下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

保险行业 2026 年中报总结

投资驱动利润上行，净资产环比显著提升

行业评级

买入

前次评级 买入

2026H1 权益市场上行驱动利润同比显著提升。26H1 归母净利润增速分别为国寿（+228.6%）>太平（+90.3%）>新华（+54.0%）>人保、阳光（均为+38.5%）>平安（+36.1%）>中国财险（32.1%）>太保（+10.4%），投资业绩及保险服务业绩基本均实现大幅优化，其中国寿投资服务业绩大幅增长受益于更优的权益结构，叠加保险服务费用的转回。净投资收益率延续下滑态势，但总投资收益率提升幅度差异化，分别为太平（+2.5pct）、中国财险（+2.4pct）、平安（+2.3pct）、人保（+2.3pct）、新华（+0.8pct）、太保（+0.2pct）。26H1 CSM 受益于新单的流入及利率企稳环比均实现增长，增速为太平（+6.8%）>阳光（+6.7%）>新华（+6.7%）>国寿（+5.8%）>太保（+3.2%）>平安（+1.7%）。

2026 上半年权益资产比例抬升，同时持续加大 FVOCI 资产占比，险企净资产环比明显上行。资产配置结构方面，延续权益提升而债券占比下降的趋势，26 上半年“股票+基金”占比依次为新华（25.5%）>平安（21.1%）>国寿（19.2%）>太平（18.1%）>人保（15.5%）>太保（14.3%），但需要注意的是，考虑到市场涨跌幅后，险企实际加仓规模可能相对分化。会计分类方面，险企 FVOCI 股票较年初均有提升，占比分别为平安（65.8%）>太平（43.3%）>人保（43.1%）>国寿（37.8%）>太保（34.7%）。2026H1 上市险企净资产较年初均实现提升，一方面利润的增长，另外是资产负债匹配程度提升，因此上半年利率下行，但 OCI 债券公允价值变动规模高于保险合同金融变动的规模。

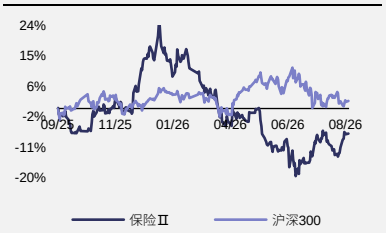
NBV 稳定增长，EV 环比稳增。（1）26H1 的 NBV 增速分别为国寿（+33.7%）>阳光（+16.4%）>太保（+12.7%）>新华（11.9%）>平安（11.2%）>太平（+6.5%），相较于去年同期增速有所分化，主要是分红险占比提升以及价值率变化不同：**一是 FYP** 中个险受益于渠道经营效率改善及居民旺盛的储蓄意愿和较低的基数，新单保费实现较好增速；银保受较高的基数、保险公司主动控制趸交业务以及报行合一的深化导致新单增速分化，但期交新单均实现增长。展望后续，考虑到储蓄型保险在竞品中仍具备较强吸引力，因此预计新单保费增速将维持稳健，对 2027 年开门红依旧维持乐观的判断。**二是 NBVM** 受分红险占比提升及缴费期限结构变化表现相对分化，国寿、太保、新华、人保寿价值率同比改善，平安受假设调整有所差异。（2）上半年 EV 环比增速为国寿（+10.0%）>太平（+8.2%）>阳光（+7.2%）>平安（+4.2%）>太保（3.8%），受益于 NBV 的持续增长及正向投资偏差。

财险 COR 明显改善超出预期。受益于报行合一的推进以及自然灾害减少，26H1 财险 COR 为人保财（94.0%）、太保财（95.0%）、平安财（95.1%），同比改善幅度为-0.8pct、-1.3pct、-0.1pct，费用率呈现出明显下降趋势。展望看，虽然下半年自然灾害频繁可能对赔付带来一定扰动，但随着非车险启动报行合一等有望推动费用率改善贯穿全年，我们预计 COR 有望同比企稳。

投资建议：业绩优于预期，核心指标有不同程度的改善，推荐中国人寿（AH）、中国平安（AH）、新华保险（AH）、中国财险（H）、中国太平（H）、中国人保（AH）、中国太保（AH）。

风险提示：长端利率下行，新单销售不及预期，监管政策趋严。

相对市场表现



刘淇

SAC 执证号：S0260520060001
liuqi@gf.com.cn

陈福

SAC 执证号：S0260517050001
SFC CE No. BOB667
chenfu@gf.com.cn

王京灵

SAC 执证号：S0260526050002
wangjingling@gf.com.cn

请注意，刘淇,王京灵并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

保险 II 行业:保险资负管理新规落地，利好行业中长期健康发展	2026-08-23
保险 II 行业:26Q2 保险投资规模超 40 万亿，权益占比进一步提升	2026-08-16
保险 II 行业:低利率平台期保险行业的基本面趋势研究之二：亚太地区寿险业经验	2026-07-28

下载日志已记录，仅供内部参考

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新收盘价	最近报告日期	评级	合理价值（元/股）	EPS(元)		PE(x)		PEV/PB(x)		ROE	
							2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
中国平安	601318.SH	CNY	55.85	20260822	买入	80.14	7.75	8.15	7.21	6.85	0.63	0.58	13.16%	12.95%
新华保险	601336.SH	CNY	59.80	20260827	买入	85.06	11.41	12.27	5.24	4.87	0.56	0.50	30.60%	31.60%
中国太保	601601.SH	CNY	31.77	20260828	买入	55.52	5.84	6.33	5.44	5.02	0.46	0.42	16.93%	17.78%
中国人寿	601628.SH	CNY	38.27	20260828	买入	56.53	5.69	5.72	6.73	6.69	0.68	0.61	19.60%	23.64%
中国人保	601319.SH	CNY	7.14	20260830	买入	10.77	1.35	1.43	5.29	4.99	1.05	0.92	17.51%	16.36%
中国平安	02318.HK	HKD	56.90	20260822	买入	82.83	7.75	8.15	6.75	6.42	0.59	0.55	13.16%	12.95%
新华保险	01336.HK	HKD	46.94	20260827	买入	67.22	11.41	12.27	3.78	3.52	0.41	0.36	30.60%	31.60%
中国太保	02601.HK	HKD	30.16	20260828	买入	47.86	5.84	6.33	4.75	4.38	0.40	0.37	16.93%	17.78%
中国人寿	02628.HK	HKD	29.42	20260828	买入	38.98	5.69	5.72	4.76	4.73	0.48	0.43	19.60%	23.64%
中国人民保险集团	01339.HK	HKD	5.40	20260830	买入	8.25	1.35	1.43	3.68	3.47	0.80	0.70	17.51%	16.36%
中国太平	00966.HK	HKD	20.66	20260826	买入	29.34	7.18	7.29	2.88	2.83	0.32	0.28	24.72%	23.06%
友邦保险	01299.HK	HKD	75.50	20260822	买入	107.70	0.62	0.76	15.83	12.91	1.41	1.28	12.80%	17.56%
中国财险	02328.HK	HKD	15.98	20260829	买入	20.98	1.86	2.13	7.90	6.90	1.05	0.96	13.20%	13.90%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。可比性下仅呈现部分更新最新业绩的公司，A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。EPS 中友邦保险的货币为美元，其余为人民币；保险估值中中国财险、中国人保、中国人民保险集团为 PB，其余为 PEV。收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录索引

一、利润：市场上行驱动利润增长，保险服务业绩稳步向上.....6
（一）归母净利润：权益市场向好带动利润同比提升.....6
（二）合同服务边际（CSM）：环比均有显著提升.....8
（三）资产配置：长债占比企稳，增配公开市场权益.....9
二、价值：个险向好推动 NBV 持续增长，EV 环比稳定增长.....12
（一）NBV：增速有所放缓，NBVM 同比变化分化.....12
（二）EV：稳定持续增长.....14
（三）投资收益率敏感性：分红险转型推动敏感性整体有所下行.....15
三、寿险：个险贡献新单增长，产品结构及缴费期限加快转型.....16
（一）保费：个险渠道新单放量，银保渠道表现分化.....16
（二）代理人：规模延续企稳回升，质量持续提升.....17
四、财险：保费增速相对疲弱，盈利能力改善超预期.....19
（一）保费：经济低位徘徊导致保费增速收敛.....19
（二）盈利能力：费用管控叠加大灾减少，COR 超预期优化.....21
五、投资建议.....23
六、风险提示.....24

下载日志已记录，仅供内部参考

图表索引

图 1：上市险企归母净利润增速.....6
图 2：上市险企归母净利润单季度增速.....6
图 3：26H1 上市险企净投资收益率仍有下行.....7
图 4：26H1 上市险企总投资收益率提升.....7
图 5：上市险企新单保费同比增速.....13
图 6：上市险企新单保费渠道结构.....13
图 7：上市险企新单保费同比增速.....17
图 8：上市险企新单保费渠道结构.....17
图 9：上市险企个险新单保费同比增速.....17
图 10：上市险企银保新单保费同比增速.....17
图 11：上市险企代理人规模（万人）.....18
图 12：平安、国寿代理人规模季度环比正增长.....18
图 13：平安代理人活动率水平变化.....19
图 14：上市险企的退保率趋势.....19
图 15：上市险企的 13 个月保单继续率.....19
图 16：上市险企的 24 个月保单继续率.....19
图 17：26H1 上市财险公司保费增速有所回落.....20
图 18：上市险企车险保费同比增速.....20
图 19：上市险企车均保费开始回升（元）.....20
图 20：上市险企非车险保费同比增速.....21
图 21：上市险企非车险保费占比变化.....21
图 22：上市险企财产险综合成本率.....21
图 23：上市险企综合成本率同比变化幅度.....21
图 24：上市险企车险综合成本率.....22
图 25：上市险企车险综合成本率同比变化幅度.....22
图 26：上市险企非车险业务综合成本率.....22
图 27：人保财非车险赔付率与费用率（计算口径）.....22

表 1：国寿、平安、太保寿险业务保险服务业绩和投资服务业绩情况（亿元）.....8
表 2：新华、太平、阳光寿险业务保险服务业绩和投资服务业绩情况（亿元）.....8
表 3：上市险企合同服务边际余额较年初增速.....9
表 4：中国平安合同服务边际的变化情况（百万元）.....9
表 5：中国太平合同服务边际的变化情况（百万港元）.....9
表 6：上市险企固收资产占比.....9

