财险龙头行稳致远，人身险价值重估可期

中国人保（601319.SH）首次覆盖报告

核心观点

- **财产险：龙头份额稳固，优异承保盈利构成集团利润核心支撑。**人保财险 2025 年保费收入 5,557.8 亿元，同比+3.3%，市场份额 31.6%，仍稳居行业第一。2025 年综合成本率为 97.5%，继续维持承保盈利。人保财险依托规模优势、渠道网络、风险筛选和费用管控能力，预计在行业赔付压力上行背景下仍具备较强承保盈利韧性。
- **寿险：价值修复弹性突出，银保高增与个险提质共同驱动 NBV 增长。**2025 年人保寿险保费收入 1,259.7 亿元，同比+18.8%；NBV 达到 82.3 亿元，同比+63.8%，增速显著高于保费端，业务增长从规模修复进一步转向价值增长。银保渠道受益于“报行合一”落地、费用竞争趋于规范和长期期交产品占比提升，2025 年 NBV 同比+99.6%；个险渠道则在队伍产能改善和价值率修复下实现稳步增长。
- **健康险：专业健康险平台价值释放加快，利润与 EV 增长确定性提升。**人保健康依托医疗险稳健需求和护理险快速放量，2025 年保费收入 562.7 亿元，同比+15.5%，显著快于健康险行业整体表现；净利润 81.8 亿元，同比+42.8%，盈利贡献持续提升。价值端看，2025 年人保健康 NBV 为 73.9 亿元，同比+13.4%，在 2024 年高基数基础上继续增长。人保健康兼具专业健康险牌照、医疗护理需求扩张和健康管理服务能力，有望成为集团重要的利润增量来源。

盈利预测与投资建议

财险龙头优势稳固，人身险价值修复有望推动集团估值重估。公司兼具财险龙头盈利能力稳健、寿险价值修复和健康险高成长三重逻辑。财险端，人保财险市场份额稳居行业第一，承保盈利能力较稳健，为集团利润提供持续支撑；寿险端，银保高增与个险提质共同推动 NBV 修复，负债成本改善有望带动 EV 持续增长；健康险端，人保健康依托专业健康险平台优势，利润和价值贡献持续释放。我们预计公司 2026 至 2028 年保险服务收入分别为 6,052.3/ 6,461.2/ 6,863.6 亿元，归母净利润分别为 462.9/ 502.0/ 551.9 亿元。估值采用分部估值法，给予 2026 年人保财险 1.48 倍 P/B、人保寿险 0.8 倍 P/EV、人保健康 1.0 倍 P/EV、其他资产及业务 0.8 倍 P/B，公司潜在的归母权益价值为 4,799.4 亿元，对应的目标价为 10.85 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

长端利率下行超预期；权益市场大幅波动；寿险改革成效不及预期；居民收入不及预期；财险综合成本率上行超预期；健康险业务盈利不及预期；监管政策变化风险；精算假设调整风险。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
保险服务收入（亿元）	5,377.1	5,707.2	6,052.3	6,461.2	6,863.6
同比增长	*6.7%*	*6.1%*	*6.0%*	*6.8%*	*6.2%*
营业收入（亿元）	6,219.7	6,690.4	6,976.8	7,468.1	7,963.3
同比增长	*12.5%*	*7.6%*	*4.3%*	*7.0%*	*6.6%*
归母净利润（亿元）	428.7	466.5	462.9	502.0	551.9
同比增长	*85.2%*	*8.8%*	*-0.8%*	*8.5%*	*9.9%*
每股收益（元）	0.97	1.05	1.05	1.14	1.25
每股分红（元）	0.18	0.22	0.24	0.26	0.30
每股集团 EV（元）	7.20	8.48	9.23	10.52	12.37
隐含 P/EV	0.95	0.81	0.74	0.65	0.55
ROE	16.0%	15.1%	13.6%	12.9%	12.0%

资料来源：中国人保公司公告，iFinD，东方证券研究所；注：以 2026 年 5 月 18 日收盘价计

投资评级 买入（首次）

股价（2026年05月18日）	6.84 元
目标价格	10.85 元
52 周最高价/最低价	10.18/6.8 元
总股本/流通 A 股（万股）	4,422,399/4,422,399
A 股市值（百万元）	302,492
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2026 年 05 月 19 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-7.32	-7.32	-22.97	-14.77
相对表现%	-4.93	-9.54	-26.68	-39.05
沪深 300%	-2.39	2.22	3.71	24.28



证券分析师

张凯烽 执业证书编号：S0860526020002
zhangkaifeng@orientsec.com.cn
021-63326320

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

重大投资要素

我们区别于市场的观点

市场一致观点：中国人保更多是财险龙头型标的，财险业务贡献稳定利润；人保寿险和人保健康体量相对较小，对集团估值影响有限，整体更偏低估值、稳盈利、防御型配置。

我们的观点：当前市场对中国人保的定价仍偏重财险业务的稳健属性，尚未充分反映人身险价值修复和专业健康险平台释放的增量价值。公司应被理解为“财险龙头地位稳固+寿险价值修复+健康险成长性突出”的综合保险集团。第一，人保财险市场份额稳居行业第一，2025 年综合成本率为 97.5%，在赔付率上行背景下仍保持承保盈利，龙头份额和费用率管控能力支撑利润稳定性；第二，人保寿险 NBV 进入快速修复阶段，2025 年 NBV 同比+63.8%，银保渠道在“报行合一”落地后价值贡献明显增强，个险渠道也在产能和价值率改善下修复；第三，人保健康具备专业健康险平台属性，2025 年净利润同比+42.8%，NBV 在高基数上继续增长，营运 ROEV 显著高于传统寿险业务。我们认为，后续公司估值修复不应只来自财险 PB 折价收敛，也应来自人身险 EV 增长、健康险盈利贡献提升和集团分部价值重估。

关键假设

第一，财险业务维持承保盈利区间。人保财险车险收入保持稳健增长，非车险中意健险、农险、责任险等业务贡献结构性增量；虽然自然灾害、医疗赔付成本和非车险赔付波动仍可能推升赔付率，但费用率优化、风险筛选和再保安排有望对冲部分压力，综合成本率维持在 100%以下。

第二，人保寿险 NBV 延续修复。银保渠道在“报行合一”框架下费用竞争趋于规范，长期期交产品占比提升，负债成本下降推动价值率改善；个险渠道则通过队伍产能改善、产品结构优化和客户经营强化，推动价值贡献稳步修复。

第三，人保健康保持较高价值增长。医疗险需求稳定，护理险快速放量，个人保险渠道继续贡献主要 NBV；同时，公司依托专业健康险牌照、健康管理服务和线上客户触达能力，持续提升风险定价、赔付管理和客户经营效率。

第四，投资端保持稳健。低利率环境下净投资收益率承压，但权益资产配置提升及 FVOCI 账户安排有助于增强净资产弹性并平滑部分利润波动，投资资产规模扩张对利息和股息收入形成支撑。

股价上涨的催化因素

1）人保寿险银保渠道 NBV 持续高增、个险渠道 NBV 增速加快，并带动人保寿险 EV 增速提升，将验证寿险业务从规模修复向价值增长转型；2）人保健康净利润、NBV 和 EV 持续增长，且营运 ROEV 保持较高水平，市场有望重新评估专业健康险平台的独立价值；3）若权益市场改善、综合投资收益率保持较高水平，公司净资产和利润表现有望改善，从而支撑估值修复。

风险提示

长端利率下行超预期；权益市场大幅波动；寿险改革成效不及预期；居民收入不及预期；财险综合成本率上行超预期；健康险业务盈利不及预期；监管政策变化风险；精算假设调整风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

综合保险集团底色鲜明，价值重估空间打开 6

财险主业规模领先，承保盈利进入改善通道 8

车险收入稳健，非车险打开增量空间 8

费用管控持续见效，承保盈利韧性较强 9

寿险价值转型持续推进，负债成本改善是核心变量 11

专业健康险平台，利润和价值有望加速释放 13

固收资产构成稳健底仓，权益投资贡献收益弹性 15

盈利预测与投资建议 17

盈利预测 17

保险服务收入预测：预计财险增长稳健，人身险增速较快 17

新业务价值预测：预计 NBV 延续快速增长 19

集团内含价值预测：新业务贡献提升驱动 EV 稳步增长 20

估值分析和投资建议 22

风险提示 24

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图表目录

图 1：中国人保发展历程 6
图 2：中国人保股东情况及主要子公司架构 7
图 3：中国人保保费收入保持稳健增长 7
图 4：中国人保归母净利润中枢明显抬升 7
图 5：人保财险车险保费收入增长稳健，非车险贡献持续提升 8
图 6：人保财险市场份额稳居行业第一 8
图 7：意健险保费收入保持较快增长，财险增长的重要增量 9
图 8：农险规模稳步扩张，政策性业务壁垒突出 9
图 9：人保财险费用率持续优化，COR 保持承保盈利区间 9
图 10：头部财险 COR 阶段性分化，人保财险承保盈利韧性较强 10
图 11：人保财险面临综合赔付率上行压力较大 10
图 12：中国人保综合费用率管控能力领先 10
图 13：2025 年人保寿险保费收入增速明显提升 11
图 14：2025 年人保寿险保费增速位居主要险企前列 11
图 15：人保寿险新业务价值加速修复，2025 年同比高增 11
图 16：人保寿险 NBV 增速领先主要险企，价值修复弹性突出 11
图 17：人保寿险个险渠道保费稳步修复 12
图 18：人保寿险个险 NBV 高增，价值修复弹性突出 12
图 19：人保寿险银保渠道保费收入快速放量 12
图 20：人保寿险银保 NBV 同比高增 12
图 21：人保健康保费收入持续增长，2025 年增速提升 13
图 22：人保健康以医疗险为主，护理险占比快速提升 13
图 23：人保健康净利润持续释放，盈利贡献持续提升 14
图 24：人保健康新业务价值维持高位 14
图 25：中国人保投资资产权益类配置占比提升 15
图 26：中国人保投资资产 IFRS9 分类以 FVOCI 为主 15
图 27：中国人保 TPL 和 OCI 股票资产占比同步提升 15
图 28：中国人保净投资收益率承压，总投资收益率保持较高水平 16

