仅供内部参考，请勿外传

分红险全面转型 重塑行业高质量发展逻辑

保险行业 2026 年中期投资策略

上半年资金面是保险股价主要扰动因素，下半年行业政策红利有望加速兑现，资负匹配成为险企经营胜负手。

- **回顾上半年，**保险板块显著跑输大盘，主要是市场风格向科技成长倾斜，同时宽基 ETF 集中赎回，权重保险股受到被动减持与部分大股东减仓压力。负债端方面，存款搬家深化推动寿险保费增长，上市险企 NBV 增速和驱动路径显著分化。产品结构持续优化，分红险占据核心地位。多渠道专业化销售能力进一步加强，银保渠道贡献攀升，代理人队伍量稳质升。财险保费增速换挡，车险负增主要是新车销量受到新能源车购置税政策调整、消费信心偏弱及高油价等多重因素影响，非车险成为增长主引擎。上市险企综合成本率持续优化，赔付及费用均有改善。资产端方面，股债双牛格局下，险资运用规模稳步扩张，“哑铃型”配置结构进一步强化。2026Q1 行业股票占比为 10.1%处于近年来高位，权益配置中枢明显抬升，主要是政策空间打开、市场机遇推动及长期投资收益要求等因素驱动。上市险企净投资收益率延续下降趋势，总投资收益率受权益市场影响波动。4 月以来随着资本市场稳步回暖，险企投资收益有望显著改善。
- **展望下半年，**（1）寿险：供需共振之下，上市险企全面转向分红险成为发展共识，预计 2026 年分红险在寿险行业新单保费中的占比有望提升至大半以上。银保渠道“报行合一”深化反内卷，行业格局优化的政策红利有望在下半年加速兑现；个险渠道彰显韧性，依然是上市险企业务基本盘。（2）财险：车险保费预计低位增长，新能源车险是主要驱动力；非车险增长动能强劲，短期健康险是重要看点。“报行合一”全面深化落地有望带来费用端的制度性压降，下半年重点关注大灾对 COR 的扰动。（3）资产端：固收方面，利率低位双向波动使得险企对债券配置的择时属性增强，叠加分红险更短的有效久期缓解资负匹配压力，险资债券配置逐步转向多元稳健布局。债券“南向通”正式开闸，也进一步拓宽了险企固收投资新渠道。权益方面，保险资金增量可期，分红投资账户的风险偏好显著提升，一方面体现为权益类资产占比高于传统险账户，另一方面体现为股票持仓更具弹性、成长性更强，且以 FVTPL 分类为主，以更好追求超额收益。与此同时，在平衡投资收益稳定性与业绩波动的背景下，兼具稳定现金流与长期回报的高股息资产仍是险企重点配置方向。我们预计“高股息资产打底、成长型资产增效”的权益配置模式，有望持续成为险企的核心投资策略。（4）监管环境：金融严监管定调，行业竞争格局改善，利好资本充足、渠道管控能力较强、资产负债管理稳健的头部险企。
- **投资建议：**维持行业推荐评级，个股推荐中国太平、中国人寿、新华保险、中国平安、中国太保，重视中国财险的长期投资价值。
- **风险提示：产品吸引力下降；资本市场波动；利率下行；监管收紧。**

推荐（维持）

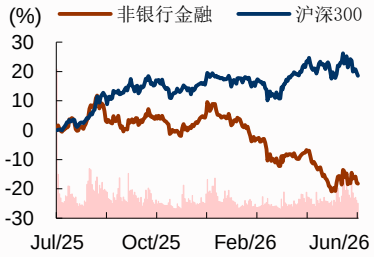
总量研究/非银行金融

行业规模

		占比%
股票家数（只）	89	1.7
总市值（十亿元）	5639.9	5.0
流通市值（十亿元）	5502.7	5.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	1.4	-24.7	-17.4
相对表现	0.5	-25.1	-36.4



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《非银周度观点（20260705）—国泰海通中报预告大超预期，QDII 额度扩容打开险资出海空间》2026-07-08

2、《非银周度观点（20260628）—重视头部券商配置性价比！》2026-07-02

3、《非银金融 26Q1 重仓持股分析及板块最新观点—非银板块被减仓，整体显著低配》2026-06-23

张晓彤 S1090524120006
zhangxiaotong2@cmschina.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

一、2026H1 复盘 4
1、股价复盘：板块整体走弱 4
2、负债端回顾 5
（1）寿险：产品和渠道多元化发展应对需求变化 5
（2）财险：非车险驱动保费增长，COR 同比优化 6
3、资产端回顾：市场波动影响存量资产增值难度 8
4、财务表现：利润整体承压，净资产稳健增长 9
二、2026H2 展望 10
1、负债端展望 10
（1）寿险：分红险全面转型重塑行业高质量发展逻辑 10
（2）财险：非车险增长动能强劲，“报行合一” 全面深化落地 12
2、资产端展望：配置策略更加匹配负债属性 13
3、行业环境展望：金融严监管定调 16
三、投资建议及风险提示 16
1、投资建议 16
2、风险提示 17

图表目录

图 1：截至 6 月 30 日 A/H 保险指数分别下跌 27.2%/9.1% 4
图 2：26Q1 公募基金保险板块持仓情况 4
图 3：截至 6 月 30 日保险个股普遍下跌，港股跌幅较小 5
图 4：截至 6 月 30 日 A 股上市险企 PEV 估值 5
图 5：截至 5 月人身险公司累计原保费收入及同比增速 5
图 6：26Q1 主要上市险企 NBV 和新单保费同比增速 5
图 7：26Q1 主要上市险企银保期交保费占比大幅上升 6
图 8：26Q1 主要上市险企代理人规模（万） 6
图 9：截至 5 月财产险公司累计原保费收入及同比增速 7
图 10：截至 5 月国内狭义乘用车零售销量及同比增速 7
图 11：截至 5 月财产险公司车险/非车险保费占比 7

仅供内部参考，请勿外传

图 12：26Q1 财险老三家保费增速分化 7
图 13：26Q1 全国自然灾害年累计直接经济损失 8
图 14：26Q1 财险老三家综合成本率下行 8
图 15：十年期国债收益率走势 8
图 16：26H1 权益市场主要指数表现分化 8
图 17：26Q1 保险业资金运用余额稳步增长 9
图 18：26Q1 保险业资金运用配置结构 9
图 19：26Q1 主要上市险企净投资收益率 9
图 20：26Q1 主要上市险企总投资收益率 9
图 21：26Q1 主要上市险企归母净利润及增速 10
图 22：26Q1 主要上市险企归母净资产及增速 10
图 23：普通型人身保险产品预定利率研究值变化 11
图 24：分红险演示利率上限和预定利率上限变化 11
图 25：行业分红险成主力（亿） 11
图 26：中国新能源汽车销量 13
图 27：新能源商业车险签单保费 13
图 28：30 年国债收益率走势 14
图 29：点心债发行总额（亿） 15
图 30：点心债加权平均发行利率 15
图 31：点心债存量按债券类型统计 15
图 32：点心债存量按板块统计 15
图 33：保险合同计量模型影响 16

