

从 CSM 看寿险公司盈利能力

华泰研究

2025 年 9 月 17 日 | 中国内地

动态点评

CSM 是寿险盈利重要驱动因素

合同服务边际 (CSM) 是寿险合同负债的组成部分, 代表尚未实现的预期利润, 可被视作是利润的蓄水池。CSM 每年的释放是保险服务业绩的重要组成部分, 保险服务业绩代表从事保险业务赚取的利润, 可被视作是寿险的承保利润, 与投资业绩一起构成当年盈利的主要部分。2023 切换新会计准则至 1H25 这两年半中, 主要上市保险公司 CSM 增长差异较大, 但合计 CSM 略降, 在保费增速反弹的背景下较为突兀。CSM 增长乏力对保险服务业绩造成影响, 上市公司合计保险服务业绩同期亦有所承压。2024 年以来投资业绩表现出色, 最终使净利润增色不少。受新业务增长推动, 我们预计中资上市公司合计 CSM 在 2025~2027 每年增长 2% 左右, 有望扭转下滑趋势。关注中国人保、中国平安和中国财险。

CSM 占寿险准备金的 12%~15%

从 CSM 余额规模看, 国寿和平安规模领先其他公司, 人保和阳光规模小但增速快。IFRS 17 下的保险合同负债主要包含未来现金流现值、非金融风险调整和 CSM。CSM 占准备金比例一定程度上代表了存量业务的盈利能力, 当然各家公司在计算上的差异会造成一定影响。根据报告口径, 1H25 中资上市公司 CSM 占准备金比例在 12%-15% 之间, 低于友邦的 CSM 比例 (26%)。在过去的两年半中, 大部分公司的占比都在下降, 显示存量业务的盈利能力有所弱化, 或许与 CSM 增长乏力有关。

CSM 增长主要由新业务 CSM 驱动

CSM 余额变动主要包括新业务 CSM、预期利息增长、调整 CSM 估计的变更、当期摊销等, 其中新业务 CSM 是决定 CSM 余额增减的主要因素, 预期利息增长和当期摊销比例一般较为稳定, 调整 CSM 估计的变更通常金额较小。上市公司合计看, 最显著的特征是这两年半中新业务贡献的 CSM 不及 CSM 的释放规模, 说明新业务的盈利能力有所承压, 可能与这期间利率下行, 压制寿险产品盈利水平有关。其次是营运偏差对 CSM 是负面影响, 说明前期对 CSM 的计量相对乐观, 随时间推移需要根据新的情况“挤水分”。例外是中国人保和阳光保险, 其 CSM 余额显著上升, 或许与存量相对较小, 新业务贡献相对较多有关。

CSM 和内含价值指标存在反差

CSM 和内含价值指标 (VIF 和 NBV) 都是对未来利润的评估, 但是评估方法论、逻辑和假设有很大的差异, 比较同一公司 CSM 和 VIF/NBV 没有太大实际意义。但我们注意到 CSM 和 VIF/NBV 之间的反差程度, 各公司之间差异较大, 或在一定程度上有助于投资者加深对这两个指标的理解。1H25 VIF 普遍小于 CSM, 其中 VIF 较高者相当于 CSM 的 80% (阳光), 较低者只有 CSM 的 28% (太平)。如果仅限于新业务, 差异亦非常明显, 所有公司的 1H25 NBV 增速均快于新单 CSM, 增速差距在各公司之间亦反差较大。上述反差或许显示从单一指标判断寿险业务盈利性是有缺陷的。

CSM 释放驱动保险服务业绩

CSM 释放是保险服务业绩的重要组成部分, 上市保险公司每年释放 7%~11% 的 CSM 进入保险服务业绩当中。1H25 CSM 释放占保险服务业绩 (只考虑寿险) 的比例在 60%-180% 之间, 其中中国人寿最高为 180%, 中国人保最低为 60%。而保险服务业绩是利润的核心和中枢, 2023-1H25 中资上市公司合计保险服务业绩分别为 0.25/0.24/0.15 万亿元, 同期投资业绩则为 0.03/0.24/0.10 万亿元。因此 CSM (及释放) 的稳定增长是寿险盈利稳定改善的重要前提。

风险提示: 寿险 NBV 大幅恶化、财产险承保表现恶化, 投资出现大幅亏损。

保险

增持 (维持)

李健, PhD

SAC No. S0570521010001
SFC No. AWF297

研究员

lijian@htsc.com
+(852) 3658 6112

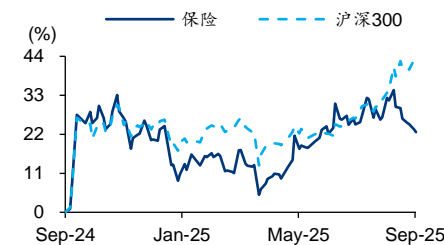
于明汇*

SAC No. S0570124070107

联系人

yuminghui@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源: Wind, 华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
中国人保	601319 CH	9.30	买入
中国人民保险集团	1339 HK	7.00	买入
中国平安	601318 CH	76.00	买入
中国平安	2318 HK	75.00	买入
中国财险	2328 HK	19.80	买入

资料来源: 华泰研究预测



正文目录

什么是 CSM?	3
CSM 占合同负债的比例	3
CSM 的影响因素	4
23 年来中资上市公司整体 CSM 为什么减少?	5
CSM 和内含价值指标 (VIF) 存在反差	8
CSM 普遍大于 VIF	8
新业务 CSM 未必大于 NBV	9
新业务 CSM 利润率和 NBV 利润率存在反差	10
新业务 CSM 增速与 NBV 增速差异较大	11
CSM 驱动保险服务业绩	13
CSM 释放比例相对稳定	13
CSM 贡献大部分保险服务业绩	13
CSM 贡献大部分营运利润	15
保险服务业绩是利润的中枢	15
风险提示	17

什么是 CSM?

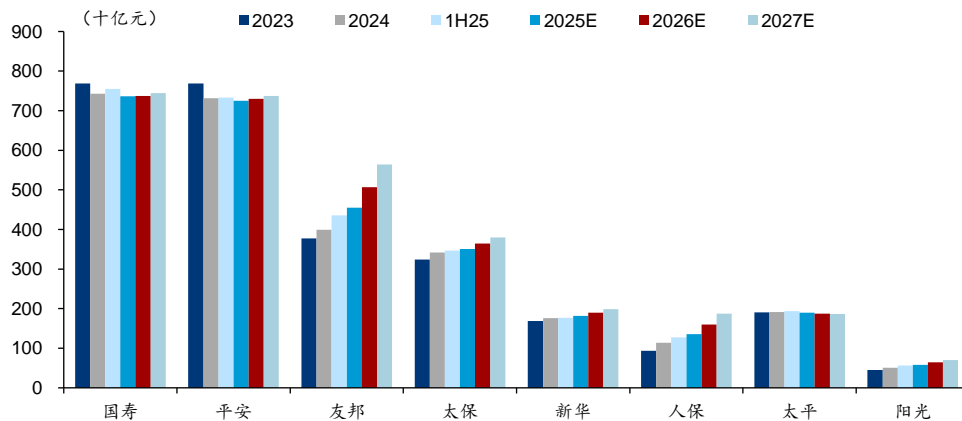
CSM (contractual service margin) 是寿险合同负债的组成部分, 代表寿险合同中蕴含的未来利润, 将在合同期内逐步释放进入损益表形成利润。CSM 在保单销售时即予以确定, 新业务会带来 CSM 增加, 释放会造成 CSM 减少, 营运偏差也会对 CSM 造成影响。可以说 CSM 是会计利润的蓄水池, 通过比较 CSM 占寿险合同负债的大小以及变动, 投资者可以对寿险存量业务的盈利能力有所了解。

CSM 与投资者耳熟能详的有效业务价值 (VIF) 相比, 有相同点, 但更多的是不同点。相同的地方在于两者都是对寿险合同未来利润的评估和测量, 不同点在于两者的方法论和视角大相径庭, 几乎无法进行比较。VIF 计算的逻辑是基于税后利润, 贴现率反映的是资本成本, 还要扣除资本占用成本 (机会成本); 而 CSM 衡量的是税前利润, 贴现率低, 不考虑资本占用情况。因此, VIF 通常要小于 CSM。1H25 上市保险公司的 VIF 占 CSM 的比例基本在 30%~80% 之间, 各公司间存在较大差异, 差异可能来源于资本成本占比的不同、风险贴现率的差异、产品久期的不同、CSM 计量方法的不同等。类似地, 新业务 CSM 和 NBV 都是衡量新业务预期利润的指标, NBV 一般小于新业务 CSM。

CSM 占合同负债的比例

在中资上市保险公司中, 从绝对规模看, 国寿和平安领先其他公司, 截至 1H25 末 CSM 分别为 0.74 万亿和 0.73 万亿; 人保和阳光则规模相对较小, 但增速明显更快。相较于 2024 年末, 1H25 人保和阳光 CSM 余额增长 12%/10%, 除此之外, 其余公司 CSM 余额仅有低个位数增长, 变动幅度较小。我们估计, 中资上市公司合计 CSM 未来 2~3 年有望保持 2% 左右的增长趋势, 其中人保相对增速更快。友邦保险的 CSM 在过去两年保持稳健增长, 我们预计未来 2~3 年或有 10%~15% 的增长。

图表1: 上市保险公司 CSM 余额 (2023-2027E)

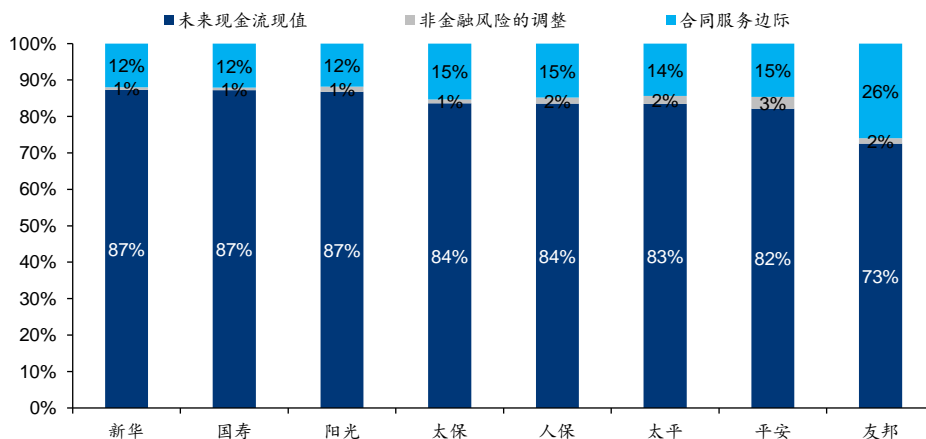


资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

IFRS 17 下的保险合同负债主要包含未来现金流量现值、非金融风险调整 and 合同服务边际。未来现金流量现值是对未来保单现金流入和流出做出的无偏估计, 并进行折现以反映时间价值。此外, 保险合同的履行存在不确定性, 最终的赔付可能偏离上述的无偏估计, 因此未来现金流量还需要考虑非金融风险调整, 非金融风险调整是因承担保险风险而导致现金流量存在不确定性而要求的补偿。合同服务边际则代表尚未实现、留待未来释放的利润。

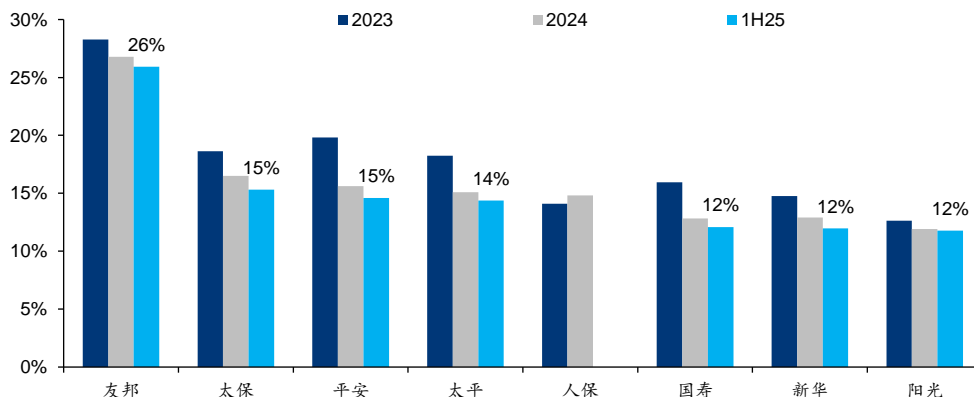
2023 年以来, 中资上市保险公司 CSM 在寿险的保险合同负债中的占比在 10%~20% 左右, 各公司间差异较小, 保险合同负债大部分为未来现金流量现值。如果仅看 CSM 占合同负债的比例, 过去两年多在持续下滑, 显示存量业务的盈利水平在下滑, 可能与新业务产生的 CSM 不及释放规模, 以及营运偏差为负贡献有关。友邦的保险合同负债中, 合同服务边际占比为 26% (1H25), 明显高于中资公司, 显示友邦新业务盈利能力较强。

图表2：上市保险公司保险合同负债结构（1H25）



注：指未采用保费分配法计量的保险合同；中国人保未公布 1H25 数据，取 2024 年数据
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：上市保险公司 CSM 余额/保险合同负债



注：保险合同负债指未采用保费分配法计量的保险合同
资料来源：公司公告，华泰研究

CSM 的影响因素

合同服务边际（CSM）属于保险合同负债的一个组成部分，代表尚未实现的预期利润，是当期承保利润最重要的来源，与保险公司盈利表现高度相关。从计量方法上看，CSM 是保单全部现金流量的现值扣除掉履约现金流量（对未来给付赔付的估计）后的余额。在保单出售的时候，就对其未来能够实现的利润进行测算，并在准备金中予以明确为 CSM。随着时间推移，CSM 逐步摊销进入保险服务收入，并形成当期利润。

每个报告期，由于预期赔付调整、新业务流入、汇率变动等因素，CSM 会在期初余额的基础上进行调整，并释放部分余额进入利润，CSM 每期的变动由下面几部分构成：

- 新业务 CSM（当期初始确认的保险合同影响）：当期新销售的保单所带来的 CSM。
- 保险合同金融变动额：对于按照一般模型计量的保险合同，CSM 是未来现金流量净额的现值，随着时间的推进要考虑货币时间价值的影响，需要按合同初始确认时的折现率计提利息。对于分红险等适用于浮动收费法业务的保险合同，公司享有份额的底层资产公允价值变动将计入 CSM，即根据底层资产的实际回报率计息。
- 调整合同服务边际的估计变更：保险合同的履行存在不确定性，最终的赔付可能偏离此前的估计。随时间推移，保险合同履约现金流量的估计可能会发生变化。如果这种调整是保险风险带来的，且和未来服务相关，CSM 需要对冲调整。比如上调发病率假设导致未来赔付增加，就需要降低 CSM。换言之非金融风险对合同负债的影响被 CSM 吸收并在保单剩余期限中逐渐释放。

- 汇率的影响：汇率的波动也可能可能会对 CSM 产生影响。
- 合同服务边际摊销：CSM 作为利润的蓄水池，在每期会摊销（或者说释放）部分余额进入保险服务收入，成为保险服务业绩的重要组成部分。

