

股价向下，基本面向上，估值待修复

保险行业 2026 年中期策略

核心观点

- **股价向下：**上半年板块回调主要受投资端波动和利润稳定性担忧压制。2026 年以来保险板块持续跑输大盘，一季度主要上市险企股价普遍承压，4 月以来权益市场有所修复，但保险板块反弹力度仍弱于沪深 300。我们认为，当前市场对保险股的定价仍更关注利润表兑现而非单纯负债端改善，投资收益率承压、公允价值变动损益波动和信用减值扰动加大，是压制板块估值修复的主要因素。
- **基本面向上：**寿险价值增长延续，财险承保质态改善。寿险端，1Q26 上市险企 NBV 普遍保持较快增长，长期期交、个险渠道质态改善和产品结构优化共同支撑负债端价值修复，行业经营重心继续从保费规模转向 NBV 和价值率。财险端，车险增长小幅承压，但头部财险公司综合成本率延续改善，承保盈利能力好于规模表现，财险经营重点继续从保费扩张转向业务质量优化。
- **估值待修复：**低估值已反映较多悲观预期，价值兑现有望推动重估。当前主要 A 股上市险企 P/EV 估值仍处历史低位，已较充分反映市场对低利率、投资收益波动和利润稳定性的担忧。往后看，分红险转型仍是低利率环境下产品升级方向，但 NBVM 稳定和产品结构平衡重要性提升；个险渠道仍是高价值长期期交和 NBV 增长的重要支撑；权益配置预计从仓位扩张转向结构优化，高股息、低波动、长期分红可持续资产仍是核心方向。随着负债端价值增长持续兑现、资产端波动边际收敛，保险板块估值具备继续修复基础。

投资建议与投资标的

2026 年以来上市险企负债端修复趋势延续，NBV 保持较快增长，长期期交业务改善，个险渠道质态提升，财险综合成本率延续优化，行业基本面仍处于价值修复通道。当前主要 A 股上市险企 P/EV 估值仍处历史低位，板块已较充分反映低利率、投资收益波动和利润稳定性担忧。配置方向上，建议优先关注负债端价值增长确定性较强、资产负债管理能力较强且分红回报具备吸引力的头部上市险企。相关标的：1) 投资端弹性较强，受益于二季度权益市场回暖的：中国人寿(601628, 买入)、新华保险(601336, 买入)；2) 今年全年业绩有望表现亮眼的：中国平安(601318, 买入)；3) 资负两端经营稳定的：中国太保(601601, 未评级)、中国人保(601319, 买入)。

风险提示

长端利率下行超预期；权益市场大幅波动；寿险渠道改革成效不及预期；居民收入不及预期；监管政策变化风险；产品结构转型不及预期；测算假设偏差风险。

行业评级 看好 (维持)

国家/地区 中国
行业 非银行金融行业
报告发布日期 2026 年 06 月 12 日



证券分析师

张凯烽 执业证书编号：S0860526020002
zhangkaifeng@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

保费增长分化，关注价值增长与承保质 2026-05-29
量：保险行业保费收入点评
券商投了多少长鑫科技？ 2026-05-28
险资投了多少长鑫科技？ 2026-05-28

目录

股价向下——板块回调主导上半年行情	4
基本面向上——价值增长延续，承保质态改善	5
趋势前瞻——价值经营深化，稳健配置延续	7
寿险延续价值增长主线，财险强化承保盈利	7
预计分红险转型分化，关注 NBVM 稳定与产品结构平衡	7
个险渠道价值或再提升，高价值长期期交仍是 NBV 增长核心	9
权益理论增配空间较大但仓位提升或趋审慎，高股息策略延续	11
利润表波动加大，业绩分化或将延续	13
估值待修复——估值处历史低位，价值兑现推动重估	15
投资建议	17
风险提示	17

图表目录

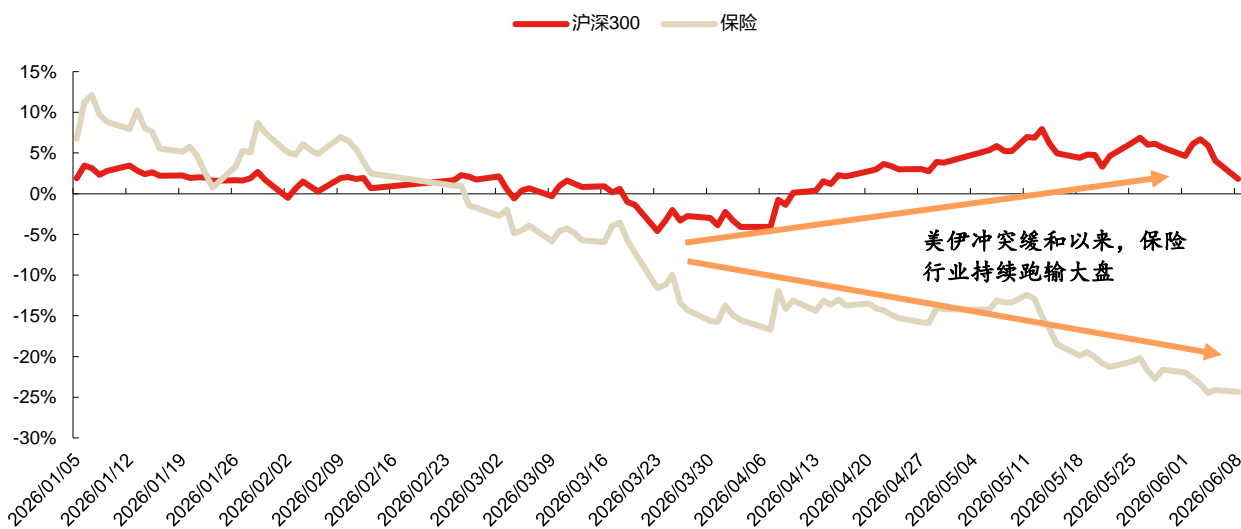
图 1: 2026 年以来保险行业持续跑输大盘指数.....	4
图 2: 2026 年前 4 月寿险保费收入延续增长.....	5
图 3: 1Q26 上市险企 NBV 延续高增.....	5
图 4: 2026 年 4 月车险保费收入小幅承压.....	5
图 5: 2026 年 4 月非车险保费收入单月同比转负.....	5
图 6: 1Q26 主要上市险企财险综合成本率延续改善.....	6
图 7: “老三家”财险市场份额 1Q26 有所回升.....	6
图 8: 寿险经营更重价值增长, NBV 增速显著快于保费增速.....	7
图 9: 1Q26 主要上市财险公司综合成本率大幅改善.....	7
图 10: 主要上市险企人身险保费结构以传统寿险为主, 分红险占比有一定提升.....	7
图 11: 2024 年以来人身险产品利率上限逐步下行.....	9
图 12: 上市险企个险渠道仍是 NBV 重要来源.....	10
图 13: 1Q26 主要上市险企人身险新单保费表现分化.....	10
图 14: 1Q26 主要上市险企人身险新单期交保费快速增长.....	10
图 15: 上市险企代理人规模整体企稳.....	11
图 16: 上市险企人均产能持续改善.....	11
图 17: 上市险企人均 NBV 快速增长.....	11
图 18: 1Q26 险企新增及加仓标的低估值特征明显, 低估值、高股息仍是重要方向.....	12
图 19: 1Q26 上市险企投资收益率普遍承压.....	13
图 20: 1Q26 利润端受投资波动拖累.....	14
图 21: 2Q26 权益市场修复但风格分化明显.....	14
图 22: A 股上市险企 P/EV 估值仍处历史低位.....	15
图 23: 利润表波动加剧压制 A 股险企 P/EV 估值.....	16
表 1: 1Q26 主要上市险企股价承压, 4 月以来修复不及沪深 300.....	4
表 2: 主要上市险企 2025 年分红险相关披露口径梳理.....	8
表 3: 上市险企权益投资空间测算 (2025 年末, 亿元).....	11

