中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告•行业深度报告•2026年中期投资策略报告

2026年中期策略：寿险业估值框架更新及保险板块投资展望

分析师：赵然
zhaoran@csc.com.cn
021-68801600
SAC 执证编号：S1440518100009
SFC 中央编号：BQQ828

分析师：沃昕宇
woxinyu@csc.com.cn
021-56135215
SAC 执证编号：S1440524070019

发布日期：2026年5月28日

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

核心观点

- 保险作为现代市场经济的基础性制度安排，连接各行各业、关系国计民生，是促进经济发展、改善民生保障、助力共同富裕的有力手段。寿险作为保险行业的重要组成部分，也正迎来高质量发展的历史性机遇。2023年以来，寿险行业正在逐步切换至新会计准则，新准则更加复杂、理解难度更大，但也提供了更加丰富的分析维度，有助于我们更全面、细致地拆解寿险公司财务表现背后的原因。为帮助读者更好理解寿险公司的经营逻辑、挖掘投资机会，本文介绍了基于内含价值的寿险公司估值框架，并系统梳理了新会计准则下寿险公司财务分析思路，供读者参考。

摘要

- **寿险公司内含价值的变化可以拆分为负债端、资产端和存量价值释放三个维度，其中：**1）负债端驱动主要包括新业务价值（NBV）和营运经验差异，前者反映当期新增保单的未来利润现值，后者的长期表现体现了寿险公司的业务质量和经营能力；2）资产端驱动一方面包括权益市场波动导致的投资回报差异变化，另一方面包括长端利率趋势性变动所导致的经济假设变动。3）存量价值释放则是指存量保单有效业务价值逐期释放利润，是内含价值稳定增长的压舱石。
- **新会计准则下寿险公司利润表主要反映当期资产端投资表现以及存量价值释放过程，需结合合同服务边际余额及变动过程来观察寿险公司负债端的边际变化。**
- **加大多元资产配置、通过互联互通合规参与海外配置、加大对冲工具使用应对低利率时代或只是资产端的短期应对模式，更长周期解决低利率时代的保险转型或需要从商业模式设计层面降低对于利差的依赖。我们判断，未来我国寿险行业发展将呈现以下趋势：**
  - **负债端展望：从规模扩张到价值驱动与结构优化**
    - ✓ **储蓄型产品：**过度迎合需求长期难以持续，分红险引领浮动收益型产品转型实现长期“双赢”
    - ✓ **保障型产品：**围绕非标体、“三医联动”改革以及老龄化时代护理需求积极开展产品创新
    - ✓ **银保渠道：**银保双方开展深度战略协同，以定制化全流程赋能体系共同经营客户长期价值
    - ✓ **代理人渠道：**以专业化、职业化转型破解供需错配难题，招募、培训、激励全链条协同发力
    - ✓ **产服融合：**构建“支付+服务+投资”三端协同的闭环生态，打造差异化竞争力
    - ✓ **竞争格局：**监管趋严与转型压力下，头部险企竞争优势更加凸显带动行业马太效应更加凸显

摘要

- **资产端展望：从被动配置到主动管理与战略赋能**
  - ✓ **核心策略：**固收着力资负匹配筑牢根基，权益通过高股息底仓+新质生产力增厚长期收益
  - ✓ **管理模式：**新会计准则重塑报表体系，基于不同负债特性实施分账户精细化管理
  - ✓ **社会价值：**发挥“耐心资本”核心优势，围绕金融五篇大文章服务国家战略
- **资产负债匹配展望：从定性要求到量化约束与核心战略能力**
  - ✓ **治理结构：**建立独立、闭环的管理体系，发挥带动前中后台联动的核心战略职能
  - ✓ **全面嵌入：**形成贯穿产品设计、定价、资产配置、风险管理全业务流程的管理闭环
  - ✓ **刚性约束：**资负管理新规征求意见稿明确提出量化监管指标，资负匹配成为刚性约束
- **展望来看，存款搬家与“反内卷”政策有望驱动负债端保持较快增长，4月以来权益市场回暖有望增厚利润，当前估值具备较高安全边际。**负债端来看，寿险方面，近期银保渠道“报行合一”监管进一步强化且分红险演示利率有望下调，在居民存款搬家与“反内卷”监管政策背景下，寿险负债端量价均有坚实支撑，NBV有望保持较快增长。财险方面，一方面非车险“报行合一”利好费用率改善，另一方面出险率下降有望带动新能源车险赔付率改善，在自然灾害影响保持稳定的情况下整体承保利润有望延续增长。资产端来看， 2026年4月以来（截至5/25收盘），沪深300指数累计上涨10.59%，而25Q2期间沪深300指数累计上涨1.25%，看好权益市场回暖提振上市险企二季度利润增速。

提纲

一、内含价值体系下寿险公司估值分析框架

二、新会计准则下寿险公司财务分析框架

三、保险业投资展望

四、风险提示

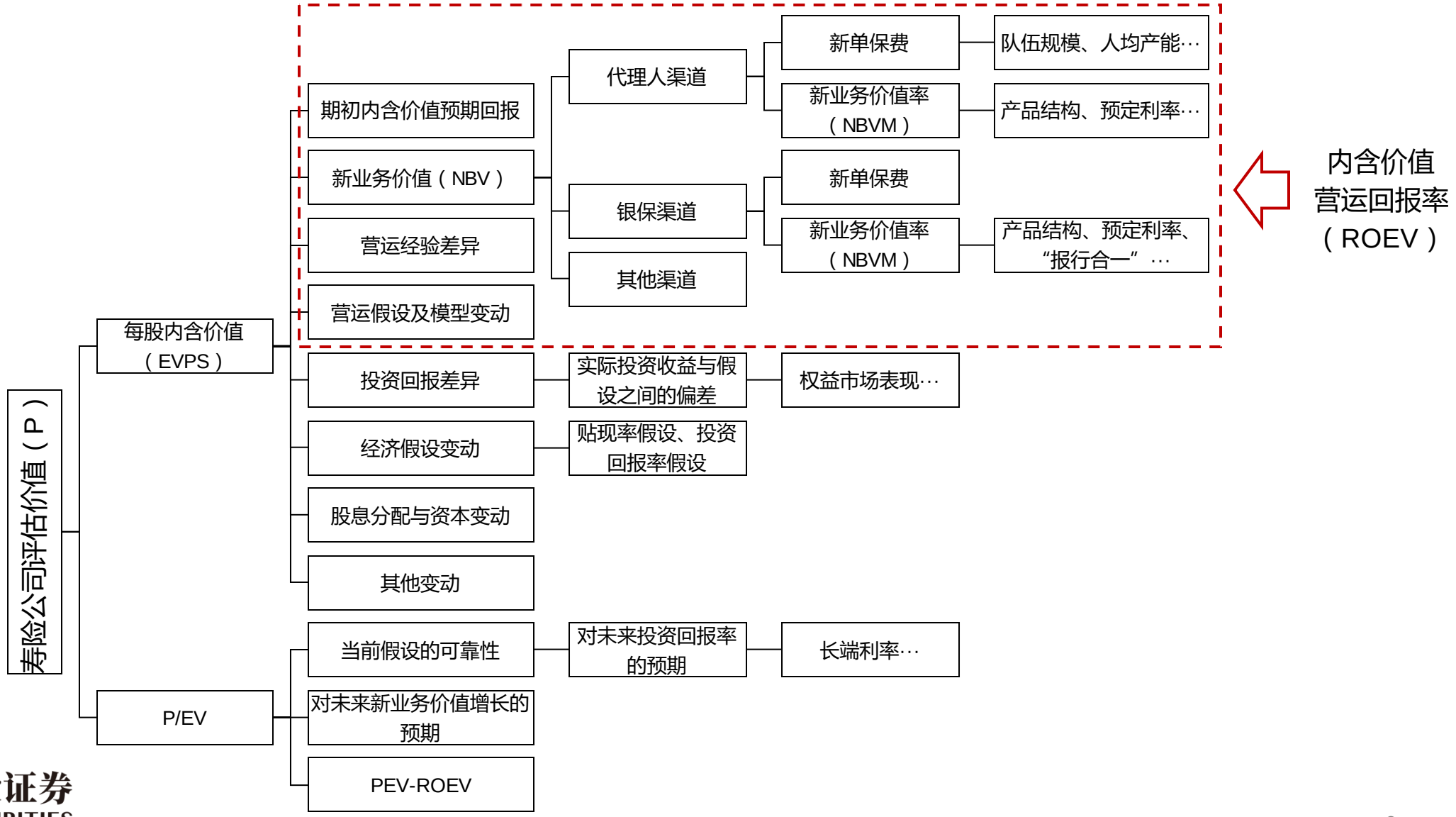
PART 1

内含价值体系下寿险公司估值分析框架

基于内含价值的寿险公司估值框架总结

- **业绩维度：寿险公司当期业绩可拆分为存量价值释放、负债端边际变化和资产端边际变化三个部分**
  - **存量价值释放：**体现存量保单预期利润的逐期释放，是业绩内生稳定增长的重要引擎。
  - **负债端边际变化：**重点关注新业务价值和营运经验差异，其中新业务价值反映当期新保单销售业绩，居民稳健增值需求、预定利率调整以及监管政策是近年来变化主要驱动，长期正向营运经验差异是优秀的业务质量与经营能力的体现。
  - **资产端边际变化：**重点关注投资回报差异的变化，与公司资产配置结构以及权益市场波动高度相关，是权益市场向好时业绩弹性的重要来源。
- **估值维度：与传统估值方式区别主要在于不仅需考虑未来潜在业务增长，还需考虑计算假设合理性**
  - **长端利率：**保险资金约70-80%资产配置于固收类资产，长端利率对保险资金长期投资回报中枢预期有重要影响，进而影响市场估值。
  - **未来业务增长：**居民保险保障和财富管理需求为长期NBV增长提供持续动力。

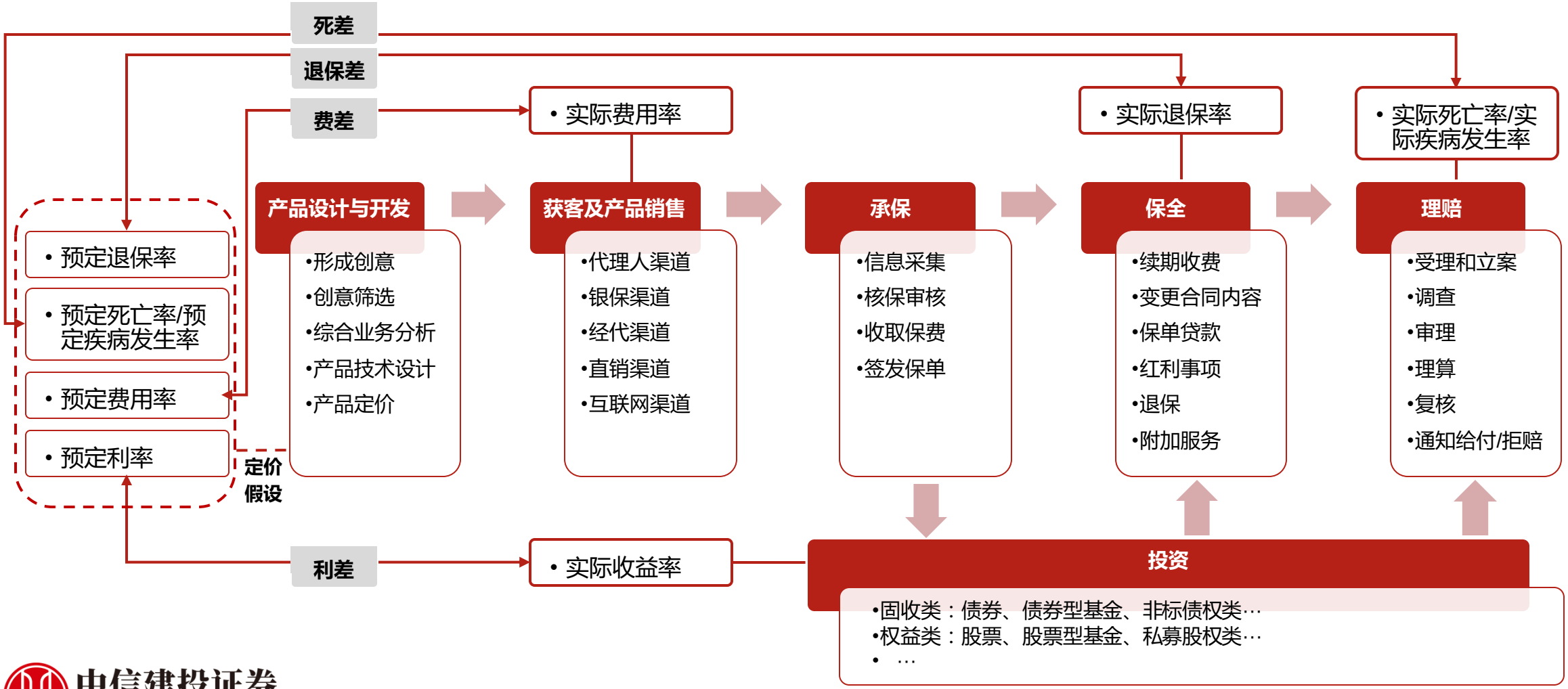
基于内含价值的寿险公司估值框架总结



资料来源：中信建投证券

寿险公司经营模式概览

图表：寿险公司经营环节及利润来源拆解



中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：中信建投证券

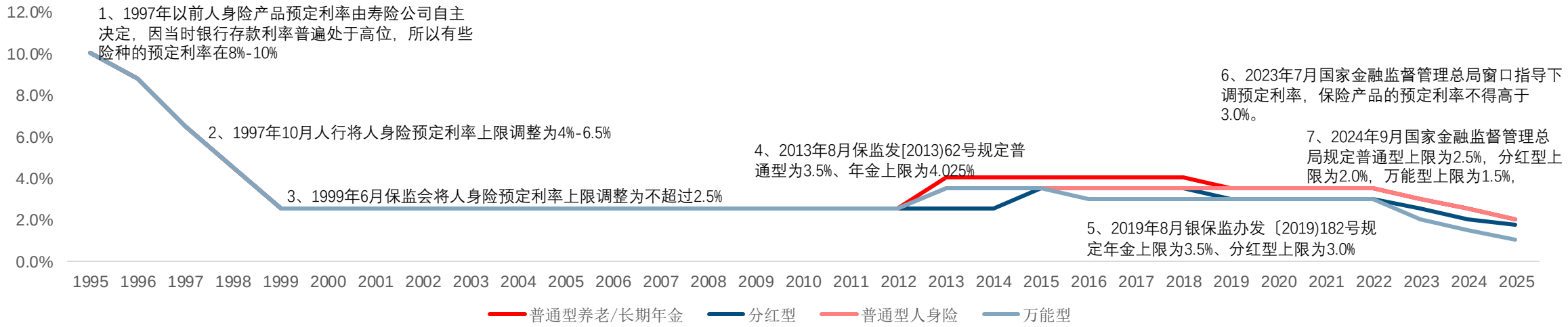
寿险公司经营模式具有一定特殊性

- 对于大多数实体企业而言，一般是先购买原材料，确定成本，然后是生产过程，产品生产后，结合成本和市场供求关系及竞争程度确定价格，最后通过自身的销售网络或中介渠道进行产品销售。销售实现后基本宣告整个生产经营流程的结束，可以核算相关利润。
- **寿险公司经营环节的特殊性是“先取得销售收入，然后是成本的支出，而且该成本支出存在很大的不确定性”。**首先，寿险公司在产品开发环节并不产生实际的业务成本，而是按照精算方法对损失发生率、预期收益率、费用率等因素进行假设，由此确定可能的产品成本，再结合市场供求关系和竞争程度确定保险产品价格。寿险公司通过销售和承保环节收取保费并开始承担保险责任，也是寿险公司实际经营过程的开始。在销售和承保环节，寿险公司通过对投保人进行筛选和风险控制，尽可能地使保险产品承保的风险状况和“产品开发”环节的精算假设一致，进而实现承保利润。但是在寿险公司实际经营程中，面临着诸多不确定性，会影响业务的实际运行状况，实际的理赔成本可能与产品开发时假设的成本不同。

保险产品定价主要考虑三大要素，定价假设对公司经营影响显著

- **保险产品的定价对保险公司的经营发展有显著影响。**
  - 若定价过高，产品销售难度较大；若定价过低，可能给未来带来较大赔付压力，进而对保险公司的持续经营带来挑战。
- **保险产品的定价主要考虑三大要素：**
  - **预定发生率：**保险事件发生的概率，不同产品定价时关注的发生率也不同，例如寿险更关注死亡率，重疾险更关注重疾发生率。
  - **预定附加费用率：**附加费用（loading）是指在费率厘定中，在纯保费基础上附加的用于支付保险公司税费支出、营业费用支出、保险保障基金、利润及风险附加等的费用，其中纯保费是用于支付保险赔款或保险金给付金额的期望值。
  - **定价利率/预定利率：**预定利率是指厘定费率时使用的对预计保单现金流进行折现的利率。预定利率主要与对未来投资收益水平的预期有关，产品定价时设置的预定利率越高，得到的产品费率越低，对投资收益率的要求也就越高。
  - 当前预定利率动态调整机制下，人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会主要结合5年期以上LPR、5年期定期存款利率、10年期国债收益率等市场利率变化和行业资产负债管理情况来研究人身保险产品预定利率有关事项并每季度发布预定利率研究值。

图表：人身险行业预定利率上限变化历程



资料来源：国家金融监督管理总局，中信建投证券

寿险公司利润主要来自于“三差”

- **寿险公司利润的特殊性：**

➢ 一般企业在销售完毕基本可以核算盈利情况，成本大致是确定的，寿险公司销售只是公司经营的开始，保单存续期间风险变动、金融市场利率变动等都会直接关系到盈利水平。

➢ 保险公司通过产品定价来确定收取的保费，产品定价依赖于死亡率、疾病发生率、预定利率、附加费用率、退保率等精算假设，但实际运营中存在诸多影响因素，导致实际运行情况和精算假设往往不一致，其中实际运行情况优于精算假设会带来利润，反之则带来亏损。

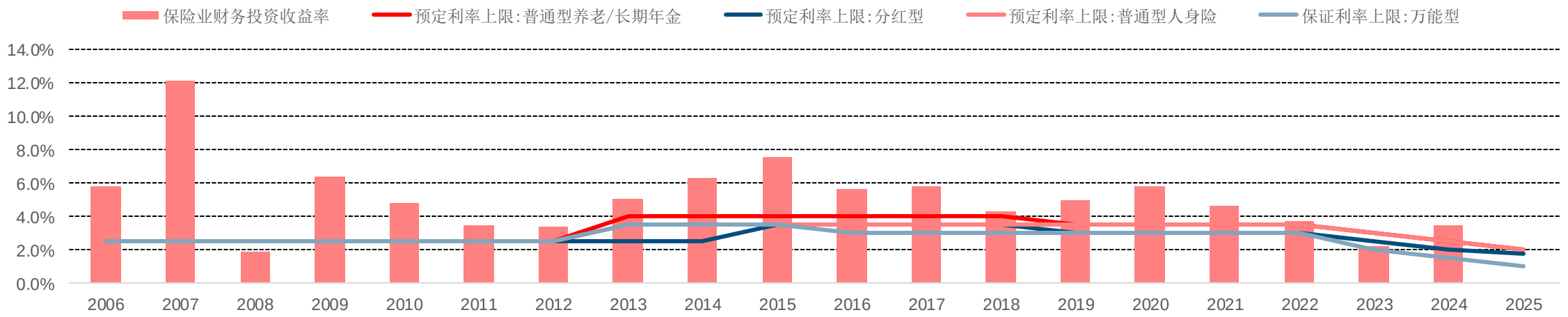
- **整体来看，寿险公司的利润主要来源于死差、费差、利差**

➢ **死差益：**由实际死亡率或疾病发生率低于预定死亡率或疾病发生率，按预定死亡率或疾病发生率收取的纯保费支付实际赔付成本后有盈余而产生的利益。

➢ **费差益：**实际的营业费用率低于预期的营业费用率而产生的利益。

➢ **利差益：**实际的投资收益率高于预定的利率时产生的利益。

图表：保险业财务投资收益率和人身险产品预定利率上限变化情况

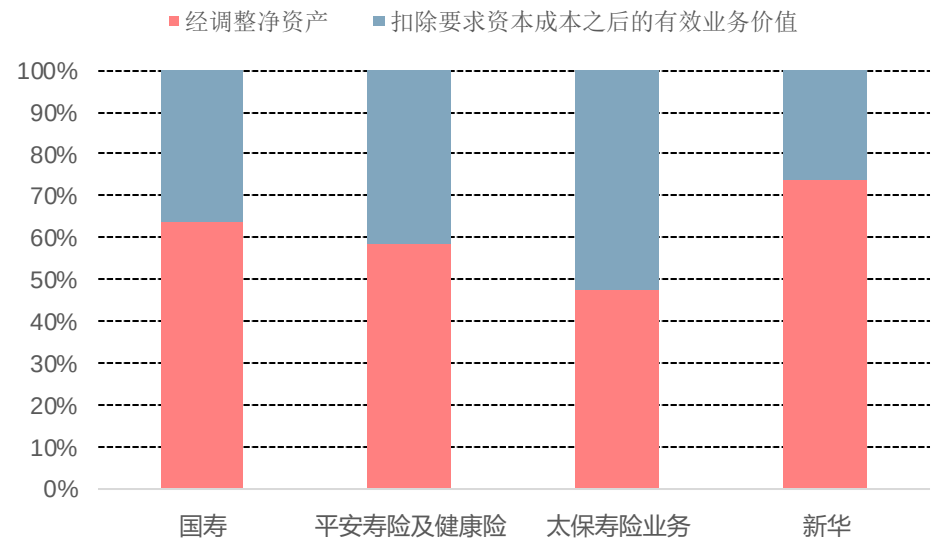


资料来源：国家金融监督管理总局， 中信建投证券

寿险公司估值方法与其他金融机构有较大差异

- **与其他金融机构一般使用市净率法估值不同，寿险公司主要使用内含价值法进行估值。**
- **什么是内含价值？**
  - 内含价值是指在充分考虑总体风险的情况下，适用业务及其对应资产产生的现金流中股东利益的现值。
  - 内含价值的思路，是要反映截至评估日的、寿险公司所有未到期保单在未来保险期限内为公司股东创造的价值，而不仅是在某一年或某一季度寿险公司的利润。
- **如何理解内含价值与净资产之间的联系与区别？**
  - 内含价值 = 经调整的净资产价值+ 扣除要求资本成本后的有效业务价值
  - **联系**：经调整净资产是内含价值的组成部分。
  - **区别**：内含价值除了经调整净资产之外还包括有效业务价值。

图表：上市险企寿险业务2025年内含价值构成情况



资料来源：公司公告，中信建投证券

寿险公司估值方法与其他金融机构有较大差异

- **什么是有效业务价值？**

➢ 有效业务价值是指有效适用业务及其对应资产未来产生的现金流中股东利益在评估时点的现值，产生现金流的资产基础为支持有效适用业务相应负债的资产，反映了存量业务未来利润的现值，是内含价值与净资产的最大差异。

- **什么是新业务价值？**

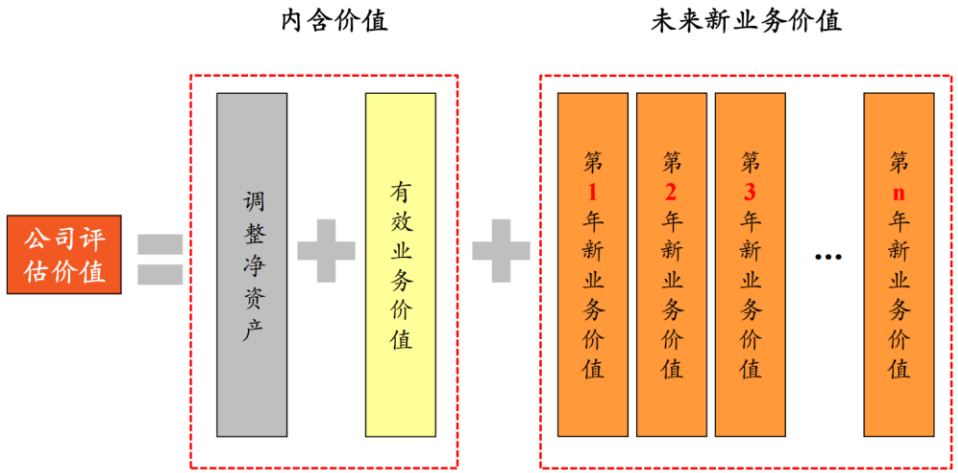
➢ 新业务价值（NBV）是指在报告期间销售的新保单在签单时的价值，对应当期销售的新保单。

- **对寿险公司的估值可以看作是内含价值与未来各期新业务价值折现值之和，新业务价值折现值代表未来期间新业务利润在当期的折现值。**

➢ 相对估值法下，可采用股价与内含价值的比率（P/EV）作为评估指标对寿险公司进行估值。

➢ P/EV = 每股股价/每股内含价值

图表：寿险公司评估价值由内含价值和未来新业务价值组成

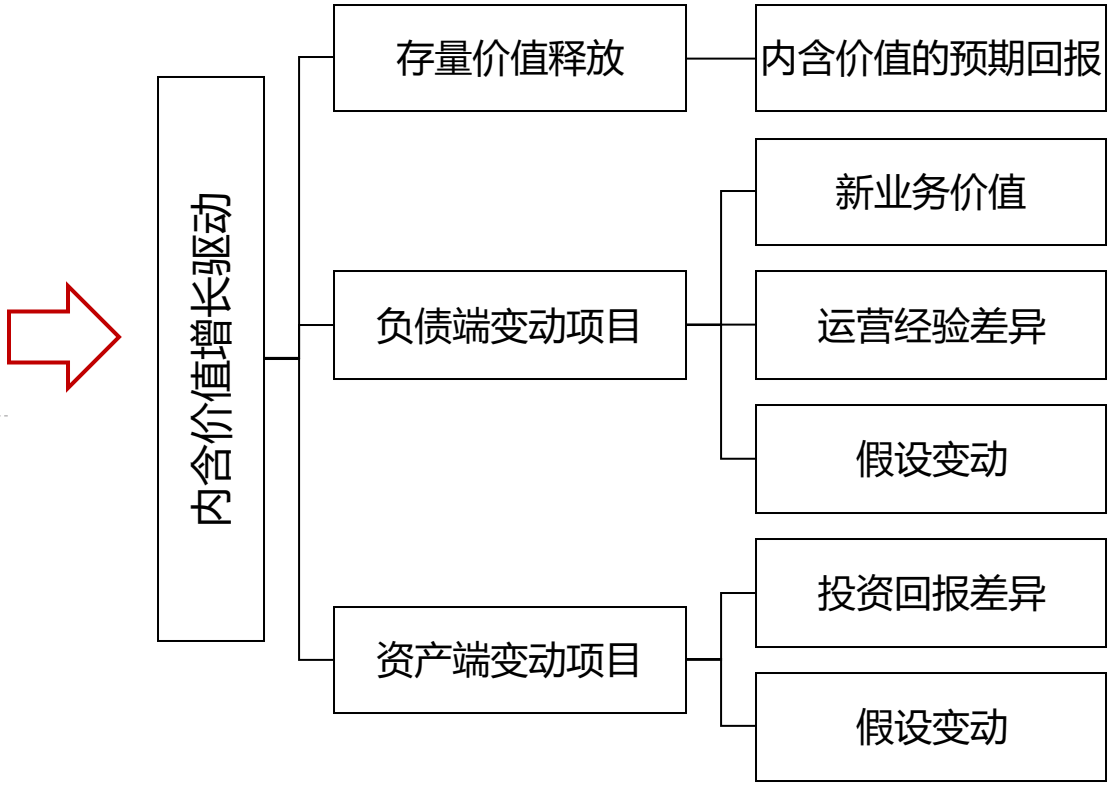


资料来源：公司公告，中信建投证券

内含价值增长的驱动因素有哪些？

- 内含价值的变动是存量价值释放与资负两端当期边际变化共同作用的结果。

期末内含价值 = 期初内含价值
+ 内含价值的预期回报
+ 新业务价值
+ 运营经验差异
+ 投资回报差异
+ 假设变动
+ 股东红利分配及资本变动
+ 其他变动