图表4：什么是非金融风险？

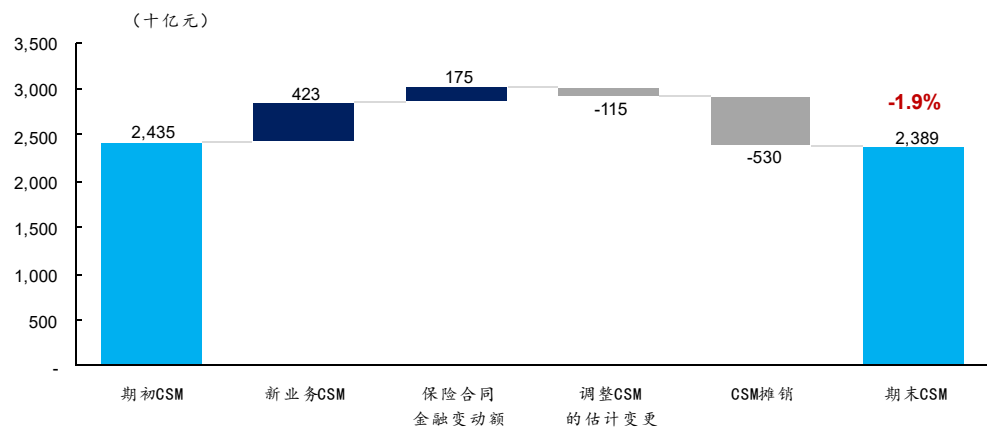
保险风险	金融风险
死亡或长寿	利率
疾病	金融工具价格
残疾	大宗商品价格
因损坏或被盗造成财产损失	汇率
债务人未按期支付款项	信用评级或信用指数
与合同一方特定相关的非金融变量的潜在变动	其他所有变量

资料来源：毕马威《国际财务报告准则的最新发展：2020年版》、华泰研究

23 年来中资上市公司整体 CSM 为什么减少？

从 2023 至 1H25 这两年半的累计变化情况看，上市保险公司的 CSM 微微有所下降。考虑到 2023 年以来保险业务的增速反弹，利润蓄水池不升反降值得重视。观察 CSM 的变动因素，最显著的特征是这两年半中新业务贡献的 CSM 不及 CSM 的释放规模，说明新业务的盈利能力有所承压，可能与这期间利率下行，压制寿险产品盈利水平有关。其次是营运偏差对 CSM 是负面影响，说明前期对 CSM 的计量相对乐观，随时间推移需要根据新的情况“挤水分”。而对于外资保险公司，2023 至 1H25 友邦保险的 CSM 累计正增长，且新业务 CSM 大于 CSM 摊销，表明新业务的盈利能力较强。同时公司偏差及其他很低，表明公司前期对 CSM 的计量相对合理。

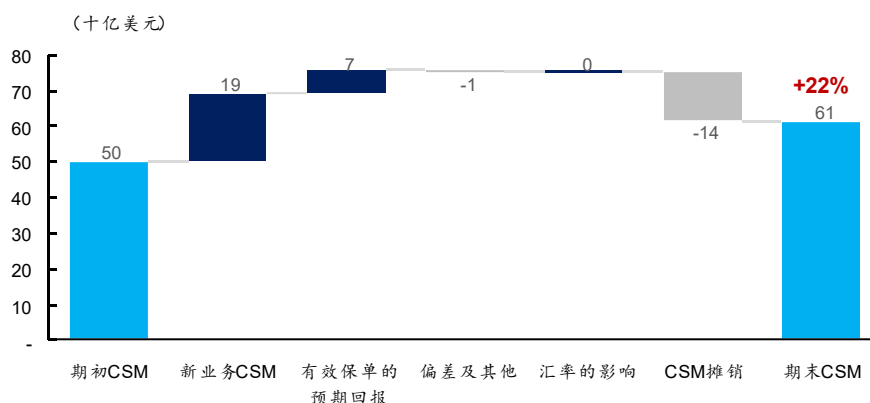
图表5：中资上市保险公司 CSM 变动结构（2023-1H25）



注：包括中国平安、中国太保、中国人寿、中国人保、新华保险、中国太平、阳光保险；图中为 2023 至 1H25 的累计变化；部分公司未披露 CSM 详细变动，例如国寿未披露半年度数据，未披露的数据采用我们估计的数字。

资料来源：公司公告，华泰研究估算

图表6：友邦保险 CSM 变动结构（2023-1H25）



注：图中为 2023 至 1H25 的累计变化
资料来源：公司公告，华泰研究

各公司 CSM 变动存在较大差异。2023 年初到 1H25 末合计看，中国人保和阳光保险的 CSM 余额大幅增长，中国太保和新华保险略有增长，其他公司则呈现不同程度的下降。通过比较各公司 CSM 的变动结构，可以发现，CSM 的余额变动主要取决于新业务 CSM，其余几项中，预期利息增长和当期摊销比例一般较为稳定，调整 CSM 估计的变更有正有负，取决于公司对身故疾病发生率等非金融风险的防控，但是通常金额较小。2023 年到 1H25 这两年半，中国人保和阳光保险的新业务 CSM 贡献(占期初 CSM 的比例)分别为 67%和 55%，明显高于其他同业，带动 CSM 大幅提高 46%和 30%；友邦保险新业务 CSM 贡献率为 38%，亦处于较高水平；其他公司新业务 CSM 贡献比例较小，在 3%~5%，因此 CSM 也无明显涨跌幅。

图表7：上市保险公司 CSM 变动分析（2023-1H25 累计）

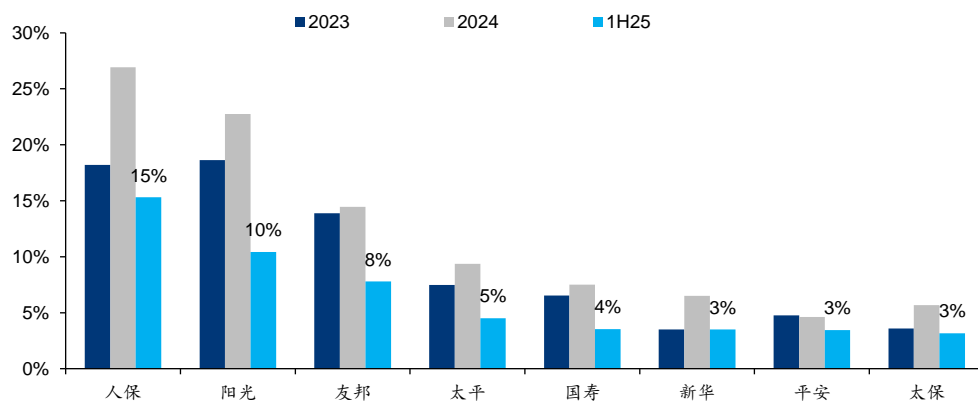
十亿元	期初CSM	新业务CSM	保险合同金融变动额	调整CSM的估计变更	CSM摊销	期末CSM	CSM变动幅度	变动情况分析
平安	819	100	61	-65	-181	733	-10.4%	CSM摊销明显高于新业务CSM，或因新业务盈利能力承压。且调整CSM的估计变更为负，绝对额约为新业务CSM的七成，也对公司CSM的总量产生一定影响
占期初CSM比例		12%	7%	-8%	-22%	90%		
太保	326	41	16	29	-66	346	6.1%	新业务CSM逐年上升，另外调整CSM估计变更为正且规模不小，或代表在审慎计量原则下公司经营情况好于预期
占期初CSM比例		13%	5%	9%	-20%	106%		
国寿	783	135	57	-58	-163	755	-3.7%	新业务CSM小于CSM摊销，调整CSM估计变更具备负面影响
占期初CSM比例		17%	7%	-7%	-21%	96%		
人保	88	59	9	4	-32	128	45.5%	新业务CSM较高，占期初CSM的近七成，同时调整CSM的估计变更为正面影响
占期初CSM比例		67%	11%	5%	-37%	146%		
新华	175	23	16	1	-39	177	1.1%	新业务CSM贡献比例处于行业中游，调整CSM的估计的影响偏中性
占期初CSM比例		13%	9%	1%	-22%	101%		
太平	221	46	15	-25	-44	212	-3.7%	新业务CSM大于CSM摊销，但是调整CSM的估计变更为负，且规模超过新业务CSM的一半
占期初CSM比例		21%	7%	-11%	-20%	96%		
阳光	43	24	3	-4	-10	56	29.9%	新业务CSM贡献比例较高，远高于CSM摊销的规模，带动CSM余额快速增长
占期初CSM比例		55%	7%	-8%	-23%	130%		
友邦	50	19	7	-1	-14	61	22.2%	新业务CSM高于CSM摊销，带动CSM增长；偏差及其他较低，代表前期CSM计量较为合理
占期初CSM比例		38%	14%	-2%	-28%	122%		

