

# 保险行业2026年中期策略报告： 资负两端高景气延续，估值修复可期

分析师：舒思勤 执业编号：S1130524040001  
分析师：黄佳慧 执业编号：S1130525010001

2026/6/7

**资产端展望：**险企二级权益配置比例大幅提升，以股票+基金作为二级权益规模，截至2025年末，7家上市险企平均占比为17.4%，其中股票为12.2%、基金为5.2%，且2025年7家公司合计二级权益规模全年增速为59%，增加绝对额为1.48万亿元；2026Q1人身险+财产险行业股票+基金+长股投继续增长3,435亿元。从配置风格上，科技主线行情下上市险企OCI股票占比有升有降，险资成长属性整体提升，从重仓流通股来看，自2024年后险资科技与先进制造敞口提升，风格由“红利-稳健”向“红利-稳健+成长”扩展；2026Q1，险资减仓高位的通信与有色金属，加仓家用电器、银行、公用事业、食品饮料、煤炭等高股息个股。受益于资本市场向好，险企权益投资收益显著改善，经测算，2025年国寿、新华及太保权益总投资收益率均达到约20%；进一步考虑OCI权益资产的浮盈及已实现收益后，除太平外，其余上市险企权益综合投资收益率均超过20%，驱动2025年除太平外的其余上市险企综合投资收益率均超过6%。当前权益市场向好趋势不变，假设今年净投资收益率同比下降15bp，若权益投资收益率为15%，则各上市险企均能实现4.5%以上的总投资收益率水平，净利润与ROE预计保持较好表现。

**负债端展望：**居民存款搬家延续叠加分红险相对竞争优势凸显，预计全年新单保费延续正增长，银保趸交压降+上市险企主动拉长缴费期限，有望带动margin提升，预计NBV延续双位数正增。渠道方面，外部增员环境持续改善叠加队伍转型成效显著，预计2026年头部险企代理人规模有望陆续迎来向上拐点，叠加代理人产能维持高水平，预计个险渠道将实现稳健增长，保持韧性；银保渠道受益于报行合一深化叠加分红型演示利率统一至3.5%，头部险企竞争优势进一步凸显，预计市占率将继续提升，2026年前四月，老七家险企银保期缴新单市占率同比合计提升10.4pct。盈利能力方面，新单负债成本快速下降，叠加长牛预期下投资收益率提升，保险行业盈利迎来趋势性复苏。

**行情复盘：**2026年以来保险指数下跌23%，跑输沪深300指数27pct。，主要受到宽基指数流出、大股东减持、地缘政治事件等多重因素影响，当前保险行业基本面延续改善趋势，资金面是压制保险行情的关键因素。从个股来看，科技成长风格持续演绎，β属性高且配置更偏成长的新华相对抗跌，H股整体表现优于A股，国寿（高A/H溢价）与太平（25年利润高增+上半年利润低基数）实现小幅上涨。

**投资建议：**市场转向震荡叠加资金面阶段性扰动，保险板块继续回调，但从基本面看，保险板块Q2盈利有望高增，待市场预期稳定、回归2季报逻辑，将迎来保险股估值修复。4月以来沪深300上涨约8.2%，若权益市场维持当前趋势，预计险企Q2投资收益将明显改善，带动净利润实现高增；同时负债端延续高景气，进一步夯实业绩增长基础。在行业景气度向上的长逻辑基础上，待短期资金面影响趋弱后，看好Q2业绩高增带来的保险股股价修复。首推β属性强、基数低的纯寿险标的及上半年利润低基数的中国太平，其次为利润表现较为稳健的中国太保A/H，建议关注长期价值标的财险标的。

**风险提示：**行业竞争加剧，权益市场波动，长端利率大幅下行。

# 目录

01

行情复盘与业绩回顾

02

资产端展望

03

负债端展望

04

投资建议

05

风险提示

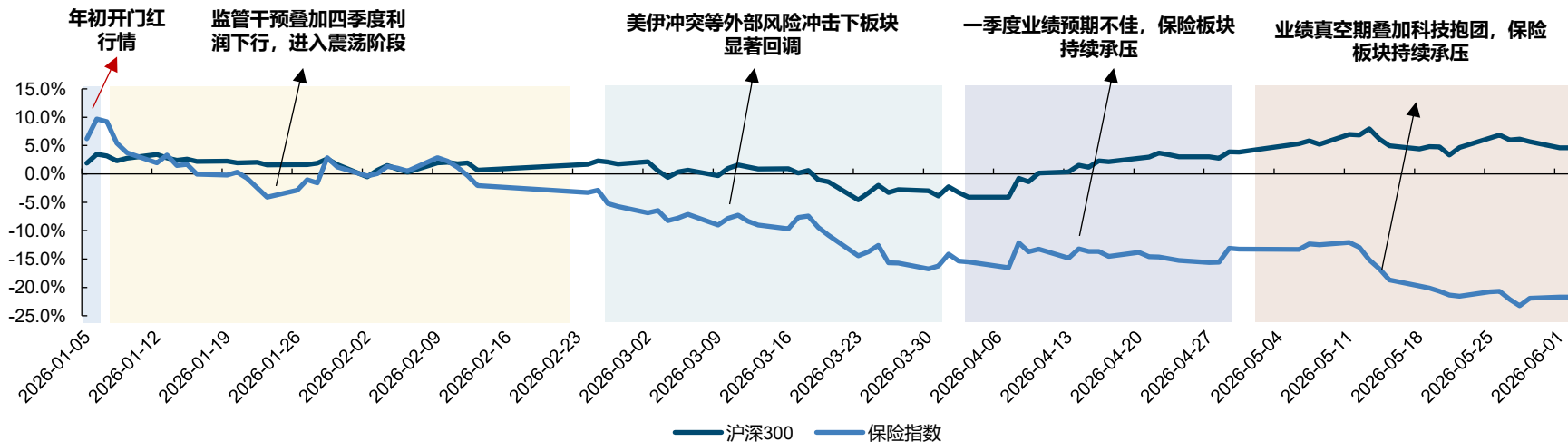
# 01 行情复盘与业绩回顾

---

# 行情复盘：保险板块年初以来下跌23%，显著跑输大盘

2026年以来保险指数下跌22.8%，跑输沪深300指数26.8pct。①1月5-6日：保险板块迎来“开门红”行情。负债端开门红表现大超预期，叠加春季躁动行情催化，保险指数上涨9.7%，表现亮眼。②1月7日-2月：板块进入震荡整固阶段。监管通过“政策调控+盘面引导+个股监管”的组合拳维护资本市场稳定，市场风险偏好有所收敛；同时四季度利润预期下修，保险股由前期快速上涨转入震荡消化阶段。③2月28日-3月：外部风险冲击下板块显著回调。2月28日，美国与以色列对伊朗发动联合空袭，随后中东局势持续升级，全球避险情绪快速升温。市场风险偏好下行叠加高β属性，保险板块表现明显弱于大盘，出现阶段性超调。④4月：一季报利润不佳压制估值修复。尽管市场整体风险偏好回暖，但受3月市场调整拖累，险企一季度投资收益及利润表现偏弱，压制板块估值修复。⑤5月以来：科技抱团加剧，保险板块持续承压。随着一季报披露结束，板块进入业绩真空期，负债端改善预期和估值修复逻辑阶段性弱化；与此同时，市场资金进一步向科技成长板块集中，保险板块面临持续分流压力，指数延续回调整理态势。

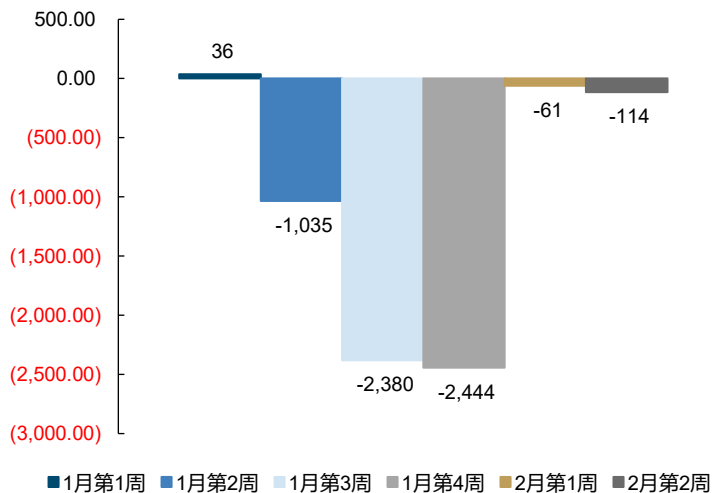
图表1：今年以来保险指数表现



# 行情复盘：资金面是影响当前保险行情的关键因素

宽基指数净流出及股东减持，保险板块资金面面临较大压力。2026年1-2月，以沪深300ETF为代表的宽基指数产品出现较大规模资金净流出，25只沪深300ETF自1月5日起六周内累计净流出约5998亿元，今年初上市保险公司在沪深300指数中的合计权重约4.1%，在ETF持续赎回背景下，面临一定被动减持压力。此外，部分大股东减持行为亦对板块表现产生一定影响。

图表2：宽基指数ETF大幅流出



图表3：前十大股东中，中央汇金及中证金保险股持仓情况

	持股数量 (亿股)			持股市值 (亿元)		
	2025	2026Q1	环比	2025	2026Q1	环比
中国平安	13	12	-4.0%	868	692	-20%
中国人寿	8	8	-0.8%	376	298	-21%
中国太保	3	3	-2.1%	114	98	-13%
新华保险	1	1	-10.8%	71	56	-21%

图表4：前十大股东中，中证金保险股持仓情况

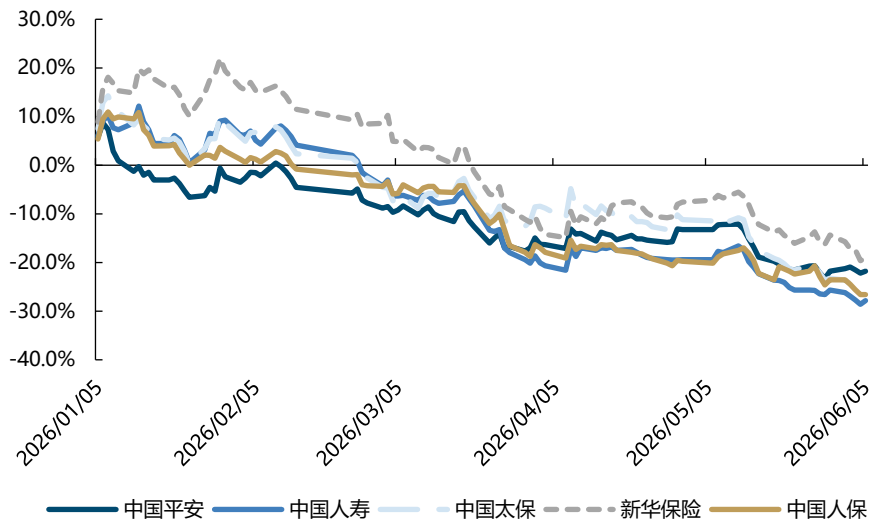
	持股数量 (亿股)			持股市值 (亿元)		
	2025	2026Q1	环比	2025	2026Q1	环比
中国平安	8	7	-6.4%	546	425	-22%
中国人寿	7	7	-0.9%	322	255	-21%
中国太保	3	3	-2.1%	114	98	-13%
新华保险	1	1	-10.8%	71	56	-21%

## 行情复盘：H股表现普遍好于A股

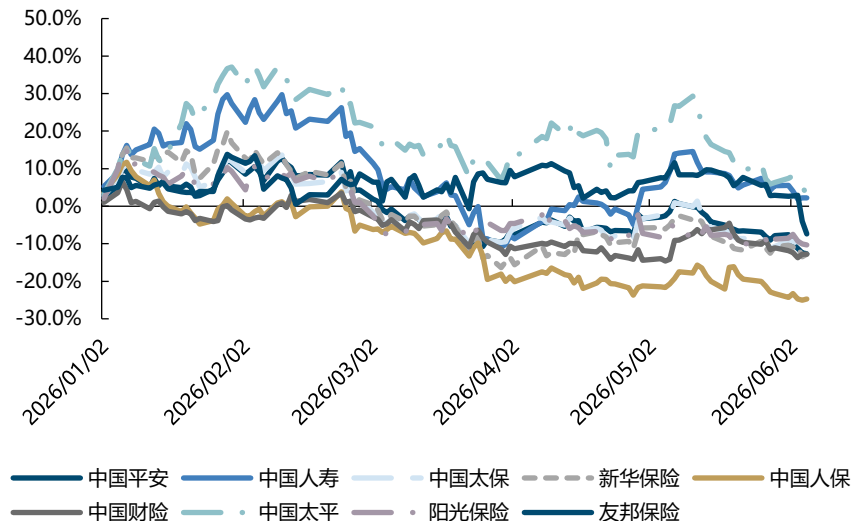
**A股：**科技成长风格持续演绎背景下， $\beta$ 属性更高且资产配置更偏成长的新华保险表现相对抗跌，股价跑赢同业。

**H股：**整体表现优于A股，国寿与太平实现小幅上涨。其中，国寿在A/H溢价处于高位背景下估值优势凸显，股价表现相对稳健；中国太平则受年报业绩超预期催化，同时2025年上半年利润基数较低，市场对后续盈利改善预期更为乐观。

图表5：今年以来保险A股表现



图表6：今年以来保险H股表现



**权益市场波动，投资拖累利润表现。** 2026Q1五家A股上市险企合计实现归母净利润698.8亿元，同比-17%，利润普遍负增长主要受资产端拖累，一是Q1国际形势动荡加剧，受此影响沪深300指数、恒生指数分别-3.89%、-3.29%表现显著弱于去年同期，二是长牛预期叠加中长期资金入市政策引导下，各公司权益仓位均有大幅提升。分公司看，平安在低基数下利润表现较稳健（去年平安好医生并表与可转债影响为-34亿），太保与新华利润正增长主要受益于保险服务业绩高增，国寿在高基数下保险服务业绩同比下滑6%，投资业绩整体承压，除新华（债券兑现收益支撑传统账户投资表现稳定）与平安（低基数）外，其余公司同比降幅普遍在50%以上。

**净资产均实现正增长，增速位于0.5%-10.8%区间。** 除净利润贡献外，Q1长端利率表现平稳，使得其他综合收益端扰动减弱，亦对净资产形成支撑。分公司看，新华、太保归母净资产分别较年初增长10.8%、5.8%，表现相对领先，主要受益于负债端采用移动平均利率计量，而资产端基于即期利率定价，前期由利率选取差异导致的资产负债错位明显收敛，并对净资产形成正向贡献。

**图表7：上市险企归母净利润表现与ROE**

**图表8：上市险企归母净资产情况**

归母净利润 (亿元)	2024	2025	同比	2025Q1	2026Q1	同比	ROE (未年化)
中国平安	1,266	1,348	6.5%	270	250	-7.4%	9.9%
中国人寿	1,069	1,541	44.1%	288	195	-32.3%	13.1%
中国太保	450	535	19.0%	96	100	4.3%	12.9%
新华保险	262	363	38.3%	59	65	10.5%	22.1%
中国人保	429	466	8.8%	128	88	-31.4%	11.2%
中国财险 (净利润)	332	403	21.4%	113	86	-23.7%	12.0%
阳光人寿 (净利润)	57	62	8.5%	14	12	-14.9%	12.2%
太平人寿 (净利润)	120	296	146.6%	30	32	5.9%	12.6%
众安财险 (净利润)	6	17	185.4%	6	2	-69.9%	2.7%

归母净资产	2025	2026Q1	较上年末增长
中国平安	10,004	10,183	1.8%
中国人寿	5,952	5,983	0.5%
中国太保	3,021	3,196	5.8%
新华保险	1,115	1,235	10.8%
中国人保	3,090	3,194	3.4%
中国财险 (净资产)	2,831	2,907	2.7%
阳光人寿 (净资产)	390	412	5.7%
太平人寿 (净资产)	973	1,036	6.6%
众安财险 (净资产)	251	253	0.8%

资料来源：各公司公告、各公司官网，国金证券研究所注：中国财险净利润为中国企业会计准则，以及阳光、太平、众安均为偿付能力报告口径

## 26Q1业绩回顾

预计利率趋稳与高股息策略下净投资收益率下降趋势边际放缓，总/综合投资收益率受权益市场影响普遍承压。1) 净投资收益率：平安 (0.8%) > 太保 (0.7%)，均同比下降0.1pct。2) 总投资收益率：太保 (0.8%) > 中国财险 (0.7%) > 国寿 (0.5%) = 新华 (0.5%) = 人保 (0.5%)，除平安外整体位于0.5%-0.8%区间，其中太保表现相对领先，预计与其资产配置相对稳健、权益配置比例低于同业，从而受权益市场波动影响较小有关。3) 综合投资收益率：太保 (1.0%) > 人保 (0.6%) > 新华 (0.5%) = 国寿 (0.5%) > 平安 (0.2%)，整体位于0.2%-1.0%区间。

图表9：披露口径投资收益率对比

	中国太保			中国平安			新华保险			中国人寿			中国财险			中国人保
	25Q1	26Q1	同比	25Q1	26Q1	同比	25Q1	26Q1	同比	25Q1	26Q1	同比	25Q1	26Q1	同比	26Q1
净投资收益率	0.8%	0.7%	-0.1pct	0.9%	0.8%	-0.1pct				2.6%						
总投资收益率	1.0%	0.8%	-0.2pct				1.4%	0.5%	-0.9pct	2.8%	2.2%	-0.5pct	1.2%	0.7%	-0.5pct	0.5%
综合投资收益率				1.3%	0.2%	-1.1pct	0.7%	0.5%	-0.3pct							

图表10：测算的可比口径投资收益率对比

	中国太保			中国平安			新华保险			中国人寿			中国财险			中国人保
	25Q1	26Q1	同比	25Q1	26Q1	同比	25Q1	26Q1	同比	25Q1	26Q1	同比	25Q1	26Q1	同比	26Q1
净投资收益率	0.8%	0.7%	-0.1pct	0.9%	0.8%	-0.1pct										
总投资收益率	1.0%	0.8%	-0.2pct				1.4%	0.5%	-0.9pct	0.8%	0.5%	-0.4pct	1.2%	0.7%	-0.5pct	0.5%
综合投资收益率	1.0%	1.0%	0.0pct	1.3%	0.2%	-1.1pct	1.4%	0.5%	-0.9pct	0.9%	0.5%	-0.4pct				0.6%

**26Q1NBV延续较快增长但分化加剧。**2026Q1上市险企NBV均实现正增长，其中国寿同比+75.5%表现亮眼，新华、平安、人保寿增速20%左右，太保也实现了9.6%的稳健增长。结构上看，国寿与新华受益于居民存款搬家延续与缴期结构改善实现量价齐升；平安新单保费同比+45.5%，但分红险转型及25年末假设调整导致价值率下降，首年保费margin同比-4.8pct至23.5%；人保寿与太保主动压降趸交规模，在期缴保费高增的背景下新单保费负增长，但价值率同比提升。固定汇率口径下，友邦NBV同比+13%，主要受泰国高基数影响，除泰国外的NBV同比+22%，其中中国内地与中国香港增速均超20%。

图表11: 上市险企新单保费/NBV情况 (亿元)

新单保费	2024	2025	同比	2025Q1	2026Q1	同比
中国平安	1,540.3	1,579.2	2.5%	455.9	663.4	45.5%
中国人寿	2,141.7	2,340.8	9.3%	1,074.3	1,283.6	19.5%
中国太保	799.0	912.9	14.3%	427.5	391.3	-8.5%
新华保险	425.9	617.0	44.9%	290.6	302.0	3.9%
中国人保	817.4	979.4	19.8%	453.0	461.9	2.0%
人保寿险	471.6	576.7	22.3%	224.0	194.2	-13.3%
人保健康	345.8	402.7	16.5%	229.0	267.7	16.9%
友邦保险	86.1	94.8	10.2%	27.2	31.5	16.0%

NBV	2024	2025	同比	2025Q1	2026Q1	同比
中国平安	285.3	369.0	29.3%	128.9	155.7	20.8%
中国人寿	337.1	457.5	35.7%			75.5%
中国太保	132.8	186.1	40.1%	58.1	63.7	9.6%
新华保险	62.5	98.4	57.4%	37.3	46.6	24.7%
人保寿险	50.2	82.3	63.8%			21.0%
友邦保险	48.0	55.2	15.0%	15.5	17.6	13.0%

图表12: 上市险企NBV Margin情况

Margin	2024	2025	同比	2025Q1	2026Q1	同比
中国平安	18.5%	23.4%	4.8pct	28.3%	23.5%	-4.8pct
中国人寿	15.7%	19.5%	3.8pct			
中国太保	16.6%	19.8%	3.2pct	13.6%	16.3%	2.7pct
新华保险	14.7%	16.0%	1.3pct	12.8%	15.4%	2.6pct
人保寿险	10.7%	14.3%	3.6pct			
友邦保险	54.9%	58.5%	3.6pct	57.8%	56.0%	-1.8pct

