

保险股最新观点更新

否极泰来：当周期向上遇到估值向下

优于大市

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 非银金融 · 保险 II

◆ 投资评级：优于大市(维持)

证券分析师：孔祥 021-60375452 kongxiang@guosen.com.cn 执证编码：S0980523060004
 证券分析师：王文静 0755-81981648 wangwenjing@guosen.com.cn 执证编码：S0980526050001

事项：

2026年以来保险板块出现显著回调，核心受一季度权益市场波动拖累投资收益、超额卖出下的资金交易行为等因素影响，但行业基本面仍处于景气上行周期，尤其是低利率环境下居民存款搬家有利于保险产品热销，银保渠道分红险产品受益尤其明显。近期我们观察到：一季度寿险负债端由新单增长及结构优化双轮驱动，带来NBV快速增长；险企资产端加大OCI账户构建，获取更具吸引力的确定性收益，对险资而言，“新质生产力+高股息”的哑铃型配置结构将改善投资收益预期。当前A股主要险企P/EV估值平均回落至0.5-0.7倍区间，处于历史低位，估值已有显著吸引力。

国信非银观点：我们判断板块纠偏的机会正在显现，市场对保险板块当前定价滞后于保险行业基本面修复节奏，后续板块估值有提升空间。资产端方面，二季度以来权益市场回暖、长端利率企稳回升预期增强的背景下，利润弹性与估值中枢均具备修复基础；当前10年期国债收益率约1.7%，低利率环境对净投资收益率仍有压制，但险企通过增配FVOCI高股息资产，优化资产负债久期管理、提升分红险占比，逐步修复利差损。负债端方面，受“存款搬家”趋势延续、分红险转型、银保扩张等因素驱动，寿险新单保费与NBV增速维持高景气。当前行业处于负债端景气上行、资产端波动收敛、估值仍在低位的错位阶段，建议关注资产负债优化清晰、净资产波动可控、估值安全边际较厚的中国太保以及财险护城河最强、COR持续改善、长期资产端收益确定性较高的中国财险。

评论：

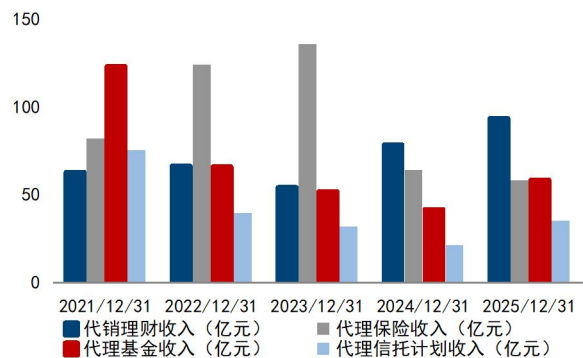
◆ 负债端：银行财富代销发力，银保销售保持高景气

低利率环境下，受益于资本市场回暖，银行财富管理业务收入回升。以招商银行为例，其2025年财富管理业务收入明显增加。其中保险在居民风险偏好偏低、长期养老与稳健增值需求增强背景下，逐步成为存款搬家核心的居民再配置资产，2020-2025年保险在低风险金融资产中的配置金额持续上升。

图1：招商银行零售财富管理手续费收入（单位：亿元）



图2：招商银行代销理财/保险/基金/信托收入（单位：亿元）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

行业层面，居民储蓄类保险需求持续旺盛。2026年1-4月保险业原保险保费收入为2.73万亿元，同比增长5.3%，相较1-3月保费增速环比减少0.95pt，主要系高基数保费逐月放缓态势影响。其中1-4月人身险保费收入同比增长6.3%，4月单月保费收入同比增长0.6%，在去年同期增速达11.6%的高基数背景下仍然实现稳健增长。财产险公司受新车销量下滑及非车险“报行合一”影响，1-4月累计原保险保费收入同比增长2.2%，较1-3月增速环比下滑0.6pt。

图3：保险行业累计保费同比增速（单位：%）

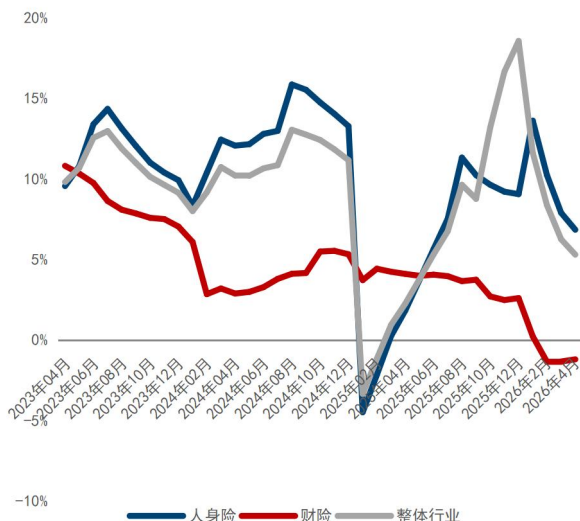
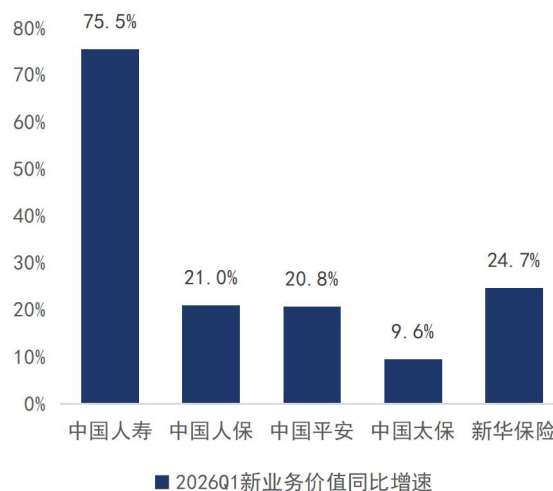


图4：2026Q1上市险企NBV同比增速（单位：%）



资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

2026年一季度寿险新业务价值在高基数前提下继续实现较快增长。一季度A股上市险企NBV增速延续高景气，中国人寿、新华保险、中国人保、中国平安、中国太保实现新业务价值同比增长75.5%/24.7%/21.0%/20.8%/9.6%。在预定利率下调、渠道费用刚性约束和缴费结构优化的共同作用下，寿险业务呈现出负债成本下行、期交占比抬升和渠道结构再平衡的鲜明特征。

尤其银保渠道是本轮保险负债端景气上行的关键载体。2025年国寿、平安、太保等公司银保渠道保费增速均超40%，远超个代渠道的个位数增长，是拉动公司保费增速的主要贡献者。从新单保费看，上市险企银保渠道新单保费增速更快，其中，国寿、平安的银保新单保费增速均超90%。

表1：上市险企2025年渠道保费收入增速（单位：百万元，%）

公司	渠道	2025年	同比增速	增速贡献
中国人寿	个代	551,790	4.3%	3.4%
	银保	110,874	45.5%	5.2%
中国平安	个代	529,722	1.9%	1.6%
	银保	71,520	50.3%	3.8%
新华保险	个代	120,581	4.0%	2.7%
	银保	72,102	39.5%	12.0%
太保寿险	个代	211,606	4.5%	3.5%
	银保	61,618	46.4%	7.4%
人保寿险	个代	54,004	5.4%	2.6%
	银保	68,278	33.5%	16.2%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

寿险承保端收益确定性较高。在新保险合同准则下，CSM（合同服务边际）已成为寿险公司承保利润最核心、最具可预测性的“利润蓄水池”。2025年除中国平安外，多数上市险企CSM余额已实现正增长，上市险企合计CSM期末余额为新准则实施以来首次转正，显示存量未赚利润池由降转升，结束此前连续承压态势。

表2：上市险企合同服务边际余额对比（单位：百万元，%）

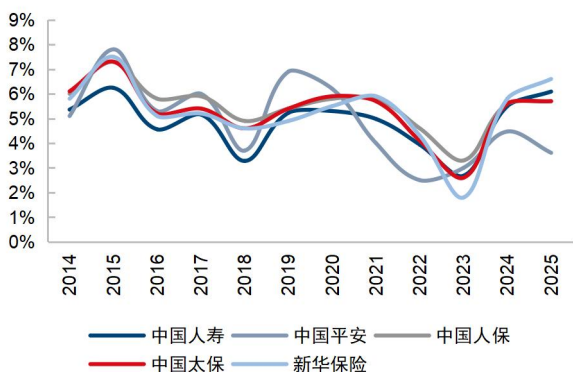
保险公司	2025年	2024年	2023年	2025 增速	2024 增速
中国平安	725,119	731,312	768,440	-1%	-5%
人保寿险	104,451	92,555	75,633	13%	22%
人保健康	23,426	20,189	16,979	16%	19%
人保合并	128,751	113,686	93,725	13%	21%
新华保险	181,723	175,867	169,004	3%	4%
中国人寿	768,369	742,488	769,137	3%	-3%
中国太保	356,842	345,366	325,726	3%	6%
太平人寿	216,034	206,936	210,337	4%	-2%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

