仅供内部参考，请勿外传！

证券研究报告

投资驱动利润高增，上市险企二级权益配置比例升至18.5%

——保险行业2026年中报综述

证券分析师：
罗钻辉 A0230523090004
孙冀齐 A0230523110001
研究支持：
赵雯清 A0230126070006
2026.9.22

仅供内部参考，请勿外传！

核心观点

- **投资业绩驱动1H26 A股险企归母净利润同比大增78%。**1H26 A股上市险企合计归母净利润yoy+78.1%至3173.87亿元，增速超预期；其中，2Q26 A股险企归母净利润合计yoy+163.3%至2475.04亿元。细分结构来看，1H26A股险企保险服务业绩/投资业绩yoy+23.0%/+151.4%，占税前利润比重分别达38.4%/56.7%，投资贡献税前利润增量的74%；其中，总投资收益同比大增74.8%，公允价值变动损益贡献增量的56.6%。归母营运利润增速稳健，中国人寿首次推出类OPAT指标；每股股息稳步提升，中国人保、中国财险在归母净利润高增态势下股利支付率逆势提升，中国太保首次中期分红，OPAT口径下股利支付率为19.1%。

- **NBV延续正增，COR整体延续改善态势。**人身险量价齐升，A股险企NBV合计yoy+19.0%至897.22亿元；其中，新单保费合计yoy+8.0%至4973.72亿元，NBVM(使用NBV/新单估计)yoy+1.7pct至18.0%，预定利率下调叠加“报行合一”持续推进，NBVM整体延续提升趋势但各公司表现分化。细分渠道来看，个险渠道贡献NBV核心增量，A股险企个险渠道NBV合计yoy+22.8%至654.26亿元，贡献NBV增量的85%；银保渠道NBV合计yoy-1.5%至215.62亿元，高基数叠加新版“报行合一”影响下增速阶段性承压。财险方面，老三家人保财、平安财、太保财保费yoy+2.1%至6206.38亿元，CR3为63.0%，同比持平；“反内卷”政策推进态势下，COR整体延续改善趋势，中国财险/中国太保/中国平安yoy-0.8pct/-1.3pct/-0.1pct至94.0%/95.0%/95.1%。

- **1H26上市中资险企二级权益投资规模较2025年末1.5pct至18.5%。**受益于权益市场表现亮眼，1H26上市险企净投资收益率承压，总投资收益率多数提升，综合投资收益率表现分化。以股票+基金作为二级权益规模（如披露权益型基金则使用股票+权益型基金口径），截至6月末，上市险企二级权益规模较2025年末增长14%，增幅达5412亿元。使用经营性净现金流作为新增保费的近似度量，26H1 7家上市险企新增保费规模合计达9961亿元，同比+1.82%，新增保费的30%对应规模为2968亿元，1H26上市险企二级市场权益投资规模增量高于新增保费的30% 2424亿元。

- **投资分析意见：**《保险公司资产负债管理办法》预计将对险资配置产生深远影响，净投资收益覆盖率这一监管指标影响下高股息或将成为下阶段险资二级权益的重点增配方向；非车险综合治理持续推进，中期视角下头部公司COR中枢下行趋势有望延续。财政部注资补充一级核心资本，资本充足度提升有利于增强经营能力、提升中期维度股东回报；同时，保险法修订草案拓宽中小保险公司资本补充渠道、放松财险公司资本约束，持续推荐中国财险、中国太保、中国人寿(H)、新华保险、中国平安、中国人保、阳光保险、中国太平。

- **风险提示：**监管政策影响超预期、长端利率下行、权益市场大幅波动、大灾影响超预期。

仅供内部参考，请勿外传！

主要内容

1. **投资业绩驱动1H26 A股险企归母净利润同比大增78%**

2. 负债端：NBV延续正增，财险COR整体改善但分化

3. 资产端：上市险企二级权益配置比例升至18.5%

4. 投资分析意见：中期依然看好板块价值重估趋势

5. 风险提示

仅供内部参考，请勿外传！

1.1 利润：投资业绩驱动1H26 A股险企归母净利润同比大增78%

- **上市险企承保表现稳健、投资业绩大幅提升，1H26利润增速超预期。**
  - **归母净利润亮眼，但险企增速分化。**1H26 A股上市险企合计归母净利润yoy+78.1%至3173.87亿元，增速超预期；其中，2Q26 A股险企归母净利润合计yoy+163.3%至2475.04亿元，权益市场表现亮眼叠加险资入市持续推进态势下2Q26投资业绩表现亮眼，但险企投资风格、择时表现及分账户差异化管理影响下增速显著分化。
  - **归母营运利润增速稳健，中国人寿首次推出类OPAT指标。**1H26 OPAT表现友邦保险41.63亿美元（yoy+11%，固定汇率口径）、中国平安841.96亿元（yoy+8.3%）、中国太保211.49亿元（yoy+6.2%），中国人寿首次披露剔除公开市场权益等短期波动影响后的净利润，1H26 yoy+12.7%至576.08亿元。

图1：上市险企1H26归母净利润(亿元)及同比

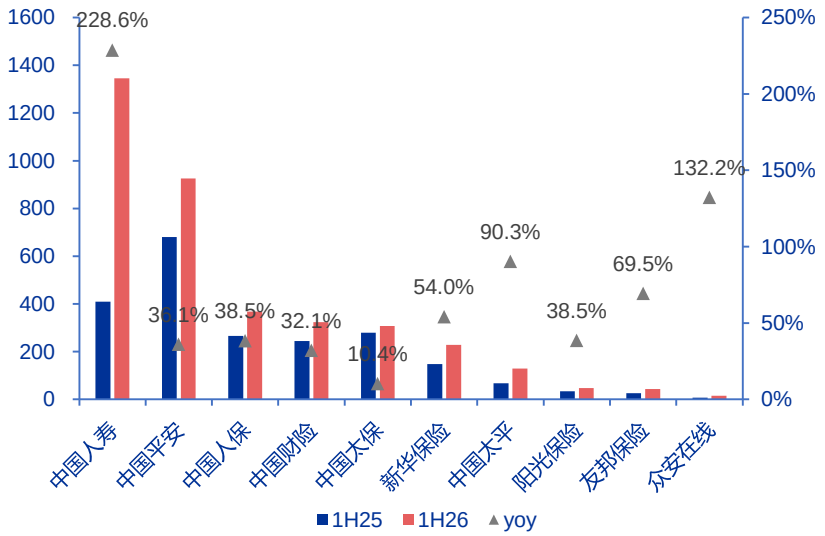


图2：上市险企2Q26归母净利润(亿元)及同比

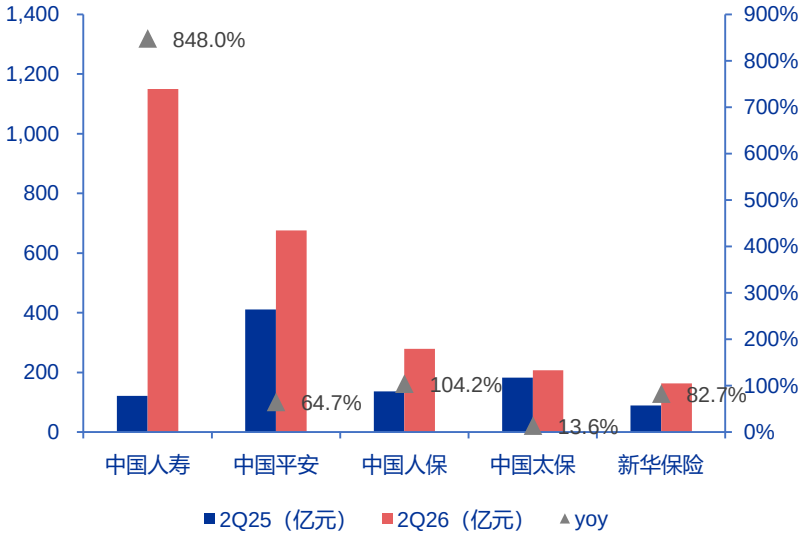
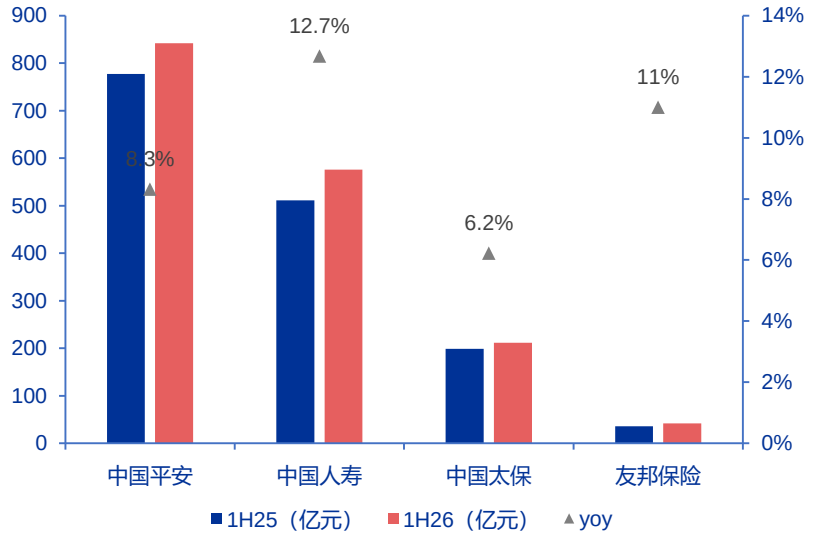


图3：上市险企1H26 OPAT（亿元）及同比



注：中国人寿为剔除公开市场权益等短期波动影响后的净利润口径

资料来源：公司公告，申万宏源研究；中国太平为亿港元，友邦保险为亿美元，同比为CER口径

仅供内部参考，请勿外传！

1.1 利润：投资业绩驱动1H26 A股险企归母净利润同比大增78%
——结构：保险服务业绩/投资业绩yoy+23%/+151%

- **1H26保险服务业绩/投资业绩yoy+23.0%/+151.4%，占税前利润比重分别达38.4%/56.7%。**
  - **保险服务业绩**：1H26 A股上市险企保险服务业绩yoy+23.0%至1607.16亿元。受益于投资表现亮眼，部分险企亏损合同转回助力保险服务业绩超预期高增（例如，中国人寿保险服务业绩yoy+133.5%，保险服务收入/保险服务费用yoy+5.3%/-20.1%，预计投资表现亮眼助力部分亏损合同转回）。
  - **投资业绩**：受益于险资入市持续推进叠加权益市场表现亮眼，1H26 A股上市险企投资业绩yoy+151.4%至2370.09亿元，多数险企总投资收益大幅提升，承保财务损益虽镜像部分投资表现，但投资业绩依然实现同比高增。

图4：上市险企保险服务业绩(亿元)及同比

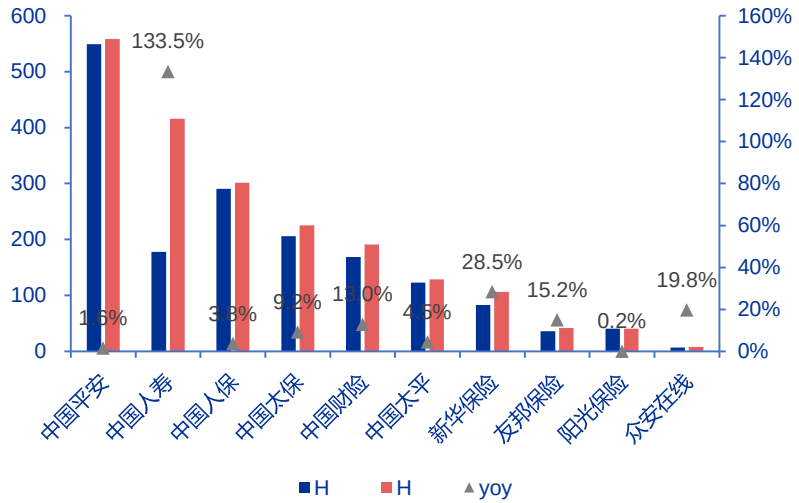


图5：上市险企投资业绩（亿元）及同比

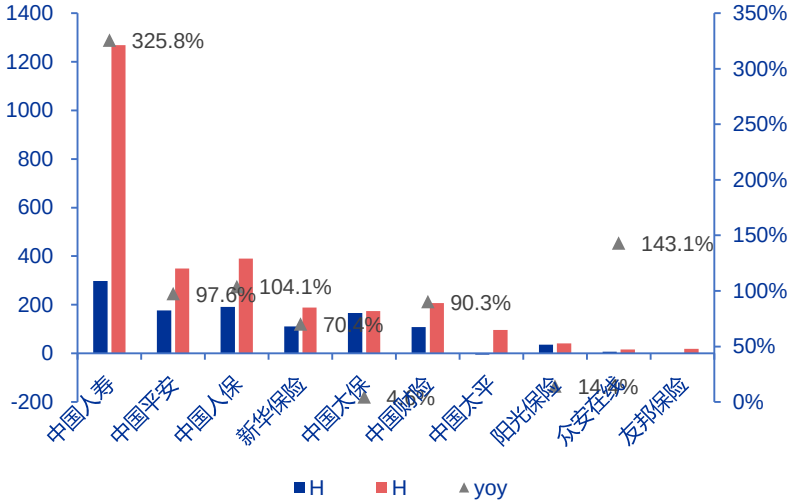
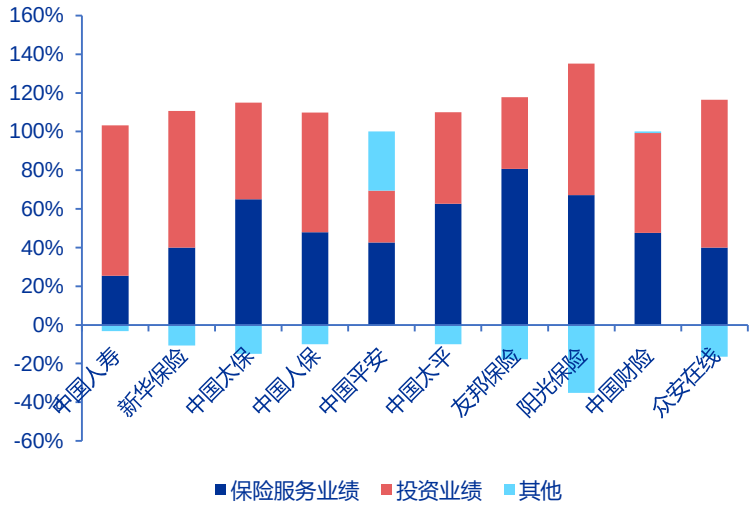