表 1：《关于进一步加强银行代理渠道费用管理有关事项的通知》 12

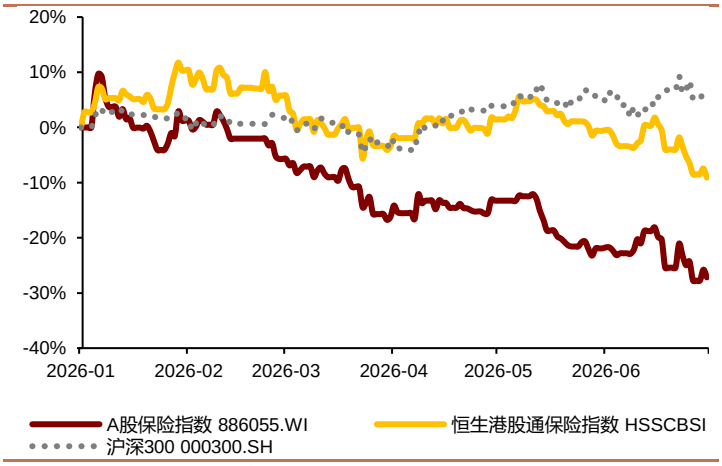
仅供内部参考，请勿外传

一、2026H1 复盘

1、股价复盘：板块整体走弱

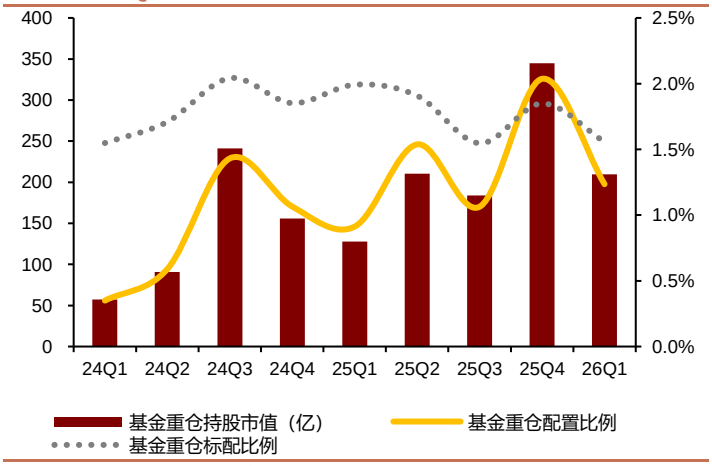
年内保险板块显著跑输大盘，资金面是股价主要压制因素。年初保险行业“开门红”表现超预期，叠加春季躁动行情催化，保险指数短暂冲高延续 2025 年末上涨趋势。但随后监管组合拳通过“政策调控+盘面引导+个股监管”维护资本市场稳定，美伊冲突爆发进一步加剧权益市场调整，叠加市场对上市险企 2025Q4 以及 2026Q1 利润的担忧，保险股转入震荡下行阶段。一季度末公募基金对保险板块持仓占比为 1.2%，环比大幅下降 0.8pt；板块持股量为 4.7 亿股，环比-30.3%。二季度以来权益市场虽明显回暖，但市场风格向科技成长倾斜，同时宽基 ETF 集中赎回，权重保险股受到被动减持与部分大股东减仓压力，板块跌幅进一步扩大。截至 6 月 30 日，A 股保险板块年内累计跌幅超过 27%，大幅跑输沪深 300；港股保险板块表现相对更优，主要是由于其不直接承受境内宽基 ETF 赎回压力，较大的 A/H 估值折价、较高的股息率及南向资金配置也形成了对股价的有力支撑。

图 1：截至 6 月 30 日 A/H 保险指数分别下跌 27.2%/9.1%



资料来源：Wind、招商证券

图 2：26Q1 公募基金保险板块持仓情况

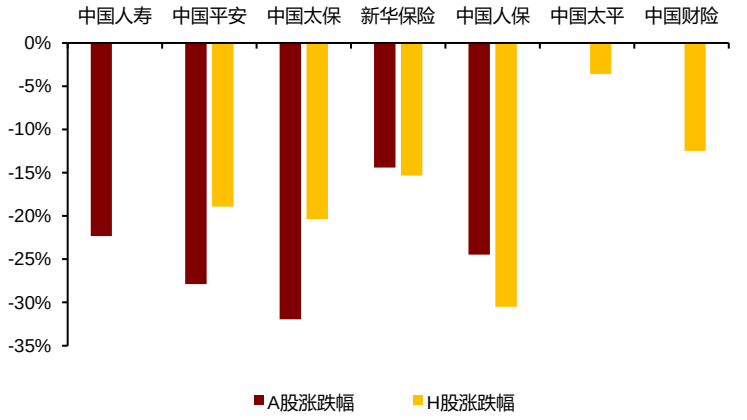


资料来源：Wind、招商证券

个股股价均不同程度下跌，估值处于历史低位。截至 6 月 30 日，上市险企股价涨跌幅分别为中国人寿（H）-0.1%>中国太平（H）-3.6%>中国财险（H）-12.5%>新华保险（A）-14.4%>新华保险（H）-15.3%>中国平安（H）-18.9%>中国太保（H）-20.4%>中国人寿（A）-22.3%>中国人保（A）-24.5%>中国平安（A）-27.9%>中国人保（H）-30.5%>中国太保（A）-31.9%。其中，港股中国人寿和中国太平在低估值下跌幅较小，A 股新华保险的资产配置更偏成长相对抗跌。估值方面，截至 6 月 30 日上市险企估值分别为中国人寿（A/H）0.59/0.44 xPEV、新华保险（A/H）0.58/0.45 xPEV、中国平安（A/H）0.51/0.54 xPEV、中国太保（A/H）0.40/0.38 xPEV、中国太平（H）0.22xPEV、中国财险（H）0.92xPB，均处于历史低位。

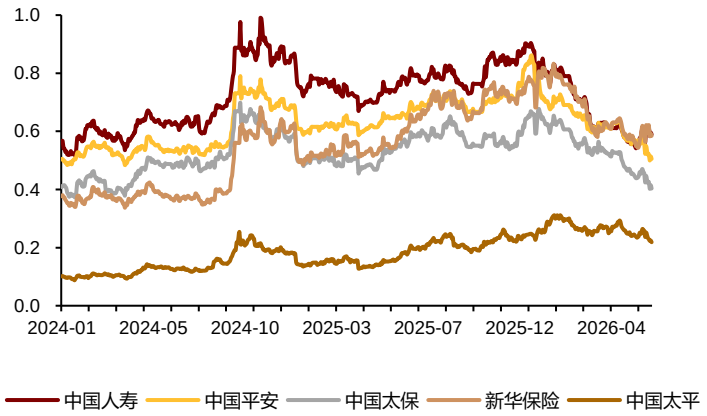
仅供内部参考，请勿外传

图 3：截至 6 月 30 日保险个股普遍下跌，港股跌幅较小



资料来源：Wind、招商证券

图 4：截至 6 月 30 日 A 股上市险企 PEV 估值



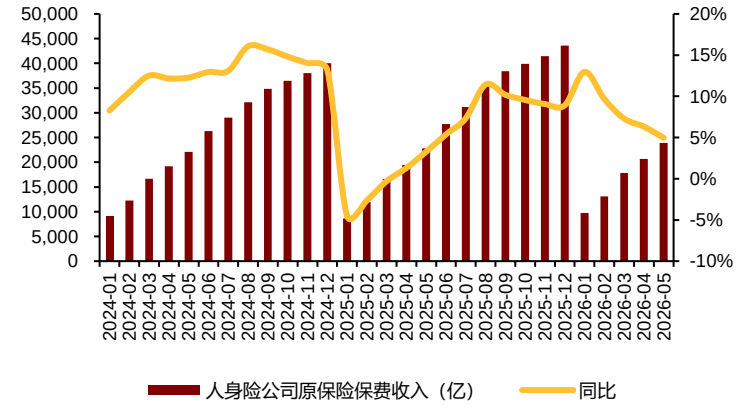
资料来源：Wind、招商证券

2、负债端回顾

（1）寿险：产品和渠道多元化发展应对需求变化

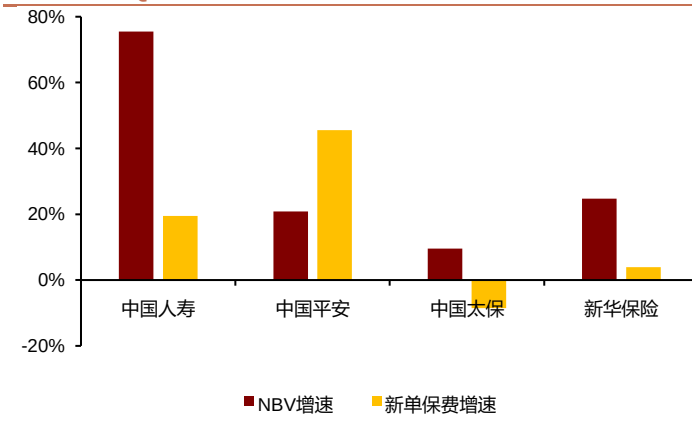
存款搬家深化驱动寿险保费增长，上市险企 NBV 增速有所分化。近年在存款利率持续下行背景下，居民中长期定期存款集中到期，资产再配置需求显著上升，具备长期锁定收益与保障属性的保险产品成为“挪储”潮的重要承接方。2026 年 1-5 月人身险公司原保费收入达 23928.2 亿，同比增长 5.0%，增速较去年同期提升 1.7 个百分点。从上市险企新业务价值来看，2026Q1 各公司在高基数上继续实现较快增长，NBV 增速分别为中国人寿+75.5%>新华保险+24.7%>中国平安+20.8%>中国太保+9.6%，但驱动路径显著分化。中国人寿新单保费稳健增长 19.5%，但受益于产品结构优化和负债成本管控等因素，新业务价值率大幅提升，推动 NBV 增速显著领先同业；中国太保和新华保险同样依靠新业务价值率大幅改善驱动 NBV 较快增长。中国平安则是以量补价，NBV Margin 同比-4.8pt 至 23.5%，但新单保费大增 45.5%实现有效对冲，支撑价值增长。

图 5：截至 5 月人身险公司累计原保费收入及同比增速



资料来源：国家金融监督管理总局、招商证券

图 6：26Q1 主要上市险企 NBV 和新单保费同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

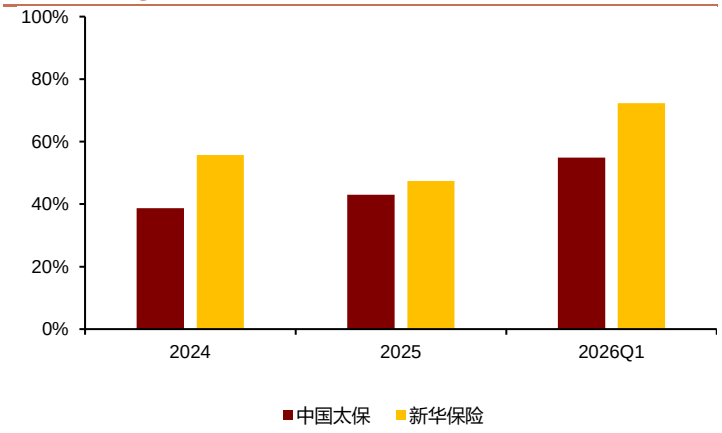
产品结构持续优化，分红险占据核心地位。得益于监管政策大力引导浮动收益型产品发展、预定利率动态调整使得分红险兼具保底和浮动收益的优势更加突出、

仅供内部参考，请勿外传

股市向好进一步提升客户投资信心以及上市险企多措并举坚定分红险业务推动等，行业产品转型取得显著成果。2026 年一季度，54 家寿险公司披露的前五大产品中，分红险产品共 102 款，总保费达 2138 亿，占比 48%超越普通型产品位居第一。上市险企分红险销售更加快速崛起，2026Q1 中国人寿浮动收益型业务首年期交保费占比超 90%；中国太保分红险占比也在 90%左右，10 年期及以上分红险新保期缴占比逐月提升。

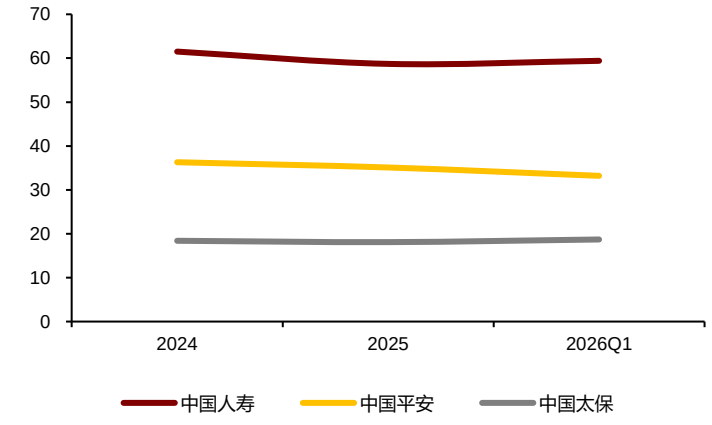
多渠道专业化销售能力进一步加强，银保渠道贡献攀升，代理人队伍量稳质升。1）银保渠道紧抓居民“存款搬家”后的资金转嫁需求和银行净息差收窄背景下的中间业务发展契机，实现强劲增长。2026 年一季度，已公布分渠道保费收入的 63 家人身险公司合计实现签单保费 9678 亿,其中银保渠道保费 4623 亿，占比达 48%，稳居人身险行业第一大保费来源。上市险企深化与国有大行、头部股份制银行及优质城商行的全面合作，更加聚焦价值经营，坚持长期交产品多品类均衡销售，严格落实“报行合一”政策。2026Q1 中国太保和新华保险银保渠道期交新单占比分别提升至 54.8%、72.3%，中国平安银保、社区金融及其他渠道对寿险 NBV 贡献占比同比提升 6.8 个百分点，银保渠道对负债端高质量发展的贡献进一步提升。2）个险渠道坚持专业化发展，代理人规模基本企稳，一季度末中国人寿、中国平安、中国太保代理人数量分别为 59.4 万、33.2 万、18.7 万，较年初+1.2%、-5.4%、+1.1%。上市险企队伍质态不断改善，优增优育成效夯实，2026Q1 中国太保核心人力月人均首年规模保费达 11.8 万，同比+43.3%；新华保险绩优人力人均期交保费同比增长超 25%。

图 7：26Q1 主要上市险企银保期交保费占比大幅上升



资料来源：公司公告、招商证券

图 8：26Q1 主要上市险企代理人规模（万）



资料来源：公司公告、招商证券

（2）财险：非车险驱动保费增长，COR 同比优化

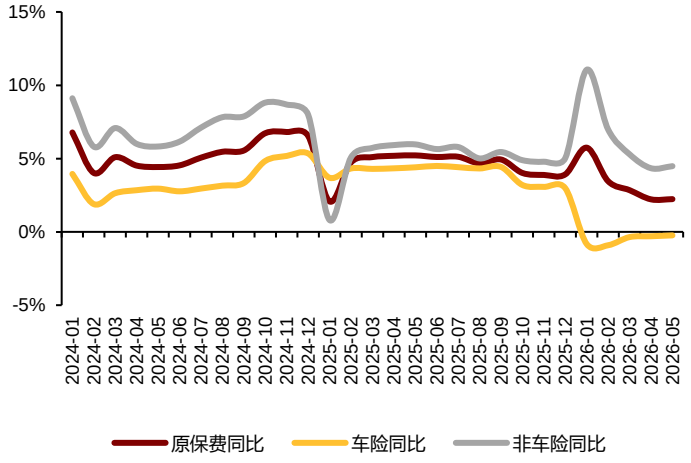
财险保费增速换挡，整体有所承压。2026 年 1-5 月财产险公司原保费收入为 7979.3 亿、同比+2.2%，一季度“老三家”保费增速分别为平安财险+6.8%＞中国财险+1.4%＞太保财险-0.3%，均较上年同期明显放缓。

细分来看，车险负增，非车险成为增长主引擎。1）车险方面，2026 年 1-5 月行业保费同比-0.2%，主要是新车销量受到新能源车购置税政策调整、消费信心偏弱及高油价等多重因素影响。根据中国汽车流通协会数据，1-5 月国内狭义乘用车零售销量 709.9 万辆，同比下降 19.5%。在存量业务增长乏力的态势下，新车销售承压对车险保费增速持续产生负面影响。公司层面，一季度“老三家”车险保费增速分别为太保财险+0.1%>中国财险 0.0%>平安财险-0.6%，均表现低迷。

仅供内部参考，请勿外传

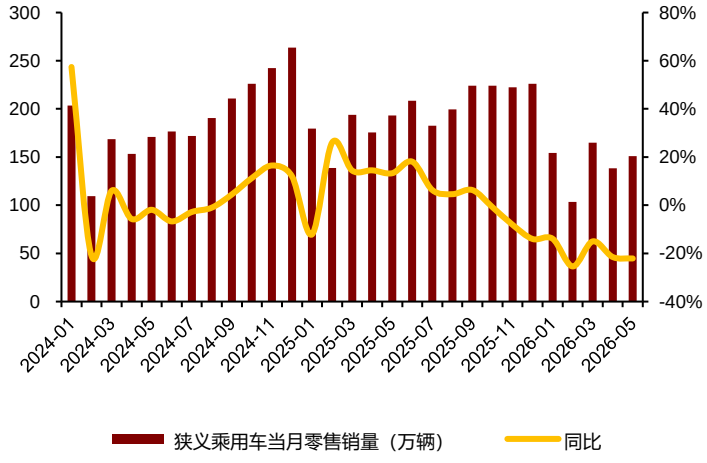
2）非车险方面，1-5 月行业保费同比+4.5%，其中健康险同比+14.6%是非车第一大增长极，主要受益于政策引导、居民健康保障需求集中释放与保险产品供给优化；责任险同比+8.9%，主要受政策法规的强制推动和企业经营风险意识提升驱动；农险则同比-1.0%阶段性承压。公司层面，一季度“老三家”非车险保费增速分别为平安财险+19.5%>中国财险+2.4%>太保财险-0.5%，分化原因预计和同期基数、业务结构优化等相关。

