

非银金融 | 保险 II
金融|首次覆盖报告



2026 年 06 月 24 日

中国人保 (601319. SH)

投资评级： 买入（首次）

——财险业务领先，人身险服务边际增速高于主要同业

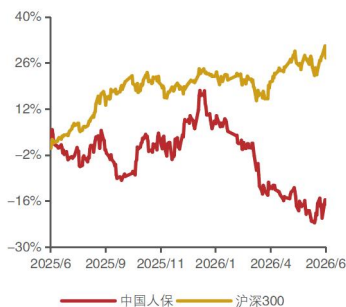
投资要点：

证券分析师

陆韵婷
SAC: S1350525050002
luyunting@huayuanstock.com
沈晨
SAC: S1350525090002
shenchen@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026 年 06 月 23 日

收盘价（元）	7.01
一年内最高/最低（元）	10.18/6.48
总市值（百万元）	310,010.17
流通市值（百万元）	310,010.17
总股本（百万股）	44,223.99
资产负债率（%）	78.54
每股净资产（元/股）	7.22

资料来源：聚源数据

新中国第一家全国性保险公司，被誉为“共和国保险长子”。公司实控人为财政部，股权结构高度集中，同时公司受到同业资金青睐，2025 年报起，新华人寿保险股份有限公司分红险和传统险账户进入公司前十大股东名单，并于 2026 年一季报再次增持。2025 年财险、寿险、健康子公司为利润贡献主体，2025 年三部分业务净利润占比分别为 69.8%、18.7%、13.0%，此外集团覆盖资管、养老、科技与再保等全领域。

财险：不同险种原保险保费同比增速或有分化，看好公司承保利润趋势向好。1）人保财险市场份额长期在 30%以上，规模效应较为显著；2）我们认为 2026 年公司不同险种的原保险保费同比增速或有分化，车险、农险可能略有承压，但我们看好货运险、个人健康险和科技相关险种保费的同比增长，有利因素或包括贸易活跃度较高、非标产品创新和人工智能、集成电路、智驾、低空经济规模化落地后保障需求的扩容；3）我们看好公司承保利润的趋势，驱动因素包括车险综合费用率有望进一步下降、再保成本有望下降、新能源车险定价系数区间调整、公司加大对家自车等优质业务获取力度以及非车险综合整治效果或逐渐体现等；4）利润蓄水池较厚：2025 年末未决赔款准备金提取比例提升 1.6pp，体现了公司经营的谨慎性，或为未来利润释放提供较好的基础。

寿险：NBV、CSM 和净资产增速较高。1）银保渠道发展推动 NBV 高增。2025 年人保寿险 NBV 可比口径下增速为 64.5%，领先于主要同业，其中银保渠道长险新单首年保费实现 384.96 亿元，同比+41.4%，实现新业务价值 46.72 亿元，可比口径同比+102.3%，成为全年寿险业务 NBV 和新单增速的主要贡献。2）CSM 增速领先同业，净资产增速较快。2022–2025 年人保寿险的合同服务边际（CSM）稳健增长，实现 13.7%的 CAGR，2025 年末人保寿险净资产达 551.96 亿元，同比+39.6%。

健康险：产品、服务和运营均有优势。人保健康是国内首家专业健康险公司，2020–2025 年，人保健康健康险保费收入和净利润分别实现 11.8%、196.0%的 CAGR，我们认为人保健康险业务的高增长来自于产品、服务和运营的多重优势，产品方面“好医保”系列已经完成 8 次迭代，服务方面构建了全面的医疗服务体系，运营方面在核保、理赔等方面已形成成熟体系。

资产端：资产规模稳健增长，投资收益率有望维稳。1）集团投资资产规模稳健增长，2020–2025 年间 CAGR 达 11.8%。2）权益资产配置方面，2020–2025 年二级权益资产（股票+基金）资产余额呈增加趋势，CAGR 为 12.3%。权益资产内部，TPL/OCI 占比从“七三开”逐步变为“六四开”，我们认为，公司的权益 OCI 资产占比提升，有利于降低利润表波动。3）展望后续，我们预计公司将继续围绕稳健收益资产进行配置，把握固收类资产的波段机会，并关注高股息等稳健品种的投资价值；另一方面，今年以来 A 股“双创板”行情较好，预计总投资收益率有望维持较为稳健的水平。

盈利预测与评级：我们预计中国人保 2026–2028 年的营收分别同比增长 3.3%/5.2%/5.7%，归母净利润同比增长 14.8%/10.2%/14.6%，当前股价对应 PEV 为 0.76/0.66/0.58 倍。中国人保的财险业务持续领先行业，寿险业务银保价值高增，健康险

业务核心优势显著，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示。保费增长低于预期，自然灾害增加，资本市场波动。

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	621,972	669,044	691,340	727,176	768,406
同比增长率（%）	12.5%	7.6%	3.3%	5.2%	5.7%
归母净利润（百万元）	42,869	46,646	53,538	59,014	67,629
同比增长率（%）	88.2%	8.8%	14.8%	10.2%	14.6%
每股收益（元/股）	0.97	1.05	1.21	1.33	1.53
市盈率（P/E）	7.7	6.6	5.8	5.3	4.6
每股内含价值（元/股）	7.4	8.1	9.2	10.5	12.0
内含价值估值（P/EV）	0.91	0.87	0.76	0.66	0.58

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计中国人保 2026–2028 年的营收分别同比增长 3.3%/5.2%/5.7%，归母净利润同比增长 14.8%/10.2%/14.6%，当前股价对应 PEV 为 0.76/0.66/0.58 倍。中国人保的财险业务持续领先行业，寿险业务银保价值高增，健康险业务核心优势显著，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

财险业务：我们假设 2026–2028 年人保财险在承保质量优先的情况下原保险保费收入增速分别为 3%/4%/4%，在新能源汽车自主定价系数浮动范围打开，且非车险综合整治的监管政策下，预计 2026–2028 年的综合成本率进一步优化至 97.0%、96.8%、96.5%；资产端，假设财险分部 2026–2028 年投资收益率分别为 5.0%/4.8%/4.8%。

寿险业务：我们假设 2026–2028 年人保寿险的银保渠道继续高景气，从而带动寿险 NBV 较快增长，预计增速分别为 16.6%/14.7%/15.0%；资产端，假设寿险分部 2026–2028 年投资收益率分别为 5.0%/4.8%/4.8%。

健康险业务：我们预计人保互联网健康险有望实现较好发展，且团险业务在政策的支持下实现险种的多样化，我们假设 2026–2028 年人保健康的原保费收入增速分别为 12%/10%/10%；资产端，假设健康险分部 2026–2028 年投资收益率分别为 5.0%/4.8%/4.8%。

投资逻辑要点

1) 财险龙头地位稳固，人保财险市场份额长期在 30%以上，规模效应较为显著，看好公司承保利润趋势向好；2) 寿险 NBV、CSM 与净资产高增，价值成长弹性突出；3) 健康险产品、服务、运营优势显著；4) 叠加资产端稳健配置，公司盈利修复与估值提升空间值得关注。

