下载日志已记录，仅供内部参考

股市浮盈拉动净资产与综合权益全面修复
——1H26 保险股 P/CE-ROCE 估值体系更新暨新准则全面综述

保险 II

证券研究报告/行业专题报告

2026 年 09 月 10 日

评级：　增持（维持）

分析师：葛玉翔

执业证书编号：S0740525040002

Email：geyx01@zts.com.cn

分析师：蒋峤

执业证书编号：S0740517090005

Email：jiangqiao@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	5
行业总市值(亿元)	29,482.79
行业流通市值(亿元)	29,482.79

行业-市场走势对比



相关报告

1、《五大保险央企注资点评：夯实资本实力，推动保险强国》2026-09-06

2、《2Q26 保险资金重仓流通股深度跟踪 ——加仓公用&煤炭，新进食饮&银行》2026-09-04

3、《A 股反弹增厚年内浮盈；险资模拟总投资收益率小幅提升至 4.02%，新钱收益率降至 2.57%》2026-09-02

报告摘要

- ***我们根据 1H26 上市险企中报，进一步更新了此前中泰非银团队创立的 P/CE-ROCE 估值体系在最新一期报告的应用结果。***

- **P/CE-ROCE 估值体系回顾。**此前中泰非银团队外发新准则下保险股估值重构专题《保险股 P/CE-ROCE 估值体系探析：综合权益视角下的全面价值》，本期我们根据 1H26 上市险企中报盈利情况进行更新。由于长端利率中枢持续下行、EV 体系假设频繁调整，导致原有的 P/EV-ROEV 体系逐渐失效，我们提出了 P/CE-ROCE 估值体系。该体系的核心逻辑是通过“CE(综合权益)=NA(归母净资产)+CSM(归母净合同服务边际)”来反映保险公司在新准则下的真实价值水平，并以“综合权益回报率（ROCE）=（归母综合收益 CI+新业务合同服务边际 NBCSM）/（NA+CSM）”衡量盈利能力。理论 P/CE 定价计算公式为：P/CE = (ROCE - g)/(r - g)，其中 r 为贴现率，g 为长期增长率。该模型的优势在于：1）规避了 EV 对于假设的过度依赖；2）更新频率更高，可按季度/半年度跟进；3）集团类险企与纯寿险公司在横向及纵向均更有可比性。

- **1H26 上市险企综合权益（CE=NA+CSM）：增速回暖得益于净资产与 CSM 较快增长。**8 家上市险企 1H26 末，CE 较年初增速为 4.4%，其中由高至低分别为中国人保（9.6%）、中国人寿（9.4%）、新华保险（9.0%）、中国太平（8.0%）、中国太保（4.8%）、中国平安（2.5%）、阳光保险（-1.1%）和友邦保险（-1.6%）。归因来看，人保得益于净资产快速增长带动 CE 增速领跑上市同业，国寿得益于 NA 和 CSM 均保持相对较快增长，CE 增速次之。友邦与阳光的增速较慢主要系公司净资产受其他权益工具公允价值表现弱于同业增速较低。由于上市险企各自选择的合同负债评估曲线的移动平均天数存在差异，导致其他综合收益（OCI）的敏感性存在较大差异。2026 年以来各期限债券利率普遍呈现先升后降的态势，1H26 平均利率同比 1H25 提升（影响 NBCSM 计算），但是 1H26 末时点利率较年初出现下降（影响 NA 计算）。

- **1H26 上市险企综合权益回报率 ROCE=(CI+ NBCSM）/（NA+CSM）：普遍回暖，国寿表现亮眼，友邦、阳光和平安受其他权益工具拖累。**1H26 上市险企 ROCE 分化显著，由高至低分别为中国人寿（12.3%）、中国人保（12.1%）、新华保险（11.2%）、中国太平（9.7%）、中国太保（7.1%）、中国平安（6.1%）、友邦保险（4.6%）和阳光保险（2.2%）。归因来看，国寿得益于归母净资产的快速增长，带动 ROCE 领先同业；友邦 ROCE 计算结果逆势降低主要系分子中 CI 受其他综合收益负向贡献拖累归母综合收益与归母净资产增速；阳光和平安的 ROCE 均同比改善但略低于同业主要系其他权益工具浮亏拖累占比较大所致（本期红利股表现低迷）。新准则下，中国人保 ROCE 与 ROE 计算结果差距不大，体现了持续低利率环境下资产负债匹配的重要性（主因人保旗下财险业务占比高，匹配具备天然优势）。

- **P/CE-ROCE 计算结果一览表。**截至 2026 年 9 月 9 日，A 股上市险企对应 1H26 加权平均 P/CE 约为 0.82 倍（非年化 ROCE 为 9.0%）；H 股上市险企对应 1H26 加权平均 P/CE 约为 0.61 倍(非年化 ROCE 为 8.8%)。我们发现中国人保享有较高的 ROCE，但实际 A/H 股的 P/CE 估值水平未体现明显溢价，属于相对被低估，H 股中，中国太平、新华保险 H 的 P/CE 估值尚存修复空间。友邦保险拥有 H 股上市险企最高的 P/CE 为 1.37，但其 1H26 公司 ROCE 仅为 4.6%，预计与本期净资产受其他权益工具拖累较多所致。

- **投资建议：股市浮盈带动净资产与综合权益全面修复——1H26 保险股 P/CE-ROCE 估值体系更新暨新准则全面综述。**随着险资入市不断深化，以及利率底部水平逐步探明，上市险企报表受权益市场影响逐步放大，本期各险企 ROCE 计算结果亦侧面印证。市场动荡加剧背景下，金融板块被赋予稳盘核心职能，资金筹码从压制转变为托底，看好板块继续演绎“先跑相对，再有绝对”的走势。建议关注：中国财险、中国太保、中国平安、中国人寿、新华保险。

- **风险提示：模型验证偏差、假设敏感及准确性风险、利率波动、数据更新不及时，模型测算偏差风险**

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1.P/CE-ROCE 估值体系回顾 3
1.1 综合权益（CE）的引入 3
1.2 CSM：存量保单未赚利润的现值 3
1.3 NA：净资产更能反映当下保险公司资产负债匹配水平 4
1.4 CSM 和 NBCSM 净额调整因子计算 5
1.5 P/CE-ROCE 估值体系的构建 6
2 本期 1H26 上市险企 P/CE-ROCE 应用 8
2.1 新准则上市险企利源结构分拆：承保利润与投资利差双轮驱动 8
2.2 本期 1H26 上市险企 CE 计算结果分析 9
2.3 ROCE 计算结果分析 11
2.4 上市险企 P/CE-ROCE 拟合度 12
2.5 主要结论 13
3.投资建议与风险提示 14
3.1 投资建议 14
3.2 风险提示 14