股价向下——板块回调主导上半年行情

2026 年以来保险板块持续跑输大盘，行情主要受一季度投资端波动拖累。以 2025 年 12 月 31 日为基准，截至 2026 年 6 月 11 日，保险指数累计下跌约 24%，明显弱于沪深 300。分阶段看，一季度上市险企股价普遍承压，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保分别下跌 20.3%/17.5%/11.5%/12.2%/19.5%，跌幅均明显大于沪深 300 的 4.3%。一季度板块下跌主要反映市场对投资端波动、长期利率下行和利润稳定性的担忧，资产端扰动成为压制保险估值的主要因素。

4 月以来，权益市场有所修复，但保险板块仍持续承压。截至 2026 年 6 月 11 日，4 月以来中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保分别下跌 6.4%/6.6%/12.5%/4.4%/8.4%，同期沪深 300 上涨 5.1%。我们认为，主要原因在于市场对保险股的定价仍更关注利润表兑现而非单纯负债端改善：一方面，1Q26 上市险企 NBV 延续增长，长期期交和个险渠道质态改善支撑负债端价值修复；另一方面，投资收益率承压、公允价值变动损益波动和信用减值扰动加大，使得资产端对短期业绩和估值形成约束。

图 1：2026 年以来保险行业持续跑输大盘指数



数据来源：iFinD，东方证券研究所；注：以 2025 年 12 月 31 日为基准；数据截至 2026 年 6 月 11 日

表 1：1Q26 主要上市险企股价承压，4 月以来修复不及沪深 300

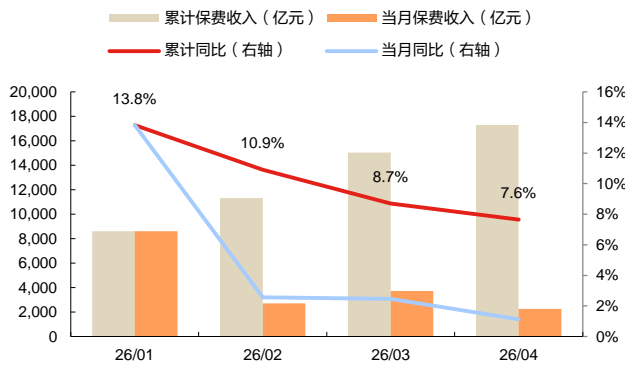
证券简称	同花顺代码	1Q26 涨跌幅	4 月以来涨跌幅	年初至最新涨跌幅
中国人寿	601628.SH	-20.25%	-6.41%	-24.67%
中国平安	601318.SH	-17.47%	-6.55%	-23.49%
中国太保	601601.SH	-11.50%	-12.52%	-23.50%
新华保险	601336.SH	-12.20%	-4.38%	-15.50%
中国人保	601319.SH	-19.49%	-8.44%	-25.47%
沪深 300	000300.SH	-4.33%	5.13%	1.53%

数据来源：iFinD，东方证券研究所；注：数据截至 2026 年 6 月 11 日

基本面向上——价值增长延续，承保质态改善

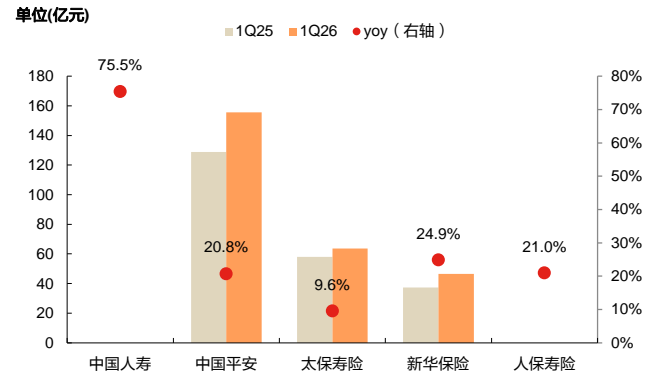
2026 年前 4 月寿险保费延续增长，负债端需求保持韧性。2026 年前 4 月寿险累计保费同比维持较快增长，单月增速较年初高点回落，主要与开门红节奏、同期基数和产品切换有关。相较保费规模，上市险企 1Q26 NBV 普遍高增更能反映负债端经营质量改善，预定利率下行、长期期交占比提升和渠道质态优化共同支撑价值增长。

图 2：2026 年前 4 月寿险保费收入延续增长



数据来源：国家金融监督管理总局，东方证券研究所

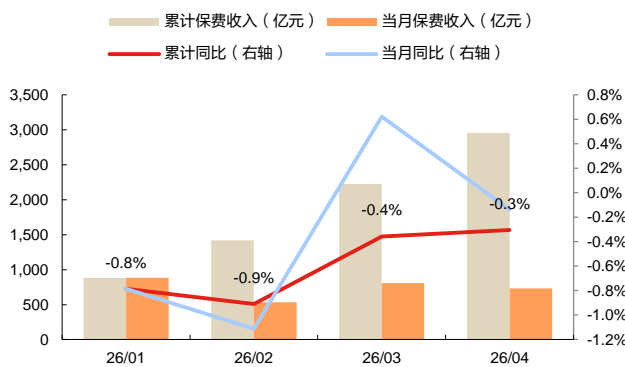
图 3：1Q26 上市险企 NBV 延续高增



数据来源：各公司公告，东方证券研究所；注：中国人寿、人保寿险一季报仅披露 NBV 同比增速，图中仅展示同比增速

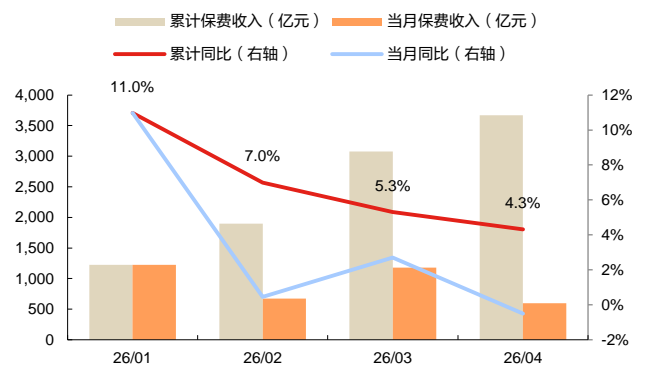
2026 年前 4 月财险保费表现有所分化，车险小幅承压，非车险增速边际回落。车险受新车销量、费率环境和新能源车承保压力影响，累计保费仍处低速区间；非车险前期增长较快，但 4 月单月增速转弱，反映部分业务高基数及风险筛选加强的影响。整体看，财险端规模增长弹性有限，后续经营重点从保费扩张转向业务结构优化和承保盈利能力提升。

图 4：2026 年 4 月车险保费收入小幅承压



数据来源：国家金融监督管理总局，东方证券研究所

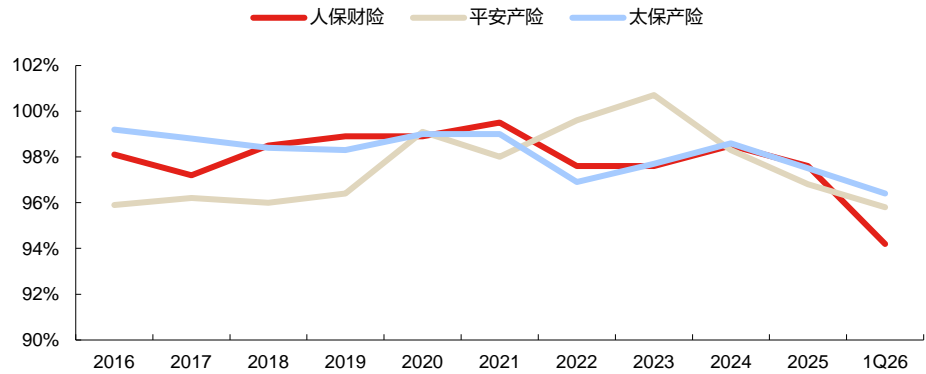
图 5：2026 年 4 月非车险保费收入单月同比转负



数据来源：国家金融监督管理总局，东方证券研究所

财险承保端表现好于规模端，头部财险公司综合成本率延续改善。1Q26 人保财险/ 平安产险/ 太保产险综合成本率分别为 94.2%/ 95.8%/ 96.4%，同比分别下降 0.3 pct/ 0.8 pct/ 1.0 pct，三家公司承保盈利能力均较同期改善。其中，人保财险综合成本率继续处于同业较优水平，平安产险和太保产险改善幅度更为明显。