下载日志已记录，仅供内部参考

表 7：上市险企公开市场权益占比 10
表 8：上市险企 FVTPL 资产占比 10
表 9：上市险企 FVOCI 资产占比 10
表 10：上市险企 AC 资产占比 10
表 11：上市险企 FVTPL 及 FVOCI 股票占比 11
表 12：上市保险公司净资产变化情况 12
表 13：上市保险公司新业务价值增速对比 12
表 14：上市险企新业务价值率（首年保费口径） 13
表 15：上市险企个险 NBVM 趋势 14
表 16：上市险企银保 NBVM 趋势 14
表 17：中国平安与中国太保的内含价值变动分析 15
表 18：中国人寿与新华保险的内含价值变动分析 15
表 19：上市保险公司 EV 和 NBV 的利率敏感性分析 16
表 20：上市险企人均产能（元/月） 18

下载日志已记录，仅供内部参考

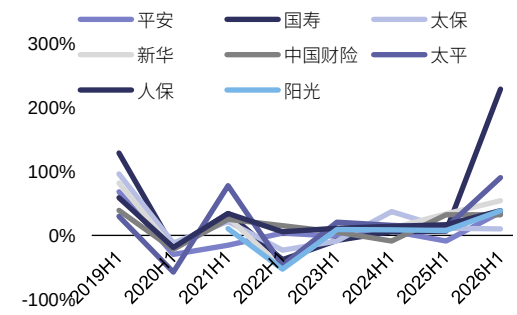
一、利润：市场上行驱动利润增长，保险服务业绩稳步向上

（一）归母净利润：权益市场向好带动利润同比提升

2026 上半年上市险企归母净利润同比增速依次为国寿（+228.6%）>太平（+90.3%）>新华（+54.0%）>人保、阳光（均为+38.5%）>平安（+36.1%）>中国财险（32.1%）>太保（+10.4%），均实现显著提升。一是 2026 上半年权益市场显著上行，沪深 300、中证 800 及科创 50 分别上涨 7.5%、11.1%、64.3%，叠加保险公司 2025 下半年明显加大二级市场权益的比例，带动险企上半年投资收益大幅提升；二是保险服务业绩显著提升，受益于近年来新业务价值的稳步增长，CSM 增速回暖，摊销的持续稳定推动保险服务业绩的小幅增长。（如无特殊说明，本报告所有数据均来源于公司财报和 wind）。

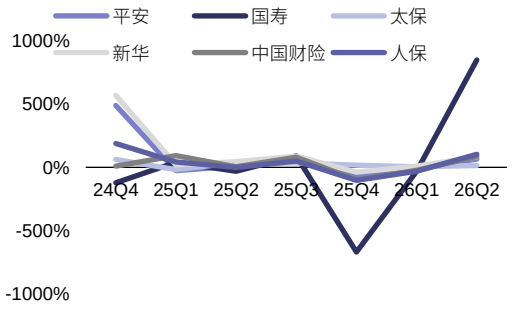
26Q2 单季度归母净利润增速分别为国寿（+848.0%）>人保（+104.2%）>中国财险（+86.3%）>新华（+82.7%）>平安（+64.7%）>太保（+13.6%），其中国寿主要受益于较高的二级市场权益配置比例、去年同期相对较低基数（去年同期为-31.2%）以及保险服务费用的转回，叠加今年单二季度权益市场的大幅上行，带动公司单季度归母净利润高增，单季度净利润仅略低于 2025 年三季度。

图 1：上市险企归母净利润增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 2：上市险企归母净利润单季度增速

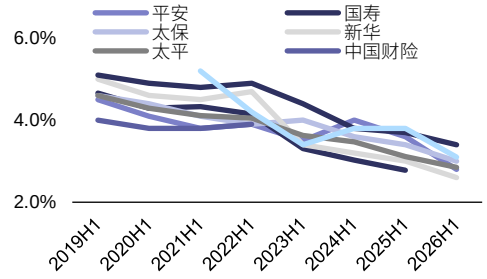


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

从投资收益率来看，（1）净投资收益率因长端利率的下滑仍有所下滑，2026 年中报平安、太保、新华、太平、阳光的净投资收益率分别变化幅度为-0.8pct、-0.4pct、-0.4pct、-0.3pct、-0.7pct，长端利率低位徘徊导致净投资收益率仍处于下行趋势，但高股息股票的配置为上市险企带来了较高的分红和股息收入，一定程度上缓解了利率下行导致的新增及再投资固收类资产的收益率下降，如国寿 2026 年中权益类净投资收益同比+32.0%；**（2）上市险企的总投资收益率基本均实现大幅提升，**26H1 同比变化幅度分别为太平（+2.5pct）>中国财险（+2.4pct）>人保（+2.3pct）>国寿（+2.3pct）>新华（+0.8pct）>太保（+0.2pct），阳光因受资本市场波动影响及较高的 OCI 股票占比上半年总投资收益率同比-0.4pct。具体来看，**太平**受去年同期低基数（去年总投资收益率同比-2.6pct）及投资策略优化调整影响，26H1 总投资收益率显著改善。**人保**受益于基金占二级权益比例相对较高（37%），而上半年因成长风格占优，偏股型基金指数优于其他宽基指数，叠加预计公司 FVTPL 权益类资产中成长风格结构较好；**国寿**受益于较高的二级市场权益，同时基金占比也相对较高，上半年公允价值变动损益达到 1358 亿元，较去年同期增加 1348 亿元；**新华**预计港股占比较高在一定程度上影响了总投资收益率提升的幅度。

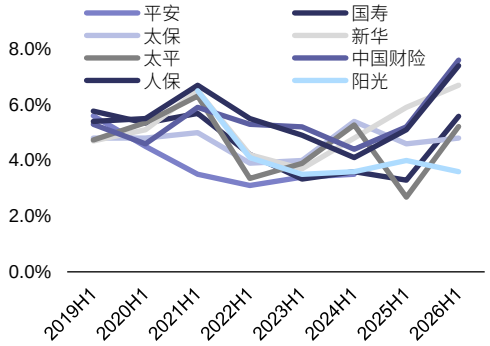
下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：26H1 上市险企净投资收益率仍有下行



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 4：26H1 上市险企总投资收益率提升



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

个股方面，2026 上半年整体净利润呈现增长趋势，个股的权益配置比例及保险服务业绩等都会影响净利润增长幅度。

中国人寿上半年归母净利润增速位居上市险企中最高水平，受益于公司优异的权益配置策略，上半年总投资收益率大幅提升 2.3pct 至 5.6%，展现出较强的投资收益弹性，上半年投资服务业绩同比继续大增 325.0%。此外，保险服务业绩受保险服务费用转回影响同比大幅提升 125.4%，2026 年上半年保险服务费用转回主要有两方面原因，一是公司加大向浮动收益型业务的转型力度，二是当期投资表现亮丽，因此过去部分确认亏损的 VFA 保单重新成为盈利保单，导致此前确认的保险服务费用转回。

新华保险上半年归母净利润增速表现亮眼，受益于投资收益上行，26H1 公司在高基数背景下归母净利润同比+54.0%。上半年投资服务业绩同比+88.3%，其中单二季度同比+93.3%，主要受益于上半年权益市场行情，叠加公司自身权益资产弹性较大（26H1 公司股票+基金占比为 25.6%），公司上半年实现总投资收益率 6.7%，同比+0.8pct。上半年 CSM 较年初+6.7%，在同业中属于相对较高的水平，有望持续推动保险服务业绩稳定增长。

中国太平上半年归母净利润同比+90.3%，受益于市场上行以及上年同期较低的基数。上半年权益市场持续向好，叠加公司去年利润端低基数（25H1 公司归母净利润仅同比+12.2%），带动公司 26H1 业绩同比 +90.3%。26H1 公司保险服务业绩同比+5.6%保持相对稳定，但投资服务业绩达到 78 亿港元，较去年同期的-18 亿港元大幅提升，推动公司业绩接近翻倍增长，上半年公司总投资收益率达 5.2%，较去年同期的 2.7%大幅改善。CSM 环比+6.8%，增速相对较高，一是新业务贡献相对稳定；二是会计估计变更 20 亿港元，上年同期为-21 亿港元，同比显著改善；三是汇率差异高达 86.7 亿港元，去年同期仅 32 亿港元。

中国平安上半年归母净利润同比+36.1%，Q1、Q2 单季度增速分别为-7.4%、+64.7%，二季度资本市场持续走强，带动公司上半年利润的显著提升。26H1 公司“股+基”占比 21.1%，环比提升 0.7 个百分点，主要是基金占比提升，同时股票中 FVOCI 的比例高达 65.76%（25 年为 56.5%）。上半年 CSM 环比+1.7%，受益于新业务 CSM 同比+18.3%。

中国财险归母净利润维持较好增长，受益于投资端和承保端齐发力，综合成本率在去年低基数基础上同比优化

下载日志已记录，仅供内部参考

0.8pct 推动承保利润同比+18.1%，而投资收益率同比大幅提升推动投资收益继续增长；

中国太保投资风格导致公司上半年利润增速弱于同业，但三季度有望明显回升。上半年归母净利润同比+10.4%，弱于主要同业，预计是公司高股息资产配置比例较高，且预计 TPL 资产中也配置较多的高股息资产，但 7 月份以来中证红利指数上涨 13%，因此预计三季度公司业绩增速有望优于同业。

阳光保险上半年归母净利润同比+38.5%至 63.1 亿元，主要因投资收益提升及所得税影响。公司上半年总投资收益 124.3 亿元，同比+16.2%。展望后续，随着三季度资本市场震荡加剧，预计公司相对稳健的配置风格将带动公司投资收益表现或优于市场预期。此外，26H1 公司财务费用及所得税分别同比下降 2 亿元及 3.9 亿元，其中财务费用主要受应付债券到期影响。受新业务价值的持续高增长（26H1 同比+16.4%）等因素影响，公司上半年 CSM 较年初+6.7%。

