

上市保险公司投资分析（2025年&2026Q1）

证券分析师：孙婷（非银金融行业首席分析师）

执业证书编号：S0600524120001

二零二六年六月七日

- **2025年7家上市险企归母净利润合计同比+26.5%，除太平外，国寿、新华分别增长44%、38%，领先同业，主要是由于其股票投资规模/比例较高，且大部分划分为FVTPL。我们认为，2025年股市走强是大部分上市险企归母净利润大幅增长的主要原因。2026Q1上市险企归母净利润合计同比-17%，我们认为主要受股市短期波动影响。**
- **投资资产：2026Q1末保险行业资金运用余额为39.4万亿元，较年初+2.5%。** 1) 2025年7家上市险企投资资产规模同比增长12.8%，其中人保增速最高(+15.8%)。截至2026Q1末，5家上市险企投资资产规模合计较年初+1.1%，其中太保增速最快为+2.8%。2) 上市险企第三方资产管理规模表现分化。太保、人保实现规模正增长，阳光同比降幅较大。3) 上市险企第三方资产管理规模占比均有下降。
- **投资收益率：净投资收益率继续下降，股市走强带动总投资收益率提升。** 1) 受长端利率持续低位影响，7家上市险企2025年净投资收益率普遍下降，平均同比下降0.3pct。其中，国寿、阳光同比降幅最大，均达0.5pct；平安下行幅度最为平缓(-0.1pct)。2026Q1上市险企净投资收益率继续下滑，平安、太保（均未年化）分别为0.8%、0.7%，均同比-0.1pct。2) 受益于2025年权益市场大涨，上市险企总投资收益率整体同比提升。2025年上市险企平均总投资收益率为5.4%，其中新华保险最高为6.6%，且同比增幅最大达0.8pct；太平则同比下滑0.5pct。2026Q1各公司则均有不同程度同比下降，其中新华同比-3.6pct降幅最大。我们认为主要是受股市短期波动导致TPL权益公允价值减少，以及部分公司基数较高等因素影响。3) 综合投资收益率方面，2025年平安、太保分别同比提升0.5pct、0.1pct至6.3%和6.1%，阳光同比-0.4pct至6.1%。受FVOCI债券浮亏影响，新华和太平综合投资收益率分别同比-3.5pct和-8.6pct；剔除该部分后的综合投资收益率分别为6.9%和4.3%，分别同比+0.7pct、-0.7pct。
- **投资资产结构：上市险企全面增配核心权益，债券占比有所分化。** 1) 债券配置出现分化，2025年除太保、太平外其余险企均选择减配债券，其中平安减配最多(-7.2pct)。2) 2025年，7家上市险企全线增配核心权益资产（股票+基金）。其中，新华(21.1%)核心权益占比位列首位，平安(+9.2pct)同比增幅领跑同业。3) 2025年末，各险企债券资产中FVOCI占比均为最高，AC和FVTPL占比有差异。4) 2025年，上市险企股票会计占比变化有所分化，其中国寿FVOCI占比提升幅度最大(+15.8pct)；平安、人保、太平、阳光较年初下降，平安下降幅度最大(-3.7pct)。阳光、平安FVOCI占比分别为68.1%、56.5%，仍然高于同业，新华保险最低仅为17.8%。
- **2026年险企投资端如何应对复杂投资环境？** 1) 国债发行规模有望继续扩大，十年期国债收益率或迎触底回升机遇。长久期地方债仍是险资配置的重要方向，同时通过择时和择券增厚收益。2) 19下险企应更加重视平衡股票资产的会计分类以达到平滑上市公司净利润的目的。3) 建议多关注优质非标、核心商业地方投资机会。4) 继续缩短资产负债久期缺口，加强资产和负债联动。
- **风险提示：1) 长端利率持续趋势性下行；2) 权益市场波动风险；3) 现金流错配风险；4) 非标资产风险。**



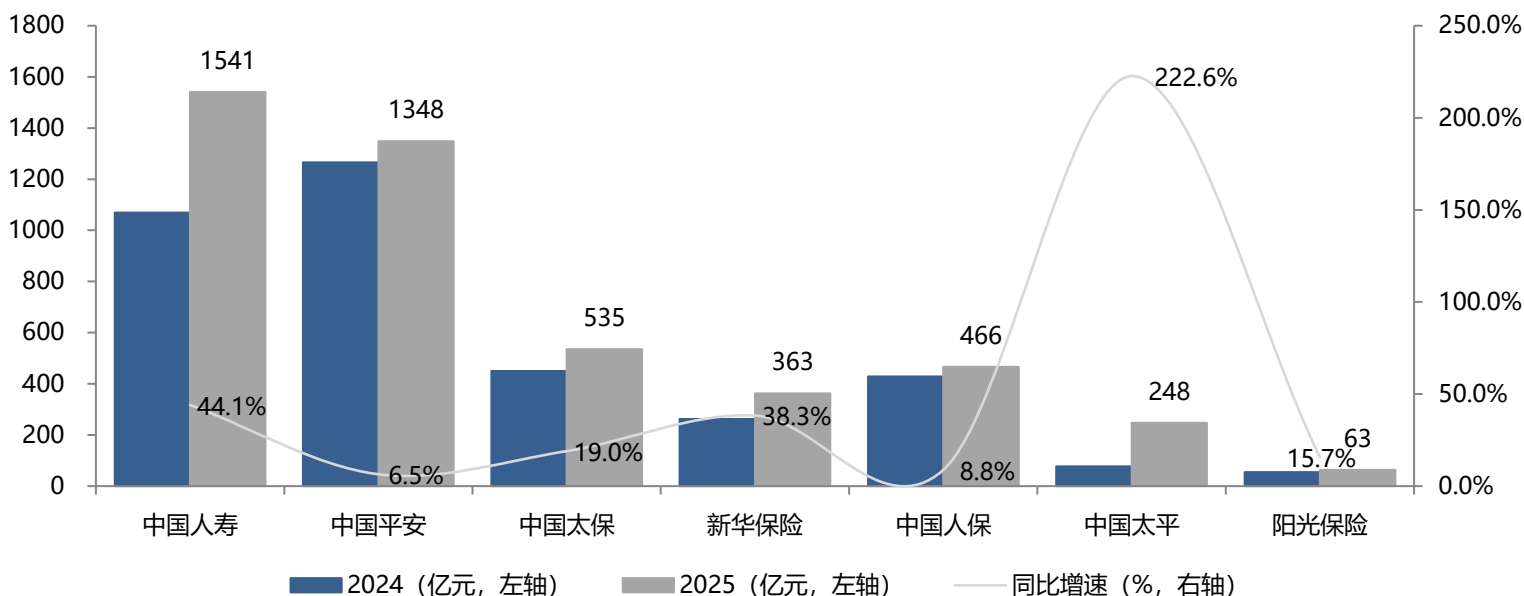
- 1. 2025年上市险企延续盈利增长态势，2026Q1盈利承压
- 2. 投资资产稳步增长，第三方资管规模、占比有所分化
- 3. 净投资收益率下降，股市走强带动总投资收益率提升
- 4. 上市险企全面增配核心权益，债券占比有所分化
- 5. 2026年险企投资端如何应对复杂投资环境？
- 6. 风险提示

1. 2025年上市险企延续盈利增长态势， 2026Q1盈利承压

1. 2025年上市险企延续盈利增长态势，2026Q1盈利承压

- 2025年7家上市险企归母净利润合计同比+26.5%，均实现同比正增长。分主体来看，国寿（1541亿元）、平安（1348亿元）归母净利润规模领跑同业，分别同比+44.1%、+6.5%；太平实现归母净利润248亿元，同比+223%，盈利增速领跑行业；太保、新华、人保、阳光分别实现归母净利润535亿元、363亿元、466亿元、63亿元，分别同比+19.0%、+38.3%、+8.8%、+15.7%。

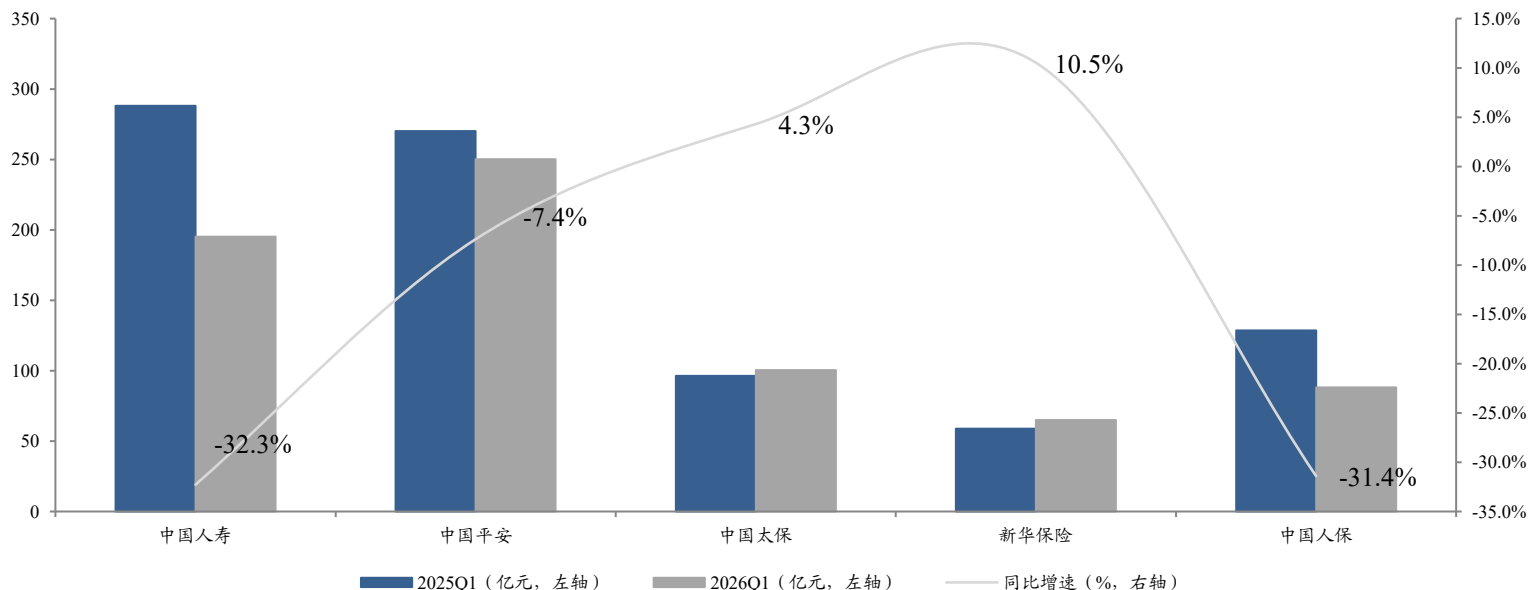
图：2025年上市险企归母净利润均继续保持正增长



1. 2025年上市险企延续盈利增长态势，2026Q1盈利承压

- 2026Q1上市险企归母净利润合计同比-17%，主要受股市短期波动影响。2026Q1新华、太保归母净利润分别同比+10.5%、+4.3%，其他险企普遍有不同程度同比下降。我们认为主要是受股市短期波动，以及部分公司高基数影响，不影响公司实际价值。

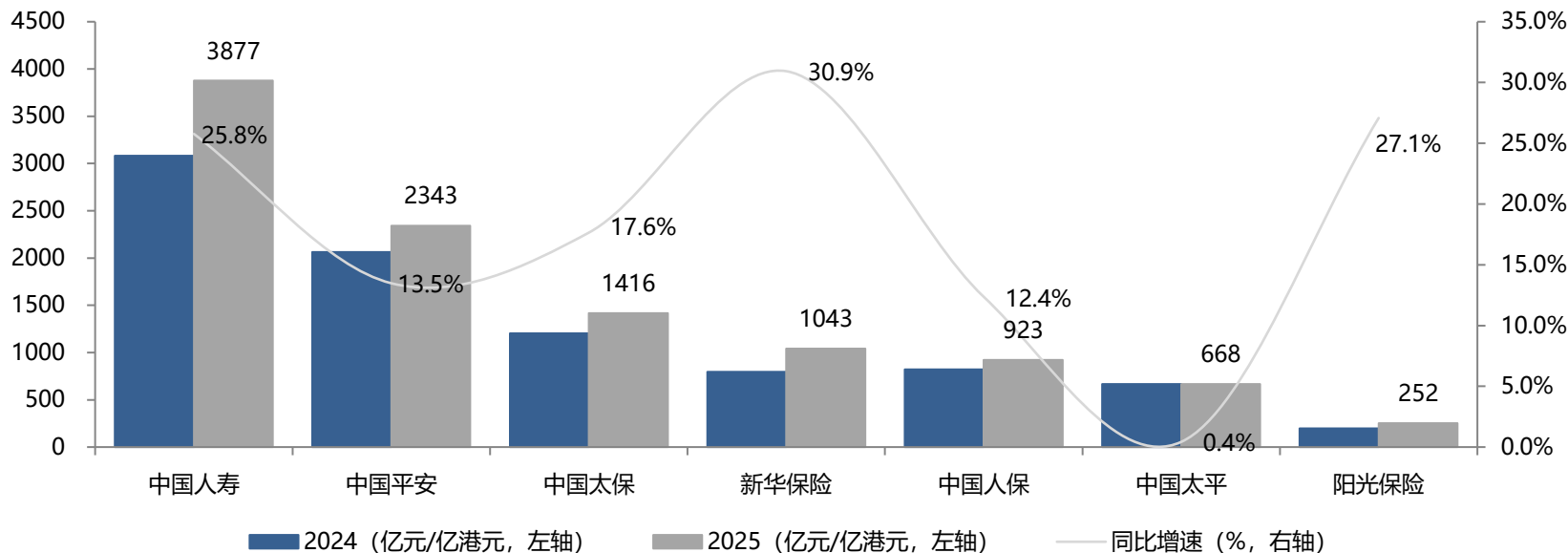
图：2026Q1上市险企归母净利润承压



1. 2025年上市险企延续盈利增长态势，2026Q1盈利承压

- 我们认为，2025年上市险企盈利端持续保持向好态势，核心驱动因素为权益市场持续向好带动投资收益提升，叠加经营端正向因素共同作用。
- 2025年7家上市险企总投资收益均实现正增长，合计同比+19.1%。分主体来看，国寿以3877亿元的总投资收益领跑行业，同比增长25.8%；新华保险以30.9%的同比增幅位居行业第一；阳光（27.1%）增速同样显著高于行业平均水平；平安、太保、人保分别同比+13.5%、+17.6%、+12.4%；太平同比增速仅0.4%落后同业。

图：2025年上市险企总投资收益继续提升



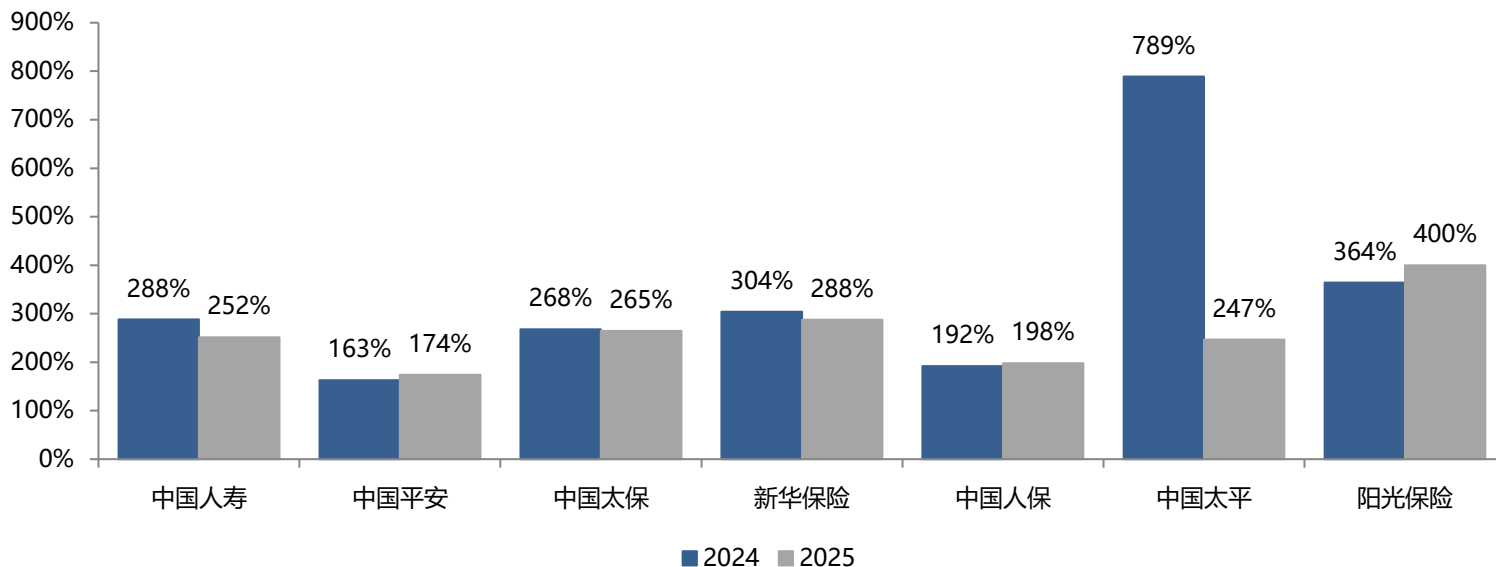
注：中国太平总投资收益单位为亿港元，其余公司为亿元。

数据来源：上市险企公告，东吴证券研究所

1. 2025年上市险企延续盈利增长态势，2026Q1盈利承压

- 2025年7家上市险企总投资收益对归母净利润占比保持相对稳定。分主体来看，阳光该占比高达400%，位列行业首位，且同比进一步提升36pct；新华、太保、国寿、太平占比处于200%-300%区间，分别为288%、265%、252%和247%，其中太平占比同比-542pct；人保、平安占比相对较低，分别为198%和174%。

图：2025年上市险企总投资收益对归母净利润占比整体保持稳定



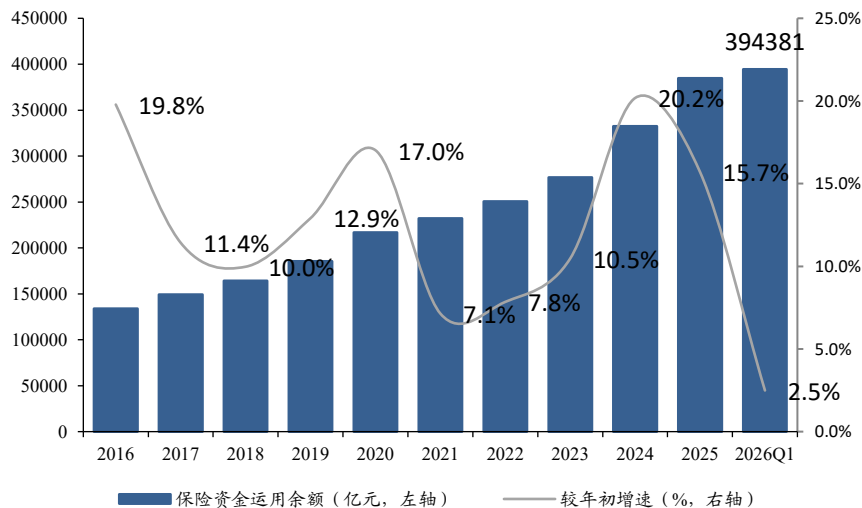
注：以上比例为总投资收益与归母净利润简单相除，未考虑税收等因素。

2. 投资资产稳步增长，第三方资管规模、占比有所分化

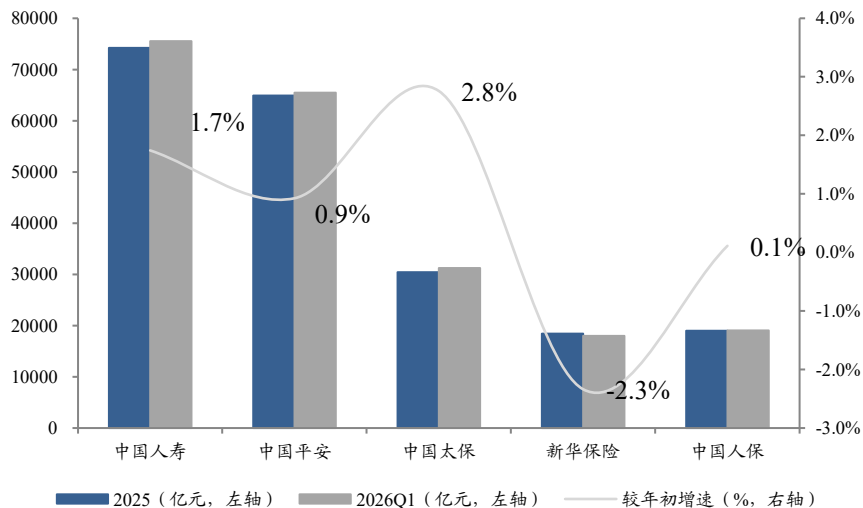
2. 投资资产稳步增长，第三方资管规模、占比有所分化

- 保险行业与上市险企投资资产规模同步实现稳步扩张，为投资收益增长筑牢了规模基础。
- 1) 行业层面，截至2026Q1末，保险行业资金运用余额达39.4万亿元，较年初+2.5%。2) 上市险企方面，2025年7家上市险企投资资产合计同比+12.8%。国寿以7.4万亿元的投资资产规模稳居行业第一，同比增长12.3%；平安紧随其后，投资资产达6.5万亿元，同比增长13.2%；太保、人保、新华投资资产分别为3.0万亿元、1.9万亿元、1.8万亿元，同比增长11.2%、15.8%、13.0%；太平投资资产为1.7万亿港元，同比增长11.6%；阳光资产扩张速度最快，投资资产达0.6万亿元，同比大幅增长16.7%。截至2026Q1末，5家上市险企投资资产规模合计较年初+1.1%，其中太保增速最快为+2.8%。

图：2026Q1保险行业资金运用余额保持正增长



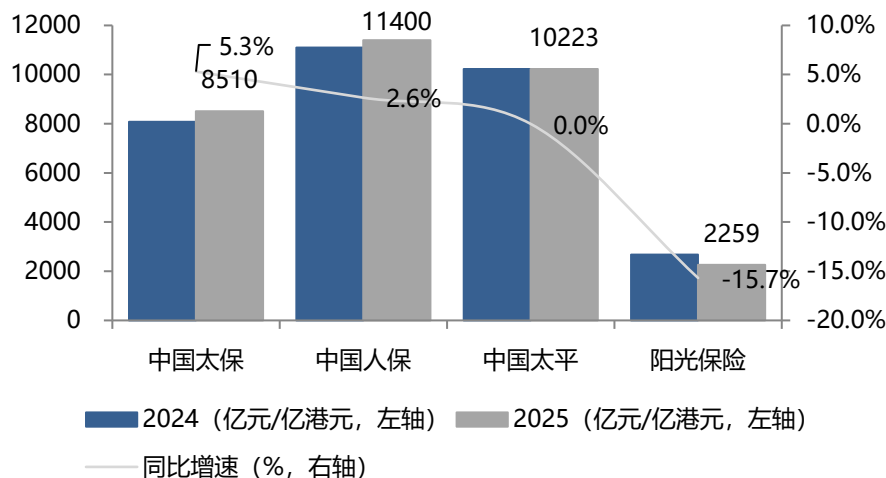
图：2026Q1上市险企投资资产规模保持稳定增长



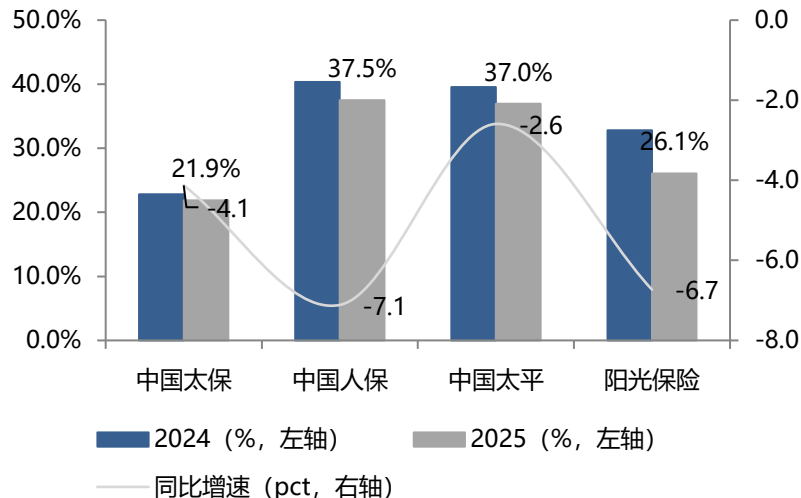
2. 投资资产稳步增长，第三方资管规模、占比有所分化

- **上市险企第三方资产管理规模表现分化。**截至2025年，太保、人保、太平、阳光第三方管理资产规模分别达到8510亿元、1.14万亿元、1.02万亿港元、2259亿元；分别同比+5.3%、+2.6%、持平、-15.7%。其中，人保第三方资管规模位列所列主体首位；太保实现稳健增长，增速领跑同业；太平业务规模保持稳定；阳光管理规模同比有所回落。
- **上市险企第三方资产管理规模占比均有下降，人保、太平占比高于同业。**2025年太保、人保、太平、阳光第三方资产管理规模占集团管理资产规模比例分别为21.9%、37.5%、37.0%、26.1%；分别同比-4.1pct、-7.1pct、-2.6pct、-6.7pct。其中，太平占比同比回落幅度最为平缓，人保、阳光受第三方业务规模增速不及集团整体资管规模扩张节奏影响，占比同比回落幅度相对较大。

图：2025年上市险企第三方资管规模表现分化



图：2025年上市险企第三方资管规模占比均有下滑



3. 净投资收益率下降，股市走强带动 总投资收益率提升

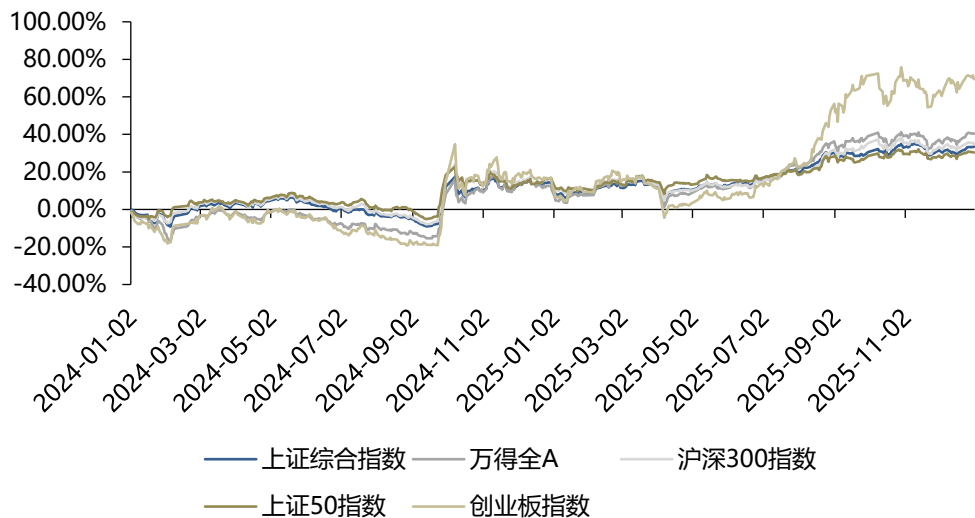
3.1. 2025年股市表现亮眼，长端利率企稳上行

➤ **2025年上半年权益市场波动较大，三季度迎来大幅上涨，市场主要指数全年涨幅高于2024年。** 1) 2025年全年上证综指、万得全A、沪深300、上证50、创业板指分别累计+18.41%、+27.65%、+17.66%、+12.90%、+49.57%，除上证50外，其余指数表现均强于2024年。2) 2025年一季度市场整体表现平淡；二季度初受关税战升级影响，市场一度出现波动，上证综指在4月7日触及全年低点，但随着市场信心快速修复，各指数均出现明显回暖；三季度科技行情爆发，创业板指单季+50.4%，明显强于2024年同期表现。

表：2024-2025年各指数涨跌幅

指数	2024	2025	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
上证综指	12.67%	18.41%	-0.48%	2.87%	12.73%	2.22%
万得全A	10.00%	27.65%	1.90%	3.48%	19.46%	0.97%
沪深300	14.68%	17.66%	-1.21%	1.24%	17.90%	-0.23%
上证50	15.42%	12.90%	-0.71%	1.85%	10.21%	1.41%
创业板指	13.23%	49.57%	-1.77%	2.43%	50.40%	-1.08%

图：2025年三季度股市迎来大幅上涨



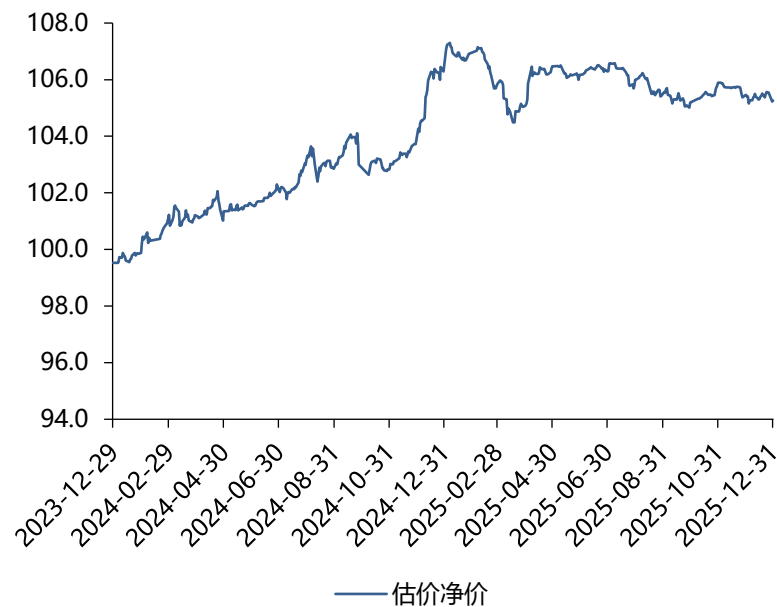
3.1. 2025年股市表现亮眼，长端利率企稳上行

- 在债券市场方面，收益率宽幅震荡上行成为全年主线，债券价格呈现N型波动走势。受货币政策宽松力度不及预期、中美贸易摩擦反复、权益市场结构性行情分流资金等因素影响，2025年长债收益率结束了此前连续两年的单边下行趋势，债券市场从单边牛市转入高波动的区间震荡行情。

图：2024-2025年长债收益率走势 (%)



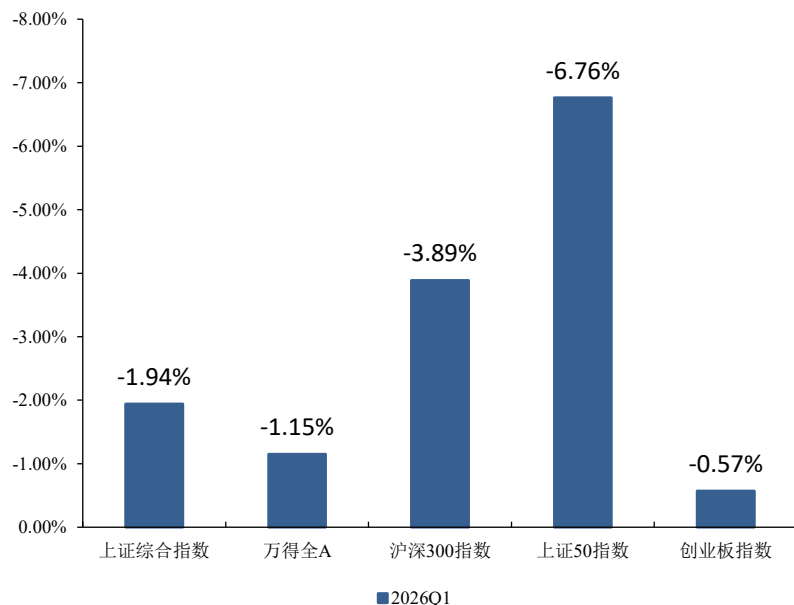
图：2025年国债价格 (23国债18) 估值净价 (元)