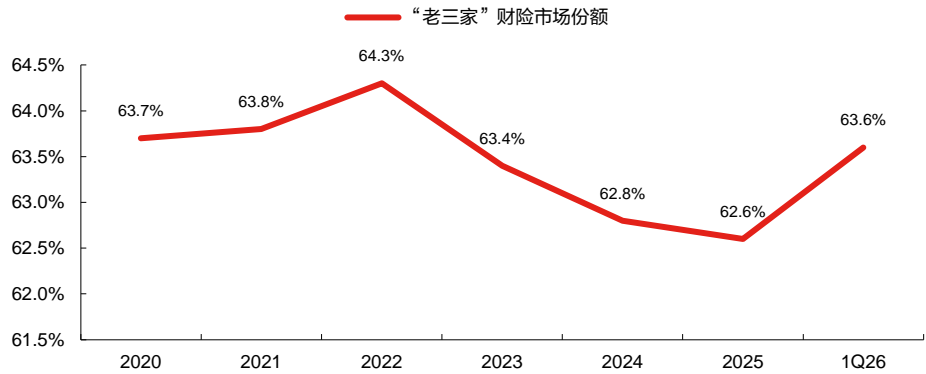
图 6：1Q26 主要上市险企财险综合成本率延续改善



数据来源：各公司公告，东方证券研究所；注：2023 年起新准则口径有细微区别，分母是保险业务收入，2022 年使用重述口径

头部财险公司市场份额 1Q26 小幅回升，竞争格局整体稳定。2020 至 2022 年，“老三家”财险市场份额由 63.7% 提升至 64.3%；2023 至 2025 年份额持续回落至 62.6%。1Q26 “老三家”财险市场份额回升至 63.6%，较 2025 年提升 1.0 pct。

图 7：“老三家”财险市场份额 1Q26 有所回升



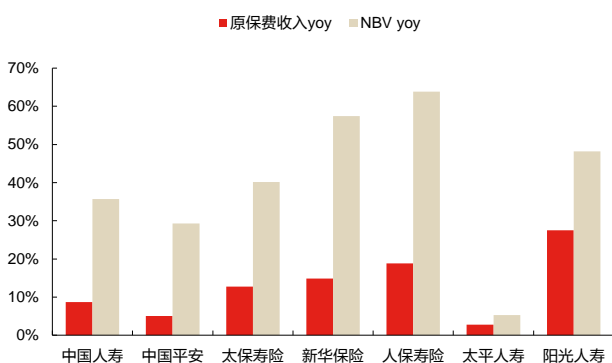
数据来源：国家金融监督管理总局，各公司公告，东方证券研究所；注：行业口径为财产保险公司原保险保费收入，“老三家”市场份额=人保财险、平安产险、太保产险原保险保费收入合计/ 财产保险公司原保险保费收入

趋势前瞻——价值经营深化，稳健配置延续

寿险延续价值增长主线，财险强化承保盈利

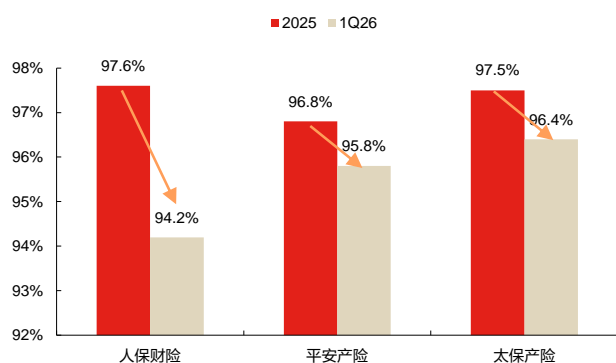
寿险经营重心继续向价值增长倾斜，财险则更加强调整承保盈利能力。从寿险看，主要上市险企 NBV 增速普遍快于保费增速，当前负债端改善更多体现为产品结构优化、价值率提升和长期期交业务增长，行业经营重心进一步转向价值增长。从财险看，头部公司 1Q26 综合成本率继续改善，反映出在车险增长承压、非车险结构分化背景下，财险公司更加重视风险筛选、费用管控和业务质量，承保盈利能力仍是核心经营目标。

图 8：寿险经营更重价值增长，NBV 增速显著快于保费增速



数据来源：各公司公告，东方证券研究所；注：中国平安原保费收入为寿险及健康险业务口径

图 9：1Q26 主要上市财险公司综合成本率大幅改善

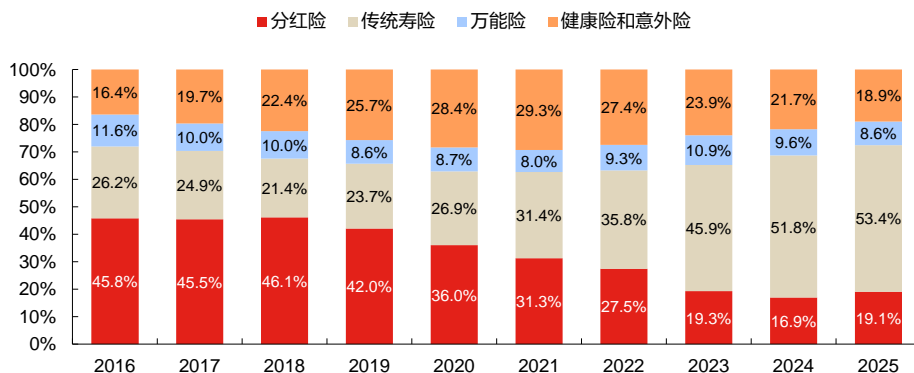


数据来源：各公司公告，东方证券研究所

预计分红险转型分化，关注 NBVM 稳定与产品结构平衡

以 6 家主要上市险企保费收入结构测算，人身险以传统型寿险为主，2025 年分红险占比有一定提升。传统寿险凭借确定收益和销售基础仍占据主导地位，但低利率环境下，刚性负债成本压力持续存在，分红险通过“保证利益+浮动分红”机制，有助于降低险企单边承担利率风险的压力，并增强产品对居民财富管理需求的适配度。预计分红险仍是寿险产品转型的重要方向。

图 10：主要上市险企人身险保费结构以传统寿险为主，分红险占比有一定提升



数据来源：各公司公告，东方证券研究所；注：6 家主要上市险企为中国平安、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平、阳光保险，中国人寿未披露分险种的保费收入结构

保险新“国十条”明确提出推进产品升级，支持浮动收益型产品发展，引导保险产品向分红险、万能险在内的浮动收益型产品逐步转型。分红险兼具人身保障和浮动收益特征，在利率中枢下行、居民财富管理需求提升的背景下，有望成为兼顾保障属性与长期资产配置需求的重要产品形态。一方面，保单持有人可分享险企长期投资收益；另一方面，分红险较低的保证成本也有助于缓释险企刚性负债成本压力，提升负债端经营韧性。

政策方面，建立动态分红基准机制，强化收益与风险共担。1) 挂钩市场利率的分红基准调整：根据监管发布的《关于健全人身险保险产品定价机制的通知》（18号文），险企需将分红险预定利率与10年期国债收益率、5年期存款利率等市场指标动态挂钩，例如，当10年期国债收益率跌破2%时，可下调分红基准利率50bps，降低刚性负债成本压力；2) 同时，通过分红特别储备机制（如释放超出15%的盈余部分）平滑分红波动，避免客户预期落差。险企需定期公布分红实现率（如100%表示实际分红与演示一致），引导客户关注长期收益而非短期波动。

