仅供内部参考，请勿外传！

从净利润到经营利润，关注长股投列报差异
——IFRS18 新披露准则对上市险企影响实务分析

保险 II

证券研究报告/行业深度报告

2026 年 10 月 27 日

评级： 增持（维持）

分析师： 葛玉翔

执业证书编号： S0740525040002

Email：geyx01@zts.com.cn

分析师： 蒋峤

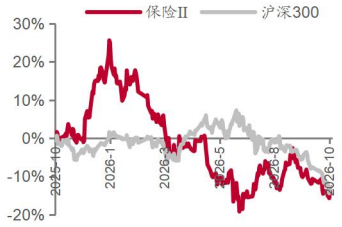
执业证书编号： S0740517090005

Email：jiangqiao@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	5
行业总市值(亿元)	27,180.79
行业流通市值(亿元)	27,180.79

行业-市场走势对比



相关报告

1、《A 股走弱拖累年内浮盈转亏 险资模拟总投资收益率降至 3.14%》2026-10-08

2、《股市浮盈拉动净资产与综合权益全面修复——1H26 保险股 P/CE-ROCE 估值体系更新暨新准则全面综述》2026-09-11

3、《五大保险央企注资点评：夯实资本实力，推动保险强国》2026-09-06

报告摘要

- **从净利润到经营利润，IFRS18 新披露准则不改变净利润数据，但“经营利润”这一强制新指标会重构市场对险企盈利质量的排序。**财政部 2026 年 7 月印发修订后 CAS 30（财会〔2026〕11 号），A+H 上市险企 2027 年 1 月 1 日首批执行，1Q27 即需列示 2026 年同期比较数据，2026 年年报事实上已成为“影子比较期”。新准则将当期损益切分为经营、投资、筹资、所得税费用、终止经营五类，新增“经营利润”、“经营及投资利润”两个中间指标，主要影响长期股权投资权益法核算的对联营企业与合营企业的投资收益列报。

- **从净利润到经营利润：盈利质量再定价。**因险企以投资特定资产为主业之一，绝大部分投资资产产生的收益仍计入“经营类投资收益”，仅长期股权投资与投资性房地产等特定资产损益被切出至投资类损益项目；筹资端则是“承保财务损益归经营、卖出回购利息进筹资、租赁负债利息须单列”。筹资费用剥离后，“经营及投资利润”消除了资本结构差异，比现行“营业利润”更可比。我们构建了上市险企长投贡献比、经营利润与投资利润贡献比、保险服务收入贡献比、经营利润漏损比

- **关注长股投列报差异。**其一，权益法联营合营收益被归投资类。其二，CAS22 号收紧长期股权投资权益法确认要求：持股低于 20%须同时满足战略目的、持续董事席位、实质参与决策、可获取财务资料四项条件，银行、资管等协同型小额参股面临重新按照 FVTPL 计量的压力。其三，廉价购买利得须单列。新华保险 2025 年公司营业外收入中“企业取得联营企业的投资成本小于取得投资时应享有被投资单位可辨认净资产公允价值产生的净影响”达 34.04 亿元（既属于该差异）

- **对 A 股上市险企影响变化分析。**1）中国人寿：投资收益撑起经营基本盘，近年来合营企业与联营企业业绩贡献收缩。2）新华保险：经营利润高度依赖投资收益，公允价值波动对损益影响敏感。3）中国太保：利润结构均衡，投资类损益扰动较小，长股投列报影响差异几乎可忽略。4）中国人保：保险服务收入贡献经营总收入比例最高，长股投贡献收益较大，投资性房地产按公允价值计量。

- **对保险公司估值影响分析。**1）“经营利润”将取代“营业利润”成为险企业绩可比口径，经营利润稳健性更强的中国太保或将受到估值提升的青睐；2）营运利润（OPAT）须按 MPM 要求在附注披露计算明细与调节表，太保、国寿营运利润明细口径有望被迫公开，对分红锚的可信度是加分项。

- **投资建议：关注筹码结构良好的非银防御机会。本次新披露准则实现从净利润到经营利润，市场投资者将对盈利质量再定价。**当前保险股 PEV 估值重回历史低位，悲观预期较大，关注三季报靴子落地后的布局机会。建议关注：中国财险、中国太保、中国平安等头部大市值龙头标的。

- **风险提示：**本文测算基于 2025 年年报附注明细手工拆分，部分科目未披露且“特定资产”归类含主观判断，与险企未来正式披露存在偏差；配套利润表格式为征求意见稿；长端利率趋势性下行、权益市场波动，以及研报测算与更新不及时风险。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

内容目录

1.引言：IFRS18 引入与 CAS30 更新优化 3
1.1 修订背景、性质与主要影响 3
1.2 利润表五分类与所得税前合计项目 4
1.3 管理层业绩指标（MPM）与施行安排 5
2.新列报对上市保险公司利润表影响分析 5
2.1 现行列报与新列报变化示意 6
2.2 对于保险公司投资类投资资产的划分思考 6
2.3 对于联营企业与合营企业权益法确认投资收益列报改变 8
2.4 对于筹资费用的划分思考 10
3.A 股上市险企经营利润列示测算 11
3.1 分析框架：上市险企利润表拆分方法 11
3.2 调整结果一览 12
3.3 中国人寿：投资收益撑起经营基本盘，联营业绩降幅明显 13
3.4 新华保险：经营利润高度依赖投资收益，公允价值波动敏感 14
3.5 中国太保：利润结构均衡，投资类损益扰动极小 14
3.6 中国人保：长股投贡献收益较大，投资性房地产按公允价值计量 14
4.投资建议与风险提示 14
4.1 投资建议：关注筹码结构良好的非银防御机会 14
4.2 风险提示：准则落地与测算偏差风险 14
附录：上市险企 2025 年新准则披露下利润表模拟及垂直分析 15

图表目录

图表 1： 境内外新列报准则修订发布与实施时间表 3
图表 2： 本次修订的四项核心内容 4
图表 3： 新列报下至少列示的合计项目与计算关系（第三十五条） 4
图表 4： A 股上市险企营运利润披露现状 5
图表 5： 保险公司旧列报下利润表中间指标 6
图表 6： 保险公司新列报下利润表中间指标 6
图表 7： 新准则下投资收益列报归属 7
图表 8： 新准则下公允价值变动收益列报归属 7
图表 9： 新准则下其他资产减值损失列报归属 8
图表 10： 新准则下信用减值损失列报归属 8
图表 11： 对联营企业和合营企业投资分类确认 9
图表 12： 投资方持有被投资单位表决权比例低于 20%时，使用权益法必须同时满足四项条件 10
图表 13： 保险公司筹资类费用构成与归属 11
图表 14： 主要损益科目在经营类与投资类的拆分口径 12
图表 15： 旧披露下 2025 年 A 股上市险企长投贡献比 12
图表 16： 2025 年 A 股上市险企经营利润与投资利润贡献比 12
图表 17： 2025 年 A 股上市险企保险服务收入贡献比一览 13
图表 18： 2025 年 A 股上市险企经营利润漏损比一览 13
图表 19： 2025 年 A 股上市险企经营利润与净利润一览（单位：百万元） 13
图表 20： A 股上市险企 2025 年新准则披露下利润表模拟（单位：百万元） 15
图表 21： A 股上市险企 2025 年新准则披露下利润表模拟下垂直分析 16

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

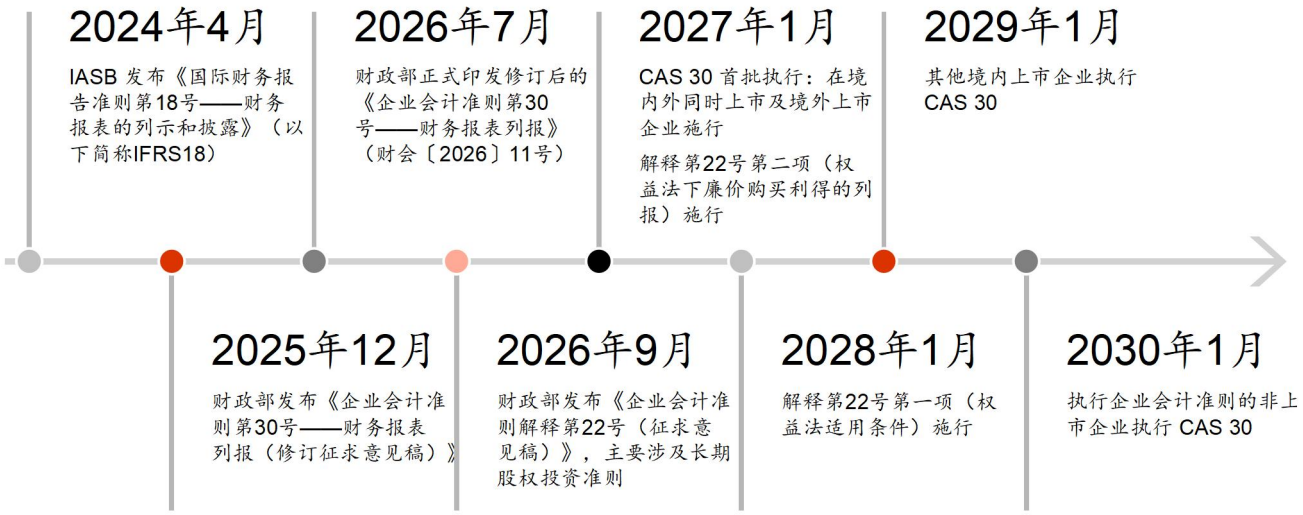
仅供内部参考，请勿外传！

1.引言：IFRS18 引入与 CAS30 更新优化

1.1 修订背景、性质与主要影响

- **列报改革将改变保司利润表的呈现方式。**2024 年 4 月，国际会计准则理事会（IASB）发布 IFRS 18《财务报表的列示和披露》，自 2027 年 1 月 1 日起实施，核心是调整利润表结构、引入管理层业绩指标披露要求、强化财务信息的汇总与分解原则。我国现行《企业会计准则第 30 号——财务报表列报》制定于 2006 年、2014 年仅作部分修订，与 IFRS 之间的列报差异已成为跨境投融资的信息壁垒。2026 年 7 月 24 日，财政部印发修订后的 CAS 30（财会〔2026〕11 号，以下简称“新列报准则，或者 CAS 30”），在保持与国际准则持续趋同的同时，回应国内实务问题。

图表 1：境内外新列报准则修订发布与实施时间表



来源：财政部，中泰证券研究所

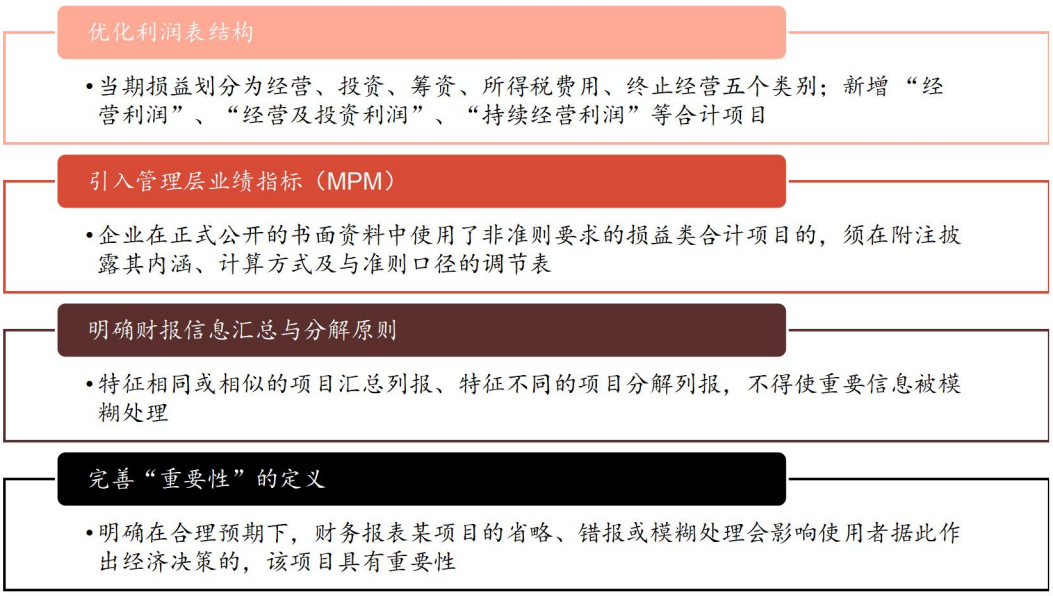
- **本次修订不改变利润的确认与计量，只改变利润表的列示与披露。**该调整对企业列报净利润的绝对数值不造成实质影响，但对列报科目会产生一定调整，以便投资者更好理解企业经营利润的实质。

- **四项核心修订影响中，第 1 项对保险公司的影响最大，也构成本报告第二、三部分的讨论对象。**“模糊处理”为本次新增条件，指信息虽存在于财务报表中，但因呈现方式不恰当导致使用者难以获取或理解重要信息，从而产生与省略或错报相似的影响。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表 2：本次修订的四项核心内容



来源：财政部，中泰证券研究所

1.2 利润表五分类与所得税前合计项目

- **在五分类基础上，新利润表至少应列示：经营利润、经营及投资利润（即筹资和所得税前利润）、持续经营利润、利润总额、净利润，并须单独标注“经营利润及以权益法核算的投资产生的收益”；**该其中项系准则强制列示，是我国相对国际准则的本土化加严安排。需说明的是，征求意见稿中注 2 将“经营利润及以权益法核算的投资产生的收益”表述为可选择列示行项目，与准则正文第三十五条“应当”列示存在差异，本文以准则正文为准。

图表 3：新列报下至少列示的合计项目与计算关系（第三十五条）

合计 / 总计项目	计算关系
经营利润	分类为经营类别的损益的合计金额
经营及投资利润	经营类别 + 投资类别（即筹资和所得税前利润）
其中：经营利润及以权益法核算的投资产生的收益	经营类别 + 以权益法核算的长期股权投资产生的、符合第 41 条范围的损益
持续经营利润总额	经营类别 + 投资类别 + 筹资类别（所得税影响前）；筹资类别通常为净费用，故实务中以负数列示
利润总额	持续经营利润总额 + 终止经营税前损益；终止经营在利润表中以税后净额列示于“持续经营净利润”之后，故本行仅在无终止经营时等于持续经营利润总额
持续经营净利润	持续经营利润总额-所得税费用
净利润	持续经营净利润 + 终止经营净利润（税后净额）
综合收益总额	净利润 + 其他综合收益的税后净额

来源：财政部，中泰证券研究所；注：左列为利润表列示的合计/总计项目，右列为其计算关系；「其中」行为该项目的附注性列示项

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

1.3 管理层业绩指标（MPM）与施行安排

- **A 股上市险企中平安和太保披露营运利润连续性较好，并将此作为现金红利分配的标尺。**平安自 2018 年实施新金融工具准则后首次披露营运利润，并以此锚定现金红利的增长。根据平安公告，公司计算营运利润以财务报表净利润为基础，剔除短期波动性较大的损益表项目和管理层认为不属于日常营运收支的一次性重大项目及其他。太保自 2019 年起披露营运利润，口径与平安基本一致，但新准则实施后产险营运利润按照长期投资假设计算，波动性相对更低，并自 3Q25 起从此前中报/年报披露更新为季度披露。公司 2025 年年度派息政策明确为，以营运利润为锚、以投资正向贡献而增加股息为辅，兼顾偿付能力约束。国寿于 1H26 中报首次在业绩 PPT 中披露，其“类营运利润”为剔除公开市场权益等短期波动后的净利润（非正式 OPAT），公司现金分红仍以净利润为基础。

图表 4：A 股上市险企营运利润披露现状

公司	是否披露	首次披露时间	指标名称/口径	披露频率	分红是否锚定
中国平安	最系统	2018 年起	营运利润＝净利润-短期投资波动 - 一次性重大项目；含营运 ROE、每股营运收益、分板块及寿险利源分析	季报/中报/年报	锚定
中国太保	披露分项构成，但计算构成相对模糊	2019 年起	口径与平安基本一致，但产险营运利润按照长期投资假设计算	中报/年报，3Q25 起季度披露	“以营运利润为锚、以投资正向贡献而增加股息为辅，兼顾偿付能力约束”
中国人寿	探索起步	2026 年中报首次	“类营运利润”＝剔除公开市场权益等短期波动后的净利润（非正式 OPAT）	1H26 中报首次在业绩 PPT 中披露	仍以净利润为基础

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **本次新披露要求下，营运利润需要披露计算明细，我们预计太保和国寿或许将进一步披露营运利润的明细构成。**根据 CAS30 要求，凡在财务报表之外正式公开的书面资料中使用了准则未要求的损益类合计项目、且用于向使用者传递管理层对企业整体财务业绩某一方面看法的，即构成 MPM，须在附注单独披露其内涵与计算方式，并提供与最接近的准则口径之间的调节表，其中每个调节项目的所得税影响与少数股东损益影响均须列示；新增、停用或变更口径的，还应披露原因及调整后的比较信息。此外，A 股五大上市险企（平安、国寿、太保、新华、人保）均为 A+H 两地上市，属新列报准则 2027 年 1 月 1 日首批执行范围，2027 年一季报起即需列示 2026 年同期比较数据，2026 年年报实际已承担“影子比较期”功能。

2.新列报对上市保险公司利润表影响分析

- **保险公司需要单独适用不同的列报方法，因为其主业与一般企业不同：提供保险服务与利用保费进行投资，都属于险企的主营业务。**而对于一般企业，对特定资产的投资一般不构成经营的主要活动。因此，险企进行投资的相关金融资产及现金类损益、保险财务损益（准则第五十五条第二款）、具有参与分红特征的投资合同负债损益（准则第五十五条第一款）均归入经营类别。但部分项目依然要单独核算，比如以权益法核算的联营合营损益仍归投资类别，借款等筹资成本归入筹资类别，且合并报表需在集团层面重新判断。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

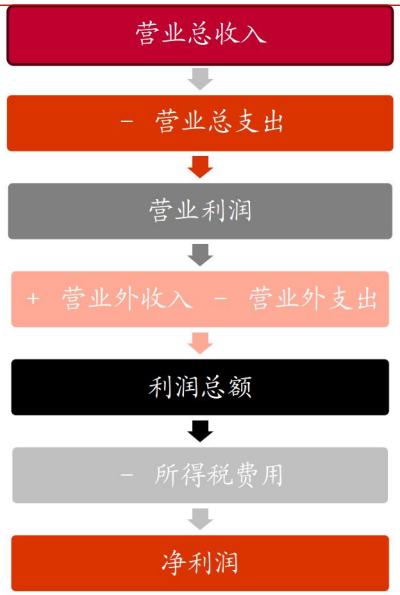
仅供内部参考，请勿外传！

2.1 现行列报与新列报变化示意

- **现行保险公司利润表（现行 CAS 30 及《保险公司财务报表格式》口径）为“营业总收入 － 营业总支出 = 营业利润”两段式结构。**所有损益（含投资收益、利息支出）都混在两个大类里，只产出一个中间指标——营业利润。

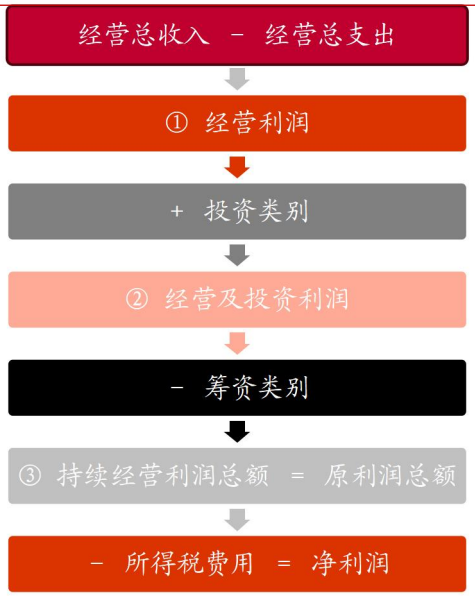
- **新准则下按五分类重构，且不再单列“利润总额”，而以“持续经营利润总额”承担所得税前利润的角色。**新准则下：1）营业外收入／支出并入经营类别的“其他经营类收益”；2）利息支出等筹资类费用从“营业总支出”移出、改在“筹资类别”中扣减；3）投资收益、公允价值变动、减值损失只按资产属性在“经营／投资”间重新分配——三者净影响相互抵销，可得：新“持续经营利润总额” = 现行“营业利润” + 营业外收入 － 营业外支出 = 现行“利润总额”。不存在终止经营时，新旧口径一致，差异仅在于原“营业利润”被拆分为“经营利润”与“经营及投资利润”。实务中，投资者仍可关注利润总额口径，但需适应新列报下“经营利润”等指标的构成逻辑。

图表 5：保险公司旧列报下利润表中间指标



来源：PWC，财政部，中泰证券研究所

图表 6：保险公司新列报下利润表中间指标



来源：PWC，财政部，中泰证券研究所

2.2 对于保险公司投资类投资资产的划分思考

- **现行列报下，利润表“投资收益”以单一科目列报，利息、股利、买卖价差与权益法核算收益混同呈现，使用者难以分辨投资收益的来源与成色。**新列报准则不改变投资收益的确认与计量，但要求按“特定资产”标准对其进行切分：一般规则是：特定资产产生的损益归入投资类别（第四十一条）；但企业以投资特定资产为主要业务活动的，相关损益归入经营类别（第四十六条）——对保险公司而言后者才是主要适用规则，这也是险企绝大部分投资资产的利息、股利及处置收益仍留在“经营类投资收益”的原因，唯一被强制归入投资类别的是采用权益法核算的联营合营企业投资。

- **对保险公司而言，这一拆分的实际影响有限。**险企以投资金融资产为主要业务活动，交易性金融资产、债权投资、其他债权投资等绝大部分投资资产产生的利息、股利及处置收益仍列入经营总收入下的“经营类投资收益”；真正需要重分类的仅是特定资产产生的部分，主要为处置或持有长期股权投资（子公司、合营与联营企业投资）产生的投资收益。

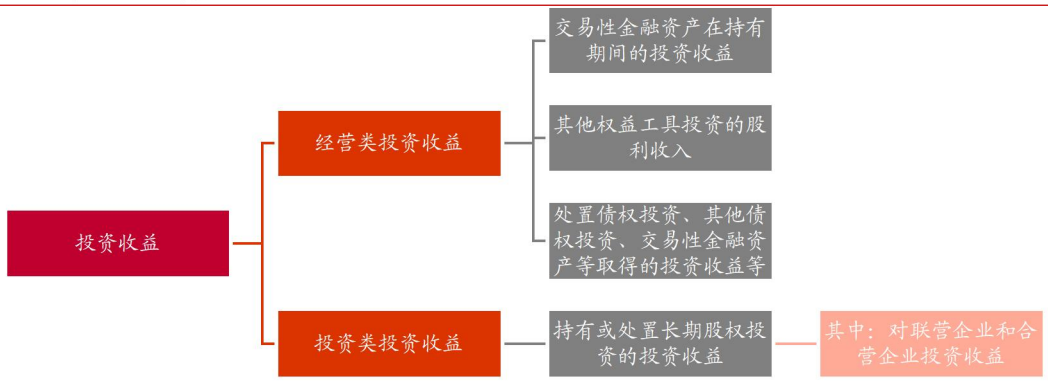
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

- **新列报准则下，保险公司利润表在经营利润之后、经营及投资利润之前单独列示投资类损益，共七个单列项目：**收入端包括投资类投资收益、投资类公允价值变动收益、投资类出租收入、其他投资类收益；支出端包括投资类信用减值损失、其他投资类资产减值损失、投资类出租成本。需要说明的是，上述七个单列项目的具体行次名称与填列口径，目前来源于财政部 2025 年 12 月发布的《保险公司利润表的列报格式和列报方法（修订征求意见稿）》，正式稿尚待发布，行次与口径可能微调。

- **投资类投资收益：**该项目反映分类为投资类别的投资收益或损失，包括持有或处置长期股权投资产生的收益，其中项“对联营企业和合营企业的投资收益”单独列示权益法核算确认的投资收益。

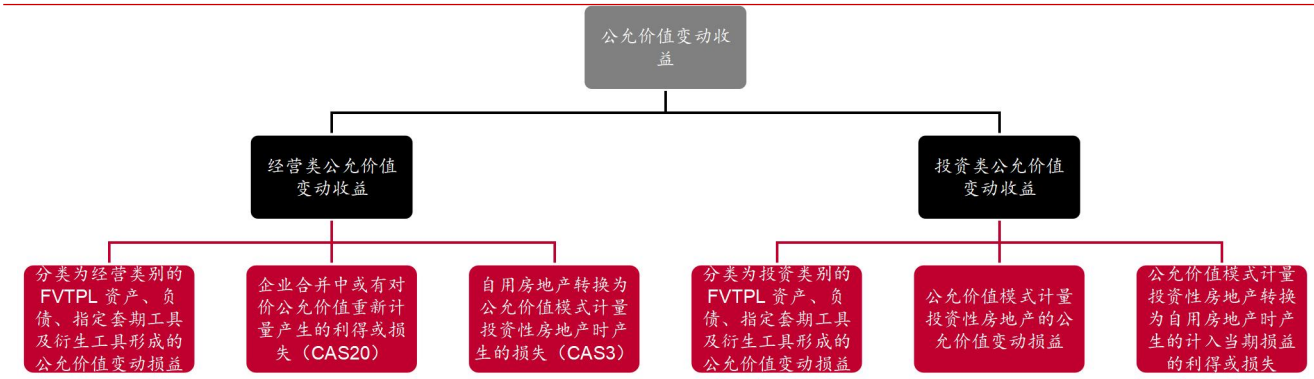
图表 7：新准则下投资收益列报归属



来源：财政部，中泰证券研究所；注：《保险公司利润表的列报格式和列报方法（修订征求意见稿）》项目口径仅供参考，以财政部正式发布稿为准

- **投资类公允价值变动收益：**主要承载公允价值模式投资性房地产的浮盈浮亏。该项目反映分类为投资类别的 FVTPL 资产、负债、指定套期工具和衍生工具公允价值变动形成的损益，包括采用公允价值模式计量的投资性房地产的公允价值变动，以及公允价值模式投资性房地产转换为自用房地产时产生的损益。

图表 8：新准则下公允价值变动收益列报归属



来源：财政部，中泰证券研究所；注：《保险公司利润表的列报格式和列报方法（修订征求意见稿）》项目口径仅供参考，以财政部正式发布稿为准

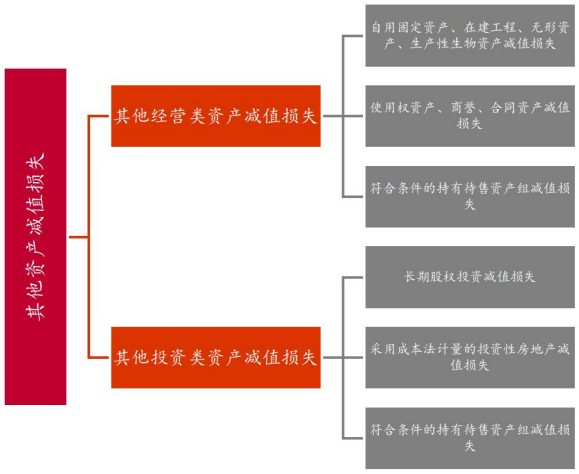
- **两项减值损失的对应切分。**由于投资收益被拆算成经营类投资收益与投资类投资收益，相应会产生其他经营类资产减值损失、其他投资类资产减值损失与经营类信用减值损失、投资类信用减值损失。投资类信用减值损失反映按金融工具准则对特定资产计提的预期信用损失，典型如对投资性房地产产生的应收租金计提的减值；其他投资类资产减值损失主要为长期股权投资、采用成本模式计量的投资性房地产的减值，被划分为持有待售且其资产（所得税资产除外）此前损益均分类为投资类别的资产组，其减值损失亦在此反映。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

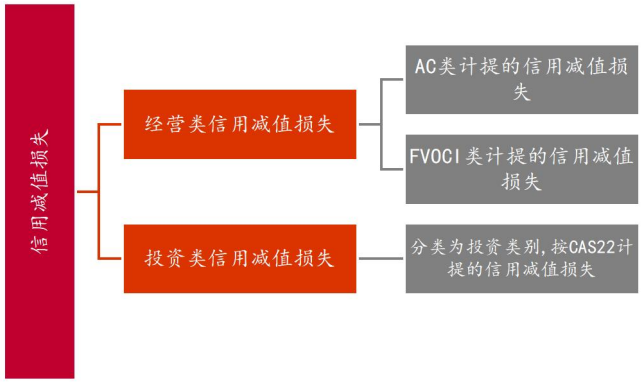
与之对应，经营类信用减值损失覆盖摊余成本计量及 FVOCI 债权投资、贷款等计提的减值，其他经营类资产减值损失则包括自用固定资产、在建工程、无形资产、使用权资产、商誉及合同资产等减值。减值科目的一一对应拆分，使得险企资产质量压力在经营与投资两条线上可分别观察。

图表 9：新准则下其他资产减值损失列报归属



来源：财政部，中泰证券研究所；注：《保险公司利润表的列报格式和列报方法（修订征求意见稿）》项目口径仅供参考，以财政部正式发布稿为准

图表 10：新准则下信用减值损失列报归属



来源：财政部，中泰证券研究所；注：《保险公司利润表的列报格式和列报方法（修订征求意见稿）》项目口径仅供参考，以财政部正式发布稿为准

- **出租收入、出租成本与其他投资类收益三个小项。**投资类出租收入与出租成本分别反映出租投资性房地产等特定资产产生的租金收入和折旧摊销等租赁成本，二者轧差近似投资性房地产的净租金回报。其他投资类收益为兜底项目，主要包括投资性房地产的处置损益、分类为投资类别的汇兑损益等。目前我国保险业持有的投资性房地产占总资产的比例很低（2025 年：中国人寿 0.15%、新华保险 0.60%、中国太保 0.89%、中国人保 0.73%），因此投资类出租收入、出租成本等小项的绝对金额有限，更多体现准则拆分的完整性。此外，第四十条第（四）项将现金及现金等价物亦列为特定资产，其利息收入的归属（投资类别或第四十六条下的经营类别）需结合企业主要业务活动与会计政策选择判断；本报告测算中相关金额较小，暂列经营类利息收入。

2.3 对于联营企业与合营企业权益法确认投资收益列报改变

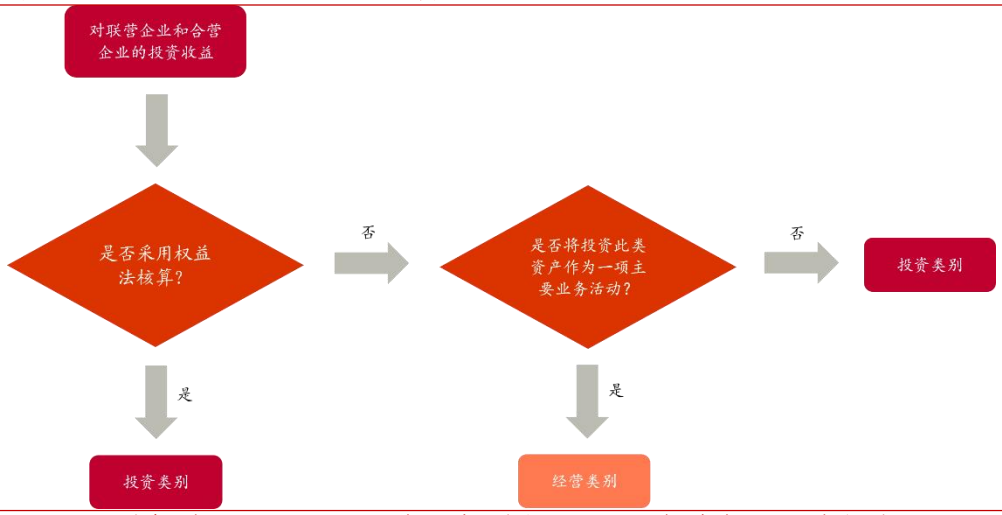
- **权益法核算的联营合营收益须全部计入投资类别。**企业将对联营企业和合营企业投资作为一项主要业务活动，且未采用权益法核算该投资的，相关损益分类为经营类别；但企业采用权益法核算对联营企业和合营企业投资的，应当始终将该投资产生的损益分类为投资类别。这意味着对险企而言不存在按比例拆分或自由裁量的空间，权益法对联营合营企业投资收益均计入利润表“投资类投资收益”科目，并在其中项“对联营企业和合营企业的投资收益”中单独列示。



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表 11：对联营企业和合营企业投资分类确认



来源：财政部，中泰证券研究所；注：CAS30 第七十条允许符合《CAS 2》第三条第（二）项有关要求的企业，将其对联营企业或合营企业投资的核算方法选择从权益法变更为按照《CAS 22》规定的以公允价值计量且其变动计入当期损益；如果企业作出此变更，应当按照《CAS 28》追溯采用该会计政策变更。

- **此项列报调整不改变权益法投资的确认与计量，净利润与利润总额不变。**影响集中于“经营利润”指标，权益法收益剥离至投资类后，经营利润不再包含联营合营企业贡献，对于将此类投资视为经营成果延伸的险企（如参股银行、资管、健康养老等协同板块），经营利润与业务实质的匹配度下降。受影响程度取决于两个指标：一是长期股权投资中权益法资产的规模，二是权益法收益占税前利润的比重，两者越高，经营利润与营业利润的缺口越大。

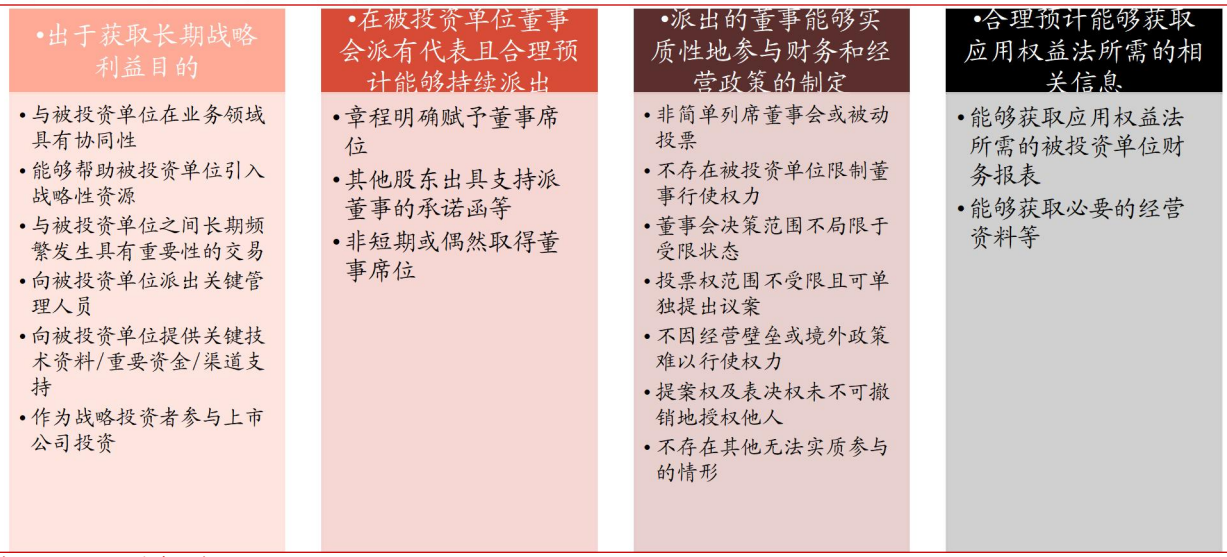
- **该项的列报调整带来一个新的问题，资金成本与投资收益的列报会产生错配。**权益法核算的联营合营企业投资收益归入投资类别，但寿险公司获取该类股权的资金来源于保费形成的保险合同负债，其资金成本体现为承保财务损益。按照准则规定，承保财务损益分类为经营类别并列于经营总支出，这导致投资利润中的联营合营企业收益没有对应的负债资金成本扣减，而经营利润却承担了全部承保财务损益。

- **2026 年 9 月，财政部发布《企业会计准则解释第 22 号（征求意见稿）》。在监管思路上，利润表新列报准则明确了权益法长投收益的列示位置，22 号解释则进一步收紧了权益法的适用条件。**CAS20 明确，投资方持有被投资单位表决权比例低于 20%时，使用权益法必须同时满足四项条件：一是出于获取长期战略利益目的（如业务协同、派出关键管理人员、提供关键技术或资金渠道支持等）；二是能够持续派出董事（如章程明确赋予席位，或取得足够表决权股东支持派董事的承诺函，而非短期、偶然席位）；三是派出董事能实质性参与财务与经营决策（非列席或被动投票）；四是合理预计能获取权益法所需的被投资单位财务报表及经营资料。该规定自 2028 年 1 月 1 日起施行，且明确判断需前后期一致，不得仅以委派或增加董事为由，将本应作为金融资产核算的投资改为权益法。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表 12：投资方持有被投资单位表决权比例低于 20%时，使用权益法必须同时满足四项条件



来源：财政部，中泰证券研究所

- **此外，22 号解释就权益法下廉价购买利得的列报作出专项安排。**初始或追加投资成本小于应享有被投资单位可辨认净资产公允价值份额的差额，执行新列报准则的企业在“其他投资类收益”项下增设“其中：权益法下廉价购买利得”单独反映，并在附注披露投资成本、享有的公允价值份额、计算方法、主要参数及取值依据。该项自 2027 年 1 月 1 日起施行，首次执行时调整比较数据。

- **对新华保险而言，权益法下廉价购买利得的利润列报变化将影响其经营利润。**2025 年公司营业外收入中“购买联营企业成本小于取得的可辨认净资产公允价值份额的差额”达 34.04 亿元。根据年报附注，新华对杭州银行（5.00%）、北京控股（6.38%）、中国金茂（9.03%）、通联支付（9.07%）的持股比例均不足 20%。根据 22 号解释的列报安排，上述 34.04 亿元的利得将归入“其他投资类收益”下的“其中：权益法下廉价购买利得”。

2.4 对于筹资费用的划分思考

- **CAS 30 第四十二条将负债区分为纯筹资交易负债与非纯筹资交易负债。**根据第四十三条，纯筹资交易负债的初始计量、后续计量、终止确认损益，以及直接归属的发行、解除增量费用，均归入筹资类别；根据第四十四条，非纯筹资交易负债按相关准则确认的利息费用（或收入）与利率变动损益，归入筹资类别，其余损益则归入经营类别。

- **三个容易出错的点：**①保险财务损益不是筹资费用——利润表中金额最大的“类利息”项目是“承保财务损失”，但准则第五十五条第 2 款明确归入经营类别，不能因其带“损失”“利息”色彩就放进筹资；②卖出回购的利息支出属筹资类别——它属“以获得现金方式取得融资、后续以转移现金方式偿还”的纯筹资交易负债，尽管实务中常被当作投资端杠杆工具；③其他筹资类费用容易被漏记——租赁负债利息、养老金负债利息现分散于“业务及管理费”“其他业务成本”，新准则要求单列；该部分在新旧口径下净影响为零，但会推高“经营利润”与“经营及投资利润”。

- **筹资类费用被单独剥离后，“经营及投资利润”成为“筹资和所得税前利润”，评估承保与投资两端内生盈利能力时比现行“营业利润”更具可比性**——不同公司因资本结构不同产生的利息负担被隔离在外。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表 13：保险公司筹资类费用构成与归属

项目	典型载体	新列报项目
发行债券（资本补充债、次级债）的利息	应付债券	利息支出（筹资类别）
借款利息	短期借款、长期借款	
卖出回购金融资产款利息	卖出回购金融资产款	
同业拆入资金利息	拆入资金	
租赁负债利息	租赁负债	其他筹资类费用（筹资类别）
养老金负债（设定受益计划）利息	长期应付职工薪酬	
分类为筹资类别的汇兑损益	外币负债	
保险合同负债的承保财务损失	保险合同负债	经营类别
具有参与分红特征的投资合同负债损益		

来源：财政部，中泰证券研究所

3.A 股上市险企经营利润列示测算

- 由于中国平安为集团上市类综合金融类企业，旗下涵盖了保险、银行、资管等多牌照综合金融业务，在计量利息收入、手续费及佣金支出等科目存在多牌照交叉影响，难以准确分拆，因此我们暂不对中国平安报表进行模拟调整。

3.1 分析框架：上市险企利润表拆分方法

- **第一步，投资收益的拆分。**以年报附注“已实现收益、持有期间产生的收益”的列示口径为基础，将按权益法享有或分担的联营合营企业净损益、长期股权投资处置收益归入投资类投资收益。剩余固定收益类、权益类资产的已实现及持有期间收益留列经营类，计入经营类投资收益。

- **第二步，公允价值变动收益的拆分。**逐项对应公允价值变动附注，区分股票、基金、债券、衍生工具等底层资产类别，对采用成本模式计量的投资性房地产（本年计提折旧、不确认公允价值变动），投资类公允价值变动收益记为零，对采用公允价值计量的投资性房地产归入投资类公允价值变动收益。

- **第三步，其他业务收支的拆分。**将其他业务收入中的投资性房地产租金收入归入投资类出租收入，将其他业务成本中投资性房地产对应折旧归入投资类出租成本，租金与折旧轧差后列示净租金收益，其余部分留列经营类。

- **第四步，利息支出拆分、减值切分与其他小项。**将利息支出全额移至筹资类别，并按附注拆分为新列报下“利息支出”与“其他筹资类费用”（如租赁负债利息费用）两个项目。信用减值损失按资产性质切分，其他资产减值损失中长期股权投资计提部分归入其他投资类资产减值损失、经营性资产计提部分留列经营类。如有提取保费准备金、手续费及佣金支出则平移列示。将其他收益与营业外收支净额合并归集为其他经营类收益，若营业外收入中含权益法下廉价购买利得，则单独移入“其他投资类收益”，不再并入“其他经营类收益”。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表 14：主要损益科目在经营类与投资类的拆分口径

投资收益拆分	公允价值变动收益拆分	其他业务收支拆分	减值类科目拆分	利息支出拆分

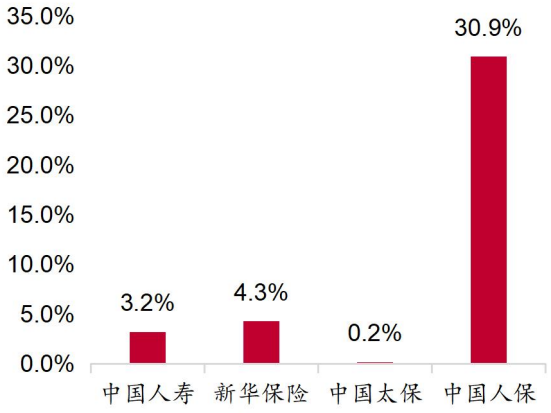
• 投资类投资收益
  • = 已实现（长股投处置收益）
  • + 按权益法核算的对联营企业与合营企业的投资
• 经营类投资收益
  • = 投资收益
  • - 投资类投资收益
	• 投资类公允价值变动收益
	  • = 以公允价值模式计量的投资性房地产的公允价值变动损益
	  • + 将采用公允价值计量的投房转换为自用房地产时产生的计入当期损益的利得或损失
	• 经营类公允价值变动收益
	  • = 公允价值变动收益
	  • - 投资类公允价值变动收益
		• 经营类其他业务收入
		  • = 其他业务收入 - 投资类出租收入
		• 经营类其他业务成本
		  • = 其他业务成本 - 投资类出租成本
		• 其他经营类收益
		  • = 其他收益
		  • ± 营业外收支
		• 其他投资类收益
		  • = 购买联营企业成本小于取得的可辨认净资产公允价值份额的差额
			• 其他投资类资产减值损失
			  • = 长期股权投资减值损失 + 采用成本模式计量的投资性房地产减值损失
			• 其他经营类资产减值损失
			  • = 其他资产减值损失
			  • - 其他投资类资产减值损失
			• 投资类信用减值损失
			  • = 对投资性房地产产生的应收租金等计提的信用减值损失
			• 经营类信用减值损失
			  • = 信用减值损失 - 投资类信用减值损失
				• 其他筹资类费用
				  • = 租赁负债等产生的利息
				  • + 分类为筹资类别的汇兑损益
				• 筹资类利息支出
				  • = 利息支出
				  • - 其他筹资类费用

来源：财政部，中泰证券研究所

3.2 调整结果一览

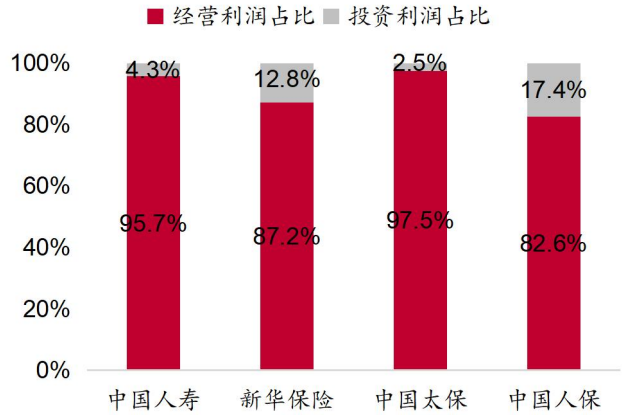
■ **本部分基于上市险企 2025 年年报，按新列报准则的口径对原有利润表进行了手工调整与推算。**由于部分险企年报并未披露测算所需的全部明细科目，且对部分业务活动（如特定主要业务活动）的归类存在主观判断空间，因此下文测算结果与险企未来正式按新准则披露的数据可能存在偏差。本节所呈现的经营利润与投资利润拆分，仅作为观察新准则影响的参考维度，不代表险企的最终实际业绩。本节所列净利润一律采用合并报表口径（含少数股东损益）。

图表 15：旧披露下 2025 年 A 股上市险企长投贡献比



来源：公司公告，中泰证券研究所；注：长投贡献比=对联营企业和合营企业的投资收益/原列报口径下投资收益

图表 16：2025 年 A 股上市险企经营利润与投资利润贡献比



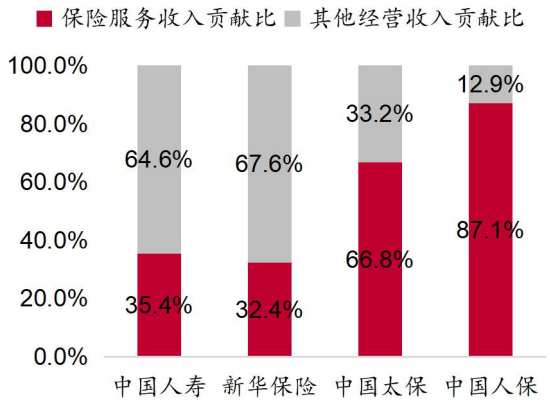
来源：公司公告，中泰证券研究所；注：来源于按新列报口径测算的数据，经营利润贡献比=经营利润/经营及投资利润，投资利润贡献比=投资利润/经营及投资利润

■ **上市险企以经营利润为主体，中国人保受长股投贡献高占比使得投资利润占比高于同业。**旧披露口径下，2025 年长股投贡献比分化显著：中国人保达 30.9%，而中国人寿、新华保险仅 3.2%、4.3%，中国太保更低至 0.2%。新口径测算下，经营利润占比中国太保最高（97.5%），中国人寿次之（95.7%），新华保险、中国人保分别为 87.2%、82.6%；投资利润占比中国人保最高（17.4%），新华保险次之（12.8%，主因当期确认权益法下廉价购买利得 34.04 亿元），中国人寿、中国太保分别为 4.3%、2.5%。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

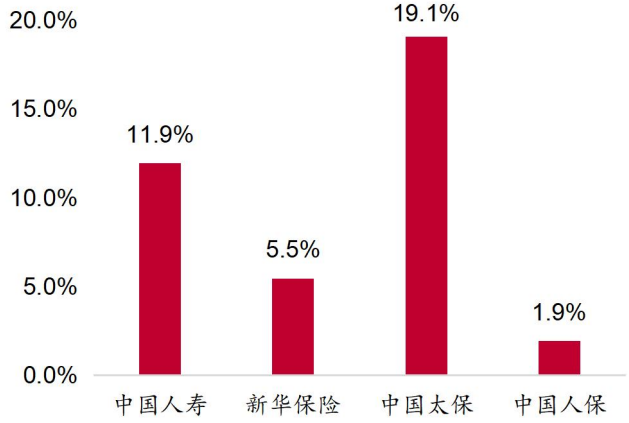
仅供内部参考，请勿外传！

图表 17：2025 年 A 股上市险企保险服务收入贡献比一览



来源：公司公告，中泰证券研究所；注：来源于按新列报口径测算的数据，保险服务收入贡献比=保险服务收入/经营总收入，其他经营收入贡献比=1-保险服务收入/经营总收入

图表 18：2025 年 A 股上市险企经营利润漏损比一览

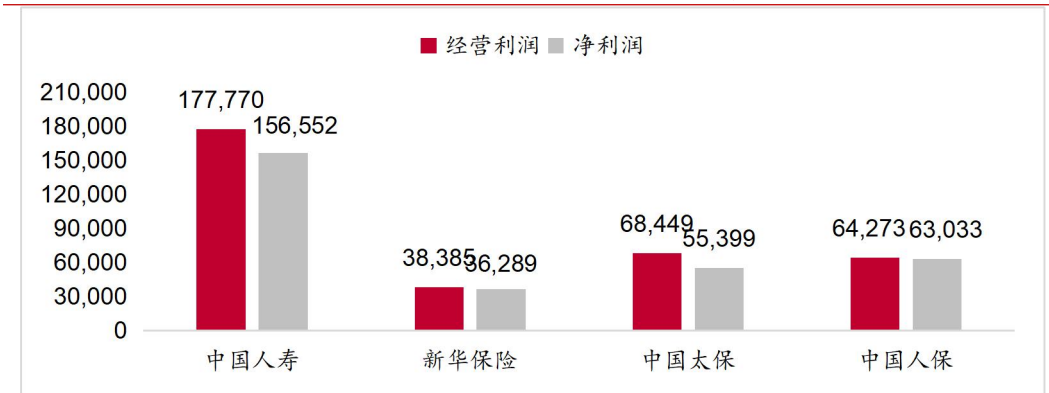


来源：公司公告，中泰证券研究所；注：来源于按新列报口径测算的数据，经营利润漏损比=1-净利润/经营利润（净利润为合并口径）

- **中国人保的保险服务收入贡献比显著高于 A 股同业，主因财险业务占比较高。**经我们测算的保险服务收入贡献比显示，2025 年中国人保的保险服务收入占经营总收入比值高达 87.1%，显著高于中国太保（66.8%）、中国人寿（35.4%）和新华保险（32.4%）。中国人保作为拥有完整产、寿、健、养老牌照的综合集团，人保的收入基本盘由财险业务支撑，相比之下寿险公司主要靠资产端投资收益贡献利润。新华保险该项指标垫底，仅为 32.4%，低于中国人寿的 35.4%，反映出其经营总收入中对投资收益等非保险服务收入的依赖度在上市同业中最高。

- **经营利润与净利润的差额，主要由所得税费用及投资类损益共同决定。**测算显示，中国太保的经营利润漏损比占比最高，达 19.1%，而中国人保仅为 1.9%。结合具体科目对比发现，所得税费用是导致差额的核心因素。太保、人保的所得税费率分别为 16.1%和 15.4%，国寿、新华则较低，为 13.8%和 10.5%。在此基础上，筹资类利息支出规模普遍较小，对总体差额影响有限。剩余差异可归结到各家投资类损益上：其中人保投资利润高达 135.3 亿元（主要由长期股权投资收益贡献），直接使其经营利润与净利润基本持平。

图表 19：2025 年 A 股上市险企经营利润与净利润一览（单位：百万元）



来源：公司公告，中泰证券研究所；注：来源于按新列报口径测算的经营利润与净利润；净利润为合并口径（含少数股东损益）

3.3 中国人寿：投资收益撑起经营基本盘，联营业绩降幅明显

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

- **中国人寿的经营利润高度依赖资产端。**根据我们的新列报测算，2025 年公司保险服务收入占比仅为 35.4%，而经营性投资收益与利息收入合计占比超过 50%。中国人寿 2025 年按权益法核算的长期股权投资净损益同比下降 47.4%。降幅主要来自联营“其他”项，该项由 23.81 亿元降至-21.34 亿元，贡献了近八成降幅；核心资产中广发银行、中国联通、川气东送合计贡献 67.13 亿元，占当期权益法收益的 105.7%，其余联营资产合计亏损（“其他”项-21.34 亿元）。

3.4 新华保险：经营利润高度依赖投资收益，公允价值波动敏感

- **新华保险经营利润高度依赖投资收益，且对公允价值变动更为敏感。**根据我们的新列报测算，公司当期经营类投资收益与经营类公允价值变动收益占经营总收入的比重分别达 32.6%和 13.8%，合计超过 46%。在经营类公允价值变动收益（合计 214.22 亿元）中，221.21 亿元来自交易性金融资产的价值波动，另有交易性金融负债-6.99 亿元，这意味着其经营利润极易受股债市场行情影响。另一方面，公司投资类投资收益占 1.5%（2026 年中报，公司将长股投贡献的投资收益从总投资收益率调整归纳至净投资收益率，一方面拉平了对同业对标口径，同时亦是近年来公司加大 A/H 高息长股投资产布局的综合体现）；加上计入“其他投资类收益”的权益法下廉价购买利得 34.04 亿元，投资类损益合计 56.50 亿元，占经营总收入 3.6%。

3.5 中国太保：利润结构均衡，投资类损益扰动极小

- **中国太保产寿险业务均衡发展，使其在新准则下展现出更稳健的利润结构。**公司当期经营总支出占营收比重达 84.2%，其中保险服务费用占比 58.3%，体现了其承保端较稳健扎实。从投资端来看，新准则对其整体业绩的扰动极小。公司“经营及投资利润”占营收比重（16.2%）与“经营利润”（15.8%）几乎持平，说明非经营类损益的影响微乎其微。其投资类投资收益仅占 0.4%；投资性房地产采用成本模式计量，投资类公允价值变动为零，而经营类公允价值变动收益仍有 299.32 亿元、占经营总收入 6.9%。太保产险承保利润保持稳健，寿险资金风险偏好相对谨慎，且长期股权投资占比较低，综合来看公司的经营利润的平稳性优于可比同业。

3.6 中国人保：长股投贡献收益较大，投资性房地产按公允价值计量

- **中国人保的保险服务收入对经营总收入贡献高于同业。**中国人保 2025 年保险服务收入达 5,707.2 亿元，占经营总收入的 87.1%，奠定了其利润以经营类为主体，经营利润与净利润的差额占比（漏损比）仅为 1.9%。投资端，人保是四家中唯一确认投资类公允价值变动损益的公司（当期为浮亏 8.80 亿元），主要源于部分投资性房地产采用公允价值模式计量。加上权益法净损益与净租金收益，公司投资类利润合计 135.33 亿元。

4.投资建议与风险提示

4.1 投资建议：关注筹码结构良好的非银防御机会

- 当前保险股 PEV 估值重回历史低位，悲观预期较大，关注三季报靴子落地后的布局机会。**建议关注：中国财险、中国太保、中国平安等头部大市值龙头标的。**

4.2 风险提示：准则落地与测算偏差风险

- **本文**测算基于 2025 年年报附注明细手工拆分，部分科目未披露且“特定资产”归类含主观判断，与险企未来正式披露存在偏差；配套利润表格式为征求意见稿；长端利率趋势性下行、权益市场波动，以及研报测算与更新不及时风险。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

附录：上市险企 2025 年新准则披露下利润表模拟及垂直分析

图表 20：A 股上市险企 2025 年新准则披露下利润表模拟（单位：百万元）

利润表（新列报）	中国人寿	新华保险	中国太保	中国人保
一、经营总收入	**604,621**	**155,139**	**432,613**	**655,080**
保险服务收入	214,136	50,297	288,910	570,717
利息收入	128,286	32,515	58,832	31,851
经营类投资收益	188,215	50,645	50,960	31,043
经营类公允价值变动收益	63,307	21,422	29,932	17,024
汇兑损益	-340	-162	-238	-308
其他业务收入	11,191	470	4,039	4,757
资产处置损益	53	0	90	64
其他经营类收益	-227	-48	88	-68
二、经营总支出	**-426,851**	**-116,754**	**-364,164**	**-590,807**
保险服务费用	-148,736	-31,748	-252,121	-527,280
分出保费的分摊	-5,750	-1,920	-15,425	-35,309
减：摊回保险服务费用	5,248	1,505	14,192	28,936
承保财务损失	-258,858	-78,162	-101,835	-45,898
减：分出再保险财务损益	655	324	881	1,111
手续费及佣金支出	-1,787	0	-21	0
税金及附加	-2,136	-131	-568	-507
业务及管理费	-8,107	-2,773	-7,018	-6,787
经营类信用减值损失	-151	-3,479	-1,155	-1,175
其他经营类资产减值损失	-1,047	0	-2	-3
其他业务成本	-6,182	-370	-1,092	-3,895
三、经营利润	**177,770**	**38,385**	**68,449**	**64,273**
加：投资类投资收益	10,242	2,255	1,697	13,893
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	6,353	2,255	94	13,891
投资类公允价值变动收益	0	0	0	-880
投资类出租收入	446	271	740	520
减：投资类信用减值损失	0	0	0	0
其他投资类资产减值损失	-2,228	0	-26	0
投资类出租成本	-443	-280	-628	0
加：其他投资类收益	0	3,404	0	0
其中：权益法下廉价购买利得	0	3,404	0	0
四、经营及投资利润	**185,787**	**44,035**	**70,232**	**77,806**
其中：经营利润及以权益法核算的投资产生的收益	185,923	40,640	70,120	78,166
减：利息支出	-4,158	-3,500	-4,106	-3,211
其他筹资类费用	0	-10	-58	-89
五、持续经营利润总额	**181,629**	**40,525**	**66,068**	**74,506**
减：所得税费用	-25,077	-4,236	-10,669	-11,473
六、持续经营净利润	**156,552**	**36,289**	**55,399**	**63,033**
加：终止经营净利润	0	0	0	0
七、净利润	**156,552**	**36,289**	**55,399**	**63,033**

来源：公司公告，中泰证券研究所；注：太保、人保现行列报中的“提取保费准备金”（分别为-0.78 亿元、-1.10 亿元）在新列报下并入保险服务费用列示

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表 21：A 股上市险企 2025 年新准则披露下利润表模拟下垂直分析

利润表（新列报）	中国人寿	新华保险	中国太保	中国人保
一、经营总收入	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**
保险服务收入	35.4%	32.4%	66.8%	87.1%
利息收入	21.2%	21.0%	13.6%	4.9%
经营类投资收益	31.1%	32.6%	11.8%	4.7%
经营类公允价值变动收益	10.5%	13.8%	6.9%	2.6%
汇兑损益	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%
其他业务收入	1.9%	0.3%	0.9%	0.7%
资产处置损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他经营类收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
二、经营总支出	**-70.6%**	**-75.3%**	**-84.2%**	**-90.2%**
保险服务费用	-24.6%	-20.5%	-58.3%	-80.5%
分出保费的分摊	-1.0%	-1.2%	-3.6%	-5.4%
减：摊回保险服务费用	0.9%	1.0%	3.3%	4.4%
承保财务损失	-42.8%	-50.4%	-23.5%	-7.0%
减：分出再保险财务损益	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
手续费及佣金支出	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
税金及附加	-0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
业务及管理费	-1.3%	-1.8%	-1.6%	-1.0%
经营类信用减值损失	0.0%	-2.2%	-0.3%	-0.2%
其他经营类资产减值损失	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务成本	-1.0%	-0.2%	-0.3%	-0.6%
三、经营利润	**29.4%**	**24.7%**	**15.8%**	**9.8%**
加：投资类投资收益	1.7%	1.5%	0.4%	2.1%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	1.1%	1.5%	0.0%	2.1%
投资类公允价值变动收益	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%
投资类出租收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%
减：投资类信用减值损失	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他投资类资产减值损失	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
投资类出租成本	-0.1%	-0.2%	-0.1%	0.0%
加：其他投资类收益	0.0%	2.2%	0.0%	0.0%
其中：权益法下廉价购买利得	0.0%	2.2%	0.0%	0.0%
四、经营及投资利润	**30.7%**	**28.4%**	**16.2%**	**11.9%**
其中：经营利润及以权益法核算的投资产生的收益	30.5%	26.2%	16.2%	11.9%
减：利息支出	-0.7%	-2.3%	-0.9%	-0.5%
其他筹资类费用	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
五、持续经营利润总额	**30.0%**	**26.1%**	**15.3%**	**11.4%**
减：所得税费用	-4.1%	-2.7%	-2.5%	-1.8%
六、持续经营净利润	**25.9%**	**23.4%**	**12.8%**	**9.6%**
加：终止经营净利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
七、净利润	**25.9%**	**23.4%**	**12.8%**	**9.6%**

来源：公司公告，中泰证券研究所；注：占比以经营总收入为分母

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster