仅供内部参考，请勿外传！

行业评级	推荐（维持）
报告日期	2026 年 09 月 02 日

相关研究

【兴证非银】非银周报（260817-260821）：《保险公司资产负债管理办法》正式发布，红利资产或将迎来重要配置力量-2026.08.23

【兴证非银】保险资负新规正式落地，险资红利配置或提速-2026.08.23

【兴证非银】海外养老金资讯跟踪半月刊（260801-260815）：2025-26 财年 CalSTRS 净回报 13.9%，跑赢业绩基准-2026.08.17

分析师：唐亮亮
S0190523080002
tangliangliang@xyzq.com.cn

分析师：张博
S0190519060002
BMM189
zhangboyjs@xyzq.com.cn

研究助理：郎霖
langlin@xyzq.com.cn

投资带动利润高增，OCI 股票规模持续扩量
——保险行业 2026 年中报综述

投资要点：

- **概览：人身险得益于新单保费增长、产品结构优化、价值率改善等带动价值保持增长，但受新单增幅放缓影响 NBV 增速普遍回落。**2026H1，NBV 增速国寿+33.7%＞阳光+16.4%＞太保+12.7%＞新华+11.9%＞平安+11.2%＞友邦+10.0%（固定汇率口径）＞太平+6.5%＞人保寿险+5.2%（可比口径）。**财险保费保持增长但整体依然疲弱，COR 显著优化。资产端看，净投资收益率受利率下行影响普遍下滑，总投资收益率和综合投资收益率多有提升。**2026H1 归母净利润同比，国寿+228.6%＞太平+90.3%＞友邦+69.5%＞新华+54.0%＞阳光+38.5%＞人保+38.5%＞平安+36.1%＞中国财险+32.0%＞太保+10.4%，投资业绩改善提振当期利润表现。

- **负债端：寿险价值保持增长，财险成本不断改善。人身险方面**：1）NBV 同比延续增长，主要驱动力在于新单保费增长及价值率改善，但受新单增幅放缓影响 NBV 增速普遍回落。新单保费除太保、新华、人保寿险同比负增外，各家普遍实现正增长，阳光+63.5%＞平安+22.1%＞太平+15.5%＞友邦+14.4%＞国寿+11.6%＞太保-2.5%＞新华-3.1%＞人保寿险-23.8%。2）代理人规模逐渐企稳，人均产能表现向好。3）银保渠道新单增长分化，价值率多呈现改善态势。4）新业务负债综合成本率呈现改善态势，分红险转型取得积极成效。5）保单继续率呈现改善态势。6）存量和新增合同服务边际（CSM）增速改善，主要受新单保费增长、业务结构优化与市场利率变化等因素综合影响。**财产险方面**：1）财险保费保持增长但整体依然疲弱，2026H1 财险原保费收入同比，太平+5.9%＞平安+4.0%＞太保+1.4%＞人保+1.3%＞阳光-6.5%，除阳光外各家均实现同比正增，人保、平安财险保费增速较一季度有所下降，太保财险保费增速较一季度有所提升。2）财险综合成本率保持优化态势，2026H1 综合成本率及同比，人保 94.0%（-0.8pct）＜太保 95.0%（-1.3pct）＜平安 95.1%（-0.1pct）＜太平 98.0%（+1.3pct）＜阳光 98.7%（-0.1pct），各家综合成本率改善多数得益于综合费用率同比优化。

- **资产端：整体投资业绩良好，二级权益延续增配，OCI 股票规模和占比持续提升。**1）总投资收益、综合投资收益多有明显增长。统一口径下测算国寿、平安、太保、新华、人保、太平分别实现总投资收益 3145、1369、660、575、667、480 亿元（太平为港元），同比分别变动+146.7%、+42.3%、+19.4%、+27.0%、+59.6%、+120.5%。2）净投资收益率受利率下行影响普遍下滑，总/综合投资收益率受公允价值变动损益、OCI 债券浮盈等因素影响多有提升。3）从大类资产配置来看，A 股五家上市险企核心权益（股票+基金）仓位保持提升，债券配置表现分化。4）各家普遍增配 OCI 高股息股票，规模和占比创历史新高。2026H1 七家合计 FVOCI 股票占总股票比重从年初的 40.6%提升至 46.2%。目前七家险企权益资产中 FVOCI 股票占权益资产比重为 8-44%，平安、阳光占比较高为 39.6%、43.4%。若参考平安、阳光的配置比例，上市险企未来仍有较大增配空间。

- **坚定看好保险板块投资机会。**短期看三季度上市险企资负双端面临高基数压力，预计上市险企三季度单季度净利润和 NBV 普遍同比负增长。建议在三季报高基数压力以及资金面影响进一步出清后布局。长期看，保单涨价及保费规模扩张带动的盈利中枢改善的趋势并未改变，保险长期增长潜力并未被充分定价，有望开启价值重估新阶段。关注：投资弹性较强的【中国人寿 H】、【新华保险 AH】，2026 年业绩有望领先同业的【中国平安 AH】、经营稳健且股息率较优的【中国太保 AH】。

- 风险提示：长端利率快速下行，权益市场大幅回撤，新单销售显著不及预期

仅供内部参考，请勿外传！

目录

一、 核心数据概览 4
二、 负债端：寿险价值增速放缓，财险成本持续改善 6
（一） 人身险：新单增速放缓，价值延续增长 6
（二） 财产险：保费增速分化，综合成本率普遍优化 12
三、 资产端：整体投资业绩良好，二级权益延续增配 16
四、 EV 保持稳健增长，NBV 投资敏感性降低 24
五、 短期面临基数压力，中长期基本面改善趋势仍将延续 26
六、 风险提示 27

图目录

图 1、 2026H1 行业人身险保费增长略有放缓 7
图 2、 2026H1 上市险企 NBV 同比延续增长 7
图 3、 2026H1 上市险企新单保费增长情况分化 7
图 4、 2026H1 上市险企新业务价值率普遍改善 7
图 5、 代理人渠道月人均新单产能（元/人/月） 9
图 6、 代理人渠道月均人均 NBV（元/人/月） 9
图 7、 2026H1 上市险企银保价值率同比多呈现改善态势 10
图 8、 2026H1 上市险企银保 NBV 贡献占比普遍下降 10
图 9、 2026H1 上市险企 13 个月保单继续率改善 11
图 10、 2026H1 上市险企 25 个月保单继续率改善 11
图 11、 2026H1 上市险企财险保费同比增速分化 13
图 12、 2026H1 各家车险、非车保费同比增速 13
图 13、 2026H1 新车销量增速有所放缓 13
图 14、 2026H1 新能源车销量保持增长 13
图 15、 2026H1 上市险企债券中国债及政府债占比普遍提升 21
图 16、 2026H1 上市险企权益资产内部结构 23
图 17、 2026H1 平安和太保非标资产名义投资收益率下降（年化） 24
图 18、 险企 NBV 投资敏感性 26
图 19、 险企 VIF 投资敏感性 26
图 20、 上市险企 PEV 动态估值走势 27
图 21、 上市险企 PEV 估值处于 2018 年以来底部 27

表目录

表 1、 A 股上市险企核心经营数据概览 5
表 2、 上市险企归母净利润规模及同比（百万元） 6
表 3、 上市险企代理人规模（万人） 8
表 4、 上市险企代理人产能、收入等数据 8
表 5、 银保、个险业务新单保费情况 10
表 6、 合同服务边际相关数据 11
表 7、 上市险企非车保费同比增速情况 13
表 8、 上市险企财险综合成本率 14
表 9、 上市险企车险业务综合成本率 15

仅供内部参考，请勿外传！

表 10、 上市险企非车业务综合成本率 15
表 11、 上市险企 2026 上半年投资收益测算（统一口径，未年化） 16
表 12、 上市险企统一口径计算的投资收益率（未年化） 18
表 13、 上市险企净/总/综合投资收益率 19
表 14、 上市险企大类资产配置情况（单位：亿元） 20
表 15、 2026H1 上市险企债券中 FVOCI 类债券占比稳中有升 22
表 16、 2026H1 上市险企 FVOCI 股票占比普遍提升（单位：亿元） 23
表 17、 上市险企非标资产及配置结构（单位：百万元） 24
表 18、 上市险企寿险业务 EV 增速以及 ROEV 25
表 19、 上市险企 EV 变动驱动因素分析 25

仅供内部参考，请勿外传！

一、核心数据概览

2026H1，负债端人身险价值普遍延续增长但增速放缓，符合预期；财产险保费增速分化但综合成本率普遍优化，符合预期。资产端投资业绩改善提振当期净利润表现，OCI 高股息股票配置比例普遍提升。

负债端看，人身险得益于新单保费增长、产品结构优化、价值率改善等带动价值保持增长，但受新单增幅放缓影响 NBV 增速普遍回落。2026H1，NBV 增速国寿+33.7%＞阳光+16.4%＞太保+12.7%＞新华+11.9%＞平安+11.2%＞友邦+10.0%（固定汇率口径）＞太平+6.5%＞人保寿险+5.2%（可比口径）。**新单保费除太保、新华、人保寿险同比负增外，各家普遍实现正增长，**阳光+63.5%＞平安+22.1%＞太平+15.5%＞友邦+14.4%＞国寿+11.6%＞太保-2.5%＞新华-3.1%＞人保寿险-23.8%。**新业务价值率在产品结构调整+预定利率下调+费差改善影响下普遍提升，**友邦+57.1%（-0.6pct）＞平安+24.4%（-1.7pct）＞国寿+21.2%（+3.5pct）＞太平+20.1%（-1.5pct）＞太保+17.5%（+2.5pct）＞新华+17.2%（+2.3pct）＞人保寿险+16.5%（16.5%为测算值，同比+4.4pct，披露口径为+2.2pct）＞阳光+15.0%（-6.1pct）。**财险保费保持增长但整体依然疲弱，COR 显著优化。**2026H1 财险原保费收入同比，太平+5.9%＞平安+4.0%＞太保+1.4%＞人保+1.3%＞阳光-6.5%，除阳光外各家均实现同比正增，人保、平安财险保费增速较一季度有所下降，太保财险保费增速较一季度有所提升。2026H1 综合成本率及同比，人保 94.0%（-0.8pct）＜太保 95.0%（-1.3pct）＜平安 95.1%（-0.1pct）＜太平 98.0%（+1.3pct）＜阳光 98.7%（-0.1pct），各家综合成本率改善多数得益于综合费用率同比优化，费用率改善主要得益于车险综改及非车“报行合一”带来的费用优化。

资产端看，净投资收益率受利率下行影响普遍下滑，总投资收益率和综合投资收益率多有提升。净投资收益率：人保 3.4%（简单年化*2，-0.4pct）＞阳光 3.1%（-0.7pct）＞太保 3.0%（简单年化*2，-0.4pct）＞太平 2.9%（-0.3pct）＞平安 2.8%（简单年化*2，-0.8pct）＞新华 2.6%（-0.4pct）＞国寿 1.8%（估算，-0.6pct），各家均同比下滑。**总投资收益率**：人保 7.4%（简单年化*2，+2.2pct）＞新华 6.7%（+0.8pct）＞国寿 5.6%（+2.3pct）＞太平 5.2%（+2.5pct）＞平安 4.9%（简单年化*2，+1.1pct）＞太保 4.8%（简单年化*2，+0.2pct）＞阳光 3.6%（-0.4pct），除阳光外其余各家均有所改善。**综合投资收益率**：新华 6.4%（0.0pct，含 OCI 债券浮盈）＞太平 6.0%（简单年化*2，+2.2pct，含 OCI 债券浮盈）＞平安 4.2%（简单年化*2，-2.0pct，不含 OCI 债券浮盈）＞太保 3.6%（简单年化*2，-1.2pct，不含 OCI 债券浮盈）＞阳光 2.3%（-2.8pct，不含 OCI 债券浮盈）。整体看 CII 出

仅供内部参考，请勿外传！

现分化，同比下降主要因 OCI 股票等（主要为红利股票）表现明显弱于同期。**需要强调的是各家综合投资收益率口径差异较大，不完全可比。**

利润方面，得益于二季度股票市场回暖，各家投资业绩显著改善带动归母净利润实现较快增长。2026H1 归母净利润同比，国寿+228.6% > 太平+90.3% > 友邦+69.5% > 新华+54.0% > 阳光+38.5% > 人保+38.5% > 平安+36.1% > 中国财险+32.0% > 太保+10.4%，投资业绩改善提振当期利润表现。从二季度单季度归母净利润同比看，国寿+848.0% > 人保+104.2% > 新华+82.7% > 平安+64.7% > 太保+13.6%。与一季度的普遍同比负增长相比，各家均大幅改善，特别是国寿和人保，二季度同比实现三位数高增长。