内含价值增长的驱动因素有哪些？

图表：上市险企内含价值变动拆解

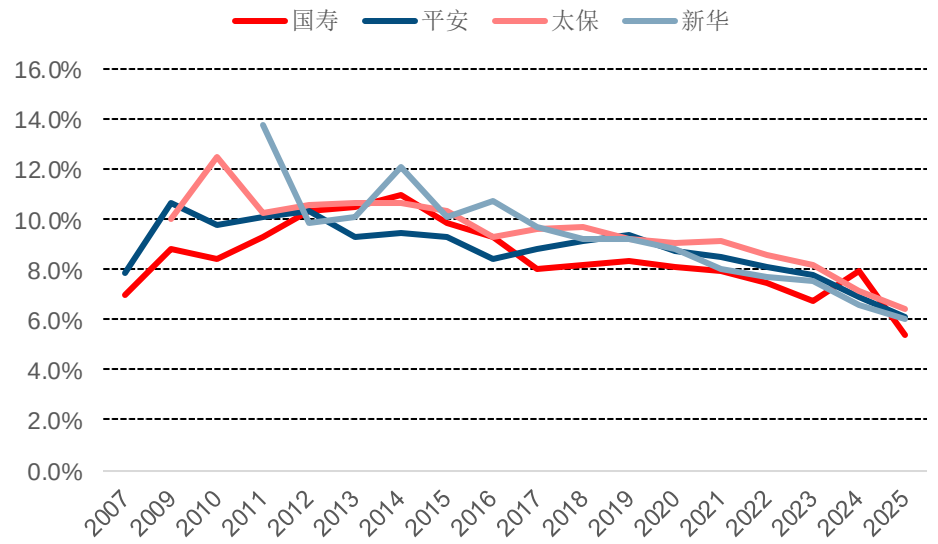
占期初内含价值的比重		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	近5年平均	近10年平均
中国人寿	期初内含价值的预计回报	9.3%	8.0%	8.2%	8.4%	8.1%	7.9%	7.5%	6.8%	7.9%	5.4%	7.1%	7.8%
	新业务价值	8.8%	9.2%	6.7%	7.4%	6.2%	4.2%	3.0%	3.0%	2.7%	3.3%	3.2%	5.4%
	营运经验差异	-0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	-0.6%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%
	投资回报差异	-5.5%	-0.7%	-6.1%	4.0%	2.6%	-0.3%	-8.1%	-6.0%	5.1%	4.8%	-0.9%	-1.0%
	假设变动	8.6%	-0.9%	-0.2%	-0.9%	0.1%	-0.7%	-0.2%	-3.3%	-11.6%	-0.5%	-3.3%	-1.0%
	股东红利分配及资本变动	-2.2%	-1.1%	-1.6%	-0.6%	-3.0%	-1.7%	-1.5%	-1.1%	-1.4%	-1.4%	-1.4%	-1.6%
	其他变动	-2.3%	-2.1%	1.1%	0.2%	-0.1%	3.4%	1.6%	3.1%	8.5%	-6.9%	1.9%	0.6%
	内含价值增速	**16.4%**	**12.6%**	**8.3%**	**18.5%**	**13.8%**	**12.2%**	**2.3%**	**2.4%**	**11.2%**	**4.8%**	**6.6%**	**10.2%**
中国平安寿险与健康险业务	期初内含价值的预计回报	8.4%	8.8%	9.1%	9.4%	8.7%	8.5%	8.1%	7.8%	6.9%	6.1%	7.5%	8.2%
	新业务价值	21.1%	24.5%	18.8%	14.7%	7.6%	5.3%	3.8%	4.1%	3.9%	5.1%	4.4%	10.9%
	营运经验差异	-0.1%	2.5%	2.8%	0.6%	-1.5%	-2.0%	-0.2%	0.5%	1.8%	1.7%	0.4%	0.6%
	投资回报差异	-0.2%	8.4%	-2.5%	5.2%	-0.8%	-3.0%	-4.6%	-3.3%	2.6%	3.6%	-1.0%	0.5%
	假设变动	-12.9%	-0.2%	0.1%	0.3%	1.7%	-0.7%	-0.8%	-9.9%	-11.7%	-1.6%	-5.0%	-3.6%
	股东红利分配及资本变动	-5.3%	-4.6%	-6.3%	-7.9%	-6.5%	-2.5%	-4.1%	-4.9%	-4.8%	-2.3%	-3.7%	-4.9%
	其他变动	-0.3%	-1.5%	1.4%	1.2%	-0.4%	0.7%	-2.5%	0.7%	1.8%	-1.3%	-0.1%	0.0%
	内含价值增速	**10.7%**	**37.8%**	**23.5%**	**23.5%**	**8.9%**	**6.3%**	**-0.2%**	**-5.0%**	**0.5%**	**11.2%**	**2.6%**	**11.7%**
中国太保寿险业务	期初内含价值的预计回报	9.3%	9.7%	9.7%	9.3%	9.1%	9.2%	8.6%	8.2%	7.2%	6.4%	7.9%	8.7%
	新业务价值	12.5%	14.7%	12.7%	9.5%	5.8%	3.9%	2.4%	2.8%	3.3%	4.4%	3.4%	7.2%
	营运经验差异	0.3%	1.0%	-0.1%	1.5%	-0.2%	-1.4%	-0.1%	0.7%	1.3%	0.4%	0.2%	0.3%
	投资回报差异	-0.6%	0.5%	0.1%	2.0%	2.1%	-0.4%	-4.9%	-5.5%	6.6%	-0.6%	-1.0%	-0.1%
	假设变动	-3.4%	-1.3%	-0.5%	-0.2%	-0.3%	1.0%	0.2%	-5.5%	-16.0%	1.7%	-3.7%	-2.4%
	股东红利分配及资本变动	-5.5%	-7.0%	-3.9%	-4.9%	-5.5%	-3.0%	-1.2%	-1.5%	-1.7%	-1.7%	-1.8%	-3.6%
	其他变动	6.9%	0.2%	2.8%	1.1%	0.7%	1.1%	0.7%	1.8%	4.2%	-0.5%	1.5%	1.9%
	内含价值增速	**19.5%**	**17.9%**	**20.7%**	**18.2%**	**11.7%**	**10.3%**	**5.7%**	**1.0%**	**4.9%**	**10.3%**	**6.5%**	**12.0%**
新华保险	期初内含价值的预计回报	10.7%	9.7%	9.2%	9.2%	8.8%	8.0%	7.7%	7.6%	6.6%	6.0%	7.2%	8.4%
	新业务价值	10.1%	9.3%	8.0%	5.6%	4.5%	2.5%	0.9%	1.2%	2.5%	3.8%	2.2%	4.8%
	营运经验差异	1.9%	2.4%	2.0%	0.9%	1.9%	0.0%	1.1%	1.1%	1.9%	2.7%	1.3%	1.6%
	投资回报差异	-4.3%	0.2%	-3.8%	4.8%	4.3%	-0.6%	-6.9%	-5.6%	8.1%	2.5%	-0.5%	-0.1%
	假设变动	-5.8%	-1.7%	-1.6%	-2.6%	-0.5%	-0.8%	-2.0%	-5.1%	-15.0%	-1.6%	-4.9%	-3.7%
	股东红利分配及资本变动	-0.8%	-1.2%	-1.1%	-1.4%	-2.1%	-1.8%	-1.7%	-1.3%	-1.7%	-3.2%	-2.0%	-1.6%
	其他变动	0.7%	-0.2%	0.2%	1.8%	0.5%	0.2%	-0.4%	0.2%	0.9%	1.2%	0.4%	0.5%
	内含价值增速	**25.3%**	**18.6%**	**12.8%**	**18.4%**	**17.3%**	**7.6%**	**-1.3%**	**-2.0%**	**3.2%**	**11.4%**	**3.8%**	**11.1%**

资料来源：公司公告，中信建投证券

存量价值释放：存量保单有效业务价值逐期释放利润

- 存量保单的有效业务价值会在当期释放利润，其预期回报率主要取决于计算有效业务价值所依赖的贴现率假设，这也是内含价值稳定增长的压舱石。
- 除有效价值价值的当期释放之外，内含价值的预期回报还包括经调整净资产的预期回报，主要指期初净资产在当期的投资收益，其预期回报率主要取决于计算内含价值所依赖的投资回报率假设。

图表：内含价值预期回报占期初内含价值的比重



资料来源：公司公告，中信建投证券
注：数据口径为上市险企的寿险业务

图表：上市险企投资回报率假设和贴现率假设

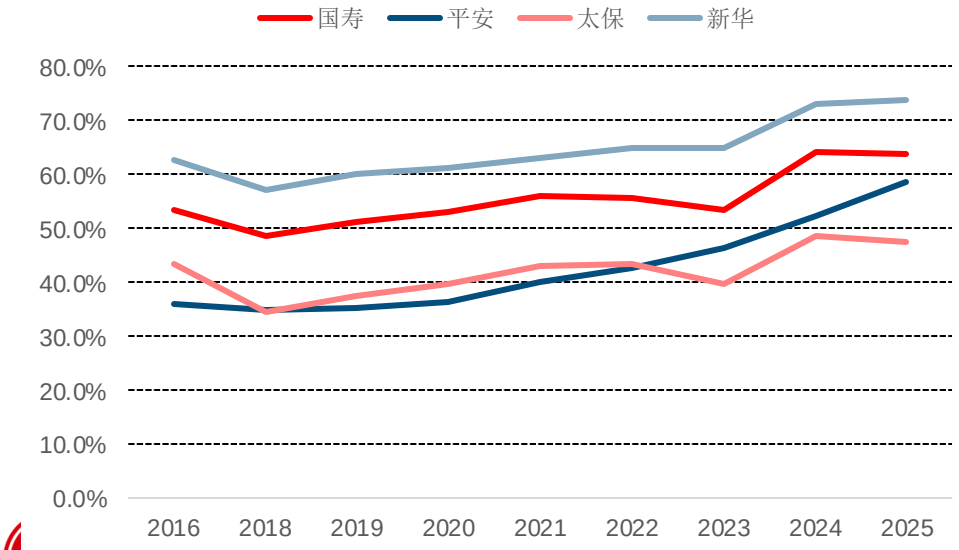
公司名称	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
贴现率假设									
中国人寿	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	8.0	7.2-8.0	7.2-8.0
中国平安	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	9.5	7.5-8.5	7.5-8.5
中国太保	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	9.0	8.5	8.5
新华保险	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	9.0	8.5	8.5
投资回报率假设									
中国人寿	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	4.5	4.0	4.0
中国平安	4.75-5.0	4.75-5.0	4.75-5.0	4.75-5.0	4.75-5.0	4.75-5.0	4.5	4.0	4.0
中国太保	4.9-5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	4.5	4.0	4.0
新华保险	4.5	4.5	4.5	4.5-6.0	5.0-6.0	5.0-5.25	4.5	4.0	4.0

资料来源：公司公告，中信建投证券

存量价值释放：存量保单有效业务价值逐期释放利润

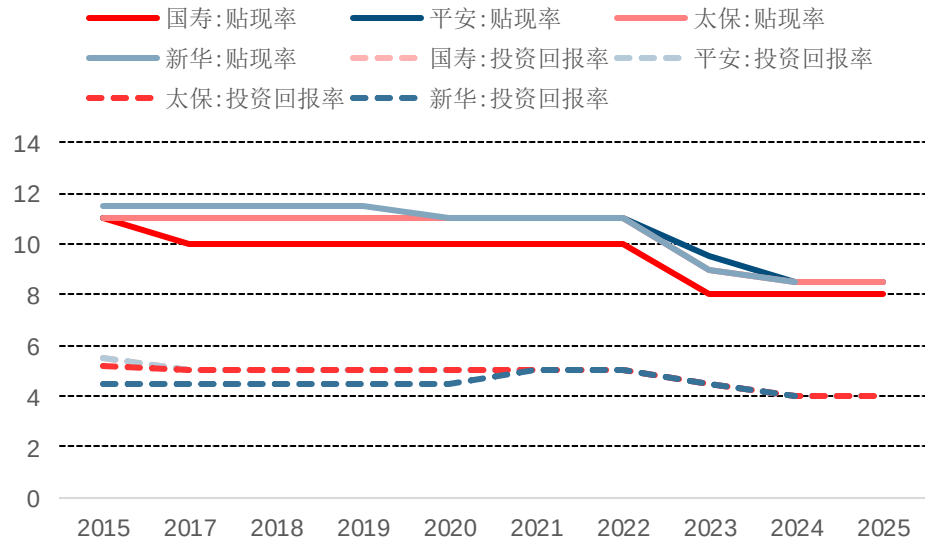
- **内含价值预期回报与期初内含价值比率趋势下降**
  - 投资回报率假设一般低于贴现率假设，随着经调整净资产在内含价值中占比提升，内含价值预期回报占期初内含价值的比重有下降趋势。
  - 上市险企在2023年、2024年下调了投资回报率假设和贴现率假设。
- **各公司内含价值预期回报与期初内含价值比率存在差异的原因包括：**
  - 选取的风险贴现率假设不同：贴现率假设较高时，内含价值预期回报与期初内含价值比率较高
  - 内含价值结构不同：有效业务价值占比较高时，内含价值预期回报与期初内含价值比率较高

图表：经调整净资产占内含价值比重变化



资料来源：公司公告，中信建投证券

图表：上市险企贴现率和投资回报率假设变化（%）



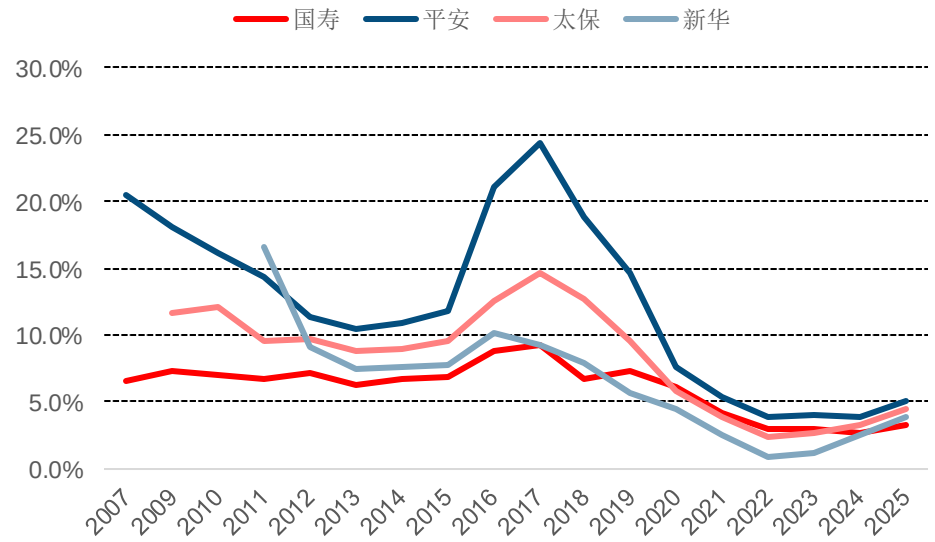
资料来源：公司公告，中信建投证券

注：当贴现率和投资回报率假设在期末有多个取值时，图中数据取最大值

负债端驱动①：新业务价值反映当期新增保单的未来利润现值

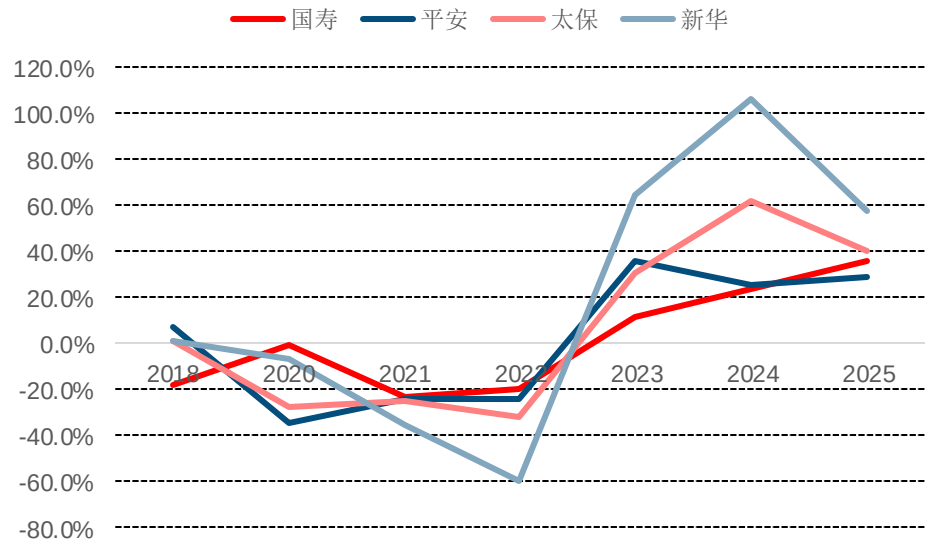
- 新业务价值既可直接带动当期内含价值增长，未来也可通过逐期释放利润来带动未来内含价值的持续增长，是内含价值长期持续增长的前瞻指标。
- 2018-2022年期间，上市险企NBV增长面临压力，2023年以来NBV增速显著回暖。
- NBV可以拆分为新单保费和新业务价值率（NBVM），即：NBV = 新单保费 × NBVM

图表：上市险企NBV与期初内含价值比率



资料来源：公司公告，中信建投证券

图表：上市险企NBV增速

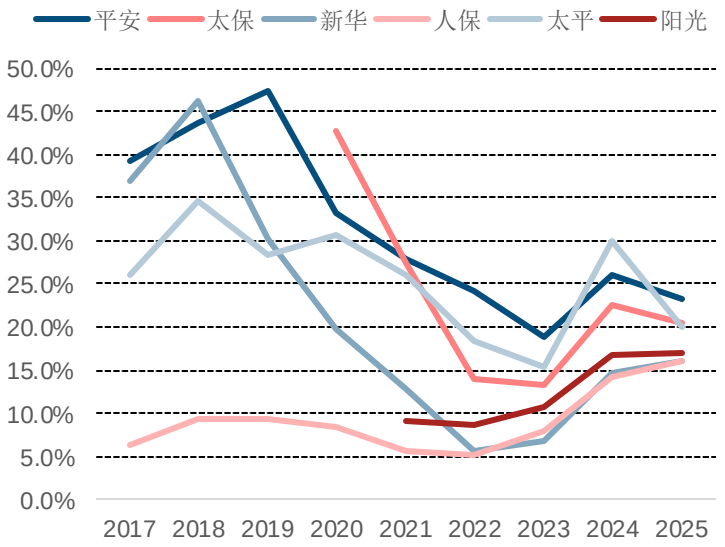


资料来源：公司公告，中信建投证券

价值率的变化受多种因素影响

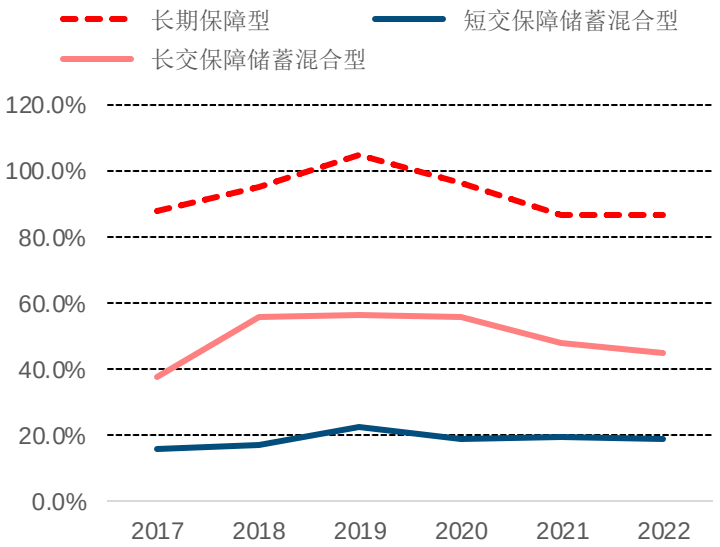
- **产品角度：**
  - 产品结构：长期健康保障型产品价值率一般优于储蓄型产品，2020-2022年期间，价值率较高的长期健康保障型产品新单占比下降，导致整体价值率承压。
  - 预定利率：预定利率下调有助于价值率改善。预定利率上限在2023年、2024年均下调50BP，2025年传统险和分红险预定利率上限分别下调50BP、25BP

图表：NBVM变化情况



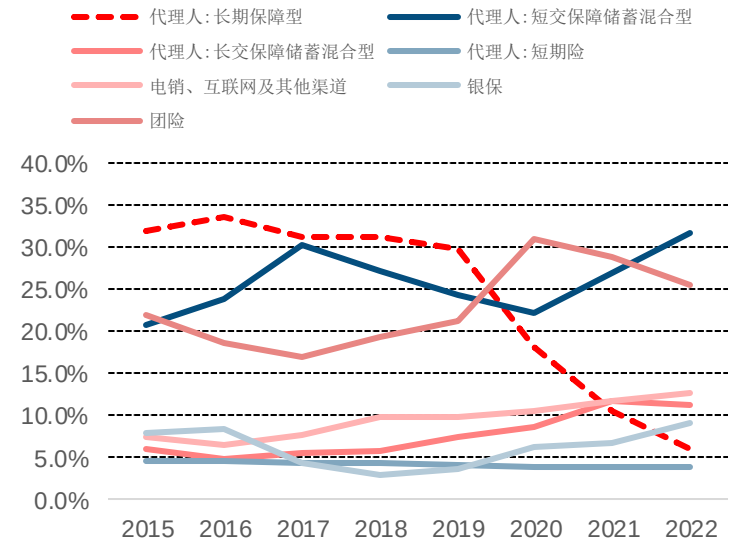
资料来源：公司年报，中信建投证券

图表：平安代理人渠道各类长期险NBVM



资料来源：公司年报，中信建投证券

图表：平安新单保费结构变化



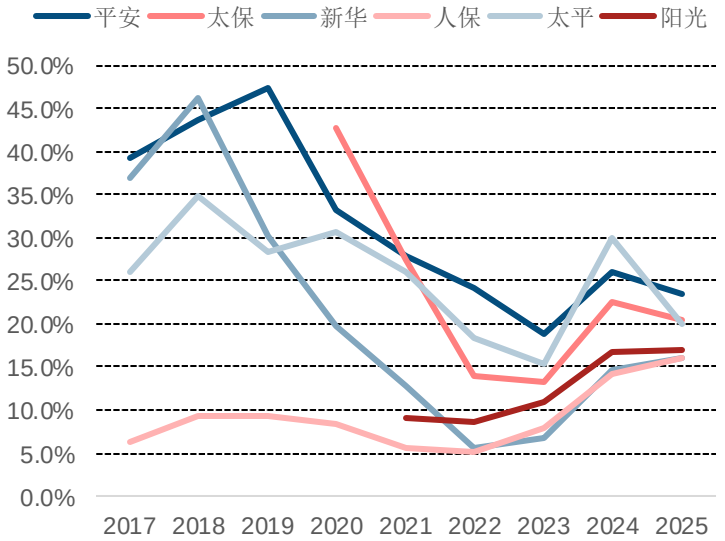
资料来源：公司年报，中信建投证券

价值率的变化受多种因素影响

- **渠道角度：**
  - 渠道结构：“报行合一”政策实施前，银保渠道价值率显著低于代理人渠道。2020-2023年期间，对增额终身寿险等储蓄险的旺盛需求驱动银保新单快速增长，银保渠道新单占比提升导致价值率承压。
  - 渠道佣金/手续费率等：“报行合一”政策实施后银保渠道平均佣金水平降低约30%，银保渠道价值率改善驱动整体价值率优化。

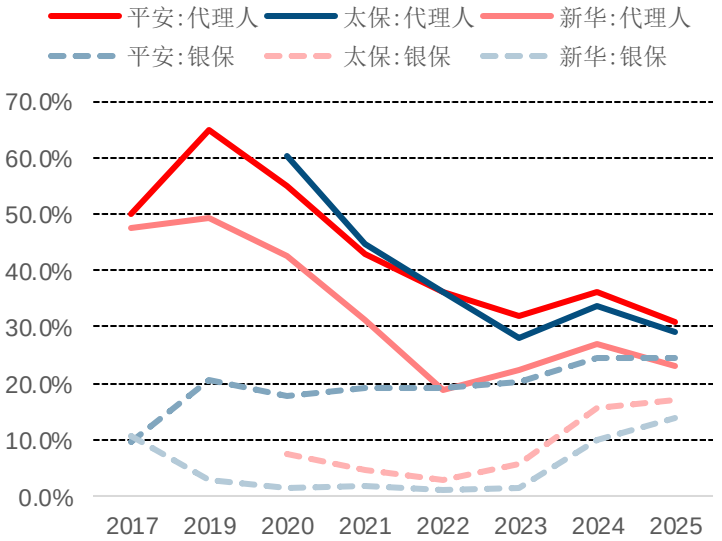
…

图表：NBVM变化情况



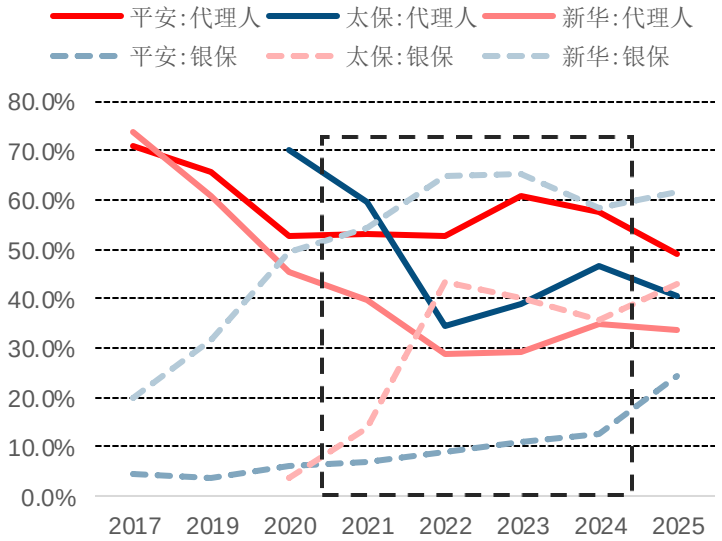
资料来源：公司年报，中信建投证券

图表：代理人和银保渠道NBVM



资料来源：公司年报，中信建投证券

图表：代理人和银保新单占比

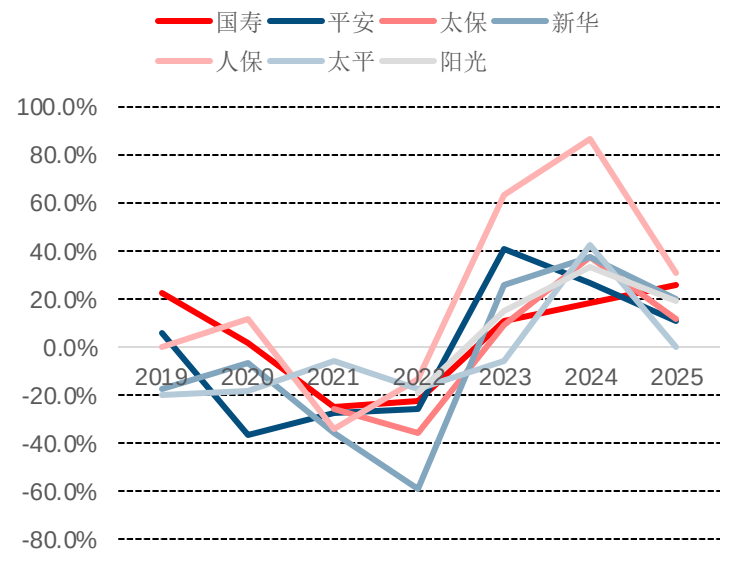


资料来源：公司年报，中信建投证券

代理人渠道：创造新业务价值的主力渠道，2023年以来有所回暖

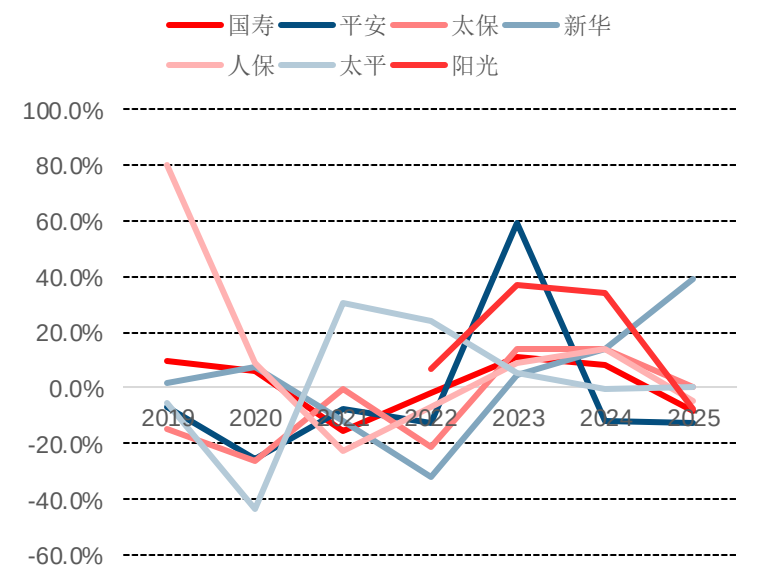
- **NBV也可以按销售渠道进行拆分，即：NBV = 代理人渠道NBV + 银保渠道NBV+ 其他渠道NBV**
- **头部险企普遍高度重视代理人渠道建设，是业务规模和价值的重要来源。**
  - 2025年新单占比：太平（56%）>平安(49%)>国寿(47%)>太保(40%)>新华(34%)>人保(28%)>阳光(13%)；
  - 2025年NBV占比：国寿(86%)>平安(65%)>太平（61%）>太保(58%)>新华(49%)>人保(43%)>阳光(27%)。
- 2018-2022年，代理人队伍规模下降叠加高价值保障型产品新单占比下降，NBV增速较为低迷；2023-2024年，队伍规模逐步企稳叠加储蓄险需求旺盛，NBV增速回暖；2025年“报行合一”与预定利率下调带动价值率改善，但新单增长多数有所放缓。