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

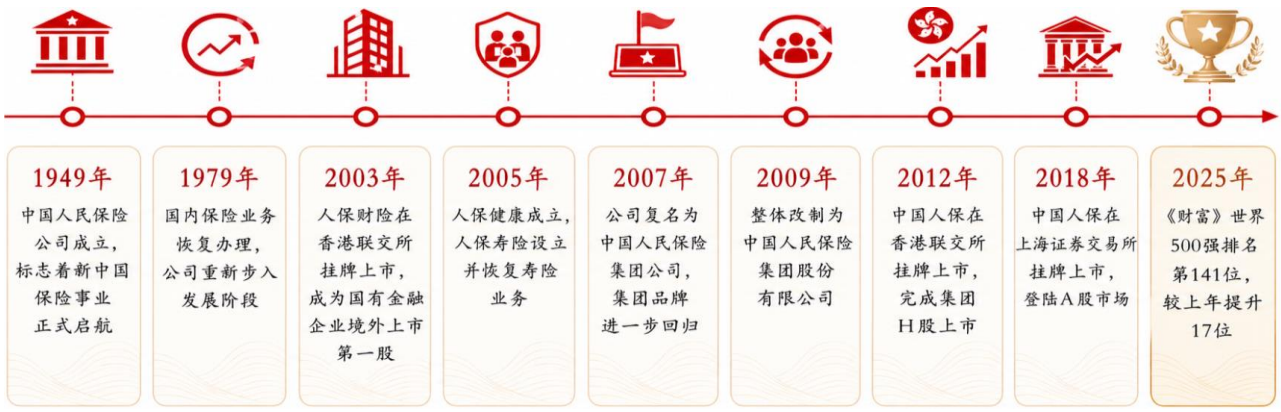
表 1：中国人保分业务保险服务收入预测（百万元）.....18
表 2：人保寿险和人保健康新业务价值预测（百万元）.....20
表 3：人保寿险内含价值预测（百万元）.....20
表 4：人保健康内含价值预测（百万元）.....21
表 5：中国人保内含价值预测（百万元）.....21
表 6：海外财险可比公司的 PB 估值情况.....22
表 7：中国人保分部估值表.....23

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

综合保险集团底色鲜明，价值重估空间打开

中国人保是财政部控股的综合保险集团，历史沿革较长，综合保险牌照布局完善、主业定位清晰。公司由 1949 年成立的中国人民保险公司发展而来，是国内保险业早期主要经营主体之一；1979 年国内保险业务恢复后，公司重新步入发展阶段，并逐步形成覆盖财险、寿险、健康险、资产管理等领域的综合保险金融布局。2003 年人保财险在香港联交所上市，成为国有金融企业境外上市第一股；此后人保健康成立、人保寿险设立并恢复寿险业务，集团化经营框架持续完善。2012 年中国人保完成 H 股上市，2018 年登陆 A 股市场，资本实力和品牌影响力进一步提升。

图 1：中国人保发展历程



数据来源：中国人保官网，东方证券研究所

中国人保股权结构稳定，金融央企属性突出。截至 2025 年末，财政部和全国社保基金会分别持股 60.8%和 12.7%，合计持股 73.5%，为公司长期稳健经营提供股东基础。从子公司架构看，公司已形成以财产险、人身险、投资与资管、其他平台为核心的综合保险金融集团布局。

中国人保已形成以财险为核心、人身险协同发展、投资与资管平台支撑的综合保险集团架构。财险业务是公司的传统优势板块，依托人保财险在车险、农险、责任险、政保业务等领域的规模优势和渠道网络，构成集团利润与现金流的核心支撑；人身险业务则由人保寿险和人保健康共同承接，覆盖寿险、健康险及健康管理服务等方向；投资与资管板块则通过人保资产、人保资本、人保投控等平台服务保险资金运用和集团资产配置。整体看，中国人保是具备财险、人身险、资管及科技服务平台的综合保险集团。

财险端，公司继续巩固龙头地位，通过费用管控、风险减量和产品结构优化提升承保盈利能力；寿险端，公司更加注重价值转型，在预定利率下调、报行合一和渠道结构调整背景下，推动新业务价值率和负债成本改善；健康险端，公司依托专业健康险牌照、互联网健康险客户基础和健康管理服务能力，逐步形成区别于传统寿险公司的成长路径。集团层面看，财险提供稳定利润，人身险提供价值修复空间，资管平台则增强保险资金运用能力，各板块之间的协同价值正在提升。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 2：中国人保股东情况及主要子公司架构

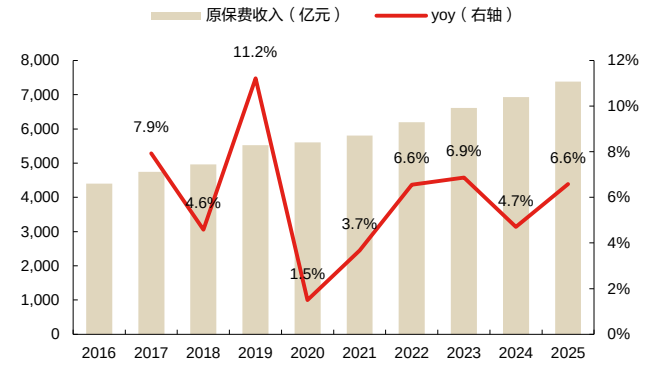


数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究所；注：数据截至 2025 年 12 月 31 日

保费端，中国人保主业规模保持稳健扩张。2016 至 2025 年公司原保费收入由 4,398.7 亿元增长至 7,383.3 亿元，CAGR 为 5.9%；除 2020 年增速受宏观因素影响阶段性放缓外，整体保持稳健正增长。2025 年公司原保费收入同比+6.6%，较 2024 年增速提升 1.9 pct，在高基数下仍体现较强业务韧性和客户覆盖优势。

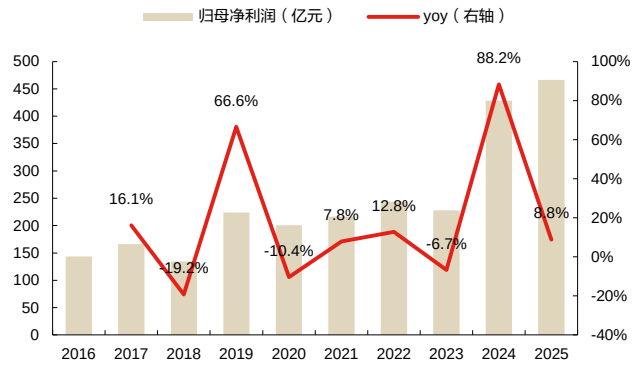
利润端，中国人保归母净利润迈上新台阶。2024 年以来，受益于承保端改善、投资收益修复及人身险经营质态提升，公司归母净利润连续处于较高水平，2025 年达到 466.5 亿元，同比+8.8%。从长期看，2024 年以来公司归母净利润盈利中枢明显抬升，公司利润释放能力稳步增强。

图 3：中国人保保费收入保持稳健增长



数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究所

图 4：中国人保归母净利润中枢明显抬升



数据来源：iFinD，东方证券研究所

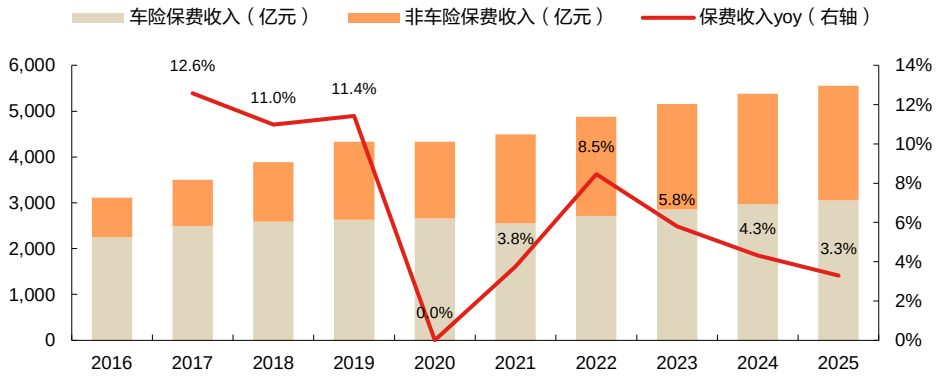
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

财险主业规模领先，承保盈利进入改善通道

车险收入稳健，非车险打开增量空间

人保财险保费收入保持稳健增长，车险稳健增长与非车险增量共同支撑规模扩张。2016 至 2025 年，人保财险保费收入由 3,111.6 亿元增长至 5,557.8 亿元，期间 CAGR 约为 6.7%；其中车险保费由 2,256.4 亿元增长至 3,057.0 亿元，仍是公司重要的保费来源，非车险保费由 855.2 亿元增长至 2,500.8 亿元，占比由 27.5%提升至 45.0%，成为拉动财险增长的重要增量。2025 年公司财险保费收入同比+3.3%，在高基数下维持正增长。

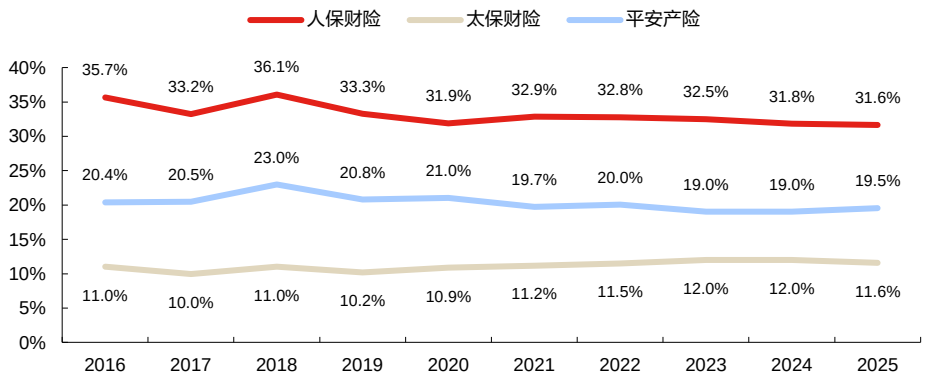
图 5：人保财险车险保费收入增长稳健，非车险贡献持续提升



数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究所

人保财险市场份额持续领先，财险龙头地位稳固。2016 至 2025 年，人保财险市占率始终保持在 30%以上，2025 年为 31.6%，较太保产险高 12.1 pct，较平安产险高 20.0 pct，规模优势仍然突出。虽然人保财险市占率较 2016 年高点有所回落，但近年降幅明显收窄，2019 至 2025 年基本稳定在 32.0%左右，公司在车险、农险、责任险等核心领域具有较强的客户基础和品牌壁垒。

