

保险 II

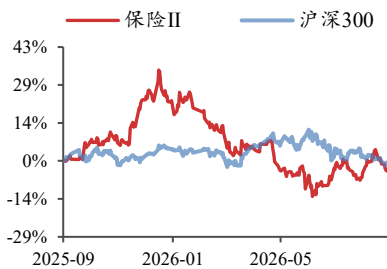
2026 年 09 月 20 日

海外险企复盘：利率定方向、转型定中枢、验证定持续

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《盈利和 NBV 全年有望稳增，红利属性带来机会——上市险企 2026 年中报综述》-2026.9.10

《资产负债管理体系全面升级，红利资产战略地位强化——《保险公司资产负债管理办法》正式稿点评》-2026.8.26

《业绩整体超预期，负债端高质量增长——上市险企 2026 年 1 季报综述》-2026.5.7

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

张恩琦（联系人）

zhangenqi@kysec.cn

证书编号：S0790125080012

● 海外险企复盘：利率定方向、转型定中枢、验证定持续

本文复盘安盛集团、大都会人寿、第一生命集团三家海外上市险企 2010 年至 2026 年 6 月的股价表现与估值变迁，并与近 5 年中国保险股对比，得出四条核心结论：

（1）利率是超额收益的第一解释变量，但驱动估值的是“利差预期”而非“利率水平”，且需区分降息的性质；（2）持续超额需要“利率-盈利-资本回报”三重验证，单一因素只能带来脉冲；（3）业务转型是降低利率敏感度的根本路径，中国负债端正在主动管控；（4）PEV 仍是当前国内寿险市场重要估值工具，估值框架或将随行业转型向“PEV+PB-ROE+资本回报”组合演进，新准则下的 CSM 也有望参与估值。

● 海外险企：改写估值的不是利率，而是业务结构

（1）安盛集团与大都会人寿主动转型：安盛集团转型为财险、健康险及投连险为主的资本轻型集团，盈利由利差转向承保利润与管理费，常年高分红，估值随利源变化由 PEV 转向基础盈利 PE 为主；大都会人寿分拆 Brighthouse、剥离零售寿险，转向团险、意外健康险与年金，归母净利受衍生品扰动波动大，但调整后归母净利稳健、每股分红连增，估值锚切换为剔除 AOCI 的 P/B-ROE。两家业务结构重塑后，估值逻辑均被改写，利率敏感度下降。（2）第一生命集团坚守寿险本业：集团维持纯寿险结构，分红率与每股分红持续提升，但股价对利率高度敏感，低利率期持续跑输、利率正常化期弹性最大，估值始终以 PEV 为主、与利率周期基本同步。三家的对照表明，利率只能解释股价波动，业务结构才决定估值框架。

● 中国保险股：利率下行期的超额修复依靠负债成本的主动管控

近 5 年（2021.6-2026.6）中国保险股经历“底部震荡-趋势修复-高位回调”三阶段：负债改革阵痛叠加利率下行期超额收益底部震荡；“924”政策组合拳与资产负债共振驱动超额大幅上行，10 年期国债跌破 2%但板块不降反升，本质是报行合一、预定利率动态调整机制使新业务负债成本下行，利差损预期缓解；2026 年上半年获利回吐但资产负债改善趋势未逆转。与海外相比，中国政策因子权重更高、权益 Beta 更大、监管对利差损风险的前置干预更为有效。参照海外经验，利差预期改善与盈利兑现共振阶段保险股估值弹性可观。推荐低估值、负债端综合优势突出、分红险转型领先的中国太保，推荐综合金融布局、养老与健康产业链优势突出且高股息的中国平安。推荐承保利润持续稳健增长的中国财险。

● 风险提示：长端利率走势不及预期；保险负债端不及预期。

目 录

1、 取鉴域外，研判本土	4
1.1、 海外寿险发展具备前瞻借鉴意义	4
1.2、 海外寿险高市值标的价值凸显，日本市场可比特征显著	6
2、 跨国保险集团——安盛集团（AXA）	8
2.1、 公司概况：经营稳健，投资审慎	8
2.2、 股市复盘：利率上行利好寿险，但需满足一定条件	15
2.3、 估值：由 PEV 估值体系逐步转为 PE（PB-ROE）估值体系	19
3、 美国寿险龙头——大都会人寿	23
3.1、 公司概况：业务转型，风险减量	23
3.2、 股市复盘：2021 年以来超额收益企稳回升	29
3.3、 估值：不披露 EV，调整后 PE 是估值主力	32
4、 日本头部寿险——第一生命集团	33
4.1、 公司概况：主营寿险，发展趋稳	33
4.2、 股市复盘：利率压制寿险集团，预期修复、兑现估值拉动股价	39
4.3、 估值：PEV 为主，结合 PB 区分“经济价值重估”和“账面净资产波动”	43
5、 案例汇总与梳理	45
5.1、 国内股市复盘：利率、权益市场、负债周期与监管政策共同驱动	45
5.2、 3 个案例 vs 中国的借鉴意义	47
6、 投资结论和推荐标的	48
7、 风险提示	49

图表目录

图 1： 中国寿险行业保费位居全球第 2，历史增速及未来预期增速均处于较高水平	4
图 2： 中国保险深度及保险密度在 TOP10 保费国家中位居低位	4
图 5： 中国和日本均经历了低利率时期	7
图 6： 2025 年寿险业务占集团总保费及其他收入的 32%	8
图 7： 2025 年，寿险业务在法国本土占比最大	8
图 9： 基础盈利多数年份保持稳健增长	9
图 10： 2010 年至 2025 年，基础盈利寿险及健康险占比减少 21pct 至 42%	10
图 11： 分险种基础盈利中，寿险及健康险维稳，财险及意外险较快速增长	10
图 12： 2010-2025 年，基础盈利 ROE 整体稳步提升	11
图 13： 2010-2025 年安盛集团始终保持了较高的分红率	11
图 14： 除 2019 年分红受监管限制（因新冠疫情），安盛集团每股分红呈逐年提升趋势	12
图 15： 集团归母净资产整体呈增长趋势	12
图 16： 寿险占比波动下降，寿险及健康险合计占比在 45%-50%	13
图 17： 不回溯口径多数年份新单实现同比正增，2010-2022 年年复合增长率为 0.2%，新单保费增长整体有韧性	13
图 19： 近年来寿险 NBV 呈现负增长趋势	14
图 20： 2010-2026 年中期，安盛集团股价超额收益有 3 次重要转折，分为 4 个阶段	16
图 21： 法国长端利率 2010-2019 年波动下滑，2020-2021 年见底且低位震荡，2022 年至今持续回暖	16
图 22： 10 年期国债收益率变动趋势难以完全解释 AXA 股价超额收益变动	17
图 23： AXA 股价超额收益在各分段内也存在波动	17
图 24： EEV 同比下降主要受非经营性因素影响	20
图 25： PEV 和 PB 估值结果趋势类似，新会计准则切换后 PB 明显提升，PE 明显下降	21

图 26: 大都会人寿业务广泛, 覆盖全球多个地区.....	23
图 27: 切换 LDTI 新准则前, 调整后归母净利整体呈上升趋势, 切换后, 短期内调整后归母净利维持稳健.....	25
图 28: 新准则切换前后, 归母净资产均整体保持稳健.....	26
图 29: 大都会调整后 ROE 中枢稳步提升.....	26
图 30: 分红率整体呈先上升, 后平稳趋势.....	27
图 31: 每股分红稳步提升.....	27
图 32: 保费稳健增长, 寿险占比下降, 意外及健康险占比提升.....	28
图 33: 投资资产中固收占比最高, 但呈下降趋势, 抵押贷款挤占比例, 权益证券占比不足 1%.....	29
图 34: 大都会人寿长期跑输标普 500, 超额收益长期为负.....	29
图 35: 美国长端利率 2010-2019 年呈下降趋势, 2020-2026 年呈上升趋势.....	30
图 36: 大都会人寿超额收益与长端利率同向波动, 2023 年后两者走势背离.....	30
图 37: 尽管大都会人寿长期跑输基准指标, 但在部分年份出现了较高的超额收益.....	31
图 38: PE 波动较大, PB 长期破净.....	33
图 39: 第一生命控股主营寿险, 2025 年本土保险业务占比 71%.....	34
图 40: 第一生命集团持续拓展海外业务.....	34
图 41: 2010-2017 年及新准则切换后归母净利稳步增长, 2018-2022 年归母净利波动较大.....	35
图 42: ROE 整体呈波动上涨趋势.....	36
图 43: 归母净资产长期看呈提升趋势, 阶段性受利率、股市等影响波动.....	36
图 44: 第一生命集团分红率整体呈上升趋势.....	37
图 45: 第一生命集团每股分红持续提升.....	37
图 46: 新单在 2017、2019 和 2020 年出现负增长, 其余年份均同比正增.....	38
图 47: VNB 自 2014 年达到峰值, 后在相对低位震荡, 2023-2025 年保持正增.....	38
图 48: VNBM 长期看波动下滑, 2023-2025 年有所回升.....	39
图 49: 2010-2025 年核心寿险公司投资资产固收类占比缩减, 权益类占比微增.....	39
图 50: 低利率压制段之后, 2020 年起进入“预期修复—兑现重估”两段跑赢.....	40
图 51: 日本长端利率 2010 年至 2026 年呈现先下行, 然后低位震荡, 而后逐步回升状态.....	40
图 52: 第一生命集团超额收益受利率趋势影响明显, 但存在超额收益异常增高区间.....	41
图 53: 第一生命集团多数年份年度超额收益为负, 但超额收益为正的年份超额收益较高.....	41
图 54: 内含价值整体呈上升趋势.....	43
图 55: PB 于 2020 年见底后逐步修复, PEV 相对 PB 更加平缓, PE-TTM 波动失真.....	44
图 56: PEV 估值在 2010-2019 财年呈下滑趋势, 2020 财年开始回弹, 略早于超额收益回弹时间.....	45
图 57: 纯寿险标的超额收益弹性更大, 2024 年后与长端利率走势背离.....	46
图 58: 保险集团超额收益分化明显, 财险标的前期防御属性突出.....	46
表 1: 中国人寿及中国平安上市时间较晚.....	5
表 2: 近年安盛集团提高了固收类资产的占比, 权益类投资占比较低.....	15
表 3: 4 个阶段分别呈现“跑输-跑赢-跑输-跑赢”.....	17
表 4: 欧洲内含价值计算公式: $EEV=ANAV+VIF$	19
表 5: 新会计准则下, 部分传统估值方式变得更加合理, 也催生了新的估值方式.....	20
表 6: 大都会人寿从高保证、高资本占用的美国个人业务专向低风险的团险、RIS 业务.....	23
表 7: 3 个阶段分别呈现“跑输-跑赢-跑输”.....	31
表 8: 3 个阶段分别呈现“跑输-跑赢-跑赢”.....	41
表 9: 受益标的估值表-寿险.....	48
表 10: 受益标的估值表-财险.....	49

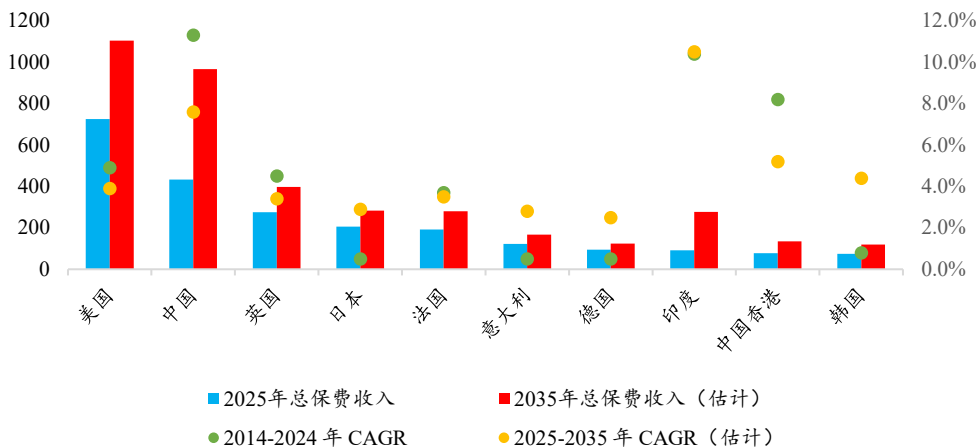
1、取鉴域外，研判本土

1.1、海外寿险发展具备前瞻借鉴意义

我国寿险行业高速发展，但成熟度尚浅。全球第一张寿险保单可以追溯到 16 世纪中后期的英国，而我国从 20 世纪后期才开始恢复保险业务，美国、欧洲、日本及印度等地区寿险发展起步均早于我国，尽管我国总保费收入规模已位居世界第 2 且保持了较快的增长态势，但保险深度及密度反映了我国居民对保险的接受程度还远低于其他寿险保费收入大国，我国寿险的发展阶段晚于部分发达国家，因此对海外寿险行业及公司对我国未来的发展研判具有较大的意义。

图1：中国寿险行业保费位居全球第 2，历史增速及未来预期增速均处于较高水平

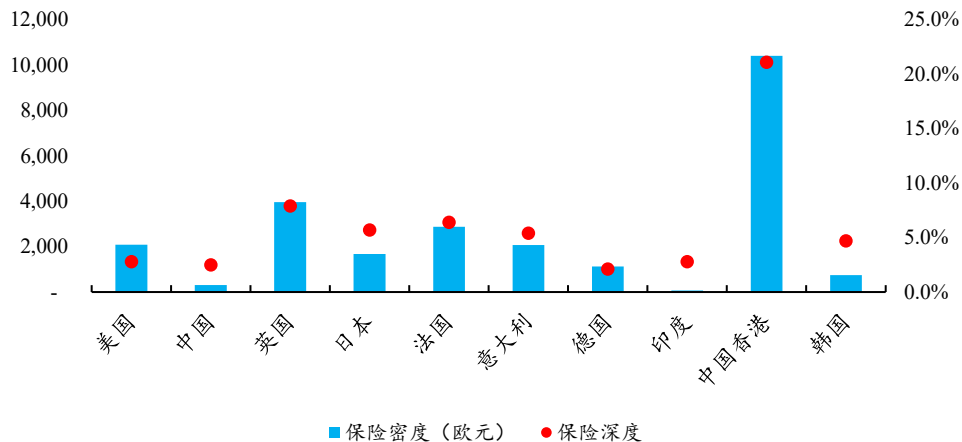
2025年全球保费收入TOP10地区总保费收入、CAGR及未来10年预测



数据来源：《2025 年安联全球保险业发展报告》、开源证券研究所

图2：中国保险深度及保险密度在 TOP10 保费国家中位居低位

2025年全球保费收入TOP10地区的保险密度及保险深度



数据来源：《2025 年安联全球保险业发展报告》、开源证券研究所

多家海外高市值、发展完备的上市险企对我国上市险企的发展研究具有指导意义。截至 2026 年 6 月 25 日，全球总市值排名前 20 的上市险企（包括保险集团、寿险公司、财险公司及以保险为主业的金融集团，不考虑再保险和保险经纪公司）中有 2 家是中国内地险企，上市时间晚于多数全球头部险企，作为上市公司的发展历程较短。同时，部分海外上市险企和国内上市险企经营环境和主营业务具有相似性，因此可以作为案例进行国内上市险企未来发展的前瞻性研究。

表1：中国人寿及中国平安上市时间较晚

序号	保险公司	公司类型	总市值	所属区域	上市时间	主要特点
1	伯克希尔哈撒韦公司	以财险为主业的金融集团	71,765	美国	1988 年 11 月 (美国纽交所)	控股企业，旗下经营多元业务，核心板块涵盖直保与再保险业务、货运铁路业务以及公用事业与能源产销业务。2025 年保费增长主要来源于健康险和财险。
2	苏黎世保险集团	保险集团	14,654	瑞士	2000 年 (瑞士 SIX 交易所)	领先的全球性多险种保险公司，四大业务板块包括财产意外险板块、寿险板块、农夫保险和集团综合运营板块。
3	安联保险	保险集团	11,979	德国	1895 年 (德国柏林证券交易所)	全球顶尖保险与资产管理集团之一，提供品类丰富的个人及企业保险服务，涵盖财产险、人寿险、健康险，同时包含救援援助服务、信用保险及全球商业保险。
4	中国人寿	以保险为主业的金融集团	9,526	中国	2007 年 (中国上交所)	国有大型金融机构，业务范围涵盖保险、投资、银行三大板块，寿险公司在境内外公开上市。
5	安达保险	财险公司	8,752	瑞士	1984 年 (美国纽交所)	全球保险行业领军企业，为各类客户提供工商及个人财产意外险、人身意外伤害险、补充医疗险、再保险与人寿保险服务。
6	中国平安	以保险为主业的金融集团	8,622	中国	2007 年 (中国上交所)	中国首家股份制保险企业，国内持牌最全、业务覆盖最广的综合金融集团。覆盖金融、医疗、养老全赛道。
7	前进保险	财险公司	8,591	美国	1971 年 (美国纽交所)	美国头部汽车保险公司，承保乘用车、摩托车等各类车辆，同时通过指定的合作公司提供房屋保险、人寿保险、宠物保险和其他类型的保险。
8	安盛集团	以保险为主业的金融集团	6,968	法国	2000 年 (法国巴黎泛欧交易所)	全球最大的保险公司之一，业务范围广泛，涵盖人寿保险、财产保险、灾害保险、国际保险、资产管理和银行业等多个领域。
9	友邦保险	寿险公司	6,500	中国香港	2010 年 (中国香港港交所)	专注于泛亚洲市场，涵盖寿险、意外及医疗保险和储蓄计划，以满足客户在长期储蓄及保障方面的需要。
10	东京海上控股	以财险为主业的金融集团	5,581	日本	2002 年 (日本东京交易所)	日本头部保险公司，财险市场份额国内第一。涵盖财产保险、人寿保险、再保险以及资产管理等领域。
11	忠利保险	以保险为主业的金融集团	5,015	意大利	1857 年 (意大利米兰泛欧交易所)	意大利最大的保险集团，业务覆盖全球多地，以保险（人寿保险、财产与意外伤害险等）和资产管理为核心业务，通过发展多元业务分散风险，并有效支撑保险业务。
12	旅行者集团	财险公司	4,617	美国	1982 年 (美国纽交所)	美国汽车、家庭及企业财产意外险头部服务商，覆盖美国及部分国际市场。
13	宏利金融	寿险公司	4,525	加拿大	1999 年 (加拿大多伦多多证交所)	跨国寿险集团，提供范围广泛的金融产品和服务包括个人人寿保险、团体人寿及医疗保险、团体退休金计划、再保险服务及投资管理服务。
14	美国家庭人寿保险	寿险公司	4,105	美国	1974 年 (美国纽交所)	通过旗下美国、日本子公司，为保单持有人与客户补充医疗保险、癌症险及人寿保险业务等服务。
15	好事达保险	财险公司	4,067	美国	1993 年	美国个人财险龙头，主营汽车险、房屋险、人寿险及退

序号	保险公司	公司类型	总市值	所属区域	上市时间	主要特点
					(美国纽交所)	休金产品等。
16	三星生命保险	寿险公司	3,944	韩国	2010 年 (韩国韩交所)	韩国最大的寿险公司，三星集团旗下的跨国企业，业务涵盖保障类、金融投资类保险产品，并提供贷款、投资信托证券、退休养老金等服务。
17	泛西人寿控股	以寿险为主业的金融集团	3,918	加拿大	1979 年 (加拿大多伦多证券交易所)	以保险为核心的金融服务控股集团，业务涵盖人寿保险、健康保险、退休储蓄、养老金管理、投资管理和再保险等领域，业务主要覆盖加拿大、美国、欧洲等。
18	印度人寿保险公司	寿险公司	3,805	印度	2022 年 (印度孟买证券交易所和印度国家证券交易所)	印度最大的国有寿险公司，主营人寿保险业务，市场份额长期占据印度市场 60% 以上。
19	大都会人寿	寿险公司	3,714	美国	2000 年 (美国纽交所)	全球化的金融服务公司，美国最大的寿险公司，提供保险、年金、员工福利和资产管理
20	国泰金	以保险为主业的金融集团	3,505	中国台湾	2001 年 (中国台湾证券交易所)	台湾最大的金融控股公司，从寿险起家，建立了涵盖保险、银行、投资的金融服务体系。

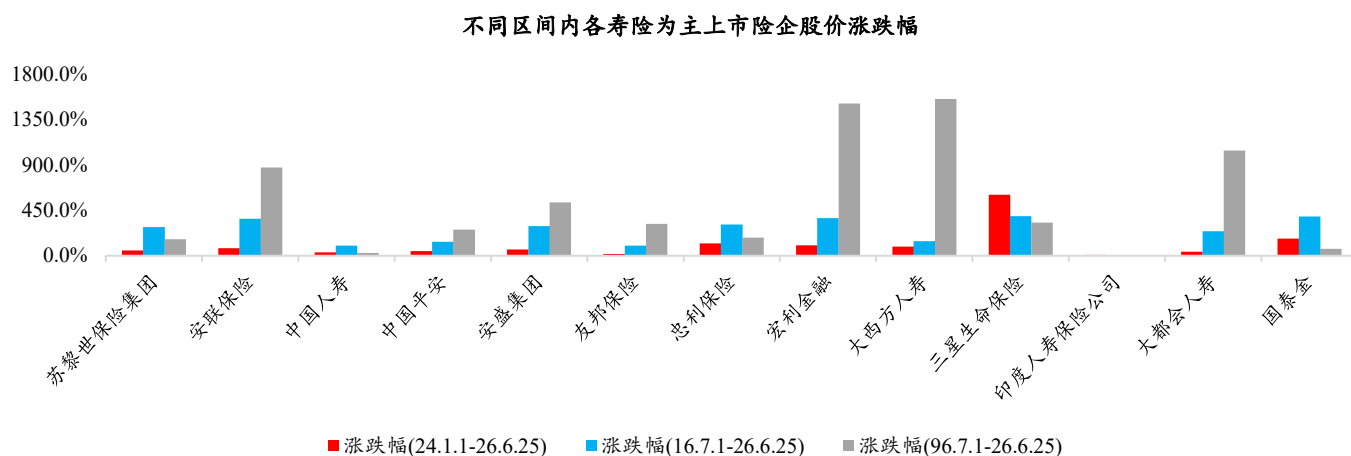
资料来源：Wind、开源证券研究所

注：1.总市值为 Wind 计算的“总市值 1”口径（上市公司的股权公平市场价值。对于一家多地上市公司，区分不同类型的股份价格和股份数量分别计算类别市值，然后加总）；2.总市值为截至 6 月 25 日收盘后的数据；3.单位均为人民币亿元；4.多地上市公司的上市日期和交易所仅列举公司总部所在地交易所相关信息和日期，若未在本地上市，则列举最主要的交易所和相应上市日期。

1.2、海外寿险高市值标的价值凸显，日本市场可比特征显著

从市值、股价涨跌幅角度看，美国及欧洲高市值个股具备研究价值。中长期保持正增的上市险企的历史情况可以反映保险股上涨的逻辑，同时考虑到发达寿险地区的个股所处行业环境更具前瞻价值以及各上市险企业务结构特点等因素，我们选取安盛集团（法国）、大都会保险（美国）作为研究样本。

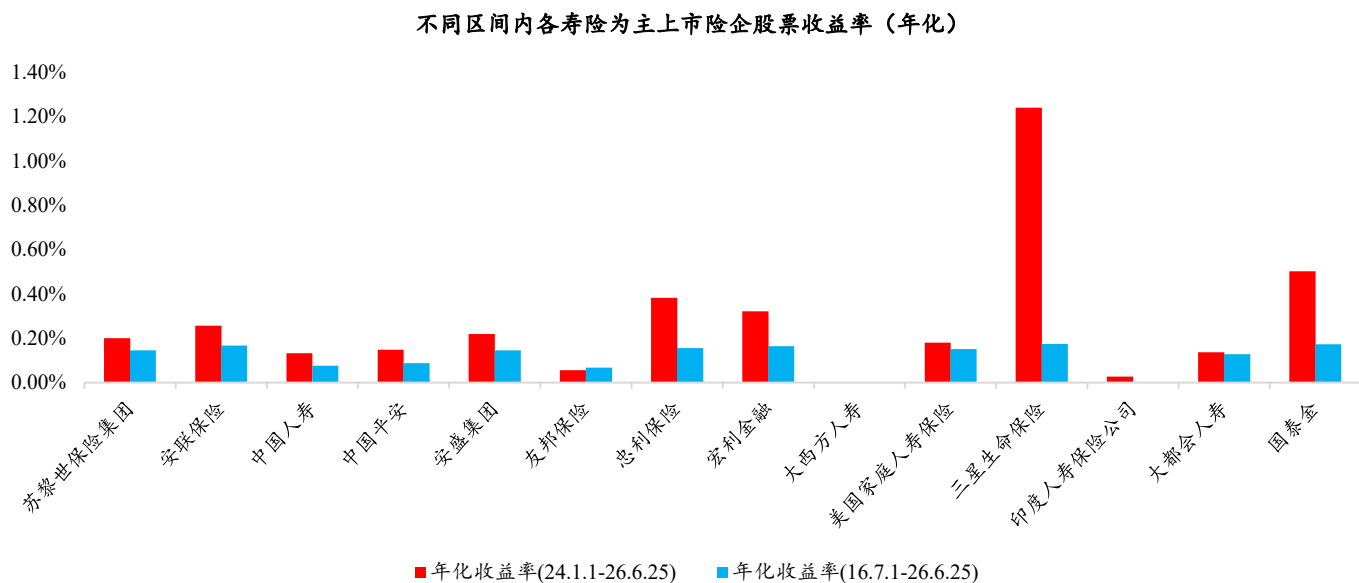
图3：多数以寿险为主的高市值上市险企在 2.5 年、10 年和 30 年区间内股价均保持正增



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：部分险企上市晚于 1996 年 6 月 30 日，则以上市时间至今计算涨跌幅