◆ 投资端：险资再平衡进行时，净投资收益率更被关注

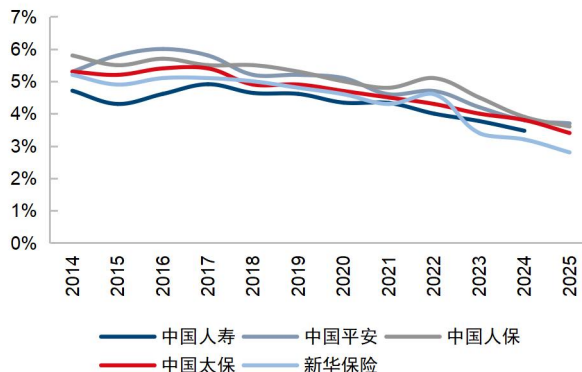
低利率环境下，净投资收益率对险资的战略地位提升。近年来我国利率中枢持续下行，10年期国债收益率从2013年的4.6%高点持续下行至2026年5月的1.7%左右，高等级信用债收益率也同步走低。当下寿险投资端最核心的矛盾并非总投资收益率不够高，而是净投资收益率持续下行并逼近刚性负债成本，2025年上市险企加权平均净投资收益率明显逼近约3%的刚性负债成本线。

图5：上市险企总投资收益率



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图6：上市险企净投资收益率



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

保险资金进行配置再平衡，主要体现为两个维度的调整：一是大类资产间的再平衡，即降低权益仓位、增配长久期地方债、信用债等固收资产，更加重视久期匹配；二是权益资产内部的再平衡，即调整持股结构，从高弹性成长股转向高股息价值股。两者目的均为降低组合波动、锁定资产端长期收益，以应对低利率与市场不确定性。因此，红利资产正从阶段性防御工具，升级为险企资金跨周期配置的“制度性底仓”。2026年，上市险企整体持续提升FVOCI权益类资产配置力度。其中，中国人寿和中国人保实现FVOCI权益类资产规模同比增速分别高达82%、54%。截至一季度末，中国人保、中国平安、中国太保、中国人寿、新

华保险 FVOCI 权益类资产（高分红股票）占金融类资产的比例分别为 11%/8%/7%/6%/3%，整体持续提升。

表3: 2026Q1 上市险企资产配置比例（按会计计量方式，单位：百万元，%）

	中国人寿		中国平安		中国人保		中国太保		新华保险		平均	
	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占比
交易性金融资产 (FVTPL)	2,015,827	31%	2,824,486	35%	419,865	28%	718,075	26%	650,445	47%	1,325,740	33%
其他权益工具投资 (OCI 权益)	386,787	6%	618,178	8%	166,307	11%	192,813	7%	39,270	3%	280,671	7%
其他债权投资 (OCI 固收)	4,034,416	61%	3,232,550	40%	625,199	41%	1,802,616	65%	504,489	36%	2,039,854	50%
债权投资 (AC 固收)	166,895	3%	1,307,316	16%	315,039	21%	49,888	2%	201,616	14%	408,151	10%
合计	6,603,925	100%	7,982,530	100%	1,526,410	100%	2,763,392	100%	1,395,820	100%	4,054,415	100%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

这一跃迁具备可观的增量配置空间。我们根据高志强等在《中国资产管理》专题文章即《资产负债联动下保险公司传统险账户权益资产配置研究》进行行业基准情形假设¹，若保险资金运用余额未来保持 10%以上增速，权益资产占比逐步升至 17.5%，其中 OCI 股票占权益资产比重升至 44%，接近模型得出的合意配置比例。我们预测险资对 OCI 红利股票的增量配置至 2028 年累计约 1.8 万亿元，至 2030 年累计约 3.5 万亿元。

表4: 基于模型合意水平，险资增配 OCI 股票规模测算(单位:亿元)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
保险资金运用余额	281,574	332,580	384,799	442,519	504,472	570,053	638,459	715,075
yoy	11.1%	18.1%	15.7%	15.0%	14.0%	13.0%	12.0%	12.0%
权益资产（股票+基金）规模	34,760	41,067	57,032	68,590	80,715	94,059	108,538	125,138
占总资产比	12.3%	12.3%	14.8%	15.5%	16.0%	16.5%	17.0%	17.5%
OCI 股票规模	6,971	12,251	19,668	24,693	30,672	37,624	45,586	55,061
占股票比	20.1%	29.8%	34.5%	36.0%	38.0%	40.0%	42.0%	44.0%
增量规模	--	5,280	7,417	5,025	5,979	6,952	7,963	9,475

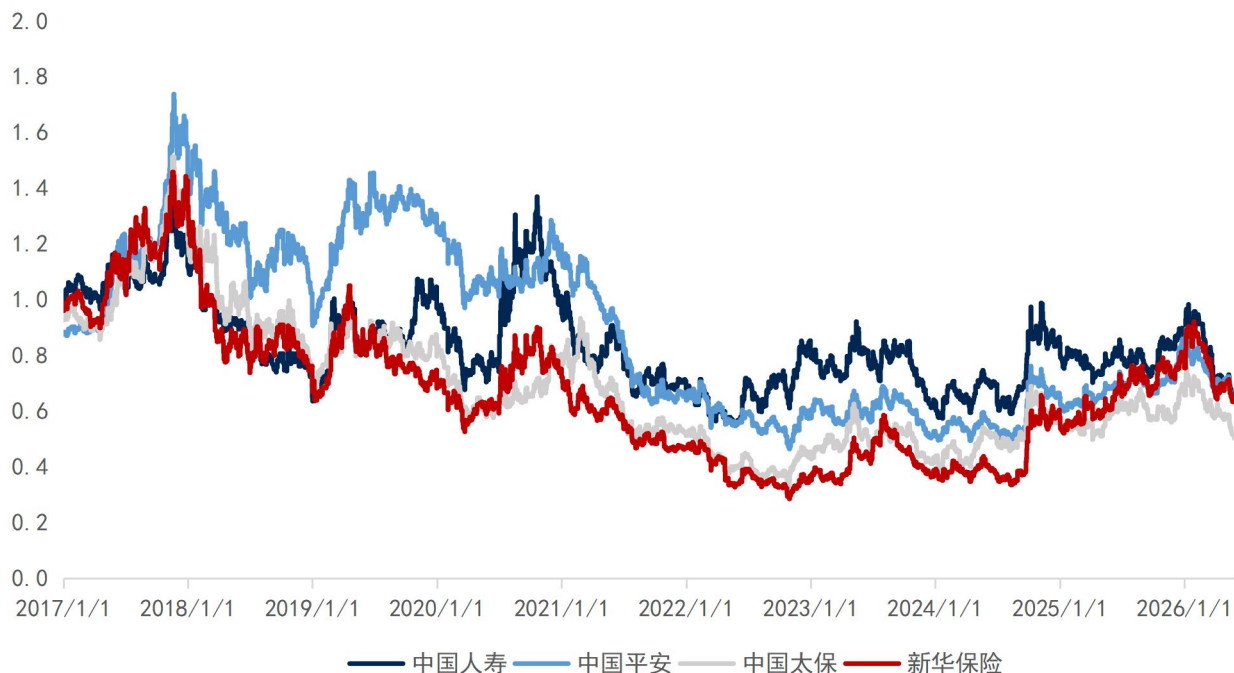
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：2023-2025 年的 OCI 股票规模以 A 股五大上市险企 OCI 股票规模*1.5x 进行估计

◆ 当前保险板块估值较低，安全边际凸显

当前保险板块整体估值具备较大修复空间。行业存量有效业务价值及新业务价值仍有重定价空间，叠加资产端收益预期企稳，板块估值具备持续提升能力。截至 2026 年 5 月 30 日，A 股保险股平均 P/EV 约为 0.61（不含中国人保），处于 2017 年以来历史分位的 30.6%，从估值来看仍具备较大的提升空间。其中，中国人寿、新华保险、中国平安、中国太保估值 P/EV 分别为 0.65、0.64、0.5、0.65 倍。

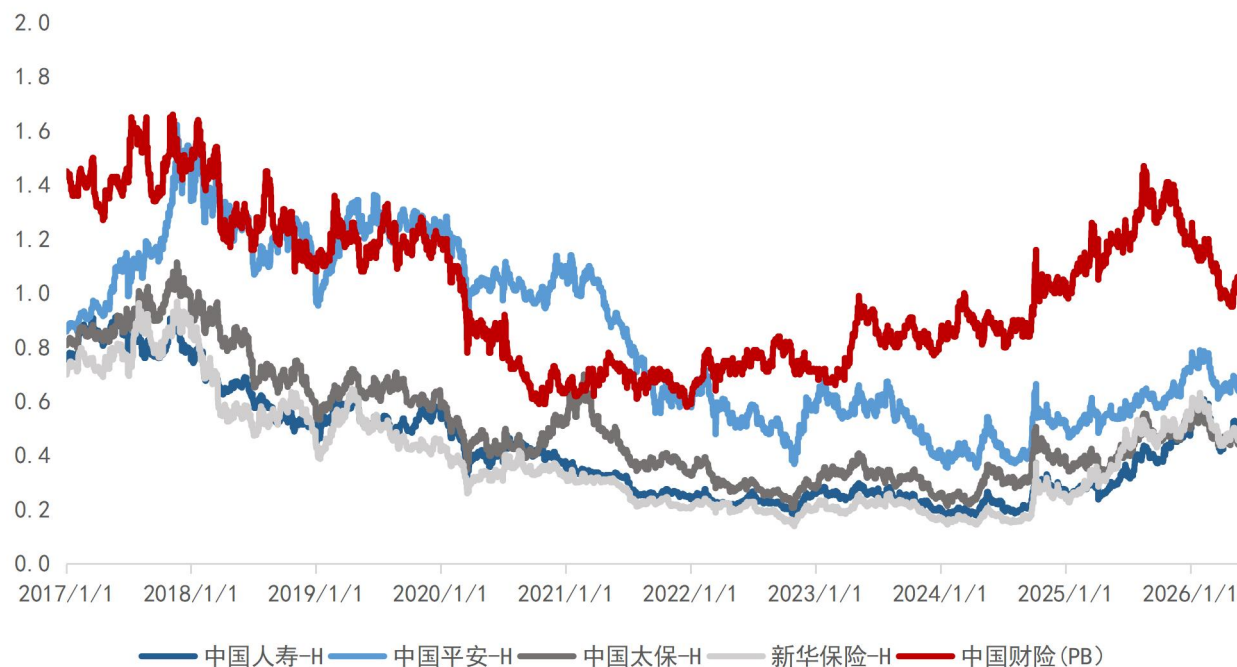
¹ 我们根据高志强等在《中国资产管理》专题文章即《资产负债联动下保险公司传统险账户权益资产配置研究》进行行业基准情形假设为：将负债端作为权重为负的资产纳入配置体系，以净资产（资产-负债）的风险收益特征为优化目标。净资产占总资产比例 10%，存量负债平均成本 3%，负债久期约 20 年，长期净资产回报率要求 8%，OCI 股票股息率 5%。资产端简化为三类标准化资产：OCI 股票：以高股息资产为主，采用“50%中证红利全收益指数+50%恒生港股通高股息全收益指数”模拟；TPL 股票：以成长股为主，采用“70%中证 800 成长指数+20%创业板指数+10%恒生科技指数”模拟；债券：以 30 年期国债为核心，预期收益率约 2.5%（30 年国债收益率+40BP 信用利差）。

图7: A股险企历史 P/EV 估值水平 (单位: 倍)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: H股险企历史 P/EV 估值水平 (单位: 倍)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理, 注: 中国财险为 PB 估值

◆ 投资建议: 优选资产端确定的险企

我们认为，市场对保险板块当前定价滞后于保险行业基本面修复节奏，后续估值有较大提升空间。资产端方面，二季度以来权益市场回暖、长端利率企稳回升预期增强的背景下，利润弹性与估值中枢均具备修复基础；当前 10 年期国债收益率约 1.7%，低利率环境对净投资收益率仍有压制，但险企通过增配 FVOCI 高股息资产，优化资产负债久期管理、提升分红险占比，逐步修复利差损。负债端方面，受“存款搬家”趋势延续、分红险转型、银保扩张等因素驱动，寿险新单保费与 NBV 增速维持高景气。当前行业处于负债端景气上行、资产端波动收敛、估值仍在低位的错位阶段，我们建议关注资负匹配优化清晰、净资产波动可控、估值安全边际较厚的中国太保以及财险护城河最强、COR 持续改善、长期资产端收益确定性较高的中国财险。

◆ 风险提示：

保费增速不及预期；长端利率下行；资本市场波动等。

相关研究报告：

《保险资管机构近期行为分析暨 2026 年一季度保险业资金运用情况点评-再平衡进行时》——2026-05-22
《保险业 2026 年一季报综述-银保高景气延续，投资波动放大》——2026-05-10
《保险业 2025 年财报综述-资负驱动利润增长，权益配置大幅提升》——2026-04-02
《保险股最新观点更新-资负两端共振，保险板块配置正当时》——2026-03-17
《2025 年四季度保险业资金运用情况点评-压实固收底仓，增持权益有空间》——2026-02-24

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032