图 6：人保财险市场份额稳居行业第一



数据来源：各公司公告，国家金融监督管理总局，东方证券研究所

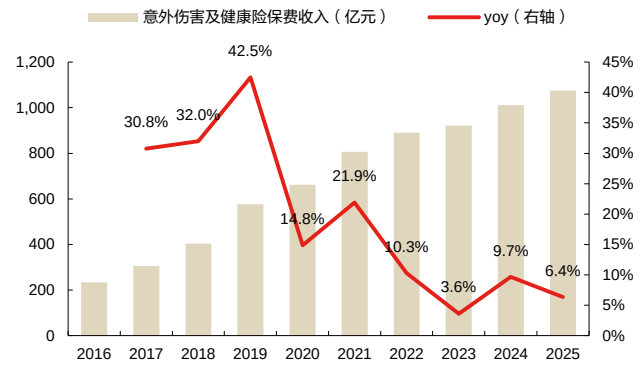
意外伤害及健康险：保障需求持续扩张，是非车险增长的重要来源。意健险是公司在车险业务之外延展客户经营场景、提升非车险增长韧性的重要抓手。2016 至 2025 年，意健险保费收入从 234.3 亿元提升至 1,075.9 亿元，已成为非车险中规模最大的细分险种。2022 年以来增速较前期

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

有所回落，主要由于业务进入高基数的稳健增长阶段，而非成长逻辑逆转。考虑意健险与居民健康保障、普惠保险、团体客户、互联网渠道等场景的结合度较高，该业务有望继续承担人保财险非车险扩容和客户触达的重要产品。

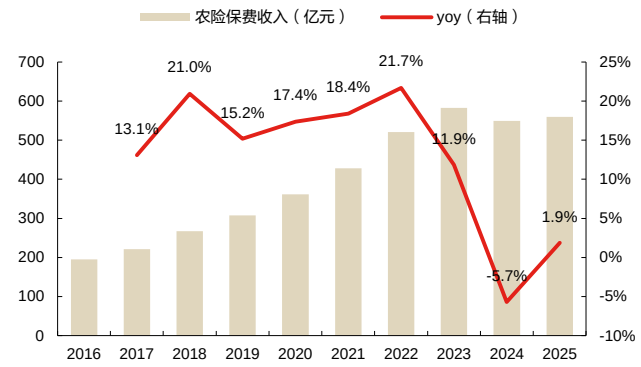
农险：农险短期增速阶段性波动，更应关注政策性壁垒和长期承保质量。农险增速在 2023 年后有所放缓，2024 年出现阶段性负增长，但其业务基础更偏政策性和长期性，与乡村振兴、粮食安全、农业风险管理等方向高度相关。对人保财险而言，农险一方面增强公司在县域和政保业务中的渠道黏性，另一方面也强化公司在公共风险保障领域的龙头地位。预计后续农险的关键是通过产品定价、再保安排、风险减量和精细化管理降低大灾波动，从规模优势进一步转向可持续承保能力。

图 7：意健险保费收入保持较快增长，财险增长的重要增量



数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究所

图 8：农险规模稳步扩张，政策性业务壁垒突出

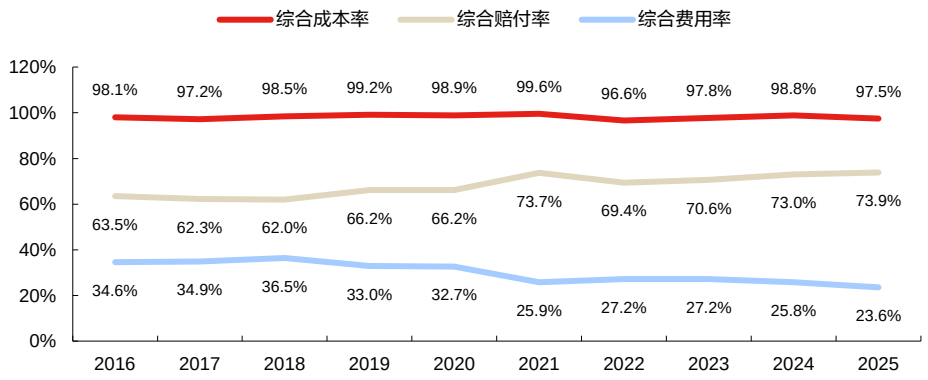


数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究所

费用管控持续见效，承保盈利韧性较强

人保财险承保端长期保持盈利，费用率优化是近年 COR 改善的重要支撑。2016 至 2025 年，人保财险综合成本率始终低于 100%，2025 年为 97.5%，继续保持承保盈利。拆分来看，综合赔付率由 2016 年的 63.5%上升至 2025 年的 73.9%，主要由于车险综改、自然灾害频繁发生及医疗赔付成本等因素对赔付端形成一定压力；同期综合费用率由 34.6%下降至 23.6%，费用管控成效持续体现。整体看，人保财险通过费用率持续优化对冲赔付端压力，整体承保盈利韧性较强。

图 9：人保财险费用率持续优化，COR 保持承保盈利区间

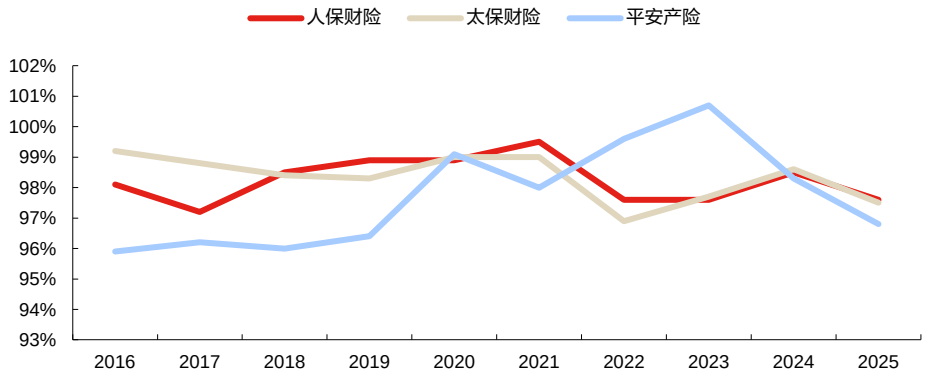


数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

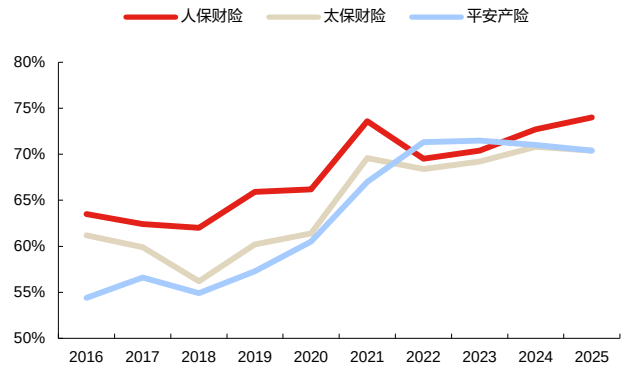
头部财险公司承保盈利表现阶段性分化，人保财险持续保持承保盈利。2016 至 2025 年，人保财险 COR 始终低于 100%的承保盈亏平衡点，体现财险龙头在费用管控和风险定价方面的经营能力。我们认为，人保财险的优势不应简单理解为 COR 长期保持行业领先的水平，而是在行业风险波动、车险综改和非车险赔付压力下，仍能依托更高保费体量持续实现承保盈利，财险主业的盈利能力较为突出。

图 10：头部财险 COR 阶段性分化，人保财险承保盈利韧性较强



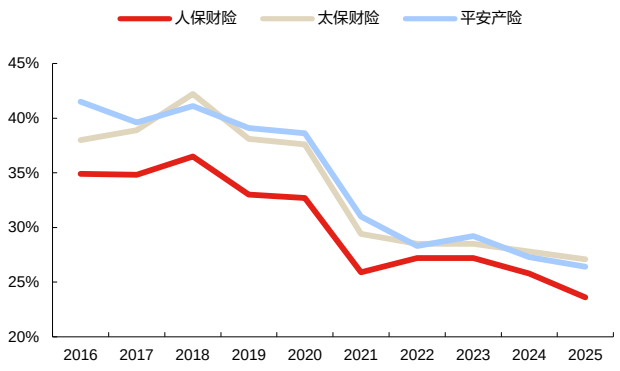
数据来源：各公司公告，东方证券研究所

图 11：人保财险面临综合赔付率上行压力较大



数据来源：各公司公告，东方证券研究所

图 12：中国人保综合费用率管控能力领先



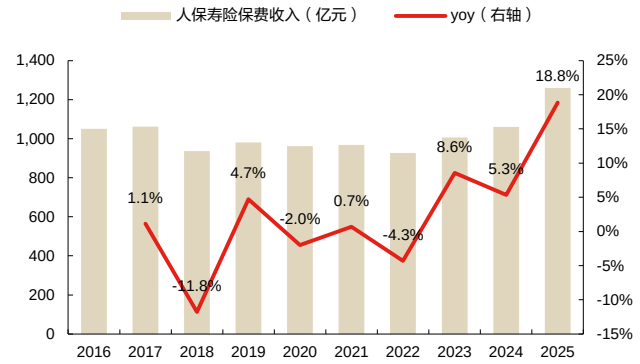
数据来源：各公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

寿险价值转型持续推进，负债成本改善是核心变量

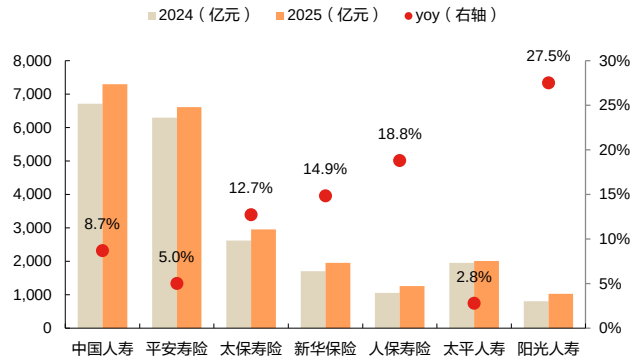
人保寿险保费收入经历阶段性调整后重回增长通道。2016 至 2022 年，公司保费收入整体在 900 亿元至 1,100 亿元区间波动，规模扩张相对稳健；2023 年起增速转正并逐步修复，2025 年保费收入达到 1,259.7 亿元，同比+18.8%，增速较 2024 年进一步提升。从同业对比看，2025 年人保寿险保费增速位居前列，公司在低利率环境下产品供给、渠道拓展和储蓄型保险需求承接方面均有改善。

图 13：2025 年人保寿险保费收入增速明显提升



数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究所

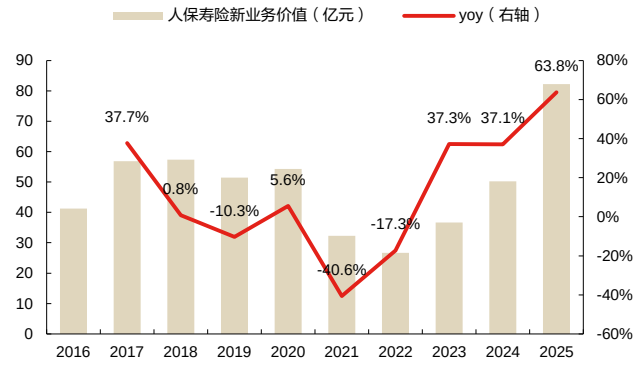
图 14：2025 年人保寿险保费增速位居主要险企前列



数据来源：各公司公告，东方证券研究所；注：太平人寿单位为亿港元

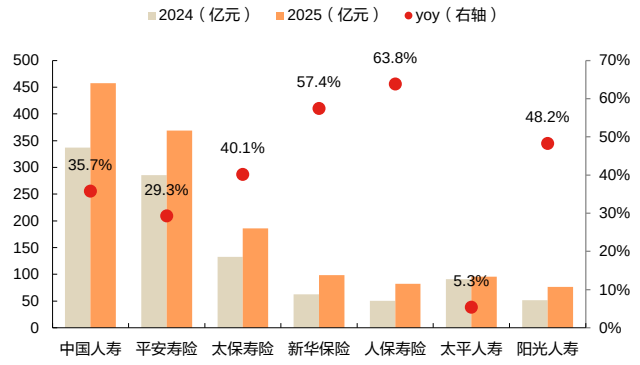
人保寿险新业务价值修复弹性明显强于保费增速，经营质态改善更值得关注。2016 至 2022 年，公司新业务价值经历阶段性下行，主要受渠道转型带来的价值率承压和行业寿险周期调整影响；2023 年以来 NBV 重回增长通道，2025 年达到 82.3 亿元，同比+63.8%，增速较主要上市险企更为突出。与保费端的增长相比，NBV 更快修复，公司并非单纯依靠规模扩张，而是在报行合一、预定利率下调、产品结构优化和渠道质态改善共同推动下，价值同步改善。

图 15：人保寿险新业务价值加速修复，2025 年同比高增



数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究所

图 16：人保寿险 NBV 增速领先主要险企，价值修复弹性突出

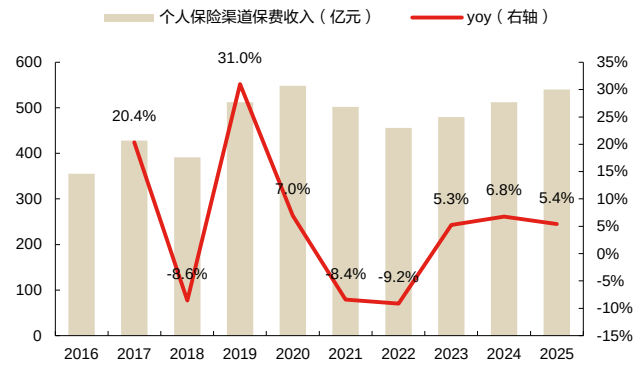


数据来源：各公司公告，东方证券研究所；注：太平人寿单位为亿港元

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

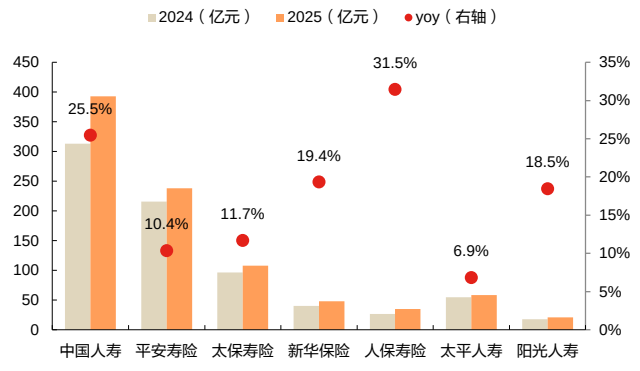
个险渠道保费收入稳步修复，价值端改善更具看点。2016 年以来，人保寿险个险渠道保费收入整体增速较缓，2019 年高增后经历阶段性调整，2023 年以来恢复正增长，2025 年达到 540.0 亿元，同比+5.4%，个险保费收入逐步企稳。2025 年以来，个险渠道增长质量明显改善，NBV 同比+31.5%，增速显著高于保费端。与主要同业相比，人保寿险个险 NBV 增速处于较高水平，但绝对规模仍偏小，后续核心在于持续提升队伍产能和价值率，将保费修复转化为更稳定的新业务价值贡献。

图 17：人保寿险个险渠道保费稳步修复



数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究所

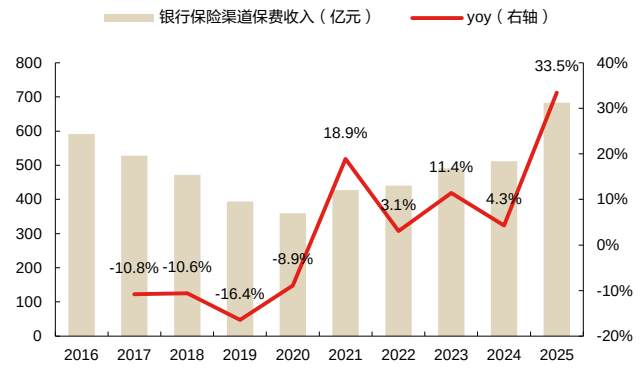
图 18：人保寿险个险 NBV 高增，价值修复弹性突出



数据来源：各公司公告，东方证券研究所；注：太平人寿单位为亿港元

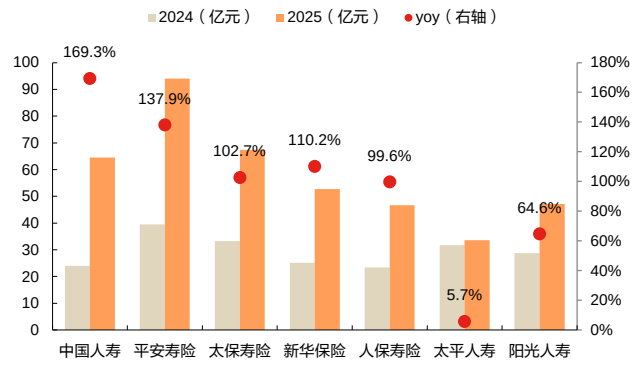
银保渠道保费收入和新业务价值高增，已成为人保寿险价值修复的重要渠道。2016 至 2020 年，人保寿险银保渠道保费收入持续调整，主要由于公司压降低价值趸交业务、推动渠道结构优化；2021 年以来银保渠道重新进入增长通道，2025 年保费收入达到 682.8 亿元，同比+33.5%，成为公司第一大保费来源。价值随规模同步修复，2025 年银保 NBV 同比+99.6%，“报行合一”后费用竞争趋于规范，叠加长期期交产品占比提升、负债成本下降，银保渠道的价值贡献明显增强。后续看，银保渠道有望成为人保寿险价值提升的核心渠道。

图 19：人保寿险银保渠道保费收入快速放量



数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究所

图 20：人保寿险银保 NBV 同比高增



数据来源：各公司公告，东方证券研究所；注：太平人寿单位为亿港元

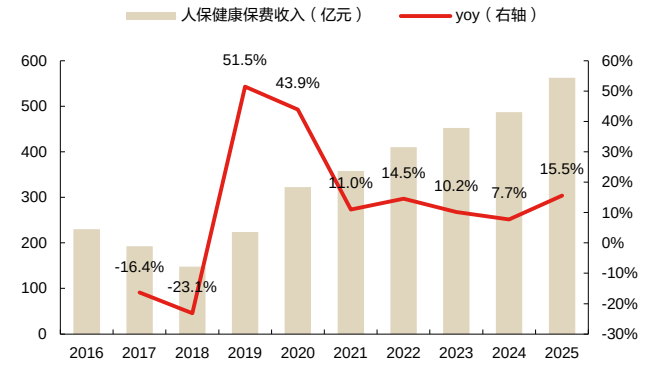
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

专业健康险平台，利润和价值有望加速释放

人保健康依托医疗险稳健增长和护理险高增实现规模的扩张。2016 至 2025 年，公司保费收入由 230.2 亿元增长至 562.7 亿元，期间 CAGR 为 10.4%；2025 年保费收入同比+15.5%，较 2024 年增速提升 7.8 pct。结构上，医疗保险仍是第一大险种，2025 年保费收入 304.2 亿元，占比 54.1%；护理保险保费收入 100.3 亿元，同比+75.4%，占比提升至 17.8%，成为产品结构变化的核心增量。整体看，人保健康增长更多由保障类业务驱动，专业健康险属性进一步强化。