图表：代理人渠道NBV增速



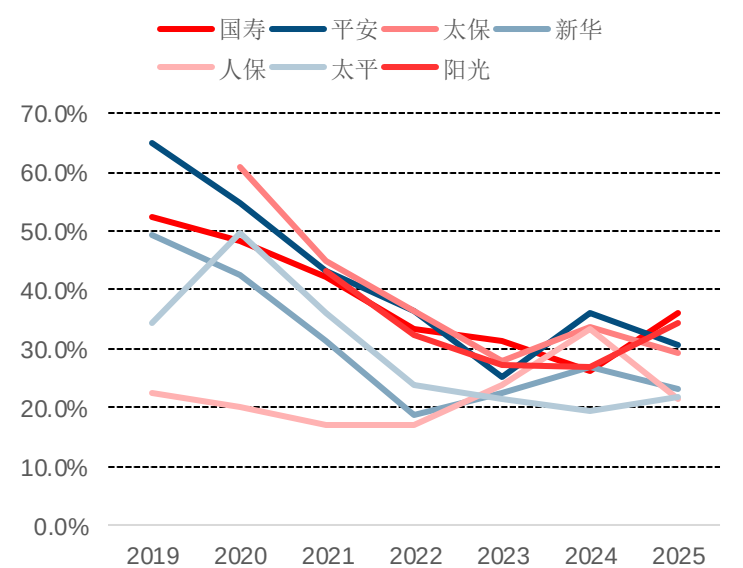
资料来源：公司年报，中信建投证券

图表：代理人渠道新单增速



资料来源：公司年报，中信建投证券

图表：代理人渠道NBVM



资料来源：公司年报，中信建投证券

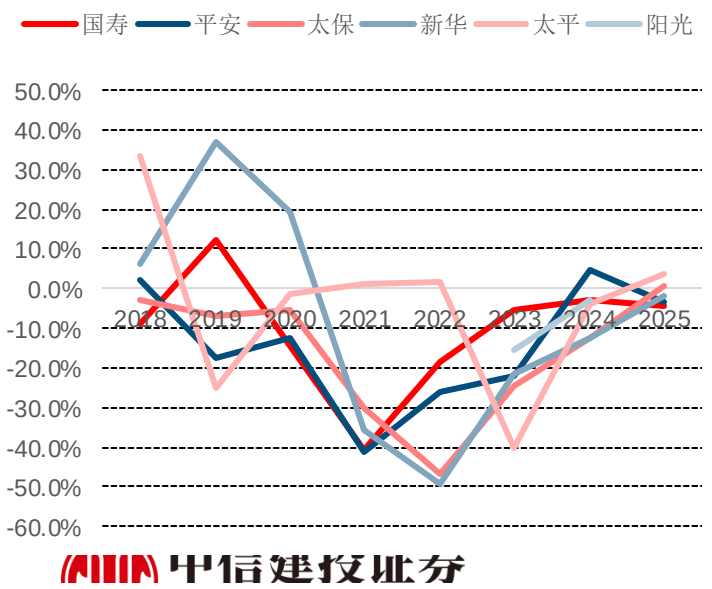
代理人渠道：队伍规模逐步企稳，产能提升成为主要驱动

- **代理人渠道新单保费可以进一步拆分为队伍规模和人均产能。**
- **代理人渠道正逐渐从人力驱动增长模式转变为产能驱动增长模式。**

➢ **队伍规模：**2023年人身险公司个人代理人数量为281.33万人，较2019年累计下降63.2%，2024年以来上市险企队伍规模企稳迹象开始显现。

➢ **人均产能：**上市险企多措并举推动代理人队伍的职业化、专业化转型，叠加近年来居民储蓄险需求持续旺盛，人均产能提升成为驱动代理人渠道NBV增长的主要动力。

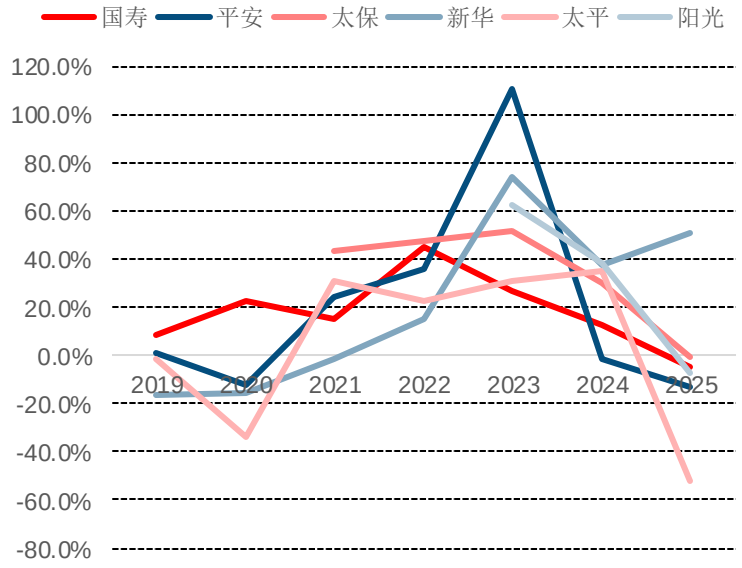
图表：代理人数量增速



中信建投证券

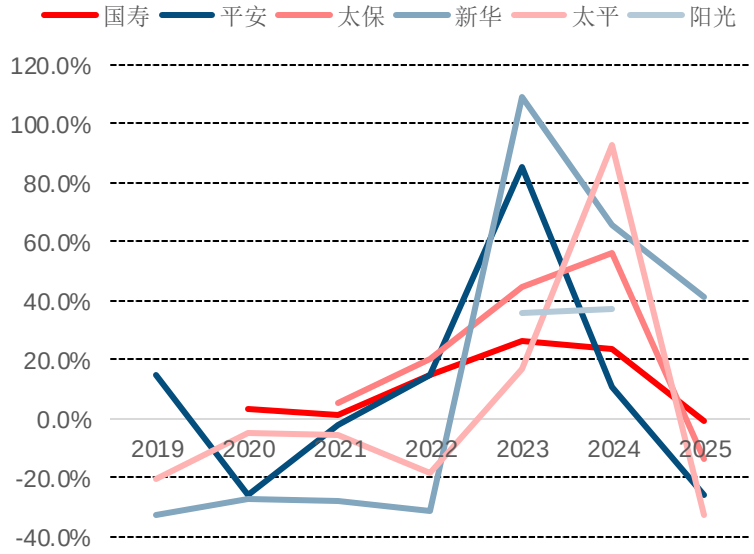
资料来源：公司年报，中信建投证券

图表：代理人渠道人均新单增速



资料来源：公司年报，中信建投证券

图表：代理人渠道人均NBV增速

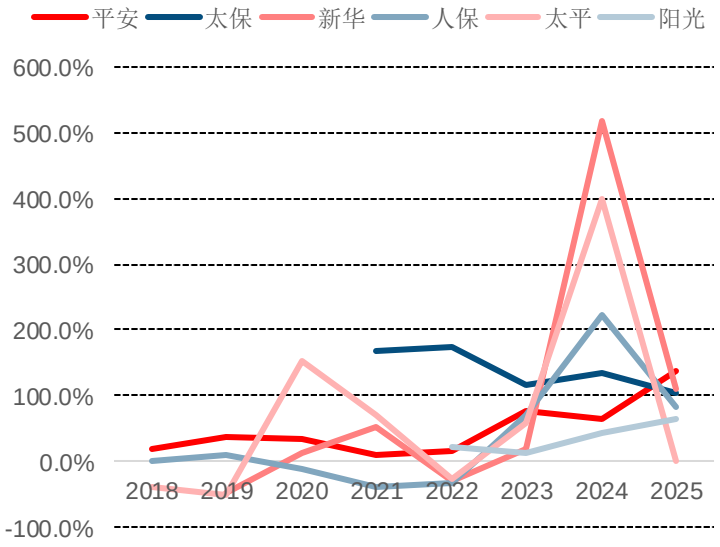


资料来源：公司年报，中信建投证券

银保渠道：“报行合一”带动价值率改善，价值贡献能力大幅提升

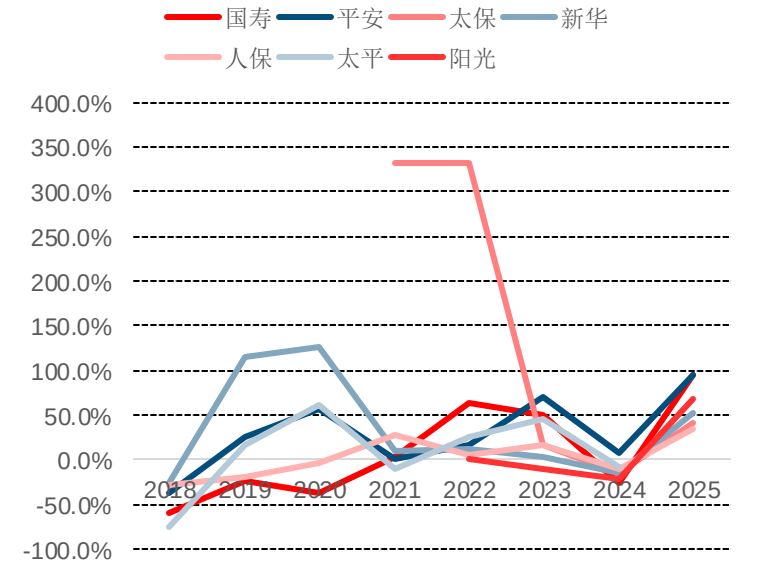
- **银行在客户资源、网点布局等方面优势显著，银保渠道一度成为寿险公司做大业务规模的“利器”，但“报行合一”政策实施之前，银保渠道普遍存在激烈的费率竞争，银保渠道NBVM持续处于低位，导致银保渠道贡献的NBV一直较为有限。**
- **2023年下半年开始，银保渠道逐步推行“报行合一”，银保渠道手续费率显著优化、NBVM显著提升，银保渠道的NBV实现快速增长。**
  - 2025年新单占比来看：阳光（76%）>新华（62%）>人保（51%)>太保（43%）>太平（38%）>国寿（25%）>平安（24%）；
  - 2025年NBV占比来看：阳光（62%)>新华（54%)>太保（36%）>太平（35%）>人保（32%)>平安（26%）。

图表：银保渠道NBV增速



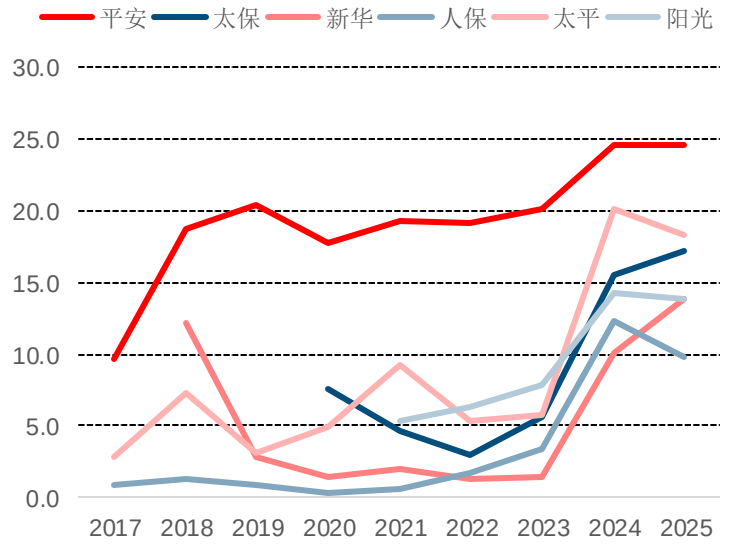
资料来源：公司年报，中信建投证券

图表：银保渠道新单增速



资料来源：公司年报，中信建投证券

图表：银保渠道NBVM（%）

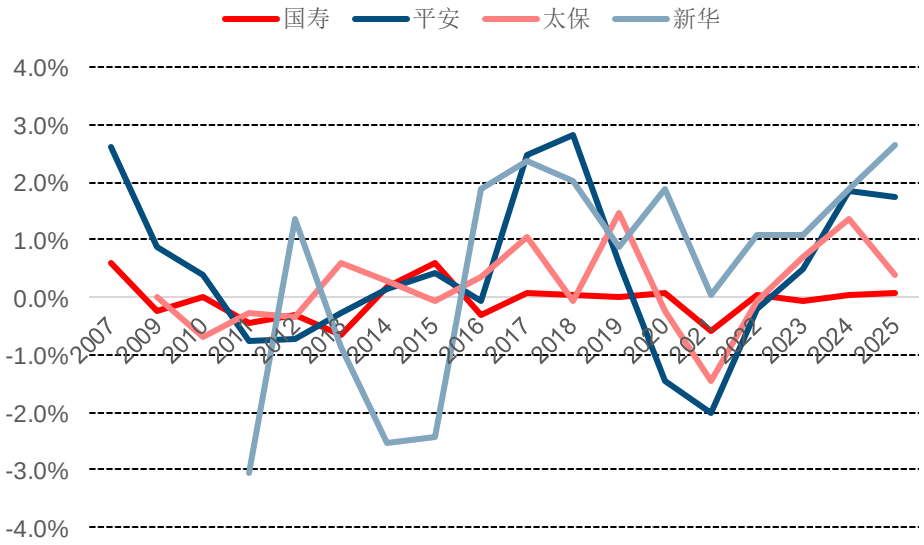


资料来源：公司年报，中信建投证券

负债端驱动②：正向营运经验差异体现业务质量和经营能力的驱动作用

- **营运经验差异主要指当期实际与假设的差异，包括退保、死亡率/发病率、费用和佣金等，它回答了“公司实际运营比当初的保守假设做得更好还是更差？”这个问题。**
  - 整体来看，营运经验差异对内含价值变动的影响相对有限，多数年份在±3%以内。
- **长期持续、稳定的正营运差异，是寿险公司高质量、可重复的核心竞争力的体现，体现了公司对存量业务的精细化运营能力。**

图表：营运经验差异与期初内含价值比率

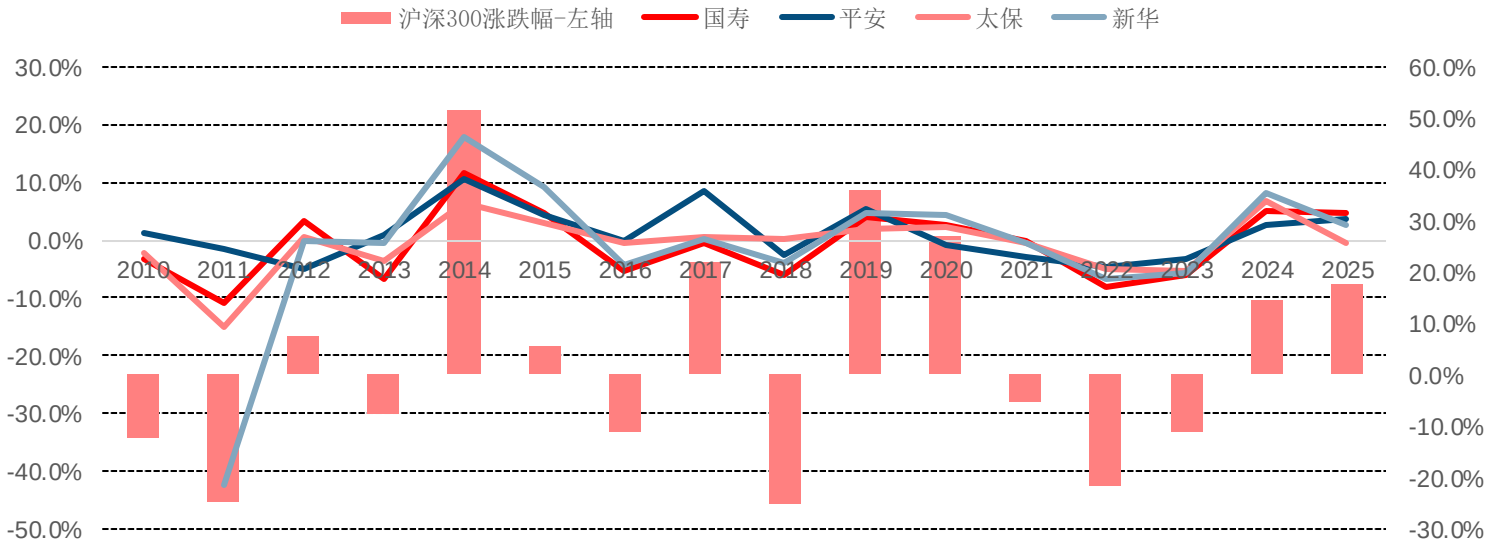


资料来源：公司公告，中信建投证券

资产端驱动①：当期市场波动通过投资回报差异影响内含价值增长

- **投资回报差异主要指当期实际投资收益与假设投资收益之间的差异。**
  - 投资回报差异主要受资本市场波动影响，其波动性高于营运经验差异，多数年份在±10%以内。
- **投资回报差异的变化主要受权益市场波动影响。**

图表：沪深300涨跌幅及上市险企投资回报差异与期初内含价值比率

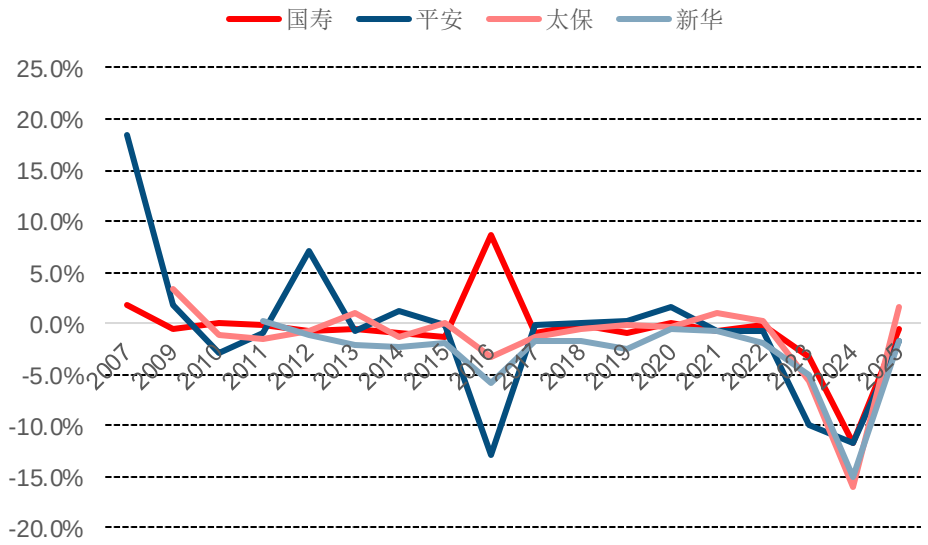


资料来源：Wind，公司公告，中信建投证券

资产端驱动②：此前投资回报率假设变动调整导致EV出现较大波动

- 受资产端变化影响较大的假设主要是寿险公司使用的经济假设，主要包括投资回报率假设和贴现率假设。
- 2023-2024年期间，上市险企普遍下调了投资回报率假设，对内含价值带来一定冲击，但进一步夯实内含价值计算基础，2025年投资回报率假设整体保持稳定。

图表：寿险业务假设变动影响与期初内含价值的比率



资料来源：公司公告，中信建投证券

图表：上市险企投资回报率假设和贴现率假设

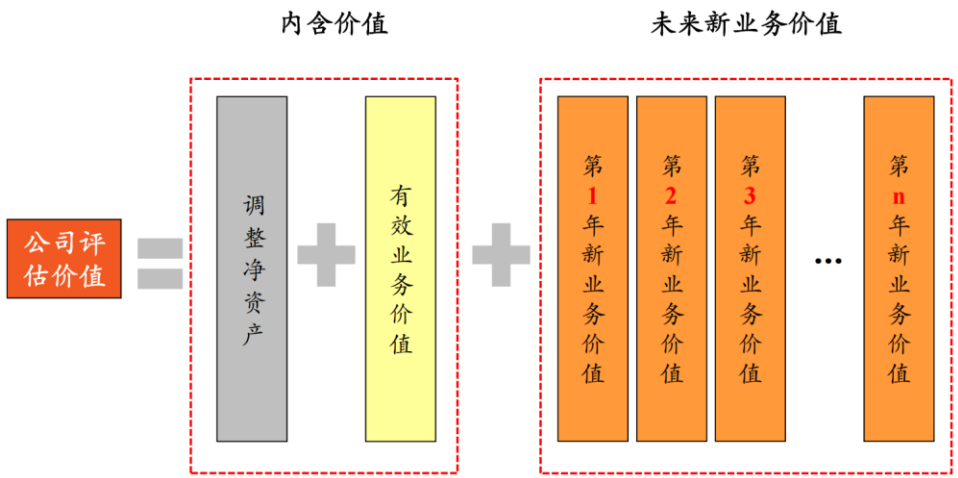
公司名称	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
贴现率假设									
中国人寿	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	8.0	7.2-8.0	7.2-8.0
中国平安	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	9.5	7.5-8.5	7.5-8.5
中国太保	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	9.0	8.5	8.5
新华保险	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	9.0	8.5	8.5
投资回报率假设									
中国人寿	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	4.5	4.0	4.0
中国平安	4.75-5.0	4.75-5.0	4.75-5.0	4.75-5.0	4.75-5.0	4.75-5.0	4.5	4.0	4.0
中国太保	4.9-5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	4.5	4.0	4.0
新华保险	4.5	4.5	4.5	4.5-6.0	5.0-6.0	5.0-5.25	4.5	4.0	4.0

资料来源：公司公告，中信建投证券

目标PEV倍数与哪些因素相关？

- **对寿险公司的估值可以看作是内含价值与未来各期新业务价值折现值之和，新业务价值折现值代表未来期间新业务利润在当期的折现值。**
- 相对估值法下，可采用股价与内含价值的比率（P/EV）作为评估指标对寿险公司进行估值。
- P/EV = 每股股价/每股内含价值

图表：寿险公司评估价值由内含价值和未来新业务价值组成



- **目标PEV倍数与哪些因素相关？**
  - 评估价值 = 调整后内含价值 + 未来NBV现值
  - 评估价值/当年末内含价值预测值 = 调整后当年末内含价值/当年末内含价值预测值 + 明年NBV预测值/[当年末内含价值预测值×(贴现率-NBV增长率预测)]
  - **可简写为：$P/EV_1 = 1 +$ 内含价值调整比例 $+ NBV_1\times(1+g)/[EV_1\times(r-g)]$**
  - 其中：EV_1为对当年末内含价值的预测，NBV_1为对当年新业务价值的预测，g为对未来NBV增速的预测，r为风险贴现率，并须满足r大于g。
- **整体来看，影响PEV的核心变量为对计算假设的可实现性判断（体现为内含价值调整比例）以及对未来新单盈利增长的预期（体现为NBV的长期增速预期）。**

资料来源：公司公告，中信建投证券

核心变量①：长端利率

- **上市险企会披露内含价值的敏感性测试结果，内含价值对投资回报率假设和贴现率假设的敏感性较高。**

图表：上市险企2025年寿险业务内含价值敏感性分析结果

国寿

基础情形	内含价值变动幅度
风险贴现率提高50个基点	-2.1%
风险贴现率降低50个基点	2.3%
投资回报率提高50个基点	9.3%
投资回报率降低50个基点	-9.3%
费用率提高10%	-0.6%
费用率降低10%	0.6%
非年金产品的死亡率提高10%；年金产品的死亡率降低10%	-0.3%
非年金产品的死亡率降低10%；年金产品的死亡率提高10%	0.3%
退保率提高10%	0.4%
退保率降低10%	-0.4%
发病率提高10%	-0.6%
发病率降低10%	0.6%

新华

中间情形	内含价值变动幅度
风险贴现率+50个基点	-1.9%
风险贴现率-50个基点	2.1%
投资回报率比中间情景提高50	13.6%
投资回报率比中间情景降低50	-13.4%
获取费用和维持费用提高10%	-0.8%
获取费用和维持费用降低10%	0.8%
失效和退保率提高10%	0.6%
失效和退保率降低10%	-0.6%
死亡率提高10%	-0.3%
死亡率降低10%	0.3%
发病率及赔付率提高10%	-2.0%
发病率及赔付率降低10%	2.0%
75%的分红业务盈余分配给保单持有人	-1.3%

平安寿险及健康险

基准假设	内含价值变动幅度
风险贴现率每年增加50个基点	-2.8%
风险贴现率每年减少50个基点	3.1%
投资收益率每年增加50个基点	15.7%
投资收益率每年减少50个基点	-15.7%
死亡、疾病和意外等发生率上升10%	-3.1%
保单失效率上升10%	0.5%
维持费用上升10%	-0.5%
客户分红比例增加5%	-0.9%
权益资产公允价值下跌10%	-6.4%

太保寿险业务

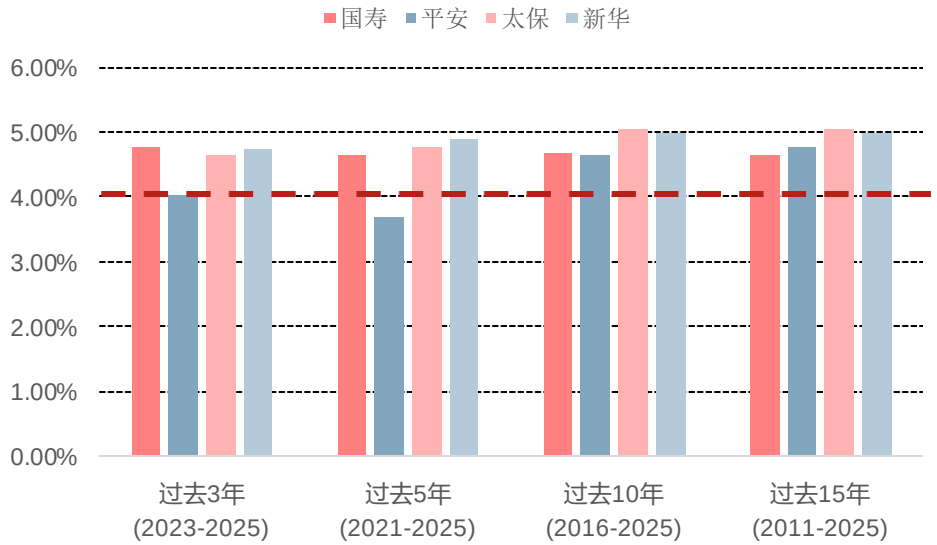
基础假设	内含价值变动幅度
风险贴现率假设+50个基点	-2.2%
风险贴现率假设-50个基点	2.4%
投资收益率假设+50个基点	14.5%
投资收益率假设-50个基点	-14.4%
死亡率假设提高10%	-0.3%
死亡率假设降低10%	0.3%
疾病发生率假设提高10%	-1.9%
退保率假设提高10%	0.8%
退保率假设降低10%	-0.9%
费用假设提高10%	-0.8%