表 2：主要上市险企 2025 年分红险相关披露口径梳理

人身险公司	对分红险的表述
中国人寿	2025 年银保渠道新单保费 585.06 亿元，同比增长 95.7%，其中分红险新单保费占比同比提升约 15 个百分点。
平安寿险	持续丰富分红险产品和分红账户体系，推出新分红险产品。
太保寿险	2025 年分红型保险新保期缴规模保费 221.56 亿元，新保期缴中分红险占比提升至 50.0%。
新华保险	2025 年分红型保险保费 376.04 亿元，分红型保险长期险首年保费收入同比大幅增加。
太平人寿	2025 年太平人寿分红险在长险首年期缴保费中占比 86.1%。
阳光人寿	银保新单期缴保费中浮动收益型产品占比 32.2%。

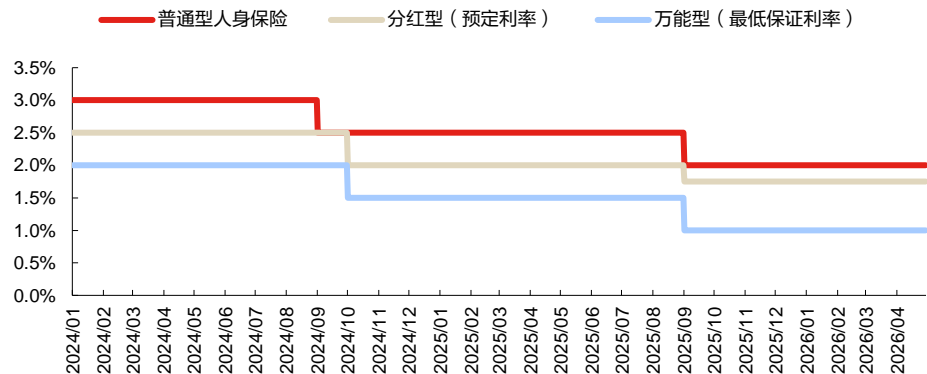
数据来源：各公司公告，东方证券研究所

然而，预计后续险企分红险转型节奏将出现分化：

第一，分红险会对险企 NBVM 形成更直接约束。分红险兼具人身保障和浮动收益属性，保单持有人可以通过分红机制分享险企投资和经营成果，因此产品利润留存空间通常弱于部分高价值率传统险和保障型产品。对于上市险企而言，当前负债端经营重点已经从单纯保费规模转向 NBV 和价值率，若分红险占比提升过快，可能带来“保费增长较快、价值率同步下行”的组合，削弱 NBV 增长质量。尤其在 2026 年以来 NBV 高增已成为保险股基本面最重要支撑的背景下，险企更需要维护价值率稳定，而不是单纯通过分红险放量拉动新单规模。因此，预计后续分红险推进将更强调节奏控制，通过长年期期交、年金、健康险等产品共同平衡 NBVM 压力。

第二，分红险对刚性负债成本的压降幅度并不大。当前普通型传统寿险预定利率上限为 2.0%，分红险预定利率上限为 1.75%，两者仅相差 0.25 pct。相较于 2023 年以来行业多轮下调预定利率带来的负债成本下降，本轮从传统寿险向分红险切换，对刚性成本的直接压降幅度相对有限。分红险的优势更多体现在收益浮动机制和利率风险共担，而不是通过预定利率大幅下调来显著降低负债成本。若分红险占比提升导致 NBVM 明显承压，而刚性成本只小幅下降，则其对新业务价值的净贡献未必优于高价值率传统险。因此，险企在产品策略上不会简单追求分红险占比提升，而会在客户需求、负债成本、价值率和销售稳定性之间做动态平衡。

图 11：2024 年以来人身险产品利率上限逐步下行



数据来源：国家金融监督管理总局，中国保险行业协会，东方证券研究所

第三，分红险对投资端风险收益匹配提出更高要求。分红险的产品吸引力并不只来自保证利益，更来自客户对未来分红水平的预期。若险企采取过于稳健的资产配置，在低利率环境下长期投资收益可能难以支撑较强的分红吸引力，产品竞争力会受到影响；若险企为了提升分红水平而提高权益、另类资产或高波动资产占比，则利润表、净资产和偿付能力波动会同步加大。换言之，分红险使险企在“稳健投资”和“收益吸引力”之间面临更复杂的平衡：投资过稳，客户收益预期不足；投资过激，险企承担的报表波动和资本压力上升。因此，分红险转型并不是单纯的产品端问题，而是对险企资产负债管理、长期投资能力、分红实现能力和客户预期管理的综合考验。

整体看，分红险仍是低利率环境下寿险产品升级的重要方向，但行业转型难以继续加速。预计后续分红险转型将从前期快速放量转向分化推进：具备较强资产负债管理能力、长期投资能力、品牌信用和渠道掌控力的头部险企更有望在分红险转型中受益；对于投资能力、销售管理和客户预期管理能力相对较弱的险企，过快提升分红险占比可能反而加大利润波动，以及 NBVM 和长期分红兑现压力。分红险占比提升本身并不等同于价值增长，NBVM 稳定、产品结构平衡和长期分红经营能力将成为判断转型质量的关键。

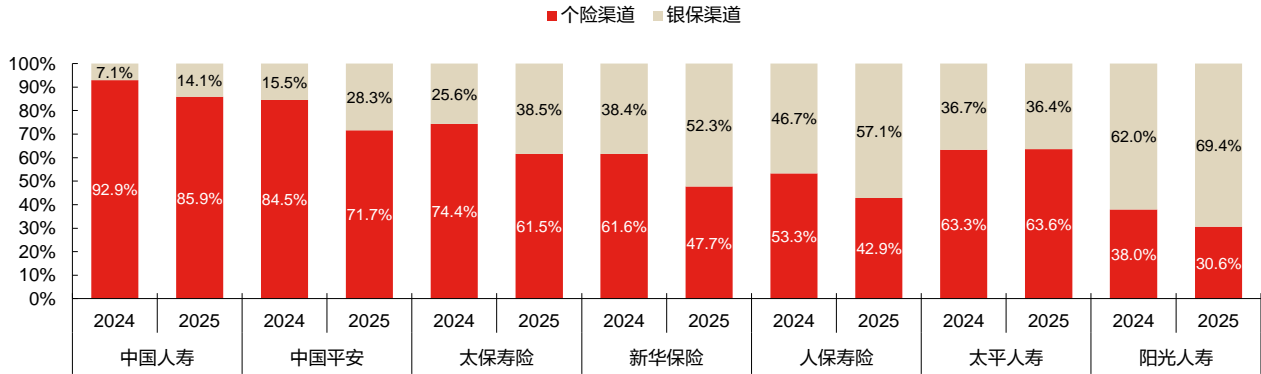
个险渠道价值或再提升，高价值长期期交仍是 NBV 增长核心

从结构上看，个险渠道仍是寿险 NBV 的重要来源，渠道价值权重具备边际提升基础。近年来银保渠道在报行合一、费用率优化和产品结构改善下，NBV 贡献占比有所提升，但个险渠道仍在多数头部险企中承担主要价值贡献。随着寿险经营目标从保费规模转向 NBV 和价值率，渠道竞争的核心是能否持续创造高质量新业务价值。在分红险占比提升、NBVM 稳定压力加大的背景下，个险渠道对头部险企负债端价值增长的支撑作用有望进一步强化。

银保渠道仍具备规模贡献和边际改善空间，但个险渠道在产品策略和价值创造上更具可控性。报行合一后，银保渠道费用率约束增强，渠道价值率有所修复，叠加银行网点客群基础和储蓄型需求承接能力较强，银保仍是寿险公司扩大新单规模和拓展客户触点的重要渠道。但银保销售更依赖银行端客户需求、销售节奏、网点资源和产品偏好，险企对客户经营、产品组合和销售过程的掌控力相对有限。相较之下，个险渠道由险企自主管理队伍、客户、产品和服务，更适合推动长

长期交、保障型、年金和健康险等高价值业务，也更有利于围绕客户全生命周期进行复购、加保和综合服务。随着寿险经营重心从渠道放量转向价值创造，个险渠道在稳定 NBVM、拉长负债久期和提升客户经营深度方面的重要性有望重新凸显。

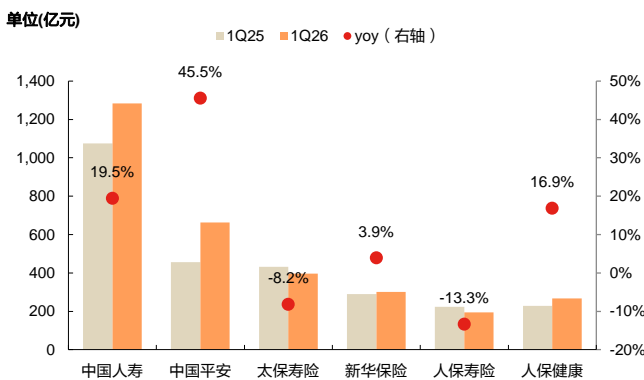
图 12：上市险企个险渠道仍是 NBV 重要来源



数据来源：各公司公告，东方证券研究所

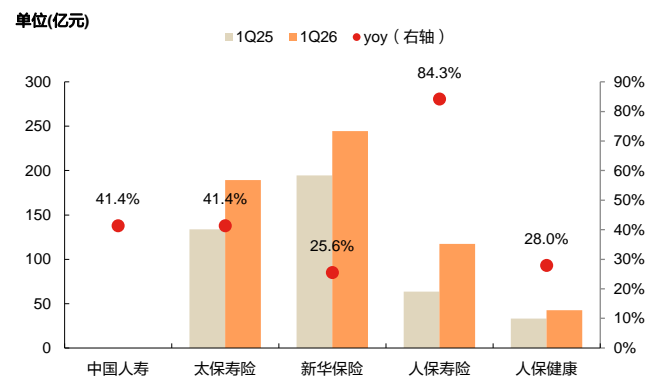
高价值长期期交是个险渠道价值提升的关键抓手。NBV 本质上由新单规模和价值率共同决定，长期期交业务由于缴费期限更长、客户黏性更强、利润释放周期更稳定，通常具备更高的新业务价值贡献。低利率环境下，分红险等浮动收益型产品发展有助于缓解负债端利率风险，但也可能对 NBVM 形成阶段性压力，因此险企需要通过长缴费期限、高价值率产品和持续客户经营稳定价值率。1Q26 主要上市险企人身险新单保费表现有所分化，但长期期交保费普遍保持较快增长，险企并未单纯追求短期新单规模，而是更加重视能够支撑 NBV 增长质量的长期期交业务。

图 13：1Q26 主要上市险企人身险新单保费表现分化



数据来源：各公司公告，东方证券研究所

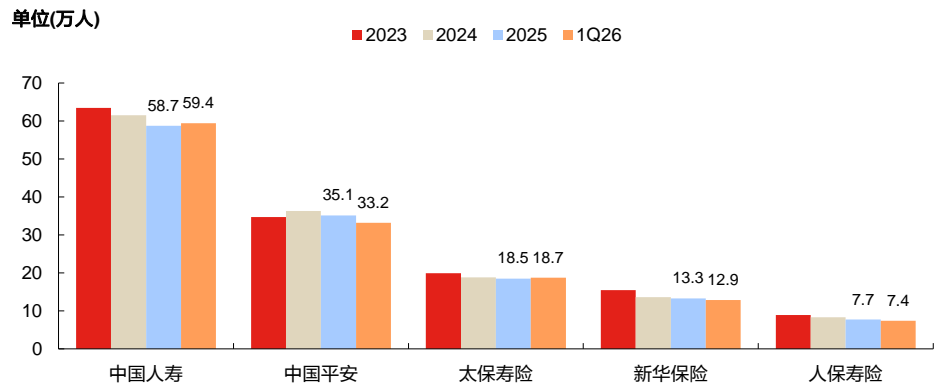
图 14：1Q26 主要上市险企人身险新单期交保费快速增长



数据来源：各公司公告，东方证券研究所；注：中国人寿一季报仅披露新单期交保费同比增速，图中仅展示同比增速

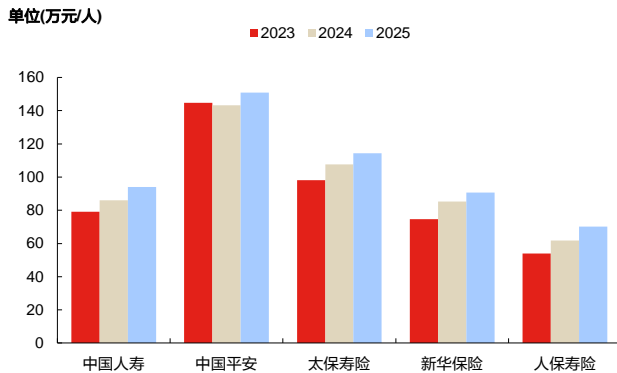
代理人队伍进入“规模趋稳、质量改善”阶段。过去几年代理人队伍经历深度出清，低产能、低留存人力逐步退出，头部险企代理人规模整体已趋于稳定。当前个险渠道建设更强调绩优人力、留存率、人均产能、人均 NBV 和客户经营能力，2023 至 2025 年多数上市险企代理人规模未明显扩张，但人均产能和人均 NBV 持续改善，个险渠道修复更多来自队伍质量提升和经营效率改善。

图 15：上市险企代理人规模整体企稳



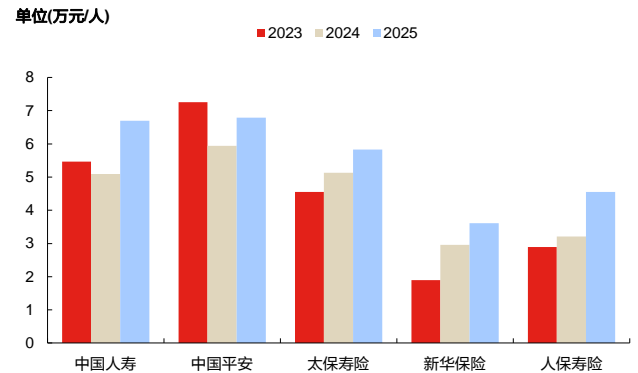
数据来源：各公司公告，东方证券研究所；注：中国平安代理人为寿险与健康险口径

图 16：上市险企人均产能持续改善



数据来源：各公司公告，东方证券研究所

图 17：上市险企人均 NBV 快速增长



数据来源：各公司公告，东方证券研究所

权益理论增配空间较大但仓位提升或趋审慎，高股息策略延续

从监管规定上限测算看，上市险企权益配置仍具备较大的理论空间。2025 年末，7 家主要上市险企权益投资合计约 5.6 万亿元，当前权益占比约 18.0%；按偿付能力充足率对应的权益配置上限测算，理论潜在配置空间约 4.1 万亿元。分公司看，中国人寿、新华保险当前权益占比已接近 30% 上限，理论增配空间相对有限；中国平安、中国太保、中国人保、中国太平、阳光保险当前权益占比低于监管上限，仍具备较大理论配置余地。

