



保险行业研究

买入（维持评级）
行业专题研究报告

证券研究报告

国金证券研究所

 分析师：舒思勤（执业 S1130524040001） 分析师：黄佳慧（执业 S1130525010001） 分析师：夏昌盛（执业 S1130524020003）
shusiqin@gjzq.com.cn huangjiahui@gjzq.com.cn xiachangsheng@gjzq.com.cn

2025 中报综述：投资驱动 Q2 利润改善，财寿险承保端均表现优异

核心观点：

2025H1 五家 A 股上市险企归母净利润合计+3.7%，其中 Q2 在相对高基数下同比+5.9%，主要受益于资产端改善。2025H1 归母净利润增速分别为：新华 33.5%>中国财险 32.3%>人保 16.9%>太平 12.2%>太保 11.0%>阳光 7.8%>国寿 6.9%>平安 -8.8%>友邦-23.1%，其中 Q2 为新华 45.2%>太保 36.5%>平安 8.2%>中国财险 4.8%>人保-0.3%>国寿-31.2%，国寿与人保负增长主要受亏损合同影响（人保影响去年基数）。25H1 太平利润同比正增主要受益于税收减少，资产端表现不佳，平安利润同比负增主要受平安好医生并表及可转债亏损，且 OCI 股票占比高，其浮盈与资本利得未进入利润表。

正营运偏差与投资业绩向好驱动营运利润正增，合同服务边际整体正增长。2025H1 平安、太保集团归母营运利润分别同比+3.7%、+7.1%，平安寿险、太保寿险、友邦保险归母营运利润分别同比+2.5%、+5.0%、+6.6%全面正增长。合同服务边际的摊销是营运利润的稳定来源，整体受益于营运偏差正贡献与新业务价值持续增长，上市险企均实现了正增，增速排序分别为人保+12.0%>阳光+10.3%>友邦+9.2%>太平+2.6%>国寿+1.6%>太保+1.2%>新华+0.7%>平安+0.3%。

DPS 实现超预期增长。上市险企每股分红增速及分红比例为：新华（+24.1%，14.1%）、国寿（+19.0%，16.4%）、人保（+19.0%，12.5%）、中国财险（+15.4%，21.8%）、友邦（+10.1%，18.1%）、平安（+2.2%，22.1%）。当前平安、友邦、太保分红均挂钩营运利润，人保、国寿、太平、阳光等均致力于实现 DPS 持续稳健增长，预计分红稳健性有望提升。

寿险 NBV 延续高增，银保渠道 NBV 贡献提升。可比口径下，2025H1 上市险企 NBV 增速表现分别为：人保+62.7%>阳光+47.2%>平安+39.8%>太保+32.3%>太平+22.9%>国寿+20.3%，未重述去年同期数据的口径下，新华 NBV 仍实现了 58.4% 的增长表现优异，友邦 NBV 增长 15.6%。银保渠道贡献整体提升，阳光、人保寿、新华 NBV 贡献均超 50%，银保渠道 NBV 占比及提升幅度分别为：阳光（61%/+2.4pct）>人保寿险（59%/+9.6pct）>新华（53%/+17.5pct）>太保（38%/+18.4pct）>太平（31%/+5.6pct）>友邦（28%/-1.9pct）>平安（27%/+14.9pct）>国寿（15%/+5.5pct）。

财险非车险保费增速分化，COR 同比改善且表现优异。1）保费：25H1 财险原保费整体低增长，车险增速除众安外均位于 2.8%-3.6%区间，非车险表现分化。2）COR：中国财险（94.8%/-1.4pct）<平安财险（95.2%/-2.6pct）<众安在线（95.6%/-2.3pct）<太保财险（96.3%/-0.8pct），一是大灾情况同比好转，二是报行合一深化，费用率进一步压降。

投资端：投资收益表现分化，债券配置比例表现分化，股票+基金占比整体提升。①投资表现：人保、财险、新华、阳光总投资收益率同比提升，其中新华非年化总投资收益率为 3.0%，高于其他公司；平安、太保、国寿、太平总投资收益率同比下降，大部分公司受交易债影响，其中太平下降 1.3pct 至 1.3%表现最弱，预计股票投资偏弱且 FVPL 债券占比 16%远高于其他公司；平安、新华、人保综合投资收益率同比提升，其中平安、新华表现亮眼，均为 3.1%，平安 OCI 股票浮盈 600 亿元+，同比+114%。②资产配置：上半年除了新华、太平之外，其他公司股票+基金占比均有所提高，平安提高最多至 13.8%，新华占比 18.2%高于其他公司；结构上都增配了股票，大部分公司减配了基金（除国寿）。除太平外，其他公司 OCI 股票占比均有所抬升，其中，平安、阳光占比提升最多（均提升 2pct）且占比最高，分别占投资资产比例为 6.8%、10.7%，除中国财险外其他公司占比在 2%-3.5%之间，国寿 OCI 股票占比最低为 2.0%。

投资建议：

利差改善、行业竞争格局向头部集中的中长期逻辑是本轮保险股行情持续的基石，叠加强贝塔属性与市场共振，持续看好。结合二季报情况以及下半年的利润预期，我们推荐：1）业务质地较好（负增成本低、资产负债情况较好）的头部寿险公司；2）强 β 标的新华保险；3）2 季报表现较好、web3.0 布局积极的众安在线；4）估值便宜、分红险转型构筑先发优势、下半年基数最低的中国太平。

风险提示

监管趋严；权益市场波动；长端利率大幅下行；宏观经济复苏不及预期。



内容目录

1. 财务表现：利润表现分化，资产负债两端均有差异.....	4
1.1 净利润：五家上市险企合计同比+3.7% 其中 Q2 同比+5.9%.....	4
1.2 合同服务边际：普遍实现正增长.....	5
1.3 净资产：增长分化，受益于财险业务增长人保增速领先.....	6
1.4 分红：DPS 同比提升超预期，后续稳健性有望增强.....	6
2. 利源分析：保险服务业绩普遍增长，投资业绩表现分化.....	6
3. 寿险：NBV 延续高增，Margin 普遍提升、新单表现分化.....	7
4. 财险：保费收入稳健增长，COR 整体表现优异.....	12
5. 资产端：二级权益占比普遍提升，总投资收益率分化.....	15
6. 投资建议.....	17
7. 风险提示.....	18

图表目录

图表 1：上市险企归母净利润情况.....	4
图表 2：上市险企总投资收益同比增量对比.....	4
图表 3：上市险企 FVPL 股票资产情况.....	4
图表 4：上市险企营运利润基本实现正增长.....	5
图表 5：合同服务边际摊销比例较为稳定.....	5
图表 6：税前营运利润构成.....	5
图表 7：合同服务边际均实现正增长.....	5
图表 8：上市险企归母净资产表现.....	6
图表 9：上市险企中期分红情况.....	6
图表 10：新准则下，保险集团业绩归因分析（单位：亿元）.....	7
图表 11：新准则下，寿险公司业绩归因分析（单位：亿元）.....	7
图表 12：上市险企 NBV 情况对比.....	7
图表 13：上市险企 NBV 表现分季度对比.....	8
图表 14：上市险企 NBV Margin 同比改善.....	8
图表 15：新单保费表现分化.....	9
图表 16：内含价值变动分析.....	9
图表 17：上市险企个险 NBV 表现.....	10
图表 18：上市险企个险新单保费表现.....	10
图表 19：代理人规模基本稳定.....	10



图表 20: 上市险企代理人产能维持高水平 (元/月/人)	11
图表 21: 上市险企代理人活动率 (%)	11
图表 22: 上市险企银保 NBV 表现	11
图表 23: 上市险企银保新单表现	12
图表 24: 银保渠道贡献整体提升	12
图表 25: 财险保费收入对比	13
图表 26: 车险 & 非车险保费收入对比	13
图表 27: 上市险企 COR 对比	13
图表 28: 上市险企赔付率和费用率对比	13
图表 29: 上市险企车险 COR 对比	14
图表 30: 上市险企非车险 COR 对比	14
图表 31: 中国平安分险种情况	14
图表 32: 中国太保分险种情况	14
图表 33: 中国财险分险种情况	15
图表 34: 上市险企资产配置结构	15
图表 35: 上市险企债券资产分账户情况	16
图表 36: 上市险企股票资产分账户情况	16
图表 37: 上市险企投资收益率对比 (披露)	17
图表 38: 上市险企投资收益率对比 (测算)	17
图表 39: 2025H1 FVPL 债券占资产比例	17



1. 财务表现：利润表现分化，资产负债两端均有差异

1.1 净利润：五家上市险企合计同比+3.7% 其中 Q2 同比+5.9%

2025H1 五家 A 股上市险企归母净利润合计+3.7%，其中 Q2 同比+5.9%，主要受资本市场向好资产端改善驱动。2025H1 上市险企归母净利润增速排序分别为：新华 33.5%>中国财险 32.3%>人保 16.9%>太平 12.2%>太保 11.0%>阳光 7.8%>国寿 6.9%>平安-8.8%>友邦-23.1%，其中 Q2 排序为新华 45.2%>太保 36.5%>平安 8.2%>中国财险（4.8%，中国会计准则）>人保-0.3%>国寿-31.2%，国寿单季度负增长预计受利率下行部分合同转亏影响，人保微负增长主要由于去年寿险的亏损合同转回带来的费用低基数。25H1 太平利润同比正增主要受益于税收减少 65 亿港元，资产端表现不佳，总投资收益减少 155 亿港元，25H1 平安利润同比负增主要受：1) 平安好医生并表及发行的美元、港元可转换债券的转股权价值重估损益等带来负影响 55.7 亿元，2) OCI 股票占比高，其浮盈与资本利得未进入利润表。

Q2 利润弹性与差异主要来自于各公司 FVPL 股票占比差异。2025Q2 各险企总投资收益（利息收入+投资收益+公允价值变动损益-减值损失）增速分别为新华(+37.7%)>人保(+28.3%)>国寿(+27.7%)>太保(+18.2%)>平安(+17.5%)。此外，利率下行背景下 FVPL 债券增值对 Q2 投资收益也有贡献。

图表1：上市险企归母净利润情况

亿元	2025H1	2025H1	同比	2024Q1	2025Q1	同比	2024Q2	2025Q2	同比
中国平安	746	680	-8.8%	367	270	-26.4%	379	410	8.2%
中国人寿	383	409	6.9%	206	288	39.5%	176	121	-31.2%
中国太保	251	279	11.0%	118	96	-18.1%	134	183	36.5%
新华保险	111	148	33.5%	49	59	19.0%	61	89	45.2%
中国太平	60	68	12.2%						
阳光保险	31	34	7.8%						
友邦保险	33	25	-23.1%						
中国人保	227	265	16.9%	90	128	43.4%	137	137	-0.3%
中国财险（中国会计准则）	175	235	34.4%	59	113	92.7%	116	121	4.8%
中国财险（中国香港会计准则）	185	245	32.3%						

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太平为港元、友邦为美元，中国财险（中国会计准则）为净利润口径

图表2：上市险企总投资收益同比增量对比

亿元	平安			太保			国寿			新华			人保		
	25Q1	25Q2	25H1	25Q1	25Q2	25H1	25Q1	25Q2	25H1	25Q1	25Q2	25H1	25Q1	25Q2	25H1
总投资收益	-156	109	-46	-42	51	9	-109	160	51	72	64	135	77	47	124
利息收入	41	49	90	5	8	13	10	23	33	-1	5	4	7	3	10
投资收益	366	74	440	86	62	148	197	287	484	115	63	178	97	24	122
公允价值变动	-563	-13	-576	-134	-16	-151	-319	-149	-467	-50	1	-49	-25	22	-4
减值损失				2	-3	-1	3	-1	2	8	-5	2	-2	-2	-4

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：平安减值损失中包括银行等业务，因此计算时不考虑该科目

图表3：上市险企 FVPL 股票资产情况

	FVPL股票占股票比例						FVPL股票占股票+基金的比例						FVPL股票占投资资产的比例					
	2023	2024H1	2024	2025H1	较年末变动		2023	2024H1	2024	2025H1	较年末变动		2023	2024H1	2024	2025H1	较年末变动	
平安	40.1%	37.9%	39.8%	34.7%	-5.2pct	21.5%	22.4%	25.8%	26.2%	0.4pct	2.5%	2.4%	3.0%	3.6%	0.6pct			
太保	85.6%	79.2%	70.2%	66.2%	-4.0pct	64.3%	61.4%	56.4%	53.6%	-2.8pct	7.2%	7.1%	6.5%	6.4%	-0.1pct			
国寿	96.6%	92.3%	88.0%	77.4%	-10.6pct	65.2%	57.0%	54.6%	49.4%	-5.2pct	7.7%	6.7%	6.7%	6.7%	0.1pct			
新华	95.1%	88.3%	83.1%	81.2%	-1.9pct	52.9%	48.9%	48.9%	50.7%	1.8pct	7.5%	8.9%	9.2%	9.4%	0.2pct			
人保	64.8%	59.5%	54.6%	53.6%	-1.1pct	18.1%	18.8%	22.4%	26.9%	4.5pct	2.1%	1.7%	2.0%	2.9%	0.9pct			
太平	80.2%	66.3%	63.4%	65.1%	1.7pct	46.3%	39.4%	40.6%	42.8%	2.2pct	6.7%	5.0%	5.3%	5.4%	0.1pct			
中国财险	22.2%	21.1%	19.6%	25.6%	6.1pct	9.7%	11.0%	11.2%	16.3%	5.1pct	1.3%	1.3%	1.4%	2.4%	0.9pct			
阳光	42.8%	30.6%	31.0%	29.6%	-1.4pct	39.1%	28.6%	28.8%	27.8%	-1.0pct	4.7%	4.1%	3.8%	4.5%	0.7pct			
合计	76.3%	70.2%	66.2%	58.9%	-7.3pct	46.0%	43.0%	42.7%	40.8%	-1.9pct	5.5%	5.1%	5.3%	5.6%	0.3pct			



来源：各公司财报，国金证券研究所

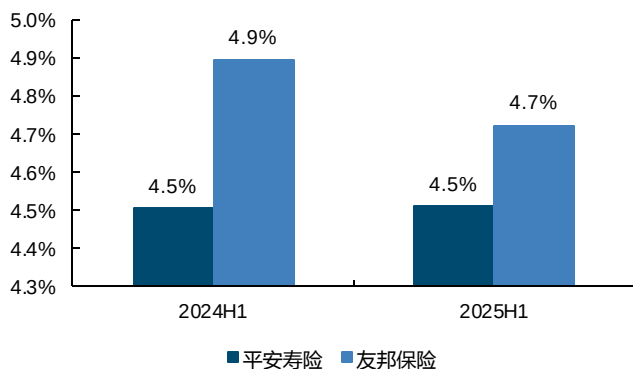
正营运偏差与投资业绩向好驱动营运利润正增。虽然营运利润投资收益率锁定 4.0%，但是投资好转仍有助于提升营运利润：1) 提升投资资产增长水平；2) VFA 模型下投资收益的增长对应要提升公司的利润部分会被 CSM 吸收。2025H1 平安、太保集团归母营运利润分别同比+3.7%、+7.1%，平安寿险、太保寿险、友邦保险归母营运利润分别同比+2.5%、+5.0%、+6.6%全面正增长，预计太保主要受投资向好及营运偏差正贡献影响，展望后续，预定利率快速下调带来利差改善、NBV 持续增长驱动合同服务边际陆续恢复正增、叠加报行合一与险企营运效能的提升，预计后续各险企营运利润有望延续正增长；友邦正增长主要受益于合同服务边际释放同比增长 9.4%，分红险账户权益配置比例更高投资收益更好，致使投资业绩减少 6.2%。

图表4：上市险企营运利润基本实现正增长

亿元	2024H1	2025H1	同比	2024Q1	2025Q1	同比	2024Q2	2025Q2	同比
中国平安	749.9	777.3	3.7%	370.1	379.1	2.4%	379.8	398.3	4.9%
平安人寿	511.6	524.4	2.5%	255.9	268.6	5.0%	255.7	255.7	0.0%
中国太保	186.0	199.1	7.1%						
太保人寿	142.8	150.0	5.0%						
友邦保险	33.9	36.1	6.6%						

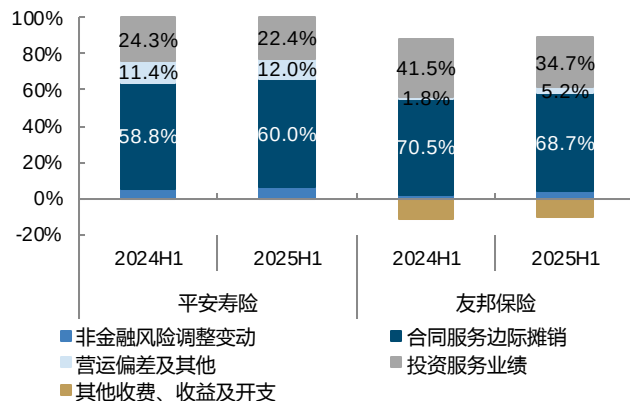
来源：各公司财报，国金证券研究所 注：友邦为美元

图表5：合同服务边际摊销比例较为稳定



来源：各公司财报，国金证券研究所 注：摊销比例以摊销/摊销基础测算

图表6：税前营运利润构成



来源：各公司财报，国金证券研究所

1.2 合同服务边际：普遍实现正增长

合同服务边际的摊销是营运利润的稳定来源，整体受益于营运偏差正贡献与新业务价值持续增长，上市险企均实现了正增长，增速排序分别为人保+12.0%>阳光+10.3%>友邦+9.2%>太平+2.6%>国寿+1.6%>太保+1.2%>新华+0.7%>平安+0.3%；但国寿与太平的新增合同服务边际分别负增长 31.0%、30.5%，主要受利率下行与公司主动缩短新业务久期影响。

图表7：合同服务边际均实现正增长

累计合同服务边际（亿元）	2024	2025H1	较年初	新增合同服务边际（亿元）	2024H1	2025H1	较年初
中国平安	7,313	7,332	0.3%	中国平安	237	252	6.2%
中国太保	3,421	3,464	1.2%	中国太保	89	108	20.9%
中国人寿	7,425	7,547	1.6%	中国人寿	380	262	-31.0%
新华保险	1,759	1,772	0.7%	新华保险	57	61	8.7%
中国太平	2,079	2,132	2.6%	中国太平	134	93	-30.5%
阳光保险	509	561	10.3%	阳光保险			
中国人保	1,127	1,262	12.0%	中国人保	131	172	31.6%
人保寿险	926	1,031	11.4%	人保寿险	79	102	28.1%



累计合同服务边际（亿元）	2024	2025H1	较年初	新增合同服务边际（亿元）	2024H1	2025H1	较年初
人保健康	202	231	14.6%	人保健康	52	71	37.1%
友邦保险	562	614	9.2%	友邦保险	38	44	16.2%

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太平为港元、友邦为美元

1.3 净资产：增长分化，受益于财险业务增长人保增速领先

2025H1 上市险企归母净资产较上年末增速分别为人保+6.1%>太平+3.6%>国寿+2.7%>平安+1.7%>太保-3.3%>阳光-10.1%>新华-13.3%，部分险企负增长主要源于资产端采用即期利率、负债端采用 N 日均线，利率市场波动下即期利率降幅小于 N 日均线，致使 OCI 债券增值对冲不了负债的增提，预计后续国债利率走势趋于平稳，对后续净资产的波动性影响较小。

图表8：上市险企归母净资产表现

亿元	2024	2025Q1	2025H1	较上年末增长
中国平安	9,286	9,397	9,440	1.7%
中国人寿	5,097	5,325	5,236	2.7%
中国太保	2,914	2,636	2,819	-3.3%
新华保险	962	798	834	-13.3%
中国人保	2,687	2,793	2,851	6.1%
中国财险	2,579		2,783	7.9%
阳光保险	21		558	-10.1%
中国太平	871		902	3.6%

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太平为港元

1.4 分红：DPS 同比提升超预期，后续稳健性有望增强

DPS 实现超预期增长。上市险企每股分红增速及分红比例为：新华（+24.1%，14.1%）、国寿（+19.0%，16.4%）、人保（+19.0%，12.5%）、中国财险（+15.4%，21.8%）、友邦（+10.1%，18.1%）、平安（+2.2%，22.1%）。当前平安、友邦、太保分红均挂钩营运利润，人保、国寿、太平、阳光等均致力于实现 DPS 持续稳健增长，预计上市公司分红稳健性有望提升。

图表9：上市险企中期分红情况

元/股	DPS			分红比例		
	2024H1	2025H1	增速	2024H1	2025H1	同比
中国平安	0.93	0.95	2.2%	22.5%	22.1%	-0.3pct
中国人寿	0.20	0.24	19.0%	14.8%	16.4%	1.7pct
新华保险	0.54	0.67	24.1%	15.2%	14.1%	-1.1pct
友邦保险	0.45	0.49	10.1%	18.7%	18.1%	-0.5pct
中国人保	0.06	0.08	19.0%	12.3%	12.5%	0.2pct
中国财险	0.21	0.24	15.4%	25.0%	21.8%	-3.2pct

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：友邦为港元，友邦、平安分红比例为营运利润口径

2. 利源分析：保险服务业绩普遍增长，投资业绩表现分化

降费增效背景下保险服务费用增速放缓，保险服务业绩普遍增长。2025H1，平安、太保、人保、阳光、国寿、新华保险服务业绩分别同比+2.0%、-0.5%、+1.7%、+13.3%、-23.3%、+2.3%，国寿负增长主要源于利率下行致使部分合同转亏损体现在当期保险服务费用中。

投资服务业绩表现分化。2025H1，平安、太保、人保、阳光、国寿、新华保险投资业绩分别较上年同期-118、+29、+77、-9、-53、+42 亿元，负增长一是受去年同期债市表现更



好高基数影响，二是部分险企分红险账户权益配置比例更高投资收益好于传统险，其投资收益在承保财务损益中镜像抵消；正增长主要受益于权益市场向好。

图表10：新准则下，保险集团业绩归因分析（单位：亿元）

	平安			太保			人保			阳光		
	2024H1	2025H1	增速	2024H1	2025H1	增速	2024H1	2025H1	增速	2024H1	2025H1	增速
保险服务收入 (A)	2,746	2,778	1%	1,370	1,418	4%	2,616	2,803	7%	315	324	3%
保险服务费用 (B)	-2,188	-2,203	1%	-1,163	-1,202	3%	-2,275	-2,462	8%	-276	-283	2%
其他 (C)	-19	-26	34%	-0	-10	6867%	-55	-50	-10%	-3	-1	-55%
保险服务业绩 (D=A+B+C)	538	549	2%	207	206	0%	286	291	2%	36	41	13%
承保财务损益 (E)	-789	-818	4%	-430	-400	-7%	-173	-220	27%	-42	-71	69%
投资收益合计 (F)	836	748	-11%	545	544	0%	271	394	46%	86	107	24%
投资业绩 (G=E+F)	47	-71	-249%	115	144	25%	98	175	78%	44	36	-19%
利润总额 (披露)	1,032	920	-11%	294	323	10%	350	425	21%	57	51	-11%
保险服务贡献率	52.2%	59.7%		70.4%	63.9%		81.7%	68.4%		62.7%	79.7%	
投资贡献率	4.6%	-7.7%		39.0%	44.6%		28.0%	41.1%		77.9%	70.6%	
其他贡献率	43.2%	48.0%		-9.5%	-8.4%		-9.7%	-9.5%		-40.6%	-50.3%	

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：①其他 (C) 包括分出保费分摊和摊回保险服务费用；②投资收益合计包括利息收入、利息支出、公允价值变动、投资收益、减值损失等科目

图表11：新准则下，寿险公司业绩归因分析（单位：亿元）

	国寿			新华		
	2024H1	2025H1	同比增速	2024H1	2025H1	同比增速
保险服务收入 (A)	1,066	1,069	0%	234	248	6%
保险服务费用 (B)	-838	-882	5%	-152	-162	7%
其他 (C)	9	-5	-159%	-2	-2	46%
保险服务业绩 (D=A+B+C)	237	182	-23%	81	83	2%
承保财务损益 (E)	-914	-976	7%	-251	-338	35%
投资收益合计 (F)	1,245	1,254	1%	301	430	43%
投资业绩 (G=E+F)	331	278	-16%	50	91	84%
利润总额 (披露)	479	424	-12%	119	162	36%
保险服务贡献率	49.4%	42.9%		67.9%	51.1%	
投资贡献率	69.0%	65.6%		41.7%	56.4%	
其他贡献率	-18.4%	-8.4%		-9.6%	-7.5%	

来源：国金证券研究所 注：①其他 (C) 包括分出保费分摊和摊回保险服务费用；②投资收益合计包括利息收入、利息支出、公允价值变动、投资收益、减值损失等科目

3. 寿险：NBV 延续高增，Margin 普遍提升、新单表现分化

居民储蓄需求依然旺盛叠加预定利率下调后 Margin 提升，NBV 整体延续高增。可比口径下，2025H1 上市险企 NBV 增速表现分别为：人保+62.7%>阳光+47.2%>平安+39.8%>太保+32.3%>太平+22.9%>国寿+20.3%，未重述去年同期数据的口径下，新华 NBV 仍实现了 58.4% 的增长表现优异，友邦 NBV 增长 15.6%。

图表12：上市险企 NBV 情况对比

亿元	4.5%	4.0%		可比口径同比	同比（基数不重述）
	2024H1	2024H1	2025H1		
中国平安	223.2	159.8	223.4	39.8%	0.1%



亿元	4.5%	4.0%		可比口径同比	同比（基数不重述）
	2024H1	2024H1	2025H1		
中国人寿	322.6	237.3	285.5	20.3%	-11.5%
中国太保	90.4	72.1	95.4	32.3%	5.6%
新华保险	39.0		61.8		58.4%
中国太平	73.4	55.1	67.8	22.9%	-7.6%
友邦保险	24.6		28.4		15.6%
阳光保险	37.47	27.22	40.08	47.2%	7.0%
中国人保				62.7%	26.7%
人保寿险	39.4		49.8	71.7%	26.5%
人保健康				51.0%	26.8%

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太平为港元、友邦为美元

图表13：上市险企 NBV 表现分季度对比

亿元	4.5%	4.0%		可比口径同 比	同比(基数不重述)	4.5%	4.0%		可比口径同 比	同比(基数不重述)
	2024Q1	2024Q1	2025Q1			2024Q2	2024Q2	2025Q2		
中国平安	128.9	95.6	128.9	34.9%	0.0%	94.3	64.2	94.4	47.0%	0.1%
中国人寿				4.8%						
中国太保	51.91	41.6	57.8	39.0%	11.3%	38.5	30.6	37.7	23.2%	-2.1%
新华保险				67.9%						
友邦保险	13.27		15.0	12.8%		11.3		13.4		18.9%
人保寿险				31.5%						

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：友邦为美元

受益于预定利率下调，margin 同比实现较好提升。可比口径下排序分别为：平安（26.1%/+8.8pct）>太平（21.6%/+3.1pct）>阳光（21.1%/+7.2pct）>国寿（17.7%/+2.9pct）>太保（15.0%/+0.4pct）>人保寿（12.1%/+5.1pct），未重述去年同期数据的口径下，友邦 Margin 增长 3.8pct 至 57.7% 表现较好，新华下降 3.9pct 至 14.9%，预计主要受缴别缩短、趸交占比提升等因素影响。

图表14：上市险企 NBV Margin 同比改善

	4.5%	4.0%		可比口径同比变动	同比变动（基数不重述）
	2024H1	2024H1	2025H1		
中国平安	24.2%	17.3%	26.1%	8.8%	1.9%
中国人寿	20.1%	14.8%	17.7%	2.9%	-2.4%
中国太保	18.4%	14.7%	15.0%	0.4%	-3.4%
新华保险	18.8%		14.9%		-3.9%
中国太平	24.6%	18.5%	21.6%	3.1%	-3.0%
友邦保险	53.9%		57.7%		3.8%
阳光保险	19.1%	13.9%	21.1%	7.2%	2.0%
中国人保				4.5%	1.1%
人保寿险	11.3%		12.1%	5.1%	0.8%
人保健康				3.8%	1.4%

来源：各公司财报，国金证券研究所

产品、渠道策略差异叠加高基数，新单表现分化。2025H1 新单保费增速排序分别为：新华+100.5%>太保+26.3%>人保+15.4%>友邦+8.7%>太平+2.7%>国寿+0.6%>阳光-3.0%>平安-7.2%，增速因渠道、产品策略差异化，新华上半年主销传统险且银行渠道趸交投放较多实现高增长，太保、国寿等银保渠道趸交投放较多也实现了较好增长，人保主要受益于银保期缴高增。


图表15：新单保费表现分化

亿元	2024H1	2025H1	同比	2024Q1	2025Q1	同比	2024Q2	2025Q2	同比
中国平安	922.2	855.7	-7.2%	566.3	455.9	-19.5%	355.9	399.9	12.3%
中国人寿	1602.7	1612.6	0.6%	1124.4	1074.3	-4.5%	478.2	538.2	12.5%
中国太保	498.8	630.1	26.3%	327.9	423.5	29.2%	170.9	206.6	20.9%
新华保险	211.6	424.3	100.5%	125.9	290.6	130.8%	85.7	133.7	56.0%
中国太平	303.4	311.7	2.7%						
友邦保险	45.5	49.4	8.7%	24.5	26.2	6.9%	21.0	23.3	10.9%
阳光保险	196.1	190.1	-3.0%						
中国人保	627.5	724.4	15.4%	455.2	453.0	-0.5%	172.3	271.4	57.5%
人保寿险	349.8	412.6	18.0%	253.4	224.0	-11.6%	96.4	188.6	95.7%
人保健康	277.7	311.8	12.3%	201.8	229.0	13.5%	75.9	82.8	9.1%

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太平为港元、友邦为美元

NBV、EV 预期回报贡献稳定，投资偏差与营运偏差正贡献，驱动 EV 实现稳健增长。2025H1 内含价值增速排序为：阳光+11.0%>人保+10.9%>太平+8.9%>新华+8.1%>平安+5.5%>国寿+5.5%>太保+4.7%。友邦内含价值权益较上年末+2.9%，增速较低主要受股份回购拖累。

图表16：内含价值变动分析

亿元	国寿	平安	太保	新华	人保	太平	阳光	国寿	平安	太保	新华	人保	太平	阳光
期初内含价值	14011	14226	5623	2584	1498	2342	1158							
EV 预期回报	375	250	125	77			27	2.7%	1.8%	2.2%	3.0%			2.4%
新业务价值创造	285	264	109	62			40	2.0%	1.9%	1.9%	2.4%			3.5%
假设及模型变动		(3)	0				16		0.0%	0.0%				1.4%
市场价值调整	184	14	(0)					1.3%	0.1%	0.0%				
投资回报差异	6	283	27	83			26	0.0%	2.0%	0.5%	3.2%			2.2%
股东分红	(127)	(244)	(70)	(62)				-0.9%	-1.7%	-1.2%	-2.4%			
营运偏差及其他	36	119	38	46				0.3%	0.8%	0.7%	1.8%			
其他	7	106	39	4			18	0.1%	0.7%	0.7%	0.1%			1.6%
期末内含价值	14778	15013	5889	2794	1662	2551	1285	5.5%	5.5%	4.7%	8.1%	10.9%	8.9%	11.0%

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太平为港元，人保为人保健康与人保寿险简单加总

面对预定利率不断下调的预期，2025 年开始各险企都纷纷加大了对于分红险的销售力度，但转型差异较大。1) 国寿：分红险占个险首年期交保费比重超 50%；2) 太保：新保期缴中分红险占比提升至 42.5%，其中代理人渠道新保期缴中分红险占比达 51.0%；3) 新华：分红险新单占比提升至 10.9%；4) 太平：分红险在长险首年期缴保费中占比 87.1%；5) 阳光：个险浮动收益型产品与保障型产品占比超 50%；银保新单期缴中浮动收益型产品占比 27.1%，提升 11.0pct。

1) 个险渠道：NBV 全面正增长，代理人规模稳定且质态提升

Margin 提升驱动绝大部分险企 NBV 高增，新单表现分化。可比口径下，2025H1 上市险企个险渠道 NBV 增速表现分别为：人保+46.2%>阳光+23.6%>太平+22.5%>平安+17.0%>国寿+9.5%>太保-2.5%，未重述去年同期数据的口径下，新华、友邦个险 NBV 仍实现了 11.7%、19.4%的增长表现优异。

1) Margin：受益于预定利率下调与报行合一，Margin 同比实现较好提升，可比口径下排序分别为：平安 (35.9%/+13.5pct) > 阳光 (35.7%/+10.1pct) > 国寿 (32.4%/+9.2pct) > 太保 (26.4%/+1.5pct) > 太平 (22.7%/+3.6pct) > 人保寿 (20.5%/+9.4pct)，未重述去年同期数据的口径下，友邦个险 Margin 提升 4.8pct 至 72.0%表现较好，新华下降 9.9pct 至 20.6%，预计主要受缴别缩短等因素影响。

2) 新单保费：高基数叠加分红险转型，绝大部分险企负增长，增速排序分别为：新华+65.2%>友邦+11.5%>人保+1.3%>太平-2.3%>太保-7.7%>阳光-11.2%>国寿-21.6%>平安-26.9%，新



华高增长预计主要源于公司开门红期间加大了中短缴期传统增额终身寿险销售。

图表17：上市险企个险 NBV 表现

亿元	NBV					Margin				
	4.5%	4.0%	可比口径	同比(基数)	口径同比	4.5%	4.0%	可比口径	口径同比	同比(基数不重述)
	2024H1	2024H1				2024H1	2024H1			
中国平安	181.1	123.0	144.0	17.0%	-20.5%	33.0%	22.4%	35.9%	13.5%	2.9%
中国人寿	292.9	222.2	243.4	9.5%	-16.9%	30.6%	23.2%	32.4%	9.2%	1.8%
中国太保	72.2	58.7	57.2	-2.5%	-20.7%	30.6%	24.9%	26.4%	1.5%	-4.2%
新华保险	27.8		31.1		11.7%	30.5%		20.6%		-9.9%
中国太平	52.4	36.5	44.7	22.5%	-14.8%	27.5%	19.1%	22.7%	3.6%	-4.8%
友邦保险	18.6		22.2		19.4%	67.2%		72.0%		4.8%
阳光保险	13.4	9.9	12.3	23.6%	-8.6%	34.7%	25.6%	35.7%	10.1%	1.0%
中国人保				46.2%	29.7%				12.7%	8.0%
人保寿险	19.7		20.5	38.1%	4.1%	17.7%		20.5%	9.4%	2.7%
人保健康				52.2%	48.9%				10.9%	9.5%