注 1：太平的单位为十亿港元；友邦的单位为十亿美元，其余为十亿人民币

注 2：太保 1H25 的调整 CSM 的估计变更以及保险合同金融变动额为我们的估计；国寿 1H25 的调整 CSM 的估计变更以及保险合同金融变动额为我们的估计；人保 1H25 的拆分为我们的估计；新华 1H25 的调整 CSM 的估计变更以及保险合同金融变动额为我们的估计；太平和友邦的保险合同金融变动额包括汇率变动的影响；阳光 1H25 的拆分为我们的估计

资料来源：公司公告，华泰研究估算

图表8：上市保险公司新业务 CSM/期初 CSM



资料来源：公司公告，华泰研究

CSM 和内含价值指标 (VIF) 存在反差

CSM 和内含价值指标都是对未来利润的评估,但是评估方法论、逻辑和假设有很大的差异,导致比较同一公司 CSM 和内含价值指标没有太大实际意义。但我们注意到 CSM 和 EV 之间的反差程度,各公司之间差异较大,或在一定程度上有助于投资者加深对这两个指标的理解。可能单独以来任何单一指标来判断保险公司的盈利能力都是不足够的,需要结合多个指标进行综合判断。

CSM 普遍大于 VIF

合同服务边际 (CSM) 是对未来利润的测算,内含价值 (EV) 中的有效业务价值 (VIF) 也包含对未来利润的衡量。它们最大的差异在于,VIF 是从股东视角出发对未来利润代表的价值进行衡量,如计算的逻辑是基于税后利润,贴现率反映的是资本成本,还要扣除资本占用成本 (机会成本),属于一种价值评估。此外 VIF 假设相对确定,不反映最新的市场变动;而 CSM 衡量的是税前利润,是公允价值导向,贴现率低,反映的是市场利率水平而非资本成本,不考虑资本占用情况,是从会计角度对未来未实现利润的计量而不是一种价值评估。此外,出于会计谨慎性考虑,CSM 在计算时要扣除一定的风险边际 (非金融风险调整) 以应对非金融风险的不确定性。

图表9: VIF 和 CSM 对比

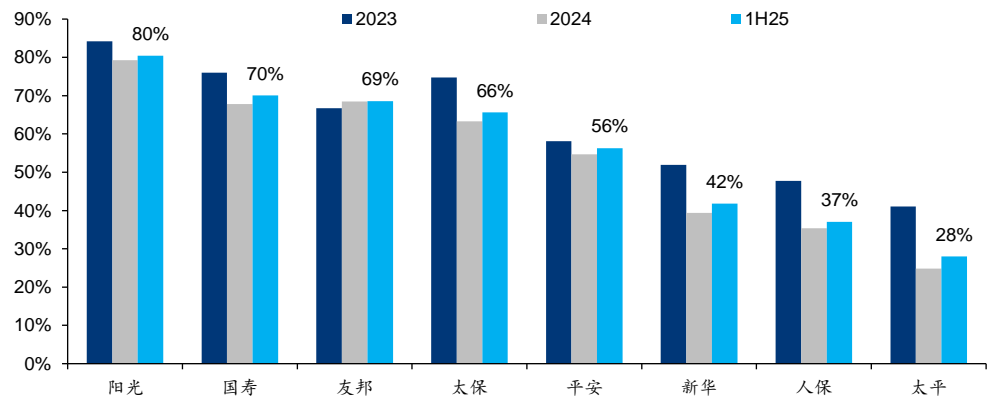
	VIF	CSM
是否考虑资本占用	是	否
贴现率	大部分为 8.5% (传统险), 反映资本成本	无风险利率+税收流动性溢价
投资收益假设	固定, 当前为 4%	-
所得税	税后	税前
是否考虑风险边际	无	扣除非金融风险调整

资料来源: 公司公告, 华泰研究

VIF 的数值通常要小于 CSM, 主要是因为要扣除资本成本和所得税, 以及贴现率更高。2025 年上半年主要上市保险公司的 VIF 占 CSM 的比例基本在 30%~80%之间, 各公司间存在较大差异。差异可能来源于资本成本占比的不同、风险贴现率的差异、产品久期的不同、CSM 计量方法的不同等:

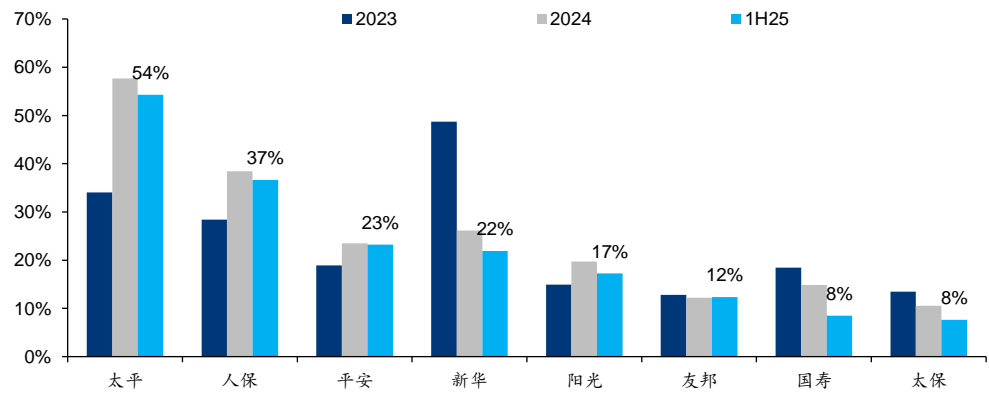
- 资本成本占比: 各公司差异较大, 太平明显较高, 1H25 资本成本占扣除资本成本前 VIF 的 54%, 或许是公司 VIF/CSM 比例最低的原因。
- 风险贴现率: 大部分公司 VIF 的风险贴现率为 8.5% (传统险), 但上市保险公司并非完全一致, 例如中国人寿采取 8.0% 的贴现率 (传统险), 或在一定程度上抬高了公司的 VIF。
- 产品久期: 负债久期越长, VIF 相对 CSM 越小, 因为 VIF 折现率高于 CSM 折现率, 期限越长, 下降越快。
- CSM 的计量方法: CSM 的计量方法包括修正追溯调整法、公允价值法、完全追溯法等, 不同方法计量的 CSM 结果存在大小差异。虽然上市保险公司整体思路均为用修正追溯调整法计量大部分 CSM, 但是不同计量方法的占比存在差异, 可能也会导致各公司 VIF/CSM 存在差异。

