

存款搬家拓增量，行业反内卷助提质

——保险行业 2025 年报综述

核心观点

回顾寿险板块 2025 年业绩，NBV 整体实现较快增长，银保渠道为主要驱动，展望来看，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，有望保持高景气。财险板块 2025 年承保利润增速亦较为亮眼，车险费用率改善为主要驱动。资产端方面，权益市场向好带动总投资收益率提升，且上市险企普遍提升股票配置比例。当前上市险企估值水平仍有较高安全边际，长期配置价值显著。

摘要

回顾保险板块 2025 年业绩，负债端来看，寿险 NBV 整体实现较快增长，7 家上市险企算术平均 NBV 增速为+35.9%，其中银保渠道为主要驱动，6 家上市险企（不含国寿）银保渠道算术平均 NBV 增速高达+81.4%。财险承保利润增速亦较为亮眼，5 家上市险企合计承保利润同比+97.1%，车险为主要驱动，主因“报行合一”改革深化背景下上市险企积极推动费用精细化管理、严格费用管控带动费用率改善。此外，在新能源车险行业整体仍然承保亏损的背景下，头部险企已实现承保盈利，体现出头部险企在新能源车险领域更加突出的综合竞争优势。资产端来看，在权益市场向好的带动下，7 家上市险企 2025 年算术平均年化总投资收益率同比+0.2pct 至 5.4%。上市险企普遍提升股票配置比例，其中对 OCI 股票和 TPL 股票的配置比例分别较上年末+1.7pct、+1.7pct 至 4.8%、6.7%。

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，当前估值具备较高安全边际，后续若资产端短期业绩波动对股价带来扰动可积极把握配置机会。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。2026 年 1-2 月人身险公司原保费收入同比+9.7%。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，权益配置比例提升后短期业绩变化对权益市场波动敏感性提升，26Q1 沪深 300 指数累计-3.89%，建议更多关注长端利率企稳和权益长牛慢牛对保险公司长期利差中枢的支撑，若高基数下短期利润增速波动对股价带来较大扰动则可作为布局良机。估值方面，长端利率转为低位震荡，且较前期低点有小幅回升，叠加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，截至 4/10，上市险企估值水平整体处于过去 1 年 4-39%分位数（A 股），整体安全边际较高。

保险 II

维持

强于大市

赵然

zhaoran@csc.com.cn

021-68801600

SAC 编号:S1440518100009

SFC 编号:BQQ828

沃昕宇

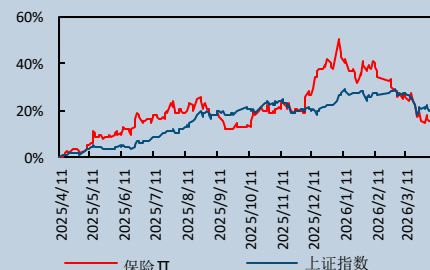
woxinyu@csc.com.cn

010-56135215

SAC 编号:S1440524070019

发布日期：2026 年 04 月 12 日

市场表现



相关研究报告

- | | |
|----------|--|
| 26.04.10 | 【中信建投非银金融】：私募股权投资市场月报(2026 年 3 月) |
| 26.04.07 | 【中信建投非银金融】：周报 20260406：上市券商业绩稳健向好，业务结构持续优化 |
| 26.03.30 | 【中信建投非银金融】：周报 20260327：非银估值处于低位，板块战略配置价值凸显 |
| 26.03.25 | 【中信建投金融科技】：支付出海产业链全景（更新） |
| 26.03.23 | 【中信建投非银金融】：周报 20260320：业绩弹性持续释放，非银配置价值凸显 |

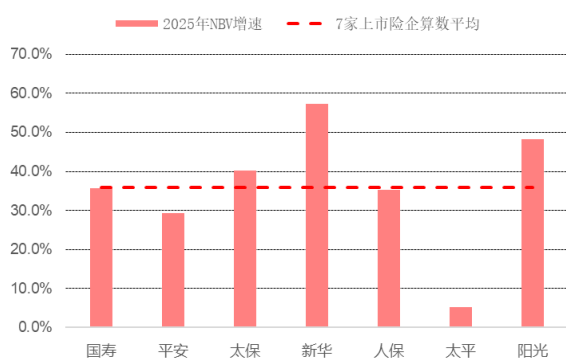
目录

一、负债端整体延续高增，银保渠道成为 NBV 增长主要驱动.....	1
二、代理人队伍人均产能提升贡献主要增量，长期战略价值仍然显著.....	3
三、分红险新单占比提升，NBV 对投资收益率假设的敏感性普遍下降.....	5
四、合同服务边际余额整体重回增长通道，未来利润有支撑.....	7
五、财险承保利润整体增速亮眼，头部险企新能源车险实现承保盈利.....	7
六、权益市场向好驱动投资业绩改善，股票配置比例显著提升	10
七、投资建议	17
八、风险分析	18

一、负债端整体延续高增，银保渠道成为 NBV 增长主要驱动

2025 年，7 家上市险企 NBV 整体实现较快增长，算术平均 NBV 增速为+35.9%，驱动因素各家之间有所分化，新华、人保、阳光主要由新单保费增长驱动，而国寿、平安、太保、太平则主要由价值率改善驱动。整体来看，7 家上市险企新单保费算术平均增速为+19.8%，其中阳光和新华表现较为优异，新单保费增速分别达+47.3%、+44.9%；7 家上市险企全年平均 NBVM 同比+2.4pct 至 18.9%，其中平安表现尤为突出，NBVM 同比+4.8pct 至 23.4%。

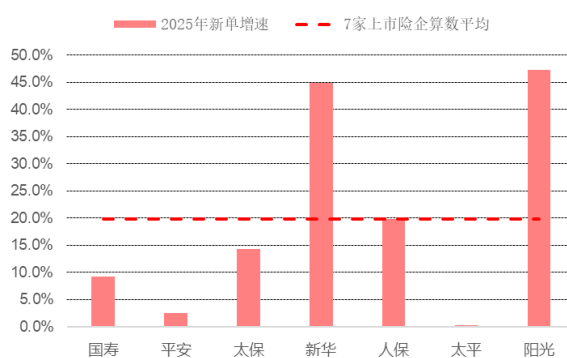
图 1: 2025 年新业务价值增速



数据来源：公司公告，中信建投证券

注：人保为人保寿险和人保健康合计数据

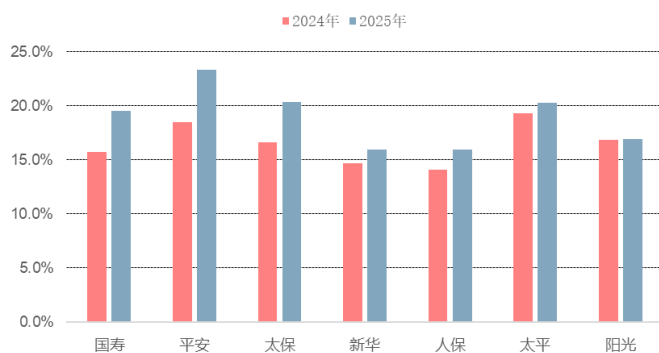
图 2: 2025 年新单保费增速



数据来源：公司公告，中信建投证券

注：人保为人保寿险和人保健康合计数据

图 3: 上市险企新业务价值率变化情况



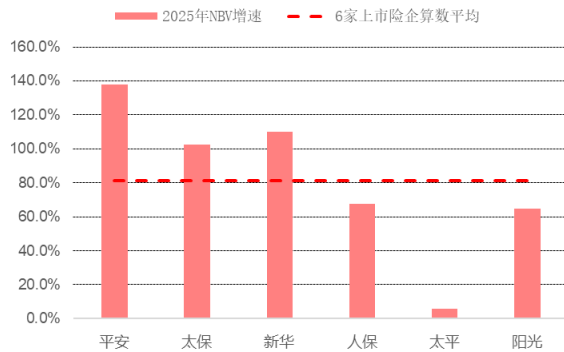
数据来源：公司公告，中信建投证券

注：人保为人保寿险和人保健康合计数据

分渠道来看，NBV 增长主要由银保渠道驱动。2025 年，6 家上市险企（不含国寿）银保渠道算术平均 NBV 增速为+81.4%。其中平安、阳光、太平银保渠道 NBV 增长主要由新单保费驱动，太保银保渠道 NBV 增长主要由 NBVM 驱动。7 家上市险企银保渠道平均新单保费增速为 56.8%，其中国寿、平安表现尤为突出，银保新单增速分别高达+95.7%、+95.1%。银保渠道对上市险企业业务规模 and 价值的贡献均显著提升，7 家上市险企银保渠