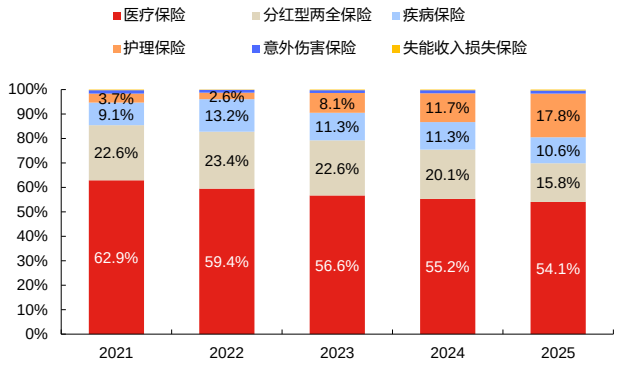
行业层面看，健康险在经历前期高速扩张后进入增速放缓阶段，产品定价、赔付管理和渠道效率的重要性进一步提升。在这一背景下，人保健康仍实现快于行业的保费增长，核心在于公司依托医疗保险的稳定需求、护理保险的快速放量以及健康管理服务能力，持续优化产品结构。2025 年公司保费收入同比+15.5%，显著高于健康险行业整体增速-0.4%，体现专业健康险平台在产品供给、风险管理和服务能力上的相对优势。

图 21：人保健康保费收入持续增长，2025 年增速提升



数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究所

图 22：人保健康以医疗险为主，护理险占比快速提升



数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究所

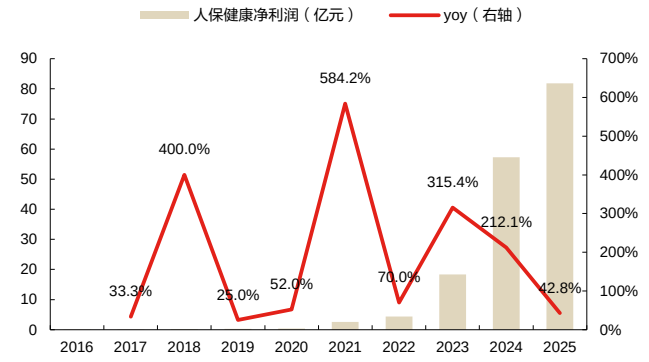
人保健康在集团中的定位不同于人保寿险，更多体现为专业健康险平台和健康管理服务入口。寿险业务的核心看点在于负债成本下降和价值率修复，而人保健康的核心看点在于医疗险、护理险等健康保障需求扩张，以及互联网健康险和健康管理服务带来的客户触达能力。随着净利润和新业务价值连续提升，人保健康已从早期培育型业务逐步进入价值释放阶段，有望成为中国人保人身险板块中成长性更突出的增量来源。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

利润端，人保健康已进入盈利释放阶段。2023 年起人保健康净利润规模明显抬升，2023/ 2024/ 2025 年分别实现净利润 18.4 亿元/ 57.3 亿元/ 81.8 亿元，2025 年同比+42.8%，盈利贡献正在加快释放。

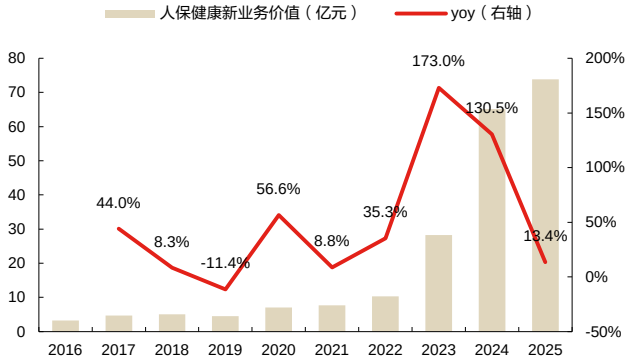
价值端，人保健康 NBV 规模维持在高位，价值创造能力较强。2023 年以来，公司新业务价值快速增长，2023/ 2024/ 2025 年分别为 28.3 亿元/ 65.1 亿元/ 73.9 亿元，2025 年同比+13.4%。虽然增速较 2024 年高基数阶段有所回落，但 NBV 维持增长，价值贡献仍在稳步提升。

图 23：人保健康净利润持续释放，盈利贡献持续提升



数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究所

图 24：人保健康新业务价值维持高位



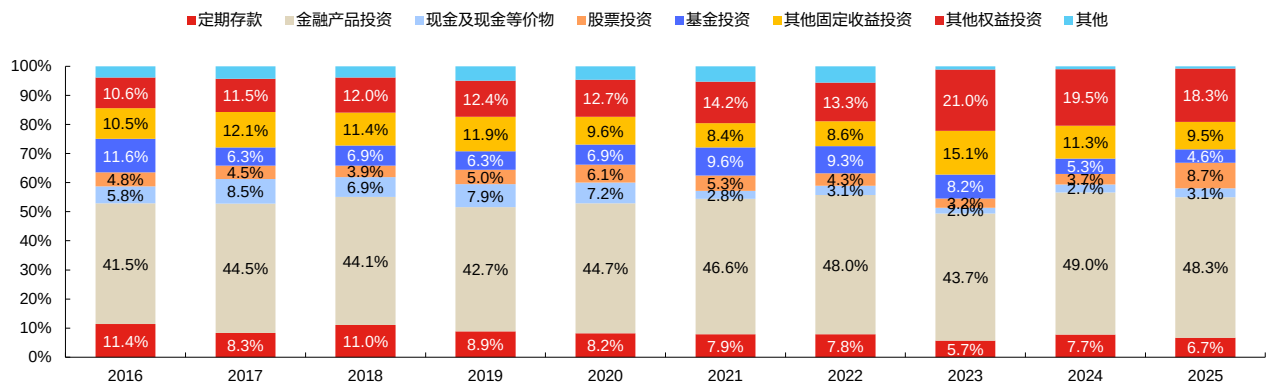
数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

固收资产构成稳健底仓，权益投资贡献收益弹性

中国人保投资端配置结构以固收资产为主，同时股票类资产占比明显提升。2016 至 2025 年，公司投资资产由 8,077.4 亿元增长至 19,016.3 亿元，规模扩张为投资收益增长提供基础。结构上，股票投资占比由 2024 年的 3.7%提升至 2025 年的 8.7%，其他权益投资占比仍处 18.3%的较高水平。

图 25：中国人保投资资产权益类配置占比提升

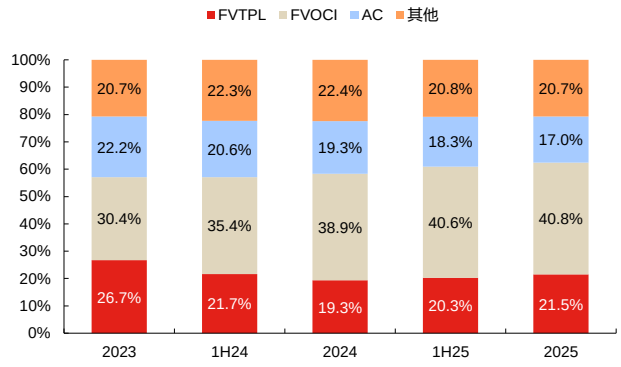


数据来源：iFinD，东方证券研究所

从 IFRS9 分类看，中国人保投资资产以 FVOCI 为主。FVTPL 占比保持在 20.0%左右。2023 年以来，FVOCI 资产占比由 30.4%提升至 40.8%，成为投资组合中占比最高的会计分类。公司投资资产逐步向 FVOCI 倾斜，有助于降低部分资产对当期利润表的直接波动。

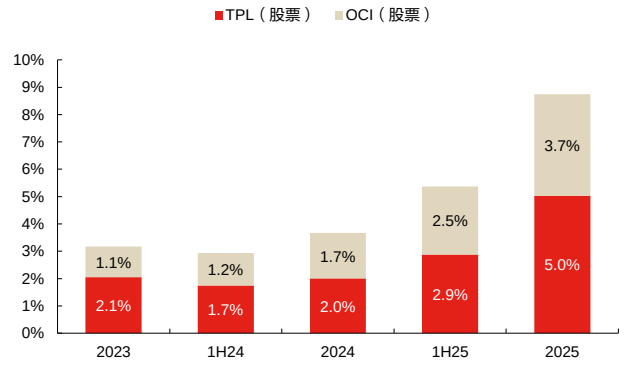
股票配置中 FVTPL 和 FVOCI 占比同步提升，利润表和净资产弹性均有所增强。2025 年公司股票资产占投资资产比例提升至 8.7%，其中 TPL 股票占比 5.0%，OCI 股票占比 3.7%，较 2024 年末的 2.0%/ 1.7%均明显提升。TPL 股票公允价值变动直接影响利润表，权益市场上行阶段有助于增厚利润弹性；OCI 股票更多体现长期配置属性，其公允价值变动主要影响其他综合收益和净资产，有助于平衡投资收益和利润表的波动。

图 26：中国人保投资资产 IFRS9 分类以 FVOCI 为主



数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究所

图 27：中国人保 TPL 和 OCI 股票资产占比同步提升

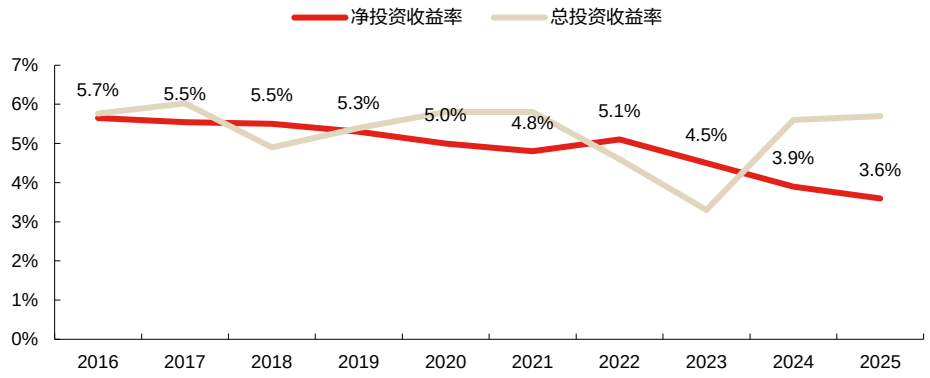


数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

低利率环境下净投资收益率持续承压，总投资收益率受益于权益市场修复保持较高水平。2016至2025年，中国人保净投资收益率持续下行，主要受长端利率下行、存量高息资产到期及再配置收益率下降等因素影响。总投资收益率波动相对更大，2023年受资本市场表现影响降至3.3%，2024/2025年回升至5.6%/5.7%，权益资产和公允价值变动对投资收益的弹性贡献逐步增强。

图28：中国人保净投资收益率承压，总投资收益率保持较高水平



数据来源：iFinD，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们认为，中国人保当前已进入财险主业稳固、人身险价值修复和投资端收益弹性释放并行的新阶段。作为国内财险龙头，公司财险业务规模优势突出，车险业务保持稳健，非车险业务在意健险、农险、责任险等领域具备较强客户基础和政保业务壁垒，承保盈利仍是集团利润的核心支撑。与此同时，人保寿险和人保健康在低利率、预定利率下调、“报行合一”落地和居民保障需求提升的背景下，负债端增长质量逐步改善，人身险的 NBV 和 EV 有望继续修复。

财险主业仍是公司盈利预测的核心锚。人保财险长期维持较高市场份额，规模优势、渠道网络和风险筛选能力较强；虽然车险综改、自然灾害和医疗赔付成本仍可能推升赔付率，但公司费用率管控能力持续体现，有望对冲部分赔付端压力。我们认为，后续财险业务的关键在于在高基数下维持稳健增长，并通过费用管控、产品结构优化、再保安排和风险减量服务保持承保盈利韧性。

人身险业务处于价值修复阶段，寿险和健康险分别贡献不同增量。寿险方面，人保寿险过去几年经历渠道调整和业务结构优化，2025 年保费和 NBV 均实现较快增长，银保渠道在“报行合一”落地后价值贡献明显增强，个险渠道则更多体现为产能修复和价值率改善。健康险方面，人保健康依托专业健康险平台定位，医疗险需求稳定，护理险快速放量，净利润和 NBV 已进入持续释放阶段。我们预计，寿险和健康险将共同推动人身险内含价值快速增长。

投资端方面，公司固收资产仍构成收益底仓，低利率环境下净投资收益率仍面临再配置压力，但权益资产配置提升和长期股权投资有望贡献一定收益弹性。2025 年以来，公司股票类资产配置占比提升，FVTPL 股票对应利润表弹性，FVOCI 股票更多体现为其他综合收益和净资产弹性。我们在预测中采用相对中性的资本市场假设，不对权益市场收益作过度乐观外推，同时考虑投资资产规模扩张对利息和股息收入的支撑。

整体来看，我们的盈利预测主要基于四项核心假设：财险保险服务收入保持稳健增长，COR 维持承保盈利区间；人保寿险 NBV 延续修复，银保渠道和个险渠道共同贡献价值增量；人保健康保费、利润和 NBV 保持快速增长，专业健康险平台价值持续释放；投资端净投资收益率仍有压力，但权益配置和资产规模增长对总投资收益形成支撑。

保险服务收入预测：预计财险增长稳健，人身险增速较快

分业务来看，我们对公司 2026 至 2028 年保险服务收入作如下假设：

人保财险保险服务收入：预计车险业务保持稳健，非车险贡献结构性增量。人保财险作为集团财险主业载体，保险服务收入规模保持稳健增长，预计 2026 至 2028 年保险服务收入分别为 5,400.7/ 5,739.6/ 6,064.0 亿元，同比分别+5.5%/ +6.3%/ +5.7%。

从结构看，机动车辆险仍是收入的重要组成部分，预计 2026 至 2028 年保险服务收入分别为 3,145.0/ 3,302.2/ 3,467.3 亿元，同比分别+3.0%/ +5.0%/ +5.0%；在车险综改影响逐步消化、汽车保有量稳健增长背景下，车险收入有望维持稳健增长。非车险方面，预计：1）意外伤害及健康险仍是主要增量来源。2025 年人保财险意健险保险服务收入同比+26.3%，增长明显提速，主要受健康保障需求提升、团体客户及互联网渠道扩展等因素带动。考虑高基数下增速逐步回归，我们预计 2026 至 2028 年意健险保险服务收入分别为 741.5/ 852.7/ 937.9 亿元，同比分别+20.0%/

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

+15.0%/ +10.0%，仍是非车险中成长性较强的业务。2）农险和责任险预计保持稳健增长。农险具备较强政策属性和渠道壁垒，2025 年收入阶段性同比-1.6%，后续预计随着政策性农业保险需求延续、产品定价及风险减量能力提升，收入恢复平稳增长，我们预计 2026 至 2028 年农险保险服务收入分别为 562.0/ 578.8/ 596.2 亿元，同比分别+3.0%/ +3.0%/ +3.0%。责任险方面，预计在公共风险保障、企业风险管理和政保业务需求支撑下维持中个位数增长，2026 至 2028 年保险服务收入分别为 406.8/ 427.2/ 448.5 亿元，同比分别+5.0%/ +5.0%/ +5.0%。3）企业财产险和其他险类预计延续平稳扩张。企业财产险与宏观经济、企业经营活动及风险管理需求相关度较高，预计 2026 至 2028 年保险服务收入分别为 199.2/ 208.2/ 217.5 亿元，同比分别+4.5%/ +4.5%/ +4.5%。其他险类预计受信用保证、货运、工程、特殊风险等多元业务共同支撑，预计 2026 至 2028 年保险服务收入分别为 346.3/ 370.5/ 396.5 亿元，同比分别+7.0%/ +7.0%/ +7.0%。整体看，人保财险收入增长预计由“车险稳健+意健险高增+农险、责任险平稳扩张”共同驱动，财险龙头规模优势和业务结构优化仍将支撑保险服务收入稳步增长。

人保寿险保险服务收入：预计随存量业务释放和新单修复保持较快增长。人保寿险 2024 至 2025 年保险服务收入分别同比+23.0%/ +13.2%，在前期业务调整后已进入修复通道。考虑公司寿险新单保费修复、银保渠道放量和个险渠道价值率改善，我们预计人保寿险 2026 至 2028 年保险服务收入分别为 277.4/ 303.7/ 332.5 亿元，同比分别+9.5%/ +9.5%/ +9.5%。

人保健康保险服务收入：预计专业健康险平台延续较快增长。人保健康 2023 至 2025 年保险服务收入分别为 256.2/ 272.2/ 304.3 亿元，同比分别+19.3%/ +6.2%/ +11.8%，整体增速高于集团保险服务收入增速，专业健康险业务具有较强的成长性。公司医疗险业务需求相对稳定，护理险快速放量，叠加互联网健康险和健康管理服务能力提升，预计后续保险服务收入仍将保持较快增长。

我们预计人保健康 2026 至 2028 年保险服务收入分别为 342.4/ 385.2/ 433.3 亿元，同比分别+12.5%/ +12.5%/ +12.5%。增长动力主要来自三方面：一是医疗险仍是公司核心险种，居民健康保障需求、商保补充医保需求和团体客户保障需求有望支撑业务规模；二是护理险占比提升，有望成为健康险收入增长的重要增量；三是专业健康险平台在产品定价、赔付管理、健康管理服务和线上客户触达方面具备一定差异化优势。

表 1：中国人保分业务保险服务收入预测（百万元）

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
保险服务收入合计	**503,900**	**537,709**	**570,717**	**605,227**	**646,119**	**686,357**
yoy		***6.7%***	***6.1%***	***6.0%***	***6.8%***	***6.2%***
人保财险						
保险服务收入	457,203	485,223	511,855	540,070	573,957	606,397
yoy		*6.1%*	*5.5%*	*5.5%*	*6.3%*	*5.7%*
机动车辆险	282,117	294,701	305,335	314,495	330,220	346,731
yoy		*4.5%*	*3.6%*	*3.0%*	*5.0%*	*5.0%*
农险	52,857	55,466	54,561	56,198	57,884	59,620
yoy		*4.9%*	*-1.6%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*
意外伤害及健康险	43,747	48,918	61,788	74,146	85,267	93,794
yoy		*11.8%*	*26.3%*	*20.0%*	*15.0%*	*10.0%*
责任险	32,906	37,112	38,746	40,683	42,717	44,853
yoy		*12.8%*	*4.4%*	*5.0%*	*5.0%*	*5.0%*
企业财产险	17,229	18,042	19,063	19,921	20,817	21,754

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

yoy		*4.7%*	*5.7%*	*4.5%*	*4.5%*	*4.5%*
其他险类	28,347	30,984	32,362	34,627	37,051	39,645
yoy		*9.3%*	*4.4%*	*7.0%*	*7.0%*	*7.0%*
人保寿险						
保险服务收入	18,204	22,383	25,337	27,735	30,365	33,249
yoy		*23.0%*	*13.2%*	*9.5%*	*9.5%*	*9.5%*
采用分配法计量	3,012	3,064	3,390	3,593	3,809	4,038
yoy		*1.7%*	*10.6%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*
未采用保费分配法计量	15,192	19,319	21,947	24,142	26,556	29,211
yoy		*27.2%*	*13.6%*	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*
人保健康						
保险服务收入	25,619	27,217	30,433	34,237	38,517	43,331
yoy		*6.2%*	*11.8%*	*12.5%*	*12.5%*	*12.5%*
其他						
保险服务收入	2,874	2,886	3,092	3,185	3,280	3,379
yoy		*0.4%*	*7.1%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*

数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究所

新业务价值预测：预计 NBV 延续快速增长

预计人保寿险和人保健康 NBV 延续快速增长，寿险端由银保与个险共同驱动，健康险端由专业健康险业务价值贡献支撑。我们预计人保寿险和人保健康合计新业务价值 2026 至 2028 年分别为 204.0/ 253.1/ 302.4 亿元，同比分别+30.6%/ +24.1%/ +19.5%。新业务价值增速预计持续高于保险服务收入增速，主要由于新单负债成本持续下降，“报行合一”落地持续改善银保渠道费用率，叠加产品结构优化和渠道质态提升，单位新单保费对应的价值贡献仍有提升空间。

