

2026 年 02 月 25 日

投资评级：看好（维持）

证券分析师

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

联系人

板块表现：



从友邦保险经验比较，看好中资保险估值有望提升

——基于新业务恢复增长、利率敏感性减弱和审慎的精算假设角度

投资要点：

- **友邦保险上市以来股价和估值表现良好。**截至 25 年末友邦的内含价值（PEV）倍数约为 1.48 倍，我们认为业务的高增长性、价值对利率的弱敏感性和精算假设的审慎性或有利于提升保险公司的估值。经过这两年的发展，中资保险公司已经在上述三点上取得进步，有望在估值上有进一步提升。
- **中资寿险公司新业务恢复较快增长，有望驱动内含价值（EV）、服务边际（CSM）等多个指标回暖。**友邦保险 24 年的 NBV 绝对值约为 19 年数值的 113%，NBV 的较快增长决定了未来利润的释放体量和股东回报，核心的 ROEV、营运 ROE 和 CSM 指标都表现良好；中资寿险公司前几年受代理人渠道疲弱等影响，24 年 NBV 的绝对值仅为 19 年同期的 37.6%–86.6%，但随着各家公司银行渠道网点渗透的加快，代理人渠道“产品+服务”和“差异化账户”带来的产能提升，看好 26 年中资寿险公司 NBV 有望继续较快增长，中国人寿和中国平安的 CSM 在历经 2023–2024 年的下降后，也于 25 年上半年实现了相较于 25 年初的正增长。
- **有效的资产负债久期管理和分红险转型使得中资寿险的价值对利率的敏感性减弱，有助于估值提升。**友邦保险 25H1 的敏感性测试显示如果利率下降 50bp，其 NBV 仅下降 1.9%，较低的敏感性使得友邦的价值较少受到外部周期性的利率变动影响，潜在的利差损风险较低，从而有利于估值。中资保险近年来也在这方面取得进步：1）久期管理上，太保固收类资产久期由 20 年的 6.2 年拉长至 25 年 6 月末的 12 年，同时 30 年以上国债和地方政府债的供给由 21 年的 1.2 万亿大幅提升至 25 年的 3.8 万亿，有利于大型险资完成久期的管理；2）分红险转型进展较好：中国太平 25 上半年全渠道的长险新单中，分红险占比达到了 91.3%，使得相比 2024H1，2025H1 中国太平新业务价值受不利情景负面影响的幅度由 30.5%大幅缩减至 5.5%。
- **中资寿险公司审慎调整精算假设，当前假设已和友邦中国较为接近。**精算假设的审慎性影响投资者对寿险公司价值的可信性，经过 23–24 年两次精算调整后，中资寿险公司 EV 的夯实程度达到 10–40%，以中国人寿为例，当前 4%的投资收益率假设和 7.2–8%的风险贴现率假设已经和友邦中国对股票和 10 年期国债 8%和 2.7%的长期投资收益率接近，精算假设的合理有助于估值的提升。
- **投资分析意见。**我们看好中资保险公司估值有望提升，维持行业“看好”评级。推荐标的包括：1、中国人寿：个险队伍质态较好，利润弹性较大；2、中国平安：银保渠道 NBV 或将继续高增，减值风险可能减少；3、中国财险：车险和非车险业务均有政策支持，预计未来可释放利润较多。建议关注：中国人民保险集团（H 股）：财险业务较为坚挺，当前股价隐含的寿险估值较低。
- **风险提示。**寿险新单保费大幅下降、权益市场大幅下跌、长端利率大幅下降、自然灾害大幅增加

1. 友邦保险上市后股价表现较好，估值较高

友邦保险自2010年在香港交易所上市以来,股价表现较好,25年末友邦的内含价值(PEV)倍数约为1.48倍(备注:25年EV采用25年中报披露数据),我们认为业务的高增长性、价值对利率的弱敏感性和精算假设的审慎性或有利于提升保险公司的估值,而经过这两年的发展,中资保险公司已经在上述三点上取得进步,有望在估值上有进一步提升。

图表 1: 友邦保险的 PEV 估值



资料来源: wind, 友邦保险公告, 华源证券研究所

备注: 25 年 EV 采用 25 年中报披露数据

2. 中资寿险新业务恢复增长，利率敏感性变弱，精算假设审慎性变好

2.1. 友邦近年来新业务表现理想，中资寿险公司有望恢复较快的新业务增长

凭借中国内地有序的地域扩张(天津、河北、湖北、四川、河南、安徽等多个新机构)、中国香港地区新产品的迭代和中国内地访客客户群的卓越增长,以及新加坡高净值客户之财富产品的强劲销售,友邦保险近年来新业务价值(NBV)实现较快的增长,25年前三季度NBV同比增长18%至43.14亿美元,24年的NBV绝对值约为19年数值的113%。

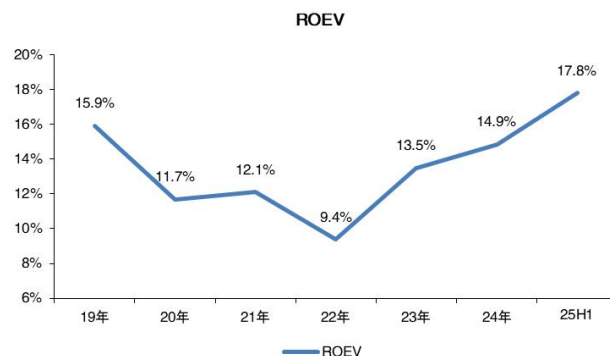
NBV的较快增长是内含价值营运回报率(ROEV)、营运ROE和服务边际(CSM)增长的核心动力,决定了未来利润的释放体量和股东回报,友邦保险在较快的NBV增速下多项核心指标表现理想:1)25H1年化ROEV达到17.8%;2)25年6月末CSM余额较22年末增加22.2%至614亿美元;3)25H1营运ROE同比增加140bp至16.2%。

图表 2：友邦保险新业务价值情况：百万美元，%



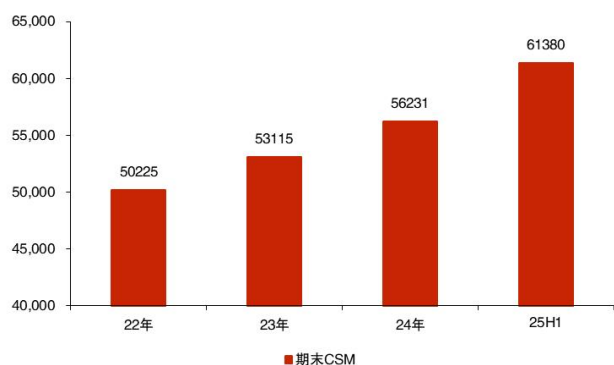
资料来源：友邦保险公告，华源证券研究所

图表 3：友邦保险内含价值营运回报（ROEV）：%



资料来源：友邦保险公告，华源证券研究所

图表 4：友邦保险服务边际：百万美元



资料来源：友邦保险公告，华源证券研究所

图表 5：友邦保险营运 ROE：%



资料来源：友邦保险公告，华源证券研究所

中资寿险公司前几年受 2020 年公共卫生事件以及代理人渠道疲弱等影响，24 年 NBV 的绝对值仅为 19 年同期绝对值的 37.6%–86.6%，从而导致 EV 增速和 CSM 增速的偏弱。但随着各家公司银行渠道网点渗透的加快，代理人渠道“产品+服务”和“差异化账户”带来的产能提升，25 年前三季度主要保险公司的新业务价值取得了 30%–80%较快增长，中国人寿和中国平安的服务边际（CSM）在历经 2023–2024 年的下降后，也于 25 年上半年实现了相较于 25 年初的正增长。我们认为 26 年银行存款到期再配置或有利于保险产品的销售，看好 26 年中资寿险公司 NBV 有望继续较快增长，从而带动 EV 和 CSM 等核心指标的增长，从而实现更好的股东回报。

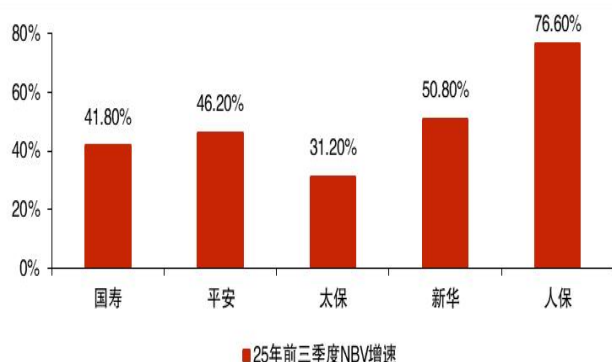
图表 6：友邦和主要中资寿险公司的 NBV 比对：百万美元，百万人民币

NBV 比对	友邦集团	友邦中国	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国人保
24 年	4712	1217	28534	33709	13258	6253	5361
19 年	4154	1167	75945	58698	24597	9779	6188
24 年/19 年	113.4%	104.3%	37.6%	57.4%	53.9%	63.9%	86.6%