资料来源: 各公司公告, 国金证券研究所注: 友邦为美元、固定汇率, 中国人保为人保寿险与人保健康简单加总

# 2

## 资产端展望

---

## 险资配置风格转向增配权益为主，债券增配策略阶段性放缓

**26Q1股票+基金+长股投增长3,435亿元，权益配置小幅提升。**截至2026Q1，保险资金运用余额39.44万亿元，较上年末增长2.5%。1) 债券：配置比例50.5%，较上年末提升了0.1pct，增配幅度明显低于往年同期（24Q1、25Q1债券占比均环比提升0.9pct），当前市场普遍预期26年利率中枢存在上行空间，叠加分红险转型下久期缺口压力降低，险资阶段性放缓长长期债券增配节奏。2) 股票+基金+长股投：占比23.4%，较上年末提升了0.3pct，对应规模合计增加3,435亿元。其中，股票配置比例10.1%（较25年末基本持平），基金配置比例5.4%（较25年末提升0.1pct），1季度末股票+基金规模5.9亿元，较上年末增长了2,010亿。

图表13：保险行业资金配置结构

	规模 (亿元)						占比					
	22Q4	23Q4	24Q4	25Q4	26Q1	Q1较上年末	22Q4	23Q4	24Q4	25Q4	26Q1	Q1较上年末
银行存款	26,500	25,212	29,082	30,361	30,739	1.2%	10.8%	9.3%	9.0%	8.2%	8.1%	-0.1pct
债券	100,567	123,416	159,243	186,997	192,084	2.7%	41.0%	45.4%	49.5%	50.4%	50.5%	0.1pct
<b>股票</b>	<b>18,902</b>	<b>19,425</b>	<b>24,280</b>	<b>37,345</b>	<b>38,370</b>	<b>2.7%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.1%</b>	<b>7.5%</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.1%</b>	<b>0.0pct</b>
证券投资基金	13,672	15,335	16,788	19,687	20,673	5.0%	5.6%	5.6%	5.2%	5.3%	5.4%	0.1pct
长期股权投资	24,451	24,353	24,649	28,338	29,763	5.0%	10.0%	8.9%	7.7%	7.6%	7.8%	0.2pct
其他	61,114	64,374	67,690	68,072	68,599	0.8%	24.9%	23.7%	21.0%	18.4%	18.0%	-0.3pct
人身险与财产险投资资产合计	245,206	272,115	321,731	370,801	380,228	2.5%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	

# 险资配置风格转向增配权益为主，债券增配策略阶段性放缓

2025年上市险企债券配置分化，权益占比普遍提升。1) 固收方面，债券配置表现分化。太保、太平占比较上年末分别提升1.0pct、1.6pct，利率处于历史低位叠加利率抬升带来债券贬值，其他公司债券配置比例均有下降，其中平安和阳光下降幅度均超5pct降幅最高。2) 权益方面，各公司积极增配权益，股票+基金占比均有提升，但幅度差异明显，其中平安增配8.6pct最多、阳光增配1.6pct最少、太保和新华分别增配2.2pct、2.3pct，其他公司大致在4pct左右。结构上看，本轮加仓以股票为主，基金配置变动不大，人保、太平基金占比下降0.7pct、0.3pct，其余公司小幅提升0.2pct至1.6pct。

图表14：上市险企资产配置结构

	中国平安			中国太保			中国人寿			新华保险		
	2024	2025H1	2025	2024	2025H1	2025	2024	2025H1	2025	2024	2025H1	2025
现金等价物及定期存款	7.2%	7.9%	9.4%	7.8%	8.4%	9.0%	8.4%	8.2%	8.2%	19.7%	21.4%	18.3%
债券投资	61.7%	60.8%	55.0%	60.1%	62.4%	61.0%	59.0%	59.0%	57.4%	52.1%	50.6%	49.6%
股票+基金	11.8%	13.8%	20.3%	11.6%	12.0%	13.8%	12.2%	13.6%	16.9%	18.3%	18.1%	20.6%
其中：股票+权益型基金	10.0%	12.6%	19.1%	11.3%	11.8%	13.4%						
股票	7.6%	10.5%	14.8%	9.3%	9.7%	11.1%	7.6%	8.7%	11.3%	10.5%	11.1%	11.2%
基金	4.1%	3.4%	5.6%	2.3%	2.3%	2.7%	4.6%	4.9%	5.7%	7.8%	7.0%	9.4%
长股投	3.5%	3.1%	2.7%	0.8%	0.4%	0.5%	4.6%	4.5%	4.1%	1.9%	2.4%	3.6%
投资性房地产	2.3%	2.2%	2.2%	0.3%	1.0%	0.9%	0.2%	0.2%	0.2%	0.6%	0.6%	0.5%
另类投资	13.2%	11.4%	9.5%	18.8%	15.4%	14.4%	15.6%	14.5%	13.2%	5.2%	4.6%	4.7%
其中：债权投资计划	3.2%	2.8%	2.4%	9.7%	8.9%	7.7%	7.9%	7.4%	7.0%	2.2%	1.4%	0.7%
其他	0.4%	0.7%	0.9%	0.6%	0.3%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	0.5%	0.9%
	中国太平			中国人保			中国财险			阳光保险		
	2024	2025H1	2025	2024	2025H1	2025	2024	2025H1	2025	2024	2025H1	2025
现金等价物及定期存款	7.2%	7.0%	7.6%	10.4%	9.3%	9.9%	14.3%	11.8%	11.5%	4.0%	9.0%	6.7%
债券投资	74.5%	76.5%	76.1%	49.0%	49.7%	48.3%	38.4%	41.1%	40.7%	57.7%	53.3%	52.2%
股票+基金	13.0%	12.7%	16.6%	8.9%	10.7%	13.3%	12.7%	14.5%	16.5%	13.3%	15.1%	14.8%
其中：股票+权益型基金										13.3%	15.1%	14.8%
股票	8.3%	8.3%	12.2%	3.7%	5.4%	8.7%	7.2%	9.2%	11.4%	12.3%	14.1%	13.7%
基金	4.7%	4.3%	4.4%	5.3%	5.3%	4.6%	5.4%	5.3%	5.1%	1.0%	0.9%	1.2%
长股投	1.9%	1.6%	0.7%	10.2%	9.8%	9.3%	9.9%	9.7%	9.6%	1.9%	1.9%	1.8%
投资性房地产	1.5%	1.4%	1.4%	0.9%	0.9%	0.8%	1.1%	1.1%	0.9%	1.8%	1.6%	1.4%
另类投资	4.8%	4.4%	3.4%	20.6%	19.6%	18.5%	22.9%	21.0%	19.8%	21.3%	19.1%	23.0%
其中：债权投资计划	3.9%	3.5%	2.7%	-	-	-	4.6%	4.1%	3.6%	3.4%	3.8%	3.5%
其他	-2.9%	-3.6%	-5.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%

## 险企二级权益配置比例大幅提升

以股票+基金作为二级权益规模，截至2025年末，7家上市险企平均占比为17.4%，其中股票为12.2%、基金为5.2%，新华和平安占比较高超20%、人保和太保占比较低不超过14%、其余相对均衡。7家公司合计二级权益规模全年增速为59%，增加绝对额为1.48万亿元；下半年权益增配提速，合计环比年中规模增长35%，增加绝对额为1.03亿元。平安全年和下半增配权益规模最多，全年股基规模增加了6450亿，下半年增加了4616亿，其上半年频繁举牌银行等公司、增加高股息类权益资产，下半年预计以成长风格加仓为主。

图表15：2025年各家权益类资产配置及变动情况

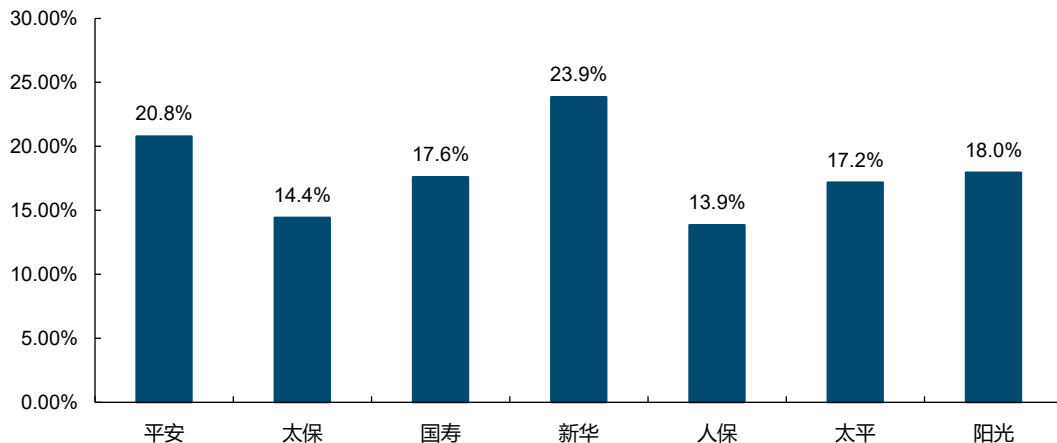
规模：亿元	股票						基金						股票+基金					
	2023	2024	2025H	2025	较H1增长	较年末增长	2023	2024	2025H	2025	较H1增长	较年末增长	2023	2024	2025H	2025	较H1增长	较年末增长
平安	2,921	4,374	6,493	9,581	47.6%	119.1%	2,515	2,373	2,088	3,616	73.1%	52.4%	5,436	6,747	8,581	13,197	53.8%	95.6%
太保	1,885	2,551	2,831	3,377	19.3%	32.4%	624	623	667	811	21.5%	30.1%	2,509	3,174	3,499	4,187	19.7%	31.9%
国寿	4,302	5,011	6,201	8,353	34.7%	66.7%	2,070	3,066	3,507	4,218	20.3%	37.6%	6,372	8,076	9,708	12,572	29.5%	55.7%
新华	1,062	1,808	1,992	2,165	8.6%	19.7%	846	1,263	1,202	1,726	43.6%	36.6%	1,908	3,071	3,194	3,890	21.8%	26.7%
人保	455	602	946	1,662	75.7%	175.9%	1,174	866	936	873	-6.7%	0.7%	1,629	1,469	1,882	2,535	34.7%	72.6%
太平	1,134	1,302	1,399	2,124	51.8%	63.1%	829	733	731	771	5.4%	5.2%	1,962	2,035	2,131	2,895	35.9%	42.2%
阳光	526	676	837	875	4.5%	29.5%	49	53	56	74	32.8%	41.3%	576	729	893	950	6.3%	30.3%
上市险企合计	12,178	16,228	20,578	27,931	35.7%	72.1%	8,029	8,923	9,124	12,015	31.7%	34.6%	20,208	25,151	29,701	39,946	34.5%	58.8%
行业	19,425	24,280	30,686	37,345	21.7%	53.8%	15,335	16,788	16,605	19,687	18.6%	17.3%	34,760	41,067	47,291	57,032	20.6%	38.9%
占比	股票						基金						股票+基金					
	2023	2024	2025H	2025	较H1变动	较年末变动	2023	2024	2025H	2025	较H1变动	较年末变动	2023	2024	2025H	2025	较H1变动	较年末变动
平安	6.2%	7.6%	10.5%	14.8%	4.3pct	7.1pct	5.3%	4.1%	3.4%	5.6%	2.2pct	1.4pct	11.5%	11.8%	13.8%	20.3%	6.5pct	8.6pct
太保	8.4%	9.3%	9.7%	11.1%	1.4pct	1.8pct	2.8%	2.3%	2.3%	2.7%	0.4pct	0.4pct	11.1%	11.6%	12.0%	13.8%	1.8pct	2.2pct
国寿	7.9%	7.6%	8.7%	11.3%	2.6pct	3.7pct	3.8%	4.6%	4.9%	5.7%	0.8pct	1.0pct	11.8%	12.2%	13.6%	16.9%	3.3pct	4.7pct
新华	7.9%	11.1%	11.6%	11.8%	0.1pct	0.7pct	6.3%	7.8%	7.0%	9.4%	2.4pct	1.6pct	14.2%	18.8%	18.7%	21.1%	2.5pct	2.3pct
人保	3.2%	3.7%	5.4%	8.7%	3.4pct	5.1pct	8.2%	5.3%	5.3%	4.6%	-0.7pct	-0.7pct	11.4%	8.9%	10.7%	13.3%	2.6pct	4.4pct
太平	8.4%	8.3%	8.3%	12.2%	3.9pct	3.8pct	6.1%	4.7%	4.3%	4.4%	0.1pct	-0.3pct	14.5%	13.0%	12.7%	16.6%	4.0pct	3.6pct
阳光	11.0%	12.3%	14.1%	13.7%	-0.5pct	1.3pct	1.0%	1.0%	0.9%	1.2%	0.2pct	0.2pct	12.0%	13.3%	15.1%	14.8%	-0.3pct	1.6pct
上市险企合计	7.2%	8.0%	9.4%	12.2%	2.8pct	4.2pct	4.8%	4.4%	4.2%	5.2%	1.1pct	0.9pct	12.0%	12.4%	13.6%	17.4%	3.8pct	5.1pct
行业	7.1%	7.5%	8.8%	10.1%	1.3pct	2.5pct	5.6%	5.2%	4.8%	5.3%	0.6pct	0.1pct	12.8%	12.8%	13.5%	15.4%	1.8pct	2.6pct

资料来源：各公司公告、金融监管总局、wind，国金证券研究所注：新华股票中含优先股，其他公司不含

## 险企二级权益配置比例大幅提升

在政策引导下，多家头部保险机构获批成立私募证券基金，目的是引导险资长钱长投，该基金用长期股权投资记账的方式计入保险公司报表，主要投向股息稳定、流动性好的大盘蓝筹及高股息资产。当前国寿、新华成立的基金实施三期，目前投资规模各有505亿，平安、太保、人保、太平的基金于25年下半年获批成立，金额分别为300、200、100、100亿，考虑长期试点基金的二级权益规模如下（股票+基金+长期试点基金）。

图表16：2025年含长期试点基金的二级权益占比



## 科技主线行情下•CI配置分化，险资配置成长属性提升

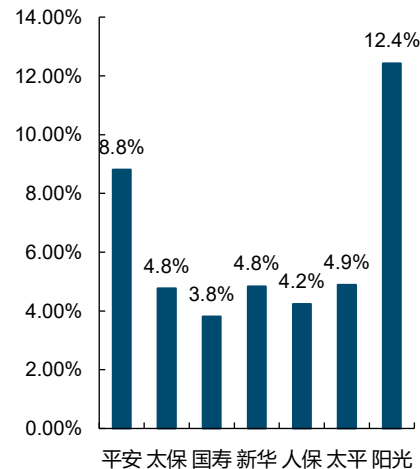
2025年OCI占比变动各公司有所分化，平安、人保、太平的OCI占比年内有所下降，国寿、太保、新华占比提升，其中国寿占比提升最多，年内提升了15.8pct，一方面科技为主线的行情下，部分公司积极加仓（平安最为积极），另一方面下半年TPL股票涨幅超过OCI。2025年末，七家上市公司FVOCI股票的平均占比为41%，其中国寿和新华FVOCI股票占比分别为28%和18%，占投资资产比例分别为3.1%、2.1%，处于较低水平，因此二者的利润表波动性更大，考虑私募证券基金后，国寿、新华的FVOCI股票占投资资产比例分别为3.8%、4.8%。

图表17：2025年FVOCI占比有升有降

亿元	FVOCI股票						FVPL股票					
	2023	2024	2025H	2025	较H1变动	较年末变动	2023	2024	2025H	2025	较H1增长	较年末增长
平安	1751	2632	4243	5413	27.6%	105.7%	1,170	1,742	2,250	4,168	85.2%	139.2%
太保	271	761	957	1248	30.4%	64.2%	1,613	1,790	1,874	2,128	13.6%	18.9%
国寿	148	602	1403	2324	65.7%	286.4%	4,154	4,409	4,799	6,029	25.6%	36.7%
新华	53	306	374	385	2.9%	25.8%	1,010	1,502	1,618	1,779	10.0%	18.5%
人保	160	273	439	705	60.6%	158.1%	295	329	507	957	88.7%	190.7%
太平	224	476	488	742	52.0%	55.7%	909	826	911	1,382	51.7%	67.3%
阳光	301	466	589	596	1.1%	27.7%	225	210	248	280	12.8%	33.4%
上市险企合计	2,887	5,480	8,450	11,342	34.2%	107.0%	9,291	10,747	12,127	16,589	36.8%	54.4%
FVOCI股票占股票资产的比例							FVOCI股票占投资资产的比例					
	2023	2024	2025H	2025	较H1增长	较年末变动	2023	2024	2025H	2025	较H1变动	较年末变动
平安	59.9%	60.2%	65.3%	56.5%	-8.8pct	-3.7pct	3.7%	4.6%	6.8%	8.3%	1.5pct	3.7pct
太保	14.4%	29.8%	33.8%	37.0%	3.2pct	7.2pct	1.2%	2.8%	3.3%	4.1%	0.8pct	1.3pct
国寿	3.4%	12.0%	22.6%	27.8%	5.2pct	15.8pct	0.3%	0.9%	2.0%	3.1%	1.2pct	2.2pct
新华	4.9%	16.9%	18.8%	17.8%	-1.0pct	0.9pct	0.4%	1.88%	2.2%	2.1%	-0.1pct	0.2pct
人保	35.2%	45.4%	46.4%	42.4%	-4.0pct	-2.9pct	1.1%	1.7%	2.5%	3.7%	1.2pct	2.0pct
太平	19.8%	36.6%	34.9%	34.9%	0.1pct	-1.7pct	1.7%	3.0%	2.9%	4.3%	1.4pct	1.2pct
阳光	57.2%	69.0%	70.4%	68.1%	-2.3pct	-0.9pct	6.3%	8.5%	10.0%	9.3%	-0.7pct	0.8pct
上市险企合计	23.7%	33.8%	41.1%	40.6%	-0.5pct	6.8pct	1.7%	2.7%	3.9%	5.0%	1.1pct	2.3pct

资料来源：各公司公告、券商中国、中国基金报、中国人寿保险，国金证券研究所注：太平为港元

图表18：2025年FVOCI+私募证券基金占投资资产比例



# 科技主线行情下·CI配置分化，险资配置成长属性提升

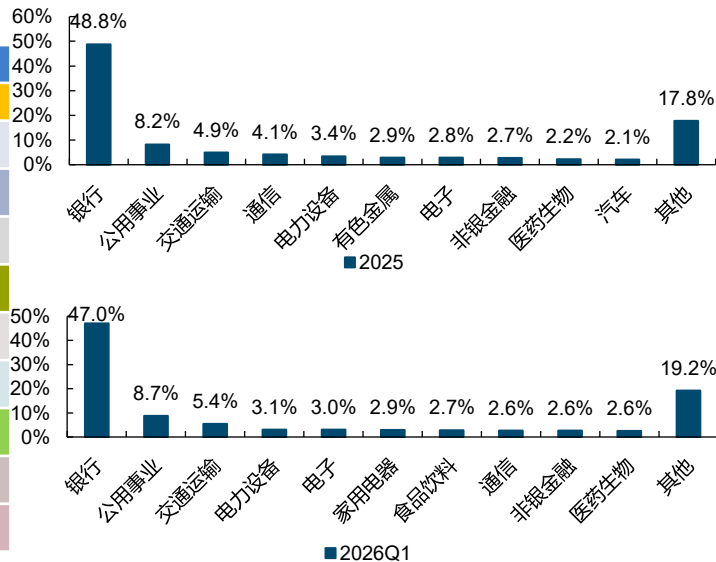
2019年开始保险资金对红利股重视度提升，公用事业、交通运输、通信等行业配置优先级提升，2024年后科技与先进制造敞口提升，风格由“红利-稳健”向“红利-稳健+成长”扩展。

2026Q1，险资减仓高位的通信与有色金属，加仓家用电器、银行、公用事业、食品饮料、煤炭等高股息个股。

图表19：保险机构重仓行业排名前10分布变迁

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1
1	银行	银行	银行	银行	银行	银行	银行	银行	银行
2	房地产	房地产	房地产	房地产	房地产	公用事业	公用事业	公用事业	公用事业
3	医药生物	公用事业	公用事业	公用事业	公用事业	房地产	交通运输	交通运输	交通运输
4	家用电器	医药生物	食品饮料	电力设备	电力设备	通信	通信	通信	电力设备
5	食品饮料	建筑装饰	电力设备	通信	通信	电力设备	电力设备	电力设备	电子
6	电力设备	电力设备	通信	交通运输	电子	食品饮料	食品饮料	有色金属	家用电器
7	非银金融	食品饮料	计算机	建筑材料	食品饮料	医药生物	房地产	电子	食品饮料
8	交通运输	交通运输	交通运输	电子	医药生物	交通运输	医药生物	非银金融	通信
9	公用事业	非银金融	医药生物	计算机	交通运输	计算机	电子	医药生物	非银金融
10	商贸零售	商贸零售	有色金属	基础化工	计算机	电子	基础化工	汽车	医药生物

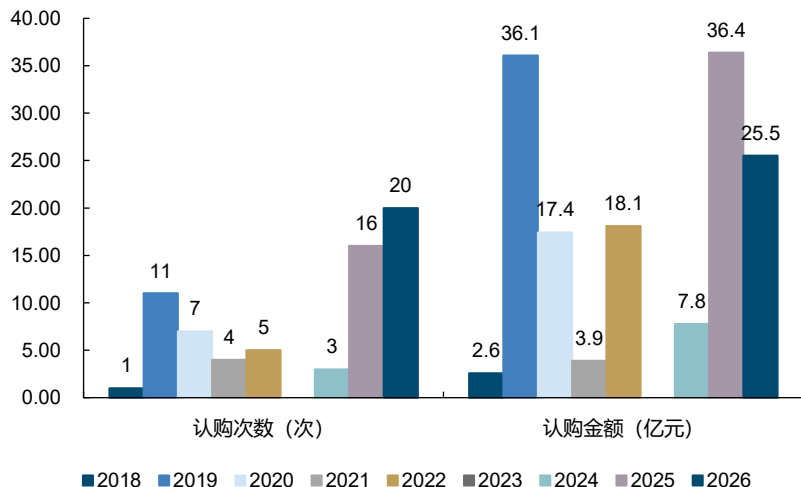
图表20：险资持仓行业占比变化



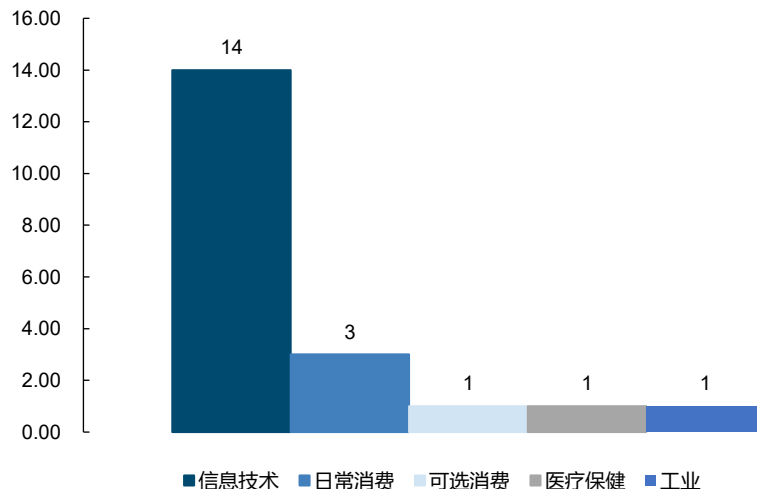
## 科技主线行情下·CI配置分化，险资配置成长属性提升

自2025年以来，险资参与港股IPO基石投资的积极性明显回升。截至5月底，年内险资已参与17家公司的20次港股IPO基石投资，总认购金额约25.5亿港元，已达到2025年全年规模的70%。从行业分布看，投资标的主要集中于信息技术领域，消费、医疗等行业也有涉及。

图表21：险资参与港股IPO恢复活跃



图表22：2026年险资港股基石投资行业分布



## ● CI股息收益对险企净投资收益的贡献持续提升

在低利率背景下，各险企可配置债券资产的收益率差异有限，2025年生息资产收益率整体集中于2.9%-3.1%区间，因此FVOCI权益资产占比以及股息率是净投资收益率差异较大的核心原因。展望后续，资产负债管理新规即将落地，净投资收益率覆盖监管指标也将实施，险企配置高股息权益资产的动能将进一步强化，OCI股息对净投资收益率的贡献预计将持续提升。

图表23：净投资收益率拆分

	中国太保		人保集团		中国太平	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025
生息资产收益率	3.2%	2.9%	3.5%	3.0%	3.4%	3.1%
生息资产占比	83.5%	85.8%	68.6%	68.3%	81.4%	75.1%
分红资产收益率	4.8%	4.6%	3.6%	3.7%	6.5%	6.0%
分红资产占比 (OCI权益)	4.8%	5.8%	6.9%	8.0%	2.6%	3.9%
加总	2.9%	2.8%	2.6%	2.4%	2.9%	2.6%
净投资收益率 (披露)	3.8%	3.4%	3.9%	3.6%	3.5%	3.2%
OCI股息收益对净投资收益率贡献	6.1%	7.9%	6.4%	8.2%	4.9%	7.3%
	中国平安		中国人寿		新华保险	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025
生息资产收益率	3.1%	2.9%	3.1%	2.9%	3.2%	2.9%
生息资产占比	80.3%	76.5%	75.4%	74.5%	75.2%	71.2%
分红资产收益率	6.9%	6.7%	4.4%	4.4%	6.5%	6.1%
分红资产占比 (OCI权益)	5.9%	7.9%	2.6%	4.3%	1.2%	2.0%
加总	2.9%	2.7%	2.5%	2.3%	2.5%	2.2%
净投资收益率 (披露)	3.8%	3.7%	3.5%	3.0%	3.2%	2.8%
OCI股息收益对净投资收益率贡献	10.9%	14.4%	3.3%	6.2%	2.5%	4.4%

资料来源：各公司公告，国金证券研究所；注：生息资产收益率人保财险、人保、太平为全口径生息资产收益率，其他公司不包括FVTPL资产的生息收益率，但在资产占比中包括；收益率的分母剔除了累计OCI债券浮盈

## 资本市场向好，险企总/综合投资收益率显著提升

虽然净投资收益率受利率下行及存量高收益资产到期影响持续下滑，但权益市场回暖带动险企总投资收益率和综合投资收益率自2024年以来趋势性抬升。2025年，除太平外，其余上市险企总投资收益率同比提升0.1pct-0.8pct至4.6%-6.6%区间。考虑OCI权益浮盈后，除太平外，其余上市险企综合投资收益率均超过6%。

图表24：2024年开始总/综合投资收益显著提升

	净投资收益率				总投资收益率				综合投资收益率			
	2023	2024	2025	同比变动	2023	2024	2025	同比变动	2023	2024	2025	同比变动
平安	4.2%	3.8%	3.7%	-0.1pct	3.0%	4.5%	4.6%	0.1pct	3.6%	5.8%	6.3%	0.5pct
太保	4.0%	3.8%	3.4%	-0.4pct	2.6%	5.6%	5.7%	0.1pct	2.7%	6.0%	6.1%	0.1pct
国寿	3.7%	3.5%	3.0%	-0.4pct	2.6%	5.5%	6.1%	0.6pct	3.2%	5.7%	6.2%	0.5pct
新华	3.4%	3.2%	2.8%	-0.4pct	1.8%	5.8%	6.6%	0.8pct	1.8%	6.1%	6.9%	0.8pct
太平	3.6%	3.5%	3.2%	-0.3pct	2.7%	4.6%	4.0%	-0.5pct	2.7%	5.0%	4.3%	-0.7pct
人保	4.5%	3.9%	3.6%	-0.3pct	3.3%	5.6%	5.7%	0.1pct	3.4%	6.2%	6.2%	0.0pct
人保财险		3.9%	3.6%	-0.3pct	3.5%	5.7%	5.8%	0.1pct	3.1%	7.4%	6.8%	-0.6pct
阳光	4.2%	4.2%	3.7%	-0.5pct	3.4%	4.3%	4.8%	0.5pct	3.3%	6.5%	6.1%	-0.4pct
人保（剔除长股投投资收益）	3.3%	3.0%	2.7%	-0.2pct	2.2%	4.7%	4.8%	0.2pct	2.2%	5.2%	5.3%	0.1pct
人保财险（剔除长股投投资收益）					2.6%	4.5%	4.7%	0.2pct	2.1%	6.3%	5.7%	-0.6pct

# 资本市场向好，险企总/综合投资收益率显著提升

尽管今年以来权益市场波动较大，但期间仍出现两轮较为明显的上涨行情，叠加险企今年来二级权益资产规模较上年同期明显扩大，因此权益市场上涨对投资收益的贡献有望较去年进一步增强。假设今年净投资收益率同比下降15bp，若权益投资收益率为15%，则各上市险企均能实现4.5%以上的总投资收益率水平，净利润与ROE预计保持较好表现。

图表25：2026年险企总投资收益率敏感性分析

	净投资收益率	TPL权益占比	权益投资收益率	总投资收益率		净投资收益率	TPL权益占比	权益投资收益率	总投资收益率
中国人寿	2.89%	13.80%	-15.00%	0.82%	新华保险	2.65%	19.04%	-15.00%	-0.21%
	2.89%	13.80%	-10.00%	1.51%		2.66%	19.04%	-10.00%	0.76%
	2.89%	13.80%	-5.00%	2.20%		2.66%	19.04%	-5.00%	1.71%
	2.89%	13.80%	0.00%	2.89%		2.66%	19.04%	0.00%	2.66%
	2.89%	13.80%	5.00%	3.58%		2.66%	19.04%	5.00%	3.61%
	2.89%	13.80%	10.00%	4.27%		2.66%	19.04%	10.00%	4.56%
中国平安	3.04%	13.80%	15.00%	5.11%	2.66%	19.04%	15.00%	5.52%	
	3.55%	11.99%	-15.00%	1.75%	中国人保	3.45%	9.62%	-15.00%	2.01%
	3.55%	11.99%	-10.00%	2.35%		3.45%	9.62%	-10.00%	2.49%
	3.55%	11.99%	-5.00%	2.95%		3.45%	9.62%	-5.00%	2.97%
	3.55%	11.99%	0.00%	3.55%		3.45%	9.62%	0.00%	3.45%
	3.55%	11.99%	5.00%	4.15%		3.45%	9.62%	5.00%	3.93%
3.55%	11.99%	10.00%	4.75%	3.45%		9.62%	10.00%	4.41%	
中国太保	3.55%	11.99%	15.00%	5.35%	3.45%	9.62%	15.00%	4.89%	
	3.25%	9.67%	-15.00%	1.80%	中国太平	3.06%	12.35%	-15.00%	1.21%
	3.25%	9.67%	-10.00%	2.28%		3.06%	12.35%	-10.00%	1.82%
	3.25%	9.67%	-5.00%	2.77%		3.06%	12.35%	-5.00%	2.44%
	3.25%	9.67%	0.00%	3.25%		3.06%	12.35%	0.00%	3.06%
	3.25%	9.67%	5.00%	3.73%		3.06%	12.35%	5.00%	3.68%
3.25%	9.67%	10.00%	4.22%	3.06%		12.35%	10.00%	4.30%	
	3.25%	9.67%	15.00%	4.70%	3.06%	12.35%	15.00%	4.91%	

# 3

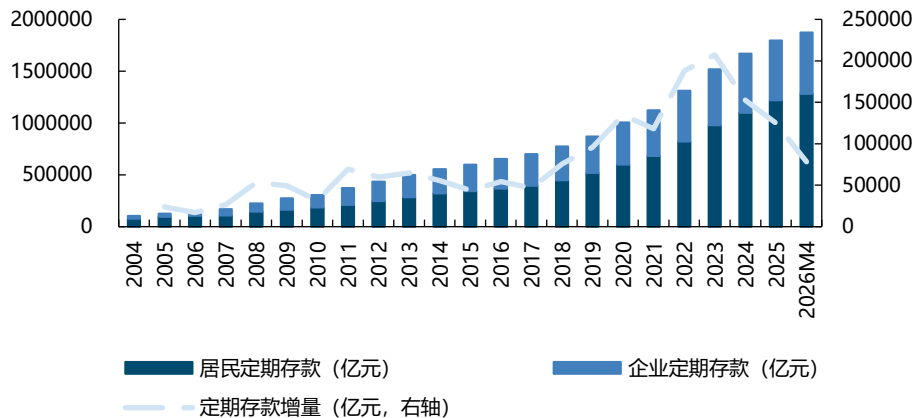
## 负债端展望

---

## 分红险相对优势显著，预计NBV双位数增长

预计新单保费延续正增长，银保趸交压降+缴期结构改善margin提升，NBV延续双位数正增。1) 新单保费：2020年以来，居民预防性储蓄意愿显著增强，带动中长期定期存款规模快速扩张，考虑到其中大量3-5年期定存正陆续到期，低利率叠加银行长期存款供给减少，到期资金面临再配置压力。当前分红险预定利率为1.75%，同时具备一定的向上弹性收益，对风险偏好中低的储蓄型客户具备较强吸引力，有望承接部分存款资金，但近年来头部险企普遍压降银保趸交规模，叠加三季度基数抬升，预计新单保费整体平稳。2) margin：缴期结构改善（趸交压降，叠加险企主动拉长缴费期限）叠加报行合一深化，预计margin同比将继续改善。

图表26：定期存款余额及其增量



图表27：分红险竞品收益情况

	1年平均回报	3年平均回报
银行理财	1.86%	1.49%
债券+偏债混合基金	3.98%	3.62%
银行存款	0.95%	1.25%

## 分红险相对优势显著，预计NBV双位数增长

利率转向区间震荡，截至Q1普通型人身保险产品预定利率研究值为1.93%，环比上升4个基点，短期内人身险产品预定利率不会再次下调，在去年Q3停售高基数下，预计26年NBV增速整体前高后低。

图表28：2026年负债端预期

NBV (百万元)	2025Q1	2026Q1	同比	2025H1	2026H1	同比	2025Q1-3	2026Q1-3	同比	2025	2026	同比
中国平安	12,891	15,574	20.8%	22,335	25,417	13.8%	35,724	38,448	7.6%	36,897	41,497	12.5%
中国人寿	16,664	29,241	75.5%	28,546	42,038	47.3%	44,794	55,782	24.5%	45,752	58,368	27.6%
中国太保	5,777	6,372	9.6%	9,543	11,665	22.2%	15,350	18,335	19.4%	18,609	20,485	10.1%
新华保险	3,734	4,655	24.7%	6,182	6,901	11.6%	10,674	10,520	-1.4%	9,842	11,502	16.9%
友邦保险	1,497	1,757	17.4%	2,838	3,366	18.6%	4,314	5,078	17.7%	5,560	6,549	17.8%
中国太平	4,333	4,680	8.0%	6,778	7,516	10.9%	9,407	10,277	9.2%	10,924	12,020	10.0%

## 渠道结构：银保渠道价值贡献将继续提升

银保渠道直接受益于存款搬家，客户优势和账户优势明显，叠加大型险企将继续积极开拓银保市场，预计期缴新单仍将延续较好增长，对价值的贡献将进一步提升，但新单受趸交挤压影响，部分险企或阶段性承压。

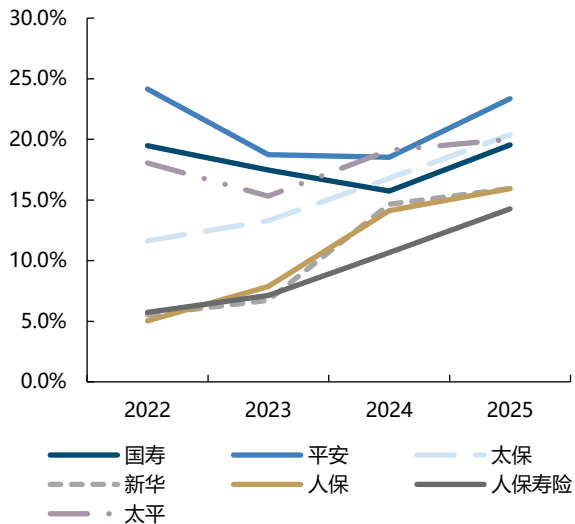
图表29：银保渠道占比大幅提升

	银保NBV贡献			银保新单保费贡献		
	2024	2025	同比	2024	2025	同比
中国平安	13.9%	25.5%	11.6pct	12.8%	24.3%	11.5pct
中国人寿	7.1%	14.1%	7.0pct	14.0%	25.0%	11.0pct
中国太保	25.1%	36.2%	11.2pct	36.4%	43.1%	6.8pct
新华保险	40.1%	53.6%	13.5pct	58.5%	61.5%	3.0pct
中国人保	25.7%	31.8%	6.1pct	45.8%	51.4%	5.6pct
人保寿险	46.6%	56.8%	10.2pct	57.7%	66.8%	9.0pct
人保健康	9.5%	4.0%	-5.6pct	29.5%	29.5%	-0.1pct
友邦保险	27.2%	28.9%	1.7pct	33.2%	38.2%	5.0pct
中国太平	34.9%	35.0%	0.1pct	65.9%	75.6%	9.7pct
阳光保险	55.7%	61.8%	6.1pct	36.3%	37.0%	0.8pct

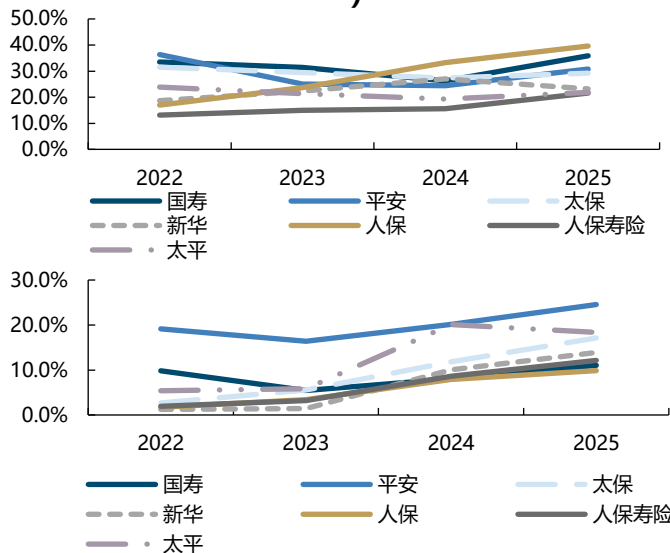
# 渠道结构：报行合一后，银保渠道价值率显著提升

受益于预定利率下调、报行合一深化以及价值银保策略，银保渠道Margin显著提升。截至2025年，上市险企寿险银保渠道价值率位于10-25%区间（个险渠道价值率位于21-36%区间）。展望后续，随着银保费用监管政策的进一步深化落实，以及缴期结构的持续改善，预计银保与个险价值率间的差距将继续收敛。

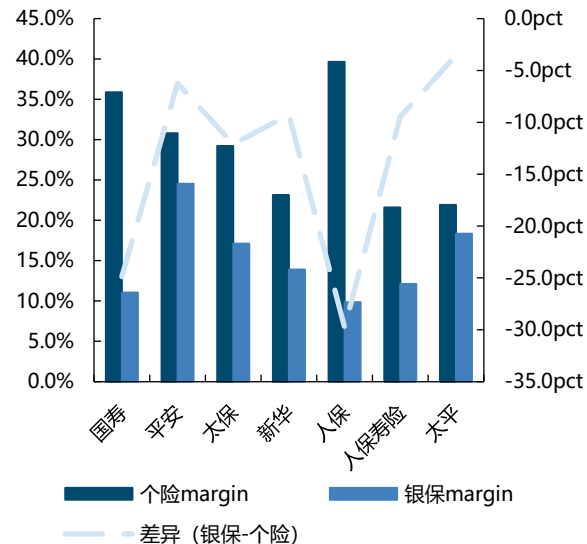
图表30：新业务价值率对比



图表31：分渠道价值率对比（上：个险，下：银保）



图表32：25年银保与个险渠道价值率对比



资料来源：各公司公告，国金证券研究所注：国寿未披露银保渠道NBV数据，以整体-个险测算

## 渠道结构：头部险企银保市占率快速提升

银保新规细化费用管理，叠加分红险演示利率统一，预计头部险企市占率将继续提升。3月底金融监管总局下发《关于进一步加强银行代理渠道费用管理有关事项的通知》，进一步精细化费用管理，重点整治银保专员薪酬管理，并升级险企内部考核问责机制与监管手段，行业费用竞争空间明显收敛，叠加分红险演示利率将统一下调至3.5%，在此背景下，头部险企凭借更优的长期投资能力、品牌优势及资源协同能力，竞争优势凸显，预计市占率将继续提升。2026年前四月，老七家险企银保期缴新单市占率同比合计提升10.4pct。

图表33：3月银保新规核心要点

文件	核心要点	核心内容
《关于进一步加强银行代理渠道费用管理有关事项的通知》与《银行代理渠道费用管理有关事项问答（一）》	精细化费用管理	费用口径从佣金全面扩大至全成本： 1) 报送费用需涵盖“银保专员的薪酬激励、培训及客户服务费、分摊的固定费用”等全口径成本，打击“小账”和“返点”。 2) 强化银保专员薪酬激励管理，银保专员的薪酬激励不得有指定用途且需自行支配，以及分摊的固定费用必须参照精算师协会《人身保险产品费用分摊指引》执行，切断保险公司利用“固定费用分摊”调节当期损益、掩盖真实渠道成本的后路。
	压实险企管理职责，升级内部考核与问责机制	1) 构建自上而下的立体问责网络：①董事会层面：每年至少一次专题听取“报行合一”情况报告，将合规提升至公司治理最高层级。②高管层面：总经理对“报行合一”工作负总责；分管银行代理渠道的高管对费用支出、业务推动活动的“真实性、合规性”负责。③基层层面：各级分支机构主要负责人对相关分支机构“报行合一”工作负责。 2) 严格限定临时激励方案的审批权限：省级及以下机构实施激励方案，必须经省级机构主要负责人或总公司负责人批准，总公司实施则需总经理批准，提高基层机构擅自加码费用的决策门槛。
	监管手段升级，通过“现场检查”督导政策落地	各金融监管局持续开展“报行合一”现场检查，有力有效规范市场秩序。监管部门建立“报行合一”违规问题和典型案例行业通报机制，并及时向保险总公司及其法人机构监管部门通报相关情况。

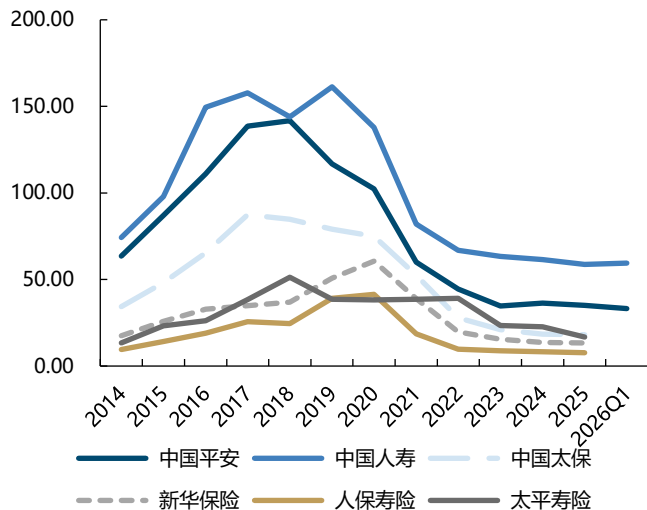
图表34：头部险企银保期缴市占率大幅提升

	银保期交保费（亿元）			市占率		
	25M1-4	26M1-4	同比	25M1-4	26M1-4	同比
老七家	506	804	59.0%	29.8%	40.2%	10.4pct
十家银行系险企	422	418	-1.0%	24.9%	20.9%	-4.0pct
非银外资险企	70	68	-3.0%	4.1%	3.4%	-0.7pct
其他中小型中资险企	689	710	3.0%	40.6%	35.5%	-5.2pct
合计	1,696	2,001	18.0%			

## 渠道结构：个险代理人规模环比增长，产能维持高位

增员环境边际改善，代理人规模企稳回升。随着外部招募环境改善，叠加行业持续推进优增优育和队伍转型，头部险企代理人规模已呈现企稳回升迹象。2026Q1国寿、太保期末代理人规模较上年末分别增长1.2%、1.1%，预计2026年头部险企人力规模有望迎来拐点。与此同时，在优增优育带动下，代理人产能维持高位，队伍质态持续改善。

图表35：代理人规模企稳



资料来源：各公司公告，国金证券研究所 注：太保为月均保险营销员口径

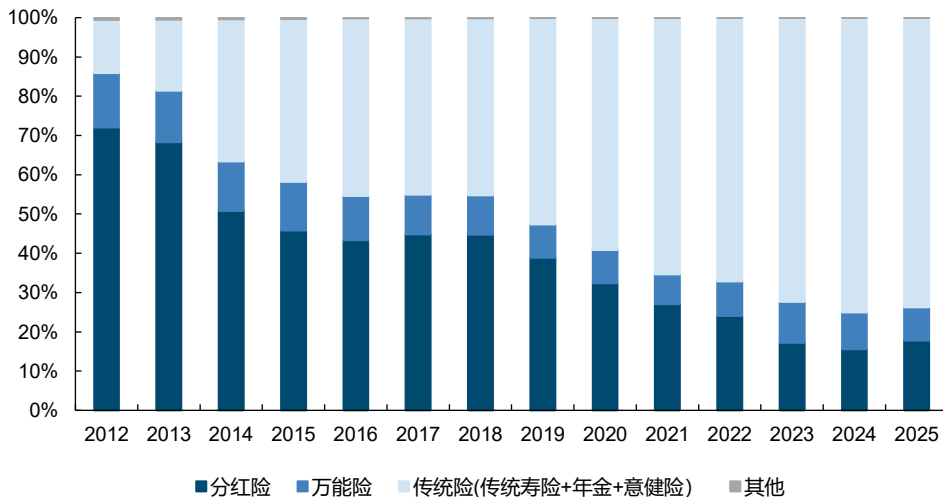
图表36：上市险企代理人产能维持高水平

代理人产能 (元/月/人)	人均新单			人均NBV		
	2024	2025	同比增速	2024	2025	同比增速
中国人寿	15,907	15,184	-4.5%	4,178	5,449	30.4%
中国平安	23,419	21,746	-7.1%	5,714	6,698	17.2%
中国太保	16,710	16,994	1.7%	4,370	4,963	13.6%
新华保险	7,832	11,200	43.0%	2,302	2,968	28.9%
人保寿险	16,638	16,950	1.9%	2,591	3,659	41.2%

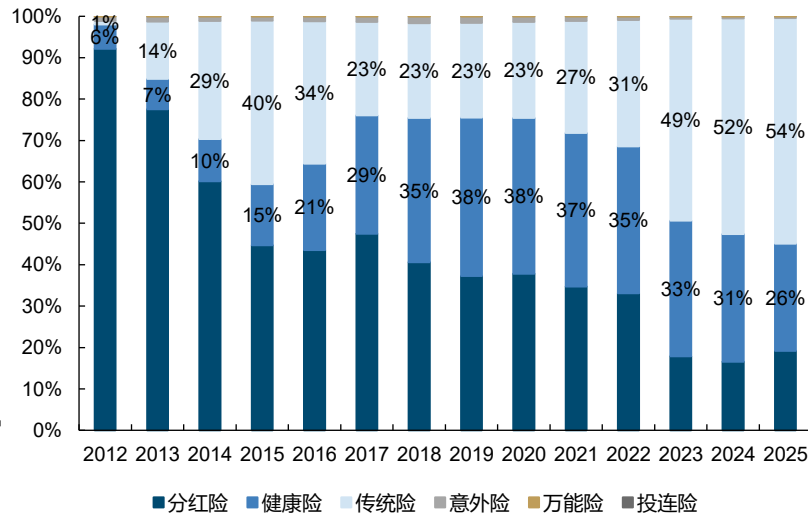
# 分红险一季度占比超80%，已成为主力产品

分红险转型成效显著，占比已升至80%以上高位。当前分红险预定利率仅较传统险低25bps，而演示利率为3.5%（此前部分产品达3.9%-4.25%，现监管要求下调至3.5%，上半年完成产品切换），兼具保证收益和浮动收益特征，对储蓄型客户吸引力较强。权益市场回暖背景下，险企分红账户投资收益改善，为分红实现提供支撑，进一步增强产品销售优势。2026年一季度，我国寿险业分红险保费占比超过80%，重回历史高位水平。

图表37：分红险占比抬升



图表38：新华保险保费收入结构



# 报行合一继续深化，费差有望继续改善

报行合一继续深化，从渠道费用管控逐步延伸至费用分摊和精细化管理，推动险企负债成本持续改善。

图表39：个险渠道报行合一梳理

时间	文件/事件	核心内容
2023年10月	2023年三季度银行业保险业数据信息新闻发布会	监管方面将全面推行“报行合一”，抓紧启动个人代理渠道、经纪代理渠道的“报行合一”工作。
2023年12月	人身险业总精算师在厦门开会	①全渠道一视同仁，银保、经代、个险统一倍附加费用率； ②大型险企先执行，中小公司跟进，对激进公司、激进产品进行窗口指导。
2024年2月	《关于2023年度人身保险产品情况的通报》	①各公司要以严格规范的产品报备，为严格执行“报行合一”奠定坚实基础。 ②将全面推进“报行合一”。
2024年8月	《关于健全人身保险产品定价机制的通知》	深化“报行合一”，加强产品在不同渠道的精细化、科学化管理。各公司在产品备案或审批材料中，应当标明个人代理、互联网代理、银邮代理、经纪代理等销售渠道，同时列示附加费用率（即可用总费用水平）和费用结构。
2025年4月	《关于推动深化人身保险行业个人营销体制改革的通知》	深化个人营销体制改革，强化管理和监督力度，深化执行“报行合一”。
2025年8月	中银保信再次代为召开行业会议	进一步强调个险渠道和经代渠道的“报行合一”。对个险、中介产品的固定费用分摊进行约束，根据不同产品类型、不同缴期，提供市场参考下限值。
2025年11月	《人身保险产品费用分摊指引》	按照“报行合一”要求，明确费用分摊规则 and 标准。

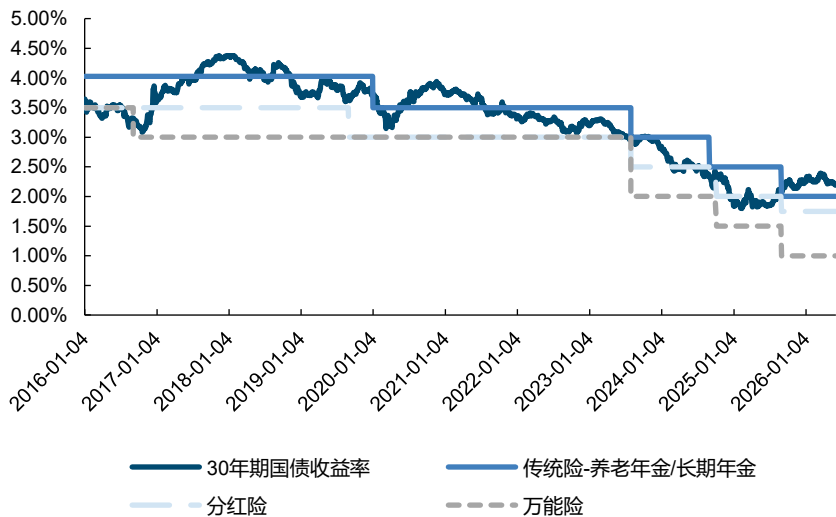
图表40：银保渠道报行合一梳理

时间	文件/事件	核心内容
2023年8月	《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》	银保渠道严格执行“报行合一”政策，划定统一的渠道费用。
2023年9月	银保系统暂停	自9月15日开始，险企纷纷暂停银保业务系统，与银行按照新费率重新签约。监管向地方监管局传达，10月开始将加大检查力度。
2023年10月	《关于银保产品管理有关事宜的通知》	银保业务监管由手续费监管延伸至总费用监管，监管力度继续加大。
2023年10月	2023年三季度银行业保险业数据信息新闻发布会	监管方面将全面推行“报行合一”，抓紧启动个人代理渠道、经纪代理渠道的“报行合一”工作。
2023年12月	人身险业总精算师在厦门开会	①全渠道一视同仁，银保、经代、个险统一倍附加费用率； ②大型险企先执行，中小公司跟进，对激进公司、激进产品进行窗口指导。
2024年2月	《关于2023年度人身保险产品情况的通报》	对不符合“报行合一”基本原则、精算假设不审慎等的产品进行了通报，也对部分公司进行了产品指导。经代渠道从2月底开始大量更新产品，并下调佣金率30%-50%。
2025年8月	中银保信再次代为召开行业会议	进一步强调个险渠道和经代渠道的“报行合一”。对个险、中介产品的固定费用分摊进行约束，根据不同产品类型、不同缴期，提供市场参考下限值。
2026年3月	《关于进一步加强银行代理渠道费用管理有关事项的通知》与《银行代理渠道费用管理有关事项问答（一）》	通过费用的精细化，管理责任的明确化，加强险企内部控制，进一步降低银保渠道实际费用水平，倒逼行业费用管理再升级，彻底铲除“小账”生存空间。

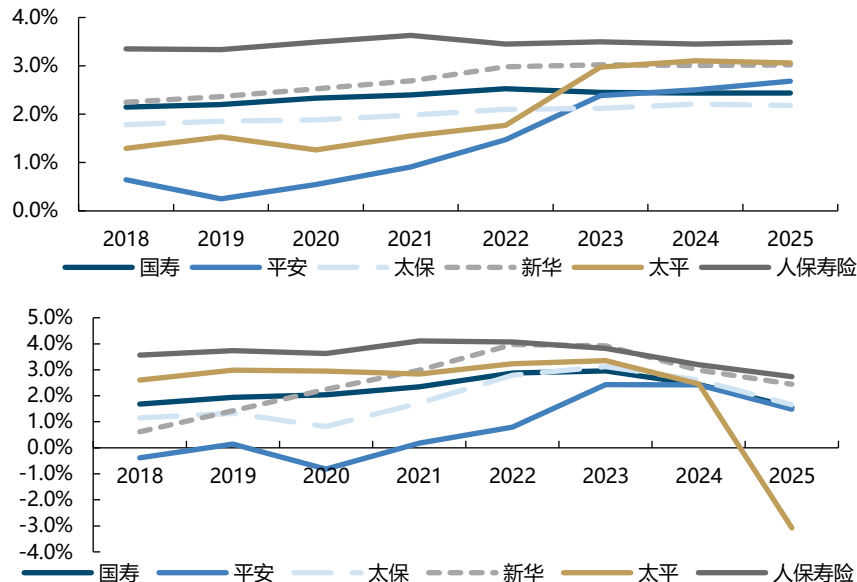
# 新单负债成本快速下降，保单盈利能力持续加强

预定利率下调带动新单负债成本快速下降，叠加分红、万能结算利率限制的阶段性政策、分红险转型的推进，2025年除太平外的上市险企NBV打平收益率同比下降0.75pct，保单盈利性大幅增强。

图表41：2025年9月下调预定利率后，产品预定利率低于长债利率



图表42：价值口径打平收益率（上：VIF，下：NBV）

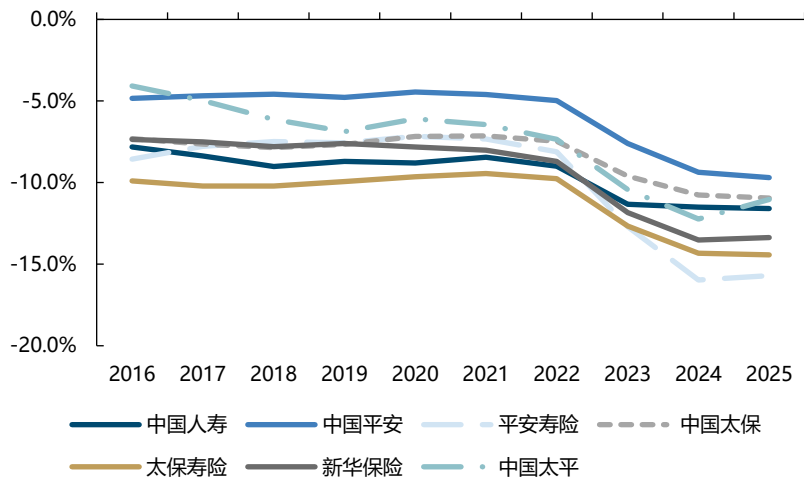


资料来源：wind、各公司公告、华夏时报、慧保天下，国金证券研究所注：太平20-25年、平安20-22年均为投资收益率与风险贴现率同时下降50基点

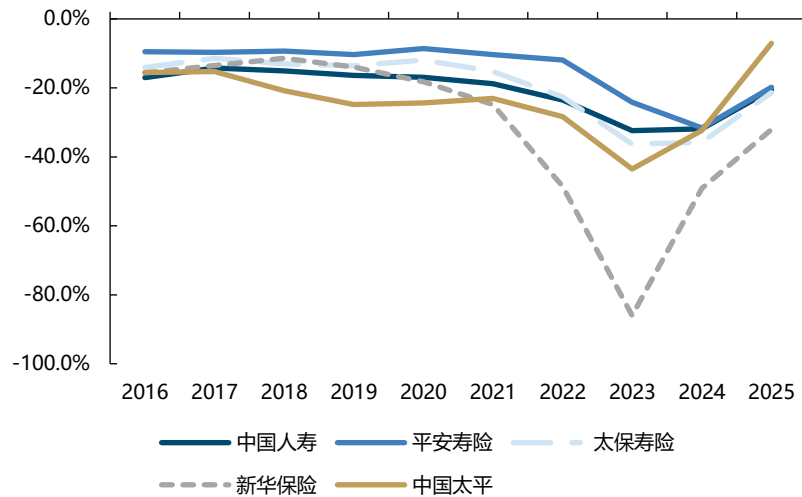
# NBV与EV对投资收益率敏感性下降，经营韧性增强

随着保单刚性负债成本的下降与分红险转型的推进，2025年上市险企NBV对投资收益率的敏感性大幅下降，企业盈利与价值波动性显著下降，经营韧性明显增强。

图表43：投资收益率下降50bp时EV变化



图表44：投资收益率下降50bp时NBV变化



资料来源：各公司公告，国金证券研究所注：太平20-25年、平安20-22年均为投资收益率与风险贴现率同时下降50基点

# 4

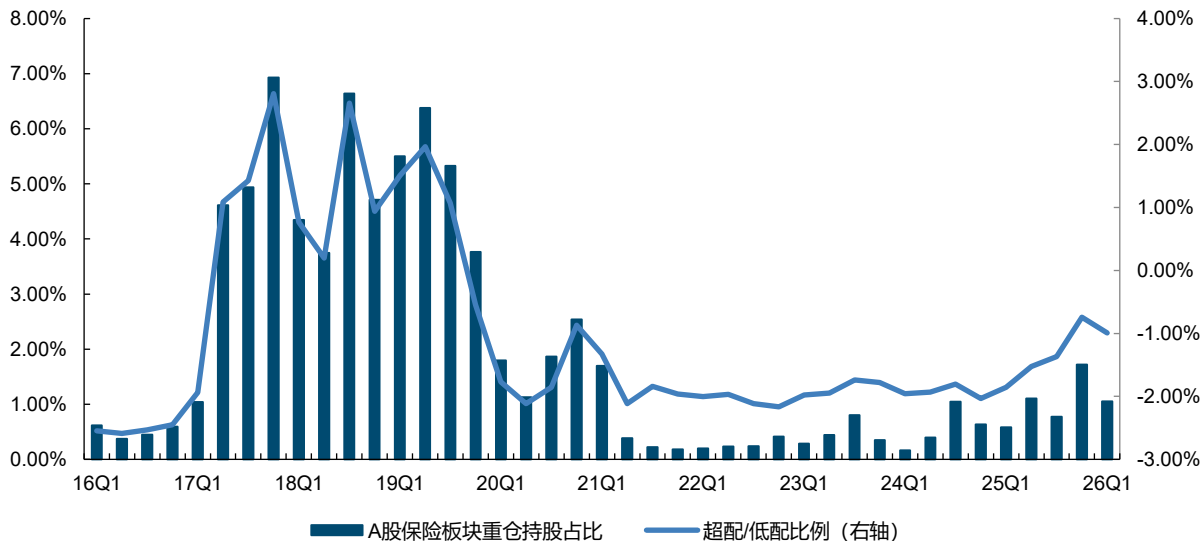
# 投资建议

---

## 保险板块整体欠配

截至26Q1末，公募主动权益基金持有保险板块市值为171亿元，环比减少39%。主动权益基金持有保险板块比例为1.05%，处于历史较低位置。当前板块严重低配，低配比例为0.99pct，低配幅度环比扩大0.25pct。

图表45：主动权益持仓保险板块及超/低配情况



**保险行业资负两端长期向好逻辑不变。**一是居民存款搬家与新业务利差改善共同驱动行业长期 $\beta$ 修复，当前上市险企CSM已陆续回归正增长，支撑保险服务业绩长期向好；二是“反内卷”背景下，头部险企凭借产品、渠道、服务及投资能力优势，市占率显著提升，带来明显 $\alpha$ ；三是随着权益市场修复与长端利率企稳，资产端压力缓解，资负两端共振推动行业进入扩表周期，支撑板块估值持续修复。长期看，保险股估值有望逐步向1xPEV修复。

**市场转向震荡叠加资金面阶段性扰动，保险板块继续回调，但从基本面看，保险板块Q2盈利有望高增，待市场预期稳定、回归2季报逻辑，将迎来保险股估值修复。**4月以来沪深300上涨约8.2%，若权益市场维持当前趋势，预计险企Q2投资收益将明显改善，带动净利润实现高增；同时负债端延续高景气，进一步夯实业绩增长基础。在行业景气度向上的长逻辑基础上，待短期资金面影响趋弱后，看好Q2业绩高增带来的保险股股价修复。首推 $\beta$ 属性强、基数低的纯寿险标的及上半年利润低基数的中国太平，其次为利润表现较为稳健的中国太保A/H，建议关注长期价值标的财险标的。

### 重点关注：

**首推 $\beta$ 属性强、基数低的纯寿险标的及上半年利润低基数的中国太平，其次为利润表现较为稳健的中国太保A/H，建议关注长期价值标的财险标的。**

# 5

## 风险提示

---

- **行业竞争加剧**：行业竞争加剧情况下，费差损及潜在利差损风险可能升高；
- **权益市场波动**：将直接降低公司的投资收益，拖累利润表现；
- **长端利率大幅下行**：资产端再投资压力加大，进一步引发市场对保险公司利差损的担忧；

# 特别声明

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题