表1、A 股上市险企核心经营数据概览

单位：亿元	中国人寿			中国平安			中国太保		
	2026H1	2025H1/2025A	同比/较年初	2026H1	2025H1/2025A	同比/较年初	2026H1	2025H1/2025A	同比/较年初
营业收入	4,343	2,392	81.5%	5,751	5,001	15.0%	2,121	2,005	5.8%
保险服务收入	1,125	1,069	5.3%	2,793	2,778	0.5%	1,433	1,418	1.0%
新单保费	1,800	1,613	11.6%	1,492	1,222	22.1%	614	630	-2.6%
投资收益	1,129	637	77.3%	922	590	56.1%	336	217	55.2%
利息收入	666	627	6.3%	692	671	3.1%	301	291	3.7%
公允价值变动损益	1,358	10	13100.7%	257	-114	-	30	59	-49.0%
保险服务费用	704	882	-20.1%	2,218	2,203	0.7%	1,191	1,202	-0.9%
承保财务损失	1,881	980	91.9%	1,071	820	30.6%	499	407	22.6%
承保业绩	421	187	125.4%	575	575	-0.1%	242	217	11.9%
归母净利润	1,345	409	228.6%	926	680	36.1%	308	279	10.4%
归母净资产*	6,642	5,952	11.6%	10,281	10,004	2.8%	3,192	3,021	5.6%
寿险 EV*	16,142	14,679	10.0%	9,708	9,286	4.5%	4,847	4,655	4.1%
NBV	382	285	33.7%	394	349	13.0%	108	95	12.7%

单位：亿元	新华保险			中国人保			五家合计		
	2026H1	2025H1/2025A	同比/较年初	2026H1	2025H1/2025A	同比/较年初	2026H1	2025H1/2025A	同比/较年初
营业收入	833	700	18.9%	3,551	3,240	9.6%	16,600	13,339	24.4%
保险服务收入	264	248	6.8%	2,869	2,803	2.4%	8,484	8,315	2.0%
新单保费	411	424	-3.1%	315	413	-23.8%	4,060	3,836	5.9%
投资收益	469	188	149.7%	362	229	58.0%	3,217	1,860	72.9%
利息收入	146	162	-10.1%	157	158	-1.1%	1,962	1,909	2.8%
公允价值变动损益	-48	100	-148.0%	140	24	493.9%	1,738	78	2135.2%
保险服务费用	156	162	-4.1%	2,509	2,462	1.9%	6,778	6,911	-1.9%
承保财务损失	383	340	12.7%	274	225	21.6%	4,108	2,772	48.2%
承保业绩	109	85	27.7%	359	340	5.5%	1,706	1,404	21.5%
归母净利润	228	148	54.0%	367	265	38.5%	3,174	1,782	78.1%
归母净资产*	1,236	1,115	10.8%	3,401	3,090	10.1%	24,752	23,183	6.8%
寿险 EV*	3,104	2,878	7.8%	1,479	1,241	19.2%	35,281	32,740	7.8%
NBV	69	62	11.9%	52	49	5.2%	1,004	841	19.4%

数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

说明：数据均为新会计准则口径；新单保费计算时包括短期险和团险，中国人保保费和价值数据均为人保寿险公司口径；NBV 同比增速为追溯可比口径；中国平安、中国太保为规模保费，其余为原保费口径；表格中“*”代表相比年初增速，其余为同比增速；“-”为数据未披露或同比不适用情况，下同。

仅供内部参考，请勿外传！

表2、上市险企归母净利润规模及同比（百万元）

公司	2025Q1	2026Q1	同比	2025H1	2026H1	同比	2025Q2	2026Q2	同比
中国人寿	28,802	19,505	-32.3%	40,931	134,489	228.6%	12,129	114,984	848.0%
中国平安	27,016	25,022	-7.4%	68,047	92,585	36.1%	41,031	67,563	64.7%
中国太保	9,627	10,041	4.3%	27,885	30,775	10.4%	18,258	20,734	13.6%
新华保险	5,882	6,501	10.5%	14,799	22,793	54.0%	8,917	16,292	82.7%
中国人保	12,849	8,814	-31.4%	26,530	36,745	38.5%	13,681	27,931	104.2%

数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

二、负债端：寿险价值增速放缓，财险成本持续改善

2026H1，人身险负债端价值增长态势得以延续，但行业高质量发展转型步入攻坚阶段。一方面，在长端利率持续低位、预定利率调整趋缓的背景下，主要险企分红险转型成效逐步显现，多家公司在中期业绩会表示已完成主力产品切换、销售能力重构与价值模式调整，步入良性发展轨道；另一方面，资产端收益压力加速向负债端传导，“资产荒”问题依然突出，10 年期国债收益率震荡企稳但仍处低位，保险资金配置面临收益实现与风险平衡的双重挑战。随着预定利率动态调整机制的实行及险企资负管理新规的落地，监管鼓励险企根据自身负债成本特点灵活调整产品结构，叠加“报行合一”全面施行所带来的渠道成本压降，险企新业务综合负债成本率有望进一步下降，利差损风险缓释力度增强。财产险方面保费增速分化，车险市场进入成熟发展阶段，传统车险增速平稳，新能源车险业务贡献提升；非车险增速相对更优，是未来行业核心增长引擎，尤其在意健险等领域保持较快增长。2026 年上半年行业综合成本率普遍改善，主要得益于费用率优化，伴随非车险“报行合一”落地实施，未来上市险企通过优化业务结构、加强防灾减损与定价优化，预计综合成本率有望继续改善，承保盈利有望趋稳。

（一）人身险：新单增速放缓，价值延续增长

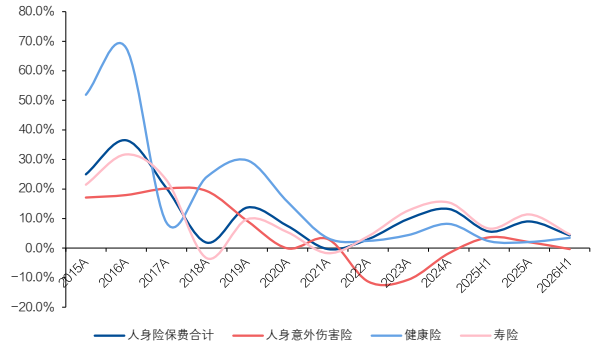
从 2026H1 业务呈现的结果和背后驱动因素来看，呈现出 6 个特点：

1、NBV 同比延续增长，主要驱动力在于新单保费增长及价值率改善，但受新单增幅放缓影响 NBV 增速普遍回落。2026H1 上市险企 NBV 同比增速，追溯口径下，国寿+33.7%＞阳光+16.4%＞太保+12.7%＞新华+11.9%＞平安+11.2%＞友邦+10.0%（固定汇率口径）＞太平+6.5%＞人保寿险+5.2%（可比口径）。新单保费除太保、新华、人保寿险同比负增外，各家普遍实现正增长，阳光+63.5%＞平安+22.1%＞太平+15.5%＞友邦+14.4%＞国寿+11.6%＞太保-2.5%＞新华-3.1%＞人保寿险-23.8%，新业务价值率在产品结构调整+预定利率下调+费差改善等多重影响下表现分化，友邦+57.1%（-0.6pct）＞平安+24.4%（-1.7pct）＞国寿+21.2%（+3.5pct）＞太平+20.1%（-1.5pct）＞太保+17.5%（+2.5pct）＞新华+17.2%

仅供内部参考，请勿外传！

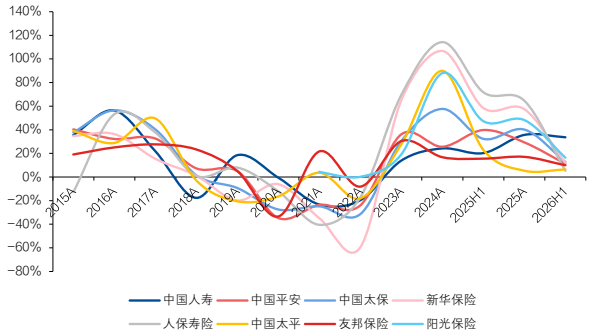
（+2.3pct）>人保寿险+16.5%（16.5%为测算值，同比+4.4pct，披露口径为+2.2pct）>阳光+15.0%（-6.1pct）。

图1、2026H1 行业人身险保费增长略有放缓



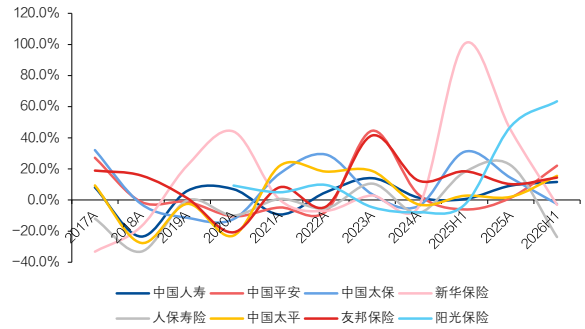
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2026H1 上市险企 NBV 同比延续增长



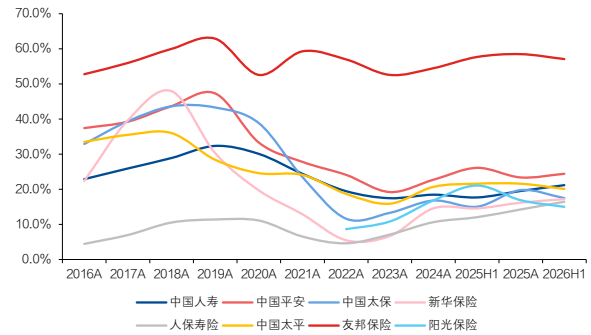
数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平、友邦保险、阳光保险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、2026H1 上市险企新单保费增长情况分化



数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平、友邦保险、阳光保险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2026H1 上市险企新业务价值率普遍改善



数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平、友邦保险、阳光保险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、代理人规模逐渐企稳，人均产能表现向好。2026H1，国寿、平安、太保、新华、太平 5 家公司代理人合计规模较年初下降 0.1%。与此同时，经历持续多年的清虚、挤水分后，当前险企队伍结构已经明显优化，队伍产能提升。具体看，国寿代理人规模约 61 万人，较年初+3.9%，规模稳居行业首位，绩优人力规模和占比实现双提升，优增人力同比明显增长；平安个人寿险销售代理人数量（含代理人、银保等）较年初-7.4%至 32.5 万人，个险代理人中大专及以上人力占比 50.5%，同比提升 2.2pct，其中上半年新增人力中大专及以上人力占比 64.6%，同比提升 5.3pct；太保月均保险营销员 18.3 万人，期末 18.5 万人，队伍规模保持稳定，月均核心人力 4.5 万人，核心人力月人均首年规模保费（FYP）同比+39.5%，核心人力月人均首年佣金收入（FYC）同比+12.7%；新华个险代理人规模人力 12.8 万人，较年初-4.0%，月均绩优人力同比+16.2%，月均绩优率同比+2.8pct 至 16.1%，月均万 C 人力同比+0.4pct，月均人均综合产能+31.7%，队伍转型成效显著。

仅供内部参考，请勿外传！

目前主要险企实施的代理人改革已取得阶段性成效，队伍质态升级的 2.0 改革进程加快，绩优及核心人力占比逐步提升。从海外成熟市场代理人渠道改革经验看，改革 2.0 阶段将以基本法考核体系、训练体系和科技赋能体系的搭建和完善为核心，而队伍规模、整体留存率以及人均收入变化等关键指标将逐步展现改革成效，后期核心人力占比在提升后将逐步企稳。

表3、上市险企代理人规模（万人）

代理人数量	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026H1
中国人寿	149.5	157.8	143.9	161.3	137.8	82.0	66.8	63.4	61.5	58.7	61.0
中国平安	111.1	138.6	141.7	116.7	102.4	60.0	44.5	34.7	36.3	35.1	32.5
中国太保	65.3	87.4	84.7	79.0	74.9	52.5	24.1	19.9	18.8	18.5	18.3
新华保险	32.8	34.8	37.0	50.7	60.6	38.9	19.7	15.5	13.6	13.3	12.8
中国人保	18.9	25.6	24.6	39.1	41.4	18.6	9.7	8.9	8.3	7.7	-
中国太平	26.2	38.4	51.3	38.6	38.1	38.5	40.8	23.5	22.6	16.7	17.2
合计	**403.8**	**482.6**	**483.2**	**485.4**	**455.2**	**290.5**	**205.7**	**165.9**	**161.1**	**149.6**	-
相比年初增速	**2016A**	**2017A**	**2018A**	**2019A**	**2020A**	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026H1**
中国人寿	52.7%	5.6%	-8.8%	12.1%	-14.6%	-40.5%	-18.5%	-5.1%	-3.0%	-4.6%	3.9%
中国平安	27.7%	24.8%	2.3%	-17.7%	-12.3%	-41.4%	-25.9%	-22.0%	4.6%	-3.3%	-7.4%
中国太保	35.5%	33.8%	-3.1%	-6.7%	-5.2%	-29.9%	-54.1%	-17.4%	-5.5%	-1.6%	1.1%
新华保险	9.0%	6.1%	6.3%	37.0%	19.5%	-35.8%	-49.4%	-21.3%	-12.0%	-1.9%	-4.0%
中国人保	33.6%	35.2%	-4.0%	59.3%	5.9%	-55.1%	-47.6%	-8.6%	-7.0%	-7.0%	-
中国太平	33.6%	35.2%	-4.0%	59.3%	5.9%	-55.1%	6.0%	-42.5%	-3.7%	-26.3%	3.2%
合计	**33.6%**	**35.2%**	**-4.0%**	**59.3%**	**5.9%**	**-55.1%**	**-29.2%**	**-19.3%**	**-2.9%**	**-7.1%**	-