表 1：国寿、平安、太保寿险业务保险服务业绩和投资服务业绩情况（亿元）

	中国人寿			平安人寿			太保人寿		
	25H1	26H1	同比	25H1	26H1	同比	25H1	26H1	同比
保险服务收入	1,069	1125.25	5.3%	1,121	1071.56	-4.4%	423	430.73	1.9%
保险服务费用	-882	-704.42	-20.1%	-670	-616.46	-8.0%	-263	-263.26	0.0%
保险服务业绩	**187**	**421**	**125.4%**	**451**	**455**	**0.9%**	**159**	**167**	**5.1%**
总投资收益	1,274	3145.04	146.9%	-	-	-	467	561.18	20.0%
承保财务损失	-976	-1880.67	92.6%	-	-	-	-396	-473.41	19.4%
投资服务业绩	**298**	**1,264**	**325.0%**	**129**	**175**	**35.7%**	**71**	**88**	**23.6%**
营业利润	424	1631.78	285.1%	546	558.72	2.3%	222	245.34	10.3%
所得税	-4	-270.46	6417.1%	-31.38	-74.59	137.7%	-15	-5.04	-67.5%
税率	-1.0%	-16.6%	1592.2%	-5.7%	-13.4%	132.4%	-7.0%	-2.1%	-70.5%
净利润	**420**	**1,361**	**224.5%**	**515**	**484**	**-6.0%**	**207**	**240**	**16.1%**

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 2：新华、太平、阳光寿险业务保险服务业绩和投资服务业绩情况（亿元）

	新华保险			太平人寿			阳光人寿		
	25H1	26H1	同比	25H1	26H1	同比	25H1	26H1	同比
保险服务收入	248	264.42	6.8%	322	339.5	5.3%	86	88.8	2.9%
保险服务费用	-162	-155.7	-4.1%	-210	-220.4	5.1%	-50	-53.46	7.5%
保险服务业绩	**85**	**109**	**27.7%**	**113**	**119**	**5.6%**	**37**	**35**	**-3.3%**
总投资收益	453	561.03	23.9%	-	-	-	89	124.3	39.1%
承保财务损失	-338	-381.42	12.7%	-	-	-	-66	-105	60.4%
投资服务业绩	**114**	**180**	**57.0%**	**-18**	**78**	**-528.2%**	**24**	**19**	**-19.9%**
其他净收支	-37	-22	-40.8%	0	0	92.7%	-	-	-
营业利润	162	266.23	64.2%	89	185.28	109.1%	-	-	-
所得税	-14	-38.27	170.1%	-6	-18	217.6%	-	-	-
税率	-8.7%	-14.4%	64.5%	-6.6%	-10.0%	51.9%	-	-	-
净利润	**148**	**228**	**54.0%**	**83**	**167**	**101.5%**	**29.22**	**34**	**16.9%**

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（二）合同服务边际（CSM）：环比均有显著提升

合同服务边际是保险公司因在未来提供保险合同服务而将于未来确认的未赚利润，是公司未来利润持续释放的粮仓。**2026 上半年合同服务边际环比增速分别为人保（+7.4%）>太平（+6.8%）>阳光（+6.7%）>新华（+6.7%）>国寿（+5.8%）>太保（+3.2%）>平安（+1.7%），整体实现了显著正增，预计是由于新业务 CSM 及会计估计变更的影响**：国寿上半年受新单保费高增、业务架构优化及市场利率变化影响，新业务 CSM 同比大幅提升 157.4%，带动当期合同服务边际的显著提升；新华受新业务规模及结构优化影响，上半年新业务 CSM 同比提升 35.2%；平安上半年新业务 CSM 同比增长 18.3%，此外会计估计变更为 58.4 亿元，较去年同期的

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 亿元大幅提升；太平上半年会计估计变更为 20.3 亿港元，较去年同期的-21.1 亿港元显著提高，带动上半年 CSM 同比增长 8.6%。

表 3：上市险企合同服务边际余额较年初增速

合同服务边际余额增速	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
平安	0.6%	-1.7%	-0.1%	0.8%	0.3%	1.7%
国寿	1.6%	0.0%	2.4%	0.6%	1.6%	5.8%
太保	1.9%	-0.8%	0.8%	2.7%	1.2%	3.2%
新华	1.5%	-1.4%	-2.3%	1.7%	0.7%	6.7%
太平	4.8%	3.2%	-1.6%	2.0%	2.6%	6.8%
人保				14.7%	12.0%	7.4%
阳光				7.5%	10.3%	6.7%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 4：中国平安合同服务边际的变化情况（百万元）

中国平安	25H1	26H1	同比
期初 CSM	**731,312**	**725119**	**-0.8%**
新业务 CSM	25,209	29811	18.3%
预期利息增长	11,197	10586	-5.5%
调整合同服务边际的估计变更	120	5843	4769.2%
CSM 摊销	-34,630	-33584	-3.0%
期末 CSM	**733,208**	**737,775**	**0.6%**

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 5：中国太平合同服务边际的变化情况（百万港元）

中国太平	25H1	26H1	同比
期初 CSM	**206,936**	**216034**	**4.4%**
新业务 CSM	9,339	9406	0.7%
预期利息增长	3,768	3901	3.5%
调整合同服务边际的估计变更	-2,112	2030	-196.1%
汇率影响及其他	3,198	8674	171.2%
CSM 摊销	-8,639	-9228	6.8%
期末 CSM	**212,490**	**230,817**	**8.6%**

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（三）资产配置：长债占比企稳，增配公开市场权益

1. 投资组合：长债比例边际下降，权益资产占比提升

从资产配置结构来看，首先 2026 上半年与过去 2023-2024 年持续拉长资产久期，增加超长久期的债券的策略相比，有较大的差异。受资本市场持续走强及长端利率维持低位震荡影响，26H1 上市险企固定收益类资产占比较年初均有所下降，一方面上市公司债券配置比例已经相对较高，叠加上半年资本市场“赚钱效应”明显；其次是保险公司资产负债久期缺口逐渐收敛，当前利率处于相对较低水平，因此预计保险公司当前将保持资产负债久期缺口稳定。同时，虽然《保险公司资产负债管理办法》实施在即，但上市险企整体久期缺口压力相对较小，因此进一步大幅增配长久期债券必要性边际放缓。

表 6：上市险企固收资产占比

固定收益类资产	2022	2023	2024	2025	2026H1
平安	71.4%	72.3%	74.2%	65.8%	65.5%
国寿	73.7%	71.5%	74.3%	70.5%	69.5%
太保	73.9%	81.4%	81.9%	78.3%	77.5%
新华	68.9%	75.6%	72.9%	67.5%	63.2%

下载日志已记录，仅供内部参考

太平	76.6%	78.3%	82.8%	83.3%	80.2%
阳光	67.4%	69.2%	72.3%	72.2%	69.8%
人保	64.4%	64.5%	67.9%	64.5%	63.7%
中国财险	46.7%	58.2%	60.2%	57.6%	69.0%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

上半年以科技为代表的行情驱动权益市场持续向好，叠加长端利率低位徘徊，边际增加权益资产有增厚整体投资收益率水平。2026 上半年"股票+基金"占比依次为新华（25.5%）>平安（21.1%）>国寿（19.2%）>太平（18.1%）>人保（15.5%）>太保（14.3%），较年初变动+4.4pct、+0.7pct、+2.2pct、+1.5pct、+2.1pct、+0.5pct，上半年上市险企公开市场权益配置比例均有所提升。**但需要注意的是，考虑到市场涨跌幅后，险企实际加仓规模可能相对分化。**

表 7：上市险企公开市场权益占比

公开市场权益占比	2022	2023	2024	2025	2026H1
平安	11.1%	11.5%	11.8%	20.3%	21.1%
国寿	11.4%	11.8%	12.2%	16.9%	19.2%
太保	12.4%	11.1%	11.6%	13.8%	14.3%
新华	14.1%	14.3%	18.8%	21.1%	25.5%
太平	15.4%	14.5%	13.0%	16.6%	18.1%
阳光	15.1%	12.0%	13.3%	14.8%	13.2%
人保	13.9%	11.4%	8.9%	13.3%	15.5%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2. 保险资金会计分类：加大 OCI 资产的比例，净资产稳定性增强

2026 上半年总投资资产中 FVTPL 的占比分别为新华（39.7%）>国寿（26.8%）>太平（26.2%）>阳光（25.4%）>太保（23.8%）>中国人保（23.2%）>平安（23.0%）>，受差异化投资策略影响，整体占比环比年初表现分化；而 OCI 资产的比例均有不同程度的提升，更好地平滑新准则下利润波动。

表 8：上市险企 FVTPL 资产占比

FVTPL 占比	2024H1	2025H1	2026H1
平安	24.8%	23.6%	23.0%
国寿	30.6%	27.3%	26.8%
太保	26.4%	23.1%	23.8%
新华	33.1%	28.0%	39.7%
太平	30.1%	26.4%	26.2%
阳光	26.4%	24.0%	25.4%
人保	21.7%	20.3%	23.2%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 9：上市险企 FVOCI 资产占比

FVOCI 占比	2024H1	2025H1	2026H1
平安	55.8%	58.0%	56.5%
国寿	52.0%	57.0%	59.3%
太保	59.7%	65.0%	63.4%
新华	23.0%	31.9%	31.8%
太平	53.3%	61.2%	64.4%
阳光	63.7%	61.7%	56.7%
人保	35.4%	40.6%	41.1%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 10：上市险企 AC 资产占比

AC 占比	2024H1	2025H1	2026H1
平安	12.8%	13.1%	15.6%
国寿	3.1%	2.7%	2.0%
太保	2.7%	1.9%	1.5%
新华	42.1%	37.1%	24.7%

下载日志已记录，仅供内部参考

太平	7.9%	6.0%	4.1%
阳光	9.9%	14.3%	17.9%
人保	20.6%	18.3%	15.9%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

从股票分类来看，2026 年保险公司继续加大高股息资产配置策略，高股息凭借其稳健的股息收入预计未来仍将是保险公司重要的投资策略，同时也是新准则下平滑市场波动的有效工具。上半年股票资产中计入 FVOCI 的比例分别为中国平安（65.8%）>阳光（65.1%）>中国财险（57.2%）>太平（43.3%）>人保（43.2%）>国寿（37.8%）>太保（34.7%）>新华（23.4%），环比上年底明显提升。其中阳光的 OCI 股票占比维持高位，环比年初的 62.3%进一步提升；平安受益于较早开始执行新金融工具准则，进行了提前的配置，叠加近年来的举牌策略，股票中 OCI 占比较高；而中国财险无刚性负债成本，对投资的要求低于寿险公司，因此预计可能将更多的权益类资产计入 FVOCI，降低利润表的波动，实现稳定的业绩和分红水平。**展望后续，随着《保险公司资产负债管理办法》实施在即，基于净投资收益率覆盖率需求，预计险企将进一步加大红利类等资产的配置，利好资产负债结构的长期优化。**

表 11：上市险企 FVTPL 及 FVOCI 股票占比

股票-FVTPL	**2023**	**2024**	**2025**	**2026H1**
国寿	96.60%	88.00%	72.17%	62.16%
平安	40.10%	39.80%	43.50%	34.24%
太保	85.60%	70.20%	63.03%	65.32%
新华	86.00%	82.10%	77.74%	76.60%
太平	80.20%	63.40%	65.08%	56.67%
阳光	-	31.00%	37.75%	34.93%
人保	64.80%	54.60%	57.57%	56.85%
中国财险	22.20%	19.60%	35.03%	42.83%
股票-FVOCI	**2023**	**2024**	**2025**	**2026H1**
国寿	3.40%	12.00%	27.83%	37.84%
平安	59.90%	60.20%	56.50%	65.76%
太保	14.40%	29.80%	36.97%	34.68%
新华	5.00%	17.90%	22.26%	23.40%
太平	19.80%	36.60%	34.92%	43.33%
阳光	-	69%	62.25%	65.07%
人保	35.20%	45.40%	42.43%	43.15%
中国财险	77.80%	80.40%	64.97%	57.17%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

上市保险公司资产的会计分类共性主要是为了资产负债匹配，金融资产大多采用公允价值计量，尤其是债券类资产，有助于稳定净资产的稳定，尤其是寿险公司，由于负债的计量采用即期利率作为贴现率，为了资产负债匹配，保持净资产的稳定，因此在新准则下保险公司将持有的大量债券类资产也同样采用公允价值计量，因此在利率上行或者下行时，保险合同负债会下降或者增加，而持有的债券资产公允价值下降或者提升，对冲负债的变动，有利于保持净资产的稳定。而新华大量的债券仍采用摊余成本法计量，导致净资产更易受波动影响。

2026 上半年平安、国寿、太保、新华、太平、阳光归母净资产较年初变化幅度为+2.8%、+11.6%、+5.6%、+10.8%、+8.9%、-0.9%。IFRS17 准则下保险合同金融变动与 OCI 债券公允价值变动的对冲效果差异。利率环境波动下，保险合同负债折现率下行带来保险合同金融变动的权益端减记，而 FVOCI 债券资产公允价值上行形成正向 OCI，二者的对冲程度直接影响净资产表现。**新华** 26H1 保险合同金融变动权益冲减规模 25H1 的-244 亿元大幅收窄至-24 亿元，OCI 债券公允价值变动提升至 54.7 亿元，对冲比例抬升至 225.4%，负债端权益侵蚀显著缓解，推动归母净资产同比高增 48.2%；**国寿**保险合同金融变动冲减有所扩大，但 OCI 债券

下载日志已记录，仅供内部参考

公允价值变动同步增长，有力对冲负债端扰动，净资产实现 26.8%的同比增长。太保同样出现保险合同金融变动损失大幅收窄，OCI 债券浮盈增厚，对冲比例达 176.3%，净资产同比增长 13.2%。平安保险合同金融变动仍有较大规模冲减，OCI 债券浮盈有所改善，对冲比例 85.4%，净资产同比增速 8.9%。太平保险合同金融变动冲减幅度基本维持，OCI 债券公允价值有所回落，但依靠其他权益科目贡献，净资产依旧实现 39.6% 增长。

表 12：上市保险公司净资产变化情况（百万元，%）

	保险合同金融变动（进权益）		OCI 债券公允价值变动		对冲比例		归母净资产		
	25H1	26H1	25H1	26H1	25H1	2024	25H1	26H1	同比
平安	-50,542	-34620	9,320	29572	18.4%	85.4%	943,952	1028084	8.9%
国寿	-39,413	-43672	19,574	36536	49.7%	83.7%	523,619	664,203	26.8%
太保	-34,484	-8806	5,388	15525	15.6%	176.3%	281,871	319196	13.2%
新华	-24,432	-2428	141	5472	0.6%	225.4%	83,407	123578	48.2%
太平	-14,158	-13118	8,490	6931	60.0%	52.8%	74,238	103638	39.6%
阳光	-11,570	-3817	470	3235	4.1%	84.8%	55,837	55,337	-0.9%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

二、价值：个险向好推动 NBV 持续增长，EV 环比稳定增长

（一）NBV：增速有所放缓，NBVM 同比变化分化

2026 上半年上市险企新业务价值增速分别为国寿（+33.7%）>阳光（+16.4%）>友邦（+13.2%）>太保（+12.7%）>新华（11.9%）>平安（11.2%）>太平（+6.5%）>人保寿（+4.0%）>人保健康（+0.5%），相较于去年同期增速有所分化，主要是分红险占比提升以及价值率变化存在差异。

表 13：上市保险公司新业务价值增速对比

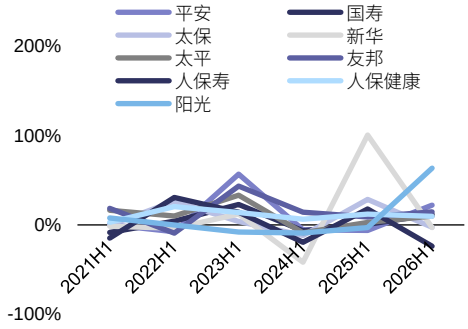
NBV 增速	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
平安	5.9%	-24.4%	-11.7%	-28.5%	32.6%	-14.0%	0.1%	11.2%
国寿	22.7%	6.7%	-19.0%	-13.8%	19.9%	4.5%	-11.5%	33.7%
太保	-8.4%	-24.8%	-8.9%	-45.3%	31.5%	22.8%	5.6%	12.7%
新华	-8.7%	-11.4%	-21.7%	-48.4%	17.1%	57.7%	58.4%	11.9%
太平	-13.3%	-58.7%	41.7%	-13.5%	19.2%	85.5%	-7.6%	6.5%
友邦	-16.4%	-38.0%	28.7%	-15.3%	32.1%	21.0%	15.6%	13.2%
人保寿		19.3%	-40.8%	-38.1%	66.8%	58.0%	26.5%	4.0%
人保健康		0.0%	116.1%	20.1%	58.7%	123.2%	26.8%	0.5%
阳光				0.0%	37.1%	39.9%	7.0%	16.4%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

从量的维度看，2026 年上半年上市险企新单保费呈现个险渠道普遍回暖、银保渠道显著分化的格局。个险复苏核心受益于代理人队伍质量持续优化，储蓄型产品需求释放，叠加渠道经营效率改善，带动新单保费修复，上半年个险新单增速分别为阳光（+67.6%）>太保（+28.4%）>新华（+24.0%）>平安（+21.8%）>国寿（+16.6%）>人保寿（+9.1%）>人保健康（+7.7%）>太平（+7.5%）。银保受报行合一持续推进叠加渠道竞争加剧等因素影响，上半年新单增速表现分化，分别为阳光（+83.4%）>平安（+69.3%）>太平（+17.5%）>国寿（+16.1%）>人保健康（+4.0%）>新华（-20.2%）>太保（-25.9%）>人保寿（-35.9%）。展望后续，预计演示利率 3.5%的分红险仍具备较强吸引力，叠加上市险企持续优化产品供给，预计下半年新单增速有望企稳。同时，预计随着四季度“开门红”的临近，有利于新单增速的延续。

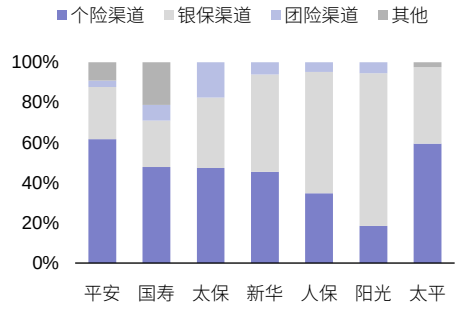
下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：上市险企新单保费同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 6：上市险企新单保费渠道结构



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

从价的维度，一方面分红险占比提升负向影响价值率，但报行合一以及预定利率下调形成正面影响，同时上市险企积极推进长期期交转型，因此 2026H1 上市险企新业务价值率分别为友邦（57.1%）>平安（24.4%）>国寿（21.2%）>太平（20.1%）>太保（17.5%）>新华（16.8%）>人保寿（16.5%）>阳光（+15.0%）>人保健康（11.3%），其中国寿、太保、新华、人保寿价值率同比改善，但平安、太平、友邦、人保健康、阳光同比略有下降。

友邦的新业务价值率提升幅度远高于上市同业；国寿价值率也有较大幅度的提升，主因期限结构和产品结构趋向长年期保单，同时持续压降负债成本；太保价值率也有明显提升，主因公司银保渠道压降趸交产品推动价值率明显改善；而平安受分红险占比提升以及假设调整并未追溯的原因，而太平、阳光价值率下滑主因分红险产品占比提升等因素影响。

表 14：上市险企新业务价值率（首年保费口径）

NBV Margin（首年保费）	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
平安	44.7%	36.7%	31.2%	25.7%	22.8%	24.2%	26.1%	24.4%
国寿	27.0%	25.2%	22.3%	18.5%	18.0%	20.1%	17.7%	21.2%
太保	39.0%	37.0%	25.4%	10.7%	13.4%	18.7%	15.0%	17.5%
新华	37.9%	15.3%	12.2%	6.6%	6.8%	18.8%	14.6%	16.8%
太平	26.4%	13.4%	17.6%	13.5%	12.2%	24.6%	21.6%	20.1%
友邦	65.6%	54.4%	59.0%	55.2%	50.8%	53.9%	57.7%	57.1%
人保寿		11.9%	8.3%	3.9%	5.7%	11.3%	12.1%	16.5%
人保健康		1.8%	3.7%	3.7%	5.2%	10.9%	12.3%	11.3%
阳光			9.0%	8.4%	12.4%	19.1%	21.1%	15.0%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

从渠道价值率来看，银保渠道价值率保持相对稳定，个险渠道受产品结构等因素影响变化幅度略有分化。从银保渠道看，26H1 平安及太平银保渠道价值率达到 19.4%、18.0%，受益于报行合一等影响价值率相对较高。从个险渠道看，国寿及太平个险渠道价值率同比分别+5.9pct 及+0.8pct，虽然分红险占比提升，但受益于个险渠道缴费期限结构优化等综合因素较上年同期持续改善。其余上市险企则受分红险占比提升等因素影响，个险渠道价值率同比有所下降。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 15：上市险企个险 NBVM 趋势

个险渠道 NBV Margin	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
平安	58.9%	55.2%	44.9%	36.7%	29.3%	33.0%	35.9%	33.3%
国寿	40.2%	39.4%	36.7%	30.8%	30.6%	31.1%	32.9%	38.8%
太保		-	40.4%	29.3%	27.8%	30.6%	26.4%	25.2%
新华	50.7%	39.2%	31.9%	23.5%	21.9%	30.5%	20.6%	20.0%
太平	31.6%	29.2%	29.0%	17.3%	18.6%	27.5%	22.7%	23.5%
人保寿		27.7%	19.9%	11.6%	12.1%	17.7%	20.5%	18.7%
人保健康		1.8%	3.7%	3.7%	5.2%	10.9%	12.3%	11.3%
阳光			0.0%	36.8%	27.1%	34.7%	35.7%	25.4%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 16：上市险企银保 NBVM 趋势

银保渠道 NBV Margin	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
平安		16.7%	20.6%	16.3%	19.7%	22.5%	28.6%	19.4%
国寿		-	-	-	-	-	-	-
太保		-	6.7%	1.7%	6.9%	12.5%	12.4%	14.9%
新华		1.0%	1.5%	1.1%	2.7%	13.8%	13.1%	16.7%
太平	4.9%	-4.1%	5.7%	6.0%	3.6%	20.0%	20.0%	18.0%
人保寿		0.9%	0.0%	0.9%	3.5%	8.6%	9.9%	15.1%
人保健康		2.7%	2.8%	0.9%	6.1%	7.8%	1.9%	5.0%
阳光				5.8%	10.3%	16.2%	19.0%	11.9%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

展望 2026 全年，个险渠道有望延续修复态势，代理人质态改善的红利仍将持续释放，储蓄型、养老类产品需求具备支撑，有望驱动个险新单维持正增长，不过考虑去年下半年基数抬升，整体增速或边际收窄。银保渠道预计延续分化格局，渠道手续费成本压力犹在，但考虑到储蓄型保险在居民财富管理市场中仍具备较强吸引力，因此预计新单保费增速将维持稳健。

（二）EV：稳定持续增长

2026 上半年内含价值环比增速分别为国寿（+10.0%）>太平（+8.2%）>阳光（+7.2%）>平安（+4.2%）>太保（3.8%），相较于上年同期，一是部分上市险企投资偏差拉动 EV 增长的幅度扩大，二是预期回报等推动内含价值整体环比正增长，但部分险企新业务价值增速边际放缓导致 NBV 对于 EV 贡献同比收窄。从变动因子分析来看：

一是投资偏差贡献表现分化，其中国寿保险投资收益率相对较好，投资偏差拉动 EV 增长 3.3%，较上年同期扩大 3.3 个百分点，太保投资偏差拉动 EV 增长 0.7%，同比扩大 0.2pct。而平安、阳光投资偏差拉动 EV 分别-1.7%、-0.8%，较上年同期略有下降，主因平安和阳光因高股息资产占比较高导致综合投资收益率较上年同期有所下滑。

二是市场价值调整因上半年利率小幅下行导致的 FVOCI 的债权资产公允价值变动额较小，平安、太保、国寿分别拉动 EV+0.0%、-0.5%、+0.6%，较上年同期变化幅度分别为-0.1pct、-0.1pct、-1.3pct，国寿变动幅度更大是因为在核算市场价值调整是从全口径出发，而其他家均是公司股东角度出发。

展望 2026 年，内含价值有望维持稳健增长，一方面新业务价值的稳健增长将推动新业务价值贡献 EV 增速保持相对稳定，另一方面，险企不断优化资产配置结构有望驱动投资收益率企稳从而推动全年实现正的投资偏差。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 17：中国平安与中国太保的内含价值变动分析

中国平安	2025H1	2026H1	变动	中国太保	2025H1	2026H1	变动
年初内含价值的预计回报	1.8%	1.8%	0.0%	期初内含价值调整	0.0%	0.0%	0.0%
一年新业务价值	1.6%	1.7%	0.1%	年初内含价值预计回报	2.2%	2.3%	0.0%
新业务内部的风险分散效应	0.3%	0.2%	-0.1%	新业务价值	1.7%	1.8%	0.1%
新业务与有效业务的风险分散效应	0.0%	0.0%	0.0%	分散效应	0.2%	0.1%	-0.1%
假设及模型变动	0.0%	0.0%	0.0%	投资收益差异	0.5%	0.7%	0.2%
市场价值调整影响	0.1%	0.1%	0.0%	营运经验差异	0.7%	0.1%	-0.6%
投资回报差异	2.0%	0.3%	-1.7%	假设及模型变动	0.0%	0.0%	0.0%
营运经验差异及其他	0.8%	0.5%	-0.4%	市场价值调整	0.1%	-0.4%	-0.5%
不属于日常营运收支的一次性项目	0.0%	0.0%	0.0%	集团对寿险子公司资本注入	0.0%	0.0%	0.0%
其他非寿险业务营运利润	1.8%	2.1%	0.3%	股东股息	-1.2%	-1.5%	-0.2%
其他非寿险业务非营运利润	-0.4%	0.3%	0.7%	其他	0.0%	0.0%	0.1%
市场价值调整影响及其他差异	-0.3%	-0.3%	0.0%	利润分配前净资产变化	3.4%	2.4%	-0.9%
资本注入	0.0%	0.0%	0.0%	子公司注资	0.0%	0.0%	0.0%
员工持股计划	0.0%	-0.3%	-0.2%	利润分配	-1.8%	-1.8%	0.0%
股票回购	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益调整	-0.9%	-0.1%	0.8%
股东分红	-2.1%	-2.1%	0.0%	合计增速	4.7%	3.8%	-0.9%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 18：中国人寿与新华保险的内含价值变动分析

中国人寿	2025H1	2026H1	变动	新华保险	2025H1	2026H1	变动
新业务价值的影响	2.0%	2.6%	0.6%	期望收益	3.0%	2.9%	-0.1%
期望收益	2.7%	2.9%	0.3%	一年新业务价值的影响	2.4%	2.4%	0.0%
运营经验偏差	0.3%	0.3%	0.1%	运营经验偏差	1.8%	1.5%	-0.2%
投资回报偏差	0.0%	3.3%	3.3%	经济经验偏差	3.2%	2.0%	-1.2%
方法/模型/假设变动	0.0%	0.0%	0.0%	运营假设变动	0.0%	0.0%	0.0%
市场价值和其他调整	1.3%	1.9%	0.6%	经济假设变动	0.0%	0.0%	0.0%
注资及股东红利分配	-0.9%	-1.2%	-0.3%	风险贴现率假设	0.0%	0.0%	0.0%
汇率变动	0.0%	0.0%	0.0%	注资及股东红利分配	-2.4%	-2.2%	0.2%
其他	0.1%	0.0%	0.0%	其他	-0.1%	0.0%	0.1%
合计增速	5.5%	10.0%	4.5%	寿险以外的其他股东价值变化	0.3%	0.4%	0.1%
				合计增速	8.1%	7.8%	-0.3%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（三）投资收益率敏感性：分红险转型推动敏感性整体有所下行

从内含价值和新业务价值对投资收益率的敏感性分析来看，一是 2026 年受产品结构调整，分红险占比提升等，新业务价值的敏感性均有不同程度的下降，2026 上半年 NBV 的敏感性为国寿（-11.3%）<太保（-16.6%）<平安（-16.8%）<阳光（-19.9%）<新华（-21.5%）。二是上市险企 EV、NBV 对投资收益率下行的敏感性整体呈现改善态势，多数主体风险缓冲能力有所修复。一方面险企持续优化资产久期配置，拉长固收资产久期，缩小资产负债久期缺口，降低利率冲击；另一方面产品结构调整见效，负债久期结构优化弱化新业务价值对投资收益率的依赖。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 19：上市保险公司 EV 和 NBV 的利率敏感性分析

EV 对投资收益率下降 50 个 BP 的敏感性	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
平安人寿	-7.30%	-7.40%	-8.20%	-12.20%	-15.40%	-2.77%
中国人寿	-8.70%	-8.70%	-9.10%	-9.70%	-11.40%	-8.73%
太保人寿	-9.70%	-9.50%	-10.00%	-12.40%	-14.20%	-14.32%
新华人寿	-8.00%	-8.40%	-9.00%	-11.70%	-13.30%	-13.12%
阳光人寿	-	-	-	-	-17.80%	-23.87%
NBV 对投资收益率下降 50 个 BP 的敏感性	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
平安人寿	-9.60%	-11.50%	-14.10%	-20.50%	-22.00%	-16.84%
中国人寿	-19.10%	-23.20%	-27.70%	-22.10%	-20.00%	-11.30%
太保人寿	-15.40%	-21.70%	-29.00%	-27.80%	-22.40%	-16.60%
新华人寿	-24.00%	-37.20%	-65.90%	-40.20%	-37.90%	-21.49%
阳光人寿	-	-	-	-	-29.50%	-19.92%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心。注：其中国寿为投资收益率下降 10%的敏感性。