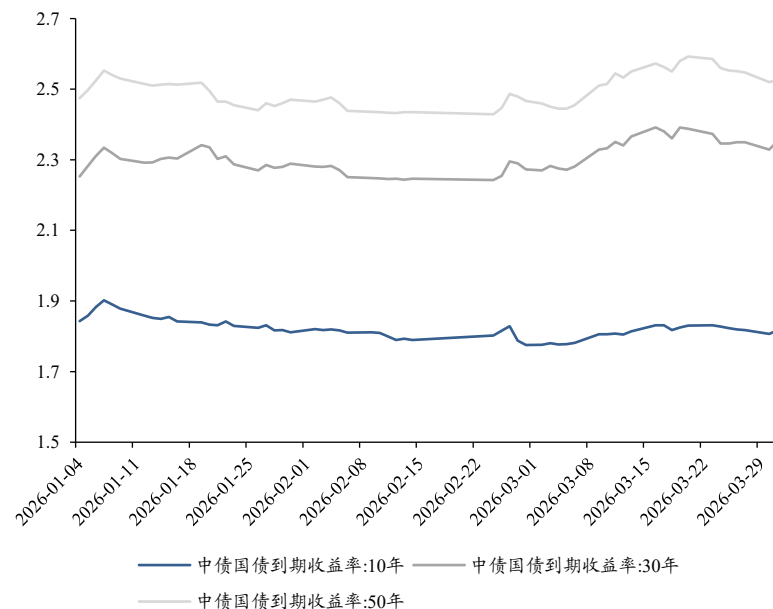
3.2. 2026Q1股市承压，长端利率保持稳定

- 2026Q1股市受海外局势影响呈现承压态势，主要指数均出现下跌。
- 在债券市场方面，收益率整体保持平稳。截至Q1末，十年期、三十年期、五十年期国债收益率分别较年初-3.02bps、+8.47bps、+4.75bps。

图：2026Q1主要指数涨跌幅 (2026.01.05-2026.03.31)



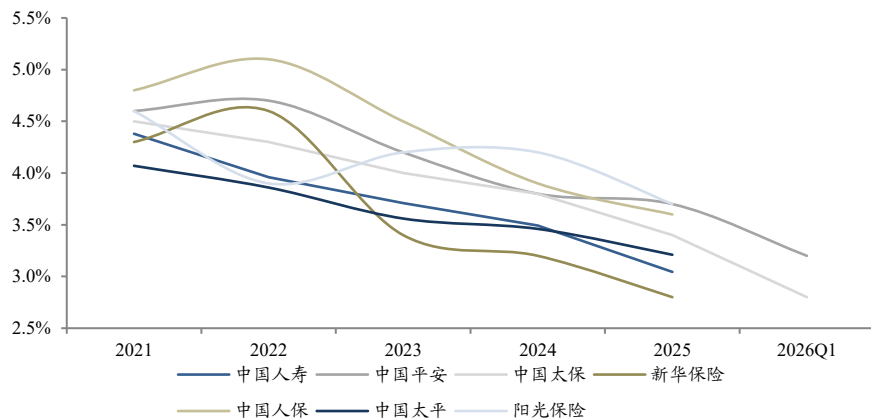
图：2026Q1长债收益率走势 (%)



3.3. 上市险企：净投资收益率继续下降，总投资收益率同比提升

受低利率环境持续深化影响，固收类资产收益端持续面临下行压力，2025年上市险企净投资收益率延续同比下降态势，7家上市险企平均净投资收益率同比下降0.3pct；2026Q1上市险企净投资收益率继续下滑，平安、太保（均未年化）分别为0.8%、0.7%，均同比-0.1pct。1) 2025年平安与阳光净投资收益率并列行业第一，均实现3.7%的净投资收益率；人保紧随其后，达到3.6%；太保、太平分别为3.4%和3.2%；国寿为3.0%；新华净投资收益率最低，为2.8%。2) 同比变动方面，所有公司均出现不同程度下滑，国寿与阳光降幅最大，均同比下降0.5pct；太保、新华、太平、人保降幅在0.3-0.4pct之间；平安下行幅度最为平缓，仅同比下降0.1pct。3) 从收益构成来看，净投资收益核心来源于债券利息、股息分红等确定性较强的息类收入，其表现与市场利率环境高度相关。近年来国债收益率中枢持续下行，导致上市险企新增配置固收资产的票息收益持续走低；同时，前期配置的高收益率非标项目进入集中到期周期，市场缺乏可匹配的高收益替代资产，再投资压力较大，多重因素共同导致行业净投资收益率持续承压。

图：2021-2025年上市险企净投资收益率



表：2021-2025年上市险企净投资收益率

公司	2021	2022	2023	2024	2025
中国人寿	4.4%	4.0%	3.7%	3.5%	3.0%
中国平安	4.6%	4.7%	4.2%	3.8%	3.7%
中国太保	4.5%	4.3%	4.0%	3.8%	3.4%
新华保险	4.3%	4.6%	3.4%	3.2%	2.8%
中国人保	4.8%	5.1%	4.5%	3.9%	3.6%
中国太平	4.1%	3.9%	3.6%	3.5%	3.2%
阳光保险	4.6%	3.9%	4.2%	4.2%	3.7%
平均	4.5%	4.3%	3.9%	3.7%	3.3%

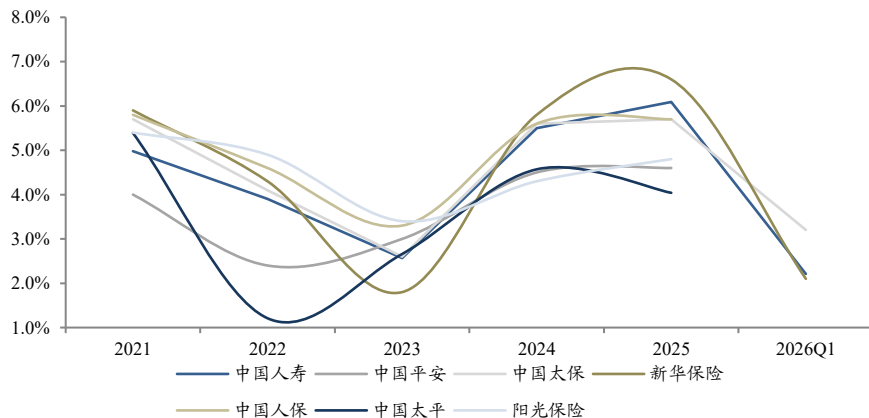
注：以上数据采用公司披露口径，不同保险公司在投资收益率计算方法上存在差异，因此不建议直接横向比较。2026Q1为年化净投资收益。

3.3. 上市险企：净投资收益率继续下降，总投资收益率同比提升

➤ 受益于2025年权益市场走强，上市险企总投资收益率整体同比提升。2025年，新华以6.6%的总投资收益率位居行业首位；国寿紧随其后，达到6.1%；太保与人保并列第三，均为5.7%；阳光、平安分别为4.8%、4.6%；中国太平收益率最低，为4.0%。各公司间表现呈现显著分化：其中新华总投资收益率同比增幅最大，达0.8pct，我们判断核心原因在于公司股票+基金占比高于同业，且股票资产中TPL占比较高，在权益市场上涨背景下业绩弹性更强；国寿总投资收益率同比提升0.6pct，增幅仅次于新华；太平则成为7家上市险企中唯一一家总投资收益率同比下滑的公司，全年收益率同比回落0.5pct。

➤ 2026Q1各公司均有不同程度同比下降，其中新华同比-3.6pct降幅最大。我们认为主要是受股市短期波动导致TPL权益公允价值减少，以及部分公司基数较高等因素影响。

图：2025年上市险企的总投资收益率同比提升



表：2021-2025年上市险企总投资收益率

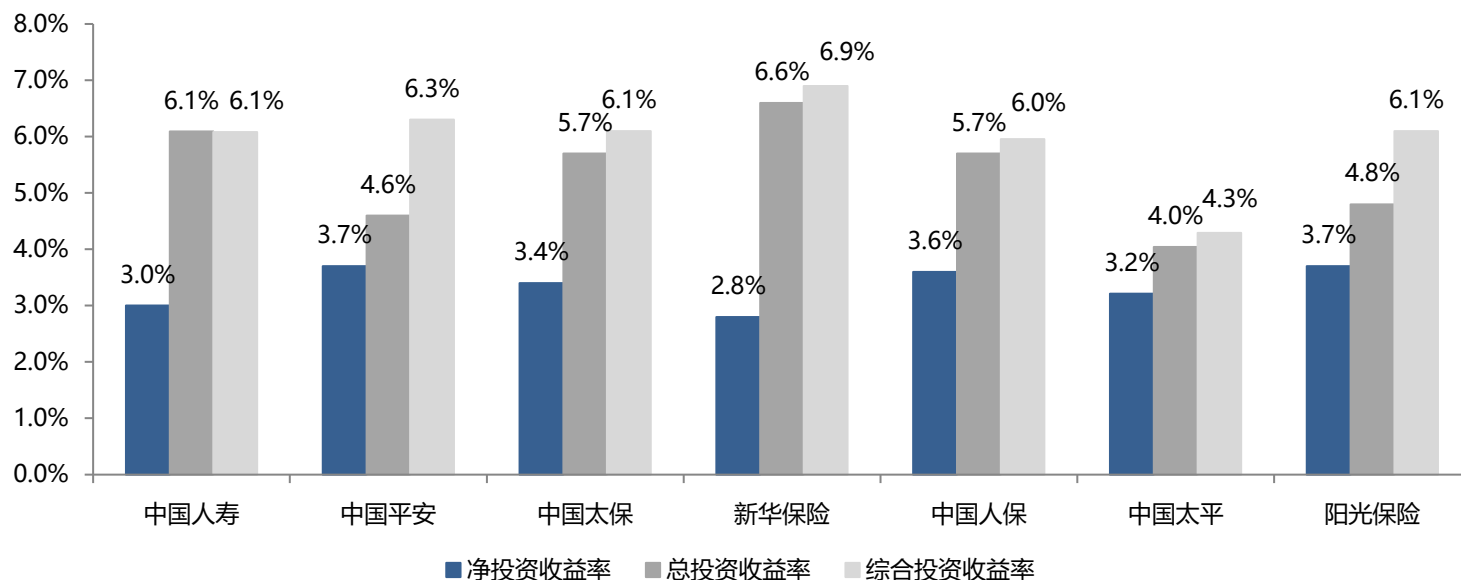
公司	2021	2022	2023	2024	2025
中国人寿	5.0%	3.9%	2.6%	5.5%	6.1%
中国平安	4.0%	2.4%	3.0%	4.5%	4.6%
中国太保	5.7%	4.1%	2.6%	5.6%	5.7%
新华保险	5.9%	4.3%	1.8%	5.8%	6.6%
中国人保	5.8%	4.6%	3.3%	5.6%	5.7%
中国太平	5.4%	1.2%	2.7%	4.6%	4.0%
阳光保险	5.4%	4.9%	3.4%	4.3%	4.8%
平均	5.3%	3.6%	2.8%	5.1%	5.4%

注：以上数据采用公司披露口径，不同保险公司在投资收益率计算方法上存在差异，因此不建议直接横向比较。2026Q1为年化总投资收益。

3.3. 上市险企：净投资收益率继续下降，总投资收益率同比提升

- 从综合投资收益率表现看，由于不同公司计算方法存在差异，因此整体变化表现不一。1) 平安、太保综合投资收益率分别同比提升0.5pct、0.1pct至6.3%和6.1%，阳光则同比-0.4pct至6.1%。以上三家收益率均未包含FVOCI债券浮盈浮亏。2) 新华和太平综合投资收益率分别同比-3.5pct和-8.6pct降至5.0%和1.7%，两家收益率均包含FVOCI债券浮盈浮亏，受利率下行影响较大，剔除该部分后的综合投资收益率分别为6.9%和4.3%，分别同比+0.7pct、-0.7pct。

图：2025年上市险企净、总、综合投资收益率静态比较

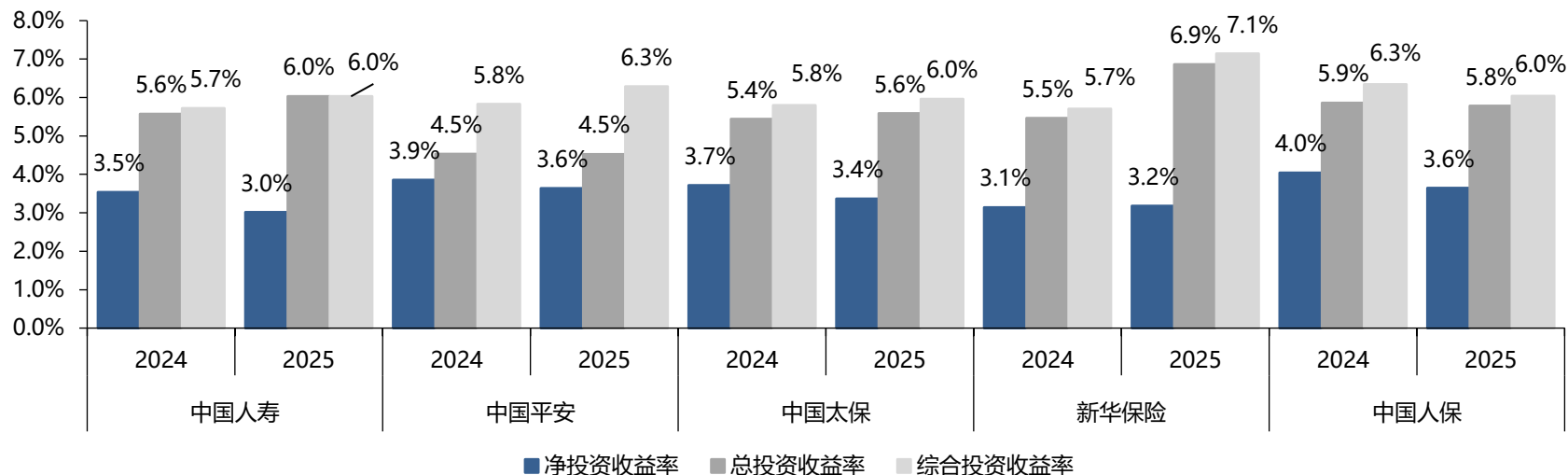


注：1) 中国人寿和中国人保综合投资收益率为测算值，中国人寿和中国人保仅包括FVOCI权益投资浮盈浮亏。2) 新华保险和中国太平综合投资收益率剔除了FVOCI债券浮盈浮亏。

3.4. 上市险企调整后投资收益率：新华综合投资收益率领先同业

- 为保证各公司投资收益率计算口径一致，基于上市公司财报披露数据，统一调整口径如下：1) 净投资收益率=固收资产利息收入+权益资产股息收入+投资性不动产租金收入+长期股权投资收益。2) 综合投资收益率的浮盈部分不考虑FVOCI债券。3) 净/总/综合投资收益率= (净/总/综合投资收益) /平均投资资产规模。4) 平均投资资产规模= (期初投资资产-期初卖出回购金融资产款-期初FVOCI债券公允价值+期末投资资产-期末卖出回购金融资产款-期末FVOCI债券公允价值) /2。
- 根据调整口径后数据可以看到，净投资收益率依旧呈现承压趋势，总、综合投资收益率普遍有所提升。1) 净投资收益率依旧承压，平安、人保净投资收益率表现更为优秀，均为3.6%。2) 总投资收益率普遍有所提升，其中新华表现最好达6.9%。3) 在不考虑FVOCI债券浮盈浮亏的情况下，各家综合投资收益率均超6%。其中新华 (7.1%) 表现最优，国寿、平安、太保、人保间差距不大。

