保险主业提质，投资增利

保险行业 2026 年半年报综述

行业评级 看好（维持）
国家/地区 中国
行业 非银行金融行业
报告发布日期 2026 年 09 月 07 日



核心观点

- **权益市场改善释放利润弹性，高股息继续夯实保险股估值底部。**1H26 主要上市险企归母净利润普遍高增，中国人寿 / 中国平安 / 中国太保 / 新华保险 / 中国人保 / 中国太平 / 阳光保险分别同比+228.6% / +36.1% / +10.4% / +54.0% / +38.5% / +90.4% / +38.3%，投资端是盈利增长的主要来源。FVTPL 权益资产公允价值变动以及股票、基金处置收益增加，推动利润对权益市场上涨充分释放弹性；不同险企利润增速分化主要取决于权益仓位、股票会计分类和投资策略。与此同时，上市险企持续提高现金回报，A 股五家险企均已实施中期分红，高股息在低利率环境下进一步强化保险股配置属性，寿险价值修复与投资收益改善共同支撑估值中枢抬升。
- **寿险规模增速趋稳，价值增长和负债成本下降成为更重要的经营主线。**1H26 主要上市险企 NBV 均实现正增长，期交占比提升、银保趸交压降和渠道费用改善推动新单规模与价值表现进一步分化；CSM 及内含价值同步增长，寿险价值积累继续改善。产品端分红险转型明显加快，六家披露公司分红险保费合计占比由 2025 年的 19.1%升至 1H26 的 36.1%，叠加较低预定利率水平和渠道费用治理，新增业务刚性负债成本继续下降。渠道端个险核心人力和人均产能提升，银保则在 65 号文约束下进一步由规模竞争转向价值经营，负债端改善的质量和持续性均较前期增强。
- **财险规模增长放缓，综合成本率改善推动承保利润重要性进一步提升。**1H26 主要上市财险公司保费收入多数维持低个位数增长，车险基本进入低增长阶段，非车险成为主要增量来源；随着头部公司保费基数持续扩大，继续追求规模扩张对盈利的边际贡献下降。同期人保财险 / 平安产险 / 太保产险 / 阳光财险 / 太平财险综合成本率分别为 94.5% / 95.1% / 95.0% / 98.7% / 98.0%，均低于 100%，承保盈利明显改善。近年综合成本率下降主要来自车险“报行合一“、渠道费用治理和销售线上化推动的费用率下行，赔付率中枢并未同步下降，当前盈利改善更多体现经营效率和业务结构优化。
- **净投资收益率仍受再投资压力影响，权益配置承担更多长期收益和 ROE 提升功能。**1H26 主要险企年化净投资收益率继续下行，新增债券收益率低于存量资产、历史高收益债券和非标持续到期，资产端再投资压力仍将延续；权益市场改善显著推升总投资收益率，多数公司总投资收益明显好于去年同期。资产配置分工进一步明确：长久期债券用于匹配负债现金流和利率风险，高股息权益补充经常性收益，其他权益资产提升总投资收益弹性。与此同时，FVOCI 股票占比整体提升，长期配置型股票更多配置于 FVOCI 账户，在提高权益配置中枢的同时降低短期市场波动对利润表的直接影响，险企资产端正在逐步适应低利率环境。

投资建议与投资标的

1H26 保险行业基本面延续改善，寿险 NBV、CSM 及内含价值持续增长，分红险转型、渠道费用治理推动新增业务负债成本下行；财险综合成本率改善，承保利润贡献提升；权益市场改善释放投资端利润弹性。短期 3Q26 净利润和寿险保费规模、NBV 均面临较高基数，但负债成本下降、价值增长及财险承保盈利改善趋势仍在延续。低利率环境下，高股息提供估值支撑，寿险价值修复与投资收益改善共同支撑估值中枢提升。建议持续关注资产负债两端经营稳健、负债成本持续改善且股东回报较高的保险行业。建议重点关注：中国平安(601318，买入)、中国人保(601319，买入)、中国太保(601601，买入)、中国人寿(601628，买入)、新华保险(601336，买入)、中国太平(00966，买入)、阳光保险(06963，买入)

风险提示

长端利率下行超预期；权益市场大幅波动；寿险改革成效不及预期；产品结构转型不及预期；财险综合成本率上行超预期；居民收入不及预期；监管政策变化风险；精算假设调整风险。

证券分析师
张凯烽 执业证书编号：S0860526020002
香港证监会牌照：BYB679
zhangkaifeng@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人
何佳航 执业证书编号：S0860126040025
hejiahang@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告
迎接保险资负新周期：《保险公司资产负债管理办法》深度解读 2026-09-03
银保调整下寿险规模承压，价值增长主线延续：2026 年 7 月保险行业保费收入点评 2026-09-01
对外投资制度加速完善，个人投资路径与权益保护进一步明确 2026-08-22

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

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

投资端释放盈利弹性，高股息夯实估值底部 6

人身险：价值增长延续，负债端质量持续改善 7

新单结构优化，价值增长与利润储备持续积累 7
分红险转型加速，负债成本有望进一步下移 9
个险产能持续修复，银保从规模扩张转向价值经营 11
内含价值延续增长，新业务对投资假设敏感性趋弱 15

财产险：规模增长放缓，承保盈利继续改善 18

车险增长承压，非车险贡献主要增量 18
费用率下降推动综合成本率改善，承保盈利能力显著增强 19

投资：债券与权益增配节奏边际放缓，投资收益仍受益于权益市场 21

债券与股票配置增速放缓，资产结构逐步稳定 21
FVOCI 股票占比继续提升 25
净投资收益率继续承压，权益市场改善推升总投资收益 28

投资建议 30

风险提示 33

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

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：主要上市险企归母净利润普遍高增 6
图 2：主要上市险企股息率整体处于较高水平 6
图 3：主要上市险企人身险保费收入多数实现正增长 7
图 4：主要上市险企人身险首年新单保费表现分化 7
图 5：主要上市险企新业务价值均实现正增长 8
图 6：主要上市险企保险合同服务边际均较年初增长 8
图 7：主要上市险企新业务价值率较低位整体有所修复 8
图 8：主要上市险企分红险保费占比明显回升 9
图 9：中国平安分红险保费占比快速提升 9
图 10：太保寿险分红险保费占比明显回升 9
图 11：新华保险分红险保费占比显著提升 10
图 12：人保寿险分红险保费占比明显回升 10
图 13：太平人寿分红险保费占比大幅提升 10
图 14：阳光人寿分红险保费占比明显提升 10
图 15：银保渠道新业务价值增速分化明显 11
图 16：个险渠道新业务价值整体保持较快增长 11
图 17：银保渠道保费增速较前期有所放缓 12
图 18：部分险企压降趸交带动银保新单规模收缩 12
图 19：主要上市险企个险渠道保费收入均实现增长 12
图 20：主要上市险企个险渠道新单保费均实现较快增长 12
图 21：中国人寿保险营销员队伍规模企稳回升 13
图 22：中国平安个险代理人规模降幅维持低位 13
图 23：太保寿险月均保险营销员规模基本企稳 14
图 24：新华保险个险营销员规模小幅下降 14
图 25：人保寿险营销员规模继续下降 14
图 26：太平人寿个人代理人规模较年初回升 14
图 27：中国人寿内含价值增速明显改善 15
图 28：中国平安内含价值延续增长 15
图 29：中国太保内含价值保持稳健增长 15
图 30：新华保险内含价值延续高增 15
图 31：中国太平股东应占内含价值保持较快增长 16
图 32：阳光保险内含价值持续增长 16
图 33：中国人寿有效业务价值对投资假设仍保持较高敏感性 16
图 34：中国人寿新业务价值对投资假设敏感性明显下降 16

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

下载日志已记录，仅供内部参考

图 35：中国平安寿险及健康险内含价值对投资及贴现假设保持较高敏感性 17
图 36：中国平安新业务价值对投资及贴现假设敏感性较前期回落 17
图 37：太保寿险有效业务价值对投资收益率假设敏感性较高 17
图 38：太保寿险新业务价值对投资收益率假设敏感性回落 17
图 39：新华保险有效业务价值对投资收益率假设敏感性较高 17
图 40：新华保险新业务价值对投资收益率假设敏感性回落 17
图 41：主要上市险企财险保费收入整体低个位数增长 18
图 42：主要上市险企财险保险服务收入整体平稳 18
图 43：主要上市险企车险保费收入基本持平 19
图 44：主要上市险企非车险保费表现整体好于车险 19
图 45：主要上市险企财险综合成本率普遍改善 19
图 46：主要上市险企财险综合赔付率整体维持较高水平 20
图 47：主要上市险企财险综合费用率延续下降趋势 20
图 48：中国人寿债券配置占比维持高位，其他固定收益占比持续下降 21
图 49：中国平安债券仍为主要配置资产，股票占比较 2023 年明显提升 21
图 50：中国太保债券配置占比延续六成以上 22
图 51：新华保险债券配置占比维持五成左右，股票和基金占比持续提升 22
图 52：中国人保股票占比明显提升 22
图 53：中国太平债券配置占比超过七成 23
图 54：阳光保险权益仓位小幅下滑 23
图 55：主要上市险企股票及基金配置比例维持在高位 24
图 56：中国人寿 FVOCI 股票配置占比持续提升 25
图 57：中国人寿 FVOCI 股票占股票投资比例升至近四成 25
图 58：中国平安 FVOCI 股票配置占比持续提升 26
图 59：中国平安 FVOCI 股票占股票投资比例维持六成以上 26
图 60：中国太保股票配置比例较稳健 26
图 61：中国太保 FVOCI 股票占股票投资比例升至约 35% 26
图 62：新华保险 FVTPL 股票配置占比持续提升 26
图 63：新华保险 FVOCI 股票占股票投资比例升至约两成 26
图 64：中国人保股票配置占比明显提升 27
图 65：中国人保股票投资以 FVTPL 类为主 27
图 66：中国太平 FVOCI 股票配置占比持续提升 27
图 67：中国太平 FVOCI 股票占股票投资比例升至四成以上 27
图 68：阳光保险 FVOCI 股票配置占比小幅下滑 27
图 69：阳光保险 FVOCI 股票占股票投资比例维持六成以上 27
图 70：主要上市险企年化净投资收益率延续小幅下滑 28
图 71：主要上市险企年化总投资收益率整体改善 29
图 72：主要上市险企年化综合投资收益率整体承压 29

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

下载日志已记录，仅供内部参考

图 73：主要 A 股上市险企 P/EV 估值较前期低点有所修复.....31
图 74：主要 H 股上市险企 P/EV 估值处于低位.....31
图 75：中国人保净资产稳步增长，当前 PB 估值处于历史偏低水平.....32

表 1：主要上市险企 2026E P/EV 估值整体仍具吸引力.....32

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

下载日志已记录，仅供内部参考

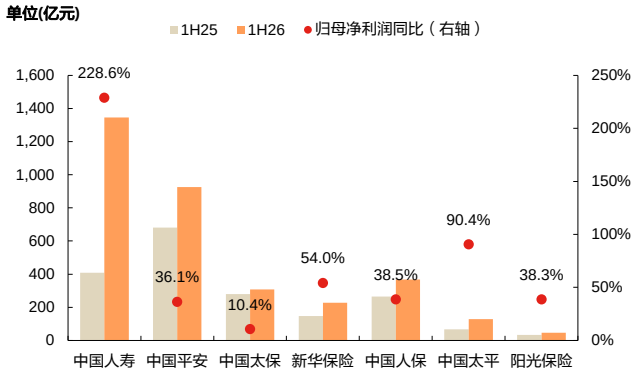
投资端释放盈利弹性，高股息夯实估值底部

权益市场改善推动上市险企归母净利润普遍高增，投资端是 1H26 盈利增长的主要来源。1H26 中国人寿/ 中国平安/ 中国太保/ 新华保险/ 中国人保/ 中国太平/ 阳光保险归母净利润分别同比+228.6%/ +36.1%/ +10.4%/ +54.0%/ +38.5%/ +90.4%/ +38.3%。上半年权益市场表现改善，FVTPL 权益资产公允价值变动以及股票、基金处置收益增加，推动投资收益明显提升。不同险企利润弹性存在较大差异，主要与权益资产配置比例、股票资产会计分类及投资策略有关，其中 FVTPL 股票配置比例较高的中国人寿、新华保险对权益市场上涨的利润弹性更为突出。

上市险企持续提高现金回报，高股息进一步增强保险板块的配置价值。中国平安 2025 年现金分红总额 489 亿元，同比增长 5.9%，连续 14 年保持增长，1H26 中期每股分红由 0.95 元提高至 0.98 元，同比增长 3.2%；中国人保 1H26 中期每股分红同比增长 46.7%，2025 年全年每股分红由 2024 年的 0.18 元提高至 0.22 元；中国太保 1H26 首次实施中期分红，每股派息 0.42 元。目前 A 股五家上市险企均已实施中期分红，分红频次和股东回报水平持续提升。

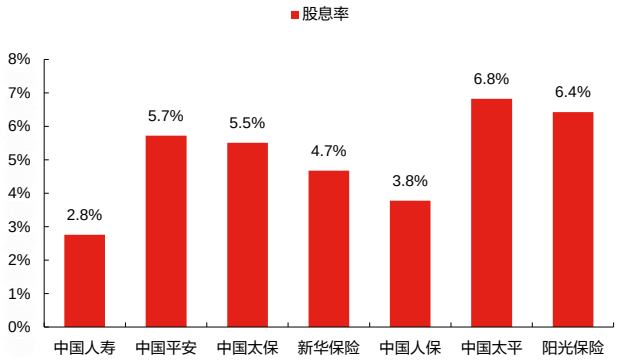
低利率环境下，高股息为保险股估值提供较强支撑，寿险价值修复和权益市场上涨构成进一步的估值弹性。当前主要上市险企股息率整体处于较高水平，其中中国平安/ 中国太保/ 中国太平/ 阳光保险股息率分别为 5.7%/ 5.5%/ 6.8%/ 6.4%。稳定现金分红提高了保险股在低利率环境下的配置吸引力；在此基础上，寿险负债端改善带来的 NBV 及 EV 增长，以及权益市场上涨带来的投资收益弹性，仍是板块估值向上的主要驱动。

图 1：主要上市险企归母净利润普遍高增



数据来源：各公司公告，东方证券研究；注：中国太平单位为亿港元

图 2：主要上市险企股息率整体处于较高水平



数据来源：iFinD，东方证券研究；注：以 2026 年 6 月 30 日收盘价计

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

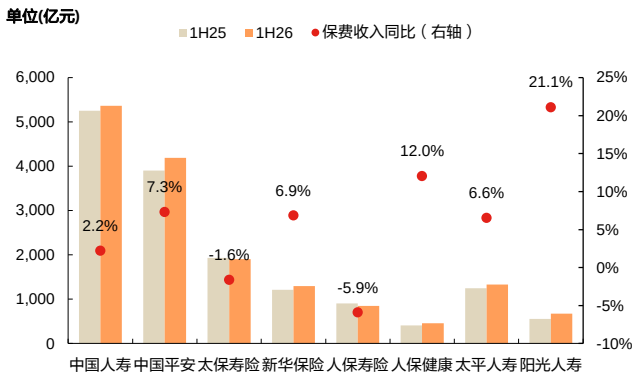
下载日志已记录，仅供内部参考

人身险：价值增长延续，负债端质量持续改善

新单结构优化，价值增长与利润储备持续积累

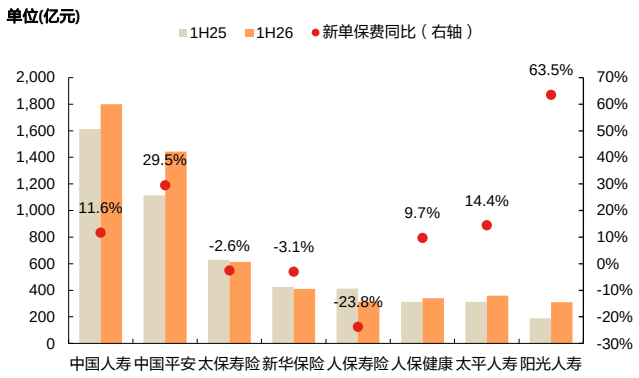
总保费多数保持增长，新单保费分化主要受银保业务结构调整影响。1H26 中国人寿/ 平安寿险/ 太保寿险/ 新华保险/ 人保寿险/ 人保健康/ 太平人寿/ 阳光人寿总保费分别同比+2.2%/ +7.3%/ -1.6%/ +6.9%/ -5.9%/ +12.0%/ +6.6%/ +21.1%，八家样本中六家实现正增长。同期新单保费分别同比+11.6%/ +29.5%/ -2.6%/ -3.1%/ -23.8%/ +9.7%/ +14.4%/ +63.5%，公司间表现明显分化。部分险企新单下降主要由主动压降银保趸交所致，期交业务仍保持较快增长，其中新华保险/ 太保寿险银保期交分别同比增长 32.0%/ 32.6%，同期趸交业务明显收缩。