数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

说明：中国太保 2021 年及以前为当年月均人力规模数据，2022 年及以后为当年末时点人力数据，中国人保 2026H1 代理人数量未披露。

表4、上市险企代理人产能、收入等数据

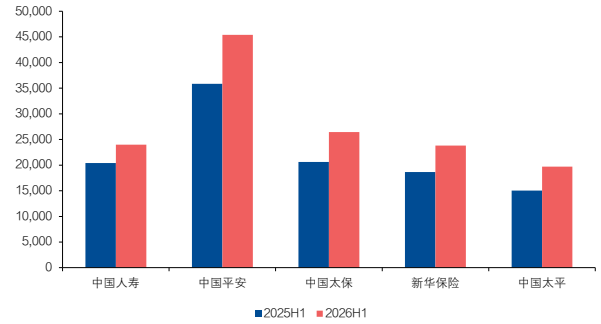
中国平安	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026H1
人均 NBV（元/年）	40,688	39,031	47,639	90,285	101,271	80,375	55,353
同比增速	-28.4%	-4.1%	22.1%	89.5%	43.3%	17.2%	14.1%
月人均收入（元/月）	5,793	5,758	7,051	9,813	10,395	9,299	10,418
同比增速	-8.2%	-0.6%	22.5%	39.2%	5.9%	-10.5%	5.3%
中国太保	**2020A**	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026H1**
月人均新单保费（元/月）	3,259	4,638	6,844	12,837	16,734	16,994	26,453
同比增速	-22.6%	42.3%	47.6%	51.6%	30.4%	1.6%	28.4%
月人均举绩率	-	-	63.4%	67.9%	68.3%	-	-
同比变动	-	-	-	4.5pct	0.4pct	-	-
核心人力月人均 FYC（元/月）	-	-	4,136	6,413	6,868	6,696	8,026
同比增速	-	-	-	55.1%	7.1%	-2.5%	12.7%
新华保险	**2020A**	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026H1**
月均人均综合产能（元/月）	2,617	2,725	3,237	6,294	8,100	11,200	22,000
同比增速	-22.7%	4.1%	18.8%	94.4%	41.0%	43.0%	31.7%
月均合格人力（万人/月）	12.8	9.1	4.5	2.7	2.2	2.2	2.7
同比增速	-3.8%	-28.9%	-50.5%	-40.0%	-18.5%	0.0%	7.2%
月均合格率	23.8%	19.1%	15.0%	15.8%	15.9%	16.5%	20.7%
同比变动	-9.3pct	-4.7pct	-4.1pct	0.8pct	0.1pct	0.6pct	2.1pct

数据来源：中国平安、中国太保、新华保险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

说明：“-”代表财报未披露相关数据。

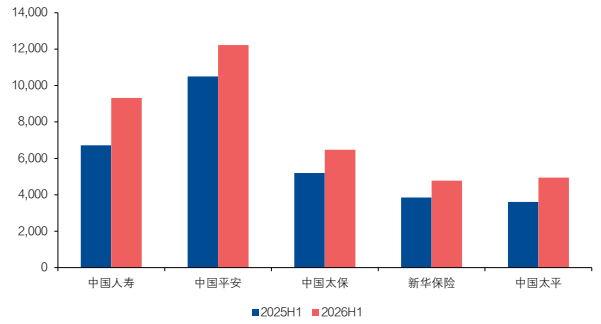
仅供内部参考，请勿外传！

图5、代理人渠道月人均新单产能（元/人/月）



数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国太平公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、代理人渠道月均人均 NBV（元/人/月）



数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国太平公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3、银保渠道新单增长分化，价值率多呈现改善态势：

从增速来看，上市险企银保新单保费增长情况分化。2026H1 国寿、平安、太保、新华、人保寿、太平的银保新单保费分别同比+16.1%、+69.3%、-25.9%、-20.2%、-35.9%和+17.5%，太保、新华、人保寿险银保新单保费同比下降主要系趸交规模大幅收缩，业务结构持续优化。从保费占比来看，六家公司银保新单占总新单比重分别同比变动+0.9、+7.2、-10.8、-10.4、-11.5 和+0.6pct。预计银行、保险公司将持续加强银保渠道建设，“报行合一”的不断深化将继续推动银保渠道格局优化，短期部分公司可能面临阵痛，但中长期看银保新单保费有望保持增长趋势。

从价值贡献来看，各家持续推动银保业务结构调整，期缴保费占比提升叠加费差改善带动银保价值率普遍改善，但受新单保费影响各家银保渠道 NBV 增速放缓，渠道价值贡献占比普遍回落。2026H1 国寿（银保等其他渠道）、平安、太保、新华、人保寿、太平银保新业务价值率分别同比+0.2、-9.3、+2.5、+3.7、+4.2、-2.0pct 至 5.0%、19.4%、14.9%、16.7%、13.9%、18.0%，其中平安银保新业务价值率同比下降主要受分红险占比提升以及假设调整影响，年度数据将不再受假设调整影响，太平同比下降预计主要受银保渠道竞争激烈影响；银保 NBV 占比普遍下降，分别同比-2.4、+1.6、-7.8、-4.6、-7.9、-2.6pct 至 12.3%、28.4%、29.9%、48.2%、50.9%、28.5%。当前险企渠道多元化改革推进以及银行对代销收入诉求增强，险企与银行均有意加大银保渠道建设，银保渠道生态与十年前已大不相同，海外银保渠道占据半壁江山，可能是未来我国保险业渠道结构调整的发展方向。考虑银保手续费率下降后渠道价值率明显改善，与个险代理人渠道价值率的差距有望迅速缩小，整体价值贡献或将进一步提升。

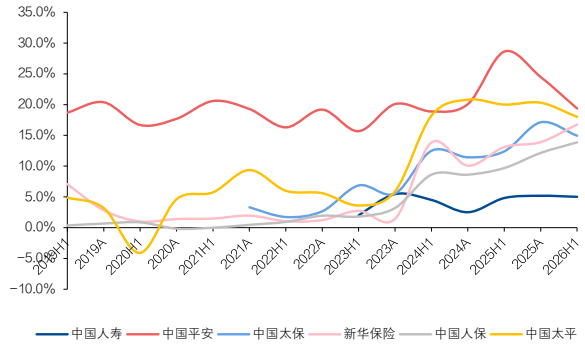
仅供内部参考，请勿外传！

表5、银保、个险业务新单保费情况

单位：百万元	中国人寿			中国平安			中国太保		
	2026H1	2025H1	同比变动	2026H1	2025H1	同比变动	2026H1	2025H1	同比变动
银保新单	41,661	35,873	16.1%	38,722	22,875	69.3%	21,531	29,038	-25.9%
银保新单/总新单	23.1%	22.2%	0.9pct	26.0%	18.7%	7.2pct	34.2%	45.0%	-10.8pct
个险新单	86,165	73,885	16.6%	92,069	75,603	21.8%	29,045	22,622	28.4%
个体新单/总新单	47.9%	45.8%	2.0pct	61.7%	61.9%	-0.1pct	46.2%	35.0%	11.1pct
单位：百万元	新华保险			人保寿险			中国太平（港元）		
	2026H1	2025H1	同比变动	2026H1	2025H1	同比变动	2026H1	2025H1	同比变动
银保新单	19,911	24,945	-20.2%	19,007	29,674	-35.9%	12,810	10,904	17.5%
银保新单/总新单	48.4%	58.8%	-10.4pct	60.4%	71.9%	-11.5pct	35.6%	35.0%	0.6pct
个险新单	18,675	15,064	24.0%	10,928	10,012	9.1%	20,031	18,631	7.5%
个体新单/总新单	45.4%	35.5%	9.9pct	34.7%	24.3%	10.5pct	55.6%	59.8%	-4.1pct

数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

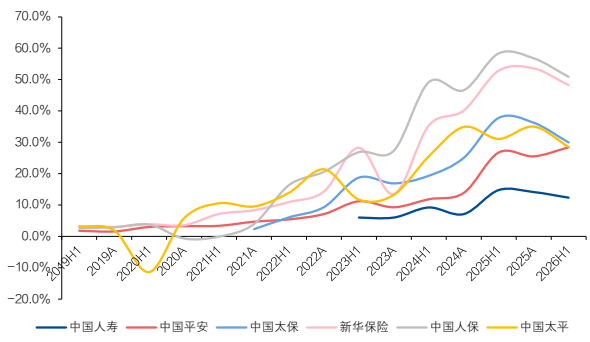
图7、2026H1 上市险企银保价值率同比多呈现改善态势



数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

说明：此处均为首年保费计算的价值率数据；中国人寿未披露银保 NBV，此处为除代理人渠道之外的银保、团险等渠道整体价值占比。

图8、2026H1 上市险企银保 NBV 贡献占比普遍下降



数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

说明：中国人寿未披露银保 NBV，此处为除代理人渠道之外的银保、团险等渠道整体价值。

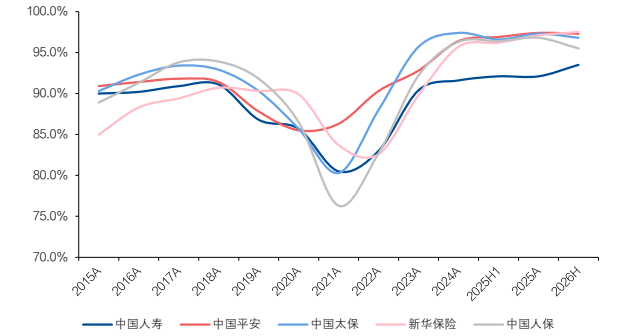
4、新业务负债综合成本率呈现改善态势，分红险转型取得积极成效。在预定利率连续下调压降刚性利率成本叠加“报行合一”推动渠道费用优化背景下，上市险企负债综合成本率呈现改善态势。上市险企分红险转型成效显著，国寿浮动收益型业务占比进一步提升，业务结构转型成效显著；新华分红险新单保费收入同比+645.7%，占总新单比例+73.0%至 83.9%；太平分红险保费同比+76.4%，占长险首年期缴保费同比+10.7pct 至 97.8%，占总保费比重同比+19.2pct 至 48.5%。险企未来将持续推进分红险转型，预期刚性负债成本将不断压降，利差损风险将得到缓释。

5、保单继续率呈现改善态势。近年来上市险企纷纷加大承保质量管控和考核力度，加强自保件、互保件管理，叠加代理人脱落和质态改善，上市险企保单继续率普

仅供内部参考，请勿外传！

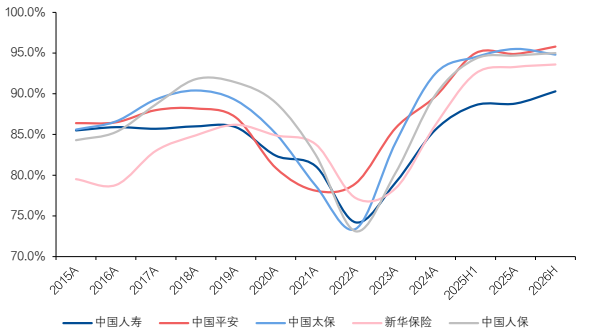
遍提升。2026H1 国寿、平安、太保、新华、人保寿 13 个月保单继续率分别同比+1.4、+0.4、+0.2、+1.3、-0.9pct，25 个月保单继续率分别同比+1.7、+0.8、+0.3、+1.1、+0.7pct。

图9、2026H1 上市险企 13 个月保单继续率改善



数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
说明：中国人寿为 14 个月保单继续率。

图10、2026H1 上市险企 25 个月保单继续率改善



数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
说明：中国人寿为 26 个月保单继续率。

6、合同服务边际（CSM）增速改善。CSM 类似于原准则下剩余边际概念，是保险公司的未赚利润，为营运利润的主要来源。2026H1，国寿、平安、太保和新华的 CSM 分别较年初变化+5.8%、+1.7%、+3.2%、+6.7%，存量 CSM 呈现改善态势主要得益于 NBV 延续增长、退保差、死费差改善等利好因素。从新增 CSM 看，国寿、平安、太保、新华分别同比+157.4%、18.3%、6.4%、35.2%，其中国寿主要受新单保费增长、业务结构优化与市场利率变化等因素综合影响。从长周期看，利率下行会带来 CSM 摊销下降，未来负债成本会下降，带来投资业绩改善。