来源：各公司财报，国金证券研究所注：太平为港元、友邦为美元

图表18：上市险企个险新单保费表现

亿元	2024H1	2025H1	同比
中国平安	548.2	400.9	-26.9%
中国人寿	942.8	738.9	-21.6%
中国太保	245.2	226.2	-7.7%
新华保险	91.2	150.6	65.2%
中国太平	190.7	186.3	-2.3%
友邦保险	27.7	30.8	11.5%
阳光保险	38.7	34.4	-11.2%
中国人保	160.0	162.1	1.3%
人保寿险	111.0	100.1	-9.8%
人保健康	49.0	61.9	26.4%

来源：各公司财报，国金证券研究所注：太平为港元、友邦为美元

代理人规模企稳，产能维持高水平。1) 从规模看，截至 2025H1，代理人规模分别为国寿（59.2 万）>平安（34.0 万）>太平（22.5 万）>太保（18.6 万）>新华（13.3 万）>人保寿（7.9 万），较上年末增速分别为太平（-0.6%）>太保（-1.1%）>新华（-2.5%）>国寿（-3.7%）>人保寿（-4.3%）>平安（-6.3%），代理人规模维持相对稳定。2) 从产能看，各险企代理人产能维持高水平，除新华 1.67 万元/人/月以外，其余均在 2 万以上，普遍负增长主要受极高基数影响。

代理人队伍质态整体改善。1) 平安：整体人力中大专及以上学历销售人员占同比提升 1.5pct，但活动率同比下降 6pct 至 49.9%，代理人头部集中明显；代理人收入同比下降 17.3%，其中寿险收入下降 20.7%。2) 太保：新增人力 3.9 万人，同比增长 19.8%；核心人力月人均首年佣金收入 7120 元，同比下降 13.4%，主要受报行合一、新保下滑影响，核心人力月人均首年规模保费 72,870 元，同比增长 12.7%。3) 国寿：队伍优增优育取得实效，优增人力同比提升 27.6%。4) 新华：月均合格人力同比-7%至 2.5 万，月均合格率同比+0.4pct 至 18.6%；月均绩优人力同比-3%至 1.79 万人，月均绩优率 13.3%，同比提升 0.8pct；月均万 C 人力 0.43 万人，万 C 人力占比 3.2%，同比持平；月均人均综合产能 1.67 万元，同比增长 74%。

图表19：代理人规模基本稳定

期末代理人规模（万人）	2024H1	2024	2025Q1	2025H1	同比	较上年末	较 Q1
中国平安	34.0	36.3	33.8	34.0	0.0%	-6.3%	0.6%
中国人寿	62.9	61.5	59.6	59.2	-5.9%	-3.7%	-0.7%

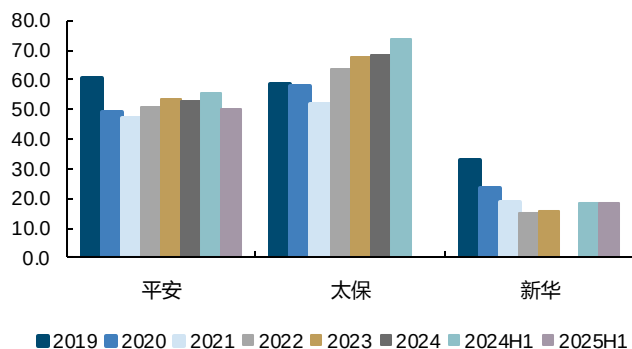
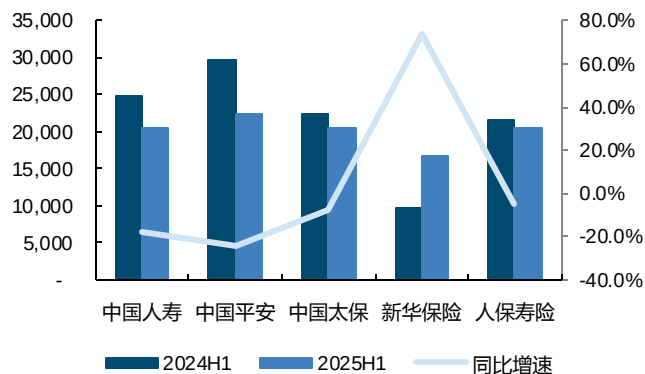


期末代理人规模（万人）	2024H1	2024	2025Q1	2025H1	同比	较上年末	较 Q1
中国太保	18.3	18.8	18.8	18.6	1.6%	-1.1%	-1.1%
新华保险	13.9	13.6		13.3	-4.3%	-2.5%	
人保寿险	8.2	8.3		7.9	-3.4%	-4.3%	
中国太平	22.8	22.6		22.5	-1.3%	-0.6%	

来源：各公司财报，国金证券研究所

图表20：上市险企代理人产能维持高水平（元/月/人）

图表21：上市险企代理人活动率（%）



来源：各公司财报，国金证券研究所

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太保为举绩率，新华为合格率

2）银保渠道：NBV 高速增长，集中度大幅提升

新单保费高速增长叠加 Margin 改善，NBV 大幅高增，预计行业集中度大幅提升。2025H1，可比口径下，上市险企银保渠道 NBV 增速表现分别为国寿+178.7%>平安+168.5%>太保+156.0%>人保+80.9%>阳光+53.0%>太平+23.9%，未重述去年同期数据的口径下，新华银保 NBV 仍实现了 137.1% 的增长表现优异，友邦 NBV 同比+8.4%。

1) Margin：受益于预定利率下调，Margin 同比改善，提升幅度受缴期结构影响。可比口径下，上市险企银保渠道 Margin 分别为：平安（28.6%/+9.7pct）>太平（20.0%/+1.8pct）>阳光（19.0%/+7.2pct）>太保（12.4%/+2.9pct）>国寿（11.7%/+2.8pct）>人保寿险（9.9%/+4.9pct），均实现较大程度提升；未重述去年同期数据的口径下，新华银保 Margin 同比-0.7pct 至 13.1%，预计主要受缴期结构恶化影响（银保趸交投放增长 110 亿至 138 亿元），友邦银保 Margin 同比+1.6pct 至 43.3% 表现优异。

2) 新单保费：受益于报行合一下低基数，与“1+3”网点合作限制放开后头部险企加大资源投入与战略合作，2025H1 银保渠道新单保费绝大多数实现高速增长，增速排序分别为：新华+150.2%>国寿+111.1%>太保+95.6%>平安+77.6%>人保+25.5%>太平+15.2%>友邦+4.4%>阳光-5.2%。今日保数据显示，上半年行业银保新单规模负增长 1.5%，期交新单同比+4.5% 左右，远低于上市险企增速。

图表22：上市险企银保 NBV 表现

亿元	NBV					Margin				
				可比口径同比	同比（基数不重述）				可比口径同比	同比（基数不重述）
	4.5%	4.0%				4.5%	4.0%			
	2024H1	2024H1	2025H1			2024H1	2024H1	2025H1		
中国平安	26.4	22.2	59.7	168.5%	126.1%	22.5%	18.9%	28.6%	9.7%	6.1%
中国人寿	29.7	15.1	42.1	178.7%	41.7%	17.5%		3%		-5.7%
中国太保	17.5	14.1	36.0	156.0%	106.2%	12.5%	9.5%	12.4%	2.9%	-0.1%
新华保险	13.8		32.7		137.1%	13.8%		13.1%		-0.7%
中国太平	18.7	17.0	21.1	23.9%	12.5%	20.0%	18.2%	20.0%	1.8%	0.0%
友邦保险	7.4		8.0		8.4%	41.7%		43.3%		1.6%
阳光保险	22.0	16.0	24.5	53.0%	11.3%	16.2%	11.8%	19.0%	7.2%	2.8%
中国人保				80.9%	16.6%				3.7%	-0.6%
人保寿险	19.3		29.2	107.7%	51.2%	8.6%		9.9%	4.9%	1.2%



人保健康	11.2%	-73.5%	0.2%	-5.9%
------	-------	--------	------	-------

来源：各公司财报，国金证券研究所注：太平为港元、友邦为美元，国寿以整体 NBV-个险 NBV 替代

图表23：上市险企银保新单表现

亿元	新单保费			期缴占比		
	2024H1	2025H1	同比	2024H1	2025H1	同比
中国平安	117.5	208.6	77.6%	52.1%	74.1%	22.1%
中国人寿	169.9	358.7	111.1%	74.6%	47.5%	-27.1%
中国太保	148.4	290.4	95.6%	37.5%	30.4%	-7.1%
新华保险	99.7	249.5	150.2%	71.6%	44.5%	-27.1%
中国太平	94.6	109.0	15.2%	98.6%	94.3%	-4.4%
友邦保险	17.8	18.6	4.4%			
阳光保险	135.8	128.7	-5.2%			
中国人保	318.9	400.2	25.5%	36.8%	43.8%	7.0%
人保寿险	224.0	296.7	32.5%	44.3%	51.5%	7.2%
人保健康	94.9	103.5	9.1%	19.0%	21.5%	2.5%

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太平为港元、友邦为美元

寿险公司银保渠道贡献整体提升，阳光、人保寿、新华 NBV 贡献均超 50%。2025H1 银保渠道 NBV 占比分别为：阳光(61%/+2.4pct)>人保寿险(59%/+9.6pct)>新华(53%/+17.5pct)>太保(38%/+18.4pct)>太平(31%/+5.6pct)>友邦(28%/-1.9pct)>平安(27%/+14.9pct)>国寿(15%/+5.5pct)。新单保费方面，银保渠道占比分别为：人保寿险(72%/+7.9pct)>阳光(68%/-1.5pct)>新华(59%/+11.7pct)>太保(46%/+16.3pct)>友邦(38%/-1.5pct)>太平(35%/+3.8pct)>平安(24%/+11.6pct)>国寿(22%/+11.6pct)。

图表24：银保渠道贡献整体提升

	NBV			新单保费		
	2024H1 (未重述口径)	2025H1	同比	2024H1	2025H1	同比
中国平安	11.8%	26.7%	14.9pct	12.7%	24.4%	11.6pct
中国人寿	9.2%	14.7%	5.5pct	10.6%	22.2%	11.6pct
中国太保	19.3%	37.8%	18.4pct	29.8%	46.1%	16.3pct
新华保险	35.3%	52.8%	17.5pct	47.1%	58.8%	11.7pct
中国太平	25.5%	31.1%	5.6pct	31.2%	35.0%	3.8pct
友邦保险	30.2%	28.3%	-1.9pct	39.2%	37.6%	-1.5pct
阳光保险	58.8%	61.2%	2.4pct	69.3%	67.7%	-1.5pct
中国人保	38.4%	35.4%	-3.0pct	50.8%	55.2%	4.4pct
人保寿险	49.1%	58.7%	9.6pct	64.0%	71.9%	7.9pct
人保健康	24.5%	5.1%	-19.4pct	34.2%	33.2%	-1.0pct

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：国寿 NBV 以整体 NBV-个险 NBV 测算

4. 财险：保费收入稳健增长，COR 整体表现优异

25H1 财险原保费整体低增长，众安(9.3%)>平安(7.1%)>人保(3.6%)>太保(0.9%)，行业整体为 5.1%。除众安外，增速差异主要由非车险带来，车险同比增速在 2.8%-3.6% 区间，差异不大；非车险同比增速分别为：平安(13.8%)>人保(3.8%)>太保(-0.8%)，行业整体增速为 5.6%。

具体来看：1) 平安非车险增速较快主要由健康险+22.5%、农险+15.7%、意外险+25.6%驱动。2) 太保非车险负增长主要由于调结构继续，企财险、农险、责任险分别+11.9%、+4.7%、+3.3%增速较好，健康险-3.8%，其他险种-11.3%（主要受个人信用保证保险基本出清，除此之外的险种+11.1%）。3) 人保财险主要受农险压降商业险叠加去年基数未重述，同比-3.9%拖累，意健险、其他险种分别同比+7.9%、+8.0%维持较好增长，责任险、企财险分别同比



+1.3%、+5.7%，费用管控下实现较好增长。

图表25：财险保费收入对比

亿元	2024Q1	2025Q1	同比	2024Q2	2025Q2	同比	2024H1	2025H1	同比
人保财险	1,740	1,804	3.7%	1380	1429	3.5%	3120	3233	3.6%
平安财险	791	851	7.7%	813	867	6.6%	1604	1719	7.1%
太保财险	625	631	1.0%	505	509	0.7%	1130	1140	0.9%
众安在线	71	80	12.3%	82	87	6.7%	152	167	9.3%
行业	4,905	5,155	5.1%	4271	4490	5.1%	9176	9645	5.1%

来源：各公司财报、金融监管总局，国金证券研究所 注：太保财险保费收入来自于保费收入公告，与财报口径略有差异，此口径包含了12.39亿安信农险的保费

图表26：车险&非车险保费收入对比

车险保费收入（亿元）	2024Q1	2025Q1	同比	2024Q2	2025Q2	同比	2024H1	2025H1	同比
人保财险	692	717	3.5%	701	724	3.2%	1394	1441	3.4%
平安财险	518	537	3.7%	530	549	3.5%	1048	1086	3.6%
太保财险	265	268	1.3%	257	268	4.2%	522	536	2.8%
行业	2142	2234	4.3%	2169	2271	4.7%	4311	4505	4.5%
非车险保费收入（亿元）	2024Q1	2025Q1	同比	2024Q2	2025Q2	同比	2024H1	2025H1	同比
人保财险	1047	1087	3.8%	679	705	3.8%	1726	1792	3.8%
平安财险	273	314	15.1%	283	318	12.5%	556	632	13.8%
太保财险	360	363	0.7%	248	241	-2.9%	609	604	-0.8%
行业	2763	2921	5.7%	2103	2219	5.5%	4865	5140	5.6%

来源：各公司财报、金融监管总局，国金证券研究所

承保盈利方面，COR表现分别为：中国财险（94.8%/-1.4pct）<平安财险（95.2%/-2.6pct）<众安在线（95.6%/-2.3pct）<太保财险（96.3%/-0.8pct），均实现同比改善预计一是受益于大灾情况同比好转，二是车险报行合一全面深化，费用率进一步压降。

具体来看：1）中国财险车险COR同比-2.2pct至94.2%，主要由报行合一监管趋严费用率下降4.1pct带来，新能源车险占比提升致使赔付率上升1.9pct；非车险COR同比-0.1pct至95.7%，其中农险受益于产品结构调整COR同比-0.6pct至88.4%，责任险COR同比-0.5pct至103.6%（其中赔付率+1.5pct，费用率-2.0pct），大灾好转叠加费用改善企财险同比-9.5pct至90.1%，其他险同比+1.0pct至88.6%，但受社保业务影响，意健险COR同比+1.9pct至101.8%，其中赔付率上升6.3pct至71.1%。2）太保财险车险COR同比-1.8pct至95.3%，非车险COR同比+0.4pct至97.6%，剔除个人信用保证保险业务影响后，COR同比-2.3pct至94.8%，具体看，健康险（99.3%，-1.5pct）、农险（98.8%，同+1.0pct）、责任险（99.4%，持平）、企财险（92.8%，-1.3pct）。3）平安财险车险COR同比-2.6pct至95.5%，非车险同比-2.8pct至94.4%，保证险风险出清，且责任险（-0.4pct至97.6%）、健康险（-6.1pct至89.8%）、意外险（-1.1pct至98.4%）同比好转，农险同比+2.1pct至98%，全部实现较好盈利。

图表27：上市险企COR对比

	2024Q1	2025Q1	同比	2024H1	2025H1	同比
中国平安	99.6%	96.6%	-3.0%	97.8%	95.2%	-2.6%
中国太保	98.0%	97.4%	-0.6%	97.1%	96.3%	-0.8%
人保财险	97.9%	94.5%	-3.4%	96.8%	95.3%	-1.5%
中国财险				96.2%	94.8%	-1.4%
众安在线				97.9%	95.6%	-2.3%

来源：各公司财报，国金证券研究所；人保财险、中国财险数据前者是中国会计准则、后则是国际会计准则，差异为农险准备金

图表28：上市险企赔付率和费用率对比

赔付率	2024H1	2025H1	同比	费用率	2024H1	2025H1	同比
中国平安	70.6%	69.2%	-1.4%	中国平安	27.2%	26.0%	-1.2%



赔付率	2024H1	2025H1	同比	费用率	2024H1	2025H1	同比
中国太保	69.6%	69.5%	-0.1%	中国太保	27.5%	26.8%	-0.7%
人保财险	70.7%	72.3%	1.6%	人保财险	26.1%	23.0%	-3.1%
中国财险	70.1%	71.8%	1.7%	中国财险	26.1%	23.0%	-3.1%

来源：各公司财报，国金证券研究所

图表29：上市险企车险 COR 对比

	COR			赔付率			费用率		
	2024H1	2025H1	同比	2024H1	2025H1	同比	2024H1	2025H1	同比
中国平安	98.1%	95.5%	-2.6%						
中国太保	97.1%	95.3%	-1.8%						
人保财险	96.4%	94.2%	-2.2%	71.2%	73.1%	1.9%	25.2%	21.1%	-4.1%
中国财险	96.4%	94.2%	-2.2%	71.2%	73.1%	1.9%	25.2%	21.1%	-4.1%

来源：各公司财报，国金证券研究所

图表30：上市险企非车险 COR 对比

非车险 COR	2024H1	2025H1	同比
中国平安	97.2%	94.4%	-2.8%
中国太保	97.2%	97.6%	+0.4%
人保财险	97.3%	97.0%	-0.3%
中国财险	95.8%	95.7%	-0.1%

来源：各公司财报，国金证券研究所

图表31：中国平安分险种情况

	原保费收入（亿元）			COR		
	2024H1	2025H1	同比增速	2024H1	2025H1	同比变化
车险	1048	1086	3.6%	98.1%	95.5%	-2.6%
责任保险	142	136	-4.0%	98.0%	97.6%	-0.4%
健康保险	101	124	22.5%	95.9%	89.8%	-6.1%
农业保险	73	85	15.7%	95.9%	98.0%	2.1%
意外伤害保险	58	72	25.6%	99.5%	98.4%	-1.1%
其他	182	215	18.3%			
合计	1604	1719	7.1%	97.8%	95.2%	-2.6%

来源：中国平安公司财报，国金证券研究所

图表32：中国太保分险种情况

	原保费收入（亿元）			COR		
	2024H1	2025H1	同比	2024H1	2025H1	同比
机动车辆险	522	536	2.8%	97.1%	95.3%	-1.8%
非机动车辆险	596	592	-0.8%	97.2%	97.6%	0.4%
健康险	161	155	-3.8%	100.8%	99.3%	-1.5%
农业险	137	143	4.7%	97.8%	98.8%	1.0%
责任险	125	129	3.3%	99.4%	99.4%	0.0%
企财险	45	51	11.9%	94.1%	92.8%	-1.3%
其他	129	114	-11.3%			
合计	1,118	1,128	0.9%	97.1%	96.3%	-0.8%

来源：中国太保公司财报，国金证券研究所 注：半年报披露数据，不含安信农险



图表33：中国财险分险种情况

综合成本率	原保费收入（亿元）			COR		
	2024H1	2025H1	同比	2024H1	2025H1	同比
机动车辆险	1,394	1,441	3.4%	96.4%	94.2%	-2.2%
企业财产险	106	112	5.7%	99.6%	90.1%	-9.5%
意外及健康险	766	826	7.9%	99.9%	101.8%	1.9%
责任险	217	219	1.3%	104.1%	103.6%	-0.5%
农险	456	438	-3.9%	89.0%	88.4%	-0.6%
其他险种	182	197	8.0%	87.6%	88.6%	1.0%
合计	3,120	3,233	3.6%	96.2%	94.8%	-1.4%

来源：中国财险公司财报，国金证券研究所

5. 资产端：二级权益占比普遍提升，总投资收益率分化

固收方面，持续增配利率债，部分险企债券占比下滑。2025H1，平安、太保、国寿、新华、太平、人保、阳光债券占比分别较年初-0.9pct、+2.4pct、持平、-1.5pct、+2.0pct、+0.7pct、-4.4pct，寿险公司通过配置利率债拉长资产端久期，除人保外利率债占比均高于70%，财险配置金融债、企业债占比更高。

权益方面，利率延续低位叠加资产荒，上市险企二级权益占比普遍提升。截至2025H1，股票+基金占比及变化分别为：新华（18.2%，-0.2pct）、阳光（15.1%，+1.8pct）、平安（13.8%，+2.1pct）、国寿（13.6%，+1.4pct）、太平（12.7%，-0.4pct）、太保（12.0%，+0.4pct）、人保（10.7%，+1.7pct）。分账户看，各公司持续增配高股息股票以股息补票息从而稳定净投资收益率，OCI股票规模及占比均有大幅提升，截至2025H1，上市险企OCI股票规模及较2024年末增速分别为：平安（4243亿元，+61.2%）、国寿（1403亿元，+133.2%）、太保（957亿元，+25.9%）、阳光（589亿元，+26.4%）、太平（488亿港元，+2.4%）、人保（439亿元，+60.7%）、新华（374亿元，+22.3%），OCI股票占比及较2024年末变动分别为阳光（70.4%，+1.4pct）、平安（65.3%，+5.2pct）、人保（46.4%，+1.1pct）、太平（34.9%，-1.7pct）、太保（33.8%，+4.0pct）、国寿（22.6%，+10.6pct）、新华（18.8%，+1.9pct）。

图表34：上市险企资产配置结构

	平安		太保		国寿		新华		太平		人保		中国财险		阳光保险	
	2024	25H1	2024	25H1	2024	25H1	2024	25H1	2024	25H1	2024	25H1	2024	25H1	2024	25H1
现金等价物及定期存款	7.2%	7.9%	7.8%	8.4%	8.4%	8.2%	19.7%	21.4%	7.2%	7.0%	10.4%	9.3%	14.3%	11.8%	4.0%	9.0%
债券投资	61.7%	60.8%	60.1%	62.4%	59.0%	59.0%	52.1%	50.6%	74.5%	76.5%	49.0%	49.7%	38.4%	41.1%	57.7%	53.3%
股票+基金	11.8%	13.8%	11.6%	12.0%	12.2%	13.6%	18.4%	18.2%	13.0%	12.7%	8.9%	10.7%	12.7%	14.5%	13.3%	15.1%
其中：股票+权益型基金	10.0%	12.6%	11.3%	11.8%											13.3%	15.1%
股票	7.6%	10.5%	9.3%	9.7%	7.6%	8.7%	10.6%	11.2%	8.3%	8.3%	3.7%	5.4%	7.2%	9.2%	12.3%	14.1%
基金	4.1%	3.4%	2.3%	2.3%	4.6%	4.9%	7.8%	7.0%	4.7%	4.3%	5.3%	5.3%	5.4%	5.3%	1.0%	0.9%
长股投	3.5%	3.1%	0.8%	0.4%	4.6%	4.5%	1.9%	2.4%	1.9%	1.6%	10.2%	9.8%	9.9%	9.7%	1.9%	1.9%
投资性房地产	2.3%	2.2%	0.3%	1.0%	0.2%	0.2%	0.5%	0.5%	1.5%	1.4%	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%	1.8%	1.6%
另类投资	13.2%	11.4%	18.8%	15.4%	15.6%	14.5%	6.5%	5.9%	4.8%	4.4%	20.6%	19.6%	22.9%	21.0%	21.3%	19.1%
其中：债权投资计划	3.2%	2.8%	9.7%	8.9%	7.9%	7.4%	2.2%	1.4%	3.9%	3.5%	-	-	4.6%	4.1%	3.4%	3.8%
其他	0.4%	0.7%	0.6%	0.3%	0.0%	0.0%	0.5%	0.5%	-2.9%	-3.6%	0.0%	0.0%	0.8%	0.9%	0.0%	0.0%

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：另类投资包括非标债权、股权、未上市股权、优先股、永续债；新华股票投资中剔除了优先股；阳光基金中不包括债权基金；太平其他包括买入返售证券/卖出回购证券



图表35：上市险企债券资产分账户情况

太保	新华	国寿	平安	人保	中国财险	中国太平	阳光保险
2024 25H1	2024 25H1	2024 25H1	2024 25H1	2024 25H1	2024 25H1	2024 25H1	2024 25H1
政府债 70.8% 73.0%	70.6% 74.7%	74.0% 76.3%	75.6% 77.1%	52.8% 55.6%	47.4% 50.8%		73.5% 73.8%
金融债 18.9% 17.5%	21.9% 17.9%	9.4% 8.0%	19.6% 18.5%	23.7% 21.9%	27.1% 24.2%		23.0% 23.3%
企业债 10.4% 9.4%	7.5% 7.4%	16.6% 15.7%	4.8% 4.5%	23.5% 22.5%	25.5% 25.0%		3.4% 3.0%
太保	新华	国寿	平安	人保	中国财险	中国太平	阳光保险
2024 25H1	2024 25H1	2024 25H1	2024 25H1	2024 25H1	2024 25H1	2024 25H1	2024 25H1
FVPL 16.7% 15.1%	15.1% 13.2%	14.4% 12.6%	16.6% 17.4%	16.7% 15.7%	19.3% 15.5%	23.2% 19.9%	12.9% 13.7%
AC 1.3% 1.1%	30.5% 28.9%	0.3% 0.3%	7.4% 7.1%	18.2% 18.6%	26.3% 28.8%	9.2% 7.5%	0.0% 0.0%
FVOCI 82.0% 83.8%	54.4% 57.9%	85.3% 87.1%	76.0% 75.5%	65.1% 65.6%	54.4% 55.7%	67.7% 72.6%	87.1% 86.3%

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：平安债券为平安集团-平安银行体量，仍比险资债券规模大一些；太平债券分账户中包含了少量非标债权

图表36：上市险企股票资产分账户情况

亿元	FVOCI 股票				FVOCI 股票占股票比例				FVOCI 股票占股票+基金的比例			
	2023	2024	25H1	较上年末增长	2023	2024	25H1	较上年末增长	2023	2024	25H1	较上年末增长
平安	1751	2632	4243	61.2%	59.9%	60.2%	65.3%	5.2pct	32.2%	39.0%	49.4%	10.4pct
太保	271	761	957	25.9%	14.4%	29.8%	33.8%	4.0pct	10.8%	24.0%	27.4%	3.4pct
国寿	148	602	1403	133.2%	3.4%	12.0%	22.6%	10.6pct	2.3%	7.4%	14.4%	7.0pct
新华	53	306	374	22.3%	4.9%	16.9%	18.8%	1.9pct	2.8%	10.0%	11.7%	1.8pct
人保	160	273	439	60.7%	35.2%	45.4%	46.4%	1.1pct	9.8%	18.6%	23.3%	4.7pct
太平	224	476	488	2.4%	19.8%	36.6%	34.9%	-1.7pct	11.4%	23.4%	22.9%	-0.5pct
中国财险	279	392	486	23.8%	77.8%	80.4%	74.4%	-6.1pct	33.9%	45.8%	47.1%	1.3pct
阳光	301	466	589	26.4%	57.2%	69.0%	70.4%	1.4pct	52.3%	64.0%	66.0%	2.0pct
合计（不含中国财险）	2890	5478	8454	54.3%	23.7%	33.8%	41.1%	7.3pct	14.3%	21.8%	28.4%	6.7pct
亿元	FVOCI 股票占投资资产的比例				FVPL 股票							
	2023	2024	25H1	较上年末增长	2023	2024	25H1	较上年末增长				
平安	3.7%	4.6%	6.8%	2.2pct	1,170	1,742	2,250	29.2%				
太保	1.2%	2.8%	3.3%	0.5pct	1,613	1,790	1,874	4.7%				
国寿	0.3%	0.9%	2.0%	1.1pct	4,154	4,409	4,799	8.8%				
新华	0.4%	1.88%	2.2%	0.3pct	1,010	1,502	1,618	7.7%				
人保	1.1%	1.7%	2.5%	0.8pct	295	329	507	54.0%				
太平	1.7%	3.0%	2.9%	-0.2pct	909	826		10.3%				
中国财险	4.7%	5.8%	6.8%	1.0pct	80	96	168	75.4%				
阳光	6.3%	8.5%	10.7%	2.2pct	225	210	248	18.3%				
合计（不含中国财险）	1.7%	2.7%	3.9%	1.2pct	9304	10742	12135	13.0%				

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太平为港元

利率下行资产再配置收益降低，净投资收益率同比下滑，权益市场向好但债市承压叠加高基数，总/综合投资收益率表现分化。1) 2025H1 上市险企未年化净投资收益率表现分别为：人保(1.9%/持平)>平安(1.8%/-0.2pct)>太保(1.7%/-0.1pct)>太平(1.6%/-0.2pct)>新华(1.5%/-0.1pct)，国寿、阳光部分年化后分别为 2.8%、3.8%，同比分别-0.3pct、-0.2pct。2) 2025H1 上市险企未年化总投资收益率表现分别为：新华(3.0%/+0.6pct)>人保(2.6%/+0.5pct)>太保(2.3%/-0.4pct)>平安(1.9%/-0.3pct)>太平(1.3%/-1.3pct)，国寿、阳光部分年化后分别为 3.3%、4.0%，同比分别-0.3pct、+0.2pct，25H1 债市整体大幅弱于去年同期，大部分公司受交易债影响，太平表现偏弱，一方面预计股票投资偏弱，另一方面公司 FVPL 债券占比 16%，远高于其他公司（不到 10%）。3) 剔除 FVOCI 债券的浮



盈，综合投资收益率表现分别为：新华（3.1%/+0.6pct）=平安（3.1%/+0.3pct）>人保（2.8%/+0.5pct）>太保（2.4%/-0.6pct）>太平（1.5%/-1.6pct），阳光部分年化后为 5.1%，同比-0.2pct，其中平安、新华表现亮眼，平安 OCI 股票浮盈 600 亿元+，同比+114%。

图表37：上市险企投资收益率对比（披露）

	净投资收益率			总投资收益率			综合投资收益率		
	2024H1	2025H1	同比变动	2024H1	2025H1	同比变动	2024H1	2025H1	同比变动
平安（非年化）	2.0%	1.8%	-0.2pct	2.2%	1.9%	-0.3pct	2.8%	3.1%	0.3pct
太保（非年化）	1.8%	1.7%	-0.1pct	2.7%	2.3%	-0.4pct	3.0%	2.4%	-0.6pct
国寿（部分年化）	3.0%	2.8%	-0.3pct	3.6%	3.3%	-0.3pct			
新华（非年化）	1.6%	1.5%	-0.1pct	2.4%	3.0%	0.6pct	2.5%	3.1%	0.6pct
太平（非年化）	1.7%	1.6%	-0.2pct	2.6%	1.3%	-1.3pct	3.0%	1.5%	-1.6pct
人保（非年化）	1.9%	1.9%	0.0pct	2.1%	2.6%	0.5pct	2.3%	2.8%	0.5pct
人保财险（非年化）				2.4%	2.6%	0.2pct			
阳光（部分年化）	4.0%	3.8%	-0.2pct	3.8%	4.0%	0.2pct	5.3%	5.1%	-0.2pct

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：①阳光、国寿数据为部分年化，不可与其他险企直接对比，其中国寿仅对固定到期类资产的利息收入和投资性房地产的租金收入等进行年化，阳光仅对固定收益类金融资产的利息收入、权益类金融资产的股息收入、投资性房地产的经营租赁收入、应占联营企业和合营企业收益及亏损、买入返售证券及活期存款的利息收入进行年化处理；②综合投资收益率口径中剔除了 OCI 债券的浮盈；③国寿 2023 年数据是基于旧金融工具准则

图表38：上市险企投资收益率对比（测算）

	总投资收益率		同比变动	综合投资收益率		同比变动
	2024H1	2025H1		2024H1	2025H1	
平安	2.0%	1.6%	-0.4pct	2.6%	2.6%	0.1pct
太保	2.4%	2.0%	-0.4pct	2.5%	2.3%	-0.2pct
国寿	2.1%	1.9%	-0.3pct	2.3%	2.0%	-0.3pct
新华	2.3%	2.7%	0.4pct	2.3%	2.8%	0.5pct
人保	2.0%	2.4%	0.5pct	2.2%	2.7%	0.5pct
太平	2.6%	1.3%	-1.3pct	3.0%	1.5%	-1.5pct
阳光	1.7%	1.9%	0.2pct	3.0%	2.9%	-0.1pct

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：总投资收益率=总投资收益/平均投资资产，由于披露的数据中，平安、国寿、新华、阳光的分母剔除了 OCI 债券的累计浮盈，我们没有剔除，因此我们的测算和披露数据比更小

图表39：2025H1FVPL 债券占资产比例

亿元	FVPL 债券	投资资产（平安为总资产口径）	FVPL 债券占比
平安	10,999	135,096	8.1%
太保	2,762	29,247	9.4%
国寿	5,296	71,272	7.4%
新华	1,142	17,125	6.7%
太平	2,676	16,833	15.9%
人保	1,376	17,607	7.8%
人保财险	453	7,115	6.4%
阳光	416	5,919	7.0%

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太平为港元

6. 投资建议

利差改善、行业竞争格局向头部集中的中长期逻辑是本轮保险股行情持续的基石，叠加强贝塔属性与市场共振，持续看好。1) 利差修复：一是，9 月将下调预定利率，新保单负债成本将进一步下降，存量负债成本预计将于明年开始下降。二是，预计头部公司负债



成本本来处于较低水平，利差安全垫足够。三是，利差在当前水平窄幅震荡，之前对于利率快速下行的预期有所扭转，叠加保险公司加仓权益（上半年权益仓位提升 1pct，规模增加 9000 亿元），权益市场向好的情况下，保险公司综合投资收益率中枢预计平稳。综上，利差中长期在改善以及利差预期也在修复。2）在报行合一、分红险转型的推进下，行业集中度快速提升，且趋势将延续。3）具有强贝塔属性，最受益于股市上涨。

结合二季报情况以及下半年的利润预期，我们推荐：1）业务质地较好（负增成本低、资产负债情况较好）的头部寿险公司；2）强β标的新华保险；3）2 季报表现较好、web3.0 布局积极的众安在线；4）估值便宜、分红险转型构筑先发优势、下半年基数最低的中国太平。

7. 风险提示

- 1) 监管趋严：若前端销售的监管政策趋严，或导致各保险公司新单增长不及预期；
- 2) 权益市场波动：将直接降低保险公司的投资收益从而拖累利润表现；
- 3) 长端利率大幅下行：净资产波动加大、投资收益减少，将进一步引发市场对保险公司利差损的担忧，对保险公司估值水平形成压制；
- 4) 宏观经济复苏不及预期：压制保险需求释放。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国门内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究