图 3：主要上市险企人身险保费收入多数实现正增长



数据来源：各公司公告，东方证券研究；注：太平人寿单位为亿港元

图 4：主要上市险企人身险首年新单保费表现分化



数据来源：各公司公告，东方证券研究；注：太平人寿单位为亿港元

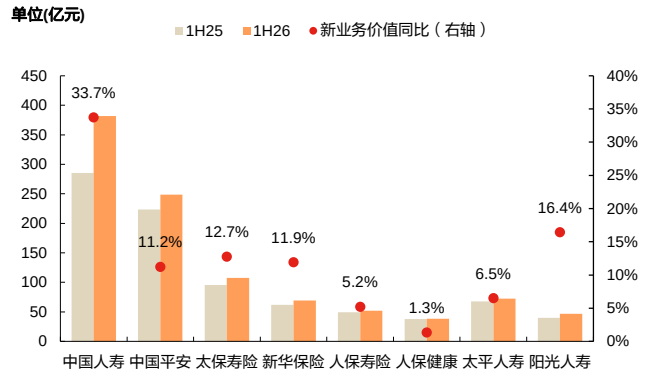
新业务价值全面正增长，新单规模与价值表现进一步分化。1H26 中国人寿/ 中国平安/ 太保寿险/ 新华保险/ 人保寿险/ 人保健康/ 太平人寿/ 阳光人寿 NBV 分别同比+33.7%/ +11.2%/ +12.7%/ +11.9%/ +5.2%/ +1.3%/ +6.5%/ +16.4%，主要上市险企均实现正增长。其中太保寿险、新华保险和人保寿险新单保费同比下降，但 NBV 仍保持增长，期交占比提升、价值率相对较低的银保趸交压降及渠道费用改善共同支撑价值率提升。主要上市险企价值增长对新单规模扩张的依赖下降，产品结构、缴费结构和渠道效率的重要性进一步上升。

保险合同服务边际普遍增长，未来保险服务利润储备继续积累。1H26 末中国人寿/ 中国平安/ 太保寿险/ 新华保险/ 人保寿险/ 人保健康/ 太平人寿/ 阳光人寿 CSM 较 2025 年末分别增长 5.8%/ 1.7%/ 3.2%/ 6.7%/ 7.4%/ 7.7%/ 6.8%/ 6.6%，主要上市险企均实现正增长。NBV 全面增长的同时 CSM 继续扩张，新增业务持续贡献未来保险服务利润，寿险负债端改善已同时体现于当期新增价值和后续利润储备。

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

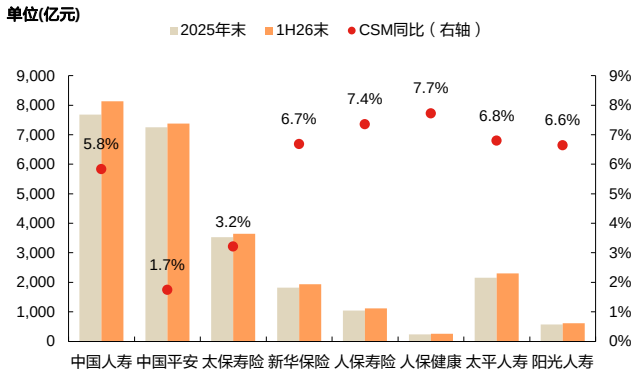
下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：主要上市险企新业务价值均实现正增长



数据来源：各公司公告，东方证券研究；注：太平人寿单位为亿港元

图 6：主要上市险企保险合同服务边际均较年初增长

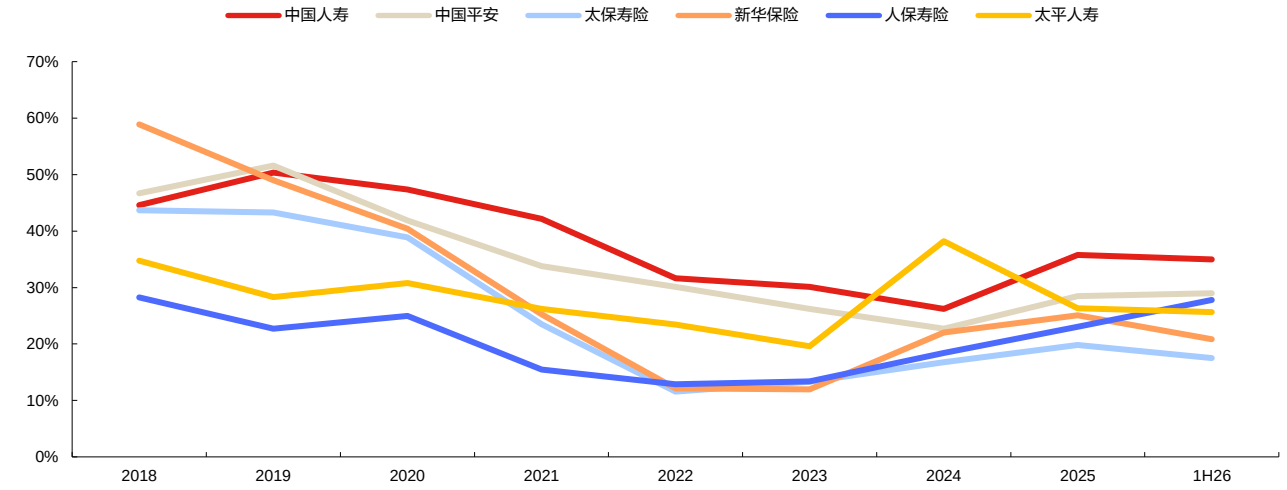


数据来源：各公司公告，东方证券研究；注：太平人寿单位为亿港元

新业务价值率较前期低位整体修复，价值率改善已逐步进入相对稳定阶段。统一口径下，1H26 中国人寿/ 中国平安/ 太保寿险/ 新华保险/ 人保寿险/ 太平人寿 NBVM 分别为 35.0%/ 29.0%/ 17.5%/ 20.8%/ 27.8%/ 25.7%。主要险企 NBVM 在 2021 至 2023 年普遍明显下行，2024 年以来随着渠道费用下降、趸交向期交转换等因素逐步修复，目前多数公司已明显高于前期低点。

NBVM 继续大幅提升的空间或较前两年收窄，后续 NBV 增长对新单规模的依赖将有所上升。前期渠道费用压降、趸交转期交及长缴期产品占比提升等结构优化已兑现较多；同时分红险占比快速提升、银保渠道重要性上升，对价值率形成一定结构性约束。预计价值率仍有优化空间，但后续 NBV 增长将更多依赖新单增长、产品结构和渠道效率共同驱动。

图 7：主要上市险企新业务价值率较低位整体有所修复



数据来源：各公司公告，东方证券研究；注：口径统一为 NBVM = NBV / (期缴首年 + 趸交*0.1)

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

下载日志已记录，仅供内部参考

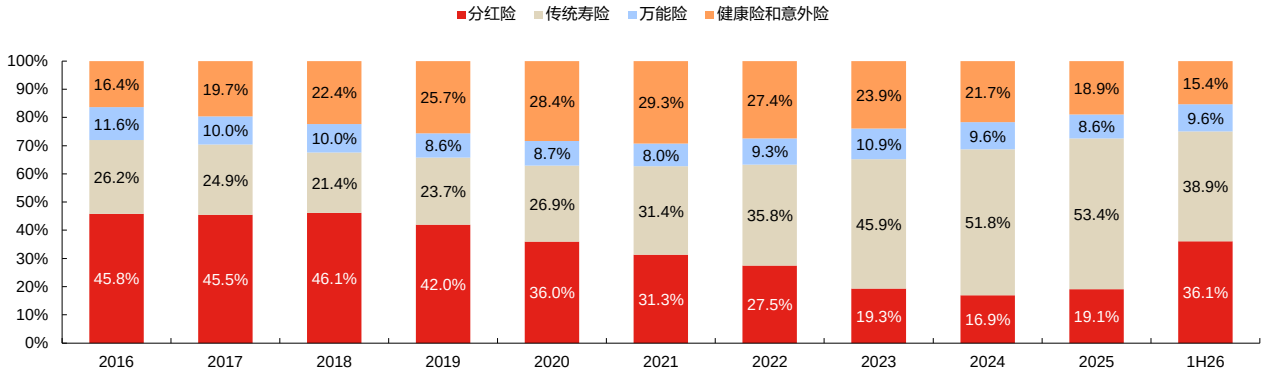
分红险转型加速，负债成本有望进一步下移

分红险占比快速提升，产品结构转型已成为主要上市险企的共同方向。2024 年以来主要险企分红险保费占比普遍回升，1H26 这一趋势显著加快。除未披露相关数据的中国人寿外，中国平安/ 太保寿险/ 新华保险/ 人保寿险/ 太平人寿/ 阳光人寿六家公司分红险保费合计占比由 2025 年的 19.1%升至 36.1%，占比接近翻倍。由于总保费中包含较大规模续期业务，当前新单业务中的分红险占比预计更高，产品转型速度快于总保费结构所反映的水平。

低利率环境下，降低长期刚性负债成本是分红险转型的核心驱动。传统寿险在销售时锁定长期保证收益，资产端则面临新增长久期债券收益率下降、存量高收益债券及非标资产持续到期的压力，资产收益率下行快于存量负债成本调整，长期利差压力随之上升。分红险将客户收益拆分为保证收益与非保证红利，在保留长期储蓄属性的同时降低保证成本，使负债端能够随投资环境变化进行更灵活的调整，从而改善长期资产负债匹配。

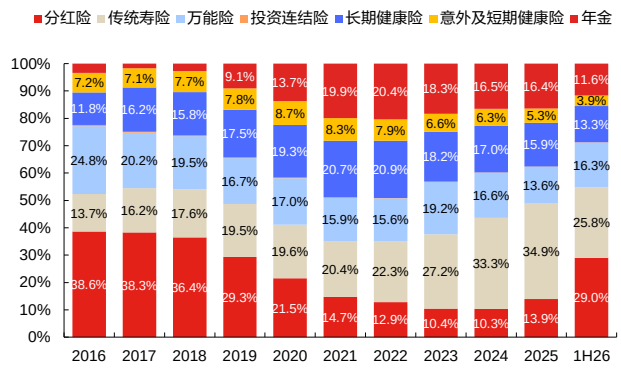
分红险转型同时为权益配置和长期收益管理释放空间。传统固定保证型负债占比较高时，资产端收益波动主要由保险公司承担，权益仓位提升容易放大利润及净资产波动；分红险通过红利机制将部分投资收益与客户共享，降低负债端的收益刚性，为保险公司在控制偿付能力和利润波动的基础上适度提高权益资产配置提供更大空间。负债端降低刚性成本、资产端增加长期收益弹性，将成为低利率环境下险企改善利差和 ROE 的重要组合。

图 8：主要上市险企分红险保费占比明显回升



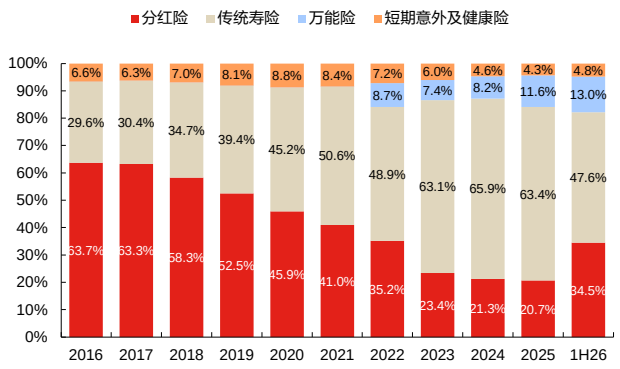
数据来源：各公司公告，东方证券研究；注：包括中国平安、太保寿险、新华保险、人保寿险、太平人寿、阳光人寿；中国人寿未披露相关数据

图 9：中国平安分红险保费占比快速提升



数据来源：中国平安公司公告，东方证券研究

图 10：太保寿险分红险保费占比明显回升

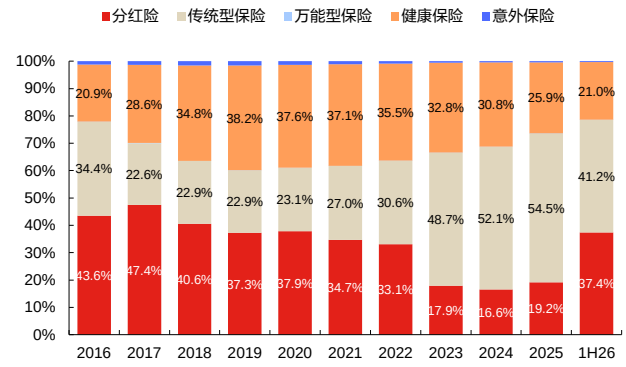


数据来源：中国太保公司公告，东方证券研究

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

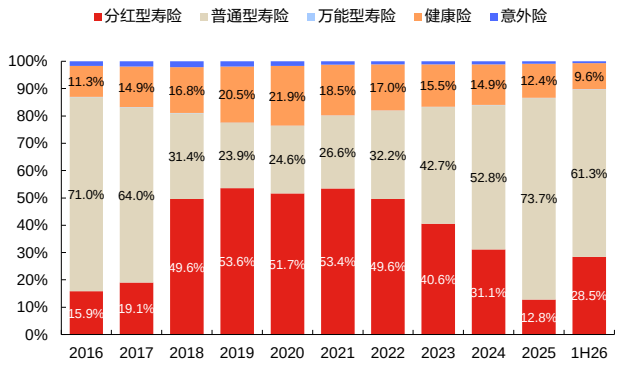
下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：新华保险分红险保费占比显著提升



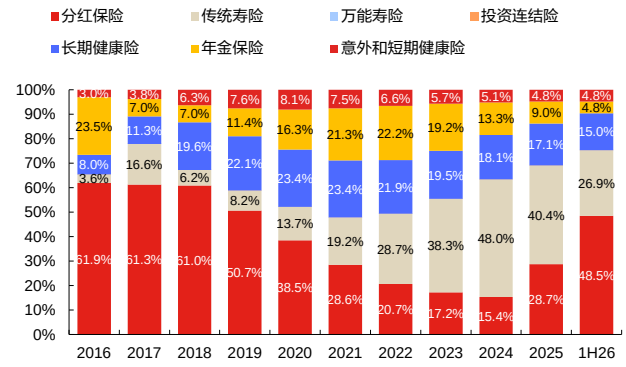
数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究

图 12：人保寿险分红险保费占比明显回升



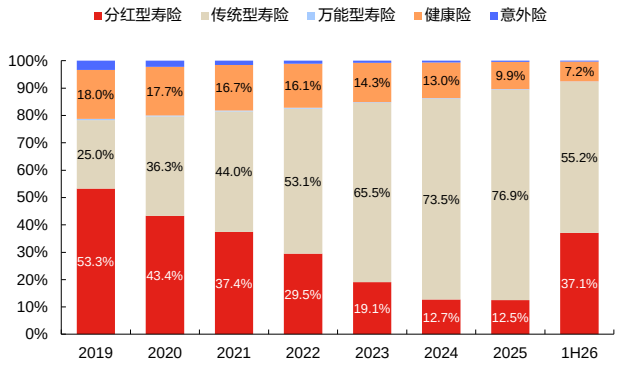
数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究

图 13：太平人寿分红险保费占比大幅提升



数据来源：中国太平公司公告，东方证券研究

图 14：阳光人寿分红险保费占比明显提升



数据来源：阳光保险公司公告，东方证券研究

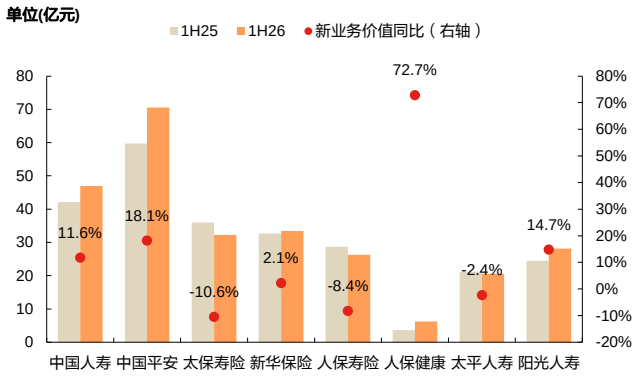
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

