国盛证券 GUOSHENG SECURITIES

证券研究报告|行业专题研究

2026 年06 月 18 日

保险行业研究框架
系列三：保险公司价值评估

分析师 王维逸

执业证书编号：S0680525120001

邮箱：wangweiyi@gszq.com

研究助理 王义德

执业证书编号：S0680126030003

邮箱：wangyide@gszq.com

打造极致专业与效率

目录

1 内含价值的定义与发展历程

2 保险公司内含价值的构成拆解

3 上市险企价值分析

一、内含价值的定义与发展历程

1. 内含价值（Embedded Value，EV）的定义

根据中国精算师协会《人身保险内含价值评估标准》，**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”。**这一定义包含三层含义：

- 评估对象是**已有适用业务及其对应资产**，不包含未来尚未销售的新业务；
- 评估基础是**未来现金流中归属于股东的利益现值**，而不是单纯账面利润；
- 计算过程需要充分考虑资本约束、风险贴现、金融选择权和保证、费用超支、退保率、死亡率、投资收益率等假设。

内含价值是相对于账面价值、市场价值的价值概念，与未来现金流预期密切相关，其计算建立在未来现金流量模式和相关的风险贴现率及精算假设基础上，**是以精算技术为基础的保险行业特有的公司价值概念。**

内含价值是寿险公司当前价值的最为客观的可量化反映，它直接反映了公司当前的经营成果，是寿险公司的核心价值。

2. 内含价值的组成

从组成来看，内含价值可以拆成三部分：

EV = 自由盈余 + 要求资本 + 扣除要求资本成本后的有效业务价值

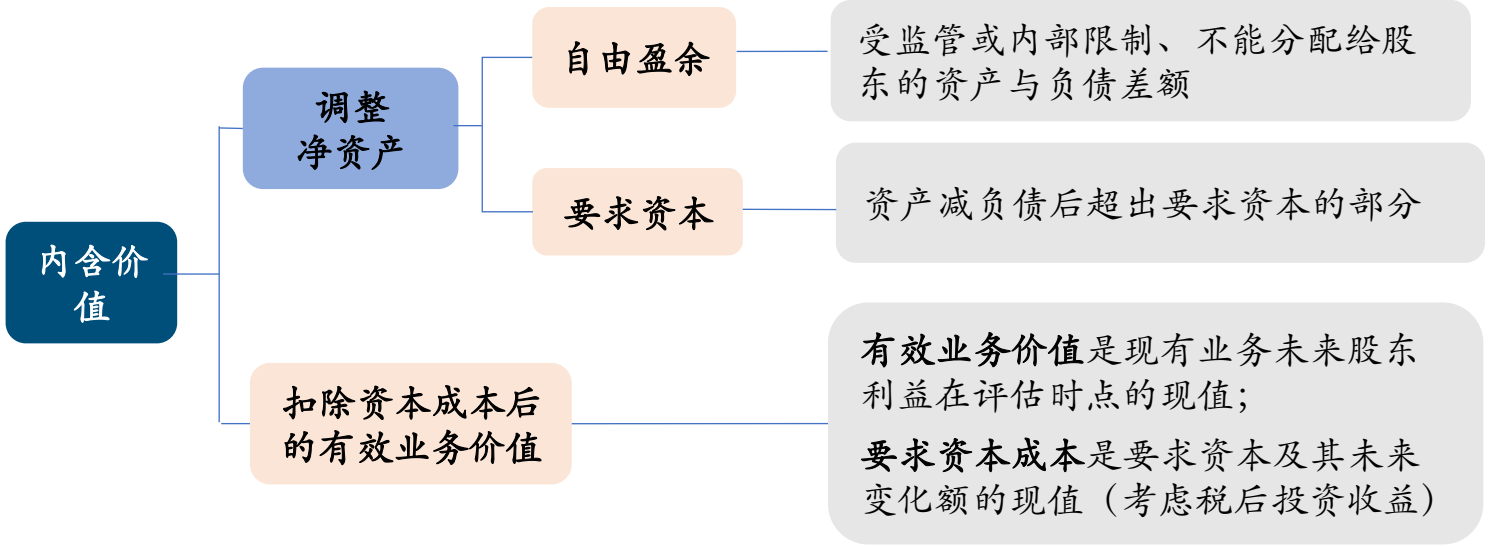
寿险公司在核算内含价值时，通常将要求资本和自由盈余合并，称为“经调整的净资产价值”，