图表10：上市保险公司 VIF/CSM



资料来源：公司公告，华泰研究

图表11：上市公司 VIF 资本成本比例（资本成本/扣除资本成本前 VIF）

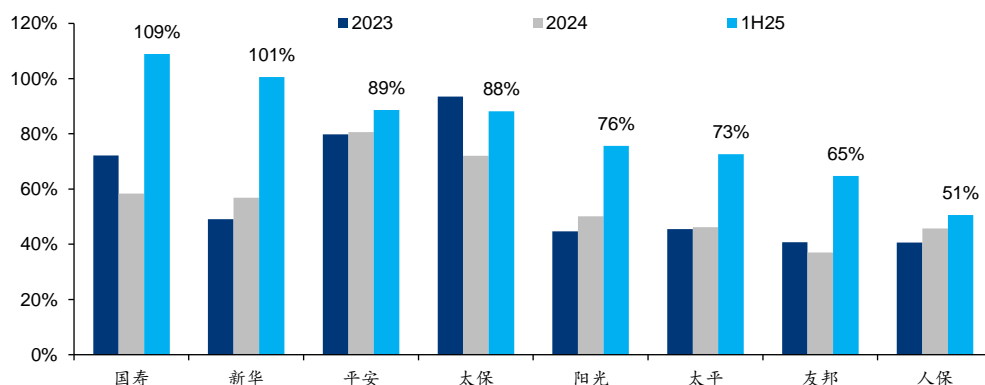


资料来源：公司公告，华泰研究

新业务 CSM 未必大于 NBV

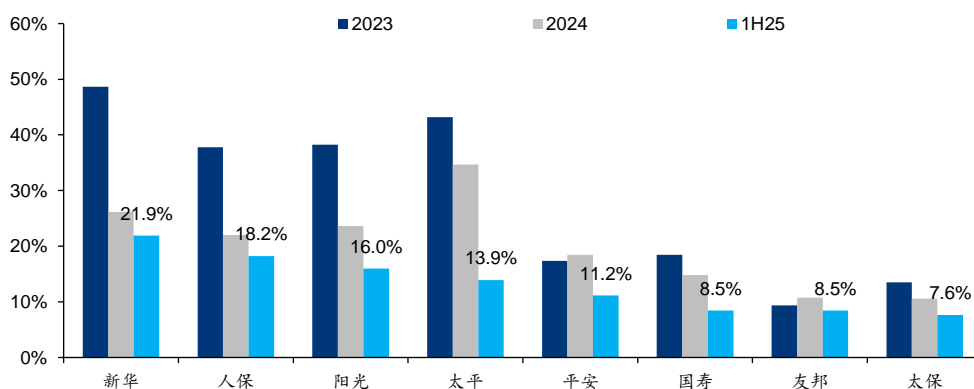
新业务 CSM 和 NBV 都是衡量新业务预期利润的指标，其中 NBV 由于折现率更高、需要扣除资本占用成本和所得税等，一般小于新业务 CSM，但也不绝对。二者之间的比值在不同年份间存在波动，且不同公司之间也存在差异。1H25 部分公司 NBV/新业务 CSM 明显上升，可能是因为分红险转型、部分公司短期险产品占比上升、新业务 CSM 折现率下降等因素对新业务 CSM 增长造成一定负面影响，例如国寿新业务 CSM 下降主要因为新业务 CSM 受利率影响较大（产品久期短），新华新业务 CSM 增速受趸交产品占比上升的拖累等。此外 NBV 资本成本比例下降（如太平）或也产生一定影响。

图表12: 上市保险公司 NBV/新业务 CSM



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表13: 上市保险公司 NBV 资本成本比例 (资本成本/扣除资本成本前 NBV)



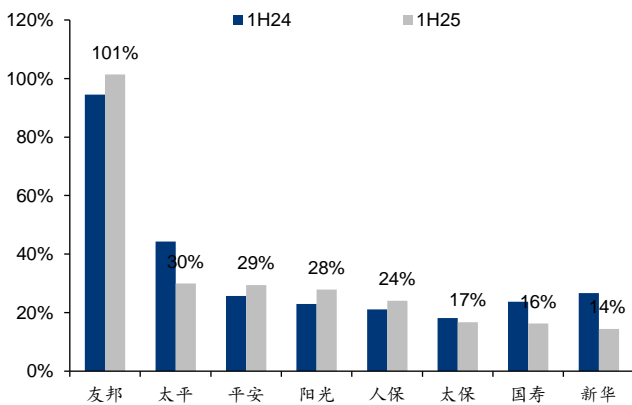
资料来源: 公司公告, 华泰研究

新业务 CSM 利润率和 NBV 利润率存在反差

新业务 CSM 是对盈利能力的评估, 新业务 CSM 和新单保费的比较就可以被视作是一种利润率指标。新单保费的计量, 可以选择与计算 NBV 利润率相同的首年新单保费 (FYP), 也可以使用年化新单保费 (APE)。各公司在年度报告中亦披露未来保费的贴现值 (PVFCF, present value of future cash inflow), 也可以用于计算利润率。

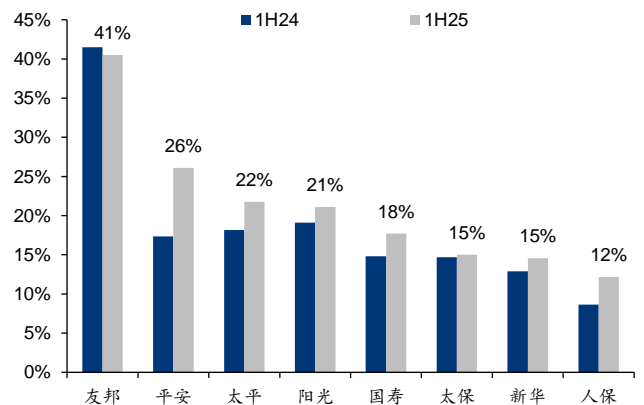
从 NBV 视角看, 各公司的 NBV 利润率均有不同程度上升, 这与报行合一降低费用、预定利率下调降低资金成本有关。但新业务 CSM 利润率的变化耐人寻味, 2025 年上半年 7 家中资公司中有 4 家的新业务 CSM 利润率出现了同比下滑, 仅平安、阳光和人保实现了 CSM 利润率同比改善。太平、国寿和新华甚至出现了较大幅度下滑。这当中的原因可能来自于新业务的久期缩短 (国寿), 新业务 CSM 折现率下降, 也可能是产品结构发生了变化, 比如趸交业务上升 (新华)。NBV 和 CSM 利润率指标的反向变化揭示出这两个指标在衡量保险公司盈利能力方面存在较大差异。友邦保险仍然保持优秀的盈利能力, 虽然 1H25 NBV margin 存在小幅波动, 但新业务 CSM margin (FYP) 有所上升。

图表14：上市保险公司新业务 CSM margin (FYP) 对比



注：阳光半年度新业务 CSM 为我们的估计
资料来源：公司公告，华泰研究估算

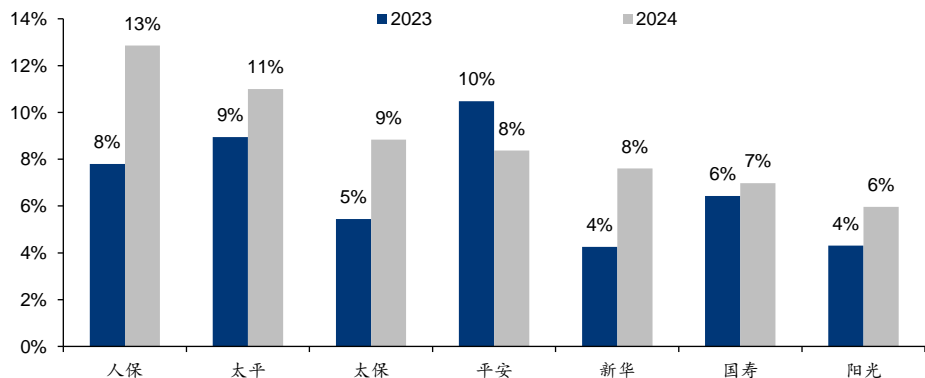
图表15：上市保险公司 NBV margin (FYP) 对比 (可比口径)