个险产能持续修复，银保从规模扩张转向价值经营

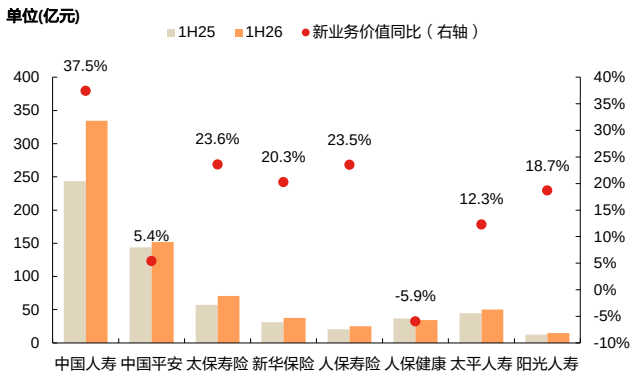
1H26 主要上市险企银保渠道新业务价值表现分化，个险渠道新业务价值整体增长。中国人寿/ 中国平安/ 太保寿险/ 新华保险/ 人保寿险/ 人保健康/ 太平人寿/ 阳光人寿银保渠道 NBV 分别同比+11.6%/ +18.1%/ -10.6%/ +2.1%/ -8.4%/ +72.7%/ -2.4%/ +14.7%；个险渠道 NBV 分别同比+37.5%/ +5.4%/ +23.6%/ +20.3%/ +23.5%/ -5.9%/ +12.3%/ +18.7%。

图 15：银保渠道新业务价值增速分化明显



数据来源：各公司公告，东方证券研究；注：太平人寿单位为亿港元

图 16：个险渠道新业务价值整体保持较快增长



数据来源：各公司公告，东方证券研究；注：太平人寿单位为亿港元

银保渠道保费与新单表现分化，部分险企主动压降低价值趸交业务。1H26 中国人寿/ 中国平安/ 太保寿险/ 新华保险/ 人保寿险/ 人保健康/ 太平人寿/ 阳光人寿银保渠道保费分别同比+12.4%/ +59.9%/ -8.9%/ -3.5%/ -13.1%/ +17.5%/ -2.2%/ +26.1%，银保新单分别同比+16.1%/ +69.2%/ -25.9%/ -20.2%/ -35.9%/ +18.8%/ +17.5%/ +83.4%。太保寿险、新华保险和人保寿险银保新单下降较多，但其银保 NBV 分别同比-10.6%/ +2.1%/ -8.4%，价值表现明显好于新单规模。

高基数叠加业务结构调整，银保由规模扩张逐步转向价值经营。2025 年银保渠道增长较快，1H26 增速回落具有一定高基数影响，更重要的变化在于部分险企主动压降价值率较低的趸交业务，并提高期交及高价值产品占比。新单规模下降而 NBV 表现相对稳健，反映银保渠道的经营目标已由单纯做大规模逐步转向提升价值率和盈利质量。

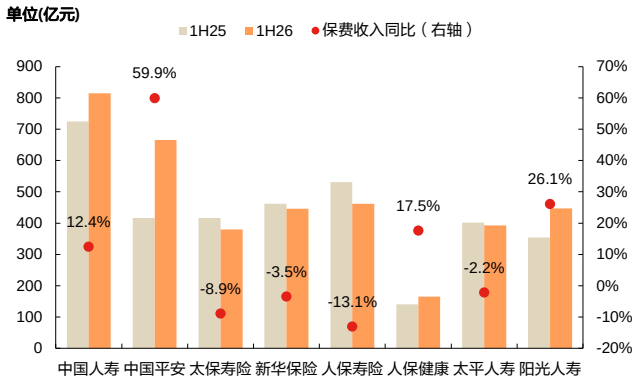
65 号文实施后，下半年银保新单规模预计进一步承压，但价值端降幅有望小于规模端。65 号文自 7 月起实施后，银保渠道费用约束进一步加强，银行网点额外销售激励空间收窄，险企也需要重新调整产品结构和渠道合作方式，预计短期将压低银保新单增速。与此同时，渠道费用下降有助于改善价值率，因此 NBV 与新单规模的变化预计仍将保持一定分化，价值率存在继续改善空间。

长期看，费用治理有利于银保从费用竞争转向产品和经营能力竞争，头部险企相对受益。过去银保扩张较多依赖渠道费用和网点激励，持续强化费用约束后，高费用换规模的经营模式将进一步弱化，险企更有动力发展长期期交、分红险等更适合长期经营的业务。渠道竞争的核心也将逐步转向产品设计、品牌、银行合作能力及投资能力，在佣金水平趋于收敛的情况下，产品竞争力和品牌认可度更高的头部险企有望获得更稳定的渠道优势。

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

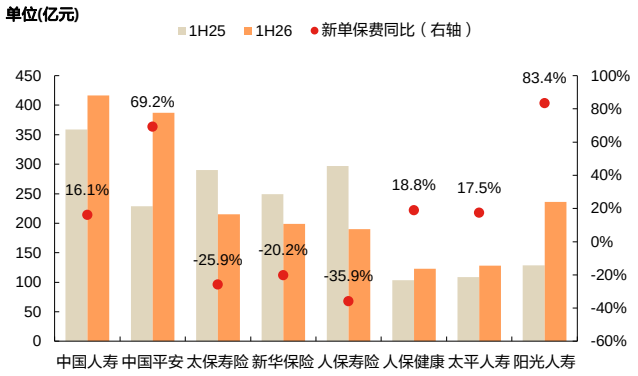
下载日志已记录，仅供内部参考

图 17：银保渠道保费增速较前期有所放缓



数据来源：各公司公告，东方证券研究；注：太平人寿单位为亿港元

图 18：部分险企压降趸交带动银保新单规模收缩



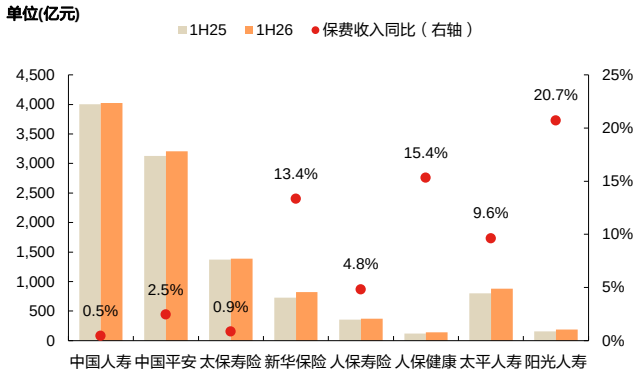
数据来源：各公司公告，东方证券研究；注：太平人寿单位为亿港元

个险渠道保费与新单整体保持增长。1H26 中国人寿/ 中国平安/ 太保寿险/ 新华保险/ 人保寿险/ 人保健康/ 太平人寿/ 阳光人寿个险渠道保费分别同比+0.5%/ +2.5%/ +0.9%/ +13.4%/ +4.8%/ +15.4%/ +9.6%/ +20.7%；个险新单分别同比+16.6%/ +21.8%/ +28.4%/ +24.0%/ +9.2%/ +7.8%/ +7.5%/ +67.4%，均实现正增长。

个险渠道恢复较银保更为稳定，核心驱动已由人力扩张转向产能提升。代理人规模经历前期大幅清虚后逐步趋稳，但主要险企个险新单和 NBV 仍保持增长，说明当前个险增长对新增人力的依赖明显下降。核心人力占比、活动率和人均产能持续改善，推动存量队伍释放更高的新单和价值贡献。

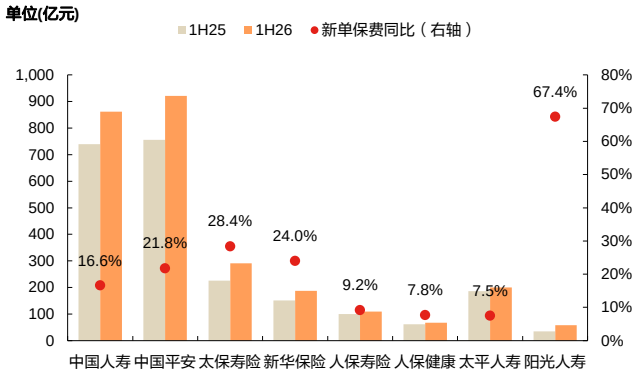
个险增长模式已由“人海战术”转向高质量队伍经营，价值增长的持续性相对更强。2019 年以前个险扩张更多依赖代理人数量增长，当前则主要通过队伍结构优化和人均产能提升实现新单增长。2024 年以来这一趋势持续延续，1H26 未出现明显弱化，个险重新成为寿险公司较稳定的价值来源。

图 19：主要上市险企个险渠道保费收入均实现增长



数据来源：各公司公告，东方证券研究；注：太平人寿单位为亿港元

图 20：主要上市险企个险渠道新单保费均实现较快增长



数据来源：各公司公告，东方证券研究；注：太平人寿单位为亿港元

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

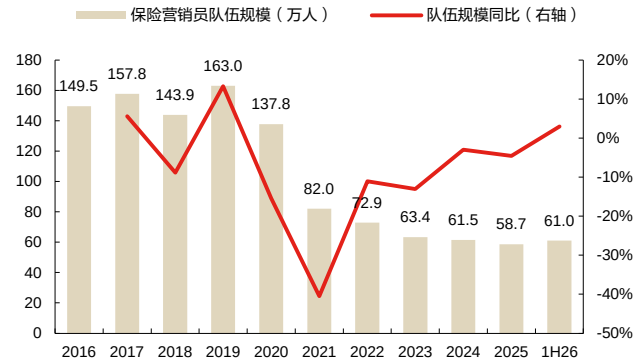
下载日志已记录，仅供内部参考

代理人队伍最剧烈的清虚阶段基本结束，个险增长由人力扩张转向队伍质量和人均产能提升。1H26 中国人寿/ 中国平安/ 中国太保/ 新华保险代理人规模分别为 61.0/ 32.5/ 18.3/ 12.8 万人，其中中国人寿和中国太保队伍规模已基本企稳，中国平安和新华保险仍有小幅下降。经历 2020 年以来持续清虚后，主要险企代理人规模已由快速收缩进入低位稳定阶段；同期四家公司个险 NBV 分别同比+37.5%/ +5.4%/ +23.6%/ +20.3%，价值增长对人力规模扩张的依赖进一步下降。后续个险渠道增长预计更多依赖绩优及核心人力占比提升、人均产能改善和队伍专业化，人力规模扩张对渠道增长的贡献将继续下降。

中国人寿：个险队伍规模回升，NBV 增速明显快于新单保费增速。公司延续“发挥价值创造主力军作用”的定位，持续推进渠道转型升级和业务结构优化。1H26 末个险销售人力增至 61.0 万人，较 2025 年末的 58.7 万人增长 3.9%；同期个险新单保费同比+16.6%，个险 NBV 同比+37.5%，价值增速明显高于新单。2025 年公司优增人力同比增长 40.0%，十年期及以上首年期交保费占个险首年期交保费的 58.5%，队伍扩张与长缴期、高价值业务增长同步推进。

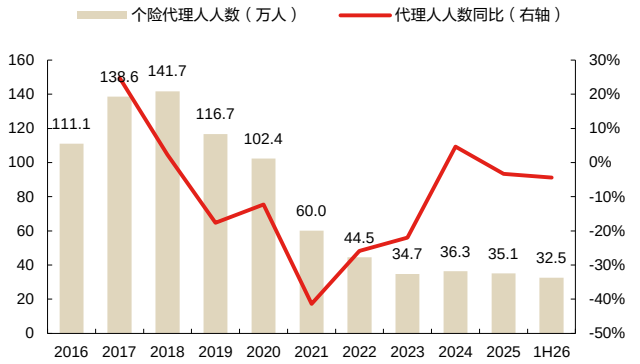
中国平安：代理人规模仍有收缩，“做优、增优、育优”继续推动队伍结构优化。公司代理人渠道坚持高质量发展主线，持续深化“做优、增优、育优”平台建设。1H26 末个人寿险销售代理人为 32.5 万人，队伍规模继续处于低位；同期个险新单保费同比+21.8%，个险 NBV 同比+5.4%，业务增长并未依赖人力扩张。2025 年代理人人均 NBV 同比增长 17.2%，大专及以上学历人员占比同比提升 1.4 pct，队伍经营重点继续由规模向质量和产能倾斜。

图 21：中国人寿保险营销员队伍规模企稳回升



数据来源：中国人寿公司公告，东方证券研究

图 22：中国平安个险代理人规模降幅维持低位



数据来源：中国平安公司公告，东方证券研究

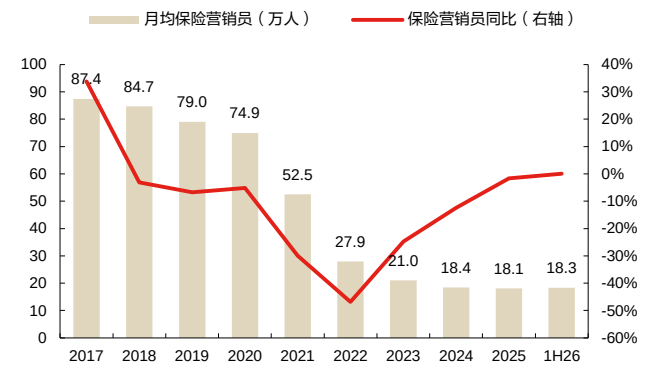
中国太保：代理人规模基本企稳，以队伍成长和核心人力产能提升驱动个险增长。公司围绕“职业化、专业化、数智化、年轻化”持续推进代理人队伍建设，1H26 月均保险营销员为 18.3 万人，较 2025 年的 18.1 万人基本稳定；同期个险新单保费同比+28.4%，个险 NBV 同比+23.6%。2025 年公司月均核心人力 4.6 万人，核心人力月人均首年规模保费同比增长 17.1%，队伍规模企稳后，核心人力扩容及产能提升已成为代理人渠道增长的主要驱动。

新华保险：队伍规模继续低位调整，“多元化、长年期、高价值”转型推动产能改善。公司持续强化队伍建设、产品推动和客户经营，推进“多元化、长年期、高价值”转型。1H26 末个险营销员人力为 12.8 万人，较 2025 年末的 13.3 万人小幅下降；同期个险新单保费同比+24.0%，个险 NBV 同比+20.3%，队伍收缩对业务增长的约束明显减弱。2025 年月均绩优人力同比增长 2.0%，月均人均综合产能同比增长 43.0%，个险渠道正由前期人力出清逐步转向绩优人力和人均产能驱动。

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

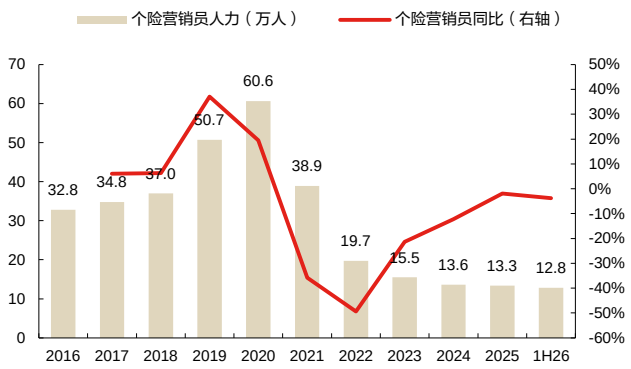
下载日志已记录，仅供内部参考

图 23：太保寿险月均保险营销员规模基本企稳



数据来源：中国太保公司公告，东方证券研究

图 24：新华保险个险营销员规模小幅下降

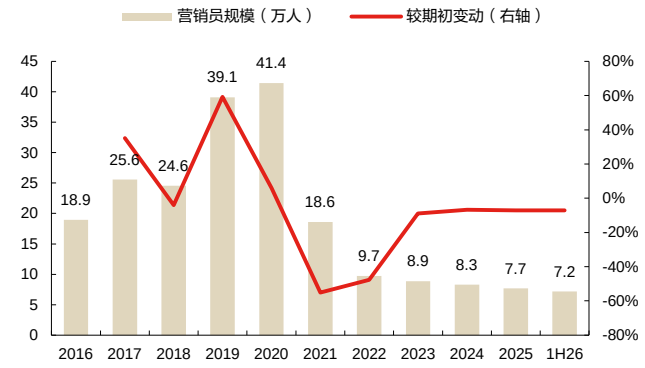


数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究

人保寿险：营销员规模继续压降，个险价值增长仍快于规模表现。1H26 末人保寿险营销员规模为 7.2 万人，较 2025 年末的 7.7 万人下降约 6.5%；同期个险渠道新单保费同比+9.2%，NBV 同比+23.5%，队伍规模收缩未影响价值增长。2025 年末公司营销员规模 7.7 万人、月均有效人力 2.0万人，个险渠道仍处于队伍结构调整阶段；随着长期期交业务增长和价值率改善，个险经营重点进一步由人力规模转向有效人力和价值产出。