表6、合同服务边际相关数据

合同服务边际（百万元）	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	2025A	2026H1	较年初增速
中国人寿	-	769,137	774,009	742,488	754,730	768,369	813,253	5.8%
中国平安	817,494	768,440	774,399	731,312	733,208	725,119	737,775	1.7%
中国太保	329,048	323,974	332,576	342,105	346,362	352,981	364,308	3.2%
新华保险	171,364	169,004	171,829	175,867	177,172	181,723	193,857	6.7%
新增合同服务边际（百万元）	**2023H1**	**2023A**	**2024H1**	**2024A**	**2025H1**	**2025A**	**2026H1**	**2026H1 同比**
中国人寿	37,409	51,114	38,008	57,708	26,209	53,074	67,474	157.4%
中国平安	27,157	38,951	23,737	35,405	25,209	36,688	29,811	18.3%
中国太保	7,524	11,731	8,917	18,456	10,821	19,885	11,512	6.4%
新华保险	-	6,167	-	10,997	6,144	11,875	8,308	35.2%
合同服务边际的摊销（百万元）	**2023H1**	**2023A**	**2024H1**	**2024A**	**2025H1**	**2025A**	**2026H1**	**2026H1 同比**
中国人寿	21,597	65,689	32,505	64,126	32,722	68,475	35,155	7.4%
中国平安	41,229	74,787	36,529	71,140	34,630	68,187	33,584	-3.0%
中国太保	13,314	26,202	13,091	26,836	13,105	27,244	13,807	5.4%
新华保险	9,519	15,122	7,282	15,667	7,722	16,550	8,791	13.8%
摊销比例	**2023H1**	**2023A**	**2024H1**	**2024A**	**2025H1**	**2025A**	**2026H1**	**2026H1 同比**
中国人寿	2.8%	8.4%	4.2%	8.3%	4.4%	9.2%	4.6%	0.2pct
中国平安	5.0%	9.1%	4.8%	9.3%	4.7%	9.3%	4.6%	-0.1pct

仅供内部参考，请勿外传！

中国太保	4.1%	8.0%	4.0%	8.3%	3.8%	8.0%	3.9%	0.1pct
新华保险	5.4%	8.6%	4.3%	9.3%	4.4%	9.4%	4.8%	0.4pct

数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）财产险：保费增速分化，综合成本率普遍优化

1、财险保费保持增长但整体依然疲弱。2026H1 整体财险原保费收入同比，太平+5.9%＞平安+4.0%＞太保+1.4%＞人保+1.3%＞阳光-6.5%，除阳光外各家均实现同比正增，除太平、太保较同期增速提升外其他各家较同期增速下降，其中太平得益于车险保费稳定增长、平安得益于非车险的高速增长实现财险总保费增速领先，阳光保费负增主要是公司 2026 年主动停止新增融资类保证保险业务的影响，剔除保证险影响后总保费同比+5.3%。

1）车险业务保费增速放缓。2026H1 车险原保费收入同比，太平+4.7%＞太保+0.2%＞人保+0.1%＞平安-0.03%＞阳光-1.5%。受新车销售负增以及车均保费下降影响，各家车险保费增速普遍放缓。考虑续保业务的稳定贡献以及车均保费基数效应消除，预计车险保费后续可能小幅改善，中长期或稳定在个位数正增水平。

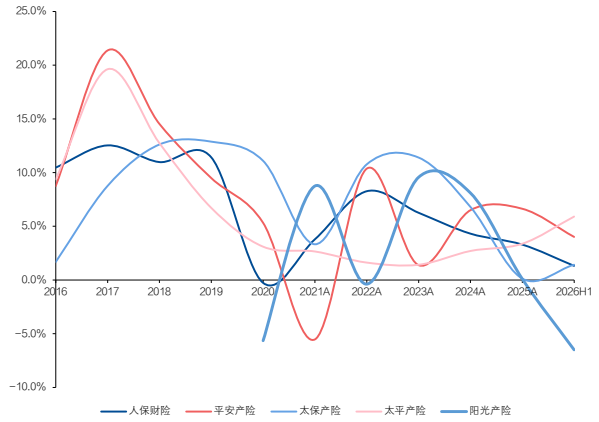
2）新能源车销量保持高速增长，带动新能源车险业务快速发展。2026H1 平安车险中新能源车保费同比+21.5%，市场份额 28%，占车险保费的 24.3%；太保新能源车保费同比+20.9%，占车险比例为 23.9%；人保财险车险新能源汽车承保数量同比+30.9%。我们认为，未来头部险企或将凭借数据优势、渠道优势和理赔优势在新能源车业务领域拉大与中小公司差距，新能源车业务将成为车险业务增长的主要驱动。

3）非车业务增速相对更优，各家增速表现分化。2026H1 非车原保费同比，平安+11.0%＞太平+7.3%＞太保+2.5%＞人保+2.3%＞阳光-11.5%。阳光负增主要因公司停售融资类保证保险，主动调整业务结构的影响。分险种看，各家健康险普遍保持高速增长，尤其是平安持续深入挖掘不同年龄、地域、健康状况的客群需求，开发各类保险产品与服务，进一步满足客户多层次的风险保障需求与多样化的健康管理需求，健康险保费收入同比大幅增长 38.2%；农险同比负增，太保农险保费同比-1.6%、人保农险保费同比-1.3%，预计负增主要受部分地区商业险结构优化影响。太保企财险保费同比-21.4%，主要为公司主动控制高风险业务的影响。展望后续，车险业务将随着汽车保有量逐步饱和进入稳定增长阶段，非车业务将成为财险公司的主要增长点。头部险企在企财险、家财险、责任险、农险等

仅供内部参考，请勿外传！

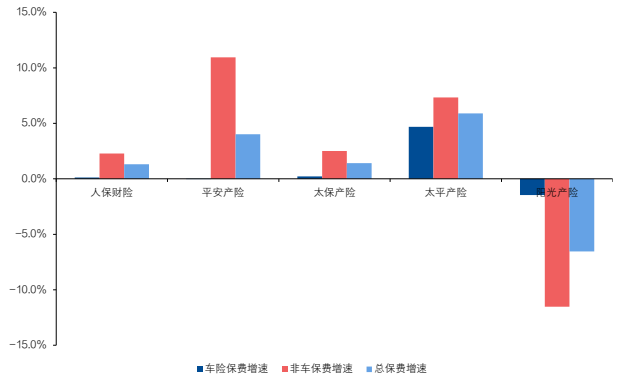
业务领域因布局相对较早、规模效应带来的成本优势明显，在国家政策支持以及居民需求提升推动下，预计非车业务仍将保持较快增长。

图11、2026H1 上市险企财险保费同比增速分化



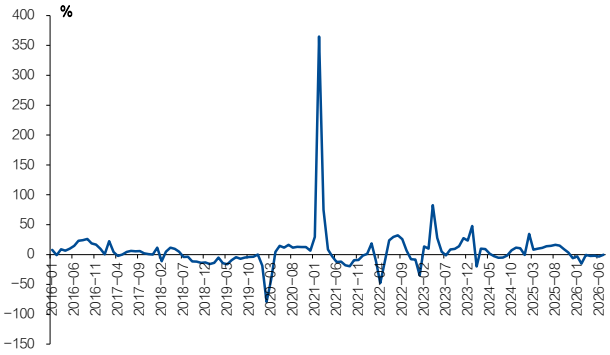
数据来源：中国人保、中国平安、中国太保、中国太平、阳光保险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
说明：太平财险均为境内业务，下同。

图12、2026H1 各家车险、非车保费同比增速



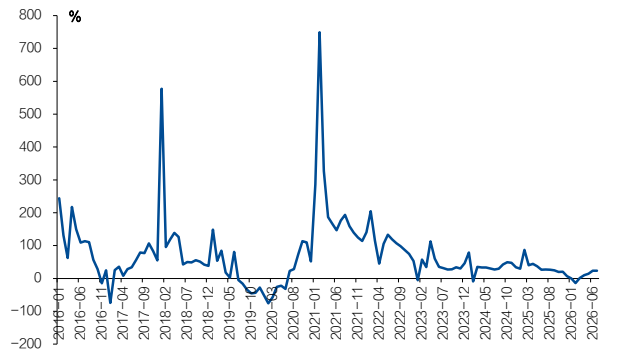
数据来源：中国人保、中国平安、中国太保、中国太平、阳光保险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、2026H1 新车销量增速有所放缓



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、2026H1 新能源车销量保持增长



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表7、上市险企非车保费同比增速情况

人保财险	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	2025A	2026H1
企业财产险	1.1%	3.8%	5.2%	7.0%	5.4%	2.0%	5.7%	4.4%	-0.5%
责任险	2.1%	1.9%	8.9%	1.3%	3.2%	9.9%	1.3%	1.7%	10.8%
意外伤害及健康险	14.7%	10.3%	5.2%	3.6%	5.7%	9.7%	7.9%	6.4%	6.1%
农险	24.2%	22.0%	20.1%	11.9%	3.4%	-5.7%	-3.9%	1.9%	-1.3%
平安产险	**2022H1**	**2022A**	**2023H1**	**2023A**	**2024H1**	**2024A**	**2025H1**	**2025A**	**2026H1**
保证保险	11.5%	10.4%	-79.3%	-97.0%	-182.9%	-453.8%	-	-	-
责任保险	8.2%	20.4%	14.7%	6.6%	-0.3%	4.4%	-4.0%	0.1%	3.7%
意外伤害保险	4.6%	-18.7%	-	-27.4%	-	20.2%	25.6%	25.2%	38.2%
健康保险	-	-	-	36.7%	43.5%	38.3%	22.5%		
太保产险	**2022H1**	**2022A**	**2023H1**	**2023A**	**2024H1**	**2024A**	**2025H1**	**2025A**	**2026H1**
健康险	28.2%	20.0%	26.3%	18.6%	21.4%	16.9%	-3.8%	0.0%	10.4%
企财险	-7.6%	-	4.0%	7.5%	22.6%	15.0%	11.9%	1.6%	-21.4%
责任险	22.9%	37.1%	35.1%	31.4%	11.8%	13.0%	3.3%	3.9%	6.6%

仅供内部参考，请勿外传！

农险	38.1%	32.7%	33.9%	28.8%	9.8%	8.8%	4.7%	3.4%	-1.6%
太平产险	**2022H1**	**2022A**	**2023H1**	**2023A**	**2024H1**	**2024A**	**2025H1**	**2025A**	**2026H1**
水险	-17.3%	-9.8%	-5.3%	6.2%	17.9%	11.9%	2.1%	3.7%	30.5%
非水险	5.1%	-0.6%	14.1%	7.5%	2.2%	3.1%	6.6%	7.0%	6.1%

数据来源：中国人保、中国平安、中国太保、中国太平公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
说明："-"代表财报未披露相关数据。2025 年平安意外伤害保险及健康险合并计算保费。

2、财险综合成本率保持优化态势。2026H1 综合成本率及同比，人保 94.0%（-0.8pct）＜太保 95.0%（-1.3pct）＜平安 95.1%（-0.1pct）＜太平 98.0%（+1.3pct）＜阳光 98.7%（-0.1pct）。拆分看，人保赔付率同比上涨 0.1pct，费用率同比优化 0.9pct；平安赔付率同比上涨 1.1pct，费用率同比优化 1.2pct；太保赔付率、费用率同比优化 0.8pct、0.5pct；阳光赔付率同比优化 1.0pct，费用率同比上涨 0.9pct。各家综合成本率改善多数得益于综合费用率同比优化，费用率改善主要得益于车险综改及非车报行合一带来的费用优化。

表8、上市险企财险综合成本率

综合成本率	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	2025A	2026H1
中国财险	99.5%	95.7%	96.6%	95.8%	97.8%	96.2%	98.8%	94.8%	97.5%	94.0%
平安产险	98.0%	97.1%	99.6%	98.0%	100.7%	97.8%	98.3%	95.2%	96.8%	95.1%
太保产险	99.0%	97.3%	96.9%	97.9%	97.7%	97.1%	98.6%	96.3%	97.5%	95.0%
太平产险	105.9%	95.2%	97.2%	97.6%	98.4%	97.0%	100.1%	95.5%	98.8%	98.0%
阳光产险	-	98.8%	99.4%	98.5%	98.7%	99.1%	99.9%	98.8%	102.1%	98.7%
综合赔付率	**2021A**	**2022H1**	**2022A**	**2023H1**	**2023A**	**2024H1**	**2024A**	**2025H1**	**2025A**	**2026H1**
中国财险	73.6%	68.8%	69.4%	68.9%	70.6%	70.1%	73.0%	71.8%	73.9%	71.9%
平安产险	67.0%	70.3%	71.3%	70.6%	71.5%	70.6%	71.0%	69.2%	70.4%	70.3%
太保产险	69.6%	69.5%	68.0%	70.4%	69.1%	69.6%	71.0%	69.5%	70.6%	68.9%
太平产险	70.9%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
阳光产险	-	-	63.7%	-	65.0%	66.4%	68.4%	68.9%	71.7%	67.9%
综合费用率	**2021A**	**2022H1**	**2022A**	**2023H1**	**2023A**	**2024H1**	**2024A**	**2025H1**	**2025A**	**2026H1**
中国财险	25.9%	26.9%	27.2%	26.9%	27.2%	26.10%	25.80%	23.00%	23.60%	22.10%
平安产险	31.0%	26.8%	28.3%	27.4%	29.2%	27.2%	27.3%	26.0%	26.4%	24.8%
太保产险	29.4%	27.8%	28.9%	27.5%	28.6%	27.5%	27.8%	26.8%	27.1%	26.2%
太平产险	35.0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
阳光产险	-	-	35.7%	-	33.7%	32.7%	31.3%	29.9%	30.4%	30.8%