注：友邦为名义口径；1H24 NBV margin 使用 2024 年末假设计算
资料来源：公司公告，华泰研究估算

把新单保费换成 PVFCF，新业务 CSM 利润率或能更好地衡量新单利润水平。由于大部分公司未公布半年度数据明细，我们仅能比较年度表现，2024 年大部分公司新业务利润率实现同比上升，仅中国平安出现小幅下滑。

图表16：上市保险公司新业务利润率对比

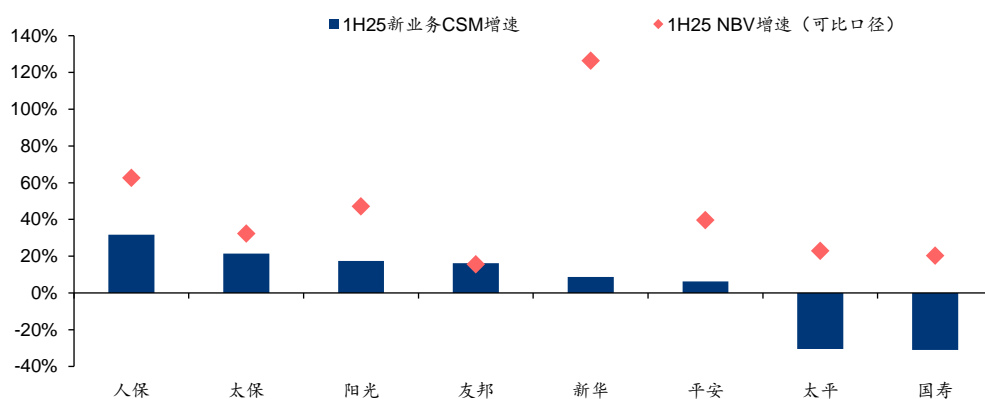


注：新业务利润率=(当期初始确认保险合同服务边际-初始确认的亏损)/当期初始确认保险合同未来现金流入现值
资料来源：公司公告，华泰研究

新业务 CSM 增速与 NBV 增速差异较大

新业务 CSM 增速和 NBV 增速之间有一定相关性，但并非严格正相关，一般来说 NBV 增速高于新业务 CSM 增速。反差最大的是新华保险，我们估计 2025 年上半年 NBV 增速超 120% (可比口径)，但是新业务 CSM 的增速却只有 9%，可能与趸交产品占比上升、分红险占比上升、以及新业务 CSM 折现率下降有关。此外，国寿和太平也存在反差，新业务 CSM 下降，但 NBV 却实现了增长，国寿或因新业务 CSM 受利率波动影响较大 (来源于新单久期管控)，太平或因折现率下降对新业务 CSM 施加负面影响，此外 NBV 资本占用成本比例下降或也能解释部分原因。

图表17：上市保险公司新业务 CSM 增速和 NBV 增速对比（1H25）



注：新华的 NBV 可比口径增速用敏感性分析数字估计；友邦的 NBV 增速为名义口径（AER）
资料来源：公司公告，华泰研究估算

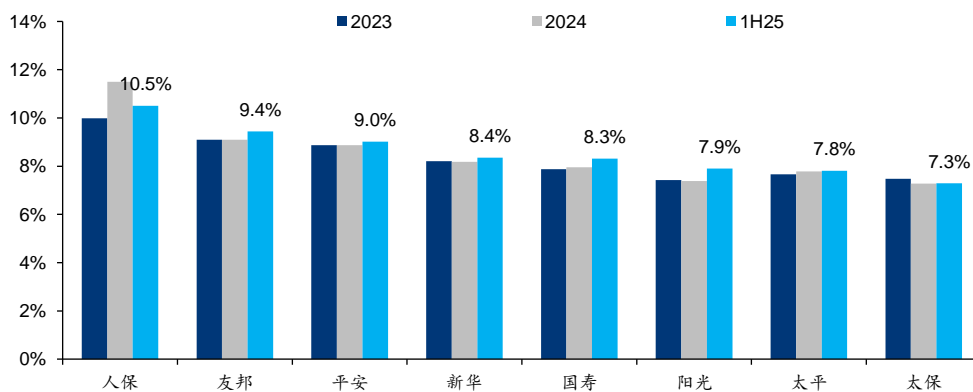
CSM 驱动保险服务业绩

CSM 是保险服务业绩的重要组成部分，上市保险公司每年释放约 7%~11% 的 CSM 进入保险服务业绩当中。CSM 释放占保险服务业绩（只考虑寿险）的比例，在上市公司之间差距较大，其中中国人寿占比最高，1H25 甚至高达 180%，表明非金融风险调整变动和营运偏差等综合为负；中国人保最低，仅有 60%。从整体营运利润看，CSM 释放同样也是营运利润的重要组成部分，1H25 分别贡献平安/太保/友邦 63%/87%/84% 的寿险营运利润。此外，从利润结构看，2025 年上半年主要上市保险公司合计保险服务业绩同比基本持平，相当稳定，占税前利润的 69%；投资业绩较 1H24 小幅提升 5%，占税前利润的 47%。

CSM 释放比例相对稳定

CSM 作为保险公司待释放的利润，每期会摊销（或者说释放）部分余额至保险服务业绩当中。CSM 的释放比例（当期摊销的 CSM/摊销前 CSM）通常来说较为稳定，且不同公司之间差距较小，基本处在 7%~11% 的范围内。人保的摊销比例较高，可能与公司业务期限短有关，所以每年摊销比例较大。

图表18：上市保险公司 CSM 释放比例



注：1H25 的释放比例为年化值（乘 2）
资料来源：公司公告，华泰研究

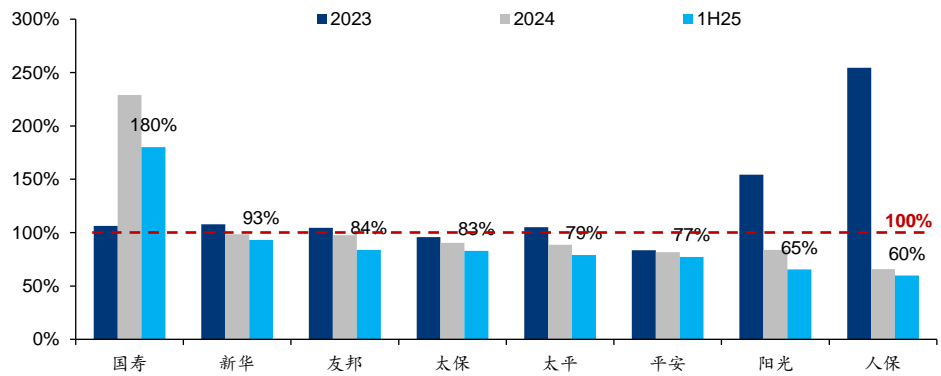
CSM 贡献大部分保险服务业绩

“保险服务收入”是收入各项构成在当期的摊销，具体包含预期赔付、费用、利润、风险边际的摊销。佣金的摊销也被同时计入收入和费用。“保险服务费用”是当期因履行保险服务义务发生的实际赔款和费用。保险服务业绩为保险服务收入减去保险服务费用，实际上可以被归为以下四项：

- 1) 赔付偏差=预期赔付-实际赔付
- 2) 费用偏差=预期费用-实际费用
- 3) 合同服务边际（CSM）释放
- 4) 非金融风险调整释放

CSM 的释放是保险服务业绩的重要组成部分。尤其对于以 VFA 方法计量的保险合同（主要为分红险），保险服务业绩就是合同服务边际的摊销。CSM 释放占保险服务业绩（只考虑寿险）的比例，在上市公司之间差距较大，其中中国人寿占比最高，2024 年甚至超过 200%，或因为保险服务费用中记录高额亏损，对保险服务业绩形成拖累；中国人保最低，仅有 60%。对于大部分保险公司来说，CSM 的贡献占比在近几年呈现下降趋势。