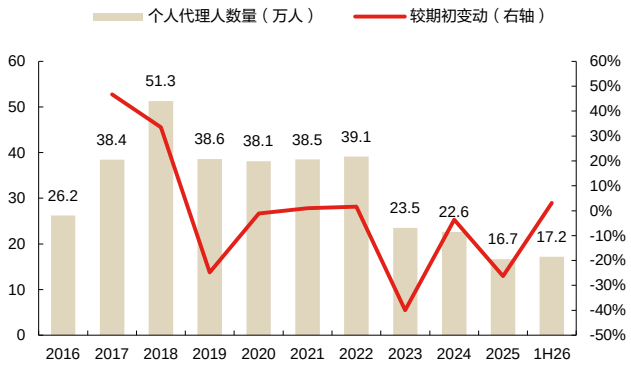
太平人寿：代理人规模结束前期大幅压降，队伍转型进入产能修复阶段。1H26 末个人代理人数增至 17.2 万人，较 2025 年末的 16.7 万人增长 3.2%，结束 2025 年较大幅度的人力压降；同期个险 NBV 同比+12.3%。公司继续“深化队伍转型”，上半年代理人产能较 2025 年末提升 73.8%，代理人活动率同比提升 8.9 pct、活动人力月人均产能同比增长 18.3%。人力规模回升与活动率、产能同步改善，表明个险队伍已由前期清虚进一步转向质效提升。

图 25：人保寿险营销员规模继续下降



数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究

图 26：太平人寿个人代理人规模较年初回升



数据来源：中国太平公司公告，东方证券研究

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

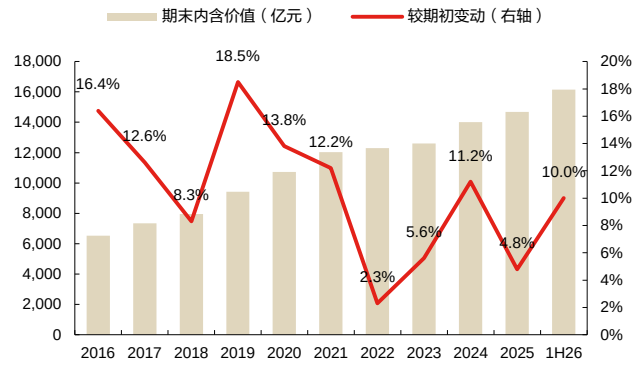
下载日志已记录，仅供内部参考

内含价值延续增长，新业务对投资假设敏感性趋弱

主要上市险企内含价值延续增长，寿险价值积累重新进入较稳定的扩张阶段。1H26 末中国人寿/ 中国平安/ 中国太保/ 新华保险/ 中国太平/ 阳光保险内含价值较 2025 年末分别增长 10.0%/ 4.2%/ 3.8%/ 7.8%/ 8.6%/ 7.2%，均实现正增长，且上述增幅均为半年期非年化变动。经历 2021 至 2023 年部分公司内含价值增速明显放缓甚至下降后，2024 年以来主要险企已普遍恢复增长，1H26 增长趋势进一步延续。

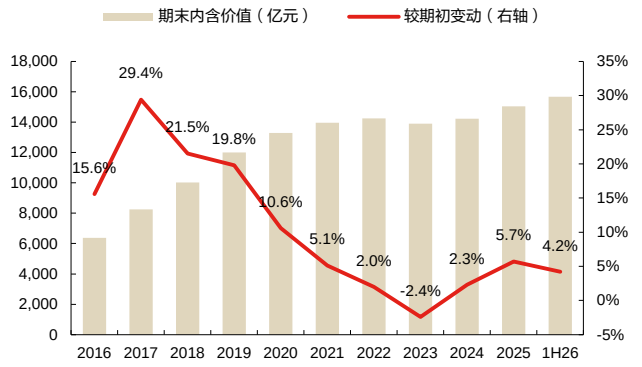
NBV 恢复增长和投资市场改善共同支撑内含价值提升。过去几年内含价值增长承压，一方面受新业务价值低迷影响，另一方面长期投资收益率、风险贴现率等精算假设持续调整，对有效业务价值形成拖累。1H26 主要上市险企 NBV 均实现正增长，新增业务重新贡献价值增量；同时权益市场表现改善，通过净资产及投资偏差等渠道对内含价值形成正向贡献。当前内含价值增长已较前期明显修复，但存量有效业务仍承载较高的历史负债成本和长期投资假设压力，其对投资收益率及贴现率变化的敏感性仍然较高。

图 27：中国人寿内含价值增速明显改善



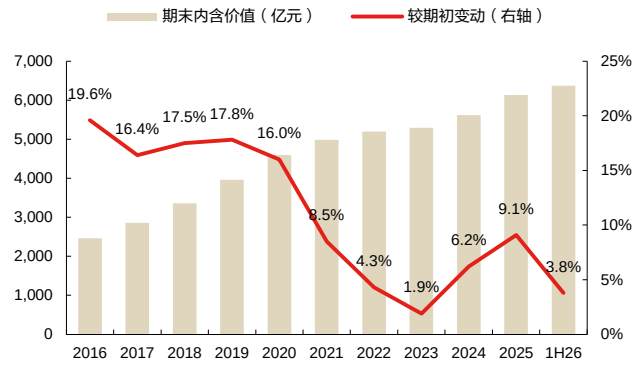
数据来源：中国人寿公司公告，东方证券研究

图 28：中国平安内含价值延续增长



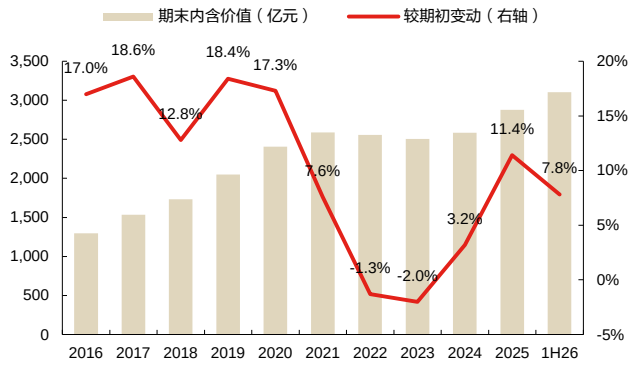
数据来源：中国平安公司公告，东方证券研究

图 29：中国太保内含价值保持稳健增长



数据来源：中国太保公司公告，东方证券研究

图 30：新华保险内含价值延续高增

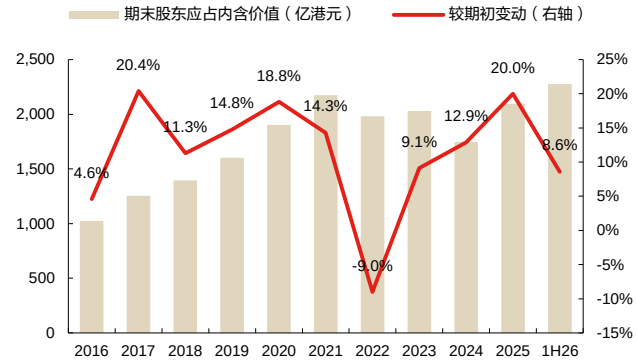


数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究

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

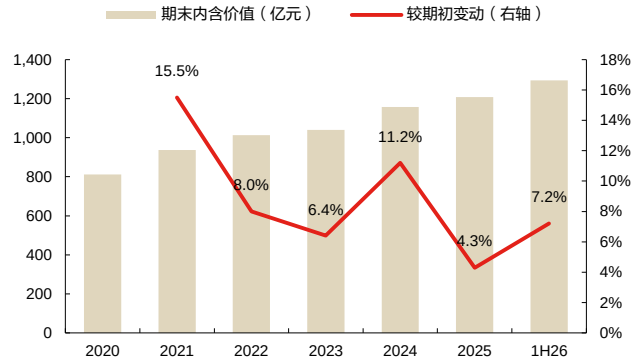
下载日志已记录，仅供内部参考

图 31：中国太平股东应占内含价值保持较快增长



数据来源：中国太平公司公告，东方证券研究

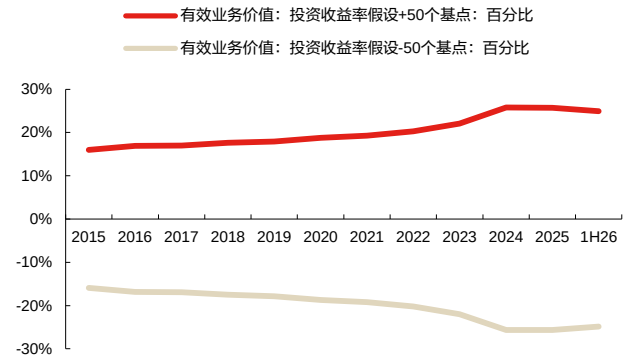
图 32：阳光保险内含价值持续增长



数据来源：阳光保险公司公告，东方证券研究

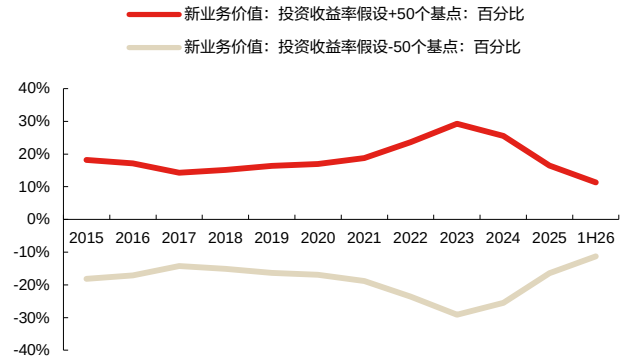
存量有效业务对投资假设仍较敏感，新业务价值敏感性较前期明显下降。投资收益率及相关精算假设变化对存量有效业务价值及 EV 仍有较大影响，而 NBV 敏感性较前期高点普遍回落。我们认为主要来自三方面：1）VIF 反映存量有效业务未来利润现值，EV 还包括调整后净资产；存量业务中较早销售的长期储蓄型保单保证成本较高、期限较长，在新增资产再投资收益率下降的环境下，存量业务价值仍对投资收益率和贴现率假设保持较高敏感性。2）新单负债成本已明显下移，预定利率持续下调、分红险占比提升，使新增业务对固定利差的依赖下降，NBV 对投资假设的敏感性逐步收敛。3）“报行合一”及渠道结构优化持续压降渠道费用，提高费差对新业务价值的贡献，新业务价值对投资利差假设的依赖进一步下降。不同公司的敏感性差异仍主要取决于负债成本、产品结构和资产负债匹配情况，分红险转型和负债成本压降更快的险企，NBV 对投资假设变化的敏感性有望进一步下降。

图 33：中国人寿有效业务价值对投资假设仍保持较高敏感性



数据来源：中国人寿公司公告，东方证券研究

图 34：中国人寿新业务价值对投资假设敏感性明显下降

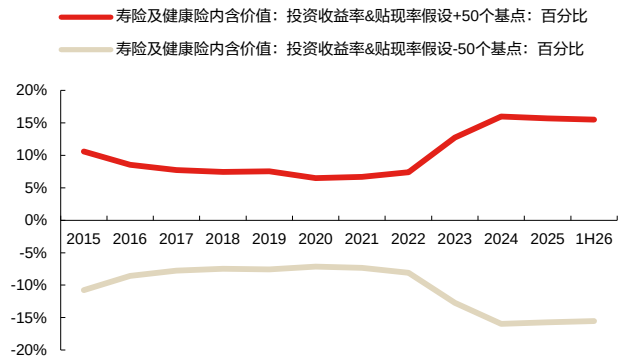


数据来源：中国人寿公司公告，东方证券研究

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

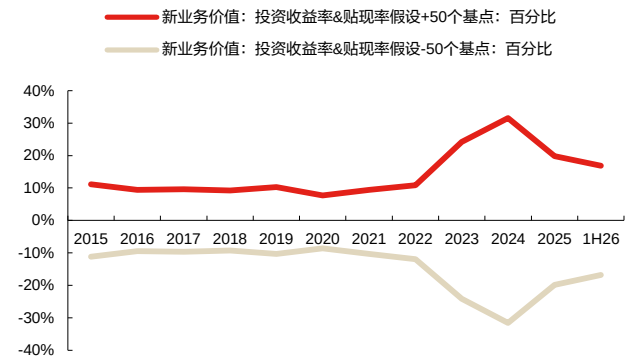
下载日志已记录，仅供内部参考

图 35：中国平安寿险及健康险内含价值对投资及贴现假设保持较高敏感性



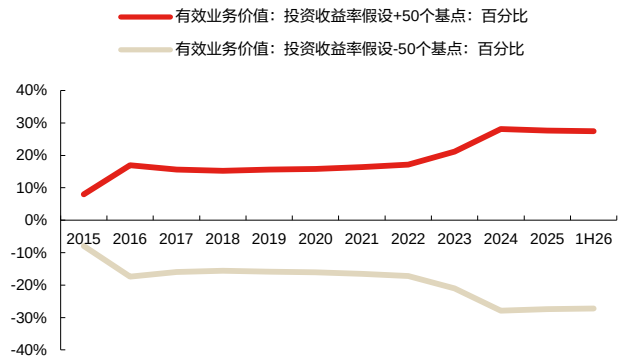
数据来源：中国平安公司公告，东方证券研究

图 36：中国平安新业务价值对投资及贴现假设敏感性较前期回落



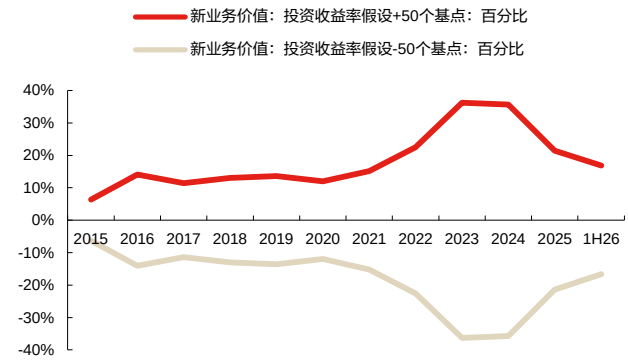
数据来源：中国平安公司公告，东方证券研究

图 37：太保寿险有效业务价值对投资收益率假设敏感性较高



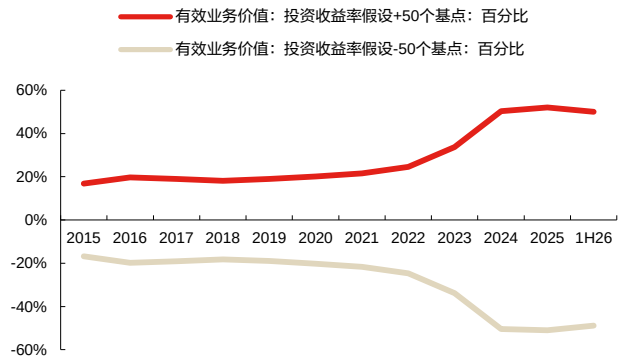
数据来源：中国太保公司公告，东方证券研究

图 38：太保寿险新业务价值对投资收益率假设敏感性回落



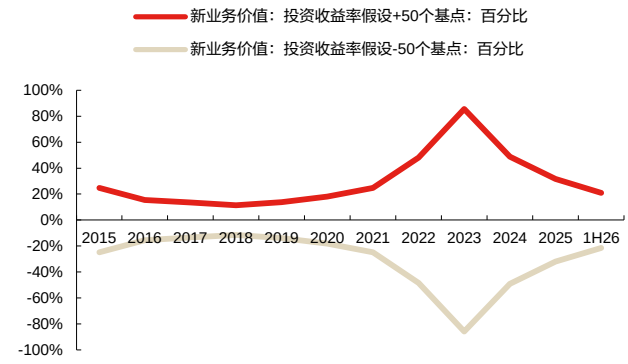
数据来源：中国太保公司公告，东方证券研究

图 39：新华保险有效业务价值对投资收益率假设敏感性较高



数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究

图 40：新华保险新业务价值对投资收益率假设敏感性回落



数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究

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

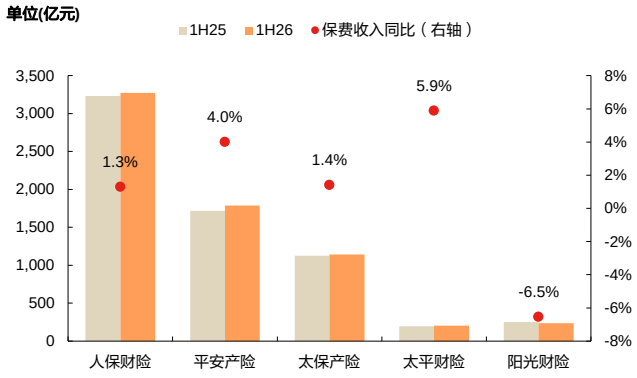
下载日志已记录，仅供内部参考

财产险：规模增长放缓，承保盈利继续改善

车险增长承压，非车险贡献主要增量

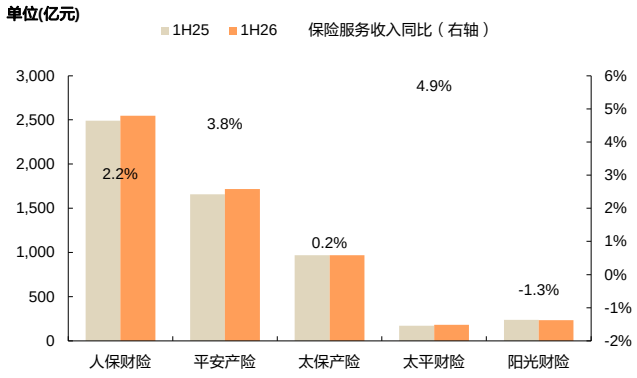
财险规模增长整体放缓，头部公司经营重心进一步由保费扩张转向承保盈利。1H26 人保财险/ 平安产险/ 太保产险/ 太平财险/ 阳光财险保费收入分别同比+1.3%/ +4.0%/ +1.4%/ +5.9%/ -6.5%，保险服务收入分别同比+2.2%/ +3.8%/ +0.2%/ +4.9%/ -1.3%，多数公司维持低个位数增长。随着头部财险公司保费规模持续扩大，继续追求规模增速对盈利的边际贡献下降，综合成本率和承保利润的重要性明显提升。以人保财险为例，公司保费规模已处于全球头部，在较大的收入基数下，综合成本率小幅改善即可带来较为可观的承保利润增量。阳光财险则主动压降保证险业务，短期保费有所收缩，但经营质量和承保盈利明显改善，进一步体现财险公司经营目标由规模向质量转变。

图 41：主要上市险企财险保费收入整体低个位数增长



数据来源：各公司公告，东方证券研究；注：太平财险单位为亿港元

图 42：主要上市险企财险保险服务收入整体平稳



数据来源：各公司公告，东方证券研究；注：太平财险单位为亿港元

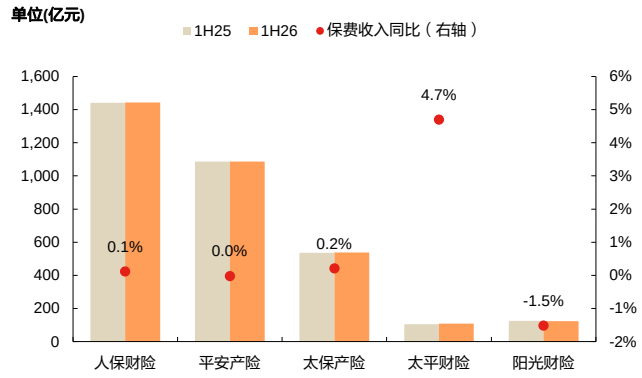
车险已进入低增长阶段，非车险成为主要增量来源。1H26 人保财险/ 平安产险/ 太保产险/ 太平财险/ 阳光财险车险保费分别同比+0.1%/ +0.0%/ +0.2%/ +4.7%/ -1.5%，除太平财险外基本持平；非车险保费分别同比+2.3%/ +10.9%/ +2.5%/ +7.3%/ -11.4%，多数公司表现明显好于车险。车险增速下行一方面受新车增量不足影响，另一方面车辆保有量基数已经较大，新增车辆占存量比例持续下降，成熟市场属性决定车险规模增速中枢难以回到过去水平。

非车险长期增长空间高于车险，但不同险种的增长质量差异较大。健康险、农业险、责任险、科技保险等覆盖场景持续扩展，为财险行业提供新的保费来源；但保证险、农业险等业务的盈利稳定性和风险特征差异明显，其中保证险信用风险暴露可能对承保利润形成较大拖累，农业险增速易受财政支出节奏影响；健康险、责任险及科技保险等仍具扩容空间。

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

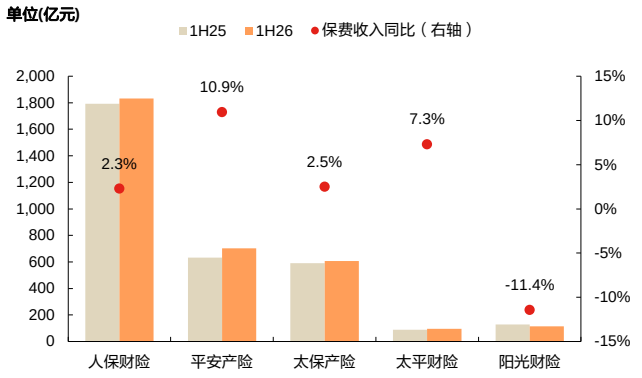
下载日志已记录，仅供内部参考

图 43：主要上市险企车险保费收入基本持平



数据来源：各公司公告，东方证券研究；注：太平财险单位为亿港元

图 44：主要上市险企非车险保费表现整体好于车险

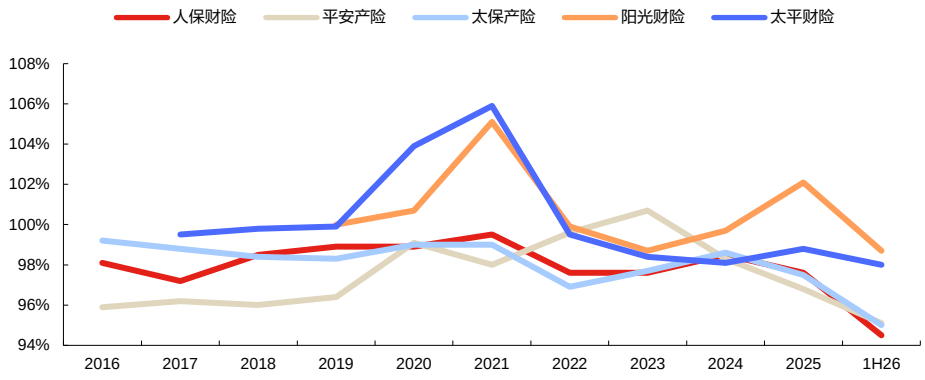


数据来源：各公司公告，东方证券研究；注：太平财险单位为亿港元

费用率下降推动综合成本率改善，承保盈利能力显著增强

主要上市险企综合成本率普遍降至较优水平，承保盈利能力明显增强。1H26 人保财险/ 平安产险/ 太保产险/ 阳光财险/ 太平财险综合成本率分别为 94.5%/ 95.1%/ 95.0%/ 98.7%/ 98.0%，五家公司均低于 100%，其中人保财险、平安产险和太保产险均降至 95%左右。随着财险保费规模进入低速增长阶段，综合成本率改善对利润的重要性进一步上升，头部公司较大的保费基数也放大了单位成本率下降带来的承保利润增量。

图 45：主要上市险企财险综合成本率普遍改善



数据来源：各公司公告，东方证券研究；注：2023 年起各公司采用新保险合同准则披露口径，2022 年采用公司重述口径

费用率持续下降是近年综合成本率改善的主要结构性驱动。1H26 人保财险/ 平安产险/ 太保产险/ 阳光财险综合费用率分别为 22.1%/ 24.8%/ 26.3%/ 30.8%，较历史水平明显下降。车险“报行合一”、渠道费用治理以及销售线上化持续压降获客和渠道成本，费用率下降具有较强的经营改善属性。尤其从长期趋势看，主要险企赔付率中枢并未同步下降，而综合成本率仍逐步改善，费用效率提升已成为承保盈利改善的重要来源。

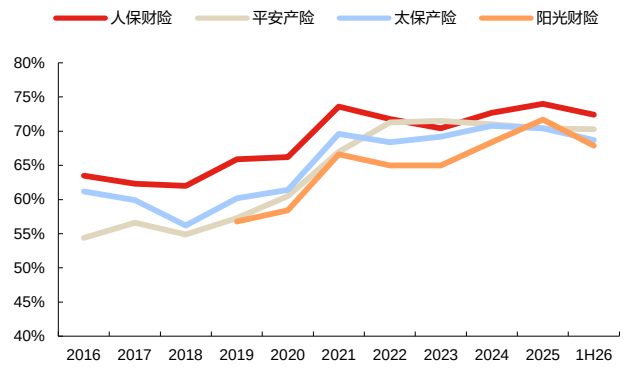
赔付率仍处于相对高位，新能源车维修成本和自然灾害等因素继续制约赔付端改善。1H26 人保财险/ 平安产险/ 太保产险/ 阳光财险综合赔付率分别为 72.4%/ 70.3%/ 68.7%/ 67.9%，虽然较 2025 年全年均有所回落，但整体仍明显高于 2016 至 2020 年的水平。近年来综合成本率改善并未建立

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

下载日志已记录，仅供内部参考

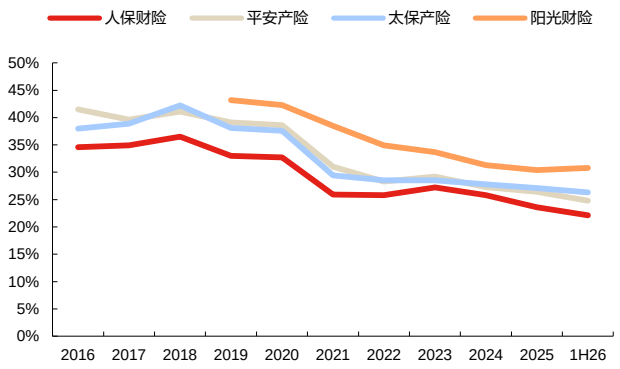
在赔付率持续下降的基础上，费用管控、业务筛选和精细化经营能力提升贡献更为突出，因此当前承保盈利改善较单纯依赖低赔付年份具有更强的持续性。

图 46：主要上市险企财险综合赔付率整体维持较高水平



数据来源：各公司公告，东方证券研究；注：2023 年起各公司采用新保险合同准则披露口径，2022 年采用公司重述口径；太平财险未披露综合赔付率

图 47：主要上市险企财险综合费用率延续下降趋势



数据来源：各公司公告，东方证券研究；注：2023 年起各公司采用新保险合同准则披露口径，2022 年采用公司重述口径；太平财险未披露综合费用率

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

下载日志已记录，仅供内部参考

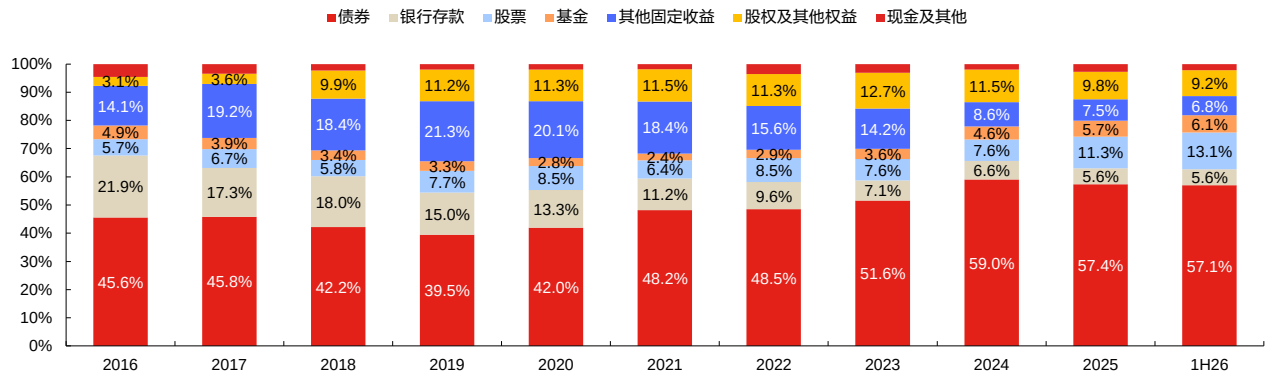
投资：债券与权益增配节奏边际放缓，投资收益仍受益于权益市场

债券与股票配置增速放缓，资产结构逐步稳定

低利率环境下，债券仍是险资资产配置的核心，资产端同时兼顾久期匹配和长期收益。1H26 末中国人寿/ 中国平安/ 中国太保/ 新华保险/ 中国人保/ 中国太平/ 阳光保险债券配置占比分别为 57.1%/ 55.0%/ 61.4%/ 51.3%/ 49.1%/ 73.7%/ 53.8%，多数维持在五成以上。过去几年主要险企持续增加债券配置，同时压降非标等其他固定收益资产，资产结构逐步向标准化资产集中。

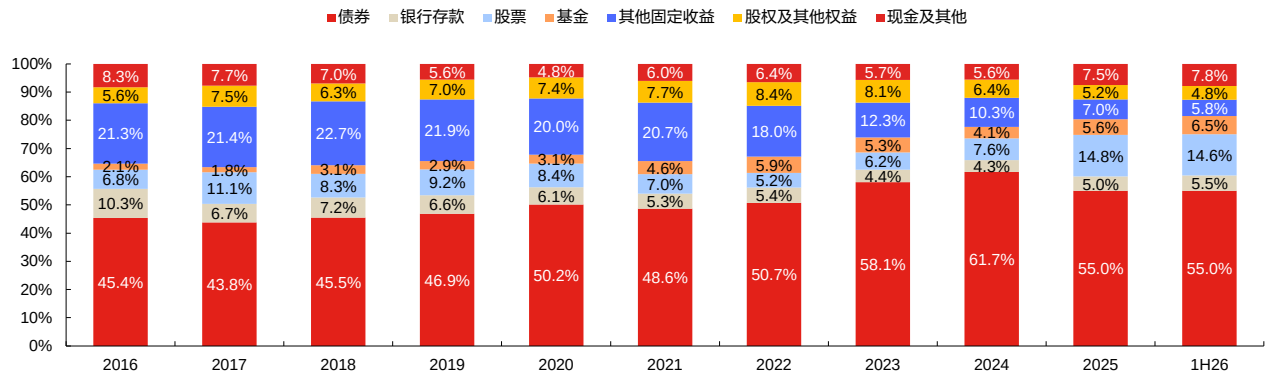
长债配置需求仍将延续，但低票息环境下单纯拉长久期已难以解决长期利差压力。长久期债券仍是匹配长期负债现金流和降低利率风险的重要资产，但随着新增债券收益率下降、存量高收益债券及非标资产持续到期，低收益资产长期锁定也会进一步压低投资收益率。资产负债管理要求进一步强化后，险资配债需要同时考虑利率风险匹配和稳定收益覆盖，资产端逐步形成“长债匹配久期和现金流、权益增厚长期收益”的配置框架。

图 48：中国人寿债券配置占比维持高位，其他固定收益占比持续下降



数据来源：中国人寿公司公告，东方证券研究

图 49：中国平安债券仍为主要配置资产，股票占比较 2023 年明显提升

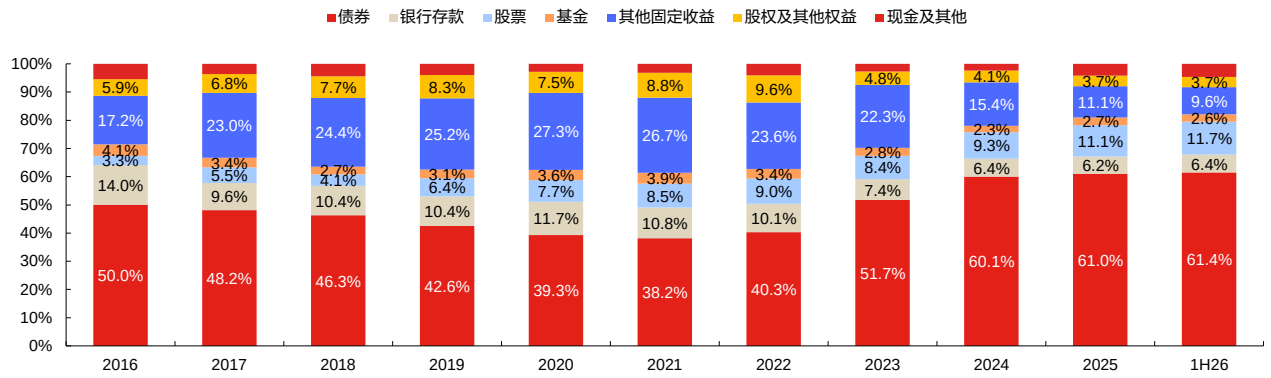


数据来源：中国平安公司公告，东方证券研究

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

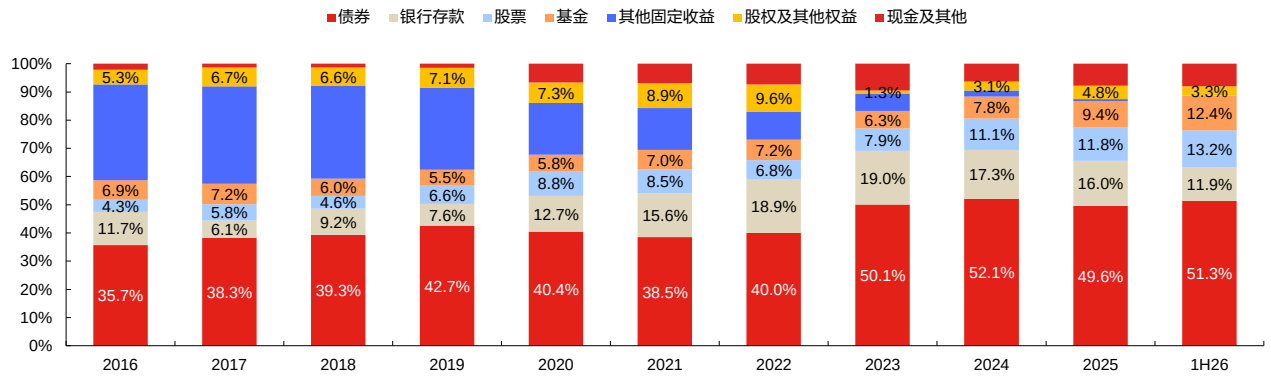
下载日志已记录，仅供内部参考

图 50：中国太保债券配置占比延续六成以上



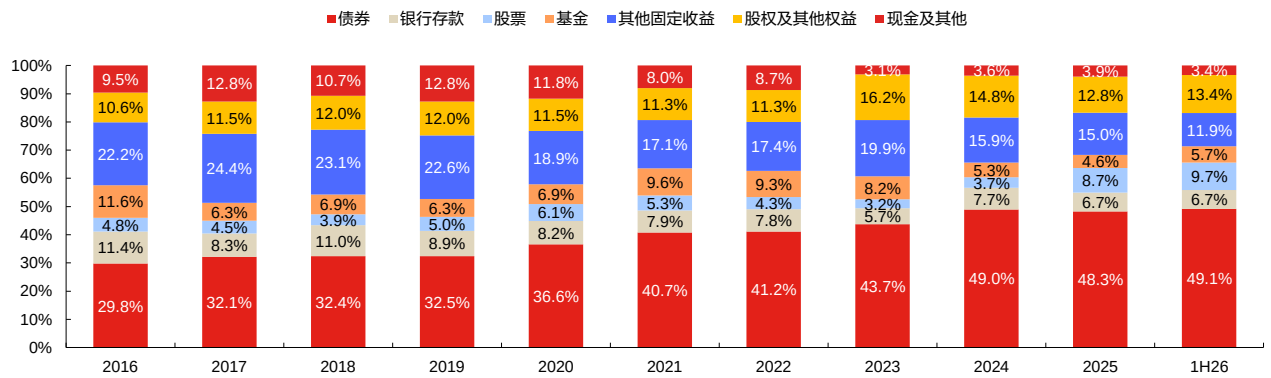
数据来源：中国太保公司公告，东方证券研究

图 51：新华保险债券配置占比维持五成左右，股票和基金占比持续提升



数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究

图 52：中国人保股票占比明显提升

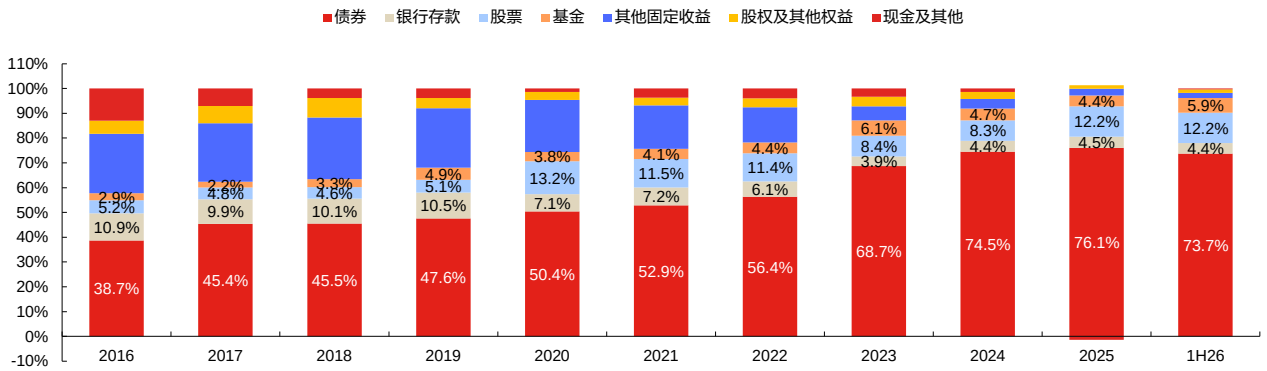


数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究

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

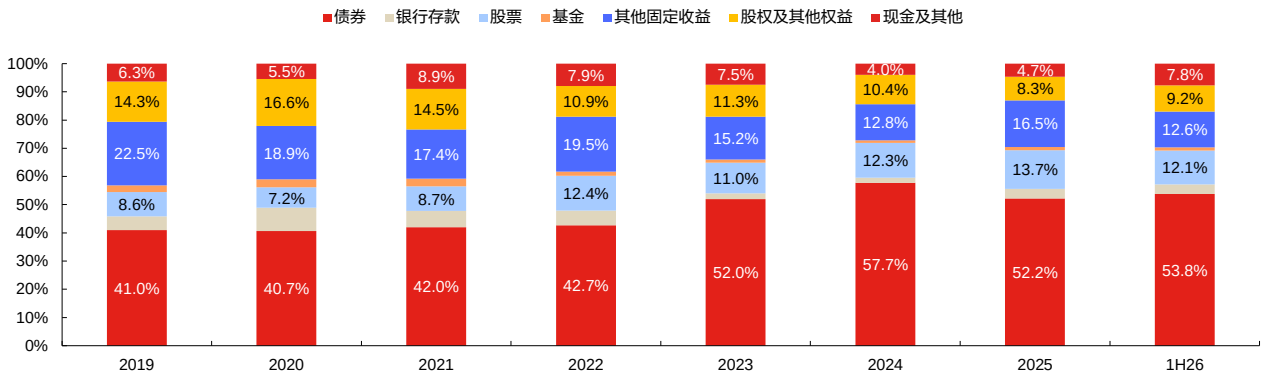
下载日志已记录，仅供内部参考

图 53：中国太平债券配置占比超过七成



数据来源：中国太平公司公告，东方证券研究

图 54：阳光保险权益仓位小幅下滑



数据来源：阳光保险公司公告，东方证券研究

股票和基金合计配置比例多数继续提升，权益资产仍是低利率环境下增厚长期收益的重要来源。1H26 末中国人寿/ 中国平安/ 中国太保/ 新华保险/ 中国人保/ 中国太平/ 阳光保险股票及基金合计占比分别为 19.2%/ 21.1%/ 14.3%/ 25.6%/ 15.4%/ 18.1%/ 13.2%，较 2025 年末分别+2.2/ +0.7/ +0.5/ +4.4/ +2.1/ +1.5/ -1.7 pct，七家公司中六家进一步提升。新华保险权益配置比例最高且上半年增幅最为明显，中国人寿和中国人保也继续增加股票和基金配置。

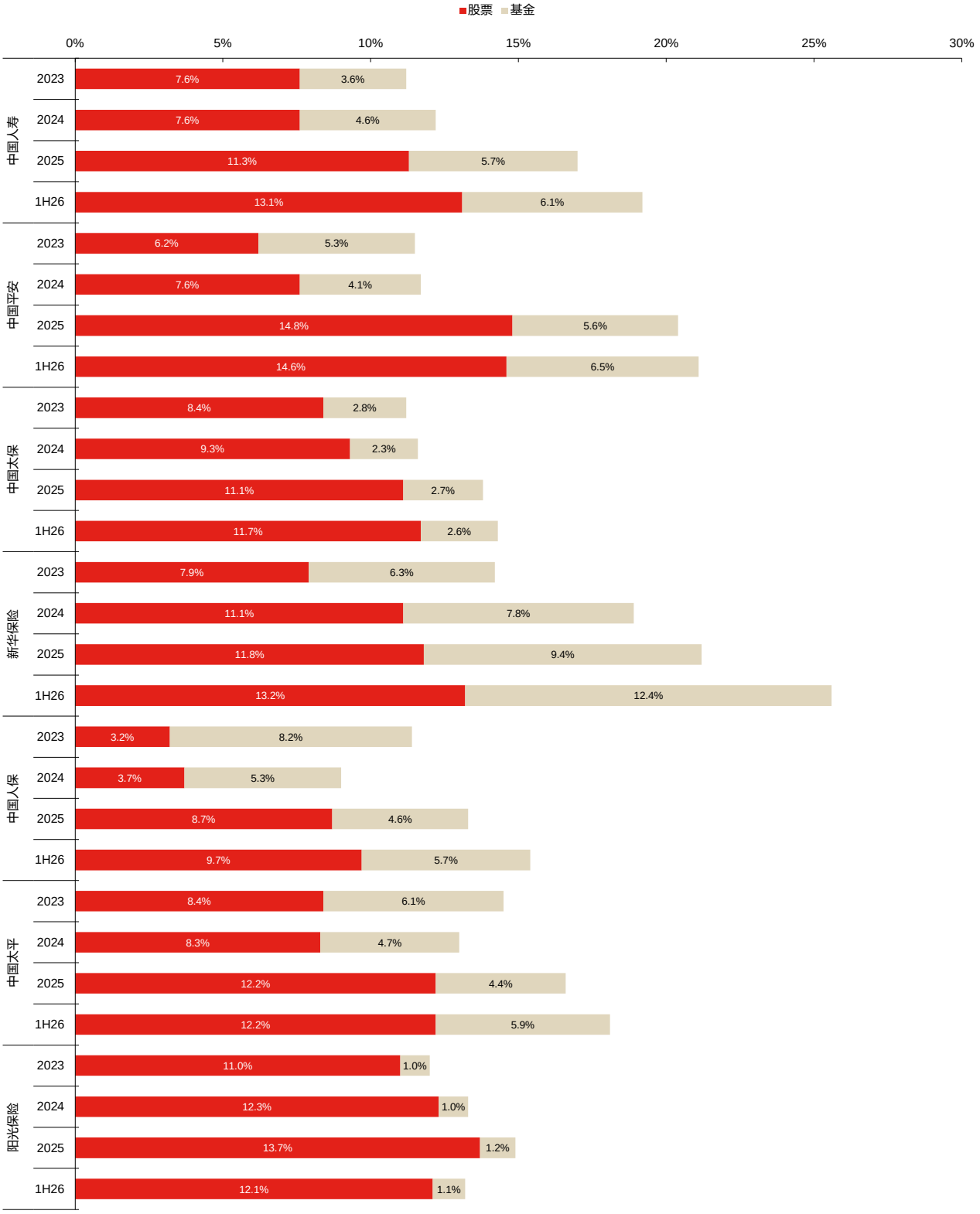
股票配置的核心作用逐步由阶段性收益增厚转向长期收益率管理。在长端利率低位、净投资收益率持续承压的背景下，仅依赖债券票息难以维持过去的资产收益率水平，权益资产在长期投资收益中的重要性随之提升。其中高股息股票能够贡献较稳定的股息收入，与债券票息共同支持经常性投资收益；其他权益资产则主要提供资本利得和总投资收益弹性。考虑偿付能力约束及权益市场波动对利润、净资产的影响，险企权益配置预计仍以适度增配和结构优化为主，股票仓位提升速度或较前期放缓。

1H26 股票加仓节奏进一步分化，部分公司已由持续增配转向仓位稳定。中国人寿/ 中国太保/ 新华保险/ 中国人保股票占比较 2025 年末分别提升 1.8/ 0.6/ 1.4/ 1.0 pct，中国太平基本持平，中国平安/ 阳光保险分别下降 0.2/ 1.6 pct。经历过去两年的权益仓位提升后，主要险企当前更重视权益配置结构和收益质量，单纯提高股票仓位已不是共同趋势。

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

下载日志已记录，仅供内部参考

图 55：主要上市险企股票及基金配置比例维持在高位



数据来源：各公司公告，东方证券研究；注：分母为各公司投资组合规模

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

下载日志已记录，仅供内部参考

FVOCI 股票占比继续提升

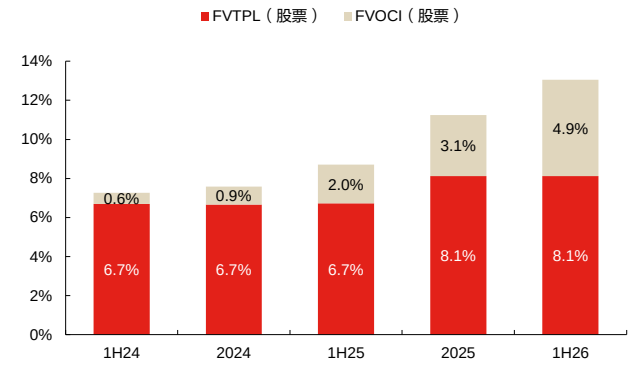
主要上市险企 FVOCI 股票占比整体提升，长期配置型权益资产进一步向 FVOCI 账户集中。1H26 中国人寿/ 中国平安/ 中国太保/ 新华保险/ 中国人保/ 中国太平/ 阳光保险 FVOCI 股票占股票投资比例分别为 37.8%/ 65.8%/ 34.7%/ 20.7%/ 43.1%/ 42.0%/ 65.1%。与 2023 年相比，除个别阶段性波动外，多数公司 FVOCI 股票占比明显提高，其中中国人寿由 1H24 的 7.7%升至 1H26 的 37.8%，中国太平由 2023 年的 18.3%升至 42.0%，长期持有型股票在 FVOCI 账户中的配置占比持续提升。

FVOCI 配置提升有助于降低权益市场波动对当期利润的直接影响，但并不改变股票资产本身的市值波动。IFRS 9 下，FVTPL 股票的公允价值变动直接计入当期损益，因此股票市场上涨或下跌会较快反映至净利润；FVOCI 股票的公允价值变动则计入其他综合收益，能够降低当期利润表对股价波动的敏感度，但相应波动仍会反映在净资产和 OCI 中。对于以长期持有、获取股息和战略配置为主要目的的股票资产，FVOCI 分类与其持有目的更加匹配，因此主要险企近年逐步提高长期配置型股票的 FVOCI 占比。

股票分类差异进一步放大了不同险企利润对权益市场的敏感性。1H26 中国平安和阳光保险 FVOCI 股票占股票投资比例均超过 65%，中国太平和中国人保超过 40%，短期股价波动对利润表的直接影响相对较低；新华保险和中国人寿 FVTPL 股票占比分别达到 79.3%/ 62.2%，权益市场变化更容易通过公允价值变动反映至当期利润。

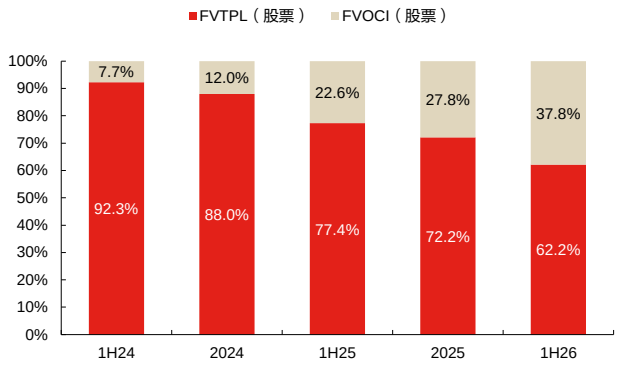
1H26 权益配置由普遍增配转向仓位与账户结构并重，继续提高股票仓位已不再是所有险企的共同选择。中国人寿/ 中国太保/ 新华保险/ 中国人保股票配置比例较 2025 年末继续提升，中国太平整体保持稳定，而中国平安和阳光保险有所下降。经历 2024 至 2025 年的险资持续增配权益的阶段后，主要险企当前更重视股票资产的持有目的、收益来源和利润波动管理：一方面通过高股息及长期配置型股票获取稳定股息收入，另一方面通过 FVOCI 账户降低短期市值波动对利润表的直接冲击。预计后续权益配置将更加重视股票资产结构和账户配置。

图 56：中国人寿 FVOCI 股票配置占比持续提升



数据来源：中国人寿公司公告，东方证券研究；注：分母为公司投资组合规模

图 57：中国人寿 FVOCI 股票占股票投资比例升至近四成

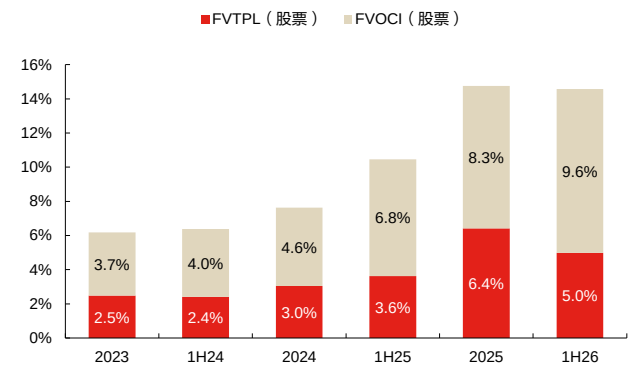


数据来源：中国人寿公司公告，东方证券研究；注：分母为公司股票投资规模

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

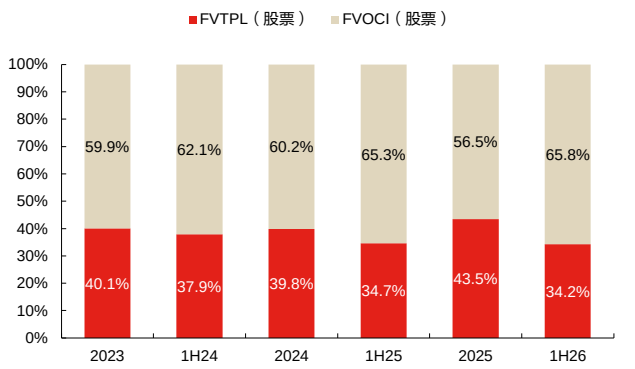
下载日志已记录，仅供内部参考

图 58：中国平安 FVOCI 股票配置占比持续提升



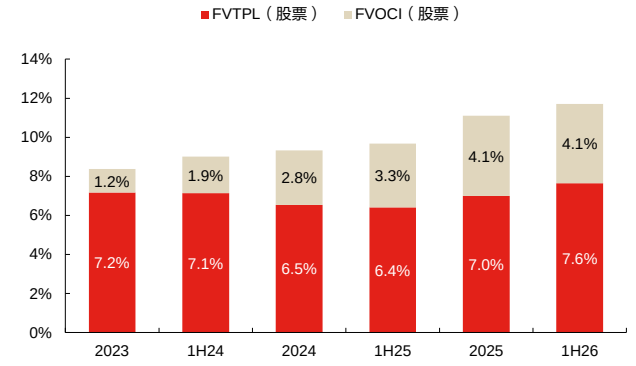
数据来源：中国平安公司公告，东方证券研究；注：分母为公司投资组合规模

图 59：中国平安 FVOCI 股票占股票投资比例维持六成以上



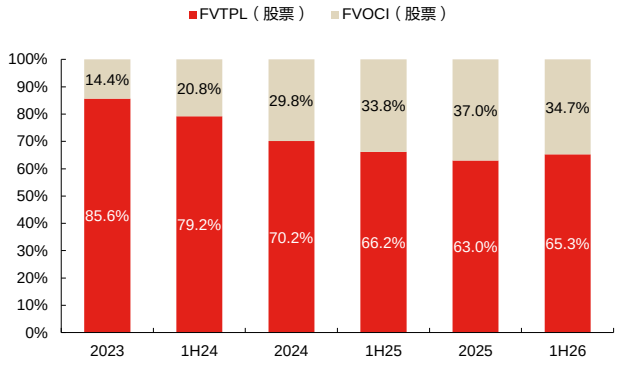
数据来源：中国平安公司公告，东方证券研究；注：分母为公司股票投资规模

图 60：中国太保股票配置比例较稳健



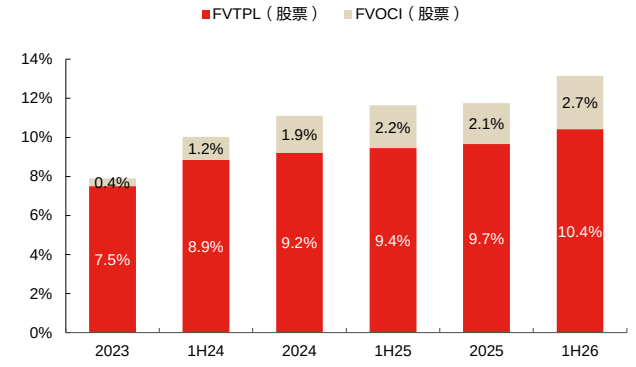
数据来源：中国太保公司公告，东方证券研究；注：分母为公司投资组合规模

图 61：中国太保 FVOCI 股票占股票投资比例升至约 35%



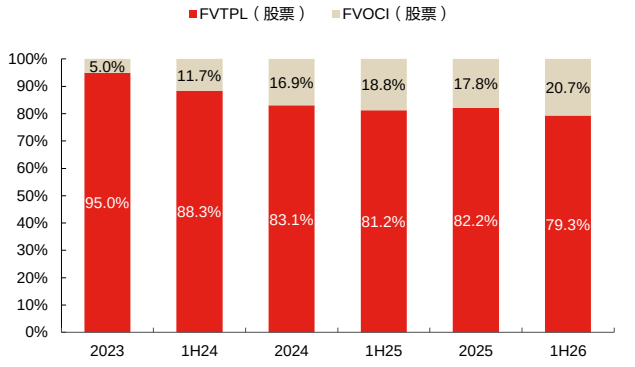
数据来源：中国太保公司公告，东方证券研究；注：分母为公司股票投资规模

图 62：新华保险 FVTPL 股票配置占比持续提升



数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究；注：分母为公司投资组合规模

图 63：新华保险 FVOCI 股票占股票投资比例升至约两成

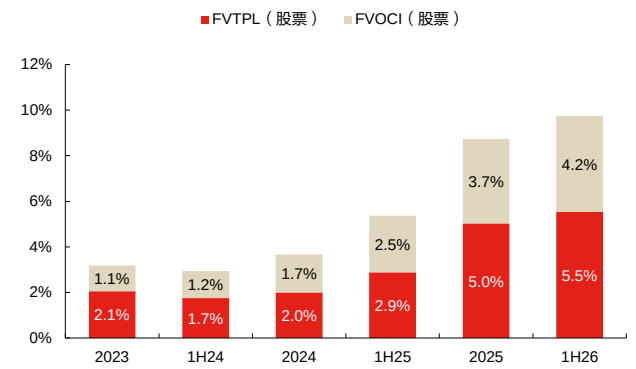


数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究；注：分母为公司股票投资规模

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

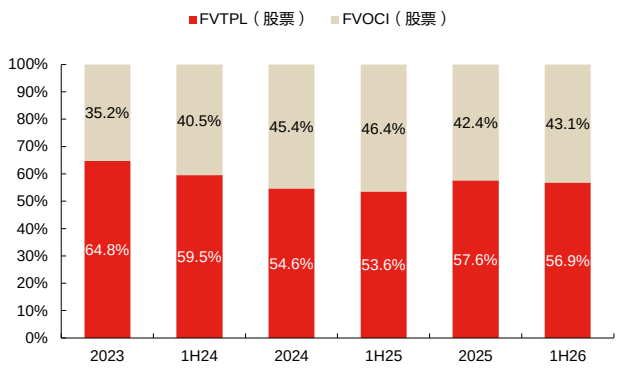
下载日志已记录，仅供内部参考

图 64：中国人保股票配置占比明显提升



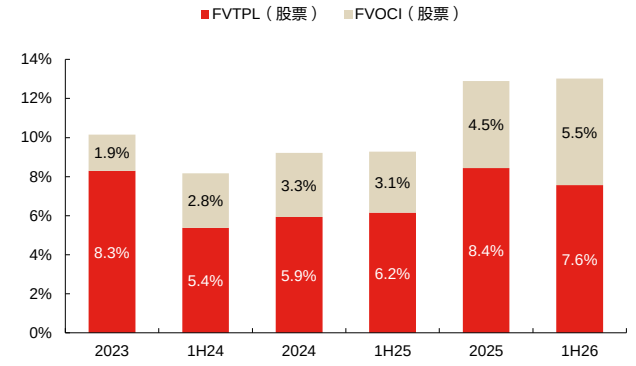
数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究；注：分母为公司投资组合规模

图 65：中国人保股票投资以 FVTPL 类为主



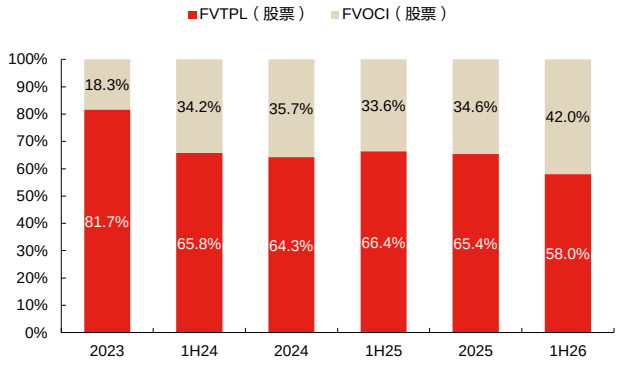
数据来源：中国人保公司公告，东方证券研究；注：分母为公司股票投资规模

图 66：中国太平 FVOCI 股票配置占比持续提升



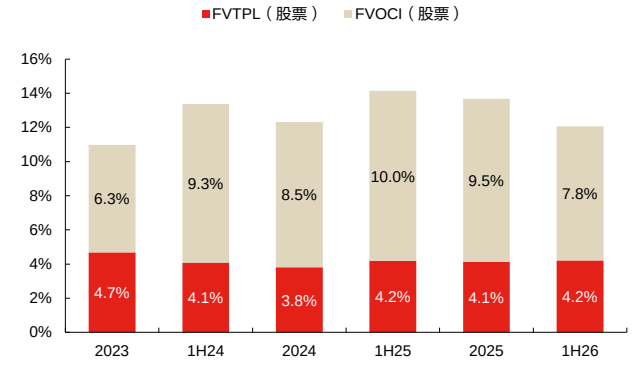
数据来源：中国太平公司公告，东方证券研究；注：分母为公司投资组合规模

图 67：中国太平 FVOCI 股票占股票投资比例升至四成以上



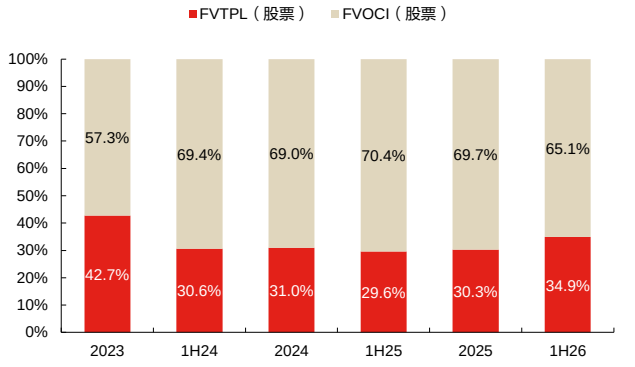
数据来源：中国太平公司公告，东方证券研究；注：分母为公司股票投资规模

图 68：阳光保险 FVOCI 股票配置占比小幅下滑



数据来源：阳光保险公司公告，东方证券研究；注：分母为公司投资组合规模

图 69：阳光保险 FVOCI 股票占股票投资比例维持六成以上



数据来源：阳光保险公司公告，东方证券研究；注：分母为公司股票投资规模

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

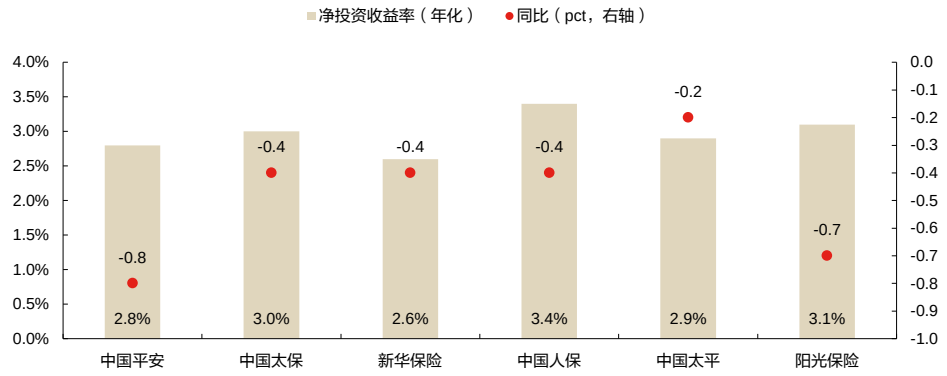
下载日志已记录，仅供内部参考

净投资收益率继续承压，权益市场改善推升总投资收益

净投资收益率全面下行，新配置资产收益率下降继续压低经常性投资收益。1H26 中国平安/ 中国太保/ 新华保险/ 中国人保/ 中国太平/ 阳光保险年化净投资收益率分别为 2.8%/ 3.0%/ 2.6%/ 3.4%/ 2.9%/ 3.1%，同比分别下降 0.8/ 0.4/ 0.4/ 0.4/ 0.2/ 0.7 pct，行业整体面临一定压力。长端利率维持低位，新配置债券收益率低于存量资产，同时历史高收益债券和非标资产持续到期，资产端再投资收益率下降逐步反映至净投资收益率。

净投资收益率中期仍有下行压力，稳定票息和股息收入的重要性进一步上升。存量高收益资产到期具有持续性，而新增固收资产收益率仍处低位，短期难以完全通过调整资产结构抵消。险资一方面继续配置长久期债券以匹配负债现金流，另一方面通过高股息权益等资产补充经常性收益，高股息权益对经常性投资收益的补充作用进一步上升。

图 70：主要上市险企年化净投资收益率延续小幅下滑



数据来源：各公司公告，东方证券研究

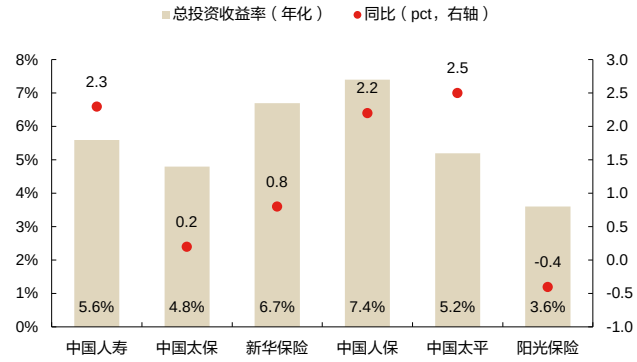
权益市场改善显著推升总投资收益率，投资端继续释放利润弹性。1H26 中国人寿/ 中国太保/ 新华保险/ 中国人保/ 中国太平/ 阳光保险年化总投资收益率分别为 5.6%/ 4.8%/ 6.7%/ 7.4%/ 5.2%/ 3.6%，同比分别+2.3/ +0.2/ +0.8/ +2.2/ +2.5/ -0.4 pct，多数公司明显改善。净投资收益率普遍下行的同时，总投资收益率保持较高水平，主要反映权益市场上涨带来的股票、基金资本利得及 FVTPL 资产公允价值变动增加。上半年险企利润高增主要来自权益市场贡献的投资弹性，净投资收益率仍延续下行。

综合投资收益率表现分化，股票会计分类进一步影响权益市场变化在利润和净资产之间的分配。1H26 中国平安/ 中国太保/ 新华保险/ 中国太平/ 阳光保险年化综合投资收益率分别为 4.2%/ 3.6%/ 6.4%/ 6.0%/ 2.3%，同比分别-2.0/ -1.2/ 0.0/ +2.3/ -2.8 pct。配置 FVOCI 股票比例较高的中国平安和阳光保险，FVOCI 股票主要以长期配置型、高股息资产为主；1H26 权益市场上涨更多集中于成长等方向，高股息资产表现相对承压，相关公允价值变动计入 OCI，对综合投资收益形成拖累，因此两家公司综合投资收益率同比下降较多。

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

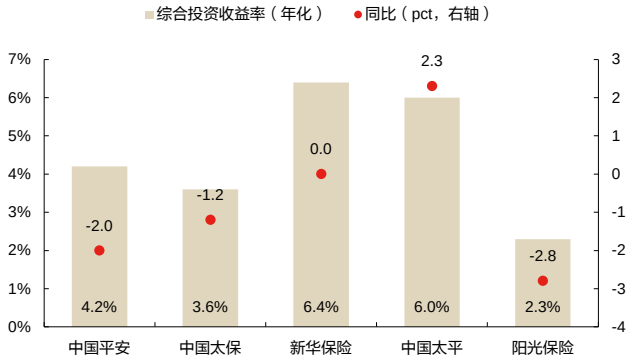
下载日志已记录，仅供内部参考

图 71：主要上市险企年化总投资收益率整体改善



数据来源：各公司公告，东方证券研究

图 72：主要上市险企年化综合投资收益率整体承压



数据来源：各公司公告，东方证券研究

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

下载日志已记录，仅供内部参考

投资建议

保险板块仍处于基本面改善与估值修复并行阶段，配置价值未因前期上涨明显削弱。1H26 上市险企盈利、寿险价值和财险承保表现整体向好，行业经营继续转向价值增长、ROE 和资产负债管理。寿险端 NBV、CSM 及内含价值延续增长，财险端综合成本率继续改善，投资端则受益于权益市场上涨释放较强利润弹性。与此同时，主要险企现金分红水平和分红频次持续提升，高股息在低利率环境下进一步强化板块的配置属性。当前保险股的主要矛盾已逐步由利差损担忧转向负债成本下降能否持续、长期投资收益能否稳定以及价值增长能否延续。

负债成本继续下行，是保险板块中期估值修复最重要的基本面支撑。较低的预定利率水平、分红险占比提升以及银保渠道费用治理，正在共同降低新增业务的刚性负债成本；存量负债成本虽然调整更慢，但随着高成本业务逐步到期、分红险在总保费中的占比继续提升，寿险资产负债表的利差压力有望持续缓释。与前几年相比，当前寿险价值增长更多来自产品结构、缴费结构和渠道效率改善，NBV 对投资收益率假设的敏感性也较前期下降。负债端改善具备较强延续性，有助于降低市场对长期利差损和内含价值折价的担忧。

财险增长中枢下移后，承保利润成为更重要的盈利增量。车险成熟度提高、新车增量有限，保费增速逐步放缓；非车险仍有扩容空间，但不同险种之间的盈利稳定性差异较大。1H26 主要上市财险公司综合成本率均显著改善，主要来自费用治理、渠道效率提升和业务结构优化。对于已经具备较大保费基数的头部财险公司，综合成本率下降可以直接释放较为可观的承保利润，盈利增长对规模扩张的依赖继续下降。

资产端仍处于低利率再配置阶段，权益资产的重要性将继续上升，但增配逻辑逐步由提高仓位转向优化收益结构。长久期债券仍承担久期匹配和长期现金流管理功能，但新增债券收益率下降、存量高收益债券及非标持续到期，净投资收益率短期仍有下行压力。险资需要在控制信用风险和偿付能力约束的前提下，通过高股息权益补充经常性收益，通过其他权益资产增强总投资收益弹性，并通过 FVOCI 账户降低长期配置型股票对当期利润的直接扰动。随着资产负债管理要求进一步强化，保险公司的投资目标将更加重视稳定收益覆盖、长期 ROE 和利润波动管理的平衡，权益配置能力与账户结构管理的重要性进一步上升。

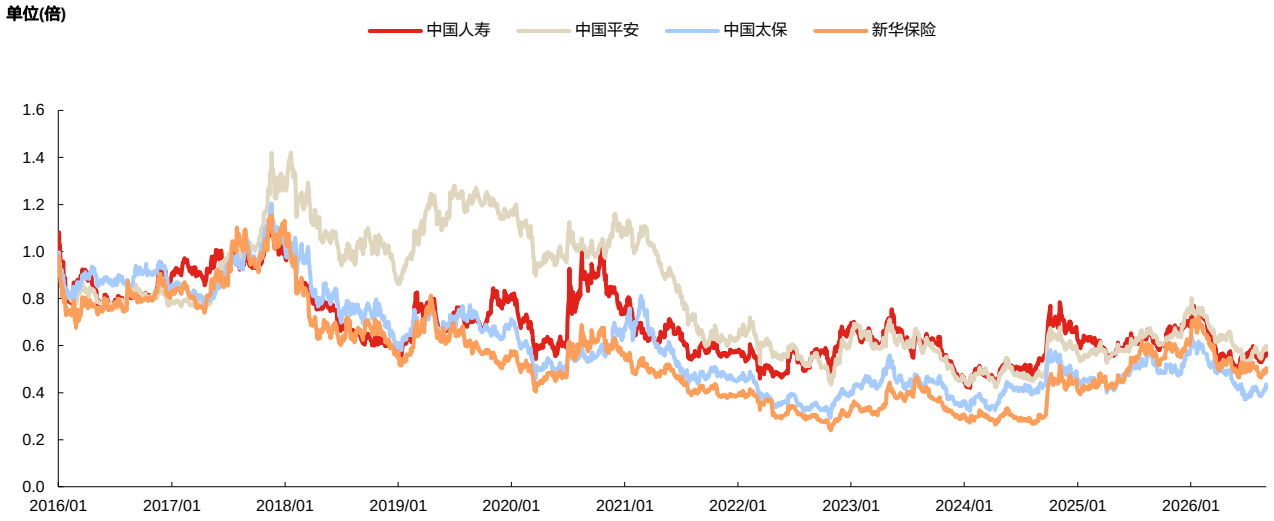
短期需关注 3Q26 资负两端高基数带来的一定压力，但负债成本下降、价值增长和财险承保盈利改善仍在延续。2025 年三季度上市险企净利润和寿险的保费规模、NBV 普遍处于较高基数，预计 3Q26 部分公司同比增速较 1H26 有所回落；但市场对高基数已有较充分预期，单季度表观的同比增速放缓并不意味着 3Q26 经营趋势逆转。我们认为后续判断保险板块应逐步淡化单季利润增速，重点观察四项指标：一是分红险占比及新增业务负债成本变化，二是 NBV 和内含价值能否继续增长，三是财险综合成本率能否维持较优水平，四是权益配置、FVOCI 占比及净投资收益率变化。若上述指标延续改善，保险板块估值中枢仍具备继续修复的基础。

建议持续关注资产负债两端经营稳健、负债成本持续改善且股东回报较高的保险企业。寿险负债端分红险转型、预定利率下调和渠道费用治理持续推进，资产端通过长久期债券与权益资产优化配置，长期利差压力逐步缓释；同时，高股息能够在低利率环境下提供较强的估值支撑。财险方面，综合成本率持续改善、承保利润释放仍是主要盈利增量。建议重点关注：中国平安(601318，买入)、中国人保(601319，买入)、中国太保(601601，买入)、中国人寿(601628，买入)、新华保险(601336，买入)、中国太平(00966，买入)、阳光保险(06963，买入)

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

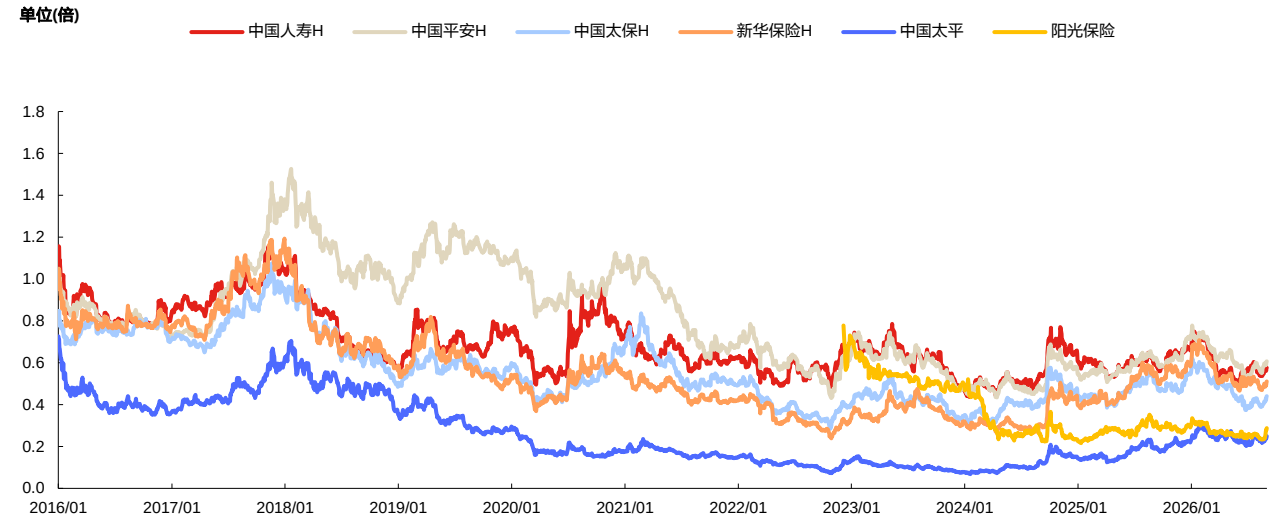
下载日志已记录，仅供内部参考

图 73：主要 A 股上市险企 P/EV 估值较前期低点有所修复



数据来源：iFinD，东方证券研究；注：数据截至 2026 年 9 月 4 日

图 74：主要 H 股上市险企 P/EV 估值处于低位

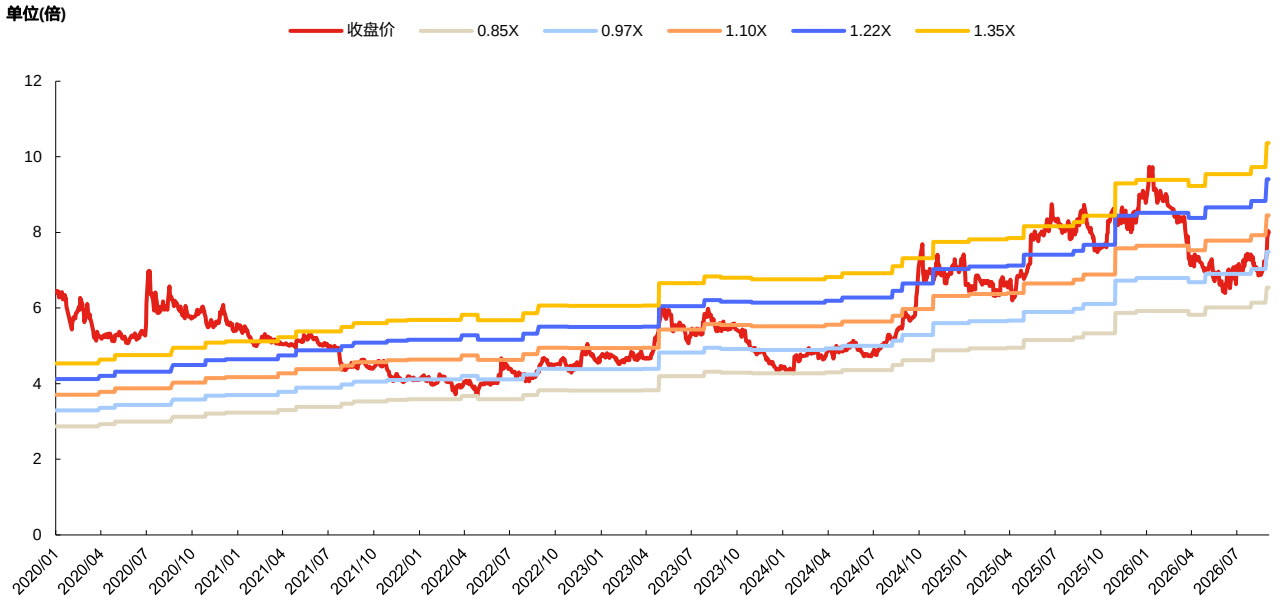


数据来源：iFinD，东方证券研究；注：数据截至 2026 年 9 月 4 日

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

下载日志已记录，仅供内部参考

图 75：中国人保净资产稳步增长，当前 PB 估值处于历史偏低水平



数据来源：iFinD，东方证券研究；注：数据截至 2026 年 9 月 4 日

表 1：主要上市险企 2026E P/EV 估值整体仍具吸引力

	EVPS（元，H 股为港元）					P/EV（倍）				
公司	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
中国平安	78.12	83.07	87.72	92.50	97.59	0.75	0.70	**0.66**	0.63	0.60
新华保险	82.84	92.26	104.43	114.44	125.02	0.75	0.67	**0.60**	0.54	0.50
中国太保	58.43	63.76	69.30	76.09	83.68	0.59	0.54	**0.49**	0.45	0.41
中国人寿	49.57	51.93	58.81	65.06	72.12	0.79	0.75	**0.67**	0.60	0.54
中国太平 H	48.57	58.30	63.87	69.77	76.20	0.47	0.39	**0.35**	0.32	0.30
阳光保险 H	11.51	12.01	13.34	15.00	16.94	0.36	0.35	**0.31**	0.28	0.24

数据来源：iFinD，东方证券研究；注：以 2026 年 9 月 4 日收盘价计

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

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

1）长端利率下行超预期：保险资金具有长久期特征，若长端利率长期处于低位或进一步下行，将增加新增资产与到期资产的再投资压力，导致净投资收益率承压。若公司相应下调长期投资收益率等精算假设，可能压低有效业务价值和内含价值，并对利润及估值水平形成不利影响。

2）权益市场大幅波动：公司资产配置中包含一定比例的股票与基金权益资产。若资本市场出现大幅震荡或系统性下跌，一方面将通过 FVTPL 资产直接冲击当期归母净利润；另一方面，计入 FVOCI 的资产波动将影响净资产水平，进而导致综合投资收益率不及预期。

3）寿险改革成效不及预期：若银保合作深化、新单期缴业务扩张不及预期，或个险队伍产能、新人留存及新单业务恢复低于预期，可能导致公司新单保费及 NBV 增速不及预期。

4）产品结构转型不及预期：若分红险转型、传统险负债成本压降及新旧产品切换不及预期，可能影响新单增长、价值率改善及负债成本优化进程。

5）财险综合成本率上行超预期：若车险竞争加剧、新能源车赔付成本改善不及预期，或自然灾害、农险、意健险、责任险等非车险赔付压力超预期，可能导致综合成本率上行。

6）居民收入不及预期：若居民收入预期不稳导致长期储蓄型与保障型产品需求持续疲软，可能拖累新单保费、NBV 及 CSM 增长。

7）监管政策变化风险：保险行业受监管政策影响较大，若产品定价、渠道监管、资本约束、偿付能力要求或分红险相关规则进一步调整，可能对公司产品销售节奏、业务结构、资本消耗及盈利能力产生影响。

8）精算假设调整风险：寿险公司估值和利润表现对折现率、退保率、费用率、死亡率等核心精算假设较为敏感。若未来实际经营经验与假设偏离，或公司主动调整精算假设，可能对新业务价值、内含价值及当期利润造成波动。

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

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

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

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

免责声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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

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

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。