人保寿险方面，预计 NBV 修复弹性更为突出。2025 年人保寿险新业务价值为 82.3 亿元，同比+63.8%，在银保放量和个险价值改善带动下实现较快修复。展望 2026 至 2028 年，我们预计人保寿险新业务价值分别为 114.4/ 144.3/ 170.4 亿元，同比分别+39.1%/ +26.1%/ +18.1%。分渠道看，银保渠道预计成为寿险 NBV 增长的主要来源，2026 至 2028 年 NBV 预计分别为 70.1/ 91.1/ 109.3 亿元，主要受益于“报行合一”落地后渠道费用竞争趋于规范、长期期交产品占比提升和负债成本下降；个人保险渠道预计保持稳健修复，2026 至 2028 年 NBV 分别为 43.9/ 52.6/ 60.5 亿元，增长主要来自队伍产能改善和产品价值率提升。

人保健康方面，预计 NBV 维持稳步增长。2025 年人保健康新业务价值为 73.9 亿元，同比+13.4%，在 2024 年高基数基础上继续增长，体现专业健康险平台的价值创造能力。我们预计 2026 至 2028 年人保健康新业务价值分别为 89.6/ 108.9/ 132.0 亿元，同比分别+21.2%/ +21.6%/ +21.3%。

整体看，人保寿险和人保健康的 NBV 增长逻辑有所不同：寿险更依赖银保价值率改善、个险产能修复和负债成本下降，具备较强低基数修复弹性；健康险则依托专业健康险平台、医疗护理需求扩张和个人渠道价值贡献，体现更稳定的成长属性。随着两家公司 NBV 持续增长，预计人身险板块将成为中国人保集团 EV 扩张的重要驱动。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 2：人保寿险和人保健康新业务价值预测（百万元）

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
寿险和健康险新业务价值	**6,489**	**11,538**	**15,616**	**20,399**	**25,312**	**30,241**
yoy		***77.8%***	***35.3%***	***30.6%***	***24.1%***	***19.5%***
人保寿险						
新业务价值	3,663	5,025	8,229	11,444	14,426	17,041
yoy		*37.2%*	*63.8%*	*39.1%*	*26.1%*	*18.1%*
银行保险渠道	1,001	2,341	4,672	7,008	9,110	10,932
个人保险渠道	2,578	2,668	3,508	4,385	5,262	6,051
团体保险渠道	84	16	49	51	54	57
人保健康						
新业务价值	2,826	6,513	7,387	8,955	10,885	13,201
yoy		*130.5%*	*13.4%*	*21.2%*	*21.6%*	*21.3%*
银行保险渠道	425	621	293	322	419	545
个人保险渠道	2,878	6,032	7,492	8,990	10,788	12,946
团体保险渠道	(477)	(140)	(398)	(358)	(322)	(290)

数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究所

集团内含价值预测：新业务贡献提升驱动 EV 稳步增长

预计新业务贡献提升将推动人保寿险内含价值稳步增长。2025 年人保寿险期末内含价值为 1,241.5 亿元，同比+3.7%，受投资回报差异、模型及假设变动等因素影响，增长相对平稳。展望 2026 至 2028 年，随着银保渠道 NBV 高增、个险渠道价值修复以及预定利率下调带动负债成本改善，新业务贡献预计持续提升，成为寿险 EV 增长的主要驱动力。我们预计 2026 至 2028 年人保寿险期末内含价值分别为 1,344.8 亿元/ 1,490.4 亿元/ 1,677.2 亿元，同比分别+8.3%/ +10.8%/ +12.5%，对应营运 ROEV 分别为 14.6%/ 16.1%/ 16.8%。

表 3：人保寿险内含价值预测（百万元）

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
寿险期初的内含价值	103,772	101,470	119,731	124,148	134,475	149,036
新业务贡献	3,960	5,361	8,766	11,444	14,426	17,041
预期回报	7,435	6,413	6,478	6,828	7,396	8,197
投资回报差异	(8,392)	18,523	(3,603)	(1,614)	(1,748)	(1,937)
其他经验差异	(4,210)	4,937	(401)	(124)	(134)	(149)
模型及假设变动	(6,488)	(26,571)	(6,560)	(6,207)	(5,379)	(4,471)
股东红利分配和资本变动	5,392	9,598	(263)	-	-	-
寿险期末的内含价值	**101,470**	**119,731**	**124,148**	**134,475**	**149,036**	**167,716**
yoy		***18.0%***	***3.7%***	***8.3%***	***10.8%***	***12.5%***
营运 ROEV	6.9%	16.5%	12.4%	14.6%	16.1%	16.8%

数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

预计专业健康险平台价值释放延续，健康险 EV 保持较快增长。2025 年人保健康期末内含价值为 353.7 亿元，同比+17.4%，主要受新业务贡献和预期回报支撑。随着医疗险需求稳健、护理险快速放量以及个人保险渠道价值持续释放，人保健康新业务贡献有望保持增长，推动 EV 延续扩张。我们预计 2026 至 2028 年人保健康期末内含价值分别为 440.4 亿元/ 554.5 亿元/ 704.3 亿元，同比分别+24.5%/ +25.9%/ +27.0%，对应营运 ROEV 分别为 36.5%/ 35.9%/ 35.0%。

表 4：人保健康内含价值预测（百万元）

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
健康险期初的内含价值	18,239	22,495	30,117	35,369	44,041	55,454
新业务贡献	3,056	7,398	9,120	8,955	10,885	13,201
预期回报	1,585	1,763	2,074	2,865	3,567	4,492
投资回报差异	(1,312)	1,055	674	(707)	(881)	(1,109)
其他经验差异	1,097	123	(933)	1,096	1,365	1,719
模型及假设变动	(562)	(2,695)	(5,731)	(3,537)	(3,523)	(3,327)
股东红利分配和资本变动	392	(23)	46	-	-	-
健康险期末的内含价值	**22,495**	**30,117**	**35,369**	**44,041**	**55,454**	**70,429**
yoy		***33.9%***	***17.4%***	***24.5%***	***25.9%***	***27.0%***
营运 ROEV	31.5%	41.3%	34.1%	36.5%	35.9%	35.0%

数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究所

预计人身险价值修复与其他业务净资产扩张共同支撑集团调整后 EV 增长。我们以人保寿险和人保健康期末内含价值加总作为人身险 EV，以其他业务资产净值反映财险及集团其他业务权益价值，测算中国人保集团调整后 EV。预计 2026 至 2028 年人身险期末内含价值分别为 1,785.2/ 2,044.9/ 2,381.5 亿元，同比分别+11.9%/ +14.6%/ +16.5%；其他业务资产净值分别为 3,867.2/ 4,397.4/ 5,126.6 亿元，同比分别+9.5%/ +13.7%/ +16.6%。综合测算，预计 2026 至 2028 年归属于母公司股东的调整后内含价值分别为 4,082.2/ 4,652.9/ 5,471.2 亿元，同比分别+8.8%/ +14.0%/ +17.6%，对应每股调整后内含价值分别为 9.23/ 10.52/ 12.37 元。

表 5：中国人保内含价值预测（百万元）

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
人身险期初的内含价值	122,011	123,965	149,848	159,517	178,516	204,490
人身险当期的内含价值变动	1,954	25,883	9,669	18,999	25,974	33,655
人身险期末的内含价值	**123,965**	**149,848**	**159,517**	**178,516**	**204,490**	**238,145**
yoy		***20.9%***	***6.5%***	***11.9%***	***14.6%***	***16.5%***
营运 ROEV	10.6%	21.0%	16.8%	19.5%	21.0%	21.8%
其他业务资产净值	294,079	292,308	353,105	386,719	439,738	512,656
yoy		*-0.6%*	*20.8%*	*9.5%*	*13.7%*	*16.6%*
集团期末内含价值	418,044	442,156	512,622	565,235	644,228	750,801
yoy		*5.8%*	*15.9%*	*10.3%*	*14.0%*	*16.5%*
归属于母公司股东的调整后内含价值	**307,476**	**318,435**	**375,122**	**408,220**	**465,291**	**547,117**
yoy		***3.6%***	***17.8%***	***8.8%***	***14.0%***	***17.6%***
归属于母公司股东的每股内含价值（元）	**6.95**	**7.20**	**8.48**	**9.23**	**10.52**	**12.37**

数据来源：中国人保公司公告，人保寿险公司公告，人保健康公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

估值分析和投资建议

我们采用分部估值法对中国人保进行估值。考虑公司业务结构兼具财险龙头、人身险价值修复和其他金融资产属性，单一 P/B 或 P/EV 方法难以充分反映各板块估值差异，因此分别对人保财险、人保寿险、人保健康及其他资产和业务进行估值。

1）人身险板块，人保寿险和人保健康均以 EV 作为价值基础，并采用 P/EV 方法估值。EV 由调整后净资产和有效业务价值构成，反映现有资产负债表价值及存量保单未来利润的折现价值，是寿险及健康险业务估值的重要锚。人保寿险方面，负债端价值修复趋势明确，NBV 延续较快增长，内含价值增长动能增强；但考虑到人保寿险业务规模、渠道基础和经营积累相较主要上市寿险公司仍有一定差距，我们参考 A 股主要上市人身险公司 P/EV 估值区间，并保留一定规模和经营稳定性折价，给予人保寿险 0.8x P/EV。人保健康方面，公司在专业健康险领域具备领先优势，营运 ROEV 较高，2025 年在行业健康险保费整体承压背景下仍实现保险服务收入同比+11.8%，成长性和盈利质量相对突出。考虑其专业健康险龙头属性、较高营运 ROEV 及更强成长性，我们以 EV 作为估值锚，给予人保健康 1.0x P/EV。人保寿险与人保健康 P/EV 倍数差异，主要反映二者在业务定位、市场份额、成长性、营运 ROEV 和经营稳定性上的差异。

2）财险板块方面，人保财险作为国内财险龙头，市场份额稳固，承保盈利能力较强。估值方面，我们采用 P/B 方法，并参考海外财险可比公司估值水平。在估值折价上，考虑到境内外财险公司在资本市场成熟度、流动性、投资者风险偏好、业务结构及 ROE 稳定性等方面存在差异，同时国内财险业务受车险费率监管、农险及政策性业务、大灾赔付波动等因素影响，跨市场估值差异需在目标倍数中予以反映。综合考虑人保财险的龙头地位、承保能力和跨市场估值差异，我们给予海外可比公司调整后平均 P/B（MRQ）估值的 30%折价，对应 1.48 倍 P/B。

表 6：海外财险可比公司的 PB 估值情况

	股票代码	PB-MRQ（倍）
美国前进保险	PGR.N	3.64
旅行者保险	TRV.N	1.99
好事达保险	ALL.N	1.77
RLI 保险	RLI.N	2.60
Selective Insurance	SIGI.O	1.47
调整后平均	/	2.12

数据来源：iFinD，东方证券研究所；注：调整后平均为剔除最高值和最低值后的平均水平；以 2026 年 5 月 15 日收盘价计

3）其他资产及业务，主要包括集团本部、人保养老、人保资管及其他未单独估值资产。该部分资产以投资管理和集团平台类资产为主，相较人保财险、人保寿险和人保健康等核心保险主业，盈利可见度、独立估值可观察性和流动性相对较弱，同时存在一定控股公司层面的估值折价。考虑到该部分资产并非集团主要价值来源，2026E 剩余归母净资产为 465.8 亿元，占集团调整后权益价值比重较低，我们以账面净资产为估值基础，给予 20%折价，对应 0.8 倍 P/B。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

综合测算，中国人保的 2026E 潜在权益价值为 4,799.4 亿元，对应的目标价 10.85 元。

表 7：中国人保分部估值表

分部	估值基础	估值基数（百万元）	估值方法	估值倍数	中国人保持股比例	潜在权益（百万元）
人保财险	归母净资产	307,100	P/B（倍）	1.48	68.98%	314,570
人保寿险	内含价值	134,475	P/EV（倍）	0.8	80.00%	86,064
人保健康	内含价值	44,041	P/EV（倍）	1.0	95.45%	42,037
其他资产及业务	剩余归母净资产	46,582	P/B（倍）	0.8	100.00%	37,265
中国人保潜在权益价值						**479,936**
对应目标价（元）						**10.85**

数据来源：中国人保公司公告，人保寿险公司公告，人保健康公司公告，iFinD，东方证券研究所；注：以 2026E 的净资产、内含价值估计

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

风险提示

1）长端利率下行超预期：保险资金具有长久期特性，若宏观经济复苏乏力导致长端利率长期处于低位甚至进一步下行，将显著增加公司新增资产与到期资产的再投资压力，导致净投资收益率承压。同时，折现率下行将直接影响内含价值的计算假设，导致有效业务价值和内含价值的评估结果面临缩水风险，进而压制估值中枢。

2）权益市场大幅波动：公司资产配置中包含一定比例的股票与基金权益资产。若资本市场出现大幅震荡或系统性下跌，一方面将通过 FVTPL 资产直接冲击当期归母净利润；另一方面，计入 FVOCI 的资产波动将影响净资产水平，进而导致综合投资收益率不及预期。

3）寿险改革成效不及预期：尽管个险渠道已企稳，但若代理人队伍规模继续大幅脱落，或新人的留存率与产能提升速度低于预期，将导致新业务价值增长乏力。

4）居民收入不及预期：若居民收入预期不稳导致长期储蓄型与保障型产品需求持续疲软，可能导致保费增速放缓，影响负债端未来的利润释放能力。

5）财险综合成本率上行超预期：财险业务是公司利润的重要来源，若车险竞争加剧、车险新能源赔付率改善不及预期，或自然灾害、农险、意健险、责任险等非车险赔付压力超预期，可能导致综合赔付率上行。若费用率优化不足以对冲赔付端压力，公司综合成本率可能明显抬升，进而影响承保利润和集团盈利表现。

6）健康险业务盈利不及预期：人保健康是公司人身险价值增长的重要来源，若医疗费用上涨、赔付率上行、护理险放量节奏不及预期，或互联网健康险获客成本和续保表现弱于预期，可能导致人保健康保险服务收入、净利润和新业务价值增长不及预期。

7）监管政策变化风险：保险行业受监管政策影响较大，若产品定价、渠道监管、资本约束、偿付能力要求或分红险相关规则进一步调整，可能对公司产品销售节奏、业务结构、资本消耗及盈利能力产生影响。

8）精算假设调整风险：寿险公司估值和利润表现对折现率、退保率、费用率、死亡率等核心精算假设较为敏感。若未来实际经营经验与假设偏离，或公司主动调整精算假设，可能对新业务价值、内含价值及当期利润造成波动。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

利润表

单位：亿元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
保险服务收入	5,377.1	5,707.2	6,052.3	6,461.2	6,863.6
投资收益	251.4	449.4	452.5	509.4	564.6
公允价值变动损益	237.7	161.4	94.2	106.0	116.6
其他业务收入	348.3	371.3	376.2	389.6	416.3
其他收益	5.3	1.2	1.5	1.9	2.2
营业收入	6,219.7	6,690.4	6,976.8	7,468.1	7,963.3
保险服务费用	(4,928.4)	(5,271.7)	(5,568.1)	(5,944.3)	(6,314.5)
承保财务损益	(433.3)	(459.0)	(490.8)	(530.1)	(561.9)
业务及管理费	(54.3)	(67.9)	(69.6)	(74.3)	(78.9)
其他业务成本	(97.3)	(142.5)	(103.5)	(111.6)	(120.0)
营业支出合计	(5,513.3)	(5,941.1)	(6,232.0)	(6,660.3)	(7,075.4)
营业利润	706.4	749.4	744.7	807.7	887.9
利润总额	706.2	745.1	743.3	806.2	886.3
净利润	578.2	630.3	634.1	687.7	756.0
归母净利润	428.7	466.5	462.9	502.0	551.9
少数股东损益	149.5	163.9	171.2	185.7	204.1

资产负债表

单位：亿元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	262.2	259.8	267.6	275.7	283.9
金融投资	12,732.6	15,087.5	16,848.8	18,687.8	20,535.0
定期存款	1,265.6	1,274.4	1,287.1	1,300.0	1,313.0
长期股权投资	1,678.2	1,771.1	1,888.0	2,012.6	2,145.5
投资性房地产	152.3	147.9	149.4	150.9	152.4
其他资产	1,573.0	1,736.1	1,806.2	1,880.8	1,960.6
总资产	17,663.8	20,276.8	22,247.1	24,307.8	26,390.4
预收保费	73.2	97.6	122.0	149.5	179.4
保险合同负债	11,228.0	12,395.2	13,634.7	14,725.5	15,609.0
其他负债	2,690.4	3,582.1	3,815.6	4,067.1	4,338.3
总负债	13,991.6	16,074.9	17,572.3	18,942.1	20,126.7
股本	442.2	442.2	442.2	442.2	442.2
资本公积	74.4	68.0	68.7	69.4	70.1
未分配利润	1,869.5	2,189.8	2,547.6	2,934.4	3,353.8
归母权益合计	2,687.3	3,089.9	3,391.6	3,896.8	4,590.7
股东权益合计	3,672.3	4,201.9	4,674.7	5,365.7	6,263.7
负债和股东权益合计	17,663.8	20,276.8	22,247.1	24,307.8	26,390.4

人身险业务内含价值预测

单位：亿元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
人身险期初的内含价值	1,239.7	1,498.5	1,595.2	1,785.2	2,044.9
寿险新业务贡献	53.6	87.7	114.4	144.3	170.4
寿险预期回报	64.1	64.8	68.3	74.0	82.0
寿险投资回报差异	185.2	(36.0)	(16.1)	(17.5)	(19.4)
寿险其他经验差异	49.4	(4.0)	(1.2)	(1.3)	(1.5)
寿险模型及假设变动	(265.7)	(65.6)	(62.1)	(53.8)	(44.7)
寿险其他变动	96.0	(2.6)	0.0	0.0	0.0
健康险新业务贡献	74.0	91.2	89.5	108.9	132.0
健康险预期回报	17.6	20.7	28.6	35.7	44.9
健康险投资回报差异	10.6	6.7	(7.1)	(8.8)	(11.1)
健康险其他经验差异	1.2	(9.3)	11.0	13.7	17.2
健康险模型及假设变动	(26.9)	(57.3)	(35.4)	(35.2)	(33.3)
健康险其他变动	(0.2)	0.5	0.0	0.0	0.0
人身险期末内含价值	1,498.5	1,595.2	1,785.2	2,044.9	2,381.5

主要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
估值与盈利指标					
P/EV	0.95	0.81	0.74	0.65	0.55
PE	7.06	6.48	6.54	6.03	5.48
PB	1.13	0.98	0.89	0.78	0.66
ROE	16.0%	15.1%	13.6%	12.9%	12.0%
ROA	3.3%	3.1%	2.9%	2.8%	2.9%
每股数据（元/股）					
每股 NBV	0.26	0.35	0.46	0.57	0.68
每股人身险 EV	2.82	3.01	3.38	3.89	4.55
每股集团 EV	7.20	8.48	9.23	10.52	12.37
每股净资产	6.08	6.99	7.67	8.81	10.38
每股净利润	0.97	1.05	1.05	1.14	1.25
每股分红	0.18	0.22	0.24	0.26	0.30
增长率					
保险服务收入	6.7%	6.1%	6.0%	6.8%	6.2%
营业收入	12.5%	7.6%	4.3%	7.0%	6.6%
归母净利润	85.2%	8.8%	-0.8%	8.5%	9.9%
寿险一年新业务价值	37.2%	63.8%	39.1%	26.1%	18.1%
健康险一年新业务价值	130.5%	13.4%	21.2%	21.6%	21.3%
归母净资产	10.9%	15.0%	9.8%	14.9%	17.8%
总资产	13.4%	14.8%	9.7%	9.3%	8.6%
内含价值增长率					
人身险内含价值	20.9%	6.5%	11.9%	14.6%	16.5%
集团内含价值	5.8%	15.9%	10.3%	14.0%	16.5%

资料来源：中国人保公司公告，iFinD，东方证券研究所；注：以 2026 年 5 月 18 日收盘价计

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。