数据来源：中国人保、中国平安、中国太保、中国太平、阳光保险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
说明："-"代表财报未披露相关数据。太平 2026H1 回溯 2025H1 COR 为 96.7%，表中为未回溯数据

1）车险综合成本率普遍下降。2025 年人保、平安、太保车险综合成本率分别同比-0.7、-0.6、-0.7pct 至 93.5%、94.9%、94.6%。具体看，人保车险赔付率上升预计受新能源车占比上升、人伤案量明显增长以及人伤赔偿标准、配件价格持续上涨等因素影响，费用率优化得益于车险深化"报行合一"改革，持续推进费用精细化管理、优化费用投入。

仅供内部参考，请勿外传！

表9、上市险企车险业务综合成本率

车险 COR	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	2025A	2026H1
人保财险	94.5%	96.7%	96.9%	96.4%	96.8%	94.20%	95.3%	93.5%
平安产险	95.8%	97.1%	97.7%	98.1%	98.1%	95.50%	95.8%	94.9%
太保产险	96.5%	98.0%	97.6%	97.1%	98.2%	95.30%	95.6%	94.6%
车险赔付率	**2022A**	**2023H1**	**2023A**	**2024H1**	**2024A**	**2025H1**	**2025A**	**2026H1**
人保财险	68.3%	69.7%	70.4%	71.2%	72.6%	73.10%	74.4%	73.6%
平安产险	69.2%	-	-	-	-	-	-	-
太保产险	69.5%	70.8%	70.6%	71.4%	73.3%	72.9%	-	72.9%
车险费用率	**2022A**	**2023H1**	**2023A**	**2024H1**	**2024A**	**2025H1**	**2025A**	**2026H1**
人保财险	26.2%	27.00%	26.5%	25.2%	24.2%	21.10%	20.9%	19.9%
平安产险	26.6%	-	-	-	-	-	-	-
太保产险	27.6%	27.2%	27.0%	25.7%	24.9%	22.4%	-	21.7%

数据来源：中国人保、中国平安、中国太保公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2）非车业务综合成本率表现分化。2026H1 人保非车险 COR 同比优化 1.1pct 至 94.6%，平安非车险 COR 同比上升 1.1pct 至 95.5%，太保非车险 COR 同比优化 2.3pct 至 95.3%。人保非车险中除农险外其他细分险种 COR 均同比优化，农险 COR 上升主要为综合赔付率上升 4.5pct 至 79.0%，预计为大灾赔付增加影响，预计 2026 年随着非车险“报行合一”推进，预计有望实现整体非车业务的承保盈利；太保主要非车险 COR 均有所下降，其中企财险和农险 COR 分别同比优化 2.3、2.6pct，盈利能力不断增长。

表10、上市险企非车业务综合成本率

人保财险	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	2025A	2026H1
企业财产险	109.6%	92.0%	103.8%	99.6%	113.4%	90.1%	101.0%	86.6%
责任险	112.8%	102.8%	107.0%	104.1%	105.2%	103.6%	104.5%	103.1%
意外伤害及健康险	100.8%	98.5%	97.7%	99.9%	99.5%	101.8%	99.0%	99.0%
农险	93.5%	91.0%	95.8%	89.0%	99.7%	88.4%	101.9%	92.6%
非车整体	100.2%	94.4%	99.1%	95.8%	101.9%	95.7%	100.8%	94.6%
平安产险	**2022A**	**2023H1**	**2023A**	**2024H1**	**2024A**	**2025H1**	**2025A**	**2026H1**
保证保险	131.4%	117.7%	131.1%	106.8%	102.2%	-		
责任保险	105.4%	99.5%	106.3%	98.0%	102.7%	97.6%	106.8%	96.8%
企业财产保险	-	89.0%	97.7%	94.7%	-	-	-	97.8%
意外伤害保险	94.5%	-	106.0%	-	99.0%	98.4%		
健康保险	-	92.3%	95.2%	95.9%	93.4%	89.8%	99.4%	96.7%
非车整体		93.4%	106.6%	97.2%	98.8%	94.4%	98.9%	95.5%
太保产险	**2022A**	**2023H1**	**2023A**	**2024H1**	**2024A**	**2025H1**	**2025A**	**2026H1**
健康险	101.6%	101.2%	99.2%	100.8%	104.3%	99.3%	95.0%	98.3%
企财险	-	95.3%	97.2%	94.1%	103.8%	92.8%	94.1%	90.5%
责任险	99.8%	99.4%	100.6%	99.4%	103.7%	99.4%	102.3%	99.0%
农险	97.7%	98.1%	98.8%	97.8%	98.7%	98.8%	103.2%	96.2%
非车整体	98.1%	97.9%	97.7%	97.2%	99.1%	97.6%	99.9%	95.3%

数据来源：中国人保、中国平安、中国太保公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传！

三、资产端：整体投资业绩良好，二级权益延续增配

1.整体投资业绩表现良好

总投资收益、综合投资收益多有明显增长。国寿、太保、新华、人保公允价值变动损益分别同比变化 13100.7%、-70.5%、-142.8%、462.5%，平安、太平较同期大幅转正；除平安、新华外各家净投资收益均同比提升，国寿、太保、人保、太平净投资收益较同期分别+8.3%、+2.4%、+1.1%、+3.7%；总投资收益各家均有不同幅度的增长，具体看，国寿、平安、太保、新华、人保、太平分别实现总投资收益 3145、1369、660、575、667、480 亿元（太平为港元），同比分别变动+146.7%、+42.3%、+19.4%、+27.0%、+59.6%、+120.5%。综合投资收益方面，除平安、太保外各家均保持增长，国寿、新华、人保、太平分别同比+96.9%、+8.4%、+38.3%、65.1%。

表11、上市险企 2026 上半年投资收益测算（统一口径，未年化）

单位：百万元	中国人寿			中国平安			中国太保		
	2026H1	2025H1	26H1 同比	2026H1	2025H1	26H1 同比	2026H1	2025H1	26H1 同比
期初投资资产	7,423,705	6,611,071	12.3%	6,489,962	5,731,409	13.2%	3,039,987	2,734,457	11.2%
期末投资资产	7,946,101	7,127,153	7.0%	6,610,950	6,202,475	1.9%	3,172,982	2,924,728	4.4%
平均投资资产	7,103,604	6,275,317	10.5%	5,773,539	5,235,325	8.0%	2,779,588	2,464,597	9.7%
净投资收益	104,024	96,067	8.3%	78,012	92,823	-16.0%	43,454	42,422	2.4%
利息收入	77,091	75,362	2.3%	56,824	54,181	4.9%	30,123	29,061	3.7%
股息分红收入	18,379	13,922	32.0%	21,529	34,196	-37.0%	12,220	13,195	-7.4%
投资性房地产租金收入	-6	77	-107.8%	3,643	3,732	-2.4%	425	311	36.7%
应占联营企业和合营企业收益	8,560	6,706	27.6%	-3,984	714	-658.0%	686	-145	-
买卖价差收入	75,507	30,374	148.6%	39,549	9,746	305.8%	20,725	7,018	195.3%
公允价值变动损益	135,835	1,029	13100.7%	20,894	-6,754	-	1,726	5,856	-70.5%
投资资产减值损失	-862	36	-2494.4%	-1,513	401	-477.3%	117	-10	-
总投资收益	314,504	127,506	146.7%	136,942	96,216	42.3%	66,022	55,286	19.4%
其他综合收益-其他权益工具浮盈	-49,341	7,152	-789.9%	-19,569	61,593	-131.8%	-15,222	2,518	-704.5%
综合投资收益	265,163	134,658	96.9%	117,373	157,809	-25.6%	50,800	57,804	-12.1%
净投资收益率-统一口径	1.46%	1.53%	-0.07pct	1.35%	1.77%	-0.42pct	1.56%	1.72%	-0.16pct
总投资收益率-统一口径	4.43%	2.03%	2.40pct	2.37%	1.84%	0.53pct	2.38%	2.24%	0.13pct
综合投资收益率-统一口径	3.73%	2.15%	1.59pct	2.03%	3.01%	-0.98pct	1.83%	2.35%	-0.52pct

单位：百万元	新华保险			中国人保			中国太平（港元）		
	2026H1	2025H1	26H1 同比	2026H1	2025H1	26H1 同比	2026H1	2025H1	26H1 同比
期初投资资产	1,841,227	1,629,361	13.0%	1,901,634	1,641,756	15.8%	1,743,052	1,562,099	11.6%
期末投资资产	1,901,854	1,712,522	3.3%	1,997,723	1,760,674	5.1%	1,941,507	1,683,283	11.4%

仅供内部参考，请勿外传！

平均投资资产	1,680,018	1,472,720	10.5%	1,754,082	1,543,605	10.7%	1,690,855	1,483,781	11.9%
净投资收益	23,332	24,098	-3.2%	30,836	30,491	1.1%	26,215	25,268	3.7%
利息收入	14,575	16,213	-10.1%	18,344	18,431	-0.5%	21,019	19,896	5.6%
股息分红收入	6,911	7,113	-2.8%	4,843	3,571	35.6%	4,079	3,909	4.3%
投资性房地产租金收入	135	134	0.7%	361	310	16.5%	390	392	-0.6%
应占联营企业和合营企业收益	1,711	638	168.2%	7,288	8,179	-10.9%	728	1,071	-32.0%
买卖价差收入	38,234	11,012	247.2%	21,685	8,729	148.4%	11,825	-1,223	-
公允价值变动损益	-4,380	10,230	-142.8%	14,069	2,501	462.5%	9,745	-2,376	-
投资资产减值损失	339	-52	-	98	67	46.3%	166	81	106.4%
总投资收益	57,525	45,288	27.0%	66,688	41,788	59.6%	47,952	21,749	120.5%
其他综合收益-其他权益工具浮盈	-3,845	4,252	-190.4%	-8,523	281	-3133.1%	-8,014	2,435	-429.1%
综合投资收益	53,680	49,540	8.4%	58,165	42,069	38.3%	39,938	24,184	65.1%
净投资收益率-统一口径	1.39%	1.64%	-0.25pct	1.76%	1.98%	-0.22pct	1.55%	1.70%	-0.15pct
总投资收益率-统一口径	3.42%	3.08%	0.35pct	3.80%	2.71%	1.09pct	2.84%	1.47%	1.37pct
综合投资收益率-统一口径	3.20%	3.36%	-0.17pct	3.32%	2.73%	0.59pct	2.36%	1.63%	0.73pct

数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

说明：净投资收益=利息收入+股息收入+租金+长股投收益；总投资收益=净投资收益+买卖价差收入+公允价值变动损益+投资资产减值损失/收益；综合投资收益=总投资收益+其他权益工具投资公允价值变动（剔除 OCI 债权影响）；作为分母的平均投资资产=[（期初投资资产-期初卖出回购金融资产-期初其他债权投资累计公允价值变动）+（期末投资资产-期末卖出回购金融资产-期末其他债权投资累计公允价值变动）]/2；收益率统一不年化处理。

测算口径下，净投资收益率（不年化）：人保 1.76%（-0.22pct）> 太保 1.56%（-0.16pct）> 太平 1.55%（-0.15pct）> 国寿 1.46%（-0.07pct）> 新华 1.39%（-0.25pct）> 平安 1.35%（-0.42pct）。人保、太保相对领先，前者主要得益于长股投收益贡献较高（华夏和兴业银行），后者主要系过往利率高点配的长债较多，红利股票规模相对较高。国寿、新华相对落后。从趋势看，各家受利率下行、存量高息固收资产占比逐步到期等影响 NII 普遍下降。需要注意，平安本期 NII 数据偏低，降幅较大，主要因公司高股息股票占比较高，且高股息股票中银行持仓较多，去年银行中期分红实际派息日普遍提前至去年末，导致本应今年初收到的一部分股息算入去年末；从估算数据看，平安 26 上半年股息分红收入减少 127 亿元，同比下降 37%。

测算口径下，总投资收益率（不年化）：国寿 4.43%（+2.4pct）> 人保 3.8%（+1.09pct）> 新华 3.42%（+0.35pct）> 太平 2.84%（+1.37pct）> 太保 2.38%