调整净资产 = 自由盈余 + 要求资本

进一步得到：

EV = 扣除要求资本成本后的有效业务价值（VIF） + 经调整的净资产价值（ANW）

图表1.1 内含价值的组成

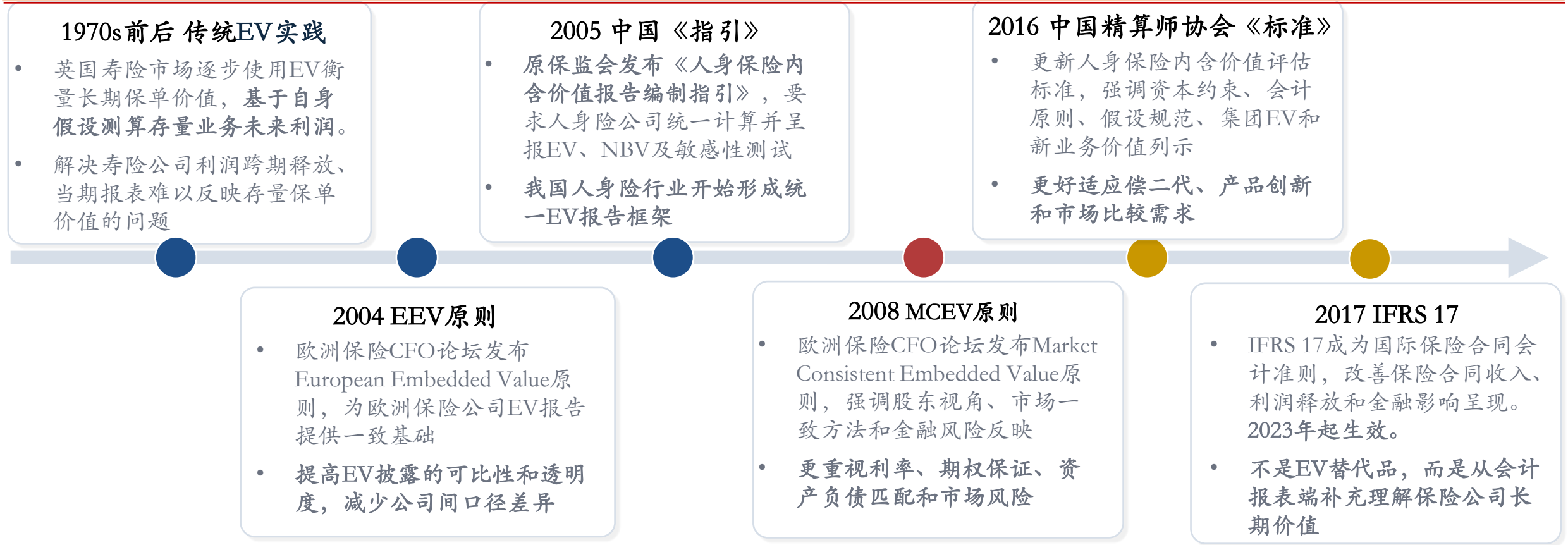


资料来源：中国精算师协会、国盛证券研究所

3. 内含价值的发展历程

内含价值的发展，本质上是寿险估值从“各公司自定假设测算长期保单价值”，逐步走向“统一披露、反映资本约束、体现市场风险、并与会计表达相互补充”的过程。

图表1.2 内含价值的发展历程



资料来源：中国社会科学院保险与经济发展研究中心、European Insurance CFO Forum、原保监会、中国精算师协会、IASB、国盛证券研究所

4. P/EV：寿险业务的核心估值指标

寿险经营具有长期递延特征，传统PE/PB指标难以完整刻画公司价值。

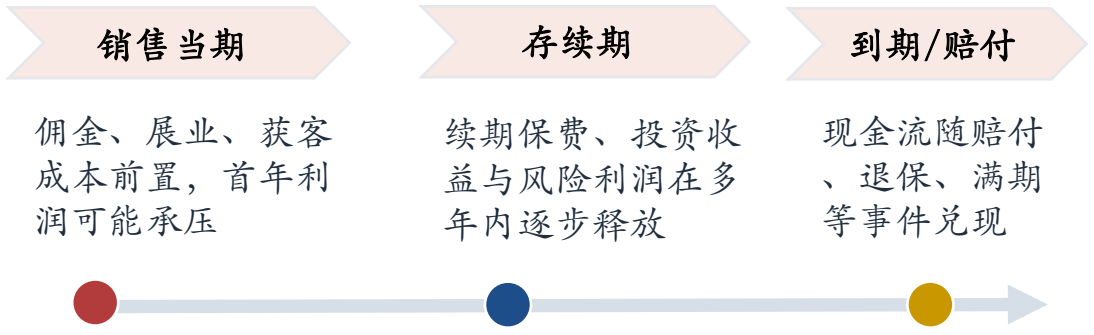
寿险公司的经营模式与一般企业不同：保单销售通常发生在当期，但利润释放跨越整个保单生命周期。

- 当期净利润容易受到投资收益、准备金计提、会计假设变化等因素扰动，无法完整反映长期保单的真实盈利能力；
- 账面净资产更多反映会计口径下的资产与负债净额，难以充分体现存量保单未来利润、利率风险、退保率风险和资本占用成本。

因此，寿险估值需要一个能够穿透会计利润、反映长期现金流现值的指标，**内含价值作为寿险公司当前价值的最为客观的可量化反映，P/EV成为寿险业务的核心估值指标。**

图表1.3 保单利润释放周期

寿险价值不只体现在当期利润，更体现在存量保单未来现金流



资料来源：国盛证券研究所绘制

图表1.4 传统估值指标的局限性

- **PE：当期利润波动大**
  净利润受投资收益、准备金计提、会计假设变化影响，短期扰动不能代表长期盈利能力。
- **PB：净资产解释力不足**
  账面净资产难充分反映存量保单未来利润、长期负债久期与利率风险。