图6：1H26上市险企税前利润结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究；中国太平为亿港元，友邦保险为亿美元，保险服务业绩=保险服务收入-保险服务费用-持有再保险合同净费用，投资业绩=总投资收益-承保财务损益-分出再保险财务损益

仅供内部参考，请勿外传！

1.1 利润：投资业绩驱动1H26 A股险企归母净利润同比大增78%
——结构：投资贡献税前利润增量的74%，部分险企持续受益于所得税新规

- **投资业绩贡献税前利润增量的74.3%。**从利润增量结构来看，1H26 A股险企税前利润增量合计达1921.53亿元，其中保险服务业绩/投资业绩/其他分别贡献增量300.23/1427.49/193.81亿元，占比分别达15.6%/74.3%/10.1%。
- **部分险企持续受益于所得税新规。**受新会计准则分期、分批落地影响，上市公司虽于2023年落地新准则，但2023年-2025年的所得税缴纳方式仍以原准则为基础计量，2025年12月26日，财政部、税务总局发布《关于保险合同准则转换有关企业所得税处理事项的公告》，明确新会计准则下上市公司所得税的处理方式。1H26 中国太保/阳光保险实际税率 yoy-2.0pct/-11.4pct至-8.7%/20.3%，所得税yoy-13.1%/-24.0%，贡献一定利润增量。

图7：上市险企税前利润增量贡献来源

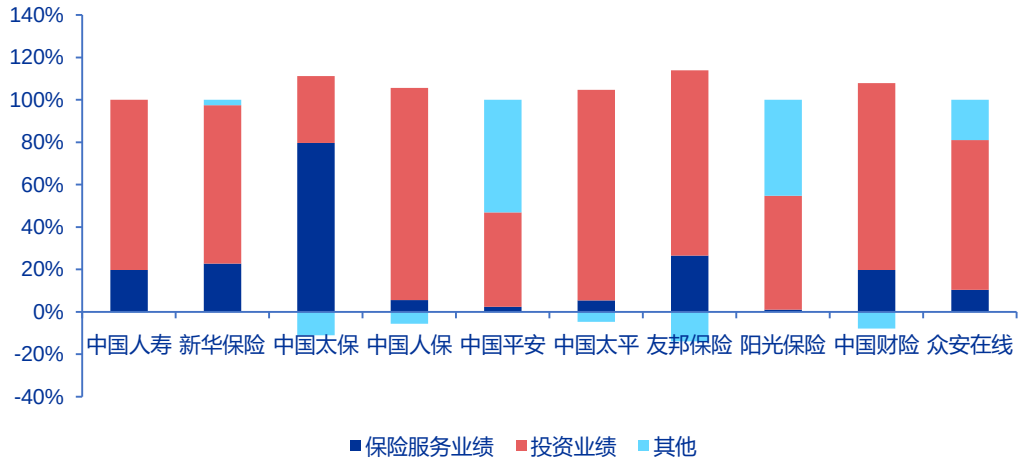
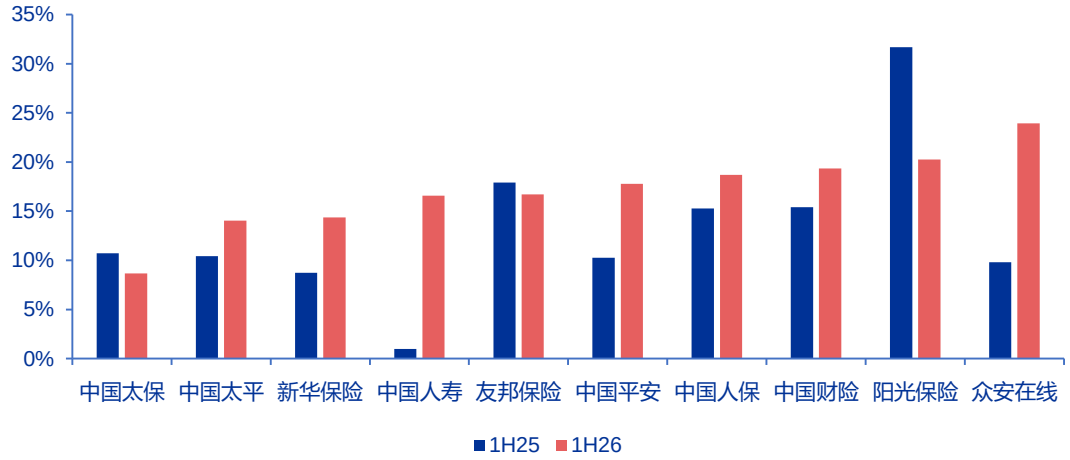


图8：上市险企实际所得税率测算



资料来源：公司公告，申万宏源研究；

仅供内部参考，请勿外传！

1.1 利润：投资业绩驱动1H26 A股险企归母净利润同比大增78%
——投资：总投资收益同比高增，公允价值变动贡献增量的56.6%

- **总投资收益同比大增74.8%，公允价值变动损益贡献增量的56.6%。**受益于权益市场表现亮眼、险资入市持续推进，1H26A股险企总投资收益合计yoy+74.8%至6458.49亿元；其中，利息收入/公允价值变动损益/投资收益/减值损失增量分别贡献总投资收益增量的2.1%/56.6%/42.4%/-1.1%，公允价值变动损益贡献核心增量。
- **承保财务损益表现分化，预计主要受VFA模型的镜像作用影响。**投资表现亮眼影响下，VFA模型镜像作用推动A股险企承保财务损益合计 yoy+48.2% 至4107.73亿元；其中，中国人寿/新华保险/中国平安/中国太保/中国人保yoy+91.9%/+12.7%/+30.6%/+22.6%/+21.6%，投资策略分化、分账户差异化管理影响下增速分化。

图9：上市险企总投资收益（亿元）及同比

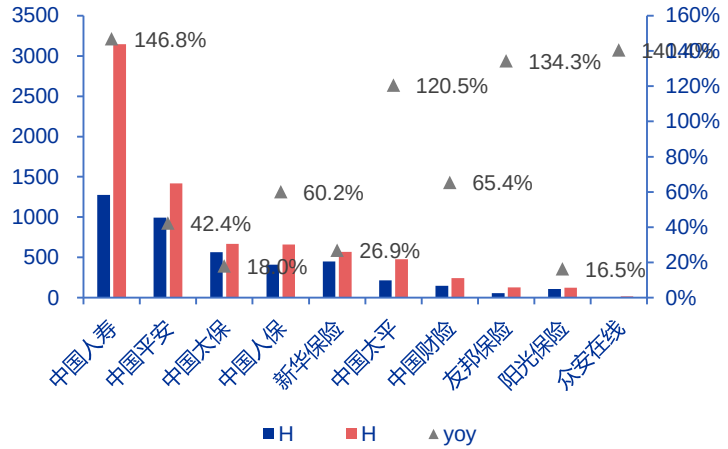


图10：上市险企总投资收益增量结构

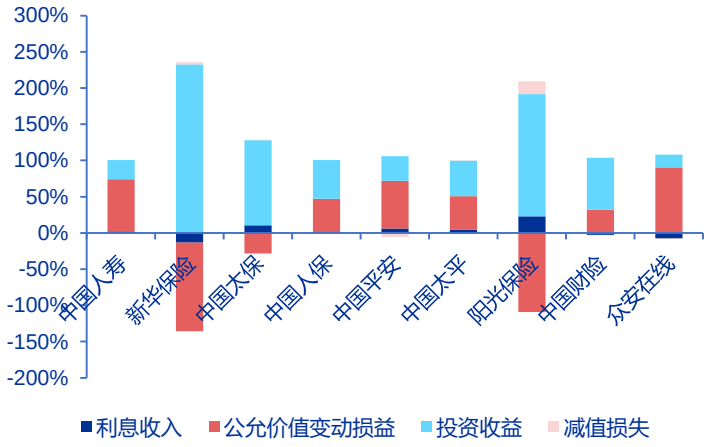
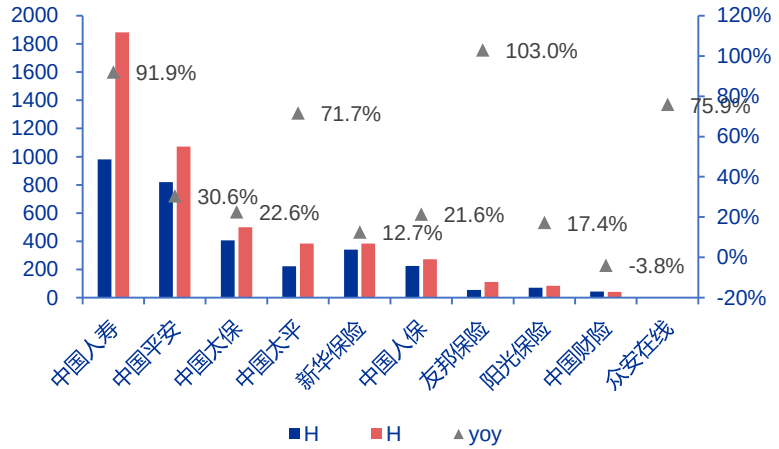


图11：上市险企承保财务损益（亿元）及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究；中国太平为亿港元，友邦保险为亿美元；总投资收入=利息收入+投资收益+公允价值变动损益-信用减值损失-资产减值损失，友邦保险财报中未作详细结构拆解，故不在此列示

仅供内部参考，请勿外传！

1.1 利润：投资业绩为核心驱动，贡献税前利润增量的73%
——上市险企利源结构拆解

表1：1H26上市险企利源结构拆解(亿元)

	中国人寿	新华保险	中国太保	中国人保	中国平安	中国太平	友邦保险	阳光保险	中国财险	众安在线
营业收入										
2025H1	2,392	700	2,005	3,240	5,001	590	146	423	2,633	160
2026H1	4,343	833	2,121	3,551	5,751	619	159	419	2,777	188
同比	81.5%	18.9%	5.8%	9.6%	15.0%	5.0%	9.2%	-1.0%	5.4%	17.4%
保险服务业绩（保险服务收入-保险服务费用-持有再保险合同净费用）										
保险服务收入										
2025H1	1,069	248	1,418	2,803	2,778	560	105	324	2,490	150
2026H1	1,125	264	1,433	2,869	2,793	589	117	324	2,546	170
同比	5.3%	6.8%	1.0%	2.4%	0.5%	5.3%	11.7%	-0.3%	2.2%	12.9%
保险服务费用										
2025H1	882	162	1,202	2,462	2,203	420	65	283	2,278	144
2026H1	704	156	1,191	2,509	2,218	447	72	283	2,313	162
同比	-20.1%	-4.1%	-0.9%	1.9%	0.7%	6.3%	10.4%	0.0%	1.5%	13.1%
持有的再保合同淨费用										
2025H1	8.69	2.29	10.45	49.89	25.88	16.39	2.92	1.27	43.49	-0.03
2026H1	5.12	2.28	17.09	57.75	16.54	13.93	2.84	0.35	42.48	-0.76
保险服务业绩										
2025H1	178	83	206	291	549	123	36	41	169	7
2026H1	416	106	225	302	558	129	42	41	191	8
同比	133.5%	28.5%	9.2%	3.8%	1.6%	4.5%	15.2%	0.2%	13.0%	19.8%
投资业绩（总投资收益-承保财务损益）										
总投资收益										
2025H1	1,274	449	566	411	995	217	55	107	147	7
2026H1	3,145	570	667	659	1,418	480	130	124	244	16
同比	146.8%	26.9%	18.0%	60.2%	42.4%	120.5%	134.3%	16.5%	65.4%	140.4%
承保财务损益										
2025H1	980	340	407	225	820	224	55	71	44	0.25
2026H1	1,881	383	499	274	1,071	385	111	84	42	0.44
同比	92%	13%	23%	22%	31%	72%	103%	17%	-4%	76%
分出再保险财务收益										
2025H1	3.36	1.68	7.15	5.31	1.63	1.68	0.54	0.51	5.45	0.000
2026H1	3.72	1.70	5.12	5.44	3.35	2.25	0.77	0.49	5.48	0.008
投资业绩表现										
2025H1	298	111	166	191	177	-5	1	36	109	6
2026H1	1,268	188	173	390	350	97	19	41	207	16
同比	325.8%	70.4%	4.6%	104.1%	97.6%	扭亏为盈	1649.1%	14.4%	90.3%	143.1%
其他										
2025H1	-52	-31	-49	-51	193	-16	-6	-26	12	-6
2026H1	-53	-29	-52	-62	399	-20	-9	-21	3	-3
税前利润										
2025H1	424	162	323	431	920	103	31	51	289	7.4
2026H1	1,630	266	347	629	1,308	205	52	61	400	20
同比	284.8%	64.2%	7.4%	46.2%	42.2%	100.1%	66.8%	18.9%	38.5%	175.3%
归母净利润										
H H 同比	228.6%	54.0%	10.4%	38.5%	36.1%	90.3%	69.5%	38.5%	32.1%	132.2%

资料来源：Wind、公司公告，申万宏源研究；中国太平为亿港元，友邦保险为亿美元

仅供内部参考，请勿外传！

1.2 每股股息稳步提升，部分险企主动提升中期分红比率

- **1H26利润超预期大增态势下，每股股息稳步提升，股利支付率表现分化。**1H26中国平安/新华保险/中国人寿/友邦保险/中国人保/中国财险每股股息yoy+3.2%/+9.0%/+50.4%/+10.0%/+46.7%/+41.7%，对应股利支付率分别为21.1%/10.0%/7.5%/17.0%/13.2%/23.4%，yoy-1.1pct/-4.1pct/-8.9pct/-1.1pct/+0.7pct/+1.6pct，中国人保、中国财险在归母净利润高增态势下股利支付率逆势提升，反映公司重视股东回报；中国太保本期首次进行中期分红，OPAT口径下股利支付率为19.1%。

图12：上市险企每股分红（元）及同比

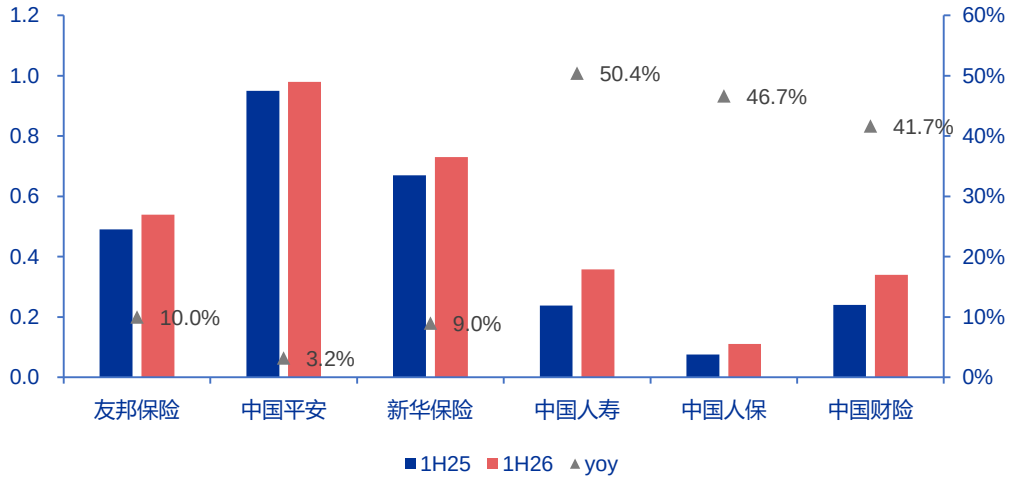
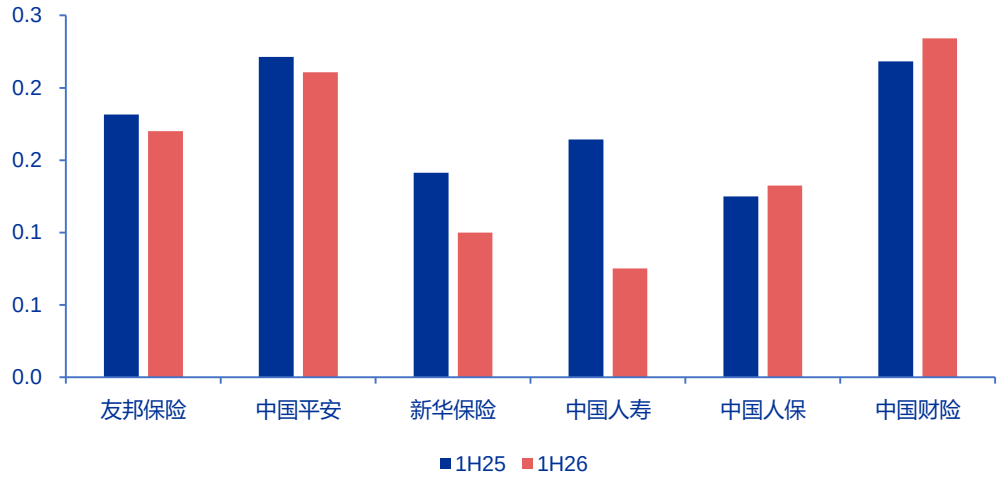


图13：上市险企中期股利支付率（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究；友邦保险为港元

仅供内部参考，请勿外传！

1.3 EV、CSM增速分化

- **NBV增长叠加投资业绩亮眼，上市险企EV稳步增长。**截至6月末，人保寿险/人保健康/中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险EV较2025年末分别+19.2%/+15.3%/+10.0%/+4.2%/+3.8%/+7.8%。
- **CSM增速稳健。**截至6月末，A股合计CSM达2.25万亿元，较2025年末+4.2%；细分公司来看，中国人保/中国太平/新华保险/阳光保险/中国人寿/中国太保/友邦保险/中国平安较25年末+7.4%/+6.8%/+6.7%/+6.7%/+5.8%/+3.2%/+4.4%/+1.7%。
- **多数险企归属母公司股东权益较25年末实现正增。**1H26权益投资表现亮眼叠加FVOCI资产浮盈增加，多数上市险企归属母公司股东权益实现正增，截至6月末，中国人寿/新华保险/中国人保/中国太平/中国太保/中国平安/阳光保险/友邦保险较25年末+11.6%/+10.8%/ +10.1%/+8.9%/+5.6%/+2.8%/-4.9%/-5.9%。

图14：上市险企EV（亿元）及同比

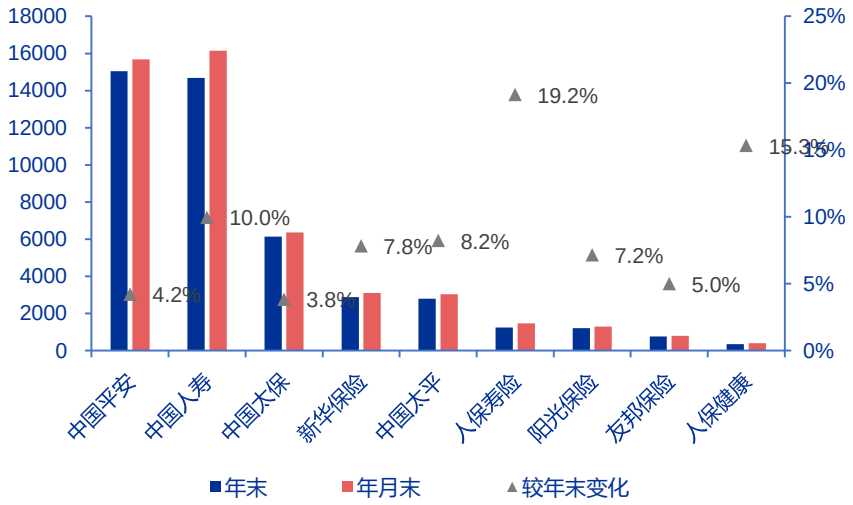


图15：上市险企CSM（亿元）及同比

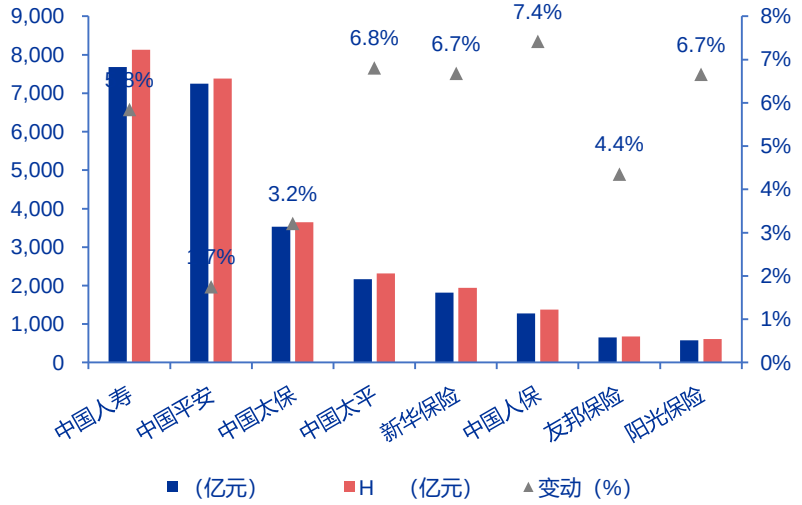
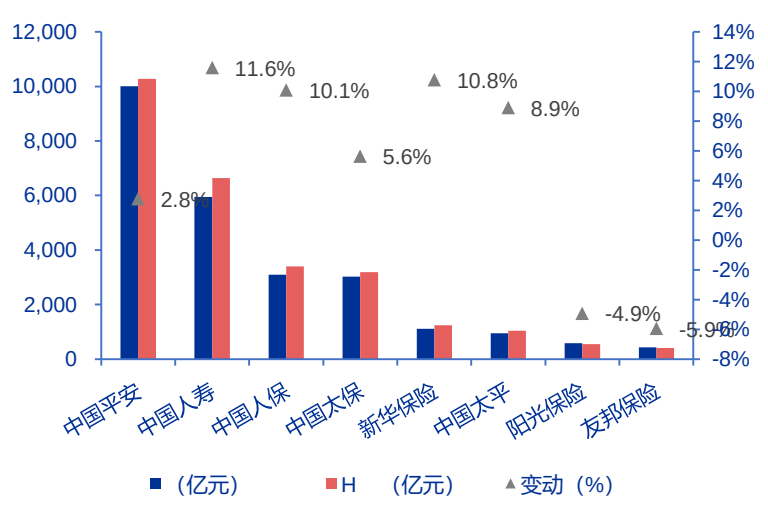


图16：上市险企归属母公司股东权益（亿元）及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究；中国太平为亿港元，友邦保险为亿美元

仅供内部参考，请勿外传！

主要内容

1. 投资业绩驱动1H26 A股险企归母净利润同比大增78%
2. **负债端：NBV延续正增，财险COR整体改善但分化**
3. 资产端：上市险企二级权益配置比例升至18.5%
4. 投资分析意见：中期依然看好板块价值重估趋势
5. 风险提示

仅供内部参考，请勿外传！

2.1 保费收入稳步增长，新增保费规模增速分化

- **保费收入稳健增长，新增保费增速分化。**1H26保险行业原保险保费收入yoy+3.2%至3.86万亿元；其中，人身险保费yoy+4.3%至3.09万亿元，财产险保费yoy-0.8%至7679亿元，新车产销波动阶段性影响财险保费增速表现。以经营性净现金流作为新增保费的近似度量，1H26中国人寿、中国人保、新华保险、中国太平新增保费规模合计yoy-2.2%至4797.17亿元；细分公司来看，1H26新增保费增速中国太平（yoy+35.6%）、阳光保险（yoy+27.2%）、中国平安（yoy+8.8%）、新华保险（yoy-4.3%）、中国太保（yoy-4.5%）、中国人寿（yoy-5.8%）、中国人保（yoy-14.6%）、友邦保险（yoy-50.4%）、众安在线（yoy-59.9%），收、支表现分化影响下，新增保费增速分化。

图17：上市险企原保险保费收入(亿元)及同比

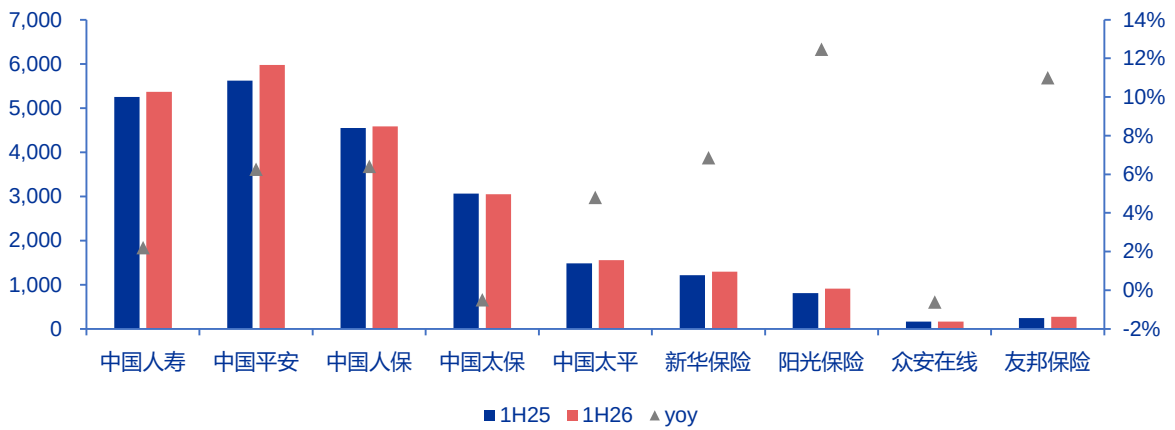
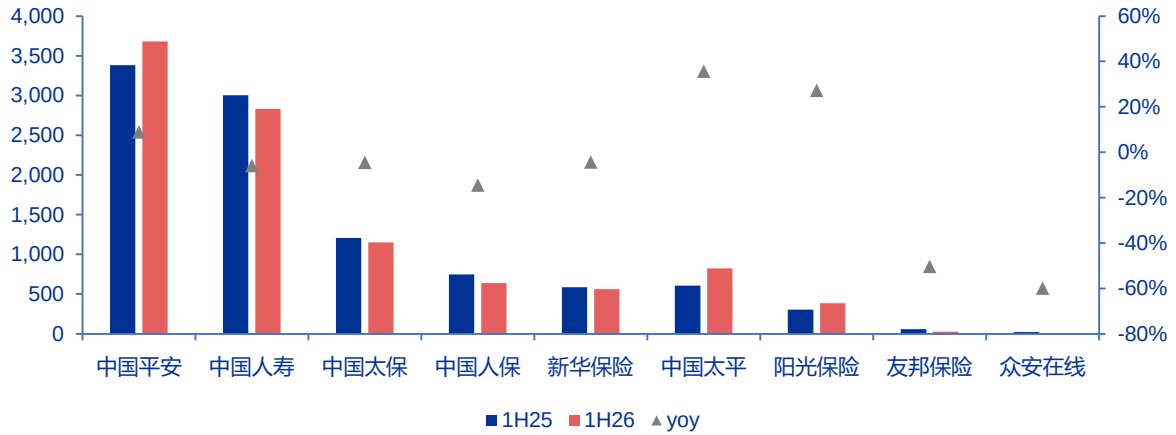


图18：1H26上市险企经新增保费(亿元)及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究；中国太平为亿港元，友邦保险为亿美元

仅供内部参考，请勿外传！

2.2 人身险：NBV延续正增，经营策略差异影响下量、价表现分化

- **NBV稳步增长。**A股上市险企1H26合计NBV yoy+19.0%至897.22亿元；细分公司来看，1H26 NBV增速中国人寿(yoy+33.7%)、阳光保险(yoy+16.4%)、中国太保(yoy+12.7%)、新华保险(yoy+11.9%)、中国平安(yoy+11.2%)、友邦保险(yoy+10.0%）、人保寿险(yoy+5.2%)、中国太平(yoy+1.4%，人民币口径)、人保健康（yoy+1.3%）。
- **经营策略差异影响下险企新单增速分化。**A股上市险企1H26新单合计yoy+8.0%至4973.72亿元；细分公司来看，1H26新单增速阳光保险（yoy+63.5%）、中国平安（yoy+22.1%）、中国人寿（yoy+12.3%）、中国太平（yoy+9.8%）、人保健康（yoy+9.7%）、友邦保险（yoy+10.0%）、中国太保（yoy-2.6%）、新华保险（yoy-3.1%）、人保寿险（yoy-23.8%）。
- **部分险企推动交期结构、保障年期优化，分红险转型态势下NBVM分化。**1H26 上市险企NBVM表现友邦保险57.1%（yoy-0.9pct）、中国人寿21.2%（yoy+3.4pct）、中国平安24.4%（yoy-1.7pct）、阳光保险15.0%（yoy-6.1pct）、中国太平20.1%（yoy-1.5pct）、中国太保17.5%（yoy+2.5pct）、新华保险16.8%（yoy+2.3pct）、人保寿险16.5%（yoy+4.5pct）、人保健康11.3%（yoy-0.9pct）。国寿、太保、新华、人保寿险聚焦交期结构及保障年期优化，NBVM实现同比提升，平安、阳光、友邦等受产品结构及统计口径变化影响NBVM同比下滑。

图19：上市险企NBV(亿元)及同比

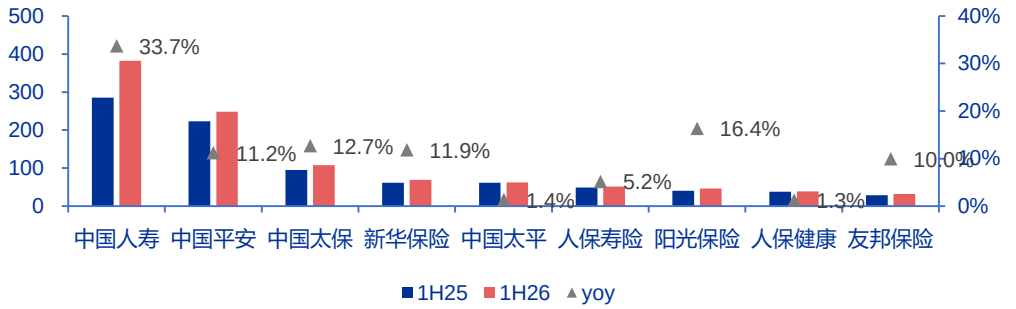


图20：上市险企新单保费(亿元)及同比

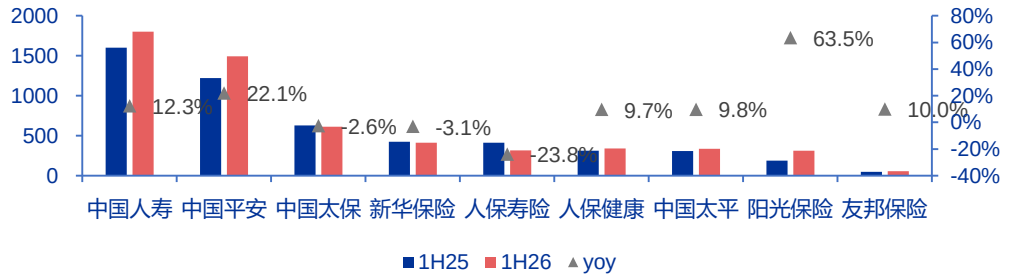
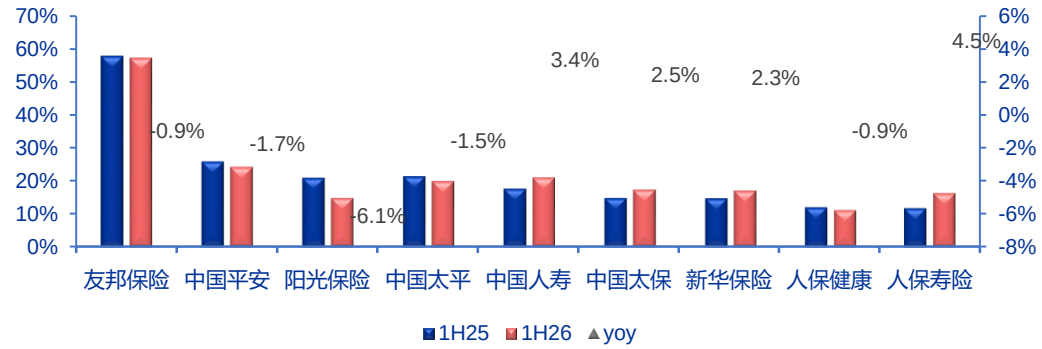


图21：上市险企NBVM及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究；中国太平为亿港元、友邦保险为亿美元；中国平安、新华保险NBVM为首年保费口径，中国人寿、阳光保险、人保寿险、人保健康未披露NBVM，使用NBV/新单近似估计

仅供内部参考，请勿外传！

2.2.1 人身险：个险渠道NBV/新单较快增长，NBVM表现分化

- **个险渠道表现亮眼，贡献NBV增量的85%。**A股上市险企1H26个险NBV合计yoy+22.8%至654.26亿元，贡献NBV增量的85.0%；细分公司来看，个险NBV增速中国人寿（yoy+37.5%）、中国太保（yoy+23.4%）、人保寿险（yoy+23.4%）、新华保险（yoy+20.6%）、阳光保险（yoy+19.2%）、中国太平（yoy+12.5%）、中国平安（yoy+5.4%）、友邦保险（yoy+6.0%）、人保健康（yoy-5.9%）。
- **多数险企个险新单同比高增。**A股上市险企1H26个险新单合计yoy+19.8%至2435.51亿元；细分公司来看，1H26个险新单增速阳光保险（yoy+67.6%）、中国太保（yoy+28.4%）、新华保险（yoy+24.0%）、中国平安（yoy+21.8%）、中国人寿（yoy+16.6%）、友邦保险（yoy+12.0%）、人保寿险（yoy+9.1%）、中国太平（yoy+7.5%）、人保健康（yoy+7.7%）。
- **分红险转型影响下，多数险企个险渠道NBVM同比下降。**1H26上市险企个险NBVM表现中国人寿38.4%（yoy+6.0pct）、人保寿险23.1%（yoy+2.7pct）、中国太平23.5%（yoy+0.8pct）、新华保险20.0%（yoy-0.6pct）、中国太保24.3%（yoy-1.0pct）、中国平安33.3%（yoy-2.6pct）、友邦保险68.3%（yoy-3.7pct）、人保健康51.8%（yoy-7.5pct）、阳光保险25.4%（yoy-10.3pct）。

图22：上市险企个险渠道NBV(亿元)及同比

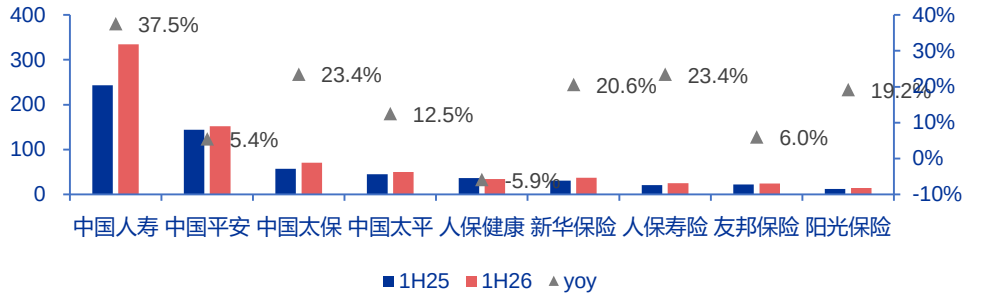


图23：上市险企个险渠道新单保费(亿元)及同比

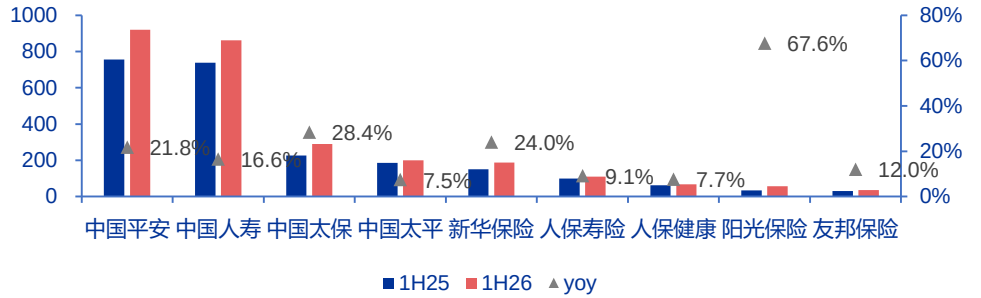
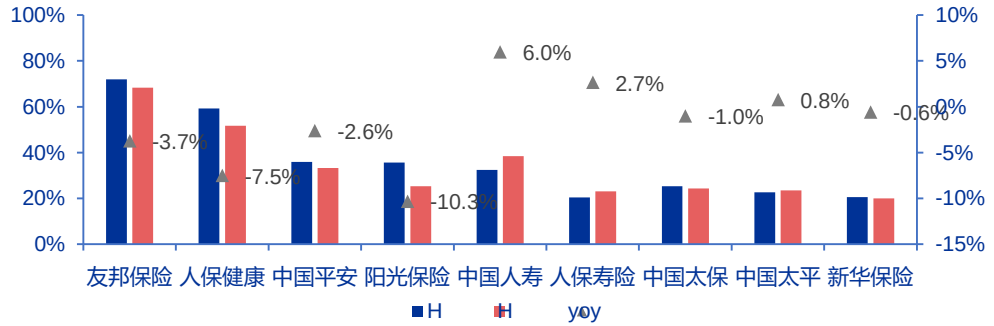


图24：上市险企个险渠道NBVM及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究；中国太平为亿港元、友邦保险为亿美元；中国平安、中国人寿NBVM为首年保费口径，阳光保险、人保寿险、人保健康、中国太保、新华保险未披露个险渠道NBVM，使用NBV/新单近似估计

仅供内部参考，请勿外传！

2.2.1 人身险：个险队伍质态持续优化，部分险企队伍规模回升

- **代理人队伍规模企稳，降幅显著收窄。**截至6月末，A股上市险企代理人队伍规模合计达124.6万人（不含人保寿险），较2025年末水平下降0.8%，企稳趋势显著；细分公司来看，代理人队伍规模中国人寿61万人（较25年末+3.9%）、中国平安32.5万人（较25年末-7.4%）、中国太保18.3万人（较25年末-1.1%）、新华保险12.8万人（较25年末-4.0%）、太平寿险17.2万人（较25年末+3.2%），险企代理人增速分化，一定程度上反映了改革策略和进程的差异。

图25：上市险企代理人队伍规模(万人)

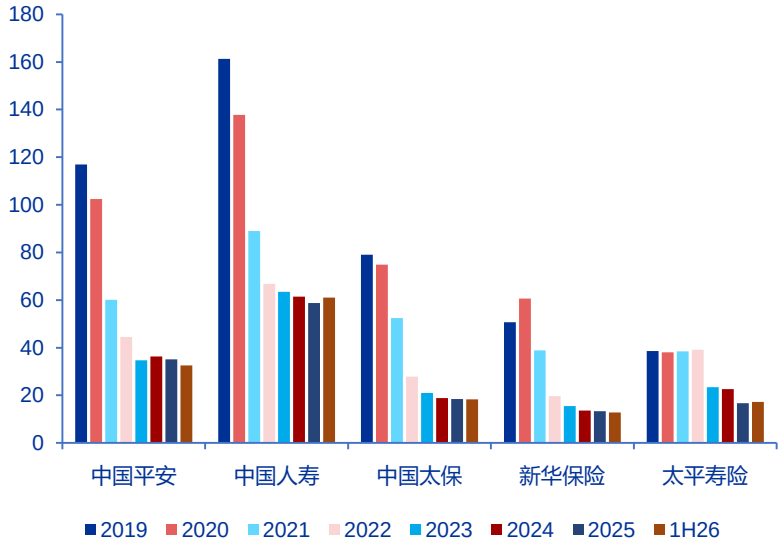


图26：A股上市险企代理人队伍规模合计及同比（不含人保）

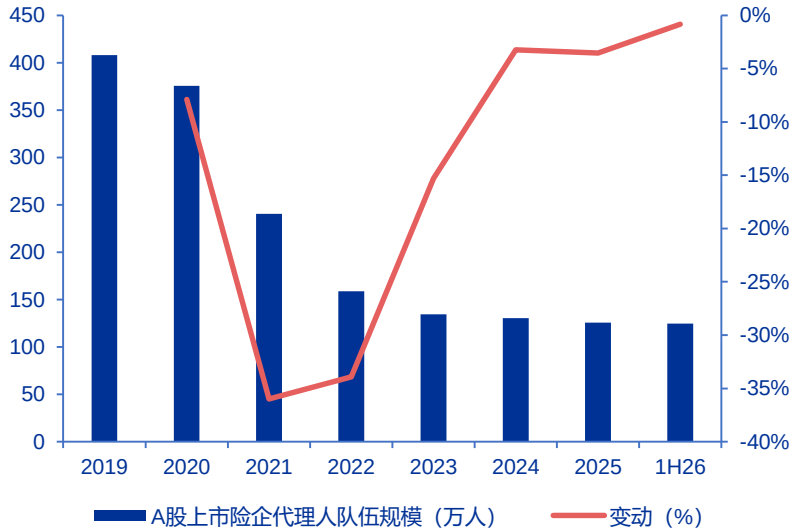
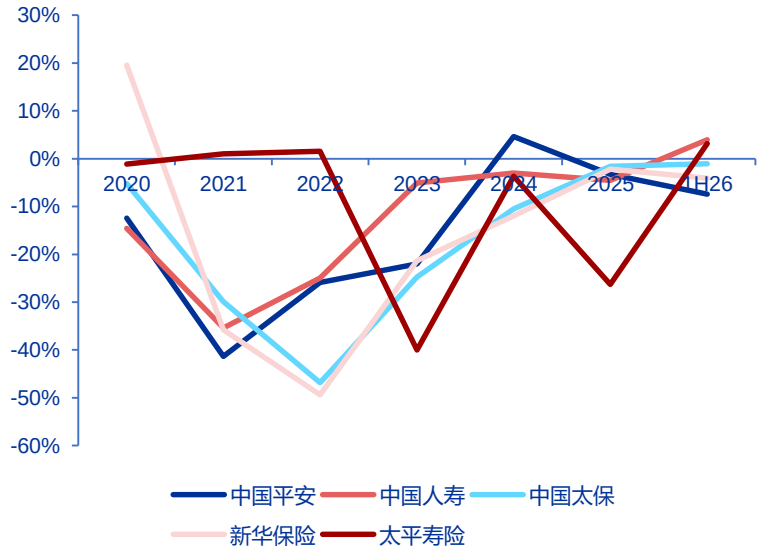


图27：上市险企代理人队伍规模变动



资料来源：公司公告，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

2.2.2 人身险：银保渠道新单同比持平，NBV高基数下增速阶段性放缓

- **高基数叠加新版“报行合一”影响下，银保渠道NBV增速阶段性放缓。**A股上市险企银保渠道1H26 NBV合计yoy-1.5%至215.62亿元；细分公司来看，NBV增速人保健康（yoy+72.7%）、友邦保险（伙伴分销口径，yoy+20.0%）、阳光保险（yoy+14.7%）、中国平安（yoy+18.1%）、中国人寿（非个险口径，yoy+11.7%）、新华保险（yoy+2.1%）、中国太平（yoy-2.3%）、人保寿险（yoy-8.3%）、中国太保（yoy-10.6%）。
- **上市险企合计银保新单同比持平，机构表现分化。**A股上市险企银保渠道1H26新单合计yoy+0.2%至1531.32亿元，细分公司来看，新单增速中国平安（yoy+69.3%）、中国人寿（yoy+16.1%）、中国太平（yoy+17.5%）、人保健康（yoy+18.8%）、友邦保险（yoy+11.0%）、阳光保险（yoy-5.2%）、新华保险（yoy-20.2%）、中国太保（yoy-25.9%）、人保寿险（yoy-35.9%），经营策略差异下机构表现分化。
- **多数险企银保NBVM延续提升态势。**1H26NBVM表现友邦保险46.1%（伙伴关系渠道口径，yoy+2.8pct）、阳光保险21.8%（yoy+3.8pct）、新华保险16.7%（yoy+3.7pct）、人保寿险13.9%（yoy+4.2pct）、中国太保15.0%（yoy+2.5pct）、人保健康5.0%（yoy+1.6pct）、中国太平18.0%（yoy-2.0pct）、中国人寿11.3%（yoy-0.4pct）、中国平安19.4%（yoy-9.2pct）。

图28：上市险企银保渠道NBV(亿元)及同比

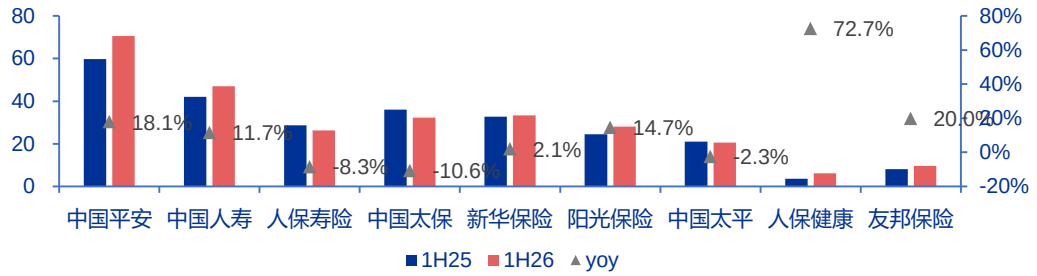


图29：上市险企银保渠道新单保费(亿元)及同比

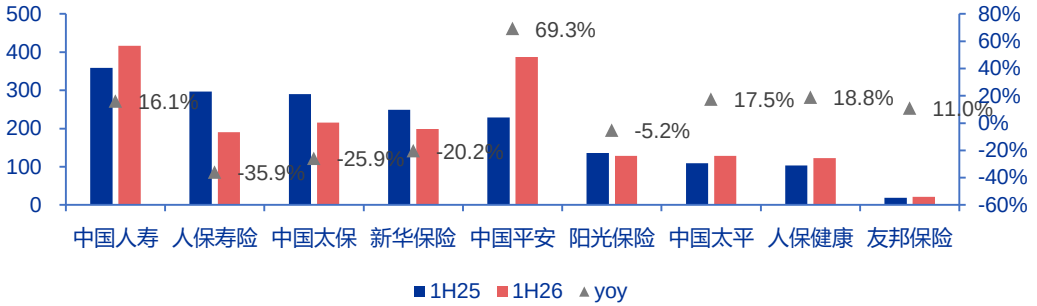
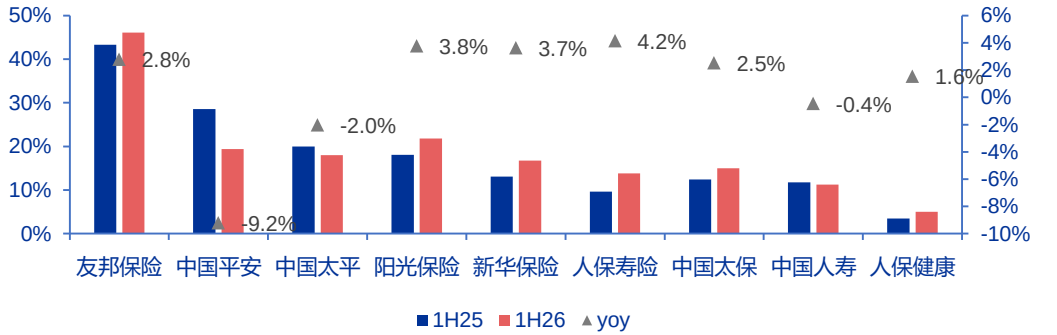


图30：上市险企银保渠道NBVM及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究；中国太平为亿港元、友邦保险为亿美元；中国平安NBVM为首年保费口径，阳光保险、人保寿险、人保健康、新华保险、中国太保未披露银保渠道NBVM，使用NBV/新单近似估计；中国人寿银保NBVM使用非个险NBV/银保新单近似估计

仅供内部参考，请勿外传！

2.3 财险：保费稳健增长，CR3同比持平

- **财险保费稳健增长，部分机构持续出清高风险业务。**1H26财险公司保费yoy+2.1%至9846亿元，受新车产销承压叠加非车险综合治理持续推进影响增速稳健；细分公司来看，1H26保费增长中国太平(yoy+5.9%)、中国平安(yoy+4.0%)、中国太保(yoy+1.4%)、中国人保(yoy+1.3%)、众安在线(yoy-0.6%)、阳光保险(yoy-6.5%)；其中，众安在线、阳光保险受信用保证险业务出清影响，保费增速阶段性承压。
- **1H26保费口径CR3为63.0%，同比持平。**1H26财险“老三家”人保财、平安财、太保财保费市占率合计达63.0%，同比持平；细分公司来看，保费市占率表现人保财险33.3%(yoy-0.3pct)、平安财险18.2%(yoy+0.3pct)、太保财险11.6%(yoy-0.1pct)、阳光财险2.4%(yoy-0.2pct)、太平财险1.8%(yoy-0.1pct)、众安在线1.7%(yoy-0.05pct)。聚焦高质量发展的态势下，头部机构对规模增长的关注阶段性驱弱，更加注重结构优化、成本管控及经营效益提升。

图31：上市险企财险原保险保费收入(亿元)及同比

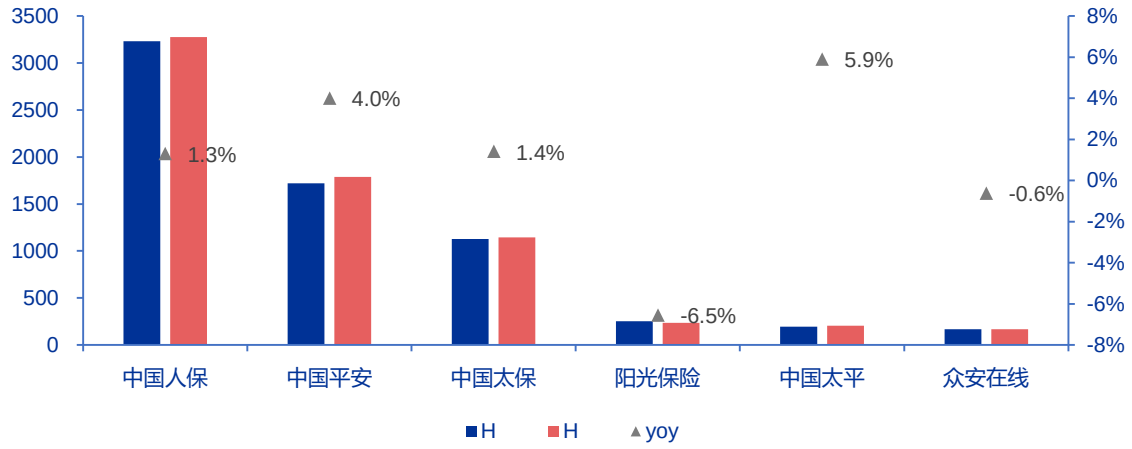
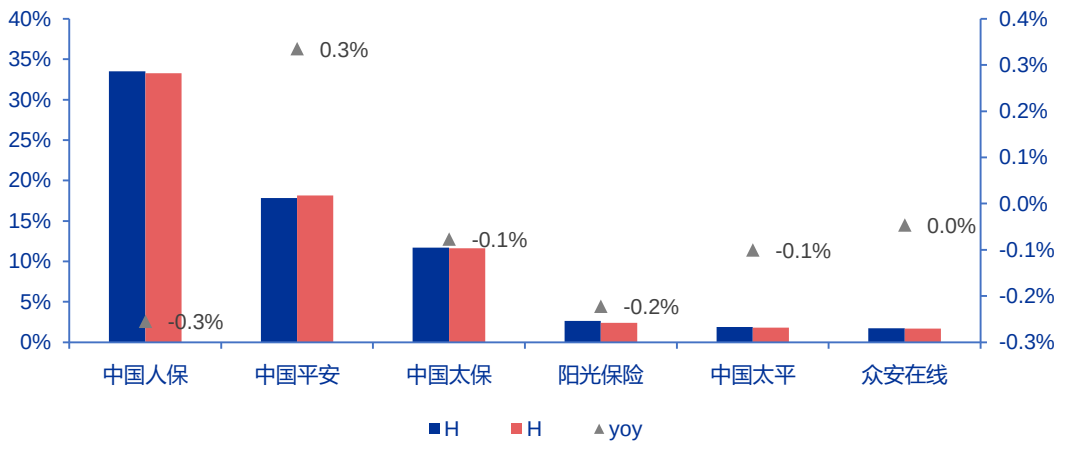


图32：上市险企财险保费市占率表现



资料来源：公司公告，金管局，申万宏源研究；太平财险为亿港元

仅供内部参考，请勿外传！

2.3 财险：COR持续优化，带动承保利润稳步提升

- **量：多数险企保险服务收入平稳增长。**1H26财险业务保险服务收入增速表现众安在线（yoy+12.9%）、中国太平（yoy+4.9%）、中国平安（yoy+3.8%）、中国人保（yoy+2.2%）、中国太保（yoy+0.2%）、阳光保险（yoy-1.3%）。
- **价：多数险企COR持续优化。**优结构、控风险、降成本经营策略成效显现，1H26 COR表现中国财险94.0%（yoy-0.8pct)、中国人保94.5%（yoy-0.8pct)、中国太保 95.0%（yoy-1.3pct)、中国平安95.1%（yoy-0.1pct)、中国太平98.0%（yoy+1.3pct)、阳光保险98.7%（yoy-0.1pct)；其中，中国太平受大灾影响COR阶段性同比提升。
- **承保利润：多数险企量价齐升，推动承保利润稳步增长。**1H26 6家上市险企财险承保利润合计yoy+15.9%至288.09亿元；细分公司来看，1H26承保利润增速中国太保（yoy+35.7%)、中国人保（yoy+19.8%)、众安在线（yoy+14.6%)、阳光财险（yoy+8.3%)、中国平安（yoy+5.5%)、太平财险 （yoy-26.8%）。

图33：上市险企保险服务收入（亿元）及同比

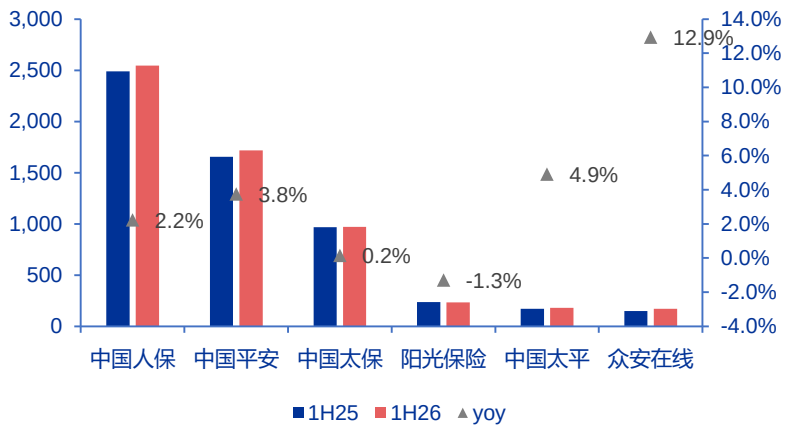


图34：上市险企综合成本率及同比（%）

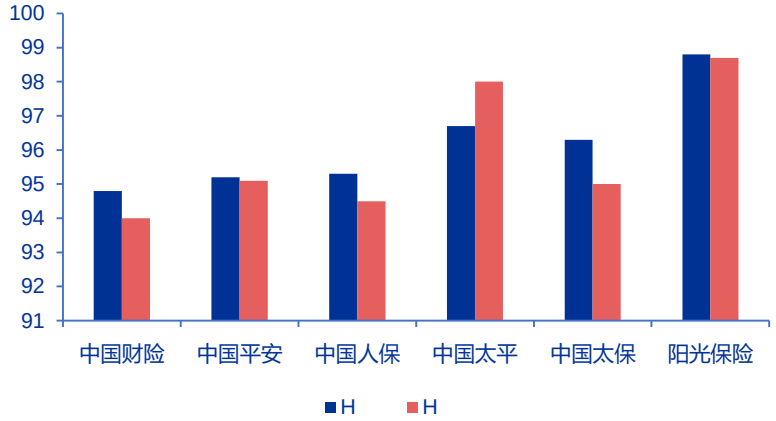
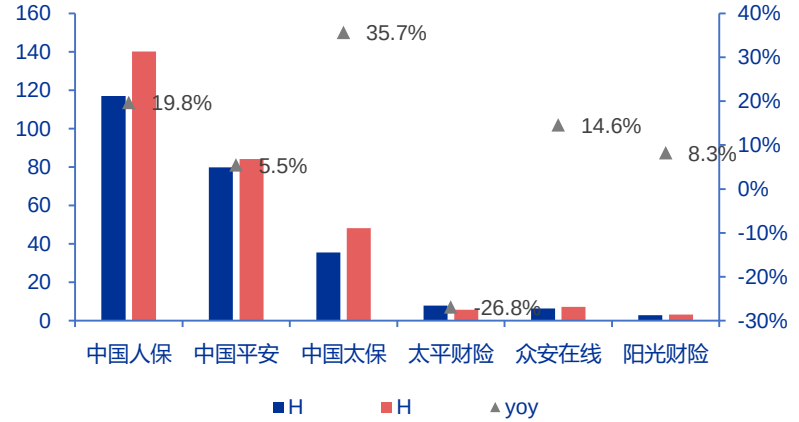


图35：上市险企承保利润(亿元)及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究；太平财险为亿港元

仅供内部参考，请勿外传！

2.3.1财险：车险业务步入存量竞争阶段，CR3同比持平

- **车险步入存量竞争阶段，新车产销影响下保费增速放缓。**1H26财险公司车险业务原保险保费合计达4504亿元，同比基本持平，增速主要受新车产销承压影响（1H26汽车产量/销量yoy-0.6%/-4.0%）；细分公司来看，1H26车险保费收入众安在线（yoy+4.2%）、中国太平（yoy+4.7%）、中国太保（yoy+0.2%）、中国人保（yoy+0.1%）、中国平安1085.78亿元（yoy-0.03%）、阳光保险123.13亿元（yoy-1.5%）。
- **车险保费CR3为68.1%，同比基本持平。**1H26财险“老三家”人保财、平安财、太保财车险保费市占率合计为68.1%，yoy+0.1pct；细分公司来看，车险业务保费市占率表现中国人保32.0%（yoy+0.04pct）、中国平安24.1%（同比持平）、中国太保11.9%（yoy+0.03pct）、阳光保险2.7%（yoy-0.04pct）、中国太平2.3%（yoy+0.1pct）、众安在线0.3%（+0.01pct），竞争格局稳定。

图36：上市险企车险原保费收入(亿元)及同比

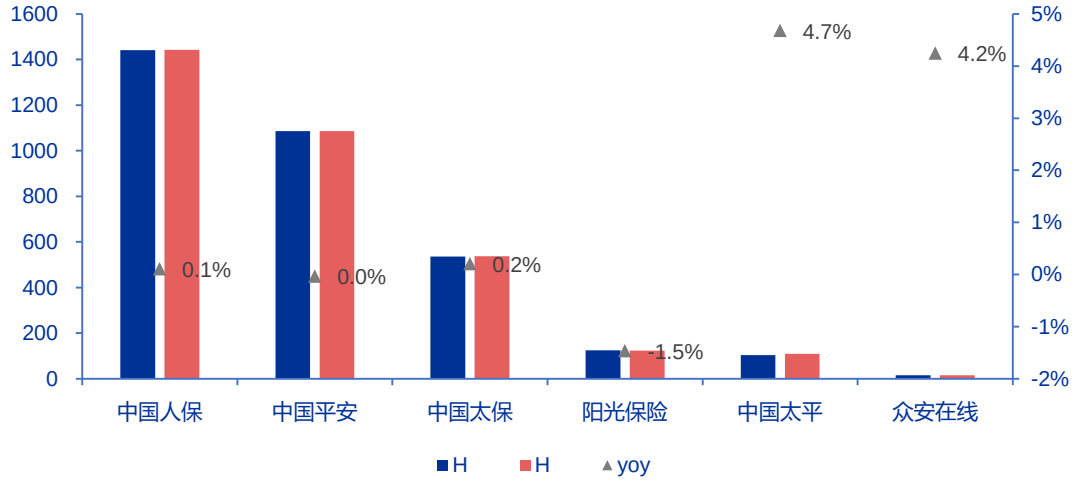
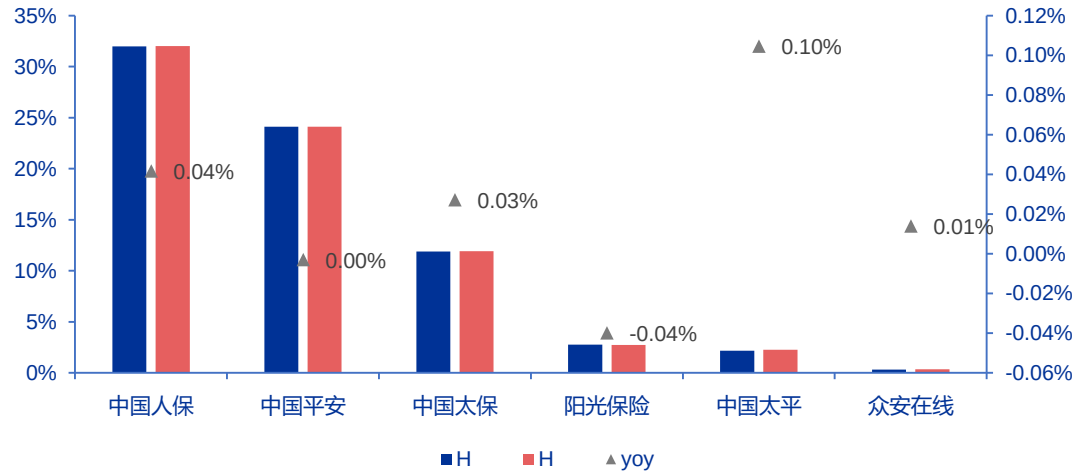


图37：上市险企车险保费市占率及同比



资料来源：公司公告、金管局，申万宏源研究；太平财险为亿港元

仅供内部参考，请勿外传！

2.3.1 财险：车险COR表现亮眼，夯实承保利润基本盘

- **量：车险保险服务收入稳健增长。**1H26车险业务保险服务收入表现众安在线13.74亿元（yoy+26.7%）、中国平安1148.52亿元（yoy+2.1%）、中国人保1531.68亿元（yoy+1.9%）、中国太保552.73亿元（yoy+2.5%）、阳光保险128.71亿元（yoy-2.1%）。
- **价：车险COR持续优化。**1H26车险COR表现中国人保93.5%（yoy-0.7pct）、中国太保94.6%（yoy-0.7pct）、中国平安94.9%（yoy-0.6pct）、阳光保险97.5%（yoy-0.6pct）、众安在线93.3%（yoy+2.1pct），头部公司车险COR持续优化，众安受业务模式调整影响同比提升。
- **承保表现：车险承保利润稳步增长，贡献财险业务承保利润核心增量。**1H26 5家上市险企车险业务合计实现承保利润192.18亿元，yoy+15.7%。细分公司来看，1H26车险承保利润阳光保险3.18亿元（yoy+24.2%）、中国平安58.81亿元（yoy+17.2%）、中国太保30.10亿元（yoy+19.8%）、中国人保99.17亿元（yoy+13.6%）、众安在线0.92亿元（yoy-3.5%）。

图38：上市险企车险保险服务收入(亿元)及同比

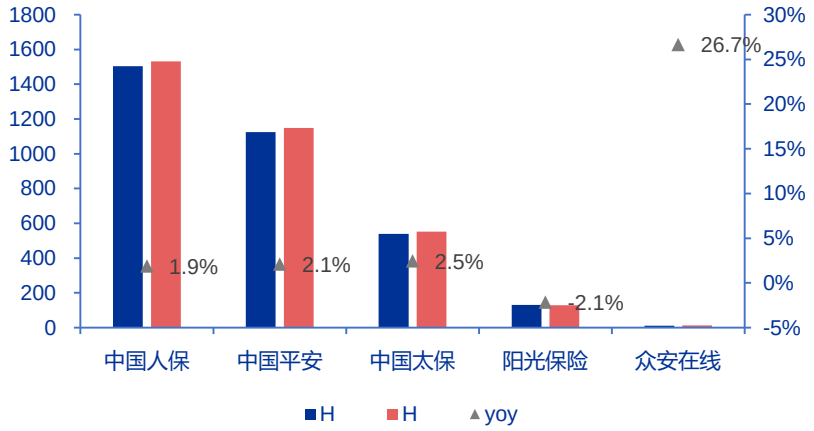


图39：上市险企车险综合成本率及同比

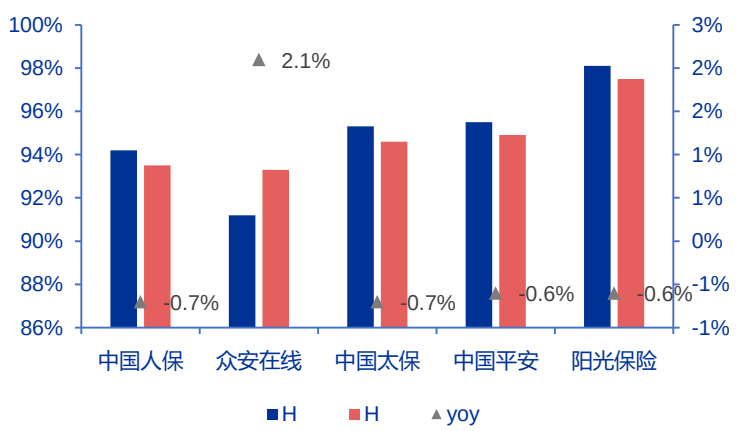
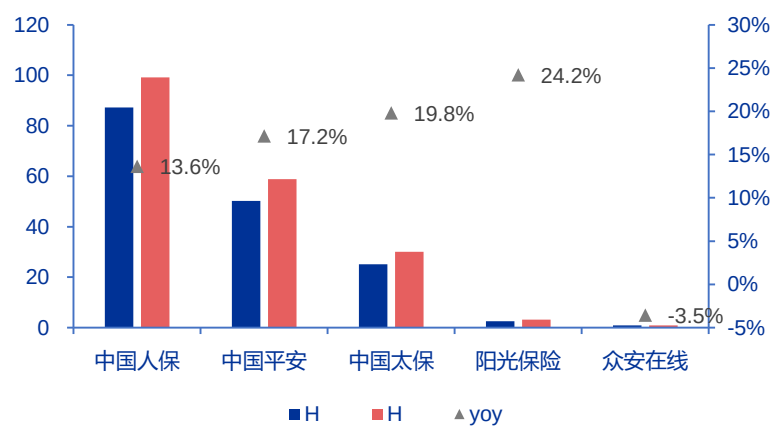


图40：上市险企车险承保利润(亿元)及同比



仅供内部参考，请勿外传！

2.3.2 财险：非车险保费增速分化，CR3同比基本持平

- **非车险保费增速分化，仍为多数上市险企规模增长引擎。**1H26财险行业非车险业务原保险保费收入达5342亿元，yoy+3.9%；细分公司来看，1H26非车险原保险保费收入中国平安701.73亿元（yoy+11.0%）、中国太平95.46亿元（yoy+7.3%）、中国人保1833.02亿元（yoy+2.3%）、中国太保606.39亿元（yoy+2.5%）、众安在线150.17亿元（yoy-1.1%）、阳光保险113.04亿元（yoy-11.5%），各公司非车险保费表现分化，平安、太平保持较快增长，阳光同比下降明显，主要受信用保证险出清影响。
- **1H26非车险保费CR3同比基本持平。**部分公司持续压降高风险业务，非车险CR3yoy基本持平至58.8%；细分公司来看，非车险保费市占率表现人保财险34.3%(yoy-0.6pct)、平安财险13.1%(yoy+0.8pct)、太保财险11.4%(yoy-0.2pct)、众安在线2.8%(yoy-0.1pct)、阳光财险2.1%(yoy-0.4pct)、太平财险1.7%(yoy+0.05pct)。

图41：上市险企非车险原保费收入(亿元)及同比

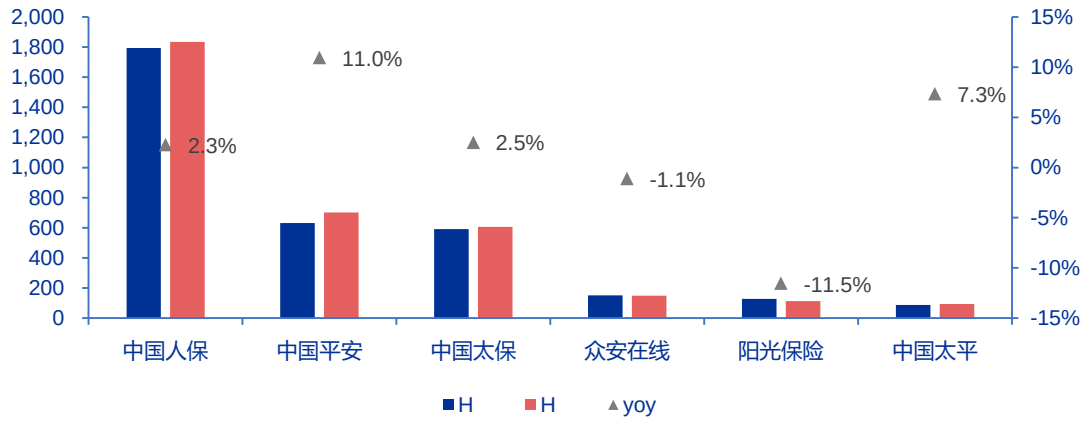
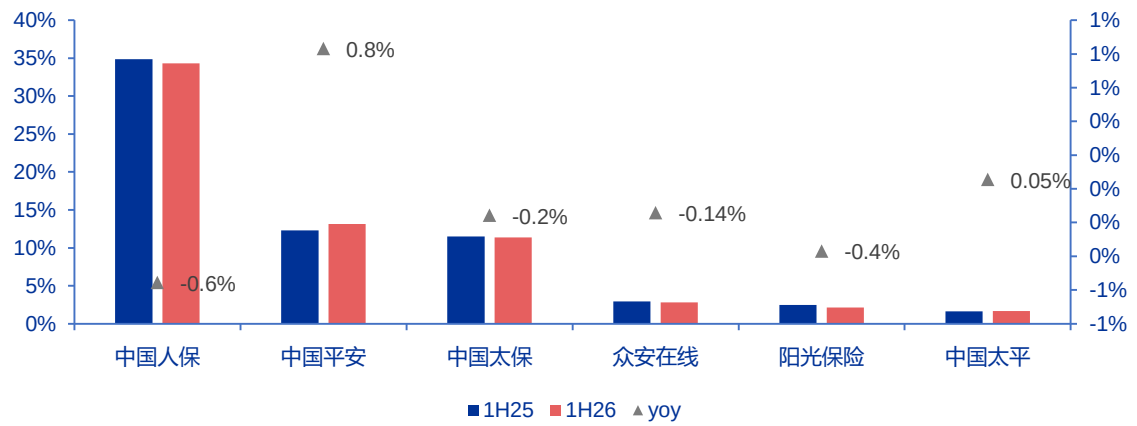


图42：上市险企非车险保费市占率表现



资料来源：公司公告、金管局，申万宏源研究；太平财险为亿港元

仅供内部参考，请勿外传！

主要内容

1. 投资业绩驱动1H26 A股险企归母净利润同比大增78%
2. 负债端：NBV延续正增，财险COR整体改善但分化
3. **资产端：上市险企二级权益配置比例升至18.5%**
4. 投资分析意见：中期依然看好板块价值重估趋势
5. 风险提示

仅供内部参考，请勿外传！

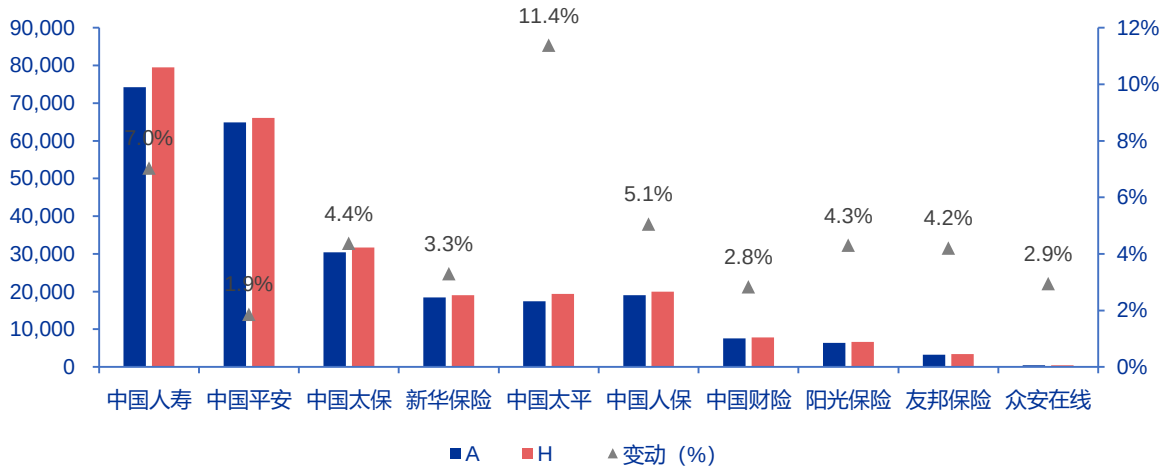
3.1 资产端：投资资产稳步增长

- **险资规模稳步增长，A股险企投资资产占保险资金总规模比重达53%。**
  - 截至6月末，A股上市险企投资资产规模合计达21.63万亿元，较2025年末增长4.5%；细分公司来看，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保投资资产规模分别达7.95/6.61/3.17/1.90/2.00万亿元，较2025年末分别+7.0%/+1.9%/+4.4%/+3.3%/+5.1%。
  - 截至6月末，保险行业资金运用余额达40.82万亿元，较25年末增长6.1%；其中，A股险企投资资产合计较25年末+4.5%至21.63万亿元，占险资总规模比重yoy-0.8pct至53.0%。

图43：保险资金运用余额（万亿元）及变动



图44：上市险企投资资产规模(亿元)及同比



资料来源：金融监管总局、公司公告，申万宏源研究；中国太平为亿港元，友邦保险为亿美元

仅供内部参考，请勿外传！

3.2 净投资收益率承压，总投资收益率多数提升，综合投资收益率表现分化

- **净投资收益率同比承压。**受新增资金及存量资金到期再投资收益率持续下行影响，1H26上市险企年化净投资收益率同比下降，新华保险/中国平安/中国太保/中国人保/中国太平/阳光保险分别达2.6%/2.8%/3.0%/3.4%/2.85%/3.1%，yoy-0.4pct/-0.8pct/-0.4pct/-0.4pct/-0.26pct/-0.7pct。
- **总投资收益率多数同比提升。**受益于权益市场表现亮眼叠加险资入市持续推进，1H26多数上市险企年化总投资收益率同比提升，新华保险/中国人寿/中国太保/中国人保/中国太平/阳光保险分别达6.7%/5.58%/4.8%/7.4%/5.21%/3.6%，yoy+0.8pct/+2.3pct/+0.2pct/+2.2pct/+2.53pct/-0.4pct。
- **综合投资收益率表现分化，多数同比下降。**受FVOCI类资产浮盈变动影响，1H26上市险企年化综合投资收益率表现分化，中国太平/新华保险/中国平安/中国太保/阳光保险分别达5.96%/6.4%/4.2%/3.6%/2.3%，yoy+2.24pct/+0.1pct/-2.0pct/-1.2pct/-2.8pct。

表2：1H26上市险企年化投资收益率表现（披露口径）

	新华保险	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人保	中国太平	阳光保险
			净投资收益率				
1H25	3.00%	2.78%	3.60%	3.40%	3.80%	3.11%	3.80%
1H26	**2.60%**	**n/a**	**2.80%**	**3.00%**	**3.40%**	**2.85%**	**3.10%**
yoy	**-0.4pct**	**n/a**	**-0.8pct**	**-0.4pct**	**-0.4pct**	**-0.26pct**	**-0.7pct**
			总投资收益率				
1H25	5.90%	3.29%	n/a	4.60%	5.20%	2.68%	4.00%
1H26	**6.70%**	**5.58%**	**n/a**	**4.80%**	**7.40%**	**5.21%**	**3.60%**
yoy	**+0.8pct**	**+2.3pct**	**n/a**	**+0.2pct**	**+2.2pct**	**+2.53pct**	**-0.4pct**
			综合投资收益率				
1H25	6.30%	n/a	6.20%	4.80%	n/a	3.72%	5.10%
H	**.%**	**n/a**	**.%**	**.%**	**n/a**	**.%**	**.%**
yoy	**+0.1pct**	**n/a**	**-2.0pct**	**-1.2pct**	**n/a**	**+2.24pct**	**-2.8pct**

资料来源：公司公告，申万宏源研究；中国平安、中国太保、中国人保披露口径为非年化，已整理为年化

仅供内部参考，请勿外传！

3.3 资产端：1H26险资二级市场权益配置规模较25年末提升6906亿元

- **1H26险资二级市场权益配置规模提升6906亿元，整体配置比例达15.7%。**截至6月末，保险资金运用余额达40.82万亿元，较25年末+6.1%；其中，2Q26险资规模增长1.39万亿元，增量规模较1Q26水平提升4282亿元。
  - **从资产配置结构来看，**截至6月末，险资债券/二级市场权益（股票+基金）/银行存款/其他资产配置规模分别达19.91/6.39/3.03/11.49万亿元，占比分别达48.8%/15.7%/7.4%/28.1%，同比分别+0.2pct/+0.8pct/-0.5pct/-0.5pct，较25年末水平分别+0.1pct/+0.7pct/-0.4pct/-0.4pct。
  - **险资入市持续推进，**截至6月末，股票和证券投资基金合计达6.39万亿元，较2025年末增长12.1%，增配规模达6906亿元，占保险资金运用余额比例达15.6%，较2025年末提升0.84pct。

图45：险资资产配置结构（%）

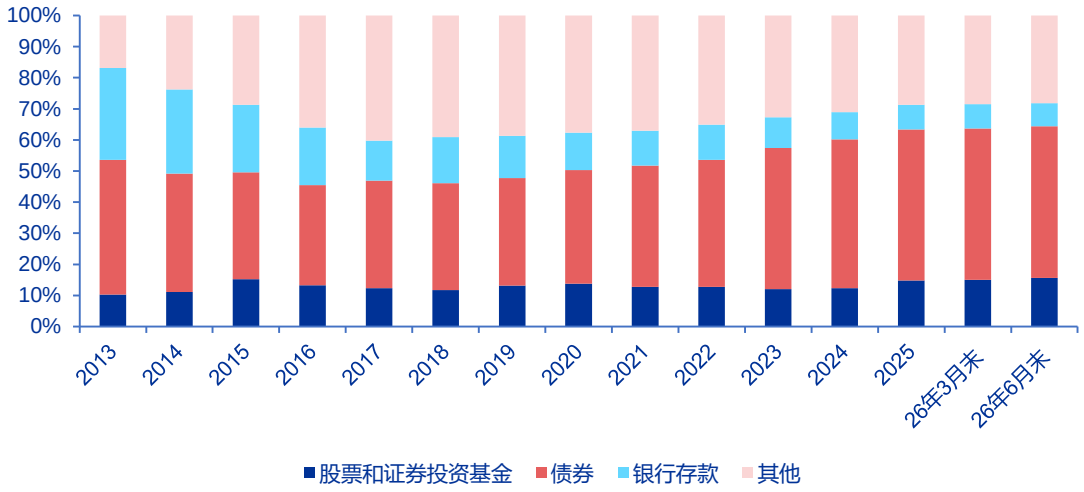
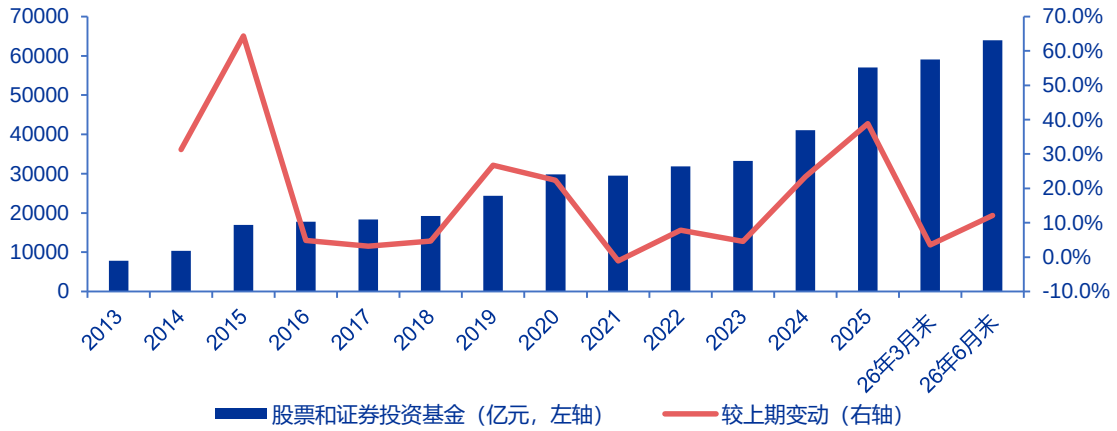


图46：险资二级市场权益配置规模（亿元）及变动



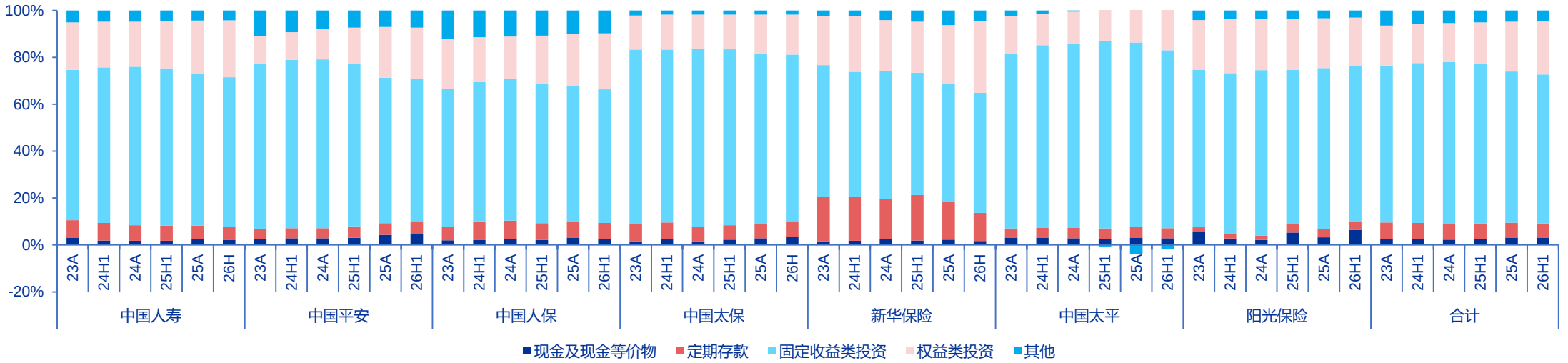
资料来源：金融监管总局，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

3.3 资产端：固收类资产配置比例基本持平，权益占比持续提升

- **上市险企固收类资产配置比例下行，权益占比持续提升。**细分大类资产来看，截至26年6月末：**1）中国平安：**固定收益类占比60.8%（较25年末-1.3pct），权益类占比21.8%（较25年末+0.2pct）；**2）中国人寿：**固定收益类占比63.9%（较25年末-1.0pct），权益类占比24.3%（较25年末+1.7pct）；**3）中国人保：**固定收益类占比57.0%（较25年末-0.8pct），权益类占比23.9%（较25年末+1.6pct）；**4）中国太保：**固定收益类占比71.4%（较25年末-1.1pct），权益类占比17.1%（较25年末+0.4pct）；**5）新华保险：**固定收益类占比51.3%（较25年末+0.9pct），权益类占比30.6%（较25年末+5.5pct）；**6）中国太平：**固定收益类占比75.8%（较25年末-3.0pct），权益类占比18.9%（较25年末+1.6pct）；**7）阳光保险：**固定收益类占比66.4%（较25年末-2.3pct），权益类占比20.8%（较25年末-0.5pct）。

图47：上市险企投资资产配置

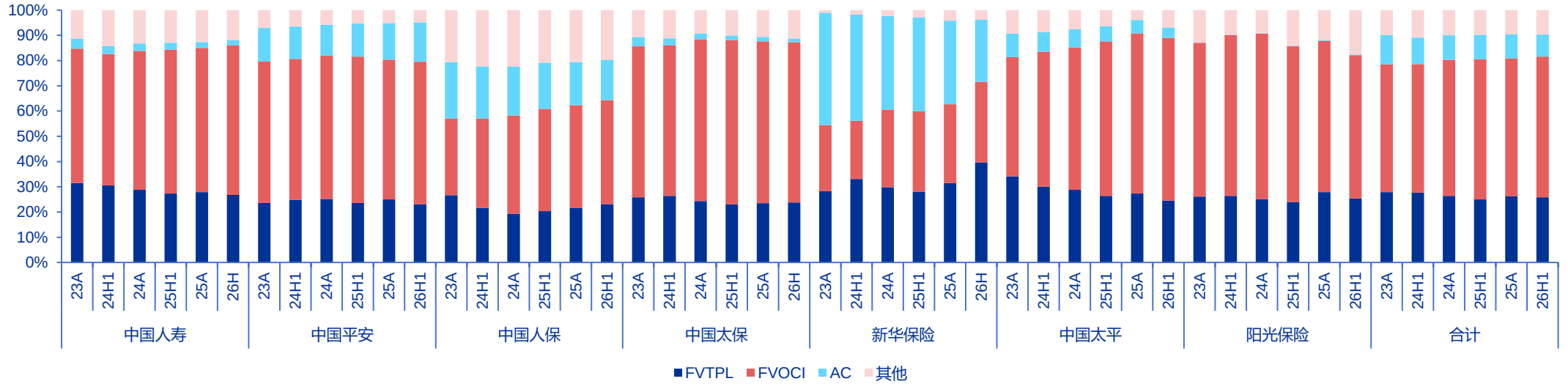


仅供内部参考，请勿外传！

3.4 资产端：上市险企提升计入FVOCI的资产占比

- **多数上市险企提升计入FVOCI的资产占比。**2025年各上市险企：**1）中国人寿：**FVTPL占比27%（较25年末-1.1pct），FVOCI占比59%（较25年末+2.1pct）；**2）中国平安：**FVTPL占比23%（较25年末-2.0pct），FVOCI占比56%（较25年末+1.2pct）；**3）中国人保：**FVTPL占比23.2%（较25年末+1.6pct），FVOCI占比41.1%（较25年末+0.3pct）；**4）中国太保：**FVTPL占比23.8%（较25年末+0.3pct），FVOCI占比63.4%（较25年末-0.7pct）；**5）新华保险：** FVTPL占比39.7%（较25年末 +8.2pct），FVOCI占比31.8%（较25年末+0.6pct）；**6）中国太平：**FVTPL占比24.5%（较25年末-2.8pct），FVOCI占比64.4%（较25年末+1.0pct）；**7）阳光保险：**FVTPL占比25.4%（较25年末-2.5pct），FVOCI占比56.7%（较25年末-3.2pct）。

图48：上市险企投资资产会计分类

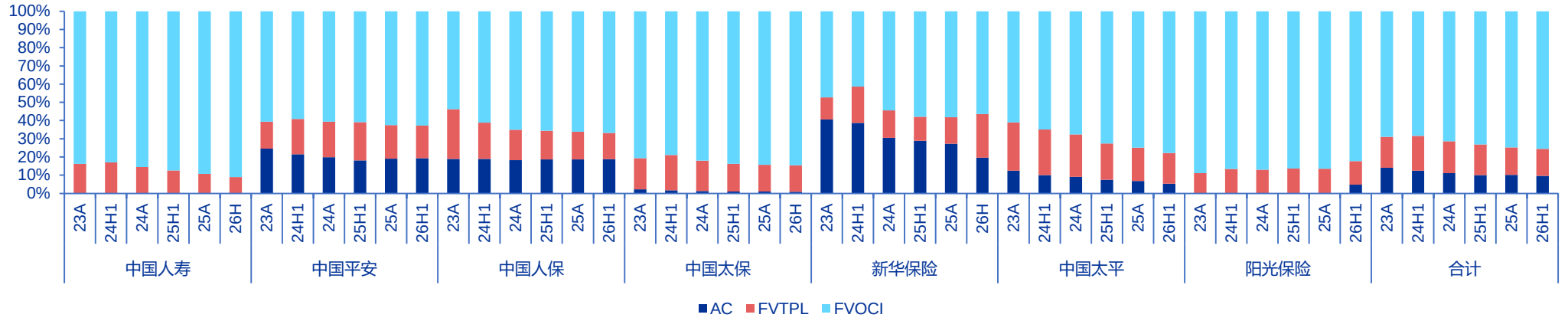


仅供内部参考，请勿外传！

3.4 资产端：计入FVOCI的债券占比提升，OCI/TPL股票迎来再平衡

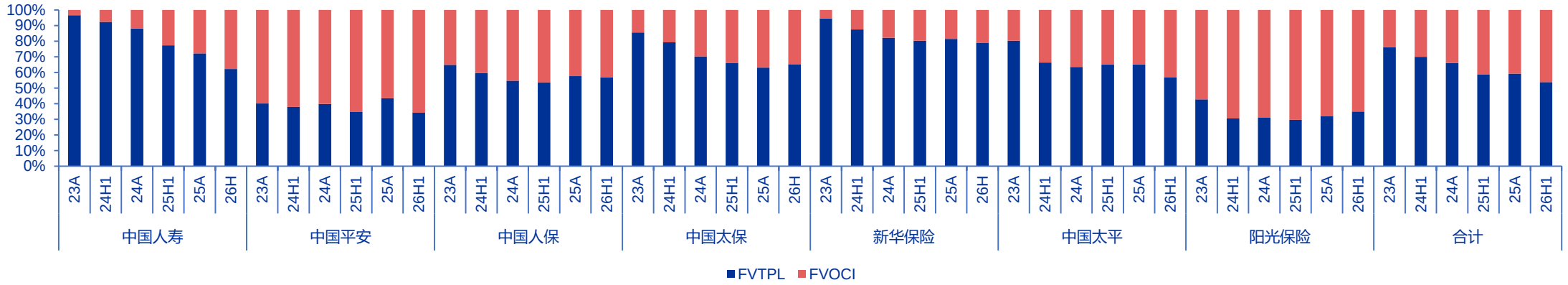
计入FVOCI的债券占比提升

图49：上市险企债券会计分类



FVOCI/FVTPL股票配置情况

图50：上市险企股票会计分类



仅供内部参考，请勿外传！

3.5 资产端：上市中资险企二级权益投资规模提升1.51万亿元

- **1H26上市中资险企二级权益投资规模提升5412亿元。**以股票+基金作为二级权益规模（如披露权益型基金则使用股票+权益型基金口径），截至6月末，上市险企二级权益配置规模较年初增长13.8%，增幅达5412亿元，占比提升至18.5%。

图51：上市险企二级权益配置比例

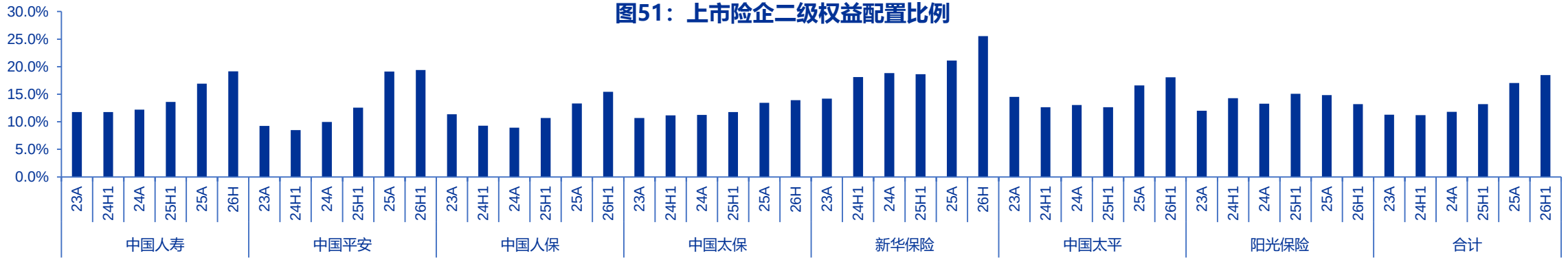


表3：上市险企二级权益配置（亿元）及变动情况

投资资产规模（亿元）	国寿		平安		人保		太保		新华		太平		阳光		合计	
	25A	26H1	25A	26H1	25A	26H1	25A	26H1	25A	26H1	25A	26H1	25A	26H1	25A	26H1
股票	8,353	10,378	9,581	9,639	1,662	1,946	3,377	3,713	2,165	2,501	1,980	2,204	875	805	27,993	31,185
基金	4,218	4,844	3,616	4,281	873	1,141	811	821	1,726	2,357	718	1,066	-	-	-	-
权益型基金	-		2835	3180	-	-	711	710					74	76	-	-
二级市场权益合计	12,572	15,222	12,416	12,819	2,535	3,087	4,087	4,423	3,890	4,858	2,698	3,270	950	881	39,148	44,560
增配规模（亿元）	**较25H1**	**较25A**	**较25H1**	**较25A**	**较25H1**	**较25A**	**较25H1**	**较25A**	**较25H1**	**较25A**	**较25H1**	**较25A**	**较25H1**	**较25A**	**较25H1**	**较25A**
股票	4,177	2,025	3,146	58	1,000	284	882	336	508	336	900	224	-32	-70	10,580	3,193
基金	1,337	626	2,192	664	206	269	154	10	1,155	631	385	348	-	-		
权益型基金			1,889	344			99	0					20	2		
二级市场权益合计	5,514	2,650	5,034	402	1,205	552	980	336	1,664	968	1,284	572	-12	-69	15,669	5,412
变动(%)	**较25H1**	**较25A**	**较25H1**	**较25A**	**较25H1**	**较25A**	**较25H1**	**较25A**	**较25H1**	**较25A**	**较25H1**	**较25A**	**较25H1**	**较25A**	**较25H1**	**较25A**
股票	67%	24%	48%	1%	106%	17%	31%	10%	26%	16%	69%	11%	-4%	-8%	51%	11%
基金	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	-	-	-	-
权益型基金	-	-	%	%	-	-	%	%	-	-	-	-	%	%	-	-
二级市场权益合计	57%	21%	65%	3%	64%	22%	28%	8%	52%	25%	65%	21%	-1%	-7%	54%	14%

仅供内部参考，请勿外传！

3.5 险资权益配置：1H26上市险企二级权益增配规模高于新增保费的30%

- **上市险企积极响应长钱长投，多数机构股票+基金增配规模高于新增保费的30%。**2025年1月，中央金融办等部门联合发布的《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》提出力争大型国有保险公司从2025年起每年新增保费的30%用于投资A股。我们使用经营性净现金流作为新增保费的近似度量，26H1 7家上市险企新增保费规模合计达9961亿元，同比+1.82%，新增保费的30%对应规模为2968亿元，1H26上市险企二级市场权益投资规模提升5412亿元，高于新增保费30% 2424亿元。***但需注意的是，股票+基金增配规模包含A股和港股，且仅平安、太保、阳光计算口径为股票+权益型基金，其他机构统计口径为股票+基金，且未考虑公允价值变动的影响，可能与实际情况有偏差。***

表4： 1H26上市险企预计A股投资规模和实际股票+基金增配规模

26H1	经营性净现金流（亿元，新增保费的近似度量）	yoy	新增保费的30%（亿元）	实际股票+基金增配规模（亿元）	实际增配-新增保费的30%
中国人寿	2829	-5.85%	849	2650	1802
中国平安	3680	8.83%	1104	402	-702
中国人保	639	-14.58%	192	552	360
中国太保	1151	-4.50%	345	336	-9
新华保险	562	-4.31%	169	968	799
中国太平	715	29.19%	214	572	358
阳光保险	384	27.18%	115	-69	-184
合计		.%			

资料来源：公司公告，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

主要内容

1. 投资业绩驱动1H26 A股险企归母净利润同比大增78%
2. 负债端：NBV延续正增，财险COR整体改善但分化
3. 资产端：上市险企二级权益配置比例升至18.5%
4. **投资分析意见：中期依然看好板块价值重估趋势**
5. 风险提示

仅供内部参考，请勿外传！

4. 投资分析意见

- 《保险公司资产负债管理办法》预计将对险资配置产生深远影响，净投资收益覆盖率这一监管指标影响下高股息或将成为下阶段险资二级权益的重点增配方向；非车险综合治理持续推进，中期视角下头部公司COR中枢下行趋势有望延续。财政部注资补充一级核心资本，资本充足度提升有利于增强经营能力、提升中期维度股东回报；同时，保险法修订草案拓宽中小保险公司资本补充渠道、放松财险公司资本约束，持续推荐中国财险、中国太保、中国人寿(H)、新华保险、中国平安、中国人保、阳光保险、中国太平。

表5： 上市险企估值表（截至9月21日）

股票代码	证券简称	股价指标			传统估值指标			创新估值指标	
		收盘价	合并总市值	流通市值	26E PEV	PE(TTM)	PB（LF）	P/每股(净资产+CSM)	P/每股OPAT
		人民币元	亿元	亿元					
601628.SH	中国人寿	38.02	9,779	7,917	0.69	4.34	1.62	0.81	-
601318.SH	中国平安	53.98	9,198	5,754	0.60	6.14	0.97	0.45	7.27
601601.SH	中国太保	32.00	2,875	2,190	0.45	5.46	0.96	0.45	8.43
601336.SH	新华保险	58.54	1,640	1,221	0.57	4.12	1.48	0.62	-
601319.SH	中国人保	8.04	3,294	2,854	-	6.25	1.05	0.65	-
股票代码	**证券简称**	**收盘价**	**合并总市值**	**流通市值**	**26E PEV**	**PE(TTM)**	**PB（LF）**	**P/每股(净资产+CSM)**	**P/每股OPAT**
H股		港元	亿港元	亿港元					
2328.HK	中国财险	17.02	3,786	1,174	-	6.82	1.20	-	-
1299.HK	友邦保险	77.35	8,003	8,003	1.20	12.77	2.38	0.96	14.52
6060.HK	众安在线	10.32	174	169	-	7.61	0.62	-	-
0966.HK	中国太平	20.92	752	752	0.31	2.34	0.79	0.20	-
2628.HK	中国人寿	29.08	11,367	2,164	0.49	2.88	1.25	0.57	-
2318.HK	中国平安	53.75	10,692	4,003	0.56	5.31	0.88	0.41	6.75
2601.HK	中国太保	28.66	3,342	795	0.38	4.25	0.82	0.37	7.04
1336.HK	新华保险	47.14	1,907	487	0.43	2.88	1.19	0.46	-
1339.HK	中国人保	5.86	3,829	511	-	3.95	0.76	0.43	-
.HK	阳光保险	.			.	.	.	.	-

仅供内部参考，请勿外传！

主要内容

1. 投资业绩驱动1H26 A股险企归母净利润同比大增78%
2. 负债端：NBV延续正增，财险COR整体改善但分化
3. 资产端：上市险企二级权益配置比例升至18.5%
4. 投资分析意见：中期依然看好板块价值重估趋势
5. **风险提示**

仅供内部参考，请勿外传！

6. 风险提示

1、监管政策影响超预期：监管持续推动负债端供给侧改革，引导行业高质量发展，可能对短期业务表现造成一定影响。

2、市场波动加剧：影响投资收益及利润表现，进而影响估值表现。

3、长端利率下行：给新增投资及再投资收益率带来一定压力。

4、大灾影响超预期：自然灾害对财险公司赔付表现造成一定负面影响，如大灾数目或影响范围超预期，则可能致使综合成本率显著承压。

仅供内部参考，请勿外传！

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight） ：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深300指数（A股）、恒生中国企业指数（H股）、纳斯达克指数（美股）

仅供内部参考，请勿外传！

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司http://www.swsresearch.com网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

仅供内部参考，请勿外传！

有信仰 敢担当
守正创新 追求卓越


申万宏源研究微信订阅号


申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

罗钻辉 luozh@swsresearch.com
孙冀齐 sunjq@swsresearch.com