



行业研究 | 深度报告 | 保险 II

险资配置的变与不变

——保险基本面梳理 120

报告要点

从中央金融工作会议到近期的“十五五规划纲要”，均体现出了监管对于稳定资本市场、支持中长期资金入市决心。当前趋势下保险增配权益资产的制度障碍将逐渐瓦解，险资继续增配权益资产只是时间问题。

分析师及联系人



吴一凡

SAC: S0490519080007

SFC: BUV596



谢宇尘

SAC: S0490521020001

险资配置的变与不变

——保险基本面梳理 120

底层配置逻辑未曾改变

险资首先追求资产负债的匹配。保险的商业模式是销售保单获取保费，通过投资满足未来赔付、费用以及赚取利润的需求。因此资产配置上需要契合保费带来的特性和要求，尤其是在期限、成本收益和现金流三个方面：行业整体负债久期较长，增配长久期资产应对利率下行风险；需要确保在不利情境下，仍然有能力履行支付义务；此外还要充分考虑存量及未来的负债成本，以赚取利润。另外，监管指标以及考核机制对于险资配置也有较强的引导和约束作用。

而负债特性、外部约束正在发生积极变化

负债端呈现需求旺盛、结构改善、成本降低的趋势。从上市公司一季报以及行业整体的保费、资金增速来看，保险需求旺盛，结合当前市场竞品收益率、风险偏好以及政策导向，预期需求趋势仍将继续。第二，分红险逐渐成为新单保费的主要来源，而其监管披露要求和会计特点使得对应账户追求更高的收益率，且可以接受更大的资产价格波动。第三，随着“报行合一”、预定利率动态调节机制的建立、以及保险公司对费用的管控，主要上市险企新单负债成本下降至1.5%-2.4%左右，且有望持续改善。

政策持续推出，外部约束有望宽松。我们可以期待政策的继续放松，例如此前风险因子的调降、险资私募的试点推广等。从中央金融工作会议到近期的“十五五规划纲要”，均体现出了监管对于稳定资本市场、支持中长期资金入市决心。当前趋势下保险增配权益资产的制度障碍将逐渐瓦解，险资继续增配权益资产只是时间问题。

资产配置相应做出调整

行业层面来看，继续增配权益资产。其中，财险方面 2026 年一季度末股票、基金配置比例分别为 9.5%、8.1%，较 2025 年年底分别增加 0.1pct、0.3pct；而占据保险资金规模最主要成分的人身险方面，股票配置比例基本持平，敞口为 10.1%，基金、长期股权投资分别增配 0.1pct、0.2pct 至 5.2%和 5.1%，存款环比减配 0.1pct 至 7.5%。

价值打底，边际增配科技成长。随着分红险的热销，预计边际上将增加对于科技、成长等交易性配置机会的关注。当然，由于存量负债仍然以传统为主，因此重心可能仍然在适合长期持有的价值股、高性价比周期方向。

静态来看还有多少增配空间？

头部公司仍可小幅增配权益资产。偿付能力通过两条路径影响权益类资产配置比例，其一是上述的净资产路径，即软约束；其二是不同偿付能力对应不同的权益资产配置比例上限，即硬约束。以 2026 年一季度偿付能力为准，从“老七家”中的上市险企来看，太保寿险、中国人寿仍然还具备 4pct 以上加仓空间，其余公司增配空间相对较小。

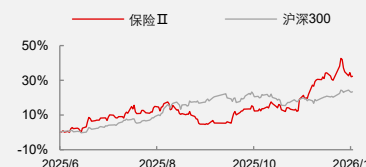
风险提示

- 1、相关政策出现较大调整；
- 2、资本市场大幅波动；
- 3、测算结论基于大量假设；
- 4、行业竞争加剧。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
601336	新华保险	买入
601628	中国人寿	买入
601318	中国平安	买入
601319	中国人保	买入

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《偿付维持健康，环比增配权益——保险基本面梳理 119》2026-05-28
- 《险资在买什么股票？——保险基本面梳理 118》2026-05-17
- 《存款搬去哪了？——保险基本面梳理 117》2026-05-14



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

保险资金配置逻辑是否变化？	6
回顾：险资配置逻辑	6
负债：需求旺盛、结构改善、成本降低	6
外部约束：政策利好增配权益	13
险资在买什么？	17
行业：连续 11 个季度高增，增配权益资产	17
重仓股：环比增配消费	17
基金：年报增配科技成长、周期类	21
拓展：是否还有增配权益的空间？	25
风险提示	28

图表目录

图 1：保险资金配置需要满足内在需求和外部约束	6
图 2：2026 年一季度主要上市险企新单保费增速	7
图 3：季度新增非银行金融机构存款，2026Q1 较 2025Q1 同比增幅明显（万亿元）	7
图 4：理财存续产品（万只）及规模（万亿元），2026Q1 存续规模较 2025 年末有所回落	8
图 5：2026 年一季度，保险资金规模保持高速增长	9
图 6：定存与“类固收”产品增速基本反向	10
图 7：定存与保险增速反向关系更为明显	10
图 8：定存与债券基金增速对比	10
图 9：定存与理财增速对比	10
图 10：分红险产品核心特点对比示意图	11
图 11：保险公司需要在官网披露分红险的红利实现率	11
图 12：以 2025 年为例，分红账户倾向于配置更高比例的 FVTPL 资产	12
图 13：测算新单负债成本下行	13
图 14：以核心偿付能力充足率为例，净资产是计算分子时最重要的核心	16
图 15：传统账户 2026 年一季度重仓股前十大行业分布（剔除银行）	18
图 16：分红账户 2026 年一季度重仓股前十大行业分布（剔除银行）	18
图 17：2026 年一季度，行业权重环比增配的前十大行业	19
图 18：2026 年一季度，行业权重环比减配的前十大行业	19
图 19：2026 年一季度，整体重仓股行业股息率前十	20
图 20：传统账户 2026 年一季度重仓股行业股息率前十	20
图 21：分红账户 2026 年一季度重仓股行业股息率前十	20
图 22：保险分账户重仓股加权平均股息率情况	20
图 23：主要上市险企基金仓位在 2025 年底均有所上升	21
图 24：2025 年基金中报保险持仓上市基金情况及分类（份额）	22
图 25：2025 年基金年报保险持仓上市基金情况及分类（份额）	22
图 26：2025 年基金中报保险持仓上市基金情况及分类（市值）	23

图 27：2025 年基金年报保险持仓上市基金情况及分类（市值）	24
图 28：寿险公司 2026 年 Q1 偿付能力分布（单位：%、亿元）	25
图 29：财险公司 2026 年 Q1 偿付能力分布（单位：%、亿元）	25
图 30：头部寿险公司 2026 年一季度核心偿付能力充足率健康	26
图 31：2026Q1 头部财险公司偿付能力更为充足	26
图 32：以核心偿付能力充足率为例，净资产是计算分子时最重要的核心	26
表 1：2026 年各类基金份额变动（亿份）	8
表 2：2026 年各类基金净值变动（亿元）	8
表 3：分红险可以吸收金融资产带来的投资波动	12
表 4：偿付能力影响险企日常经营	14
表 5：政策持续鼓励中长期资金入市	15
表 6：保险重仓股行业权重分布	17
表 7：持仓上市基金 2025 年底环比 2025 年中报份额占比变化（单位：pct）	23
表 8：持仓上市基金 2025 年底环比 2025 年中报份额变化	23
表 9：持仓上市基金 2025 年底环比 2025 年中报市值占比变化（单位：pct）	24
表 10：持仓上市基金 2025 年底环比 2025 年中报市值变化	24
表 11：2026 年一季度保险行业偿付能力情况	25
表 12：基于 2026 年一季度数据，不考虑任何调整和政策变化，主要寿险公司增配权益空间测算	27
表 13：保险公司资本工具期限及监管要求	27

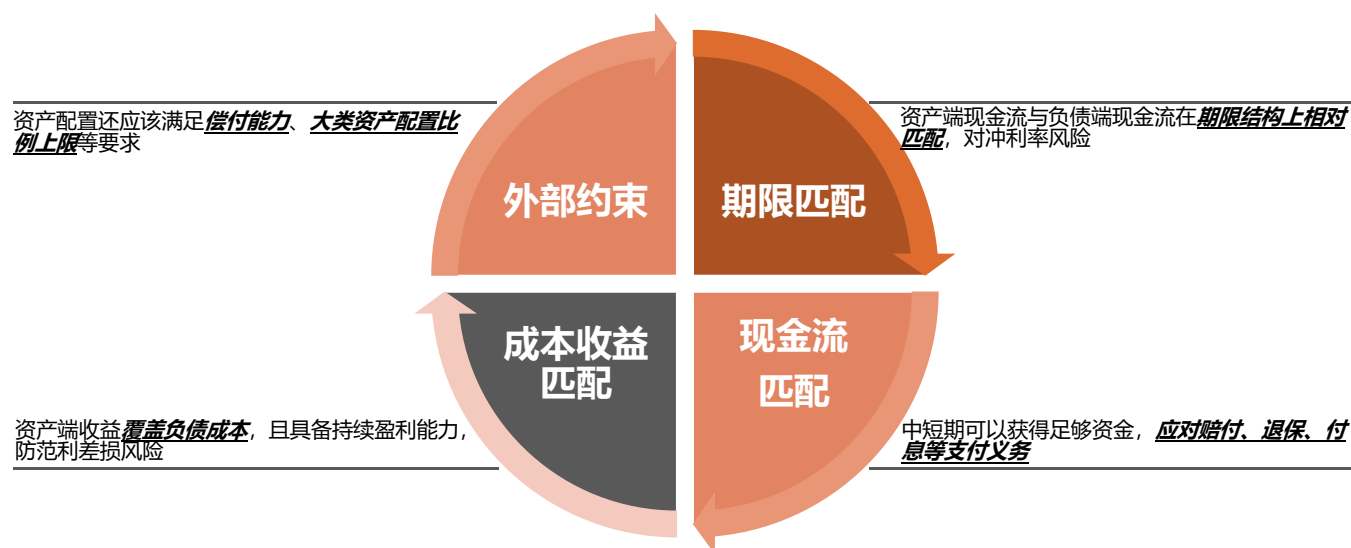
保险资金配置逻辑是否变化？

回顾：险资配置逻辑

保险商业模式决定了险资的配置目标。保险资金的主要来源是各项准备金，即通过保费收入所形成的负债。保险行业的经营模式是销售保单获得保费，随后将保费投入资本市场，通过投资满足未来赔付、费用以及赚取利润的需求。因此，保险资金在资产配置上需要契合负债端的特性和要求。这导致了保险资金在进行投资时，与其他机构在方法和优先级上的不同，首先追求资产负债的匹配，而非某个节点投资收益率的最大化。