图表目录

图表 1： 综合权益（CE）的引入 3
图表 2： 合同服务边际的滚动调整 3
图表 3： 新准则下 CSM 具备吸收功能，虽然波动性加大，但使利润波动平缓 4
图表 4： 利率下行，对公司资产负债管理带来挑战 4
图表 5： 上市险企净资产对利率下降 50bps 敏感性（单位：%） 5
图表 6： 2023-2025 年上市险企税率（单位：%） 5
图表 7： 上市险企折现率差异计算（单位：%） 6
图表 8： 调整因子计算（单位：%） 6
图表 9： 不同 ROCE 对应 P/CE 估值变化（对应长期增长率 g=2.0%）（单位：%） 7
图表 10： P/CE-ROCE 估值体系与 P/EV 和 P/B 对比 8
图表 11： AH 上市险企 1H26 新准则下利源分析（单位：百万元，另做说明除外） 8
图表 12： 上市险企 1H26 归母净资产较年初增速 9
图表 13： 1H26 上市险企合并归母净资产变动额归因分析 10
图表 14： 1Q25 至 2Q26 单季度各期限国债收益率变动（单位 bps） 10
图表 15： 1H25 与 1H26 十年期国债到期收益率不同移动平均天数的曲线降幅（单位：bps） 10
图表 16： 1H26 上市险企 CSM 余额较年初增速 11
图表 17： 1H26 上市险企 CE 余额较年初增速 11
图表 18： 1H26 上市险企 CI 同比增速 12
图表 19： 1H26 上市险企 NBCSM 同比增速 12
图表 20： 新准则下 8 家上市险企的 ROCE、ROE 计算结果（单位：%） 12
图表 21： A/H 上市险企 P/CE-ROCE 散点图 13
图表 22： 8 家上市险企 1H26 不同阶段价值底线的精算内涵（单位：亿元） 13
图表 23： 新准则下 8 家上市险企 P/CE-ROCE 与 PB-ROE 计算结果（估值日期：2026 年 9 月 9 日） 14

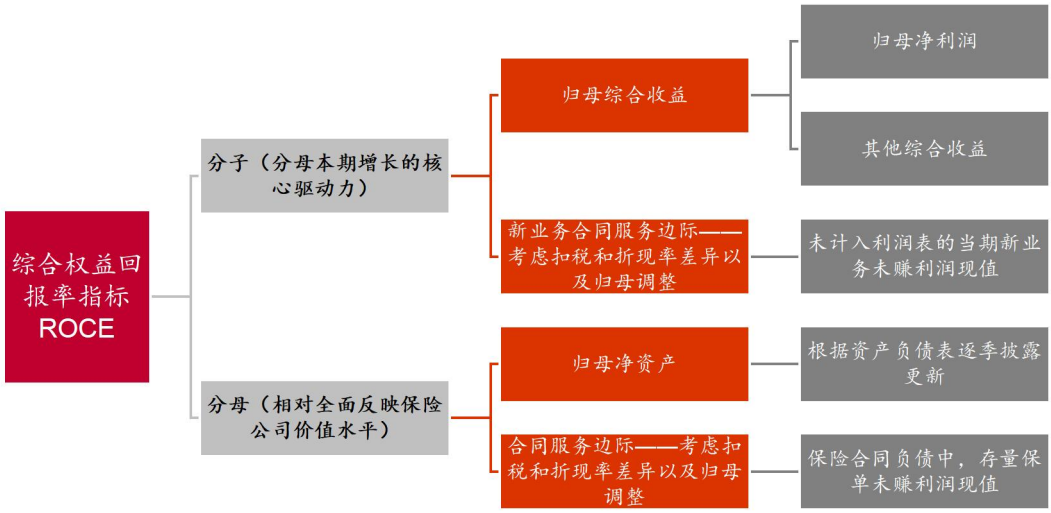
下载日志已记录，仅供内部参考

1.P/CE-ROCE 估值体系回顾

1.1 综合权益（CE）的引入

- 为了能够更好体现新准则下保险公司整体价值评估水平，我们引入**综合权益指标**（comprehensive equity，后简称 CE）和**综合权益回报率指标**（return on comprehensive equity，后简称 ROCE），具体计算公式如下所示。
- $CE(综合权益) = NA(归母净资产) + CSM(归母净合同服务边际)$
- $ROCE = \frac{CI(归母综合收益)+NBCSM(归母净新业务合同服务边际)}{NA(归母净资产)+CSM(归母净合同服务边际)}$

图表 1：综合权益（CE）的引入



来源：中泰证券研究所整理

1.2 CSM：存量保单未赚利润的现值

- **CSM 代表了保险公司因保单未到期而未计入利润表的未赚利润，作为合同负债的一部分，导致净资产低估了保险公司真实价值水平。**合同服务边际，是指企业因在未来提供保险合同服务而将于未来确认的未赚利润。由于保单获利依赖于在未来保险期限内向客户提供服务，因此作为潜在利润的合同服务边际将随着不断向客户提供服务而在保险期限内逐步被确认为实际利润。在被确认为实际利润之前，合同服务边际存储在保险合同负债中，是保险合同负债的组成部分。合同服务边际不能为负，若为负直接进入损益表。

图表 2：合同服务边际的滚动调整



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **新准则下 CSM 波动性加大，使得利润波动平缓。**旧准则下所有偏差及变动均直接反映在当期损益，新准则下 CSM 具备有利和不利吸收功能。与旧准则下的剩余边际摊销模式在保单发单时刻锁定不同，新准则下合同服务边际

下载日志已记录，仅供内部参考

需在每个资产负债表日根据未来提供服务的变化进行调整，在当期以及后续提供服务的期间内摊销。对于适用浮动收费法的保险合同，基础项目中归属于公司权益的部分的变化和其他金融风险变动也属于未来提供服务的变化，调整合同服务边际。

图表 3：新准则下 CSM 具备吸收功能，虽然波动性加大，但使利润波动平缓

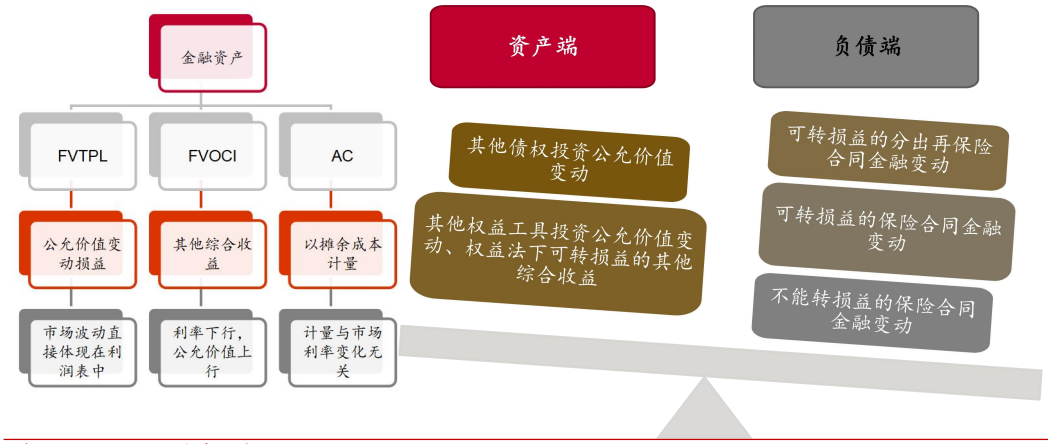
	旧准则财务影响	一般模型法（长险-传统险种）	浮动收费法（长险-分红、万能险）	新准则财务影响
发生率、费用率、退保率等非经济假设	所有偏差及变动均直接反映在当期损益	CSM	CSM	CSM 吸收，当期损益影响小
利率变动		OCI	CSM	计入 OCI 或 CSM 吸收，当期损益影响小
权益市场变动		P&L；OCI	CSM	BBA 下，直接影响当期损益或计入 OCI VFA 下，CSM 吸收，当期损益影响小
保险成分及维持费用经验偏差		P&L	P&L	直接影响当期损益
投资成分经验偏差（例如退保给付，满期给付）		CSM	CSM	CSM 吸收，当期损益影响小