资料来源：各公司年报，华源证券研究所

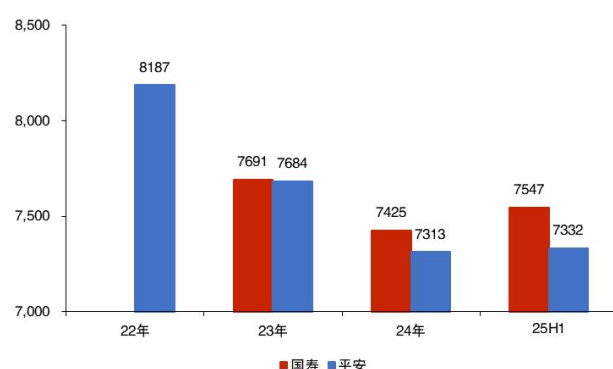
备注：友邦集团和友邦中国数据单位为百万美元；其他数据单位为百万元人民币

图表 7：主要中资寿险公司 25 年前三季度 NBV 增速：%



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

图表 8：中国人寿和中国平安服务边际（CSM）余额：亿元

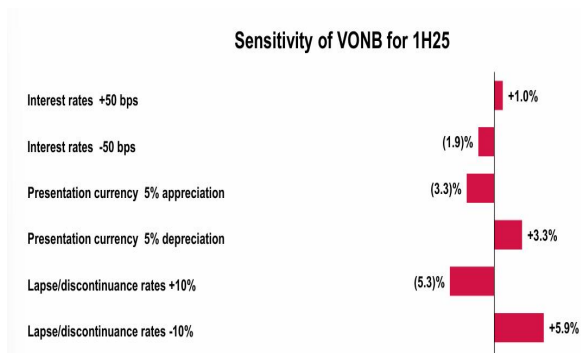


资料来源：中国人寿和中国平安公告，华源证券研究所

2.2. 受益于分红险转型和久期缺口的缩小，中资寿险公司价值对利率的敏感性减弱

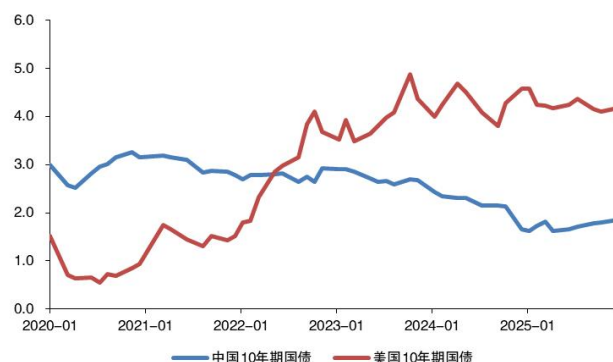
友邦保险价值对利率较低的敏感性或是其估值较好的原因之一。以友邦保险 25H1 的新业务价值为例，利率下降 50bp，友邦保险的 NBV 下降幅度仅为 1.9%，较低的敏感性使得友邦保险的价值较少受到外部周期性的利率变动影响，潜在的利差损风险较低。

图表 9：友邦保险 nbv 对利率的敏感性较弱：%



资料来源：友邦保险公告，华源证券研究所

图表 10：长期看中美利率变化较大：%

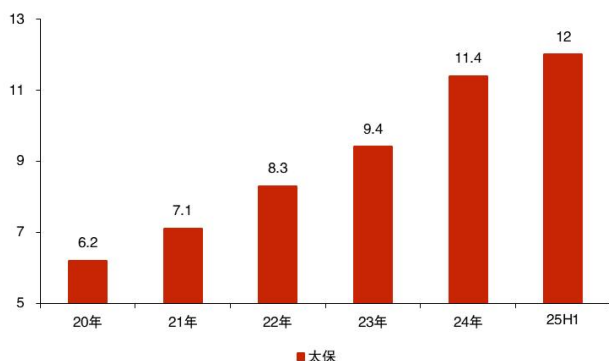


资料来源：wind，华源证券研究所

中资寿险公司近年来通过积极的资产负债久期管理和分红险转型，我们预计未来其 EV 和 NBV 等价值指标对利率和投资收益率的敏感性也将减弱，从而有利于估值的提升：

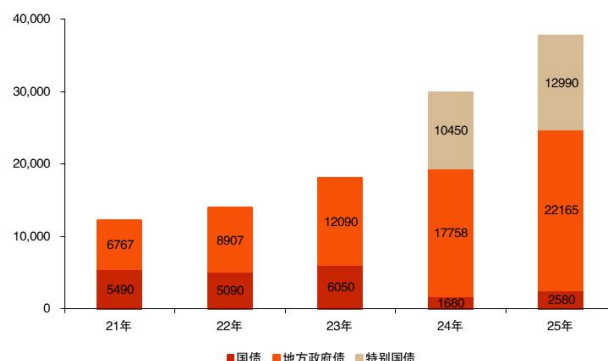
1、积极的资产负债久期管理：近年来多家公司积极管理久期缺口，以中国太保为例，其固定收益率资产久期由 20 年的 6.2 年拉长至 25 年 6 月末的 12 年；在供给上随着超长期地方政府债券和特别国债发行规模的提升，30 年以上国债和地方政府债的供给由 21 年的 1.2 万亿大幅提升至 25 年的 3.8 万亿，有利于大型险资完成久期的管理。

图表 11：中国太保固收类资产的久期：年



资料来源：中国太保公告，华源证券研究所

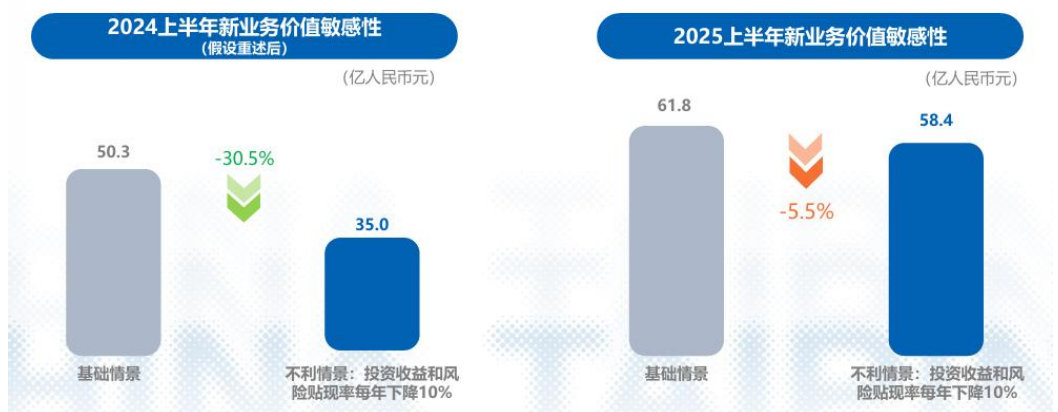
图表 12：30 年及以上国债和地方政府债发行规模：亿元



资料来源：wind，华源证券研究所

2、较为成功的分红险转型：分红险的预定利率较低，且分红险的服务边际 CSM 对利率的周期性变动具有吸收作用，从而缓释对价值的影响。以中国太平为例，25 上半年其全渠道的长险新单中，分红险占比达到了 91.3%，得益于新业务中分红险占比大幅优化，中国太平的新业务价值含金量显著提升：相比 2024 年上半年，2025 年上半年中国太平新业务价值受不利情景负面影响的幅度由 30.5%大幅缩减至 5.5%。

图表 13：中国太平新业务价值的敏感性大幅下降



资料来源：中国太平公告，华源证券研究所

2.3. 中资寿险公司审慎调整精算假设，当前假设已和友邦中国较为接近

寿险公司具有长期经营的特殊性，其已销售但尚未到期保单的价值依赖对未来投资收益率、风险贴现率、发病率等多个精算假设，若假设和市场对未来的预期有较大出入，则会引发投资者对价值预测可靠性的怀疑，从而影响估值。

友邦保险重视对精算假设的评估，根据市场的变化会对经济假设等精算假设审慎评估和调整，主要调整的数据包括各经营主体在当地的长期 10 年期国债收益率，风险贴现率和股票投资收益率，截至 2024 年末，集团的加权平均风险溢价（风险贴现率-10 年期国债收益率）为 4.65%，仅较上市初期的 2010 年 11 月末的 5.10%下降 45bp，考虑到上市 14 年以来

公司的积累了大量净资产，抵御风险的能力大幅增强，这一小幅下滑体现了精算假设的审慎性。

图表 14：友邦保险精算假设变化

%	As at 30 Nov 2010			As at 31 Dec 2024		
	Risk Discount Rates	Long-term 10-year Govt Bonds	Risk Premium	Risk Discount Rates	Long-term 10-year Govt Bonds	Risk Premium
Australia	8.75	5.65	3.10	7.92	3.80	4.12
Mainland China	10.00	3.74	6.26	8.36	2.70	5.66
Hong Kong	8.00	3.53	4.47	7.95	3.50	4.45
Indonesia	15.00	7.90	7.10	12.08	7.50	4.58
South Korea	10.50	4.82	5.68	8.55	3.00	5.55
Malaysia	9.00	4.45	4.55	8.20	4.30	3.90
New Zealand	9.00	6.13	2.87	7.54	3.80	3.74
Philippines	13.00	6.00	7.00	11.10	6.00	5.10
Singapore	7.75	2.93	4.82	7.34	3.10	4.24
Sri Lanka ⁽¹⁾	n/a	n/a	n/a	14.70	10.00	4.70
Taiwan (China)	8.00	1.73	6.27	7.62	1.50	6.12
Thailand	9.50	3.87	5.63	7.42	3.40	4.02
Vietnam	16.00	10.20	5.80	9.86	4.00	5.86
Weighted Average ⁽²⁾	8.95	3.85	5.10	7.97	3.32	4.65

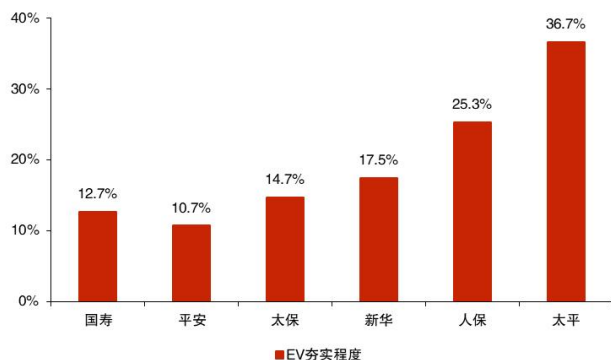
资料来源：友邦保险公告，华源证券研究所

中国主要寿险公司 23-24 年较大幅度调整精算假设。以中国人寿为例，当前假设已经和友邦中国较为接近，我们认为这一调整也或将有利于估值的提升：

1、以中国人寿为例，在 23 年之前采用 5% 的投资者收益率假设和 10% 的风险贴现率假设，经过 23 年和 24 年两次调整之后，当前采用 4% 的投资者收益率假设和 7.2-8% 的风险贴现率，经过这两次调整后，中国人寿的 EV 夯实程度约为 12.7%，其他寿险公司的 EV 夯实幅度约为 10%-37%；

2、当前友邦中国的主要经济精算假设为股票长期投资收益率 8%，10 年国债长期收益率为 2.70%，考虑到保险公司在固收投资方面往往会持有信用债增强收益，2.7% 的国债收益率假设或意味着固收类资产长期投资收益率在 3% 以上，同时考虑到随着中长期资金入市进程的深化，我们预计中资寿险公司今后投资资产中权益比重或提升至 20%，则当前中国人寿 4% 的整体投资收益率和友邦中国的假设较为接近，已经体现了相当程度的审慎性。

图表 15：两次精算假设调整后 EV 的减少程度：%



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

图表 16：中国人寿精算调整情况：%

	22 年	23 年	24 年
投资收益率假设	5%	4.50%	4%
风险贴现率假设	10%	8%	普通型业务 8%； 浮动收益类业务 7.2%

资料来源：中国人寿公告，华源证券研究所

3. 投资分析意见

25 年以来中资寿险公司 NBV 恢复增长、近年来有效的久期缺口管理、市场上超长期债券供给大幅增加的有利环境以及分红险的较好转型使得中资寿险公司价值对利率的敏感性减弱, 23-24 年两次审慎的精算假设调整也使得投资者对中资寿险价值可靠性的信任程度提升, 参考友邦保险的经验, 我们看好中资寿险公司估值有望提升, 维持行业“看好”评级。

我们推荐标的包括: 1、中国人寿: 个险队伍质态较好, 利润弹性较大; 2、中国平安: 银保渠道 NBV 或将继续高增, 减值风险可能减少; 3、中国财险: 车险和非车险业务均有政策支持, 预计未来可释放利润较多。建议关注: 中国人民保险集团(H 股): 财险业务市场领先, 当前股价隐含的寿险估值较低。

4. 风险提示

寿险新单保费大幅下降: 若各渠道新销售寿险保单大幅下降, 将影响 NBV 的增长和利润的沉淀;

长端利率大幅下降: 若中国长期国债收益率持续大幅度下降, 将造成再投资风险的提升;

权益市场大幅下跌: 若权益市场下跌很多, 将影响险资的投资收益率, 进而影响上市公司的财务数据;

自然灾害大幅增加: 若自然灾害大幅增加, 将影响财险行业的承保利润。

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 股市场基准为沪深 300 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。