图4：多数以寿险为主的高市值上市险企股价在 2.5 年、10 年区间内年化收益率为正

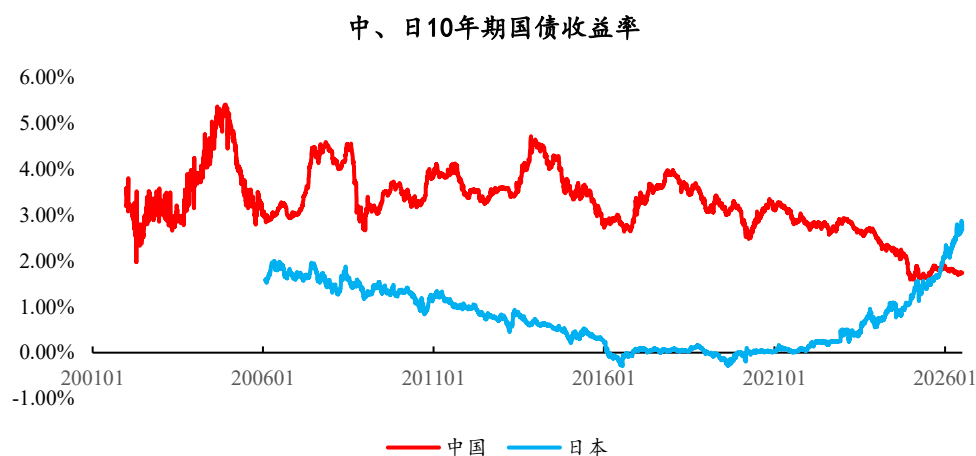


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：印度人寿保险公司无 2010 年收益率数据

日本寿险行业背景和中国类似，具备研究价值。中国和日本同处亚太地区，在很多方面具有共通性：1）进入老龄化社会：日本和中国先后于上世纪末本世纪初进入老龄化社会，截至 2025 年末，日本已进入超老龄社会，中国也进入了中度老龄化社会，人口结构的相似为寿险行业的发展创造了相似的背景；2）低利率环境：中国和日本均在本世纪初至今经历了低利率时期，中长期国债收益率对寿险发展影响较大，有着相似低利率背景更具行业发展的可比性；3）居民具有储蓄文化，相对重视财富传承、储蓄养老等。因此我们选取日本头部上市寿险公司**第一生命控股**作为研究样本。

图5：中国和日本均经历了低利率时期



数据来源：香港保险业监管局、开源证券研究所

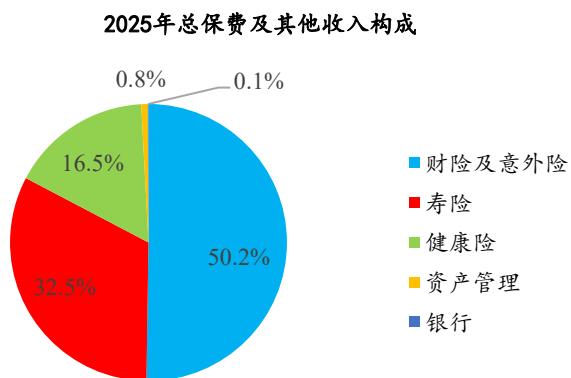
2、跨国保险集团——安盛集团（AXA）

2.1、公司概况：经营稳健，投资审慎

安盛集团法国上市，跨国经营，财险及意外险占比逐步超越寿险及健康险。集团始于19世纪初，总部位于法国巴黎，2000年泛欧交易所整合完成后，普通股在泛欧巴黎交易所主板持续交易，以保险业务为主，销售险种包括财险及意外险、寿险和健康险，业务遍布欧、亚、非洲等全球多地。在集团业务地区分布方面，2010-2025年之间各地区总保费收入及其他收入的占比整体相对较为稳定，法国本土在20%-30%之间，除法国外其他欧洲地区在35%-45%左右，其他地区在30%-40%左右。在产品战略方面，金融危机的发生加上长端利率的持续下降的背景下，集团开始逐步规划降低资产负债表对市场敏感度，要降低金融风险，转化为技术风险，业务主线也由寿险及健康险逐步切换为财险及意外险。

产品战略的演变过程：2010-2018年寿险及健康险总保费及其他收入占比始终在60%-64%之间；2018年公司做出了2项重大调整，一是收购XL Group（全球知名财险及再保险公司），打造了首个全球性财险多险种保险平台，二是美国衡平控股（Equitable Holdings, Inc., 简称EQH, 美国大型寿险金融集团）在纽交所分拆上市，安盛开始逐步清退对其持股，随后2019年出售所持EQH剩余股权，2019年寿险及健康险在总保费及其他收入中占比51%；随着财险的进一步发展和对寿险公司持股的退出，集团2020-2025年，寿险及健康险占比基本在47%-49%之间。

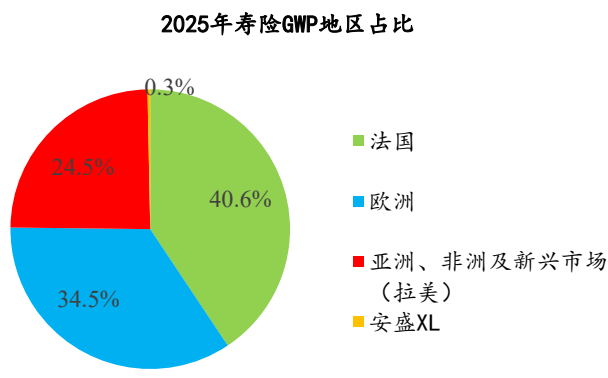
图6：2025年寿险业务占集团总保费及其他收入的32%



数据来源：安盛集团年报、开源证券研究所

注：总保费及其他收入指 Gross written premium and other revenues

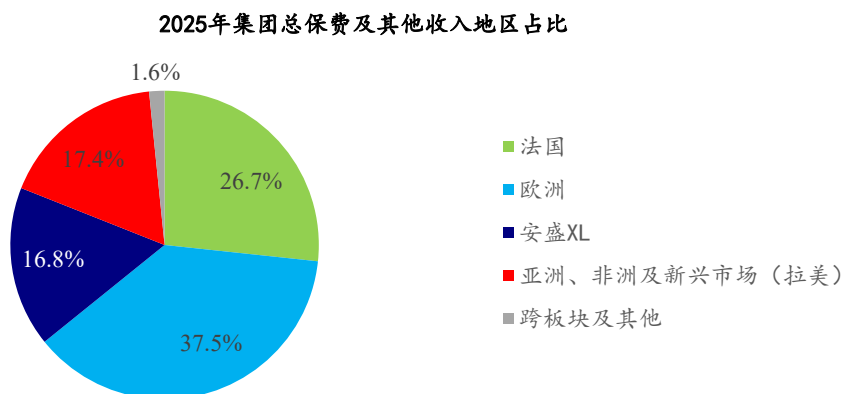
图7：2025年，寿险业务在法国本土占比最大



数据来源：安盛集团年报、开源证券研究所

注：GWP指 Gross written premium

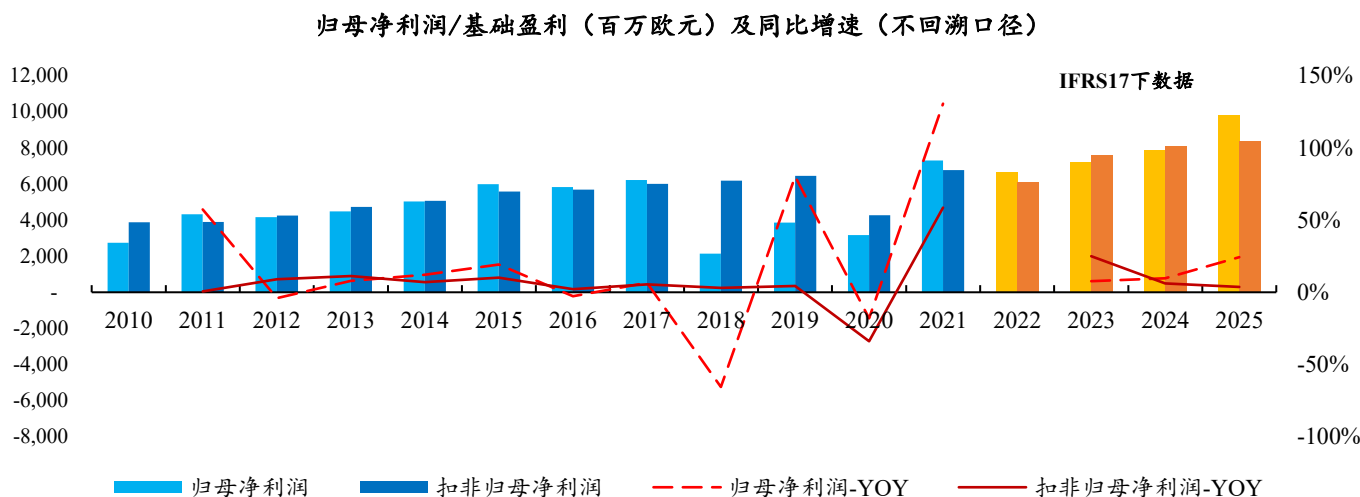
图8：2025 年集团总保费及其他收入法国本土仅占 27%，国际业务约占 72%



数据来源：安盛集团官网公告、开源证券研究所

财务数据看，集团基础盈利稳健增长。集团自 2023 年 1 月 1 日起切换使用新会计准则（IFRS17），自 2022 年开始公布新会计准则口径下财务数据。使用旧会计准则时期（2010-2021 年）11 年间的基础盈利的复合年增长率为 2.7%，有新准则数据后（2022-2025 年）的 3 年间的年复合增长率为 11.2%，均呈正增长趋势，新准则切换后增速较快。2018 年归母净利和基础盈利出现较大差异，主要受集团美国子公司 EQH IPO 分拆上市致使美国部分业务商誉出现较大额负增长影响。2020 年，归母净利和基础盈利均出现较大幅负增长，主要原因包括：1) 新冠疫情爆发导致企业营业中断、活动取消赔付；2) 2019 年卖掉美国子公司 EQH 后该子公司利润终止并表，2020 年不再有该子公司利润；3) 大灾赔付超正常水平。整体而言，安盛集团盈利情况良好，多年来保持稳健增长。

图9：基础盈利多数年份保持稳健增长



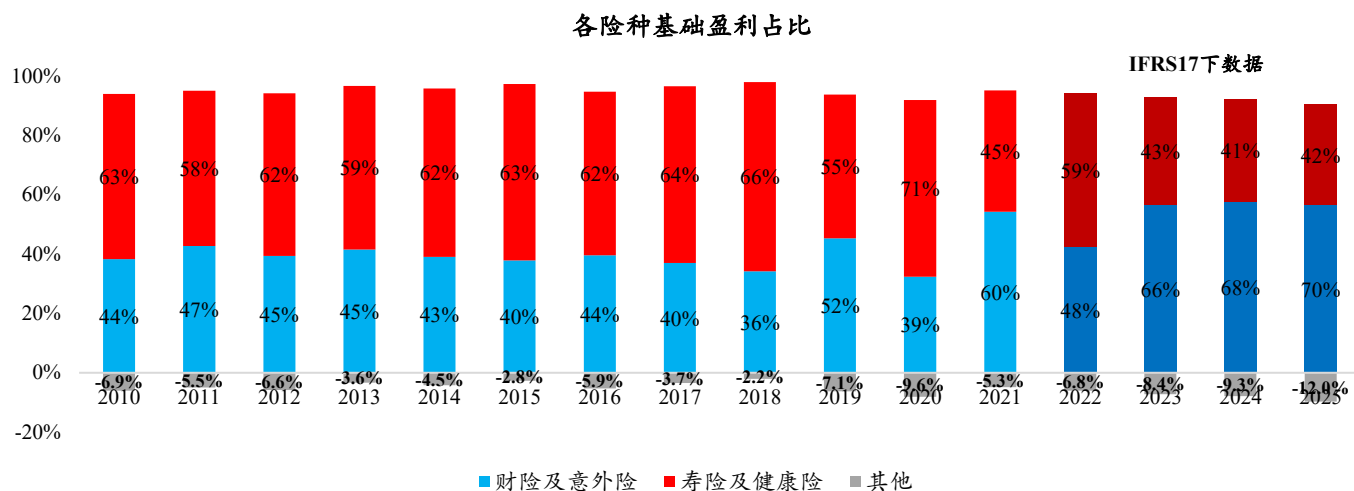
数据来源：安盛集团官网公告、开源证券研究所

注：1. 数据为不回溯口径，以当期财务报告公布的当年数据为准；2. 2022-2025 年为新会计准则数据，2021 年及以前为旧会计准则数据；3. 基础盈利为 Underlying Earnings Group Share 口径，安盛集团官网指出该指标：以 IFRS 归母净利润为基础，剔除各类投资资产已实现盈亏及浮亏浮盈、汇兑与套期衍生工具波动、商誉及无形资产减值摊销、并购整合与重组费用、业务范围变更及终止经营等一次性、短期非经营性扰动项，仅保留保险主业具备可持续性的常态化经营收益。

财务数据看，财险及意外险基础盈利增速快于寿险及健康险，财险及意外险占比持续提升。使用旧会计准则时期（2010-2021 年）财险及意外险、寿险及健康险基础盈利的复合年增长率分别为 4.3%、1.1%，有新准则数据后（2022-2025 年）的 3 年间财险及意外险、寿险及健康险的年复合增长率分别为 26.1%、-0.6%。整体而言财险及意外险基础盈利增长快于寿险及健康险，逐步成为主力盈利险种，寿险及健康险基础盈利绝对值趋于平稳。

2023 年至 2025 年，财险和意外险盈利贡献显著提升。2023 年-2025 年公司财险保费和 COR（商业险市场重定价、业务筛选、费用率改善和巨灾赔付减少）均持续向好，同时再投资收益受加息周期有所走扩，拉动财险分部盈利实现较快增长。

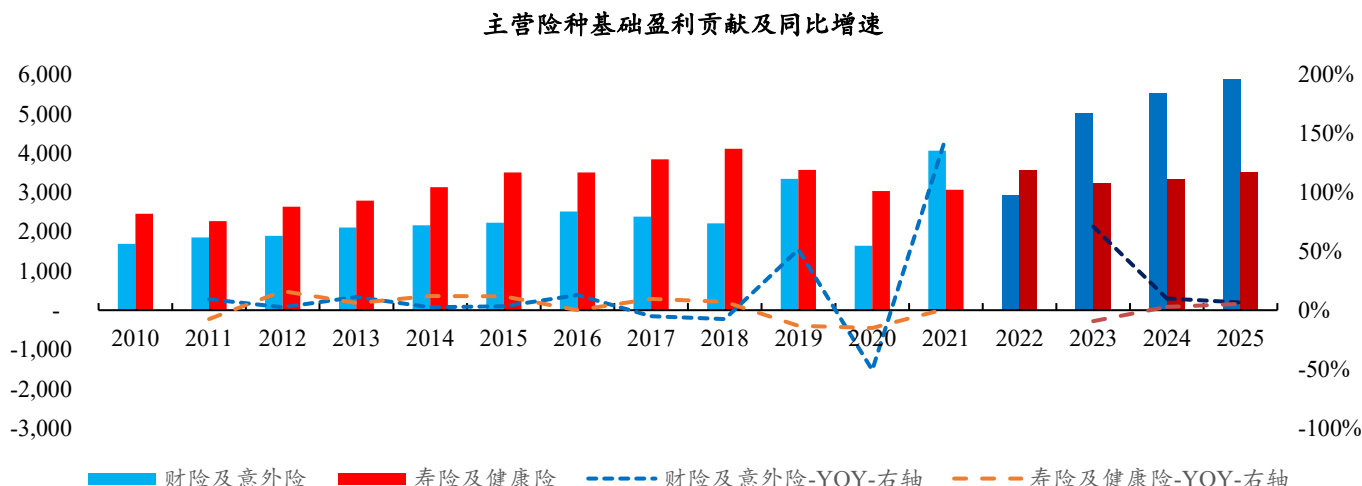
图10：2010 年至 2025 年，基础盈利寿险及健康险占比减少 21pct 至 42%



数据来源：安盛集团官网公告、开源证券研究所

注：2022 年开始为新准则口径下数据

图11：分险种基础盈利中，寿险及健康险维稳，财险及意外险较快速增长



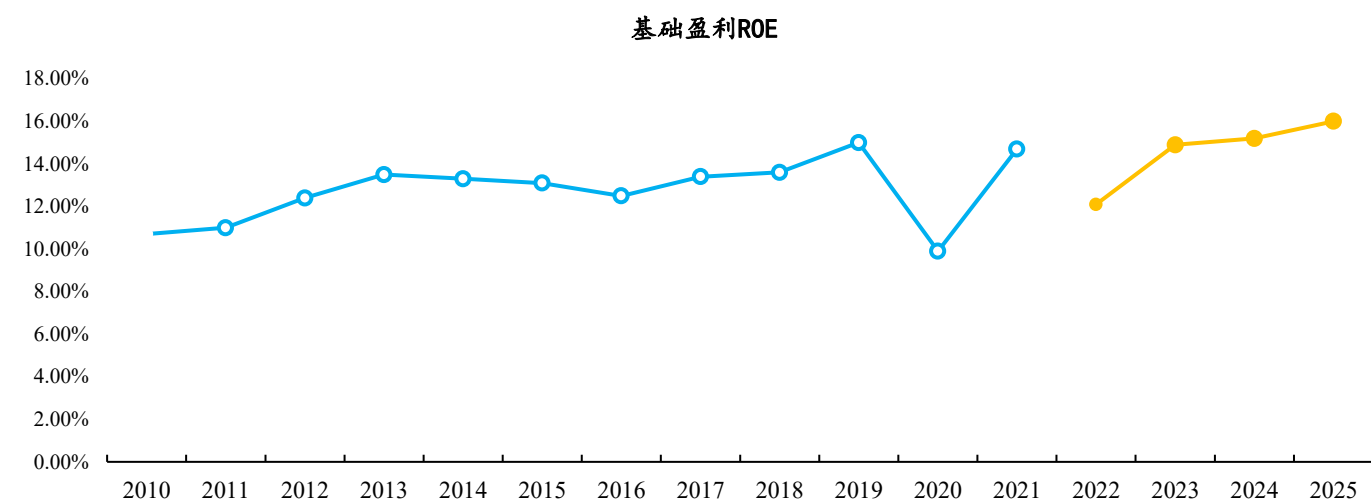
数据来源：安盛集团官网公告、开源证券研究所

注：2022 年开始为新准则口径下数据

财务数据看，集团基础盈利 ROE 整体稳步提升，从 11% 提升到 16%，始终保持了较高的股息率和分红率。2010-2021 年（未使用新会计准则），除 2020 年受归母净利润影响而出现的 ROE 较大幅下滑外，基础盈利 ROE 整体呈现稳中有升趋势。

2022-2025 年（公布新会计准则口径财务数据），基础盈利 ROE 呈现持续上升趋势。整体而言，集团 ROE 稳中有升，可以持续为股东带来较为稳定可观的收益。对于分红，多数情况下，分红率在 40%-65% 之间。2019 年分红率出现较大下滑，主要受 2020 年初疫情爆发后应欧洲和法国保险监管要求疫情期间审慎分红，将 2019 年分红从 1.43 欧元/股下调至 0.73 欧元/股影响；2020 年分红率较高一方面受基础盈利出现下跌影响，另一方面也因对 2019 年较低的分红水平进行了补充，在每股收益下降的前提下，每股分红同比正增。

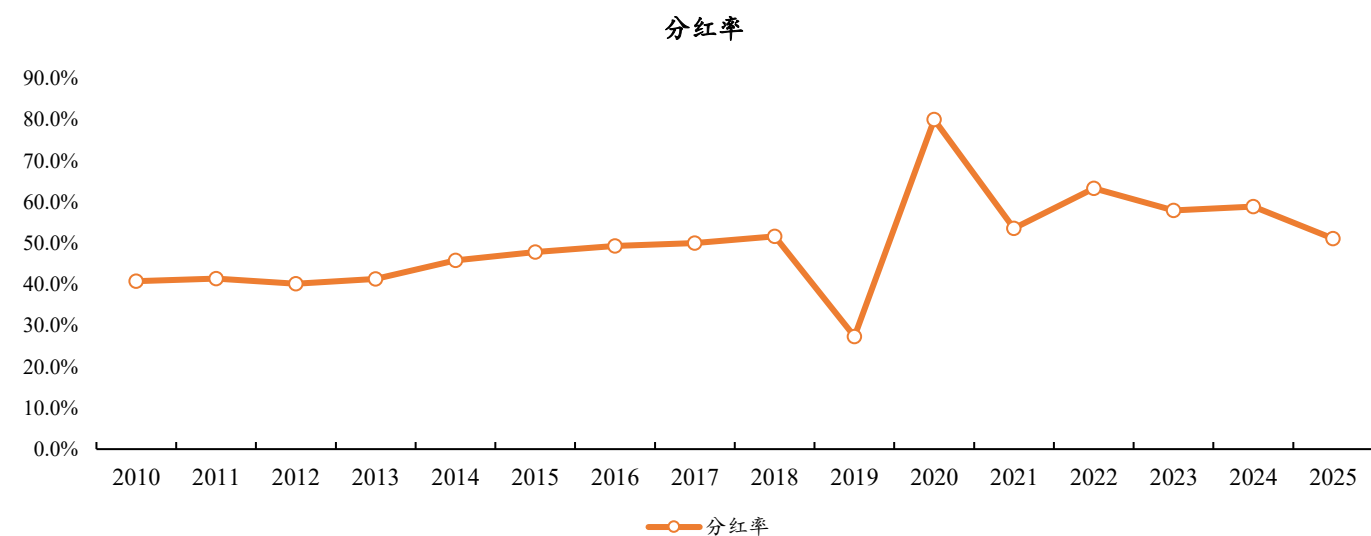
图12：2010-2025 年，基础盈利 ROE 整体稳步提升



数据来源：安盛集团官网公告、开源证券研究所

注：2022 年开始官网披露新会计准则数据

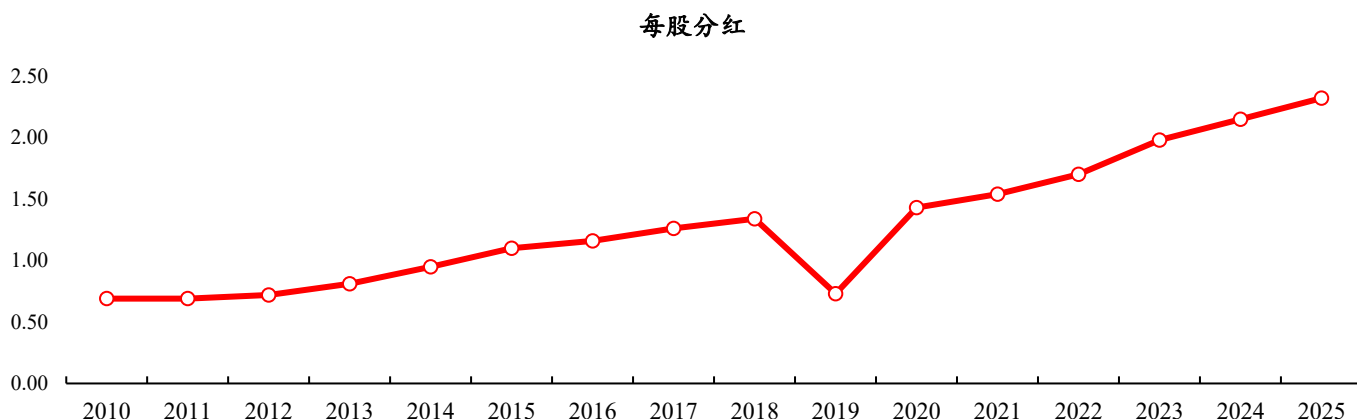
图13：2010-2025 年安盛集团始终保持了较高的分红率



数据来源：Wind、安盛集团官网公告、开源证券研究所

注：分红率为基础盈利口径，即分红率=每股分红/每股基础盈利，且每股基础盈利=基础盈利/期末总股本

图14：除 2019 年分红受监管限制（因新冠疫情），安盛集团每股分红呈逐年提升趋势

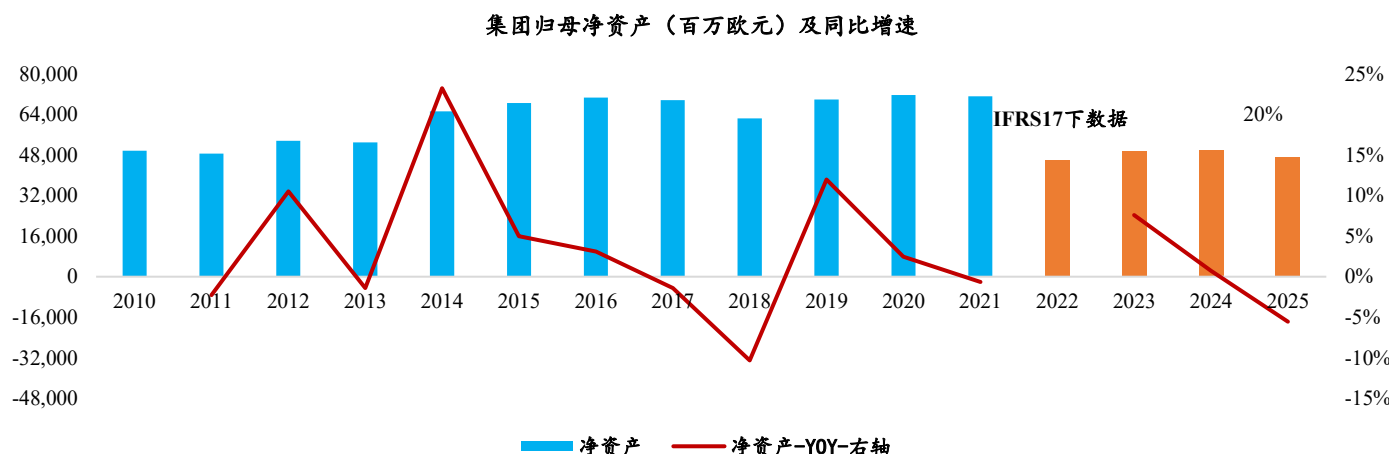


数据来源：Wind、安盛集团官网公告、开源证券研究所

注：列示股息率=年度每股分红/年底股价

集团归母净资产整体呈稳健增长，部分年份受非损益类科目影响出现波动。2020-2021 年集团归母净资产年复合增长率为 3%，2022-2025 年年复合增长率为 0.8%。对于出现较大波动的年份：2014 年受市场利率下行、企业信用利差收窄影响，集团 AFS 未实现损益较大幅增加且因 2013 年的相对低基数，共同推动总归母净资产高增；2018 年受美国寿险子公司 EQH 分拆上市，卖出股票价格低于账面价格冲减权益、AFS 因企业信用利差走阔未实现资本利得减少以及美国商誉减值致使归母净利承压等因素影响，归母净资产出现负增长；2025 年归母净资产再次出现下降主要受回购注销缩股、汇率波动影响。另外，使用新会计准则后，归母净资产受负债计量方式更加严谨影响自然下降。

图15：集团归母净资产整体呈增长趋势

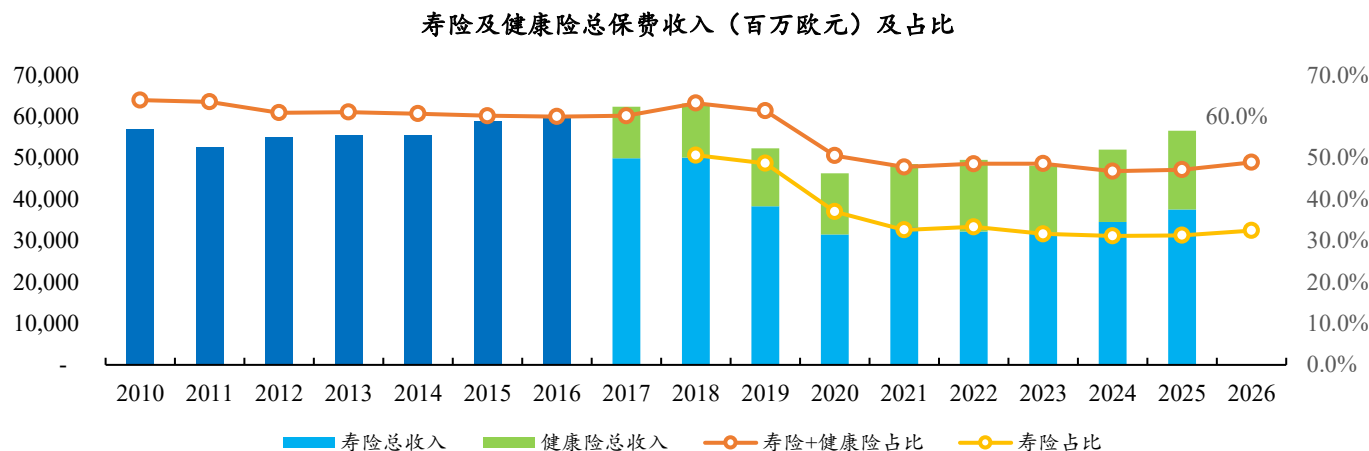


数据来源：安盛集团官网公告、开源证券研究所

负债端看，寿险及健康险是保费收入重要来源。具体看集团保险业务板块，包括财产及意外伤害保险业务和寿险及储蓄业务，其中寿险及储蓄业务主要包括储蓄养老业务（分红险业务和投连险业务）和人身保障及健康险业务。寿险及健康险保费占比自 2019 年开始下降，近年来基本稳定在 45%-50% 之间，寿险占比稳定在 32% 左右，

仍然是集团经营中的重要组成部分。

图16: 寿险占比波动下降, 寿险及健康险合计占比在 45%-50%

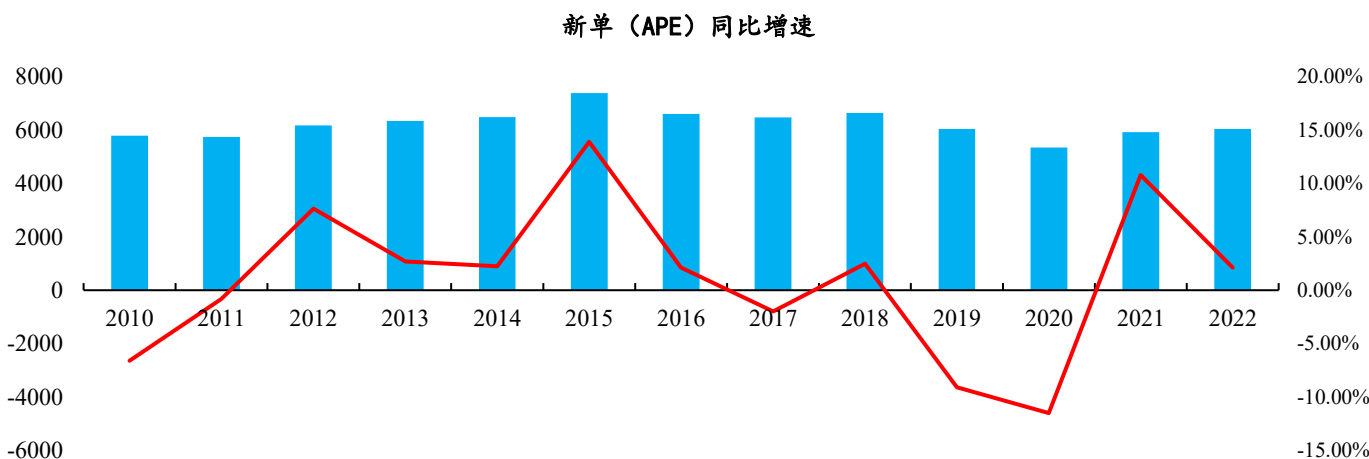


数据来源: 安盛集团官网公告、开源证券研究所

注: 1. 2017 年之前没有单独公布寿险和健康险数据; 2. 每年数据以最新公布 (如回溯) 的为准; 3. 以年报公布的总保费收入及其他收入总数 (Gross written premium and other revenues) 为计算占比的基数

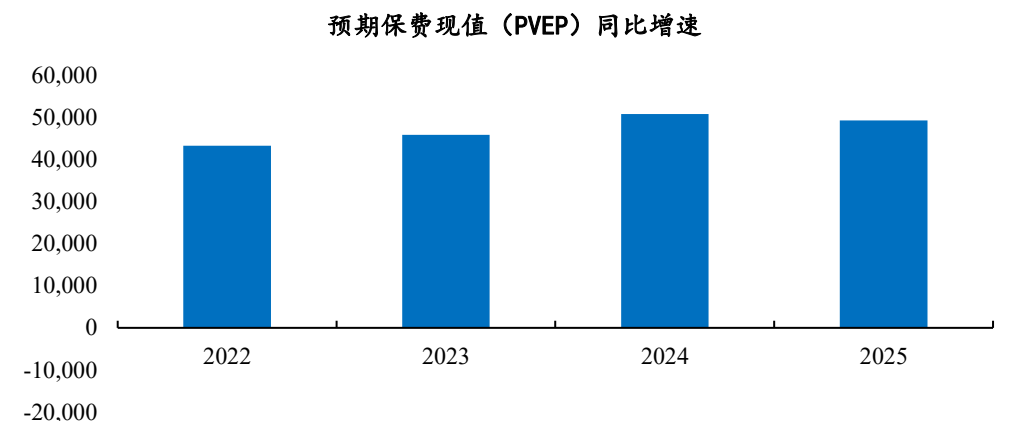
负债端看, 集团多数年份新单同比正增。2010-2022 年, 不回溯口径下 APE 在 2015 年出现较快增长, 主要受美元升值的汇率贡献、欧洲大陆、东南亚、印度及中国市场的混合类保险产品持续热销、配套市场拓展举措落地以及英国企业养老金投资业务保费有所抬升影响; 2019 年新单出现较大幅下滑主要受后半年美国子公司出表、法国大单不可重复等原因影响, 可比口径基本持平; 2020 年同样受 EQH 已于 2019 年出表影响, 同时新冠疫情对新单同样有冲击, 新单保费进一步负增长。2025 年 PVEP 出现负增长主要受健康险业务影响, 一是利率上行压低未来保费折现值, 二是法国地区实施承保收紧、低效业务清退政策后新单规模下降。

图17: 不回溯口径多数年份新单实现同比正增, 2010-2022 年年复合增长率为 0.2%, 新单保费增长整体有韧性



数据来源: 安盛集团官网公告、开源证券研究所

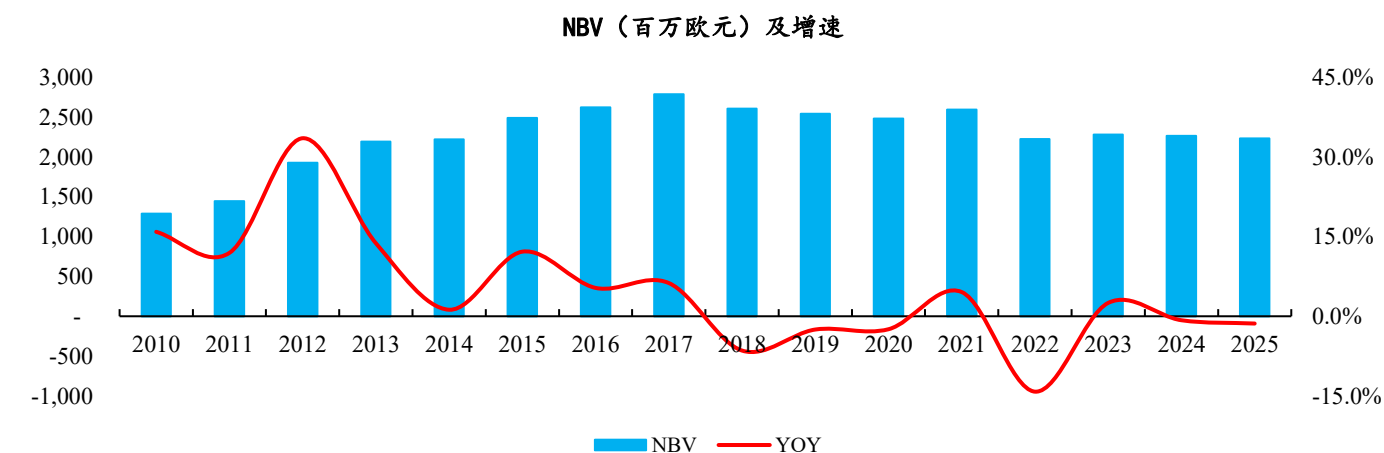
注: 1. 2010-2022 年公司公布 APE (Annual Premium Equivalent, 计算口径为 100%当年新单期交保费+10%当年新单趸交保费, 计算规则遵循欧洲内含价值 (EEV)) 数据, 2023 年及以后不再公布 APE 数据; 2. 增速使用不回溯数据计算, 受子公司并表、业务范围、汇率等多种因素影响

图18：不回溯口径下新单增速波动性较大


数据来源：安盛集团官网公告、开源证券研究所

注：1. 2023 年及以后仅公布 PVEP（Present Value of Expected Premiums）数据；2. 增速使用不回溯数据计算，受子公司并表、业务范围、汇率等多种因素影响

负债端看，集团 NBV 增速近年承压。2010-2025 年集团 NBV 先经历了几年快速增长，后长期处于持平状态，增速整体承压。2012 年 NBV 同比快速增长，增速快于 APE，主要靠新单价值率拉动，受美国、东南亚等地区高价值产品占比增加拉动；2013 年 NBV 在高基数下维持较快速增长仍然受益于安盛集团的“高价值率”导向；2014 年增速降至较小幅度，主要受集团日本寿险子公司调整会计计量影响，瑞士团险战略转型、产品结构向投连险倾斜也是新业务价值走低的影响因素。NBV 自 2018 年后持续承压，2018-2021 年主要受制于利率下行大环境，储蓄险未来利润现值受影响，同时 2019-2020 年美国子公司 EQH 出表、2020 年新冠疫情、安盛集团“质升量缩”的战略也都带来负面影响。2022 年受利率大幅抬升和股市下行带来假设更新，进一步压制了 NBV 增长。

图19：近年来寿险 NBV 呈现负增长趋势


数据来源：安盛集团官网公告、开源证券研究所

注：NBV 数据以当年年报公布数据为准，不进行回溯

资产端看,集团固收类资产占比较高且近年有上升趋势,权益类资产占比不足10%。以2025年末投资资产结构看,与国内各上市险企(5家A股上市险企固收类平均占比约70.3%,权益类平均占比约为21.9%)相比,安盛集团固收类资产占比较高,权益类资产占比相对较低,且固收类资产占比有上升趋势,投资收益受债市影响或高于股市影响。另外,集团投资资产中不动产占比较高,2022-2025年均维持在9%以上。

表2: 近年安盛集团提高了固收类资产的占比, 权益类投资占比较低

类别	2022	比例	2023	比例	2024	比例	2025	比例
General Account Invested Assets	461	100.0%	454	100.0%	465	100.0%	450	100.0%
Fixed Income	340	73.8%	343	75.6%	359	77.2%	345	76.7%
Government Bonds	167	36.2%	172	37.9%	181	38.9%	167	37.1%
Corporate Bonds and Loans	124	26.9%	123	27.1%	126	27.1%	121	26.9%
Other Fixed Income	48	10.4%	48	10.6%	52	11.2%	56	12.4%
Asset Backed Securities	18	3.9%	18	4.0%	21	4.6%	25	5.6%
Mortgage Loans	30	6.5%	30	6.6%	31	6.6%	31	6.9%
Real Estate	50	10.8%	49	10.8%	42	9.1%	41	9.1%
Infrastructure Equity	-	-	-	-	11	2.3%	10	2.2%
Listed Equities	15	3.3%	12	2.6%	10	2.1%	10	2.2%
Private Equity & Hedge Funds	29	6.3%	23	5.1%	22	4.8%	23	5.1%
Cash	26	5.6%	25	5.5%	19	4.1%	19	4.2%
Policy Loans	2	0.4%	2	0.4%	2	0.4%	2	0.4%

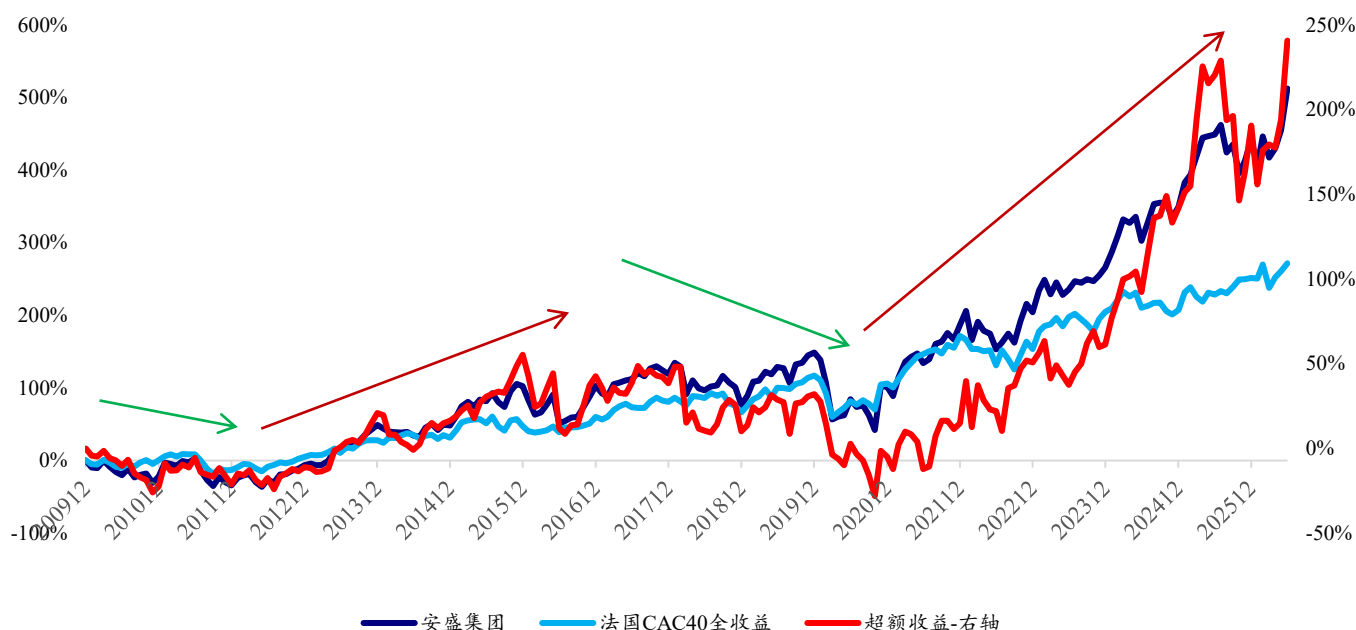
资料来源: 安盛集团官网公告、开源证券研究

2.2、股市复盘: 利率上行利好寿险, 但需满足一定条件

2010-2026年中期, 我们将安盛股价分为4个阶段进行复盘, 利率不是唯一影响因素。2010-2026年6月这15年半间, 安盛集团相对CAC 40全收益指数的超额收益发生了三次清晰的趋势反转(2012年中、2016年、2021年), 形成了“跑输-跑赢-跑输-跑赢”四个阶段, 且每段各有各自主导逻辑, 因此我们将集团股价据此分段, 后文将对每个阶段进行具体分析。同时, 利率是含寿险的保险公司经营、股价等多方面的重要因素, 法国长端利率自2010年至2026年6月经历了下降(2010-2014年)、低位震荡(2015-2021年)和上升(2022-2026年中)3个大的阶段, 并不完全和集团股价变动对应, 后文将对阶段影响股价的主导因素进行具体分析。

图20：2010-2026 年中期，安盛集团股价超额收益有 3 次重要转折，分为 4 个阶段

2010年初至今安盛集团、法国CAC40（全收益）涨跌幅及安盛集团超额收益



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1. CAC40 指数由巴黎交易所 40 只市值最大、流动性最好的各行业龙头蓝筹股构成，覆盖奢侈品、金融、能源、工业等核心领域，可作为法国的大盘基准指数；2. 涨跌幅用后复权收盘价计算；3. 安盛集团股价超额收益（跑赢/输法国 CAC40（全收益）幅度）=安盛集团股价较期初涨跌幅-CAC40 指数较期初涨跌幅；4.以每月月底最后一个交易日的收盘价作图

图21：法国长端利率 2010-2019 年波动下滑，2020-2021 年见底且低位震荡，2022 年至今持续回暖

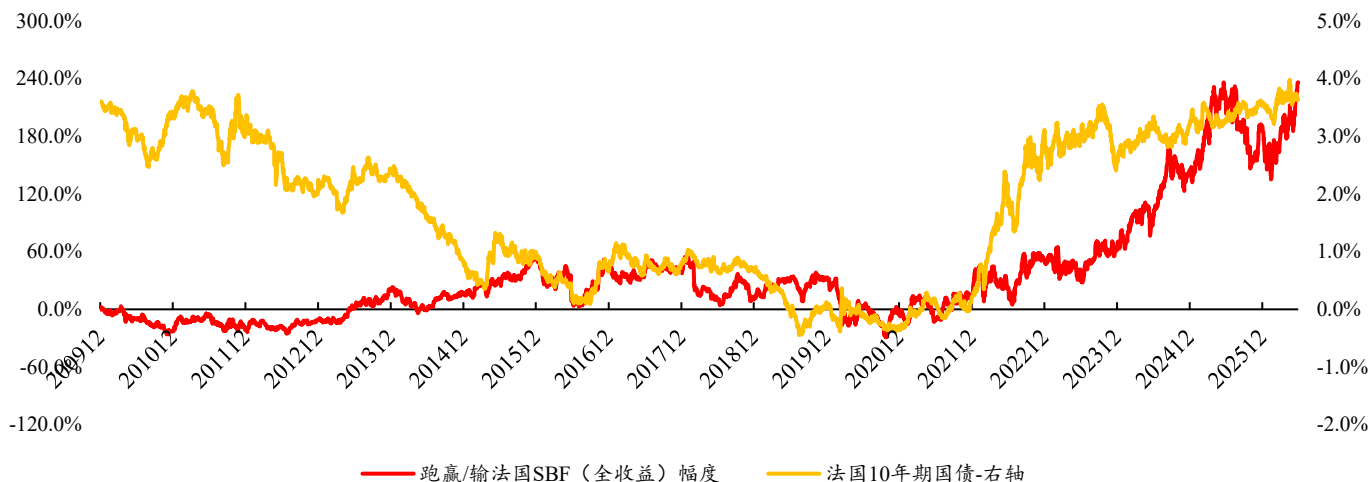
法国中长期国债收益率走势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：10年期国债收益率变动趋势难以完全解释 AXA 股价超额收益变动

安盛集团股价超额收益vs10年期国债

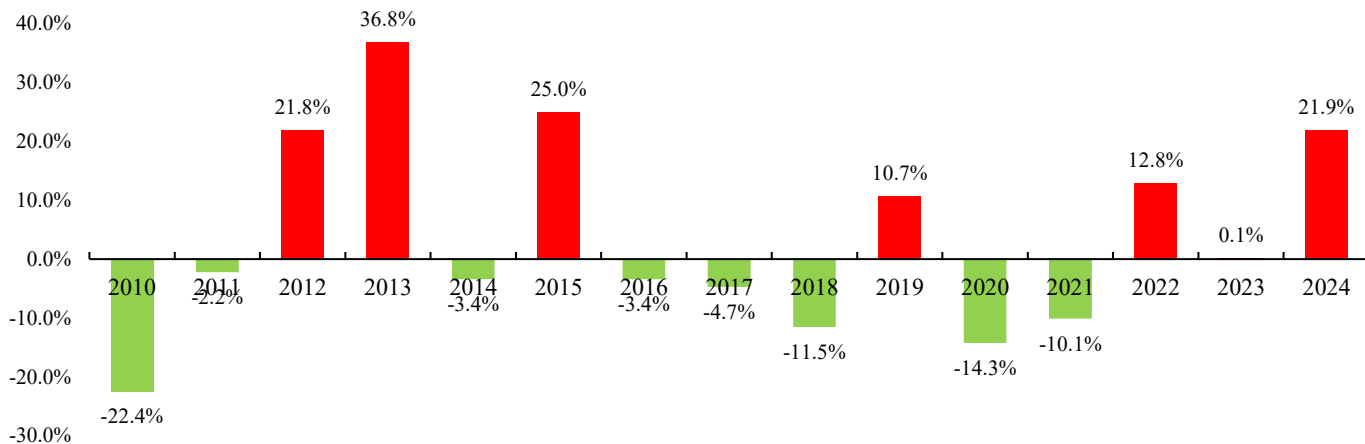


数据来源：安盛集团官网公告、开源证券研究所

注：NBV 数据以当年年报公布数据为准，不进行回溯；安盛集团股价超额收益（跑赢/输法国 SBF（全收益）幅度）=安盛集团较期初涨跌幅-法国 SBF（全收益）较期初涨跌幅

图23：AXA 股价超额收益在各分段内也存在波动

AXA年度超额收益



数据来源：安盛集团官网公告、开源证券研究所

注：安盛集团股价超额收益（跑赢/输法国 SBF（全收益）幅度）=安盛集团较期初涨跌幅-法国 SBF(全收益)较期初涨跌幅

表3：4个阶段分别呈现“跑输-跑赢-跑输-跑赢”

序号	阶段	AXA 股票阶段收益	CAC 40 全收益阶段收益	回报差	相对财富变化	结论
1	2010.1-2012.6	-26.4%	-8.9%	-17.5%	-19.2%	跑输
2	2012.7-2015.12	175.4%	61.6%	113.8%	70.4%	跑赢
3	2016.1-2020.12	-0.8%	40.0%	-40.8%	-29.1%	跑输
4	2021.1-2026.6	204.6%	80.3%	124.3%	68.9%	跑赢

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1. 阶段收益以各阶段起点月末至终点月末的后复权价格计算；2. 回报差=AXA 股票阶段收益- CAC 40 全收益阶段收益；3. 相对财富变化=(1+AXA 阶段累计总回报)/(1+基准阶段累计总回报)-1

针对 4 个阶段影响股价的关键因素的具体分析如下：

（1）阶段 1（2010-2012 年 6 月）：欧债风险和资本疑虑主导，整体跑输

阶段内，2010 年是主要拖累，2011 年继续小幅跑输，2012 年上半年虽出现反弹，但不足以扭转前 2 年的相对损失。区间内欧债危机（2009-2014 年，高潮主要集中在 2010-2012 年）使资产端主权债信用风险和权益风险溢价同时上升。虽然公司期间基础盈利保持稳健增长，但市场仍先对降低账面净资产可信度和可分配资本进行估值。同时，在此期间受欧债危机影响，利率呈现明显的波动。

（2）阶段 2（2012 年 6 月-2015 年）：欧债尾部风险消退，盈利和估值同步修复，整体跑赢

阶段内，2012 年下半年、2013 年和 2015 年均明显跑赢，2014 年因低利率担忧重新升温而小幅跑输。

这一阶段无风险利率下降与信用及解体风险溢价下降同时发生，后者对深度破净金融股带来显著利好，因此尽管 10 年期国债收益率下行，安盛集团股价仍然跑赢。同时，这一阶段的利率下行，主要受无风险利率下降、通胀与增长预期下降、以及主权、流动性及欧元解体风险溢价下降影响，并非单一经济衰退造成的。此外，期间财险 COR 持续改善，寿险业务向保障、投连转型，公司基础盈利和分红持续提升也对股价超额带来明显支撑。

（3）阶段 3（2016-2020 年）：负利率、战略重塑与疫情叠加，明显跑输

除 2019 年明显反弹外，2016、2017、2018 和 2020 均跑输，核心原因：一方面，利率持续下降至接近负利率水平，再次引发市场对长期零利率、低增长的担忧，同时偿付能力二期实施后，低利率对偿付能力的压力变得更加显性。另一方面，2018 年公司溢价 33%收购 XL，同时低价出售美国 EQH，战略重塑带来不确定性。而 2018 年巨灾和 2020 年疫情加大市场对财险盈利稳定性的担忧。

从复盘看，战略方向正确并不等于交易短期立即可创造超额收益，仍需要关注承保利润、股东回报的兑现来持续确认。

（4）阶段 4（2021-2026 年 6 月）：AXA XL 盈利兑现、利率正常化与资本回报驱动持续大幅跑赢

疫情消退后 XL 财险 COR 改善，同时利率回升带动再投资收益改善，公司 ROE 稳步提升。此外，公司偿付充足率和分红率政策上修也对股价超额带来明显支持。截至 2026Q1，集团保费及其他收入同比+6%，P&C 和 L&H 分别+4%和+8%，新业务 CSM+4%，公司预计 2026 年基础 EPS 增速处于战略目标 6%-8%的上端。上述经营兑现为 2026 年上半年股价继续跑赢提供了基本面支撑。