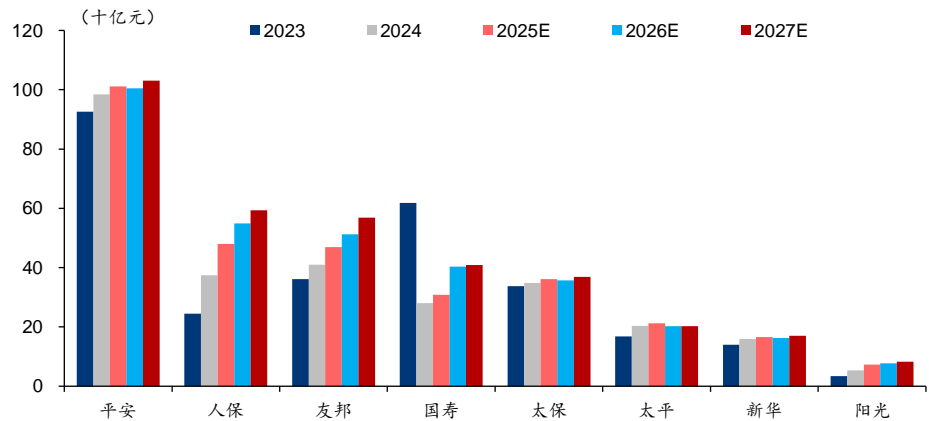
图表19: CSM 释放/寿险保险服务业绩



资料来源: 公司公告, 华泰研究

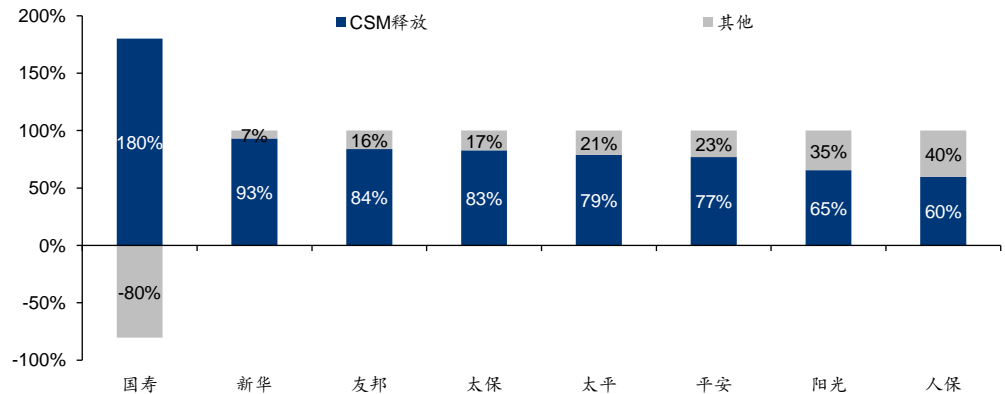
大部分上市保险公司的保险服务业绩是逐年增长的, 尤其中国人保的增速相对较快, 与公司人身险业务质量转好有关(分红险亏损转回)。中国人寿由于部分账户 CSM 受利率影响较大, 保险服务业绩整体波动较大。从寿险的保险服务业绩结构看, 中国人保的 CSM 释放占比最低, 或代表公司赔付偏差、费用偏差、非金融风险调整释放等综合表现较好。

图表20: 上市保险公司保险服务业绩比较 (2023-2027E)



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表21: 上市保险公司寿险保险服务业绩结构比较 (1H25)

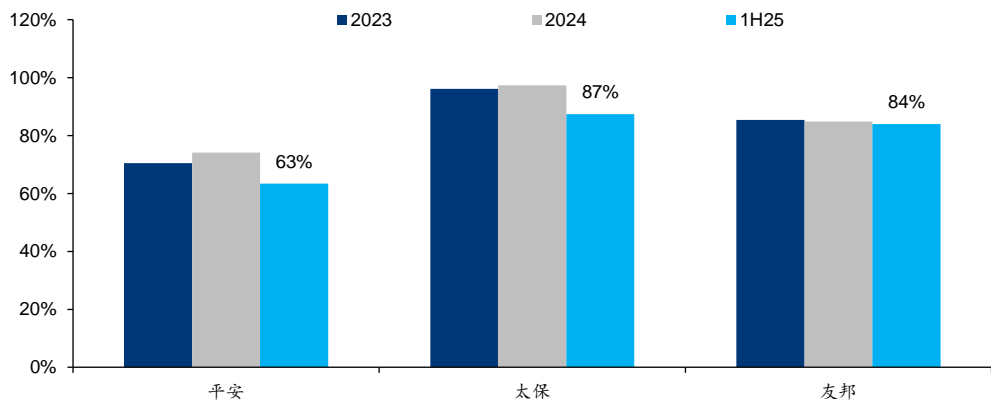


资料来源: 公司公告, 华泰研究

CSM 贡献大部分营运利润

营运利润是剔除了短期投资波动和一次性影响后的会计利润，营运利润中的保险服务业绩等于会计利润中的保险服务业绩，目前上市保险公司只有中国平安、中国太保和友邦保险在财报中披露营运利润数值。通过计算 CSM 释放占寿险的营运利润占比，能够看出过滤掉投资波动以后 CSM 释放对整体利润的影响。对于平安、太保和友邦，CSM 同样也是营运利润的重要组成部分，1H25 分别贡献 63%、87%和 84%的寿险营运利润。

图表22：平安、太保和友邦 CSM 释放/寿险营运利润

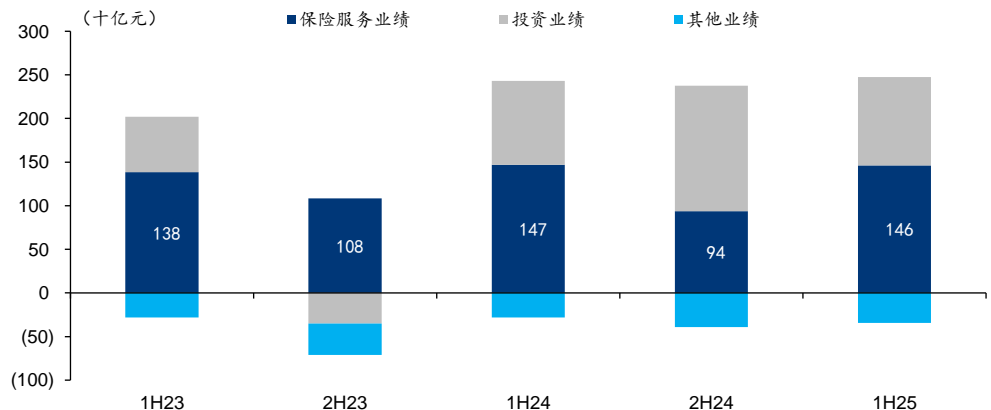


资料来源：公司公告，华泰研究

保险服务业绩是利润的中枢

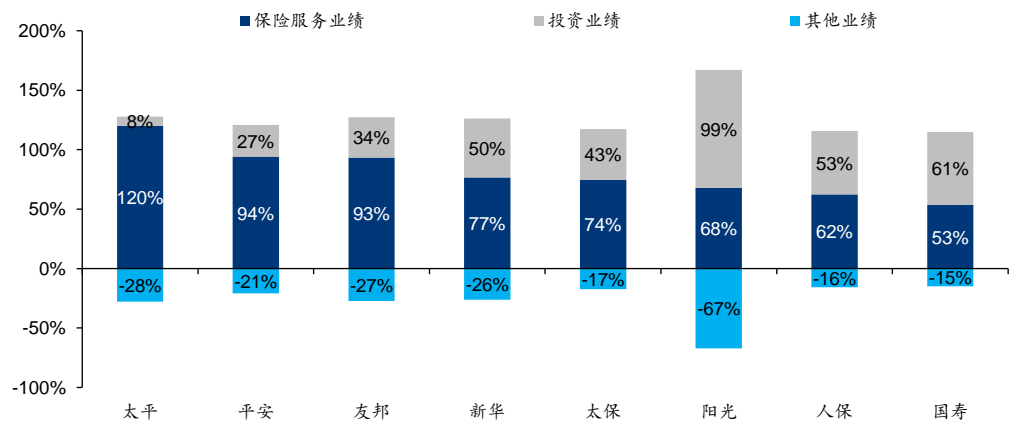
保险公司的税前利润包括保险服务业绩、投资业绩和其他业绩三部分，其中保险服务业绩较为稳定，是利润的中枢，投资业绩波动较大，其他业绩通常为负且金额较小。1H25 主要上市保险公司合计保险服务业绩同比持平，相当稳定；投资业绩较 1H24 小幅提升 5%。从利润结构看，对于上市保险公司，2023 至 1H25 保险服务业绩贡献超一半税前利润，但是具体贡献比例分化较大，中国太平的保险服务业绩占税前利润的 120%，中国人寿仅有 53%。一方面，各家“保险服务利润率”（保险服务业绩/保险服务收入）存在一定差异，另外投资表现的不同也影响投资业绩和利润结构。