表 3：上市险企权益投资空间测算（2025 年末，亿元）

险企名称	综合偿付能力充足率	权益配置上限	权益合计	当前权益占比	理论权益配置空间	理论潜在配置空间
中国人寿	174.0%	30%	19,841	26.1%	3.9%	2,932
中国平安	193.3%	30%	17,478	12.6%	17.4%	24,217
中国太保	273.0%	40%	4,780	15.2%	24.8%	7,799
新华保险	210.5%	30%	5,495	28.9%	1.1%	204
中国人保	249.9%	30%	4,238	20.9%	9.1%	1,846
中国太平	230.0%	30%	3,144	15.8%	14.2%	2,816

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

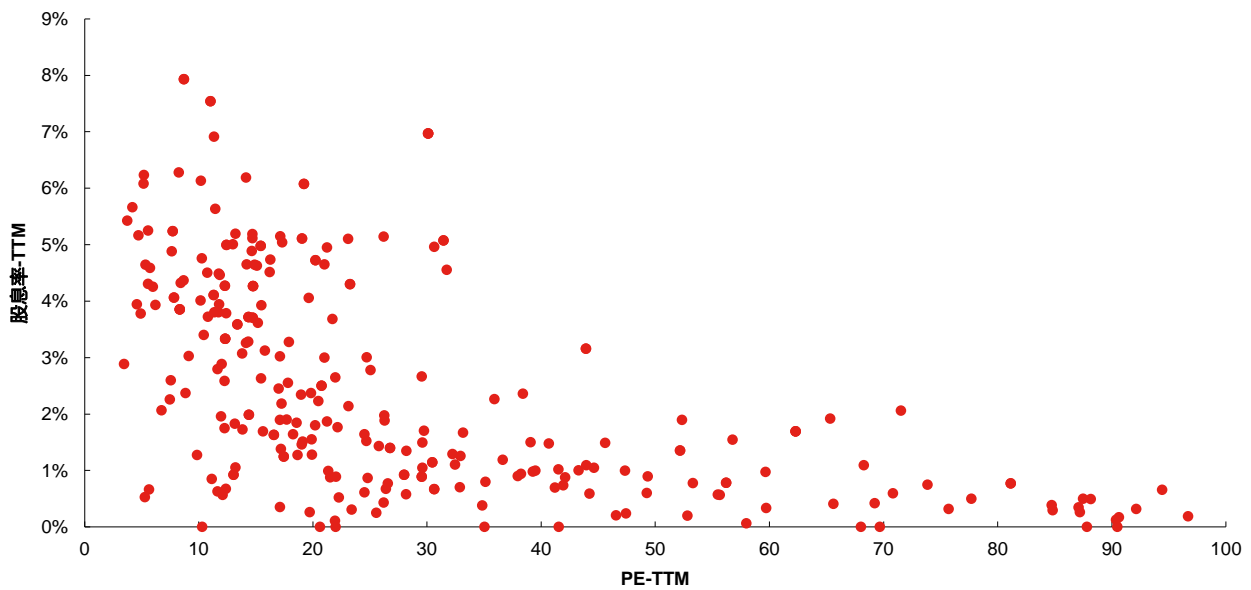
阳光保险	196.0%	30%	1,066	15.8%	14.2%	954
合计	/	/	56,043	18.0%	/	40,766

数据来源：国家金融监督管理总局，iFinD，东方证券研究所，注：其他权益工具投资包括股权类投资、永续债等除股票基金之外的权益投资；部分公司基金类资产披露口径未区分债券型基金和权益型基金，测算中按披露口径进行归类处理

预计险资权益配置更可能从快速提升仓位转向优化结构。经历权益市场修复后，部分高股息资产估值已明显重估，继续通过系统性加仓提升投资收益的性价比下降。保险资金负债久期长、收益要求稳定，资产端目标并非单纯追求权益弹性，而是在票息收益下行背景下寻找能够兼顾现金分红、估值稳定和长期持有的资产。高股息资产仍具备与险资负债特征相匹配的优势：一方面，稳定分红有助于补充经常性投资收益；另一方面，低估值、低波动和盈利稳定性有助于降低净资产和偿付能力波动。后续权益配置重点预计仍集中于红利类、公用事业、金融业等现金流较稳定、分红可持续的方向。

1Q26 险企新增及加仓标的仍以低估值、稳分红资产为主，权益配置延续审慎风格。多数标的集中于较低 PE 区间，股息率主要分布在 1%至 5%。预计险企后续配置重点从仓位提升转向结构筛选，在低估值、现金流稳定、分红可持续的资产中寻找长期配置机会。

图 18：1Q26 险企新增及加仓标的的低估值特征明显，低估值、高股息仍是重要方向



数据来源：iFinD，东方证券研究所；注：数据截至 2026 年 3 月 31 日

会计分类与负债特征约束下，权益仓位提升预计仍将保持审慎。IFRS 9 实施后，权益资产计量分类对利润表和净资产波动影响更加直接，FVTPL 类权益资产公允价值变动进入当期损益，FVOCI 类权益资产虽然不进入当期利润，但仍会影响净资产和偿付能力表现。在分红险转型背景下，险企需要更稳定的长期投资收益支撑客户分红预期，但过度提升权益仓位会同步放大投资收益、净资产和偿付能力波动，增加长期分红管理难度。对于寿险公司而言，资产配置需要同时服务负债成本管理、分红实现能力和利润稳定性；对于财险公司而言，承保盈利改善后投资端可适度增强收益弹性，但短久期负债和盈利稳定诉求仍要求整体配置保持审慎。

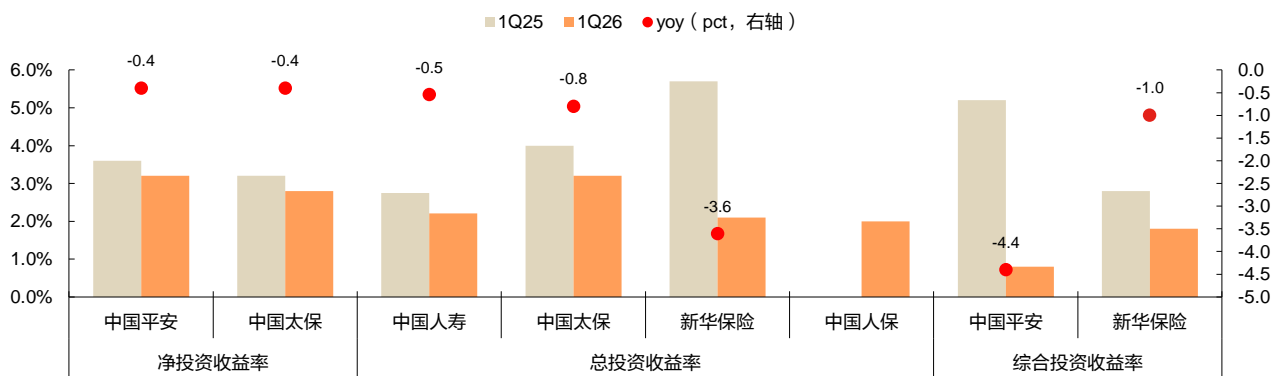
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

整体看，险资权益配置仍有结构性机会，但在当前基础上大规模增配的必要性和可行性均相对有限。低利率环境下，权益资产仍是提升长期投资收益的重要工具，但后续增配更可能体现为结构调整和风格优化。具备较强资产负债管理能力、偿付能力冗余较高、利润表波动承受能力较强的险企，权益结构优化空间更大；权益占比已处高位、净资产波动敏感或利润稳定诉求较强的险企，配置策略预计更加稳健。高股息、低波动、长期分红可持续资产仍将是险资权益配置的核心方向。

利润表波动加大，业绩分化或将延续

1Q26 上市险企投资收益率普遍承压，资产端对利润表的扰动进一步增强。低利率环境下，新增固收资产和到期再配置收益率持续下行，净投资收益率仍面临趋势性压力；权益市场波动则影响总投资收益率及综合投资收益率。负债端 NBV 高增和财险承保改善反映经营质量延续修复，但短期利润表现仍受到资产端波动影响，负债端改善与利润端兑现节奏可能阶段性背离。