核心风险提示

保费增长低于预期，自然灾害增加，资本市场波动

内容目录

1. 基本情况：财险为核心的国资保险集团	7
2. 财产险：不同险种保费增速或有分化，看好公司承保利润趋势向好	8
3. 寿险：银保驱动新业务价值增速领跑	11
3.1. NBV 高增：银保放量驱动价值增长领跑同业	11
3.2. CSM 高增：利润蓄水池持续扩容	12
3.3. 净资产增厚：利润留存和 OCI 投资或为主因	13
4. 健康险：产品、服务和运营有优势	13
4.1. 国内首家专业健康险公司，健康险保费增速领先市场	13
4.2. CSM 与 NBV 稳健增长，未来利润释放基础夯实	15
4.3. 互联网健康险高增，来自于产品、服务和运营的多重优势	16
5. 资产端：资产规模持续扩张，投资收益表现稳健	18
6. 盈利预测	19
7. 风险提示	20

图表目录

图表 1：截至 2025 年公司主要子公司情况（百万元）	7
图表 2：各分部净利润占比情况：%	8
图表 3：人保财险原保险保费市占率：%	9
图表 4：人保财险原保险保费同比增速：%	9
图表 5：公司车险综合费用率情况：%	9
图表 6：公司财险业务再保成本：百万元，%	9
图表 7：公司家自车保费占车险比例：%	10
图表 8：公司家自车续保率：%	10
图表 9：非车险综合整治相关内容	10
图表 10：2025 年人保寿险经营质效持续提升（亿元，%）	12
图表 11：2025 年人保寿险 NBV 增速在同业中领先（%）	12
图表 12：2025 年银保渠道新业务价值和新业务价值率均同比提升（百万元，%）	12
图表 13：2022-2025 年银保渠道新单保费及同比增速（百万元，%）	12
图表 14：2022-2025 年人保寿险 CSM 余额变化（百万元）	13
图表 15：人保寿险 CSM 增速在上市险司中表现领先（%）	13
图表 16：2022-2025 年人保寿险净资产变化（百万元，%）	13
图表 17：2019-2025 年健康险保费变化情况（亿元，%）	14
图表 18：2019-2025 年各险种原保费收入占比情况	14
图表 19：2020-2025 年人保健康净利润变化（亿元，%）	14
图表 20：2021-2025 年人保健康 ROE 变化情况（%）	14
图表 21：2022-2025 年健康险首年期交保费（百万元，%）	15
图表 22：2022-2025 年健康险保费中期交保费占比（%）	15
图表 23：2024-2025 年个险和银保渠道 NBV 及同比增速（百万元，%）	15
图表 24：2024-2025 年银保和个险渠道 NBV Margin（%）	15
图表 25：2020-2025 年人保健康内含价值变动分析	16
图表 26：2017-2025 年公司互联网健康险保费收入变化情况	16
图表 27：2023-2025 年公司健康管理服务人次和收入情况	16
图表 28：“好医保”产品至今已进行 8 次迭代	17
图表 29：人保健康的互联网产品体系	17

图表 30： 2020–2025 年集团投资资产规模变化情况（百万元，%）	18
图表 31： 2020–2025 年投资资产配置情况（%）	18
图表 32： 2023–2025 年权益资产分类占比（%）	19
图表 33： 2019–2025 年权益投资余额变化（百万元，%）	19
图表 34： 2020–2025 年各险司总投资收益率变化情况（%）	19
图表 35： 2020–2025 年人保投资收益率变化情况（%）	19

1. 基本情况：财险为核心的国资保险集团

中国人保 1949 年成立，作为新中国第一家全国性保险公司，被誉为“共和国保险长子”。公司于 1996 年启动集团化改组，分设财险、寿险和再保险三家子公司；2003 年至 2005 年间，先后设立国内首家保险资产管理公司及专业健康险公司，并恢复寿险业务，构建“财险为主、多元协同”的发展格局。2009 年完成股份制改造后，公司于 2012 年在港交所上市，2018 年登陆 A 股，成为第五家“A+H”股上市险企。

财政部为实控人，2026Q1 获同业增持。截至 2026 年一季报，实控人财政部持股 60.84% 为第一大股东，全国社会保障基金理事会持股 12.68% 为第三大股东，股权格局高度集中且稳定，为公司长期发展提供坚实资本保障。2025 年报开始，新华人寿保险股份有限公司分红险和传统险账户进入公司前十大股东名单，并于 2026 年一季报再次增持，持股比例达 0.41%。

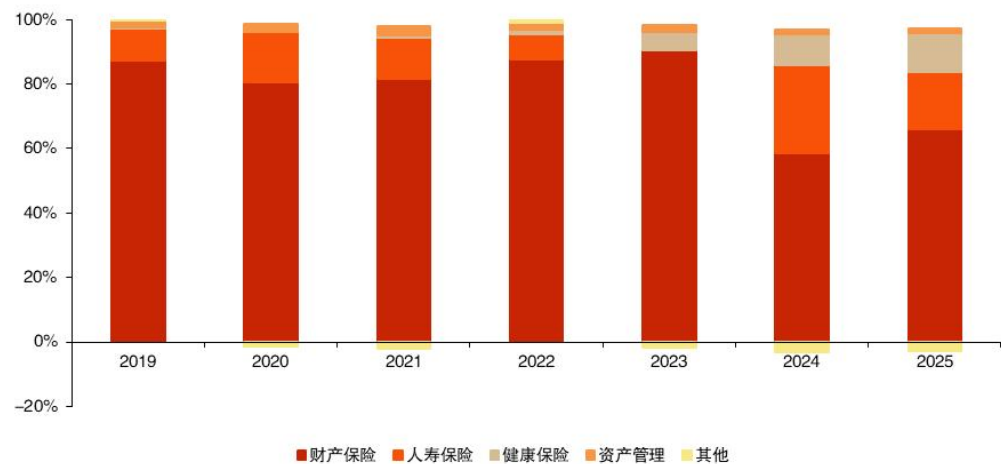
财险、寿险、健康子公司为利润贡献主体，2025 年三部分业务净利润占比分别为 69.8%、18.7%、13.0%。此外，集团全资控股人保资产、人保养老、人保资本等，覆盖资产管理、养老保险、科技服务与再保险等领域，形成了较为完整的保险生态体系。

图表 1：截至 2025 年公司主要子公司情况（百万元）

公司名称	主要业务范围	持股比例	总资产	净资产	净利润
人保财险	各种财产保险、意外伤害险和短期健康险，以及相关的再保险业务	68.98%	860596	288442	40307
人保寿险	人寿保险、健康保险和意外伤害保险等保险业务，以及相关的再保险业务	直接持股 71.08%，间接持股 8.92%	854834	55196	11774
人保资产	保险资金管理业务，以及相关的咨询业务等	100.00%	5951	4003	689
人保健康	健康保险、意外伤害保险业务，以及相关的再保险业务	直接持股 69.32%，间接持股 26.13%	154508	24008	8182
人保养老	个人、团体养老保险及年金业务，短期健康及意外伤害险业务	100.00%	34536	4943	481
人保投控	实业、房地产投资，资产经营和管理，物业管理	100.00%	7294	5779	95
人保资本	债权、股权投资计划，资产支持计划，保险私募基金等保险资产管理产品业务	100.00%	1419	800	97
人保再保	财产保险、人身保险、短期健康保险和意外伤害保险的商业再保险业务	直接持股 51.00%，间接持股 49.00%	25868	6627	601
人保科技	研发、运维、运营等科技服务	100.00%	1213	415	8
人保金服	互联网金融	直接持股 70.68%，间接持股 29.32%	1090	558	-20
人保香港	财产保险及再保险业务	89.36%	4414	1687	90