来源：公司公告，中泰证券研究所

1.3 NA：净资产更能反映当下保险公司资产负债匹配水平

- **当利率下行时，若资产负债能够做到规模与久期的匹配，则可以实现其他综合收益的“理论”免疫。**资产负债匹配与金融资产分类高度相关，FVOCI 资产占比高低体现资产负债匹配能力。利率下行对不同种类金融资产的影响不同。以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（FVOCI）的资产价值计量随市场利率波动而变化。利率下行，资产公允价值上升，产生正收益计入其他综合收益，可以对冲利率下行导致的保险合同负债计量增加对净资产的负面影响。不过，实务中由于寿险公司资产端的久期小于负债端，负债端的敏感性大于资产端，多数公司的其他综合收益为负。

图表 4：利率下行，对公司资产负债管理带来挑战



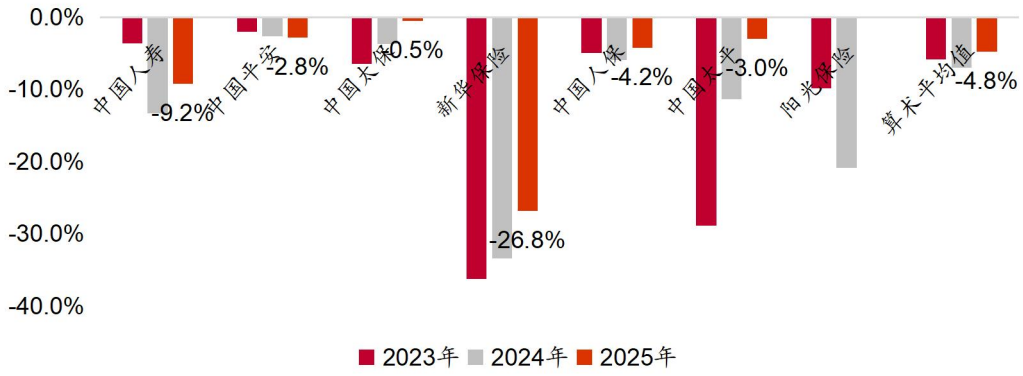
来源：公司公告，中泰证券研究所

- **利率风险可控，净资产敏感性显著低于 VIF。**利率风险是指市场利率变动导致金融工具或保险合同公允价值及未来现金流波动的风险，集团受此影响较大的资产或负债包括定期存款、债权型投资、分出再保险合同资产及保险合同负债。利率变化直接影响整体投资回报，并通过资产负债匹配管理加以缓释。**根据 2025 年年报附注披露的敏感性测算，当利率下行 50bps 时，上市险企平均净资产下滑的百分比约为 4.8%。**除个别公司（如新华保险）敏感性较高外，大部分公司净资产波动幅度较小，如平安和太保等均保持在

下载日志已记录，仅供内部参考

3%以内，显示出较强的稳健性。相较于有效业务价值敏感性的高波动，净资产的敏感性显著更低，波动性较弱，具备更高的可预测性，为模型的准确性与稳定性奠定坚实的基础。

图表 5：上市险企净资产对利率下降 50bps 敏感性（单位：%）

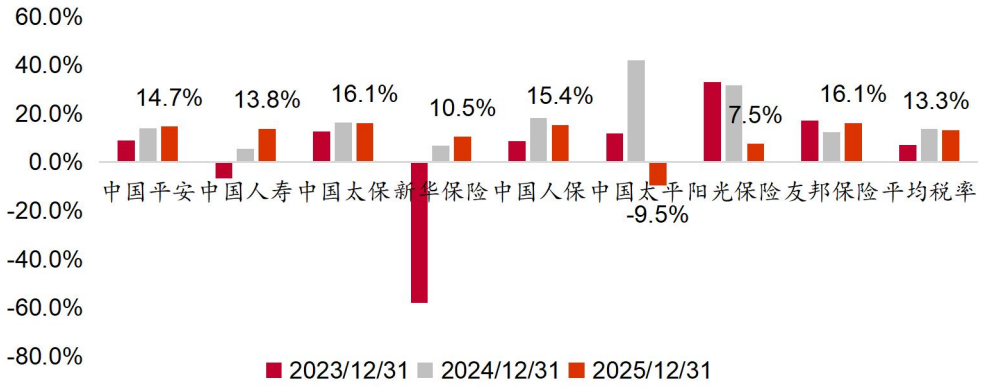


来源：公司公告，中泰证券研究所

1.4 CSM 和 NBCSM 净额调整因子计算

- **我们首先从扣税和折现率差异的角度计算出了对 CSM 和 NBCSM 的净额调整因子。**通过对上市险企 2023 年和 2024 年所得税和利润总额的比值计算得出 13.3%的平均税率。根据保监会发布《关于优化保险合同负债评估所适用折现率曲线有关事项的通知》，财务报告中和偿付能力报告中的折现率曲线前 20 年采用 750 日移动平均国债收益率曲线，40 年之后的折现率为终极利率，中间时点的折现率采用二次插值的方法计算确定。故模拟 40 年期的保单，现金流短期大、长期小，设定 15 年的平均久期，分别以固定的利率 8.5%计算得出 VIF/NBV 折现数值，以 1.50%-4.80%的利率通过二次插值法计算得出 CSM/NBCSM 折现数值，利率数值参考上市险企所用利率。经过一系列计算最终得出 48.95%的调整因子。

图表 6：2023-2025 年上市险企税率（单位：%）



来源：公司公告，中泰证券研究所；注：2025 年末财政部、税务总局联合发布《关于保险合同准则转换有关企业所得税处理事项的公告》（财政部税务总局公告 2025 年第 15 号，以下简称 15 号文）明确，对首次执行年度为 2025 年及之前的企业，统一自 2026 年起以新准则为基础进行纳税调整，并对执行初期的税务差异给予分期平滑处理的选择权

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 7：上市险企折现率差异计算（单位：%）

时间	单位量	VIF/NBV 折现数值	CSM/NBCSM 折现率	CSM/NBCSM 折现数值
1	1	0.92	1.50%	0.99
2	1	0.85	1.58%	0.97
……	……	……	……	……
39	0.5	0.02	4.72%	0.08
40	0.5	0.02	4.80%	0.08
合计		10.29		18.45

来源：中泰证券研究所

图表 8：调整因子计算（单位：%）

变量名称	计算过程	数值
折现率因子差异折扣	1-VIF(NBV)折现数值/CSM(NBCSM)折现数值	**44.22%**
税率折扣	2023 至 2025 年新准则实施后平均税率	**12.25%**
整体调整折扣	1-(1-折现因子差异折扣)*(1-税率折扣)	**51.05%**
调整因子	1-整体调整折扣	**48.95%**