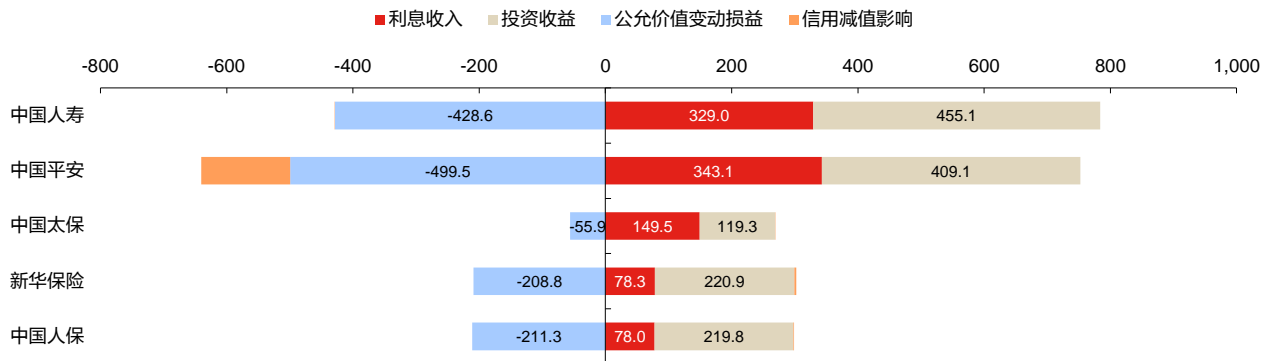
图 19：1Q26 上市险企投资收益率普遍承压



数据来源：各公司公告，东方证券研究所

利润端压力主要来自公允价值变动。1Q26 主要上市险企利息收入和投资收益仍对利润形成正向贡献，但公允价值变动损益普遍承压。IFRS 9 实施后，FVTPL 类权益资产及基金公允价值变动直接进入当期损益，市场波动对利润表影响更加直接。不同公司权益资产计量分类、配置比例和处置节奏不同，利润表波动幅度和业绩弹性也将进一步分化。

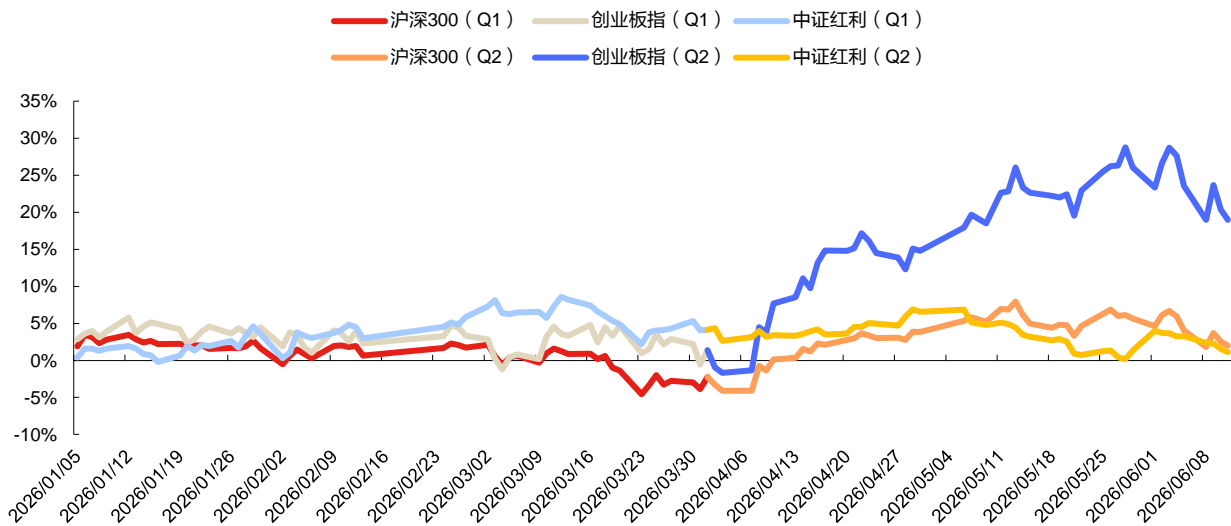
图 20：1Q26 利润端受投资波动拖累



数据来源：各公司公告，东方证券研究所；注：总投资收益=利息收入+投资收益+公允价值变动损益+信用减值影响；信用减值影响以负数表示损失、以正数表示转回

2Q26 权益市场有所修复，但风格分化明显。成长板块反弹弹性较高，红利资产表现相对平稳，市场修复并不必然对应险企利润同步高增。对于高股息、低波动资产占比较高且更多计入 FVOCI 的公司，权益市场修复对当期利润弹性相对有限，但有助于稳定净资产和偿付能力；对于 FVTPL 权益资产、基金和交易性权益敞口较高的公司，市场上行阶段利润弹性更强，但市场回撤阶段利润波动也更大。

图 21：2Q26 权益市场修复但风格分化明显



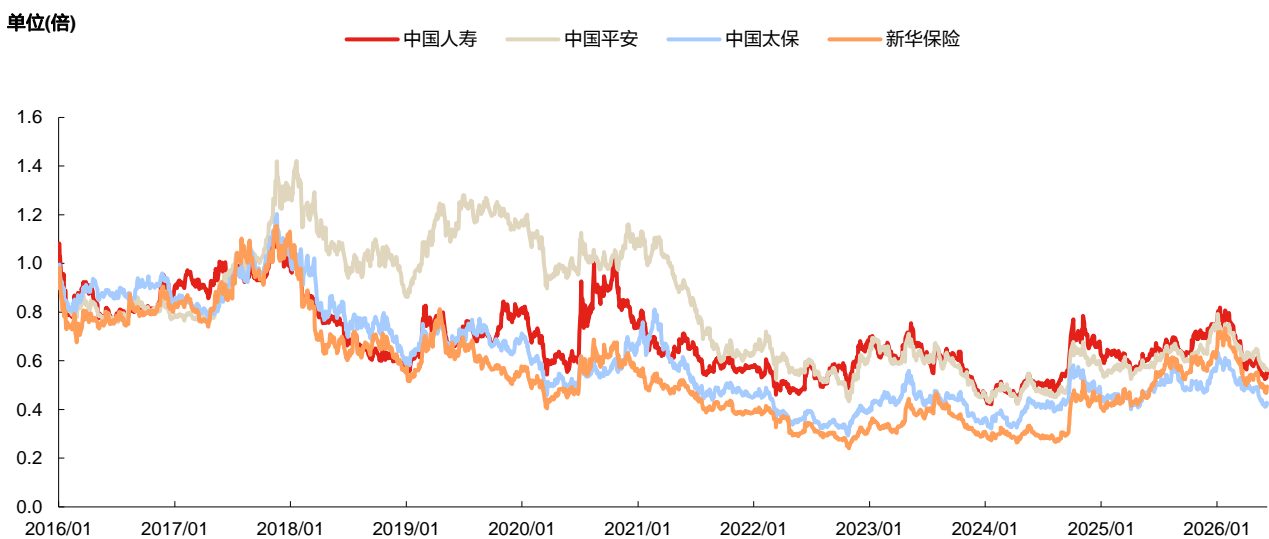
数据来源：iFinD，东方证券研究所；注：以 2025 年 12 月 31 日为基准；数据截至 2026 年 6 月 11 日

全年看，上市险企业绩分化或将延续。负债端价值增长和财险承保改善仍是基本面主线，但利润表现更依赖投资收益率、权益市场风格和会计分类结构。

估值待修复——估值处历史低位，价值兑现推动重估

当前主要 A 股上市险企 P/EV 估值整体仍处历史低位区间，尽管 2024 年以来负债端修复、NBV 增长改善带动板块出现阶段性反弹，但整体估值中枢仍明显低于历史高位水平，市场对低利率环境、投资收益波动影响利润稳定性仍存顾虑。往后看，随着负债端价值增长持续兑现以及资产端波动边际收敛，保险股估值具备进一步修复基础，板块定价有望从对短期利润波动的担忧，逐步转向对中长期价值增长能力的重新评估。

图 22: A 股上市险企 P/EV 估值仍处历史低位



数据来源: iFinD, 东方证券研究所; 注: 数据截至 2026 年 6 月 11 日

2016 至 2017 年，保险板块处于负债端高景气和资产端价值风格共振阶段，估值快速上行。代理人队伍仍处扩张周期，寿险新单和 NBV 保持较快增长，市场对寿险长期价值增长的预期较强；同时权益市场风格偏向大金融和价值蓝筹，保险公司资产端弹性得到释放。负债端成长性和资产端收益改善共同推动板块 P/EV 估值抬升，并在 2017 年末达到阶段性高位。

2018 年，保险板块估值从高位明显回落，主要受新单销售承压和权益市场调整共同影响。开门红销售放缓、代理人增长动能边际走弱，市场开始下修对寿险 NBV 持续高增的预期；权益市场下行拖累投资收益和净资产表现，资产端对估值形成负反馈。板块逐步回落，P/EV 估值由高位向历史中枢附近修正。

2019 至 2020 年，估值一度阶段性修复，但上行持续性不足。权益市场修复带动投资端改善，部分公司负债端仍具韧性，板块估值回升至 1.0 倍 P/EV 附近。但低利率环境逐步强化，疫情扰动线下展业，代理人渠道粗放扩张模式的质量问题开始暴露，市场对长期新单增长和 NBVM 稳定性的担忧上升。资产端修复推动阶段性反弹，但负债端转型压力限制估值进一步扩张。

2021 年，保险板块估值中枢明显下移，核心在于负债端和资产端同时承压。代理人渠道进入深度调整期，低产能人力出清带来新单和 NBV 下行压力，寿险价值增长逻辑转向“队伍质态修复等待验证”；同时长端利率下行压制 EV 预期回报，地产信用风险扰动资产端预期。市场对寿险利差损、资产质量和渠道转型的折价快速扩大，P/EV 估值进入低位区间。

2022 至 2023 年，板块长期处于低估值震荡阶段，主要反映市场对负债成本、资产质量和利润稳定性的持续担忧。虽然预定利率下调、产品结构优化和代理人改革逐步推进，但 NBV 修复尚未形成持续验证，利差损担忧、地产风险、权益市场波动和投资收益率下行仍压制估值中枢。保险股更多呈现阶段性交易机会，系统性估值修复基础仍不充分。

2024 至 2025 年，保险板块估值出现阶段性修复。预定利率下调后负债成本压力边际缓释，上市险企 NBV 增速改善，分红险转型、长期期交增长、个险渠道质态修复和银保渠道报行合一政策落地强化市场对负债端价值增长的预期；同时权益市场回暖和高股息配置逻辑升温，资产端表现有所改善。板块 P/EV 从底部回升，但仍低于历史中枢。

2026 年以来，保险板块估值再度回落至历史中低位，市场担忧投资端较大的波动是否会显著影响利润表。1Q26 上市险企 NBV 延续较快增长，长期期交和个险渠道质态改善支撑负债端价值增长，但投资收益率普遍承压，公允价值变动对利润表扰动加大。

图 23：利润表波动加剧压制 A 股险企 P/EV 估值



数据来源：iFinD，东方证券研究所；注：数据截至 2026 年 6 月 11 日

当前保险板块低估值同时包含低利率、资产波动和利润稳定性的折价。与 2021 至 2024 年负债端和资产端双重承压不同，当前上市险企 NBV 已进入修复通道，长期期交业务增长较快，个险渠道质态改善，财险综合成本率延续优化，基本面最差阶段已经过去。但市场仍对低利率环境下投资收益率下行、IFRS 9 下利润表波动等因素保持折价，导致 P/EV 估值仍处历史低位。

估值修复的核心驱动预计从资产端弹性转向负债端价值兑现。权益市场回暖能够阶段性改善净资产和投资收益表现，但在权益仓位维持高位、会计分类加大利润表波动的背景下，单纯依赖资产端 β 推动估值上行的持续性较弱。相较之下，NBV 持续高增长、长期期交贡献提升、个险渠道人均产能继续改善和分红险经营质量验证，更能决定 EV 增长质量和估值中枢。后续保险股重估的关键仍在于市场能否重新确认寿险长期价值增长的稳定性。

投资建议

2026 年以来，上市险企负债端修复趋势延续，NBV 保持较快增长，长期期交业务改善，个险渠道质态提升，财险综合成本率延续优化，行业基本面仍处于价值修复通道。当前主要 A 股上市险企 P/EV 估值仍处历史低位，已较充分反映市场对低利率、投资收益波动和利润稳定性的担忧。随着负债端价值增长持续兑现、分红险转型质量逐步验证、长期期交和个险渠道贡献提升，保险板块估值具备继续修复基础。

配置方向上，建议优先关注负债端价值增长确定性较强、NBVM 稳定性较好、个险渠道质态持续改善、资产负债管理能力较强且分红回报具备吸引力的头部险企。短期看，权益市场波动和 IFRS 9 下利润表扰动仍可能影响板块行情节奏，资产端弹性较强的公司在市场上行阶段具备阶段性修复弹性；中期看，保险股重估的核心仍在于 NBV 持续增长、EV 稳健扩张、投资收益稳定和分红能力兑现。

建议关注价值增长确定性较强、估值仍处低位且经营质量持续改善的上市险企。相关标的：1) 投资端弹性较强，受益于二季度权益市场回暖的：中国人寿(601628，买入)、新华保险(601336，买入)；2) 今年全年业绩有望表现亮眼的：中国平安(601318，买入)；3) 资负两端经营稳定的：中国太保(601601，未评级)、中国人保(601319，买入)。

风险提示

- 1) **长端利率下行超预期**：保险资金具有长周期特性，若宏观经济复苏乏力导致长端利率长期处于低位甚至进一步下行，将显著增加公司新增资产与到期资产的再投资压力，导致净投资收益率承压。同时，折现率下行将直接影响内含价值的计算假设，导致有效业务价值和内含价值的评估结果面临缩水风险，进而压制估值中枢。
- 2) **权益市场大幅波动**：公司资产配置中包含一定比例的股票与基金权益资产。若资本市场出现大幅震荡或系统性下跌，一方面将通过 FVTPL 资产直接冲击当期归母净利润；另一方面，计入 FVOCI 的资产波动将影响净资产水平，进而导致综合投资收益率不及预期。
- 3) **寿险改革成效不及预期**：尽管个险渠道已企稳，但若代理人队伍规模继续大幅脱落，或新人的留存率与产能提升速度低于预期，将导致新业务价值增长乏力。
- 4) **居民收入不及预期**：若居民收入预期不稳导致长期储蓄型与保障型产品需求持续疲软，可能导致保费增速放缓，影响负债端未来的利润释放能力。
- 5) **监管政策变化风险**：保险行业受监管政策影响较大，若产品定价、渠道监管、资本约束、偿付能力要求或分红险相关规则进一步调整，可能对公司产品销售节奏、业务结构、资本消耗及盈利能力产生影响。
- 6) **产品结构转型不及预期**：在低利率环境下，公司正推动产品结构向分红险等浮动收益型产品倾斜。若分红险销售推进不及预期，或传统险压降与新产品切换节奏不顺，可能影响新单增长、价值率改善及负债成本优化进程。
- 7) **测算假设偏差风险**：报告中涉及权益配置空间、估值水平、投资收益率及部分经营指标测算，基于公开披露数据及一定假设进行整理。由于不同公司披露口径、资产分类、会计计量方式和精算假设存在差异，相关测算结果可能与实际情况存在偏差。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或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（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。