资料来源：公司公告，中信建投证券

核心变量①：长端利率

- **若直接将历史收益率与当前假设对比，在总投资收益率口径下：**
  - **过去3年：**国寿（4.76%）>新华（4.73%）>太保（4.63%）>平安（4.01%），均高于当前投资回报率假设。
  - **过去10年：**太保（5.03%）>新华（4.97%）>国寿（4.67%）>平安（4.65%），均高于当前投资回报率假设。
- **长端利率是决定保险资金长期投资回报中枢的关键变量。**对保险资金长期投资收益拆解来看，利息收入是最主要的组成部分。

图表：各期间平均总投资收益率与当前投资回报率假设对比



资料来源：公司公告，国家金融监督管理总局，中信建投证券

图表：上市险企累计综合投资收益来源拆解

项目名称	国寿（2018-2025）	太保（2016-2025）	新华（2016-2025）	人保（2016-2025）	太平（2016-2025）	阳光（2019-2025）
净投资收益	75.4%	75.5%	80.6%	85.8%	81.8%	75.0%
其中：固收类资产利息收入	59.9%	59.5%	-	54.1%	-	-
权益类资产股息分红收入	12.0%	14.3%	-	9.6%	-	-
长股投投资收益	3.6%	0.8%	0.8%	22.1%	-	-
投资性房地产租金收入	0.02%	0.8%	0.2%	-	-	-
计入损益的价差损益（含减值）	15.7%	10.5%	17.5%	10.3%	7.8%	8.1%
计入OCI的投资损益	8.9%	14.1%	1.9%	2.9%	10.3%	16.9%
其他	0.0%	0.0%	0.1%	1.0%	0.0%	0.0%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

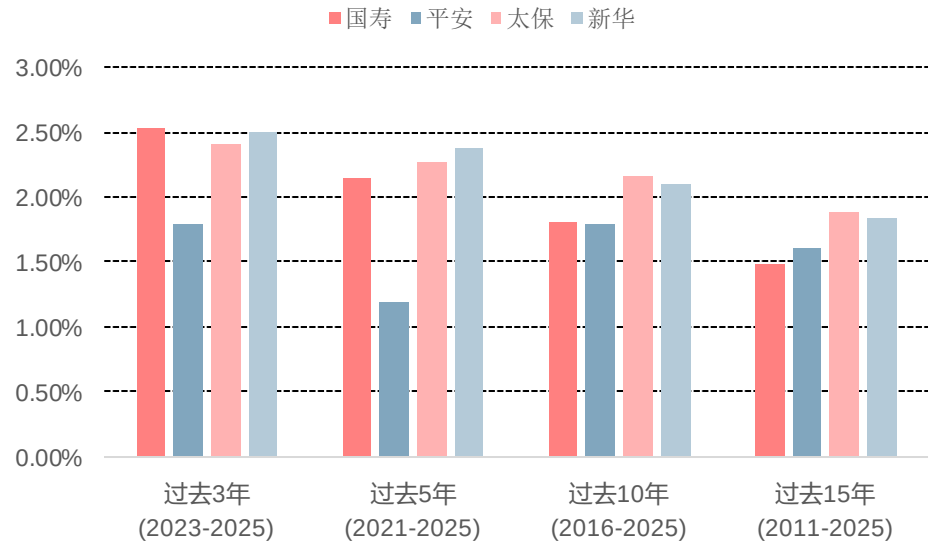
资料来源：公司公告，中信建投证券

注：此处按“总投资收益+计入OCI的投资损益”来测算综合投资收益，其中计入OCI的投资损益在旧准则下主要包括可供出售金融资产公允价值变动和权益法下计入OCI的损益，新准则下主要包括其他债权投资公允价值变动、其他权益工具投资公允价值变动和权益法下计入OCI的损益，税后金额按25%所得税率假设调整为税前金额

如何看待保险资金未来长期投资回报中枢？

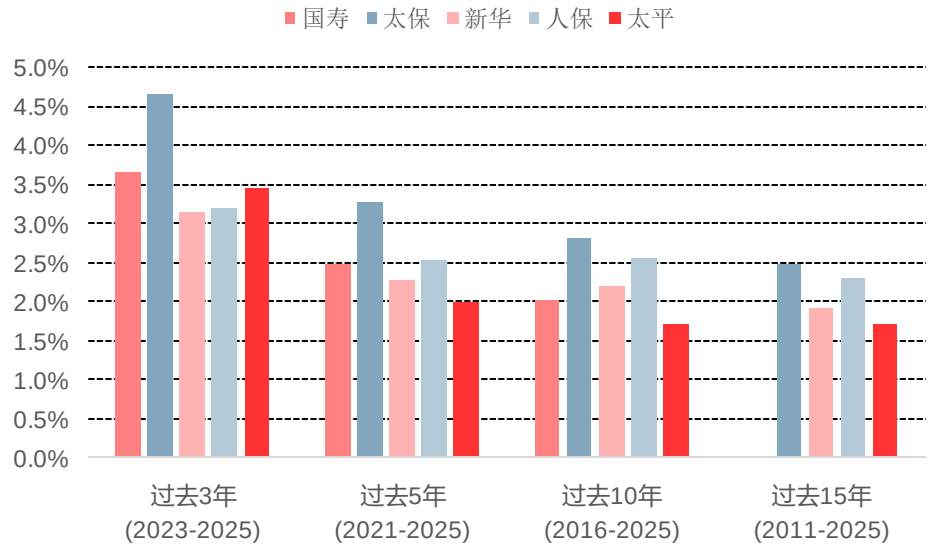
- **考虑到保险资金主要配置于固收类资产，可计算收益率超出10年期国债收益率的超额收益。**
- **在总投资收益率口径下，相对各年度10年期国债收益率中枢的期间平均超额收益率为：**
  - **过去3年：**国寿（2.53%）>新华（2.50%）>太保（2.40%）>平安（1.78%）。
  - **过去10年：**太保（2.16%）>新华（2.10%）>国寿（1.80%）>平安（1.79%）。

图表：平均总投资收益率相对长端利率中枢的超额收益



资料来源：公司公告，中信建投证券
注：长端利率采取10年期国债收益率

图表：平均综合投资收益率相对长端利率中枢的超额收益

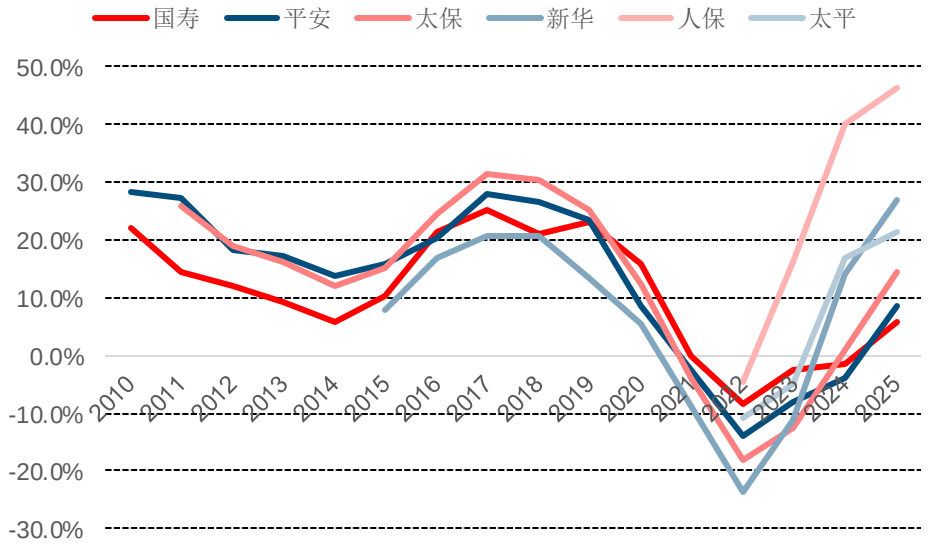


资料来源：公司公告，中信建投证券
注：长端利率采取10年期国债收益率，此处按“总投资收益+计入OCI的投资损益”来测算综合投资收益，其中计入OCI的投资损益在旧准则下主要包括可供出售金融资产公允价值变动和权益法下计入OCI的损益，新准则下主要包括其他债权投资公允价值变动、其他权益工具投资公允价值变动和权益法下计入OCI的损益，税后金额按25%所得税率假设调整为税前金额，综合投资收益率按“总投资收益率÷总投资收益×综合投资收益”测算

核心变量②：NBV长期潜在增速

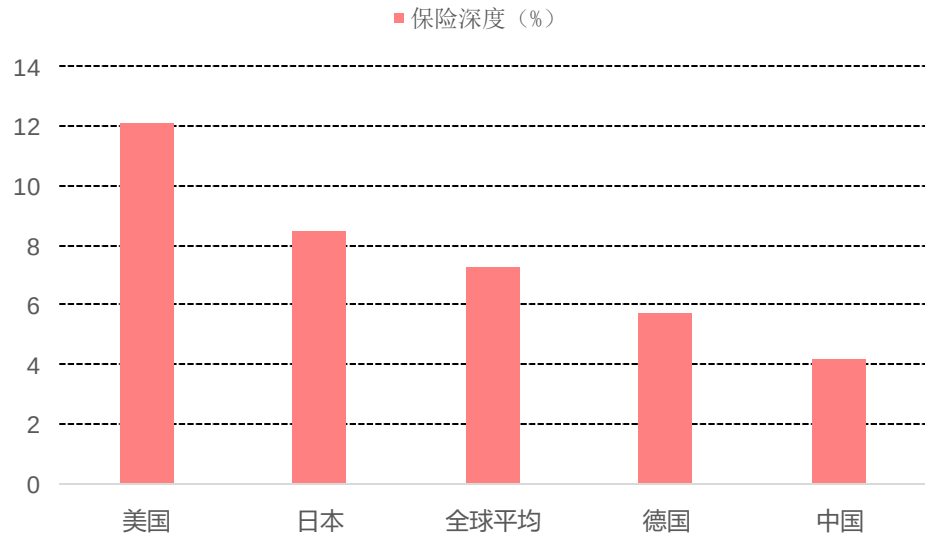
- **影响PEV倍数的另一个核心变量是对未来NBV长期潜在增速的预期。**
- **人民群众日益增长的保险保障和财富管理需求为长期NBV增长提供持续动力：**
  - ✓ **保险保障需求：**商业健康险定位提升，医疗险与护理险有望贡献长期增量
  - ✓ **财富管理需求：**低利率与老龄化下居民财富结构重构有望驱动储蓄险持续增长
- **全球对比来看，当前我国保险深度和密度较主要发达国家仍有较大差距。**

图表：上市险企5年滚动NBV增速变化情况



资料来源：公司公告，中信建投证券

图表：中国保险深度与部分发达国家及全球平均对比（2024）

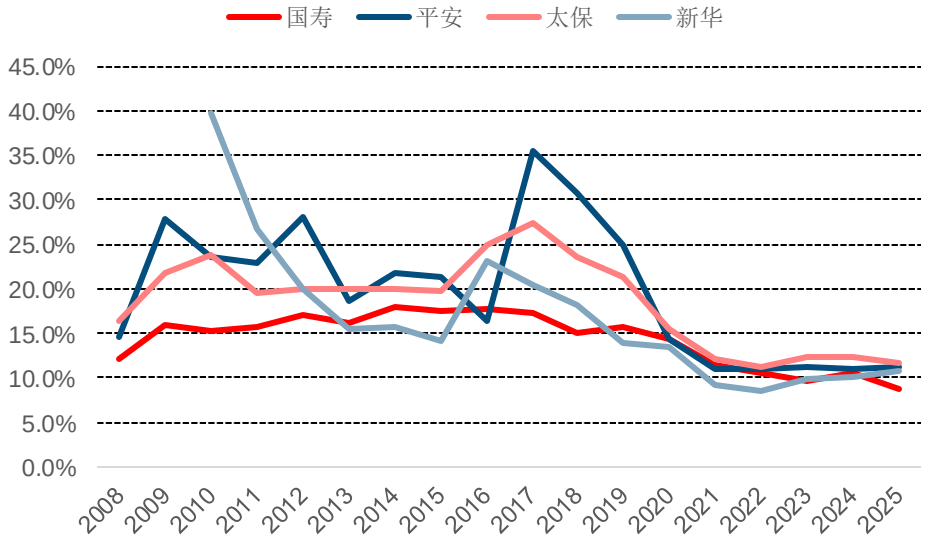


资料来源：瑞士再保险，中信建投证券

类似PB-ROE，也可以结合ROEV判断寿险公司PEV的合理性

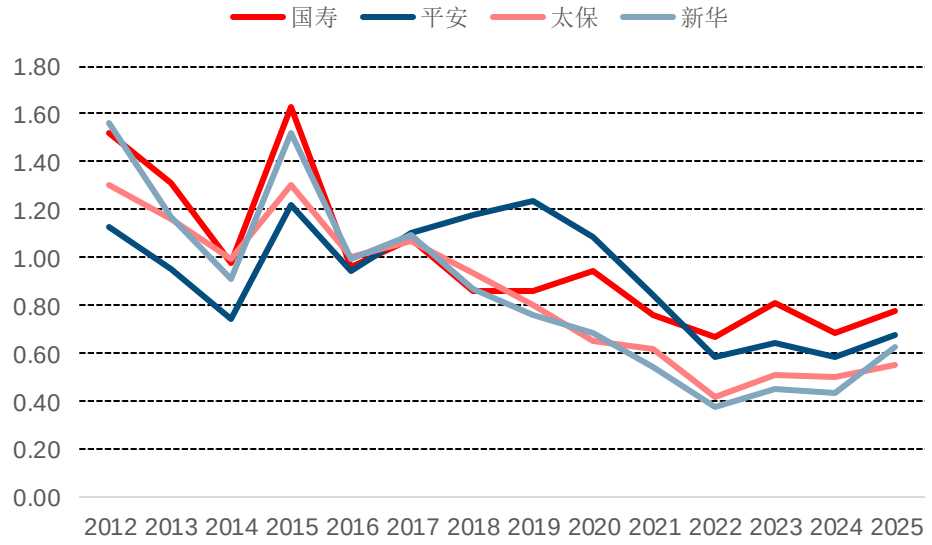
- **类似PB-ROE，寿险企业也可以基于PB-ROEV来判断当前估值合理性**
- 内含价值营运利润 = 期初内含价值的预计回报 +新业务价值创造 + 营运经验差异 + 营运假设及模型变动
- 内含价值营运回报率（简称“ROEV”）= 内含价值营运利润/期初内含价值
- ROEV剔除了短期投资波动影响，反映寿险公司可相对稳定获得的内含价值增长，是衡量寿险公司价值的重要指标。

图表：上市险企ROEV变化情况



资料来源：公司公告，中信建投证券

图表：上市险企PEV中枢变化情况

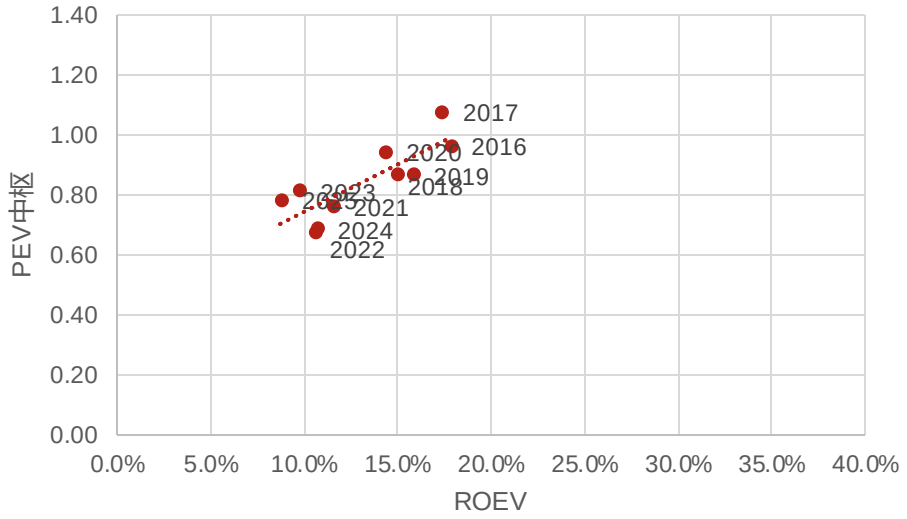


资料来源：公司公告，中信建投证券

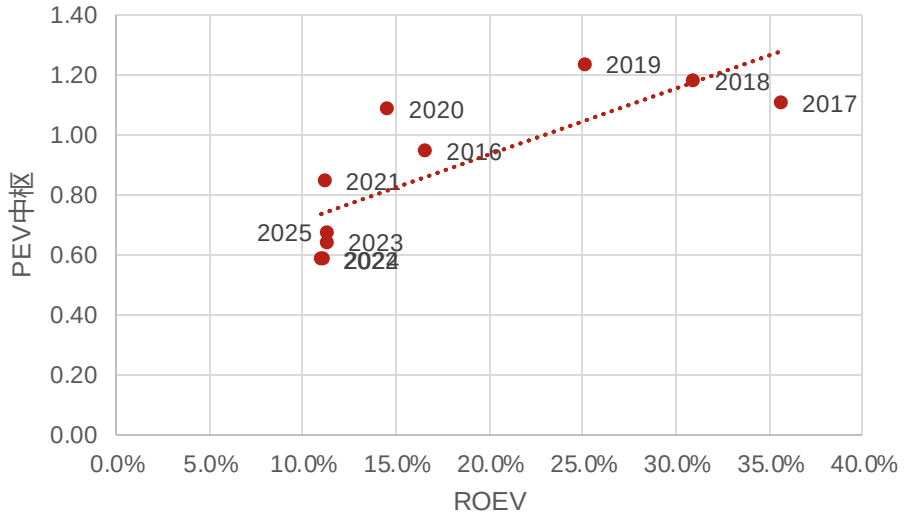
类似PB-ROE，也可以结合ROEV判断寿险公司PEV的合理性

图表：上市险企PEV-ROEV散点图

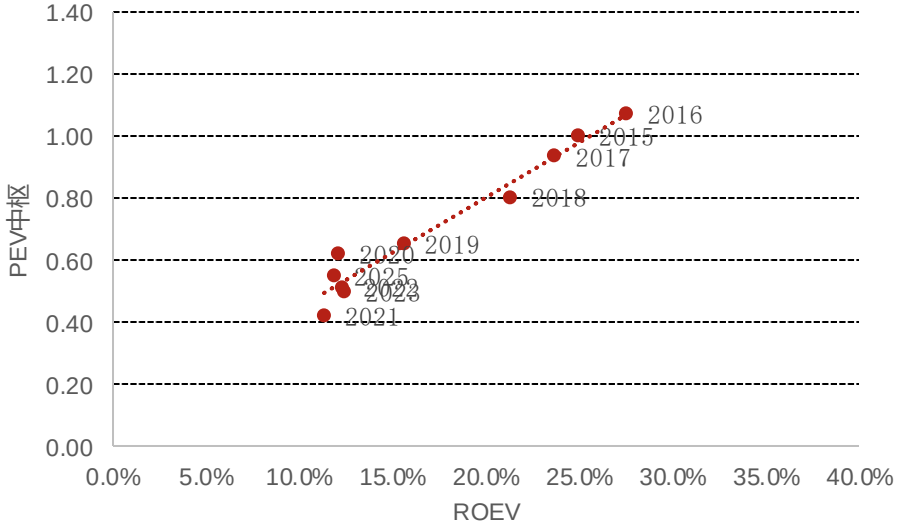
国寿A



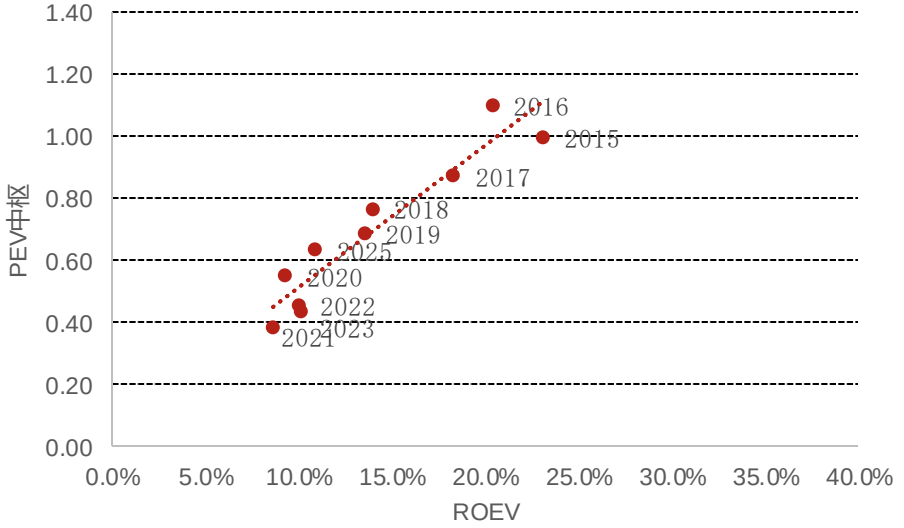
平安A



太保A

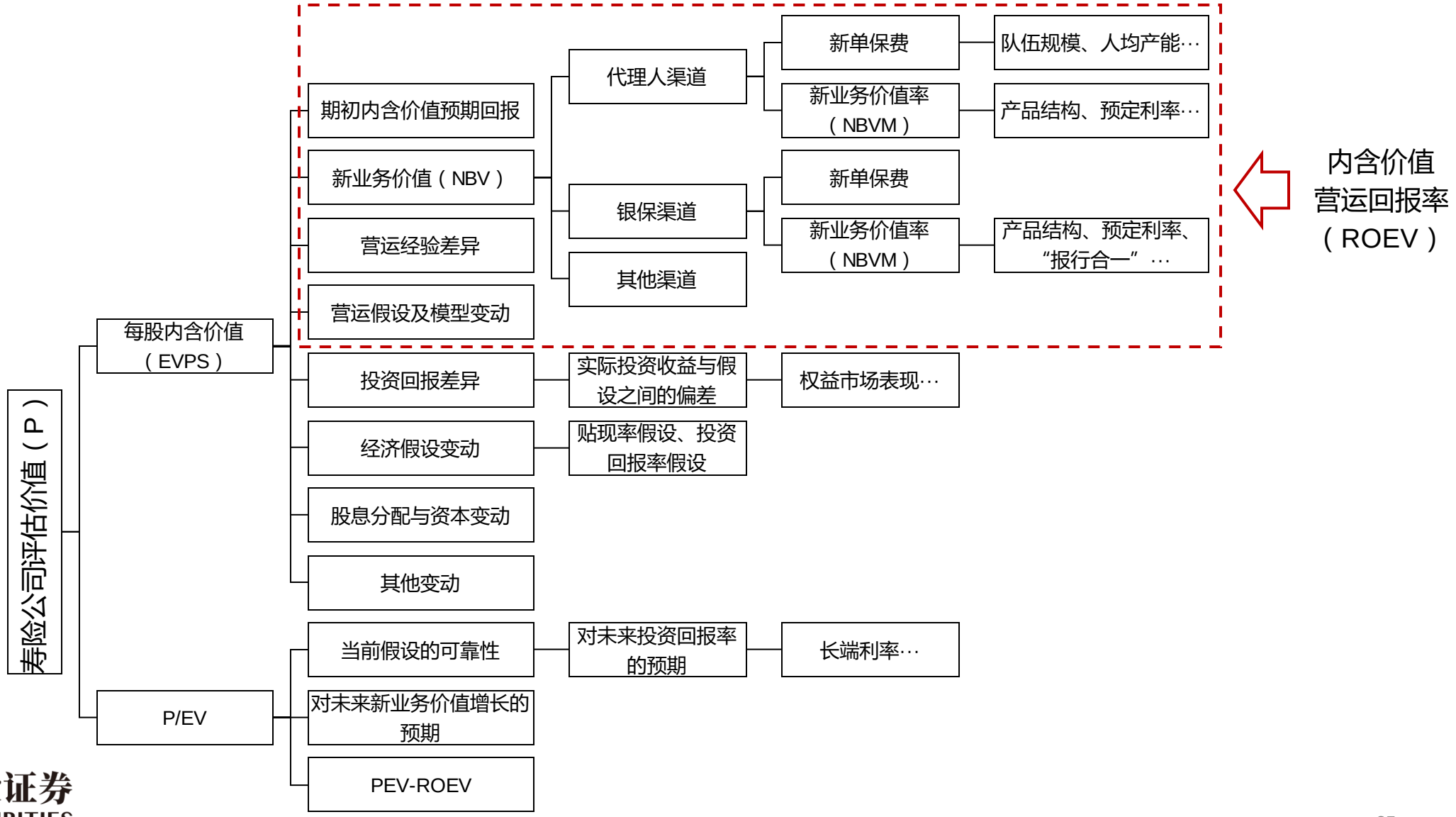


新华A



资料来源：Wind，中信建投证券

基于内含价值的寿险公司估值框架总结



资料来源：中信建投证券

PART 2

新会计准则下寿险公司财务分析框架

新准则提供三种计量模型，寿险公司主要适用一般模型法和浮动收费法

- **新保险合同准则下有三种计量模型：**

➢ **一般模型法（Building Block Approach，BBA）：**也称要素法，就是将保险合同负债分为未来现金流量现值、非金融风险调整和合同服务边际三个要素进行计量的方法，主要适用于普通型长期险

➢ **浮动收费法（Variable Fee Approach，VFA）：**保险公司经营直接分红保险合同主要通过浮动收费来盈利，其计量模式基于一般模型进行部分调整，可适用于分红型长期险

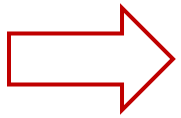
➢ **保费分配法（Premium Allocation Approach，PAA）：**鉴于一般模型法较复杂，可以对一些保险期限短和未来履约现金流量变化较小的合同组采用保费分配法来简化计量，直接将保费按某种方式（如按时间）在保险责任期限内进行分配来确认当期保险服务收入和期末未到期责任负债的方法，主要适用于短期险。

- **寿险公司销售的保单主要是长期险，保险合同主要按一般模型或浮动收费法计量。**

新准则下保险公司财务报表发生较大变化

- **新旧准则下净利润列示形式对比：**

一、营业收入
已赚保费
投资收益
其他收益
公允价值变动损益
汇兑损益
其他业务收入
资产处置损益
二、营业支出
退保金
赔付支出
减：摊回赔付支出
提取保险责任准备金
减：摊回保险责任准备金
保单红利支出
税金及附加
手续费及佣金支出
业务及管理费
减：摊回分保费用
其他业务成本
资产减值损失
三、营业利润
四、利润总额
五、净利润



一、营业总收入
保险服务收入
利息收入
投资收益
其他收益
公允价值变动损失
汇兑收益
其他业务收入
资产处置收益
二、营业总支出
保险服务费用
分出保费的分摊
减：摊回保险服务费用
承保财务损失
减：分出再保险财务收益
提取保费准备金
利息支出
手续费及佣金支出
税金及附加
业务及管理费
信用减值损失
其他资产减值损失
其他业务成本
三、营业利润
四、利润总额
五、净利润

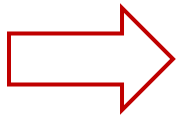
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：中信建投证券

新准则下保险公司财务报表发生较大变化

- **新旧准则下其他综合收益列示形式对比：**

将重分类进损益的其他综合收益
可供出售金融资产公允价值变动损益
减：前期计入其他综合收益当期转入损益的净额
可供出售金融资产公允价值变动归属于保户部分
权益法下可转损益的其他综合收益
外币财务报表折算差额
不能重分类进损益的其他综合收益
权益法下不能转损益的其他综合收益



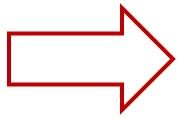
将重分类进损益的其他综合损益
FVOCI债务工具公允价值变动
FVOCI债务工具信用损失准备
权益法下可转损益的其他综合损益
外币报表折算差额
可转损益的保险合同金融变动
可转损益的分出再保合同金融变动
不能重分类进损益的其他综合损益
其他权益工具投资公允价值变动
不能转损益的保险合同金融变动

资料来源：中信建投证券

新准则下保险公司财务报表发生较大变化

- **新旧准则下资产列示形式对比：**

货币资金
买入返售金融资产
定期存款
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产
可供出售金融资产
持有至到期投资
贷款
应收利息
应收保费
应收分保账款
应收分保未到期责任准备金
应收分保未决赔款准备金
应收分保寿险责任准备金
应收分保长期健康险责任准备金
其他应收款
长期股权投资
存出资本保证金
投资性房地产
在建工程
固定资产
使用权资产
无形资产
递延所得税资产
其他资产
独立账户资产
资产总计



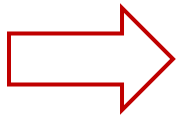
货币资金
买入返售金融资产
定期存款
交易性金融资产
债权投资
其他债权投资
其他权益工具投资
分出再保险合同资产
长期股权投资
存出资本保证金
投资性房地产
固定资产
在建工程
使用权资产
无形资产
递延所得税资产
其他资产
资产总计

资料来源：中信建投证券

新准则下保险公司财务报表发生较大变化

- **新旧准则下负债列示形式对比：**

以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债
卖出回购金融资产款
预收保费
应付手续费及佣金
应付分保账款
应付赔付款
应付保单红利
应付职工薪酬
应交税费
应付股利
其他应付款
保户储金及投资款
未到期责任准备金
未决赔款准备金
寿险责任准备金
长期健康险责任准备金
长期借款
应付债券
租赁负债
递延所得税负债
其他负债
独立账户负债
负债合计



交易性金融负债
短期借款
卖出回购金融资产款
预收保费
应付职工薪酬
应交税费
长期借款
应付债券
保险合同负债
分出再保险合同负债
租赁负债
递延所得税负债
其他负债
负债合计

中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：中信建投证券

新准则下的利润表主要反映存量价值释放和资产端边际变化

- **新准则下可将寿险公司利润表根据利源按以下方式重组（净利润口径）：**

一、营业总收入
保险服务收入
利息收入
投资收益
其他收益
公允价值变动损益
汇兑收益
其他业务收入
资产处置收益
二、营业总支出
保险服务费用
分出保费的分摊
减：摊回保险服务费用
承保财务损失
减：分出再保险财务收益
提取保费准备金
利息支出
手续费及佣金支出
税金及附加
业务及管理费
信用减值损失
其他资产减值损失
其他业务成本
三、营业利润
四、利润总额
五、净利润

一、保险服务业绩
+保险服务收入
-保险服务费用
-分出保费的分摊
+摊回保险服务费用
-提取保费准备金
二、投资服务业绩
+总投资收益
利息收入
投资收益
公允价值变动损益
其他业务收入:投资性房地产租金收入
信用减值损失
其他投资资产减值损失
利息支出:卖出回购
-承保财务损失
+分出再保险财务收益
三、其他损益
四、利润总额
五、净利润

主要反映存量价值释放

主要反映资产端边际变化

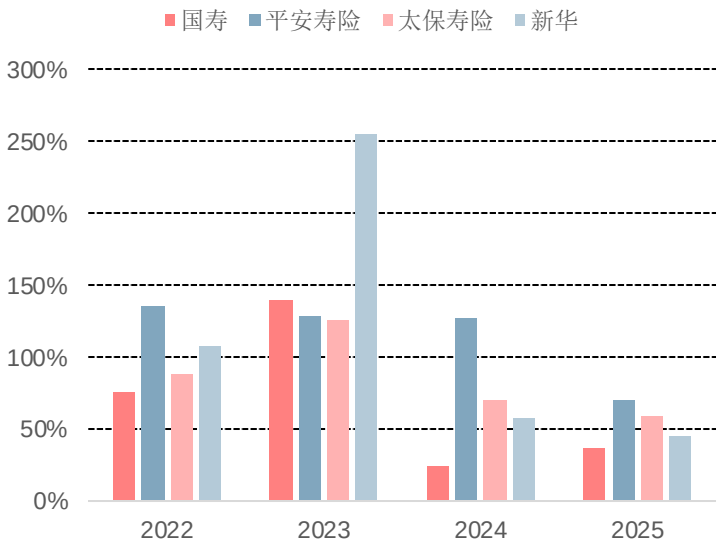
中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：中信建投证券

新准则下的利润表主要反映存量价值释放和资产端边际变化

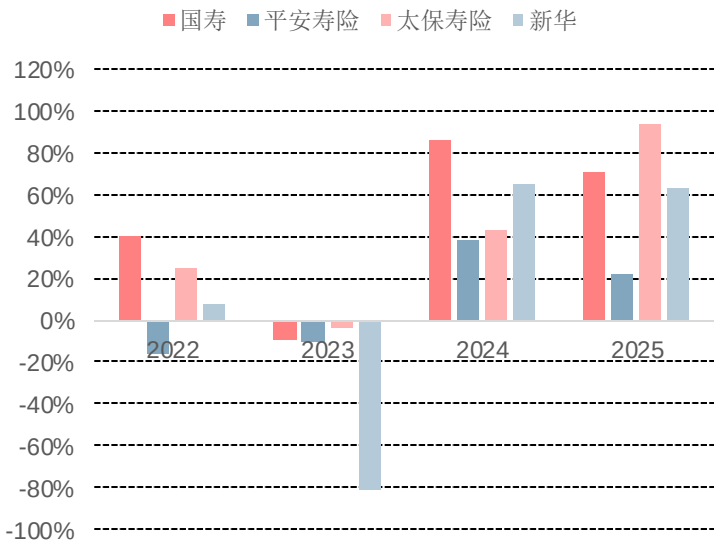
- **新准则下可将寿险公司税前利润拆分为保险服务业绩、投资服务业绩和其他损益三部分，其中保险服务业绩和其他损益的波动性相对较小，投资服务业绩受当期投资环境变化影响较大。**

图表：保险服务业绩占税前利润比重



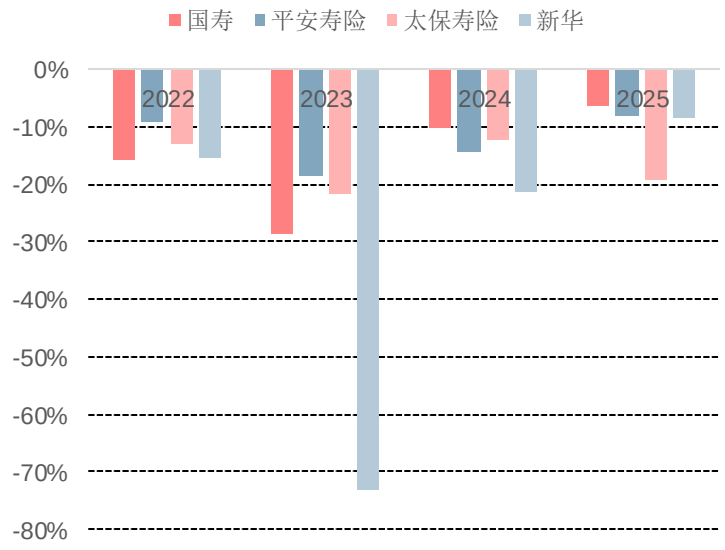
资料来源：公司年报，中信建投证券

图表：投资服务业绩占税前利润比重



资料来源：公司年报，中信建投证券

图表：其他损益占税前利润比重

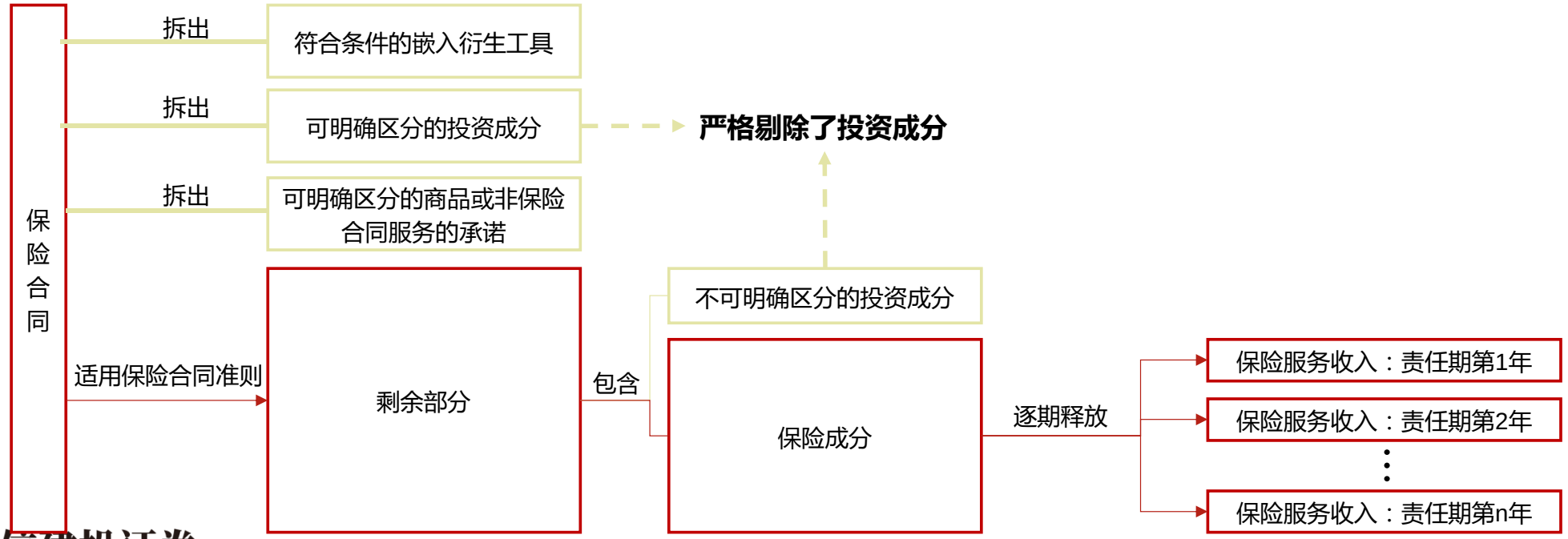


资料来源：公司年报，中信建投证券

保险服务业绩影响要素①：保险服务收入

- **保险服务业绩 = 保险服务收入 – 保险服务费用 –（分出保费的分摊 – 摊回保险服务费用）**
- **保险服务收入**：反映保险公司提供合同承诺的**当期保险服务**而有权获得的预期对价
  - **严格剔除投资成分**：旧准则下根据收取的保费确认保险业务收入，但收取的保费中有一部分是将会在未来返还给保单持有人的（如退保金、满期金等），因此旧准则下保险公司的收入存在虚高问题。新准则下将无论保险事项是否发生均须偿还给保单持有人的金额称为投资成分，并在确认收入时严格剔除。具体来看，对于可明确区分的投资成分在保险合同初始确认时就无法计入保险合同负债，对于不可明确区分的投资成分虽然可确认为保险合同负债，但后续无法释放为保险服务收入。

图表：新准则下的保险服务收入严格剔除了投资成分

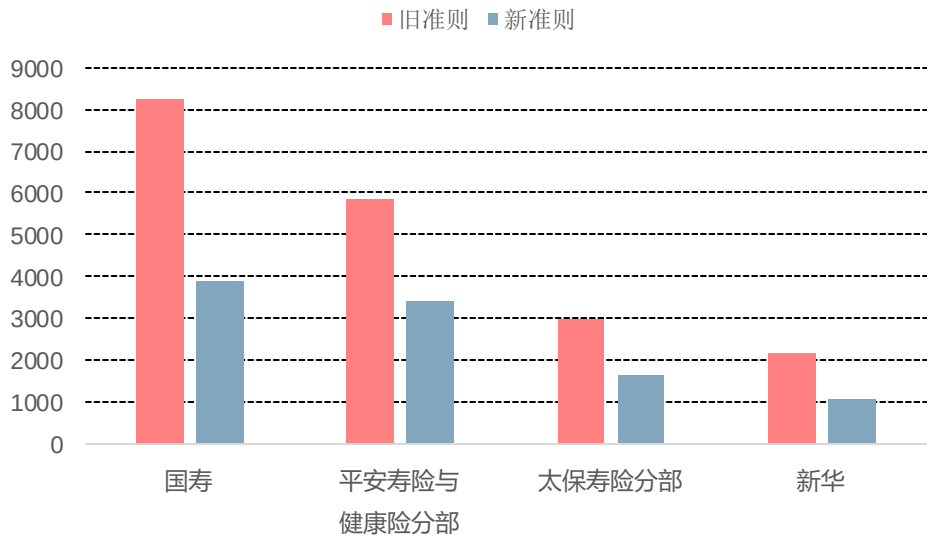


资料来源：中信建投证券

保险服务业绩影响要素①：保险服务收入

- **保险服务收入**：反映保险公司提供合同承诺的**当期保险服务**而有权获得的预期对价
  - **在保险责任期内逐期确认**：旧准则下一般在投保人缴费期内确认保险业务收入，但寿险公司承担保险责任的期间通常要长于缴费期，这使得保险公司利润表的收支两端存在一定期限错配问题；新准则下保险合同负债会在保险责任期内逐期摊销产生保险服务收入，更加符合权责发生制要求。
  - **保险服务收入 = 预计当期发生的保险服务费用 + 非金融风险调整释放 + 合同服务边际摊销 + 保险获取现金流量摊销等**

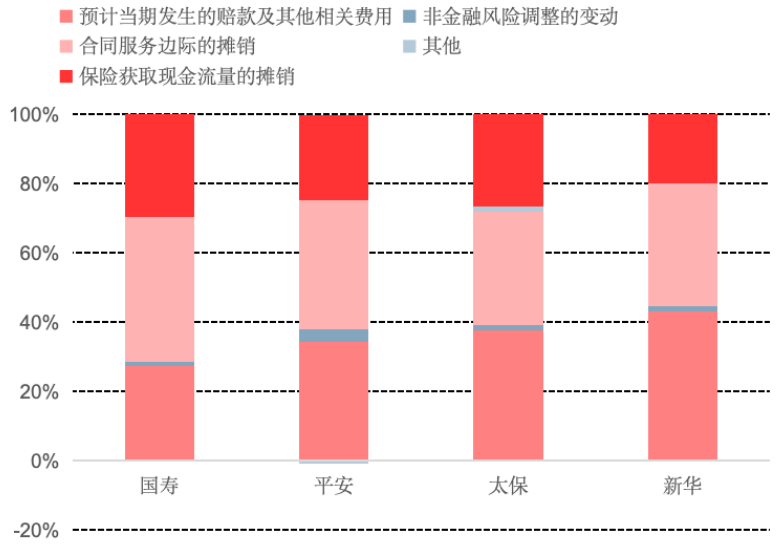
图表：2022年新旧准则营业收入对比（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券

注：2022年数据仅重述新保险合同准则，未重述新金融工具准则

图表：未采用保费分配法合同的保险服务收入构成（2025）

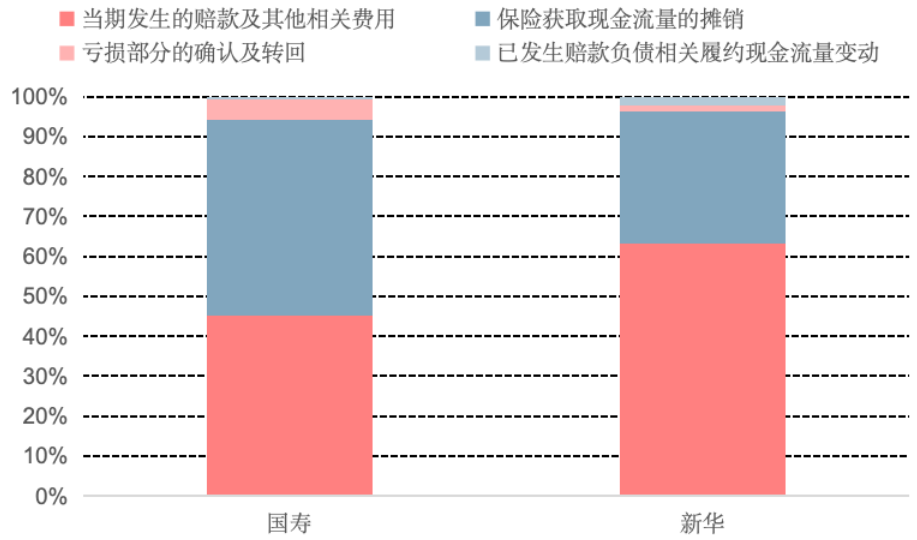


资料来源：公司公告，中信建投证券

保险服务业绩影响要素②：保险服务费用

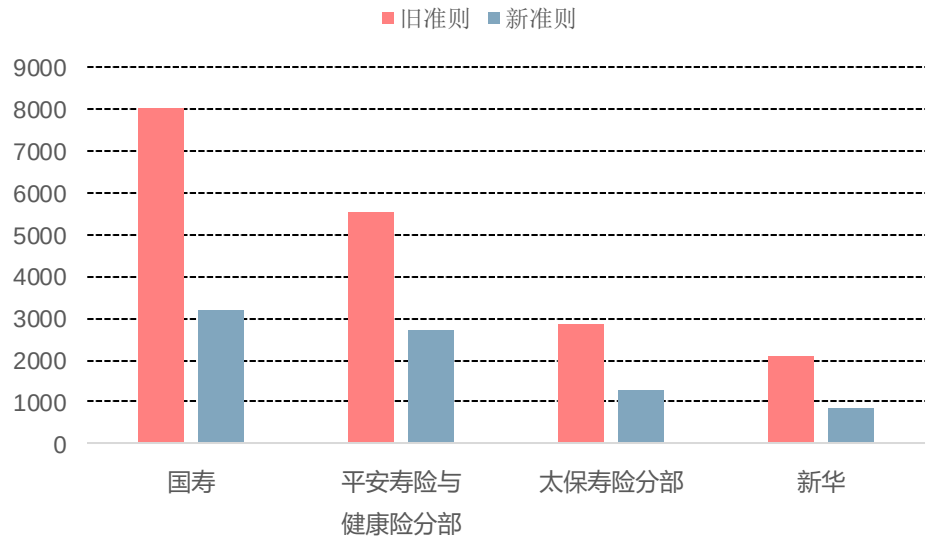
- 保险服务费用 = 当期发生赔款（剔除投资成分）及其他相关费用 + 保险获取现金流量的摊销 + 与过去服务相关的变化 + 亏损部分的确认和转回
- 投资成分的给付责任在发生时从未到期责任负债直接转为已发生赔款负债，不计入保险合同赔付和费用。

图表：未采用保费分配法合同的保险服务费用构成（2025）



资料来源：公司公告，中信建投证券

图表： 2022年新旧准则营业支出对比（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券

注：2022年数据仅重述新保险合同准则，未重述新金融工具准则

保险服务业绩影响要素②：保险服务费用

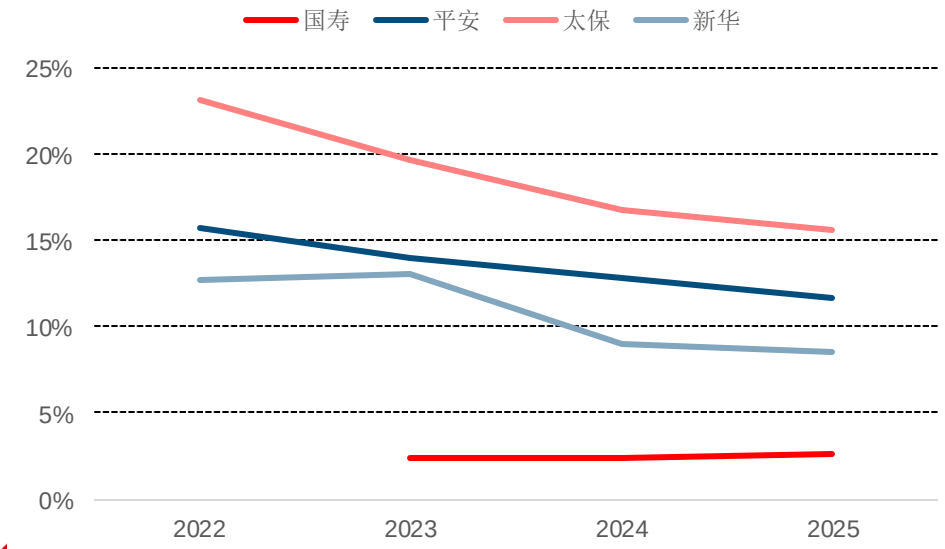
- **如何理解保险获取现金流量？**

➢ 保险获取现金流量是指因销售、核保和承保已签发或预计签发的合同组而产生的，可直接归属于其对应合同组合的现金流量。

➢ 合同组确认前已付或应付的、系统合理分摊至相关合同组的保险获取现金流量，计入保险获取现金流量资产，当合同组合中的合同归入其所属合同组时，终止确认该合同对应的保险获取现金流量资产并在合同服务边际初始计量时对合同组确认前和确认时发生的保险获取现金流量进行相应调整，对于合同组确认后发生的保险获取现金流量则通过履约现金流量进行计量。

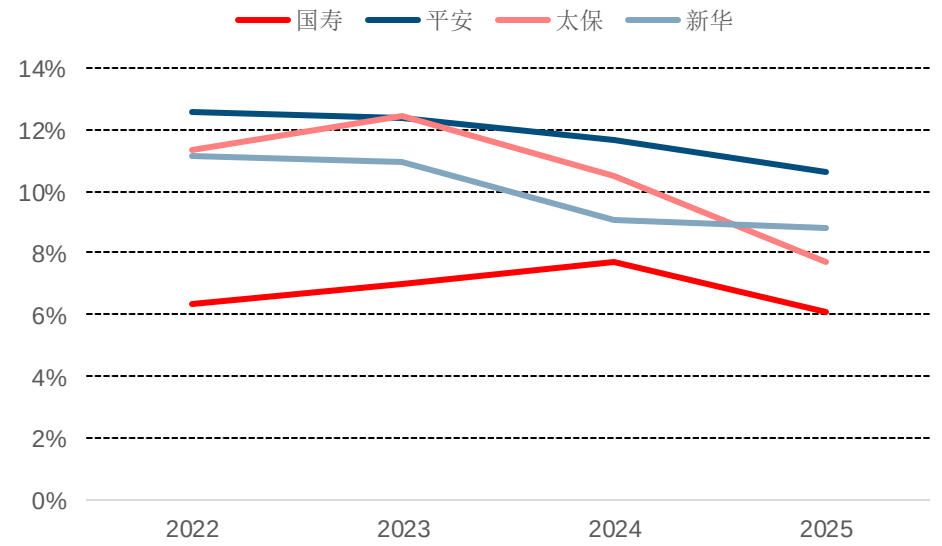
➢ 新准则下，寿险公司将合同组内的保险获取现金流量随时间流逝进行系统摊销，计入责任期内各期间保险服务费用，同时确认为保险服务收入，以反映该类现金流量所对应保费的收回。期初预期和当期实际流出的保险获取现金流量之间的差异为经验调整，计入损益。

图表：业务及管理费中计入未到期责任负债的保险获取现金流量占非保费分配法新单未来现金流入现值比重



资料来源：公司公告，中信建投证券

图表：非保费分配法新单未来现金流出现值中保险获取现金流量占未来现金流入现值比重



资料来源：公司公告，中信建投证券

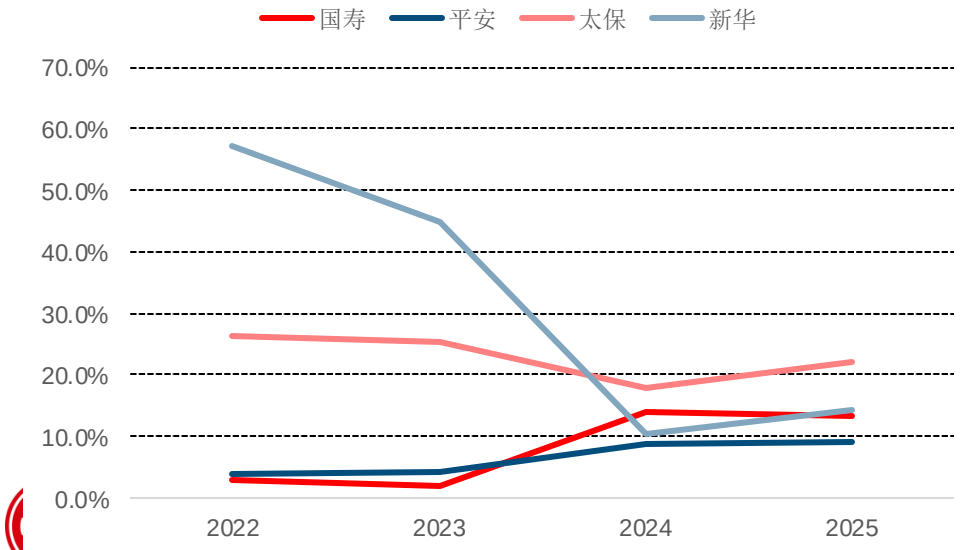
保险服务业绩影响要素②：保险服务费用

- **当期签发的亏损保险合同组产生的亏损会在当期全额显性确认，引导险企提高业务质量**

➢ **新准则要求对初始确认时存在亏损的合同组独立计量。**新准则下，寿险公司需将具有相似风险且统一管理的保险合同归为一个保险合同组合，并将其进一步细分形成保险合同组，以保险合同组作为计量单元，同一保险合同组的保险合同需具有相似的获利水平。其中，初始确认时存在亏损的合同组、初始确认时无显著可能性在将来发生亏损的合同组会被分至单独的合同组。

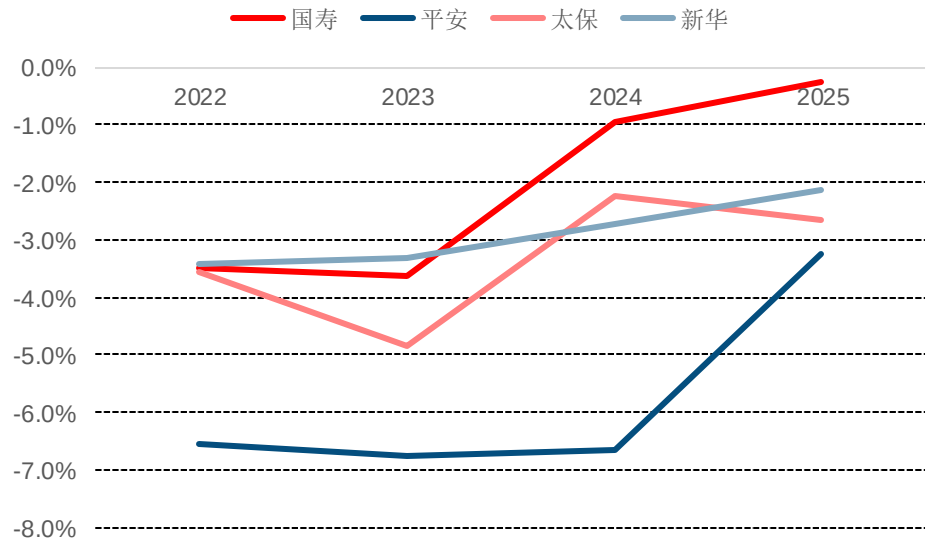
➢ **对于初始确认时存在亏损的合同组，会在当期确认亏损保险合同损益，并计入保险服务费用中。**旧准则下，亏损合同导致的亏损与其他合同一起通过提取保险合同准备金来反映，而在新准则下则将亏损合同导致的亏损单独计量，**确认方式更加显性，有助于分析险企的业务质量。**而且相比于盈利合同组的合同服务边际的逐期摊销计入收入，亏损合同组会将合同在整个责任期的预计亏损一次性计入当期损益，体现了会计准则的审慎性，引导险企提高业务质量。

图表：亏损合同新业务占比（按非保费分配法新单未来现金流入现值占比计）



资料来源：公司公告，中信建投证券

图表： 亏损合同的初始确认亏损/初始确认未来现金流入现值



资料来源：公司公告，中信建投证券

长期来看合同服务边际摊销是保险服务业绩最重要来源

- **保险服务业绩主要来自合同服务边际摊销，合同服务边际为未来利润提供坚实支撑。**

➢ **保险服务业绩 = 保险服务收入 – 保险服务费用 - (分出保费的分摊 – 摊回保险服务费用)**

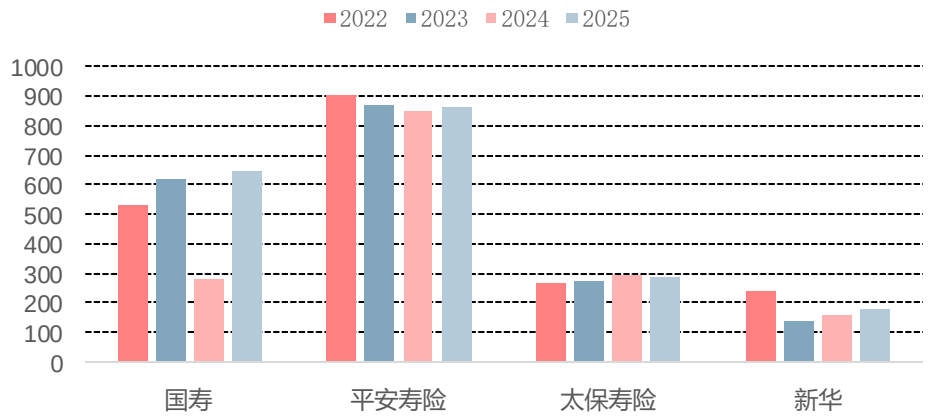
= (预计当期发生的保险服务费用 + 非金融风险调整释放 + 合同服务边际摊销 + 保险获取现金流量摊销等)-(当期发生赔款及其他相关费用 + 保险获取现金流量的摊销 + 与过去服务相关的变化 + 亏损部分的确认和转回) +采用保费分配法计量合同保险服务业绩 - 分出再保险合同保险服务业绩

= (预计当期发生的保险服务费用 - 当期发生赔款及其他相关费用)+非金融风险调整释放 + 合同服务边际摊销 – 亏损部分的确认和转回等 +采用保费分配法计量合同保险服务业绩 - 分出再保险合同保险服务业绩

= 营运偏差 + 非金融风险调整释放 + 合同服务边际摊销 - 亏损部分的确认和转回等 +采用保费分配法计量合同保险服务业绩 - 分出再保险合同保险服务业绩

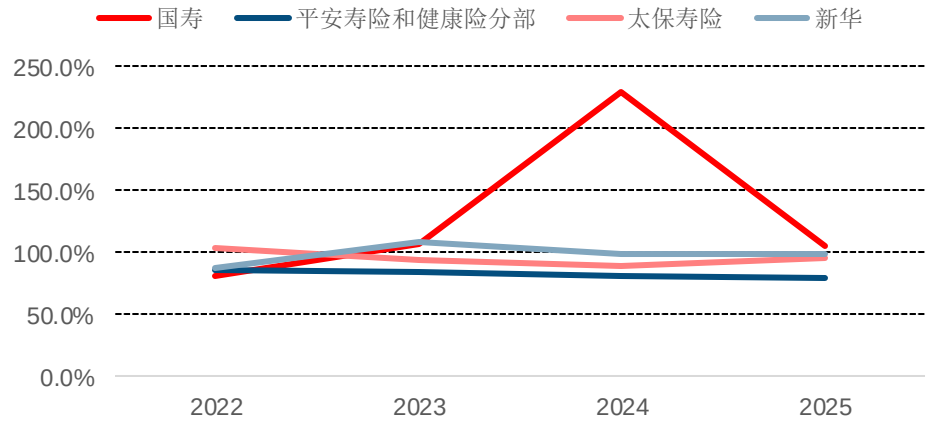
= **合同服务边际摊销 + 非金融风险调整释放 + 营运偏差和其他**

图表：保险服务业绩变化情况（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券

图表：合同服务边际摊销占保险服务业绩比重

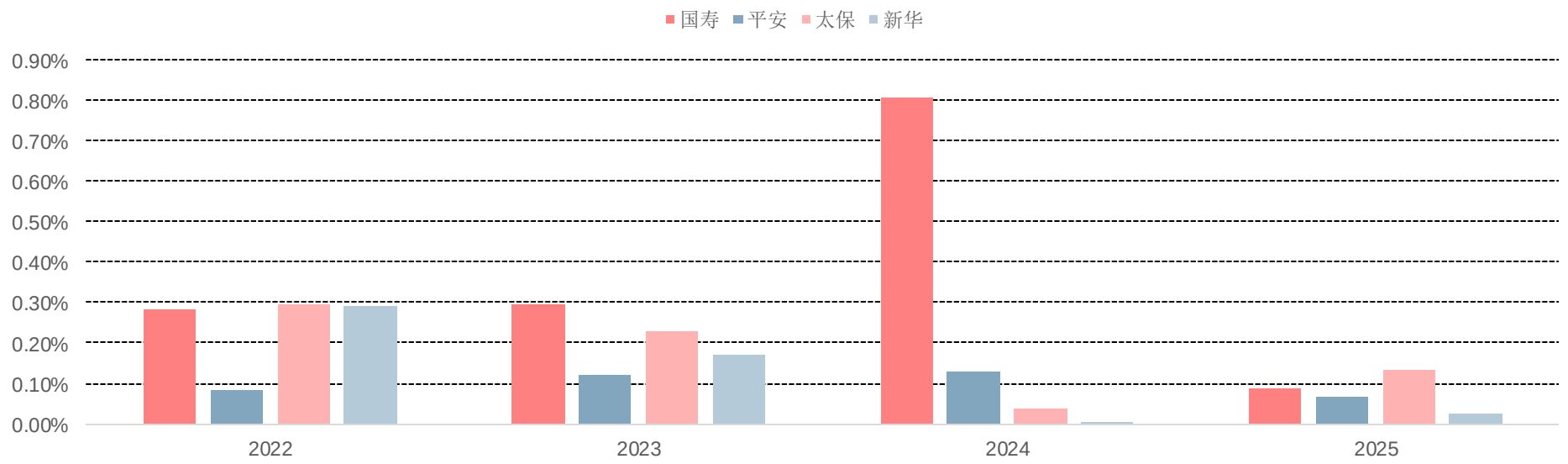


资料来源：公司公告，中信建投证券

亏损合同的确认与转回可能对保险服务业绩带来短期冲击

- **浮动收费法下发生亏损的情形主要包括：**1）基础项目公允价值中企业享有份额的减少额超过合同服务边际账面价值；2）与未来服务相关且不随基础项目回报变动的履约现金流量增加额超过合同服务边际账面价值。**此时，合同服务边际无法再发挥吸收投资波动的作用，企业需要确认亏损并将其计入当期保险服务费用，同时将该亏损部分增加未到期责任负债的账面价值。**
- **亏损部分的转回：**发生亏损后，当基础项目公允价值中企业享有份额增加时或与未来服务相关且不随基础项目回报变动的履约现金流量减少时，相关金额可抵消此前计提的亏损部分，同时企业可相应冲减当期保险服务费用，超出亏损部分的金额确认为合同服务边际。

图表：上市险企未采用保费分配法计量的保险合同亏损部分确认与转回金额占期初保险合同负债比重



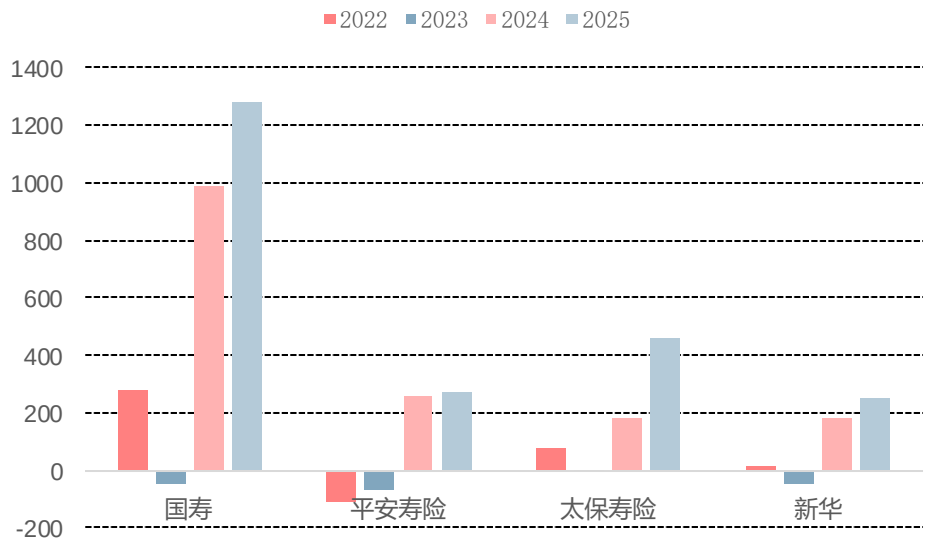
中信 CHINA SECURITIES

资料来源：公司公告，中信建投证券

投资服务业绩影响要素①：总投资收益

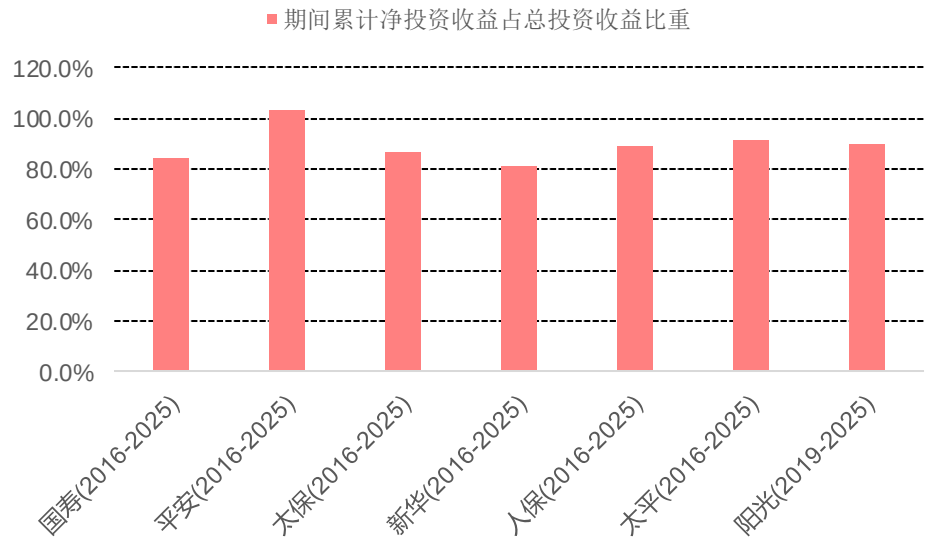
- **投资服务业绩 = 总投资收益 – 承保财务损益 + 分出再保险财务损益**
- **投资服务业绩主要反映当期资产端边际变化，且新准则下波动性较高。**
- 总投资收益 = 净投资收益 + 已实现价差损益 + 公允价值变动损益 - 投资资产减值损失
  - 净投资收益主要包括利息收入、股息收入等在持有期间有一定持续性的投资收益，不包括公允价值变动损失和价差损益，拉长周期来看净投资收益对总投资收益的贡献比例较大，对分析保险资金的长期投资表现有一定参考价值。

图表：投资服务业绩变化情况（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券

图表：上市险企累计净投资收益占总投资收益比重



资料来源：公司公告，中信建投证券

总投资收益不包含计入OCI的公允价值变动，受会计分类影响较大

- **新准则下FVOCI计量模式及其适用条件发生较大变化：**
  - **新准则对按AC和FVOCI模式计量金融资产的合同条款做出较为严格的规定**，要求金融资产的合同条款规定在特定日期产生的现金流量，仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付，即需要通过合同现金流量测试（SPPI测试），若无法通过SPPI测试则只能按FVTPL模式计量（非交易性权益工具除外）。
  - **权益投资方面，新准则仅允许非交易性权益工具在初始确认时选择按FVOCI模式计量**，要求更加严格；而且按FVOCI模式计量的非交易性权益工具，其公允价值变动形成的损益在终止确认时无法计入当期损益，而是计入留存收益，这使得FVOCI计量模式下权益投资的价差损益无法贡献净利润。

图表：新旧准则下FVOCI计量模式对比

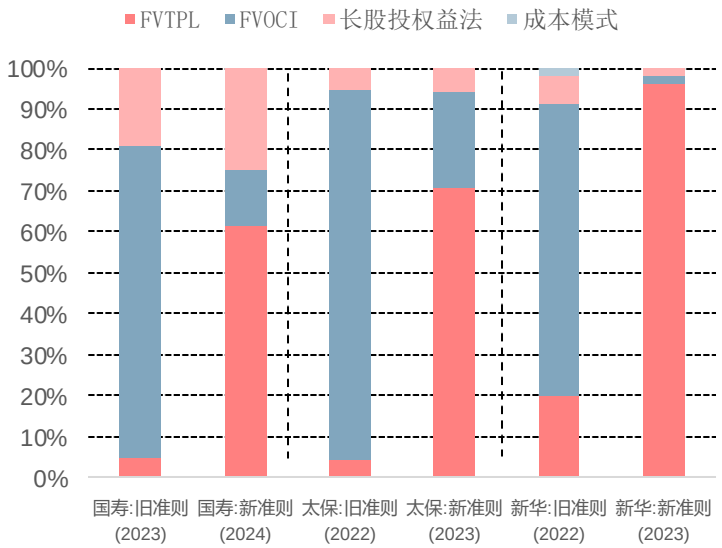
会计分类	分类条件	会计处理方式				资产负债表相关项目
		公允价值变动形成的利得或损失	现金股利	减值损失确认	减值损失转回	
旧准则：可供出售金融资产	初始确认时即被指定为可供出售的非衍生金融资产，以及除贷款和应收款项、持有至到期投资、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产以外的金融资产	计入其他综合收益，终止确认时转出至当期损益	计入当期损益	从其他综合收益转出至当期损益	债务工具可转回并计入当期损益，权益工具不得通过损益转回	可供出售金融资产
新准则：以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	同时满足：1）企业管理该金融资产的**业务模式**既以收取合同现金流量为目标又以出售该金融资产为目标；2）该金融资产的**合同条款**规定，在特定日期产生的现金流量，仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付。 **特殊情形：**在**初始确认时**，企业可以将**非交易性权益工具投资**指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产但该**指定一经做出，不得撤销。**	计入其他综合收益，终止确认时转出至当期损益，但**非交易性权益工具终止确认时需转出至留存收益**	计入当期损益	信用减值损失计入当期损益	信用减值损失可转回并计入当期损益	其他债权投资、其他权益工具投资

资料来源：财政部，中信建投证券

新准则实施后寿险公司投资资产会计分类发生较大变化

- **权益投资：大量权益投资从可供出售金融资产重分类为FVTPL，计入交易性金融资产**
  - 新准则下权益投资按FVOCI模式计量需满足较严格的条件
  - 新准则下权益投资按FVOCI模式计量后，无论未实现还是已实现价差损益均无法贡献利润。
  - 新准则下不再允许权益工具按成本模式计量，需按FVTPL或FVOCI模式计量。
- **固收投资：大量固收投资从持有到期金融资产重分类为FVOCI，计入其他债权投资**
  - 负债端账面价值对市场利率变化更为敏感，为提升资负匹配程度和净资产稳定性。
- **投资组合整体：按FVTPL模式和FVOCI模式计量占比提升**

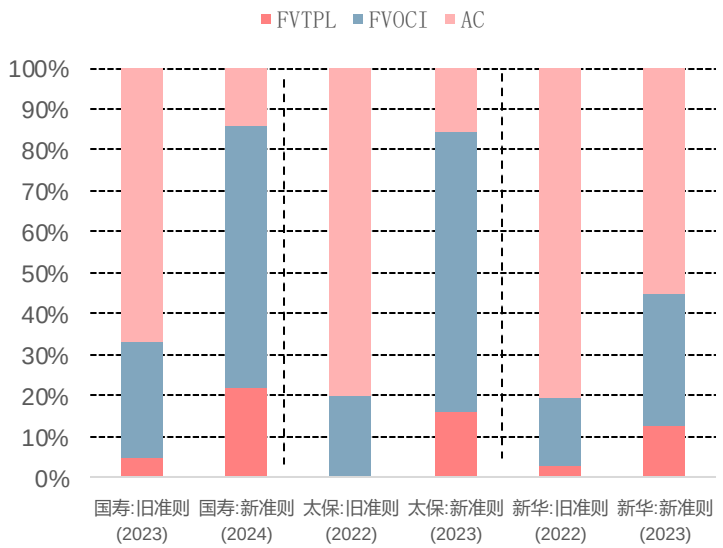
图表：权益资产会计计量方式构成变化



中信建投证券

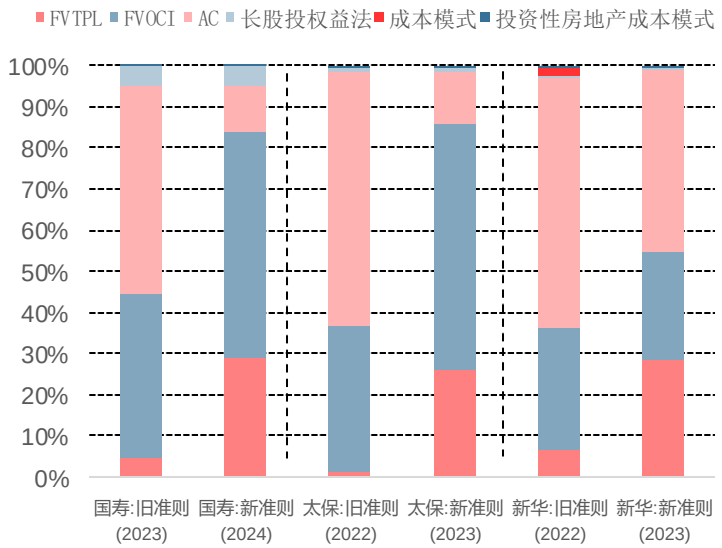
资料来源：公司年报，中信建投证券

图表：固收资产会计计量方式构成变化



资料来源：公司年报，中信建投证券

图表：投资资产整体会计计量方式构成变化

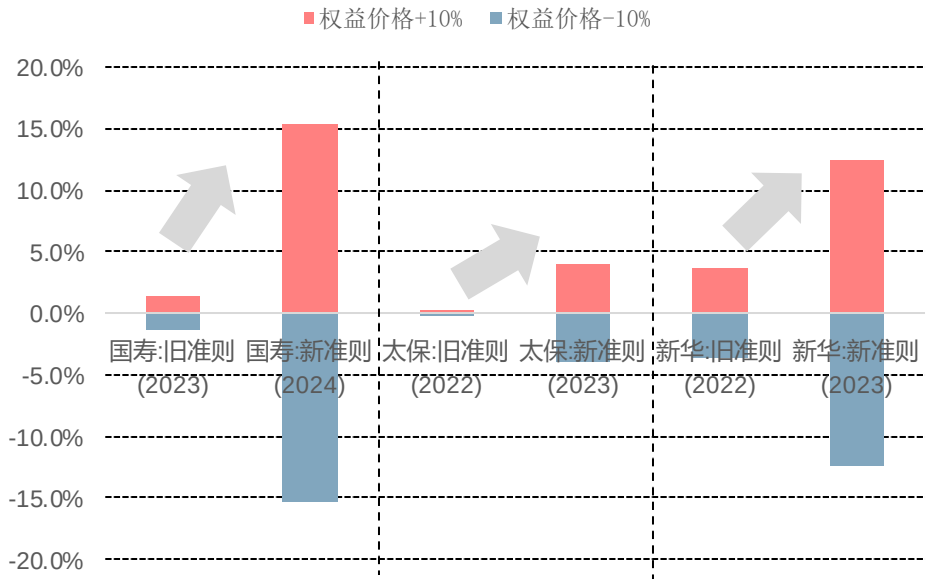


资料来源：公司年报，中信建投证券

新会计准则下寿险公司总投资收益波动性提高

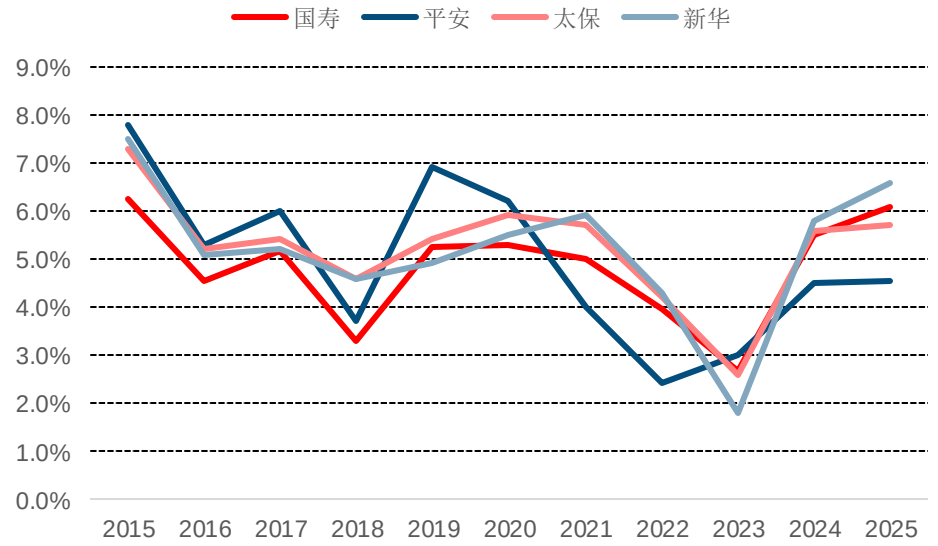
- **新准则实施后，寿险公司利润对资本市场波动的敏感性提升**
  - 新准则下更多权益资产按FVTPL模式计量，更多权益资产价格变动会计入当期利润，总投资收益和利润的波动性均会提升。
  - 2023年，沪深300指数累计下跌11.38%，国寿H/平安寿险与健康险/太保寿险/新华归母净利润分别同比-31%/-3%/-48%/-59%。
  - 2024年，沪深300指数上涨14.68%，国寿H/平安寿险与健康险/太保寿险/新华归母净利润分别同比+132%/+28%/+83%/+201%。
  - 2025年，沪深300指数累计上涨17.66%，国寿/平安寿险与健康险/太保寿险/新华归母净利润分别同比+44%/+17%/+20%/+38.3%。

图表：权益价格变动导致的税前利润变动占期末净资产比重



资料来源：公司公告，中信建投证券

图表：上市险企总投资收益率变化情况



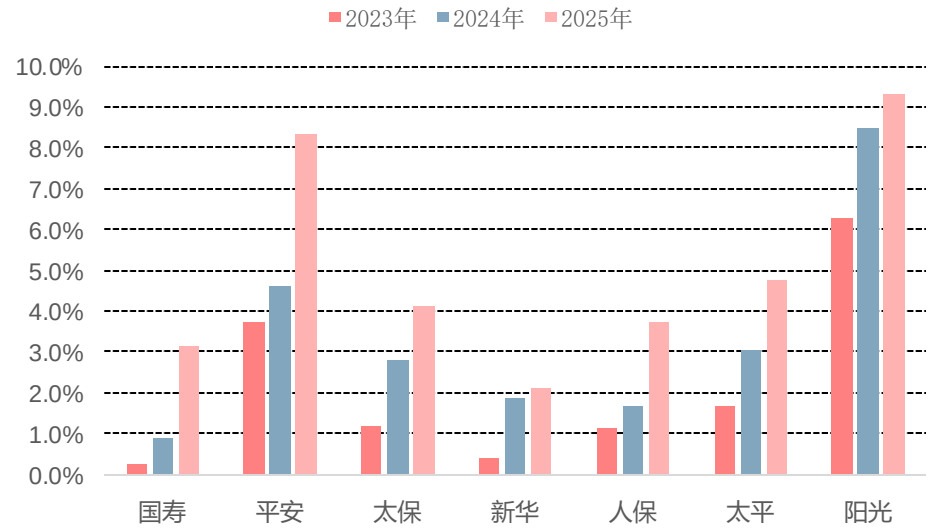
资料来源：公司公告，中信建投证券

上市险企通过增配OCI股票来更好兼顾增厚收益与报表稳健

- **从资产端权益投资来看，上市险企普遍加大对高股息策略配置力度，OCI股票规模快速增长，更好兼顾增厚长期收益和提升报表稳健性。**

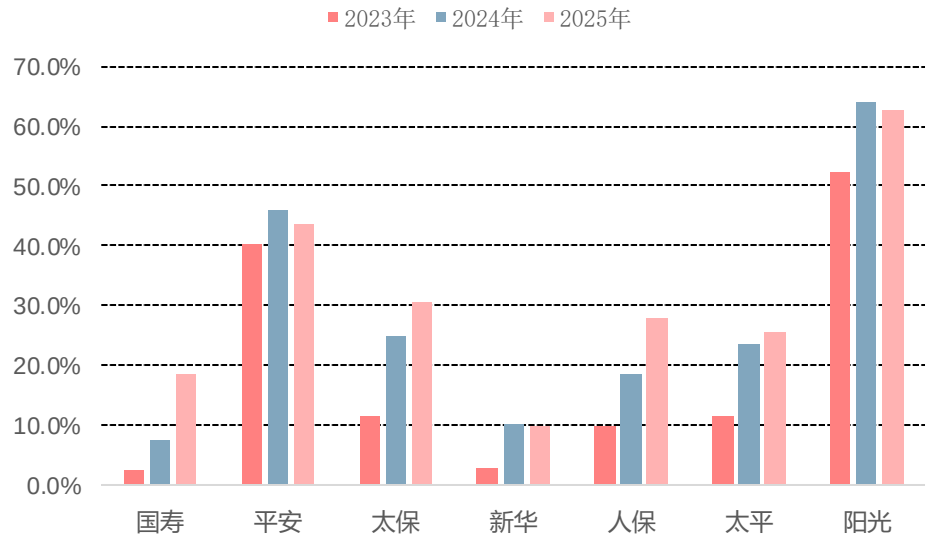
➢ 增加股息收入有助于在低利率环境下保持净投资收益率的相对稳定，而且高股息股票可以通过按FVOCI模式计量来避免股价波动对利润的冲击，有助于提升保险公司业绩的长期稳健性。2025年末，7家上市险企对OCI股票的平均配置比例较2023年末+3.0pct至5.1%，OCI股票占公开权益投资平均比重较2023年末+12.7pct至31.2%。

图表：上市险企OCI股票配置比例



资料来源：公司公告，中信建投证券

图表：上市险企OCI股票在公开权益中的占比



资料来源：公司公告，中信建投证券

投资服务业绩影响要素②：承保财务损失

- **承保财务损失是保险合同金融变动额中计入当期损益的部分。**

➢ 保险合同金融变动额是指货币时间价值及金融风险的影响导致的未到期责任负债和已发生赔款负债账面价值变动额，包括计提利息、利率及其他金融假设变化、具有直接参与分红特征的保险合同基础项目的公允价值变动三部分，其中前两项主要与一般模型法计量的保险合同相关（如传统险），最后一项主要与浮动收费法的保险合同相关（如分红险）。

图表：保险合同金融变动额占期初保险合同负债比重

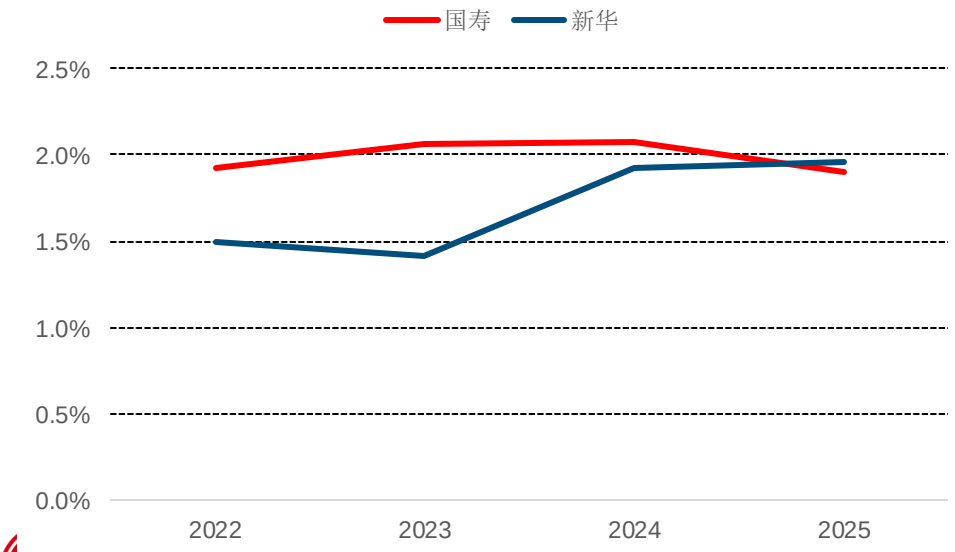
	年份	2022	2023	2024	2025
国寿	**计提利息**	**1.9%**	**2.1%**	**2.1%**	**1.9%**
	利率及其他金融假设变化	1.1%	2.5%	6.2%	-0.6%
	具有直接参与分红特征的保险合同基础项目的公允价值变动	0.7%	1.6%	4.0%	1.6%
	保险合同金融变动额合计	**3.7%**	**6.1%**	**12.2%**	**2.8%**
	其中：计入当期损益	**3.9%**	**3.0%**	**4.3%**	**4.4%**
	计入其他综合收益	-0.2%	3.1%	7.9%	-1.6%
新华	**计提利息**	**1.5%**	**1.4%**	**1.9%**	**2.0%**
	利率及其他金融假设变化	1.1%	2.1%	4.7%	0.6%
	具有直接参与分红特征的保险合同基础项目的公允价值变动	1.1%	2.0%	5.5%	2.6%
	保险合同金融变动额合计	**3.7%**	**5.5%**	**12.0%**	**5.2%**
	其中：计入当期损益	**4.7%**	**2.6%**	**5.3%**	**5.7%**
	计入其他综合收益	-1.0%	2.9%	6.7%	-0.5%

资料来源：公司公告，中信建投证券

投资服务业绩影响要素②：承保财务损失

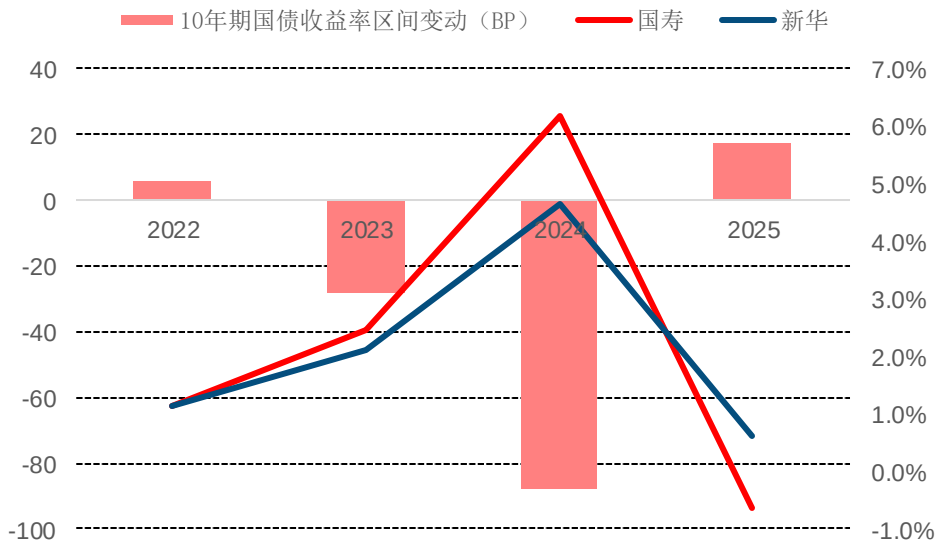
- **不同险种对保险合同金融变动额的确认方式存在差异：**
  - **传统险：适用一般模型法，保险合同金融变动额主要包括计提利息和折现率变动影响两部分。**
    - ✓ **计提利息：**履约现金流量会按上期末计量时的折现率计息，合同服务边际会按初始计量时所采用的折现率计息增值，这部分保险合同金融变动额一般会计入当期损益，体现为承保财务损失。
    - ✓ **折现率变动影响：**新准则下折现率随着市场利率变动而变化，由此对保险合同负债账面价值产生影响，这部分保险合同金融变动额可选择计入其他综合收益，从而避免对净利润的冲击。

图表：计提利息导致的保险合同金融变动额占期初保险合同负债比重



资料来源：公司公告，中信建投证券

图表：利率及其他金融假设变动导致的保险合同金融变动额占期初保险合同负债比重

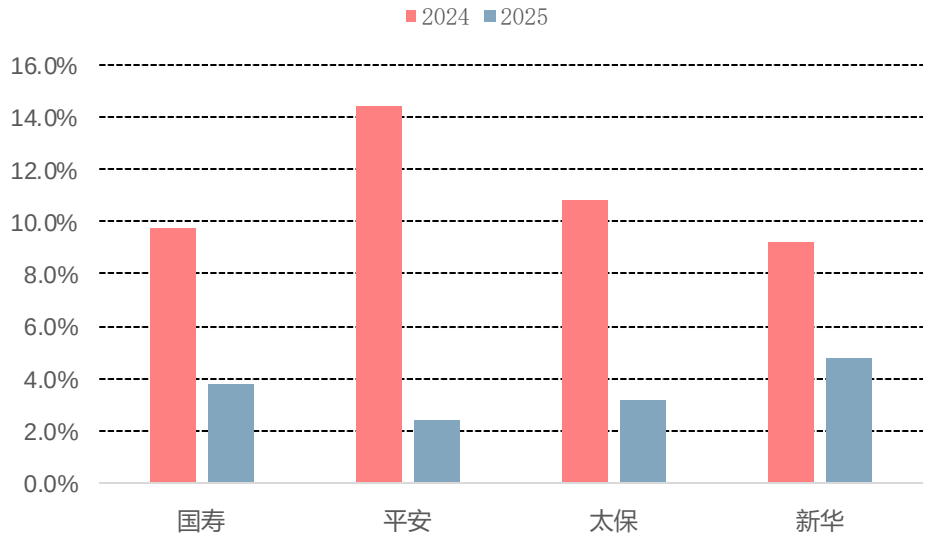


资料来源：公司公告，中信建投证券

投资服务业绩影响要素②：承保财务损失

- **不同险种对保险合同金融变动额的确认方式存在差异：**
  - **分红险：一般适用浮动收费法，保险合同金融变动额等于基础项目公允价值变动额**
    - ✓ **盈利合同情景下：**收支两端可相互对冲，有助于提升利润稳定性。
    - ✓ **亏损合同情景下：**基础项目公允价值变动额仍会通过保险服务业绩中的亏损部分确认与转回项目影响当期利润。

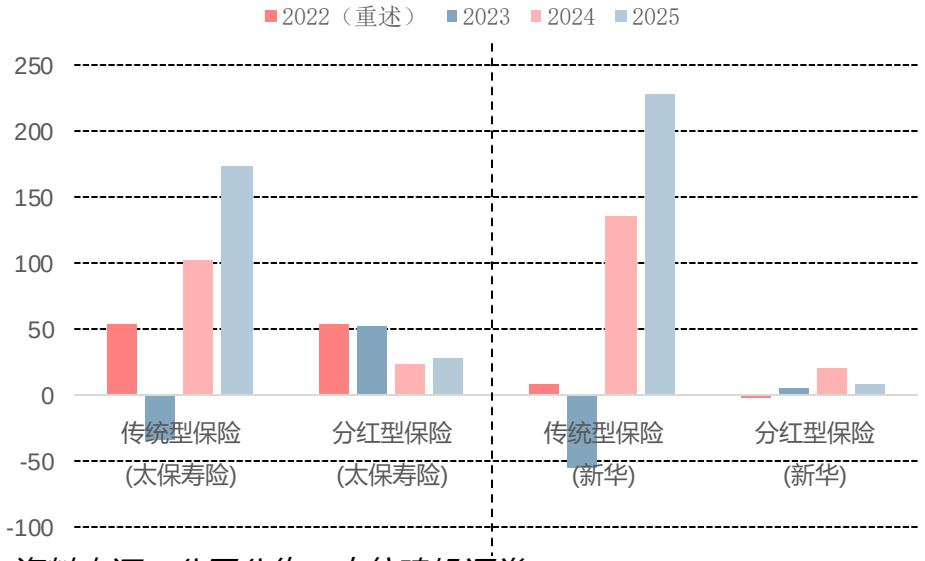
图表：具有直接参与分红特征保险合同基础项目收益率情况



资料来源：公司公告，中信建投证券

注：按“具有直接参与分红特征的保险合同基础项目的公允价值变动÷期初基础项目公允价值”进行测算

图表：各类产品总投资收益与承保财务损失差额（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券

盈利合同情形下，浮动收费法的整体财务表现更为稳健

图表：不同情景下一般模型法与浮动收费法财务表现对比

计量方法		一般模型法	浮动收费法
权益市场上涨	资产负债表维度	负债端的未到期责任负债不受影响，但资产端投资资产账面价值增长，进而导致**净资产增长**	负债端的未到期责任负债与资产端基础项目公允价值同步增长，**净资产保持稳定**
	利润表维度	保险合同金融变动额和承保财务损益不受影响，但总投资收益和综合投资收益提升，进而导致**净利润和综合收益增长**	保险合同金融变动额与基础项目公允价值变动额相等，通过资负两端OCI选择权的联动亦可实现总投资收益与承保财务损益相等，**净利润和综合收益保持稳定**
市场利率下行	资产负债表维度	负债端的未到期责任负债会随着折现率的下降而增长，资产端投资资产账面价值也会增长，但由于当前寿险公司普遍存在久期缺口**净资产可能仍会面临一定压力**	负债端的未到期责任负债与资产端基础项目公允价值同步变化，**净资产保持稳定**
	利润表维度	折现率下降会导致保险合同金融变动额增加利率下行也会导致固收类资产公允价值增长但由于当前寿险公司普遍存在久期缺口，**综合收益可能仍会面临一定压力，对净利润的影响可能视各公司OCI选择权的使用而有所不同**	折现率变动导致的不随基础项目回报变动的履约现金流量变动金额被合同服务边际吸收，不影响保险合同金融变动额，保险合同金融变动额与基础项目公允价值变动额相等，**综合收益保持稳定。**通过资负两端OCI选择权的联动亦可实现总投资收益与承保财务损益相等，**净利润保持稳定**

资料来源：中信建投证券

新准则下如何分析负债端的边际变化？

- **合同服务边际代表未来预期利润，合同服务边际的逐期摊销是寿险公司未来利润的重要来源。**

➢ 新准则不仅披露合同服务边际的期末值，还披露合同服务边际的变化过程，为寿险公司财务分析提供更多维度。持续增长的合同服务边际为寿险公司未来利润增长奠定坚实基础，而新业务合同服务边际是合同服务边际增长的重要驱动。

- **与剩余边际类似，合同服务边际与内含价值体系下的有效业务价值也有一定相似性，均代表保单未来利润的现值，新业务合同服务边际与新业务价值也同理。**

➢ **合同服务边际与有效业务价值的差异主要体现在：**1）有效业务价值考虑资本成本和税收影响，合同服务边际不考虑；2）有效业务价值使用的折现率一般高于合同服务边际；3）合同服务边际考虑非金融风险调整而有效业务价值不考虑。

➢ **类似新业务价值可以拆分为新单保费和新业务价值率，新业务合同服务边际也可拆分为新业务保费现值和新业务利润率来进行分析。**

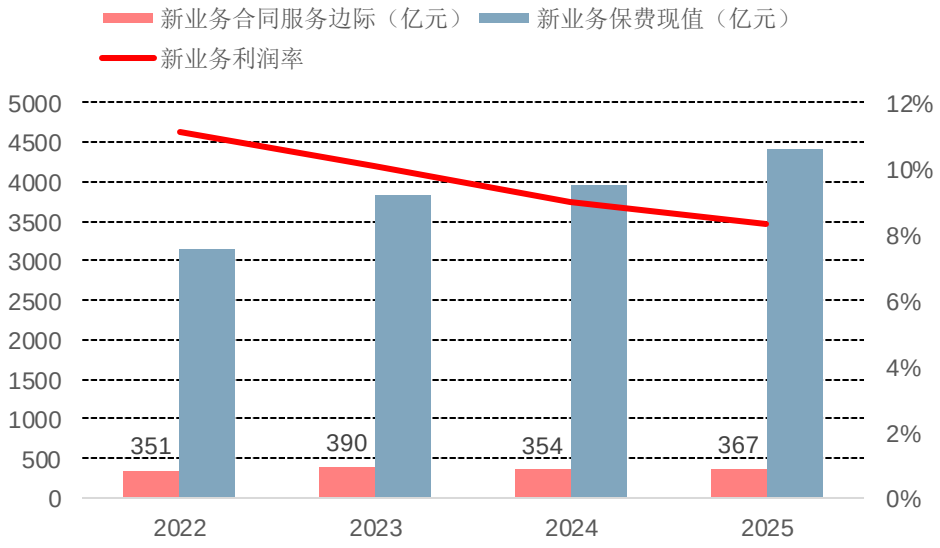
图表：2022-2025年合同服务边际累计变动情况

公司名称	国寿	平安	太保	新华
初始确认的保险合同影响	26.1%	16.7%	18.3%	18.9%
调整合同服务边际的估计变更	-12.0%	-11.7%	9.6%	0.9%
预期利息增长	11.3%	11.3%	7.5%	13.5%
合同服务边际的摊销	-30.0%	-33.6%	-31.5%	-36.4%
22-25年累计变动	**-4.6%**	**-17.3%**	**3.9%**	**-3.0%**

资料来源：公司公告，中信建投证券

注：表中数据为各项变动金额占2022年期初合同服务边际余额比重

图表：平安寿险与健康险业务新业务合同服务边际变动拆解



资料来源：公司公告，中信建投证券

浮动收费法vs一般模型法：保险合同负债计量

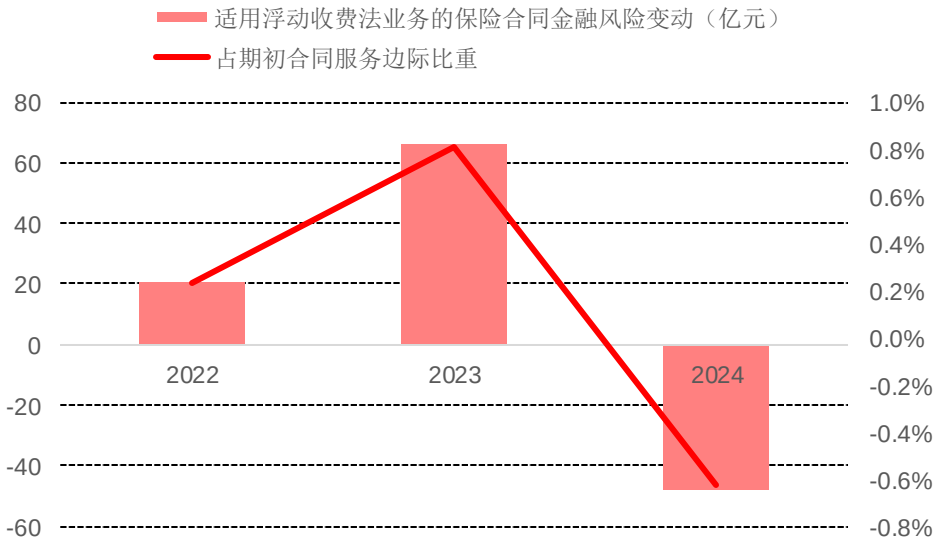
- **相似之处：**
  - **保险合同负债的构成相似：**未到期责任负债仍由履约现金流量和合同服务边际构成，其中合同服务边际主要来自未来各期的浮动收费。
- **差异之处：**
  - **保险合同负债与基础项目公允价值联动：**浮动收费法下保险合同负债会随着基础项目公允价值的变动而变动，其中履约现金流量按基础项目公允价值扣除浮动收费的差额计量，合同服务边际则也会随着基础项目公允价值中企业享有份额的变化而变化，可吸收基础项目公允价值变动（包括利率变动和权益市场变动引起的基础项目公允价值变动）导致的履约现金流量变动。**由此，当市场利率和权益市场变化时保险合同负债可以与基础项目公允价值实现联动，有助于净资产的稳定。**
  - **合同服务边际可吸收期末折现率变动引发的不随基础项目回报变动的履约现金流量变动：**一般模型法下，合同服务边际吸收除“折现率变动引发”以外的与未来服务相关的履约现金流量变动，而在浮动收费法下，合同服务边际可吸收折现率变动引发的履约现金流量变动。

图表：浮动收费法与一般模型法下合同服务边际变动对比

一般模型法	浮动收费法
期初合同服务边际	期初合同服务边际
+新加入合同带来的合同服务边际	+新加入合同带来的合同服务边际
+合同服务边际的当期利息	±基础项目公允价值中企业享有份额的变动金额
±与未来服务相关的履约现金流量变动金额	±与未来服务相关且不随基础项目回报变动的履约现金流量变动金额
±合同服务边际的当期汇兑差额	±合同服务边际的当期汇兑差额
-合同服务边际当期摊销额	-合同服务边际当期摊销额
=期末合同服务边际	=期末合同服务边际

资料来源：《IFRS17内在原理及新财务报告》，中信建投证券

图表：平安合同服务边际吸收浮动收费法金融风险变动情况



资料来源：公司公告，中信建投证券

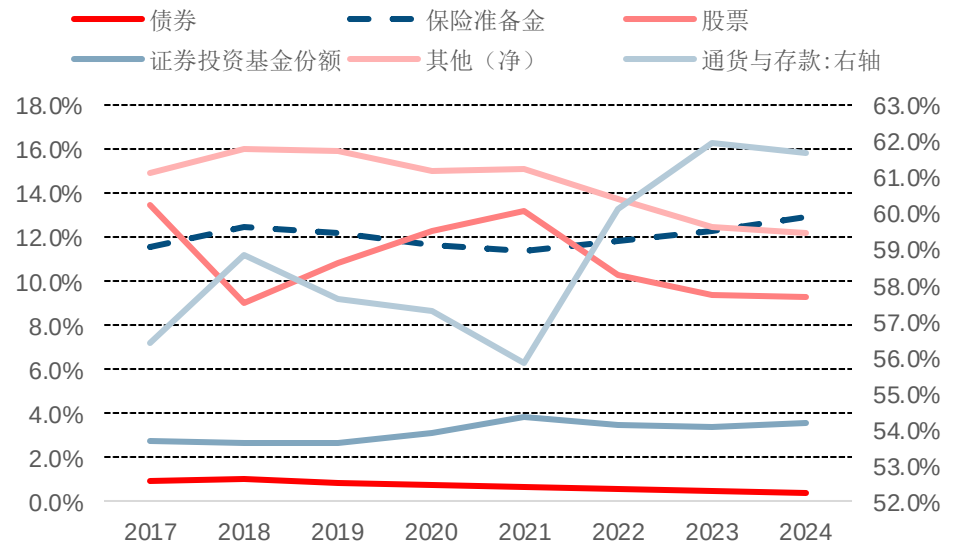
PART 3

保险业投资展望

寿险：低利率与老龄化下居民财富结构重构驱动储蓄险长期新单增长

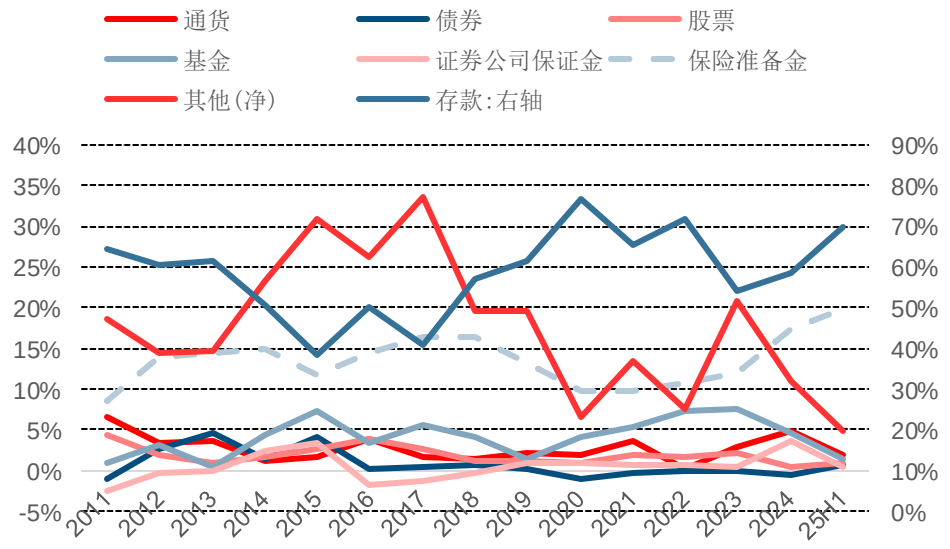
- **机遇1**：房地产财富效应弱化，居民财富结构金融化程度有望持续加深
- **机遇2**：低利率环境与后资管新规时代，居民金融资产配置从单一存款主导转向多层次风险收益分层，储蓄险产品竞争优势突出， 有望成为承接居民庞大长期稳健增值投资需求的重要载体。
  - ✓ 当前传统险和分红险预定利率上限分别为2.0%、1.75%，分红险红利派发提供向上弹性
  - ✓ 在当前银行普遍减少中长期限存款供给背景下，储蓄险能提前锁定长期保底收益的优势更加凸显
- **机遇3**：随着人口老龄化程度加深，发展第三支柱养老金迫在眉睫，保险公司凭借其“商业养老年金+康养服务”的综合性解决方案有望持续承接居民自主养老储备的投资需求。

图表：住户部门资金存量运用结构变化情况



资料来源：中国人民银行，中信建投证券

图表：住户部门资金流量运用结构变化情况

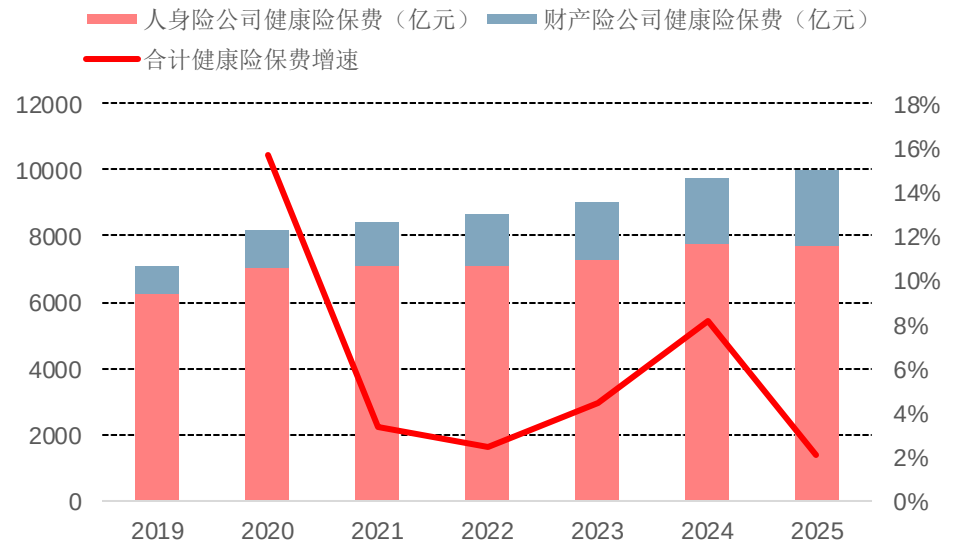


资料来源：中国人民银行，中信建投证券

寿险：商业健康险定位提升，医疗险与护理险有望贡献长期增量

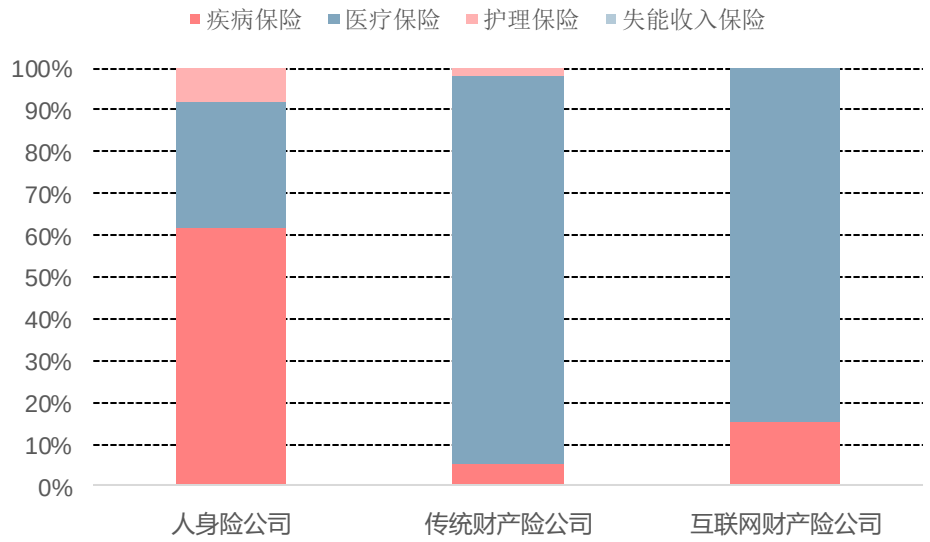
- 健康险在国家医疗保障体系中的定位显著提升：
  - ✓ 2026年政府工作报告首次明确提出“加快发展商业健康保险”
  - ✓ “十五五”规划纲要提出健全多层次医疗保障体系，鼓励商业保险扩大创新药支付范围，充分发挥商业医疗保险补充保障作用。
- 基本医保“保基本”的制度边界愈加清晰，而高值创新药、罕见病药、CAR-T等支付缺口将逐步由商保承接，《商业健康保险创新药品目录（2025）》已正式执行，医疗险将成为健康险重要增长极。
- 长期护理保险从局部试点走向全国建制，人口老龄化背景下失能老人护理需求提升，护理险有望成为健康险第二增长曲线，头部险企积极打造康养生态，“保险+服务”商业模式构筑长期壁垒。

图表：健康险行业保费收入变化情况



资料来源：国家金融监督管理总局，中信建投证券

图表：2023年各类保险公司健康险保费结构



资料来源：中国保险业协会，中信建投证券

寿险：政策进一步推动银保“报行合一”落实，看好业务结构优化

- **近期监管政策进一步推动银保渠道“报行合一”落实，为NBVM提供坚实支撑，看好银保渠道NBV延续快速增长，其中头部险企表现预计相对更优。**据上海证券报3月31日报道，监管部门3月27日在业内下发《关于进一步加强银行代理渠道费用管理有关事项的通知》（下称《通知》），细化银保专员薪酬激励、培训及客户服务费等费用报送要求，要求保险公司将“报行合一”合规管理纳入公司考核与问责机制，并将建立“报行合一”违规问题和典型案例行业通报机制。这些要求旨在规范银保渠道执行“报行合一”过程中出现的“小账”抬头问题，通过更细化具体的政策要求，推动银保渠道“报行合一”严格落实，促进银保业务健康规范发展，有望为银保渠道NBVM提供支撑。

图表：《关于进一步加强银行代理渠道费用管理有关事项的通知》相关要求梳理

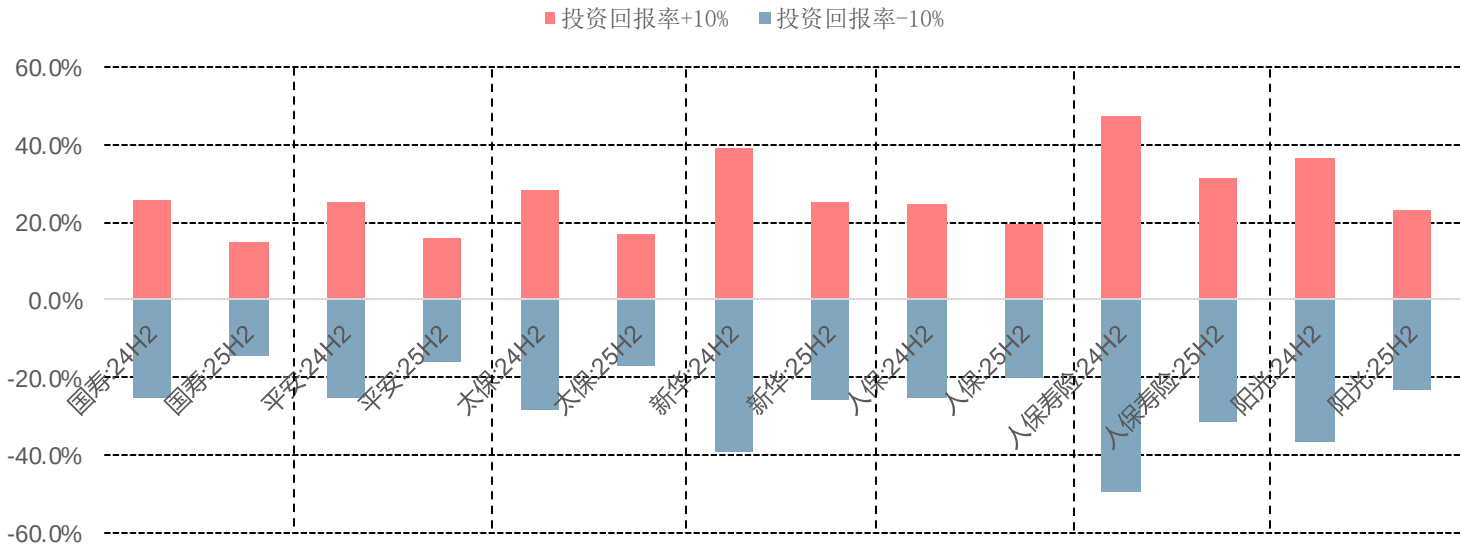
事项	相关要求
针对“小账”问题	《通知》要求保险公司建立覆盖业务全流程的规范管理机制。在费用报送环节，保险公司须按照人身保险产品智能检核系统要求，分别报送向银行支付的佣金、银保专员的薪酬激励、培训及客户服务费、固定费用等水平。实际执行时，保险公司必须按照经备案的产品精算报告执行费用政策，所有费用支出均应取得真实、合法、有效的凭证。
对于银保专员的薪酬激励	《通知》提出要与其银保渠道岗位职责、工作内容和成效相匹配。保险公司不得要求或暗示银保专员将薪酬用于开展业务推动活动，也不得将银保专员垫付的费用以薪酬名义发放。
为进一步压实保险公司主体责任	《通知》明确要求保险公司强化费用真实性、合规性和精细化管理，将“报行合一”合规管理纳入内部考核与问责机制。具体来看，对保险公司董事会、总经理、总精算师、分管银保渠道的高级管理人员等的责任进一步明确。实际业务中，保险公司各级机构要对业务推动活动实施台账管理，逐项记录时间、地点、机构、人员等信息，并附相关凭证。进行共同费用分摊时，保险公司要按照“谁受益，谁承担”的原则分摊，不得以不分摊或少分摊等方式向其他渠道转嫁费用。

资料来源：上海证券报，中信建投证券

寿险：分红险演示利率调降避免“内卷式”竞争，推动良性发展

- 据经济参考报4月8日报道，人身险行业就调降分红险演示利率达成共识——分红险演示利率上限由3.9%下调至3.5%，各公司高于3.5%演示利率的产品须在6月30日前完成变更备案或停售。与此同时，行业就分红险2025年度实际分红水平达成共识，监管部门给出的指导意见为3.2%。
- 演示利率过高容易导致销售误导和隐形“刚兑”压力，从而可能让行业积累利差损风险。调降分红险演示利率上限有助于对保险消费者形成合理预期引导，减少销售误导，同时也有助于将分红险的利差空间保持在合理水平，避免“内卷式”竞争，夯实保险公司盈利基础。

图表：上市险企新业务价值对投资回报率变动的敏感性变化情况



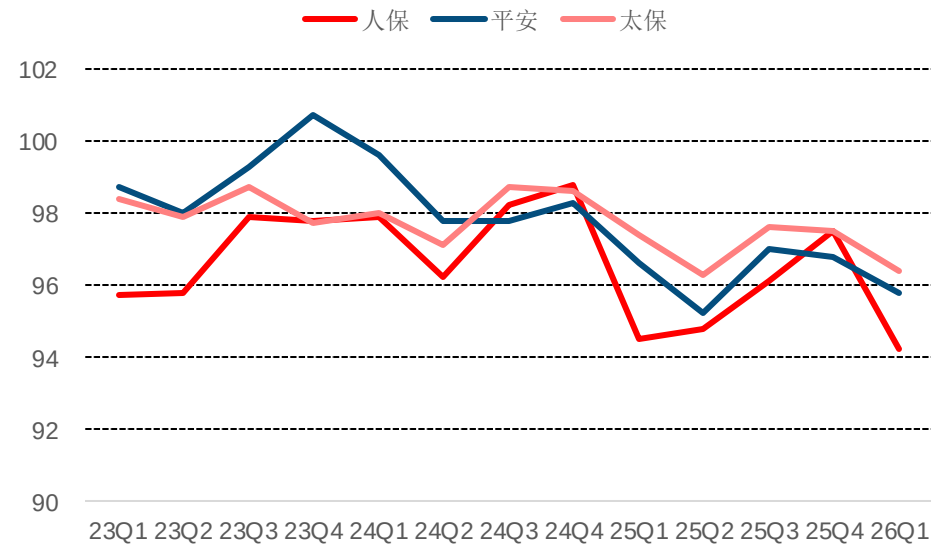
资料来源：公司公告，中信建投证券

注：此处投资回报率±10%在24H1对应±45BP，在25H1对应±40BP，对应的新业务价值变动幅度基于上市险企在投资回报率±50BP情景下披露的数据乘以相应调整比例得到，即对于24H1按0.9的比例进行调整，对于25H1按0.8的比例进行调整

财险：非车险“报行合一”落地实施有望带动非车险费用率优化

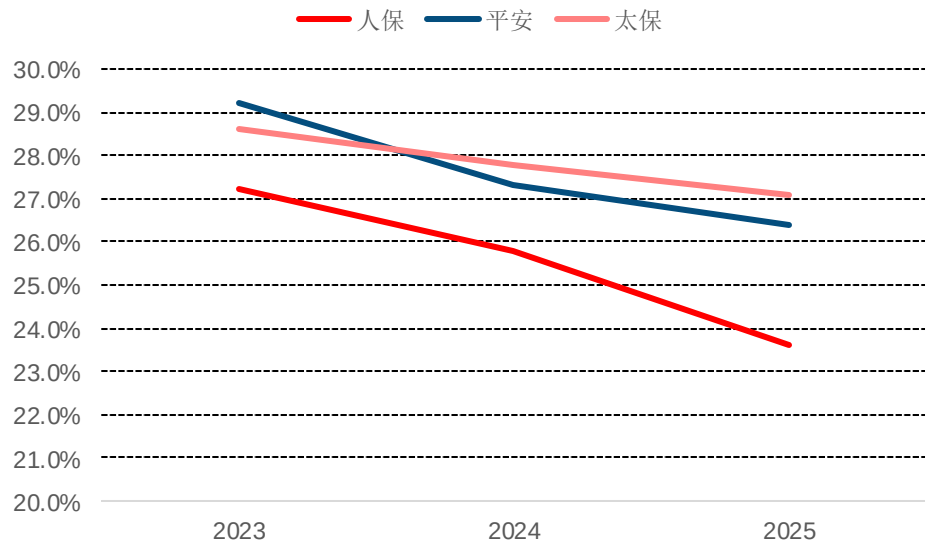
- 金融监管总局印发《关于加强非车险业务监管有关事项的通知》，从优化考核机制、规范保费收入管理、强化市场行为监管、改进非车险承保理赔服务等六方面提出具体监管要求，推进非车险领域的综合治理。
- 根据此前监管机构下发的《加强非车险业务监管有关工作指引》，企财险、安责险、雇主责任险和其他非车险分别需要在2025年12月1日前、2026年1月1日前、2026年2月1日前和2026年12月31日前完成产品重新备案。随着非车险“报行合一”在各险种的逐步推进，上市险企非车险业务的费用率和综合成本率有望持续优化。

图表：上市险企综合成本率变化情况



资料来源：公司公告，中信建投证券

图表：上市险企费用率变化情况

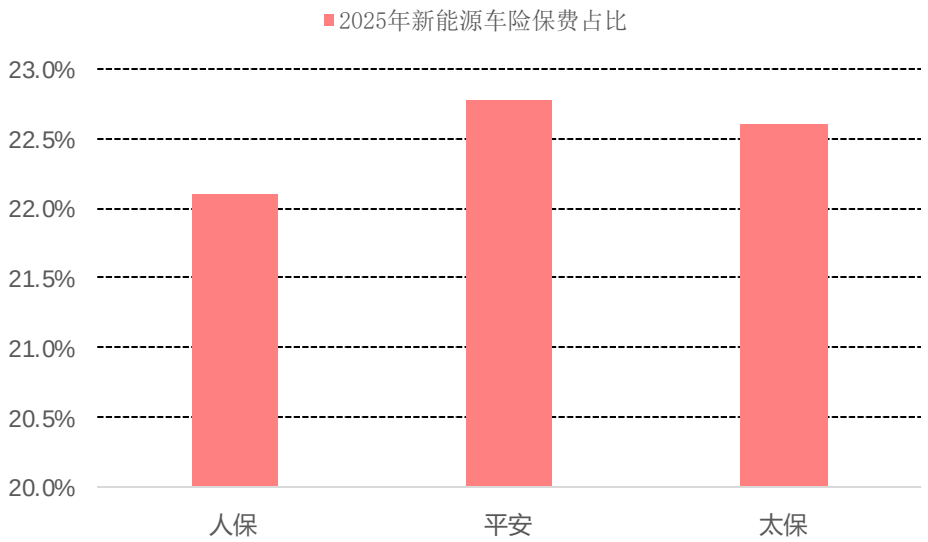


资料来源：公司公告，中信建投证券

财险：头部险企新能源车险已实现承保盈利，未来盈利有望继续改善

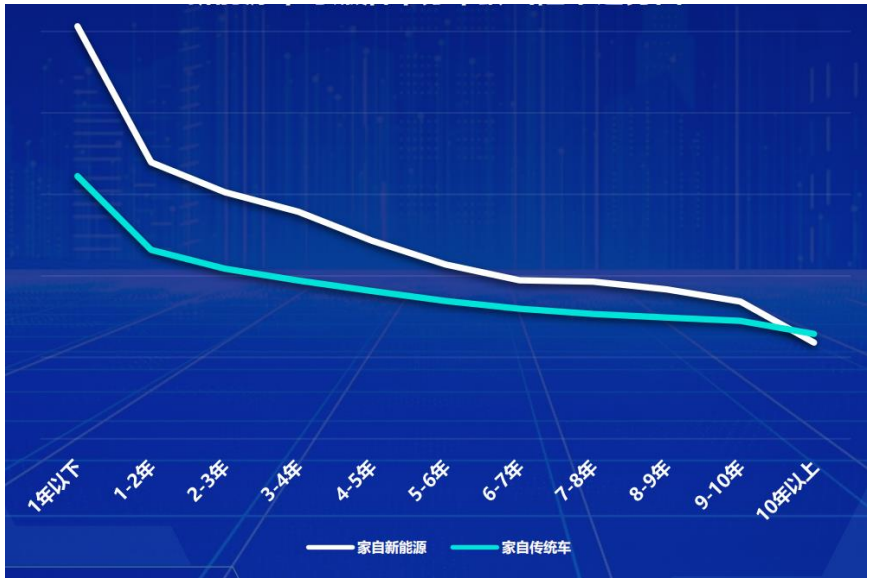
- 据国际金融报3月24日报道，新能源车险自主定价系数区间已经由原来的[0.6—1.4]扩围至[0.55—1.45]，自主定价系数扩围有助于提高定价充分程度，部分缓解险企新能源车车险经营压力。
- 展望来看，随着新能源车险承保车辆中旧车占比提升和驾驶行为习惯改善，新能源车出险率有望进一步下降。此外，2025年1月国家金融监督管理总局发布的《关于深化改革加强监管促进新能源车险高质量发展的指导意见》提出建立保险车型风险分级制度，未来该制度若能实施有望推动车企更加关注并不断提升车型的安全性与维修的经济性，进而更好降低车辆维修成本与新能源车险赔付率。

图表：上市险企新能源车险占车险保费比重



资料来源：公司公告，中信建投证券

图表：新能源车与燃油车分车龄出险率趋势图

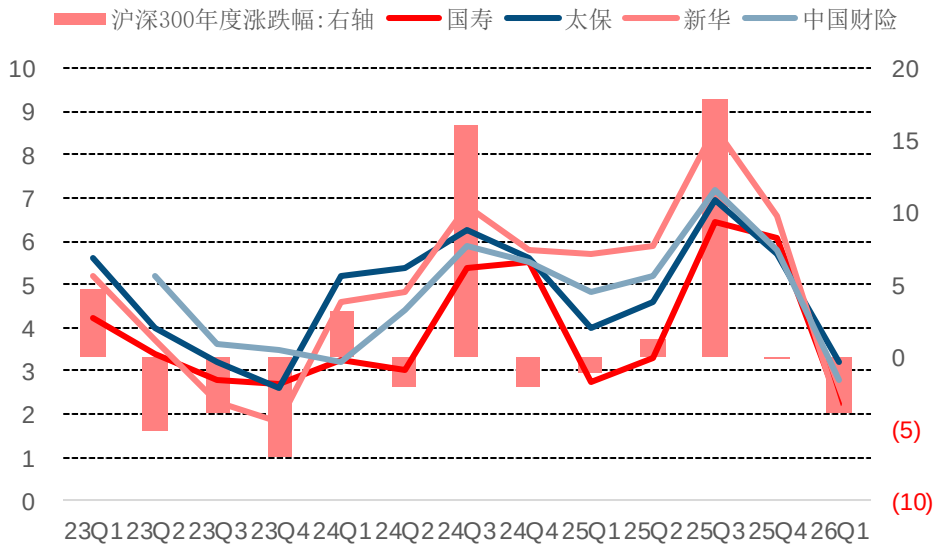


资料来源：中国人保投资者开放日材料，中信建投证券

资产端：近期权益市场回暖有望增厚利润，资负协同发力夯实长期利差

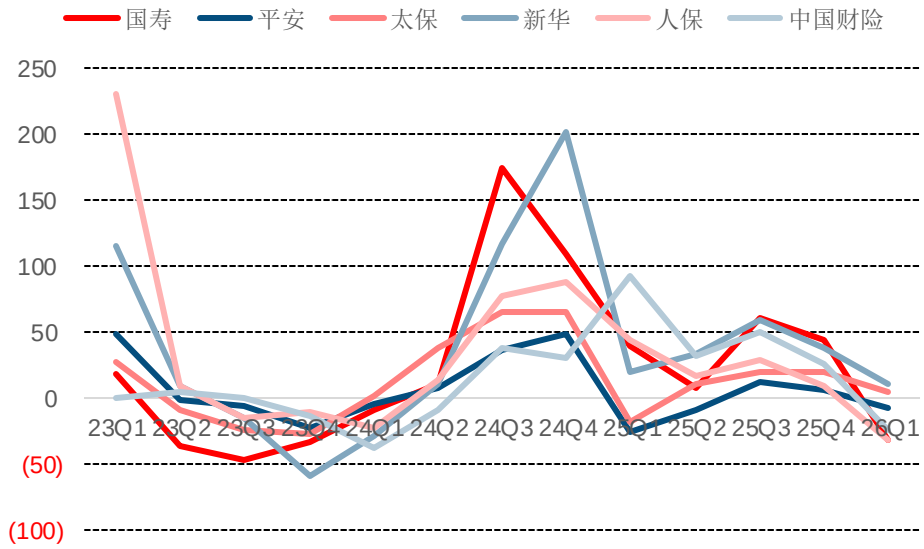
- 4月以来权益市场回暖有望增厚利润，上市险企资负两端协同发力夯实长期利差空间。2026年4月以来（截至5/6收盘），沪深300指数累计上涨9.60%，而25Q2期间沪深300指数累计上涨1.25%，看好权益市场回暖提振上市险企二季度利润增速。此外，上市险企一方面在资产端优化配置结构，强化资负匹配，积极发挥高股息和新质生产力权益资产增厚收益作用，另一方面在负债端推动刚性负债成本下行，未来长期利差空间仍有坚实支撑。

图表：上市险企年化总投资收益率与沪深300涨跌幅



资料来源：公司公告，中信建投证券

图表：上市险企季度累计归母净利润增速



资料来源：公司公告，中信建投证券
注：中国财险为净利润增速

估值：安全边际较为显著，建议重视估值修复投资机会

- **新业务有望逐步带动存量业务刚性负债成本下降，且分红险保单在存量业务中的占比持续提升可降低内含价值对投资回报的敏感性，当前上市险企估值水平仍有较高安全边际。**截至5月25日收盘，A股国寿/平安/太保/新华PEV分别为0.60/0.62/0.49/0.60倍，H股国寿/平安/太保/新华PEV为0.45/0.61/0.41/0.42倍。
- 个股方面，从利率企稳回升带动估值修复的逻辑来看，太保、平安修复空间相对更大，而若权益市场表现超预期，则新华、国寿的业绩弹性更为充足。整体来看，当前推荐排序为中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险、友邦保险、中国财险。

图表：保险行业估值比较表（截至5月25日收盘）

公司名称	股票编号	收盘价	P/EV		P/B		估值分位数				股息率	
			2025	2026E	2025	2026E	过去1年	过去3年	过去5年	过去10年	2024	2025
A股												
中国平安	601318.SH	54.22	0.65	0.62	0.98	0.91	2%	42%	43%	21%	4.7%	5.0%
中国人寿	601628.SH	33.83	0.65	0.60	1.61	1.50	1%	9%	10%	5%	1.9%	2.5%
中国太保	601601.SH	33.29	0.52	0.49	1.06	1.00	1%	25%	35%	17%	3.2%	3.5%
新华保险	601336.SH	59.40	0.64	0.60	1.66	1.48	10%	66%	78%	44%	4.3%	4.6%
中国人保	601319.SH	7.00	-	-	1.00	0.90	2%	19%	13%	-	2.6%	3.1%
H股												
中国平安	2318.HK	60.85	0.64	0.61	0.96	0.89	54%	82%	77%	38%	4.8%	5.1%
中国人寿	2628.HK	28.92	0.49	0.45	1.20	1.12	68%	89%	94%	60%	2.6%	3.4%
中国太保	2601.HK	32.16	0.44	0.41	0.89	0.84	20%	71%	81%	45%	3.9%	4.1%
新华保险	1336.HK	48.00	0.45	0.42	1.17	1.04	23%	74%	85%	59%	6.0%	6.5%
友邦保险	1299.HK	86.05	1.50	1.31	2.67	2.44	69%	67%	40%	20%	2.0%	2.3%
中国太平	0966.HK	20.44	0.35	0.32	0.66	0.60	52%	83%	90%	-	1.7%	6.0%
阳光保险	6963.HK	3.49	0.29	0.26	0.60	0.51	2%	-	-	-	5.9%	6.2%
中国财险	2328.HK	14.78	-	-	1.00	0.91	10%	61%	76%	53%	4.3%	5.3%
众安在线	6060.HK	10.63	-	-	0.61	0.58	1%	5%	3%	-	0.0%	

资料来源：公司公告，中信建投证券

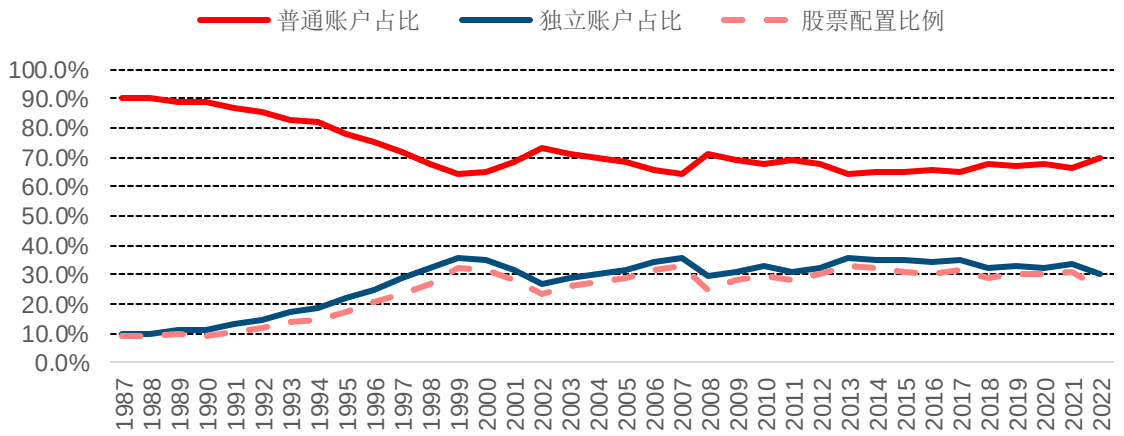
注：1）中国人保、阳光保险、中国人民保险集团的2024年、2025年BPS预测为wind一致预期；2）除中国人保、中国人民保险集团、中国财险、众安在线的估值分位数为PB分位数外，其余均为PEV分位数；3）估值分位数计算时假设1年有250个交易日。

寿险行业发展趋势展望

- **趋势1：发展浮动收益型产品，实现风险共担与稳定利差**
  - **模式重构：**发展浮动收益型产品有助于降低刚性负债成本，这也是低利率环境下防范利差损风险的关键所在。根据美联储和GDV的数据，美国寿险行业独立账户的金融资产占比为31.4%（25年末），德国寿险行业单位联结保单投资资产占比为21.3%（24年末）
  - **风险共担：**浮动收益型产品具备资负两端高效联动的天然优势，有助于提升长期稳健盈利能力。

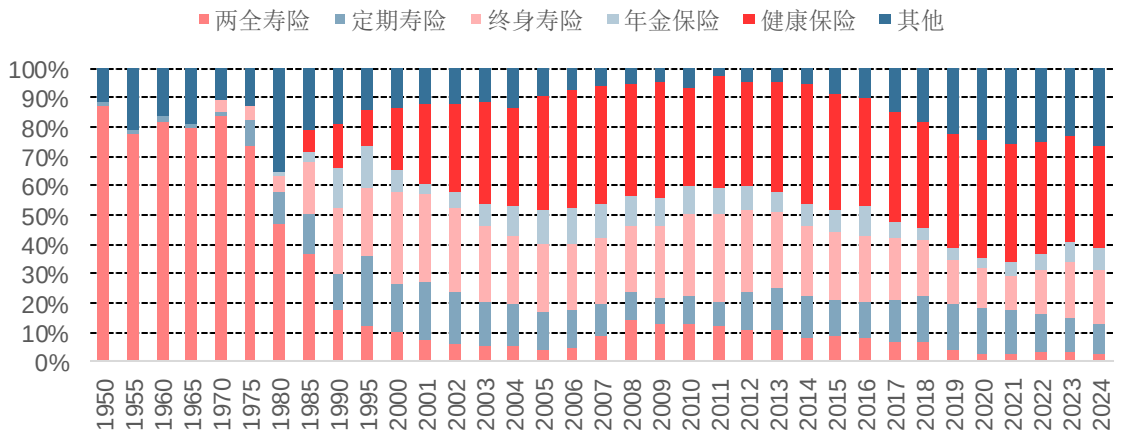
- **趋势2：利源结构多元重构，弱化利差依赖实现周期穿越**
  - **三差均衡：**从依赖“利差”单一驱动，转向“利差、死差、费差”三轮并进，增强穿越利率周期的能力。
  - **做大死差：**大力发展保障型产品提升死差贡献，通过医疗健康服务主动管理风险以提升死差益水平。
  - **优化费差：**通过精细化运营管控成本

图表：美国寿险行业分帐户金融资产占比及股票配置比例



资料来源：美联储，ACLI，中信建投证券

图表：日本寿险行业产品结构变化情况（按新单数量计）



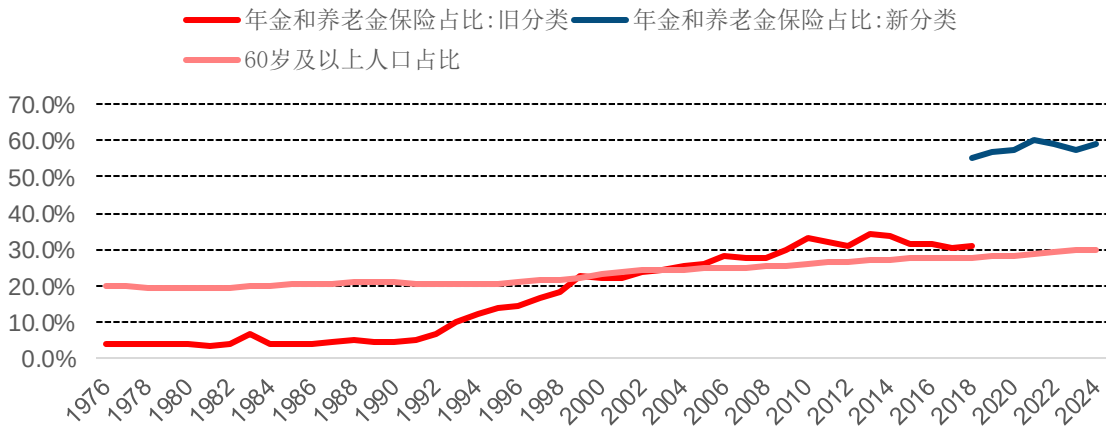
资料来源：LIAJ，中信建投证券

寿险行业发展趋势展望

- **趋势3：深耕第三支柱养老赛道，产品+服务构筑差异优势**
  - 在人口老龄化程度持续加深、第一支柱收支压力大、第二支柱覆盖范围有限、政策推动第三支柱发展背景之下，居民自主养老储备需求有望持续提升。
  - 充分发挥商保年金跨期支付、保值增值、年金化领取等作用，为客户提供长期稳健的财富积累和持续稳定的养老金收入，有效满足老龄阶段财务收支匹配的保障需求，并通过保险+服务的生态融合模式打造差异化竞争优势

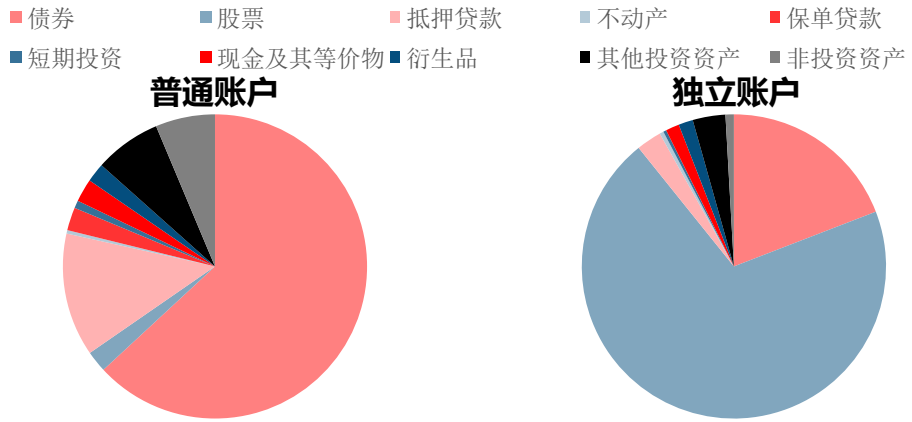
- **趋势4：构建多元均衡配置体系，提升跨周期投资能力**
  - 基于保险资金的长期性、负债性特点，构建多元均衡、能穿越经济周期的资产配置组合，以获取长期绝对收益为目标。
  - 在夯实固收配置基本盘的基础上，积极发挥权益资产增厚收益作用，创新另类投资品种，应用衍生品来精细化管理风险

图表：德国寿险行业年金和养老金保险保费占比及老龄化情况



资料来源：Wind，GDV，中信建投证券 注：2018年GDV对数据分类口径进行了调整

图表：美国寿险行业普通账户与独立账户差异化配置特征显著



资料来源：ACLI，中信建投证券

PART 4

风险提示

风险提示

- **长端利率超预期下行：**如果长端利率出现超预期下行，将对公司的投资收益产生不利影响。
- **权益市场大幅下滑：**如果权益市场出现大幅下滑，将对公司的投资收益产生不利影响。
- **居民对保障型产品的需求复苏情况持续大幅低于预期：**保障型产品的新业务价值率一般较高，若居民对此类产品的需求持续低迷，可能对公司的新业务价值增长带来负面影响。
- **负债端改革不及预期：**当前公司寿险业务持续深化转型，若公司代理人队伍质量提升不及预期，可能会影响到公司的新业务价值。

分析师介绍

赵然

中信建投研究发展部非银金融与前瞻研究首席分析师，中信金控智库专家。中国科学技术大学应用统计硕士。曾任中信建投金融工程分析师，覆盖大类资产配置和FOF研究，曾荣获Wind金牌分析师金融工程第2名，多次荣获Wind金融分析师非银金融第1名，多次新浪金麒麟非银金融菁英分析师第1名。目前重点覆盖非银金融行业与金融科技领域研究，聚焦财富管理、科技金融、数字金融等热点领域。多次参与监管机构及各类金融机构等深度课题研究。

沃昕宇

中信建投非银金融与前瞻团队分析师，北京大学硕士，2022年加入中信建投证券，主要覆盖保险/保险资管、养老金融领域，对人身险产品结构转型、资产负债匹配、养老金金融等细分领域有较为深入的研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层

电话：（8610）8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2103室

电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼

电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼

电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk

中信建投证券
CHINA SECURITIES