仅供内部参考，请勿外传！

（+0.13pct）>平安 2.37%（+0.53pct）。国寿、人保、新华相对领先，太保、平安相对落后。从变动情况看，各家均有提升，主要得益于股票、基金买卖价差及浮盈同比改善，买卖价差+公允价值变动合计同比，太平由同期亏损的-36 亿转为当期盈利的+216 亿，其余公司同比平安+1920%>国寿+573%>人保+218%>太保+74%>新华+59%。太平同期基数极低，因此同比大幅改善；平安当期 TPL 类权益投资业绩同比大幅改善，但因前文所述的 NII 拖累，TII 并不领先；国寿、人保改善幅度较大，预计主要得益于 TPL 类中成长股涨幅较大。

测算口径下，综合投资收益率（不年化）：国寿 3.73%（+1.59pct）>人保 3.32%（+0.59pct）>新华 3.20%（-0.17pct）>太平 2.36%（+0.73pct）>太保 2.38%（+0.13pct）>平安 2.37%（+0.53pct）。国寿、人保、新华相对领先，太保、平安相对落后。从变动情况看，国寿、人保、太平同比提升，平安、太保、新华同比下降。需要注意，各家 CII 均低于 TII，表明 OCI 高股息股票普遍为负向贡献，市值有不同程度的下跌，主要因上半年红利板股估值持续回调，平安 CII 与 TII 差距相对较小，可能表明公司上半年 OCI 股票亏损幅度相对较小，表现相对较优，或与平安 OCI 高股息股票中持有的港股银行特别是汇丰银行较多有关。

表12、上市险企统一口径计算的投资收益率（未年化）

净投资收益率	2026H1	2025H1	26H1 同比
国寿	1.46%	1.53%	-0.07pct
平安	1.35%	1.77%	-0.42pct
太保	1.56%	1.72%	-0.16pct
新华	1.39%	1.64%	-0.25pct
人保	1.76%	1.98%	-0.22pct
太平	1.55%	1.70%	-0.15pct
总投资收益率	**2026H1**	**2025H1**	**26H1 同比**
国寿	4.43%	2.03%	2.40pct
平安	2.37%	1.84%	0.53pct
太保	2.38%	2.24%	0.13pct
新华	3.42%	3.08%	0.35pct
人保	3.80%	2.71%	1.09pct
太平	2.84%	1.47%	1.37pct
综合投资收益率	**2026H1**	**2025H1**	**26H1 同比**
国寿	3.73%	2.15%	1.59pct
平安	2.03%	3.01%	-0.98pct
太保	1.83%	2.35%	-0.52pct
新华	3.20%	3.36%	-0.17pct
人保	3.32%	2.73%	0.59pct
太平	2.36%	1.63%	0.73pct

数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传！

从披露的投资收益率结果看，2026H1 净投资收益率受利率下行影响普遍下滑，总/综合投资收益率受公允价值变动损益、OCI 债券浮盈等因素影响多有提升，具体看：

净投资收益率：人保 3.4%（简单年化*2，-0.4pct）>阳光 3.1%（-0.7pct）>太保 3.0%（简单年化*2，-0.4pct）> 太平 2.9%（-0.3pct）> 平安 2.8%（简单年化*2，-0.8pct）> 新华 2.6%（-0.4pct）> 国寿 1.8%（估算，-0.6pct），各家均同比下滑。

总投资收益率：人保 7.4%（简单年化*2，+2.2pct）> 新华 6.7%（+0.8pct）> 国寿 5.6%（+2.3pct）> 太平 5.2%（+2.5pct）> 平安 4.9%（简单年化*2，+1.1pct）> 太保 4.8%（简单年化*2，+0.2pct）> 阳光 3.6%（-0.4pct），除阳光外其余各家均有所改善。

综合投资收益率：新华 6.4%（0.0pct，含 OCI 债券浮盈）> 太平 6.0%（简单年化*2，+2.2pct，含 OCI 债券浮盈）> 平安 4.2%（简单年化*2，-2.0pct，不含 OCI 债券浮盈）> 太保 3.6%（简单年化*2，-1.2pct，不含 OCI 债券浮盈）> 阳光 2.3%（-2.8pct，不含 OCI 债券浮盈）。整体看 CII 出现分化，同比下降主要因 OCI 股票等（主要为红利股票）表现明显弱于同期。**需要强调的是各家综合投资收益率口径差异较大，不完全可比。**

表13、上市险企净/总/综合投资收益率

净投资收益率	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025H1	2025A	2026H1
中国人寿	4.91%	4.64%	4.61%	4.34%	4.38%	4.00%	3.77%	3.47%	2.78%	3.04%	1.85%
中国平安	5.80%	5.20%	5.20%	5.10%	4.60%	4.70%	4.20%	3.80%	3.60%	3.70%	2.80%
中国太保	5.40%	4.90%	4.90%	4.70%	4.50%	4.30%	4.00%	3.80%	3.40%	3.40%	3.00%
新华保险	5.10%	5.00%	4.80%	4.60%	4.30%	4.60%	3.40%	3.20%	3.00%	2.80%	2.60%
中国人保	5.54%	5.50%	5.30%	5.00%	4.80%	5.10%	4.50%	4.00%	3.80%	3.60%	3.40%
中国太平	4.33%	4.32%	4.72%	4.21%	4.07%	4.02%	3.56%	3.46%	3.11%	3.21%	2.85%
阳光保险				5.20%	4.60%	3.90%	4.00%	4.20%	3.80%	3.70%	3.10%
总投资收益率	**2017A**	**2018A**	**2019A**	**2020A**	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024A**	**2025H1**	**2025A**	**2026H1**
中国人寿	5.16%	3.28%	5.23%	5.30%	4.98%	3.94%	2.68%	5.50%	3.29%	6.09%	5.58%
中国平安	6.00%	3.70%	6.90%	6.20%	4.00%	2.50%	3.00%	4.50%	3.78%	4.50%	4.90%
中国太保	5.40%	4.60%	5.40%	5.90%	5.70%	4.20%	2.60%	5.60%	4.60%	5.70%	4.80%
新华保险	5.20%	4.60%	4.90%	5.50%	5.90%	4.30%	1.80%	5.80%	5.90%	6.60%	6.70%
中国人保	6.02%	4.90%	5.40%	5.80%	5.80%	4.60%	3.30%	5.60%	5.10%	5.70%	7.40%
中国太平	4.48%	3.85%	4.77%	5.44%	5.39%	3.31%	2.66%	4.57%	2.68%	4.04%	5.21%
阳光保险				6.50%	5.40%	4.90%	3.30%	4.30%	4.00%	4.80%	3.60%
综合投资收益率	**2017A**	**2018A**	**2019A**	**2020A**	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024A**	**2025H1**	**2025A**	**2026H1**
中国人寿	4.54%	3.10%	7.27%	6.33%	4.87%	1.92%	3.23%	未披露	未披露	未披露	未披露
中国平安	7.41%	3.30%	6.06%	4.29%	3.39%	2.34%	3.60%	5.80%	6.20%	6.30%	4.20%
中国太保	4.62%	4.79%	6.66%	6.64%	4.83%	2.11%	2.70%	6.00%	4.80%	6.10%	3.60%
新华保险	5.34%	2.55%	7.16%	7.21%	4.81%	1.83%	2.58%	8.50%	6.30%	5.00%	6.40%

仅供内部参考，请勿外传！

中国人保	5.22%	4.20%	7.17%	6.63%	5.57%	1.95%	3.96%	未披露	未披露	未披露	未披露
中国太平		-	-	-	-	2.35%	5.01%	10.32%	3.72%	1.73%	5.96%
阳光保险		-	-	-	-	2.80%	3.30%	6.50%	5.10%	6.10%	2.30%

数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平、阳光保险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
说明："-"代表未披露相关数据；中国人寿、中国人保未披露综合投资收益率数据，注意各家口径存在差异，综合投资收益率指标不完全可比。部分原始未年化，表格中采用简单年化处理。部分数据存在追溯处理，表格披露为原始数据，计算同比时采用追溯口径。
注：平安总投资收益率、国寿净投资收益率部分年份未披露，表格中为估算值。

2.核心权益资产延续增配，债券配置表现分化

1、从大类资产配置来看，A 股五家上市险企核心权益（股票+基金）仓位保持提升。核心权益（股票+基金）方面各家占比均提升，国寿、平安、太保、新华、人保股基占比较年初分别变动+2.2、+0.7、+0.5、+4.4、+2.1pct 至 19.2%、21.1%、14.3%、25.5%、15.5%，从占比看新华最高、太保最低，主要原因为低利率、长期资金入市利好政策以及权益慢牛行情演绎下，险企持续增配核心权益资产。2026H1 除国寿、平安外上市险企普遍增配债券，但增配力度略有放缓，主要原因为近年来上市险企有效久期缺口明显压降，加之刚性成本随预定利率下降而压降，增配长期利率债的动力有所减弱，具体看，国寿、平安、太保、新华、人保债券占比较年初分别变动-0.3、-0.1、+0.4、+1.6、+0.9pct 至 57.1%、55.0%、61.4%、51.3%、49.1%，从占比看太保最高、人保最低；从占比变动看，与年初相比新华、人保占比提升幅度最多。平安、太保定存配置增加，定存占比较 2025 年初分别+0.5pct、+0.2pct 至 5.5%、6.4%。截至 2026H1，上市险企定存类资产占比在 5%-12%之间，债券类资产占比在 49%-62%之间，股票+基金资产占比在 14%-26%之间。

表14、上市险企大类资产配置情况（单位：亿元）

中国人寿	2024A	2025H1	2025A	2026H1	较 26 年初变动	2024A 占比	2025H1 占比	2025A 占比	2026H1 占比	较 26 年初变动
定存	4,385	4,572	4,187	4,457	6.5%	6.6%	6.4%	5.6%	5.6%	0.0pct
债券	39,031	42,059	42,579	45,340	6.5%	59.0%	59.0%	57.4%	57.1%	-0.3pct
股基	8,076	9,708	12,572	15,222	21.1%	12.2%	13.6%	16.9%	19.2%	2.2pct
其他	14,619	14,932	14,900	14,441	-3.1%	22.1%	21.0%	20.1%	18.2%	-1.9pct
合计	66,111	71,272	74,237	79,461	7.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.0pct
中国平安	**2024A**	**2025H1**	**2025A**	**2026H1**	**较 26 年初变动**	**2024A 占比**	**2025H1 占比**	**2025A 占比**	**2026H1 占比**	**较 26 年初变动**
定存	2,446	3,047	3,266	3,658	12.0%	4.3%	4.9%	5.0%	5.5%	0.5pct
债券	35,346	37,706	35,725	36,334	1.7%	61.7%	60.8%	55.0%	55.0%	-0.1pct
股基	6,747	8,581	13,197	13,920	5.5%	11.8%	13.8%	20.3%	21.1%	0.7pct
其他	12,775	12,691	12,711	12,197	-4.0%	22.3%	20.5%	19.6%	18.5%	-1.1pct
合计	57,314	62,025	64,900	66,110	1.9%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.0pct
中国太保	**2024A**	**2025H1**	**2025A**	**2026H1**	**较 26 年初变动**	**2024A 占比**	**2025H1 占比**	**2025A 占比**	**2026H1 占比**	**较 26 年初变动**
定存	1,738	1,782	1,873	2,021	7.9%	6.4%	6.1%	6.2%	6.4%	0.2pct
债券	16,422	18,261	18,557	19,496	5.1%	60.1%	62.4%	61.0%	61.4%	0.4pct
股基	3,174	3,499	4,187	4,534	8.3%	11.6%	12.0%	13.8%	14.3%	0.5pct
其他	6,011	5,706	5,783	5,679	-1.8%	22.0%	19.5%	19.0%	17.9%	-1.1pct