图 9：截至 5 月财产险公司累计原保费收入及同比增速



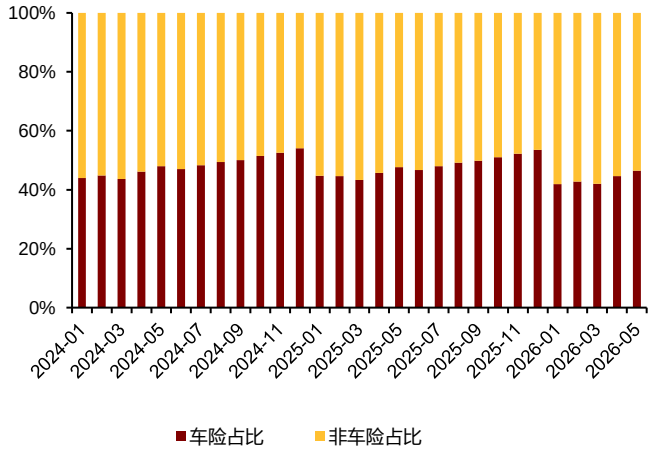
资料来源：国家金融监督管理总局、招商证券

图 10：截至 5 月国内狭义乘用车零售销量及同比增速



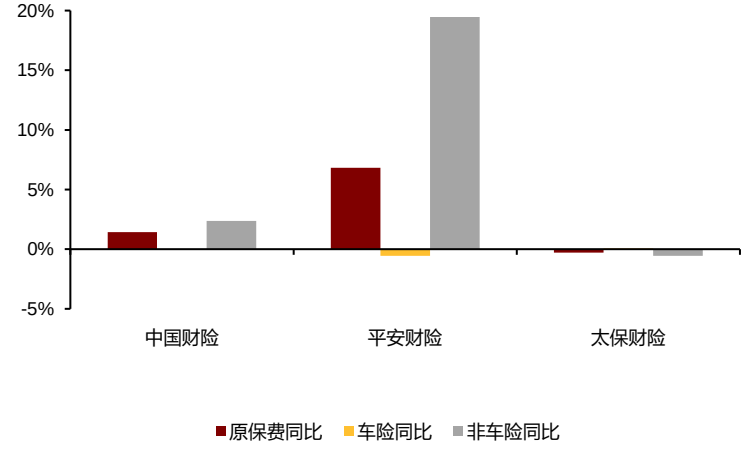
资料来源：中国汽车流通协会乘用车市场信息联席分会、招商证券

图 11：截至 5 月财产险公司车险/非车险保费占比



资料来源：国家金融监督管理总局、招商证券

图 12：26Q1 财险老三家保费增速分化

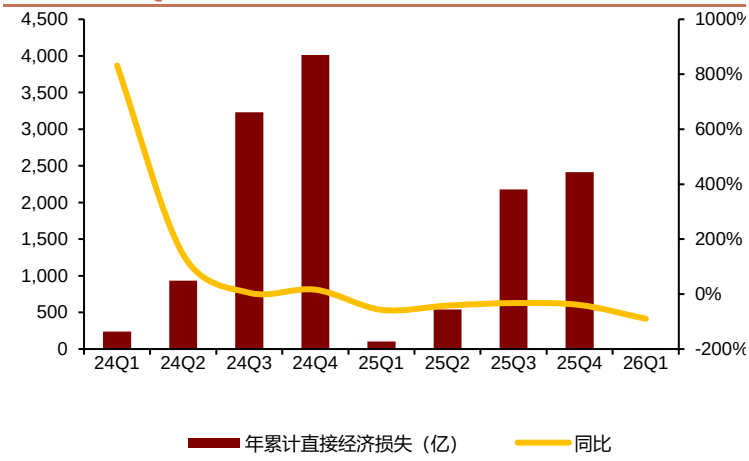


资料来源：公司公告、招商证券

综合成本率持续优化，赔付及费用均有改善。2026 年一季度全国自然灾害造成直接经济损失为 10.4 亿元，同比-89.8%，大灾暴露明显低于上年同期。同时，车险“报行合一”深化，非车险综合治理进一步强化手续费、应收保费及条款费率约束，共同推动费用管控由阶段性压降转向制度化改善。2026Q1“老三家”综合成本率分别为中国财险 94.2%（同比-0.3pt）<平安财险 95.8%（同比-0.8pt）<太保财险 96.4%（同比-1.0pt），承保盈利能力延续改善。

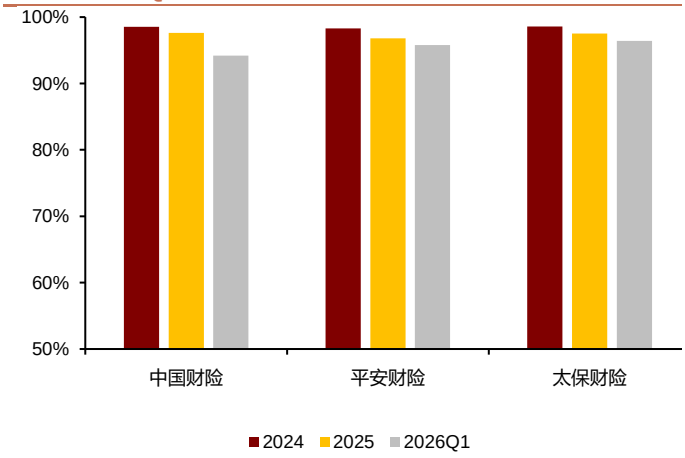
仅供内部参考，请勿外传

图 13：26Q1 全国自然灾害年累计直接经济损失



资料来源：应急管理部、招商证券

图 14：26Q1 财险老三家综合成本率下行

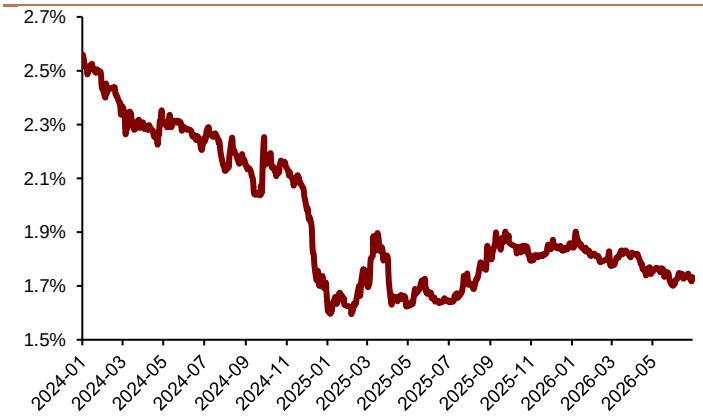


资料来源：公司公告、招商证券

3、资产端回顾：市场波动影响存量资产增值难度

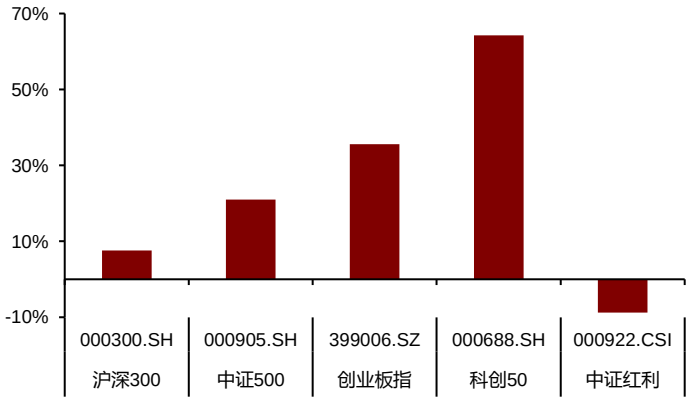
股债双牛格局下，险资运用规模稳步扩张，“哑铃型”配置结构进一步强化。2026 年上半年资产荒进一步驱动长债利率下行，10 年期国债收益率由年初的 1.84%降至 6 月末的 1.70%，整体低位运行。权益市场呈现震荡“慢牛”态势，A 股主要宽基指数多数上涨，但结构性行情突出，科技成长主线明确。在资产端公允价值上升和负债端保费稳步增长的支撑下，保险资金规模延续扩张，一季度末保险业资金运用余额达 39.4 万亿，同比增长 12.9%。从配置结构上看，债券占比达 50.5%仍是保险公司资产配置的基本盘，主因低利率环境下，险资持续加大长债等配置规模，以拉长资产久期、锁定票息收益，对冲利率下行风险。股票占比为 10.1%处于近年来高位，权益配置中枢明显抬升，主要是政策空间打开、市场机遇推动及长期投资收益要求等因素驱动。与此同时，优质非标资产供给收缩，叠加信用风险及久期匹配约束，其配置占比持续下降，精细化的“哑铃型”策略成为险企兼顾资产负债匹配与收益增厚的理性选择。