三、寿险：个险贡献新单增长，产品结构及缴费期限加快转型

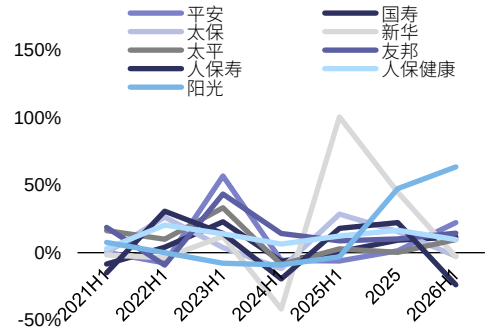
（一）保费：个险渠道新单放量，银保渠道表现分化

1. 量的角度：上半年新单保费同比增速有所分化

2026H1 上市险企的新单保费增速分别为：阳光（+63.5%）、平安（+22.2%）、友邦（+14.4%）、国寿（+11.6%）、太平（+9.8%）、人保健康（+9.7%）、太保（-2.6%）、新华（-3.1%）、人保寿（-23.8%）。上半年上市险企新单增速除太保、新华及人保寿外均实现正增长，主要受益于居民“存款搬家”下的需求延续及渠道改革成果的释放，而增速表现分化主因其差异化的产品投放策略以及渠道结构差异所影响。**从渠道结构看，**监管连续引导下调预定利率，部分保险配置需求提前集中释放，从而导致部分公司面临较高的新单增长基数。2025 年以来监管引导以及行业主动推进分红险产品转型，同时上市险企积极提升长期期交险种的占比，从而锁定长期较低的负债成本。在此背景之下，叠加个险渠道转型成果及人均产能的持续释放，带动 26H1 个险渠道新单保费的持续放量。而银保渠道在银行网点合作从“1+3”扩大至“1+N”的背景下，行业竞争或进一步加剧，叠加去年同期较高的增幅基数，部分险企今年上半年银保渠道新单增速同比下降。**从险企对比看，**阳光 26H1 新单同比+63.5%，受益于个险渠道及银保渠道的协同发力，上半年阳光个险及银保新单分别同比+67.6%及 83.4%，个险渠道持续提升分红险转型及代理人的优增优育，叠加公司较高的银保渠道占比（26H1 银保占新单的比重为 76.0%），公司上半年实现较好的新单增速。平安和国寿新单均实现双位数增长，主要受银保渠道拉动影响，26H1 银保渠道新单分别同比+69.3%和+16.1%，同时个险渠道新单分别同比+21.8%及 16.6%，渠道产能持续放量带动新单实现双位数增长。

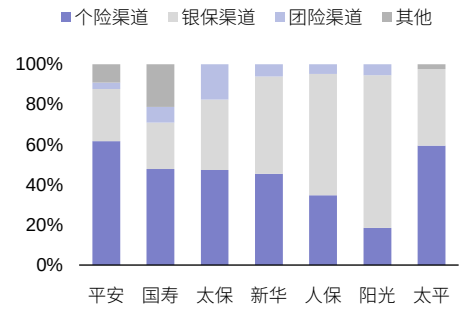
下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：上市险企新单保费同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 8：上市险企新单保费渠道结构

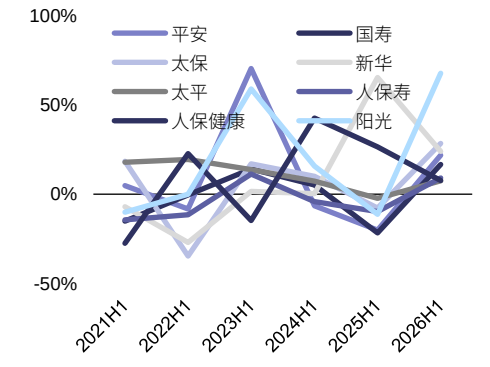


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2. 从结构来看：个险渠道持续回暖，银保渠道短期分化

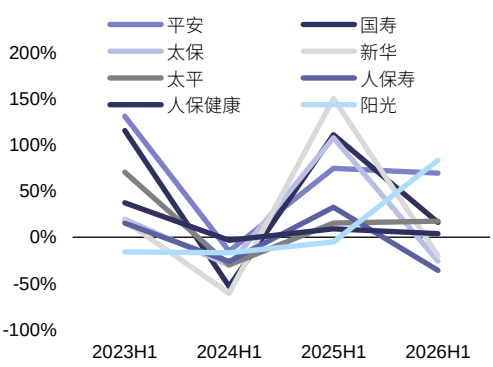
2026 年上半年上市险企新单保费呈现个险渠道普遍回暖、银保渠道显著分化的格局。个险复苏核心受益于代理人队伍质量持续优化，储蓄型产品需求释放，叠加渠道经营效率改善，带动新单保费修复，上半年个险新单增速分别为阳光（+67.6%）>太保（+28.4%）>新华（+24.0%）>平安（+21.8%）>国寿（+16.6%）>人保寿（+9.1%）>人保健康（+7.7%）>太平（+7.5%）。银保受报行合一持续推进叠加保险公司主动控制趸交规模，上半年新单增速表现分化，分别为阳光（+83.4%）>平安（+69.3%）>太平（+17.5%）>国寿（+16.1%）>人保健康（+4.0%）>新华（-20.2%）>太保（-25.9%）>人保寿（-35.9%）。展望后续，预计演示利率 3.5%的分红险仍具备较强吸引力，叠加上市险企持续优化产品供给，但考虑到新单的基数走高以及部分公司提前进入开门红备战情况，预计下半年新单增速有望继续收敛，但 2027 年开门红可期。

图 9：上市险企个险新单保费同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 10：上市险企银保新单保费同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（二）代理人：规模延续企稳回升，质量持续提升

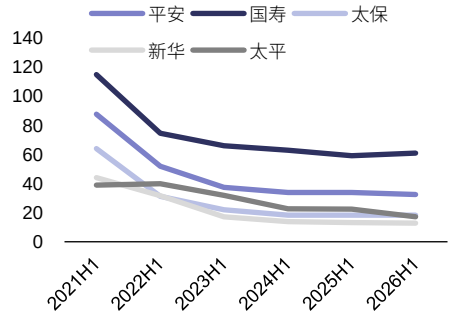
1. 代理人规模：触底趋势明显，国寿与太保率先企稳

截至 2026 年上半年，平安、国寿、太保、新华、太平代理人规模分别为 32.5 万人、61.0 万人、18.3 万人、

下载日志已记录，仅供内部参考

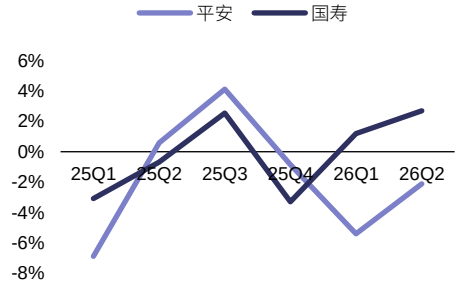
12.8 万人、17.2 万人，同比变化依次为：国寿（+3.0%）<太保（持平）<新华（-3.8%）<平安（-4.4%）<太平（-23.5%），环比来看，国寿、太保、太平代理人规模分别环比+3.9%、+1.1%、+3.0%，实现企稳回升。上市险企队伍规模增速降幅较 2025H1 整体收窄，新人留存率及存量队伍的脱落率预计均有所改善。

图 11：上市险企代理人规模（万人）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 12：平安、国寿代理人规模季度环比正增长



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2. 队伍质量：渠道转型成果夯实，人均产能显著同比提升

26H1 上市险企人均产能同比大幅提升，中长期看有望延续改善态势。2026H1 月均人均产能分别为太平（29294 元）>太保（26453 元）>国寿（23995 元）>新华（22000 元），同比提升幅度依次为+20.5%、+28.4%、+17.6%、+31.7%，其中。2021H1-2026H1 上市险企的人均产能 CAGR 分别为新华（+47.9%）>太保（+34.9%）>国寿（+18.2%）太平（+16.0%）。行业代理人队伍清虚过后，产能驱动的转型逻辑持续兑现。经历前期队伍规模压降，各家险企持续推进代理人提质，淘汰低产能人力，留存队伍专业能力、客户经营水平有所改善，储蓄型产品占比提升进一步抬升人均产出。

表 20：上市险企人均产能（元/月）

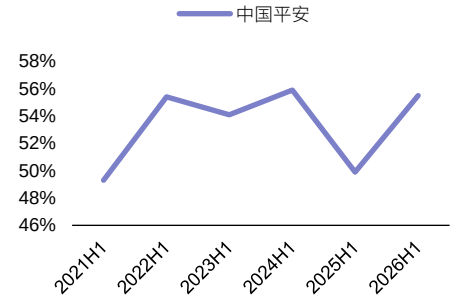
人均产能	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
平安	11,475	19,249	44,447	51,180	-	-
国寿	10,392	16,703	22,474	24,883	20,405	23,995
太保	5,918	7,906	16,963	22,332	20,603	26,453
新华	3,105	3,840	8,103	10,400	16,700	22,000
太平	13,956	15,004	18,167	23,415	24,302	29,294

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

上市险企活动率及业务品质延续改善趋势。2026H1 平安的活动率由去年同期的 49.9%提升至 26H1 的 55.5%。同时，上市险企的业务品质保持提升趋势：2026H1 上市险企的 13 个月保单继续率为：新华（97.5%）、平安（97.3%）、太保（96.8%）、国寿（93.5%），同比变化分别为+1.3pct、+0.4pct、+0.2pct、+1.4pct。业务品质的改善有助于合同服务边际余额的增加和内含价值增长的提速。

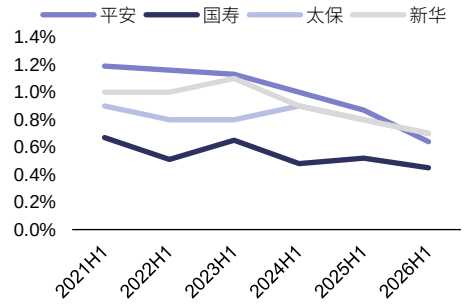
下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：平安代理人活动率水平变化



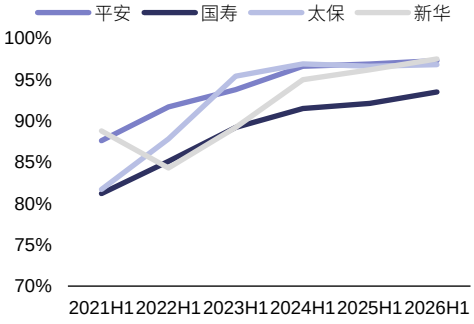
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 14：上市险企的退保率趋势



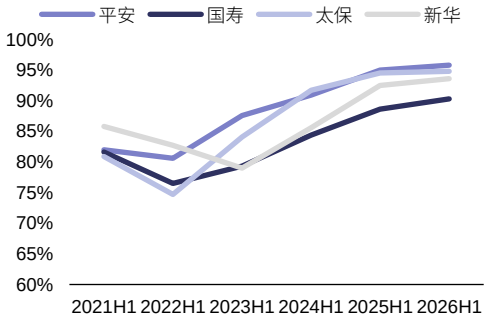
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 15：上市险企的 13 个月保单继续率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 16：上市险企的 24 个月保单继续率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

展望未来，我们认为代理人队伍规模已经逐渐筑底完成，且质量仍在持续提升，同时个险报行合一有望进一步助推险企改善队伍质效。中长期维度看队伍质效仍在持续提升，随着代理人销售经验的不断优化及队伍的优增优育，有望带动行业个险产能的改善延续。其次，个险报行合一有望进一步提升代理人的专业性和职业性，并且通过优化佣金激励分配以改善渠道费差，提升个险渠道新业务价值率。

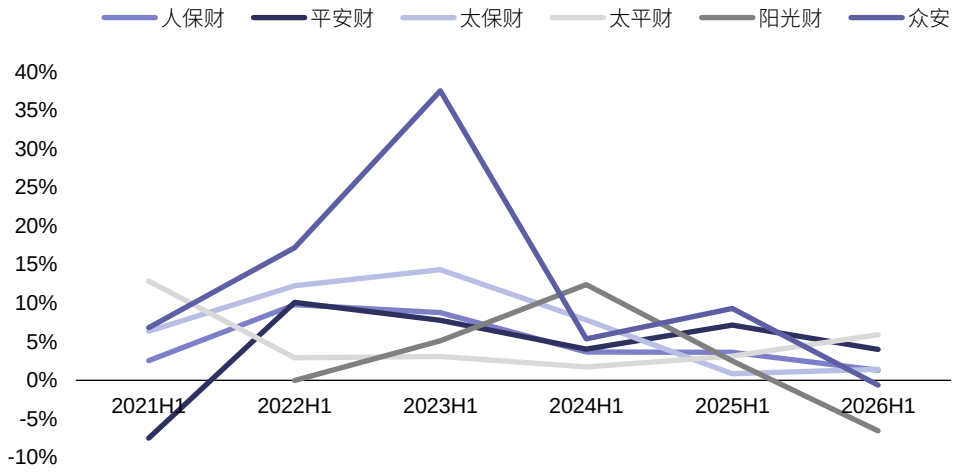
四、财险：保费增速相对疲弱，盈利能力改善超预期

（一）保费：经济低位徘徊导致保费增速收敛

2026 年上半年财险保费同比增速依次为太平财（+5.9%）>平安财（+4.0%）>太保财（+1.4%）>人保财（+1.3%）>众安（-0.6%）>阳光财（-6.5%），车险增速放缓导致整体增速相较于上年同期放缓。其中，太平财险上半年车险及非车险均实现较快增长，分别同比+4.7%及+7.3%，是唯一增速同比走扩的财险公司；平安增速放缓但非车险增速仍相对较高；人保财及太保财增速同比放缓主因新车销量下滑等因素导致的车险保费增速放缓，同时预计非车险报行合一的推进短期压制保费增速。众安则主要受消费金融生态保费增速放缓影响。阳光财险总保费同比下降主因今年 1 月 1 日起暂停办理信保业务，剔除影响后同比+5.3%。

下载日志已记录，仅供内部参考

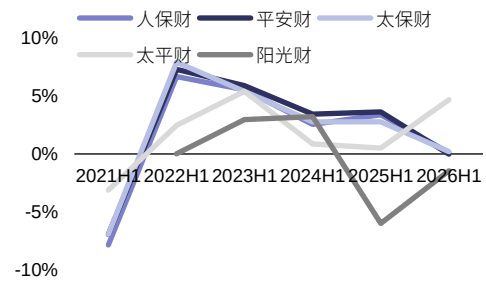
图 17：26H1 上市财险公司保费增速有所回落



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

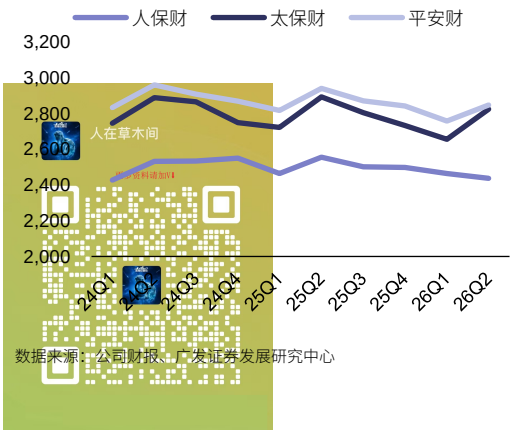
车险方面，头部上市险企的车险增速整体有所下降，主要受新车销量下滑等因素影响。26H1 上市险企车险保费增速分别为：太平财（+4.7%）、太保财（+0.2%）、人保财（+0.1%）、平安财（+0.0%）、阳光（-1.5%），其中人保财、平安财、太保财车险增速较去年同期-3.3pct、-3.6pct、-2.5pct。**头部上市险企车险增速下降主因**：一方面是上半年乘用车销量同比下滑，据同花顺数据显示，截至 2026 年中期，我国乘用车全年累计销量同比下滑-6.0%。另一方面是监管持续深化车险报行合一驱动车均保费同比下降，26Q2 单季度车均保费为：人保财（2436 元）、太保财（2823 元）、平安财（2848 元），分别同比-4.6%、-2.4%、-3.2%，环比-1.1%、+6.3%、+3.3%，车均保费环比开始改善。**展望看，机动车保有量保持稳定增长，叠加车险持续深化报行合一推动行业反内卷，险企车均保费有望延续企稳回升态势，我们预计下半年车险增速有望回暖。**

图 18：上市险企车险保费同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 19：上市险企车均保费开始回升（元）



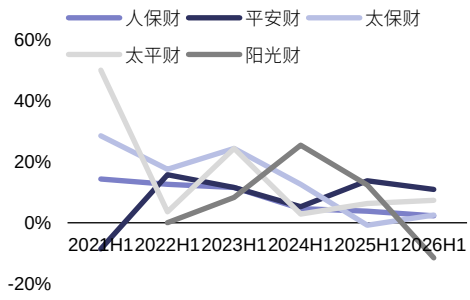
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

非车险保费基本实现同比正增，但增速较去年同期小幅放缓，预计主因经济增速放缓以及非车险报行合一影响。2026H1 非车险保费增速分别为平安财（+11.0%）>太平财（+7.3%）>太保财（+2.5%）>人保财（+2.3%）>阳光财（-11.5%）。平安财的非车险增速走扩主要受益于信用保证保险的风险出清，同时意外及健康险、农险、

下载日志已记录，仅供内部参考

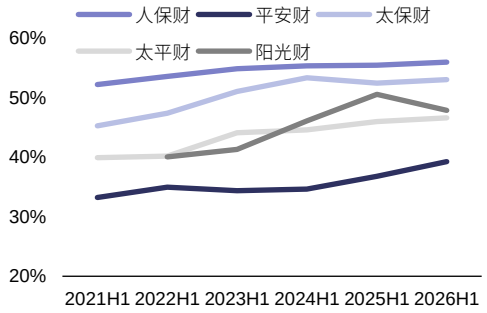
责任险逆势高增，分别同比+119.1%、+9.3%、+3.7%。人保、太保财受农险基数扰动、部分信用保证类业务主动收缩拖累增速走弱。阳光财、众安则受部分业务结构调整出现负增长。**展望 2026 年，非车险报行合一的推动利好龙头财险公司，同时宏观经济企稳，我们预计下半年非车险保费增长有望加速。综上，全年财产险保费增速有望较上半年增速有所恢复。**

图 20：上市险企非车险保费同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 21：上市险企非车险保费占比变化

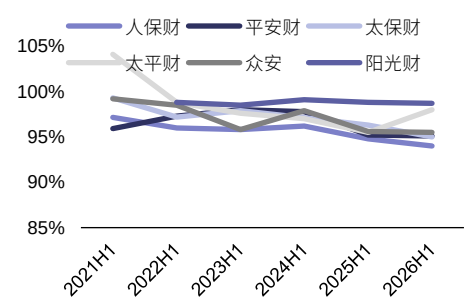


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（二）盈利能力：费用管控叠加大灾减少，COR 超预期优化

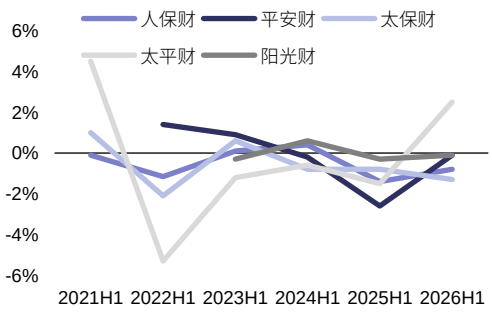
2026H1 综合成本率分别为人保财（94.0%）、太保财（95.0%）、平安财（95.1%）、众安（95.5%）、太平财（98.0%）、阳光财（98.7%），变化幅度分别为-0.8pct、-1.3pct、-0.1pct、-0.1 pct、+2.5 pct、-0.1pct。**财险公司 COR 明显改善主要得益于行业报行合一的推进以及公司优化费用管控带来的费用率改善，其次上半年自然灾害减少带来的赔付率改善。**其中太保财险 COR 改善 1.3pct 最为明显，其中费用率、赔付率分别为 26.3%、68.7%，同比变化幅度为-0.5pct、-0.8pct，预计主要是报行合一推动费用率的改善，保证险扭亏为盈，健康险和责任险等盈利能力提升。人保财及平安财 COR 主要得益于报行合一驱动费用率分别下降 0.9pct 及 1.2pct。

图 22：上市险企财产险综合成本率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 23：上市险企综合成本率同比变化幅度



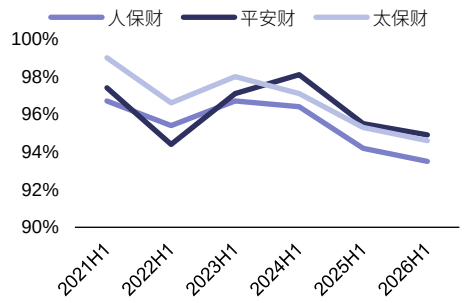
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2026H1 上市险企车险 COR 大幅改善主要受益车险报行合一驱动的费用率改善。2026H1 车险综合成本率分别为人保财（93.5%）<太保财（94.6%）<平安财（94.9%），分别同比变动-0.7pct、-0.7pct、-0.6pct，费用率下降是车险 COR 改善的主要原因。**人保财险的车险 COR 在去年较低的基数下继续优化，预计主因费用率**

下载日志已记录，仅供内部参考

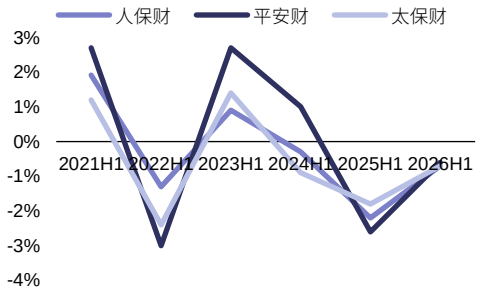
大幅改善。公司强化价费联动和过程管控降低赔付率和费用率，同时公司作为行业龙头，带头维护强化报行合一，预计车险费用率有所下降。太保财险 2026H1 家自车占比提升 0.3pct，业务品质改善有望驱动赔付率同比持平，车险费用率同比-0.7pct。平安财还受益优化新能源车险风险管控及报行合一等因素，上半年车险 COR 同比改善 0.6pct。

图 24：上市险企车险综合成本率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

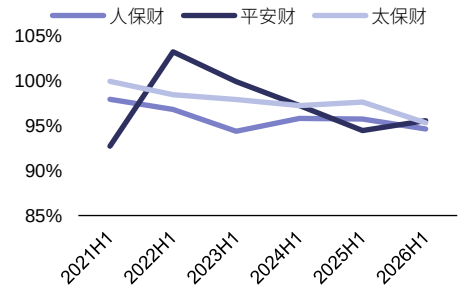
图 25：上市险企车险综合成本率同比变化幅度



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

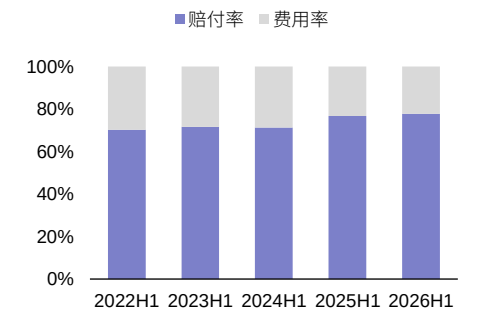
2026H1 人保财及太保财非车险 COR 均有改善，主要受益自然灾害减少和优化业务结构，平安财受去年同期低基数影响同比有所上升，但整体仍维持较高盈利水平。2026H1 非车险综合成本率分别为人保财（94.6%）<太保财（95.3%）<平安财（95.5%），分别同比变化-1.1pct、-2.3pct、+1.1pct。人保财主要得益于自然灾害减少及内部费用管控优化，其中企财险 COR 同比-3.4pct 至 86.7%，责任险 COR 同比-0.5pct 至 103.1%，意外及健康险 COR 同比-2.8pct 至 99.0%。太保财主要受益健康险和企财险盈利能力明显改善。**展望看，虽然下半年自然灾害频繁可能对赔付水平带来一定扰动，但随着非车险启动报行合一等有望推动费用率改善贯穿全年，我们预计 26 全年综合成本率有望同比企稳。**

图 26：上市险企非车险业务综合成本率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 27：人保财非车险赔付率与费用率（计算口径）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

展望下半年，预计公司保费增速有望小幅回升，尽管下半年大灾频发或带来一定的赔付扰动，但依托公司持续推进的风险减量服务赋能与精细化风控，预计全年整体承保盈利水平将维持稳健。费用率方面，监管持续引导报行合一下险企费用率改善成效显著，2026 年非车险报行合一有望进一步推动责任险等领域费用率下降；**赔付率方面，**一是上市险企持续推进风险减量管理，面临大灾时的风险总量有所降低；二是险企新能源家自车的

下载日志已记录，仅供内部参考

业务逐步实现盈利，随着新能源车险优化定价系数放开政策落地，新能源商用车的综合成本率有望进一步改善。

五、投资建议

2026H1 权益市场上行驱动利润同比显著提升。26H1 归母净利润增速分别为国寿（+228.6%）>太平（+90.3%）>新华（+54.0%）>人保、阳光（均为+38.5%）>平安（+36.1%）>中国财险（32.1%）>太保（+10.4%），投资业绩及保险服务业绩基本均实现大幅优化，其中国寿投资服务业绩大幅增长受益于更优的权益结构，叠加保险服务费用的转回。净投资收益率延续下滑态势，但总投资收益率提升幅度差异化，分别为太平（+2.5pct）、中国财险（+2.4pct）、平安（+2.3pct）、人保（+2.3pct）、新华（+0.8pct）、太保（+0.2pct）。26H1 CSM 受益于新单的流入及利率企稳环比均实现增长，增速为太平（+6.8%）>阳光（+6.7%）>新华（+6.7%）>国寿（+5.8%）>太保（+3.2%）>平安（+1.7%）。

2026 上半年权益资产比例抬升，同时持续加大 FVOCI 资产占比，险企净资产环比明显上行。资产配置结构方面，延续权益提升而债券占比下降的趋势，26 上半年“股票+基金”占比依次为新华（25.5%）>平安（21.1%）>国寿（19.2%）>太平（18.1%）>人保（15.5%）>太保（14.3%），但需要注意的是，考虑到市场涨跌幅后，险企实际加仓规模可能相对分化。会计分类方面，险企 FVOCI 股票较年初均有提升，占比分别为平安（65.8%）>太平（43.3%）>人保（43.1%）>国寿（37.8%）>太保（34.7%）。2026H1 上市险企净资产较年初均实现提升，一方面利润的增长，另外是资产负债匹配程度提升，因此上半年利率下行，但 OCI 债券公允价值变动规模高于保险合同金融变动的规模。

NBV 稳定增长，EV 环比稳增。（1）26H1 的 NBV 增速分别为国寿（+33.7%）>阳光（+16.4%）>太保（+12.7%）>新华（11.9%）>平安（11.2%）>太平（+6.5%），相较于去年同期增速有所分化，主要是分红险占比提升以及价值率变化不同：一是 FYP 中个险受益于渠道经营效率改善及居民旺盛的储蓄意愿和较低的基数，新单保费实现较好增速；银保受较高的基数、保险公司主动控制趸交业务以及报行合一的深化导致新单增速分化，但期交新单均实现增长。展望后续，考虑到储蓄型保险在竞品中仍具备较强吸引力，因此预计新单保费增速将维持稳健，对 2027 年开门红依旧维持乐观的判断。二是 NBVM 受分红险占比提升及缴费期限结构变化表现相对分化，国寿、太保、新华、人保寿价值率同比改善，平安受假设调整有所差异。（2）上半年 EV 环比增速为国寿（+10.0%）>太平（+8.2%）>阳光（+7.2%）>平安（+4.2%）>太保（3.8%），受益于 NBV 的持续增长及正向投资偏差。

财险 COR 明显改善超出预期。受益于报行合一的推进以及自然灾害减少，26H1 财险 COR 为人保财（94.0%）、太保财（95.0%）、平安财（95.1%），同比改善幅度为-0.8pct、-0.1pct、-1.3pct，费用率呈现出明显下降趋势。展望看，虽然下半年自然灾害频繁可能对赔付带来一定扰动，但随着非车险启动报行合一等有望推动费用率改善贯穿全年，我们预计 COR 有望同比企稳。

投资建议：业绩优于预期，核心指标有不同程度的改善，推荐中国人寿（AH）、中国平安（AH）、新华保险（AH）、中国财险（H）、中国太平（H）、中国人保（AH）、中国太保（AH）。

风险提示：长端利率下行，新单销售不及预期，监管政策趋严。

下载日志已记录，仅供内部参考

六、风险提示

一是经济持续下滑叠加政策超调，长端利率下滑超预期。稳增长政策的实施效果不及预期，权益市场波动较大的同时 10 年期国债收益率继续降低，影响保险公司投资。

二是居民收入预期悲观，消费意愿下滑，导致保单销售持续下滑，低于市场预期，尤其是储蓄类产品销售低于市场预期。

三是监管政策趋严，包括个险渠道报行合一等，导致代理人规模超预期下滑，影响个险渠道新单保费增速。

下载日志已记录，仅供内部参考

广发非银金融行业研究小组

陈 福 ：首席分析师，经济学硕士，2017 年进入广发证券研究发展中心。

刘 淇 ：联席首席分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

严漪澜 ：资深分析师，中山大学金融学硕士，2022 年进入广发证券发展研究中心。

李怡华 ：资深分析师，上海财经大学财务管理硕士，2023 年进入广发证券发展研究中心。

王京灵 ：资深分析师，哥伦比亚大学企业风险管理学硕士，2026 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



刘淇

SAC 执证号：S0260520060001
liuqi@gf.com.cn



陈福

SAC 执证号：S0260517050001
SFC CE No. BOB667
chenfu@gf.com.cn



王京灵

SAC 执证号：S0260526050002
wangjingling@gf.com.cn

请注意，刘淇,王京灵并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。

下载日志已记录，仅供内部参考

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。