资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 2：各分部净利润占比情况：%



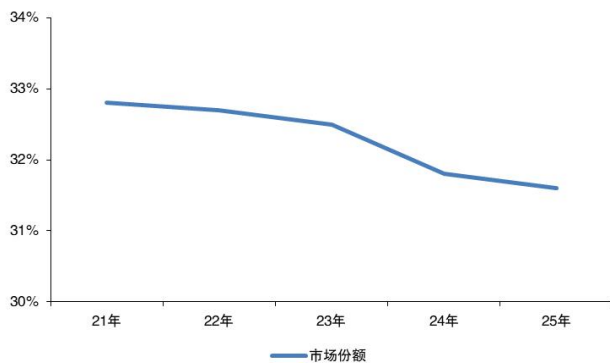
资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. 财产险：不同险种保费增速或有分化，看好公司承保利润趋势向好

人保财险市场份额长期在 30% 以上，有助于规模效应的体现。2025 年人保财险实现原保险保费收入 5558 亿元，市场份额为 31.6%。我们认为原保险保费体量领先有助于发挥规模效应，一方面公司可分摊职场租赁、培训支出等固定费用支出，另一方面在和汽车主机厂等上下游的汽修理赔价格谈判上占据优势。

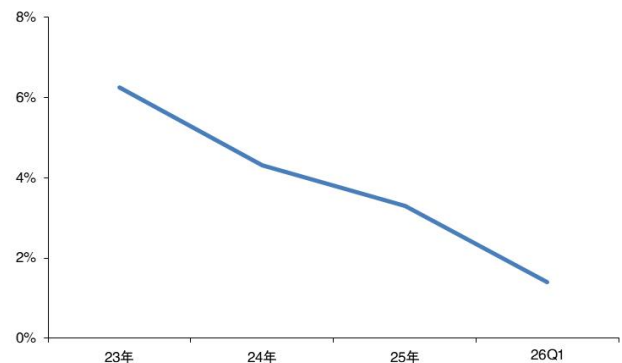
预计 2026 年人保财险不同险种保费增速或分化。2026Q1 数据显示，人保财险原保险保费同比增速为 1.4%，我们认为数据偏弱的原因可能是：a) 2026Q1 受新能源汽车购置税政策切换及消费观望情绪影响，国内乘用车销量同比下降超过 20%，且新车保费一般高于旧车，因而 2026Q1 车险保费同比增速有一定压力。b) 公司或不再单纯追求保费的增长，而是更看重风险把控和高质量发展。展望 2026 年全年保费同比增长趋势，我们认为不同险种间分化或较大：车险保费或受汽车销售的基数压力有所承压，农险保费或受部分区域招标延后以及非车险综合整治影响也有所承压，但我们看好货运险、个人健康险、科技类相关财险保费同比的较高增长，其中货运险的主要驱动因素或是 2026 年以来较为活跃的贸易活动（2026 年前 4 个月，我国货物贸易进出口总值 16.23 万亿元人民币，同比增长 14.9%），个人健康险保费的驱动因素则可能包括非标体等产品创新等，科技类保险保费的增长动力或来自于我国人工智能、集成电路、智驾、低空经济规模化落地后保障需求的扩容。

图表 3：人保财险原保险保费市占率：%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：人保财险原保险保费同比增速：%



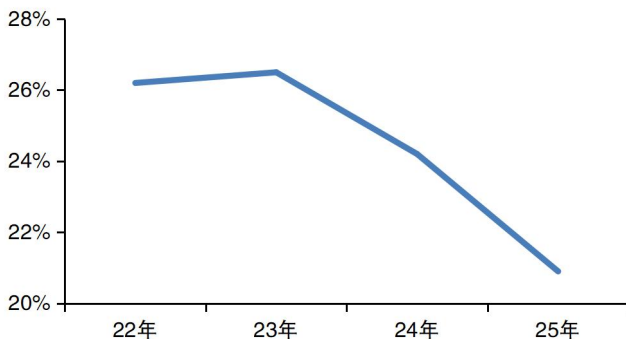
资料来源：公司公告，华源证券研究所

我们看好公司财险业务 2026–2027 年承保利润趋势向好，驱动的因素包括：

1、车险业务的综合费用率有望继续下行。公司车险的综合费用率于 2023–2025 年期间实现三连降，由 2023 年的 26.5% 下降至 2025 年的 20.9%，我们认为改善的主要原因是监管推行的车险“报行合一”费用政策。展望未来，我们继续看好车险业务综合费用率的下降：一方面，我们认为车险“报行合一”政策的推动和落地是个循序渐进的过程，全国各地的进度或有不同，多个省市的执行力度或持续增强，另一方面 AI 等数字化技术或能提升车险运营的效率。

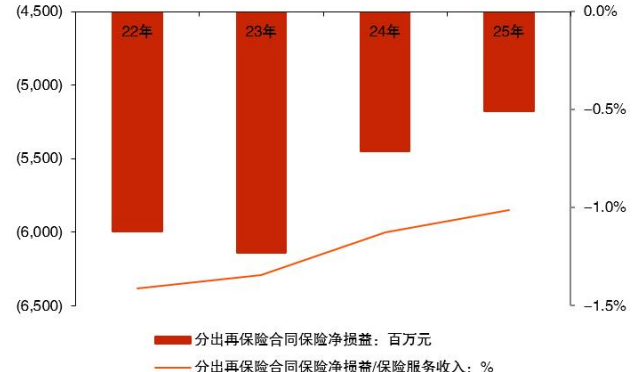
2、再保成本有望下降。再保成本是财险公司重要的成本项，公司财险业务 2024 年和 2025 年再保成本（利润表中的“分出再保险合同保险净损益”）为 54.51 亿元和 51.75 亿元，分别占公司保险服务收入的 1.12% 和 1.01%。我们认为 2026–2027 年公司财险的再保成本有望下降，一方面根据中再产险的统计，2026 年初中国地区续转财产险再保业务中，无损失险位超赔业务和无损失巨灾损失业务费率均出现较明显的下降，另一方面我们认为公司或通过集团内部再保安排的优化实现成本的下降。

图表 5：公司车险综合费用率情况：%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 6：公司财险业务再保成本：百万元，%



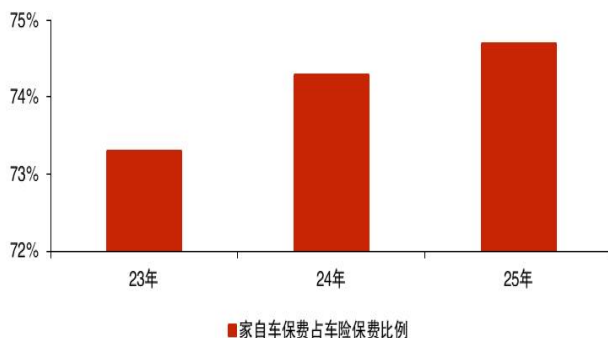
资料来源：公司公告，华源证券研究所

3、新能源车险自主定价系数区间扩围或带动部分业务承保利润提升。2026年3月，新能源车险自主定价系数区间已完成新一轮调整，由[0.6–1.4]扩围至[0.55–1.45]，这是继2025年9月以来的第二次扩围，我们认为本次调整将使得新能源车险价格与风险更加匹配，部分风险较高的新能源运营车保险费用或上涨，从而有助于公司的承保利润进一步提升。

4、公司主动加强家自车等优质业务的获取力度。家自车（家庭自用车辆）主要是日常通勤，相比营运车（出租、货运、网约车）有年均行驶里程较短、驾驶行为更谨慎、出险频率相对更低的特点，因此是较为优质的业务，且家自车车主对品牌和服务依赖性相对较高，高续保意味着新增获客压力偏小，渠道费用更低。近年来公司加快对家自车这类优质业务的获取力度，家自车保费占车险保费的比重由2023年的73.3%提升至2025年的74.7%，家自车的续保率则是由2021年的75.9%提升至2025年的77.9%。

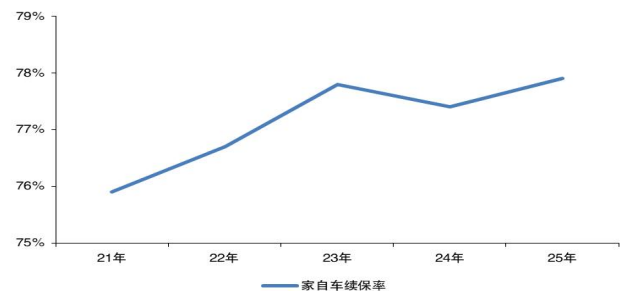
5、非车险综合整治效果或逐渐显现。25年下半年监管发布《关于加强非车险业务监管有关事项的通知》（金发〔2025〕36号），从多个维度规范非车险的发展。根据监管安排，自2025年11月起，企财险、安责险和雇主责任险将分别重新备案，其他产品则预计在2026年12月31日前重新备案。我们预计这些举措将使得部分非车险险种的费用率有所下降，且明确见费出单规则也有利于应收保费风险的下降。

图表 7：公司家自车保费占车险比例：%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 8：公司家自车续保率：%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 9：非车险综合整治相关内容



资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司财务风格较为谨慎。2025 年末人保财险未决赔款准备金净额较 2025 年初增长 7.6% 至 2045 亿元，增长幅度高于原保险保费收入增速（3.3%）和保险服务收入增速（5.4%），未决赔款准备金提取比例提升 1.6pp，体现了公司经营的谨慎性，或为未来利润释放提供较好的基础。

3. 寿险：银保驱动新业务价值增速领跑

3.1. NBV 高增：银保放量驱动价值增长领跑同业

2025 年以来人保寿险 NBV 增速逐季提升，较同业表现更优。2025 年人保寿险 NBV 可比口径下增速为 64.5%，领先于主要同业（2025 年新华/平安/国寿/太保/太平寿险业务 NBV 增速分别为 57.4%/29.3%/35.7%/40.1%/2.7%）。

个险渠道：十年期及以上首年期交保费增速亮眼。2025 年个险渠道实现新业务价值 35 亿元，可比口径同比+30.4%，新业务价值率同比+2.5pp。新军渠道中，十年期及以上首年期交保费同比增长 32.4%；职域经营业务首年期交保费 3.37 亿元，同比增长 10.0%，其中十年期及以上首年期交保费 1.56 亿元，同比增长 190.4%。

银保渠道：寿险业务的核心增量。自 2023 年“报行合一”落地以来，银保渠道从费用驱动转向需求和产品驱动，叠加同时期居民的存款到期增加，银保渠道近年来在行业的战略地位不断提升。2025 年银保渠道长险新单首年保费实现 384.96 亿元，同比+41.4%，实现新业务价值 46.72 亿元，可比口径同比+102.3%，新业务价值率为 12.1%，同比+3.5pp，银保渠道成为全年寿险业务 NBV 和新单增速的主要贡献。

我们判断，未来公司银保渠道 NBV 仍有提升空间：1）人保寿险已经和多家银行建立了业务合作关系，出单网点数量明显增长，2025 年国有行保费占比 53.7%，同比+24.5pp，预计后续会进一步加强与国有银行的合作；2）银保渠道产品已出现缴费期限延长趋势，我们预计未来 5 年以上缴费期的期交产品占比或将在银保渠道有所增加、驱动 NBV Margin 提升。

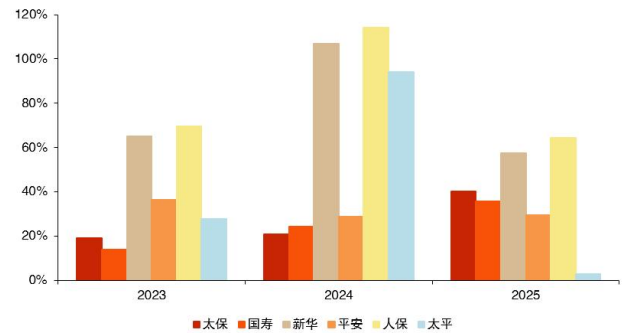
图表 10：2025 年人保寿险经营质效持续提升（亿元，%）



注：新业务价值率、新业务价值增速、有效业务价值增速、内含价值增速为可比口径

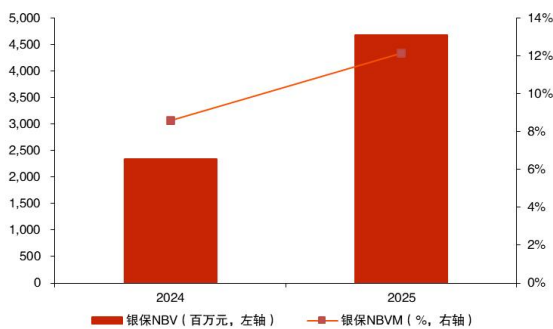
资料来源：公司 2025 年业绩推介材料，华源证券研究所

图表 11：2025 年人保寿险 NBV 增速在同业中领先 (%)



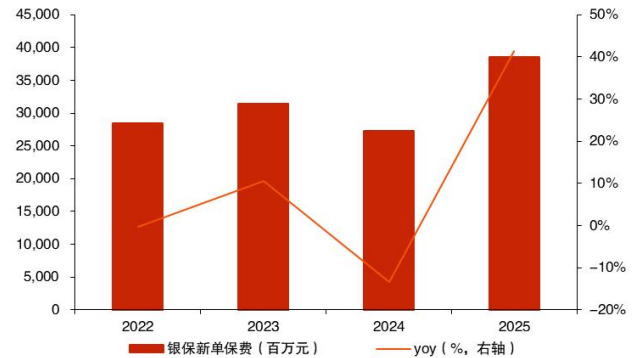
资料来源：各公司公告，各公司业绩推介材料，华源证券研究所

图表 12：2025 年银保渠道新业务价值和业务价值率均同比提升（百万元，%）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 13：2022-2025 年银保渠道新单保费及同比增速（百万元，%）