保险资金资产负债匹配的要求主要是期限匹配、成本收益匹配和现金流匹配。寿险产品动辄十年、二十年的超长期限导致保险资金整体的负债久期偏长，利率下行趋势下为降低利率风险需增配长久期资产。另外，保险资金面临不确定的赔付、费用等支出项，需要确保在保费收入下降、退保率上升、赔付超预期等不利情境下，仍然能筹集足额的资金履行支付义务。在考虑现金流稳健性的前提下，投资端还要充分考虑存量及未来的负债成本。另外，监管要求以及考核机制对于险资配置也有较强的引导和约束作用。

图 1：保险资金配置需要满足内在需求和外部约束



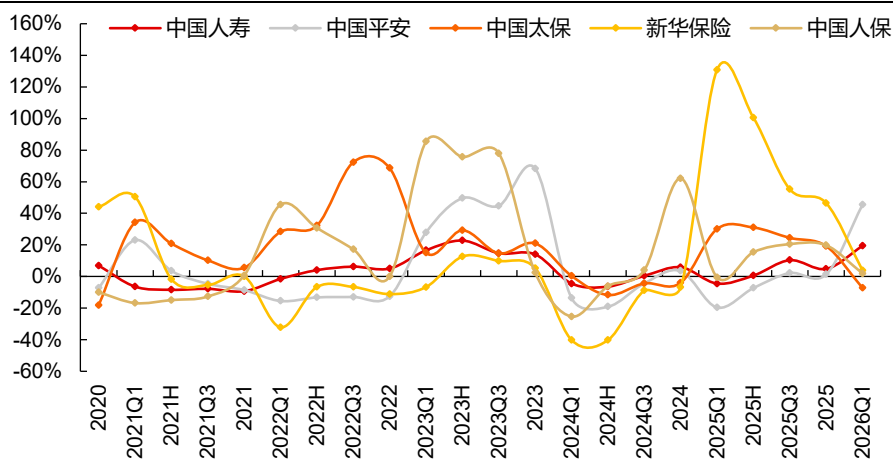
资料来源：金管总局，长江证券研究所

负债：需求旺盛、结构改善、成本降低

保险需求旺盛

上市险企新单增速表现良好。截至 2026 年一季度，主要上市险企新单保费增速良好，国寿、平安、太保、新华新单保费同比分别为 19.5%、45.5%、-7.2%和 3.9%。其中，太保由于渠道策略原因，新单保费增速为负，但整体来看上市险企新单保费增长强劲，尤其银保渠道表现强劲，呈现出一定的“存款搬家”趋势。

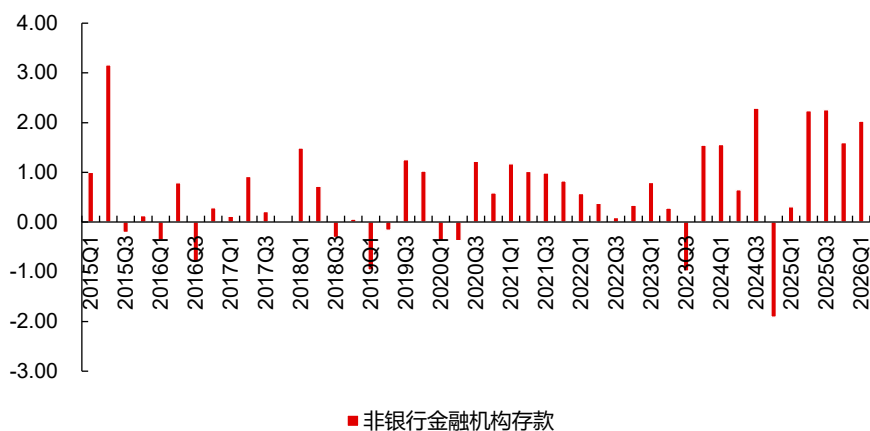
图 2：2026 年一季度主要上市险企新单保费增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

央行公布的数据显示，一季度人民币存款增加 13.73 万亿元。其中，住户存款增加 7.68 万亿元，非金融企业存款增加 2.68 万亿元，财政性存款增加 0.46 万亿元，非银行业金融机构存款增加 2.03 万亿元。2026 年一季度非银存款新增约 2.03 万亿元（2025Q1 新增 0.31 万亿元），处在近年来的高位，居民资金显示向非银体系转移的趋势。

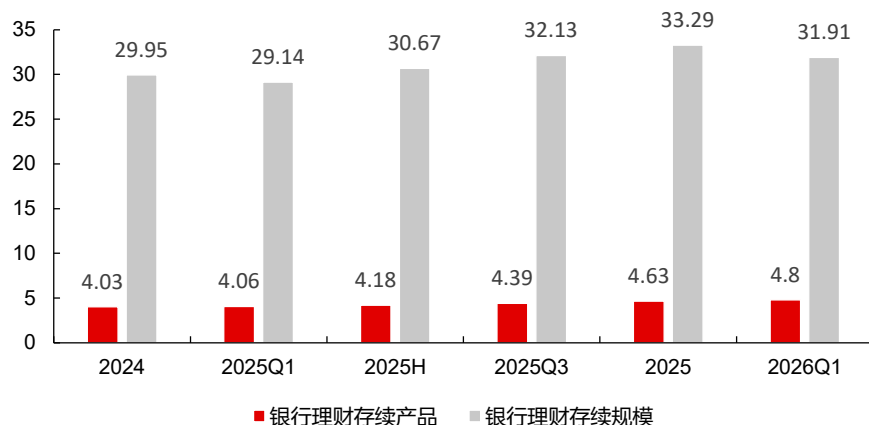
图 3：季度新增非银行金融机构存款，2026Q1 较 2025Q1 同比增幅明显（万亿元）



资料来源：人民银行，长江证券研究所

银行理财规模较 25 年末有所回落，产品数量小幅扩容。2026Q1 末全国银行理财存续产品 4.80 万只，同比+18.23%，环比 2025 年末扩容 0.17 万只；存续规模 31.91 万亿元，同比+9.51%，环比 2025 年末的 33.29 万亿元，存续规模缩水 1.38 万亿。

图 4：理财存续产品（万只）及规模（万亿元），2026Q1 存续规模较 2025 年末有所回落



资料来源：银行业理财登记托管中心，长江证券研究所

公募基金一季度末净值较 25 年末小幅回落，份额小幅增长。权益类（股票基金）份额及净值明显收缩，固收类与配置型产品（货币基金、混合基金、FOF 等）则保持增长。2026Q1 末公募基金资产净值合计 37.53 万亿元，较 2025 年末小幅缩水约 0.18 万亿元，整体规模基本持平；总份额 32.72 万亿份，较 2025 年末的 32.03 万亿份实现小幅增长。从各类型基金表现来看，股票基金份额及规模均有所回落，份额较 2025 年末微降，净值则从 6.05 万亿元收缩至 5.11 万亿元，主要受市场波动影响；混合基金份额与净值较 2025 年末均实现小幅增长；债券基金一季度末份额与净值较去年末仍略有回落，但已连续两个月实现环比双增长，呈现回暖态势；货币市场基金保持稳健扩张，份额与净值较 2025 年末分别增加约 0.55 万亿份和 0.55 万亿元；基金中基金（FOF）及其他基金均同样实现份额和净值双增长，整体规模稳步提升。

表 1：2026 年各类基金份额变动（亿份）

基金类别	2025 年 12 月	2026 年 1 月	2026 年 2 月	2026 年 3 月
股票基金	39,527.06	39,194.86	39,209.08	39,349.05
债券基金	91,493.63	87,346.34	88,716.43	90,423.72
货币市场基金	150,331.15	152,709.33	158,502.37	155,827.43
混合基金	25,527.43	26,006.27	26,370.30	26,267.97
基金中基金 (FOF)	2,238.90	2,522.76	2,851.24	3,027.47
其他基金	11,182.34	11,286.37	12,036.78	12,323.36
其中：QDII 基金	8,245.94	8,459.72	9,131.90	9,345.95
全部合计	320,300.51	319,065.93	327,686.20	327,219.00

资料来源：证监会，长江证券研究所

表 2：2026 年各类基金净值变动（亿元）

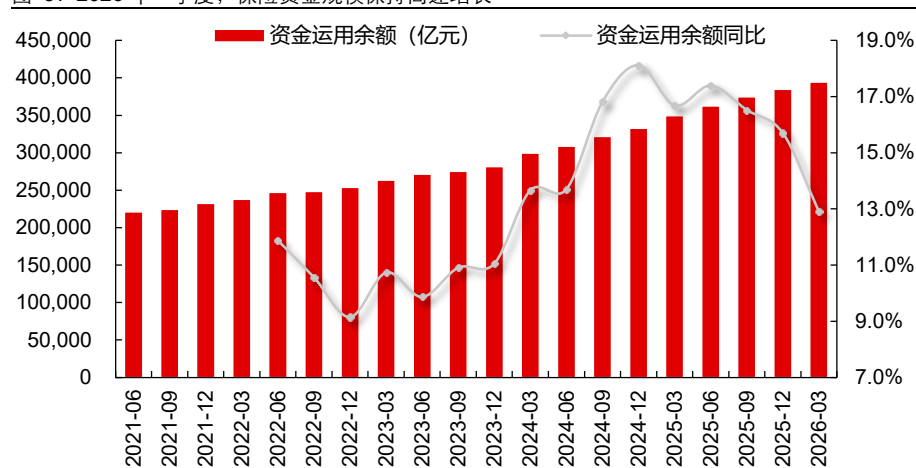
基金类别	2025 年 12 月	2026 年 1 月	2026 年 2 月	2026 年 3 月
股票基金	60,525.58	57,087.41	56,297.06	51,128.57
债券基金	109,361.39	105,309.34	107,476.68	108,865.49

货币市场基金	150,339.66	152,718.71	158,513.82	155,839.02
混合基金	36,754.12	40,056.40	40,989.81	37,710.71
基金中基金 (FOF)	2,443.93	2,811.78	3,157.14	3,248.06
其他基金	17,712.30	19,670.52	19,617.42	18,530.46
其中: QDII 基金	9,815.59	10,265.45	10,305.63	9,702.62
全部合计	377,136.98	377,654.16	386,051.94	375,322.31