图表23：中资上市保险公司税前利润结构（1H23-1H25）



注：包括中国平安、中国太保、中国人寿、中国人保、新华保险、中国太平、阳光保险
资料来源：公司公告，华泰研究估算

图表24： 保险公司税前利润结构对比（2023至1H25累计）



资料来源：公司公告，华泰研究估算

图表25： 重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价	目标价 (当地币种)	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
						2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
中国人保	601319 CH	买入	8.10	9.30	358,214	0.95	1.02	1.14	1.24	8.53	7.91	7.09	6.52
中国人民保险集团	1339 HK	买入	6.78	7.00	299,839	0.95	1.02	1.14	1.24	6.52	6.04	5.42	4.98
中国平安	601318 CH	买入	56.57	76.00	1,024,349	7.16	6.71	7.25	7.87	7.90	8.43	7.80	7.18
中国平安	2318 HK	买入	55.75	75.00	1,009,501	7.16	6.71	7.25	7.87	7.11	7.59	7.02	6.46
中国财险	2328 HK	买入	18.04	19.80	401,259	1.45	1.86	2.14	2.32	11.39	8.83	7.70	7.11

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表26： 重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
中国人保 (601319 CH)	<p>公司公布上半年业绩：1H25 公司实现 EPS RMB 0.60，同比提升 14%（指港股国际会计准则，下同）。财险业务综合成本率（COR）同比下降 1.4ppts 至 94.8%，主要由于公司严格管控费用背景下费用率同比下降 3.1ppts。财险保费稳健增长 3.6%，在承保表现改善的情况下，承保利润大幅增长 44.6%。</p>
中国人民保险集团 (1339 HK)	<p>集团人身险新业务价值（NBV）同比提升 63%（可比口径，下同），其中代理人和银保渠道分别增长 46%/81%。投资端，在权益表现向好的情况下，公司年化总投资收益率同比提升 0.9ppts 至 5.0%，驱动利润增长。中期 DPS 0.075 元，同比+19%。考虑到财险承保表现改善、人身险 NBV 增长强劲、投资向好，维持“买入”。</p> <p>考虑到财险业务承保表现改善、投资向好，我们上调 2025/2026/2027 年 EPS 预测至 RMB1.02/1.14/1.24（调整幅度：1.0%/13.5%/13.8%），上调基于 DCF 估值法的 A/H 股目标价至 RMB9.3/HKD7.0（前值 RMB8.3/HKD5.3）。</p> <p>风险提示：NBV 增长放缓、财险保费增速放缓及 COR 恶化、投资亏损。</p> <p>报告发布日期：2025 年 08 月 28 日</p> <p>点击下载全文：中国人民保险集团(1339 HK,买入;601319 CH,买入): 1H25: 人身险 NBV 增长强劲</p>
中国平安 (601318 CH)	<p>平安公布 1H25 业绩：1H25 归母净利润 680.47 亿元，同比下降 8.8%。归母营运利润（OPAT）可比口径同比增长 3.7%，核心利润保持稳定增长。利润下降主要因为投资波动及平安好医生并表、可转债的转股权价值重估等一次性因素。寿险新业务价值（NBV）可比口径同比增长 39.8%，主要由银保渠道的高速增长驱动。财产险承保表现大幅改善，综合成本率（COR）同比下降 2.6ppts 至 95.2%。DPS RMB 0.95，同比+2.2%，延续增长。</p>
中国平安 (2318 HK)	<p>考虑到寿险 NBV 强劲增长、核心利润向好，维持“买入”。</p> <p>考虑到投资波动及一次性因素对利润的扰动，我们下调 25/26/27 EPS 至 RMB6.71/7.25/7.87（调整幅度：-9.0%/-7.4%/-5.2%）。但考虑到核心利润（营运利润）和 NBV 有望快速增长，我们上调基于 DCF 的 A/H 目标价至 RMB76/HKD75（前值：RMB73/HKD72），维持“买入”评级。</p> <p>风险提示：NBV 增长大幅恶化，COR 大幅恶化，投资收益大幅恶化。</p> <p>报告发布日期：2025 年 08 月 27 日</p> <p>点击下载全文：中国平安(2318 HK,买入;601318 CH,买入): 1H25: NBV 强劲增长，OPAT 提升</p>
中国财险 (2328 HK)	<p>公司公布上半年业绩：1H25 实现净利润 244.54 亿元，同比增长 32.3%。上半年综合成本率（COR）为 94.8%，同比下降 1.4ppts，主要由于费用率同比下降 3.1ppts，赔付率则同比上升 1.7ppts。车险和非车险 COR 分别同比下降 2.2/0.1ppts 至 94.2%/95.7%。由于承保表现改善，上半年公司承保利润同比增长 44.6%。投资端，总投资收益率（非年化）同比提升 0.2ppts 至 2.6%，亦有助于推动利润增长。考虑到承保表现改善、投资向好，维持“买入”评级。</p> <p>考虑到承保表现改善，投资向好，我们提高 2025/2026/2027 年 EPS 预测至 RMB1.86/2.14/2.32（调整幅度：3.3%/13.5%/13.8%），上调基于 DCF 估值法的目标价至 19.8 港币（前值：16.0 港币），维持“买入”。</p> <p>风险提示：保费增速放缓，承保表现出现大幅恶化，投资出现大幅亏损。</p> <p>报告发布日期：2025 年 08 月 28 日</p> <p>点击下载全文：中国财险(2328 HK,买入): 1H25: 承保表现改善明显</p>

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测



风险提示

NBV 增长和利润大幅恶化: 寿险销售可能受经济恢复不及预期影响, 出现新单保费负增长。产品利润率可能会结构变化影响继续下降, 可能与新单保费负增长一同导致 NBV 大幅下降。

产险 COR 大幅恶化: 激烈的车险市场竞争可能导致车险承保利润率下降, 下半年频发的自然灾害或导致车险和非车险的赔付增加。

投资大幅亏损: 市场波动和信用风险敞口可能导致重大投资损失。

免责声明

分析师声明

本人, 李健, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中国人保（601319 CH）、中国平安（601318 CH）、中国人民保险集团（1339 HK）、中国平安（2318 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 中国平安（2318 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李健本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中国人保（601319 CH）、中国平安（601318 CH）、中国人民保险集团（1339 HK）、中国平安（2318 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 中国平安（2318 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持： 预计行业股票指数超越基准
中性： 预计行业股票指数基本与基准持平
减持： 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入： 预计股价超越基准 15% 以上
增持： 预计股价超越基准 5%~15%
持有： 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出： 预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级： 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级： 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国： 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港： 华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国： 华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡： 华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019
电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件：Huatai@htsc-us.com
<http://www.htsc-us.com>

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com