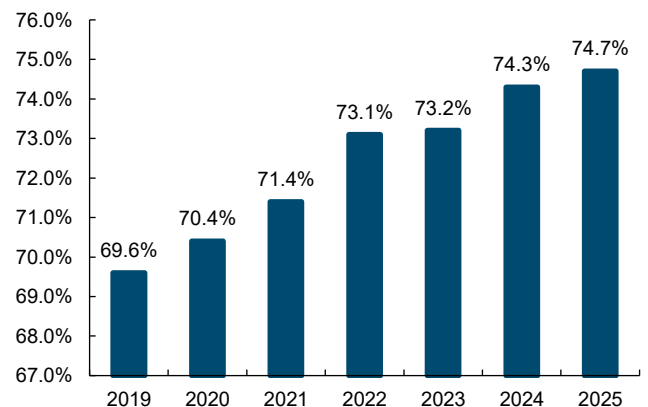
来源: 各公司公告、金融监管总局, 国金证券研究所

图表30: 上市险企车均保费(元)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表31: 人保财险家自车占比持续提升



来源: 中国财险业绩推介PPT, 国金证券研究所

2、COR: 报行合一费用改善驱动COR优化

受益于大灾同比好转、报行合一车险费用率持续改善、险企费用精细化管理能力提升, COR 同比好转。COR 表现分别为: 众安在线(95.8%/-1.1pct) < 平安财险(96.8%/-1.5pct) < 中国财险(97.5%/-1.3pct) = 太保财险(97.5%/-1.1pct), 中国财险赔付率同比抬升主要受新能源车险占比提升、农险准备金使用等因素影响。



图表32: 上市险企综合成本率、赔付率与费用率

COR	2024Q1	2025Q1	变动	2024H1	2025H1	变动	2024Q1-3	2025Q1-3	变动	2024	2025	变动	
人保财险	97.9%	94.5%	-3.4pct	96.8%	95.3%	-1.5pct	98.2%	96.1%	-2.1pct	98.5%	97.6%	-0.9pct	
中国财险				96.2%	94.8%	-1.4pct				98.8%	97.5%	-1.3pct	
中国平安	99.6%	96.6%	-3.0pct	97.8%	95.2%	-2.6pct	97.8%	97.0%	-0.8pct	98.3%	96.8%	-1.5pct	
中国太保	98.0%	97.4%	-0.6pct	97.1%	96.3%	-0.8pct	98.7%	97.6%	-1.1pct	98.6%	97.5%	-1.1pct	
众安在线				97.9%	95.6%	-2.3pct				96.9%	95.8%	-1.1pct	
赔付率	2024H1	2025H1	变动	2024	2025	变动	费用率	2024H1	2025H1	变动	2024	2025	变动
人保财险	70.7%	72.3%	1.6pct	72.7%	74.0%	1.3pct	人保财险	26.1%	23.0%	-3.1pct	25.8%	23.6%	-2.2pct
中国财险	70.1%	71.8%	1.7pct	73.0%	73.9%	0.9pct	中国财险	26.1%	23.0%	-3.1pct	25.8%	23.6%	-2.2pct
中国平安	70.6%	69.2%	-1.4pct	71.0%	70.4%	-0.6pct	中国平安	27.2%	26.0%	-1.2pct	27.3%	26.4%	-0.9pct
中国太保	69.6%	69.5%	-0.1pct	70.8%	70.4%	-0.4pct	中国太保	27.5%	26.8%	-0.7pct	27.8%	27.1%	-0.7pct
众安在线	61.0%	54.7%	-6.3pct	58.3%	57.1%	-1.2pct	众安在线	37.2%	40.9%	3.7pct	38.6%	38.7%	0.1pct