图 15：十年期国债收益率走势



资料来源：中国债券信息网、招商证券

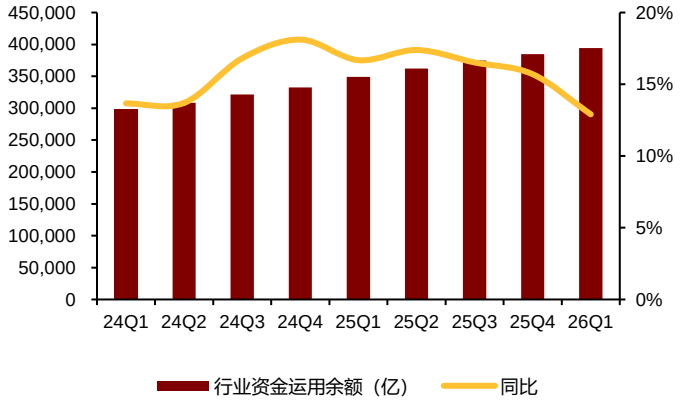
图 16：26H1 权益市场主要指数表现分化



资料来源：Wind、招商证券

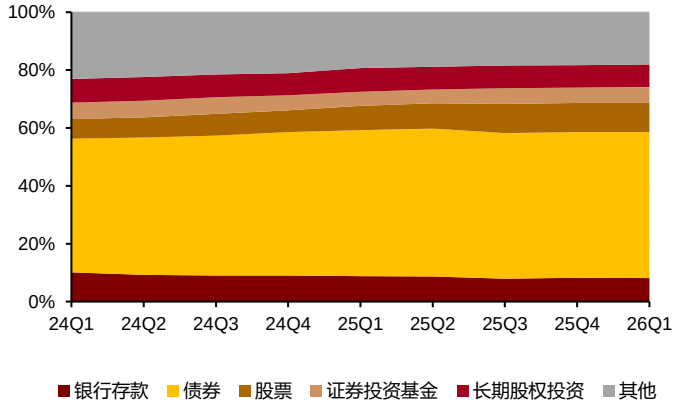
仅供内部参考，请勿外传

图 17：26Q1 保险业资金运用余额稳步增长



资料来源：国家金融监督管理总局、招商证券

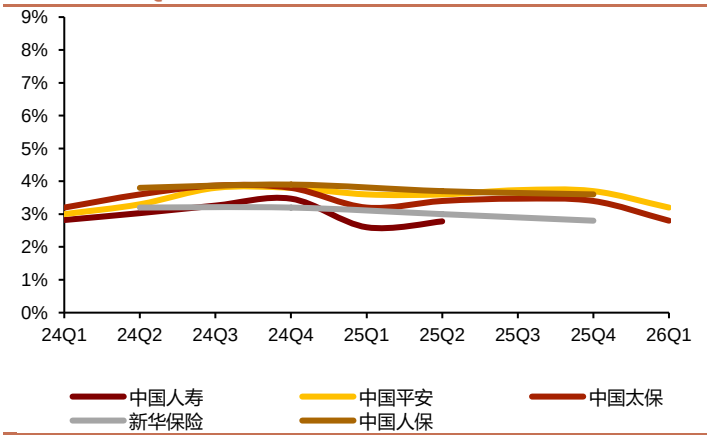
图 18：26Q1 保险业资金运用配置结构



资料来源：国家金融监督管理总局、招商证券

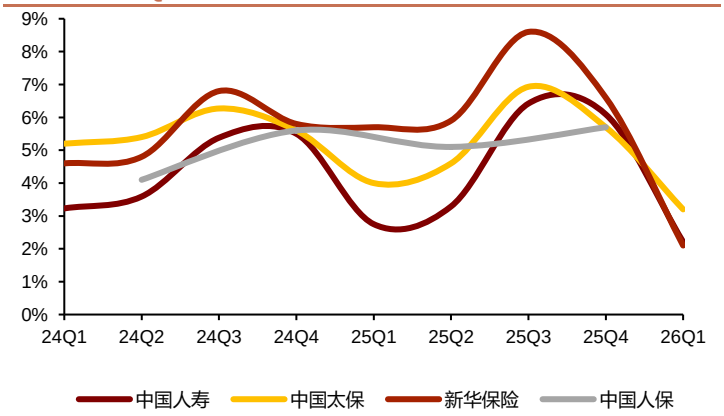
上市险企净投资收益率延续下降趋势，总投资收益率受权益市场影响波动。2026Q1 保险公司新增及到期再配置固收资产收益率普遍承压，中国平安和中国太保非年化净投资收益率分别为 0.8%和 0.7%，同比均下降 0.1pt。权益配置高位叠加新金融工具准则实施，进一步增强了保险资金对市场波动的敏感度，一季度股市下跌使得各公司公允价值变动损益及证券买卖损益普遍回落，年化总投资收益率分别为中国太保 3.2%（同比-0.8pt，按一季度 0.8%简单年化测算）>中国人寿 2.2%（同比-0.5pt）>新华保险 2.1%（同比-3.6pt）。4 月以来随着资本市场稳步回暖，险企投资收益有望显著改善。

图 19：26Q1 主要上市险企净投资收益率



资料来源：公司公告、招商证券

图 20：26Q1 主要上市险企总投资收益率



资料来源：公司公告、招商证券

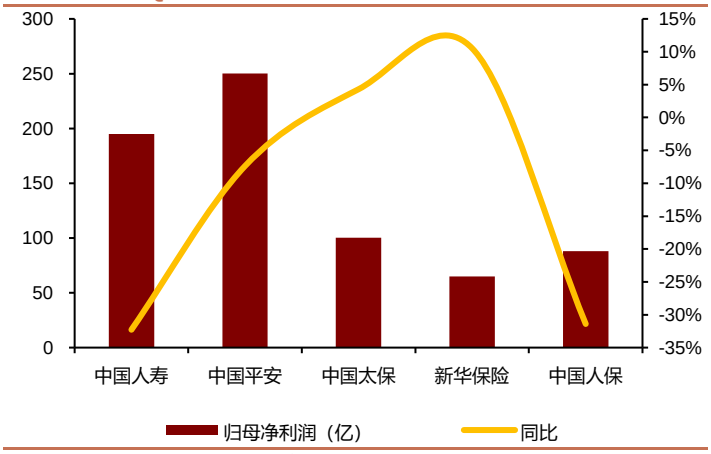
4、财务表现：利润整体承压，净资产稳健增长

利润端普遍负增长主要受投资拖累，净资产均实现正增长。2026Q1 五家 A 股上市险企合计实现归母净利润 698.8 亿，同比-17.0%，呈现“两升三降”：新华保险和中国太保分别增长 10.5%和 4.3%，中国平安、中国人保和中国人寿分别下降 7.4%、31.4%和 32.3%。其中新华两位数增长主要受益于债券兑现收益，其他险企投资业绩整体承压。同时，新准则下不同险企对资产、负债的评估贴现利率选取存在差异，利率走势不同导致的资产负债错位影响也存在较大区别，净资产波动幅度明显加大。2026Q1 长端利率表现平稳，使得其他综合收益端扰动减弱，新华保险、中国太保、中国人保、中国平安、中国人寿归母净资产分别较年初增

仅供内部参考，请勿外传

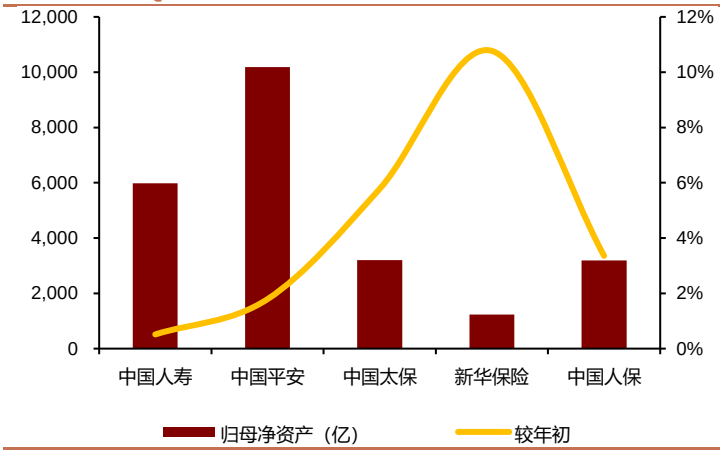
长 10.8%、5.8%、3.4%、1.8%、0.5%，均实现正增长。

图 21：26Q1 主要上市险企归母净利润及增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 22：26Q1 主要上市险企归母净资产及增速