整体而言，结合对安盛集团的分析，我们认为影响保险股超额收益的因素包括：1) **宏观环境**：利率、股市等，以及影响利率和股市背后的深层原因；2) **公司的经营盈利**：归母净利、负债端的保费收入、寿险的新业务价值、财险的 COR 以及新准则下的新业务 CSM 等；3) **资本与现金**：即公司赚到的钱能不能以及多少比例能分给股东，包括 Solvency II（监管要求的资金占用）、现金汇回（子公司赚到的钱以分红

形式上缴给母公司的部分）、分红、回购及并购等；4）**估值和风险溢价**：市场对净资产可信度和盈利不确定性的定价、欧债危机等系统性风险推高的风险溢价等。

在利率方面，我们认为**风险溢价压缩型降息有利保险股，衰退型降息拖累保险股**。利率是影响保险股的重要因素，但不同因素导致的利率波动对保险股的影响不同。对于衰退型降息，主要是由于经济出现问题，央行被迫降息，进而利率下降，该情况下，尽管利率下降，但同时企业违约概率上升，股市下跌，信贷萎缩，保险公司持有资产大概率亏损。而针对**风险溢价压缩型降息**，经济的基本面是没有崩盘的，反而处于复苏阶段，利率下降的主要原因是因为市场不再害怕法国政府违约、欧盟解体等风险，之前需要额外支付的“利息”回落。在这种情况下，**保险公司持有债券价格上涨，信用风险逐步消失，估值折价修复，因此出现利率下行，超额收益上涨态势**。

2.3、估值：由 PEV 估值体系逐步转为 PE（PB-ROE）估值体系

2010-2022 年，安盛集团公布 EEV（欧洲内含价值）可作为估值基数，重要性逐渐减弱。自 2007 年到 2022 年，安盛集团每年定期公布内含价值报告，提出内含价值是用于衡量股东在承保业务中享有的合并权益价值，成为安盛集团寿险及储蓄业务官方的估值方式之一，

EEV 的重要程度逐步下降，主要由于：一方面，2016 年欧盟的《偿付能力 II（Solvency II）》落地，替代了 EEV 原本承担的资本计量和风险监管作用，2023 年新会计准则（IFRS17）正式实施，财报指标可信度提升，也部分替代了 EEV 的功能。另一方面，公司通过 2018 年的转型，财险和意外险分部的利润贡献持续提升且成为盈利增长核心拉动因素，净利润、净资产等会计指标体系的意义进一步提升。

2023 年起集团停止公布内含价值报告，也再无内含价值数据公布。另外，欧洲内含价值和国内险企使用的内含价值测算上有所不同，欧洲 EEV 测算更保守，动态跟随市场利率、足额扣减保底期权与监管资本成本，部分地区监管规则、会计准则已替代其核心作用；国内 EV 参数固定、风险扣除简化，数值偏乐观，但仍是国内寿险核心估值指标。

表4：欧洲内含价值计算公式：EEV=ANAV+VIF

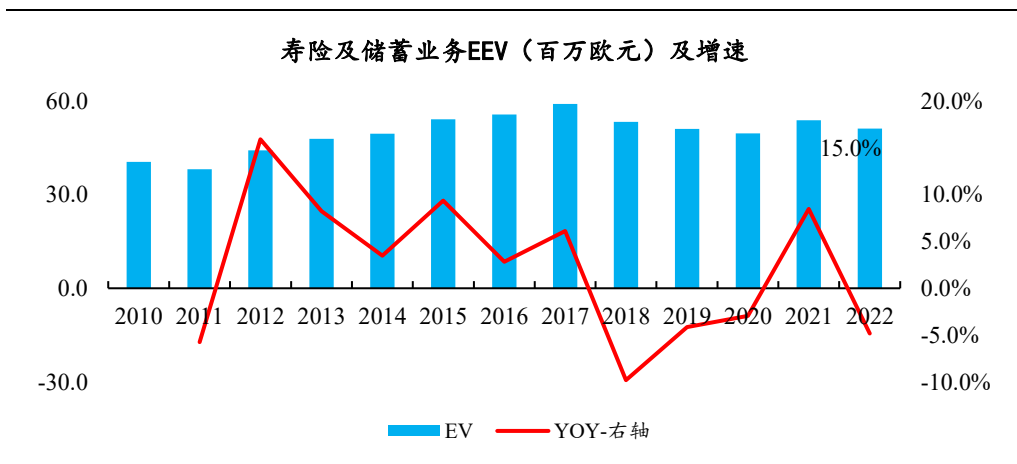
项目	自由盈余 Free surplus	+	所需资本 Required capital	=	调整后净资 ANAV	+	有效业务价值 VIF	=	内含价值 EEV
期初寿险及储蓄业务内含价值 EEV					(1)				
子公司股权结构变动					(2)				
市场参数校准调整					(3)				
其他期初调整项					(4)				
调整后期初寿险及储蓄业务 EEV					(5) = (1) + (2) + (3) + (4)				
存量业务经营业绩：					(6) = (7) + (8) + (9) + (10) + (11) + (12)				
VIF 与所需资本预期收益（内含折现率释放）					(7)				
计入 VIF 的预期利润					(8)				
盈余资金预期收益					(9)				
所需资本预期变动					(10)				
经营实际经验差异变动					(11)				

项目	自由盈余 Free surplus	+	所需资本 Required capital	=	调整后净 资 ANAV	+	有效业务 价值 VIF	=	内含价值 EEV
经营精算假设变更					(12)				
NBV					(13)				
寿险储蓄业务 EEV 经营回报					(14) = (6) + (13)				
当年投资实际收益差异					(15)				
投资假设变更					(16)				
寿险储蓄业务 EEV 总回报					(17) = (14) + (15) + (16)				
资本现金流变动					(18)				
汇率波动影响					(19)				
收购 / 剥离业务对应的寿险储蓄内含价值					(20)				
期末寿险及储蓄业务内含价值 EEV					(21) = (5) + (17) + (18) + (19) + (20)				

资料来源：安盛集团官网公告、开源证券研究所

EEV 可反映寿险及储蓄险业务综合经营情况，市场危机冲击及子公司出表产生负面影响。EV 出现同比下滑的年份及下滑原因为：2011 年主要受欧债危机、利率下行影响；2018 年主要受美国寿险子公司 EQH 拆分进行 IPO 以及瑞士团体寿险存量业务转型影响；2019 年受 EQH 出表清零影响；2020 年受新冠疫情爆发影响；2022 年尽管利率大幅上行带来正面影响，俄乌冲突下股债双杀拖累 EV 增长。

图24：EEV 同比下降主要受非经营性因素影响



数据来源：安盛集团官网公告、开源证券研究所

集团估值方法多样，切换新准则后估值方法进一步丰富。由于集团财险占比呈上升趋势，对集团的估值不仅局限于PEV。2023 年切换新会计准则后，净资产和净利润对于保险公司经营结果的反映更具可信度，基于基础盈利的 PE 估值可信度进一步增强，同时合同服务边际等新指标引进也催生了一些相对创新的估值方式。

表5：新会计准则下，部分传统估值方式变得更加合理，也催生了新的估值方式

序号	估值方法	计算方式	简析
1	PE 估值	PE=股价/每股归母净利润	传统通用估值方式。随着新会计准则实施，长期险产生的收益会先进入负债端的 CSM，而后通过摊销进入净利润，提高了净利润的可信程度，因此提高了该估值方式的可信度。

序号	估值方法	计算方式	简析
2	P/B 估值	PB=股价/每股归母净资产	局限性： - 仅适用于盈利稳定阶段，当公司出现短期亏损、大额一次性损益时，PE 倍数无参考意义； - 寿险公司受利率波动、CSM 摊销节奏影响，净利润短期波动仍会扰动倍数合理性
			- 传统通用估值方式，核心是衡量股价相对公司账面净资产的溢价/折价水平。 - 适用场景：① 保险公司净资产相对银行占比更高、资产负债表透明，PB 可直观反映安全边际；② 当公司短期亏损、PE 失效时，PB 是核心替代估值指标。
3	P/ATBV 估值	$PB = \frac{\text{股价}}{\text{每股归母净资产}}$	局限性： IFRS17 新准则下，寿险保单的合同服务边际（CSM）、风险调整（RA）计入负债端，压低了账面净资产，导致传统 PB 严重低估寿险公司真实价值。
			- IFRS17 新准则下保险行业专属改良版市净率，是当前欧洲主流估值方法之一，解决了传统 PB 的失真问题。 - 核心调整逻辑：① 剔除商誉等无变现能力的无形资产，还原有形净资产；② 将 IFRS17 下计入负债端、本质是未来未实现利润的税后 CSM、税后风险调整 RA 加回净资产，还原寿险公司真实的股东权益价值。
4	SOTP 分部估值	$PB = \frac{\text{股价}}{\text{每股归母净资产}}$	- P/ATBV=股价/每股调整后有形净资产 - ATBV（调整后有形净资产）= 归母股东权益 - 商誉 + 税后合同服务边际（CSM）+ 税后风险调整（RA）
			- 核心公式：集团整体股权价值= 寿险业务分部价值+ 财险业务分部价值 + 资管/其他业务分部价值 - 集团净债务 - 静态 SOTP：各分部价值 = 该分部近 12 个月 TTM 净利润×对应纯业务同业当前 TTM PE（或适配的资产倍数） - 前瞻 SOTP（目标价预测）：各分部价值 = 该分部未来预期净利润×对应目标 PE（由股权成本 CoE 推导） - 集团保险公司估值方式，针对旗下寿险、财险、资管等业务风险属性、盈利周期、估值逻辑完全不同的特点，避免了“一刀切”的集团整体估值失真。 - 寿险业务可搭配以上提到的 3 种估值方式。

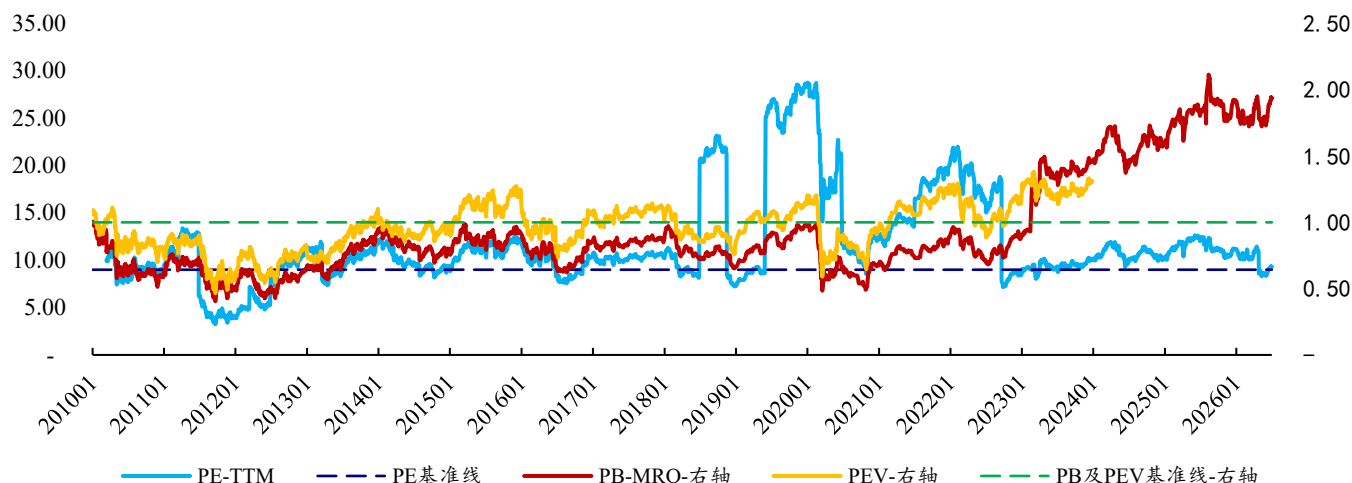
资料来源：开源证券研究所

PB 长期破净，或因长端利率下行、商誉等因素造成净资产虚高。PE-TTM 波动较大。

PB 在切换新准则前，长期处于 1 倍以下，预计主要受长期利率下行趋势下，旧会计准则下负债准备金的贴现率锁定（对利率变化不敏感），资产端膨胀使得净资产虚高，同时净资产中隐含一定量的商誉，也使得净资产不实。切换新准则后，归母净资产有了明显的缩小，其可信度有了提升，PB 估值也回到了较高水平。但同时，欧债危机、集团的重大经营战略决策的不确定等多重因素也对破净有一定解释力。市场波动、非经常性影响等对净利润带来较大波动影响，使得 PE-TTM 本身波动较大。

图25：PEV 和 PB 估值结果趋势类似，新会计准则切换后 PB 明显提升，PE 明显下降

各类估值方法估值结果



数据来源：Wind、安盛集团官网公告、开源证券研究所

注：1. TTM 及 PB-MRQ 为 Wind 导出数据，PEV 以相应日期总市值 2 和上一年末 EV 值相除进行计算；2. PE 以 9 倍为基准线，PB 和 PEV 以 1 倍为基准线，低于基准线则认为估值属于较低水平

估值方法探讨：以基础盈利 PE 为主，PB-ROE 和 SOTP 分拆估值交叉验证。基础盈利 PE 为主主要原因包括：1) AXA 已逐步转型为以财险、健康险及投连险为主的资本轻型公司，盈利来源由利差为主逐步转向承保利润与管理费，企业价值与账面净资产关联减弱，盈利的确定性与持续性成为定价核心；2) 基础盈利（Underlying Earnings）剔除一次性损益、已实现资本利得及市场波动，口径更加稳定，且与分红政策、管理层指引及市场一致预期直接对齐，可规避报表净利润口径导致的 PE-TTM 大幅波动；3) IFRS 9 下资产公允价值变动多计入 OCI，叠加集团近年常态化回购注销自身股票，报表净资产波动失真，PB 分母可靠性下降。

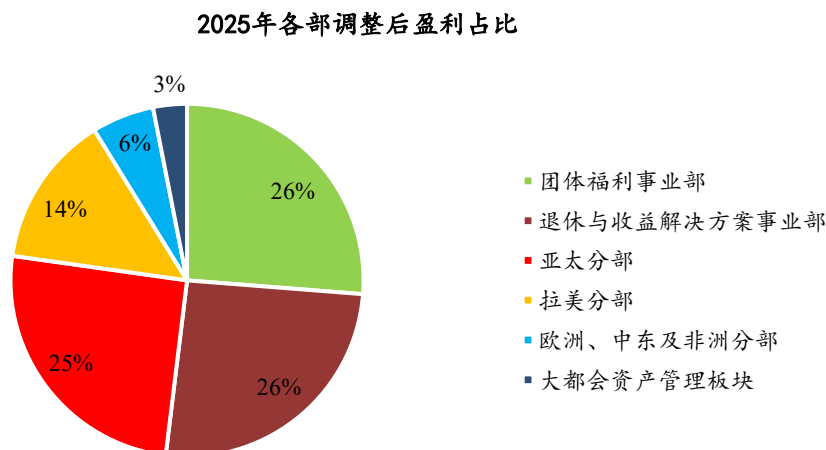
3、美国寿险龙头——大都会人寿

3.1、公司概况：业务转型，风险减量

大都会人寿全球布局，团险全美第一，美国上市。大都会人寿最早可以追溯到 1860 年代，1999 年美股上市的控股主体 MetLife, Inc. 在美国完成注册，2000 年于纽交所上市，公司当下是全球头部金融服务企业之一，业务覆盖保险、年金、员工福利与资产管理赛道，在美国、亚洲、拉美、欧洲、中东市场都占据领先的市场份额。**2010-2026 年，大都会人寿主营业务逐步由“美国个人寿险+高保证年金”转向“员工福利+机构退休+国际个人保险+资产管理”。**

公司战略变化历程：主业逐步由寿险转变成风险更可控的非寿险，关键历程包括 2010 年收购美国国际集团 (AIG) 的美国生命保险公司 (ALICO)，完成国际化；2016-2017 年分拆明灯金融 (Brighthouse)，把美国本土绝大部分个人零售业务（如个人寿险、个人年金）剥离出集团，加入 Brighthouse，后 Brighthouse 独立上市，持续压降美国零售个人寿险和高保证年金风险；2021 年出售汽车保险与家庭财产保险 (Auto & Home)，收购维桑特 (Versant Health，美国头部管理式视力保健服务商)，增强员工福利相关业务；2023 年，公司把较大规模存量个人寿险和固定年金保单对应的赔付风险、利率风险和法定准备金责任，打包转移给环球大西洋金融集团 (Global Atlantic，美国头部再保险与存量保险运营机构) 承担；2025 年，又把一定规模的存量变额年金对应的市场波动风险、保底兑付责任，转移给塔尔科特解决方案公司 (Talcott Resolution，美国专业的保险存量业务承接平台) 承担并于 2025 年完成磐桥投资管理公司 (PineBridge，专业资产管理机构) 收购。

图26：大都会人寿业务广泛，覆盖全球多个地区



资料来源：大都会人寿官网公告、开源证券研究所

表6：大都会人寿从高保证、高资本占用的美国个人业务专向低风险的团险、RIS 业务

项目	出售/封闭		保留/发展		
	变额年金 (带最低保证)	个人长期保证寿险和 年金	团险	RIS 退休及收入解决方案	新兴市场人身险业务
业务	• 保费进入独立账户并	• 个人万能险、带次级	• 面向企业员工销售团	• 包括 DB 养老金风险	日本、韩国等亚洲市场，

业务类型	投资股票或基金，同时附加最低身故、最低收入或最低提款等保证。 类似：投连+最低保证年金	保证的万能险、传统寿险，以及固定年金等长期保证业务。 类似：我国高保证利率的寿险或万能险。	体定期寿险、牙科、伤残、意外、健康及视力保险等，以一年期或定期续保业务为主。 类似：我国团险中的补充医疗险、重疾和定期寿。	转移（PRT）、长寿再保险、DC 计划稳值产品、机构收入年金等。	墨西哥、智利等拉美市场及欧洲、中东业务产品覆盖寿险、健康险、意外险、员工福利、储蓄及退休产品。
风险	- 股市下跌、利率下降、长寿、退保行为及基差风险 - 最低保证期限长、尾部风险大，需持续使用衍生品对冲，估值与精算模型复杂 - 利润和资本波动较大。	- 保证利率或保障责任锁定时间长，负债久期较长； - 低利率将压缩利差、提高准备金和资本要求，并放大久期错配、长寿、退保及再投资风险。	- 主要承担死亡率、发病率和赔付率风险。 - 多数合同可定期续保并调整价格，通常无现金价值和长期投资保证。	- Pension Risk Transfer 年金买断和终身收入年金承担利率、投资及长寿风险； - 稳值产品承担信用、流动性及账面价值保证风险。	面临汇率、当地利率、监管、主权及市场风险；
背景原因和举措	●08 年金融危机及长期低利率暴露了存量最低保证的尾部风险；股市、利率和衍生品波动导致利润与资本不稳定。 - MetLife 在 2014 年被指定为非银行系统重要性金融机构，可能提高资本要求。 - 市场对这部分高波动资产不愿意给估值，拖累整体。 - 大部分业务随 Brighthouse 分拆上市，剩余存量风险封闭、再保险方式转移风险。 - 降低复杂性、盈利波动性和资本占用。		- 合同期限相对较短（每年一续、离职后不再承担）、可较快重定价，风险主要来自可观察的保险赔付而非长期金融保证。 - 依托企业渠道批量获客，续保和交叉销售能力较强，盈利相对稳定。	- 美国企业具有持续降低 DB 养老金风险的需求；DC 计划也需要稳值及终身领取工具。 - 大都会依靠规模、资产管理和精算能力赚取利差、风险承保及管理收益，业务更透明且风险相对可控。 - 业务承接时可根据市场环境做重定价。 - 机构业务现金流通常较可预测，可通过资产负债匹配和交易定价控制风险。	2010 年收购 ALICO 获得亚洲、拉美和欧洲成熟牌照及渠道。 - 区域和产品较为分散，部分业务以保障、健康、分红或投连产品为主，风险相对分散。 - 新兴市场保险渗透率和保障需求增长空间较大 - 可分散对美国市场的依赖，并形成较高的利润贡献和区域多元化。

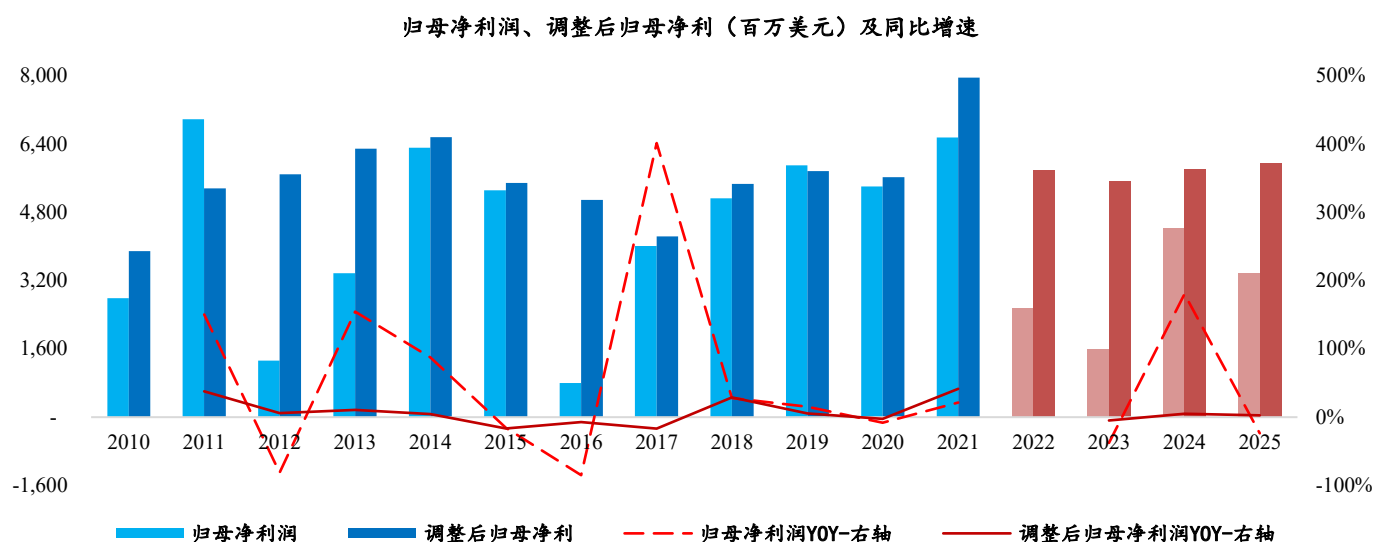
数据来源：Wind、开源证券研究所

财务准则看，大都会人寿使用 US GAAP 准则，净利润对市场波动更加敏感。受当地政府强制性要求，大都会人寿使用 US GAAP 准则进行会计计量，2010 年至今，主要分为两个阶段：（1）2023 年前，大都会人寿使用的旧 US GAAP 准则，主要规则包括长期险签订保单时锁定关键假设、递延保单获得成本（DAC），同期的中国保险会计准则主要包括关键假设按期更新，如使用 750 天移动平均折现率，和首日利得以剩余边际递延。（2）2023 年开始，大都会人寿在 US GAAP 框架下进行准则

更新，即执行长期保险合同目标改进准则（LDTI），较更新前主要变动包括折现率随行就市、假设每年更新、变额年金保证改按公允价值计量（MRB）和 DAC 不再按预期利润曲线摊销，改为大致直线匀速摊销，相较准则更新前，报表更加真实，但是波动可能更大。同年，中国上市险企统一切换新会计准则，折现率同样变得更加紧跟市场，同时引入合同服务边际等指标使得净利润更加平滑，一定程度缓解了负债端的波动，但是资产端波动可能被放大。相同经济冲击下，US GAAP 净利润通常更敏感，主要受 US GAAP 无 CSM 缓冲，权益证券、一般衍生品等重估较快进入利润表等因素影响。

归母净利润波动较大主要受衍生品波动影响，调整后归母净利整体稳健。2010-2021 年调整后归母净利润年复合增速 6.7%，2022-2025 年调整后归母净利润年复合增长率为 0.9%。2012 年归母净利与调整后归母净利的差异主要受衍生品亏损及商誉减值影响，2013、2016 年主要受衍生品亏损影响，2022、2023 和 2025 年主要受投资净亏和衍生品亏损影响。2017 年受 Brighthouse 一次性剥离影响，调整后归母净利润出现明显下滑；2021 年受疫情后股市恢复影响，投资收益拉动整体业绩高增。整体而言，公司调整后归母净利保持稳健。

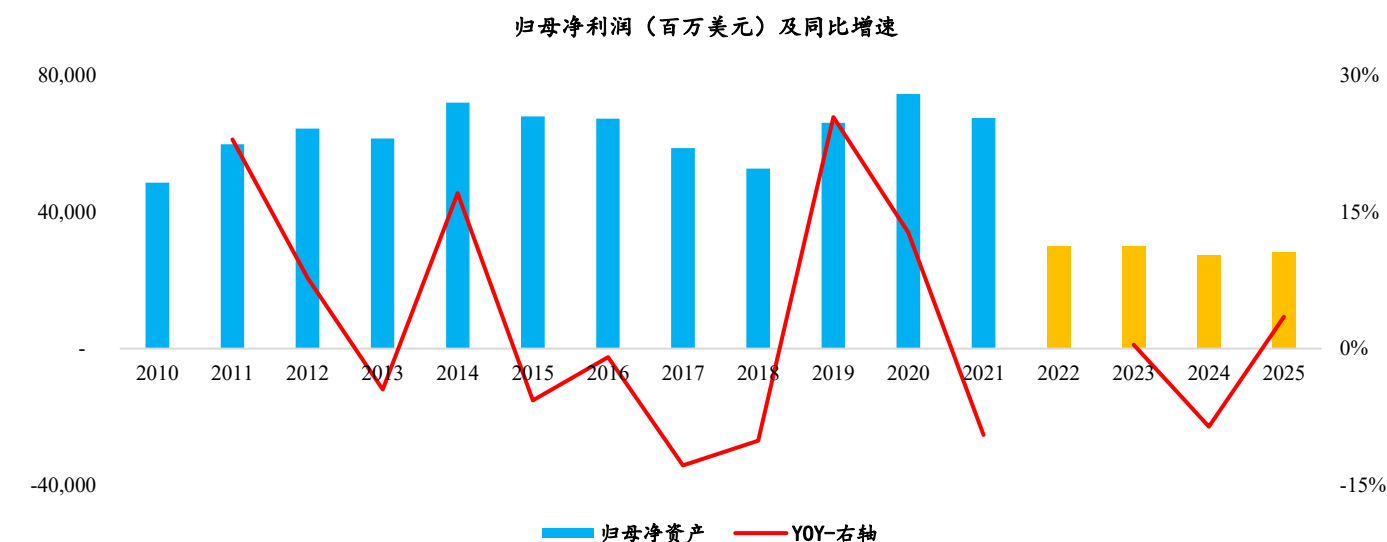
图27：切换 LDTI 新准则前，调整后归母净利整体呈上升趋势，切换后，短期内调整后归母净利维持稳健