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

车险方面, 报行合一深化费用率下降, 带来 COR 同比改善。2025 年中国财险、平安财险、太保财险车险 COR 分别为 95.3%、95.8%、95.6%, 分别同比-1.5pct、-2.3pct、-2.6pct, 主要受益于报行合一趋严费用率同比有所下降, 但新能源车占比抬升, 预计赔付率有所上升, 其中中国财险赔付率同比+1.8pct 至 74.4%。当前各险企新能源车险保费占比已提升至 20%以上, 平安、人保、太保占比分别为 22.8%、22.1%、22.6%, 随着新能源车险“21”条政策效能逐步释放, 新能源车险盈利能力正稳步提升, 平安 2025 年全年新能源车险业务实现承保盈利。

图表33: 上市险企车险综合成本率拆分

	综合成本率			综合赔付率			综合费用率		
	2024	2025	变动	2024	2025	变动	2024	2025	变动
人保财险	96.8%	95.3%	-1.5pct	72.6%	74.4%	1.8pct	24.2%	20.9%	-3.3pct
中国平安	98.1%	95.8%	-2.3pct	73.3%			24.9%		
中国太保	98.2%	95.6%	-2.6pct						

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

非车险表现分化, 中国财险改善, 平安与太保同比抬升。25 年中国财险、平安财险、太保财险非车险 COR 分别为 100.8%、98.9%、99.9%, 同比分别-1.0pct、+0.1pct、+0.8pct。具体来看: 1) 中国财险: 农险受上年同期大灾准备金使用等因素影响 COR 同比+2.2pct 至 101.9%, 大灾赔付好转叠加费用改善企财险同比-12.4pct 至 101.0%, 意健险加强费用管控 COR 同比-0.5pct 至 99.0%, 责任险 COR 同比-0.7pct 至 104.5%、其他险同比-0.8pct 至 98.0%。单季度来看, 中国会计准则下, Q4 单季 COR 为 101.9%, 同比+2.5pct, 其中车险 COR 同比-0.1pct 至 96.9%, 非车险 COR 同比+6.6pct 至 110.1%, 主要受台风“麦德姆”等灾害影响。2) 太保财险: 剔除个人信用保证保险业务影响后, COR 同比-2.1pct 至 97.0%, 具体看, 健康险 (95.0%, -9.3pct)、农险 (103.2%, 同比+4.5pct)、责任险 (102.3%, -1.4pct)、企财险 (94.1%, -9.7pct)。3) 平安财险: 非车险同比+0.1pct 至 98.9%, 保证险风险出清, 农险同比-1.1pct 至 98.7%表现较好, 责任险 (+4.1pct 至 106.8%)、意健险 (+3.6pct 至 99.4%)、货运险 (+5.8pct 至 98.0%)。

图表34: 上市险企分险种 COR 情况

中国财险	2024	2025	变动	平安财险	2024	2025	变动	太保财险	2024	2025	变动
整体	98.8%	97.5%	-1.3pct	整体	98.3%	96.8%	-1.5pct	整体	98.6%	97.5%	-1.1pct
机动车辆险	96.8%	95.3%	-1.5pct	车险	98.1%	95.8%	-2.3pct	车险	98.2%	95.6%	-2.6pct
非车险	101.9%	100.8%	-1.0pct	非车险	98.8%	98.9%	0.1pct	非车险	99.1%	99.9%	0.8pct
意外伤害及健康险	99.5%	99.0%	-0.5pct	责任保险	102.7%	106.8%	4.1pct	责任险	103.7%	102.3%	-1.4pct
农险	99.7%	101.9%	2.2pct	健康保险	93.4%	99.4%	3.6pct	农险	98.7%	103.2%	4.5pct
责任险	105.2%	104.5%	-0.7pct	意外伤害保险	99.0%			健康险	104.3%	95.0%	-9.3pct
企业财产险	113.4%	101.0%	-12.4pct	农业保险	99.8%	98.7%	-1.1pct	企财险	103.8%	94.1%	-9.7pct
其他险种	98.8%	98.0%	-0.8pct	保证保险	102.2%						
				货运险	92.2%	98.0%	5.8pct				

来源: 各公司公告, 国金证券研究所 注: 中国财险 H 口径, 太保财险非车险剔除个人信用保证险后 COR 同比下降 2.1pct 至 97%



图表35: 人保财险季度COR拆分

累计	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025
COR	97.9%	96.8%	98.2%	98.5%	94.5%	95.3%	96.1%	97.6%
车险COR		96.4%	96.8%	96.8%		94.2%	94.8%	95.3%
非车险COR		97.3%	100.4%	101.2%		97.0%	98.1%	100.9%
单季	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
COR	97.9%	95.7%	100.9%	99.5%	94.5%	96.1%	97.7%	101.9%
车险COR			97.5%	97.0%			96.0%	96.9%
非车险COR			102.1%	103.5%			100.0%	110.1%

来源: 中国人保、中国财险公司公告, 国金证券研究所

五、资产端: 二级权益占比提升, 总/综合投资收益率普遍向好

投资收益改善叠加寿险负债端高增长, 2025年保险行业资金运用余额较年初增长16%至38.5万亿元, 内地七家保险公司合计投资规模较年初增长13%至22.9万亿元, 各公司增速处于11%-17%之间。

图表36: 保险公司投资资产表现

亿元	2024	2025H1	2025	较2024年末增长	较2025H1增长
平安	57,314	62,025	64,900	13.2%	4.6%
太保	27,345	29,247	30,400	11.2%	3.9%
国寿	66,111	71,272	74,237	12.3%	4.2%
新华	16,294	17,125	18,412	13.0%	7.5%
人保	16,418	17,607	19,016	15.8%	8.0%
太平	15,621	16,833	17,430	11.6%	3.5%
中国财险	6,765	7,115	7,604	12.4%	6.9%
阳光	5,486	5,919	6,402	16.7%	8.2%
行业	321,731	349,500	370,801	15.3%	6.1%

来源: wind、各公司公告、金融监管总局, 国金证券研究所 注: 太平为港元

债券配置分化, 权益占比普遍提升。1) 固收方面, 债券配置表现分化。太保、太平近几年增额终身寿销售较多, 持续增配债券拉长久期, 占比较上年末分别提升1.0pct、1.6pct, 利率处于历史低位叠加利率抬升带来债券贬值, 其他公司债券配置比例均有下降, 其中平安和阳光下降幅度均超5pct 降幅最高。2) 权益方面, 中长期资金入市政策引导下各公司积极增配权益, 股票+基金占比均有提升, 但幅度差异明显, 其中平安增配8.6pct 最多、阳光增配1.6pct 最少、太保和新华分别增配2.2pct、2.3pct, 其他公司大致在4pct左右。结构上看, 本轮加仓以股票为主, 基金配置变动不大, 人保、太平基金占比下降0.7pct、0.3pct, 其余公司小幅提升0.2pct至1.6pct。分阶段看, 除阳光外, 各公司下半年权益增配力度普遍强于上半年, 叠加市场向好对规模形成正向拉动, 其中平安增配6.5pct 最多、其次为太平4.0pct 和国寿3.3pct, 其他公司增配2pct左右, 加仓方向仍以股票为主, 仅人保减配基金, 其余公司小幅增配。长股投方面, 除新华外其余公司配置比例均下降, 新华占比提升1.7pct, 其中计入长股投的试点基金规模较2024年末提升241亿至505亿, 并新增将杭州银行纳入长股投范围。

图表37: 上市险企资产配置结构

	中国平安			中国太保			中国人寿			新华保险		
	2024	2025H1	2025	2024	2025H1	2025	2024	2025H1	2025	2024	2025H1	2025
现金等价物及定期存款	7.2%	7.9%	9.4%	7.8%	8.4%	9.0%	8.4%	8.2%	8.2%	19.7%	21.4%	18.3%
债券投资	61.7%	60.8%	55.0%	60.1%	62.4%	61.0%	59.0%	59.0%	57.4%	52.1%	50.6%	49.6%
股票+基金	11.8%	13.8%	20.3%	11.6%	12.0%	13.8%	12.2%	13.6%	16.9%	18.3%	18.1%	20.6%
其中: 股票+权益型基金	10.0%	12.6%	19.1%	11.3%	11.8%	13.4%						
股票	7.6%	10.5%	14.8%	9.3%	9.7%	11.1%	7.6%	8.7%	11.3%	10.5%	11.1%	11.2%
基金	4.1%	3.4%	5.6%	2.3%	2.3%	2.7%	4.6%	4.9%	5.7%	7.8%	7.0%	9.4%
长股投	3.5%	3.1%	2.7%	0.8%	0.4%	0.5%	4.6%	4.5%	4.1%	1.9%	2.4%	3.6%
投资性房地产	2.3%	2.2%	2.2%	0.3%	1.0%	0.9%	0.2%	0.2%	0.2%	0.6%	0.6%	0.5%



	中国平安			中国太保			中国人寿			新华保险		
	2024	2025H1	2025	2024	2025H1	2025	2024	2025H1	2025	2024	2025H1	2025
另类投资	13.2%	11.4%	9.5%	18.8%	15.4%	14.4%	15.6%	14.5%	13.2%	5.2%	4.6%	4.7%
其中：债权投资计划	3.2%	2.8%	2.4%	9.7%	8.9%	7.7%	7.9%	7.4%	7.0%	2.2%	1.4%	0.7%
其他	0.4%	0.7%	0.9%	0.6%	0.3%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	0.5%	0.9%

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：另类投资包括非标债权、股权、未上市股权、优先股、永续债；新华股票投资中剔除了优先股；阳光基金中不包括债权基金；太平其他包括买入返售证券/卖出回购证券

图表38：上市险企资产配置结构

	中国太平			中国人保			中国财险			阳光保险		
	2024	2025H1	2025	2024	2025H1	2025	2024	2025H1	2025	2024	2025H1	2025
现金等价物及定期存款	7.2%	7.0%	7.6%	10.4%	9.3%	9.9%	14.3%	11.8%	11.5%	4.0%	9.0%	6.7%
债券投资	74.5%	76.5%	76.1%	49.0%	49.7%	48.3%	38.4%	41.1%	40.7%	57.7%	53.3%	52.2%
股票+基金	13.0%	12.7%	16.6%	8.9%	10.7%	13.3%	12.7%	14.5%	16.5%	13.3%	15.1%	14.8%
其中：股票+权益型基金										13.3%	15.1%	14.8%
股票	8.3%	8.3%	12.2%	3.7%	5.4%	8.7%	7.2%	9.2%	11.4%	12.3%	14.1%	13.7%
基金	4.7%	4.3%	4.4%	5.3%	5.3%	4.6%	5.4%	5.3%	5.1%	1.0%	0.9%	1.2%
长股投	1.9%	1.6%	0.7%	10.2%	9.8%	9.3%	9.9%	9.7%	9.6%	1.9%	1.9%	1.8%
投资性房地产	1.5%	1.4%	1.4%	0.9%	0.9%	0.8%	1.1%	1.1%	0.9%	1.8%	1.6%	1.4%
另类投资	4.8%	4.4%	3.4%	20.6%	19.6%	18.5%	22.9%	21.0%	19.8%	21.3%	19.1%	23.0%
其中：债权投资计划	3.9%	3.5%	2.7%	-	-	-	4.6%	4.1%	3.6%	3.4%	3.8%	3.5%
其他	-2.9%	-3.6%	-5.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：另类投资包括非标债权、股权、未上市股权、优先股、永续债；新华股票投资中剔除了优先股；阳光基金中不包括债权基金；太平其他包括买入返售证券/卖出回购证券