道算术平均新单占比同比+7.6pct 至 40.6%，6 家上市险企（不含国寿）银保渠道算术平均 NBV 占比同比+8.1pct 至 40.7%。

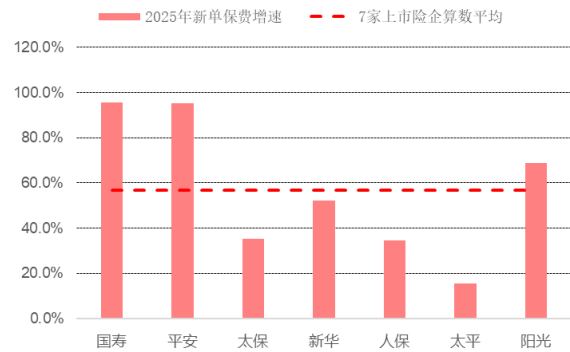
图 4: 2025 年银保渠道新业务价值增速



数据来源：公司公告，中信建投证券

注：人保为人保寿险和人保健康合计数据

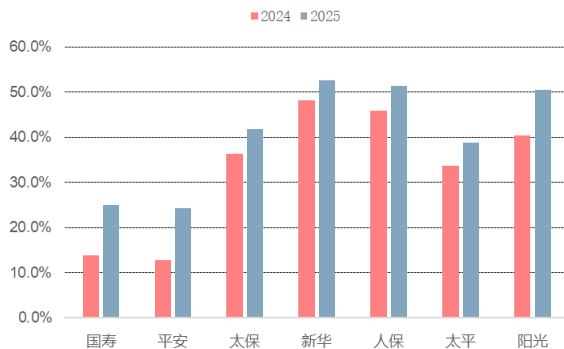
图 5: 2025 年银保渠道新单保费增速



数据来源：公司公告，中信建投证券

注：人保为人保寿险和人保健康合计数据

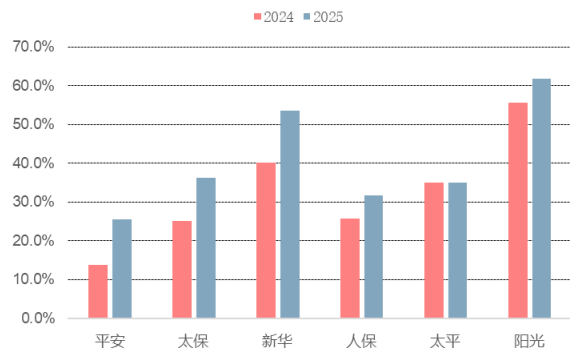
图 6: 上市险企银保渠道新单占比变化情况



数据来源：公司公告，中信建投证券

注：人保为人保寿险和人保健康合计数据

图 7: 上市险企银保渠道 NBV 占比变化情况

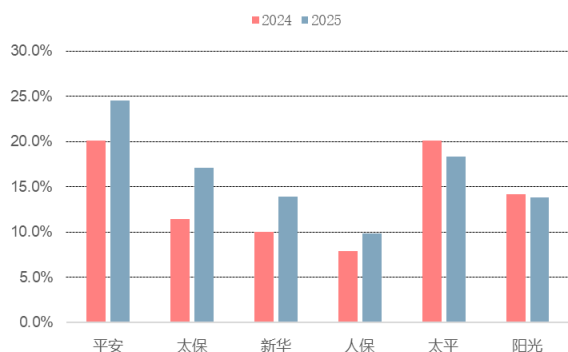


数据来源：公司公告，中信建投证券

注：人保为人保寿险和人保健康合计数据

银保渠道 NBVM 在去年同期大幅改善的基础上整体仍有小幅优化。6 家上市险企（不含国寿）银保渠道算术平均 NBVM 同比+2.3pct 至 16.3%，其中太保、新华表现较为亮眼，银保渠道 NBVM 分别同比+5.7pct、+3.8pct 至 17.1%、13.9%。

图 8: 上市险企银保渠道新业务价值率变化情况



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

注: 人保为人保寿险和人保健康合计数据

展望来看, 居民对储蓄险的旺盛需求和头部险企加大布局有望驱动银保渠道新单实现较快增长, 而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。

表 1: 《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稽核系统要求, 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。

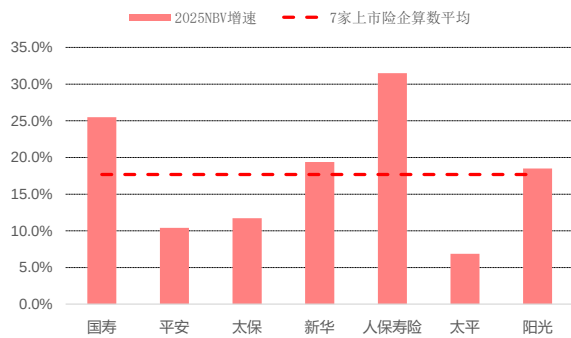
资料来源: 上海证券报, 中信建投证券

二、代理人队伍人均产能提升贡献主要增量, 长期战略价值仍然显著

7 家上市险企代理人渠道 2025 年算术平均 NBV 增速为+17.7%, 其中人保寿险和国寿表现较为亮眼, 代理

人渠道 NBV 分别同比+31.5%、+25.5%。除新华外，上市险企代理人渠道 NBV 增长主要由 NBVM 改善驱动，7 家上市险企代理人渠道 2025 年算术平均 NBVM 同比+5.6pct 至 26.8%，其中人保寿险、新华和国寿表现较为亮眼，2025 年代理人渠道 NBVM 分别同比+6.0pct、+3.8pct、+9.6pct 至 21.6%、13.9%、35.9%。

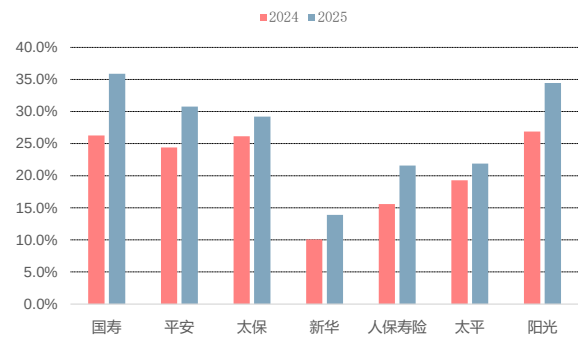
图 9: 2025 年代理人渠道新业务价值增速



数据来源：公司公告，中信建投证券

注：人保为人保寿险单一数据

图 10: 上市险企代理人渠道新业务价值率变化情况

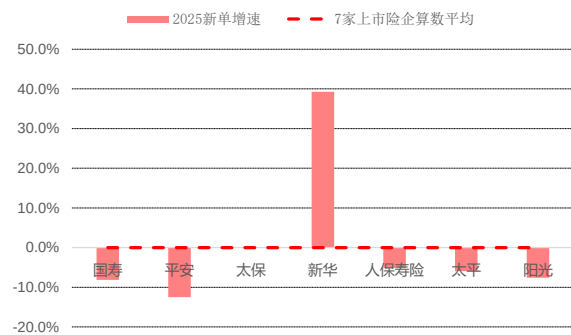


数据来源：公司公告，中信建投证券

注：人保为人保寿险单一数据

7 家上市险企代理人渠道 2025 年新单保费算术平均增速为+0.01%，但新华表现突出，其代理人渠道全年新单增速高达+39.3%；太保新单微幅增长外，其余险企增速都呈现小幅回落。

图 11: 2025 年代理人渠道新单保费增速

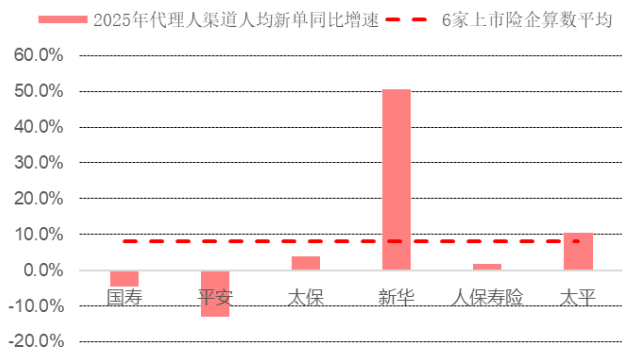


数据来源：公司公告，中信建投证券

注：人保为人保寿险单一数据

若按队伍规模和人均产能进行拆分，人均产能是影响代理人渠道新单保费 NBV 变化的主要驱动。从人均新单保费角度看，6 家上市险企（除阳光）代理人渠道人均新单全年算术平均同比增速为+8.2%，但各公司之间分化较大，其中新华同比+50.4%，表现尤为亮眼，但平安、国寿均有小幅下降，分别同比-13.0%、-4.5%。2025 年代理人渠道人均新单面临一定压力预计主因“报行合一”逐步落地背景下险企费用投入趋于审慎。从人均 NBV 角度看，6 家上市险企（除阳光）代理人渠道全年人均 NBV 算术平均同比增速为+24.7%，主要除新华外均主要受益于预定利率下调和“报行合一”带来的 NBVM 改善。其中人保寿险表现较为亮眼，全年人均 NBV 同比+41.2%，明显高于人均新单增速。