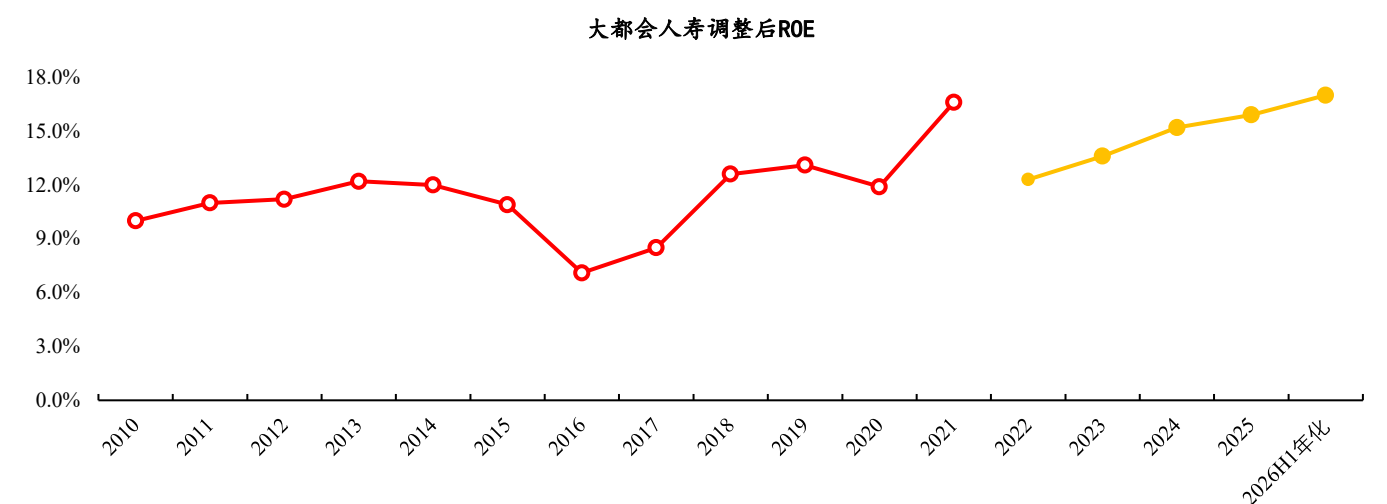
数据来源：大都会人寿官网公告、开源证券研究所

注：调整后盈利聚焦于公司的主营业务，主要通过剔除以下影响：（1）可能扭曲趋势的市场波动；（2）不对称及非经济会计处理；（3）与已剥离业务相关的收入和成本，以及（4）其他调整。此外，调整后盈利还剔除 GAAP 下终止经营业务的损益。”

净资产受利率影响波动较大。旧 GAAP 体系下，债券计入 FVOCI 科目，而负债端（传统险按发单时利率锁定，变额年金保证不全按公允价值计量）受利率波动的敏感度较低，使得利率波动对公司净资产的影响较大，2022 年公司净资产大幅下降，主要受美联储大幅加息造成资产萎缩明显大于负债。

图28：新准则切换前后，归母净资产均整体保持稳健


数据来源：大都会人寿官网公告、开源证券研究所

图29：大都会调整后 ROE 中枢稳步提升


数据来源：大都会人寿官网公告、开源证券研究所

调整后 ROE 剔除了分子分母端受市场波动和重估、非经常性损益影响，大都会调整后 ROE 中枢稳步提升：

2010-2015 年：ROE 维持 10%—12% 区间，低利率环境带来不利影响。2010 年收购 ALICO 后，亚洲、拉美等国际业务利润贡献提升，净利润体量有所扩大；但受长期低利率和较高的保证成本（衍生品对冲、最低保证给付成本提升）影响，ROE 没有明显提升。

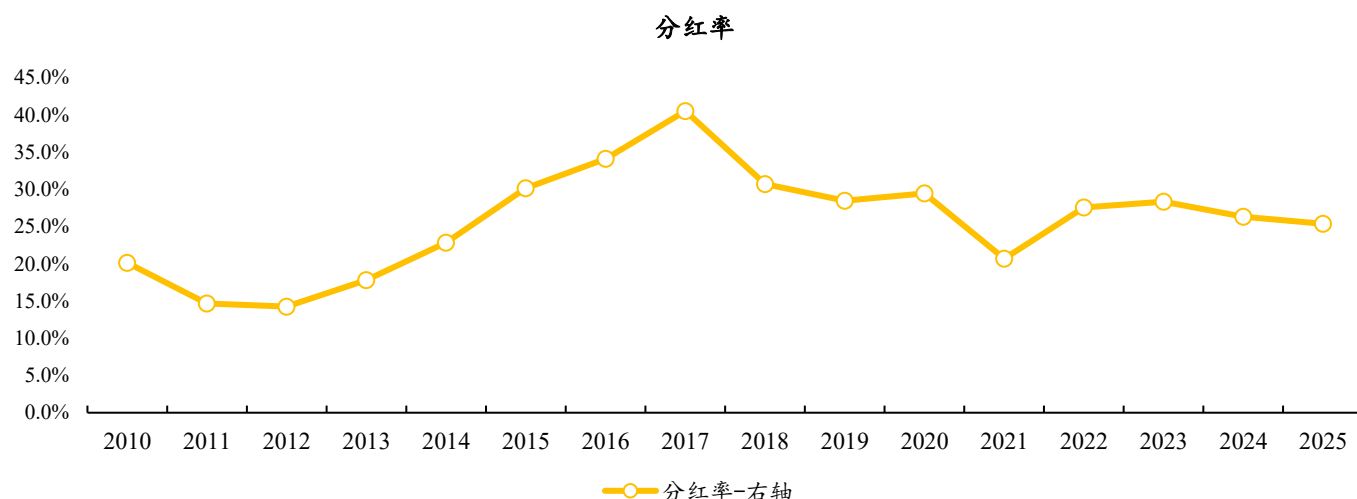
2016-2020 年，分拆期形成 ROE 洼地，分拆 BHF 后修复至 12%—13%。2016-2017 年受精算调整、分拆资产上市带来技术性短期扰动等影响，ROE 略低。高保证、高资本占用业务及相关权益退出后（BHF ROE 偏低），ROE 在 2018-2019 年提升，2020

年受疫情赔付、低利率影响有所下降。

2021-2026H1 年：ROE 中枢持续提升，回购、利率回升和业务增长共同驱动。2021 年受牛市和 IPO 爆发影响，私募股权投资收益提升；2023-2026H1 年，受私募股权投资收益及固定收益再投资收益改善、团险和拉美等业务规模增长驱动净利润改善，同时回购驱动净资产连续下降。

分红率先上涨后保持平稳，每股分红连续多年增长彰显回报确定性。2012-2025 年，每股股息年复合增长率为 9%，呈持续增长趋势。分红率呈现先增高后稳定的趋势，2017 年受调整后归母净利下滑至较低水平影响，分红率出现峰值，2021 年受调整后归母净利较快增长影响，分红率有所下降，除 2021 年外，2019-2025 年公司分红率保持稳健，在 25%-30%之间。同时，公司会对股东股票进行回购以回馈股东，整体而言，股东回报处于较好水平。

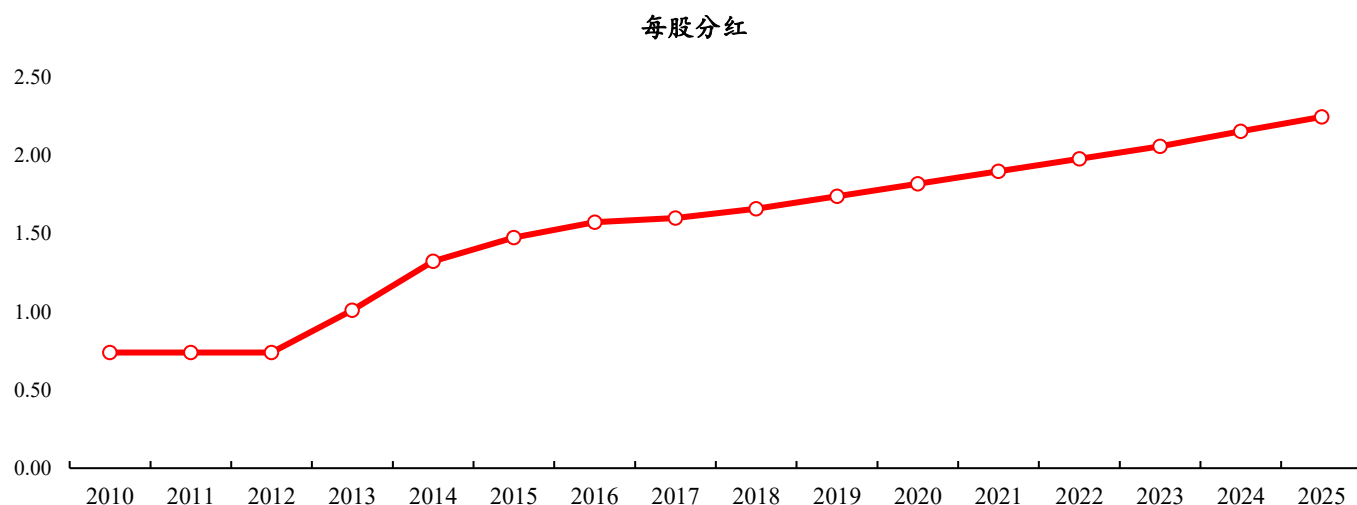
图30：分红率整体呈先上升，后平稳趋势



数据来源：大都会人寿官网公告、开源证券研究所

注：分红率以调整后归母净利为分母计算

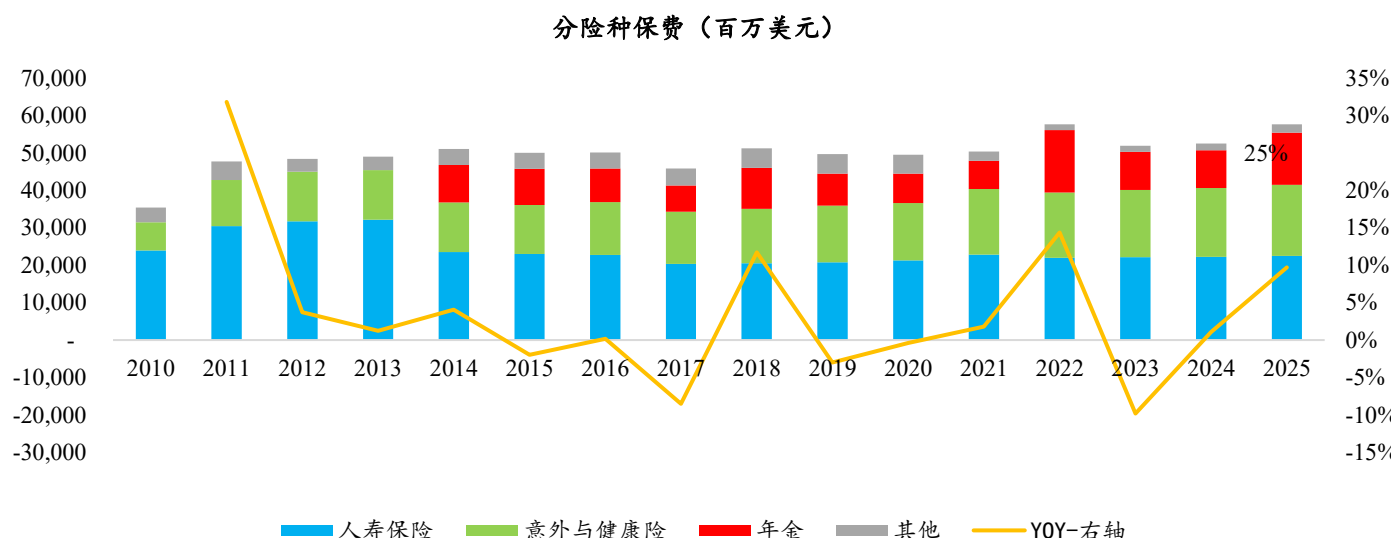
图31：每股分红稳步提升



数据来源：大都会人寿官网公告、开源证券研究所

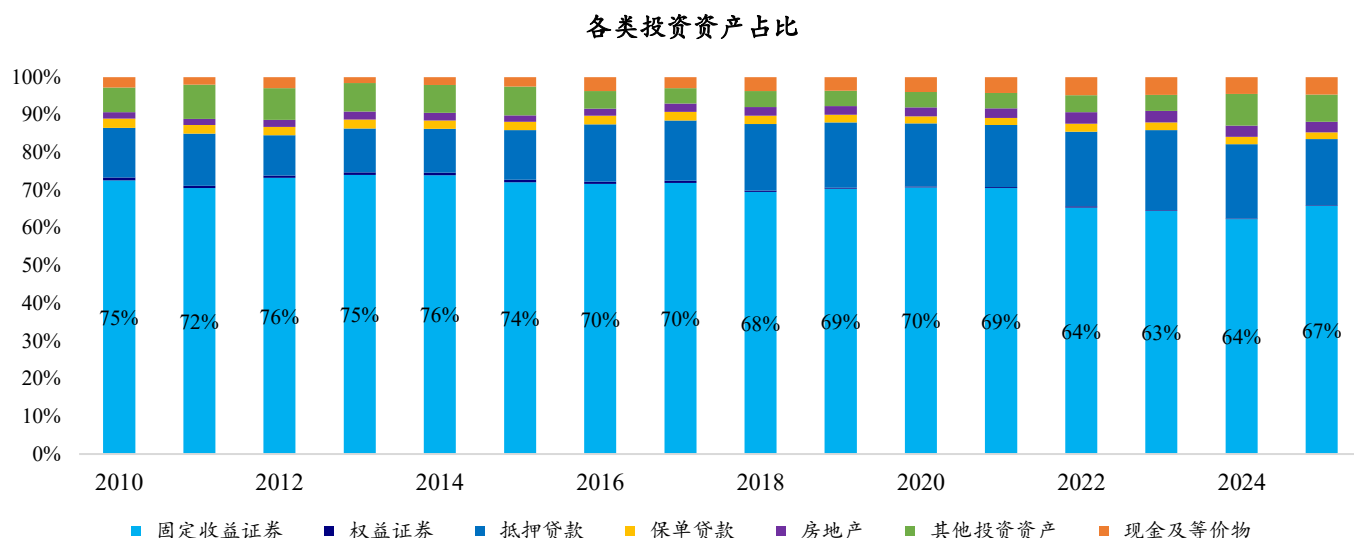
负债端看，保费主要受收购、分拆和大单扰动。2010-2025 年，总保费年复合增长率为 3.3%，寿险占比下降 28.6%，意外及健康险占比提升 11.8%，年金占比提升 24.3%。2011 年总保费较快增长主要受收购美国国际集团 AIG 旗下美国人寿保险公司 ALICO，国际业务版图一次性扩容影响；2017 年总保费同比负增长主要受分拆 Brighthouse，剥离美国零售年金及寿险业务影响；2022 年总保费大幅提升主要受退休与收入解决方案部门（RIS）养老金风险转移大单影响；2023 年总保费同比下降，主要受 2022 年高基数影响。剔除几次外部事件后，总保费整体呈平稳增长趋势。

图32：保费稳健增长，寿险占比下降，意外及健康险占比提升



数据来源：大都会人寿官网公告、开源证券研究所

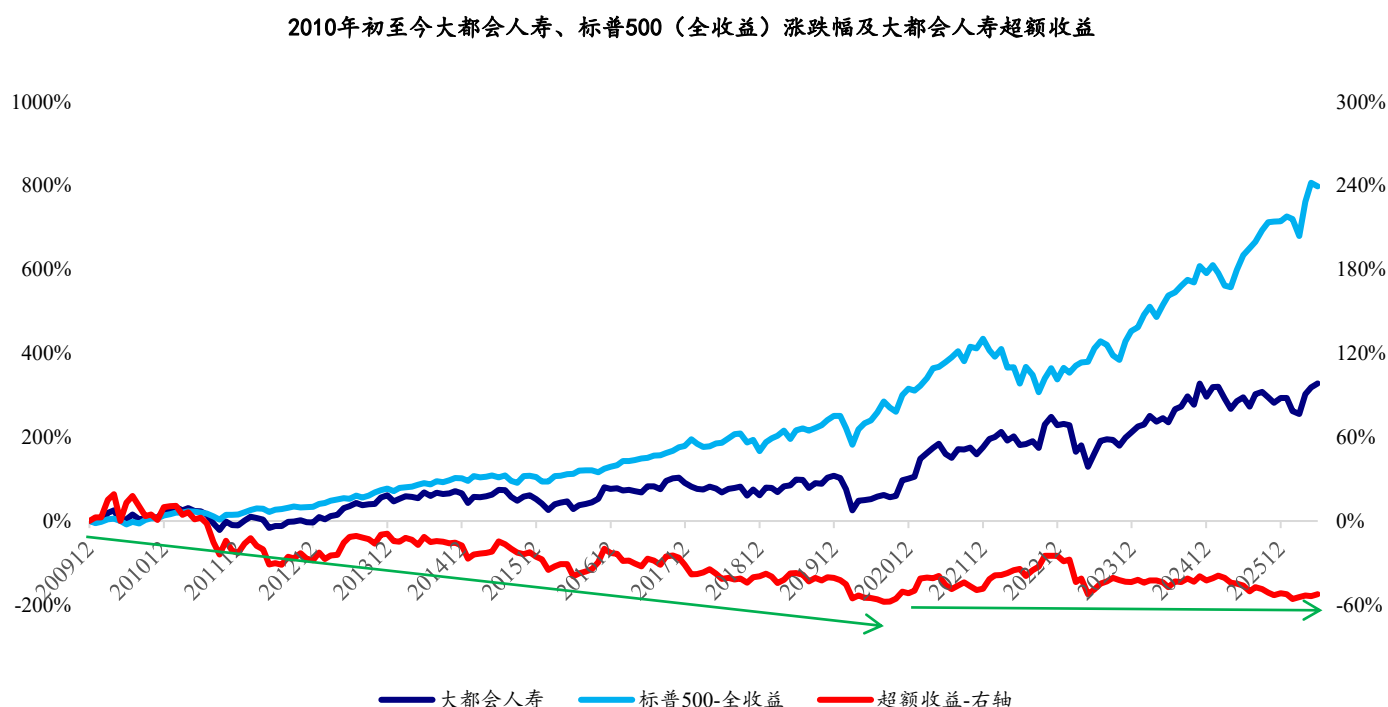
投资端看，公司呈固收主导、权益极低的保守配置特征。2010-2016 年固定收益证券占比稳定在 70%-76%；2017 年 Brighthouse 分拆后降至 69%并持续下移，2022-2023 年受利率上行导致债券公允价值下跌及抵押贷款占比提升的双重影响，进一步下跌至 63%；2024 年后随利率企稳及债券市值修复，占比回升至 66%-67%。期间抵押贷款作为核心增配方向，占比从 13%逐步提升至 18%以上，挤占了部分固收占比；权益证券配置持续收缩，占比不足 0.5%。整体资产结构的演变反映了低利率环境下“以抵押补收益”的主动调整，以及利率周期切换带来的被动估值扰动。

图33：投资资产中固收占比最高，但呈下降趋势，抵押贷款挤占比例，权益证券占比不足1%


数据来源：大都会人寿官网公告、开源证券研究所

3.2、股市复盘：2021 年以来超额收益企稳回升

2010-2026 年中期，我们将股价分为两个阶段进行复盘，受业务转型影响，利率影响权重逐渐降低。大都会人寿在经营过程中逐步进行业务转型，美国个人寿险占比逐年下降，利率波动对公司的影响也随之减弱。美国长端利率在 2010 年 4 月-2026 年中期，整体呈现先下行（2010 年-2019 年），触底后再上行（2020 年-2026 年 6 月）趋势。

图34：大都会人寿长期跑输标普 500，超额收益长期为负


数据来源：Wind、开源证券研究所

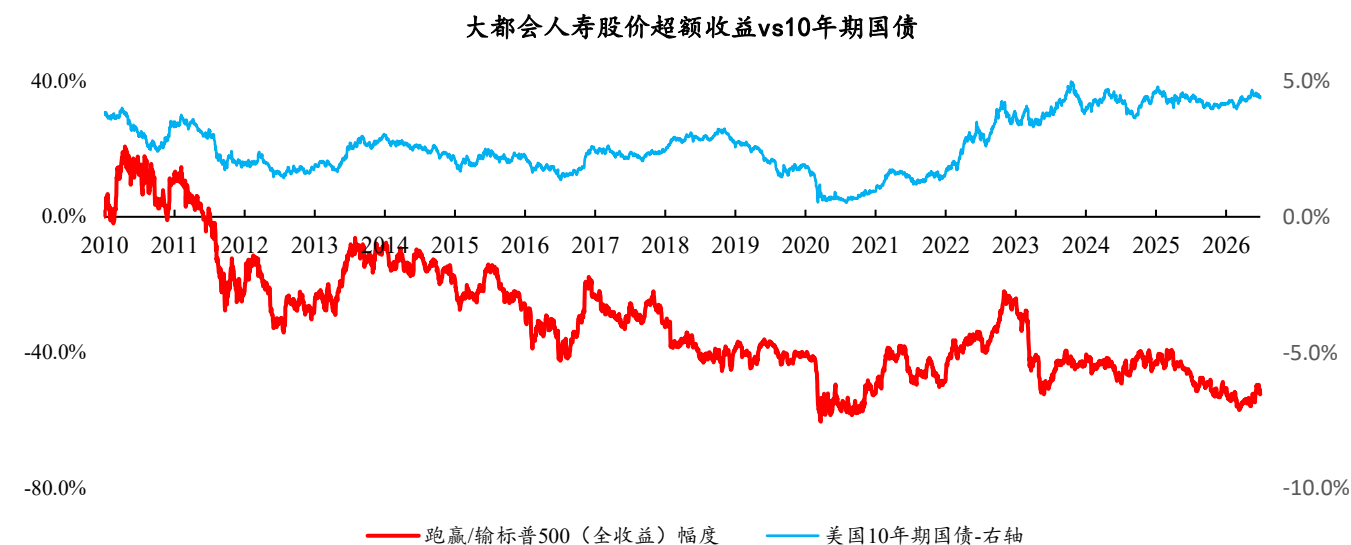
注：1. 标普 500 为美国大盘宽基指数，成分包含全美 500 家头部大型上市企业，自由流通市值加权，覆盖美股主要行业绝大部分成交市值，可对标 A 股沪深 300；2. 涨跌幅用后复权收盘价计算；3. 超额收益 = (大都会股价较期初涨跌幅+1) / (标普 500 较期初涨跌幅+1) - 1

图35：美国长端利率 2010-2019 年呈下降趋势，2020-2026 年呈上升趋势



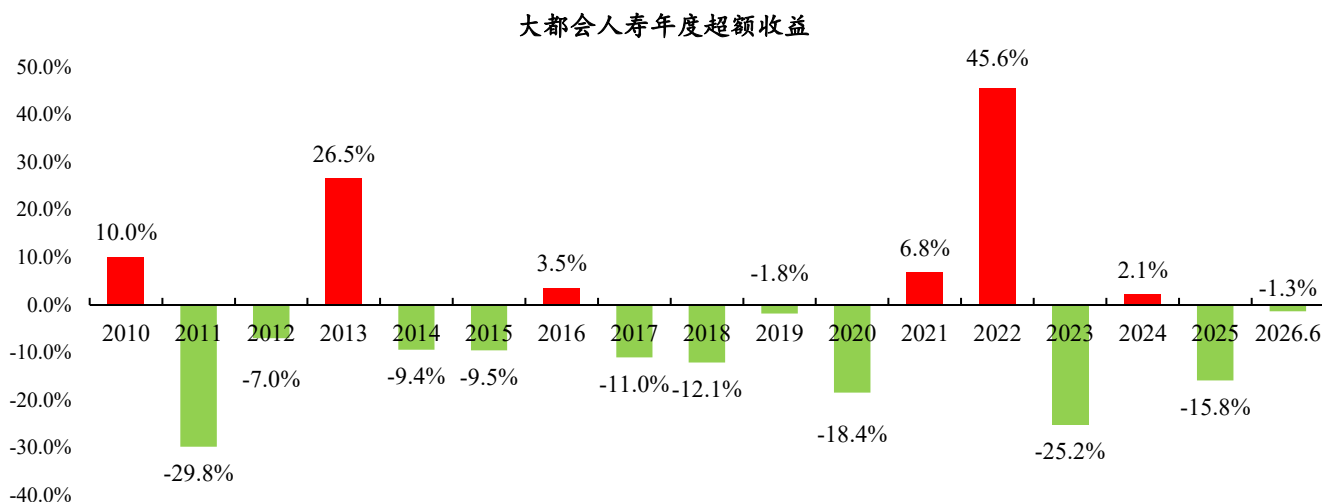
数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：大都会人寿超额收益与长端利率同向波动，2023 年后两者走势背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：超额收益 = (大都会股价较期初涨跌幅+1) / (标普 500 较期初涨跌幅+1) - 1