资料来源: 证监会, 长江证券研究所

保险产品存在相对存款的利率优势, 叠加银保渠道发力, 成为主要资金吸纳方向。金管总局数据显示, 截至 2026 年一季度末, 保险资金运用余额达 39.4 万亿元, 不考虑口径调整的同比增速为 12.9%, 已经连续 11 个季度维持 10% 以上的高速增长。

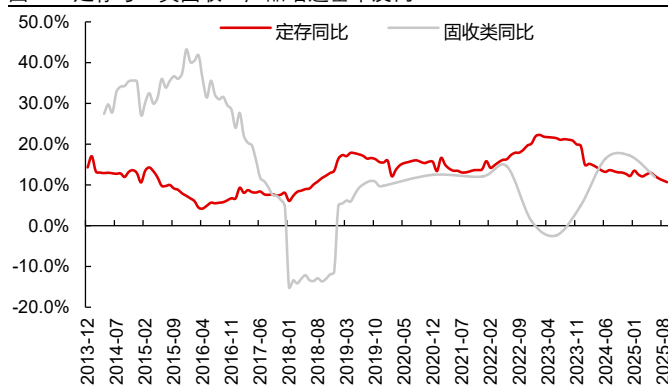
图 5: 2026 年一季度, 保险资金规模保持高速增长



资料来源: 金管总局, 长江证券研究所

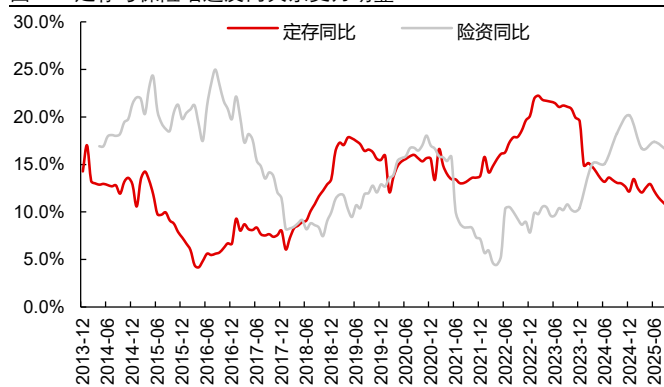
居民存款配置本质是风险偏好的变动以及基于收益率的比价效应。2022 年以来利率下行过程中, 居民定存增速呈现放缓态势, 而保险等固收类产品增速持续。我们认为在这种“跷跷板效应”的背后, 核心原因是居民在资产配置时基于收益率进行比价, 结合风险偏好做出了调整。

图 6：定存与“类固收”产品增速基本反向



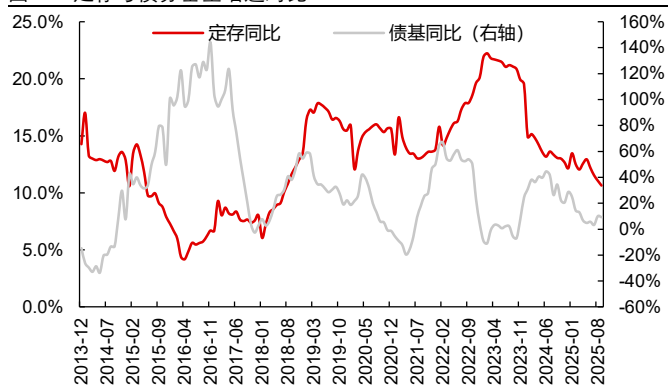
资料来源：Wind，长江证券研究所（类固收指理财+保险+债基）

图 7：定存与保险增速反向关系更为明显



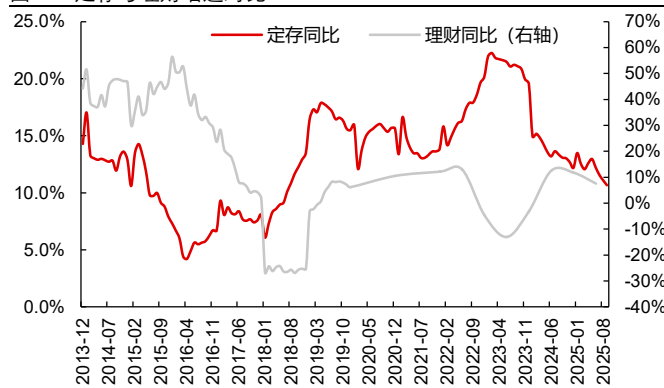
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：定存与债券基金增速对比



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：定存与理财增速对比



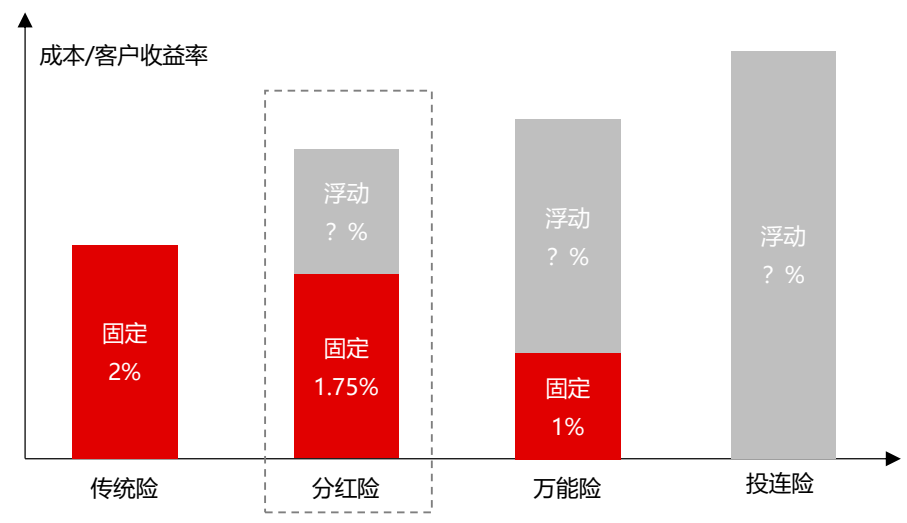
资料来源：Wind，长江证券研究所

收益率和刚兑优势下，保险行业需求将维持较高水平。一方面，当前保险是唯一具备刚兑优势的金融产品，且预定利率高于三年期、五年期定期存款；另一方面，目前热销的分红产品除了保证部分外，还有额外的红利部分，可以提供更高的收益率。结合长钱入市的政策号召，预期 2026 年保费需求仍然维持较高水平。

结构优化，分红险占比提升

分红险逐渐成为新单保费的主要来源。2026 年一季度，中国人寿披露分红险在首年期交保费中的占比已经超过 90%。简单来看，分红险可以视作一款将保单利润分出 70% 给客户，且固定成本更低的传统产品。对于客户而言，保险公司的投资收益表现将直接关系到持有保单期间的收益。

图 10：分红险产品核心特点对比示意图



资料来源：金管总局，长江证券研究所（柱状图高低仅用于示意）

相对于传统险，分红账户追求更高的收益率。2022 年 12 月，原银保监会发布《关于印发一年期以上人身保险产品信息披露规则的通知》，其中要求保险公司在每年分红方案宣告后 15 个工作日内，在公司官方网站上披露该分红期间下各分红型保险产品的红利实现率。其中，红利实现率为实际派发的红利和利益演示的红利的比值，相当于保险公司需要**公开披露分红产品的实际收益率情况**，因此保险公司有动力和意愿追求相对更高的收益率。同时由于更低的保证成本，可以追求更为激进的资产配置方向。

图 11：保险公司需要在官网披露分红险的红利实现率



分红险可以接受更大的资产价格波动。2026 年，行业整体切换至新保险合同准则以及新金融工具准则。分红险在会计处理上使用浮动收费法，允许在一定程度上吸收交易性

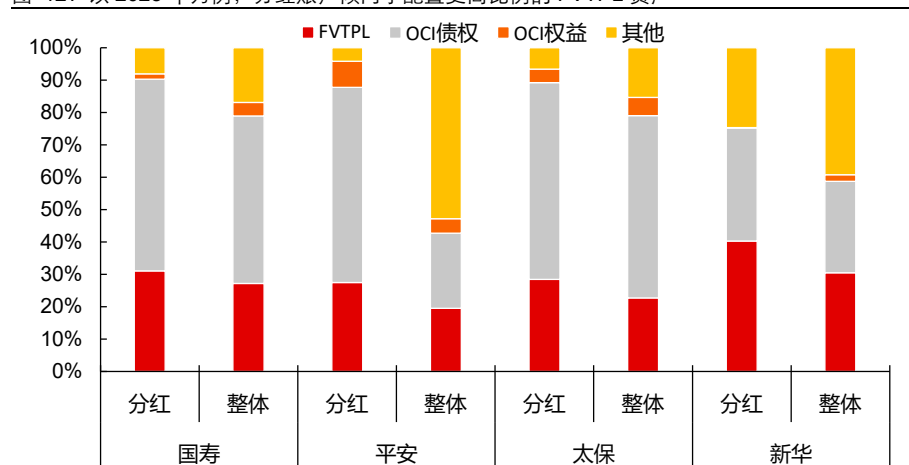
金融资产的价格波动对利润的影响（以 CSM 为限）。结合追求更高收益率的特点，分红账户可以配置更高比例的 FVTPL 资产，因此一方面，对于固收类资产，虽然依然追求久期匹配，但对缺口的容忍度较传统险更高；权益资产中，分类至 FVOCI 的必要性有所降低。

表 3：分红险可以吸收金融资产带来的投资波动

项目	旧准则	新准则-传统险	新准则-分红险
保险成分及费用经验偏差（例如死亡给付、维持费用等）		直接反映在当期损益	直接反映在当期损益
投资成分经验偏差（例如退保给付，满期给付等）		影响较小 （被 CSM 吸收后在当期摊销）	影响较小 （被 CSM 吸收后在当期摊销）
运营假设变动（例如死亡率、退保率、费用假设等）	所有偏差及变动均直接反映在当期损益	对损益无影响（计入 OCI）	
折现率假设变动			
投资波动		直接反映在当期损益	

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 12：以 2025 年为例，分红账户倾向于配置更高比例的 FVTPL 资产

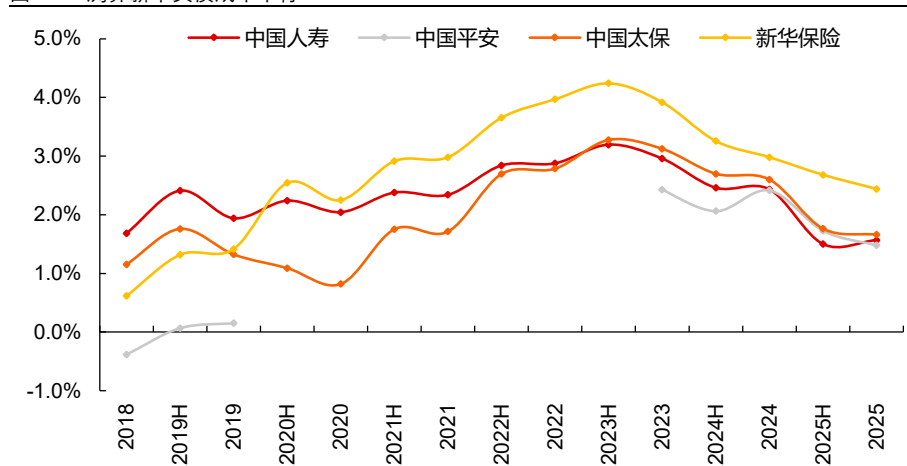


资料来源：公司公告，长江证券研究所

新单成本持续改善

上市险企可以使用价值敏感性数据测算负债成本。由于有效业务价值代表存量保单利润的贴现值，因此可以按照与利润表类似的办法，计算负债成本：即测算当投资收益率下降至多少时，新业务价值（新单）或有效业务价值（存量）将下降至 0。上市人身险公司通常会公布价值的敏感性数据，在每一项敏感性测试中，只有相关假设会发生变化，其他假设保持不变。测算国寿、平安、太保、新华 2025 年新单负债成本在 1.5%-2.4% 左右范围，相较此前几年有明显下降。

图 13：测算新单负债成本下行



资料来源：公司公告，长江证券研究所

定价利率动态调节机制利好负债成本下行。金融监管总局 2024 年 8 月 2 日向行业下发了《关于健全人身保险产品定价机制的通知》，明确建立预定利率与市场利率动态挂钩机制：要求参考 5 年期以上贷款市场报价利率(LPR)、5 年定期存款基准利率、10 年期国债到期收益率等长期利率，确定预定利率基准值，由保险业协会发布。挂钩及动态调整机制应当报金融监管总局，达到触发条件后，各公司按照市场化原则，及时调整产品定价。行业预定利率的调整将更加灵活和迅速，面对利率下行环境将具备更强的应对能力，因此预期未来新单负债成本存在持续优化空间。

持续强化费用管控，持续优化负债成本。2023 年以来，监管不断强化“报行合一”的要求。尤其是国十条明确要求加强产品费差监管，降低负债成本，从顶层设计的层面确立对费用的管控并非“运动式”的短期行为。在严控费用的趋势下，此前行业部分“费差损”式的恶性竞争难以持续，一方面保险产品的竞争回归到产品与服务的本质，利好头部险企集中度提升；另一方面全行业负债成本有望继续改善。

外部约束：政策利好增配权益

偿付能力监管第二代体系是当前保险行业监管的核心支柱，对险资投资方向具有强引导作用。偿二代二期工程采取类似于银行巴塞尔协议的资本金监管方式，计算实际资本与最低资本的比值，设定监管红线。偿付能力水平关系到保险公司方方面面的经营活动，低于一定水平后甚至可能进入接管流程，因此维持偿付能力处于健康区间对保险公司而言尤其重要。计算分子时，净资产是实际资本的核心，资产的波动性是需要考虑的重要因素；而计算最低资本时，需要考虑投资资产类型的风险进行资本折算，风险越高的资产所需最低资本越高。因此偿付能力对保险公司的投资行为有强引导作用。

表 4：偿付能力影响险企日常经营

业务	具体业务	相关法规	日期	综合要求	核心要求
负债端	互联网人身保险业务	《中国银保监会办公厅关于进一步规范保险机构互联网人身保险业务有关事项的通知》	2021/10/12	120%	75%
负债端	城乡居民大病保险业务	《保险公司城乡居民大病保险业务管理办法》	2021/5/21	150%	-
负债端	农业保险业务	《中国银保监会办公厅关于进一步明确农业保险业务经营条件的通知》	2020/6/12	180%	-
负债端	融资性信保业务	《信用保险和保证保险业务监管办法》	2020/5/19	150%	75%
负债端	内保外贷业务	《中国保监会国家外汇管理局关于规范保险机构开展内保外贷业务有关事项的通知》	2018/2/12	150%	75%
负债端	财险特殊风险保险业务	《保险公司业务范围分级管理办法》	2013/5/8	150%	-
负债端	财险投资型保险业务			150%	-
负债端	投资连结型保险业务			150%	-
资产端	权益类资产配置	《中国银保监会办公厅关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》	2020/7/17	100%	-
资产端	非金融债券配置	《关于调整保险资金投资债券信用评级要求等有关事项的通知》	2021/11/19	120%	-
资产端	公募 REITs 配置	《关于保险资金投资公开募集基础设施证券投资基金有关事项的通知》	2021/11/17	120%	-
资产端	银行资本补充债券	《中国银保监会关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》	2020/5/27	120%	-
资产端	创业投资基金	《中国保监会关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》	2014/12/15	120%	-
经营	发起设立保险资管公司	《保险资产管理公司管理规定》	2022/8/5	150%	-
经营	组建保险集团公司	《保险集团公司监督管理办法》	2021/11/30	150%	75%
经营	申请筹建省级分公司	《保险公司分支机构市场准入管理办法》	2021/9/2	150%	75%
经营	日常经营	《保险公司偿付能力管理规定》	2021/1/15	100%	50%
经营	发起设立或者收购保险公司的业务	《保险公司股权管理办法》	2019/7/3	150%	75%

资料来源：金管总局，长江证券研究所

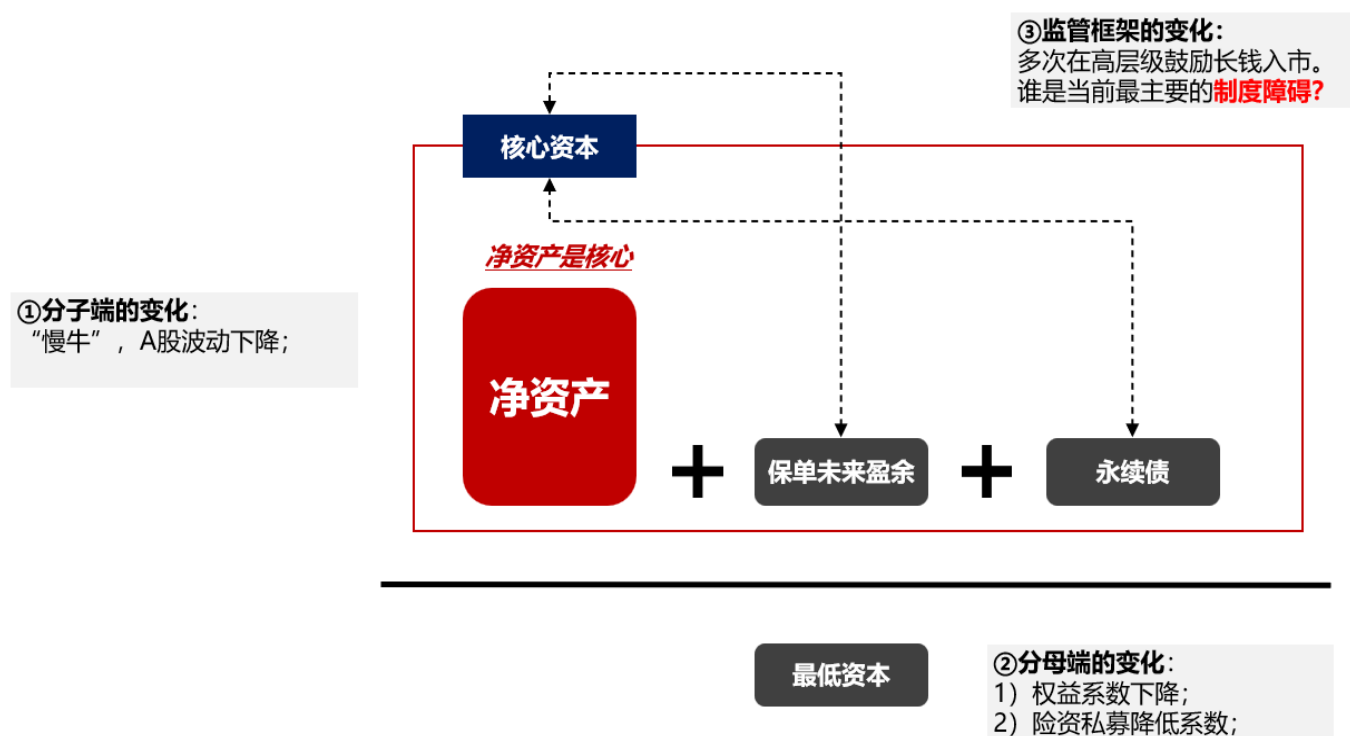
监管政策持续表态，鼓励保险资金入市。2024 年 9 月 11 日，国务院发布《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》。文件要求完善关键人员激励约束机制，加强长周期考核，优化偿付能力和准备金监管政策。引导优化资产配置结构，提升跨市场跨周期投资管理能力，发挥保险资金长期投资优势。随后，政策陆续推出，从考核、机制、监管政策、资本市场等多个角度，提升保险入市的能力和意愿。

表 5：政策持续鼓励中长期资金入市

时间	文件	要求
2024-9-26	关于推动中长期资金入市的指导意见	建设培育鼓励长期投资的资本市场生态、完善适配长期投资的资本市场基础制度、着力完善各类中长期资金入市配套政策制度、培育壮大保险资金等耐心资本
2024-12-8	关于金融支持中国式养老事业 服务银发经济高质量发展的指导意见	推进商业保险年金产品创新，加强养老金融产品设计和投资管理，提升金融服务适老化水平。鼓励养老资管产品配置股权、股票、债券等资产，提高权益类资产配置比重，提升业绩收益水平
2025-1-22	关于推动中长期资金入市工作的实施方案	现有基础上， 引导大型国有保险公司增加 A 股（含权益类基金）投资规模 and 实际比例 ；优化全国社会保障基金、基本养老保险基金投资管理机制；提高企（职）业年金基金市场化投资运作水平；提高权益类基金的规模和占比；优化资本市场投资生态
2025-3-12	政府工作报告	深化资本市场投融资综合改革，大力推动中长期资金入市，加强战略性力量储备和 稳市机制 建设
2025-3-16	提振消费专项行动方案	拓宽居民财产性收入渠道。多措并举稳住股市，加强战略性力量储备和稳市机制建设，加快打通商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金等中长期资金入市堵点，强化央企国企控股上市公司市值管理，依法严厉打击资本市场财务造假和上市公司股东违规减持等行为
2025-6-24	关于金融支持提振和扩大消费的指导意见	健全投资和融资相协调的资本市场功能， 推动中长期资金入市 ，促进资本市场稳定发展。引导社会资本加大对服务消费重点领域投资，通过“长期资本”“耐心资本”满足长周期消费产业融资需求。加快推进商业保险年金产品创新等。
2025-7-2	关于引导保险资金长期稳健投资 进一步加强国有商业保险长周期考核的通知	“净资产收益率”由“3 年周期指标+当年度指标”相结合的考核方式调整为“当年度指标+3 年周期指标+5 年周期指标”相结合的考核方式；“（国有）资本保值增值率”由“当年度指标”调整为“当年度指标+3 年周期指标+5 年周期指标”相结合的考核方式；
2026-3-13	第十五个五年规划纲要	壮大耐心资本，完善支持中长期资金入市政策体系

资料来源：中国政府网，中国人民银行，证监会，金管总局，长江证券研究所

图 14：以核心偿付能力充足率为例，净资产是计算分子时最重要的核心



资料来源：金管总局，长江证券研究所

险资在买什么？

行业：连续 11 个季度高增，增配权益资产

一季度保险规模继续高速增长。从一季报情况来看，国寿、平安、太保、新华投资资产规模同比分别增长 10.8%、11%、11.2%和 6.5%，保持高速增长。行业层面，截至 2026 年一季度末，保险资金运用余额达 39.4 万亿元，不考虑口径调整的同比增速为 12.9%，已经连续 11 个季度维持 10%以上的高速增长。分项来看，财险规模 2.5 万亿，同比增长 8.8%；人身险 35.6 万亿，是保险资金最主要的组成部分，同比增长 13.3%。

行业层面来看，增配股票、基金、长期股权投资。其中，财险方面 2026 年一季度末股票、基金配置比例分别为 9.5%、8.1%，较 2025 年年底分别增加 0.1pct、0.3pct；而占据保险资金规模最主要成分的人身险方面，股票配置比例基本持平，敞口为 10.1%，基金、长期股权投资分别增配 0.1pct、0.2pct 至 5.3%和 8.0%，存款环比减配 0.1pct 至 7.5%。

重仓股：环比增配消费

重仓银行、公用、交运等行业。保险资金未披露详细股票持仓情况，我们透过上市公司前十大股东情况一窥保险资金重仓行业偏好。从结构上来看，截至 2026 年一季度，银行是第一大行业，占重仓股权重约 52.9%，其次分别为公用事业（9.3%）、交通运输（5.8%）、硬件设备（3.9%）和食品饮料（3.0%）。需要注意的是，数据仅代表重仓股情况，不能代表保险业全部股票持仓的行业分布。

表 6：保险重仓股行业权重分布

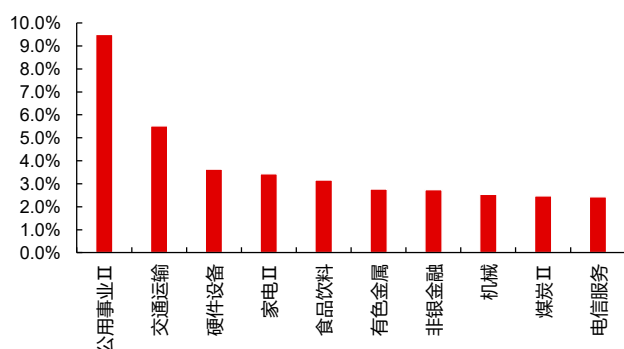
序号	行业	2025H	2025Q3	2025	2026Q1	最新环比
1	银行	57.02%	54.86%	55.42%	52.88%	-2.55%
2	公用事业 II	8.00%	6.83%	8.84%	9.28%	0.44%
3	交通运输	7.45%	6.21%	5.27%	5.76%	0.50%
4	硬件设备	2.78%	3.76%	3.90%	3.92%	0.02%
5	食品饮料	1.93%	1.97%	2.31%	3.04%	0.74%
6	家电 II	0.76%	1.03%	0.57%	2.97%	2.40%
7	电气设备	3.03%	3.52%	2.81%	2.75%	-0.06%
8	非银金融	0.41%	0.45%	2.78%	2.65%	-0.13%
9	有色金属	2.68%	3.51%	3.36%	2.51%	-0.85%
10	机械	1.42%	1.73%	1.98%	2.44%	0.46%
11	电信服务	5.44%	5.04%	4.03%	2.43%	-1.60%
12	煤炭 II	1.59%	1.33%	1.35%	2.13%	0.78%
13	化工	1.50%	1.62%	1.87%	1.97%	0.10%
14	房地产 II	2.43%	2.76%	2.34%	1.77%	-0.57%
15	汽车与零配件	1.38%	1.87%	1.71%	1.73%	0.02%
16	建筑	1.52%	1.38%	1.79%	1.66%	-0.13%
17	医药生物	1.56%	1.40%	1.13%	1.47%	0.34%
18	医疗设备与服务	0.96%	1.16%	1.19%	1.20%	0.01%

19	半导体	0.72%	1.27%	1.11%	1.16%	0.05%
20	建材 II	1.02%	0.81%	0.95%	0.87%	-0.08%
21	钢铁 II	0.50%	0.94%	0.76%	0.82%	0.05%
22	传媒	1.50%	1.47%	0.86%	0.59%	-0.27%
23	日常消费零售	0.61%	0.69%	0.82%	0.56%	-0.26%
24	石油石化	0.44%	0.40%	0.50%	0.53%	0.03%
25	纺织服装 II	0.16%	0.33%	0.42%	0.47%	0.05%
26	软件服务	1.07%	1.30%	0.74%	0.46%	-0.28%
27	环保 II	0.41%	0.40%	0.44%	0.38%	-0.06%
28	国防军工	0.21%	0.34%	0.33%	0.36%	0.03%
29	企业服务	0.34%	0.30%	0.25%	0.20%	-0.04%
30	消费者服务	0.10%	0.13%	0.20%	0.14%	-0.06%
31	工业贸易与综合	0.22%	0.24%	0.14%	0.11%	-0.03%
32	造纸与包装	0.21%	0.20%	0.14%	0.10%	-0.03%
33	耐用消费品	0.30%	0.15%	0.11%	0.09%	-0.02%
34	可选消费零售	0.11%	0.06%	0.02%	0.03%	0.02%
35	家庭用品	0.03%	0.05%	0.01%	0.01%	0.00%

资料来源：Wind，长江证券研究所

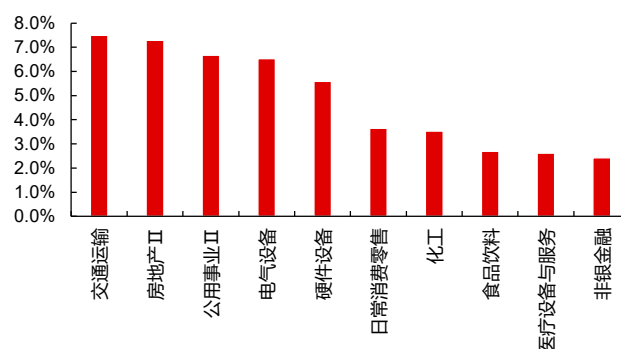
不同账户重仓行业有所区别。将持仓主体分为传统和分红，最主要的重仓行业依然均为银行，但是后续行业存在一定差别。其中，传统账户第二至十一名权重行业分别为公用、交运、硬件设备、家电、食品饮料、有色金属、非银金融、机械、煤炭和电信服务。分红账户行业上更加倾向于金融制造和消费，重仓行业分别为交运、地产、公用、电气设备、硬件设备、日用零售、化工、食品饮料、医疗设备、非银。

图 15：传统¹账户 2026 年一季度重仓股前十大行业分布（剔除银行）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 16：分红账户 2026 年一季度重仓股前十大行业分布（剔除银行）

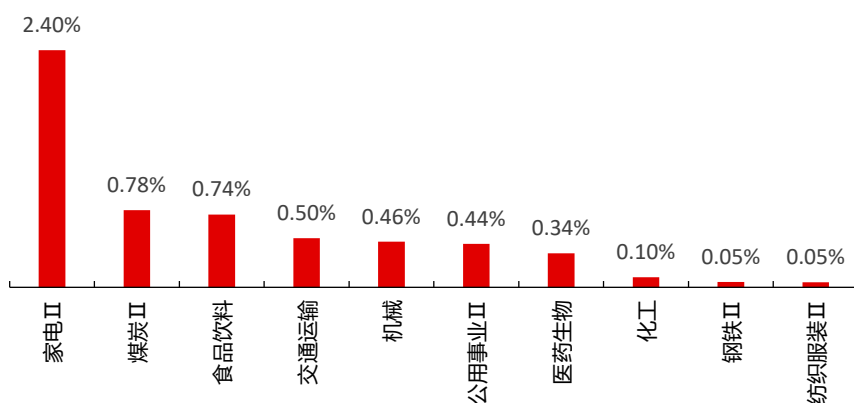


资料来源：Wind，长江证券研究所

¹分红型、万能型、投连型保险产品账户分类为分红；传统型保险产品账户、保险自有资金、以及未明确说明均分类为传统。

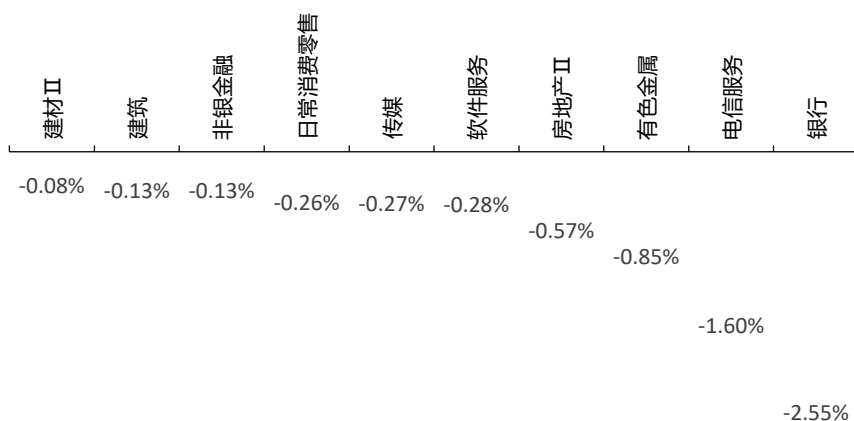
一季度增配家电，减配银行等。环比 2025 年底，保险重仓股明显增配了家电 (2.4pct)、煤炭 (0.78pct)、食品饮料 (0.74pct)，其中，传统账户主要增配家电 (2.89pct)、煤炭 (0.84pct) 和机械 (0.69pct)，分红账户主要增配公用 (2.66pct)、交运 (1.89pct) 和食品饮料 (1.49pct)。环比减配了银行 (-2.55pct)、电信 (-1.6pct) 和有色 (-0.85pct)，其中传统账户主要减配银行 (-3.89pct)、电信 (-2.07pct) 和地产 (-0.36pct)，分红账户主要减配有色 (-3.57pct)、日用零售 (-1.0pct) 和软件 (-0.70pct)。

图 17：2026 年一季度，行业权重环比增配的前十大行业



资料来源：Wind，长江证券研究所

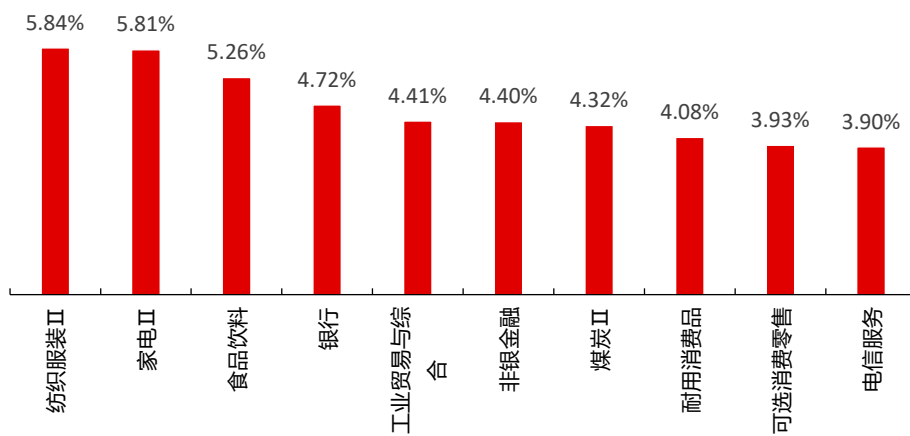
图 18：2026 年一季度，行业权重环比减配的前十大行业



资料来源：Wind，长江证券研究所

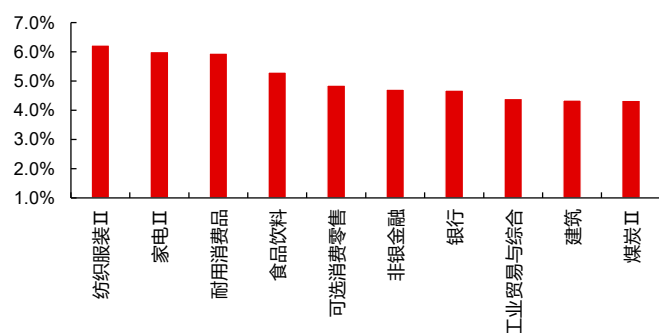
重仓行业股息率小幅下降。静态来看，截止一季度末 TTM 股息率为 4.2%，其中纺服、家电、食品饮料三个行业股息率在 5% 以上。动态来看，重仓行业股息率环比 25 年底小幅下降，分行业来看，煤炭、可选消费零售、石油石化、银行和硬件设备股息率下降较为明显，主要原因预计来自估值提升。

图 19：2026 年一季度，整体重仓股行业股息率前十



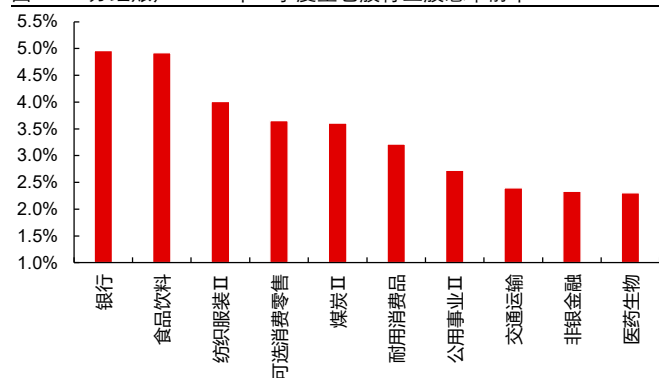
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 20：传统账户 2026 年一季度重仓股行业股息率前十



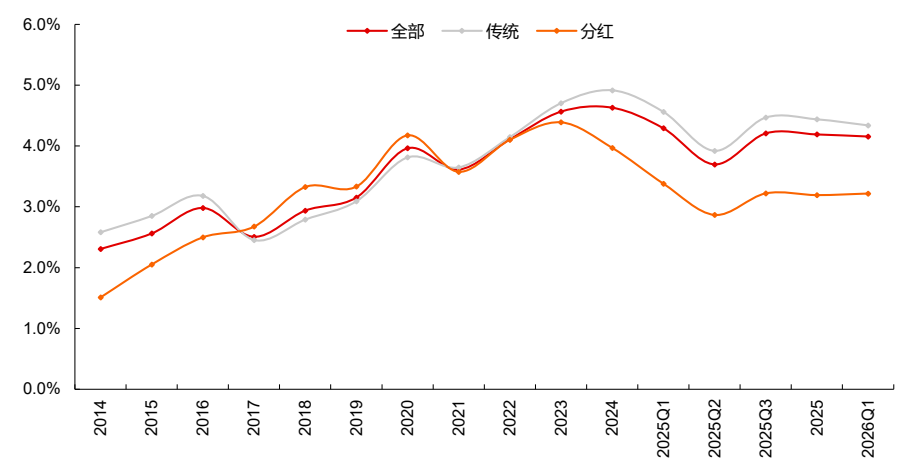
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 21：分红账户 2026 年一季度重仓股行业股息率前十



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 22：保险分账户重仓股加权平均股息率情况



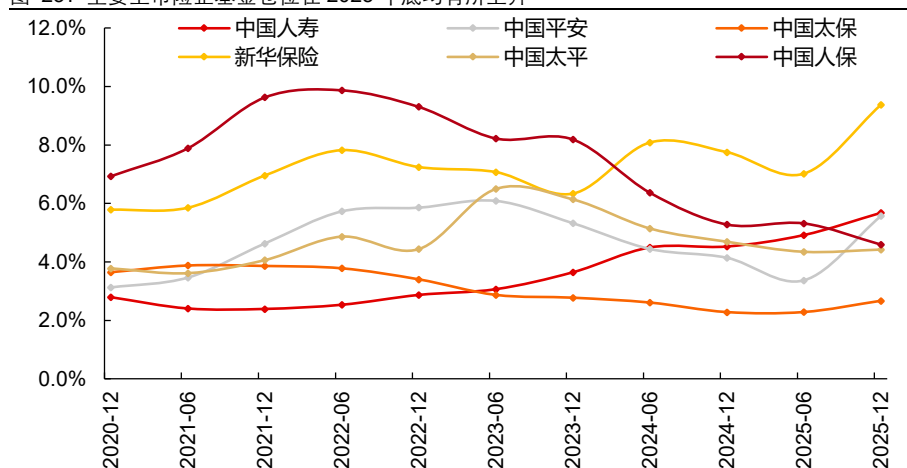
资料来源：Wind，长江证券研究所

价值打底，边际增配科技成长。从当前政策趋势来看，险资增配权益资产只是时间问题。从风格来看，由于存量负债仍然以传统为主，因此仍然主要关注适合长期持有的价值股、高性价比周期股。此外，由于分红险的热销，预计边际上将增加对于科技、成长等交易性配置机会的关注。

基金：年报增配科技成长、周期类

上市险企环比中报增配股票、基金，减配债券。主要上市险企 2025 年报呈现与人身险行业类似的规律，具体来看中国人寿环比减配债券 1.7pct，增配股票 2.6pct、基金 0.8pct；中国平安环比减配债券 6.4pct，增配股票 4.3pct、基金 2.2pct；中国太保环比减配债券 1.4pct，增配股票 1.4pct、基金 0.4pct；新华保险减配债券 1.0pct，增配股票 0.1pct、基金 2.4pct。

图 23：主要上市险企基金仓位在 2025 年底均有所上升

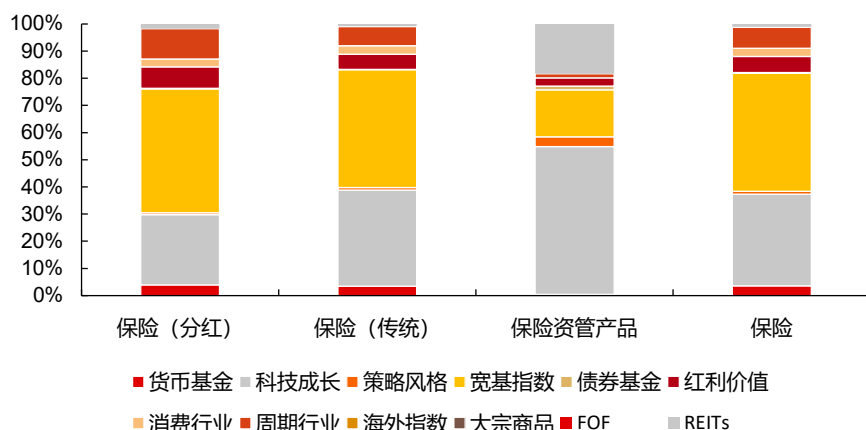


资料来源：Wind，长江证券研究所

增配基金可能主要来自内生需求以及政策导向。2023 年上市公司开始启用新金融工具准则，新准则下基金只能分类为交易性金融资产，而非旧准则下的可供出售金融资产，而这会增大基金净值波动对于利润的影响，因此过去配置意愿有所下降。然而一方面，过去几年的利率下行带来了增配权益资产的客观需求，叠加慢牛预期险企主动增配股票、基金；另一方面，长钱入市的导向下，政策逐渐打通了险资增配权益的制度障碍。展望未来，存款搬家进入保险逻辑顺畅，预期保险资金将维持较高的增速，权益类基金也将因此受益。

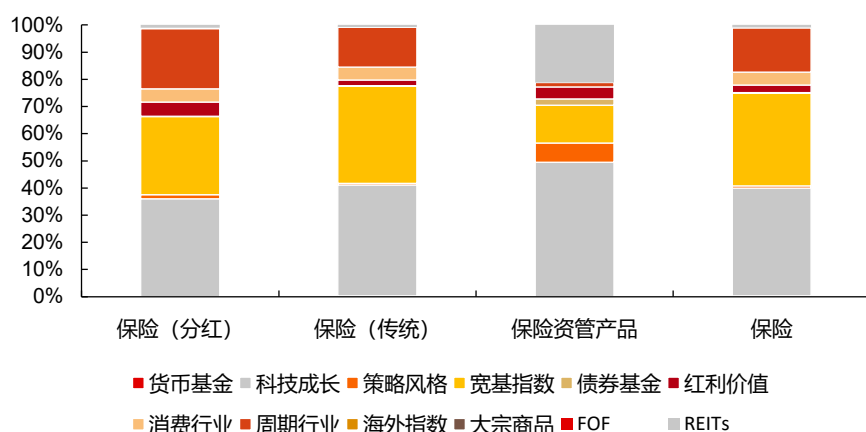
环比明显增配科技成长类、周期行业。根据基金年报数据，我们将持有人分为保险（分红）、保险（传统）、保险资管产品等类别，分别代表分红险、传统险和委外管理的保险资金；上市的股票类基金根据跟踪指数划分为科技成长、红利价值、周期行业、宽基指数等分类。从持仓基金份额占比来看，2025 年底环比 2025 年中期，保险明显增配周期行业、科技成长，小幅增配消费行业，减配宽基指数、货币基金和红利价值。从持仓市值角度来看，保险在基金配置方面呈现同样的规律。

图 24：2025 年基金中报保险持仓上市基金情况及分类（份额）²



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 25：2025 年基金年报保险持仓上市基金情况及分类（份额）



资料来源：Wind，长江证券研究所

分红账户相对传统账户配置基金更为灵活、更倾向于科技成长。从持仓份额占比角度来看，分红险和传统险针对科技成长类基金分别增配 10.1pct 和 4.9pct，分别增配周期行业 8.9pct 和 8.3pct，分别减配宽基指数 15.8pct 和 7.0pct。分红账户增配和减配的幅度相对传统账户都更加突出，而持仓市值表现出类似的规律。主要原因可能来自两个方面，一是分红实现率披露的需求倒逼险企提升分红账户投资收益率；另一方面是分红险在新准则下采用浮动收费法，允许吸收一定程度的利润波动。随着分红类产品受到追捧，预期当前特征在未来仍将持续。

² 股票基金根据跟踪的指数进行划分；债券基金、货币基金不做细分；分红型、万能型、投连型保险产品账户分类为保险（分红）；传统型保险产品账户、保险自有资金、以及未明确说明均分类为保险（传统）；保险资管产品仅指非单一资管计划运行的产品；保险为三类持有人加总。

表 7：持仓上市基金 2025 年底环比 2025 年中报份额占比变化（单位：pct）

持有人	货币	科技成长	策略风格	宽基指数	债券基金	红利价值	消费行业	周期行业	海外指数	大宗商品	FOF	REITs	合计
保险（分红）	-3.0	10.1	0.5	-15.8	0.0	-3.8	3.4	8.9	0.0	0.3	0.0	-0.6	-
保险（传统）	-3.3	4.9	-0.4	-7.0	0.1	-3.3	1.0	8.3	0.0	0.0	0.0	-0.1	-
保险资管产品	-0.5	-4.9	3.5	-3.4	0.9	1.4	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	2.9	-
保险	-3.3	5.9	-0.1	-9.6	0.1	-3.1	1.7	8.7	0.0	0.1	0.0	-0.2	-

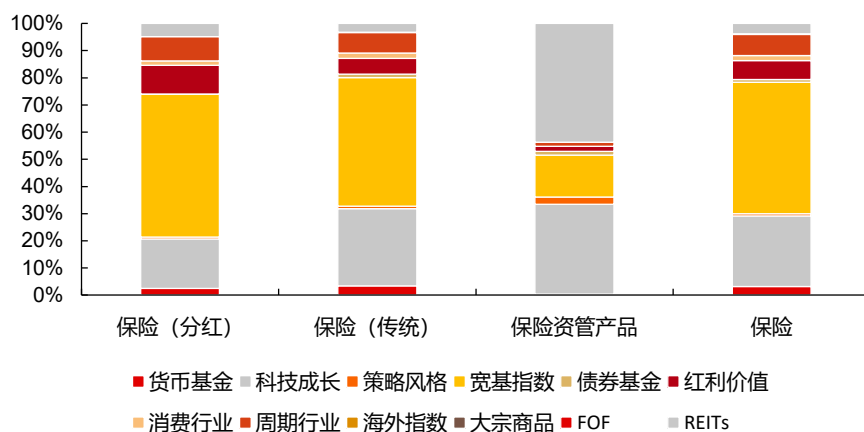
资料来源：Wind，长江证券研究所

表 8：持仓上市基金 2025 年底环比 2025 年中报份额变化

持有人	货币	科技成长	策略风格	宽基指数	债券基金	红利价值	消费行业	周期行业	海外指数	大宗商品	FOF	REITs	合计
保险（分红）	-100.0%	116.9%	158.7%	2.1%	76.5%	-3.9%	263.9%	203.9%	-	-	-	-1.6%	60.5%
保险（传统）	-88.9%	24.6%	-36.9%	-8.3%	60.8%	-64.3%	43.3%	136.6%	-42.1%	-63.7%	-	-7.6%	9.2%
保险资管产品	-100.0%	-15.5%	83.5%	-25.6%	51.6%	36.1%	-	-1.5%	-	-	-	7.2%	-7.2%
保险	-91.0%	41.3%	2.0%	-6.1%	63.9%	-43.0%	85.8%	155.4%	-42.1%	513.3%	-	-4.5%	20.3%

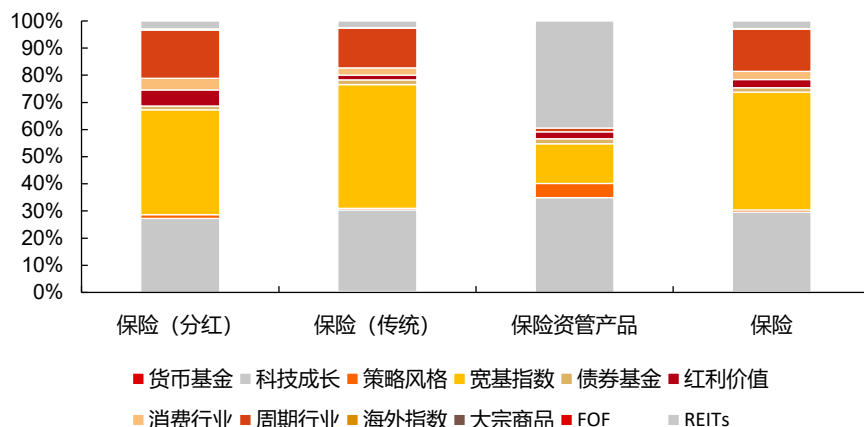
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 26：2025 年基金中报保险持仓上市基金情况及分类（市值）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 27：2025 年基金年报保险持仓上市基金情况及分类（市值）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 9：持仓上市基金 2025 年底环比 2025 年中报市值占比变化（单位：pct）

持有人	货币	科技成长	策略风格	宽基指数	债券基金	红利价值	消费行业	周期行业	海外指数	大宗商品	FOF	REITs	合计
保险（分红）	-2.4	9.0	0.6	-13.8	1.2	-4.6	2.6	8.8	0.0	0.5	0.0	-1.9	-
保险（传统）	-3.1	1.8	-0.3	-1.7	0.5	-4.1	0.6	7.3	-0.1	0.0	0.0	-0.7	-
保险资管产品	-0.4	1.9	2.6	-0.8	0.5	0.6	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	-4.3	-
保险	-3.0	3.4	-0.1	-4.9	0.6	-4.0	1.1	7.8	-0.1	0.1	0.0	-1.0	-

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 10：持仓上市基金 2025 年底环比 2025 年中报市值变化

持有人	货币	科技成长	策略风格	宽基指数	债券基金	红利价值	消费行业	周期行业	海外指数	大宗商品	FOF	REITs	合计
保险（分红）	-100.0%	129.8%	183.8%	13.5%	1086.9%	-14.0%	301.9%	207.0%	-	-	-	-6.7%	53.9%
保险（传统）	-88.9%	30.7%	-23.6%	18.7%	69.6%	-63.2%	58.1%	143.1%	-56.1%	-57.5%	-	-5.2%	23.1%
保险资管产品	-100.0%	21.3%	130.6%	8.9%	54.4%	49.7%	-	6.9%	-	-	-	3.7%	14.8%
保险	-91.0%	47.7%	21.5%	17.3%	114.0%	-44.8%	108.9%	160.7%	-56.1%	618.4%	-	-5.0%	30.6%

资料来源：Wind，长江证券研究所

拓展：是否还有增配权益的空间？

维持偿付能力处于健康区间对保险公司而言至关重要。根据现行规则，偿付能力水平关系到保险公司方方面面活动，包括特定渠道、产品的销售；向股东分红；省分公司、资管公司的发起；配置权益资产的比例等，均受到偿付能力的严格限制。特别是低于一定水平后，监管可以采取停止新业务、调整董事会和管理层、接管等监管措施。从业务开展要求而言，健康水平应该维持综合偿付能力不低于 150%，核心偿付能力不低于 75%。

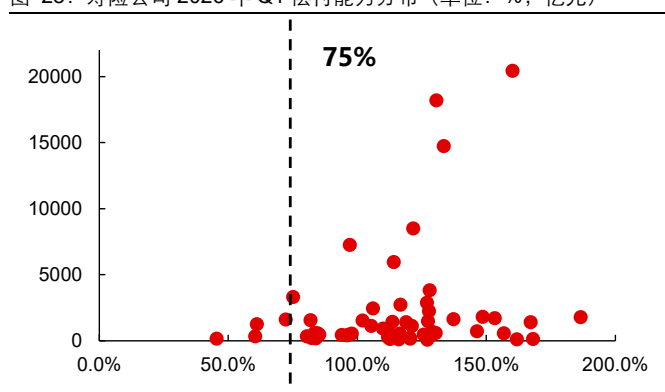
截至 2026 年一季度，行业偿付能力整体健康。金管总局数据显示，截至 2026 年一季度，保险公司核心偿付能力充足率为 131.9%，其中财险公司 210.6%，寿险公司 118.1%，均高于 75% 和 50% 的“及格线”，且行业整体以及人身险公司核心偿付能力环比上一季度有所上升。具体到公司层面，截至目前有 72 家人身险公司以及 87 家财险公司披露了偿付能力情况，仅有四家中小型人身险公司核心偿付低于 75%，其余公司均较为充足。

表 11：2026 年一季度保险行业偿付能力情况

项目	类型	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	环比
综合偿付能力充足率	行业整体	204.5%	204.5%	186.3%	181.1%	181.0%	-0.1%
	——财产险	239.3%	240.6%	240.8%	243.5%	242.6%	-0.9%
	——人身险	196.6%	196.6%	175.5%	169.3%	170.7%	1.4%
	——再保险	255.0%	250.5%	246.2%	244.6%	207.4%	-37.2%
	行业整体	146.5%	147.8%	134.3%	130.4%	131.9%	1.5%
核心偿付能力充足率	——财产险	209.5%	211.2%	212.9%	212.7%	210.6%	-2.1%
	——人身险	132.8%	134.3%	118.9%	115.0%	118.1%	3.1%
	——再保险	221.6%	219.6%	216.7%	212.5%	179.8%	-32.7%

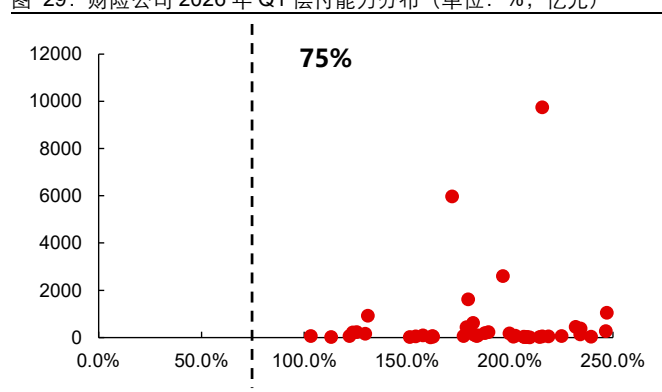
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 28：寿险公司 2026 年 Q1 偿付能力分布（单位：%、亿元）³



资料来源：公司公告，长江证券研究所

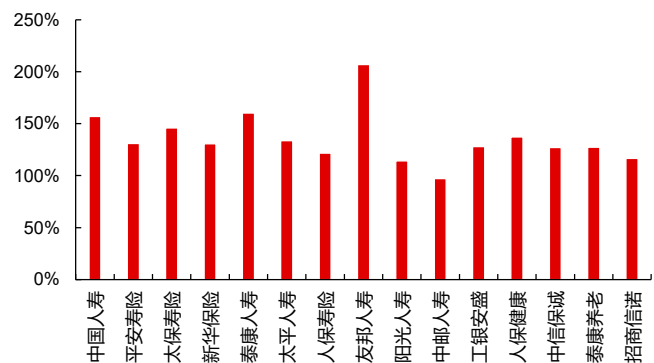
图 29：财险公司 2026 年 Q1 偿付能力分布（单位：%、亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

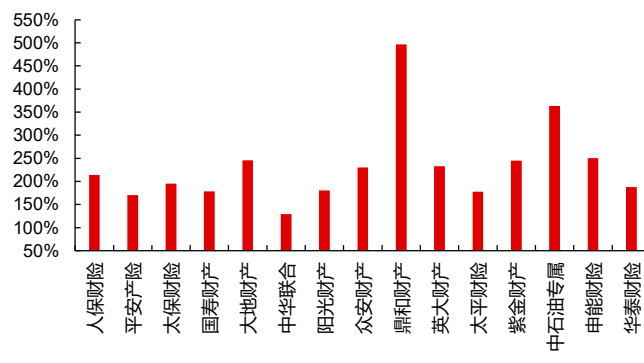
³ 横轴为核心偿付能力充足率，纵轴为总资产；数据截至 2026 年 5 月 20 日已披露公司，下图同。

图 30：头部寿险公司 2026 年一季度核心偿付能力充足率健康⁴



资料来源：公司公告，长江证券研究所

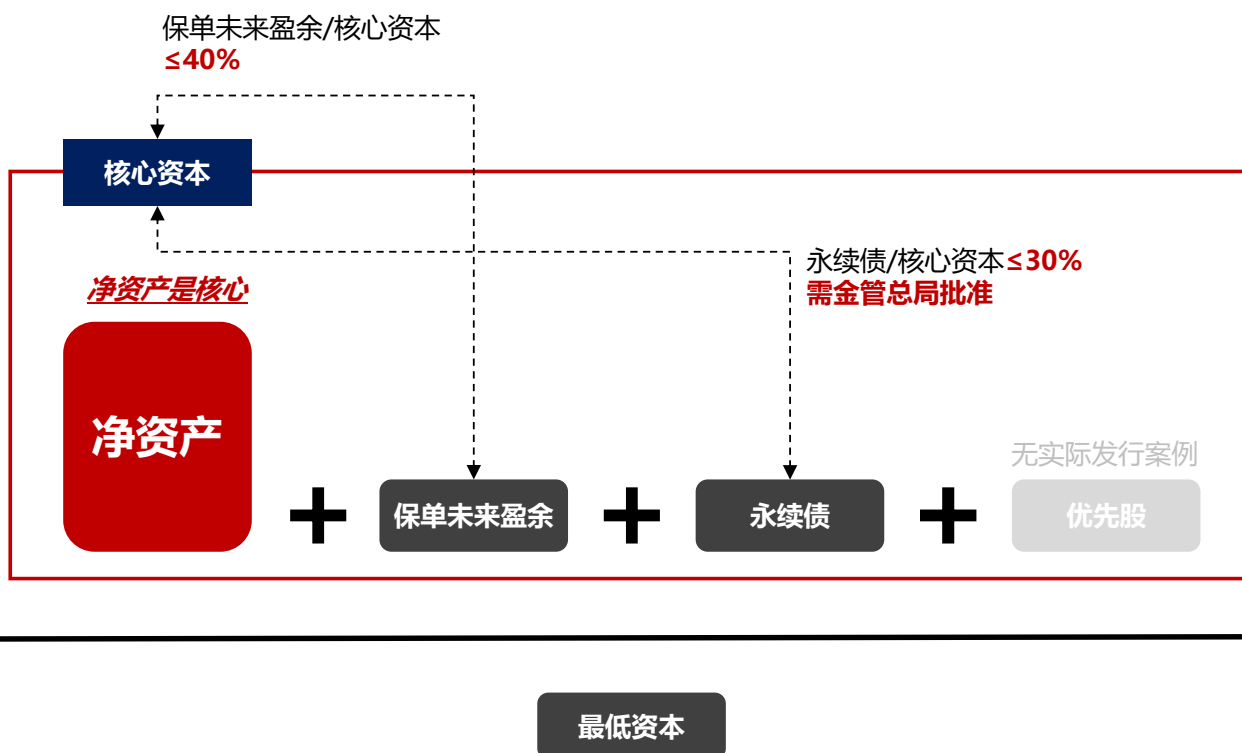
图 31：2026Q1 头部财险公司偿付能力更为充足



资料来源：公司公告，长江证券研究所

偿付能力变动的核心是净资产的变化，即利率和权益市场的变化。偿付能力计算采用分式计算，其中分母可以理解为保险业务以及金融资产的资本金要求，而分子则为净资产及一系列调整项的和，其中，由于调整项占比受到限制，净资产是分子最重要的组成部分。因此，偿付能力的变化在资产端主要受金融资产价格波动影响，即利率和股价变动；负债端，折现率的变化会导致负债规模调整，进而影响净资产规模，需要注意的是，现行准则下折现率仍采用旧准则。

图 32：以核心偿付能力充足率为例，净资产是计算分子时最重要的核心



资料来源：金管总局，长江证券研究所

⁴ 按照 2026 年第一季度实际资本规模排序，下同。

头部公司仍可小幅增配权益资产。偿付能力通过两条路径影响权益类资产配置比例，其一是上述的净资产路径，即软约束；其二是不同偿付能力对应不同的权益资产配置比例上限，即硬约束。针对软约束，我们可以设定一个压力场景，并设立核心偿付能力充足率始终不低于 100% 等约束条件，倒推权益类资产的增配空间。以 2026 年一季度偿付能力为准，从“老七家”中的上市险企来看，太保寿险、中国人寿仍然还具备 4pct 以上加仓空间，其余公司增配空间较小。

表 12：基于 2026 年一季度数据，不考虑任何调整和政策变化，主要寿险公司增配权益空间测算⁵

公司	当前权益占比	最大权益占比	可增配空间	主要约束
太保寿险	18.5%	23.7%	5.2%	核心
中国人寿	22.6%	27.4%	4.8%	综合
平安寿险	24.0%	27.1%	3.1%	综合
人保寿险	22.3%	24.1%	1.8%	核心
新华保险	24.3%	23.9%	-	核心
太平人寿	17.3%	15.6%	-	核心

资料来源：金管总局，公司公告，长江证券研究所

如何放松偿付能力对于增配权益资产的约束？一方面是提升偿付能力，目前可以选择发行可转债、永续债、直接增资，也可将旧准则下 HTM 债券重分类至 AFS。另一个方向是期待政策的继续放松，例如此前风险因子的调降、险资私募的试点推广等。从中央金融工作会议到近期的“十五五规划纲要”，均体现出了监管对于稳定资本市场、支持中长期资金入市的决心。当前趋势下保险增配权益资产的制度障碍将逐渐瓦解，险资继续增配权益资产只是时间问题。

表 13：保险公司资本工具期限及监管要求

资本工具	额度限制	监管文件	期限	补充资本性质
无固定期限资本债券	不得超过核心资本的 30%	《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知》	-	核心二级资本
资本补充债券	与次级定期债务的和不得超过净资产的 100%	《保险公司发行资本补充债券有关事宜》	≥5 年	附属一级资本
次级定期债务	不得超过净资产的 50%	《保险公司次级定期债务管理办法》	≥5 年	附属一级资本
次级可转换债券	私募发行不得超过核心一级资本的 50%	《保险公司资本补充管理办法》	≥5 年	附属一级资本
优先股	不得超过公司普通股股份总数的 50%，募集金额不得超过发行前净资产的 50%	《保险公司资本补充管理办法》	-	核心二级资本

资料来源：金管总局，人民银行，长江证券研究所

⁵ 假设需要满足股票和基金下跌 10% 后，公司的核心偿付能力充足率仍然不低于 100%，综合偿付能力充足率仍然不低于 50%。

风险提示

- 1、相关政策出现较大调整：保险业经营、产品设计及服务均受严格监管，政策大幅变化可能会导致经营逻辑发生显著调整。
- 2、资本市场大幅波动：保险公司持有大量的固收及权益资产，在资本市场大幅波动时会导致公司基本面发生巨大波动。
- 3、测算结论基于大量假设：权益增配空间等结论使用假设进行预测，可能与实际情形存在较大偏差。
- 4、行业竞争加剧：行业竞争加剧情况下，费差损及潜在利差损风险可能升高。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。