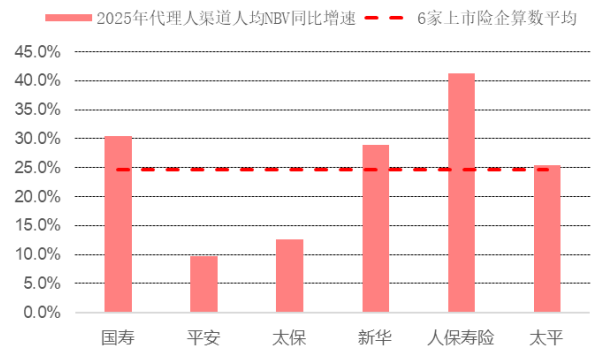
图 12: 2025 年代理人渠道人均新单同比增速



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

注: 除太保、人保使用月均人力计算增速外, 其他险企均使用期末人力计算增速

图 13: 2025 年代理人渠道人均 NBV 同比增速

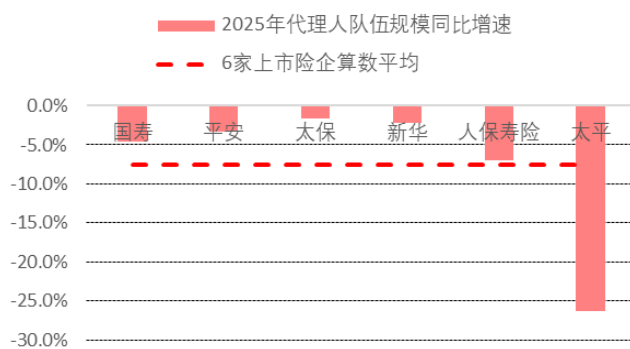


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

注: 除太保、人保使用月均人力计算增速外, 其他险企均使用期末人力计算增速

代理人队伍规模整体仍延续下降趋势。6 家上市险企（除阳光）代理人渠道规模全年算术平均同比增速为-7.5%。

图 14: 2025 年代理人队伍规模同比增速



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

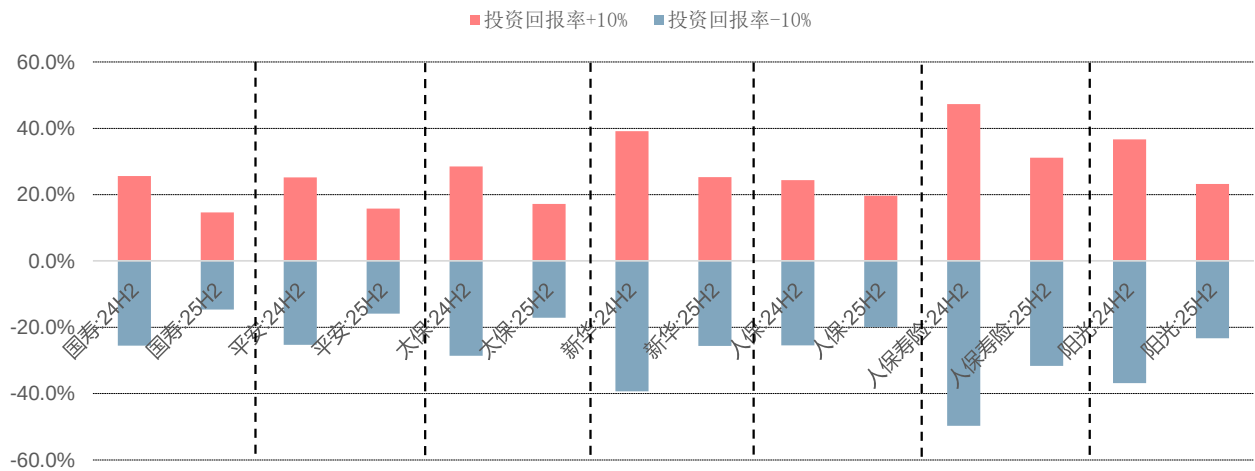
注: 除太保、人保使用月均人力计算增速外, 其他险企均使用期末人力计算增速

三、分红险新单占比提升, NBV 对投资收益率假设的敏感性普遍下降

上市险企积极发展分红险等浮动收益型产品, 分红险新单保费规模实现快速增长, 占比显著提升。国寿浮动收益型业务在首年期交保费中的占比近 50%; 平安分红险规模保费同比+41.3%至 918.87 亿元, 占比同比+4.8pct 至 14.6%。太保 2025 年分红型保险新保期缴规模保费 221.56 亿元, 同比+806.9%, 新保期缴中分红险占比提升至 50.0%。新华实现分红险长期险首年保费 119.33 亿元, 同比+1199.9%, 长险新单占比同比+18.3pct 至 20.7%, 新单占比同比+17.2pct 至 19.3%。太平分红险的长险首年期交保费占比提升至 86.1%, 长险新单占比提升至 88.4%; 阳光分红险总保费同比+25.5%至 128.45 亿元。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

图 15: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



数据来源：公司公告，中信建投证券

注：此处投资回报率 $\pm 10\%$ 在24H1对应 $\pm 45\text{BP}$ ，在25H1对应 $\pm 40\text{BP}$ ，对应的新业务价值变动幅度基于上市险企在投资回报率 $\pm 50\text{BP}$ 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

分渠道来看，对于代理人渠道，国寿个险渠道分红险占首年期交保费比重跃升至近60%；太保代理人渠道新保期缴中分红险占比达61.4%；太平个险渠道分红险长险新单占比高达94.9%；阳光个险渠道浮动收益型产品与保障型产品新单保费占比超50%。对于银保渠道，国寿银保渠道分红险新单保费占比同比提升约15个百分点；太平银保渠道分红险长险新单占比高达86.3%；阳光银保渠道浮动收益型产品新单期缴保费占比为32.2%。

展望来看，分红险相比存款具有收益高和期限长的优势，相比银行理财具有可提供长期保证收益的优势，在当前大量存款陆续到期背景下有望持续承接居民长期稳健增值需求，并带动上市险企负债端新单保费和NBV实现较快增长。根据42家上市银行披露的半年报数据测算，在2025年四季度到2026年上半年期间到期的存款规模量级或在50万亿元左右（包含居民存款和个人存款），为居民财富再配置提供重大机遇，虽然在目前较低风险偏好这一主要约束下，到期资金倾向于继续滞留于银行体系内部，但我们认为以分红险为代表的储蓄险仍有望成为承接部分存款搬家的重要载体。相比银行存款，分红险在收益和期限方面均有优势，收益方面，当前传统险和分红险预定利率上限分别为2.0%、1.75%，叠加近年来保险公司投资业绩普遍向好为分红险收益提供向上弹性，整体收益水平较定期存款优势显著；期限方面，低利率环境下居民为避免再投资风险普遍相对偏好长周期金融产品，在当前银行普遍减少中长期存款供给背景下，储蓄险能提前锁定长期保底收益的优势更加凸显。相比银行理财，储蓄险作为后资管新规时代少数可提供保证收益的产品，而银行理财的收益则会随着利率变化而波动，在居民刚兑预期仍未完全打破的背景下居民对储蓄险偏好有所提升。2026年1-2月人身险公司原保险保费收入累计同比+9.7%，其中寿险、意外险和健康险分别累计同比+10.9%/-12.4%/+3.1%

分红险产品的热销不仅为保险公司负债端的NBV增长注入强大动力，也有助于保险公司优化其刚性负债成本，提升低利率环境下的长期稳健盈利能力，助力险企估值提升。保险公司通过分红险可与保单持有人共同承担利差的波动，有助于防范化解潜在利差损风险。

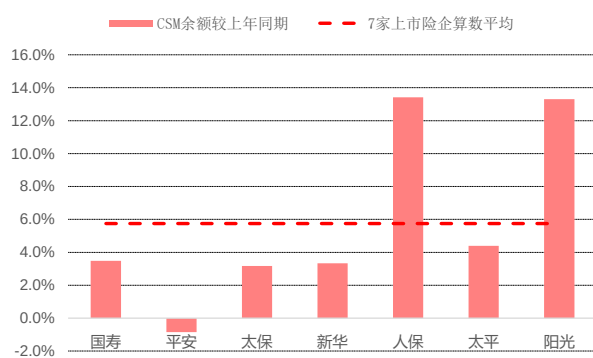
分红险演示利率调降有助于利差保持在合理水平，有利于推动分红险的良性发展。据经济参考报4月8日报道，人身险行业就调降分红险演示利率达成共识——分红险演示利率上限由3.9%下调至3.5%，各公司高于3.5%演示利率的产品须在6月30日前完成变更备案或停售。与此同时，行业就分红险2025年度实际分红水平

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。

四、合同服务边际余额整体重回增长通道，未来利润有支撑

2025 年末上市险企 CSM 余额整体较去年末有所增长，7 家上市险企 CSM 余额较上年末算术平均增速为 +4.7%，其中人保、阳光 CSM 余额增长较快，分别较去年末 +13.4%、+13.3%。CSM 余额的增长为未来利润带来坚实基础。6 家上市险企（不含阳光）2025 年新业务 CSM 算术平均增速为 -2.1%，各公司间分化较大，其中人保同比 +20.2%，而太平、国寿分别同比 -44.2%、-8.0%。

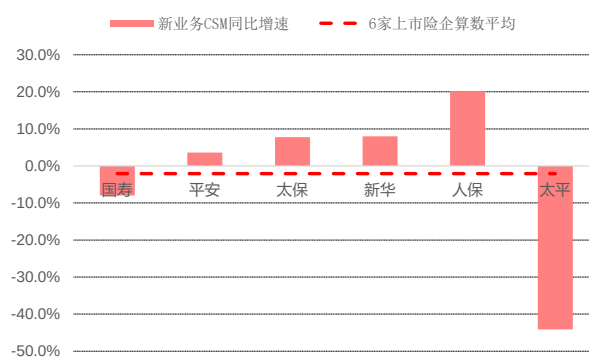
图 16: 2025 年合同服务边际余额较上年末增速



数据来源：公司公告，中信建投证券

注：人保为人保寿险和人保健康合计数据

图 17: 2025 年新业务合同服务边际同比增速



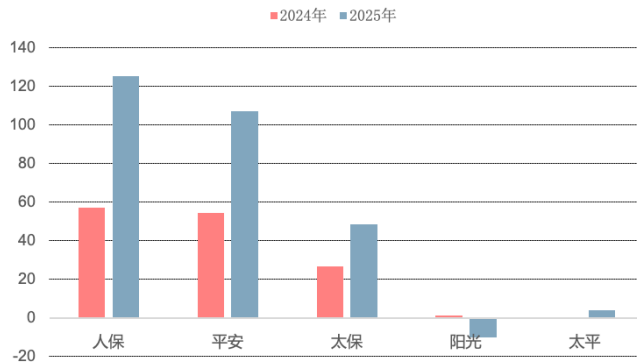
数据来源：公司公告，中信建投证券

注：人保为人保寿险和人保健康合计数据

五、财险承保利润整体增速亮眼，头部险企新能源车险实现承保盈利

2025 年多数上市险企财险业务综合成本率普遍改善，带动承保利润增长。5 家上市险企中除阳光外其余四家保险企业综合成本率均有所下降，其中平安整体改善较为显著，综合成本率同比 -1.5pct 至 96.8%，为五家上市险企中最低水平。太平综合成本率 -1.3pct 至 98.8%，承保利润实现扭亏为盈。阳光 2025 年综合成本率 +2.4pct 至 102.1%，整体承保亏损。5 家上市险企 2025 年总承保利润同比增长 97.1% 至 274.4 亿元。

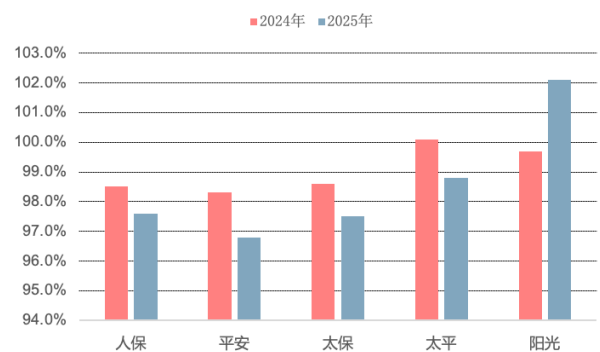
图 18: 上市险企承保利润（亿元）



数据来源：公司公告，中信建投证券

注：太平数据单位为亿港元

图 19: 上市险企综合成本率变化情况

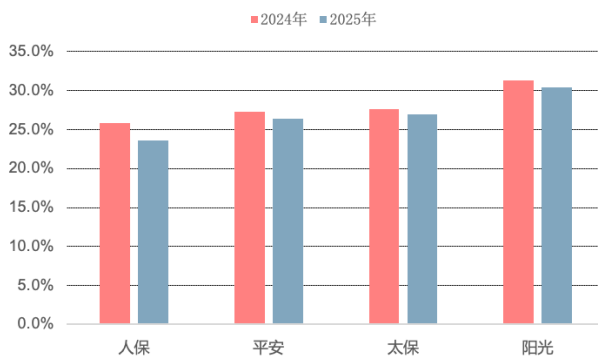


数据来源：公司公告，中信建投证券

具体来看，综合成本率变动是承保利润变化的重要驱动因素之一。4 家上市险企（不含太平）2025 年算术平均综合成本率同比-0.4pct 至 98.5%，其中平安成本率下降最为明显，较上一年-1.5pct 至 96.8%。阳光保险综合成本率+2.4pct 至 102.1%。

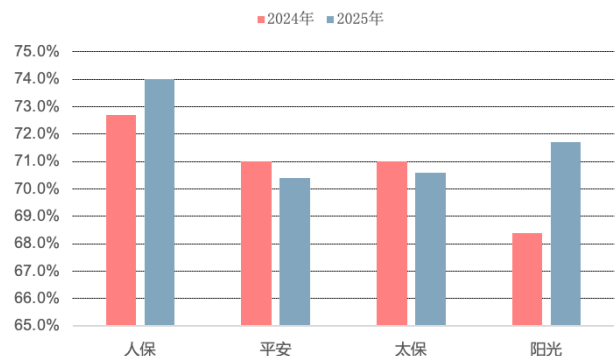
进一步拆分来看，综合成本率改善主要由费用率下降驱动。4 家上市险企（不含太平）2025 年算术平均费用率同比-1.2pct 至 26.9%，其中人保改善较为显著，同比-2.2pct 至 23.6%。4 家上市险企（不含太平）2025 年算术平均赔付率同比+0.9pct 至 71.7%，各家表现差异较大，其中平安、太保分别同比-0.6pct、-0.4pct 至 70.4%、70.6%，阳光、人保分别同比+3.3pct、+0.9pct 至 71.7%、73.9%。

图 20: 上市险企费用率变化情况



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 21: 上市险企赔付率变化情况

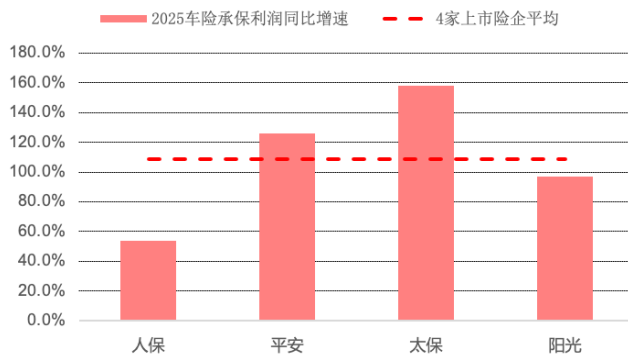


数据来源：公司公告，中信建投证券

分险种来看，车险是承保利润的重要驱动因素。4 家上市险企（不含太平）2025 年车险承保利润算术平均增速为+108.5%，预计主要由于车险“报行合一”改革深化背景下上市险企积极推动费用精细化管理、严格费用管控带动综合成本率改善，4 家上市险企（不含太平）2025 年车险算术平均综合成本率同比-1.8pct 至 96.2%，其中人保 2025 年车险综合成本率同比-1.5pct 至 95.3%，继续保持领先。车险保险服务收入大多保持稳健增长，5 家上市险企 2025 年车险保险服务收入算术平均增速为+1.9%，除阳光保险外其余四家上市险企车险服务收入均同比增加。

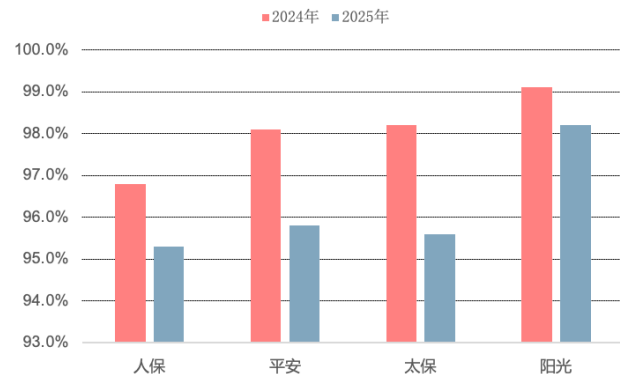
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