图37：尽管大都会人寿长期跑输基准指标，但在部分年份出现了较高的超额收益


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：大都会人寿股价超额收益=（大都会股价较期初涨跌幅+1）/（标普 500 较期初涨跌幅+1）-1

表7：3 个阶段分别呈现“跑输-跑赢-跑输”

序号	阶段	大都会人寿股票阶段收益	标普 500 全收益阶段收益	回报差	相对财富变化	结论
1	2010.1-2020.12	100.7%	315.6%	-214.8%	-51.7%	跑输
2	2021.1-2026.6	113.3%	116.2%	-2.8%	-1.3%	跑输

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1. 阶段收益以各阶段起点月末至终点月末的后复权价格计算；2. 回报差=大都会人寿股票阶段收益- 标普 500 全收益阶段收益；3. 相对财富变化=(1+大都会人寿阶段累计总回报)/(1+基准阶段累计总回报)-1

针对两个阶段影响股价的关键因素的具体分析如下：

（1）阶段 1（2010-2020 年）：长期低利率、监管与分拆阵痛叠加基准科技长牛，持续跑输

一方面，长期低利率压低一般账户再投资收益率，并抬升传统寿险、万能险和带生存保证变额年金的经济成本；分拆后 MetLife Holdings 仍保留部分封闭块和长期护理尾部风险，投资者持续要求估值折价。2010-2013 年寿险产品占比超过 65%，利率对股价的影响较为明显，随后 2014-2020 年，寿险产品占比压缩至 40%-50% 之间。另一方面，AFS 债券 AOCI、衍生品和准备金假设变更降低 GAAP 利润及净资产可解释性，财务指标波动较大。此外，同期 S&P 500 由科技和高 ROE 轻资产公司主导，保险公司有机增长较慢、资本密集，形成结构性风格逆风。

（2）阶段 2（2021-2026 年 H1）：利率上行、盈利创纪录与资本回报共振，跑输大盘幅度大幅减小

阶段内 2021、2022 年两年大都会人寿连续跑赢，其中 2022 年跑赢幅度较大。寿险占比由 2021 年的 45.4% 下降到 2022 年的 38.1%，年金占比由 14.9% 提升至 28.9%，产品结构意味着利率对业绩仍有较大影响，区间内利率持续上行带来利好。同时公司在期间持续出清存量高保证美国个人寿险业务，同时团险和海外业务持续改善，

ROE 持续稳步提升、盈利创新高，也对超额带来重要支撑。2023 年以来受美股科技风格主导影响，超额收益有所减弱。

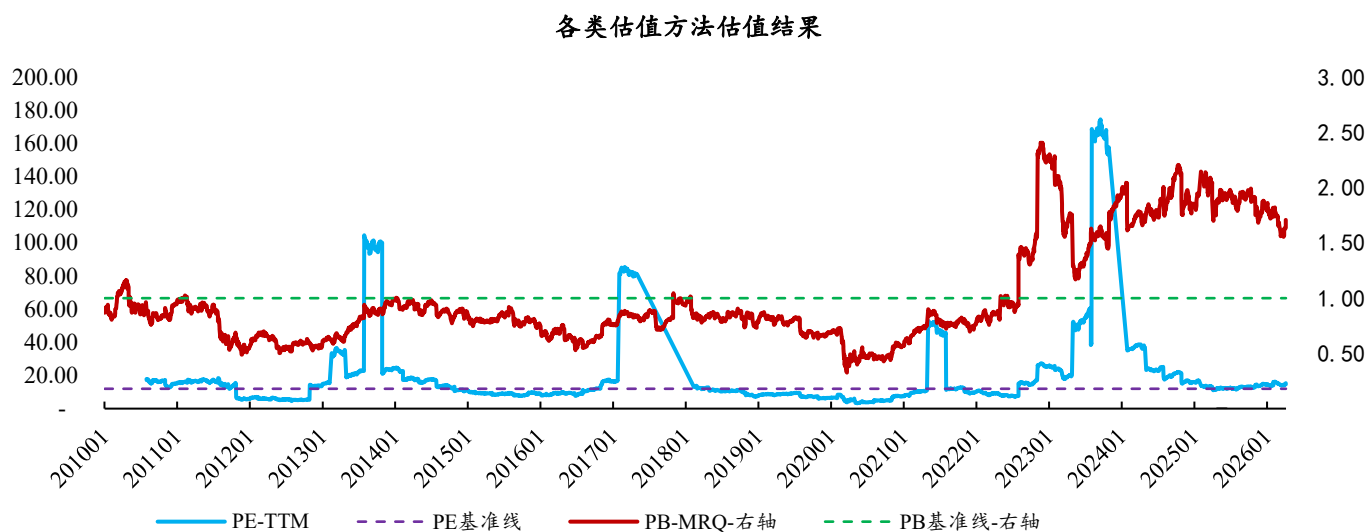
整体而言，结合对大都会人寿的分析，我们认为：

- 1) 利率仍是股价的第一解释变量，但解释力弱于以寿险为绝对主导的纯寿险公司。公司寿险与年金等利率敏感型业务仍占较高，前期利率敏感度明显，而后续随着公司持续对美国个人寿险（高保证寿险与年金、变额年金类业务）的出售和风险迁移，利率的敏感度有所弱化（团险和养老金业务再定价更明显，对利率敏感度偏弱）。
- 2) 持续超额需要“利率、盈利、资本回报”三重验证。第二阶段可以看到利率上行、调整后盈利创历史纪录、大额分红回购同步落地，叠加风格专向价值，2022 年公司股价获得显著超额。
- 3) 基准结构的影响亦不能忽略。QE 下的科技长牛与 AI 集中化行情两度放大大都会的负向超额，风格的影响有时超过了基本面因素。

3.3、估值：不披露 EV，调整后 PE 是估值主力

PB 长期破净、2023 年后提升，PE 因 GAAP 净利润噪声失真。大都会人寿 2010 年代大部分时间以约 0.6-1.0 倍 PB 和约 6-10 倍 PE 交易，低利率、遗留零售业务与集团复杂度是主要折价来源；2012 年欧债危机与 CCAR 资本计划未获批准一度压降估值。2017 年分拆 Brighthouse 后，估值框架逐步从“折价账面价值”转向“调整后 EPS 增长+自由现金流+资本回报”。2022 年后报表 PB 跳升至 1.6-2.0 倍，但含有明显分母效应——加息使 AOCI 大幅负增、账面净资产收缩，与股价上涨形成“分子分母双击”，因此机构更偏好剔除 AOCI 的调整后 PB。PE-TTM 波动较大，主要由于 GAAP 净利润受衍生品、LDTI 下市场风险利益（MRB）重估、可变投资收益等影响（2016 年 6.3 亿、2023 年 13.8 亿、2024 年 42.3 亿美元），冲击年份报表 PE 被动抬升，选择调整后盈利是更好的分母。

估值方法探讨：以调整后盈利 PE 或剔除 AOCI 的 PB-ROE 为主锚，SOTP 交叉验证。公司持续披露调整后盈利 PE（剔除衍生品、MRB 重估与投资损益），同时该指标能直接对接管理层指引与分红回购；SOTP 分拆估值主要考虑美国员工福利/RIS、亚非拉海外与资管（收购 PineBridge 后 AUM 约 7347 亿美元）分拆对标全球同业倍数，避免单一倍数掩盖板块景气差异。

图38：PE 波动较大，PB 长期破净


数据来源：Wind、大都会人寿官网公告、开源证券研究所

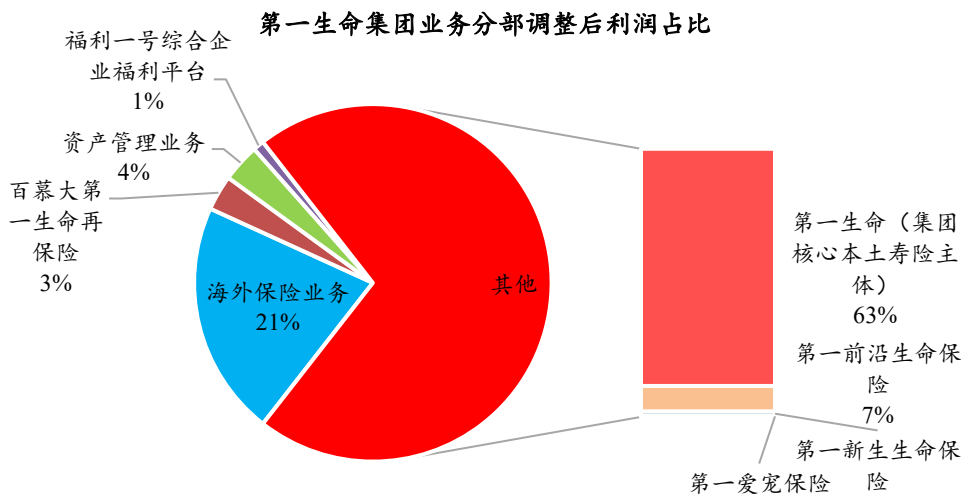
注：1. TTM 及 PB-MRQ 为 Wind 导出数据；2. PE 以 8 倍为基准线，PB 和 PEV 以 1 倍为基准线，低于基准线则认为估值属于较低水平；3. PE-TTM 剔除了负值和超过 200 的值

4、日本头部寿险——第一生命集团

4.1、公司概况：主营寿险，发展趋稳

第一生命集团是日本头部寿险公司，本土上市。公司成立于 1902 年，2010 年 4 月 1 日于东京证券交易所上市，公司以本土寿险业务为主，同时经营宠物险、再保险、企业服务平台和资产管理业务，海外业务拓展至美国、澳大利亚、新西兰等多地。集团以本年度 4 月 1 日至次年 3 月 31 日为一个完整财年，本文称 2025 年 4 月 1 日至 2026 年 3 月 31 日为 2025 财年。集团层面始终没有切换 IFRS17 和 IFRS9 这两个新会计准则，使用的是日本会计准则（J-GAAP）进行会计计量。

图39：第一生命控股主营寿险，2025 年本土保险业务占比 71%

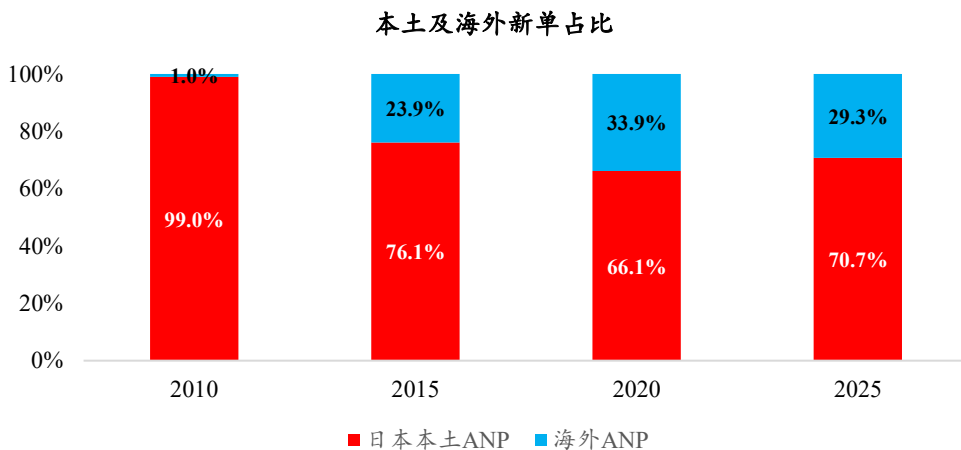


数据来源：第一生命控股官网公告、开源证券研究所

注：不考虑集团合并等抵销项和合并调整项

集团自上市以来逐步拓展海外业务。2010-2025 年集团总新单年复合增速为 5.5%。日本本土新单年复合增速为 4.0%，而海外业务年复合增速高达 20.5%，海外业务在 15 年间快速拓展，新业务占比提升 28.3pct。其中，2020 财年海外业务占比较高主要受新冠疫情爆发导致日本国内新单增长受创，美国、越南等海外市场逆势增长等原因影响，后续日本本土市场复苏，海外市场新单占比有一定回弹。

图40：第一生命集团持续拓展海外业务

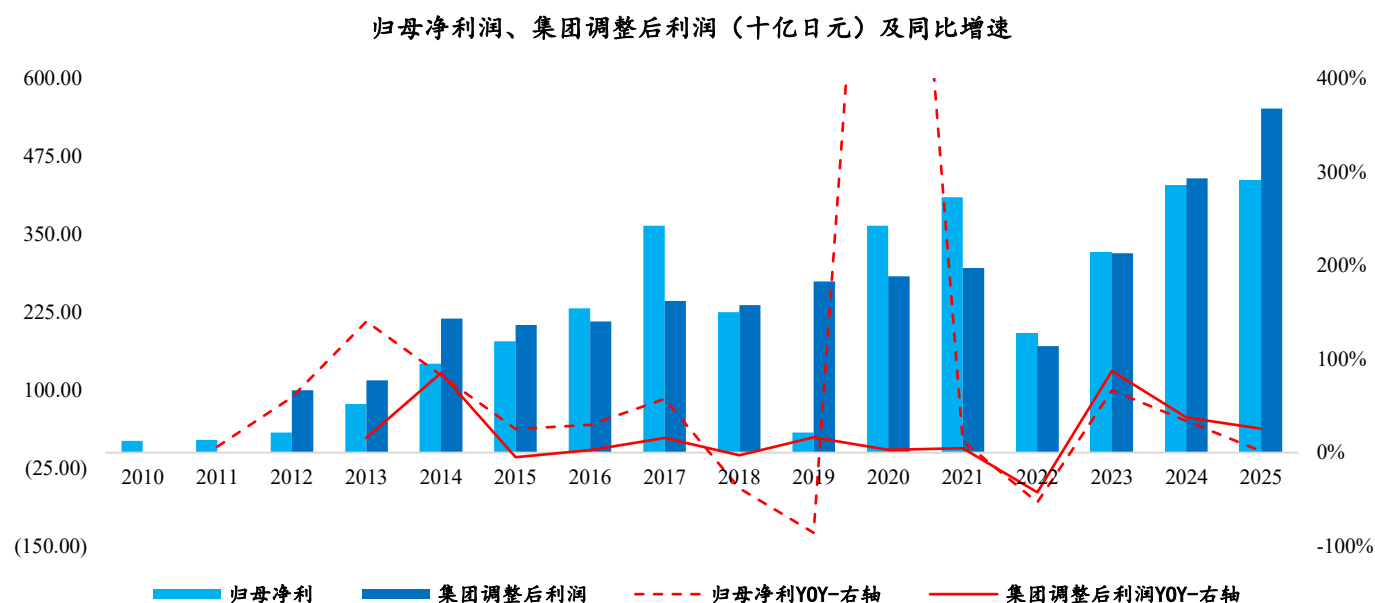


数据来源：第一生命控股官网公告、开源证券研究所

财务数据看，集团调整后利润整体呈稳步上升趋势。归母净利 2010-2025 年 15 年间的年复合增长率为 23.2%，集团调整后利润(Group Adjusted Profit)2012-2025 年(2012 年开始有数据公布) 13 年间年复合增长率是 14.0%。集团调整后利润出现较大同比增速波动的年份及影响因素分别为：2014 财年出现较大幅同比增长，主要受安倍经济学行情下良好的金融经济环境下，股市上涨带来较大收益，同时日本央行宽松的

货币政策推动日元贬值，集团增持的汇率对冲外国债券既获得了更高的利息收入，又受益于汇兑相关资本损益改善；2022 财年调整后利润出现较大幅下滑主要由于子公司 DFL（Dai-ichi Frontier Life，主打银保渠道）外币产品热销，准备金计提激增，利润由正转负，子公司 PLC（Protective Life Corporation，美国老牌寿险公司）受美联储加息、美债价格暴跌影响，投资收益大幅亏损以及 2023 年 3 月瑞信 AT1 债券因瑞士信贷被收购大幅减记，叠加新冠疫情影响下给付成本增高等多重因素影响；2023 财年出现较大增速主要受前一年低基数影响。2019 财年归母净利润出现较大幅负增长，且和调整后的利润差异较大，主要受 DFL 在疫情冲击下 MVA（Market Value Adjustment，市场价值调整）出现较大损失，Janus Henderson（英美国际资产管理公司，第一生命集团曾是其大股东）商誉一次性摊销影响归母净利润出现较大幅下滑，但调整后利润剔除了这部分影响，进而保持了正增。

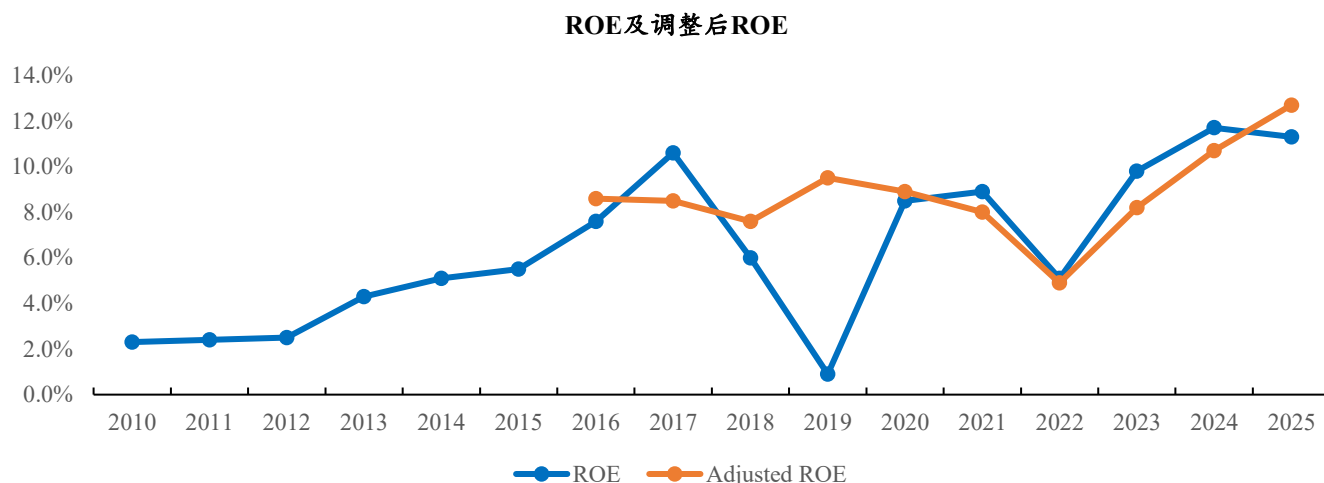
图41：2010-2017 年及新准则切换后归母净利稳步增长，2018-2022 年归母净利波动较大



数据来源：第一生命集团官网公告、开源证券研究所

注：1. 2020 年集团归母净利润同比增速受 2019 年基数大幅下滑影响，异常增长至 1021.6%，图中没有展示；2. 集团调整后利润即 Group Adjusted Profit，自 2012 年开始公布该数据，是公司用于确定向股东回报资金规模的独有指标，等于集团各子公司调整后利润的合计，各子公司的调整后利润通常反映的是现金口径下的盈利水平。作为一家控股公司，本公司主要基于从各子公司收到的股息来实施股东回报；3. 集团调整后利润=归母净利润+市场价值调整（MVA）+商誉摊销调整+估值利得/损失调整+权益权益变动（联营/合营企业投资收益变动）+其他

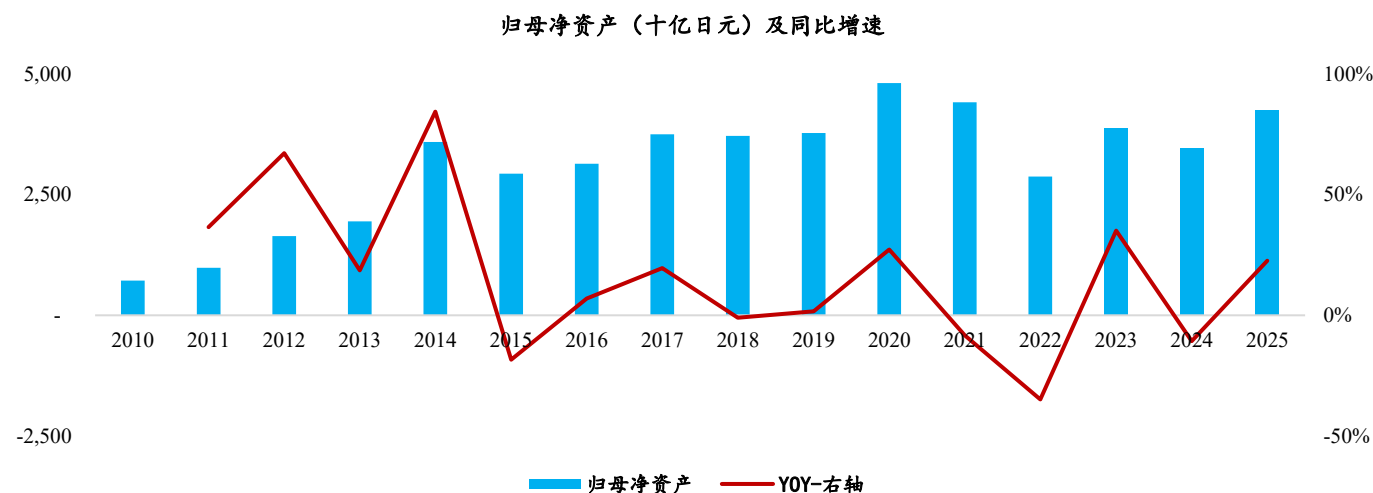
ROE 主要受盈利波动影响，调整后 ROE 更加平稳，整体呈正增趋势。未调整 ROE 在 2019 财年和 2022 财年出现较大幅下滑主要受归母净利润出现较大幅负增长影响。2022 财年调整后 ROE 也出现下滑，同样是受当年调整后利润下滑影响。整体而言，集团调整前 ROE 自 2010 财年至 2025 财年上升 9.0pct，调整后 ROE 自 2016 财年至 2025 财年上升 4.1pct。

图42：ROE 整体呈波动上涨趋势


数据来源：第一生命集团官网公告、开源证券研究所

注：集团调整后 ROE=调整后利润/(净资产 - (商誉 + 固定收益资产未实现损益(税后净额) + 市值调整累计损益(MVA, 税后净额)等)，官方公布数据自2016年起。

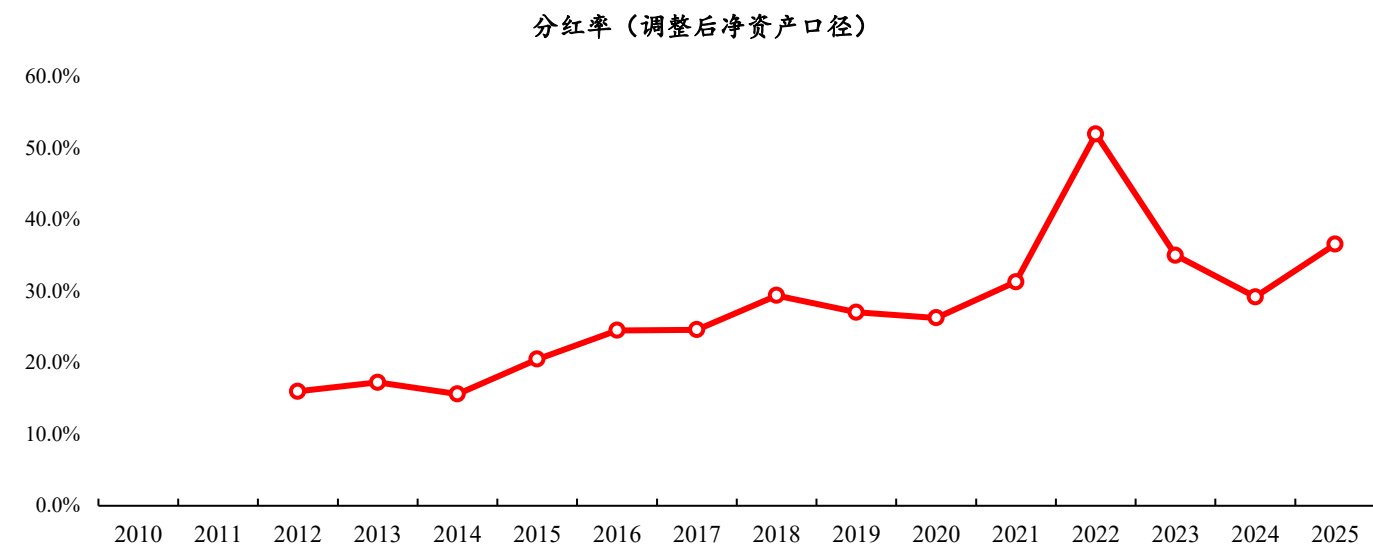
归母净资产受归母净利、证券浮盈等因素影响，整体呈增长趋势。2010年以来，第一生命集团归母净资产整体呈扩张趋势，至2025财年底，归母净资产年复合增长率为7.4%。在十余年间，出现较为异常的归母净资产变动的年份及其变动原因分别为：2014财年，归母净资产出现较大幅同比增长，主要受当年集团派发新股以及利率下行债券浮盈增加、日元贬值外币资产增值等因素影响；2020财年主要受归母净利较前一年大幅增长和会计准则变化影响归母净利出现较快增长；2021、2022财年出现归母净资产负增长都是主要由于债券评估出现了较大额损失；2023财年归母净资产同比增长较快主要受债券公允价值上升和归母净利增长影响。2015、2024财年出现归母净资产负增长主要受前一年增长较快影响。

图43：归母净资产长期看呈提升趋势，阶段性受利率、股市等影响波动


数据来源：第一生命集团官网公告、开源证券研究所

集团分红率及每股分红整体稳步增长。集团每股分红持续增长，复权后自 2011 财年至 2025 财年年复合增长率约为 20.5%，分红率自 2012 财年至 2025 财年年累计增长 20.6pct，2022 财年出现异常增高主要受当年调整后利润出现较大负增长影响。

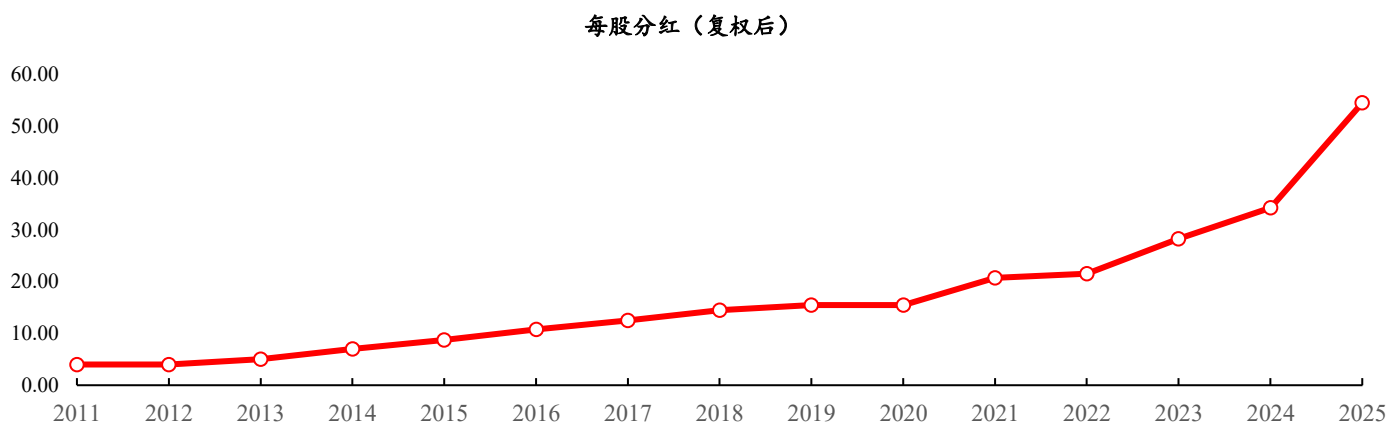
图44：第一生命集团分红率整体呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：分红率以集团调整后利润（Group Adjusted Profit）为分母计算，2010-2011 年没有集团调整后净利数据公布

图45：第一生命集团每股分红持续提升



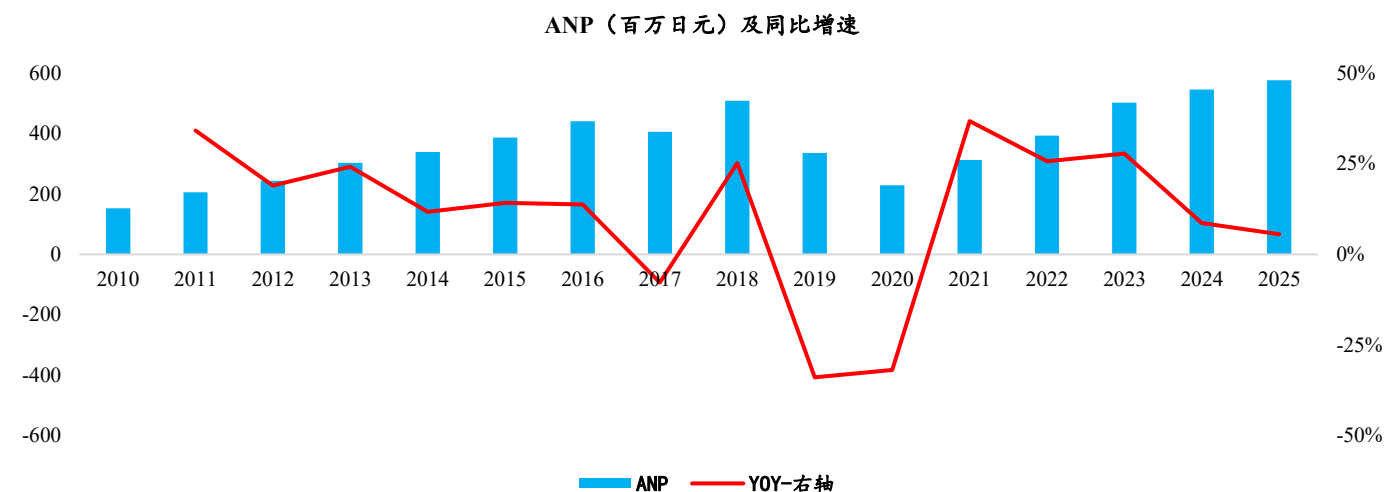
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1. 2013 年和 2025 年公司分别进行了 2 次拆股，每股分红数据已经进行了复权；2. 2024 年公司开始派发中期分红，每股分红包括中期和期末两笔

负债端看，新单多数年份正增，价值指标承压，2023 财年后回暖。就新单而言，2017 财年、2019 财年及 2020 财年新单下滑原因分别是低利率环境下监管下调准备金基准利率致使年金新单大幅下跌、日本国税厅收紧税收规则，集团本土停售经营者寿险对新单造成冲击以及新冠疫情冲击线下展业。整体而言，新单下滑主要因素是国家政策变更、外部经济大环境影响，排除这些相对不可控因素，第一生命集团新单

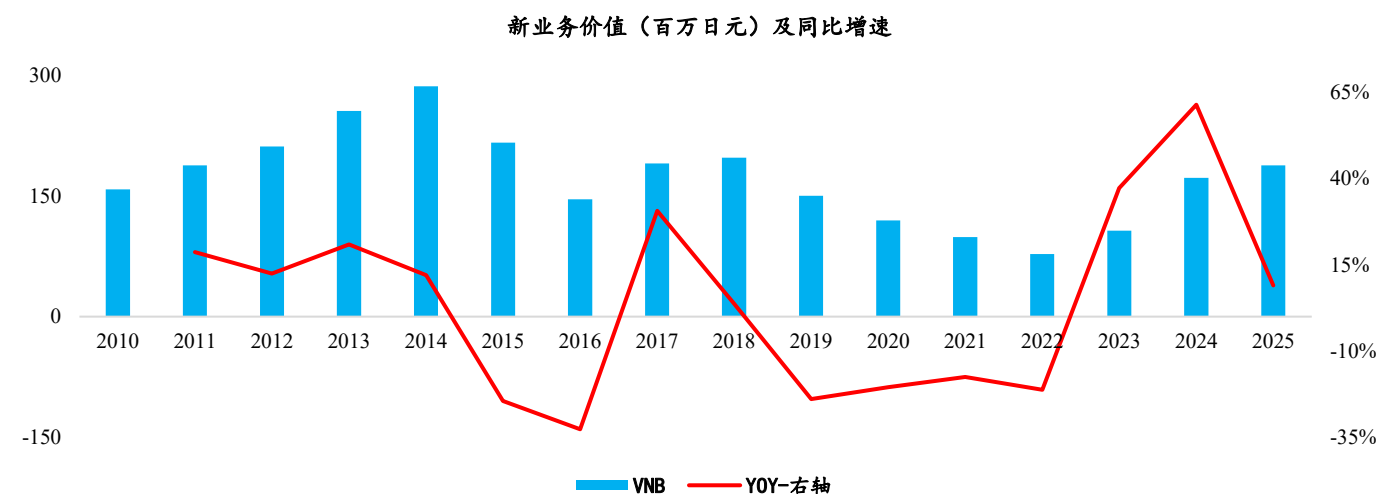
均实现同比正增。就新业务价值和价值率而言，承压主要原因包括：1) 产品结构调整：受监管、市场环境等因素影响高价值率产品收紧、停售，低价值率产品成为主力；2) 利率长期处于下降或低位震荡局面，侵蚀利差收益；3) 海外扩张短期影响。2023 年起，经过多年利率低位震荡的适应期，集团海外、本土市场产品持续优化，加之利率回暖催化，新业务价值逐步回暖，新业务价值率也有触底反弹迹象。

图46：新单在 2017、2019 和 2020 年出现负增长，其余年份均同比正增

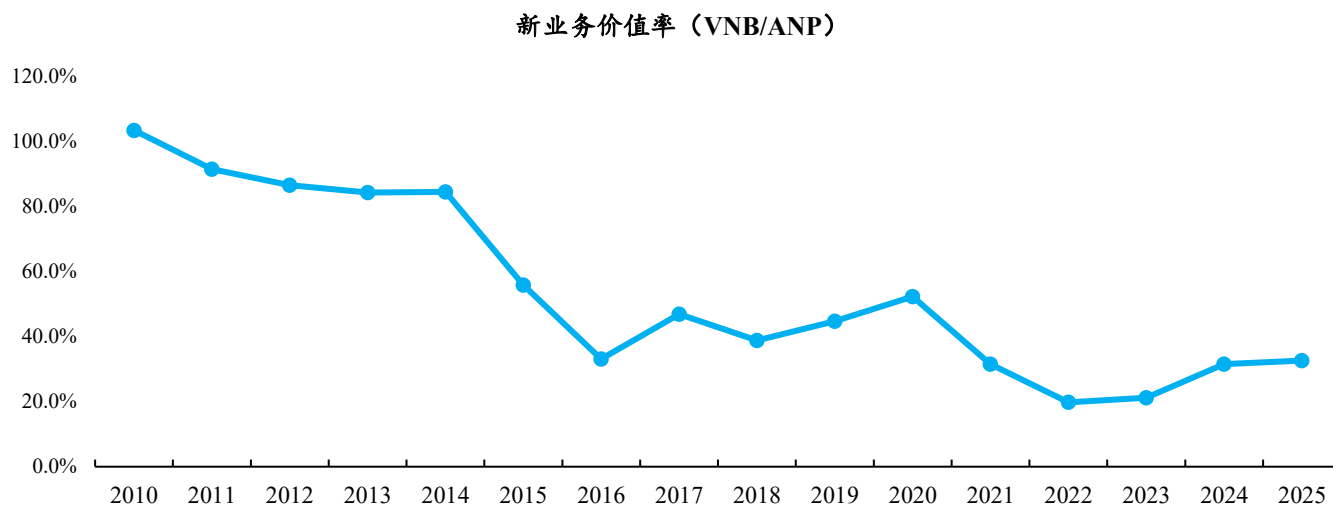


数据来源：第一生命集团官网公告、开源证券研究所

图47：VNB 自 2014 年达到峰值，后在相对低位震荡，2023-2025 年保持正增

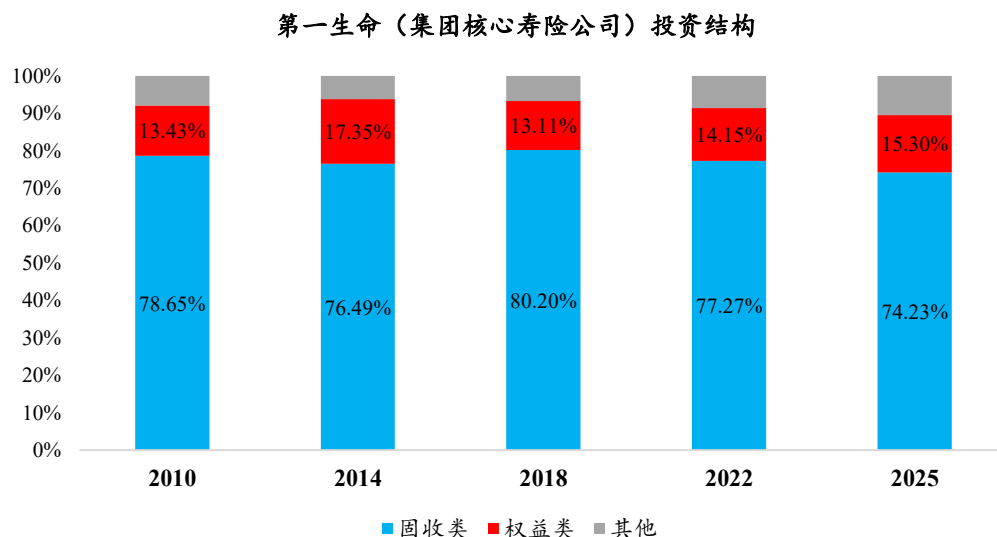


数据来源：第一生命集团官网公告、开源证券研究所

图48：VNBM 长期看波动下滑，2023-2025 年有所回升


数据来源：第一生命集团官网公告、开源证券研究所

投资端看，固收打底，权益微增，低利率时增加固收配置。以集团核心本土寿险公司投资资产结构为例，每隔 4 年计算一次（除 2022-2025 年间隔 3 年），可以看到利率处于低位震荡时期的 2018 财年，固收类投资资产占比最高，而处于利率上行阶段的 2025 财年固收类投资资产占比最低，低利率环境预期下，公司更倾向于配置固收资产，起到应对利差损风险的目的。

图49：2010-2025 年核心寿险公司投资资产固收类占比缩减，权益类占比微增


数据来源：第一生命集团官网公告、开源证券研究所

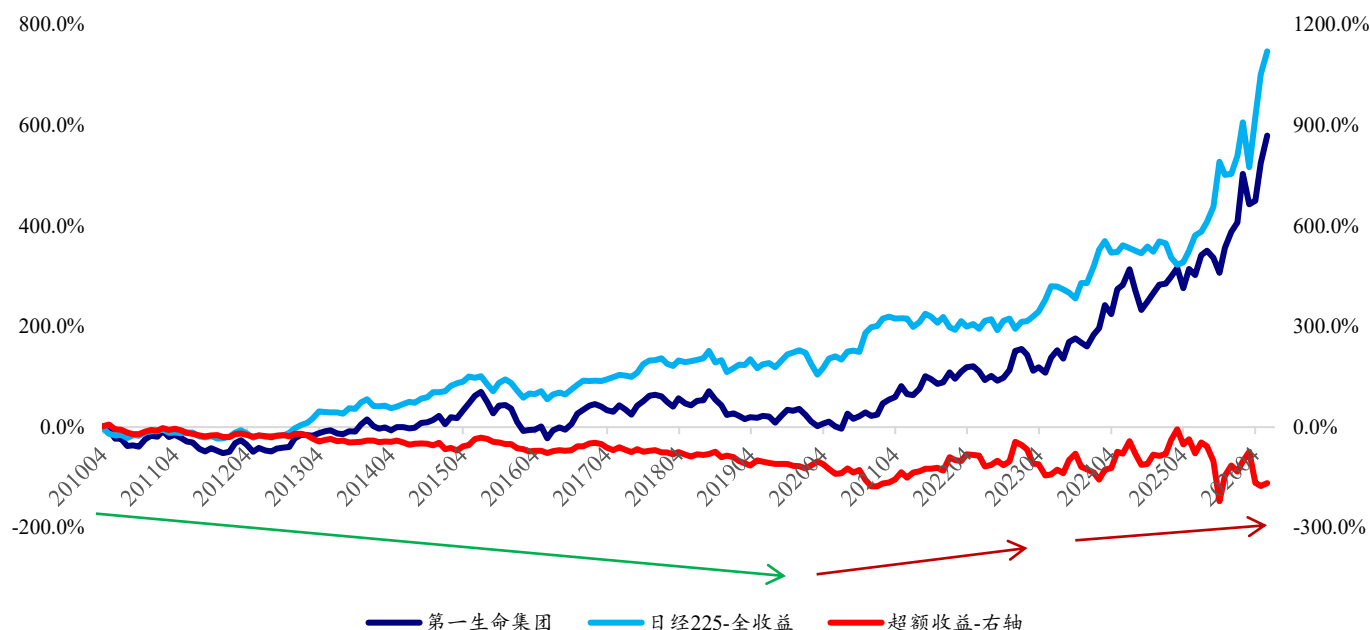
4.2、股市复盘：利率压制寿险集团，预期修复、兑现估值拉动股价

2010 年 4 月-2026 年中期，我们将股价分为 3 个阶段进行复盘，利率提供了估值重估的外部 Beta。2010 年 4 月-2026 年 6 月，第一生命集团相对日经 225 全收益指数可分为“跑输-跑赢-跑赢”三个阶段，每段有各自主导逻辑，后文将对每个阶段进行

具体分析。第一生命集团是寿险主导的保险集团，受利率的影响要相对较大，日本长端利率在 2010 年 4 月-2026 年期间，呈现先下行（2010 年 4 月-2016 年中期），再低位震荡（2016 年中期-2021 年），再上行（2022 年-2026 年 6 月）趋势。

图50：低利率压制段之后，2020 年起进入“预期修复—兑现重估”两段跑赢

2010年初至今第一生命集团、日经225（全收益）涨跌幅及第一生命集团超额收益



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1. 日经 225 指数，全称日经平均股价指数，是最具代表性的股价指数，由日本经济新闻社（Nikkei）编制发布，选取东京证券交易所 Prime 市场（原主板）上市的 225 只流动性最高、最具代表性的大型企业股票组成；2. 涨跌幅用后复权收盘价计算；3. 第一生命控股 2010 年 4 月上市，因此从上市开始进行股价复盘

图51：日本长端利率 2010 年至 2026 年呈现先下行，然后低位震荡，而后逐步回升状态

日本中长期国债收益率走势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图52：第一生命集团超额收益受利率趋势影响明显，但存在超额收益异常增高区间

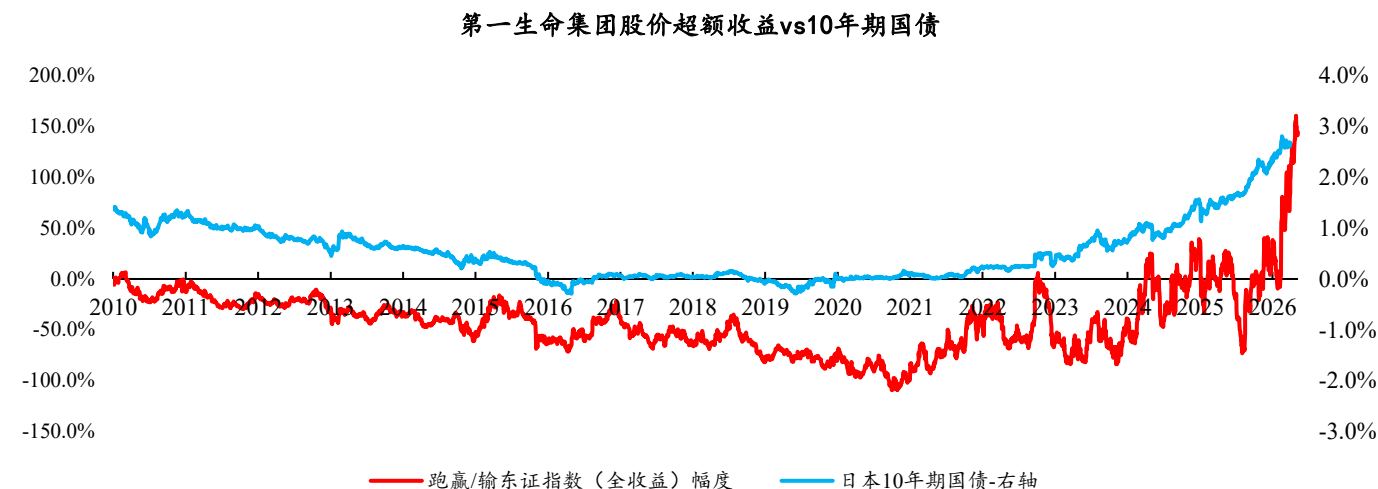


图53：第一生命集团多数年份年度超额收益为负，但超额收益为正的年份超额收益较高

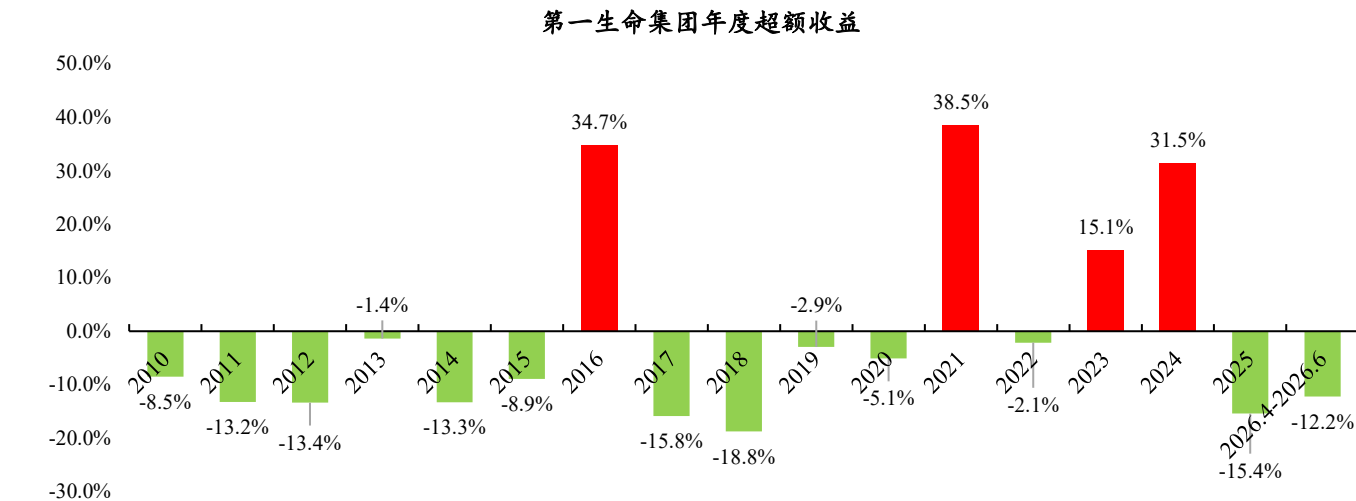


表8：3个阶段分别呈现“跑输-跑赢-跑赢”

序号	阶段	第一生命集团股票阶段收益	东证225全收益阶段收益	回报差	相对财富变化	结论
1	2010.4-2019.12	36.5%	152.7%	-116.1%	-46.0%	跑输
2	2020.1-2023.12	90.8%	53.1%	37.7%	24.6%	跑赢

3	2024.1-2026.6	161.0%	119.1%	41.9%	19.1%	跑赢
---	---------------	--------	--------	-------	-------	----

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1. 阶段收益以各阶段起点月末至终点月末的后复权价格计算；2. 回报差=第一生命集团股票阶段收益- 日经 225 全收益阶段收益；
3. 相对财富变化=(1+第一生命集团阶段累计总回报)/(1+基准阶段累计总回报)-1

针对 3 个阶段影响股价的关键因素的具体分析如下：

(1) 阶段 1 (2010 年 4 月-2019 年 12 月)：长期低利率与高股票风险暴露压制估值，整体跑输

阶段内，2010-2015 财年、2017-2019 财年均跑输，2016 年下半年利率反弹带来短暂修复，但整体仍然跑输大盘。阶段内的压制主要来自三方面：一是宏观层面长端利率长期下行，日本央行 2016 年先后引入负利率和 YCC（收益率曲线控制政策），新保费投资收益率长期处于低位，长期 ROE 预期被持续下调；二是公司国内股票持仓较高，东日本大地震、2015 年 A 股股灾及 811 汇改、2018 年美联储加息和中美贸易战等事件放大权益 Beta；三是市场按“利差损风险—净资产可信度下降—资本返还受限”的逻辑给予深度折价，盈利与 EV 改善难以转化为持续超额，2016 年下半年的利率反弹仅带来短暂修复，趋势未能反转。

(2) 阶段 2 (2020-2023 年)：疫情后盈利恢复，长端利率正常化预期升温，每股收益持续增加，整体跑赢

阶段内，2020、2022 年跑输大盘，2021、2023 年跑赢，跑赢幅度大于跑输幅度，整体跑赢大盘。阶段跑赢由利率预期与基本面修复共振驱动：疫情与零利率冲击后，全球再通胀与美联储加息带动日本长端利率抬升，2022 年 YCC 上限调整，利差预期出现 2016 年以来首次系统性修复；疫后盈利恢复，日元贬值增厚海外子公司折算利润，如前文所述，调整后利润进入上行通道，叠加多次回购注销与分红提升，估值从“疫情折价+低利率折价”切换到“正常化预期修复”。期间硅谷银行破产、瑞信危机等事件及商社、半导体、AI 行情主导的大盘风格仅造成阶段性扰动。

(3) 阶段 3 (2024-2026 年 6 月)：BOJ 正常化兑现，调整后利润/ROE 创新高，风险压降，持续跑赢

宏观层面，BOJ 于 2024 年结束负利率并继续加息，10 年期国债收益率升破 1%后继续上行，公司正利差收益明显扩大，利率压制正式解除。盈利与资本层面，如前文所述，调整后利润连创新高、ROE 持续抬升、分红率进一步提高，公司亦在中期经营计划中明确压降国内股票持仓，以优化资产负债管理、降低资本成本；EV 持续增长与 ROE、分红率共同构成重估锚，估值从“利差损折价”切换到“可分配现金流与正常化利差定价”。期间 AI、半导体股强势虽使 2025 年后超额释放有所放缓，但未改变阶段跑赢格局。

整体而言，结合对第一生命集团的分析，我们认为：

1) 利率是以寿险为绝对主导的上市保险公司股价的第一解释变量，且敏感度高于综合型保险集团。寿险负债久期长、利润以利差为核心来源，利率下行与低利率时期，新保费投资收益率被压制、利差损预期强化，估值被持续折价。阶段 1 公司调整后利润与 EV 保持增长，仍换来-46.0%的相对财富变化；反之，2016 年下半年利率反