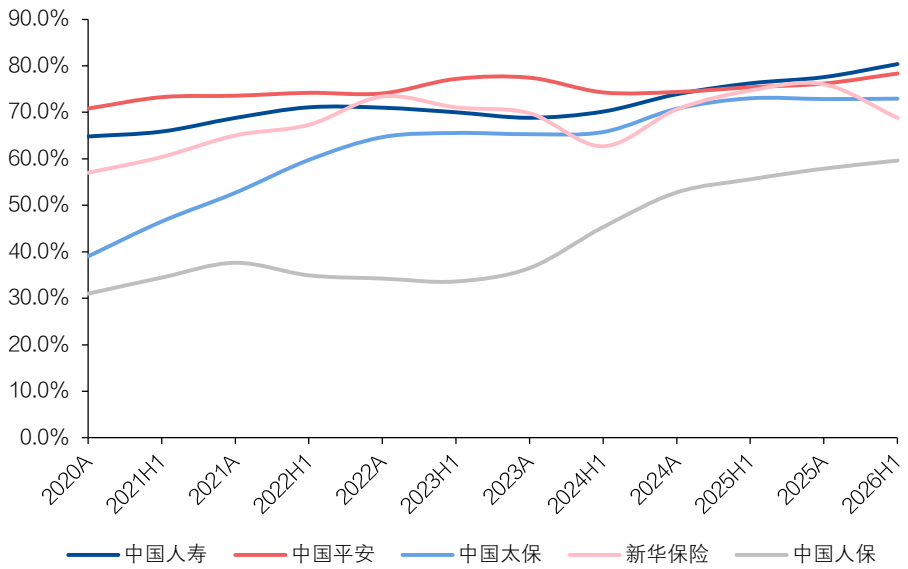
仅供内部参考，请勿外传！

合计	27,345	29,247	30,400	31,730	4.4%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.0pct
新华保险	**2024A**	**2025H1**	**2025A**	**2026H1**	**较 26 年初变动**	**2024A 占比**	**2025H1 占比**	**2025A 占比**	**2026H1 占比**	**较 26 年初变动**
定存	2,825	3,331	2,940	2,270	-22.8%	17.3%	19.5%	16.0%	11.9%	-4.0pct
债券	8,495	8,673	9,140	9,751	6.7%	52.1%	50.6%	49.6%	51.3%	1.6pct
股基	3,071	3,194	3,890	4,858	24.9%	18.8%	18.7%	21.1%	25.5%	4.4pct
其他	1,903	1,927	2,442	2,140	-12.4%	11.7%	11.3%	13.3%	11.3%	-2.0pct
合计	16,294	17,125	18,412	19,019	3.3%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.0pct
中国人保	**2024A**	**2025H1**	**2025A**	**2026H1**	**较 26 年初变动**	**2024A 占比**	**2025H1 占比**	**2025A 占比**	**2026H1 占比**	**较 26 年初变动**
定存	1,266	1,252	1,274	1,342	5.3%	7.7%	7.1%	6.7%	6.7%	0.0pct
债券	8,037	8,748	9,180	9,819	7.0%	49.0%	49.7%	48.3%	49.1%	0.9pct
股基	1,469	1,882	2,535	3,087	21.8%	8.9%	10.7%	13.3%	15.5%	2.1pct
其他	5,646	5,725	6,027	5,729	-4.9%	34.4%	32.5%	31.7%	28.7%	-3.0pct
合计	16,418	17,607	19,016	19,977	5.1%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.0pct

数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

从债券分品种结构看，上市险企的国债及政府债占比普遍提升。截至 2026H1，除新华外 A 股五家上市险企债券中国债占比普遍较年初进一步提升，新华债券中国债占比较年初下降 7.2pct 至 68.8%，金融债、企业债、次级债占比较年初分别 +0.6pct、3.5pct、3.1pct 至 6.5%、12.1%、12.5%。除人保外其余险企债券中国债占比均超过 65%，人保较年初提升 1.7pct 至 59.6%。

图15、2026H1 上市险企债券中国债及政府债占比普遍提升



数据来源：中国平安、中国太保、新华保险、中国人保公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

说明：此处为合并报表附注中债券分品种数据，并非全部的保险资金口径。

从债券的会计分类（持有目的）结构看，FVOCI 债券占比稳中有升。近年来为应对利率下行导致负债准备金增提规模大幅提升，上市险企将更多债券分类为 FVOCI 以公允价值计量，以对冲负债规模增加对净资产的侵蚀效应。展望后续，

仅供内部参考，请勿外传！

预计上市险企依然有较大动力增配长期利率债并分类为 FVOCI 以公允价值计量，更好实现资产和负债匹配。

表15、2026H1 上市险企债券中 FVOCI 类债券占比稳中有升

中国人寿	2023/12/31	2024/6/30	2024/12/31	2025/6/30	2025/12/31	2026/6/30
FVTPL	-	17%	15%	13%	11%	9%
FVOCI	-	83%	85%	87%	89%	91%
AC	-	0%	0%	0%	0%	0%
合计	-	100%	100%	100%	100%	100%
中国平安	**2023/12/31**	**2024/6/30**	**2024/12/31**	**2025/6/30**	**2025/12/31**	**2026/6/30**
FVTPL	15%	19%	20%	21%	18%	18%
FVOCI	61%	59%	61%	61%	62%	63%
AC	25%	22%	20%	18%	19%	19%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%
中国太保	**2023/12/31**	**2024/6/30**	**2024/12/31**	**2025/6/30**	**2025/12/31**	**2026/6/30**
FVTPL	17%	19%	17%	15%	15%	15%
FVOCI	81%	79%	82%	84%	84%	85%
AC	2%	2%	1%	1%	1%	1%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%
新华保险	**2023/12/31**	**2024/6/30**	**2024/12/31**	**2025/6/30**	**2025/12/31**	**2026/6/30**
FVTPL	12%	20%	5%	13%	15%	24%
FVOCI	47%	41%	61%	58%	58%	56%
AC	40%	39%	34%	29%	27%	20%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%
中国人保	**2023/12/31**	**2024/6/30**	**2024/12/31**	**2025/6/30**	**2025/12/31**	**2026/6/30**
FVTPL	27%	20%	17%	16%	15%	14%
FVOCI	54%	61%	65%	66%	66%	67%
AC	19%	19%	18%	19%	19%	19%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保，兴业证券经济与金融研究院整理

2、FVOCI 股票配置比例普遍提升，规模和占比创历史新高。新准则下股票若分类为 FVOCI，由于在处置时不允许将公允价值变动部分转入利润表，仅允许股息分红进入利润表，险企将更偏好高股息率股票，以获得高股利。综合来看，新准则下高股息、低波动的蓝筹股的配置价值明显提升。目前 FVOCI-权益工具中股票可能多为高股息资产，截至 2026H1，国寿、平安、太保、新华、人保、太平、阳光的保险资金 FVOCI-股票规模分别为 3927、6338、1288、518、840、886、524 亿元，较年初规模分别+1603、+925、+39、+133、+134、+245、-72 亿元，七家合计 FVOCI 股票占总股票比重从年初的 40.6%提升至 46.2%，其中国寿、平安、太保、新华、人保、太平、阳光较年初分别变动+10.0pct、+9.3pct、-2.3pct、+2.9pct、+0.7pct、+8.4pct、-3.0pct 至 37.8%、65.8%、34.7%、20.7%、43.1%、43.3%、65.1%，国寿、平安、太平提升幅度较大，太保、阳光占比下降。目前七家险企权益资产中 FVOCI 股票占权益资产比重为 8-44%，平安、阳光占比较高为 39.6%、43.4%。若参考平安、阳光的配置比例，上市险企未来仍有较大增配空间。

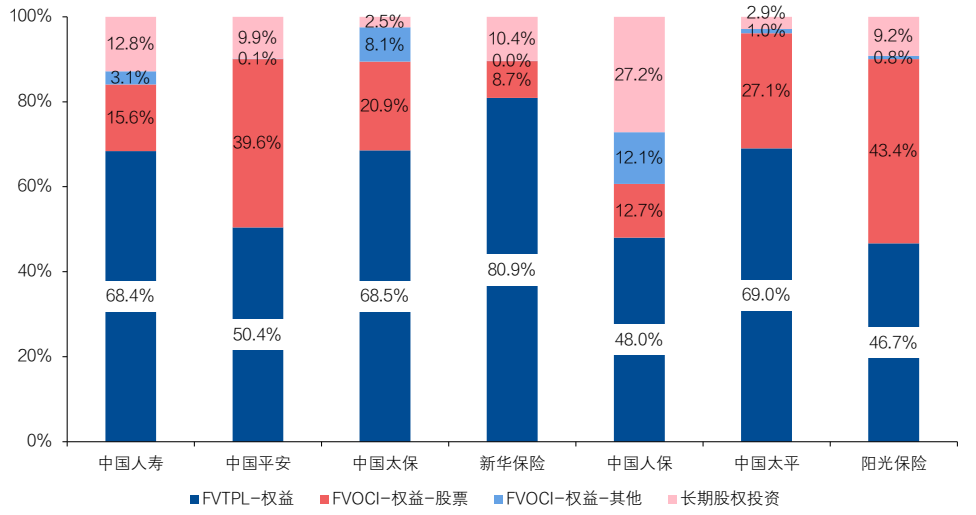
仅供内部参考，请勿外传！

表16、2026H1 上市险企 FVOCI 股票占比普遍提升（单位：亿元）

股票-OCI	2024H1	2024A	2025H1	2025A	2026H1	占比	2024H1	2024A	2025H1	2025A	2026H1
中国人寿	341	602	1,403	2,324	3,927	中国人寿	7.7%	12.0%	22.6%	27.8%	37.8%
中国平安	2,060	2,632	4,243	5,413	6,338	中国平安	62.1%	60.2%	65.3%	56.5%	65.8%
中国太保	460	761	957	1,248	1,288	中国太保	20.8%	29.8%	33.8%	37.0%	34.7%
新华保险	168	306	374	385	518	新华保险	11.7%	16.9%	18.8%	17.8%	20.7%
中国人保	182	273	439	705	840	中国人保	40.5%	45.4%	46.4%	42.4%	43.1%
中国太平	323	412	422	642	886	中国太平	33.7%	36.6%	34.9%	34.9%	43.3%
阳光保险	477	466	589	596	524	阳光保险	69.4%	69.0%	70.4%	68.1%	65.1%
合计	4,012	5,452	8,428	11,314	14,320	合计	29.7%	33.8%	41.1%	40.6%	46.2%
股票-TPL	**2024H1**	**2024A**	**2025H1**	**2025A**	**2026H1**	**占比**	**2024H1**	**2024A**	**2025H1**	**2025A**	**2026H1**
中国人寿	4,076	4,409	4,799	6,029	6,451	中国人寿	92.3%	88.0%	77.4%	72.2%	62.2%
中国平安	1,259	1,742	2,250	4,168	3,301	中国平安	37.9%	39.8%	34.7%	43.5%	34.2%
中国太保	1,753	1,790	1,874	2,128	2,425	中国太保	79.2%	70.2%	66.2%	63.0%	65.3%
新华保险	1,275	1,502	1,618	1,779	1,983	新华保险	88.3%	83.1%	81.2%	82.2%	79.3%
中国人保	268	329	507	957	1,106	中国人保	59.5%	54.6%	53.6%	57.6%	56.9%
中国太平	636	715	789	1,196	1,159	中国太平	66.3%	63.4%	65.1%	65.1%	56.7%
阳光保险	210	210	248	280	281	阳光保险	30.6%	31.0%	29.6%	31.9%	34.9%
合计	9,476	10,697	12,085	16,537	16,707	合计	70.3%	66.2%	58.9%	59.4%	53.8%

数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平、阳光保险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、2026H1 上市险企权益资产内部结构



数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3、供给收缩、风险提升以及收益下滑情况下，A 股上市险企非标资产配置比例继续下降。2026H1 国寿、平安、太保、新华、人保非标资产投资规模分别较年初变动-3.2%、-8.2%、-11.5%、+4.4%、-1.1%。从占比看，2026H1 各家非标资产占总投资资产比重多有下降，降幅在 0.0~1.5pct，其中国寿和太保降幅最大。从收益率看，2026H1 平安、太保非标准化固收资产的名义投资收益率同比分别下降 0.27、0.1pct 至 3.94%、4.0%。我们认为，随着非标资产“流动性、收益性、安全性”整体下降，存量资产逐步到期，预计未来非标资产占比将进一步降低。