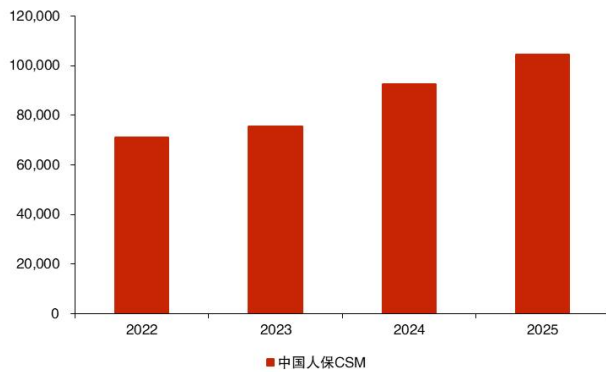


资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. CSM 高增：利润蓄水池持续扩容

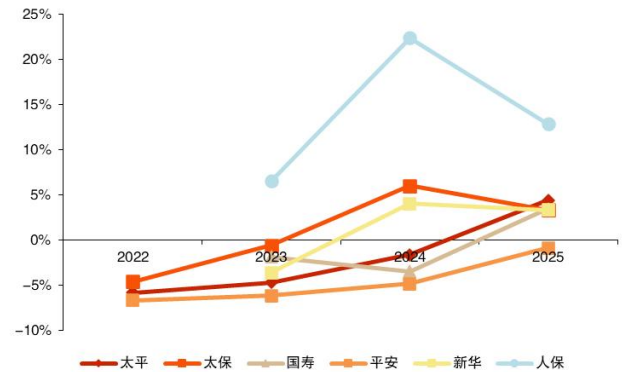
2022-2025 年人保寿险的合同服务边际 (CSM) 稳健增长，CAGR 达到 13.7%，对比其他上市保险公司，人保寿险的 CSM 增速显著更高。我们认为，人保寿险 CSM 增速更高主要系人保寿险的 CSM 基数较低，且新业务 CSM 增速快，2023-2025 年，人保的 NBV CSM/期初 CSM 分别为 13.0%、18.7%、18.8%，显著高于其他上市险企的个位数比例。

图表 14：2022-2025 年人保寿险 CSM 余额变化（百万元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 15：人保寿险 CSM 增速在上市险司中表现领先 (%)

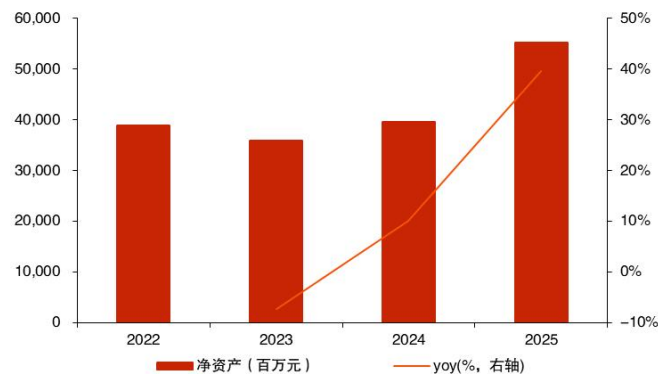


资料来源：各公司公告，华源证券研究所

3.3. 净资产增厚：利润留存和 OCI 投资或为主因

2025 年末人保寿险净资产达 551.96 亿元，同比+39.6%，预计主要系利润累积和 OCI 投资提供额外增量。一方面，2025 年人保寿险实现净利润 117.7 亿元，占净资产增量约 75%。另一方面，考虑到 2025 年公司整体 OCI 股票综合投资收益率为 19.2%，预计 OCI 投资进一步增厚净资产。

图表 16：2022-2025 年人保寿险净资产变化（百万元，%）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

4. 健康险：产品、服务和运营有优势

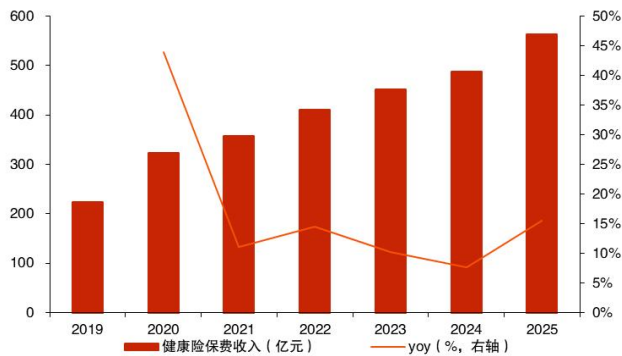
4.1. 国内首家专业健康险公司，健康险保费增速领先市场

国内首家专业健康险公司，健康险业务持续高质量增长。人保健康于 2005 年成立，是经国务院同意、中国银保监会批准设立的国内第 1 家专业健康保险公司。近年来人保健康险业务发展迅速，2020-2025 年，人保健康健康险保费收入和净利润分别实现 11.8%、196.0% 的 CAGR，2025 年健康险保费增速领先人身险公司健康险市场 22.2pct。公司业务结构持续优化，2025 年首年期交保费同比增长 56%，期交保费占比达 46.9%，同比提升 4.2pp。

盈利能力较强，ROE 实现快速增长。2021 年以来，伴随净利润快速增长，人保健康的 ROE 持续提升，2025 年人保健康 ROE 达 42.17%，相比 2021 年大幅提升 38.43pct。

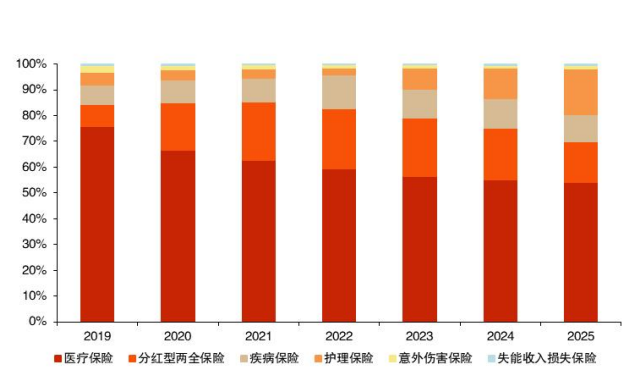
个险、银保、团险三大渠道发展均衡。2025 年个险、银保、团险三大渠道保费占比约 40%/30%/30%，我们预计个险渠道以医疗险与疾病险等互联网健康险为主，银保渠道侧重储蓄型产品（如分红型两全险），团险渠道以政策性短期险为主，包括政策型护理险、大病保险和失能收入损失保险，其中护理险 2025 年保费收入 100.25 亿元，yoy+75%。

图表 17：2019-2025 年健康险保费变化情况（亿元，%）



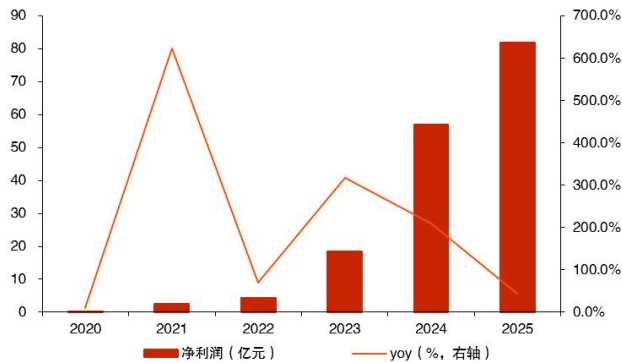
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 18：2019-2025 年各险种原保费收入占比情况



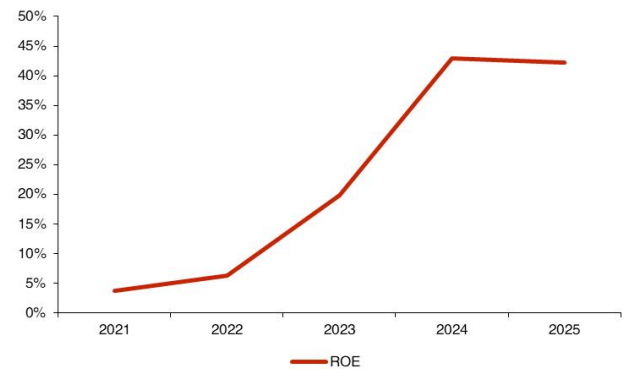
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 19：2020-2025 年人保健康净利润变化（亿元，%）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

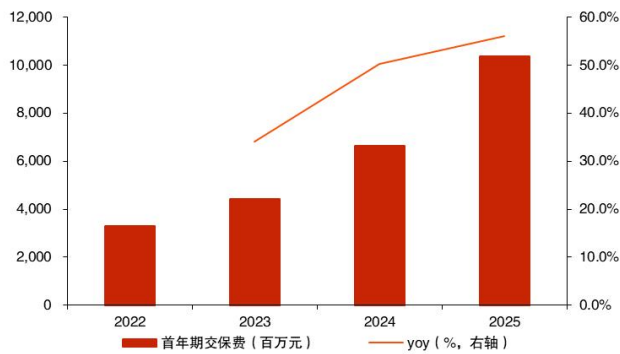
图表 20：2021-2025 年人保健康 ROE 变化情况 (%)



资料来源：公司公告，华源证券研究所

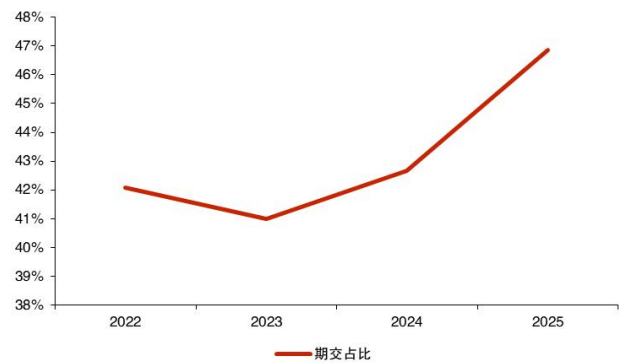


图表 21：2022-2025 年健康险首年期交保费（百万元，%）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 22：2022-2025 年健康险保费中期交保费占比 (%)



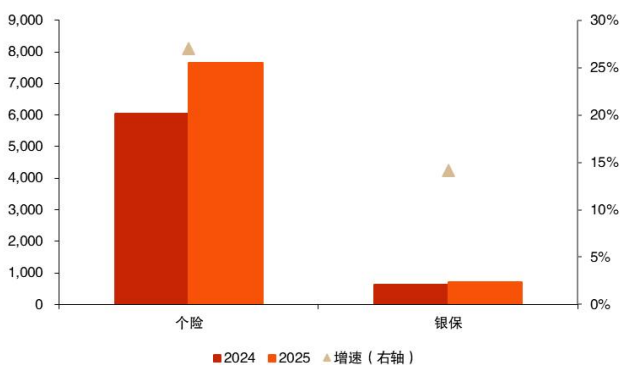
资料来源：公司公告，华源证券研究所

4.2. CSM 与 NBV 稳健增长，未来利润释放基础夯实

价值端看，人保健康 CSM 和新业务价值均保持较快增长，互联网个险贡献主要增量。2025 年公司合同服务边际为 234 亿元，较年初增长 16%；新业务合同服务边际 128 亿元，同比增长 16.8%。2025 年，人保健康 NBV 同比+22.5%至 74 亿元（同比增速为 NBV 可比口径，下同），其中个险渠道 NBV 同比+27.0%，银保渠道 NBV 同比+14.2%。

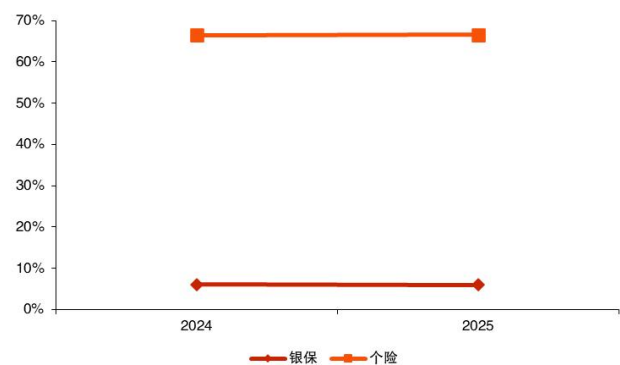
投资收益率假设两次下调，利差敏感度相对较低。2024 年、2025 年，公司将人保健康内含价值评估中的投资收益率假设由 4.5%下调至 4.0%，再由 4.0%下调至 3.5%，精算假设更加审慎，在更保守的投资收益率假设下，人保健康仍实现较快价值增长。从产品结构看，2025 年医疗与疾病险保费占比 65%，我们认为，健康险占比较高的产品结构或使得人保健康的利差敏感度相对较低。

图表 23：2024-2025 年个险和银保渠道 NBV 及同比增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 24：2024-2025 年银保和个险渠道 NBV Margin (%)



资料来源：公司公告，华源证券研究所

NBV 高速增长，驱动内含价值持续增长。得益于互联网健康险量价齐升，新业务价值对内含价值贡献不断提升，2025 年新业务贡献 30.3%。2020-2025 年，内含价值同比增速为 30.7%/8.2%/12.8%/23.3%/33.9%/17.4%，价值创造能力较强。

图表 25：2020-2025 年人保健康内含价值变动分析

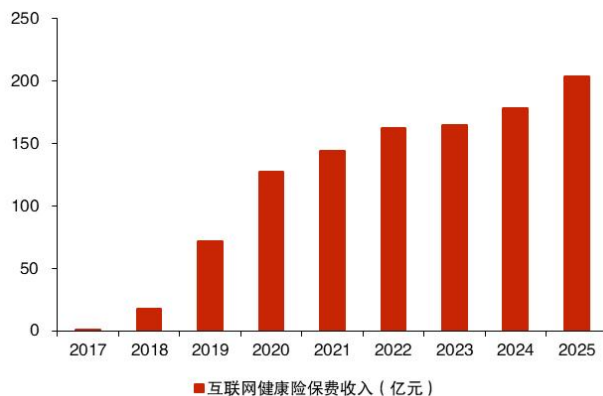
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
新业务贡献	12.3%	7.9%	8.1%	16.8%	32.9%	30.3%
预期回报	8.0%	7.6%	9.0%	8.7%	7.8%	6.9%
投资回报差异	6.8%	2.6%	-13.4%	-7.2%	4.7%	2.2%
其他经验差异	7.3%	-2.5%	8.9%	6.0%	0.5%	-3.1%
模型及假设变动	-4.7%	-7.4%	-0.2%	-3.1%	-12.0%	-19.0%
资本变化及市场价值调整	0.0%	0.0%	0.3%	2.1%	-0.1%	0.2%
其他	1.2%					
期末内含价值增速	30.7%	8.2%	12.8%	23.3%	33.9%	17.4%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

4.3. 互联网健康险高增，来自于产品、服务和运营的多重优势

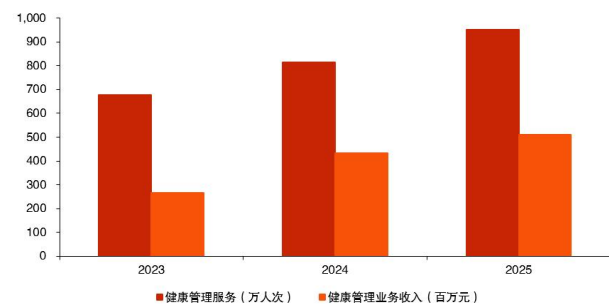
互联网健康险业务市场领先。2017 年左右正值医疗险需求风口和互联网流量红利期，伴随行业快速扩容，2017-2022 年公司互联网健康险保费 CAGR 达 252%，累计客户达 6000 万人。2023 年以来，在行业整体发展放缓的背景下，公司进入高质量发展阶段。2025 年人保互联网健康险保费为 204 亿元，同比增加 15%，同年人保健康管理有限公司成立，公司大健康生态建设取得新突破，健康管理业务实现服务收入 5.09 亿元，同比增长 17.2%。

图表 26：2017-2025 年公司互联网健康险保费收入变化情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 27：2023-2025 年公司健康管理服务人次和收入情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

我们认为人保健康险业务的高增长来自于产品、服务和运营的多重优势：

产品方面：“好医保”系列 8 次迭代，搭建多层次产品矩阵。“好医保”系列产品为人保互联网保险的拳头产品，自 2018 年与蚂蚁保合作推出，8 年间持续进行产品升级和迭代，开发出包含重疾津贴、癌症保障、长期保证续保等功能系列产品。除健康险外，公司对慢病、老年、母婴、新市民等非标群体开发了针对用户需求的多元化产品，目前已形成了“长期+

短期、医疗+重疾+意外+护理、健康体+慢病体、保险+服务、综合产品+细分领域产品”的保险产品矩阵。

图表 28：“好医保”产品至今已进行 8 次迭代

年份	客户诉求	产品升级
2018	从一年期到长期保障，从年缴到月缴方式	好医保长期医疗、好医保防癌医疗
2019	为重疾出险客户提供给付型保障	增加重疾津贴
2020	对于癌症的终身保障	好医保终身防癌医疗
2021	对于百万医疗更长期保障需求	好医保长期医疗20年版
2022	对于日常非住院用药的体验感	增加门诊药品费用保险金
2023	降低免赔、增加获得感	好医保长期医疗零免赔
2024	更多病种、更长期限	好医保旗舰版、好医保中老年
2025	增加外购药、创新药、特需责任	好医保旗舰版升级版、中老年升级版

资料来源：公司投资开放日材料，华源证券研究所

图表 29：人保健康的互联网产品体系



资料来源：公司投资开放日材料，华源证券研究所

服务方面：搭建优质医疗网络，产品+健康管理服务相互协同。人保健康搭建了覆盖全国的“医、药、康、护、健、险”大健康生态体系，根据人保健康发布的《2025 年度可持续发展报告》，公司实现对接的合作医院有 6700 余家，其中三甲医院 810 家、合作普药药店 23.1 万家、特药药房 1750 余家、合作体检机构门店 2510 家、齿科门店 3018 家、合作护理机构近千家。

我们认为，健康保险+服务的模式，将从三方面利于互联网健康险业务：1）完善用户体验，从单纯线上承保转为线下真实链接，药房服务解决“最后一公里”问题，为用户提供全生命周期服务，提高用户粘性和存续；2）健康管理服务有利于投保人加强日常健康管控，实现少生病、生小病，进而减少理赔金额和次数；3）直接对接医院、药店等健康机构，有利于公司成本端控制和风险管理。

运营方面：对长期健康险来说，全流程、高质效的风控和运营能力是核心关键和护城河。长期健康险、带病体投保解决了以往短期健康险用户“保证续保”的核心痛点，成为“好医

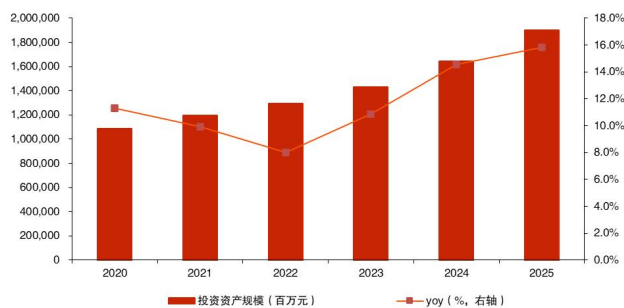
保”系列保费持续增长的核心动力，但对应险司的理赔端也有较高的风控运营要求。我们认为，人保健康在长期健康险运营方面已形成成熟体系：1）核保风控智能化：人保已形成静态核保、智能核保和人工核保的风控体系，覆盖带病体人数超 300 万。2）理赔数据库丰富：通过搭建医药知识库，拥有 17 万家医院数据、4 万种疾病数据和 8 万种药品数据，使得理赔件均不合理金额减损+58%，年度减损近亿元。3）三医联动提升效率：医院直连+药企合作+特药管理三医联动助力风险减量、提升运营效率，形成支付效率升级、药品供应链优势和风险控制前置。

5. 资产端：资产规模持续扩张，投资收益表现稳健

投资资产稳健增长，权益资产占比提高。集团投资资产稳健增长，截至 2025 年末达 1.90 万亿元，2020–2025 年间 CAGR 达 11.8%。

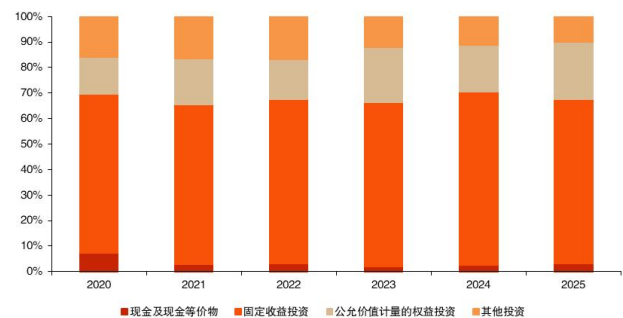
权益资产配置方面，2020–2025 年二级权益资产（股票+基金）资产余额呈增加趋势，期间 CAGR 达 12.3%。2025 年，公司积极把握二级权益市场行情，使得 2025 年末股票+基金持仓余额较年初快速增加 73%至 2535 亿元，股票、基金资产在投资资产中占比分别为 8.7%、4.6%，合计占比较年初的 8.9%增加 4.4pct 至 13.3%。从会计准则资产分类看，2023–2025 年权益 TPL 占比分别为 68.6%/61.3%/60.1%，权益 OCI 占比分别为 31.4%/38.7%/39.9%，整体来看 TPL/OCI 占比从“七三开”逐步变为“六四开”，我们认为，公司的权益 OCI 资产占比提升，有利于降低利润表波动。

图表 30：2020–2025 年集团投资资产规模变化情况（百万元，%）



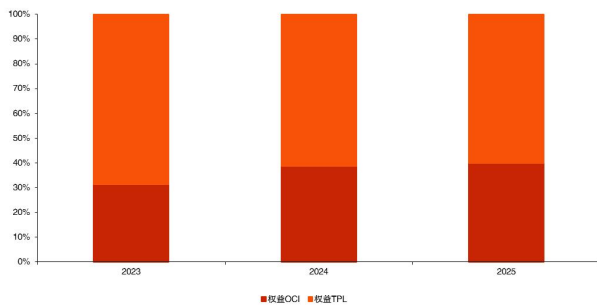
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 31：2020–2025 年投资资产配置情况 (%)



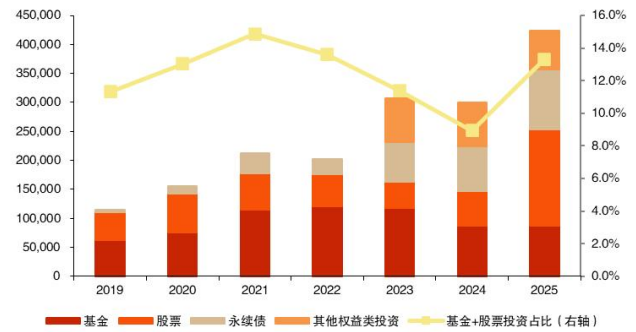
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 32：2023-2025 年权益资产分类占比 (%)



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 33：2019-2025 年权益投资余额变化 (百万元, %)

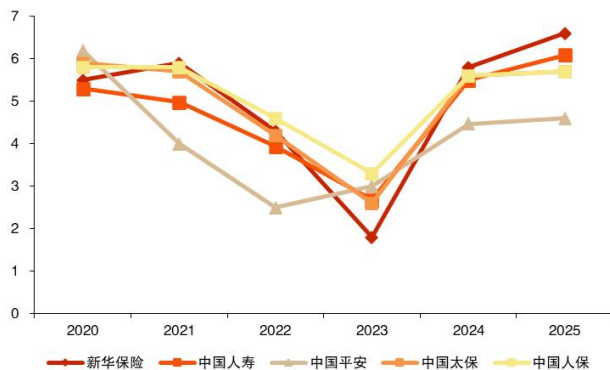


资料来源：公司公告，华源证券研究所

人保集团投资收益率表现较为稳健。2024、2025 年公司总投资收益率分别为 5.6%、5.7%，预计主要系权益资产投资贡献较高弹性。

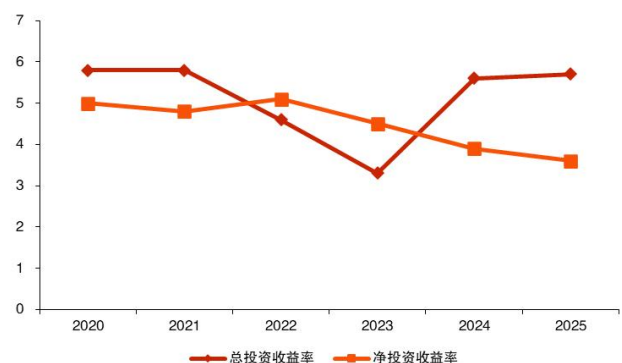
展望后续，我们预计公司将继续围绕稳健收益资产进行配置，把握固收类资产的波段机会，并关注高股息等稳健品种的投资价值；另一方面，今年以来 A 股“双创板”行情较好，预计总投资收益率有望维持较为稳健的水平。

图表 34：2020-2025 年各险司总投资收益率变化情况 (%)



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 35：2020-2025 年人保投资收益率变化情况 (%)



资料来源：wind，华源证券研究所

6. 盈利预测

财险业务：我们假设 2026-2028 年人保财险在承保质量优先的情况下原保险保费收入增速分别为 3%/4%/4%，在新能源汽车自主定价系数浮动范围打开，且非车险综合整治的监管政策下，预计 2026-2028 年的综合成本率进一步优化至 97.0%、96.8%、96.5%；资产端，假设财险分部 2026-2028 年投资收益率分别为 5.0%/4.8%/4.8%。

寿险业务：我们假设 2026-2028 年人保寿险的银保渠道继续高景气，从而带动寿险 NBV 较快增长，预计增速分别为 16.6%/14.7%/15.0%；资产端，假设寿险分部 2026-2028 年投资收益率分别为 5.0%/4.8%/4.8%。

健康险业务：我们预计人保互联网健康险有望实现较好发展，且团险业务在政策的支持下实现险种的多样化，我们假设 2026–2028 年人保健康的原保费收入增速分别为 12%/10%/10%；资产端，假设健康险分部 2026–2028 年投资收益率分别为 5.0%/4.8%/4.8%。

在上述假设下，我们预计中国人保 2026–2028 年的营收分别同比增长 3.3%/5.2%/5.7%，归母净利润同比增长 14.8%/10.2%/14.6%，当前股价对应 PEV 为 0.76/0.66/0.58 倍。

考虑到中国人保的财险业务持续领先行业，寿险业务银保价值高增，健康险业务核心优势显著，首次覆盖，给予“买入”评级。

7. 风险提示

保费增长低于预期：若经济增长和居民收入增速低于预期，可能会影响保单销售情况，进而影响公司保费收入。

自然灾害增加：若自然灾害增加，财险理赔金额和综合成本率将会大幅提升，影响公司承保利润。

资本市场波动：若资本市场大幅波动，公司投资业绩将受到影响，会对公司整体业绩产生负面影响。

附录：财务预测摘要：百万元

利润表	2024 年	2025 年	2026E	2027E	2028E
营业收入	621,972	669,044	691,340	727,176	768,406
保险服务收入	537,709	570,717	597,787	627,534	659,177
投资收益总额（包括投资收益和公允价值变动等）	79,789	92,931	89,014	94,422	103,709
其他收益	376	363	375	365	365
汇兑净收益	64	-308	-260	0	0
其他业务收入	3,949	5,277	4,300	4,700	4,950
资产处置收益	85	64	125	155	205
营业支出	551,328	594,107	610,653	637,461	665,638
保险服务费用	492,837	527,170	543,047	566,040	588,617
分出保费的分摊	33,620	35,309	36,452	37,723	38,930
减：摊回保险服务费用	-26,156	-28,936	-28,211	-29,098	-30,064
承保财务损失	43,329	45,898	46,974	50,463	55,193
减：分出再保险财务损益	-1,264	-1,111	-1,163	-1,244	-1,342
利息支出	3,245	3,300	3,560	3,800	3,800
税金及附加	319	507	460	495	495
管理费用	5,431	6,787	6,560	7,068	7,689
信用减值损失	-1,754	1,175	-50	-50	0
其他支出	1,721	4,008	3,025	2,264	2,320
营业利润	70,644	74,937	80,687	89,716	102,768
利润总额	70,618	74,506	80,387	89,416	102,468
所得税	12,798	11,473	8,039	10,730	12,296
净利润	57,820	63,033	72,348	78,686	90,172
归属于母公司所有者的净利润	42,869	46,646	53,538	59,014	67,629
资产负债表	2024 年	2025 年	2026E	2027E	2028E
可投资资产	1,641,756	1,901,634	2,167,863	2,438,846	2,707,119
其他资产	124,628	126,049	53,890	15,659	21,178
总资产	1,766,384	2,027,683	2,221,752	2,454,504	2,728,297
合同负债	1,122,797	1,239,519	1,346,019	1,471,296	1,608,506
其他负债	276,361	367,975	390,345	426,676	482,552
总负债	1,399,158	1,607,494	1,736,364	1,897,971	2,091,058
股本	44,224	44,224	44,224	44,224	44,224
资本公积金	7,442	6,805	6,805	6,805	6,805
其他综合收益	-9,957	-9,454	-5,454	-1,454	2,546
盈余公积金	16,835	17,742	18,813	19,993	21,346
未分配利润	186,946	218,983	257,440	299,831	348,410
一般风险准备	23,063	30,492	34,775	39,496	44,907
大灾风险准备金	180	199	300	320	321
归属于母公司所有者权益合计	268,733	308,991	356,903	409,215	468,558

少数股东权益	98,493	111,198	128,485	147,318	168,681
所有者权益合计	367,226	420,189	485,388	556,533	637,239
负债和所有者权益总计	1,766,384	2,027,683	2,221,752	2,454,504	2,728,297

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测



证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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。本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司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本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。