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **再次，我们剔除集团对少数股东权益的占用，计算归属于母公司股东的综合权益。**我们在计算上市险企的归母 Net NBCSM 和归母 Net CSM 时，首先为原始 NBCSM 与 CSM 乘以 48.95%的调整因子，其次乘以归母因子（各集团对于其寿险子公司的持股比例），得出最终的归母 Net NBCSM 和归母 Net CSM。

归母净新业务合同服务边际 = 新业务合同服务边际 * 调整因子 * 归母因子

归母净合同服务边际 = 合同服务边际 * 调整因子 * 归母因子

1.5 P/CE-ROCE 估值体系的构建

- **寿险公司 P/CE-ROCE 估值体系推导。**根据，传统企业的戈登模型，假设红利每年增速为 g，贴现率为 r，则第 i 年的红利$D_i = D_1 * (1+g)^{i-1}$，将第 i 年的红利以 r 的贴现率贴现到当前时刻并求和，可得到理论股票价格为：

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_1 * (1+g)^{t-1}}{(1+r)^t} = \frac{D_1}{r-g}$$

- 假定贴现率 r 大于红利的固定增速 g。根据前文定义的综合权益公式

$$\text{CE}(\text{综合权益}) = \text{NA}(\text{归母净资产}) + \text{CSM}(\text{归母净合同服务边际})$$

- **我们构建了综合权益回报率指标（ROCE），也即**

$$\textbf{ROCE} = \frac{\text{CI}(\text{归母综合收益}) + \text{NBCSM}(\text{归母净新业务合同服务边际})}{\text{NA}(\text{归母净资产}) + \text{CSM}(\text{归母净合同服务边际})}$$

- 我们记红利发放比例为b，第一期红利发放$D_1 = CE * ROCE * b$，红利增速g可表示为$g = ROCE * (1-b) = ROCE - ROCE * b$，即$ROCE * b = ROCE - g$，可以得到：

$$P = \frac{D_1}{r-g} = \frac{CE * ROCE * b}{r-g} = \frac{CE * (ROCE - g)}{r-g}$$

$$\boldsymbol{P/CE = \frac{ROCE - g}{r-g}}$$

- **从上述公式我们可以发现，ROCE 是衡量新准则下保险公司价值的重要指标，ROCE 越高，保险的 P/CE 估值越高。根据上述公式，我们根据当前十年期国债收益率水平和风险溢价水平，取长期增长率 g=2.0%，则不同 ROEC 对应的 P/CE 水平如下所示。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 9：不同 ROCE 对应 P/CE 估值变化（对应长期增长率 g=2.0%）（单位：%）

		r				
	P/CE 取值	6.50%	7%	7.50%	8%	8.50%
ROCE	16%	3.1	2.8	2.5	2.3	2.2
	15%	2.9	2.6	2.4	2.2	2.0
	14%	2.7	2.4	2.2	2.0	1.8
	13%	2.4	2.2	2.0	1.8	1.7
	12%	2.2	2.0	1.8	1.7	1.5
	11%	2.0	1.8	1.6	1.5	1.4
	10%	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2
	9%	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1
	8%	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
	7%	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
	6%	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **我们认为，相较于过去 P/EV-ROEV 体系和 P/B-ROE，我们认为 P/CE 的优劣势如下。**
- **优势 1：更好反映新准则下报表的平衡。**P/CE-ROCE 体系通过引入净资产与合同服务边际，能够实现逐季更新净资产和每半年更新一次合同服务边际。而此前 P/EV-ROEV 体系，经济假设与精算假设大多年度调整一次，新体系可以更及时反映上市险企的基本面情况。
- **优势 2: ROCE 的引入可以一定程度上解决报告期内其他综合收益对净资产的大幅拖累，并提供更全面的视角。**新准则实施后，净资产的重要性大幅提升，相较于 ROE，ROCE 更全面体现了净资产当期的增量贡献（综合收益）和 CSM 当期的主要驱动（NBCSM）综合影响。新准则实施后，当期利率变动对利润表的影响有所减少，但对净资产的影响有所增加，其他综合收益（OCI）既体现了保险公司资产负债的匹配能力，也是净资产增长或减少的重要驱动因素之一，而 ROE 并未包括这一重要因素。
- **优势 3：指标稳定性相对较好。**我们比较了 P/CE 与 P/EV 和 P/B 估值体系发现，P/CE 估值基础对应的盈利指标 ROCE，其稳定性与谨慎性相对平衡，相比 P/B-ROE 体系，新体系指标稳定性较强但存在一定假设，相比 P/EV-ROEV 体系稳定性较弱但假设相对更为谨慎且更能反映当下真实水平。
- **优势 4：有利于横向比较产寿险公司和集团类上市险企。**通过剥离对 EV 假设的依赖，能够覆盖披露不充分的险企，是当前分析人保等以非寿险业务为主险企的有力工具。
- **劣势 1：合同服务边际采用的折现率相对较低且未扣除所得税，实际计算归母净合同服务边际时采用假设。**由于上市险企的 CSM 折现率普遍采用“自下而上的方法”确定现金流量对应的折现率，折现率假设基于无风险收益率曲线以及流动性溢价、税收溢价确定。部分上市险企对于随基础项目回报而变动的预计现金流量，采用对应资产组合未来预期投资收益率为折现率。因此 CSM 折现率相较 EV 体系更低，绝对数据也相对较大。
- **劣势 2：传统 PB 和 PEV 估值方法下，公司财务报告和内含价值报告直接披露归母净资产与归母内含价值，但是 CSM 和 NBCSM 并未直接披露归母口径下的数值。**我们只能利用集团对寿险公司的控股比例作为归母因子，乘以报告中披露的 CSM 与 NBCSM。由于忽略了非寿险子公司的 CSM 和 NBCSM 的非控制性权益贡献，故一定程度上存在偏差。
- **综上，从 P/CE-ROCE 估值体系出发，1 倍 P/CE 以下看净资产的扎实性和合同服务边际的韧性，1 倍以上 P/CE 看新业务合同服务边际的增长催化。**1 倍以下 P/CE 展现了资本市场对保险股资产端的担忧（隐含潜在利差损隐忧侵蚀净资产水平），核心压制估值因素在于资产端，投资者缺乏对 CE 持续稳定增长的信心；1 倍以上 P/CE 则需要负债端的强劲表现作为催化，核心逻辑在于负债端盈利能力提升，关注 ROCE 提升（主要由 NBCSM 的量和价的驱动）。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 10：P/CE-ROCE 估值体系与 P/EV 和 P/B 对比

指标	P/CE	P/EV	P/B
指标分母	归母净资产+归母净合同服务边际	经调整后净资产+有效业务价值	归母净资产
盈利指标对应	ROCE	ROEV	ROE
盈利指标计算	（归母综合收益＋归母净新业务合同服务边际）/（归母净资产＋归母净合同服务边际）	（有效业务价值预计回报＋调整净资产预计回报＋NBV＋营运偏差）/期初 EV	归母净利润/归母净资产
投资收益率假设	折现率隐含	4.0%	无
贴现率假设	无风险收益率曲线以及流动性溢价、税收溢价确定	7.2%-8.5%，传统险与分红险体现差异化	无
盈利指标波动性	较大	小	大
估值 1 倍以下关注点	净资产的扎实性和合同服务边际的韧性	经济假设的谨慎性和市场利率差距	利差损隐忧
估值 1 倍以上关注点	NBCSM 成长性	NBV 成长性	利润增长性
更新频率	半年度	年度	每季度

来源：公司公告，中泰证券研究所

2 本期 1H26 上市险企 P/CE-ROCE 应用

2.1 新准则上市险企利源结构分析：承保利润与投资利差双轮驱动

- **新准则专项分析：股市和利率回升带动报表全面改善，2Q26 利差反转改善。**1H26 上市险企合计实现保险服务收入同比增长 2.2%，我们搭建的承保利润同比增长 34.2%，主要系合同服务边际（CSM）余额增长（较年初增长 4.5%）带动摊销回暖以及亏损合同转回贡献；我们搭建的投资利差同比大幅增长 177.7%，是利润改善的核心原因。1H26 我们估算的损益表非年化投资收益率和非年化综合利差率（（综合投资收益-综合承保财务损益）/投资资产）分别为 3.29%和 0.95%。1H26 沪深 300 指数累计上涨约 7.55%（1H25：0.03%），其中 2Q26 股债双牛一扫 1Q26 颓势。值得注意的是，期末净资产较年初增长 6.6%，归因来看净利润持续释放叠加合同负债评估利率曲线企稳夯实净资产。我们认为保险行业持续积极响应保险资金入市的号召，股市慢牛带动权益投资业绩兑现，逐步收获底部加仓的收益。

图表 11：AH 上市险企 1H26 新准则下利源分析（单位：百万元，另做说明除外）

资产负债匹配	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国人保	中国太平	阳光保险	合计
归母净资产增速								
2025 年末	1,000,419	595,205	302,143	111,544	308,991	95,155	58,201	2,471,658
1H26	1,028,084	664,203	319,196	123,578	340,139	103,638	55,337	2,634,175
1H26 归母净资产增速较年初增速	2.8%	11.6%	5.6%	10.8%	10.1%	8.9%	-4.9%	6.6%
投资资产（万亿元，测算）	6.61	7.94	3.17	1.90	2.00	1.94	0.67	24.24
较年初	1.9%	7.0%	4.4%	3.3%	5.0%	11.4%	4.3%	5.1%
损益表投资收益率（测算）		4.09%	2.15%	3.05%	3.25%	2.60%	1.93%	3.29%
综合利差率（综合投资收益-综合承保财务损益）/投资资产		1.12%	0.48%	1.05%	1.93%	0.25%	-0.15%	0.95%
FVOCI-债权占比	50.8%	53.3%	57.8%	29.1%	32.9%	38.4%	48.8%	48.3%
FVOCI-权益占比	10.5%	5.9%	5.6%	2.7%	8.2%	2.1%	4.2%	6.7%
FVOCI 占比	61.3%	59.3%	63.4%	31.8%	41.1%	40.6%	52.9%	55.0%

下载日志已记录，仅供内部参考

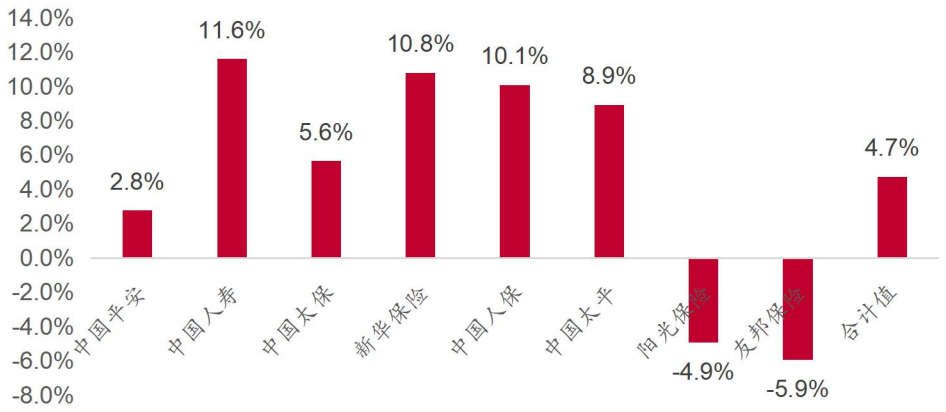
新准则主要科目变化	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国人保	中国太平	阳光保险	合计
新准则利源拆解								
保险服务收入	279,255	112,525	143,296	26,442	286,873	58,926	32,355	939,672
同比	0.5%	5.3%	1.0%	6.8%	2.4%	5.3%	-0.3%	2.2%
保险服务毛利率	20.6%	37.4%	16.9%	41.1%	12.5%	24.2%	12.7%	20.1%
同比	-0.1 个 pct.	19.9 个 pct.	1.6 个 pct.	6.7 个 pct.	0.4 个 pct.	-0.7 个 pct.	-0.2 个 pct.	
“承保利润”	55,538	41,177	21,964	10,644	28,791	12,876	4,070	175,060
同比	1.7%	126.7%	9.3%	28.5%	3.8%	4.5%	0.2%	34.2%
“投资利差”（不含平安）		125,627	17,483	17,203	36,007	9,694	4,272	210,286
同比		356.1%	4.7%	88.9%	89.1%	扭亏	10.7%	177.7%
合同服务边际	737,775	813,253	368,779	193,857	137,363	231,597	61,452	2,544,076
较年初	1.7%	5.8%	3.3%	6.7%	7.4%	6.8%	6.7%	4.5%
1H26 新准则净利润								
1H26 新准则归母净利润	92,585	134,489	30,775	22,793	36,745	12,873	4,694	334,954
同比（可比口径）	36.1%	228.6%	10.4%	54.0%	38.5%	90.3%	38.5%	77.8%
ROE 非年化								
1H25	7.2%	7.8%	9.6%	15.9%	9.5%	9.3%	5.7%	8.4%
1H26	9.0%	21.1%	9.7%	18.9%	11.2%	13.0%	8.3%	13.0%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所
注：承保利润=保险服务收入-（保险服务费用+（分出保费的分摊 - 摊回保险服务费用）+提取保费准备金)
注：投资利差=利息收入+投资收益+公允价值变动+汇兑损益-承保财务净损益-利息支出-信用减值损失
注：综合利差率=（综合投资收益-综合承保财务损益）/投资资产

2.2 本期 1H26 上市险企 CE 计算结果分析

- **NA（归母净资产）变化分析**。8 家上市险企 1H26 归母净资产较年初增速为 4.7%，其中由高至低分别为中国人寿（11.6%）、新华保险（10.8%）、中国人保（10.1%）、中国太平（8.9%）、中国太保（5.6%）、中国平安（2.8%）、阳光保险（-4.9%）和友邦保险（-5.9%）。从所有者权益变动表来看，净利润均为正向贡献（13.5%），其他综合收益为负贡献（-3.5%），股东分配含回购为负贡献（-3.5%），合计期末净资产较年初稳健增长。友邦与阳光净资产较年初出现下降主要系公司其他综合收益负向贡献（其他权益工具浮亏拖累占比较高所致）。

图表 12：上市险企 1H26 归母净资产较年初增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

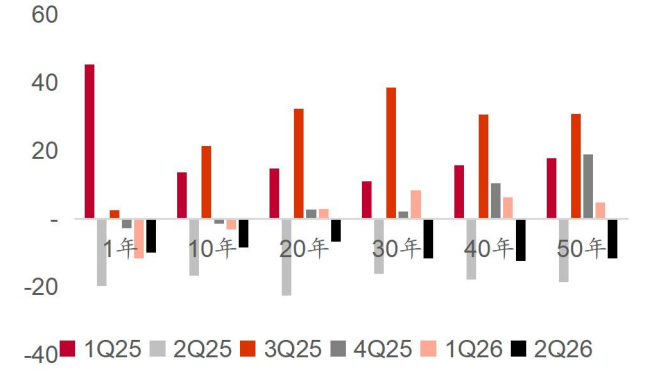
图表 13：1H26 上市险企合并归母净资产变动额归因分析

归母净资产变动	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国人保	中国太平	阳光保险	友邦保险	合计
期初	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
净利润	9.3%	22.6%	10.2%	20.4%	11.9%	13.5%	8.1%	9.9%	13.5%
其他综合收益	-2.5%	-8.1%	-0.9%	-3.9%	0.3%	0.6%	-9.1%	-7.4%	-3.5%
股东分配（含回购）	-3.2%	-2.9%	-3.7%	-5.8%	-2.1%	-4.6%	-3.8%	-8.4%	-3.3%
其他	-0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.5%	-0.2%	0.0%	-0.4%
期末	102.8%	111.6%	105.6%	110.8%	110.1%	108.9%	95.1%	94.1%	106.4%

来源：公司公告，中泰证券研究所

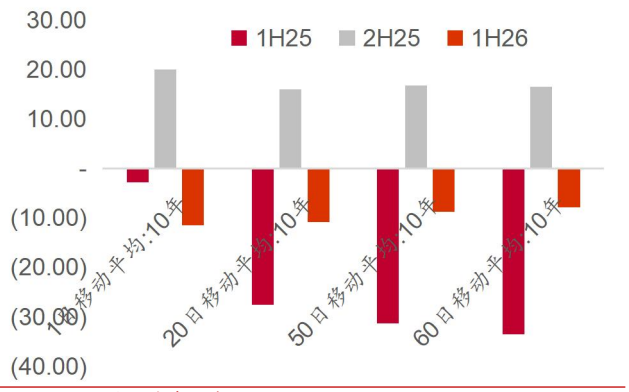
- **OCI（其他综合收益）负向贡献原因分析。**利率下行对不同种类金融资产的影响不同。FVOCI 的资产价值计量随市场利率波动而变化。利率下行，公允价值上升，产生正收益计入其他综合收益，可以对冲利率下行导致的保险合同负债计量增加对净资产的负面影响。值得注意的是，不同公司负债端保险合同负债利率采用的移动平均线天数不同，进一步导致资产负债两端错配。1H26 由于上市险企各自选择的合同负债评估曲线的移动平均天数存在差异（1 天/20 天/50 天/60 天等），导致其他综合收益（OCI）的敏感性存在较大差异。值得注意的是，2026 年以来各期限债券利率普遍呈现先升后降的态势，1H26 平均利率同比 1H25 提升（影响 NBCSM 计算），但是 1H26 末时点利率较年初出现下降（影响 NA 计算）。

图表 14：1Q25 至 2Q26 单季度各期限国债收益率变动（单位 bps）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 15：1H25 与 1H26 十年期国债到期收益率不同移动平均天数的曲线降幅（单位：bps）



来源：公司公告，中泰证券研究所

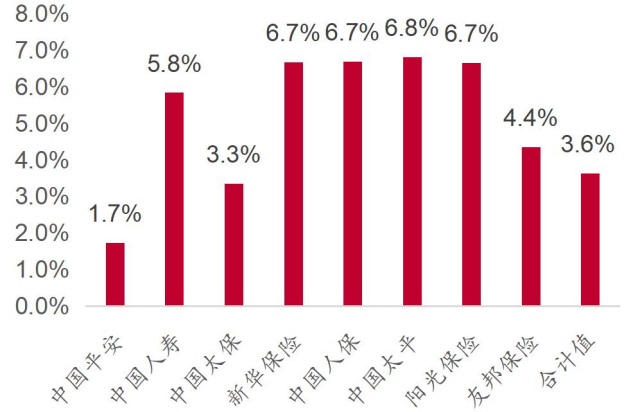
- **CSM（合同服务边际）变化分析。**8 家上市险企 1H26 期末合同服务边际较年初增速为 3.6%，其中由高至低分别为中国太平（6.8%）、中国人保（6.7%）、新华保险（6.7%）、阳光保险（6.7%）、中国人寿（5.8%）、友邦保险（4.4%）、中国太保（3.3%）和中国平安（1.7%）。整体来看 CSM 变化稳中有进主要得益于新增的保险业务、续期业务保险责任的累积以及市场利率变化等因素的综合影响，同时分红险业务的镜像贡献亦增厚 CSM 期末余额。人保和阳光得益于自身寿险业务市场份额仍在提升，新业务成长性相对较好，边际成长贡献相对其他成熟险企相对更大，平安 CSM 增速相对较慢预计与公司计量方法相对保守有关。

- **CE【综合权益= NA(归母净资产)+CSM(归母净合同服务边际)】变化分析：各公司差异较大。**8 家上市险企 1H26 末，CE 较年初增速为 4.4%，其中由高至低分别为中国人保（9.6%）、中国人寿（9.4%）、新华保险（9.0%）、中国太平（8.0%）、中国太保（4.8%）、中国平安（2.5%）、阳光保险（-1.1%）和友邦保险（-1.6%）。归因来看，人保得益于净资产快速增长带动 CE 增速

下载日志已记录，仅供内部参考

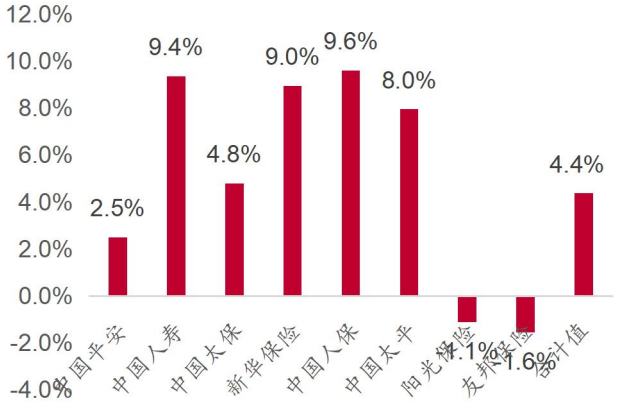
领跑上市同业，国寿得益于 NA 和 CSM 均保持相对较快增长，CE 增速次之。友邦与阳光的增速较慢主要系公司净资产受其他权益工具公允价值表现弱于同业增速较低。

图表 16：1H26 上市险企 CSM 余额较年初增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 17：1H26 上市险企 CE 余额较年初增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

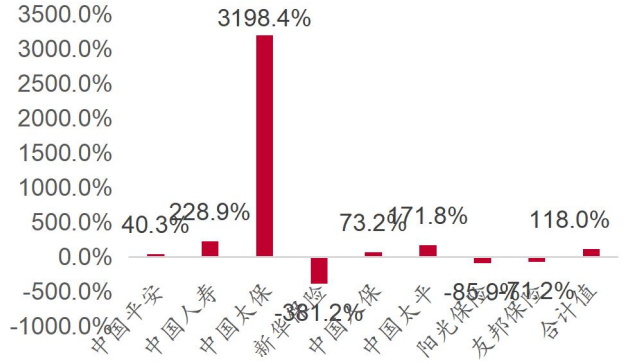
2.3 ROCE 计算结果分析

- **NBCSM（当期初始确认签发的保险合同的合同服务边际）变化分析。**1H26 上市险企合计实现的 NBCSM 同比上升 34.3%，增速由高至低分别为中国人寿（157.4%）、新华保险（35.2%）、中国平安（17.9%）、友邦保险（10.3%）、中国太保（4.2%）、中国太平（0.8%）、阳光保险（-9.1%）和中国人保（-21.3%）。国寿增速显著高于同业，主要系公司开门红高举高打主要业务集中在年初首日，相比 2025 年首日，2026 年各期限利率水平相对更高，计算得到 NBCSM 也就更大，同时得益于预定利率多轮下调，本期新业务的利差水平较上年同期更高，一定程度上也增厚了 NBCSM 水平。值得注意的是，相比于新业务价值（NBV），NBCSM 增速更高主要系：1H26 的长端利率虽然出现底部震荡下行，但整体较 1H25 同期平均水平仍然更高，使得相似业务计算得到的 1H26 的 NBCSM 数值更高，而 NBV 经济假设中投资收益率保持相对固定，市场利率变动不影响期内水平。

- **CI（归母综合收益）变化分析。**1H26 上市险企合计实现归母综合收益同比大增 118%，增速由高至低分别为中国太保（3198.4%）、中国人寿（228.9%）、中国太平（171.8%）、中国人保（73.2%）、中国平安（40.3%）、友邦保险（-71.2%）、阳光保险（减亏）和新华保险（扭亏）。CI 增速差主要受市场利率变化对 OCI 的影响差异。太保上年同期均受到负债评估利率曲线移动平均天数差异影响，导致 CI 承压，本年大幅受益于利率曲线均值回暖和债市浮盈的双重利好影响，增厚 OCI 水平并带动 CI 大幅增长；新华 CI 同比扭亏，增速不适用（1H25 同期受 OCI 对负债端明显拖累，同期基数较低）。阳光 CI 减亏未转正，主要受制于其他权益工具浮亏拖累（与上文归母净资产相似原因）。

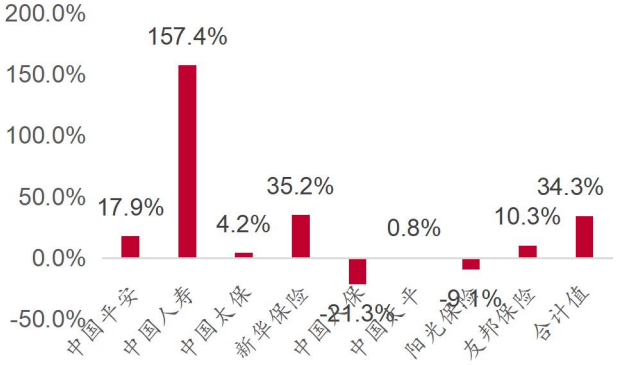
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 18：1H26 上市险企 CI 同比增速



来源：公司公告，中泰证券研究所；注：新华保险和中国太平 CI 同比扭亏，增速不适用

图表 19：1H26 上市险企 NBCSM 同比增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

■ **ROCE 结果计算结果。**利用归母综合权益与归母净新业务合同服务边际之和除以归母净资产与归母净合同服务边际之和，1H26 上市险企 ROCE 分化显著，由高至低分别为中国人寿（12.3%）、中国人保（12.1%）、新华保险（11.2%）、中国太平（9.7%）、中国太保（7.1%）、中国平安（6.1%）、友邦保险（4.6%）和阳光保险（2.2%）。归因来看，国寿得益于归母净资产的快速增长，带动 ROCE 领先同业；友邦 ROCE 计算结果逆势降低主要系分子中 CI 受其他综合收益负向贡献拖累归母综合收益与归母净资产增速；阳光和平安的 ROCE 均同比改善但略低于同业主要系其他权益工具浮亏拖累占比较大所致。新准则下，中国人保 ROCE 与 ROE 计算结果差距不大，体现了持续低利率环境下资产负债匹配的重要性（主因人保旗下财险业务占比高，匹配具备天然优势）。

图表 20：新准则下 8 家上市险企的 ROCE、ROE 计算结果（单位：%）

公司名称	ROCE（%）		ROE（%）	
	1H25	1H26	1H25	1H26
中国平安	4.7%	6.1%	7.3%	9.1%
中国人寿	4.5%	12.3%	7.9%	21.4%
中国太保	1.4%	7.1%	9.7%	9.9%
新华保险	-1.9%	11.2%	16.5%	19.4%
中国人保	9.2%	12.1%	9.6%	11.5%
中国太平	5.2%	9.7%	7.6%	13.0%
阳光保险	-1.6%	2.2%	5.7%	8.3%
友邦保险	8.7%	4.6%	6.3%	10.2%

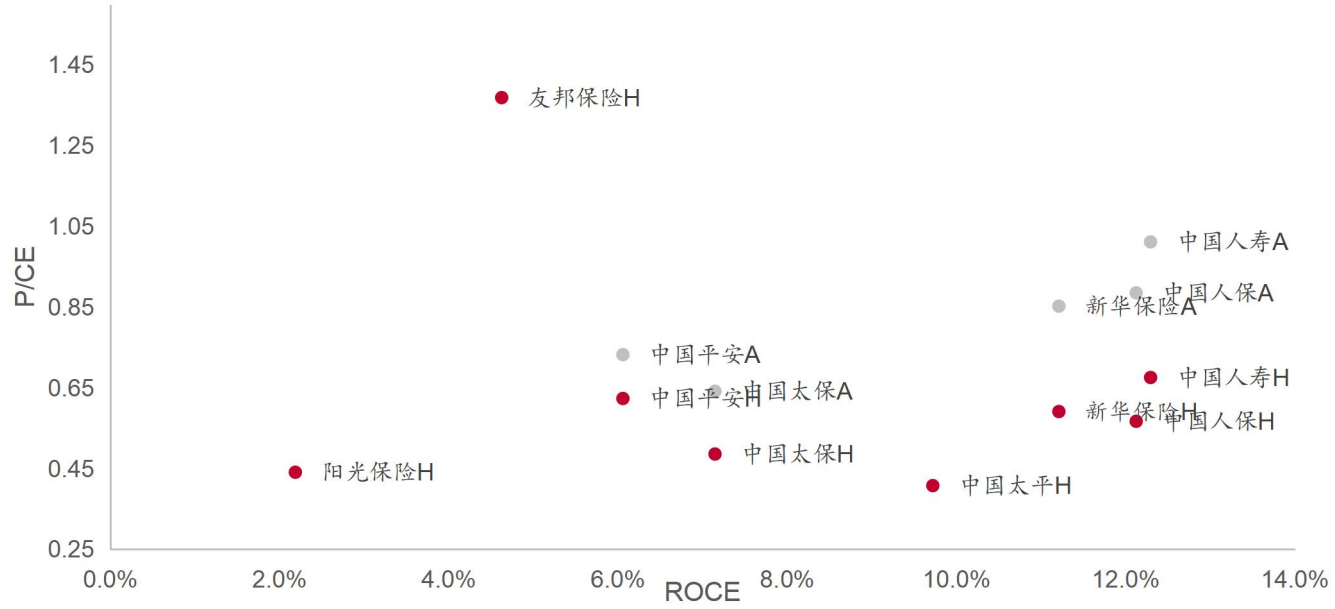
来源：公司公告，中泰证券研究所

2.4 上市险企 P/CE-ROCE 拟合度

■ **在 P/CE-ROCE 体系中，上市险企拟合效果度观察。**下图展现了 A 股（灰点）和 H 股（红点）上市险企 P/CE 与 ROCE 对应关系，其中横轴代表 1H26 上市险企 ROCE 水平（同一家公司两地上市 ROCE 保持一致），纵轴代表 P/CE 估值水平（估值数据的日期均为 2026 年 9 月 9 日），**整体显示出 ROCE 与 P/CE 之间相对正相关关系：ROCE 越高，P/CE 越高，视觉拟合效果良好。我们中国人保享有较高的 ROCE，但实际 A/H 股的 P/CE 估值水平未体现明显溢价，属于相对被低估，H 股中，中国太平、新华保险 H 的 P/CE 估值尚存一定修复空间。**友邦保险拥有 H 股上市险企最高的 P/CE 为 1.37，但其 1H26 公司 ROCE 仅为 4.6%，预计与本期净资产受其他权益工具拖累较多所致。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 21：A/H 上市险企 P/CE-ROCE 散点图

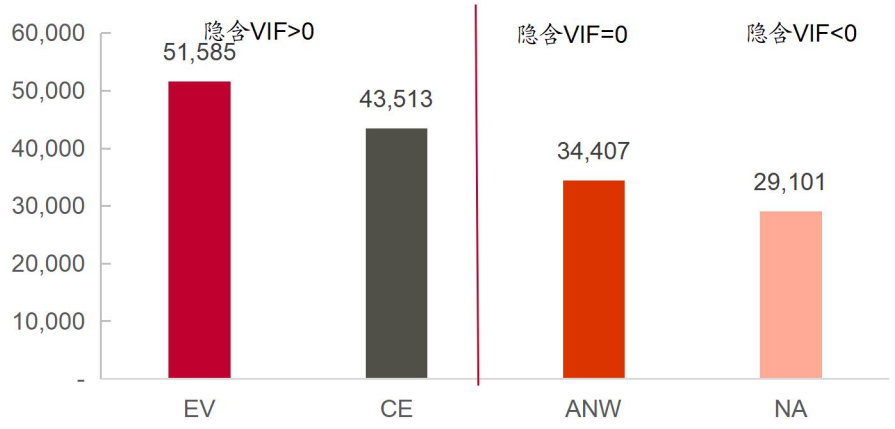


来源：公司公告，Wind，中泰证券研究所；注：估值数据的日期均为 2026/9/9

2.5 主要结论

- **CE 估值体系兼顾审慎性与完整性。**据 8 家险企的 EV，CE，ANW，NA 合计值来看，CE 的数值处于 EV 与 NA 之间。相较于 EV 估值体系，CE 避免了过度依赖长期投资收益率、风险贴现率等经济假设所带来的高估风险，能够更客观反映公司当前盈利能力；同时，相比于仅考虑集团净资产的 NA 口径，CE 涵盖了保险合同尚未满期的存量保单利润，充分体现了寿险公司全面价值水平，避免低估公司潜在收益。因此，新构建的 P/CE-ROCE 体系拟合度显著提升且审慎性较高，使估值体系在现阶段市场环境中具备更强的适用性。

图表 22：8 家上市险企 1H26 不同阶段价值底线的精算内涵（单位：亿元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **优质的产寿险业务占比综合的上市保险集团在 P/CE-ROCE 估值体系中相对“占优”。**我们认为，主要系财险公司净资产波动天然受利率敏感性较小，且产寿险公司资产负债久期缺口差异，利率波动对净资产影响可以部分“抵消”，使得财险公司其他综合收益（OCI）敞口波动较小，ROE 计算结果与 ROCE 差别较小。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 23：新准则下 8 家上市险企 P/CE-ROCE 与 PB-ROE 计算结果（估值日期：2026 年 9 月 9 日）

公司名称	P/CE-ROCE		PB-ROE	
	静态 P/CE	1H26 ROCE	静态 PB	1H26 ROE
A 股				
中国平安	0.73	6.1%	0.99	9.0%
中国人寿	1.01	12.3%	1.62	21.1%
中国太保	0.64	7.1%	1.01	9.7%
新华保险	0.85	11.2%	1.51	18.9%
中国人保	0.89	12.1%	1.03	11.2%
加权平均	**0.82**	**9.0%**	**1.21**	**13.4%**
H 股				
中国平安	0.62	6.1%	0.84	9.1%
中国人寿	0.68	12.3%	1.08	21.4%
中国太保	0.49	7.1%	0.76	9.9%
新华保险	0.59	11.2%	1.05	19.4%
中国人保	0.57	12.1%	0.66	11.5%
中国太平	0.41	9.7%	0.75	13.0%
阳光保险	0.44	2.2%	0.68	8.3%
友邦保险	1.37	4.6%	2.50	10.2%
加权平均	**0.61**	**8.8%**	**0.91**	**13.4%**

来源：公司公告，Wind，中泰证券研究所

3.投资建议与风险提示

3.1 投资建议

- **截至 2026 年 9 月 9 日，A 股上市险企对应 1H26 加权平均 P/CE 约为 0.82 倍（非年化 ROCE 为 9.0%）；H 股上市险企对应 1H26 加权平均 P/CE 约为 0.61 倍(非年化 ROCE 为 8.8%)。我们发现中国人保享有较高的 ROCE，但实际 A/H 股的 P/CE 估值水平未体现明显溢价，属于相对被低估，H 股中，中国太平、新华保险 H 的 P/CE 估值尚存修复空间。**

3.2 风险提示

- 模型验证偏差。新构建的估值模型及框架尚处于市场验证阶段，同时估值体系未形成广泛共识，估值有效性待验证。
- 假设敏感及准确性风险：CSM 采用的折现率相对较低且未扣除所得税，实际计算归母净合同服务边际时采用经假设后计算所得的调整因子，可能存在误差，干扰模型的准确性。同时 CSM、NBCSM 等归母化处理忽略非寿险子公司的非控制性权益贡献而产生偏差。
- 利率波动超出预期。ROCE 指标同样也受利率波动，一方面 NA 作为模型核心参数，波动性较高，可能影响估值稳定性。另一方面，CSM 与 ROCE 分子同样在持续低利率环境下波动较大，模型存在失效风险。
- 数据更新不及时，模型测算偏差风险

下载日志已记录，仅供内部参考

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。