图：2024、2025年上市险企净、总、综合投资收益率静态比较

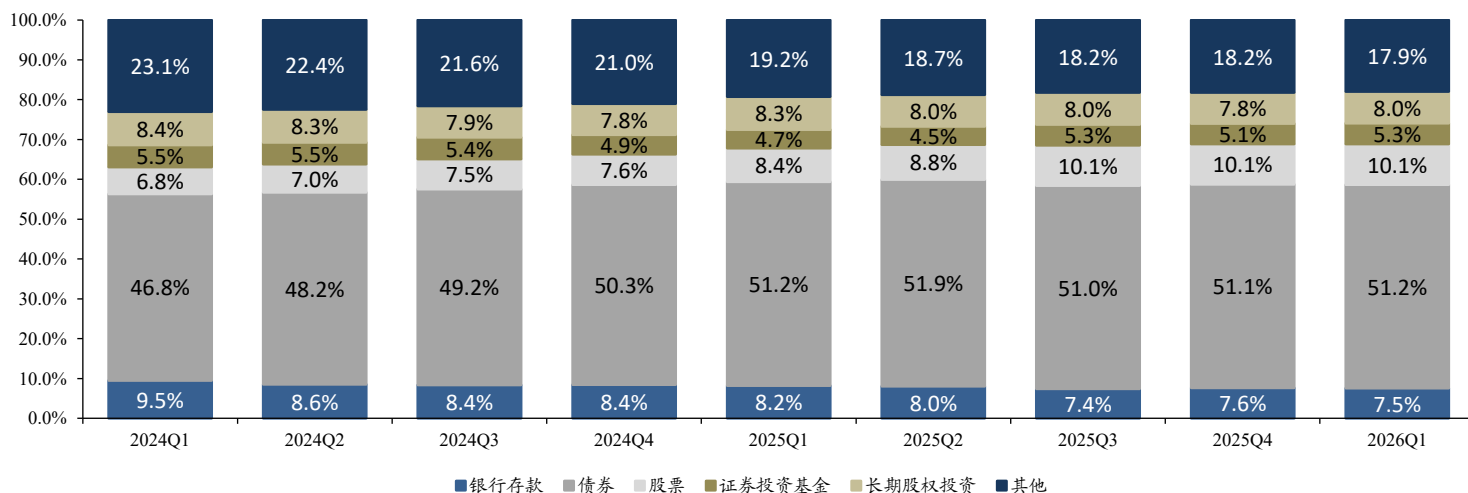


4. 上市险企全面增配核心权益，债券占比有所分化

4.1. 保险行业：核心权益占比大幅提升，债券占比保持稳定

- 以人身险行业为例，近期大幅增配核心权益，减配银行存款，债券占比保持相对稳定。1) 银行存款配置占比不断缩减，从2024Q1的9.5%不断缩减至2026Q1的7.5%。核心驱动因素为市场利率中枢持续下行，险资主动降低低收益流动性资产的配置比例。2) 全年债券配置占比保持相对稳定，从2024Q4的50.3%微升至2026Q1的51.2%，始终为险资第一大配置资产。3) 以股票为首的核心权益占比大幅提升。2024Q3以来A股市场强势反弹，保险机构精准把握市场机遇，主动加大权益资产布局力度，股票类资产占比从2024Q4的7.6%提升至2026Q1的10.1%。4) 长期股权投资占比保持稳定，2026Q1占比稳定在8.0%。5) 以非标为主的其他类资产占比继续下行，从2024Q4的21.0%下滑至2026Q1的17.9%。我们判断，占比下行的核心原因在于前期配置的高收益存量非标资产进入大规模到期周期，而市场新增优质非标资产供给持续不足。

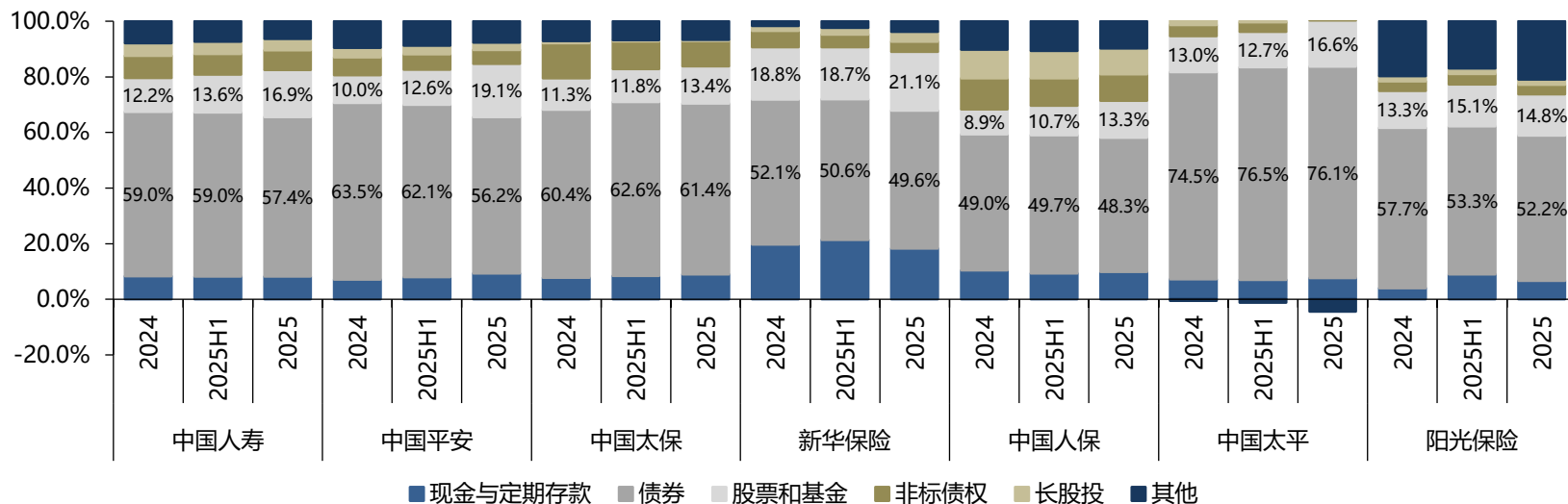
图：2024年以来人身险行业资产配置结构季度变化



4.2. 上市险企：核心权益占比大幅提升，债券配置出现分化

- 2025年，上市险企资产配置与行业整体趋势基本一致，呈现全面加码核心权益资产、债券配置显著分化、非标占比延续下行、现金及存款小幅回补的特征。1) 7家上市险企全线增配核心权益资产（股票+权益型基金），平均核心权益占比同比提升4.0pct。平安增配力度最大，核心权益占比同比提升9.2pct至19.1%；新华以21.1%的核心权益占比位居行业首位，同比提升2.3pct；国寿、人保增配幅度同样显著，分别同比提升4.7pct和4.4pct，占比分别达到16.9%和13.3%；太保、太平、阳光增配幅度相对温和，同比分别提升2.2pct、3.6pct和1.6pct。2) 债券配置出现分化，除太保、太平外其余险企均减配债券。平安减配力度最大，债券占比同比下降7.2pct；阳光次之，同比下降5.5pct；新华、国寿、人保分别同比下降2.5pct、1.7pct和0.7pct；太平、太保则分别同比增配1.6pct和1.0pct。3) 非标占比延续长期以来的下行趋势，上市险企平均占比同比-1.1pct。

图：2024-2025年保险公司的大类资产配置比例

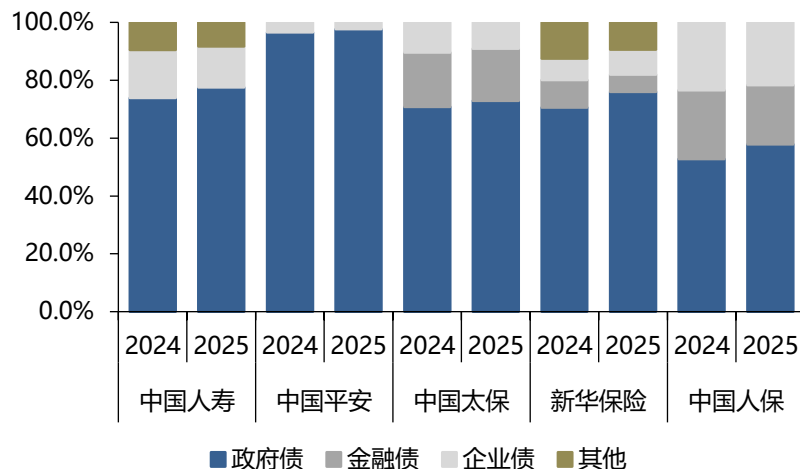


注：中国平安、中国太保债券口径中包含债券型基金。

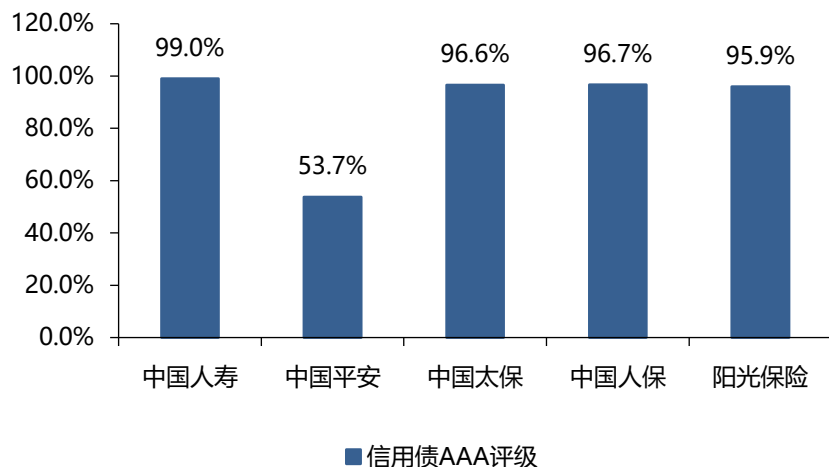
4.2.1. 债券：利率债仍为近年来上市险企债券投资中的主要配置品种

- **2025年上市险企普遍提升政府债投资比例，整体资产久期继续拉长。** 1) 从品种结构上看，2025年末上市险企投资政府债占债券比例平均为63.7%，同比提升2.9pct，保持稳健的配置风格。在信用债投资上，绝大部分险企持仓中AAA级占比超过95%，整体资产质量良好。2) 目前上市险企资产久期继续拉长，但节奏明显放缓。2025年末中国太保固收资产久期为11.7年，较年初继续增加0.3年，但相比此年份久期拉长幅度明显放缓。

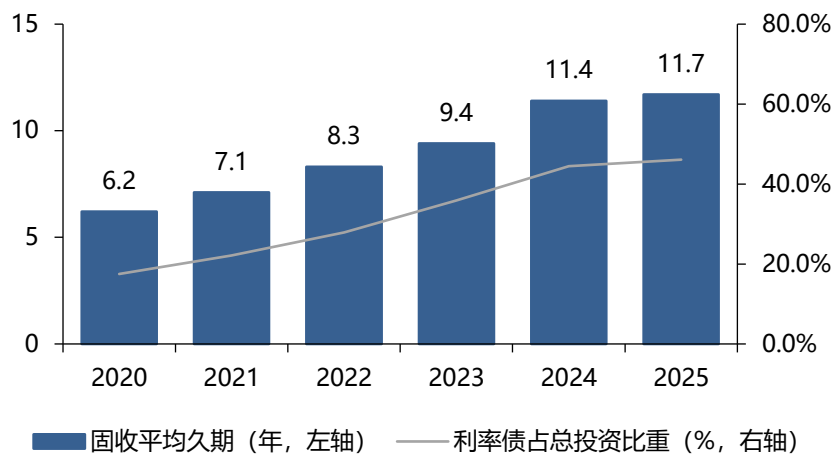
图：2025年上市险企普遍提升政府债投资比例



图：2025年上市险企信用债AAA级占比



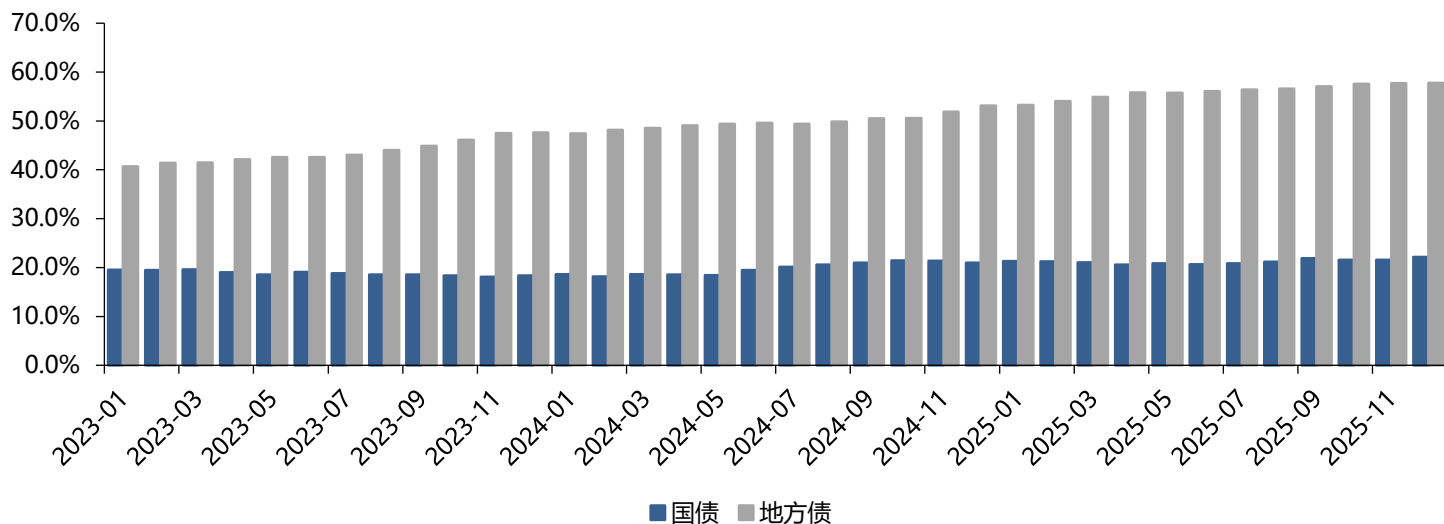
图：中国太保固收资产平均久期继续拉长



4.2.1. 债券：利率债仍为近年来上市险企债券投资中的主要配置品种

- 我们从险资配置政府债大类中发现，自2019年以来，险资投资地方政府债的比重在大幅提升。1) 根据中债登官方债券托管数据，2020-2025年末，保险资金持有的地方政府债规模从5504亿元快速攀升至25639亿元，五年间规模增长超3.6倍，年均复合增长率达36.1%。增长节奏呈现“先加速后稳增”特征，2021年实现翻倍式增长（同比+85.9%），2023-2025年进入稳健增长通道，连续三年保持20%以上增速，分别同比增长31.9%、22.1%和21.8%。2) 从配置结构看，地方债在险资债券托管总量中的占比逐年攀升，2023-2025年分别达到47.6%、53.2%和57.8%，三年累计提升10.2pct，已占据险资债券配置的半壁江山以上。

图：险资配置地方政府债比重在逐步增高



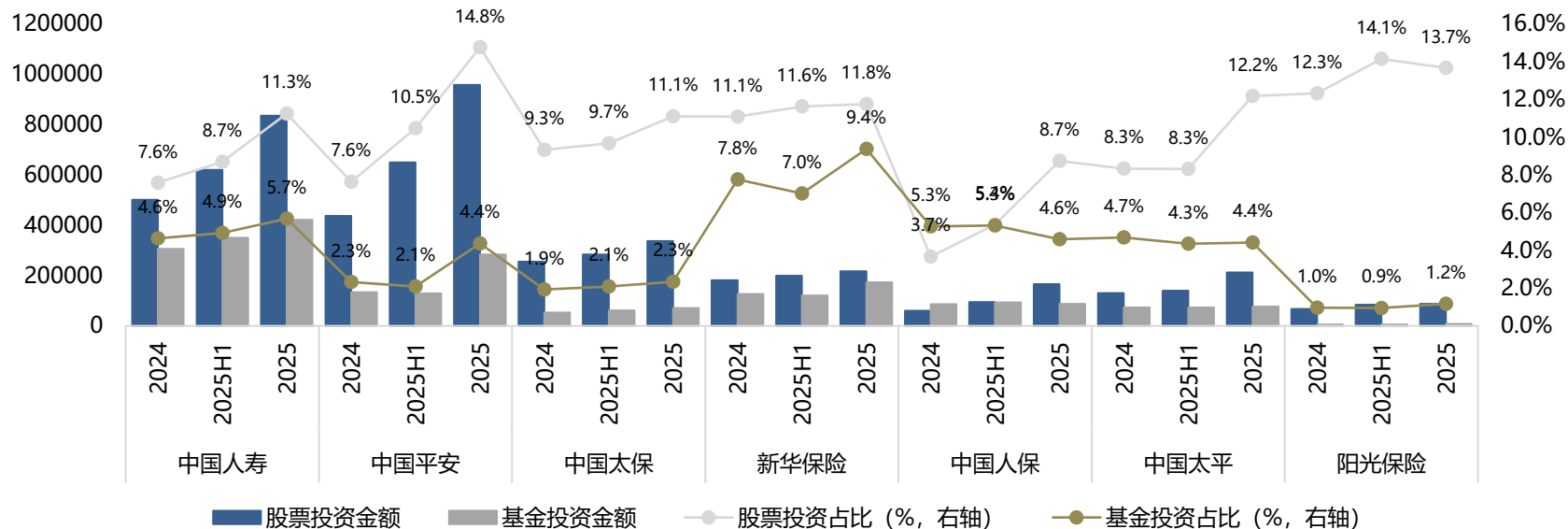
注：上图为国债和地方债在保险机构债券托管总量中的占比。

数据来源：上市险企公告，东吴证券研究所

4.2.2. 权益：“股票+基金”占比大幅提升，人保、太保配置比例低于同业

- **2025年上市险企大幅增配核心权益，规模同比+62.8%。**截至2025年末，国寿以12572亿元的核心权益资产规模稳居行业首位，同比增长55.7%；平安紧随其后，核心权益资产规模达12416亿元，且以117.5%的同比增速领跑行业；人保增速位列行业第二，核心权益资产同比增长72.6%至2523亿元；太平、太保、阳光、新华分别实现42.2%、32.8%、30.3%和26.7%的同比增长，核心权益资产规模分别达到2895亿港元、4087亿港元、950亿港元和3890亿港元。

图：2024-2025年保险公司的“股票+基金”投资金额（百万元/百万港元）及比例



注：平安、太保、阳光图中列报基金数据为权益型基金。太平为港元口径，其余公司为人民币口径。

4.2.2. 权益：“股票+基金”占比大幅提升，人保、太保配置比例低于同业

表：2024-2025年上市险企股票+基金投资规模与占比情况

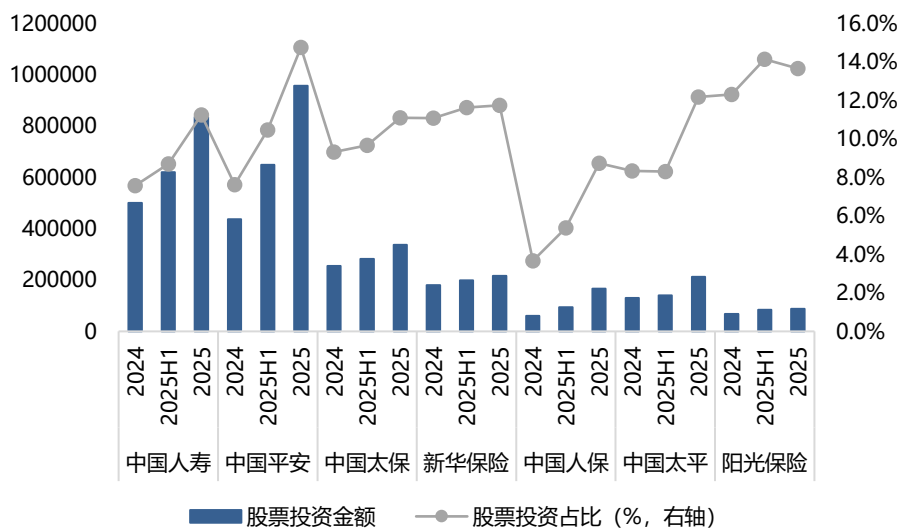
单位：亿元/亿港元		规模				占比			
		股票	基金	总投资资产	股票+基金 环比增速	股票	基金	合计	股票+基金 环比变动
中国人寿	2024	5011	3066	66111		7.6%	4.6%	12.2%	
	2025H1	6201	3507	71272	20.2%	8.7%	4.9%	13.6%	1.4pct
	2025	8353	4218	74237	29.5%	11.3%	5.7%	16.9%	3.3pct
中国平安	2024	4374	1334	57314		7.6%	2.3%	10.0%	
	2025H1	6493	1291	62025	36.4%	10.5%	2.1%	12.6%	2.6pct
	2025	9581	2835	64900	59.5%	14.8%	4.4%	19.1%	6.6pct
中国太保	2024	2551	527	27345		9.3%	1.9%	11.3%	
	2025H1	2831	612	29247	11.9%	9.7%	2.1%	11.8%	0.5pct
	2025	3377	711	30400	18.7%	11.1%	2.3%	13.4%	1.7pct
新华保险	2024	1808	1263	16294		11.1%	7.8%	18.8%	
	2025H1	1992	1202	17125	4.0%	11.6%	7.0%	18.7%	-0.2pct
	2025	2165	1726	18412	21.8%	11.8%	9.4%	21.1%	2.5pct
中国人保	2024	602	866	16418		3.7%	5.3%	8.9%	
	2025H1	946	936	17607	28.1%	5.4%	5.3%	10.7%	1.7pct
	2025	1662	873	19016	34.7%	8.7%	4.6%	13.3%	2.6pct
中国太平	2024	1302	733	15621		8.3%	4.7%	13.0%	
	2025H1	1399	731	16833	4.7%	8.3%	4.3%	12.7%	-0.4pct
	2025	2124	771	17431	35.9%	12.2%	4.4%	16.6%	3.9pct
阳光保险	2024	676	53	5486		12.3%	1.0%	13.3%	
	2025H1	837	56	5919	22.6%	14.1%	0.9%	15.1%	1.8pct
	2025	875	74	6402	6.3%	13.7%	1.2%	14.8%	-0.3pct

注：平安、太保、阳光图中列报基金数据为权益型基金。太平为港元口径，其余公司为人民币口径。

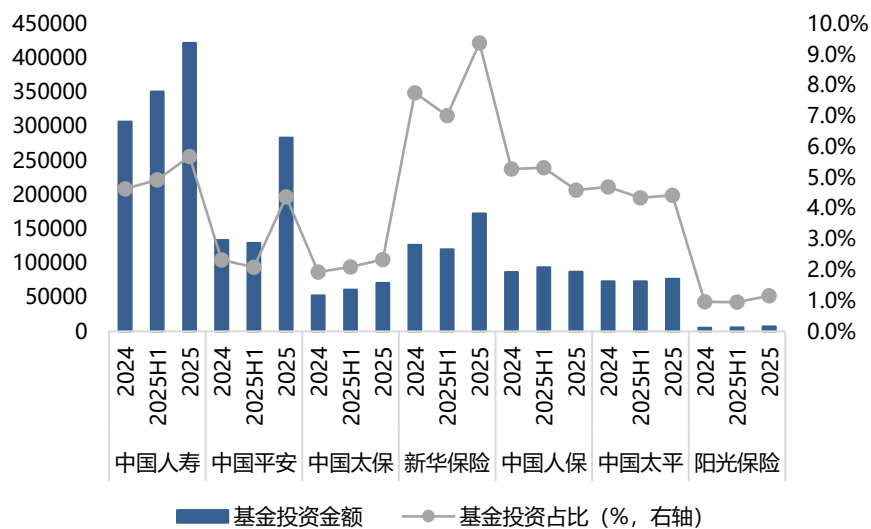
4.2.2. 权益：“股票+基金”占比大幅提升，人保、太保配置比例低于同业

- 从细分资产上看，2025年上市险企股票、基金配置呈现出以下特点：
 - 1) 上市险企股票资产配置比例均高于基金。①2025年上市险企股票资产平均配置比例为12.2%，其中平安占比最高，为14.8%；中国人保占比最低为8.7%。②基金配置比例平均为4.9%，其中新华占比最高，为9.4%；阳光占比最低，为1.2%。③上市险企平均股票占比较基金高出7.3pct；而各险企中阳光保险最偏好股票，股票占比较基金高12.5pct；新华对股票、基金偏好相差不大，股票占比较基金高出2.4pct。
 - 2) 大体呈现出股票、基金均受增配的趋势，但各家策略各不相同。①上市险企中人保、太平减配基金，分别同比-0.7pct、-0.3pct，其余均增配，而平安基金占比同比+2.0pct，是增幅最大的公司。②所有上市险均增配股票，平安股票增配幅度最大，同比+7.1pct，而新华增持最小，同比+0.7pct。

图：2024-2025年上市险企股票投资金额（百万元）及比例



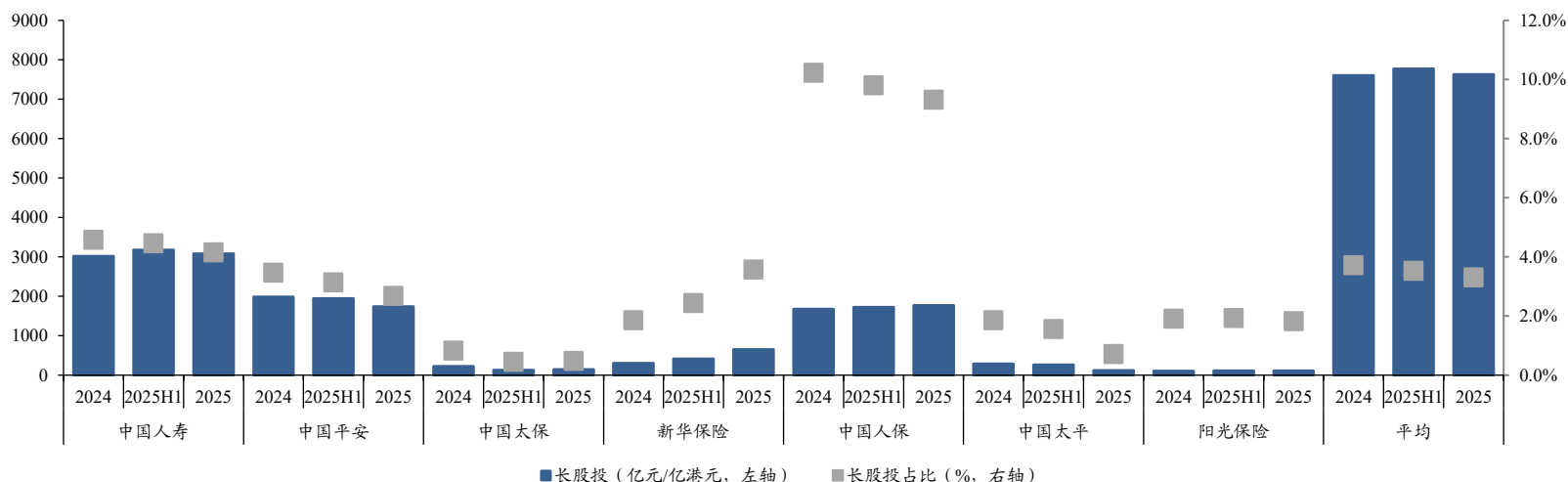
图：2024-2025年上市险企基金投资金额（百万元）及比例



4.3. 长期股权投资占比下滑明显

- **2025年上市险企长期股权投资规模出现分化，占投资资产比例除新华外均下滑。** 1) 规模上分化特征尤为突出，新华表现最为亮眼，因新增“鸿鹄二期”等重大长期股权投资项目，全年规模同比大幅增长117%，实现翻倍式扩张；国寿、人保、阳光保持稳健增长，同比分别增长1.9%、5.5%和11.9%；太平、太保、平安均出现不同程度的规模收缩，其中太平同比降幅高达56.8%，位居行业首位，太保、平安分别同比下降35.1%和12.4%。2) 从占比看，行业整体下行。人保以9.3%的占比领先于同业；新华是唯一一家实现占比同比提升的公司，占比从上年的1.9%提升至3.6%，同比增加1.7pct；其余公司占比均有不同程度下滑，太平、平安、国寿和太保，分别同比下降1.1pct、0.8pct、0.4pct和0.3pct。

图：2025年大部分上市险企长期股权占比下降

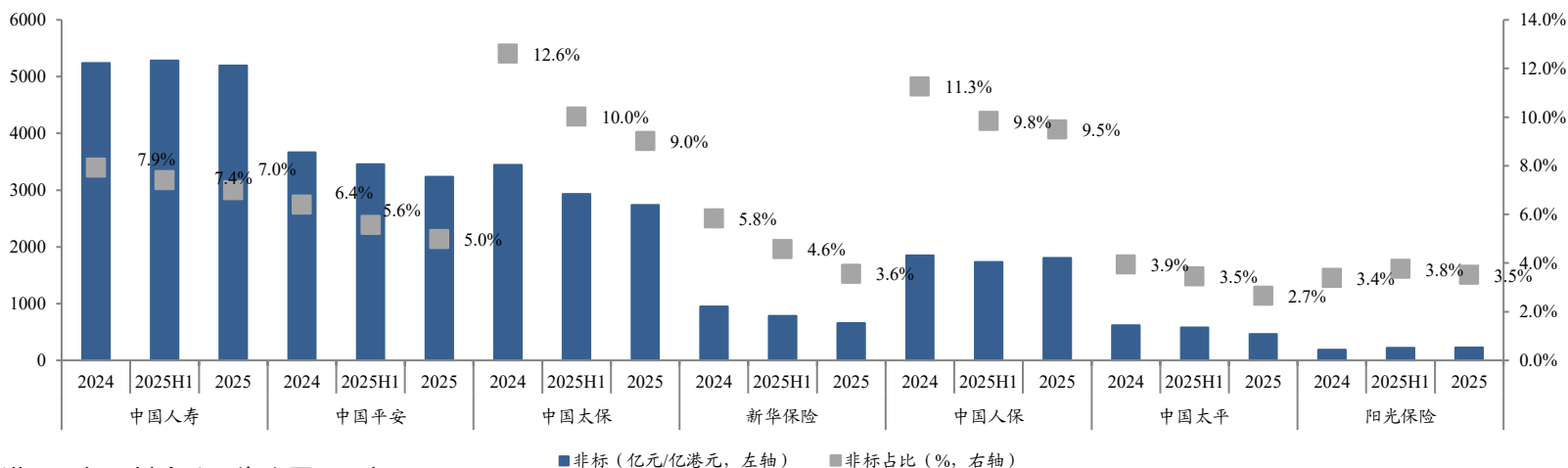


注：太平为港元口径，其余公司为人民币口径。

4.4. 地产&非标：投资占比进一步下降

- **地产投资：**目前上市险企地产投资敞口已经较低，中国平安2025年末保险资金投资组合中不动产投资余额为2022亿元，在总投资资产中占比仅为3.1%，较年初继续下降0.4pct，且其中86.8%为以成本法计量的物权投资，风险相对可控。
- **上市险企非标资产规模、占比均持续下滑。**1) 2025年7家上市险企中，6家公司非标资产规模出现同比下滑，仅阳光实现正增长。国寿以5195亿元的非标资产规模继续位居行业首位，同比微降0.8%；平安、太保、太平、人保、新华均出现不同程度收缩，其中新华降幅最大，同比下降31.1%；太保、太平降幅也超过20%，分别为20.5%和24.7%；阳光非标资产规模同比增长20.8%至225亿元。2) 2025年末国寿、平安、太保、新华、太平、阳光非标资产占比分别同比-0.9pct、-1.4pct、-3.6pct、-2.3pct、-1.8pct、-1.3pct、+0.1pct。3) 我们认为非标占险企投资资产比重下滑，主要是存量业务逐步到期、增发优质非标项目供给不足所致，虽然非标资产在收益率和久期方面可以对整体投资组合产生积极作用，但是目前满足保险公司收益率与风险水平要求的优质非标资产有限，是近年来非标持续收缩的主因。

图：上市险企非标占比均下滑



注：太平为港元口径，其余公司为人民币口径。

4.4. 地产&非标：投资占比进一步下降

- 高质量的非标资产使上市险企从拉长久期和提高收益率两方面受惠。2025年平安、太保非标类投资名义收益率分别为4.1%、4.0%，高于各自的净投资收益率，高收益率的非标资产对险企未来几年净投资收益率保持稳定起到重要作用。太保非标投资的平均期限接近5年，较同等收益率的各类信用债投资期限更长；平安当前非标资产剩余期限在3年。

- 从行业分布上看，上市险企非标投资主要涉及基建行业。1) 2025年平安非标中基建、不动产占比下滑，非银占比提升。2) 2024年太保非标投资中基础设施、不动产、能源制造占比下滑，主要增持交通运输、非银行业。

表：中国平安2025年非标投资行业及收益率分布

	投资占比			投资收益率			剩余到期期限 (年)
	2024	2025	同比变动 (pct)	2024	2025	同比变动 (pct)	
基建	63.7%	63.3%	-0.4	4.4%	4.1%	-0.3	3.2
非银金融	13.3%	14.5%	1.2	4.1%	3.6%	-0.6	3.1
不动产	10.5%	6.7%	-3.8	4.5%	4.2%	-0.4	2.6
其他	12.5%	15.5%	3.0	4.3%	4.2%	-0.0	2.3
合计	100.0%	100.0%	-	4.4%	4.1%	-0.3	3.0

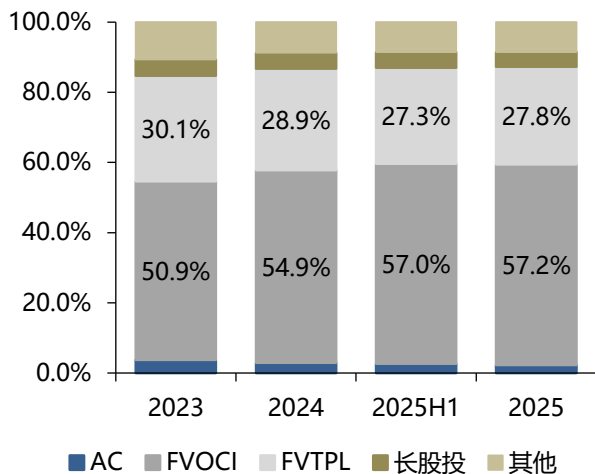
表：中国太保2025年非标投资行业及收益率分布

	投资占比			投资收益率			平均期限 (年)	平均剩余期限 (年)
	2024	2025	同比变动 (pct)	2024	2025	同比变动 (pct)		
基础设施	39.9%	39.5%	-0.40	4.5%	4.2%	-0.30	8.9	5.0
交通运输	21.8%	25.2%	3.40	4.4%	4.1%	-0.30	9.4	5.1
不动产	13.1%	8.0%	-5.10	4.3%	4.0%	-0.30	11.2	7.9
非银金融	13.5%	17.5%	4.00	4.2%	3.4%	-0.80	5.0	4.0
能源、制造业	3.9%	2.8%	-1.10	4.4%	4.3%	-0.10	10.1	6.0
其他	7.8%	7.0%	-0.80	4.5%	4.2%	-0.30	8.5	4.2
总计	100.0%	100.0%	-	4.4%	4.0%	-0.40	8.5	5.0

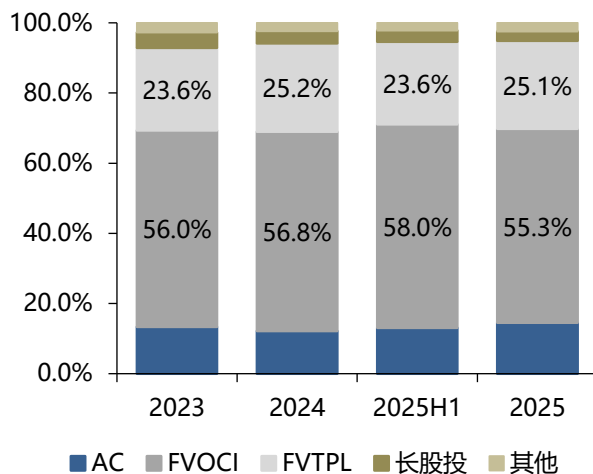
4.5. 会计分类：债券均以FVOCI为主，股票FVOCI占比持续提升

- 从各上市险企整体投资资产会计分类情况看，FVTPL占比差异性较小，基本都在20%-30%之间；FVOCI占比差异稍大，国寿、平安、太保、太平、阳光占过半，新华、人保占比在30%-40%之间。1) 截至2025年底，国寿投资资产会计分类以FVOCI为主，且占比不断增加。2) 截至2025年底，平安投资资产会计分类以FVOCI为主，但占比略有下滑。3) 截至2025年底，中国太保投资资产会计分类中FVOCI占比最高，且占比领先上市同业。4) 截至2025年底，新华保险投资资产会计分类下AC、FVOCI、FVTPL占比相对均衡。5) 截至2025年底，中国人保投资资产会计分类以FVOCI为主，但占比低于上市同业。6) 截至2025年底，中国太平投资资产会计分类以FVOCI为主，且FVOCI占比增加显著。7) 截至2025年底，阳光保险投资资产会计分类以FVOCI为主，AC占比极低。

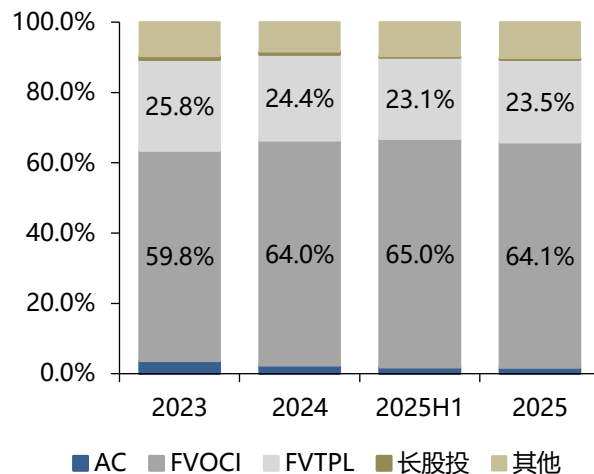
图：中国人寿投资资产会计分类



图：中国平安投资资产会计分类

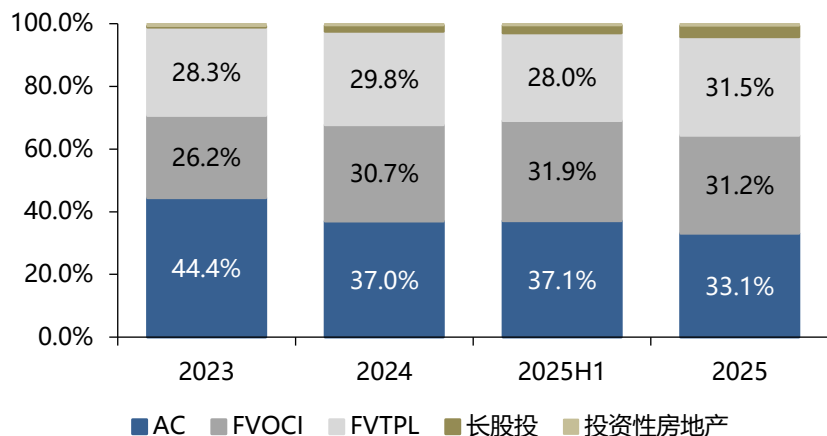


图：中国太保投资资产会计分类

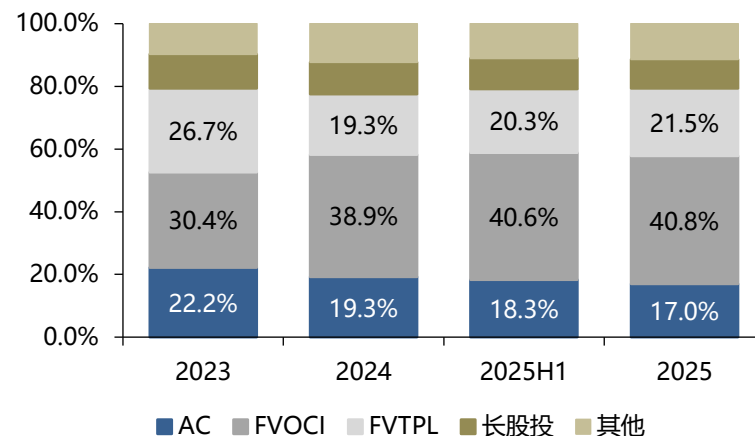


4.5. 会计分类：债券均以FVOCI为主，股票FVOCI占比持续提升

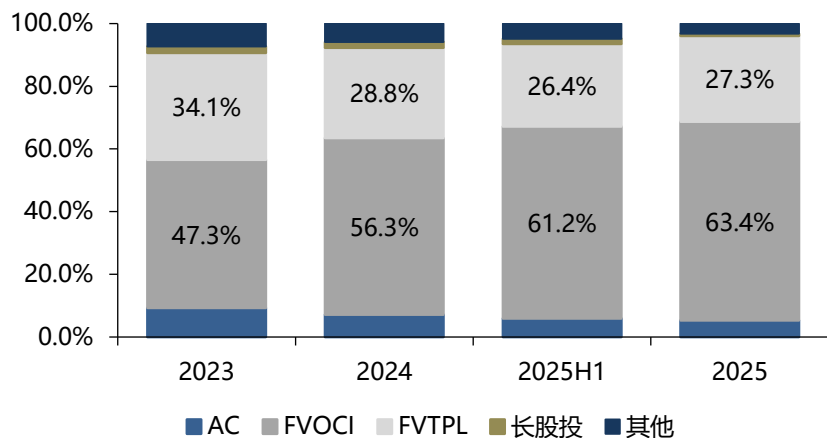
图：新华保险投资资产会计分类



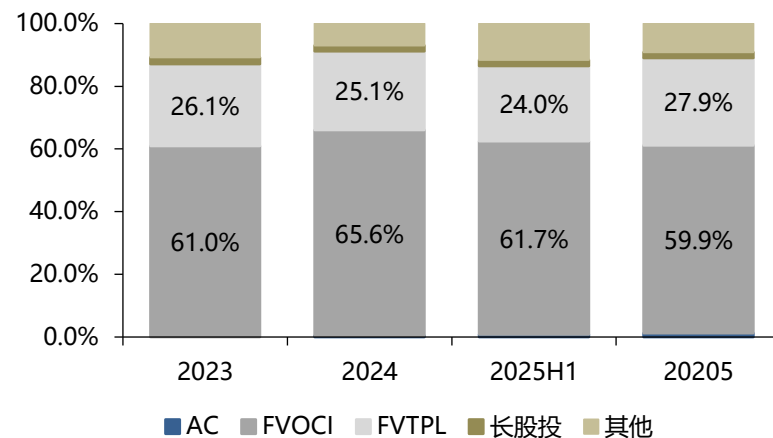
图：中国人保投资资产会计分类



图：中国太平投资资产会计分类



图：阳光保险投资资产会计分类



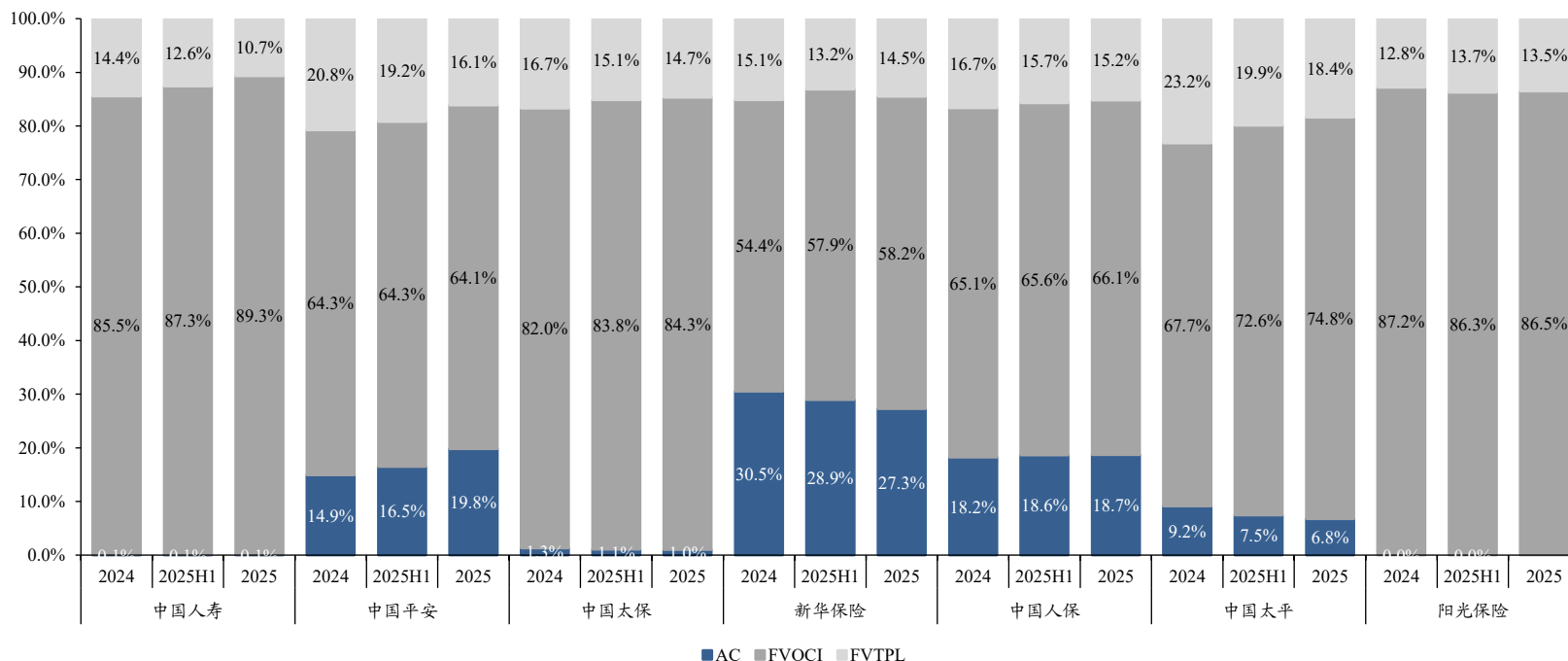
4.5. 会计分类：债券均以FVOCI为主，股票FVOCI占比持续提升

- 2025年，多数上市险企降低AC债券占比，普遍增配FVOCI债券、减配FVTPL债券。
- 1) AC债券：配置占比整体呈下行趋势，公司间策略分化显著。截至2025年末，新华以27.3%的占比遥遥领先；平安、人保占比分别为19.8%和18.7%，处于行业第二梯队；太平占比6.8%；中国太保占比1.0%；国寿、阳光基本退出该类资产配置。同比变动方面，平安是唯一提升AC债券配置占比的上市险企，同比增加4.9pct；其余公司或持平或下降，其中新华降幅最大，同比减少3.2pct。
- 2) FVOCI债券：除平安、阳光微幅下调外，其余上市险企均显著提升占比。截至2025年末，国寿以89.3%的占比位居行业首位；阳光、太保占比也超过80%，分别为86.5%和84.3%；太平、人保、平安、新华占比分别为74.8%、66.1%、64.1%和58.2%。同比变动方面，除平安、阳光微幅下调外，其余5家公司均显著提升占比。其中太平以7.2pct的同比增幅领跑；国寿、新华增幅并列第二，均同比提升3.8pct。
- 3) FVTPL债券：除阳光外上市险企均减配。截至2025年末，除阳光保险同比微增0.7pct外，其余6家上市险企均不同程度减配FVTPL债券。其中太平、平安降幅最大，分别同比下降4.8pct和4.7pct；国寿降幅也达到3.8pct。

4.5. 会计分类：债券均以FVOCI为主，股票FVOCI占比持续提升

- 我们认为，上市险企集体选择减配FVTPL债券、增配FVOCI债券，核心源于2025年利率企稳甚至阶段性上行，上市险企主动缩减债券交易盘规模，而FVOCI债券增加主要是由于合同负债规模增长的对冲需求所致。

图：除平安、阳光外上市险企均增配FVOCI类债券

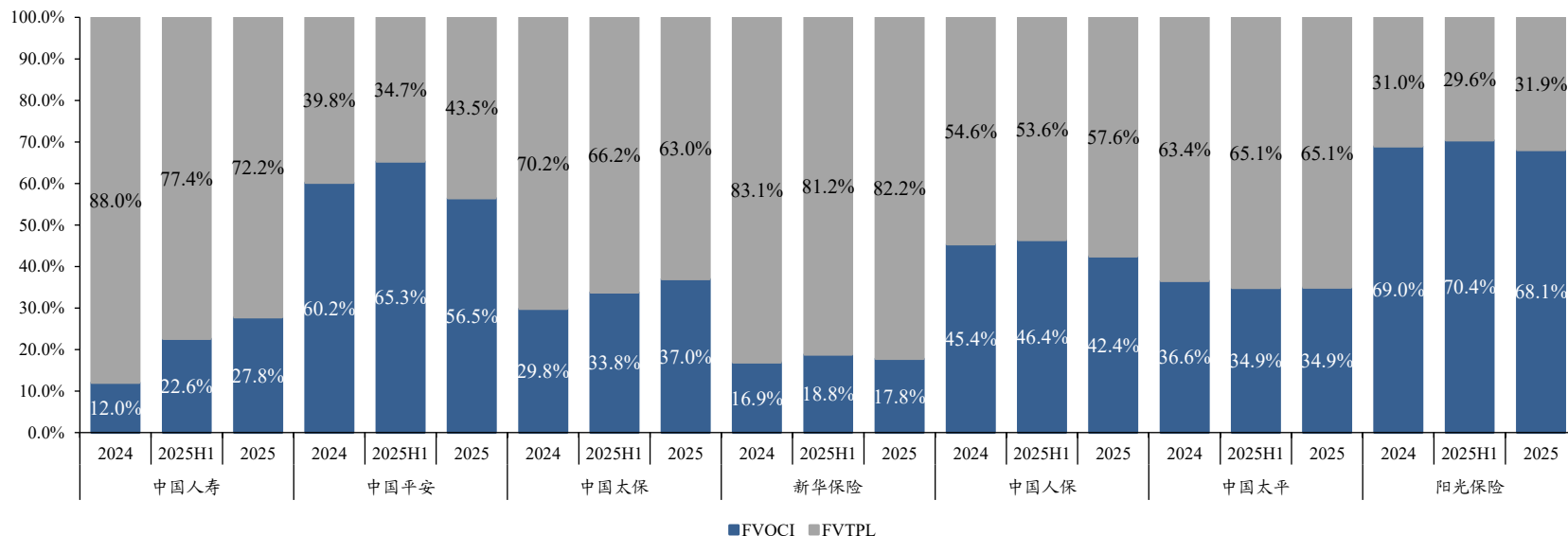


注：中国平安采用固收口径。

4.5. 会计分类：债券均以FVOCI为主，股票FVOCI占比持续提升

- **上市险企FVOCI股票投资规模持续增长，但下半年占比变动表现分化。** 1) 从配置规模看，2025年末上市险企配置FVOCI股票规模较年初和年中均持续增长，其中国寿、人保较年中增速在60%以上，太平增速也超过50%，新华增速则较低，较年中仅+2.9%。2) 从占比看，阳光、平安FVOCI占比分别为68.1%、56.5%，仍然高于同业，新华保险最低仅为17.8%。各公司下半年占比表现分化，其中国寿、太保和太平较年中占比提升，国寿提升幅度最大(+5.2pct)；平安、新华和人保、阳光较年中下降，平安下降幅度最大(-8.8pct)。

图：2024-2025年上市险企股票会计分类



4.5. 会计分类：债券均以FVOCI为主，股票FVOCI占比持续提升

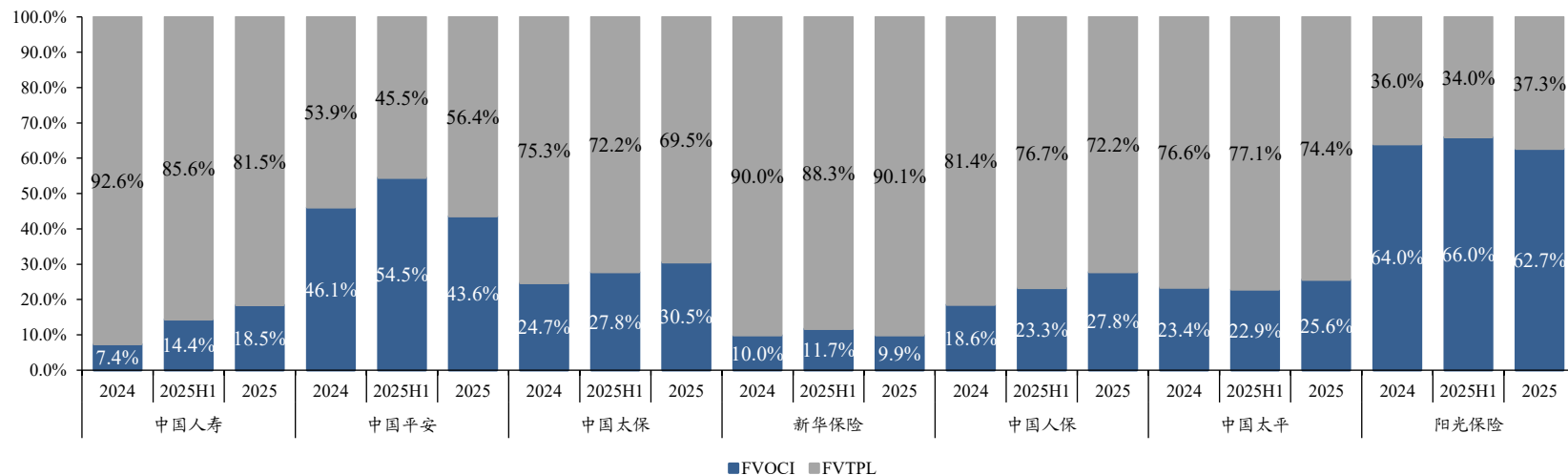
表：上市险企股票中FVTPL和FVOCI结构

单位：亿元		规模				占比		
		股票合计	FVTPL	FVOCI	FVOCI 环比增速	FVTPL	FVOCI	FVOCI 环比变动 (pct)
中国人寿	2024	5011	4409	602		88.0%	12.0%	
	2025H1	6201	4799	1403	133.2%	77.4%	22.6%	10.6
	2025	8353	6029	2324	65.7%	72.2%	27.8%	5.2
中国平安	2024	4374	1742	2632		39.8%	60.2%	
	2025H1	6493	2250	4243	61.2%	34.7%	65.3%	5.2
	2025	9581	4168	5413	27.6%	43.5%	56.5%	-8.8
中国太保	2024	2551	1790	761		70.2%	29.8%	
	2025H1	2831	1874	957	25.9%	66.2%	33.8%	4.0
	2025	3377	2128	1248	30.4%	63.0%	37.0%	3.2
新华保险	2024	1808	1502	306		83.1%	16.9%	
	2025H1	1992	1618	374	22.3%	81.2%	18.8%	1.9
	2025	2165	1779	385	2.9%	82.2%	17.8%	-1.0
中国人保	2024	602	329	273		54.6%	45.4%	
	2025H1	946	507	439	60.7%	53.6%	46.4%	1.1
	2025	1662	957	705	60.6%	57.6%	42.4%	-4.0
中国太平	2024	1302	826	476		63.4%	36.6%	
	2025H1	1399	911	488	2.4%	65.1%	34.9%	-1.7
	2025	2124	1382	742	52.0%	65.1%	34.9%	0.1
阳光保险	2024	676	210	466		31.0%	69.0%	
	2025H1	837	248	589	26.4%	29.6%	70.4%	1.4
	2025	875	280	596	1.1%	31.9%	68.1%	-2.3

4.5. 会计分类：债券均以FVOCI为主，股票FVOCI占比持续提升

- **2025年，上市险企仅平安降低了核心权益下FVOCI的占比。** 1) 截至2025年末，核心权益下国寿、平安、太保、新华、人保、太平、阳光FVOCI占比分别为18.5%、43.6%、30.5%、9.9%、27.8%、25.6%、62.7%，分别同比+11pct、-2.5pct、+5.8pct、-0.1pct、+9.2pct、+2.2pct、-1.3pct。2) 其中，阳光、平安虽占比有所下降，但仍分别以62.7%、43.6%的绝对水平领先同业，核心权益资产的报表波动缓冲安全垫仍相对充足；国寿以11.0pct的同比增幅领跑同业，继续保持对优质红利资产的配置热情；新华的核心权益FVOCI占比仍属于同业中最低。3) 需要说明的是，以上均未包括国寿和新华对鸿鹄基金的相关出资，根据新华财报数据，2025年末鸿鹄基金累计三期的账面余额合计为504.91亿元，若将其计入OCI，则国寿（假设与新华完全一致）和新华核心权益FVOCI占比分别为22.5%和22.9%。

图：2024-2025年上市险企核心权益会计分类

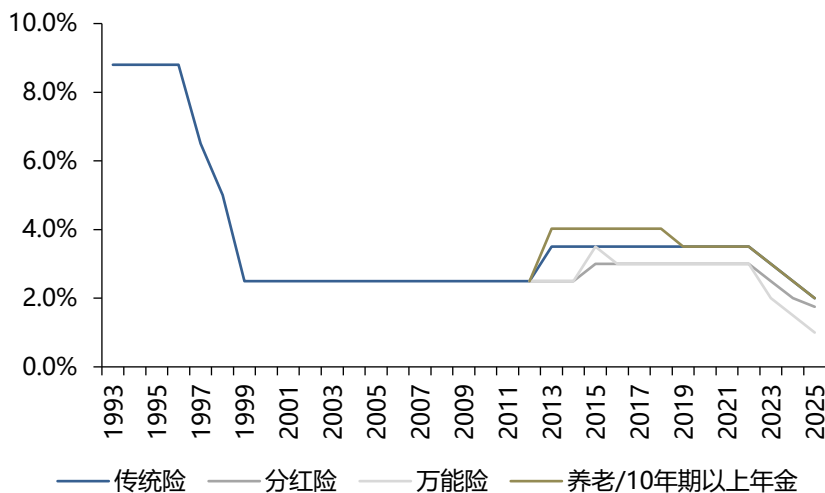


5. 2026年险企投资端如何应对 复杂投资环境？

5.1.1. 利率债：现阶段长期利率债收益率已能较好覆盖新增保单负债成本

- **新增保单负债刚性成本已大幅降低。**随着2023-2025年预定利率连续三年下调，目前，传统险/分红险/万能险预定利率分别为2.0%/1.75%/1.0%，相较之前高预定利率时期险企新单刚性负债成本已大幅降低。根据中国人寿业绩材料，2025年公司新业务负债保证成本率降低超60个基点。
- **2026年中国经济有望回升，长端利率已经阶段性回暖。**目前30年国债、30年AAA级地方政府债收益率已能较好覆盖新增保单负债成本。因此我们认为，在有足够供给的情况下，险企可关注长期利率债配置机会。

图：不同保险产品预定利率走势



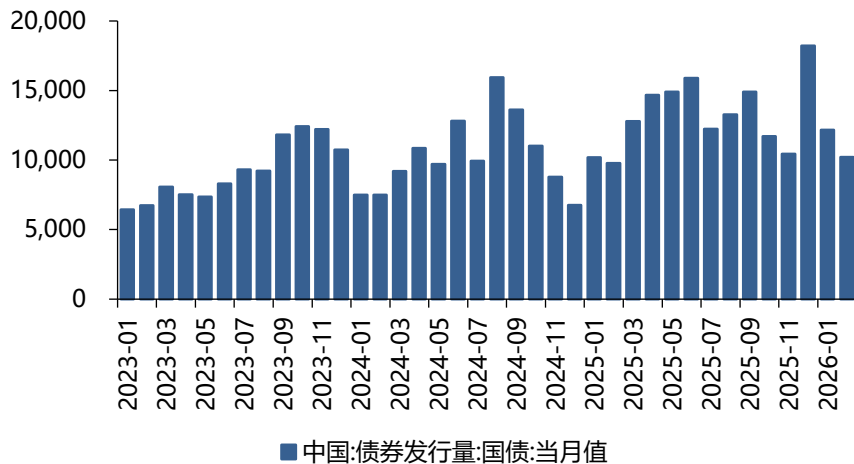
图：2023年初至今十年期国债收益率 (%)



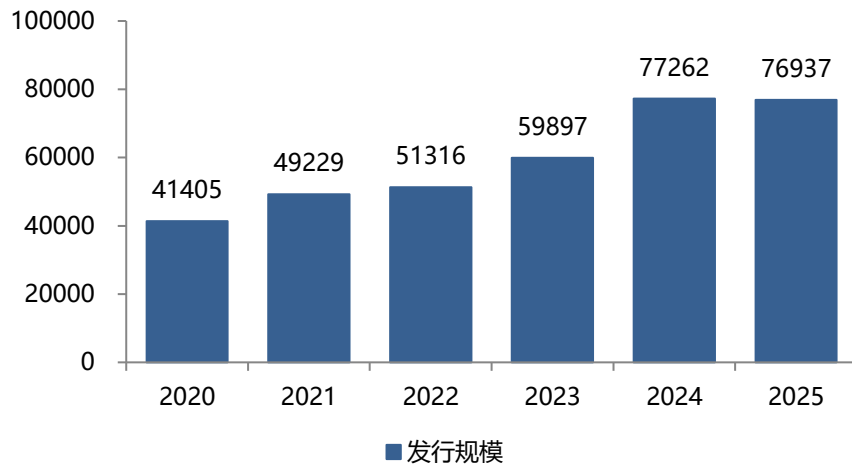
5.1.1. 利率债：现阶段长期利率债收益率已能较好覆盖新增保单负债成本

- **2026年国债发行规模将保持在高位。** 1) 2026年政府工作报告提出，拟发行超长期特别国债1.3万亿元；拟发行特别国债3000亿元。2) 2026年政府工作报告指出，今年GDP增长目标为4.5%-5%。我们认为，在经济依旧承压的环境下，为实现此目标，财政政策会更加积极有为。3) 2026年1月、2月国债发行规模均超万亿，较25年同期规模均有增加。
- **地方政府债持续放量，高利率、长久期特性契合险资需求。** 1) 2025年全年，地方政府债已发行总规模7.7万亿元。结合2026年政府工作报告要求，拟安排地方政府专项债券4.4万亿元，我们预计2026年地方政府专项债将继续放量。2) 地方政府债近年规模持续扩大，我们认为，在经济总体增速承压的背景下，加快消费、基础设施建设是拉动经济长效增长的有效措施，相应地，地方政府专项债有望持续放量。险企应当关注优质地方债发行机会，以满足其负债端资金的投资需求。

图：2023年初至今国债发行规模（亿元）



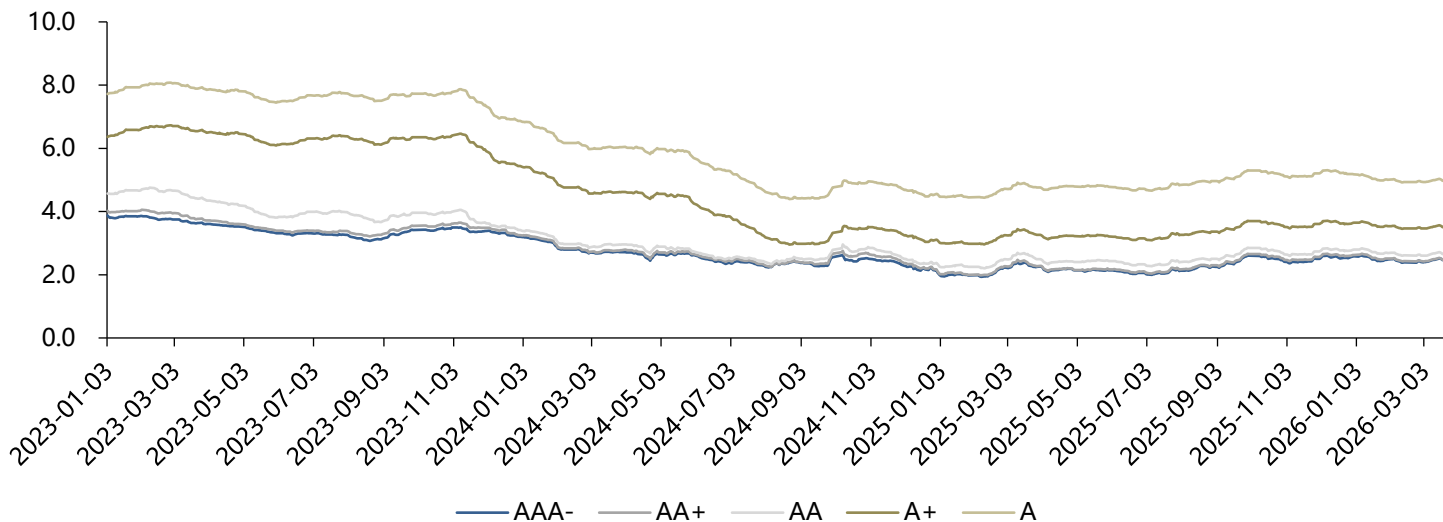
图：2020年至今地方政府专项债发行规模（亿元）



5.1.2. 信用债：通过保留部分信用债仓位拉升净投资收益

- 从当前收益率上看，2025年以来信用利差空间依然存在。例如，十年期国债与十年期AAA-级商业银行二级资本债间息差约为60+bps。我们认为在保证信用风险敞口的情况下，适当通过进行信用下沉来提升净投资收益是可选配置策略。

图：2023年至今商业银行二级资本债到期收益率（%）



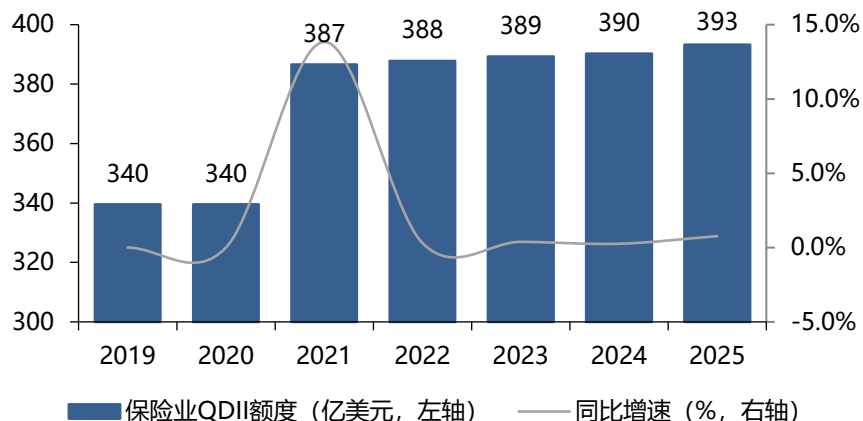
5.2. 权益：重视红利资产和优质成长标的的均衡配置

- **1、红利资产在低利率环境下具有长期配置价值**
- 我们认为，低利率环境下固收资产利息收益水平下降，覆盖负债成本、获取超额收益的难度不断增加，而将部分债券配置转向高股息股票，采取“股息”代替“利息”的策略是一个较好的突破口，红利资产可以作为固收的“平替”。
- A、H股票股息仍然较高，且新准则下OCI股票公允价值变动不计入利润表。1) 相较目前偏低的长债利率，红利资产的股息率依旧有足够的溢价空间。2) 新准则下，FVOCI的公允价值变动计入其他综合收益，其中，权益资产的当期公允价值变动属于不能重分类进损益的公允价值变动，出售时FVOCI中权益资产的累计公允价值变动转入留存收益，也适合配置高股息资产。
- **2、应当重视优质成长股的长期潜在收益优势**
- 传统险资组合存在显著的相关性集中风险，成长股是优化组合结构、平滑跨周期波动的核心工具。增配成长股有助于降低资产相关性，优化组合夏普比率，优质成长股（硬科技、高端制造、生物医药、人工智能等）的盈利驱动核心是产业周期、技术迭代与企业自身的核心竞争力，与传统宏观经济周期、利率周期的相关性显著更低。在组合中加入成长资产，能在不显著提升组合整体风险的前提下，大幅提升长期预期收益，优化组合的夏普比率，平滑净值波动。
- 需要注意的是，由于股票投资资本耗用较高，并且无论是TPL还是OCI股票的公允价值变动都可能影响险企偿付能力，偿付能力充足率较低的公司需要注意有关风险。股票OCI的公允价值变动虽然不影响净利润，但是会影响险企净资产。目前行业普遍面临一定资本压力，险企需在偿付能力和股票资产占比之间找到一个平衡点。

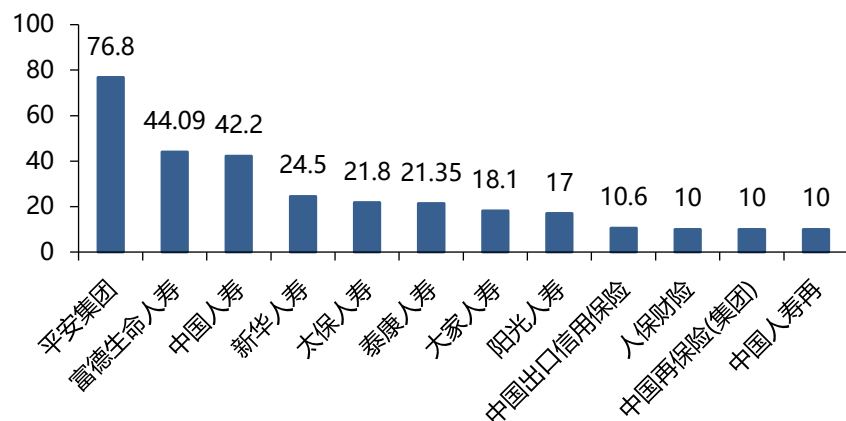
5.3. 境外证券：或能为险资带来超额收益

- 根据国家金融监管总局陆续发布的《保险资金境外投资管理暂行办法》、《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》和《关于调整保险资金境外投资有关政策的通知》等制度，保险资金境外投资的可投国家或地区包含46个，其中发达市场余额不超过上年末总资产15%、新兴市场余额余额不超过上年末总资产10%。截至2023年末，中国境内保险资金境外投资占比2.25%，距离监管规定的15%上限尚有较大空间。
- **目前中国境内险资境外投资途径主要是通过QDII，但险企QDII额度明显不足。**1) 截至2025年末，我国保险类合格境内投资者（QDII）共有48家，投资总额度为393.23亿美元，折合人民币2712亿元，占保险业总资产0.70%。2) 从2023年保险机构境外投资形势看，合格境内投资者（QDII）额度出境占比58%。2023年末保险公司已使用QDII额度307亿美元，占总额度比重的84%。从机构对QDII使用额度情况看，有10家保险机构将额度用完。拥有额度越高的机构使用率越高。

图：保险业近两年QDII额度增长速度较缓



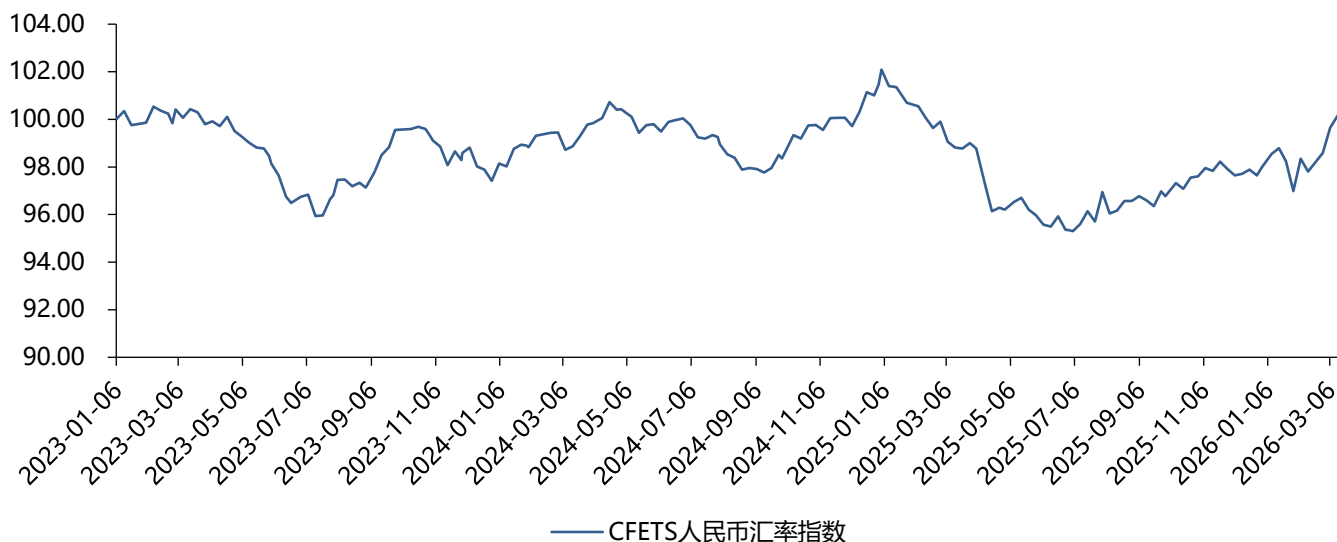
图：保险机构QDII额度前十名情况 (亿元，截止2025年底)



5.3. 境外证券：或能为险资带来超额收益

- 此外，汇率风险无法有效对冲也是影响险资出海的重要因素。1) 汇率的不确定性是险资在境外投资时面临的几个最大风险之一。2) 国内险企负债端是人民币资产，根据资负匹配原则，最终投资端需要以人民币计价。但目前国内缺乏足够的汇率对冲工具，险资无法在投资时就锁定汇率对冲成本。3) 近几年因为美债利率走高，人民币汇率波动提升。在没有有效汇率对冲工具的前提下，即使境外投资以美元计价时有不错的收益率，但以人民币计价时可能会因汇率导致收益率有较大折损。

图：近年来人民币汇率波动较大



5.4. REITS：久期、收益都很适合险企投资，但目前市场容量不足

- **保险机构参与公募REITs投资受到了政策的充分鼓励。**2021年11月，原银保监会发布《关于保险资金投资公开募集基础设施证券投资基金有关事项的通知》，从公司治理、投资能力、人员资质、决策机制、额度占用、分析评估、风险管理、报告披露等角度，对保险资金参与公募REITs品种进行了制度规范，支持保险资金参与公募REITs投资。2023年3月，沪深交易所发布《保险资产管理公司开展资产证券化业务相关要求（试行）》的文件，支持保险资产管理公司作为资产支持专项计划管理人参与REITs业务，进一步丰富了保险资产管理机构参与REITs市场的方式及路径。2023年10月，沪深交易所在中国证监会、国家金融监督管理总局的统筹指导下，同意首批5家保险资产管理公司试点开展ABS及REITs业务，意味着保险资管深度参与该业务有了实质性进展。先行的保险机构拥有了REITs产品的管理人和投资人的双重身份。REITs项目的基础资产主要由能源基础设施、高速公路、产业园区、仓储物流、保障性住房等构成，项目存续期间多数在20年以上，有的甚至长达99年，是少有的长周期资产，和保险资金的长久期属性高度匹配。
- **REITs项目有强制分红要求，收益较为稳定。**根据《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》及相关法规要求，基础设施基金应当将90%以上合并后基金年度可分配金额以现金形式分配给投资者，并且基础设施基金的收益分配在符合分配条件的情况下每年不得少于1次。因而“强制性的派息分红”成为公募REITs的重要卖点。稳定的分红机制体现出REITs产品长期投资价值，也有利于保险资金每年回收部分资金以增强资产流动性，体现出REITs的固定收益特性。另外，REITs项目也具有股权特性。REITs项目底层资产为基础设施类的产业园、高速公路、物流园、保障性住房等，这些资产长期来看其收费水平会提高，因而REITs项目本身具有长期升值潜力，可以有效应对通胀和基础收益率下行，是良好的风险对冲工具。

5.5. 加强资负联动，配合收益浮动型产品转型

- **从长期来看，利率中枢下行仍是大概率事件，险企应当缩短久期缺口，防范再投资风险。**国内长久期资产相对海外匮乏，资产负债久期错配使得险企面临的再投资风险上升。在利率进入下行周期时，可通过资产负债两端的策略调整，避免到期资产再投资出现的收益率错配问题。并且在“偿二代二期”下，久期缺口将造成额外的资本占用，有效的久期匹配管理有助于降低偿付能力压力。
- **加强资产负债联动：1) 资产端配置策略应基于负债端账户特点进行调整。**当前行业正积极推动分红险销售转型，险企资产配置策略需要与负债端账户特点匹配。对于刚性成本更高的传统险产品，资产配置风格应更加稳健，以长期稳定的绝对收益为导向。而对于刚性成本更低、具有浮动收益设计的产品（如分红险、万能险、投连险），资产配置结构应当更加灵活，并且根据不同产品的收益结构设计调整资产配置。**2) 同时投资部门也应当深度参与产品定价和开发，使得资产负债管理有效贯穿保险产品设计、准备金提取、投资策略、流动性管理等多个业务流程，同时建立相应的考核机制。**

6. 风险提示

- 1) 长端利率趋势性下行：受经济环境承压影响，长端利率可能长期位于下行通道中，保险公司利差损风险增大。
- 2) 权益市场波动：权益市场向下波动风险可能会导致保险公司投资收益受到负面影响，进而致使公司净利润产生波动。
- 3) 现金流错配风险：若资产端现金流与负债端现金流在时间和金额上不匹配，可能导致流动性危机。
- 4) 非标资产风险：虽然上市险企非标资产占比持续下降，但存量规模仍然较大。非标资产透明度低、流动性差，一旦底层资产出现问题，将造成投资损失。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园