资料来源：国盛证券研究所绘制

二、保险公司内含价值的构成拆解

1. EV与NBV：存量价值（有效业务）与增量价值（新业务）共同构成寿险业务估值框架

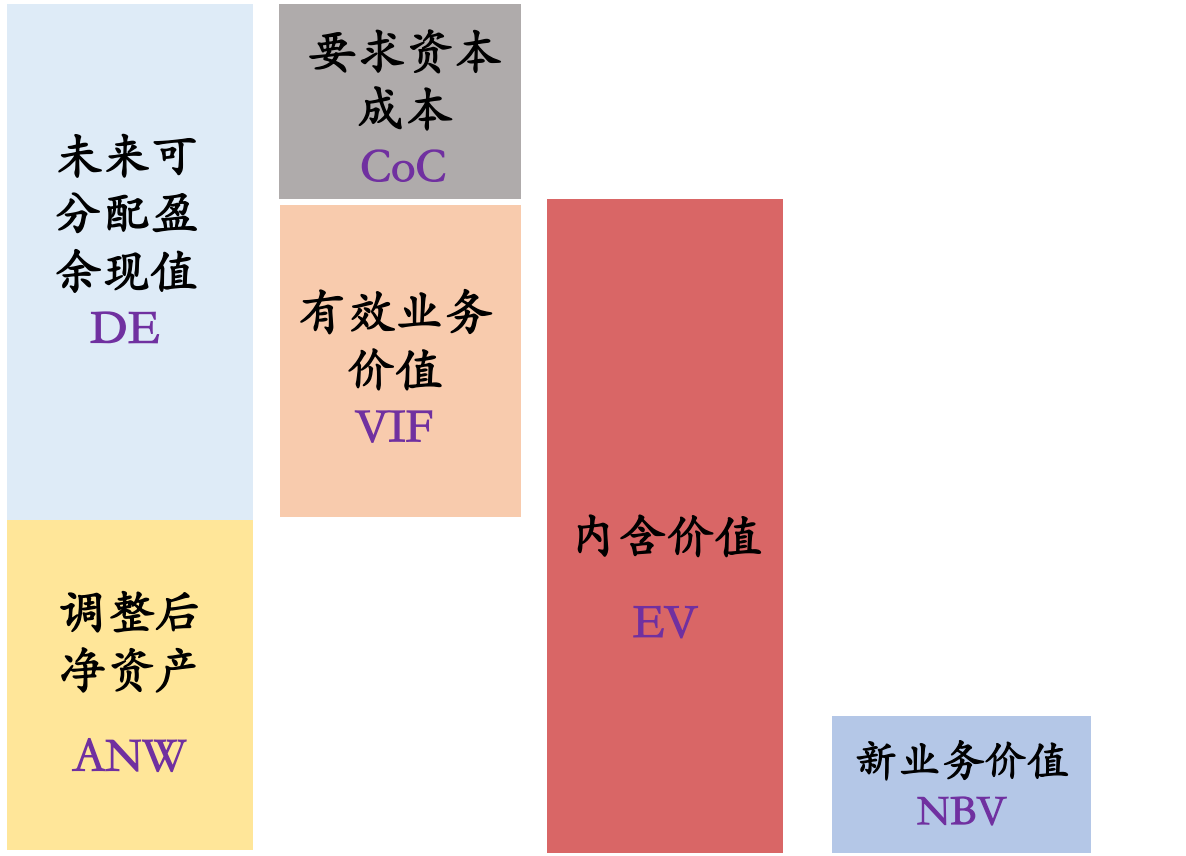
寿险公司估值时，既要看存量已有业务的价值，也要看当期新业务的价值创造能力。

EV = ANW（调整后净资产） + VIF （有效业务价值）

- **ANW**：对旧准则下净资产进行调整
  - ✓ 准备金调整为偿二准备金
  - ✓ 资产调整为市值口径
  - ✓ 所得税及其他调整
- **VIF**：有效业务在未来税后法定利润的现值，**折现率为评估日的风险贴现率。**（需扣除要求资本成本：保险公司持有要求资本所付出的机会成本）
- **NBV**：当年新业务在未来税后法定利润的现值，计算过程与VIF相似。

税后利润$_t$ = 经营现金流$_t$ - △Res$_t$ + 投资收益$_t$ – 税$_t$

图表2.1 寿险公司价值的构成



资料来源：国盛证券研究所绘制

2. ANW：从会计净资产到经济价值口径的调整

内含价值中的调整后净资产（ANW）并不等同于财务报表中的所有者权益，而是在会计净资产基础上，按照内含价值评估口径进行一系列调整后得到的经济价值口径净资产。

图表2.2 ANW的计算明细

符号	科目	备注
	会计报表所有者权益	
+	准备金调整（税后）	会计准备金 - 偿二准备金
=	法定报表所有者权益	
-	少数股东权益	
=	调整前净资产	
+	持有到期资产（HTM）市场价值调整（税后）	市值计量
-	递延所得税净资产	
-	其他	
=	调整后净资产	

资料来源：国盛证券研究所绘制

- 偿二准备金 = 最优估计负债（BEL）
  + 风险边际（RM）
  + 选择权和保证的时间价值（TVOG）
  + 剩余边际（DPL）

  - BEL与DPL的计算逻辑与会计准备金类似
  - TVOG只针对分红险与万能险

3. 从EV到AV：未来新业务能力决定公司架构价值

EV反映寿险公司的存量价值，但寿险公司是持续经营主体，未来还会不断开展新业务。**未来新业务也会创造价值，因此在EV之外，还要考虑公司架构价值，二者之和为寿险公司的评估价值（AV）。**

内含价值 EV

EV = ANW + VIF

现有资本底盘 + 有效业务价值；
衡量已有业务形成的存量价值

+

公司架构价值

一年NBV × 新业务乘数

来自未来承保新业务带来的价值；
反映渠道、品牌与持续经营能力

=

评估价值 AV

AV = EV + 公司架构价值

更接近持续经营主体的整体价值；
并购、收购中常用于定价参考

图表2.2 一年新业务价值和新业务价值的区别

指标	时间口径	含义	用途
一年新业务价值	P12M，即过去12个月	完整一年新业务创造的价值	适合估算公司架构价值
新业务价值（NBV）	YTD，即年初至今	当年截至当前时点的新业务创造价值	适合跟踪当期经营进展

资料来源：国盛证券研究所绘制

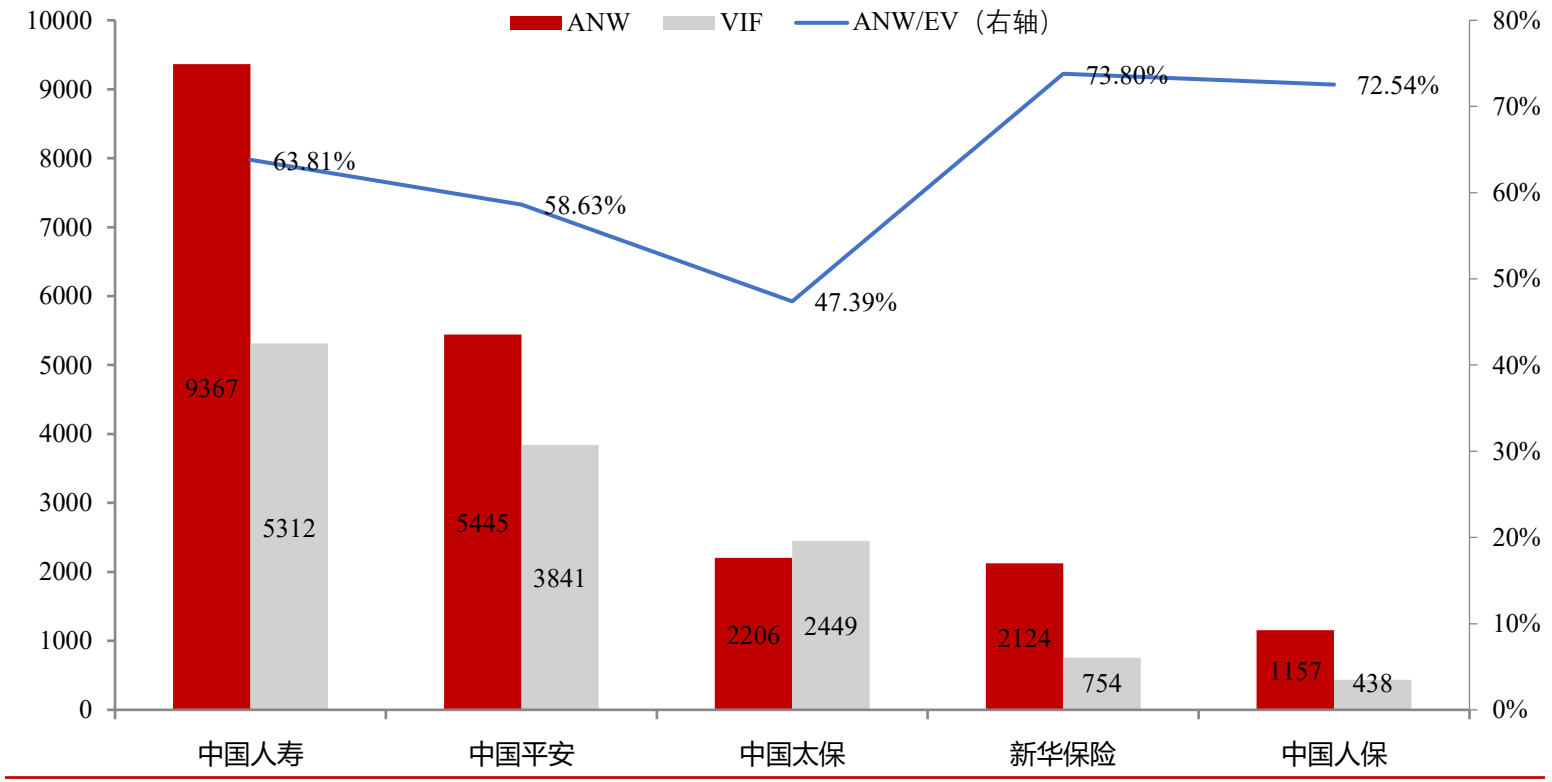
三、上市险企价值分析

1. EV主要由调整后净资产构成

从各主要上市险企2025年内含价值数据可得：

- **从总量看，**中国人寿、中国平安的内含价值体量领先，体现存量业务与资本积累优势。
- **从构成看，调整后净资产是内含价值的主要组成部分。**除中国太保外，ANW均占比超过50%。

图表3.1 2025年主要上市险企内含价值的构成（单位：亿元）



资料来源：各公司2025年年报、国盛证券研究所

2. EV核心假设

在长端利率下行和资产收益承压环境下，核心假设是否稳定，是判断内含价值质量和估值安全边际的关键。

- **对于投资收益率**，各险企基本锚定 4% 假定，仅细分业务差异化设定。
- **对于风险贴现率**，对于传统险，除中国人寿采用8%以外，其余险企均为8.5%。

图表3.2 2025年主要上市险企内含价值核心假设

公司	投资收益率假设	风险贴现率假设
中国人寿	4.00%	普通型8.00%；浮动收益型7.20%
中国平安	非投连4.00%，投连适当上调	传统险8.50%；分红/万能等7.50%
中国太保	长期险4.00%	传统险8.50%；分红/万能等7.50%
新华保险	非投连4.00%；投连6.00%	8.50%
中国人保	人保寿险4.00%；人保健康3.50%	传统险8.50%；分红/万能险7.50%

注：寿险及健康险业务口径
资料来源：各公司2025年年报、国盛证券研究所

3. EV敏感性分析

敏感性测试是压力情景下的“弹性表”，用于判断假设变化变化时的风险暴露差异。

- **投资回报率对EV的影响最显著，风险贴现率的影响次之，费用率、退保率、死亡率的影响相对较小；**
- **各险企敏感性差异显著：**中国人保税后利润基本来源于利差，中国平安有较厚的死差。

图表3.3 2025年主要上市险企寿险口径敏感性分析

公司简称	指标	投资回报率上升	投资回报率下降	风险贴现率上升	风险贴现率下降	费用率上升10%	退保率上升10%	死亡率上升10%
中国人寿	VIF	25.75%	-25.62%	-5.86%	6.34%	-1.58%	1.09%	-0.90%
中国平安	EV	15.72%	-15.71%	-2.79%	3.07%	-0.48%	0.54%	-3.11%
中国太保	VIF	27.61%	-27.43%	-4.20%	4.53%	-1.56%	1.61%	-0.58%
新华保险	VIF	51.99%	-50.99%	-7.28%	7.89%	-2.95%	2.14%	-1.28%
中国人保	VIF	59.96%	-61.27%	-17.98%	22.02%	-2.66%	0.05%	-0.96%

注：国寿投资回报率情景为±10%，人保风险贴现率情景为±100bp，其余投资回报率/风险贴现率情景均为±50bp。

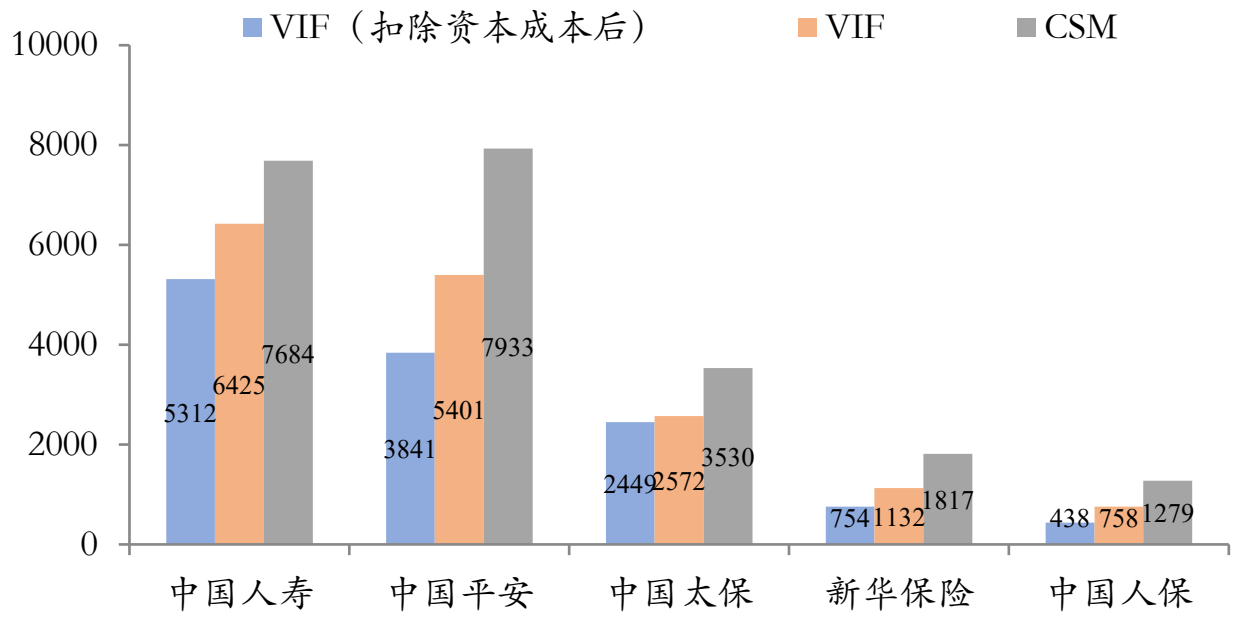
资料来源：各公司2025年年报、国盛证券研究所

4. 有效业务价值与合同服务边际

上市险企合同服务边际明显高于有效业务价值

- **折现率差异**，VIF风险贴现率在7-8.5%之间，CSM0通过负债评估曲线计算，折现率越低，现值越大；
- **VIF为税后利润折现，且在EV中需扣除资本成本；**
- 现金流略有差异。

图表3.4 2025年主要上市险企VIF与CSM（单位：亿元）



资料来源：各公司2025年年报、国盛证券研究所

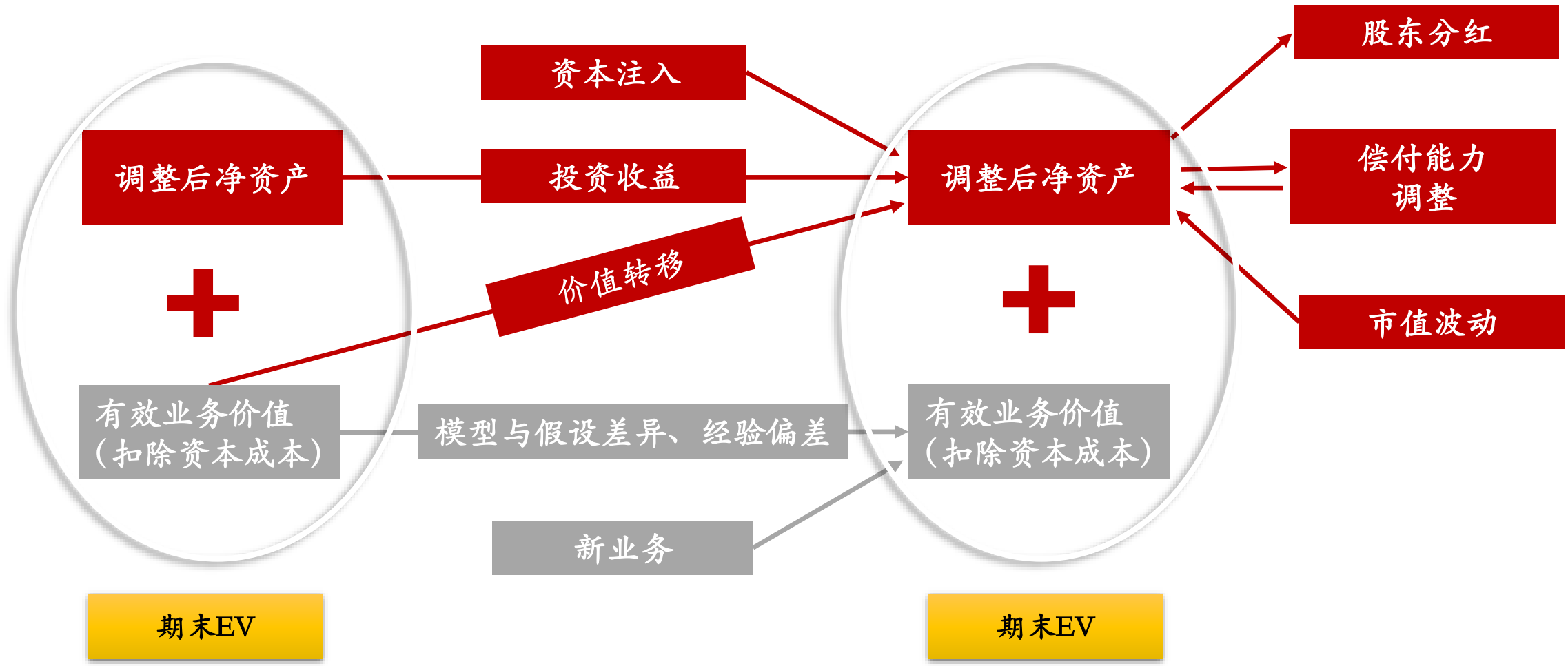
图表3.5 2025年主要上市险企VIF/CSM比值

公司	VIF/CSM
中国人寿	69.13%
中国平安	48.42%
中国太保	68.19%
新华保险	41.51%
中国人保	34.25%

资料来源：各公司2025年年报、国盛证券研究所

5. 内含价值变动分析

图表3.6 内含价值变动图示



资料来源：国盛证券研究所绘制

5. 内含价值变动分析

2025 年五大上市险企内含价值全部实现正增长。

- **新业务贡献与预期回报是EV主要增量来源**；
- **投资回报差异方面，**险企资产表现差异较大，中国人寿和中国平安超预期；
- **市场价值调整方面，**中国人寿、中国平安、中国太保均出现较大负值，可能反映其持有的资产公允价值下降；
- **模型及假设变动方面，** 多数险企为负，反映精算假设收紧。

图表3.7 2025年主要上市险企内含价值变动（单位：亿元）

EV变动分析	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	中国人保
2024.12.31	**14011**	**8351**	**4225**	**2584**	**1498**
新业务贡献	458	425	209	98	179
预期回报	758	508	271	156	86
投资回报差异	673	298	-26	64	-29
市场价值调整	-962	-104	-45	—	—
其他经验差异	9	145	16	69	-13
模型及假设变动	-74	-137	72	-42	-123
股东红利/资本等	-196	-198	-69	-51	-2
2025.12.31	**14679**	**9286**	**4655**	**2878**	**1595**

资料来源：各公司2025年年报、国盛证券研究所

6. 主要上市险企NBV及NBV Margin

2025年主要上市险企的新业务价值及价值率数据，进一步揭示了各家在新增业务上的盈利能力与价值创造效率的差异。

- 中国人寿新业务价值量质均位于同业领先水平。

图表3.7 2025年主要上市险企新业务价值（单位：亿元）及新业务价值率

公司简称	一年新业务价值（扣除有效资本成本）	一年新业务价值率（%）
中国人寿	457.52	35.00%
中国平安	368.97	23.40%
中国太保	186.09	19.80%
新华保险	98.42	16.16%
中国人保	156.16	-

注：计算新业务价值率时，采取首年保费口径，即：一年新业务价值率=一年新业务价值/首年保费
资料来源：各公司2025年年报、国盛证券研究所

风险提示

- 权益市场大幅波动，β属性导致板块行情波动加剧，从而影响业绩表现
- 政策落地情况不及预期
- 寿险需求疲弱导致新单、NBV增速不及预期，拖累保险行业负债端扩张与价值增长
- 长端利率超预期下行，保险行业固收类资产配置承压，引发利差损风险

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券股份有限公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com