保险行业 2025 年报总结

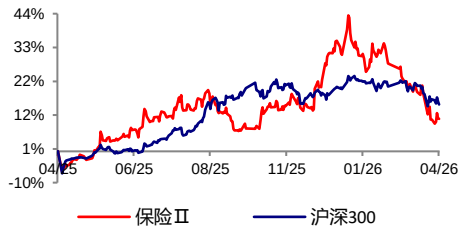
长期资金持续入市，银保驱动价值高增

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2026-04-07

核心观点：

- **2025 年业绩在高基数下全面增长，投资以及税率导致分化，**2025 年上市险企归母净利润同比增速依次为太平（220.9%）>国寿（44.1%）>新华（38.3%）>财险（25.5%）>太保（19%）>阳光（15.7%）>人保（8.8%）>平安（6.5%），在 2024 年较高的基数下仍实现了明显增长，其中保险服务业绩稳定增长，而部分公司税率的调整也是业绩增长的原因。从单四季度情况看，受保险公司下半年增加权益配置叠加四季度市场波动，且承保财务损失下降的幅度低于投资收益下降的幅度，导致投资服务业绩明显下降。值得关注的是，代表未来可分配盈余的合同服务边际增速扩大，25 年同比增速分别为阳光(+13.3%)>太平(+4.3%)>国寿（+3.5%）>新华（+3.3%）>太保（+3.2%）>平安（-0.8%）。
- **2025 年保险公司响应长期资金入市，总投资收益率明显上行。配置结构，长债明显下降，权益大幅增长且集中于下半年增配。**2025 年“股票+基金”的比例分别为新华（21.1%）>平安（20.3%）>国寿（16.9%）>太平（16.6%）>阳光（14.8%）>太保（13.8%），同比变动+2.3pct、+8.6pct、+4.7pct、+3.6pct、+1.6pct、+2.2pct，而债券比例明显下降。**投资收益率看，**NII 受利率下行叠加再配置的影响而有所下滑，平安、国寿、太保、新华、太平、阳光的净投资收益率分别变化幅度为-0.1pct、-0.5pct、-0.4pct、-0.4pct、-0.3pct、-0.5pct，平安仅下降 0.1 个百分点超出市场预期；TII 受权益市场上行而明显提升，分别为新华（6.6%）>国寿（6.1%）>财险（5.8%）>太保（5.7%）>阳光（4.8%）>太平（4%）。
- **银保的“量升”以及报行合一带来的“价涨”推动 NBV 大幅增长，价值的渠道结构明显变化。**（1）2025 上市险企 NBV 增速人保寿（75.7%）>新华（57.4%）>阳光（48.2%）>太保（40.4%）>国寿（35.7%）>平安（29.3%）>友邦（17.1%）>人保健康（13.4%）>太平（+5.3%），整体在高基数的背景下继续增长，其中银保渠道价值贡献明显提升，新华银保价值贡献已过半。（2）FYP 中个险渠道受开门红转型以及报行合一短暂影响销售，但银保受益于渠道“1+N”的放开，大险企竞争优势凸显，推动整体新单有所增长。（3）报行合一推动保险公司 NBVM 明显提升，银保及个险价值率均提升。（4）EV 增速为太平（19.8%）>新华（11.4%）>太保（9.1%）>平安（5.7%）>国寿（4.8%）。
- **财险保费增速收敛，COR 均有改善。**25 年 COR 为平安财（96.8%）<人保财（97.5%）=太保财（97.5%）<太平财（98.8%）。
- **投资建议：**个股建议关注：中国太保（A/H）、中国人寿（A/H）、中国平安（A/H）、中国太平（H）、新华保险（A/H）、中国人保（A）/中国人民保险集团（H）、中国财险（H）、友邦保险（H）。
- **风险提示：**长端利率下行，新单销售不及预期，监管政策趋严。

相对市场表现



分析师： 刘淇
SAC 执证号：S0260520060001
0755-82564292
liuqi@gf.com.cn
分析师： 陈福
SAC 执证号：S0260517050001
SFC CE No. BOB667
0755-82535901
chenfu@gf.com.cn

请注意，刘淇并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

保险 II 行业:26 年险资配置调查结果出炉，增配权益而久期策略不变	2026-02-26
保险 II 行业:2025 年险资规模双位数增长，权益配置同比大幅提升	2026-02-23
保险 II 行业:Q4 预定利率研究值为 1.89%，产品预定利率保持稳定	2026-01-22

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新收盘价	最近报告日期	评级	合理价值（元/股）	EPS(元)		PE(x)		PEV/PB(x)		ROE(%)	
							2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
中国平安	601318.SH	CNY	57.25	20260329	买入	80.14	7.75	8.15	7.39	7.02	0.64	0.60	13.16%	12.95%
新华保险	601336.SH	CNY	59.80	20260329	买入	85.06	11.41	12.27	5.24	4.87	0.56	0.50	30.60%	31.60%
中国太保	601601.SH	CNY	38.22	20260329	买入	55.52	5.84	6.33	6.54	6.04	0.55	0.51	16.93%	17.78%
中国人寿	601628.SH	CNY	36.09	20260326	买入	56.53	4.42	5.93	8.17	6.09	0.64	0.58	19.60%	23.64%
中国人保	601319.SH	CNY	7.35	20251031	买入	11.29	1.27	1.37	5.35	5.04	0.95	0.84	17.74%	16.65%
中国平安	02318.HK	HKD	60.20	20260329	买入	80.76	7.75	8.15	7.15	6.80	0.62	0.58	13.16%	12.95%
新华保险	01336.HK	HKD	45.88	20260329	买入	66.31	11.41	12.27	3.70	3.44	0.40	0.35	30.60%	31.60%
中国太保	02601.HK	HKD	33.16	20260329	买入	47.21	5.84	6.33	5.22	4.82	0.44	0.40	16.93%	17.78%
中国人寿	02628.HK	HKD	25.00	20260326	买入	38.45	4.42	5.93	5.20	3.88	0.41	0.37	19.60%	23.64%
中国太平	00966.HK	HKD	21.12	20260326	买入	29.34	7.18	7.29	2.94	2.90	0.32	0.29	24.72%	23.06%
友邦保险	01299.HK	HKD	86.15	20260319	买入	107.70	0.62	0.76	18.06	14.74	1.60	1.46	12.80%	17.56%
中国人民保险集团	01339.HK	HKD	5.39	20251031	买入	8.22	1.27	1.37	3.45	3.25	0.61	0.54	17.74%	16.65%
中国财险	02328.HK	HKD	14.51	20260329	买入	22.29	1.86	2.13	7.18	6.27	0.95	0.87	13.20%	13.90%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算，均与广发证券非银团队的外发报告一致。EPS 中友邦保险为美元，中国太平为港元，而其余均为人民币，估值中国财险为 PB，其余为 PEV。

目录索引

一、利润：投资驱动业绩增长，CSM 增速回正 6
（一）归母净利润：保险服务业绩保持稳定，投资业绩整体上行 6
（二）合同服务边际：NBV 增长+利率企稳，CSM 趋势向上 8
（三）资产配置：响应号召增配权益，净投资收益率仍在下行 10
二、价值：银保推动 NBV 高增，EV 稳定增长 14
（一）NBV：银保价值贡献明显提升，NBVM 整体上行 14
（二）EV：NBV 和投资偏差正向贡献，市场价值调整拖累增速 17
（三）价值敏感性：NBV 敏感性明显下行，打平收益率下行 18
三、寿险：银保渠道成为兵家必争之地 19
（一）量的角度：银保渠道高基数下继续增长 19
（二）结构来看：个险渠道增速回升，银保渠道支撑新单增长 20
四、财险：保费稳定增长，盈利能力改善 21
（一）保费：稳定增长，抵抗经济周期波动 21
（二）盈利能力：费用管控叠加大灾减少，COR 超预期优化 22
五、投资建议 24
六、风险提示 25

图表索引

图 1：25 年上市险企归母净利润增速 6
图 2：上市险企归母净利润单季度增速 6
图 3：上市险企新单保费同比增速 15
图 4：上市险企新单保费渠道结构 15
图 5：上市险企新单保费同比增速 20
图 6：上市险企新单保费中银保占比明显提升 20
图 7：上市险企个险渠道新单保费同比增速 20
图 8：上市险企银保渠道新单保费同比增速 20
图 9：2025 年上市财险公司保费增速分化 21
图 10：上市险企车险保费同比增速整日放缓 21
图 11：上市险企车均保费开始回升（元） 21
图 12：上市险企非车险保费同比增速 22
图 13：上市险企非车险占比变化 22
图 14：上市险企车险综合成本率 23
图 15：中国财险的车险业务综合成本率结构 23

表 1：上市公司寿险业务保险服务业绩和投资服务业绩情况（亿元）.....7
表 2：上市险企 25Q4 单季度业绩拆分（百万元）.....8
表 3：中国平安、中国人寿、中国太平的合同服务边际的变动（百万元）.....9
表 4：中国太保、新华保险、阳光保险的合同服务边际的变动（百万元）.....9
表 5：上市险企资产配置结构.....10
表 6：上市险企公开权益类资产占比持续提升.....11
表 7：上市险企偿付额能力对应的权益投资上限.....11
表 8：上市险企资产的会计分类结果.....11
表 9：上市险企股票类资产的分类情况.....12
表 10：上市险企净投资收益率.....12
表 11：上市险企持有的权益类资产的股息率计算（百万元）.....13
表 12：上市险企总投资收益率.....13
表 13：上市保险公司净资产变化情况（百万元）.....14
表 14：上市保险公司新业务价值增速对比.....14
表 15：上市险企新业务价值率（首年保费口径）.....15
表 16：上市险企个险 NBVM 趋势.....16
表 17：上市险企银保 NBVM 趋势.....16
表 18：上市险企银保渠道新业务价值占比.....16
表 19：中国平安与中国太保的内含价值环比变动表.....17
表 20：中国人寿与新华保险内含价值环比变动表.....18
表 21：上市保险公司 EV 和 NBV 的利率敏感性.....18
表 22：上市保险公司打平收益率水平.....19
表 23：上市公司财险综合成本率水平.....22
表 24：上市公司非车险综合成本率水平.....23

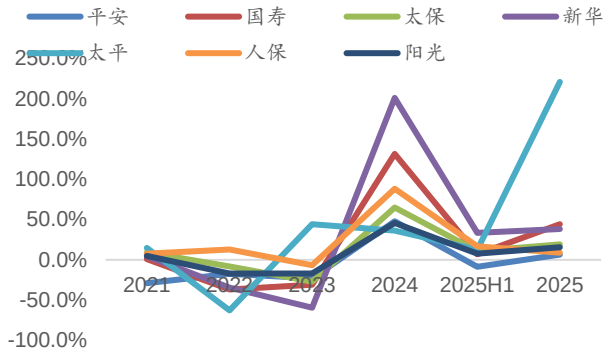
一、利润：投资驱动业绩增长，CSM 增速回正

（一）归母净利润：保险服务业绩保持稳定，投资业绩整体上行

2025年上市险企归母净利润同比增速依次为太平（220.9%）>国寿（44.1%）>新华（38.3%）>财险（25.5%）>太保（19%）>阳光（15.7%）>人保（8.8%）>平安（6.5%），在2024年较高的基数下仍实现了明显增长，主要受益于投资服务业绩的增长，部分公司税率的变化也是利润增长的主要原因。一是2025年沪深300指数上涨17.7%，涨幅高于上年同期的14.7%，但全年10年期国债收益率上升17.2个BP，而上年同期下降幅度高达88个BP，因此FVTPL债券类资产的公允价值预计为负，虽然保险公司受益于利率上行，但确实因为新准则的原因，导致短期的财务呈现和长期的经营规律有一定的背离；**二是保险服务业绩整体小幅增长，**受益于近年来新业务价值的稳步增长，叠加利率趋势企稳，因此CSM增速整体回正，摊销的持续稳定推动保险服务业绩的小幅增长。（如无特殊说明，本报告所有数据均来源于公司财报和wind）。

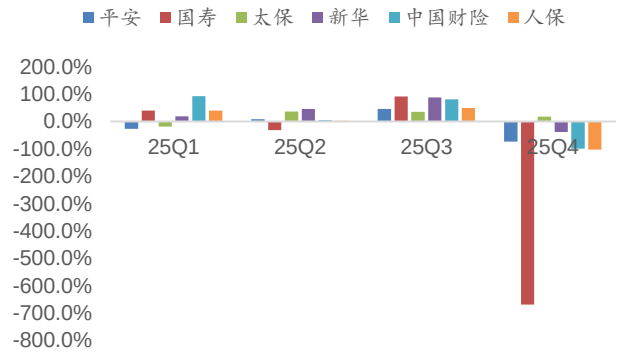
自2023年开始实施新会计准则后，保险公司大量的权益和固收类资产计入FVTPL资产，叠加近年来响应监管号召持续推动保险资金入市，进一步放大了保险利润表的波动，短期业绩波动相对较大，因此我们持续号召市场关注保险公司长期经营趋势，包括CSM增速、营运利润、负债高质量增长、长期利率趋势等。

图1：25年上市险企归母净利润增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：上市险企归母净利润单季度增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

个股方面，2025年整体净利润在24年较高的基数上延续高速增长趋势，主要是受益于投资服务业绩的增长，但个股的权益配置比例、保险服务业绩、税率等都会影响净利润增长幅度。

中国太平业绩实现了最高增长速度，归母净利润增速达到220.9%，一方面是投资服务业绩大幅增长150.1%，虽然在上半年投资服务业绩有所下降，但下半年公司调整投资策略，叠加24下半年较低的基数，总投资收益率同比保持稳定，但因利率上升推动公司存量保险合同负债余额下降，保险合同负债的计息下降，进而推动承保财务损失有明显下降，推动投资服务业绩明显改善。另外保险服务业绩同比+9%，保持稳定增长，叠加所得税从上年同期的计提93亿元到今年的转回32亿元，是公司利

润实现两位数增长的重要因素，但公司税前利润也有51.5%的增长，也属于上市险企中较高水平，仅次于中国人寿。

中国人寿归母净利润同比+44.1%，在24年增长131.6%基础上继续实现了快速增长，其中保险服务业绩同比大增136.8%，主要是2025年利率上行导致此前部分确认的亏损合同一次性确定的保险服务费用转回，25年公司亏损合同确认的金额仅49.8亿元，24年同期为390.4亿元，推动保险服务业绩的明显增长。投资服务业绩同比+31.8%，得益于公司响应监管号召引导长期资金入市，增加权益配置比例，而下半年权益市场明显上行，推动总投资收益（利息收入+投资收益+公允价值变动）同比+26%。

新华保险归母净利润同比增长38.3%，在24年增长201.1%的背景下仍在高速增长，受益于公司率先同业增配权益资产，且权益资产中计入FVTPL的比例更高，推动投资收益率在FVTPL债券类资产公允价值下降的背景下仍同比0.8pct至6.6%，是上市险企中最高的总投资收益率水平，投资服务业绩同比+27.6%。保险服务业绩同比+14.2%，受益于近年来NBV的高速增长，CSM稳定摊销。

中国财险维持高速增长，受益于投资端和承保端齐发力，综合成本率同比-1.3pct推动承保利润同比+119.4%，而投资收益率同比提升0.3pct推动投资收益继续增长。

中国太保归母净利润保持稳定增长，保险服务业绩小幅增长1.5%（寿险部分保险服务业绩小幅下降。受亏损合同确认的保险服务费用增加21.5亿元所致），随着CSM的稳定增长有望推动保险服务业绩增速的回升，投资服务业绩同比+40.9%，受益于资本市场的上行。

阳光保险归母净利润稳步增长+15.7%，从利源结构来看，阳光保险的保险服务业绩同比-18.2%，因保险服务费用的提升；另外投资服务业绩同比-14.1%，虽然总投资收益率同比+0.5pct，但由于VFA保单对应的资产公允价值大幅提升，导致承保财务损益（保险合同负债计息+VFA保单对应资产的公允价值变动额）同比大幅+44.6%，但公司所得税较去24年同期少20.3亿元，推动净利润稳定增长。

中国平安全年归母净利润实现了6.5%的利润增长，稍低于同业主因几个因素，一是公司股票中OCI比例最高；二是受一次性因素影响，包括平安好医生并表导致的一次性损益，可转债的公允价值变动等；三是继续夯实资产质量。

表 1：上市公司寿险业务保险服务业绩和投资服务业绩情况（亿元）

	中国人寿			平安人寿			中国太保			新华保险			中国太平			阳光保险		
	2024	2025	同比	2024	2025	同比	2024	2025	同比	2024	2025	同比	2024	2025	同比	2024	2025	同比
保险服务收入	2,082	2,141	2.9%	1,930	1,891	-2.1%	2,795	2,889	3.4%	478	503	5.2%	1,113	1,123	0.90%	640	651	1.7%
保险服务费用	1,805	1,487	-17.6%	1,071	1,061	-1.0%	2,431	2,520	3.7%	316	317	0.5%	-864	-868	0.46%	585	606	3.5%
保险服务业绩	**276**	**654**	**136.8%**	**859**	**830**	**-3.4%**	**363**	**369**	**1.5%**	**162**	**185**	**14.2%**	**220**	**240**	**8.97%**	**55**	**45**	**-18.2%**
总投资收益	3,095	3,901	26.0%	2,061	2,280	10.6%	1,206	1,414	17.3%	837	1,068	27.7%	665	668	0.42%	232	269	16.0%
承保财务损失	2,100	2,589	23.3%	1,637	1,731	5.8%	925	1,018	10.1%	612	782	27.7%	-610	-525	-13.95%	119	172	44.6%
投资服务业绩	**995**	**1,312**	**31.8%**	**424**	**549**	**29.5%**	**281**	**396**	**40.9%**	**225**	**287**	**27.6%**	**58**	**146**	**150.09%**	**113**	**97**	**-14.1%**
营业利润	1,152	1,816	57.6%	1,015	1,164	14.8%	556	661	18.9%	281	405	44.0%	221	334	51.15%	81	71	-12.3%
所得税	63	251	299.8%	76	97	27.6%	91	107	17.0%	19	42	122.0%	-93	32	-	26	5	-79.1%
税率	**5.4%**	**13.8%**	**8.4%**	**7.5%**	**8.4%**	**0.8%**	**16.4%**	**16.1%**	**-0.3%**	**6.78%**	**10.45%**	**3.7%**	**-42.2%**	**9.5%**	**51.7%**	**31.6%**	**7.5%**	**-24.1%**
净利润	**1,089**	**1,566**	**43.7%**	**938**	**1,067**	**13.7%**	**464**	**554**	**19.3%**	**262**	**363**	**38.3%**	**128**	**366**	**186.20%**	**55.4**	**65.7**	**18.6%**

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

因25Q4单季度市场调整，市场较为关注Q4单季度的情况，我们拆分单季度的利源结构看，年报业绩低于前三季度的核心原因是投资服务业绩的下滑，也是受市场波动加剧，尤其是在中报后引导长期资金入市，上市保险公司在下半年均有明显加仓权益，因此受市场的波动影响短期影响业绩。

表 2：上市险企25Q4单季度业绩拆分（百万元）

	中国人寿			中国太保			新华保险		
	24Q4	25Q4	同比	24Q4	25Q4	yoy	24Q4	25Q4	同比
保险服务收入	50,312	52,727	4.80%	70,064	72,016	2.8%	12,154	12,671	4.25%
保险服务费用	60,503	53,056	-12.31%	60,199	64,382	6.9%	9,061	8,063	-11.01%
保险服务业绩	**(10,191)**	**(329)**	**2997.57%**	**9,865**	**7,634**	**-22.6%**	**3,093**	**4,608**	**32.88%**
总投资收益	47,500	21,471	-54.80%	22,114	16,486	-25.4%	13,029	7,715	-40.79%
利息收入	31,371	33,187	5.79%	14,192	15,018	5.8%	8,405	8,149	-3.05%
投资收益	45,624	61,382	34.54%	12,312	13,429	9.1%	11,172	12,487	11.77%
公允价值变动	(29,495)	(73,098)	-59.65%	-4,390	-11,961	172.5%	(6,548)	(12,921)	-49.32%
承保财务损失	42,096	37,144	-11.76%	18,245	16,184	-11.3%	9,586	6,269	-34.60%
投资服务业绩	**5,404**	**(15,673)**	**-390.03%**	**3,869**	**302**	**-92.2%**	**3,443**	**1,446**	**-58.00%**
其他净收支	(3,655)	(7,084)	93.82%	-2,585	-2,014	-22.1%	(1,676)	(3,579)	113.54%
税前利润	(8,442)	(23,086)	173.47%	11,149	5,922	-46.9%	4,860	2,475	-49.07%
所得税	(11,478)	(9,858)	-14.11%	4,167	-2,352	-156.4%	(690)	(953)	38.12%
税率	135.96%	42.70%	-93.26%	37.4%	-39.7%	-77.1%	-14.20%	-38.51%	-24.31%
净利润	**3,036**	**-13,228**	**-535.70%**	**6,982**	**8,274**	**18.5%**	**5,550**	**3,428**	**-38.23%**

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

（二）合同服务边际：nbv 增长+利率企稳，CSM 趋势向上

合同服务边际是保险公司因在未来提供保险合同服务而将于未来确认的未赚利润，是未来公司利润持续释放的粮仓。**2025年合同服务边际环比增速分别为阳光（+13.3%）>太平（+4.3%）>国寿（+3.5%）>新华（+3.3%）>太保（+3.2%）>平安（-0.8%），整体较24年同期的负增长有明显回升，除了平安以外均实现了正增长，较中报增速也都在逐渐扩大。**

2022-2024年上市险企CSM均呈现出下降的趋势，而2025年几乎全面转正，受益于新业务价值的持续增长和长段利率的企稳，虽然2023-2024年保险公司新业务价值持续呈现高速增长的趋势，但新单CSM仍在下行，主要是由于传统险CSM的折现率采取发单时刻的“即期利率”，因此近年来利率的下行导致折现率下降，而CSM是未来的保费收入和保单相关支出的折现值，但由于保费收入的期限短而未来赔付支出等期限相对较长，因此利率下行导致的保费收入扩张幅度没有支出扩张幅度大，导致虽然新业务价值增长，但新单CSM却有一定的下降，但2025年由于利率有所上行，因此普遍保险公司新业务CSM都在正增长；其次，利率上行推动保险合同金融变动均为正向贡献，由过去的负贡献转变为正贡献。

展望未来，包括新单的持续增长以及利率的持续企稳，新单CSM的增长等有望推动CSM重回增长通道，为上市险企带来稳定的保险服务业绩。

表 3：中国平安、中国人寿、中国太平的合同服务边际的变动（百万元）

中国平安	2022	2023	2024	2025	2023 同比	2024 同比	2025 同比
期初 CSM	877,135	818,683	768,440	740,920	-6.7%	-6.1%	-3.6%
新业务 CSM	35,122	38,951	35,405	36,688	10.9%	-9.1%	3.6%
预期利息增长	27,106	25,332	24,051	22,801	-6.5%	-5.1%	-5.2%
调整 CSM 会计估计变更	-40,091	-39,739	-15,836	2,505	0.9%	60.1%	115.8%
CSM 摊销	-80,590	-74,787	-71,140	-68,187	7.2%	4.9%	4.2%
期末 CSM	**818,683**	**768,440**	**740,920**	**734,727**	**-6.1%**	**-3.6%**	**-0.8%**
中国人寿	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2023 年同比**	**2024 年同比**	**2025 年同比**
期初 CSM	805,433	783,473	769,137	742,488	-2.7%	-1.8%	-3.5%
新业务 CSM	47,966	51,093	57,708	53,074	6.5%	12.9%	-8.0%
预期利息增长	22,172	22,944	23,391	18,378	3.5%	1.9%	-21.4%
调整 CSM 会计估计变更	-48,825	-22,684	-43,622	22,904	53.5%	-92.3%	152.5%
CSM 摊销	-43,273	-65,689	-64,126	-68,475	-51.8%	2.4%	-6.8%
期末 CSM	**783,473**	**769,137**	**742,488**	**768,369**	**-1.8%**	**-3.5%**	**3.5%**
中国太平	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2023 年同比**	**2024 年同比**	**2025 年同比**
期初 CSM	234,312	220,683	210,337	206,936	-5.8%	-4.7%	-1.6%
新业务 CSM	22,133	16,533	19,710	11,004	-25.3%	19.2%	-44.2%
预期利息增长	7,189	7,919	7,652	7,743	10.2%	-3.4%	1.2%
调整 CSM 会计估计变更	-4,507	-14,249	-8,808	2,997	-216.1%	38.2%	134.0%
CSM 摊销	-18,555	-17,450	-17,466	-17,900	6.0%	-0.1%	-2.5%
期末 CSM	**-19,889**	**-3,100**	**-4,489**	**5,255**	**84.4%**	**-44.8%**	**217.1%**

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

表 4：中国太保、新华保险、阳光保险的合同服务边际的变动（百万元）

中国太保	2022	2023	2024	2025	2023 同比	2024 同比	2025 同比
期初 CSM	343,434	327,662	325,726	345,365	-4.6%	-0.6%	6.0%
新业务 CSM	9,533	12,550	19,741	21,129	31.6%	57.3%	7.0%
预期利息增长	6,175	6,142	6,475	6,928	-0.5%	5.4%	7.0%
调整 CSM 会计估计变更	-3,610	5,574	20,259	10,665	254.4%	263.5%	-47.4%
CSM 摊销	-27,870	-26,202	-26,836	-27,244	6.0%	-2.4%	-1.5%
期末 CSM	**327,662**	**325,726**	**345,365**	**356,843**	**-0.6%**	**6.0%**	**3.3%**
新华保险	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2023 年同比**	**2024 年同比**	**2025 年同比**
期初 CSM	187,430	175,317	169,004	175,867	-6.5%	-3.6%	4.1%
新业务 CSM	6,412	6,167	10,997	11,875	-3.8%	78.3%	8.0%
预期利息增长	6,094	5,498	6,873	6,924	-9.8%	25.0%	0.7%
调整 CSM 会计估计变更	-3,757	-2,856	4,660	3,607	24.0%	263.2%	-22.6%
CSM 摊销	-20,862	-15,122	-15,667	-16,550	27.5%	-3.6%	5.6%
期末 CSM	**175,317**	**169,004**	**175,867**	**181,723**	**-3.6%**	**4.1%**	**3.3%**

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

（三）资产配置：响应号召增配权益，净投资收益率仍在下行

1.投资组合：明显增配权益资产，债券占比有所下滑

2025年保险公司资产配置结构发生了较大的变化，在低利率环境以及监管持续号召保险资金入市的政策支持下，保险公司普遍加大权益资产配置，尤其是在下半年明显加强权益，而债券占比整体有所下滑。

从债券投资情况来看，2025年因利率趋势企稳甚至小幅提升，叠加上市险企在2024-2025年大幅提升债券占比，预计资产负债久期缺口处于相对合意水平，因此除了太保和太平外仍有提升债券占比，其他保险公司的债券占比均有不同程度的下降，截止25年末，债券占比分别为太平（76.1%）>太保（61%）>国寿（57.4%）>平安（55%）>阳光（52.2%）>新华（49.6%）>人保集团（48.3%），变动幅度分别为+1.6pct、+1pct、-1.7pct、-6.6pct、-5.5pct、-2.5pct、-0.7pct。

表 5：上市险企资产配置结构

	平安		太保		国寿		新华		太平		人保		阳光	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
现金+存款	7.2%	9.4%	7.8%	9.0%	8.4%	8.2%	19.7%	18.3%	7.2%	7.6%	10.4%	9.9%	4.0%	6.7%
债券	**61.7%**	**55.0%**	**60.1%**	**61.0%**	**59.0%**	**57.4%**	**52.1%**	**49.6%**	**74.5%**	**76.1%**	**49.0%**	**48.3%**	**57.7%**	**52.2%**
股票+基金	**11.8%**	**20.3%**	**11.6%**	**13.8%**	**12.2%**	**16.9%**	**18.8%**	**21.1%**	**13.0%**	**16.6%**	**8.9%**	**13.3%**	**13.3%**	**14.8%**
股票	7.6%	14.8%	9.3%	11.1%	7.6%	11.3%	11.1%	11.8%	8.3%	12.2%	3.7%	8.7%	12.3%	13.7%
基金	4.1%	5.6%	2.3%	2.7%	4.6%	5.7%	7.8%	9.4%	4.7%	4.4%	5.3%	4.6%	1.0%	1.2%
长股投	3.5%	2.7%	0.8%	0.5%	4.6%	4.1%	1.9%	3.6%	1.9%	0.7%	10.2%	9.3%	1.9%	1.8%
投资性房地产	2.3%	2.2%	0.3%	0.9%	0.2%	0.2%	0.6%	0.6%	1.5%	1.4%	0.9%	0.8%	1.8%	1.4%
另类投资	13.2%	9.5%	18.8%	14.4%	15.6%	13.2%	6.5%	5.9%	4.8%	3.4%	19.6%	17.7%	21.3%	23.0%
债权计划	3.2%	2.4%	9.7%	7.7%	7.9%	7.0%	1.1%	0.6%	3.9%	2.7%	-	-	3.4%	3.5%
其他	0.4%	0.9%	0.6%	0.4%	0.0%	0.0%	0.5%	0.9%	-2.9%	-5.8%	0.9%	0.8%	0.0%	0.0%

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

监管持续号召长期资金入市，叠加长端利率低位徘徊，增加权益资产有增厚整体投资收益率水平，上市保险公司在下半年集中提升公开市场权益占比。2025年“股票+基金”占比依次为新华（21.1%）>平安（20.3%）>国寿（16.9%）>太平（16.6%）>阳光（14.8%）>太保（13.8%），同比变动+2.3pct、+8.6pct、+4.7pct、+3.6pct、+1.6pct、+2.2pct，整体都呈现出上行的趋势，一方面受益于权益配置比例的提升，另外受益于市场上行带来的净值增加。且我们对比25年中的比例看，保险公司增加权益配置比例也主要集中于下半年。

我们认为当前保险公司二级市场权益占比已经相对较高，也处于历史上最高水平，加上其他权益投资工具（长期股权投资等）等，整体权益配置比例已经相对较高，因此预计进一步再明显提升的可能性较小，但由于保费的持续流入，保险公司权益配置规模将持续扩大。

表 6：上市险企公开权益类资产占比持续提升

公开市场权益占比	2020	2021	2022	2023	2024	25H1	2025
平安	11.5%	11.6%	11.1%	11.5%	11.8%	**13.8%**	**20.3%**
国寿	11.3%	8.8%	11.4%	11.3%	12.2%	**13.6%**	**16.9%**
太保	11.4%	12.4%	12.4%	11.1%	11.6%	**12.0%**	**13.8%**
新华	14.6%	15.4%	14.1%	14.3%	18.8%	**18.7%**	**21.1%**
太平	17.0%	15.3%	15.8%	14.5%	13.0%	**12.7%**	**16.6%**
阳光	10.1%	11.5%	13.8%	12.0%	13.3%	**15.1%**	**14.8%**

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 7：上市险企偿付额能力对应的权益投资上限

公开市场权益占比	综合偿付能力充足率	对应的权益投资比例上限	25 年权益资产占总资产比重
平安	193.3%	30%	11.90%
国寿	174.0%	30%	26.10%
太保	273.0%	40%	16.90%
新华	210.5%	30%	27.80%
太平	230.0%	30%	15.8%
阳光	249.9%	30%	29.60%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

2.保险资金会计分类：加大OCI资产的比例，净资产稳定性增强

2025年总投资资产中FVTPL的占比分别为新华（31.5%）>阳光（27.9%）>国寿（27.8%）>太平（27.3%）>平安（25.1%）>太保（23.5%）>中国财险（19.7%），整体环比2024年末均有不同程度的下降，而OCI的比例均有不同程度的提升，但新华的FVOCI的比例仍相对较低，AC类资产占比相对较高，导致净资产的波动仍然高于同业，虽然财险也相对较低，但财险业务性质特殊，负债受利率的影响波动较小。

表 8：上市险企资产的会计分类结果

	平安		国寿		太保		新华		太平		阳光		中国财险	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
FVTPL 资产	25.2%	25.1%	28.9%	27.8%	24.4%	23.5%	29.8%	31.5%	28.8%	27.3%	25.1%	27.9%	17.7%	19.7%
固收类	16.9%	11.8%	8.5%	6.1%	11.6%	10.1%	9.3%	7.2%	18.2%	14.5%	-	-	8.2%	6.3%
股票	3.0%	6.4%	6.7%	8.1%	6.5%	7.0%	8.6%	9.1%	5.3%	7.9%	3.8%	-	1.4%	4.1%
基金	2.3%	4.4%	4.6%	5.7%	2.6%	2.8%	7.8%	9.4%	4.7%	4.4%	0.2%	-	5.0%	4.7%
其他股权型资产	3.0%	2.5%	9.0%	7.9%	3.7%	3.6%	4.1%	5.8%	0.6%	0.5%	-	-	3.2%	4.6%
FVOCI 资产	56.8%	55.3%	54.9%	57.2%	64.0%	64.1%	30.7%	31.2%	56.3%	63.4%	65.6%	59.9%	36.0%	37.7%
固收类	52.2%	46.9%	52.3%	52.9%	58.8%	58.3%	28.9%	29.1%	53.1%	59.0%	56.9%	-	20.9%	22.5%
股票	4.6%	8.3%	0.9%	3.1%	2.8%	4.1%	1.9%	2.1%	3.0%	4.3%	8.5%	-	5.8%	7.3%
其他股权型资产	0.0%	0.0%	1.7%	1.2%	2.4%	1.7%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%	-	9.3%	8.0%
AC 资产	12.1%	14.5%	3.0%	2.3%	2.4%	1.7%	37.0%	33.1%	7.2%	5.3%	0.4%	12.2%	20.1%	19.8%
其他	5.8%	5.1%	13.2%	12.6%	9.2%	10.7%	2.4%	4.2%	7.7%	3.9%	8.9%	0.0%	26.1%	22.8%
合计	100.0%		100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

2025年保险公司权益资产会计分类的变化趋势出现了分化，平安、人保及财险等OCI占比相对较高的公司在2025年适度增加了TPL股票的占比，而国寿受此前OCI占比较低的原因，在2025年整体持续提升OCI股票的占比，年末达到27.8%，处于上市险企中位的水平，而新华整体仍相对较低，也展示出公司对于投资能力的信心。

表 9：上市险企股票类资产的分类情况

股票-FVOCI 占比	2023	2024	25H1	2025
国寿	3.4%	12.0%	22.6%	27.80%
平安	59.9%	60.2%	65.3%	56.50%
太保	14.4%	29.8%	33.8%	36.97%
新华	5.0%	17.9%	19.8%	18.63%
太平	19.8%	36.6%	32.0%	34.92%
阳光	-	69.0%	70.4%	-
人保	35.2%	45.4%	46.4%	42.43%
中国财险	77.8%	80.4%	74.4%	63.76%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

3.投资收益率：NII仍在下行通道，TII受益市场上行，CII因利率下行而下滑

净投资收益率因长端利率的下滑仍有所下滑，2025年平安、国寿、太保、新华、太平、阳光的净投资收益率分别变化幅度为-0.1pct、-0.5pct、-0.4pct、-0.4pct、-0.3pct、-0.5pct，虽然各家公司权益类资产的规模增加，但由于股息率的下降，导致除了人保和太平外，其余保险公司的股息收入并未明显提升。

表10：上市险企净投资收益率

净投资收益率	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	同比
平安	5.20%	5.10%	4.60%	4.70%	4.20%	3.80%	3.70%	-0.1%
国寿	4.61%	4.34%	4.38%	4.00%	3.70%	3.47%	3.00%	-0.5%
太保	4.90%	4.70%	4.50%	4.30%	4.00%	3.80%	3.40%	-0.4%
新华	4.80%	4.60%	4.30%	4.60%	3.40%	3.20%	2.80%	-0.4%
太平	4.67%	4.33%	4.55%	4.06%	3.56%	3.46%	3.20%	-0.3%
阳光	5.80%	5.20%	4.60%	4.60%	4.20%	4.20%	3.70%	-0.5%
人保	5.30%	5.00%	4.80%	5.10%	4.50%	3.90%	3.60%	-0.3%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表11：上市险企持有的权益类资产的股息率计算（百万元）

	股息收入			股息收入-TPL			股息收入-OCI		
	2024	2025	同比	2024	2025	同比	2024	2025	同比
太保	26,109	25,627	-1.8%	20,331	18,251	-10.2%	3812	5199	36.4%
国寿	34,489	34,753	0.8%	27,607	23,913	-13.4%	6,882	10,840	57.5%
新华	13,045	13,272	1.7%	11,875	11,149	-6.1%	1,170	2,123	81.5%
太平	6,569	8,528	29.8%	-	-	-	-	-	-
人保	6,294	7,532	19.7%	2,482	2,333	-6.0%	5,778	7,376	27.7%
	权益类资产规模			权益资产-TPL			权益资产-OCI		
	2024	2025	同比	2024	2025	同比	2024	2025	同比
太保	407,873	517,348	26.8%	265,859	341,187	28.3%	142,014	176,161	24.0%
国寿	1,269,086	1676327	32.1%	1,097,269	1,358,451	23.8%	171,817	317,876	85.0%
新华	355,683	461,736	29.8%	325,043	423,180	30.2%	30,640	38,556	25.8%
太平	217,260	301,938	39.0%	-	-	-	-	-	-
人保	299,503	423,754	41.5%	183,725	254,708	38.6%	115,778	169,046	46.0%
	股息率			股息率-TPL			股息率-OCI		
	2024	2025	同比	2024	2025	同比	2024	2025	同比
太保	6.4%	5.0%	-1.4%	7.6%	5.3%	-2.3%	2.7%	3.0%	0.3%
国寿	2.7%	2.1%	-0.6%	2.5%	1.8%	-0.8%	4.0%	3.4%	-0.6%
新华	3.7%	2.9%	-0.8%	3.7%	2.6%	-1.0%	3.8%	5.5%	1.7%
太平	3.0%	2.8%	-0.2%	-	-	-	-	-	-
人保	2.1%	1.8%	-0.3%	1.4%	0.9%	-0.4%	5.0%	4.4%	-0.6%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

上市险企的总投资收益率整体上行，其中新华同比+0.8pct至6.6%，受益于优异的投资策略，25年“买卖证券价差”规模为373.7亿元，上年同期仅27.3亿元，另外国寿、阳光总投资收益率变化幅度分别为+0.6pct、+0.5pct，其中国寿受益于权益配置比例的提升以及结构的优化，而太保、人保变化幅度仅+0.1pct、0.1pct，其中太保一方面聚焦于红利资产，而在2025年并不占优，叠加太保FVTPL类固收比例较高，导致受利率下行的影响较大；太平总投资收益率同比-0.6pct，整体降幅较中报的明显下降。

表12：上市险企总投资收益率

总投资收益率	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	同比
国寿	6.90%	6.20%	4.00%	2.50%	3.00%	-	-	-
平安	5.23%	5.30%	5.00%	3.94%	2.43%	5.50%	6.09%	0.6%
太保	5.40%	5.90%	5.70%	4.20%	2.60%	5.60%	5.70%	0.1%
新华	4.90%	5.50%	5.90%	4.30%	1.80%	5.80%	6.60%	0.8%
太平	7.97%	4.48%	4.60%	5.35%	2.66%	4.57%	4.00%	-0.6%
阳光	5.80%	6.50%	5.40%	5.00%	3.40%	4.30%	4.80%	0.5%
人保	5.40%	5.80%	5.80%	4.60%	3.30%	5.60%	5.70%	0.1%
中国财险	4.90%	4.80%	5.00%	3.70%	3.50%	5.50%	5.80%	0.3%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

2025年平安、国寿、太保、新华、太平、阳光归母净资产较年初变化幅度为+7.7%、+16.8%、+3.7%、+15.9%、+33.9%、-6.3%。2025年净资产整体均呈现出上行的趋势，一方面受益于利润的大幅增长，其次虽然利率上行，但由于2025年利率主要是远端利率上行较多，导致了保险公司持有的长债公允价值明显下降，而负债评估的利率曲线在20年后是朝着终级利率过渡，曲线上移的幅度低于即期利率幅度，因此导致负债下降的规模没有资产下降的规模大，尤其是长债占比较高的公司影响更大。阳光净资产有所下滑，主因公司调整了负债评估的折现率，导致“可转损益的保险合同金融变动”为负。

表13：上市保险公司净资产变化情况（百万元）

	可转损益的保险合同金融变动		OCI 债券公允价值变动		对冲比例		归母净资产		
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	同比
平安	-297,229	86,766	240,577	-122,252	-56,652	-35,486	928,600	1,000,419	**7.7%**
国寿	-288,811	70,517	219,720	-118,174	-69,091	-47,657	509,675	595,205	**16.8%**
太保	-103,211	18,065	105,022	-57,621	1,811	-39,556	291,417	302,143	**3.7%**
新华	-58,266	5,429	23,150	-23,288	-35,116	-17,859	96,240	111,544	**15.9%**
太平	-80,183	23,366	58,261	-32,202	-21,922	-8,836	71,080	95,155	**33.9%**
阳光	-25,069	-704	16,197	-12,118	-8,872	-12,822	62,082	58,201	**-6.3%**

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、价值：银保推动 NBV 高增，EV 稳定增长

（一）NBV：银保价值贡献明显提升，NBVM 整体上行

2025年上市险企新业务价值增速分别为人保寿（75.7%）>新华（57.4%）>阳光（48.2%）>太保（40.4%）>国寿（35.7%）>平安（29.3%）>友邦（17.1%）>人保健康（13.4%）>太平（+5.3%），整体在高基数的背景下继续增长，受益于银保推动“量升”和报行合一推动的“价涨”。

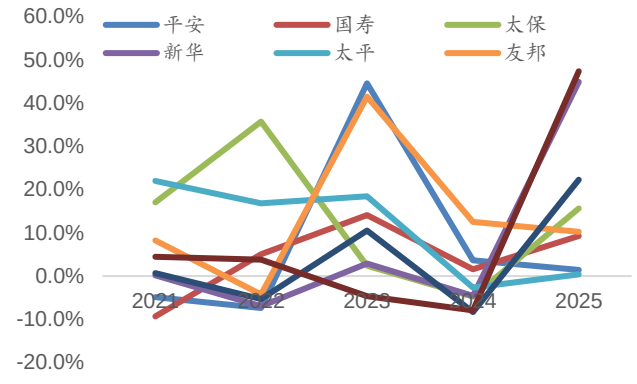
表14：上市保险公司新业务价值增速对比

NBV 增速	2021	2022	2023	2024	2025
平安	-23.6%	-24.0%	7.8%	-8.2%	29.3%
国寿	-23.3%	-19.6%	2.4%	-8.5%	35.7%
太保	-24.8%	-31.4%	19.1%	20.9%	40.4%
新华	-34.9%	-59.5%	24.8%	106.8%	57.4%
太平	3.6%	-18.1%	0.7%	21.2%	5.3%
友邦	21.7%	-8.1%	30.5%	16.8%	17.1%
人保寿	-40.6%	-17.3%	37.3%	37.1%	75.7%
人保健康	8.8%	35.3%	173.0%	130.5%	13.4%
阳光	4.4%	0.1%	19.2%	43.3%	48.2%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

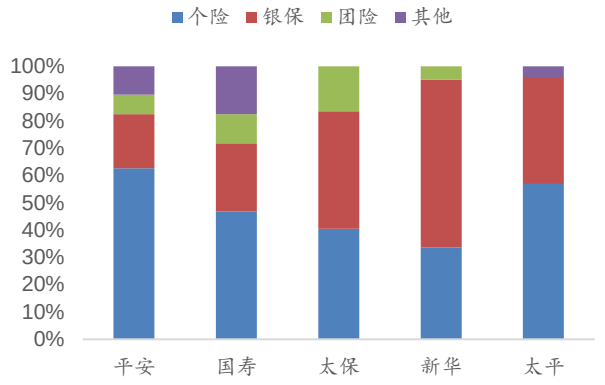
从量的维度看，个险渠道受开门红转型以及个险渠道报行合一短暂影响销售，增速有所分化，但银保受益于居民的储蓄意愿以及保险产品的相对优势，渠道“1+N”的放开，大险企竞争优势凸显，新单明显增长推动整体新单，增速分别为阳光（47.3%）>新华（44.9%）>人保寿（22.3%）>人保健康（16.5%）>太保（+15.7%）>友邦（+10.2%）>国寿（9.3%）>平安（1.5%）>太平（0.4%），银保渠道在新单中占比较高的保险公司新单保费增速普遍更高。

图3：上市险企新单保费同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 4：上市险企新单保费渠道结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

从价的维度，虽然银保渠道占比提升，但由于个险报行合一以及预定利率下调提升价值率，因此2025上市险企新业务价值率分别为友邦（58.5%）>平安（23.4%）>太平（21.3%）>太保（19.8%）>国寿（19.5%）>人保健康（18.3%）>阳光（16.9%）>新华（16.2%）>人保寿（15.3%），除人保健康外所有公司价值率都呈上升趋势。

平安的价值率呈现出明显提升趋势，虽然银保渠道占比提升，但银保缴费结构的提升（2024年的55.9%提升至2025年的76.4%），推动银保价值率从20.1%提升至24.5%，远高于同业，而个险渠道受益于报行合一也有明显提升；**国寿**虽然分红险占比大幅提升，但由于报行合一推动以及长期交产品占比提升，个险价值率同比+10.2pct至35.9%，属于上市险企中最高水平；**太保**价值率提升不仅是报行合一等政策原因推动，公司调整了非传统险的风险贴现率，在一定程度上利好价值率的提升。

表15：上市险企新业务价值率（首年保费口径）

NBV Margin（首年保费）	2021	2022	2023	2024	2025	同比变化幅度
平安	27.8%	24.1%	18.7%	18.5%	23.4%	4.9%
国寿	25.5%	19.5%	17.5%	15.7%	19.5%	3.8%
太保	23.5%	11.6%	13.3%	16.8%	19.8%	3.0%
新华	12.9%	5.5%	6.7%	14.6%	16.2%	1.6%
太平	24.1%	18.7%	15.9%	20.7%	21.3%	0.6%
友邦	59.3%	57.0%	52.6%	54.5%	58.5%	4.0%
人保寿	6.6%	5.7%	7.1%	10.7%	15.3%	4.7%
人保健康	3.3%	3.8%	9.1%	18.8%	18.3%	-0.5%
阳光	9.0%	8.7%	10.8%	16.8%	16.9%	0.1%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表16：上市险企个险NBVM趋势

个险渠道 NBV Margin	2021	2022	2023	2024	2025
平安	43.1%	36.3%	25.1%	24.4%	30.8%
国寿	42.3%	33.5%	29.9%	25.7%	35.9%
太保	42.6%	31.5%	29.5%	35.2%	30.6%
新华	31.3%	18.7%	22.4%	27.0%	23.2%
太平	32.3%	24.9%	22.2%	20.6%	22.0%
人保寿	17.1%	13.1%	15.0%	15.6%	21.6%
人保健康	3.3%	3.8%	9.1%	18.8%	18.3%
阳光	43.0%	32.4%	27.1%	26.9%	34.5%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表17：上市险企银保NBVM趋势

银保渠道 NBV Margin	2021	2022	2023	2024	2025
平安	19.3%	19.2%	16.4%	20.1%	24.5%
国寿	-	-	-	-	-
太保	3.3%	2.7%	5.6%	15.5%	17.1%
新华	2.0%	1.2%	1.4%	10.1%	13.9%
太平	9.3%	5.6%	5.9%	20.8%	20.3%
人保寿	0.4%	1.9%	3.2%	8.6%	12.1%
人保健康	1.1%	0.9%	4.0%	6.1%	2.5%
阳光	5.4%	6.3%	7.9%	14.2%	13.8%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

受银保渠道新单保费增长以及价值率提升的双重推动，银保渠道贡献的新业务价值占比在持续提升，成为当前新业务价值增长及贡献的核心渠道，其中阳光、新华和人保寿价值中银保渠道占比已经过半，而平安占比由24年的9.9%提升至25.5%，太平、太保等银保占比也均在30%以上，预计2026年这一趋势仍将延续。

表18：上市险企银保渠道新业务价值占比

银保渠道 NBV Margin	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
平安	4.7%	7.1%	9.5%	9.9%	25.5%
国寿		-	-	-	-
太保	2.3%	9.3%	16.9%	32.8%	36.2%
新华	8.3%	14.3%	13.5%	40.1%	53.6%
太平	9.5%	8.5%	13.3%	34.9%	35.0%
人保寿	3.9%	20.6%	27.3%	46.6%	52.9%
人保健康	9.0%	6.6%	15.0%	9.5%	4.0%
阳光	49.7%	59.5%	55.5%	55.7%	61.8%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

展望2026年，虽然分红险占比的提升将影响价值率水平，但受益于银保渠道的推动，预计新业务价值在高基数背景下有望保持增长，个险渠道2025年增速缓慢导致相对较低的基数，而当前储蓄意愿较高，有望恢复增长，而银保渠道受益于大量存款到期再配置，分红险的演示利率3.5VS存款利率具有一定的优势，以及大型保险公司持续拓展合作网点，预计新单保费在高基数背景下继续扩张，推动NBV实现稳健增长。

（二）EV：NBV 和投资偏差正向贡献，市场价值调整拖累增速

预期回报稳定拉动EV增长，其次新业务价值拉动幅度持续扩大，投资偏差正向贡献拉动EV增长，但市场价值调整因利率上行而有所拖累EV增速。2025年内含价值同比增速分别为太平（19.8%）>新华（11.4%）>太保（9.1%）>平安（5.7%）>国寿（4.8%），从变动因子分析来看：

一是市场价值调整因利率上行导致债权资产公允价值下降，因此平安、太保、国寿分别拖累EV-0.7%、-0.9%、-6.9%，较上年同期变化幅度分别为-1.9pct、-3.8pct、-15.3pct，国寿降幅更大是因为在核算市场价值调整是从全口径出发，而其他家均是公司股东角度出发。

二是假设及模型变动有所分化，其中平安拖累EV-1%，主要是公司调整继续率、发生率等指标，负向影响EV增长；但太保假设及模型变动拉动EV增长1.3%，较24年同期的-12.1%明显改善，主要是公司调整非传统险产品的风险贴现率从8.5%至7.5%，正向贡献增速。

展望2026年，内含价值有望维持稳健增长，一方面新业务价值的稳健增长将推动新业务价值贡献EV增速保持相对稳定，另一方面，投资收益率有望继续贡献正偏差。

表19：中国平安与中国太保的内含价值环比变动表

中国平安	2024	2025	变动	中国太保	2024	2025	变动
年初内含价值的预计回报	4.1%	3.6%	-0.6%	年初内含价值预计回报	5.4%	4.8%	-0.6%
一年新业务价值	2.1%	2.6%	0.5%	新业务价值	2.5%	3.3%	0.8%
新业务内部的风险分散效应	0.3%	0.4%	0.1%	分散效应	0.4%	0.4%	0.0%
假设及模型变动	-7.0%	-1.0%	6.1%	**投资收益差异**	**4.9%**	**-0.5%**	**-5.4%**
市场价值调整影响	1.1%	-0.7%	-1.9%	营运经验差异	1.0%	0.3%	-0.7%
投资回报差异	**1.6%**	**2.1%**	**0.5%**	假设及模型变动	-12.1%	1.3%	13.4%
营运经验差异及其他	1.1%	1.0%	-0.1%	市场价值调整	2.9%	-0.9%	-3.8%
不属于日常营运收支的一次性项目	0.0%	0.0%	0.0%	集团对寿险子公司资本注入	0.0%	0.0%	0.0%
其他非寿险业务营运利润	1.8%	2.4%	0.6%	股东股息	-1.3%	-1.2%	0.1%
其他非寿险业务非营运利润	0.6%	-0.6%	-1.2%	其他	0.0%	0.0%	0.0%
市场价值调整影响及其他差异	0.1%	-0.6%	-0.6%	利润分配前净资产变化	4.3%	4.4%	0.1%
资本注入	0.0%	1.4%	1.4%	子公司注资	0.0%	0.0%	0.0%
员工持股计划	-0.2%	-0.2%	0.0%	利润分配	-1.9%	-1.8%	0.0%
股票回购	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益调整	-0.2%	-1.0%	-0.9%
股东分红	-2.9%	-3.3%	-0.4%	**合计增速**	**6.2%**	**9.1%**	**2.9%**
EV 合计增速	**2.3%**	**5.7%**	**3.4%**				

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表20：中国人寿与新华保险内含价值环比变动表

中国人寿	2024	2025	变动	新华保险	2024	2025	变动
新业务价值的影响	2.7%	3.3%	0.6%	期望收益	6.6%	6.0%	-0.6%
期望收益	7.9%	5.4%	-2.5%	一年新业务价值的影响	2.5%	3.8%	1.3%
运营经验偏差	0.1%	0.1%	0.0%	运营经验偏差	1.9%	2.7%	0.8%
投资回报偏差	**5.1%**	**4.8%**	**-0.3%**	**经济经验偏差**	**8.1%**	**2.5%**	**-5.6%**
方法/模型/假设变动	-11.6%	-0.5%	11.1%	运营假设变动	-0.9%	-1.6%	-0.7%
市场价值和其他调整	8.4%	-6.9%	-15.3%	经济假设变动	-14.2%	0.0%	14.2%
注资及股东红利分配	0.0%	-1.4%	-1.4%	风险贴现率假设	0.0%	0.0%	0.0%
汇率变动	-1.4%	0.0%	1.4%	注资及股东红利分配	-1.7%	-3.2%	-1.5%
其他	0.0%	0.0%	0.0%	其他	0.1%	0.1%	0.0%
合计增速	**11.2%**	**4.8%**	**-6.4%**	寿险以外的其他股东价值变化	0.8%	1.2%	0.4%
				合计增速	**3.2%**	**11.4%**	**8.2%**

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（三）价值敏感性：NBV 敏感性明显下行，打平收益率下行

从内含价值和新业务价值对投资收益率下降50个BP的敏感性分析来看，一是2025年受产品结构调整，分红险占比提升等，新业务价值的敏感性均有不同程度的下降，2025年的敏感性为太平（-5.7%）<国寿（-16.4%）<平安（-19.8%）<太保（-21.4%）<阳光（-29.1%）<新华（-32.1%），太平的敏感性为风险贴现率和投资收益率假设均下调50个BP，但整体敏感性已经较低，由于公司分红险转型最坚决，新单中分红险的占比更高，国寿敏感性为投资收益率下降40个BP的敏感性，整体相较于2024年都有不同程度的下降。二是EV的敏感性有所分化，其中国寿和太保的敏感性分别为-25.6%、-27.4%，国寿持平，而太保还有一定的改善，但平安人寿和新华保险的敏感性有所上升。

表21：上市保险公司EV和NBV的利率敏感性

VIF 对投资收益率下降 50 个 BP 的敏感性	2021	2022	2023	2024	2025
中国人寿	-19.23%	-20.21%	-21.98%	-25.64%	-25.62%
平安人寿	-15.84%	-18.19%	-23.66%	-33.37%	-37.97%
太保人寿	-16.56%	-17.23%	-21.02%	-27.91%	-27.43%
新华人寿	-21.65%	-24.72%	-33.82%	-50.48%	-50.99%
阳光人寿	-22.22%	-25.93%	-32.50%	-43.63%	-40.92%
NBV 对投资收益率下降 50 个 BP 的敏感性	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
中国人寿	-18.80%	-23.55%	-29.16%	-25.51%	-16.45%
平安人寿	-18.28%	-22.31%	-24.15%	-31.60%	-19.84%
太保人寿	-15.22%	-22.57%	-36.31%	-35.73%	-21.37%
新华人寿	-24.78%	-48.53%	-86.01%	-49.11%	-32.08%
阳光人寿	-47.40%	-51.23%	-63.32%	-46.07%	-29.10%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：其中国寿为下调 10%的敏感性

监管持续引导行业降低负债成本，保险公司“NBV打平收益率”持续下行，而代表存量负债成本的“VIF打平收益率”也开始出现拐点。监管持续呵护行业健康稳健发展，不仅在2023-2025年连续下调预定利率，引导新单负债成本下行，2025年国寿、平安和太保的“NBV打平收益率”降至2%以下，新华整体相对偏高，预计和增额终身寿占比较高有关，但同业也有明显下降。随着NBV打平收益率的持续下降，叠加银保渠道和个险渠道的报行合一推动费差的改善，“VIF打平收益率”也在2025年出现了拐点，其中太保同比小幅下降，国寿保持持平，平安和新华同比也几乎持平。

展望2026年，预计NBV打平收益率持续下降，而随着低利率保单的持续流入，预计VIF打平收益率有望下行，负债成本整体下行降低行业长期风险。

表22：上市保险公司打平收益率水平

NBV 打平收益率	2020	2021	2022	2023	2024	2025
中国人寿	2.04%	2.34%	2.88%	2.96%	2.43%	1.57%
平安人寿				2.43%	2.42%	1.48%
太保人寿	0.82%	1.71%	2.79%	3.12%	2.60%	1.66%
新华人寿	2.25%	2.98%	3.97%	3.92%	2.98%	2.44%
VIF 打平收益率	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
中国人寿	2.33%	2.40%	2.53%	2.45%	2.44%	2.44%
平安人寿				2.39%	2.50%	2.68%
太保人寿	1.88%	1.98%	2.10%	2.12%	2.21%	2.18%
新华人寿	2.52%	2.69%	2.98%	3.02%	3.01%	3.02%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

三、寿险：银保渠道成为兵家必争之地

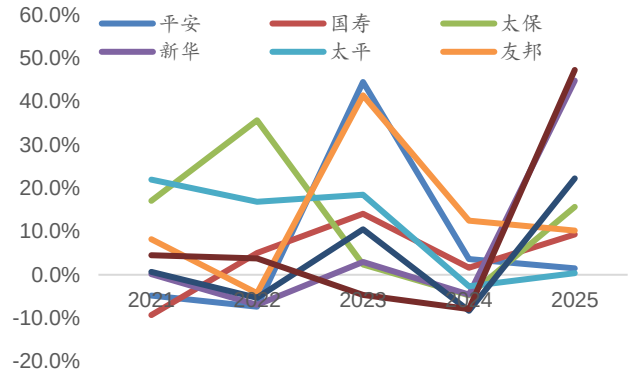
（一）量的角度：银保渠道高基数下继续增长

2025年上市险企的新单保费增速分别为：阳光（47.3%）>新华（44.9%）>人保寿（22.3%）>人保健康（16.5%）>太保（+15.7%）>友邦（+10.2%）>国寿（9.3%）>平安（1.5%）>太平（0.4%），主要受益银保渠道高增长，而增速表现分化主因其差异化的产品投放策略以及渠道结构差异所影响。

从渠道结构看，监管连续在2023年和2024年下调预定利率情况下，部分保险配置需求提前集中释放，叠加2025年以来监管引导以及行业主动推进分红险产品转型，个险渠道新单需求有所承压。而银保渠道受益于2023年报行合一政策以及银行网点合作从“1+3”扩大至“1+N”，行业竞争模式从过往以渠道佣金为主向以产品、服务、品牌为主的方向转变，行业竞争格局优化有利于头部险企展业，由此驱动2025年银保渠道在低基数下实现新单高增长，银保渠道占新单的比重分别为阳光（75.6%）>人保寿（66.8%）>新华（61.5%）>太保（43.1%）>太平安（38.7%）>国寿（25%）>平安（19.8%）。

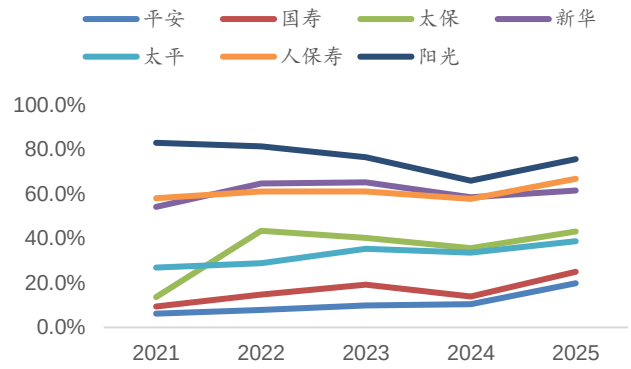
从险企对比看，新华和阳光新单实现较快增长，新华个险差异化的产品投放策略驱动代理人渠道新单同比+39.3%，同时银保新单同比+52.3%，阳光新单保费从上半年的负增长到全年的快速增长，受益于下半年银保渠道发力，从上半年的-5.2%改善至全年的69%，推动新单整体增长。

图5：上市险企新单保费同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 6：上市险企新单保费中银保占比明显提升

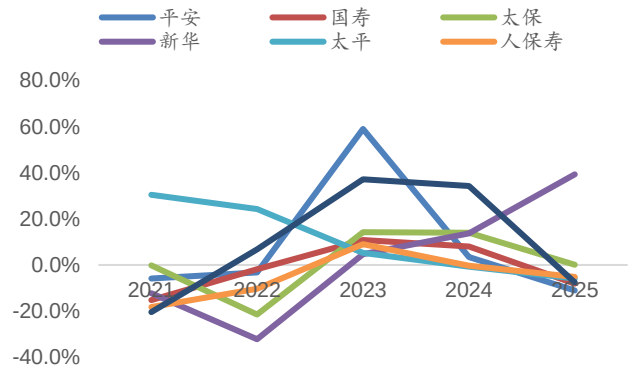


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）结构来看：个险渠道增速回升，银保渠道支撑新单增长

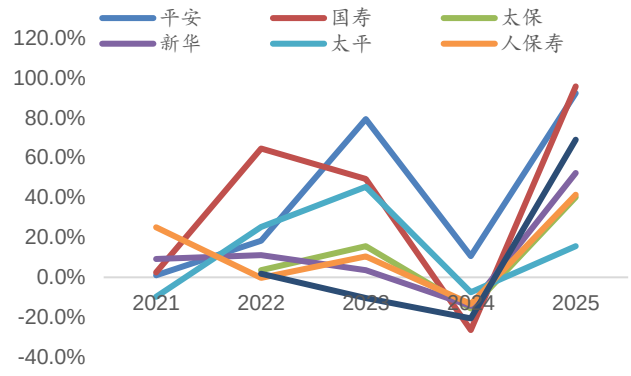
25年上市险企个险渠道增速回暖，而银保渠道有力支撑新单增长。个险渠道方面，受客户需求提前释放以及分红险转型影响，25年个险新单增速分别为新华（39.3%）>太保（0%）>人保寿（-5.2%）>太平（-5.9%）>阳光（-7.6%）>国寿（-8.1%）>平安（-11.1%），其中仅新华保险个险渠道实现逆势高增长，主因公司上半年差异化的产品投放策略。**银保渠道方面，**受益银保报行合一政策和银保“1+N”合作放开下，行业竞争格局优化，头部险企的银保渠道实现高增长，2025年增速分别为：国寿（+95.7%）>平安（+92.2%）>阳光（69%）>新华（52.3%）>人保寿（41.4%）>太保（+40.2%）>太平（+15.7%）。

图7：上市险企个险渠道新单保费同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 8：上市险企银保渠道新单保费同比增速



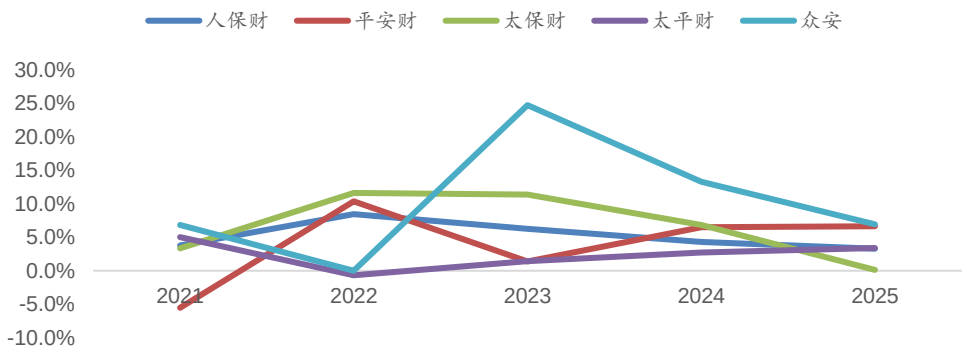
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

四、财险：保费稳定增长，盈利能力改善

（一）保费：稳定增长，抵抗经济周期波动

2025年财险保费同比增速依次为众安（+6.9%）>平安财（+6.6%）>太平财（+3.4%）>人保财（+3.3%）>太保财（+0.1%），相较于24年同期的+13.3%、+6.5%、+2.7%、+4.3%、+6.8%表现分化。众安在线受益于公司中高端款“众民保”产品上市驱动健康生态高增；平安增速走扩受益于非车险增速提升，人保财增速表现稳定主要来自车险支撑，而太保财增速下滑主因公司持续优化业务结构，车险提升家自车占比而非车险压缩亏损险种承保规模所致。

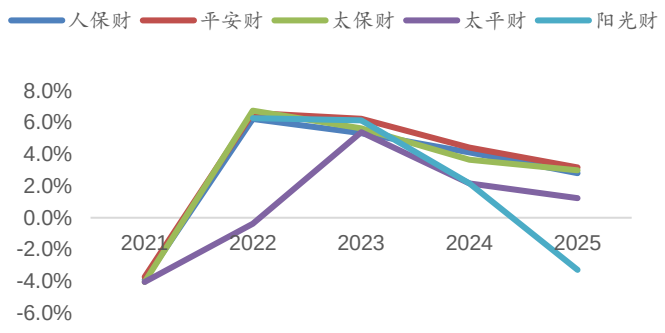
图9：2025年上市财险公司保费增速分化



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

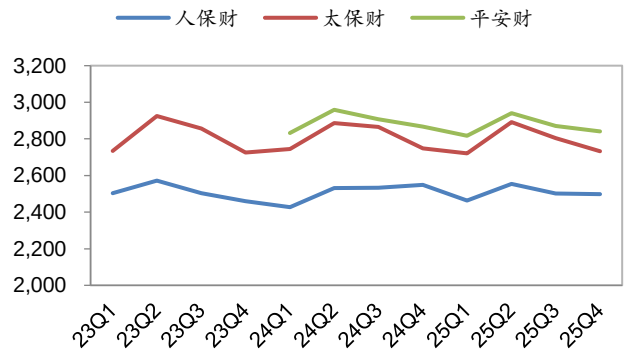
车险方面，头部上市险企的车险增速略微收窄，汽车保有量增速的放缓叠加上市公司车均保费小幅下降等。2025年上市险企车险保费增速分别为：平安财（+3.2%）、太保财（+3.0%）、人保财（+2.8%）、太平财（+1.2%）、阳光（-3.3%），一方面2025年汽车保有量同比+3.68%（来源于wind数据），新车销量放缓导致保有量增速有一定的放缓，另一方面是车均保费同比有所下降，25Q4单季度车均保费为：人保财（2498元）、太保财（2732元）、平安财（2841元），分别同比-2%、-0.6%、-0.9%，环比-0.2%、-2.6%、+1%。

图10：上市险企车险保费同比增速整体放缓



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

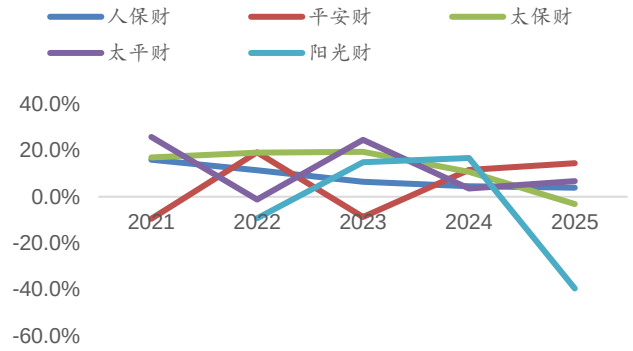
图 11：上市险企车均保费开始回升（元）



数据来源：偿付能力报告，广发证券发展研究中心

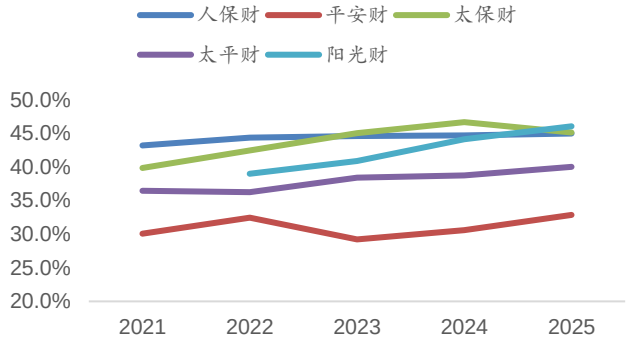
非车险保费增速分化，平安在风险出清下实现高增长而太保主动转型以及人保受农险拖累。2025年非车险保费增速分别为平安财（+14.5%）>太平财（+6.8%）>阳光财（+4.5%）>人保财（+3.9%）>太保财（-3.1%）。平安财的非车险增速走扩主要受益主要受益信用保证保险的风险出清，同时健康险、意外险逆势高增，分别同比+25.2%、+16.3%。人保财非车险增速放缓主因责任险及其他险种增速放缓。太保财主因调整业务结构下信用保证保险业务保费收入-16.9亿元。

图12：上市险企非车险保费同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图13：上市险企非车险占比变化



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）盈利能力：费用管控叠加大灾减少，COR 超预期优化

2025年综合成本率分别为人保财（97.5%）、平安财（96.8%）、太保财（97.5%）、太平财（98.8%）、众安（95.8%）、阳光财（102.1%），变化幅度分别为-1.3pct、-1.5pct、-1.1 pct、-1.3 pct、-1.1 pct、+2.4pct。**财险公司COR明显改善主要得益于车险报行合一以及公司优化费用管控带来的费用率改善，其次自然灾害减少带来的赔付率改善。**其中平安财险COR改善1.5pct最为明显，其中费用率、赔付率分别为26.4%、70.4%，同比变化幅度为-0.9pct、-0.6pct，预计主要是车险报行合一推动费用率的改善，农业保险和货运险等盈利能力提升。人保财COR主要得益于车险报行合一驱动费用率下降3.3pct。太保财险主要得益于上半年自然灾害减少驱动赔付率同比-0.4pct，同时报行合一带来费用率同比-0.7pct。

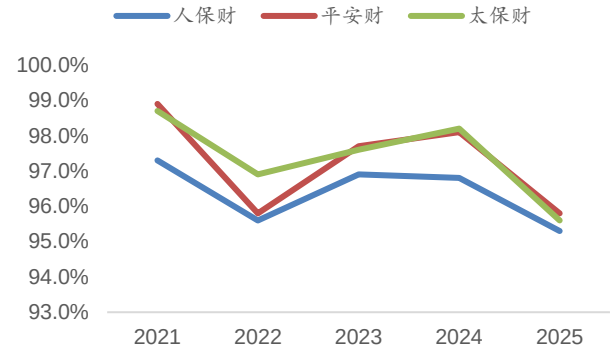
表23：上市公司财险综合成本率水平

	2021	2022	2023	2024	2025
人保财	99.5%	97.6%	97.8%	98.8%	97.5%
平安财	98.0%	100.3%	100.7%	98.3%	96.8%
太保财	99.0%	97.3%	97.7%	98.6%	97.5%
太平财	105.9%	99.5%	98.4%	100.1%	98.8%
众安	96.5%	94.2%	95.2%	96.9%	95.8%
阳光财	-	99.9%	98.7%	99.7%	102.1%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

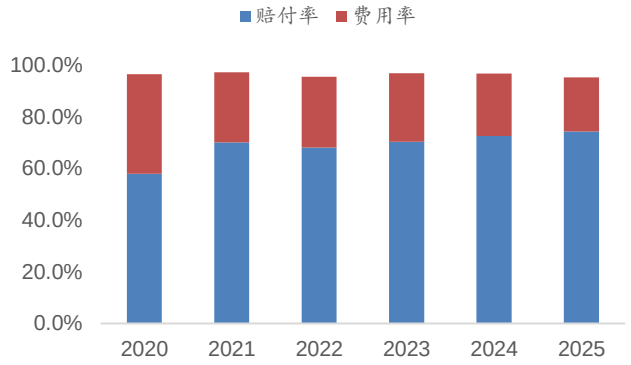
2025年上市险企车险COR大幅改善主要受益车险报行合一驱动的费用率改善。2025年车险综合成本率分别为人保财(95.3%)<太保财(95.6%)<平安财(95.8%)，分别同比变动-1.5pct、-2.6pct、-2.3pct，预计费用率下降是车险COR改善的主要原因。**人保财险的车险COR在24年较低的基数下继续优化，主因费用率大幅改善。**车险赔付率、费用率分别为74.4%、20.9%，同比24年分别变动+1.8pct/-3.3pct，赔付率的维度，主要受新能源汽车占比提升、人伤案件量增长与赔付标准、配件价格上涨等因素影响；费用率的维度，公司强化价费联动和过程管控降低赔付率和费用率，同时公司作为行业龙头，带头维护强化报行合一，导致费用率明显下降。**太保财险**2025年家自车占比提升0.6pct，业务品质改善有望驱动赔付率优化。**平安财**还受益优化新能源车险风险管控，实现当期新能源车险业务承保盈利。

图14：上市险企车险综合成本率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图15：中国财险的车险业务综合成本率结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

2025年上市险企非车险COR整体有所改善，主要受益自然灾害减少和优化业务结构。2025年非车险综合成本率分别为太保财(97%)<平安财(98.9%)<人保财(100.8%)，分别同比变化-2.1pct、-0.06pct、-1.14pct。其中**平安财**盈利能力优化明显，主要受益农险、货运险承保盈利改善。**人保财**主要得益于自然灾害下降推动企财险COR同比-12.4pct至101%，优化费用管控驱动责任险COR同比-0.7pct至104.5%。**太保财**主要受益健康险和企财险盈利能力明显改善。**展望看，非车险启动报行合一等有望推动费用率改善，我们预计26年综合成本率有望继续改善。**

表24：上市公司非车险综合成本率水平

	2021	2022	2023	2024	2025
人保财	103.4%	100.6%	99.1%	101.9%	100.8%
平安财	96.2%	110.1%	106.6%	98.8%	98.9%
太保财	99.5%	98.1%	97.7%	99.1%	97.0%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

展望未来，全年综合成本率有望优化，实现较好的承保盈利水平。费用率方面，监管持续引导车险报行合一，非车险启动报行合一，有望进一步推动责任险等领域费用率下降；**赔付率方面**，上市险企持续推进风险减量管理，面临大灾时的风险总量有所降低；三是险企新能源家自车的业务逐步实现盈利，随着新能源车险优化定价

系数放开政策落地，新能源商用车的综合成本率有望进一步改善。

五、投资建议

2025年业绩在高基数下全面增长，投资以及税率导致分化，2025年上市险企归母净利润同比增速依次为太平（220.9%）>国寿（44.1%）>新华（38.3%）>财险（25.5%）>太保（19%）>阳光（15.7%）>人保（8.8%）>平安（6.5%），在2024年较高的基数下仍实现了明显增长，其中保险服务业绩稳定增长，而部分公司税率的调整也是业绩增长的原因。从单四季度情况看，受保险公司下半年增加权益配置叠加四季度市场波动，且承保财务损失下降的幅度低于投资收益下降的幅度，导致投资服务业绩明显下降。值得关注的是，代表未来可分配盈余的合同服务边际增速扩大，25年同比增速分别为阳光（+13.3%）>太平（+4.3%）>国寿（+3.5%）>新华（+3.3%）>太保（+3.2%）>平安（-0.8%）。

2025年保险公司响应长期资金入市，总投资收益率明显上行。配置结构，长债明显下降，权益大幅增长且集中于下半年增配。2025年“股票+基金”的比例分别为新华（21.1%）>平安（20.3%）>国寿（16.9%）>太平（16.6%）>阳光（14.8%）>太保（13.8%），同比变动+2.3pct、+8.6pct、+4.7pct、+3.6pct、+1.6pct、+2.2pct，而债券比例明显下降。投资收益率看，NII受利率下行叠加再配置的影响而有所下滑，平安、国寿、太保、新华、太平、阳光的净投资收益率分别变化幅度为-0.1pct、-0.5pct、-0.4pct、-0.4pct、-0.3pct、-0.5pct，平安仅下降0.1个百分点超出市场预期；TII受权益市场上行而明显提升，分别为新华（6.6%）>国寿（6.1%）>财险（5.8%）>太保（5.7%）>阳光（4.8%）>太平（4%）。

银保的“量升”以及报行合一带来的“价涨”推动NBV大幅增长，价值的渠道结构明显变化。（1）2025上市险企NBV增速人保寿（75.7%）>新华（57.4%）>阳光（48.2%）>太保（40.4%）>国寿（35.7%）>平安（29.3%）>友邦（17.1%）>人保健康（13.4%）>太平（+5.3%），整体在高基数的背景下继续增长，其中银保渠道价值贡献明显提升，新华银保价值贡献已过半。（2）FYP中个险渠道受开门红转型以及报行合一短暂影响销售，但银保受益于渠道“1+N”的放开，大险企竞争优势凸显，推动整体新单有所增长。（3）报行合一推动保险公司NBVM明显提升，银保及个险价值率均提升。（4）EV增速为太平（19.8%）>新华（11.4%）>太保（9.1%）>平安（5.7%）>国寿（4.8%）。

财险保费增速收敛，COR均有改善。25年COR为平安财（96.8%）<人保财（97.5%）=太保财（97.5%）<太平财（98.8%）。

投资建议：个股建议关注：中国太保（A/H）、中国人寿（A/H）、中国平安（A/H）、中国太平（H）、新华保险（A/H）、中国人保（A）/中国人民保险集团（H）、中国财险（H）、友邦保险（H）。

六、风险提示

一是经济持续下滑叠加政策超调，长端利率下滑超预期。稳增长政策的实施效果不及预期，权益市场波动较大的同时10年期国债收益率继续降低，影响保险公司投资。

二是居民收入预期悲观，消费意愿下滑，导致保单销售持续下滑，低于市场预期，尤其是储蓄类产品销售低于市场预期。

三是监管政策趋严，包括个险渠道报行合一等，导致代理人规模超预期下滑，影响个险渠道新单保费增速。

广发非银金融行业研究小组

陈　　福：首席分析师，经济学硕士，2017 年进入广发证券研究发展中心。
刘　　淇：联席首席分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
严 漪 澜：资深分析师，中山大学金融学硕士，2022 年进入广发证券发展研究中心。
李 怡 华：高级分析师，上海财经大学财务管理硕士，2023 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。