债券资产方面，新会计准则实施后，寿险公司普遍将大部分债券划入 FVOCI 账户，以对冲利率下行导致的准备金增提压力，从而平滑综合收益与净资产波动。2025 年各公司 FVOCI 债券占比较年初均有所提升，其中太平提升 7pct 幅度最大，对应 FVTPL 债券占比普遍下降，2025 年利率低位回升，各公司交易型债券比重有所下降。结构上看，平安、国寿、太保、太平约 70%–90% 的债券配置于 FVOCI 账户，新华、人保约 55%–70%，因此新华净资产对利率变动更为敏感。

寿险公司持续增配利率债，一方面拉长久期，另一方面与热销的增额终身寿、养老年金进行期限匹配，除人保外利率债占比均高于 70%，财险配置金融债、企业债占比更高，但在长期利率中枢下行的背景下，也在逐步加大利率债配置力度。

图表39：上市险企债券配置情况

	太保		新华		国寿		平安		人保		中国财险		中国太平	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
政府债	70.8%	72.9%	70.6%	76.0%	74.0%	77.6%	75.6%	77.4%	52.8%	57.9%	47.4%	53.2%		
金融债	18.9%	18.0%	21.9%	15.4%	9.4%	8.2%	19.6%	19.0%	23.7%	20.5%	27.1%	24.3%		
企业债	10.4%	9.1%	7.5%	8.6%	16.6%	14.2%	4.8%	3.6%	23.5%	21.6%	25.5%	22.5%		
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
FVPL	16.7%	14.7%	15.1%	14.5%	14.4%	10.7%	16.6%	14.3%	16.7%	15.2%	19.3%	14.9%	23.2%	18.4%
AC	1.3%	1.0%	30.5%	27.3%	0.3%	0.1%	7.4%	8.1%	18.2%	18.7%	26.3%	30.0%	9.2%	6.8%
FVOCI	82.0%	84.3%	54.4%	58.2%	85.3%	89.3%	76.0%	77.6%	65.1%	66.1%	54.4%	55.1%	67.7%	74.8%

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：平安债券为平安集团-平安银行体量，仍比险资债券规模大一些；太平债券分账户中包含了少量非标债权

股票资产方面，OCI 配置节奏稳定，TPL 加仓集中于下半年。全年维度，FVOCI 股票与 FVTPL 股票分别增长 5733 亿元、5772 亿元，其中下半年分别增长 2886 亿元、4430 亿元，下半年呈现 TPL 股票快速增长的特征，一方面，科技主线行情带动部分公司如平安积极加仓，另一方面，下半年 TPL 股票涨幅高于 OCI，进一步推升相关规模。占比方面，各公司策略分化，全年看，平安、人保、太平 FVOCI 股票占比有所下降，国寿、太保、新华占比提升，其中国寿提升 15.8pct 提升最多，下半年看，平安、新华、人保占比下降，太保、国寿提升，太平基本持平。

横向比较来看，六家上市公司 FVOCI 股票的平均占比为 40%，其中国寿和新华占比分别为 28%和 18%，占投资资产比例分别为 3.1%、2.1%，处于较低水平，因此利润表波动相对更大。考虑两家公司共同设立的私募证券投资基金（每家约 505



亿元)后,其 FVOCI 股票占投资资产比例分别提升至 3.8%、4.8%。

图表40: 上市险企股票与基金配置情况

亿元	FVOCI 股票					FVPL 股票				
	2024	2025H1	2025	较 25H1 增长	较 24 年末增长	2024	2025H1	2025	较 25H1 增长	较 24 年末增长
平安	2632	4243	5413	27.6%	105.7%	1,742	2,250	4,168	85.2%	139.2%
太保	761	957	1248	30.4%	64.2%	1,790	1,874	2,128	13.6%	18.9%
国寿	602	1403	2324	65.7%	286.4%	4,409	4,799	6,029	25.6%	36.7%
新华	306	374	385	2.9%	25.8%	1,502	1,618	1,779	10.0%	18.5%
人保	273	439	705	60.6%	158.1%	329	507	957	88.7%	190.7%
太平	476	488	742	52.0%	55.7%	826	911	1,382	51.7%	67.3%
中国财险	392	486	552	13.6%	40.7%	96	168	314	87.2%	228.4%
FVOCI 股票占股票比例						FVOCI 股票占投资资产比例				
亿元	2024	2025H1	2025	较 25H1 变动	较 24 年末变动	2024	2025H1	2025	较 25H1 变动	较 24 年末变动
平安	60.2%	65.3%	56.5%	-8.8pct	-3.7pct	4.6%	6.8%	8.3%	1.5pct	3.7pct
太保	29.8%	33.8%	37.0%	3.2pct	7.2pct	2.8%	3.3%	4.1%	0.8pct	1.3pct
国寿	12.0%	22.6%	27.8%	5.2pct	15.8pct	0.9%	2.0%	3.1%	1.2pct	2.2pct
新华	16.9%	18.8%	17.8%	-1.0pct	0.9pct	1.88%	2.2%	2.1%	-0.1pct	0.2pct
人保	45.4%	46.4%	42.4%	-4.0pct	-2.9pct	1.7%	2.5%	3.7%	1.2pct	2.0pct
太平	36.6%	34.9%	34.9%	0.1pct	-1.7pct	3.0%	2.9%	4.3%	1.4pct	1.2pct
中国财险	80.4%	74.4%	63.8%	-10.6pct	-16.7pct	5.8%	6.8%	7.3%	0.4pct	1.5pct
基金						TPL 股票+基金占投资资产比例				
亿元	2024	2025H1	2025	较 25H1 增长	较 24 年末增长	2024	2025H1	2025	较 25H1 变动	较 24 年末变动
平安	2,373	2,088	3,616	73.1%	52.4%	7.2%	7.0%	12.0%	5.0pct	4.8pct
太保	623	667	811	21.5%	30.1%	8.8%	8.7%	9.7%	1.0pct	0.8pct
国寿	3,066	3,507	4,218	20.3%	37.6%	11.3%	11.7%	13.8%	2.1pct	2.5pct
新华	1,263	1,202	1,726	43.6%	36.6%	17.0%	16.5%	19.0%	2.6pct	2.1pct
人保	866	936	873	-6.7%	0.7%	7.3%	8.2%	9.6%	1.4pct	2.3pct
太平	733	731	771	5.4%	5.2%	10.0%	9.8%	12.4%	2.6pct	2.4pct
中国财险	368	377	391	3.8%	6.2%	6.9%	7.7%	9.3%	1.6pct	2.4pct

来源: 各公司公告, 国金证券研究所 注: 太平为港元

利率下行资产再配置收益降低, 净投资收益率同比下滑, 权益市场向好, 总/综合投资收益率阶段性回升。1) 净投资收益率: 低利率环境下, 上市险企净投资收益率同比普遍下行 0.1-0.5pct 至 2.8%-3.7% 区间, 大部分公司下降 0.3-0.4pct。分公司看, 阳光、平安 3.7% 水平最高, 主要受益于较高的股息贡献, 且平安仅下降 0.1pct 降幅最小, 除股息支撑外还得益于较早增配长债, 再投资压力相对较小; 新华 2.8% 最低, 预计主要源于公司定存占比较高, 且存量高收益非标资产大量到期, 再投资压力大。2) 总投资收益率: 权益市场向好叠加主动增配权益, 除太平外, 各公司总投资收益率同比提升 0.1-0.8pct 至 4.6%-6.6%。其中, 新华凭借较高权益占比、较高 FVTPL 股票配置及持仓偏成长风格, 收益率及提升幅度均居首 (6.6%, +0.8pct); 国寿、太保、人保处于 5.7%-6.1% 区间, 平安、阳光权益弹性相对更低, 总投资收益率低于 5%; 太平受交易类债券占比较高与上半年权益端阶段性表现偏弱影响, 收益率同比下降 0.5pct 至 4%。3) 综合投资收益率: 考虑 FVOCI 权益资产的浮盈后, 除太平外其余公司均在 6% 以上。横向看, 阳光、平安增量更为显著, 由于 FVOCI 权益配置比例较高。

图表41: 上市险企投资收益率对比

	净投资收益率			总投资收益率			综合投资收益率		
	2024	2025	同比变动	2024	2025	同比变动	2024	2025	同比变动
中国平安	3.8%	3.7%	-0.1pct	4.5%	4.6%	0.1pct	5.8%	6.3%	0.5pct
中国太保	3.8%	3.4%	-0.4pct	5.6%	5.7%	0.1pct	6.0%	6.1%	0.1pct
中国人寿	3.5%	3.0%	-0.4pct	5.5%	6.1%	0.6pct	5.7%	6.2%	0.5pct
新华保险	3.2%	2.8%	-0.4pct	5.8%	6.6%	0.8pct	6.1%	6.9%	0.8pct



	净投资收益率			总投资收益率			综合投资收益率		
	2024	2025	同比变动	2024	2025	同比变动	2024	2025	同比变动
中国太平	3.5%	3.2%	-0.3pct	4.6%	4.0%	-0.5pct	5.0%	4.3%	-0.7pct
中国人保	3.9%	3.6%	-0.3pct	5.6%	5.7%	0.1pct	6.2%	6.2%	0.0pct
中国财险				5.7%	5.8%	0.1pct	7.4%	6.8%	-0.6pct
阳光保险	4.2%	3.7%	-0.5pct	4.3%	4.8%	0.5pct	6.5%	6.1%	-0.4pct
中国人保（剔除长股投投资收益）	3.0%	2.7%	-0.2pct	4.7%	4.8%	0.2pct	5.2%	5.3%	0.1pct
中国财险（剔除长股投投资收益）				4.5%	4.7%	0.2pct	6.3%	5.7%	-0.6pct

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：灰色为测算值；综合投资收益率口径中剔除了OCI债券的浮盈

六、投资建议

利差改善、行业竞争格局向头部集中，保险中长期资负两端基本面向上，支撑估值向上。1) 资产端：自 25 年来利率低位回升，叠加股市长牛预期，预计公司综合投资收益率中枢稳定，支撑保险股估值向上。2) 负债端：量价齐升新周期。①量：居民中长期存款到期高峰已至，分红险具备保底利率+有吸引力的演示利率，相较于存款和理财优势明显，将承接低风险偏好资金的迁移；公司继续发力银保渠道，分红险转型下竞争优势显著，市占率将继续提升，预计新单期缴保费有望实现双位数增长。②价：新增保单有利差益，在新单摊薄与“报行合一”等政策下，预计存量保单负债成本开始下降，盈利能力提升。

短期资金面扰动不改 2026 年及中长期资负两端基本面向好趋势，目前估值跌至低位，待市场风格偏修复，强β的保险股将迎来估值反弹。当前关注点从负债端转向资产端，首推资产配置稳健、26Q1 业绩增速有望领先的中国太保 A/H，以及上半年基数较低的中国太平，其次为中国平安 A/H，以及长期价值标的中国人保 H。

风险提示

- 1、监管趋严：若前端销售的监管政策趋严，或导致各保险公司新单增长不及预期；
- 2、权益市场波动：将直接降低保险公司的投资收益从而拖累利润表现；
- 3、长端利率大幅下行：净资产波动加大、投资收益减少，将进一步引发市场对保险公司利差损的担忧，对保险公司估值水平形成压制；
- 4、宏观经济复苏不及预期：压制保险需求释放。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 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: 北京市东城区建国内大街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