资料来源：公司公告、招商证券

二、2026H2 展望

1、负债端展望

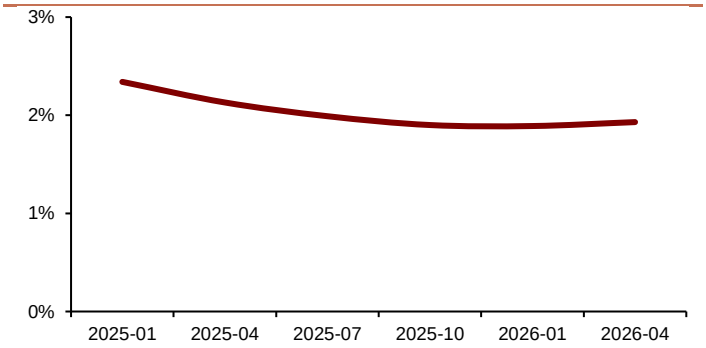
（1）寿险：分红险全面转型重塑行业高质量发展逻辑

供需共振之下，上市险企全面转向分红险成为发展共识。近年来寿险销售迎来新一轮增长周期，主要得益于居民旺盛的储蓄替代需求，保险产品成为了承接银行体系迁徙资金的核心蓄水池之一。而在政策审慎导向、市场利率走低和定价机制动态调整的共同作用下，保险供给侧也在发生变革，具有弹性收益机制的分红险开始成为储蓄类产品的重点发力方向，其相对更低的保证利率与分红平滑机制，既能有效降低险企刚性负债成本，又能在“上有可期”的浮动收益中与客户形成良性互动。我们预计，面对数十万亿级定存资金正在陆续到期带来的财富再配置机遇，分红险重登行业 C 位有望持续引领产品转型浪潮。展望下半年，考虑到市场利率逐渐企稳且大幅下行的可能性较小，年内预定利率触发调整的概率较低，但 7 月起全行业分红险演示利率上限将根据监管要求从 3.9%下调至 3.5%，险企利差损压力有望进一步缓解。同时各公司产品在宣传端的差异缩小，竞争更加聚焦于实际投资能力、分红实现率的稳定性和客户服务水平等，头部保险公司有望获得更多市场认可。而中小险企考虑到股东回报、偿付能力、客户预期和投资能力等多维度因素，分红险转型未必会盲目跟风大公司，预计 2026 年分红险在寿险行业新单保费中的占比有望提升至大半以上。



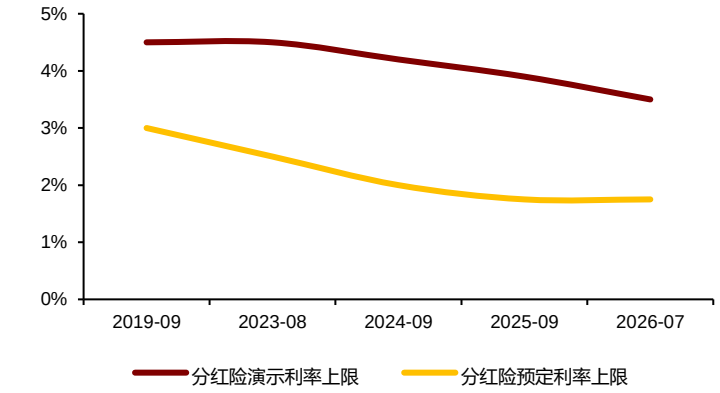
仅供内部参考，请勿外传

图 23：普通型人身保险产品预定利率研究值变化



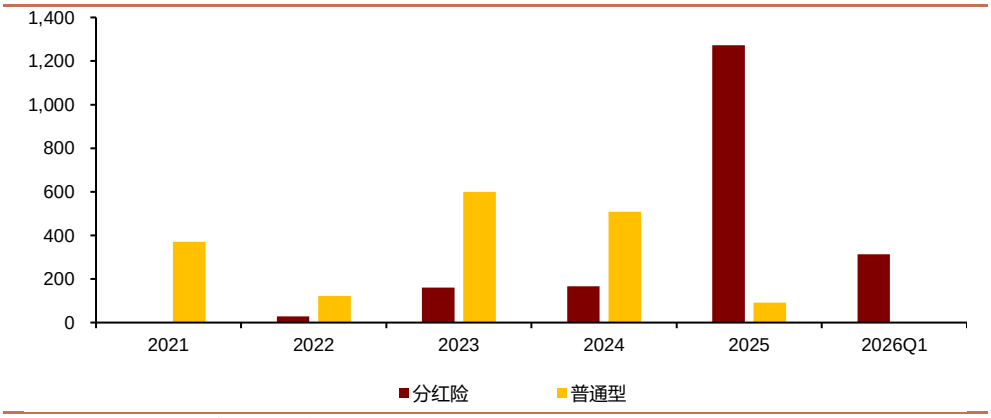
资料来源：中国保险行业协会、招商证券

图 24：分红险演示利率上限和预定利率上限变化



资料来源：中国保险行业协会、招商证券

图 25：行业分红险成主力（亿）



资料来源：13 个精算师、招商证券

银保渠道“报行合一”深化反内卷，行业格局优化的政策红利有望在下半年加速兑现。2026 年 3 月国家金融监督管理总局下发《关于进一步加强银行代理渠道费用管理有关事项的通知》（金寿险函〔2026〕65 号），要求保险公司将“报行合一”合规管理纳入公司考核与问责机制，细化银保专员薪酬激励、培训及客户服务费等费用报送要求，6 月 30 日起不满足新规要求的产品需要全面下架。我们认为，下半年随着“65 号文”全面落地，银保渠道发展模式有望持续重塑，保险公司通过费用的精细化和管理责任的明确化，将进一步降低渠道实际费用水平。虽然行业整体可能面临短期销售阵痛，但在居民存款搬家现象带来持续增量资金的大背景下，银保渠道的客户优势和账户优势依然明显，头部险企加速向以服务能力为核心的经营模式转型，资本实力、品牌信誉与成本优势等进一步凸显，市占率和盈利能力有望继续提升。

仅供内部参考，请勿外传

表 1：《关于进一步加强银行代理渠道费用管理有关事项的通知》

政策维度	核心要求
费用分项备案	银保产品备案时须按智能检核系统要求，分项报送四类费用：向银行支付的佣金、银保专员薪酬激励、培训及客户服务费、分摊的固定费用。不得笼统报一个总数，从源头杜绝费用模糊地带。
费用执行规范	实际费用支出须严格按备案的精算报告执行，不得多付或以其他名目变相支付；所有费用支出须取得真实、合法、有效的凭证；不得将佣金、培训及客户服务费等结余费用调剂用于发放银保专员薪酬；不得以出单费、信息费、技术服务费等名义变相支付渠道费用。
责任层层压实	将“报行合一”合规管理纳入内部考核与问责机制；董事会每年至少一次专题听取报告，总经理负总责，总精算师、财务负责人、分管银保高管各司其职，各级分支机构主要负责人对本机构负责。
监管持续高压	各地金融监管局持续开展现场检查；建立违规问题和典型案例行业通报机制，同步通报保险总公司和法人机构监管部门。

资料来源：国家金融监督管理总局、招商证券

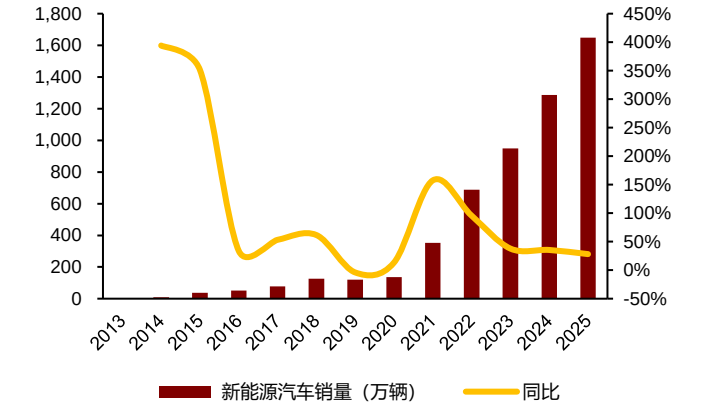
个险渠道彰显韧性，依然是上市险企业务基本盘。虽然近年代理人渠道在持续转型下规模人力下行、增速相比银保渠道较缓，但其寿险销售“压舱石”的价值并未被削弱。尤其对头部公司而言，个险队伍作为自有渠道，其销售能力、队伍管理、职场建设及企业文化均掌握在险企手中，不受外部渠道合作关系的制约，代理人在销售长年期期缴高保证的复杂性产品方面更是具备不可替代的独特优势，因此仍然是公司最重要的核心渠道。我们预计，随着外部增员环境持续改善与队伍专业化、职业化转型成效显现，头部险企代理人规模有望筑底企稳，叠加人均产能维持高位，个险渠道有望延续稳健增长，提质增效将成为主旋律。

（2）财险：非车险增长动能强劲，“报行合一”全面深化落地

车险保费预计低位增长，新能源车险是主要驱动力。6 月 23 日商务部等 9 部门联合印发《关于培育壮大汽车后市场消费若干措施的通知》，提出 17 项激发汽车后市场活力的政策举措，着力培育汽车消费新业态、打造多元消费新场景。同时明确加大保险服务支持力度，创新优化车险产品供给，建立保险车型综合分级制度，探索“车电分离”保险模式。预计一系列政策组合拳将为汽车消费注入持续增长动能，但是 2026 年下半年面临去年同期尤其是四季度新能源车购置税退出前抢购的高基数，国内整体零售大盘依旧处于存量调整周期，预计全年车险保费较去年持平或低位增长。从保费结构来看，中汽协预测 2026 年汽车总销量约 3475 万辆，同比微增 1%；而新能源汽车销量预计将大幅增长 15.2%，达到 1900 万辆的历史新高，对应渗透率约 54.7%。在汽车行业油电切换的长期趋势更加显性的背景下，燃油车市场份额持续收缩，新能源车逐步成为汽车市场的主导力量和车险保费增长的核心引擎。与此同时，继 2026 年 3 月新能源车险自主定价系数范围扩围至[0.55,1.45]后，预计下半年将再次渐进式调整，最终对齐燃油车自主定价系数[0.5,1.5]标准，从而有效缓解部分高风险车型定价不足的问题，进一步改善新能源车险的承保经营环境。

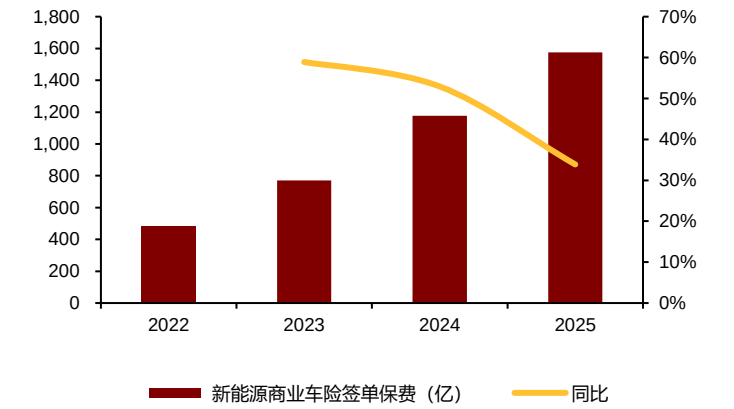
仅供内部参考，请勿外传

图 26：中国新能源汽车销量



资料来源：中国汽车工业协会、招商证券

图 27：新能源商业车险签单保费



资料来源：证券日报、招商证券

非车险保费有望领衔财险增量，短期健康险是重要看点。在医保商保数据协同等政策框架积极引导、高品质医疗需求持续出现结构性外溢、“支付+服务”融合趋势加速以及 AI 科技浪潮重塑产业效率等多重利好之下，商业健康险有望成为 2026 年财险行业保费增速最快的板块。此外，2026 年 3 月科技部、金融监管总局等四部门联合发布《关于加快推动科技保险高质量发展 有力支撑高水平科技自立自强的若干意见》，部署 20 项举措，鼓励围绕人工智能、集成电路、量子科技、脑机接口及具身智能等前沿领域开发专属产品，叠加深圳、陕西等地配套方案及保费补贴政策落地，科技保险相关业务也有望带动企财险、责任险及保证险等业务加快扩容。

“报行合一”全面落地带来费用端的制度性压降，下半年重点关注大灾对 COR 的扰动。车险方面，预计 2026 年“报行合一”持续巩固、费用率稳中向好；叠加车型结构持续优化、智能辅助驾驶及 AEB 等主动安全配置渗透率提升，新能源车出险率有望延续下行趋势，上市险企车险盈利能力有望进一步增强。非车险方面，随着综合治理工作有序推进，企财险、安责险与雇主责任保险已完成产品升级和条款备案，其余非车险产品也将在 2026 年 12 月 31 日前完成重新备案。据人保财险党委书记、总裁张道明表示，公司预计 2026 年非车险“综合治理”成效将率先在企财险、雇主险、安责险等险种的综合费用率上体现，上述险种综合费用率预计同比下降 2 个百分点以上。我们预计非车险见费出单全面实施，将推动行业市场费用快速下降，龙头险企在品牌、规模、服务网络、风险定价与风险减量等方面的核心优势将进一步兑现。此外，下半年还需关注大灾扰动对赔付端的影响。美国 NOAA 已于 6 月 11 日发布厄尔尼诺预警，极端气候可能带来非车险赔付压力，尤其农险、企财险和工程险等较为敏感，大灾暴露较高的 7-9 月是主要观察窗口。

2、资产端展望：配置策略更加匹配负债属性

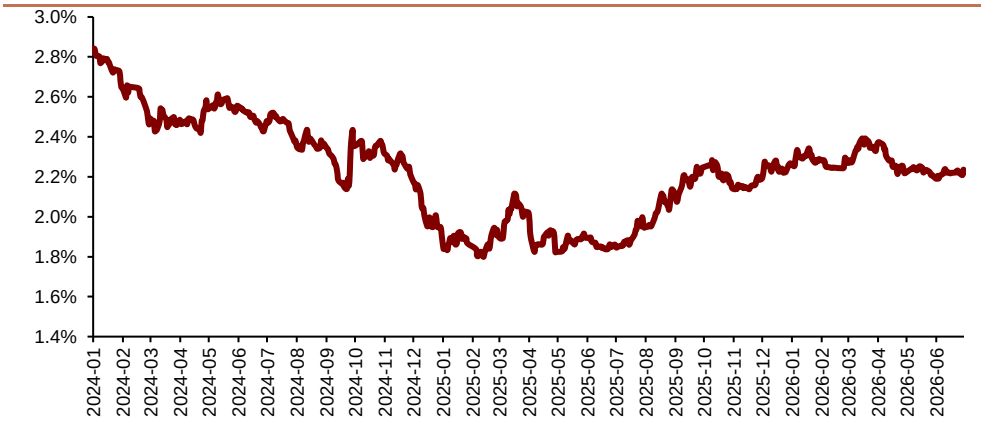
随着可投资金持续积累，险资作为资本市场长期资金的重要性进一步提升，负债端分红险转型更是对险企大类资产配置逻辑产生深远影响。

固收方面，险资是债券市场最重要的长期配置力量，对长端尤其超长债定价具有决定性影响，但配置逐步转向多元稳健布局。一方面，利率低位双向波动使得险

仅供内部参考，请勿外传

企对债券配置的择时属性增强。经历 2024 年债牛后 30 年国债收益率已降至 2%附近，险资对当前点位的性价比评估普遍审慎，不再是有钱就买的纯配置逻辑，而是转向对趋势和点位的主动判断，更多等待收益率调整后择机建仓。另一方面，分红险更短的有效久期使得资产端久期匹配的压力显著缓解。综合《中国保险资产管理》、上证报调查等多方信源来看，目前我国寿险行业资产负债久期平均差值缺口大致约为 7-9 年，中小险企压力更大，预计对于长债的基本配置需求仍然不小。但头部险企统筹考虑负债久期科学管理与资产久期灵活调控，有效控制利率风险（中国人寿有效久期缺口已经控制在 1.5 年以内），分红险“浮动收益”的利率敏感性更使得其有效久期远远短于传统固定收益型产品，预计对于抢配超长债的迫切度或趋于下降；其更追求收益的特点也可能使得保险公司对高等级信用债的配置意愿边际提升，且无需担心计入 FVTPL 账户的债券价格波动对当期利润的冲击。整体而言，我们预计险资对超长债的配置需求不会消失，但后续债券配置将在久期、收益与风险之间试图寻求更好平衡，并强化对利率走势和信用风险的主动管理。

图 28：30 年国债收益率走势

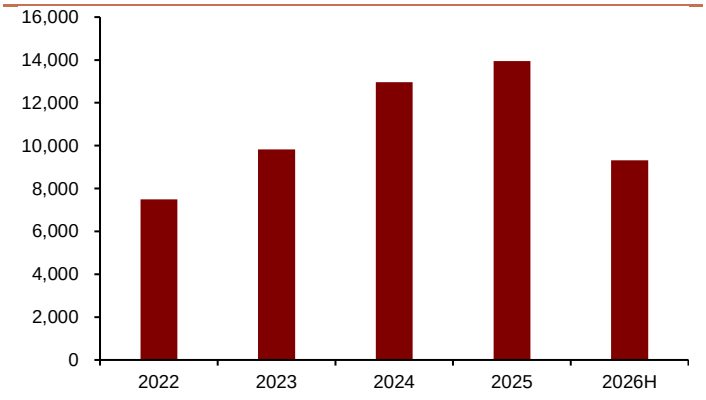


资料来源：中国债券信息网、招商证券

债券“南向通”正式开闸，拓宽险企固收投资新渠道。2025 年 7 月，债券“南向通”投资者范围首次扩展至保险、基金、券商和理财等非银机构。2026 年 6 月，中国人寿、平安人寿、泰康人寿、人保寿险、太保寿险及太平人寿等六家寿险公司首批获准参与“南向通”业务，国寿资产、平安资管、泰康资产、人保资产等受托保险资管机构则均已完成首笔“南向通”投资交易。在可投资标的层面，“南向通”允许投资在香港市场交易的所有债券品种，计价币种涵盖离岸人民币、美元、港元等，从首批交易动向来看，保险资金普遍优先聚焦“点心债”即离岸人民币计价债券。该品种以人民币计价结算，不存在汇兑错配风险，且市场供给持续扩容。截至 2026 年 6 月末，点心债存量规模达 2.4 万亿元，持有收益率显著优于境内可比债券，能够充分匹配保险资金长久期、稳票息的核心配置需求。运行机制方面，“南向通”与传统 QDII（合格境内机构投资者）基金投资渠道相比，具备显著的额度优势与机制便利，首批年度总额度为 5000 亿元等值人民币，每日额度为 200 亿元，且该额度不计入现行保险资金境外投资比例上限。后续随着“南向通”参与主体持续扩容，保险资金全球债券配置将进入常态化操作阶段，从而为险企打开配置境外长期、高息债券的新通道，有效缓解行业资产荒压力。

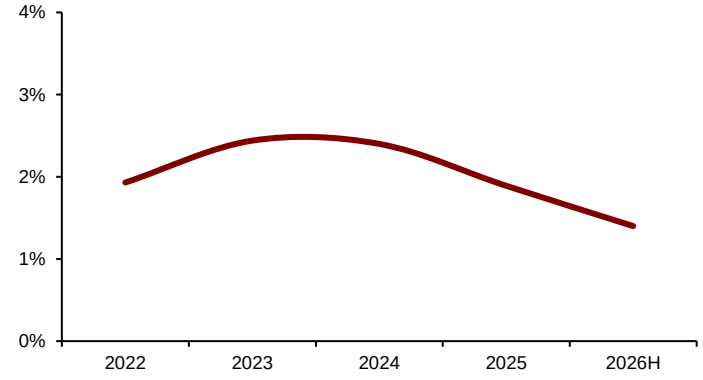
仅供内部参考，请勿外传

图 29：点心债发行总额（亿）



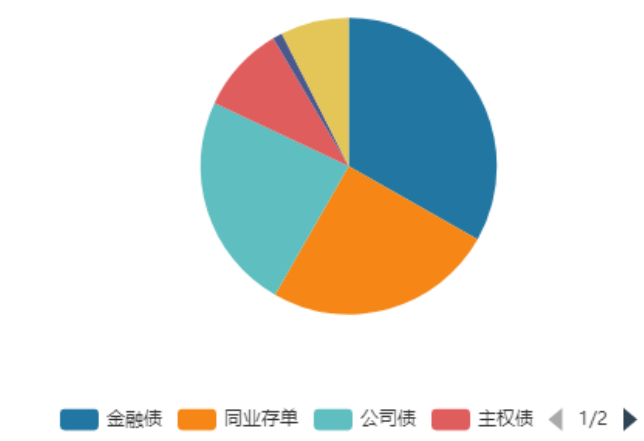
资料来源：Wind、招商证券

图 30：点心债加权平均发行利率



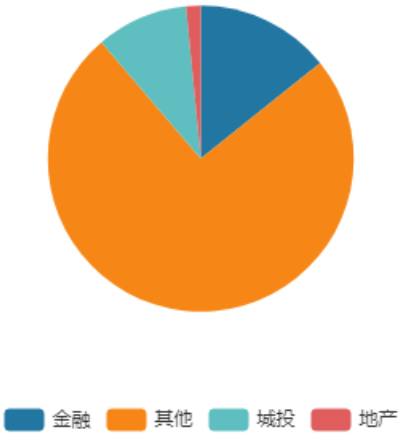
资料来源：Wind、招商证券

图 31：点心债存量按债券类型统计



资料来源：Wind、招商证券

图 32：点心债存量按板块统计



资料来源：Wind、招商证券

权益方面，保险资金增量可期，成长和价值风格将“双轨并行”。2026 年政府工作报告提出进一步健全中长期资金入市机制，陆家嘴论坛上证监会主席吴清强调将继续引导养老金、保险资金等加大股权投资力度。随着中长期资金入市政策继续深化，以及低利率环境深刻影响险企投资行为，提高权益比例有望成为增厚投资收益的重要方式之一。尤其在新准则下，符合条件的分红险应采用浮动收费法 VFA 模型计量，对应 FVTPL 股票公允价值波动会先储备到合同服务边际 CSM 中，之后再随合同服务进度逐步释放，从而大幅降低股价波动对当期损益影响。而分红险的浮动收益特性和风险共担机制，也使得保险公司需要追求更高投资收益以支撑分红水平，因此分红投资账户的风险偏好显著提升，一方面体现为权益类资产占比高于传统险账户，另一方面体现为股票持仓更具弹性、成长性更强，且以 FVTPL 分类为主，以更好追求超额收益。与此同时，在平衡投资收益稳定性与业绩波动的背景下，兼具稳定现金流与长期回报的高股息资产仍是险企重点配置方向。我们预计“高股息资产打底、成长型资产增效”的权益配置模式，有望持续成为险企的核心投资策略。

仅供内部参考，请勿外传

图 33：保险合同计量模型影响

	旧准则	新准则GMM（传统险业务）	新准则VFA（分红险、万能险等业务）
保险成分及费用经验偏差（例如死亡给付、维持费用等）	所有偏差及变动均直接反映在当期损益	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）		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）
折现率假设变动		对损益无影响（计入其他综合收益）	影响较小（被CSM吸收后在当期摊销）
投资波动		直接反映在当期损益	影响较小（被CSM吸收后在当期摊销）

资料来源：中国人寿官网、招商证券

3、行业环境展望：金融严监管定调

行业竞争格局改善，利好资本充足、渠道管控能力较强、资产负债管理稳健的头部险企。2026 年 6 月，国家金融监督管理总局党委召开扩大会议，新任总局党委书记、局长丁向群主持会议并讲话，首次对外释放系统性工作信号，重点聚焦“防范化解金融风险”和“坚定推进严监管强监管”，明确提出要整治金融市场的无序竞争乱象。随后在 2026 陆家嘴论坛上，总局局长丁向群发表重要讲话，同样围绕防范化解风险、严监管强监管、深化改革转型和服务经济社会高质量发展等方面展开。具体在监管基调方面，明确要严监管强监管，全面强化五大监管，真正做到长牙带刺、有棱有角；在金融法治建设方面，将以健全法制为基础，加快推动银监法、保险法修订出台；在行业秩序整治方面，坚定推行保险业“报行合一”，由追求速度和规模向以质量和效益为中心转变；在普惠与民生保障方面，对“两司两员”等新就业群体开发专属普惠产品，持续提升防灾减灾救灾金融服务水平。我们认为，系列监管部署进一步强化了保险行业由规模扩张转向质量效益的政策预期，预计监管趋严将进一步压缩中小机构低水平扩张空间，而头部险企凭借完善的内控体系、稳健的资产负债管理、多元的产品布局与资本实力等优势，有望进一步巩固行业龙头地位。

三、投资建议及风险提示

1、投资建议

维持行业推荐评级，个股推荐中国太平、中国人寿、新华保险、中国平安、中国太保，重视中国财险的长期投资价值。中国太平负债端浮动收益型产品转型显著领先同业，资产端改善趋势明朗，较低估值与基本面高景气严重错配；中国人寿和新华保险资产端弹性大、具有高 β 属性；中国平安和中国太保负债端基础较好、资产端表现稳健；中国财险 ROE 稳定股息率较高，2026 年承保盈利有望持续改善，具备长期投资价值。

仅供内部参考，请勿外传

2、风险提示

产品吸引力下降：若预定利率下降和浮动收益型产品转型使得销售难度增加，将影响寿险公司的发展；

资本市场波动：股市下跌，影响险企投资收益；

利率下行：长端利率下行，影响资产端表现；

监管收紧：如果后续监管政策持续趋严，可能带来短期内新单销售遇阻。

仅供内部参考，请勿外传

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。