图 22: 2025 年车险承保利润同比增速



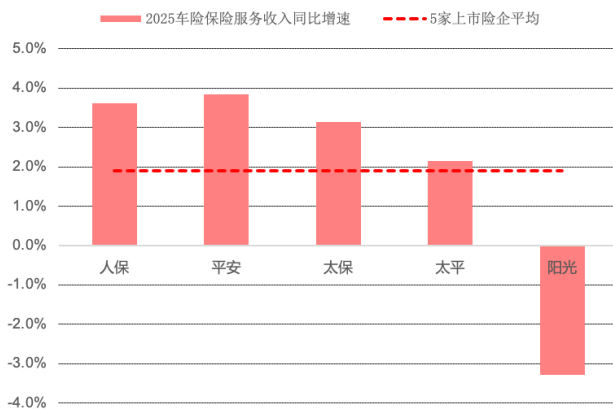
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 23: 上市险企车险综合成本率变化情况



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 24: 2025 年车险保险服务收入同比增速



数据来源：公司公告，中信建投证券

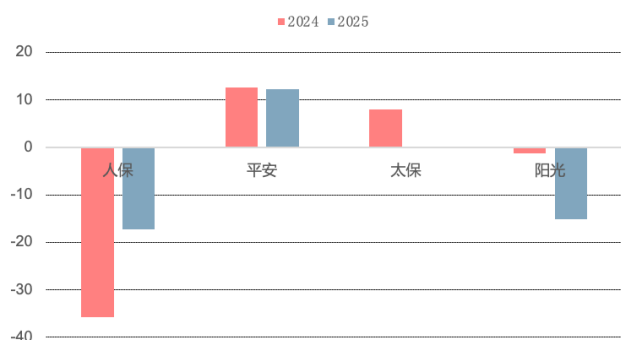
在新能源车险行业整体仍然承保亏损的背景下，头部险企已实现承保盈利，体现出头部险企在新能源车险领域更加突出的综合竞争优势，未来行业马太效应有望进一步强化。据中国精算师协会、中国银行保险信息技术管理有限公司发布数据，2025 年，我国新能源汽车承保亏损仍然达到 56 亿元，而从 2025 年财报来看，人保、平安、太保新能源车险均已实现承保盈利，这充分体现了头部险企在数据、定价、渠道和成本管控上的优势。渠道方面，新能源汽车的销售渠道相比传统燃油车更加集中，主机厂管控力更强，头部险企通过与主机厂建立深度合作即可实现广泛渠道覆盖。数据和定价方面，头部险企承保新能源汽车数量较多，可为后续更细分的风险识别与差异化定价提供更加坚实的数据基础。成本管控方面，头部险企可与主机厂、电池厂合作建立专属维修网络，更好控制维修和赔付成本。

展望来看，新能源车险的综合成本率有望进一步优化，成为承保利润的重要增长极。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]，这是该系数继 2025 年 9 月以来的第二次扩围，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。

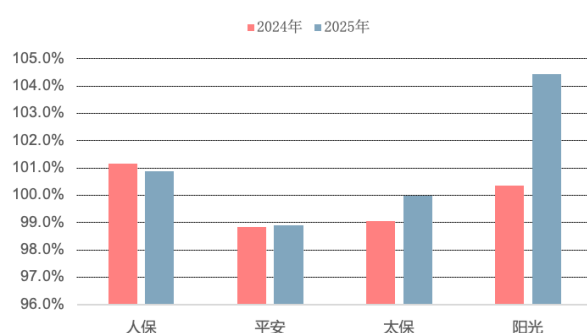
4 家上市险企（不含太平）2025 年非车险承保利润表现分化较大，人保承保亏损减小，太保和阳光有所恶化，平安基本持平，其中阳光保险承保亏损同比+1144.6%至-15.06 亿元。四家上市险企（不含太平）合计承保亏损同比+716.1%至 20.81 亿元。

图 25: 上市险企非车险承保利润（亿元）



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 28: 上市险企非车险综合成本率变化情况



数据来源：公司公告，中信建投证券

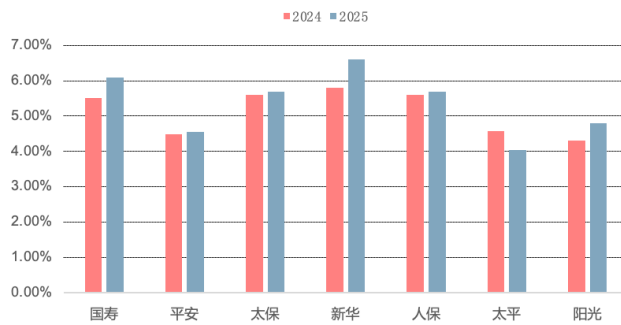
按险种来拆分，各上市险企非车险承保利润变化背后的影响因素存在差异。1) 人保非车险承保亏损收窄主要由企业财险承保亏损同比-91.8%至 1.98 亿元驱动。公司强化业务结构管理，加强高风险业务承保管控，优化风险减量服务，提升费用资源配置效能，改善业务质量，企业财产险业务综合成本率 101.0%，同比下降 124 个百分点。2) 平安非车险承保利润增加预计主要由责任保险、农业保险及货物运输险驱动，其中货物运输险综合成本率 98.0%，同比优化 5.8 个百分点，但健康保险承保利润同比下滑，整体承保利润基本稳定；3) 太保非车险承保利润下降主要由个人信用保证保险驱动，剔除个人信用保证保险业务影响后，非车险承保综合成本率 97.0%，同比下降 2.1 个百分点；4) 阳光非车险承保利润下降主要由保证险驱动，2025 年保证险保险服务费用同比+82.9%至 66.9 亿元，导致承保利润同比-428.3%至-1.74 亿元。考虑到融资类保证险的业务特性，公司基于审慎性原则计提了准备金造成其 2025 年承保综合成本率 129.0%。

六、权益市场向好驱动投资业绩改善，股票配置比例显著提升

2025 年，股票市场整体表现强劲，结构性机会不断显现，沪深 300 指数累计+17.66%（2024：+14.68%），恒生指数累计+27.77%（2024：+17.67%）。固定收益领域，债券市场利率低位小幅波动，超长端期限利差走扩，10 年期国债收益率全年累计+17.21BP 至 1.8473%，整体较前期低点有所回升。

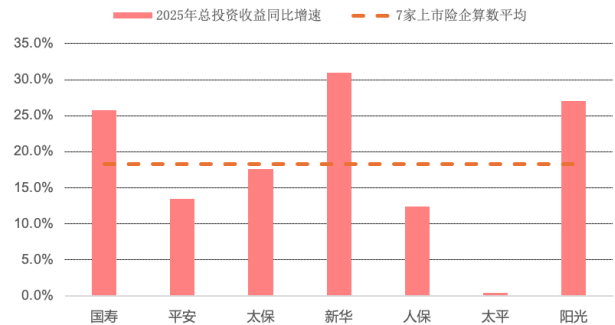
在权益市场向好的带动下，7 家上市险企 2025 年算术平均年化总投资收益率同比+0.2pct 至 5.4%，其中新华、国寿表现较亮眼，分别同比+0.8pct、+0.6pct 至 6.6%、6.1%，均主要受益于已实现价差损益的大幅改善，其中国寿 2025 年投资资产买卖价差实现收益 1329.5 亿元，较 2024 年的亏损 42.5 亿元改善显著。太平 2025 年年化总投资收益率同比-0.5pct 至 4.0%，主因已实现及未实现资本利得由 2024 年的 162.1 亿港元下降到 2025 年的 138.5 亿港元，受境内利率走势影响，TPL 债券未实现收益大幅低于上年同期。整体来看，7 家上市险企 2025 年总投资收益算术平均同比增速为+18.2%。

图 26:上市险企年化总投资收益率变化情况



数据来源：公司公告，中信建投证券

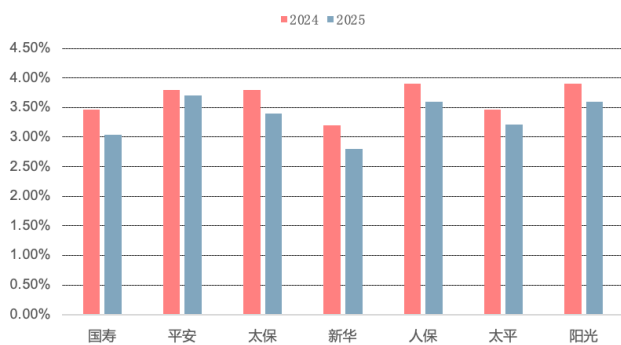
图 27: 2025 年总投资收益同比增速



数据来源：公司公告，中信建投证券

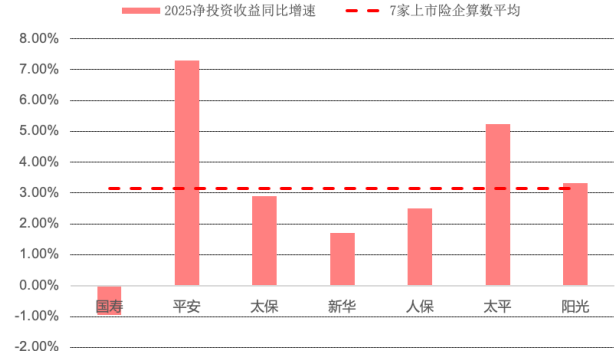
净投资收益率仍呈下行趋势。7家上市险企2025年算术平均年化净投资收益率同比-0.3pct至3.3%。7家上市险企2025年净投资收益率算术平均增速为+3.1%。

图 28:上市险企年化净投资收益率变化情况



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 29: 2025 年净投资收益同比增速

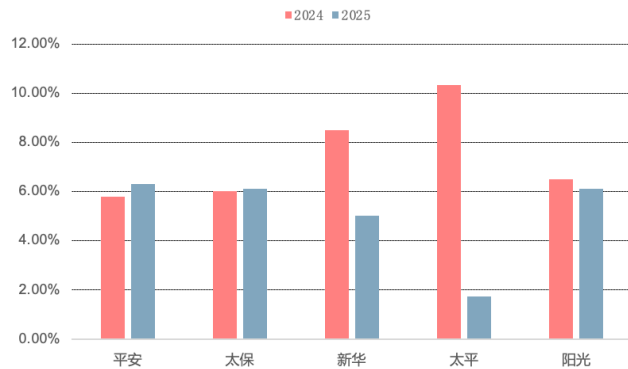


数据来源：公司公告，中信建投证券

*注：国寿净投资收益率为总投资收益率÷总投资收益×净投资收益

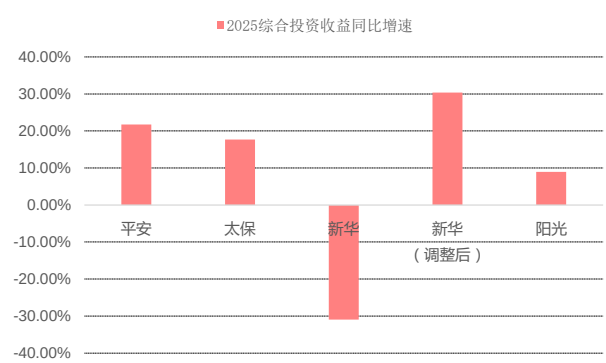
2025年综合投资收益表现分化较大，其中平安表现较为亮眼，综合投资收益率同比+0.5pct至6.3%，主要得益于均衡的资产配置战略及前瞻提升权益资产配置比重。太平、新华2025年综合投资收益率分别同比-8.6pct、-3.5pct至1.7%、5.0%，主要由于两家公司综合投资收益率的计算口径中均包含了OCI债券的公允价值变动，而2025年利率有所回升，太平、新华OCI固收的公允价值变动收益分别由2024年的776.28亿港元、318.07亿元变为-431.56亿港元、-294.94亿元，若剔除OCI固收公允价值变动影响，2025年太平和新华的综合投资收益率分别为4.3%、6.9%。

图 30:上市险企年化综合投资收益率变化情况



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 31: 2025 年综合投资收益同比增速

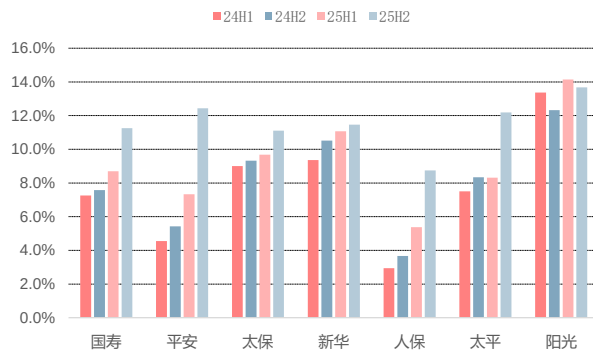


数据来源：公司公告，中信建投证券

注：调整后的新华综合投资收益主要为剔除 OCI 固收公允价值变动

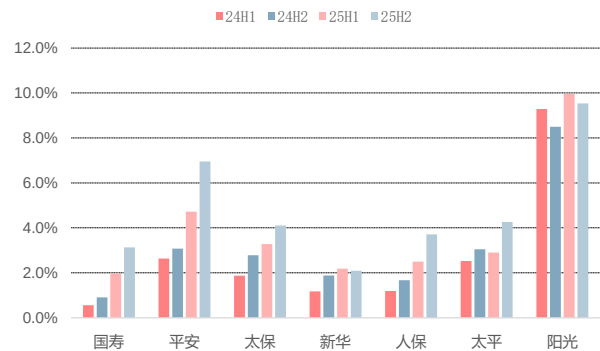
配置结构方面，上市险企普遍进一步提升对股票的配置比例，对 OCI 股票和 TPL 股票的增配幅度基本相当。7 家上市险企 2025 年末算术平均股票配置比例较上年末+3.4pct 至 11.6%，其中对 OCI 股票和 TPL 股票的配置比例分别较上年末+1.7pct、+1.7pct 至 4.8%、6.7%。

图 32:上市险企股票配置比例变化情况



数据来源：公司公告，中信建投证券

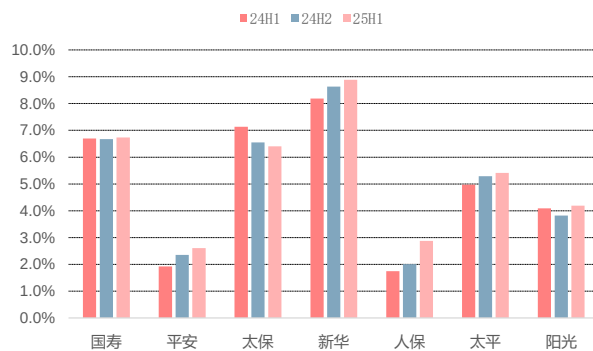
图 33: 上市险企 OCI 股票配置比例变化情况



数据来源：公司公告，中信建投证券

注：阳光 OCI 股票金额按以公允价值计量且其变动计入其他总额和收益的权益工具估算

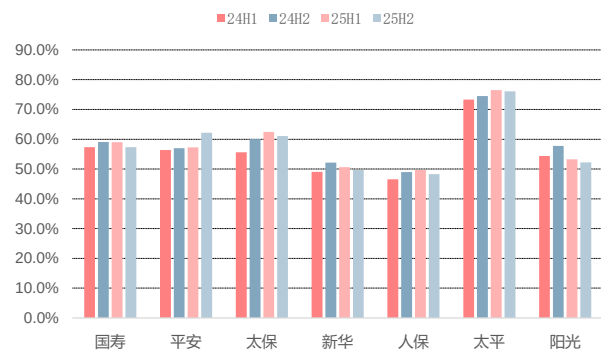
图 34: 上市险企 TPL 股票配置比例变化情况



数据来源：公司公告，中信建投证券

注：阳光 TPL 股票金额按“股票-以公允价值计量且其变动计入其他总额和收益的权益工具”估算

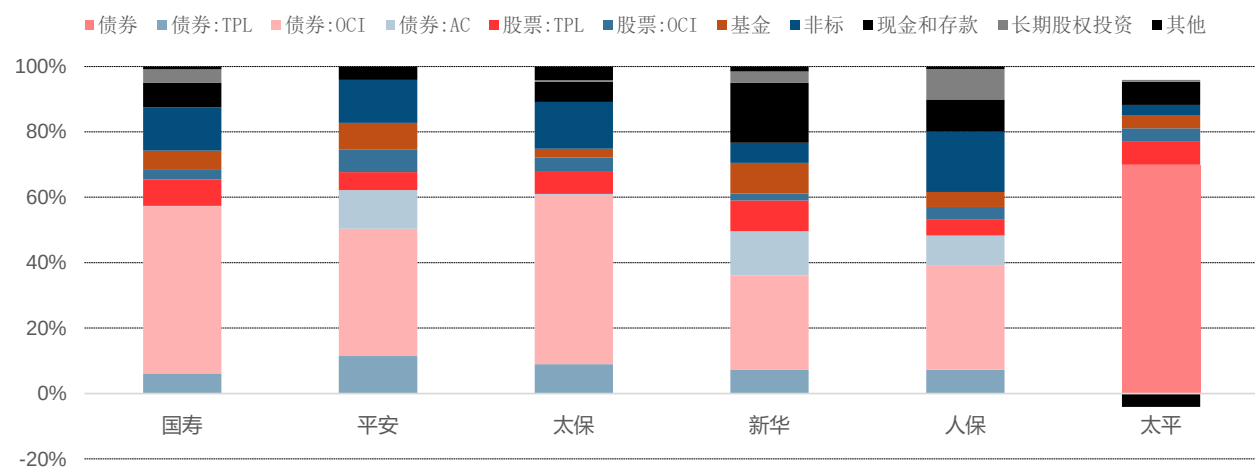
图 35: 上市险企债券配置比例变化情况



数据来源：公司公告，中信建投证券

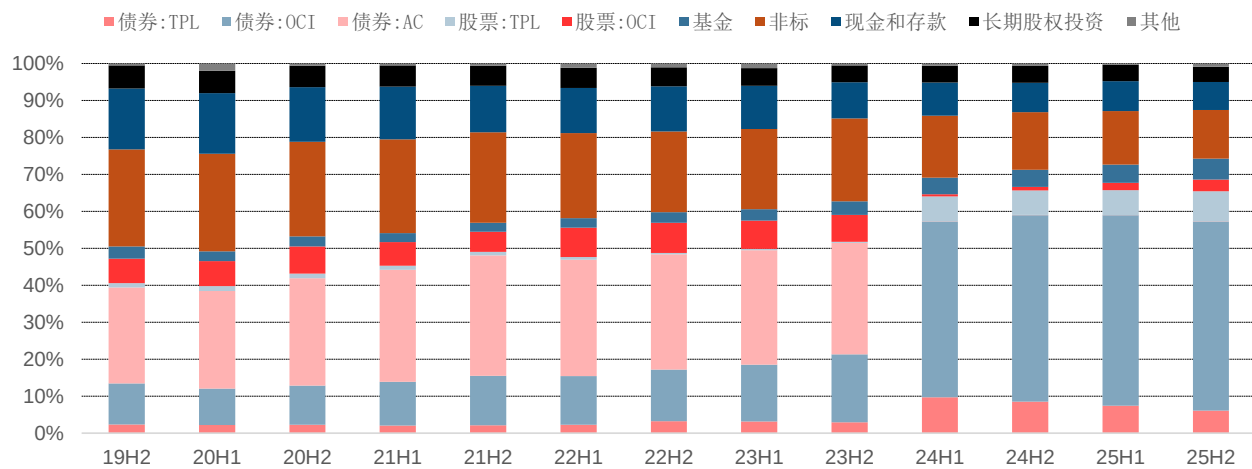
上市险企对债券配置比例小幅下降。7家上市险企2025年末算术平均债券配置比例较上年末-0.4pct至58.1%。

图 36: 6家上市险企 2025 年末资产配置情况



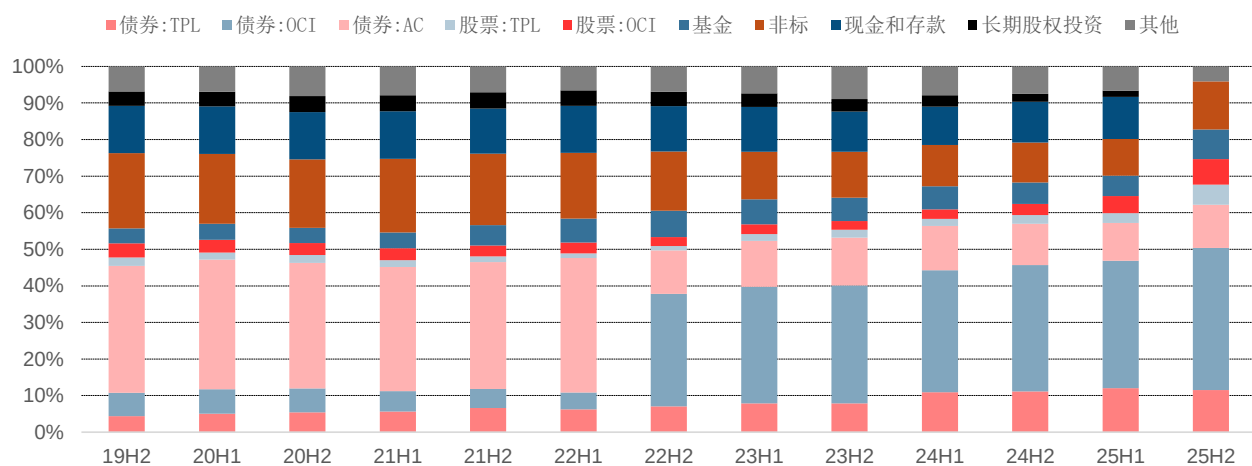
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 37: 中国人寿资产配置结构变化情况



数据来源：公司公告，中信建投证券

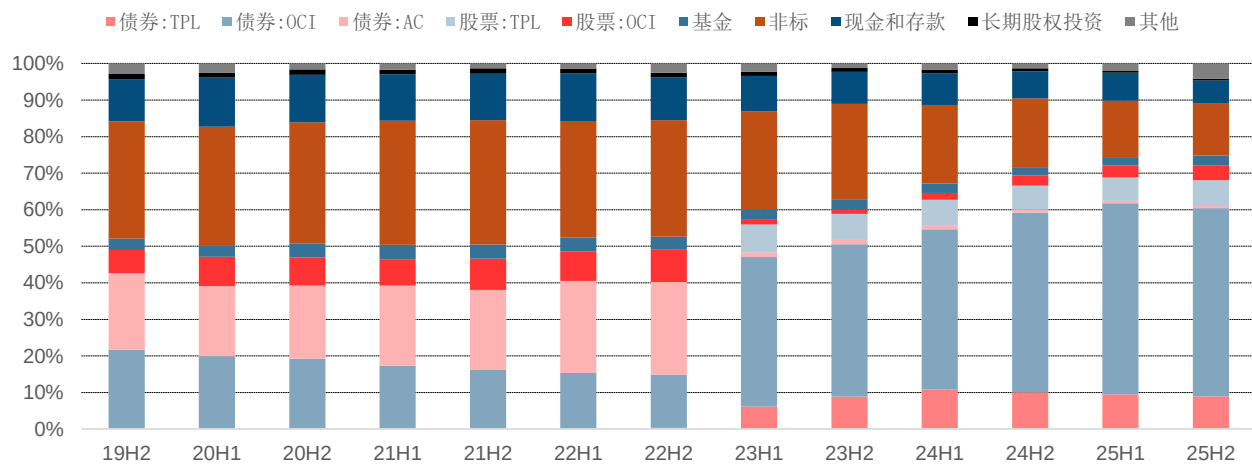
图 38: 中国平安资产配置结构变化情况



数据来源：公司公告，中信建投证券

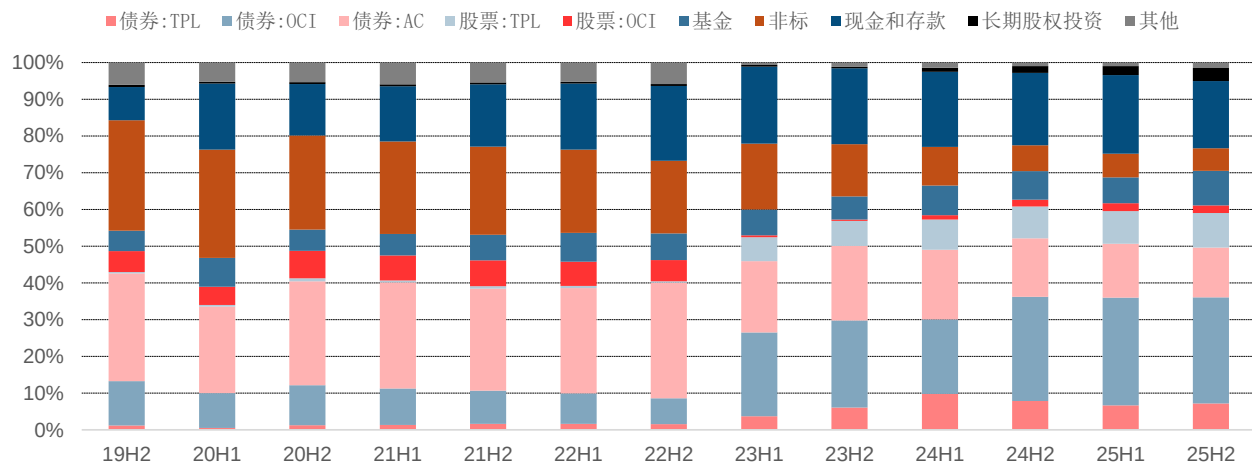
注：平安数据基于合并报表附注计算，包含保险外业务相关资产，但剔除了拆入资金、发放贷款及垫款

图 39:中国太保资产配置结构变化情况



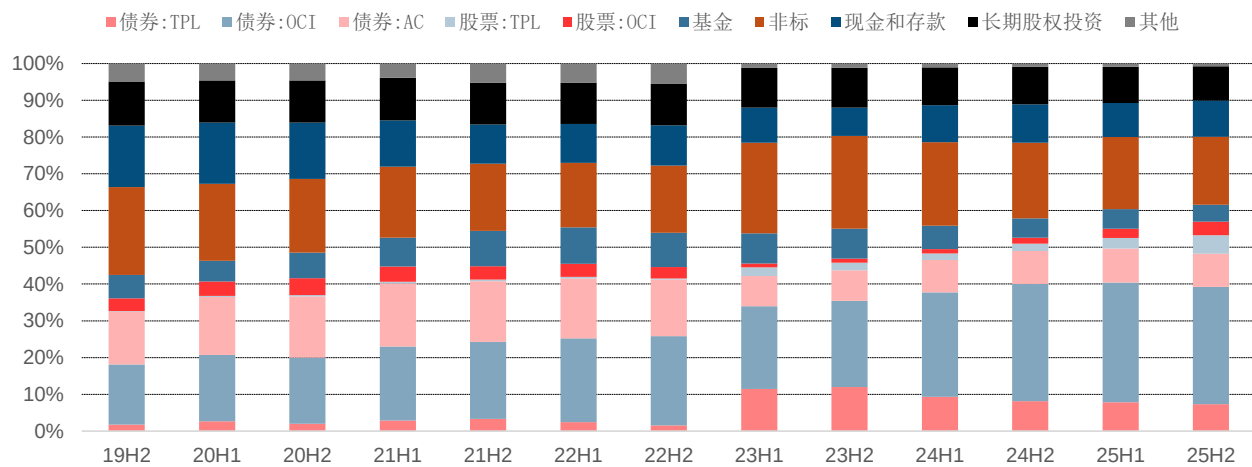
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 40:新华保险资产配置结构变化情况



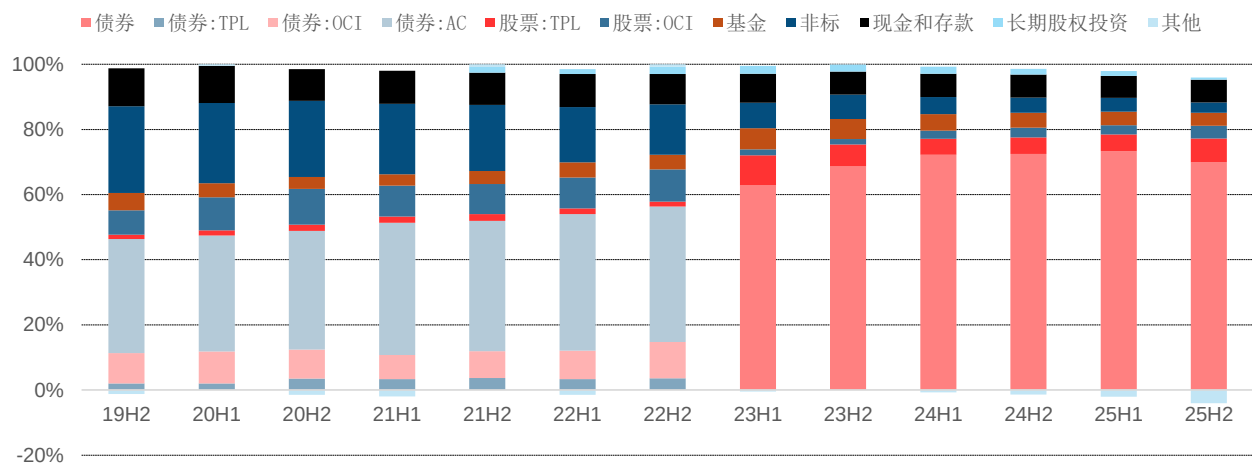
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 41: 中国人保资产配置结构变化情况



数据来源：公司公告，中信建投证券

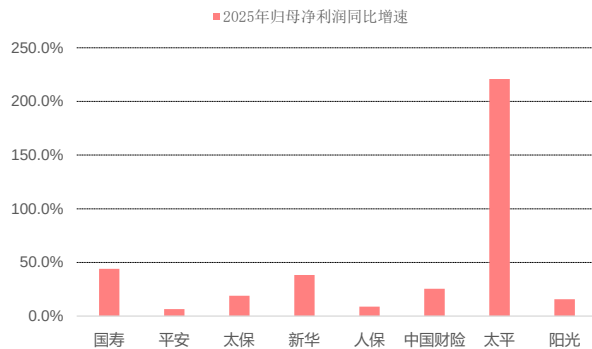
图 42: 中国太平资产配置结构变化情况



数据来源：公司公告，中信建投证券

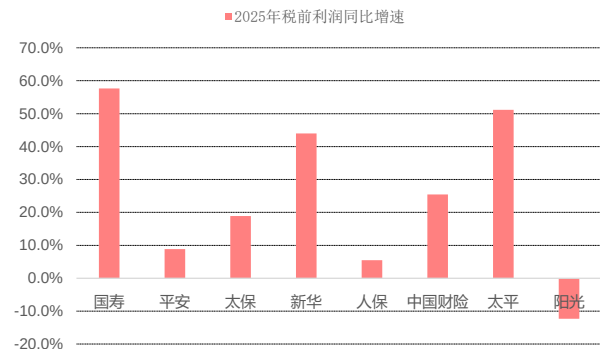
受益于投资服务业绩的改善，上市险企归母净利润均实现增长。2025 年 7 家上市险企归母净利润算术平均增速为+50.5%，太平增速亮眼，同比+220.9%，主要由于所得税费用和承保财务损失减少。2025 年 7 家上市险企税前利润算术平均增速为+24.8%，但阳光同比-12.3%，主要受阳光财险承保亏损和整体承保财务损失增加影响。

图 43: 2025 年归母净利润同比增速



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 44: 2025 年税前利润同比增速



数据来源：公司公告，中信建投证券

七、投资建议

负债端来看，寿险方面，居民存款搬家与“反内卷”监管政策背景下，负债端量价均有坚实支撑，有望保持高景气。从量的角度看，受益于存款搬家背景下居民对储蓄险的旺盛需求和“报行合一”后头部险企加大银保渠道布局，新单保费有望实现较快增长。从价的角度看，虽然 2026 年预定利率上限可能未必进行统一下调，但一方面银保渠道“报行合一”监管进一步强化，有望带动费差改善，另一方面通过行业自律实现分红险演示利率的调降，有助于避免内卷式竞争侵蚀利差，因此虽然分红险新单占比的提升可能对 NBVM 带来短期压力，但预计压力较为可控，且分红险有助于降低保险公司盈利能力对投资回报的敏感性，负债端有望迎来量与质的双重改善。

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。非车险“报行合一”的落地实施有望带动非车险费用率和综合成本率优化，承保盈利有望显著改善，政策环境的变化也为头部险企市场份额进一步提升提供有利条件，行业马太效应有望进一步强化。车险业务中新能源车险保费预计延续高速增长，并且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有望带动其出险率和综合成本率进一步改善。

资产端来看，权益配置比例提升后短期业绩变化对权益市场波动敏感性提升，建议更多关注长端利率企稳和权益长牛慢牛对保险公司长期利差中枢的支撑，若高基数下短期利润增速波动对股价带来较大扰动则可作为布局良机。2025 年权益市场表现较好成为上市险企利润增长的重要驱动，而展望 2026 年来看利润增速由于高基数而可能面临阶段性压力，但保险公司，尤其是寿险公司，主要经营长期保单，权益市场短期波动带来的当期业绩增速波动并不代表公司实际盈利能力发生重大变化，建议更多关注权益市场长牛慢牛对保险资金长期业绩的增厚作用，以及长端利率企稳对保险资金未来长期投资回报和利差中枢的支撑。

估值方面，长端利率从此前的较快趋势下行转为低位震荡，且较前期低点有小幅回升，叠加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 4 月 10 日收盘，A 股国寿/平安/太保/新华 PEV 分别为 0.63/0.65/0.56/0.62 倍，H 股国寿/平安/太保/新华 PEV 分别为 0.40/0.61/0.43/0.41 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，而若权益市场春季躁动行情演绎超预期，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。

八、风险分析

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。

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。

市场竞争加剧超预期：车险自主定价系数范围扩大使得险企拥有了更大的调降车险折扣系数的能力；虽然整体而言我们认为目前车均保费继续下降空间不大，且当前仅有少数签单接近定价系数下限，因此车险自主定价系数范围的扩大使得行业整体降价的可能性较小；但部分中小险企仍有可能通过低价获取客户，从而使得车险行业竞争加剧。若市场竞争加剧超预期，则公司可能会面临保费收入下降、市场份额缩小等情况。

车险赔付率上升超预期：若车险赔付率上升超预期则可能会导致公司车险业务承保盈利出现大幅下滑。

自然灾害风险影响超预期：若发生重大自然灾害公司保险赔付率将大幅上升，从而导致公司综合成本率上行，给公司业绩造成负面影响。

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，2018 年 Wind 金牌分析师金融工程第 2 名团队成员，2020 年，2021 年 Wind 金融分析师非银金融第 1 名，2020 年，2021 年新浪金麒麟非银金融新锐分析师第 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）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
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
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