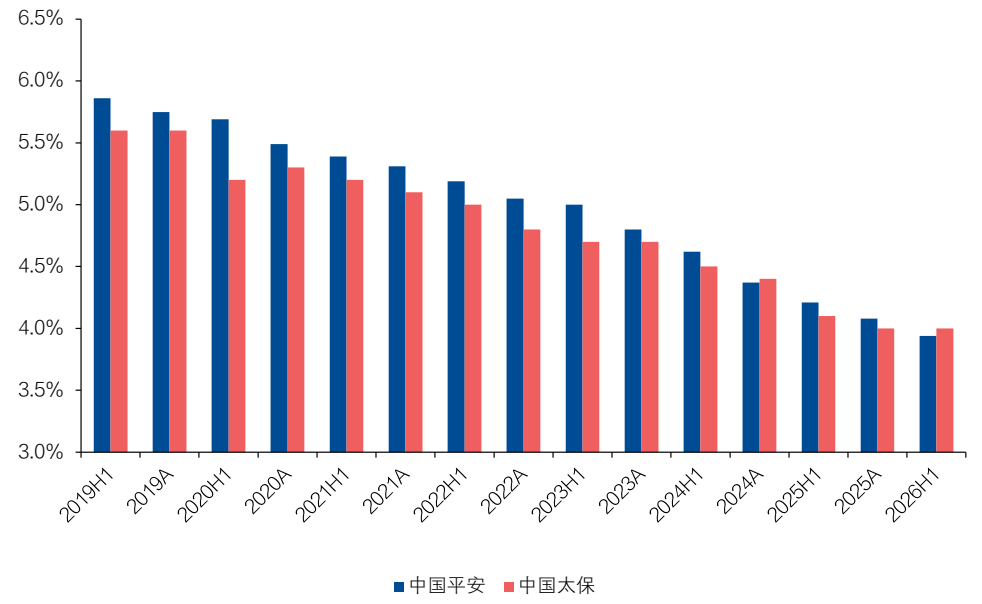
仅供内部参考，请勿外传！

表17、上市险企非标资产及配置结构（单位：百万元）

非标固收	2023A	2024A	2025A	2026H1	较 26 年初变动	2023A 占比	2024A 占比	2025A 占比	2026H1 占比
中国人寿	480,600	523,721	519,517	502,707	-3.2%	8.9%	7.9%	7.0%	6.3%
中国平安	416,810	366,629	323,452	284,332	-12.1%	8.8%	6.4%	5.0%	4.3%
中国太保	409,349	336,824	269,572	240,209	-10.9%	18.2%	12.3%	8.9%	7.6%
新华保险	79,939	36,475	13,330	-	-	5.9%	2.2%	0.7%	-
中国人保	216,221	184,804	180,641	156,313	-13.5%	15.1%	11.3%	9.5%	7.8%
非标权益	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026H1**	**较 26 年初变动**	**2023A 占比**	**2024A 占比**	**2025A 占比**	**2026H1 占比**
中国人寿	462,438	461,452	419,143	406,141	-3.1%	8.5%	7.0%	5.6%	5.1%
中国平安	175,239	170,311	160,612	160,063	-0.3%	3.7%	3.0%	2.5%	2.4%
中国太保	19,652	20,795	23,110	18,695	-19.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.6%
新华保险	77,009	58,653	52,211	-	-	5.7%	3.6%	2.8%	-
中国人保	75,691	75,714	66,578	88,071	32.3%	5.3%	4.6%	3.5%	4.4%
非标合计	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026H1**	**较 26 年初变动**	**2023A 占比**	**2024A 占比**	**2025A 占比**	**2026H1 占比**
中国人寿	943,038	985,173	938,660	908,848	-3.2%	17.4%	14.9%	12.6%	11.4%
中国平安	592,049	536,940	484,064	444,395	-8.2%	12.5%	9.4%	7.5%	6.7%
中国太保	429,001	357,619	292,682	258,904	-11.5%	19.1%	13.1%	9.6%	8.2%
新华保险	156,948	95,128	65,541	68,456	4.4%	11.7%	5.8%	3.6%	3.6%
中国人保	291,912	260,518	247,219	244,384	-1.1%	20.4%	15.9%	13.0%	12.2%

数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、2026H1 平安和太保非标资产名义投资收益率下降（年化）



数据来源：中国平安、中国太保公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

四、EV 保持稳健增长，NBV 投资敏感性降低

1、各家寿险 EV 保持稳健增长，ROEV 同比略有下降。2026H1 上市险企寿险 EV 保持稳健增长，除国寿外其余公司 EV 较同期增速有所放缓，主要系营运偏差及投资偏差贡献较同期有所下降，国寿、平安、太保、新华、人保寿的寿险 EV 较年初增长 10.0%、4.5%、4.1%、7.8%、5.2%。从 ROEV 表现看，除国寿、新华

仅供内部参考，请勿外传！

外其余公司 ROEV 较同期略有下调，主要系营运偏差影响，2026H1 国寿、平安、太保、新华的 ROEV 分别为 5.9%、6.7%、5.6%、7.7%，同比分别+0.89、-0.85、-0.77、+0.5pct。从 2026H1 内含价值变动的驱动因素来看，预期回报贡献在+2.9~+3.0%，略有提升；NBV 贡献在+2.3%~+2.7%，有所改善；营运偏差贡献在+0.1%~+1.5%，略有下降；投资偏差贡献在+0.4%~+5.2%，均为正向贡献。

表18、上市险企寿险业务 EV 增速以及 ROEV

寿险 EV 较对应年初增速	2023A	2024H1	2024A	2025H1	2025A	2026H1
中国人寿	2.4%	11.4%	11.2%	5.5%	4.8%	10.0%
中国平安	-5.0%	10.3%	2.3%	5.5%	11.2%	4.5%
中国太保	1.0%	8.4%	6.2%	4.8%	10.2%	4.1%
新华保险	-2.0%	7.1%	3.2%	8.1%	11.4%	7.8%
人保寿险	0.5%	32.8%	18.0%	9.0%	3.3%	5.2%
内含价值营运回报率	**2023A**	**2024H1**	**2024A**	**2025H1**	**2025A**	**2026H1**
中国人寿	9.7%	6.0%	10.6%	5.0%	8.7%	5.9%
中国平安	12.4%	7.7%	12.6%	7.6%	12.9%	6.7%
中国太保	12.3%	7.1%	12.4%	6.4%	11.8%	5.6%
新华保险	10.0%	6.6%	10.1%	7.2%	10.9%	7.7%
人保寿险	6.9%	-	16.5%	-	12.4%	-

数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表19、上市险企 EV 变动驱动因素分析

	2023A	2024H1	2024A	2025H1	2025A	2026H1
预期回报						
中国人寿	6.8%	3.2%	7.9%	2.7%	5.4%	2.9%
中国平安	7.8%	3.4%	6.9%	3.0%	6.1%	2.9%
中国太保	8.2%	3.3%	7.2%	3.0%	6.4%	3.0%
新华保险	7.6%	3.3%	6.6%	3.0%	6.0%	2.9%
中国人保	7.2%	-	6.3%	-	5.4%	-
NBV						
中国人寿	3.0%	2.6%	2.7%	2.0%	3.3%	2.6%
中国平安	3.6%	2.7%	3.4%	2.7%	4.4%	2.7%
中国太保	2.8%	2.2%	3.3%	2.3%	4.4%	2.3%
新华保险	1.2%	1.6%	2.5%	2.4%	3.8%	2.4%
中国人保	3.8%	-	5.3%	-	7.3%	-
营运偏差						
中国人寿	-0.1%	0.3%	0.1%	0.3%	0.1%	0.3%
中国平安	0.5%	1.2%	1.8%	1.4%	1.7%	0.8%
中国太保	0.7%	1.2%	1.3%	0.9%	0.4%	0.1%
新华保险	1.1%	1.8%	1.9%	1.8%	2.7%	1.5%
中国人保	-4.1%	-	4.9%	-	-0.3%	-
投资偏差（含市场价值调整）						
中国人寿	-3.0%	6.2%	13.5%	1.4%	-2.1%	5.2%
中国平安	-2.4%	2.6%	4.5%	3.5%	2.3%	0.6%
中国太保	-4.3%	3.1%	10.2%	0.6%	-1.7%	0.4%
新华保险	-5.6%	1.1%	8.1%	3.2%	2.5%	2.0%
中国人保	-4.1%	-	4.9%	-	-0.3%	-
股息/注资						
中国人寿	-1.1%	-1.0%	-1.4%	-0.9%	-1.4%	-1.2%
中国平安	-4.1%	-2.9%	-5.1%	-3.3%	-4.8%	-2.6%

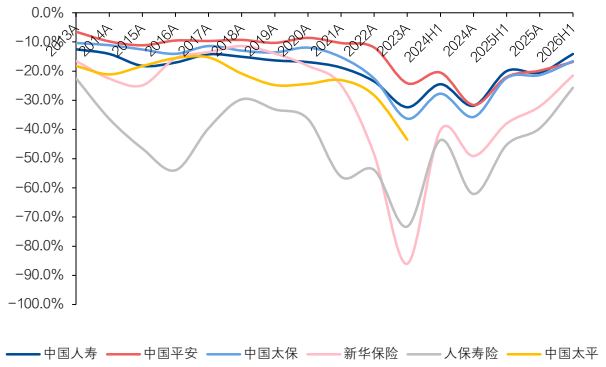
仅供内部参考，请勿外传！

中国太保	-1.5%	-1.7%	-1.7%	-1.7%	-1.7%	-1.9%
新华保险	-1.3%	-1.1%	-1.7%	-2.4%	-3.2%	-2.2%
中国人保	0.0%	-	0.0%	-	-0.2%	-

数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、NBV 投资敏感性改善，VIF 投资敏感性表现分化。得益于预定利率下调以及“报行合一”压降手续费率等因素影响，2026H1 上市险企利差和费差空间预计增厚，使得 NBV 对投资收益率敏感性有所降低。假设投资收益率下降 50BP，国寿、平安、太保、新华、人保寿的 NBV 敏感性较上年末变化为-6.4、-3.0、-4.8、-10.6、-13.9pct；上市险企 VIF 敏感性较年初有所下降，假设投资收益率下降 50BP，国寿、平安、太保、新华、人保寿的 VIF 敏感性较上年末变化-1.0、-0.3、-0.2、-2.2、-22.3pct。

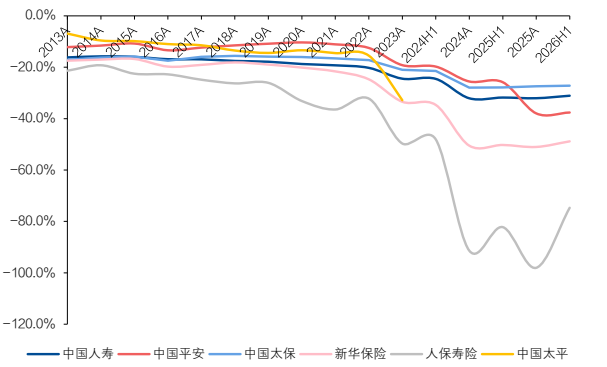
图18、险企 NBV 投资敏感性



数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

说明：中国平安 2020-2022 年为投资收益率和风险贴现率同时下降 50bp 的影响，故结果偏小。

图19、险企 VIF 投资敏感性



数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

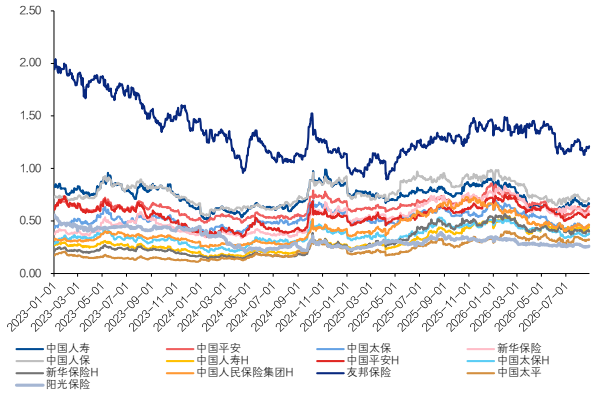
说明：中国平安 2020-2022 年为投资收益率和风险贴现率同时下降 50bp 的影响，故结果偏小。

五、短期面临基数压力，中长期基本面改善趋势仍将延续

坚定看好保险板块投资机会。短期看三季度上市险企资负双端面临高基数压力，预计上市险企三季度单季度净利润和 NBV 普遍同比负增长。建议在三季报高基数压力以及资金面影响进一步出清后布局。长期看，保单涨价及保费规模扩张带动的盈利中枢改善的趋势并未改变，保险长期增长潜力并未被充分定价，有望开启价值重估新阶段。关注：投资弹性较强的【中国人寿 H】、【新华保险 AH】，2026 年业绩有望领先同业的【中国平安 AH】、经营稳健且股息率较优的【中国太保 AH】。

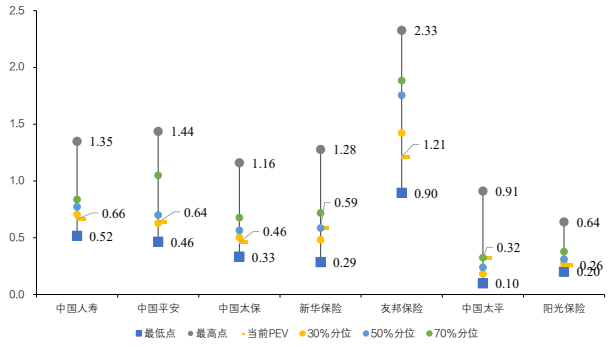
仅供内部参考，请勿外传！

图20、上市险企 PEV 动态估值走势



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理
说明：股价截至 2026 年 8 月 29 日收盘价。

图21、上市险企 PEV 估值处于 2018 年以来底部



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理
说明：股价截至 2026 年 8 月 29 日收盘价。

六、风险提示

长端利率快速下行风险：若长端利率快速下行，保险公司投资收益率中枢将下移，保险合同负债同时因折现率下降大幅增提，导致中长期盈利能力下降。

权益市场大幅回撤风险：若权益市场大幅回撤，将直接导致股票、基金等二级市场权益类资产公允价值变动损益大幅下降，拖累当期净利润表现。

新单销售显著不及预期风险：若险企新单保费持续承压，大幅低于预期，将导致新业务价值增长承压，同时影响保险公司现金流。

仅供内部参考，请勿外传！

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn