

2026年3月18日

## 【公司评论】

罗凡环

+852 2532 1962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

行业 非银金融

股价 3.6 港元

港股市值 430 亿港元

已发行股本 115 亿股

52 周高/低 4.5 港元/2.9 港元

每股净现值 5.6 港元

股价表现



**阳光保险 (6963.HK, 未评级): 寿险 NBV 大增 48%, 财险剔除融保险后承保盈利改善, 利润创上市以来新高**

### 阳光保险发布 2025 年全年业绩

- 2025 年归母净利润 63.1 亿元, 同比+15.7%; 其中 2025H2 归母净利润 29.2 亿元, 同比+26.5% (H1 约 33.9 亿元, 同比+7.3%; H2 增速明显加快)。
- 2025 年末归母净资产 582 亿元, 较年初-6.3%; 较年中约 558 亿元+4.2%。
- 2025 年 ROE 10.5%, 同比+1.6pct, 盈利能力改善。
- 2025 年末集团 EV 为 1,208 亿元, 同比+4.3% (其中人寿 EV 960 亿元, 集团 EV 中投资回报差异-114.8 亿元是最大拖累)。
- 2025 年拟每股分红 0.19 元, 同比持平; 分红率约 34.7%。按 2026 年 3 月 16 日收盘价计算股息率约 5.8%。

图表 1: 阳光保险 2025 年全年业绩核心指标

核心指标	2025 年	2024 年	同比	备注
归母净利润 (亿元)	63.1	54.5	+15.7%	创上市以来新高
其中 H2 归母净利润	29.2	23.1	+26.5%	H1 约 33.9 亿
归母净资产 (亿元)	582	621	-6.3%	OCI 债券浮亏拖累
ROE	10.5%	8.9%	+1.6pct	
集团 EV (亿元)	1,208	1,158	+4.3%	
每股份红 (元, 含税)	0.19	0.18	持平	分红率 34.6%

数据来源: 公司资料、第一上海

### 寿险: 银保管道新单保费、NBV 均大增 60%以上

- 2025 年 NBV 76.4 亿元, 同比+48.2%; 其中 2025H2 NBV 36.3 亿元, 同比+49.3% (H1 40.1 亿元, 同比+47.3%, 全年增势均衡)。2025 年银保、个险 NBV 分别同比+64.6%、+18.5%, 银保渠道为绝对增量主引擎 (贡献增量 73%)。
- 2025 年末合同服务边际 (CSM) 余额 576 亿元, 同比+13.3%; CSM 摊销释放 47.1 亿元 (+16.0%), 利润蓄水池持续扩充, CSM/净利润约 9.3x。
- 2025 年新单保费 451 亿元, 同比+47.3%; 其中银保渠道新单保费 341 亿元, 同比+69%; 个险管道新单保费 60.5 亿元, 同比-7.6%。银保/个险渠道新单保费占比分别同比+9.7pct/-8.0pct, 渠道结构更偏银保 (占比 75.6%)。

- 4) 2025 年传统寿险、分红险保费分别同比+33.6%、+25.5%；传统寿险占比高达 76.9%（同比+3.5pct），分红险转型进展仍然迟缓。
- 5) 2025 年代理人活动人均产能（标保）2.2 万元/月；新人活动人均产能（标保）1.8 万元/月。精英队伍月均活动人力保持稳定，人均产能为传统队伍 2 倍以上。25 个月保费继续率从 91.8%提升至 95.5%（+3.7pct）。而企业客群的 B 端客户规模亦持续扩大，同比增长超 30%。

**图表 2：新业务价值（NBV）及关键寿险指针以及产品结构（原保费）**

指标	2025 年	2024 年	同比	备注
<b>NBV (亿元)</b>	<b>76.4</b>	<b>51.5</b>	<b>+48.2%</b>	
其中 H2 NBV	36.3	24.3	+49.3%	H1 40.1 亿, 同比+47.3%
银保管道 NBV	<b>47.2</b>	28.7	<b>+64.6%</b>	贡献 73% 增量
个险管道 NBV	20.8	17.6	+18.5%	增速明显落后
NBV Margin	财报未披露	财报未披露	—	
<b>总保费及管道分拆</b>				
总保费收入 (亿元)	<b>1,026</b>	804	<b>+27.5%</b>	突破千亿
新单保费 (亿元)	451	306	<b>+47.3%</b>	
银保新单	<b>341</b>	201	<b>+69.0%</b>	占新单 75.6%
个险新单	60.5	65.4	<b>-7.6%</b>	逆势下滑
<b>CSM</b>				
CSM 余额 (亿元)	<b>576</b>	509	<b>+13.3%</b>	利润蓄水池
CSM 摊销释放 (亿元)	47.1	40.6	+16.0%	驱动保险服务收入
<b>保费继续率</b>				
13 个月保费继续率	97.1%	96.9%	+0.2pct	
25 个月保费继续率	95.5%	91.8%	<b>+3.7pct</b>	显著改善

险种	2025 年 (亿元)	2024 年 (亿元)	同比	占比 (2025/2024)
传统型寿险	<b>789</b>	591	<b>+33.6%</b>	<b>76.9%/73.4%</b>
分红型寿险	129	102	+25.5%	12.5%/12.7%
健康险	102	104	<b>-2.3%</b>	9.9%/13.0%
意外险及其他	6.3	6.9	<b>-8.7%</b>	0.6%/0.9%
总计	<b>1,026</b>	804	<b>+27.5%</b>	100%

数据源：公司资料、第一上海

#### 产险：产险综合成本率提升，车险占比继续下降

- 1) 2025 年保费收入 479 亿元，同比持平；其中车险/非车险分别同比-3.3%/+4.5%。车险保费占比同比-1.9pct 至 53.9%，非车险占比升至 46.1%（目标 50%）。
- 2) 2025 年承保利润-10.3 亿元，同比由盈转亏，主要系公司决定 2026 年起停止新增

融资类保证险，出于审慎原则一次性大额计提风险准备金 15.1 亿元所致（属非经常性事项）。剔除保证险后承保利润为 4.87 亿元，同比大增+596%。

- 3) 2025 年产险综合成本率 (COR) 102.1%，同比+2.4pct；其中综合费用率同比-0.9pct，综合赔付率同比+3.3pct（均受融保险拖累）。剔除融资保证险业务准备金计提影响后，非保证险 COR 为 98.9%，同比-1.0pct；车险 COR 为 98.2%（同比-0.9pct），承保利润 4.8 亿元，非车险“报行合一”以及科技定价“生命表工程”成效初显。

图表 3：产险关键指标

指标	2025 年	2024 年	同比	备注
原保费收入 (亿元)	478.9	478.2	+0.1%	
车险	258.3	267.1	-3.3%	占比 53.9%，同比-1.9pct
非车险	220.6	211.1	+4.5%	占比 46.1%，同比+1.9pct
承保损益				
承保利润 (亿元)	-10.3	+1.2	由盈转亏	保证险一次性计提-15.1 亿
承保利润 (剔除保证险)	+4.87	+0.7	+596%	实质大幅改善
综合成本率 (COR)				
整体 COR	102.1%	99.7%	+2.4pct	保证险一次性拖累
非保证险 COR	98.9%	99.9%	-1.0pct	实质改善
综合赔付率	71.7%	68.4%	+3.3pct	
综合费用率	30.4%	31.3%	-0.9pct	费控成效
主要险种 COR				
车险	258.3 亿元	98.2%	-0.9pct	承保利润+4.8 亿
意外伤害/短期健康险	77.9 亿元	95.6%	表现最优	承保利润+2.9 亿
保证险 (一次性)	42.4 亿元	129.0%	大幅恶化	停止新增，不具持续性
责任险	35.4 亿元	104.8%	+	承保亏损-1.7 亿
货物运输险	27.0 亿元	104.8%	+	承保亏损-1.3 亿

数据源：公司官网、第一上海

### 投资：增配核心权益，减配债券，总投资收益率回升但净收益率续创新低

- 1) 截至 2025 年末集团投资资产规模 6,402 亿元，较年初+16.7%。债券/股票/权益基金类资产占比分别为 52.2%/13.7%/1.2%，分别同比-5.5pct/+1.4pct/+0.2pct（债券占比下降主因利率上行致存量估值压缩，非主动减仓）。权益类合计 21.4%。
- 2) 2025 年净投资收益 198 亿元，同比+3.3%；总投资收益 252 亿元，同比+27.1%（已实现收益+公允价值变动共 72.9 亿元，同比+47.6 亿元，高度依赖市场表现）。净/总/综合投资收益率分别为 3.7%/4.8%/6.1%，同比分别 -0.5pct/+0.5pct/-0.4pct。净投资收益率 3.7%续创新低，利率下行趋势下固收再投资压力 2026-2028 年将逐步显现。

图表 4：投资收益及资产配置

指标	2025 年	2024 年	同比	备注
<b>投资规模</b>				
总投资资产 (亿元)	6,402	5,486	+16.7%	
<b>投资收益</b>				
净投资收益 (亿元)	198.3	191.9	+3.3%	
净投资收益率	3.7%	4.2%	-0.5pct	续创新低，底仓利率下行
总投资收益 (亿元)	252.3	198.5	+27.1%	
总投资收益率	4.8%	4.3%	+0.5pct	依赖浮盈及变现
综合投资收益 (亿元)	324.4	297.8	+8.9%	
综合投资收益率	6.1%	6.5%	-0.4pct	含 OCI 变动
已实现收益 (亿元)	36.1	20.2	+78.8%	变现节奏驱动
公允价值变动 (亿元)	34.8	21.1	+65.0%	A 股弹性驱动
投资减值损失 (亿元)	-16.8	-34.6	-51.3%	
<b>资产配置 (占总投资资产)</b>				
固定收益类合计	72.1%	74.1%	-2.0pct	
债券	52.2%	57.7%	-5.5pct	利率上行致估值承压
固收类理财/信托	13.0%	11.2%	+1.8pct	
定期存款	3.4%	1.8%	+1.6pct	大幅增配
权益类合计	21.4%	20.0%	+1.4pct	行业最高之一，双刃剑
股票	13.7%	12.3%	+1.4pct	以高分红价值股为主
权益型基金	1.2%	1.0%	+0.2pct	
投资性房地产	1.4%	1.8%	-0.4pct	持续压降方向正确
FVTPL 资产占比	27.9%	25.1%	+2.8pct	加大利润表波动性

数据源：公司资料、第一上海

### 偿付能力：人寿核心充足率降至 110%，资本压力值得关注

- 2025 年末人寿综合偿付能力充足率 170% (同比-36pct)，核心充足率 110% (同比-27pct)，已接近预警区间。下降主因：业务快速扩张致最低资本+11.8%，迭加权益资产波动及利率上行压缩实际资本。公司已于 2025 年发行 5 亿元其他权益工具补充资本，但体量有限。
- 财险综合偿付能力充足率 237% (+4pct)，核心充足率 172% (+7pct)，偿付能力充足稳健。

图表 5：核心偿付能力资料

主体	核心资本 (亿元)	实际资本 (亿元)	核心充足率	综合充足率	同比 (核心综合)
集团	851	1,228	136%	196%	-22pct / -31pct
阳光人寿	587	907	110%	170%	-27pct / -36pct
阳光财险	150	207	172%	237%	+7pct / +4pct

数据源：公司资料、第一上海

## 核心结论

公司 2025 年呈现“寿险高价值增长+投资端修复驱动利润释放”的结构性特征：寿险 NBV 同比+48.2%至 76.4 亿元、CSM 同比+13.3%至 576 亿元，银保渠道在“报行合一”下 NBV 大增+64.6%，推动量价齐升并夯实中期利润基础，但个险新单同比-7.6%、银保占新单达 75.6%，渠道结构失衡成为核心隐忧。产险剔除一次性融资保证险风险计提（-15.1 亿元）后 COR 降至 98.9%、承保利润同比大增+596%，车险 COR 达 98.2%为近年最优；但责任险、货运险仍亏损，盈利持续性仍需 1-2 年观察。

投资端总投资收益率回升至 4.8%，但主要依赖公允价值变动及已实现收益。净投资收益率降至 3.7%，反映利率下行下再投资压力持续。同时 21.4%的高权益仓位放大了利润波动。整体而言，NBV 与 CSM 高增提供修复基础、5.8%股息颇具防御性，但民营险企治理折价、资本约束及投资波动仍制约估值处于约 0.40x P/EV 历史底部区间。

## 披露事项与免责声明

### 披露事项

--	--	--

### 免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2026 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利



#### 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

网址: <http://www.myStockhk.com>