弹、2021-2022 年利率正常化预期升温、2024 年后 BOJ 结束负利率并连续加息，恰好对应公司上市以来三次最明确的超额修复；

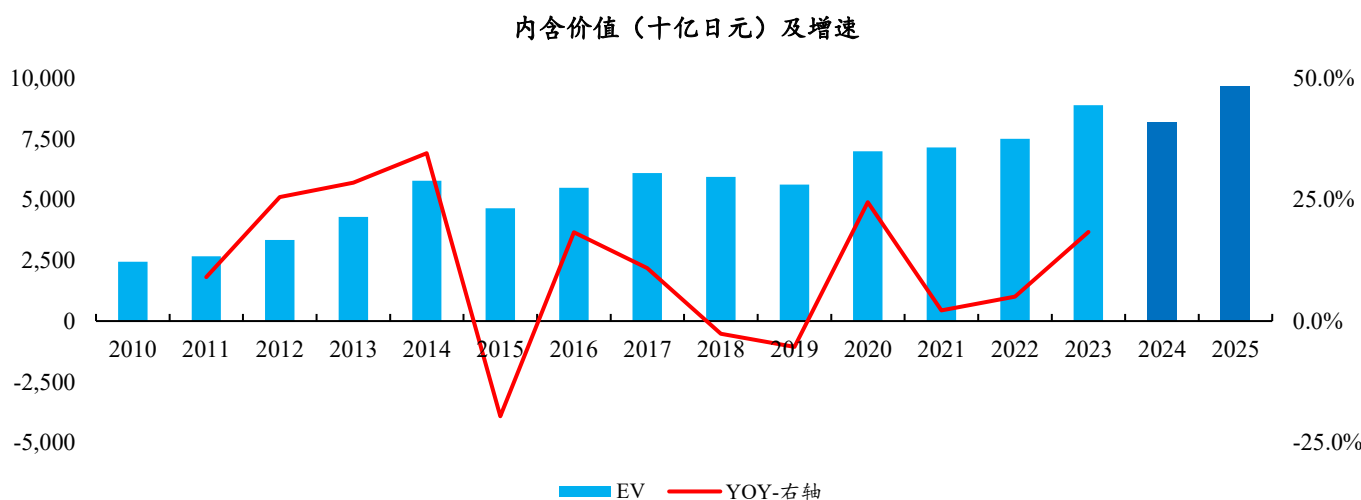
2) 利率是必要条件而非充分条件，持续超额需要“利率-盈利-资本回报”三重验证。阶段 1 说明单有盈利与 EV 增长不足以跑赢（低利率阻断了向股价的转化）；阶段 2 说明单有利率预期会带来高波动（2020 年疫情、2023 年硅谷银行/瑞信 AT1 事件与商社、半导体行情造成明显回撤）；阶段 3 则是利率兑现、调整后利润与 ROE 连创新高、正利差收益扩大、分红率提升与国内股票净卖出同步验证，重估因此较为稳健。三阶段对照一定程度上说明超额收益的持续性取决于外部利率 Beta 能否被内生转型 Alpha 接住；

3) 外部事件与大盘基准指数风格决定超额释放的节奏，而非方向。东日本大地震、中国冲击、中美贸易战、疫情、硅谷银行与瑞信事件、AI 与半导体行情，均在阶段内造成回撤或阶段性跑输，但均未逆转由利率与基本面主导的阶段方向。另外，对股票持仓较高的纯寿险股而言，权益 Beta 的放大器效应需在基准分析中单独考量。

4.3、估值：PEV 为主，结合 PB 区分“经济价值重估”和“账面净资产波动”

集团公布 EEV，整体呈波动上升趋势。为顺应全球行业趋势，第一生命集团自上市以来持续公布 EV 数据，2024 财年之前使用的旧 EV 计量准则，遵循欧洲保险 CFO Forum 的 EEV 原则，2024 年 3 月日本国内起、2025 年 3 月海外起切换新准则计算 EV（以经济价值资产负债表净资产为基础、剔除商誉、终局利率降至 2.5%/第 40 年）。利率扰动、日元汇率、负债端强弱和外部一次性冲击都会对 EV 产生影响，但长期看集团 EV 还是呈现正增长趋势，2010-2023 年复合增长率为 10.5%。出现负增长的财年及其影响因素主要是：2015 财年主要受 2016 年初 BOJ 引入负利率，超长期国债收益率暴跌，未来利差收益预期大幅下调，保证成本上升，对 EV 造成影响；2018 财年中，日本 10 年期国债重回 0 以下，2018Q4 经历全球股灾使市场损失略大于新业务价值和预期收益；2019 财年末新冠疫情爆发（2020 年 3 月）带来股市短期内快速下跌，对 EV 造成了冲击；2024 财年 EV 下降，主要受日本国内切换新 EV 计算准则，剔除商誉、减持股票压缩浮盈及分红回购等方面影响。

图54：内含价值整体呈上升趋势

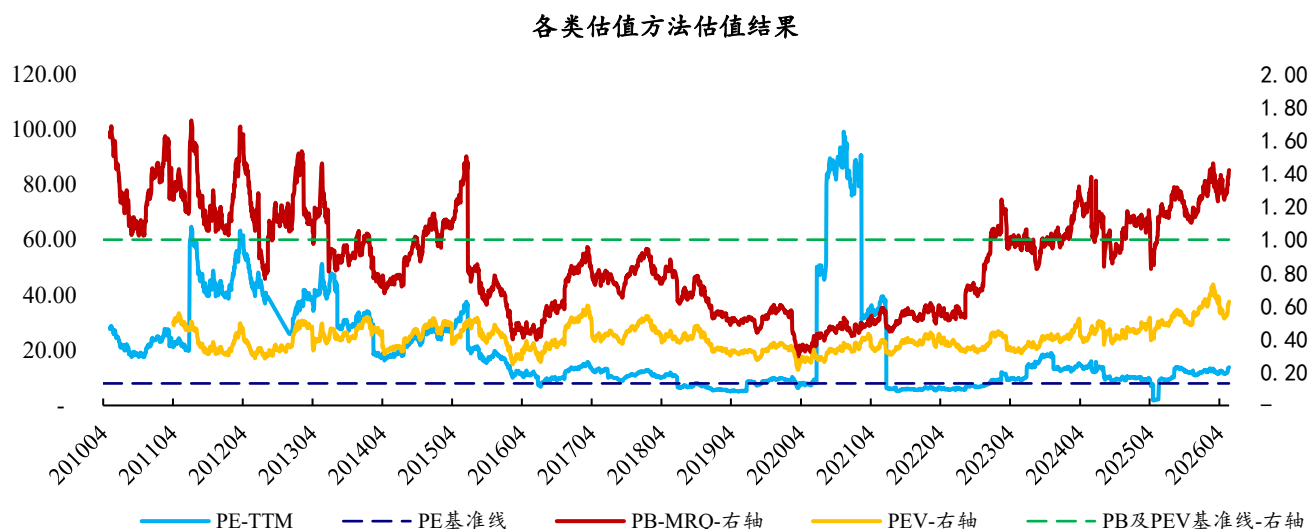


数据来源：第一生命集团官网公告、开源证券研究所

PB 高位起步、十年压缩、2020 年见底后强劲修复。上市初期 PB 一度达到接近 1.7 倍,随后 10 年随长端利率趋势下行而持续压缩,期间 2016 年 1 月 BOJ 引入负利率、9 月实施 YCC 后新单保费投资收益率被压至低位,利差损风险加剧、净资产可信度降低带来账面净资产折价,致使 2016 年 PB 一度跌到 0.5 倍以下;2020 年新冠疫情爆发,股市暴跌,加之利率仍然在底部震荡,资产端受到较大冲击, PB 触及约 0.3 倍的历史低点;2021 年后全球再通胀与 2022 年 12 月 YCC 上限调整驱动估值修复,2022 年底重回 1 倍以上;2024 年 3 月 BOJ 结束负利率并连续加息后,利差改善兑现为盈利,调整后利润连创新高,由 2023 财年的 3194 亿提升到 2025 财年 5515 亿日元,调整后 ROE 由 8.2%升至 12.7%,PB-ROE 匹配度改善支撑 PB 升至约 1.3-1.5 倍。

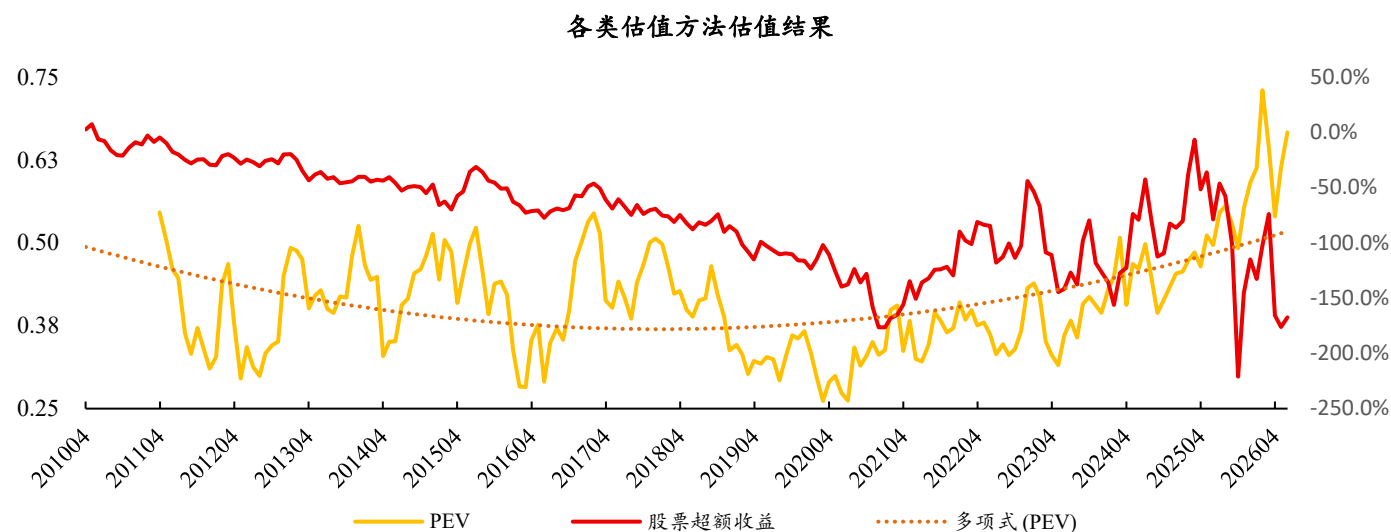
PEV 长期低于 1 倍、走势平缓、回弹略早于超额收益, PE-TTM 波动较大, 不宜作为估值主锚。PEV 长期低于 PB 主要受 EV 包含有效业务价值进而高于净资产影响,其走势相对 PB 更加平缓或受当年 PEV 计算分母均采用上一年末 EV 影响。PEV 在 2010-2019 财年趋势下滑,低利率带来的低贴现率虽抬升 EV,但市场对低利率下 EV 的可实现性存疑,市值增长跟不上 EV 扩张;2020 财年起 PEV 开始回弹,且略早于超额收益回弹(约 2020 年底),主要受利率正常化预期先修复“存量经济价值的折价率”影响;2024 财年日本国内 EV 切换至与经济偿付能力衔接的新口径, EV 可信度提升进一步支撑 PEV 修复至约 0.6-0.7 倍。PE-TTM 受季度归母净利润波动影响波动较大,部分阶段波动和 PB 类似,但又极端增长、负值等情况出现,不适合作为估值的主要依据。

图55: PB 于 2020 年见底后逐步修复, PEV 相对 PB 更加平缓, PE-TTM 波动失真



数据来源：Wind、第一生命集团官网公告、开源证券研究所

注：1. TTM 及 PB-MRQ 为 Wind 导出数据, PEV 以相应日期总市值 2 和上一年末 EV 值相除进行计算; 2. PE 以 8 倍为基准线, PB 和 PEV 以 1 倍为基准线, 低于基准线则认为估值属于较低水平; 3. PE-TTM 剔除了负值

图56：PEV 估值在 2010-2019 财年呈下滑趋势，2020 财年开始回弹，略早于超额收益回弹时间


数据来源：Wind、第一生命集团官网公告、开源证券研究所

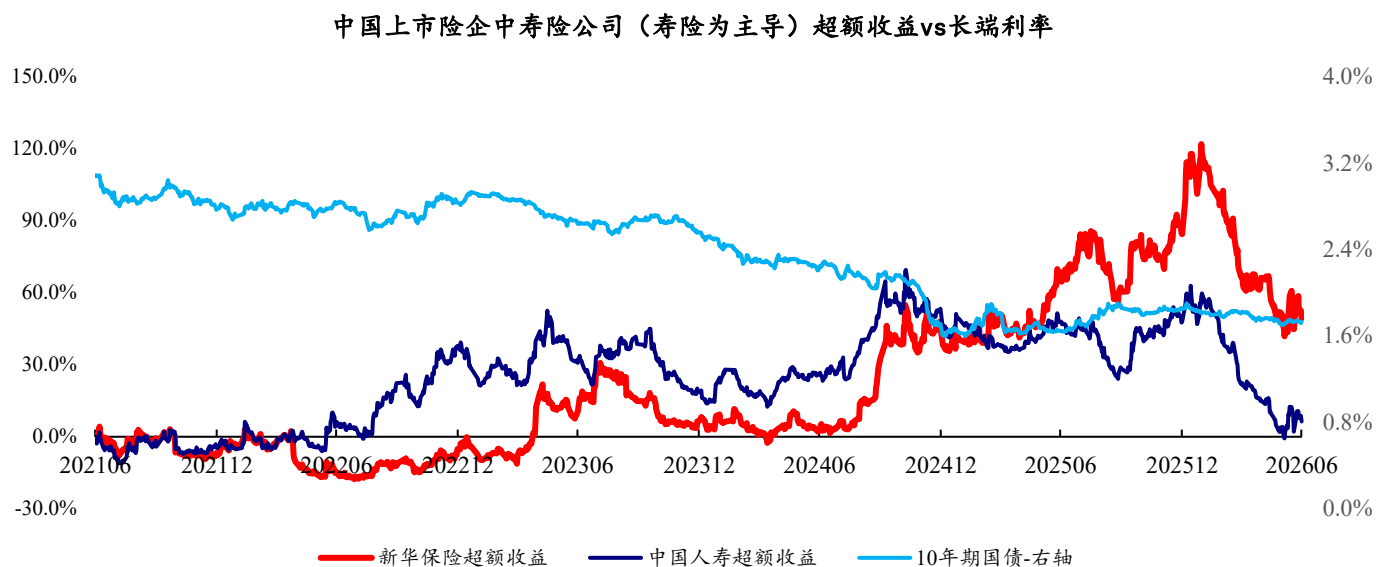
注：1. 第一生命集团上市一年后才公布 EV 数据，因此 PEV 从 2011 年 4 月起可计算；2. 以每月月底数据形成折线图

估值方法探讨：以 PEV 为主，PB-调整后 ROE 可作为验证。以寿险为主的上市保险公司，EV 仍是重要估值依据，寿险利润跨期释放，EV 涵盖存量保单未来利润，且第一生命集团官方持续披露 EV 数据，PEV 仍是较为主流的估值方式。但考虑到 EV 对折现率、投资收益率等假设敏感，且集团 2024 财年切换了 EV 新口径，PB-调整后 ROE 可以从账面资本和盈利能力两方面进一步验证公司估值水平。

5、案例汇总与梳理

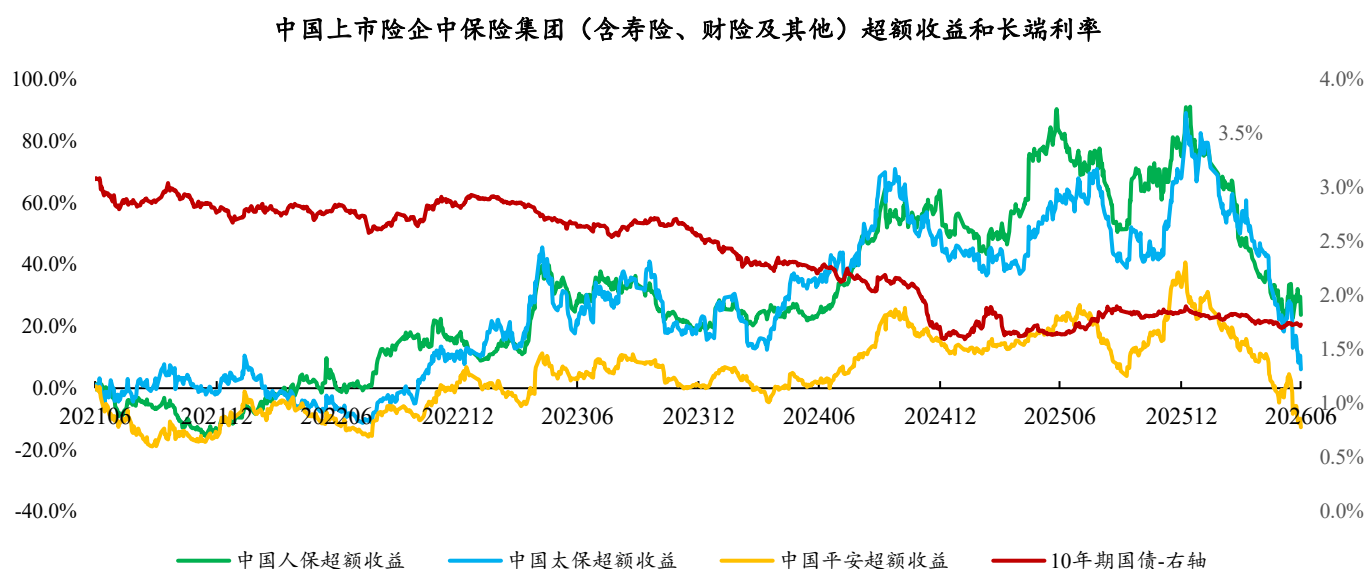
5.1、国内股市复盘：利率、权益市场、负债周期与监管政策共同驱动

我国 A 股上市险企上市时间集中且较晚，近 5 年样本可覆盖完整周期，具备对比意义。中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保分别于 2007 年 1 月、2007 年 3 月、2007 年 12 月、2011 年 12 月、2018 年 11 月登陆 A 股。我们选取近 5 年（2021.6-2026.6）作为样本复盘中国保险市场。

图57：纯寿险标的超额收益弹性更大，2024年后与长端利率走势背离


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：各公司超额收益=公司股价较期初涨跌幅-沪深 300 较期初涨跌幅

图58：保险集团超额收益分化明显，财险标的前期防御属性突出


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：各公司超额收益=公司股价较期初涨跌幅-沪深 300 较期初涨跌幅

我们将近 5 年中国保险股划分为“底部震荡-趋势修复-高位回调”三个阶段，逐段分析其特征与超额收益的主要影响因素：

（1）阶段 1（2021.6-2023.12）：负债改革阵痛叠加利率下行，超额收益底部震荡

阶段内 5 家险企超额收益多在 0 轴附近震荡，10 年期国债收益率自约 3.0% 趋势下行至 2.6% 附近。负债端，个险“人海战术”终结，代理人大幅流失；资产端，利率下

行引发利差损担忧，地产信用风险暴露，资产负债两端同步承压。2023 年上半年，维持了 10 年的 3.5% 预定利率上限下调，催生“炒停售”，各上市险企超额收益出现脉冲增长，但利率下行趋势未改，“炒停售”带来的高资金成本业务引发市场担忧，超额收益冲高后回落。

(2) 阶段 2 (2024.1-2025.12)：政策组合拳点燃权益牛市，资产负债共振下超额收益大幅上行

2024 年初受利率持续下滑、新“国九条”强化分红监管等原因影响，高股息风格占优，保险股作为典型高股息品种率先修复；2024 年“924”政策组合拳与中长期资金入市政策推动权益市场走牛，险企投资端弹性集中释放；负债端“报行合一”压降渠道费用，2025 年预定利率与市场利率挂钩的动态调整机制落地，负债成本随利率同步下行，利差损风险得到缓解。值得注意的是，本阶段 10 年期国债收益率持续下行并于 2024 年 12 月跌破 2% (2002 年有数据以来首次)，但板块超额收益不降反升，或受股市高景气、新业务负债成本快速下降影响，同时稳定的分红和较高的股息率在低利率环境下更受到资金端的支撑。印证“驱动估值的是利差预期而非利率绝对水平”。

(3) 阶段 3 (2026.1-2026.6)：获利回吐叠加风格切换，超额收益高位回落

阶段内权益市场波动加大，前期涨幅兑现压力释放，5 家上市险企超额收益普遍自高点回落，10 年期国债收益率在 1.6%-1.7% 低位窄幅波动。本阶段险企基本面并未恶化 (NBV 保持增长、负债成本继续下行)，超额收益收敛主要源于估值修复后的获利回吐与市场风格切换 (资金从高股息板块撤出、转向 AI 驱动的科技风格)，阶段 2 确立的资产负债改善趋势并未逆转。

5.2、3 个案例 vs 中国的借鉴意义

复盘安盛集团、大都会人寿、第一生命集团，并与中国上市险企对比，我们得出以下关键结论：

1) 利率是超额收益重要解释因素，而“利差预期”和“利率变化的背后原因”比静态利率本身更重要。三个案例均验证利率的主导作用：第一生命集团作为纯寿险敏感度最高，低利率阶段持续跑输、利率正常化阶段超额修复；安盛集团进一步区分了降息类型——风险溢价压缩型降息利好保险股，衰退型降息拖累保险股；大都会则表明驱动超额的是利率的“预期增量”而非绝对水平。当前我国 10 年期国债收益率处于底部企稳阶段，且预定利率动态调整机制使负债成本与利率同步下行——中国的利差预期正在利率低位中改善，这与日本利差损危机期“利率降、成本刚”的组合有本质区别，PEV 普遍低于 1 倍所隐含的悲观假设存在修正空间。

2) 持续超额需要“利率-盈利-资本回报”三重验证，中国保险股的重重条件正在逐步具备。大都会阶段 2 (利率上行+调整后盈利创纪录+大额分红回购) 与第一生命阶段 3 (利率兑现+利润与 ROE 新高+分红率提升) 均证明：单一因素只能带来脉冲，三重共振才有持续超额；安盛的分析框架同样将“资本与现金” (监管资金占用、现金汇回、分红回购) 列为超额收益的核心变量。借鉴海外的经验，思考国内的保险行业现状，当同时满足：利率端低位企稳 (无需大幅上行，只需负债成本下降更快)、盈利端 NBV 连续转正、新准则下 CSM 恢复增长、资本回报端分红率稳中有升，板块有望复制大都会 2021-2022 年式的系统性修复。

3) 业务转型是降低利率敏感度的根本路径，中国负债端正在主动管控。大都会人寿分拆 Brighthouse、剥离利率敏感度最高的美国零售寿险业务，产品结构中寿险占比由约 68% 降至 39%、意外健康险与年金占比提升（年金虽为利差型业务，但资产负债久期匹配较好，盈利端敏感度低于传统寿险），盈利的利率敏感度趋势性下降；安盛转向财险、健康险与资管等资本轻型业务后，估值与利率逐步脱钩；第一生命维持纯寿险结构，成为三者中利率敏感度最高的标的。中国当前的分红险转型、“报行合一”压降渠道费用、预定利率动态调整机制，本质是负债端的主动转型，即在利差损风险暴露初期即通过负债成本管控对冲，成为中国保险股在利率跌破 2% 后仍能走出超额修复的制度基础。

4) 估值：PEV 仍是当前国内寿险市场重要估值工具，估值框架或将随行业转型向“PEV+PB-ROE+资本回报”组合演进，新准则下的 CSM 也有望参与估值。中国上市险企与第一生命集团的体系最接近，均披露 EV，利差损担忧压制 PEV 低于 1 倍的机制基本相同；中国人保等财险主导标的则对应安盛的基础盈利 PE 或 PB-ROE 定价。海外经验显示，估值修复的触发条件并非单纯的利率“企稳”，而是利差预期改善与盈利兑现的共振：大都会人寿在 2021-2022 年“利率上行+盈利创纪录+资本回报”三重共振下，PB 出现修复；第一生命集团的 3 轮超额修复（2016H2 利率反弹、2021-2022 年正常化预期升温、2024 年后日本央行加息）均启动于利率绝对水平仍低、但预期先行改善之时。当前中国 5 家 A 股上市险企 PEV 多处于 0.5-0.8 倍区间，若利差预期继续改善，预计 PEV 有望向 1 倍回归；长期看，分红险转型降低利源对利差的依赖后，盈利确定性强的公司将享受估值溢价。

6、投资结论和推荐标的

负债成本下行与资产端企稳共振，保险板块估值修复具备持续性。当下的中国保险市场：（1）负债端看，存款搬家和居民日益增长的养老、健康需求是负债端增长的重要驱动，2026 年中期上市险企 NBV 和盈利均实现较好增长，分红险转型持续深化，产品结构调整带动新业务价值率回升，负债成本进入下行通道。（2）资产端看，10 年期国债收益率低位震荡，进一步下行空间有限，权益市场慢牛预期，投资收益率与净资产有望受益，进而走扩。**展望未来：**（1）负债端分红险转型持续见效、报行合一压降渠道费用、预定利率动态调整机制使负债成本与市场利率同步下行，利差损担忧趋势性缓释；（2）资产端长端利率低位企稳、权益市场慢牛支撑投资收益率，“利差预期改善”取代“利率水平”成为估值核心驱动。参照海外经验，利差预期改善与盈利兑现共振阶段保险股估值弹性可观。推荐低估值、负债端综合优势突出、分红险转型领先的中国太保，推荐综合金融布局、养老与健康产业链优势突出且高股息的中国平安。推荐承保利润持续稳健增长的中国财险。

表9：受益标的估值表-寿险

当前股价及评级表			归母净利润（亿元）			YOY			EPS			PB (静态)	PEV (静态)	评级
证券代码	证券简称	26/9/18 股价	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E			
601628.SH	中国人寿	37.80	1,541	1,680	1,776	44.1%	9.0%	5.8%	5.5	5.9	6.3	1.6	0.73	买入
601318.SH	中国平安	53.37	1,348	1,471	1,602	6.5%	9.2%	8.9%	7.4	8.1	8.8	1.0	0.64	买入
601601.SH	中国太保	32.08	535	591	647	19.0%			5.6	6.1	6.7	1.0	0.50	买入
601336.SH	新华保险	58.18	363	376	398	38.3%	3.5%	6.0%	11.6	12.0	12.8	1.5	0.63	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：中国人寿、中国平安和中国太保盈利预测来源于开源证券研究所；新华保险盈利预测来源于 Wind 一致性预测；股价单位为元。

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

48 / 51

表10：受益标的估值表-财险

当前股价及评级表			归母净利润（亿元）			YOY			PE			PB (MRQ)	评级
证券代码	证券简称	26/9/18 股价	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E		
2328.HK	中国财险	16.74	404	470	512	25.5%	16.4%	8.9%	1.8	2.1	2.3	1.06	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：中国财险盈利预测来源于开源证券研究所；股价单位为港元，其他数据单位为人民币，港元兑人民币汇率为 0.86。

7、风险提示

- 长端利率走势不及预期。尽管当前市场对长端利率预期企稳，预定利率研究值已连续两次回暖，但存在长端利率再度回落、研究值回暖趋势未能延续的风险，进而“利差预期改善”的估值修复逻辑将被削弱，板块估值可能再度承压。
- 保险负债端不及预期。存款搬家是否持续流向保险、分红险销售的可持续性推动保费增长的因素存在不确定性，保费增长可能存在不及预期的风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn