



保险行业研究

买入（维持评级）
行业专题研究报告

证券研究报告

非银组

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001） 分析师：黄佳慧（执业 S1130525010001） 联系人：李想

shusiqin@gjzq.com.cn

huangjiahui@gjzq.com.cn

lixiang6@gjzq.com.cn

2026 保险中报综述：投资驱动利润高增，财寿险承保端均表现优秀

投资逻辑：

2026H1 五家 A 股上市险企归母净利润合计+78%，其中 Q2 在相对高基数下同比+153%受益于资产端改善。2026H1

归母净利润增速分别为：国寿 229%>太平 90%>新华 54%>人保、阳光 38.5%>平安 36%>中国财险 32%>太保 10%；

其中 Q2 增速分别为：国寿 848%>人保 104%>新华 83%>平安 65%>太保 14%，增速高低与 A 股科技持仓占比相关；

此外国寿还受益于亏损合同转回。剔除国寿外，其余 4 家险企上半年、Q2 利润合计同比+33.2%、+61.8%。

正营运偏差与投资业绩向好驱动营运利润正增，合同服务边际整体正增长。2026H1 平安、太保集团归母营运利润分别同比+8.3%、+6.2%，平安寿险、太保寿险、友邦保险归母营运利润分别同比+0.9%、+5.9%、+15.4%。合同服务边际均实现正增长，增速集中于 1.7%-7.4%之间。

DPS 实现较快增长。上市险企每股分红增速及分红比例为：国寿(+50.4%、7.5%)、人保(+46.7%、13.2%)、财险(+41.7%、23.4%)、友邦(+10.0%、17.0%)、新华(+9.0%、10.0%)、平安(+3.2%、21.1%)；中国太保每股分红为 1.15 元，分红比例为 19.1%。

寿险 NBV 正增长延续，银保渠道表现分化。2026H1 上市险企 NBV 增速分别为：国寿+33.7%>阳光+16.4%>友邦+13.2%>太保+12.7%>新华+11.9%>平安+11.2%>太平+6.5%>人保+3.5%。分渠道看，除人保健康外个险渠道正增长延续，国寿同比+37.5%领先，太保、新华、人保寿 20%以上。银保渠道表现分化，新单期缴高增速驱动下平安、国寿分别增长 18%、12%，分红险转型叠加竞争加剧，margin 下降 9.3、0.4pct；太保、新华压降趸交新单，NBV 分别-10.6%、+2.1%，但 margin 提升 2.5、3.7pct。

财险保费稳健增长，COR 同比改善且表现优异。1) 保费：原保费整体低增长，除众安外，基本位于 1%-4%之间，车险增速基本持平，非车险平安受意健险驱动同比+11%，人保与太保为 2.3%、2.5%。2) COR：中国财险(94.0%/-0.8pct)<太保财险(95.0%/-1.3pct)<平安财险(95.1%/-0.1pct)<众安在线(95.5%/-0.1pct)，主要受益于“报行合一”持续深化，费用率整体下降，除太保个人信用险影响出清赔付下行外，受新能源车险占比提升等影响其余险企赔付率同比抬升。

投资收益表现分化；债券配置比例表现分化，除阳光外股票+基金占比整体提升。1) 投资表现（未年化）：总投资收益率同比抬升，其中国寿、人保、新华分别为 4.5%、3.7%、3.4%表现优异，预计主要源于 A 股科技持仓较多，太平、平安、太保分别为 2.7%、2.5%、2.4%。综合投资收益率表现分化，国寿、人保、新华分别为 3.7%、3.4%、3.2%同比提升且表现领先，平安、太保、人保财险、阳光受高股息拖累同比下滑。净投资收益率普遍承压，多数公司同比下降 0.1 至 0.4pct。2) 资产配置：权益市场向好，除阳光外各公司股票+基金占比均有所提高，新华提升 4.6pct 最多且配置比例最高为 25.2%（预计增配了较多固收型基金），国寿、人保提升超 2pct。上半年增配 FVOCI 趋势明显，七家上市公司 FVOCI 股票合计增长 2981 亿，其中国寿、平安分别增长 1603 亿、925 亿；从占比来看，2026H1 七家上市险企 OCI 股票占股票比例合计为 46.2%，较上年末提升 5.5pct，具体看，太保、中国财险、阳光 OCI 股票占比下降，其余险企占比提升，其中国寿、平安、太平提升超 8pct 最多。寿险公司中，阳光、新华债券增配 1.6pct 最多，太平减少 2.4pct，其余险企变化不大。

投资建议与估值

中长期资产负债两端基本面依然向好，短期市场波动对其基本面影响已有预期，当前估值处于低位，目前更推荐高股息标的或 Q3 业绩更为稳健的标的；若后续科技强力反弹，建议再关注上半年业绩高增的弹性标的。

风险提示

1) 权益市场波动；2) 长端利率大幅下行；3) 银保渠道竞争加剧；4) 自然灾害加重。



内容目录

一、财务表现：投资收益改善驱动利润高增，分红超预期增长	4
1、净利润：上半年五家上市险企受资产端催化同比+78%	4
2、合同服务边际：余额普遍正增长，支撑营运利润稳健释放	4
3、净资产：利润高增，净资产整体实现较好增长	5
4、分红：中期 DPS 持续增长，股东回报保持稳健	6
二、利源分析：投资业绩显著改善，保险服务业绩普遍增长	6
三、寿险：NBV 延续增长，新单保费与 Margin 表现分化	7
四、财险：保费收入延续低增长，COR 同比改善表现优异	11
1、保费：车险保持平稳，非车险表现分化	11
2、COR：费用率普遍下降，推动综合成本率持续改善	11
五、资产端：二级权益占比提升，总投资收益率普遍向好	12
六、投资建议	15
风险提示	15

图表目录

图表 1：上市险企归母净利润情况	4
图表 2：上市险企归母营运利润（亿元）	4
图表 3：税前营运利润构成	4
图表 4：合同服务边际普遍实现正增长	5
图表 5：上市险企净资产表现	5
图表 6：OCI 权益价差收益测算（亿元）	5
图表 7：上市险企分红表现	6
图表 8：新准则下，保险公司业绩归因分析	6
图表 9：新准则下，保险公司业绩归因分析	6
图表 10：上市险企 NBV 表现	7
图表 11：上市险企新单保费表现	7
图表 12：上市险企 Margin 情况	8
图表 13：上市险企内含价值较上年末增速	8
图表 14：上市险企内含价值驱动	8
图表 15：上市险企个险渠道 NBV 表现	9
图表 16：上市险企个险渠道新单保费	9
图表 17：代理人规模基本稳定	9
图表 18：代理人产能高位继续增长	10



图表 19: 上市险企银保渠道 NBV 表现	10
图表 20: 上市险企银保渠道新单保费	10
图表 21: 上市险企与行业财险保费收入情况	11
图表 22: 上市险企财险保费市占率情况	11
图表 23: 上市险企财险分险种保费收入情况 (亿元)	11
图表 24: 上市险企综合成本率情况	12
图表 25: 上市险企分险种 COR 情况	12
图表 26: 上市险企投资资产表现	12
图表 27: 上市险企资产配置结构	13
图表 28: 上市险企资产配置结构	13
图表 29: 上市险企债券配置情况	13
图表 30: 上市险企股票与基金配置情况	14
图表 31: 上市险企投资收益率对比	15



一、财务表现：投资收益改善驱动利润高增，分红超预期增长

1、净利润：上半年五家上市险企受资产端催化同比+78%

权益市场回暖叠加权益仓位提升，投资收益大幅改善驱动上市险企利润显著增长。2026H1 五家 A 股上市险企归母净利润合计+78%，其中 Q2 在相对高基数下同比+163%，主要受益于资产端改善，Q2 单季沪深 300 指数上涨 11.90%（去年 Q2 上涨 1.25%）、科创综指上涨 55.71%（去年 Q2 上涨 3.27%）。分公司看，2026H1 归母净利润增速分别为：国寿（+228.6%）>太平（+90.3%）>友邦（+69.2%）>新华（+54.0%）>人保、阳光（+38.5%）>平安（+36.1%）>中国财险（+32.1%）>太保（+10.4%）；其中 Q2 增速分别为：国寿（+848.0%）>人保（+104.2%）>新华（+82.7%）>平安（+64.7%）>太保（+13.6%），增速高低预计与 A 股科技持仓占比相关；此外国寿还受益于亏损合同转回；太保权益资产配置坚持以股息价值策略为核心，Q2 单季中证红利全收益-10.74%，拖累利润表现。剔除国寿外，其余 4 家险企上半年、Q2 利润合计同比+33.2%、+61.8%。

图表1：上市险企归母净利润情况

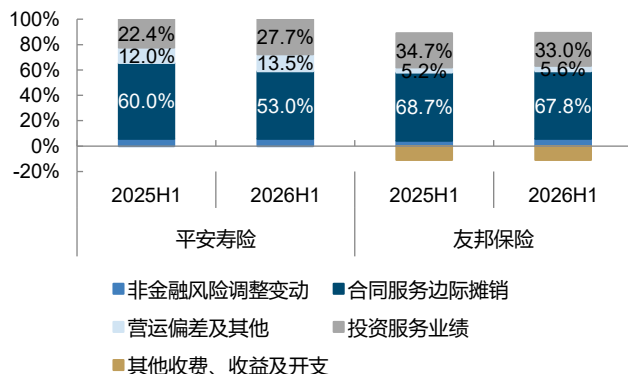
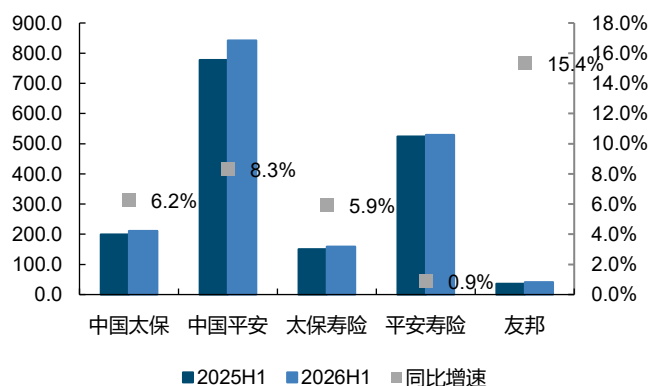
单位：亿元	2025H1	2026H1	同比	2026H1 ROE（年化）	2025Q2	2026Q2	同比
中国平安	680.5	925.9	36.1%	18.3%	410.3	675.6	64.7%
中国平安（营运利润）	777.3	842.0	8.3%	16.6%	398.3	434.2	9.0%
中国人寿	409.3	1,344.9	228.6%	42.7%	121.3	1,149.8	848.0%
中国太保	278.9	307.8	10.4%	19.8%	182.6	207.3	13.6%
中国太保（营运利润）	199.1	211.5	6.2%	13.6%	97.5	106.3	9.0%
新华保险	148.0	227.9	54.0%	38.8%	89.2	162.9	82.7%
中国人保	265.3	367.5	38.5%	22.6%	136.8	279.3	104.2%
中国财险（净利润）	234.6	312.5	33.2%	21.2%	121.4	226.2	86.3%
中国财险	244.5	323.0	32.1%	21.9%			
友邦保险	25.5	43.1	69.2%	20.6%			
友邦保险（营运利润）	36.1	41.6	15.4%	19.8%			
中国太平	67.6	128.7	90.3%	25.9%			
阳光保险	33.9	46.9	38.5%	16.5%			

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：太平为港元、友邦为美元

营运利润稳健增长，核心盈利趋势向好。2026H1 平安、太保集团归母营运利润分别同比+8.3%、+6.2%，平安寿险、太保寿险、友邦营运利润同比+0.9%、+5.9%、+15.4%，预计主要受益于 CSM 摊销较为稳健、营运偏差正贡献、投资业绩向好。当前各公司合同服务边际均已恢复正增长，有望逐步带动 CSM 摊销增速改善，叠加报行合一深化与险企营运效能的提升，预计后续各险企营运利润有望延续正增长。

图表2：上市险企归母营运利润（亿元）

图表3：税前营运利润构成



来源：各公司公告，国金证券研究所 注：友邦为美元

来源：各公司公告，国金证券研究所

2、合同服务边际：余额普遍正增长，支撑营运利润稳健释放

合同服务边际全面正增长，支撑后续营运利润稳健释放。截至 2026H1，上市险企 CSM 余额较年初均实现正增长，增速排序分别为：人保（+7.4%）>太平（+6.8%）>新华、阳光（+6.7%）>国寿（+5.8%）>友邦（+4.4%）>太保（+3.2%）>平安（+1.7%），寿险利润蓄水池进一步扩容。新业务 CSM 表现有所分化，国寿、新华分别同比+157.4%、+35.2%表现



亮眼，平安与友邦也实现了双位数增长，预计主要受益于新业务规模增长、业务结构优化与利率同比抬升，太保、太平保持正增长，人保寿险新业务 CSM 同比-30.2%，预计主要受分红险转型与高基数下新单负增长等综合影响。

图表4：合同服务边际普遍实现正增长

CSM 余额 (亿元)	2025	2026H1	较年初	新业务 CSM (亿元)	2025H1	2026H1	同比
中国平安	7,251	7,378	1.7%	中国平安	252	298	18.3%
中国人寿	7,684	8,133	5.8%	中国人寿	262	675	157.4%
中国太保	3,530	3,643	3.2%	中国太保	108	115	6.4%
新华保险	1,817	1,939	6.7%	新华保险	61	83	35.2%
中国人保	1,279	1,374	7.4%	中国人保	172	136	-21.3%
人保寿险	1,045	1,121	7.3%	人保寿险	102	71	-30.2%
人保健康	234	252	7.7%	人保健康	71	65	-8.6%
友邦保险	649	678	4.4%	友邦保险	44	49	11.0%
中国太平	2,167	2,314	6.8%	中国太平	93	94	0.7%
阳光保险	576	615	6.7%				

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：太平为港元、友邦为美元，中国人保为人保寿险与人保健康简单加总

3、净资产：利润高增，净资产整体实现较好增长

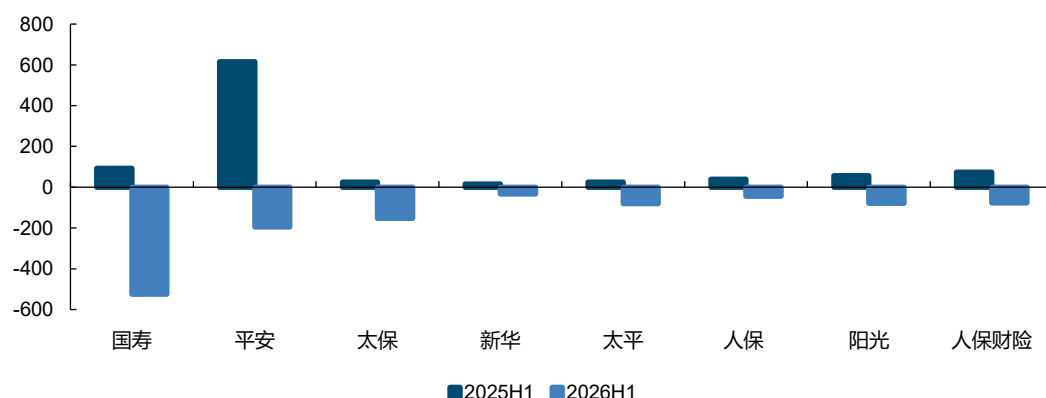
利润高增长推动多数上市险企净资产较年初提升。截至 2026H1 末，上市险企净资产较年初增速分别为：国寿(+11.6%)>新华(+10.8%)>人保(+10.1%)>太平(+8.9%)>中国财险(+6.2%)>太保(+5.6%)>平安(+2.8%)，阳光较年初-4.9%，预计主要受 OCI 权益资产表现较弱、公允价值变动计入其他综合收益拖累。

图表5：上市险企净资产表现

单位：亿元	2025	2026Q1	2026H1	较年初	较 Q1
中国平安	10,004	10,183	10,281	2.8%	1.0%
中国人寿	5,952	5,983	6,642	11.6%	11.0%
中国太保	3,021	3,196	3,192	5.6%	-0.1%
新华保险	1,115	1,235	1,236	10.8%	0.0%
中国人保	3,090	3,194	3,401	10.1%	6.5%
中国财险	2,860		3,037	6.2%	
友邦保险	432		407	-5.9%	
中国太平	952		1,036	8.9%	
阳光保险	582		553	-4.9%	

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：太平为港元，友邦为美元

图表6：OCI 权益价差收益测算 (亿元)



来源：各公司公告，国金证券研究所



4、分红：中期 DPS 持续增长，股东回报保持稳健

DPS 持续增长，人保与中国财险增速超预期。上市险企中期每股分红增速及分红比例分别为：国寿（+50.4%、7.5%）、人保（+46.7%、13.2%）、中国财险（+41.7%、23.4%）、友邦（+10.0%、17.0%）、新华（+9.0%、10.0%）、平安（+3.2%、21.1%），太保每股派发中期股息 1.15 元、分红比例为 19.1%。当前平安、友邦、太保分红挂钩营运利润，其余公司亦持续提升股东回报，预计上市险企分红稳定性有望进一步增强。

图表7：上市险企分红表现

元	每股分红			分红比例（新准则）			2025 年股息率	
	2025H1	2026H1	同比增速	2025H1	2026H1	同比	A 股	H 股
中国平安	0.95	0.98	3.2%	22.1%	21.1%	-1.1pct	4.7%	5.5%
中国人寿	0.24	0.36	50.4%	16.4%	7.5%	-8.9pct	2.2%	3.3%
中国太保		1.15			19.1%		3.5%	4.3%
新华保险	0.67	0.73	9.0%	14.1%	10.0%	-4.1pct	4.4%	6.5%
中国人保	0.08	0.11	46.7%	12.5%	13.2%	0.7pct	2.8%	4.3%
中国财险	0.24	0.34	41.7%	21.8%	23.4%	1.6pct		4.5%
友邦保险	0.49	0.54	10.0%	18.1%	17.0%	-1.1pct		

来源：各公司公告、iFind，国金证券研究所 注：友邦为港元；平安、友邦、太保分红比例为营运利润口径；股息率对应收盘价截至 9 月 1 日

二、利源分析：投资业绩显著改善，保险服务业绩普遍增长

投资业绩改善是上市险企利润增长的主要驱动，部分公司保险服务业绩亦形成较大贡献。1）保险服务业绩：2026H1 国寿、新华、太保、太平、人保、平安、阳光分别同比+126.7%、+28.5%、+9.2%、+4.5%、+3.8%、+1.6%、持平。其中国寿高增长主要源于权益市场回暖带动部分亏损合同转回，驱动保险服务费用同比减少 178 亿元；新华近年来业务规模较快增长，叠加“报行合一”持续深化及经营质效改善，驱动保险服务业绩高增。2）投资业绩：受益于权益市场回暖，传统险投资实际偏差改善，国寿、平安、人保投资业绩均实现翻倍增长；太平投资业绩同比增加 102 亿港元，由上年同期亏损 5 亿转为盈利 97 亿港元；太保与阳光高股息持仓较多，但也实现了正增长。

图表8：新准则下，保险公司业绩归因分析

	中国平安			中国太保			中国人保		
	2025H1	2026H1	同比增速	2025H1	2026H1	同比增速	2025H1	2026H1	同比增速
保险服务收入（A）	2,778	2,793	0.5%	1,418	1,433	1.0%	2,803	2,869	2.4%
保险服务费用（B）	-2,203	-2,218	0.7%	-1,202	-1,191	-0.9%	-2,462	-2,509	1.9%
其他（C）	-26	-17	-36.1%	-10	-17	63.5%	-50	-58	15.8%
保险服务业绩（D=A+B+C）	549	558	1.6%	206	225	9.2%	291	302	3.8%
承保财务损益（E）	-818	-1,068	30.5%	-400	-494	23.5%	-220	-268	22.0%
投资收益合计（F）	1,147	1,871	63.2%	566	667	18.0%	411	659	60.2%
投资业绩（G=E+F）	328	803	144.6%	166	173	4.6%	191	390	104.1%
利润总额（披露）	920	1,308	42.2%	323	323	0.0%	425	616	45.0%
保险服务贡献率	59.7%	42.7%		63.9%	69.8%		68.4%	49.0%	
投资贡献率	35.7%	61.4%		51.4%	53.8%		45.0%	63.4%	
其他贡献率	4.5%	-4.1%		-15.3%	-23.6%		-13.5%	-12.4%	

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：①其他（C）包括分出保费分摊和摊回保险服务费用；②投资收益合计包括利息收入、利息支出、公允价值变动、投资收益、减值损失等科目

图表9：新准则下，保险公司业绩归因分析

	中国人寿			新华保险			中国太平			阳光保险		
	2025H1	2026H1	同比增速	2025H1	2026H1	同比增速	2025H1	2026H1	同比增速	2025H1	2026H1	同比增速
保险服务收入（A）	1,069	1,125	5.3%	248	264	6.8%	560	589	5.3%	324	324	-0.3%
保险服务费用（B）	-882	-704	-20.1%	-162	-156	-4.1%	-420	-447	6.3%	-283	-283	0.0%



	中国人寿			新华保险			中国太平			阳光保险		
	2025H1	2026H1	同比增速	2025H1	2026H1	同比增速	2025H1	2026H1	同比增速	2025H1	2026H1	同比增速
其他 (C)	-5	-9	77.0%	-2	-2	-0.4%	-16	-14	-15.0%	-1	0	-72.4%
保险服务业绩												
(D=A+B+C)	182	412	126.7%	83	106	28.5%	123			41	41	0.2%
承保财务损益 (E)	-976	-1,877	92.2%	-338	-381	12.7%	-222	-382	71.9%	-71	-83	17.5%
投资收益合计 (F)	1,274	3,145	146.8%	449	570	26.9%	217	480	120.5%	107	124	16.5%
投资业绩 (G=E+F)	298	1,268	325.8%	111	188	70.4%	-5	97	/	36	41	14.4%
利润总额 (披露)	424	1,630	284.8%	162	266	64.2%	103	205	100.1%	51	61	18.9%
保险服务贡献率	42.9%	25.3%		51.1%	40.0%		120.0%	62.7%		79.7%	67.2%	
投资贡献率	70.3%	77.8%		68.2%	70.7%		-5.2%	47.2%		70.6%	67.9%	
其他贡献率	-13.2%	-3.0%		-19.2%	-10.7%		-14.8%	-9.9%		-50.3%	-35.1%	

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：①其他 (C) 包括分出保费分摊和摊回保险服务费用；②投资收益合计包括利息收入、利息支出、公允价值变动、投资收益、减值损失等科目

三、寿险：NBV 延续增长，新单保费与 Margin 表现分化

NBV 延续正增长，新单保费与 Margin 表现分化。2026H1 内地 7 家上市险企 NBV 同比增长 17.7%，各险企均实现正增长，但增长驱动存在明显差异。分公司看，NBV 增速分别为：国寿 (+33.7%) > 阳光 (+16.4%) > 友邦 (+13.2%) > 太保 (+12.7%) > 新华 (+11.9%) > 平安 (+11.2%) > 太平 (+6.5%) > 人保 (+3.5%)。其中，国寿新单保费同比+11.6%，Margin 同比提升 3.5pct，实现量价齐升；阳光、平安、太平新单保费分别同比+63.5%、+19.0%、+15.5%，但 Margin 分别下降 6.1pct、1.7pct、1.5pct，NBV 增长主要由新单规模扩张驱动；太保、新华、人保新单保费分别同比-2.6%、-3.1%、-9.4%，但渠道结构与缴期改善，驱动 Margin 分别提升 2.5pct、2.3pct、1.7pct，带动 NBV 实现正增长。

单季度看，Q2 新单及 NBV 表现进一步分化。太保、友邦 Q2 新单保费分别同比+9.8%、+7.7%，带动 NBV 分别同比+17.6%、+8.5%；平安、新华 Q2 新单保费分别同比-11.3%、-18.4%，NBV 分别同比-1.8%、-7.7%，预计主要受业务节奏及上年同期基数影响。

图表10：上市险企 NBV 表现

单位：亿元	2025Q1	2026Q1	同比	2025H1	2026H1	同比	2025Q2	2026Q2	同比
中国平安	128.9	155.7	20.8%	223.4	248.5	11.2%	94.4	92.7	-1.8%
中国人寿			75.5%	285.5	381.7	33.7%			
中国太保	58.1	63.7	9.6%	95.4	107.6	12.7%	37.3	43.9	17.6%
新华保险	37.3	46.6	24.7%	61.8	69.2	11.9%	24.5	22.6	-7.7%
中国人保				87.3	90.3	3.5%			
人保寿险			21.0%	49.2	51.8	5.2%			
人保健康				38.1	38.6	1.3%			
友邦保险	15.0	17.6	17.4%	28.4	32.1	13.2%	13.4	14.6	8.5%
中国太平				67.8	72.2	6.5%			
阳光保险				40.1	46.6	16.4%			

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：太平为港元，友邦为美元；灰色单元格为非可比口径；中国人保为人保健康与人保寿险简单加总

图表11：上市险企新单保费表现

单位：亿元	2025Q1	2026Q1	同比	2025H1	2026H1	同比	2025Q2	2026Q2	同比
中国平安	455.9	663.4	45.5%	855.7	1018.3	19.0%	399.9	354.9	-11.3%
中国人寿	1074.3	1283.6	19.5%	1612.6	1800.4	11.6%	538.2	516.8	-4.0%
中国太保	427.5	391.3	-8.5%	630.1	613.8	-2.6%	202.6	222.5	9.8%
新华保险	290.6	302.0	3.9%	424.3	411.1	-3.1%	133.7	109.1	-18.4%
中国人保	453.0	461.9	2.0%	724.4	656.5	-9.4%	271.4	194.6	-28.3%



单位：亿元	2025Q1	2026Q1	同比	2025H1	2026H1	同比	2025Q2	2026Q2	同比
人保寿险	224.0	194.2	-13.3%	412.6	314.5	-23.8%	188.6	120.3	-36.2%
人保健康	229.0	267.7	16.9%	311.8	342.0	9.7%	82.8	74.3	-10.2%
友邦保险	26.2	31.5	20.4%	49.4	56.6	14.4%	23.3	25.0	7.7%
中国太平				311.7	360.0	15.5%			
阳光保险				190.1	310.8	63.5%			

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：太平为港元，友邦为美元，中国人保为人保健康与人保寿险简单加总

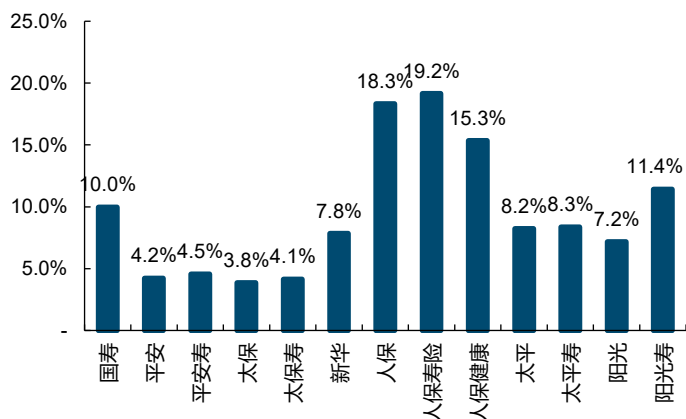
图表12：上市险企 Margin 情况

	2025H1	2026H1	同比
中国平安（首年保费口径）	26.1%	24.4%	-1.7pct
中国人寿（计算口径）	17.7%	21.2%	3.5pct
中国太保（首年保费口径）	15.0%	17.5%	2.5pct
新华保险（首年保费口径）	14.9%	17.2%	2.3pct
中国人保	12.0%	13.8%	1.7pct
人保寿险	11.9%	16.5%	4.5pct
人保健康	12.2%	11.3%	-0.9pct
友邦保险	57.7%	57.1%	-0.6pct
中国太平（披露口径）	21.6%	20.1%	-1.5pct
阳光保险	21.1%	15.0%	-6.1pct

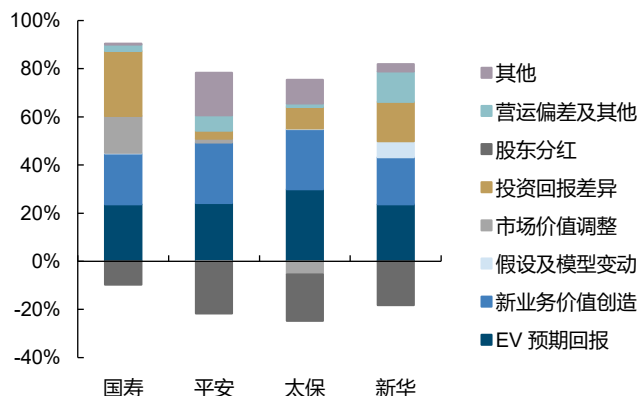
来源：各公司公告，国金证券研究所

预期回报与 NBV 稳定贡献，投资及营运偏差普遍为正，推动 EV 稳健增长。2026H1 上市险企 EV 较年初增长 3.8%-18.3%，增速差异主要来自投资偏差、市场价值调整，人保与阳光寿增速偏高主要源于 EV 规模相对较小，新业务对 EV 增长的拉动效应相对更为显著。

图表13：上市险企内含价值较上年末增速



图表14：上市险企内含价值驱动



来源：各公司公告，国金证券研究所 注：中国人保为人保健康与人保寿险简单加总

来源：各公司公告，国金证券研究所

1) 个险渠道：NBV 整体较快增长，代理人量稳质升

新单保费全面正增长，NBV 亦普遍实现较好增长。个险 NBV 增速排序分别为：国寿(+37.5%)>太保、人保寿险(+23.4%)>新华(+20.6%)>阳光(+19.2%)>太平(+12.5%)>友邦(+9.6%)>平安(+5.4%)>人保健康(-5.9%)，国寿增速领先，在居民储蓄需求旺盛叠加缴期结构改善下，实现量价齐升。分驱动因素看：①Margin：受分红险转型影响，多数险企 Margin 同比下降，国寿与人保寿同比抬升预计主要受益于缴期结构改善，其中人保寿险上半年十年期及以上首年期交保费同比增长 93.7%；太平去年已基本完成分红险转型，在预定利率下调驱动下 Margin 抬升。②新单保费：居民存款到期持续释放配置需求，个险新单保费全面正增长。


图表15：上市险企个险渠道NBV表现

单位：亿元	2025H1	2026H1	同比	margin	2025H1	2026H1	同比	NBV 贡献	2025H1	2026H1	同比
中国平安	144.0	151.8	5.4%	中国平安	35.9%	33.3%	-2.6pct	中国平安	64.5%	61.1%	-3.4pct
中国人寿	243.4	334.6	37.5%	中国人寿	32.4%	38.4%	6.0pct	中国人寿	85.3%	87.7%	2.4pct
中国太保	57.2	70.7	23.4%	中国太保	26.4%	25.2%	-1.2pct	中国太保	60.0%	65.7%	5.7pct
新华保险	31.1	37.4	20.6%	新华保险	20.6%	20.0%	-0.6pct	新华保险	50.2%	54.1%	3.9pct
中国人保	59.5	59.7	0.5%	中国人保	36.7%	33.9%	-2.7pct	中国人保	68.1%	66.1%	-2.0pct
人保寿险	20.4	25.2	23.4%	人保寿险	20.4%	23.1%	2.7pct	人保寿险	41.5%	48.7%	7.2pct
人保健康	36.7	34.5	-5.9%	人保健康	59.2%	51.8%	-7.5pct	人保健康	96.4%	89.5%	-6.9pct
友邦保险	22.2	24.3	9.6%	友邦保险	72.0%	68.3%	-3.7pct	友邦保险	78.2%	75.7%	-2.5pct
中国太平	44.7	50.2	12.5%	中国太平	22.7%	23.5%	0.8pct	中国太平	65.9%	69.6%	3.7pct
阳光保险	12.3	14.6	19.2%	阳光保险	35.7%	25.4%	-10.3pct	阳光保险	30.6%	31.3%	0.7pct

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：太平为港元，友邦为美元

图表16：上市险企个险渠道新单保费

单位：亿元	2025H1	2026H1	同比	新单贡献	2025H1	2026H1	同比
中国平安	400.9	455.8	13.7%	中国平安	46.8%	44.8%	-2.1pct
中国人寿	738.9	861.7	16.6%	中国人寿	45.8%	47.9%	2.0pct
中国太保	226.2	290.5	28.4%	中国太保	35.9%	47.3%	11.4pct
新华保险	150.6	186.8	24.0%	新华保险	35.5%	45.4%	9.9pct
中国人保	162.1	176.0	8.6%	中国人保	22.4%	26.8%	4.4pct
人保寿险	100.1	109.3	9.1%	人保寿险	%	34.7%	10.5pct
人保健康	61.9	66.7	7.7%	人保健康	19.9%	19.5%	-0.4pct
友邦保险	30.8	35.6	15.6%	友邦保险	62.4%	63.0%	0.6pct
中国太平	186.3	200.3	7.5%	中国太平	59.8%	55.6%	-4.1pct
阳光保险	34.4	57.6	67.6%	阳光保险	18.1%	18.5%	0.5pct

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：太平为港元，友邦为美元，中国人保为人保寿险与人保健康简单加总

队伍规模整体趋稳，代理人产能与质态持续改善。国寿、太平代理人规模较年初分别+3.4%、+3.2%，太保保持稳定，平安、新华在队伍结构持续优化的背景下规模有所下降；各公司人均新单保费和人均NBV均实现双位数增长。分公司看：1) 平安：代理人中大专及以上学历占比50.5%，同比提升2.2pct，其中上半年新增人力中大专及以上学历占比64.6%，同比提升5.3pct。活动率同比+5.6pct 恢复增长。2) 国寿：绩优人力规模和占比（同比+3.6pct）实现双提升，优增人力同比+55.9%，45周岁以下人员占比提升3.5pct。3) 太保：月均核心人力4.5万，月人均首年规模保费10万元，同比增长39.5%，月人均首年佣金收入8,026元，同比增长12.7%，队伍产能持续提升。4) 新华：月均合格人力2.68万，同比增长7.2%，月均合格率20.7%，同比提升2.1pct；月均绩优人力2.08万人，同比增长16.2%，月均绩优率16.1%，同比提升2.8pct；月均万C人力0.46万人，占比同比提升0.4pct至3.5%；月均人均综合产能同比增长31.7%至2.2万元。

图表17：代理人规模基本稳定

期末代理人规模（万人）	2022	2023	2024	2025	2026Q1	2026H1	较年初	较Q1
中国平安	44.5	34.7	36.3	35.1	33.2	32.5	-7.4%	-2.1%
中国人寿	66.8	63.4	61.5	58.7	59.4	60.7	3.4%	2.2%
中国太保	24.1	19.9	18.8	18.5	18.7	18.5	0.0%	-1.1%
新华保险	19.7	15.5	13.6	13.3		12.8	-4.0%	
中国太平	39.1	23.5	22.6	16.7		17.2	3.2%	

来源：各公司公告，国金证券研究所



图表18：代理人产能高位继续增长

元/月/人	人均新单			人均 NBV		
	2025H1	2026H1	同比增速	2025H1	2026H1	同比增速
中国平安	22,523	27,704	23.0%	8,086	9,226	14.1%
中国人寿	20,405	24,055	17.9%	6,721	9,342	39.0%
中国太保	20,603	26,453	28.4%	5,213	6,435	23.4%
新华保险	18,639	23,814	27.8%	3,842	4,774	24.3%
太平寿险	13,776	19,713	43.1%	3,302	4,943	49.7%

来源：各公司公告，国金证券研究所

2) 银保渠道：NBV 增速分化，头部险企市占率大幅提升

业务表现分化，期缴增长与结构优化并行。平安、国寿受益于新单期缴保费较快增长，银保渠道 NBV 分别同比+18.1%、+11.7%；受分红险转型及渠道竞争加剧影响，Margin 分别同比下降 9.3pct、0.4pct。太保、新华主动压降低价值趸交业务，银保新单保费分别同比-25.9%、-20.2%，但业务结构优化推动 Margin 分别同比提升 2.5pct、3.7pct，NBV 分别同比-10.6%、+2.1%。其余公司中，阳光银保新单保费同比+83.4%，增长驱动 NBV 同比+14.7%，但 Margin 同比下降 7.1pct，预计主要源于趸交增加；友邦新单保费与 Margin 同比+12.5%、+2.8pct，量价齐升带动 NBV 同比+20.0%。

“报行合一”后银保渠道价值凸显，头部险企市占率显著提升。“报行合一”实施后，头部险企加快合作网点扩面提质，推动期缴业务市场份额持续提升。2026H1“老七家”银保渠道期缴保费达 1,088 亿元，同比+31%，显著高于行业 10%的增速，市占率同比提升 6.6pct 至 40.4%。分公司看，1) 国寿：合作银行保持稳定，新单出单网点同比增长 10.4%至 6.93 万，其中星级网点数量同比增长 59.9%。银保渠道客户经理约 2 万人，人均产能同比增长 37.1%。2) 太保：月均期缴举绩网点 4,956 个，同比提升 4.9%；期缴举绩网点月网均产能 28.9 万元，同比提升 4.1%。3) 新华：月均期缴举绩网点同比+20.1%；月均期缴举绩人力同比+19.8%。展望后续，分红险转型考验险企长期投资能力，演示利率统一压降至 3.5%后，大型险企品牌、服务、渠道、资源协同等固有优势更为凸显，预计头部集中趋势将继续深化。

图表19：上市险企银保渠道 NBV 表现

单位：亿元	2025H1	2026H1	同比	银保 margin	2025H1	2026H1	同比	NBV 贡献	2025H1	2026H1	同比
中国平安	59.7	70.5	18.1%	中国平安	28.6%	19.4%	-9.3pct	中国平安	26.7%	28.4%	1.6pct
中国人寿	42.1	47.0	11.7%	中国人寿	11.7%	11.3%	-0.4pct	中国人寿	14.7%	12.3%	-2.4pct
中国太保	36.0	32.2	-10.6%	中国太保	12.4%	14.9%	2.5pct	中国太保	37.8%	29.9%	-7.8pct
新华保险	32.7	33.4	2.1%	新华保险	13.1%	16.7%	3.7pct	新华保险	52.8%	48.2%	-4.6pct
中国人保	32.3	32.5	0.7%	中国人保	8.1%	10.4%	2.3pct	中国人保	37.0%	36.0%	-1.0pct
人保寿险	28.7	26.3	-8.3%	人保寿险	9.7%	13.9%	4.2pct	人保寿险	58.3%	50.9%	-7.5pct
人保健康	3.6	6.2	72.7%	人保健康	3.5%	5.0%	1.6pct	人保健康	9.4%	16.1%	6.6pct
友邦保险	8.0	9.7	20.0%	友邦保险	43.3%	46.1%	2.8pct	友邦保险	28.3%	30.0%	1.7pct
中国太平	21.1	20.6	-2.3%	中国太平	20.0%	18.0%	-2.0pct	中国太平	31.1%	28.5%	-2.6pct
阳光保险	24.5	28.1	14.7%	阳光保险	19.0%	11.9%	-7.1pct	阳光保险	61.2%	60.3%	-0.9pct

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：太平为港元，友邦为美元，中国人保为人保寿险与人保健康简单加总，国寿 NBV 以整体 NBV-个险 NBV 测算

图表20：上市险企银保渠道新单保费

单位：亿元	2025H1	2026H1	同比	新单贡献	2025H1	2026H1	同比
中国平安	208.6	363.9	74.4%	中国平安	24.4%	35.7%	11.4pct
中国人寿	358.7	416.6	16.1%	中国人寿	22.2%	23.1%	0.9pct
中国太保	290.4	215.3	-25.9%	中国太保	46.1%	35.1%	-11.0pct
新华保险	249.5	199.1	-20.2%	新华保险	58.8%	48.4%	-10.4pct
中国人保	400.2	313.1	-21.8%	中国人保	55.2%	47.7%	-7.6pct
人保寿险	296.7	190.1	-35.9%	人保寿险	71.9%	60.4%	-11.5pct
人保健康	103.5	123.0	18.8%	人保健康	33.2%	36.0%	2.8pct
友邦保险	18.6	20.9	12.5%	友邦保险	37.6%	37.0%	-0.6pct
中国太平	109.0	128.1	17.5%	中国太平	35.0%	35.6%	0.6pct



单位：亿元	2025H1	2026H1	同比	新单贡献	2025H1	2026H1	同比
阳光保险	128.7	236.1	83.4%	阳光保险	67.7%	76.0%	8.3pct

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：太平为港元，友邦为美元，中国人保为人保寿险与人保健康简单加总

四、财险：保费收入延续低增长，COR 同比改善表现优异

1、保费：车险保持平稳，非车险表现分化

非车险增速差异带动上市险企财险保费表现分化。2026H1 财险原保费增速排序分别为：平安(+4.0%)>太保(+1.4%)>人保(+1.3%)>众安(-0.6%)，行业整体同比+2.1%。分险种看，车险整体保持平稳，除众安外同比均基本持平，与行业增速一致；非车险增速分别为：平安(+11.0%)>太保(+2.5%)>人保(+2.3%)>众安(-1.1%)，行业整体同比+3.9%。从市场份额看，前三家上市险企财险、车险及非车险 CR3 分别为 63.0%、68.1%、58.8%，整体保持稳定。

具体来看：1) 平安非车险保持较快增长，主要受意健险同比+38.2%、农险同比+9.3%驱动，责任险、企财险、其他险种分别同比+3.7%、-10.5%、-8.0%。2) 人保非车险稳健增长，责任险、意健险分别同比+10.8%、+6.1%，农险、企财险分别同比-1.3%、-0.5%，其他险种同比-13.4%。3) 太保非车险同比+2.5%，其中健康险、责任险分别同比+10.4%、+6.6%，农险同比-1.6%，企财险同比-21.4%。

图表21：上市险企与行业财险保费收入情况

亿元	财险保费收入			车险			非车险		
	2025H1	2026H1	同比	2025H1	2026H1	同比	2025H1	2026H1	同比
人保财险	3233	3,275	1.3%	1441	1442	0.1%	1792	1833	2.3%
平安财险	1719	1,788	4.0%	1086	1086	0.0%	632	702	11.0%
太保财险	1128	1,144	1.4%	536	537	0.2%	592	606	2.5%
众安在线	167	166	-0.6%	15	15	4.2%	152	150	-1.1%
行业	9645	9,846	2.1%	4505	4504	0.0%	5140	5343	3.9%

来源：各公司公告、金融监管总局，国金证券研究所

图表22：上市险企财险保费市占率情况

	财险保费收入			车险			非车险		
	2025H1	2026H1	同比	2025H1	2026H1	同比	2025H1	2026H1	同比
人保财险	33.5%	33.3%	-0.3pct	32.0%	32.0%	0.0pct	34.9%	34.3%	-0.6pct
平安财险	17.8%	18.2%	0.3pct	24.1%	24.1%	0.0pct	12.3%	13.1%	0.8pct
太保财险	11.7%	11.6%	-0.1pct	11.9%	11.9%	0.0pct	11.5%	11.4%	-0.2pct
众安在线	1.7%	1.7%	0.0pct	0.3%	0.3%	0.0pct	3.0%	2.8%	-0.1pct

来源：各公司公告、金融监管总局，国金证券研究所

图表23：上市险企财险分险种保费收入情况（亿元）

中国财险	2025H1	2026H1	同比	平安财险	2025H1	2026H1	同比	太保财险	2025H1	2026H1	同比
整体	3,233	3,275	1.3%	整体	1,719	1,788	4.0%	整体	1,128	1,144	1.4%
车险	1,441	1,442	0.1%	车险	1,086	1,086	0.0%	车险	536	537	0.2%
非车险	1,792	1,833	2.3%	非车险	632	702	11.0%	非车险	592	606	2.5%
意健险	826	876	6.1%	意健险	196	271	38.2%	责任险	129	137	6.6%
农险	438	432	-1.3%	责任险	136	141	3.7%	农险	143	141	-1.6%
责任险	219	243	10.8%	农险	85	93	9.3%	健康险	155	171	10.4%
企财险	112	111	-0.5%	企财险	58	52	-10.5%	企财险	51	40	-21.4%
其他	197	171	-13.4%	其他	157	145	-8.0%	其他	114	117	3.0%

来源：各公司公告，国金证券研究所

2、COR：费用率普遍下降，推动综合成本率持续改善

受“报行合一”深化及费用精细化管理能力提升驱动，上市险企费用率普遍下降，推动 COR 同比改善。2026H1COR 表现分别为：中国财险(94.0%/-0.8pct)<太保财险(95.0%/-1.3pct)<平安财险(95.1%/-0.1pct)<众安在线(95.5%/-0.1pct)，COR 同比优化主要受费用率改善驱动，除太保财险外，其余公司赔付率有所上升，预计主要受新能源车险占



比提升等因素影响；太保财险受个人信用保证险风险基本出清等因素带动，赔付率同比下降 0.8pct。

分险种看：1) 车险：“报行合一”深化推动费用率持续下降，COR 普遍改善。2) 非车险：中国财险、太保财险 COR 改善，平安财险在上年同期较低基数下有所上升。2026H1 中国财险、太保财险、平安财险非车险 COR 分别为 94.6%、95.3%、96.0%，同比分别-1.0pct、-2.3pct、+1.5pct，其中平安财险主要受意健险影响。

图表24：上市险企综合成本率情况

	COR			赔付率			费用率		
	2025H1	2026H1	同比	2025H1	2026H1	同比	2025H1	2026H1	同比
人保财险	95.3%	94.5%	-0.8pct	72.3%	72.4%	0.1pct	23.0%	22.1%	-0.9pct
中国财险	94.8%	94.0%	-0.8pct	71.8%	71.9%	0.1pct	23.0%	22.1%	-0.9pct
中国平安	95.2%	95.1%	-0.1pct	69.2%	70.3%	1.1pct	26.0%	24.8%	-1.2pct
中国太保	96.3%	95.0%	-1.3pct	69.5%	68.7%	-0.8pct	26.8%	26.3%	-0.5pct
众安在线	95.6%	95.5%	-0.1pct	54.7%	56.9%	2.2pct	40.9%	38.6%	-2.3pct

来源：各公司公告，国金证券研究所

图表25：上市险企分险种 COR 情况

中国财险	2025H1	2026H1	变动	平安财险	2025H1	2026H1	变动	太保财险	2025H1	2026H1	变动
整体	94.8%	94.0%	-0.8pct	整体	95.2%	95.1%	-0.1pct	整体	96.3%	95.0%	-1.3pct
车险	94.2%	93.5%	-0.7pct	车险	95.5%	94.9%	-0.6pct	车险	95.3%	94.6%	-0.7pct
非车险	95.7%	94.6%	-1.0pct	非车险	94.4%	96.0%	1.5pct	非车险	97.6%	95.3%	-2.3pct
意健险	101.8%	99.0%	-2.8pct	意健险	93.6%	96.7%	3.1pct	责任险	99.4%	99.0%	-0.4pct
农险	88.4%	92.6%	4.2pct	责任险	97.6%	96.8%	-0.8pct	农险	98.8%	96.2%	-2.6pct
责任险	103.6%	103.1%	-0.5pct	农险	98.0%	98.2%	0.2pct	健康险	99.3%	98.3%	-1.0pct
企财险	90.1%	86.6%	-3.5pct	企财险	98.3%	97.8%	-0.5pct	企财险	92.8%	90.5%	-2.3pct
其他	88.6%	81.2%	-7.4pct	其他				其他			

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：中国财险 H 口径

五、资产端：二级权益占比提升，总投资收益率普遍向好

寿险负债端稳健增长叠加投资收益改善，2026H1 保险行业资金运用余额较年初增长 40.8 万亿元，内地七家上市险企合计投资规模较年初增长 4.7%至 24.0 万亿元，各公司增速处于 1.4%区间。

图表26：上市险企投资资产表现

单位：亿元	2023	2024	2025	2026H1	较上年末增长
平安	47,222	57,314	64,900	66,110	1.9%
太保	22,501	27,345	30,400	31,730	4.4%
国寿	54,125	66,111	74,237	79,461	7.0%
新华	13,455	16,294	18,412	19,019	3.3%
人保	14,331	16,418	19,016	19,977	5.1%
人保财险	6,007	6,765	7,604	7,820	2.8%
太平（港元）	13,495	15,621	17,431	19,415	11.4%
阳光	4,798	5,486	6,402	6,678	4.3%
保险行业	281,574	332,580	384,799	408,245	6.1%

来源：各公司公告、金融监管总局，国金证券研究所 注：太平为港元

债券配置有所分化，权益资产占比整体提升。债券配置方面，人保、新华、阳光及太保占比分别较年初提升 0.9pct、1.6pct、1.6pct、0.4pct，国寿、太平分别下降 0.3pct、2.4pct，平安保持基本稳定。权益配置方面，除阳光外，各公司股票与基金合计占比均有所提升，但比例变化差别较大，新华比例提升 4.7pct 至 25.2%，增幅及期末占比均居首，其中股票、基金分别提升 1.6pct、3.0pct，预计部分增配资产为固收类基金；国寿和人保比例提升 2pct 左右、平安和太保比例提升不到 1pct。此外，各公司长期股权投资占比总体保持稳定或小幅下降，非标等其他类投资占比普



遍收缩。

图表27：上市险企资产配置结构

	平安			太保			国寿			新华		
	2025H1	2025	2026H1	2025H1	2025	2026H1	2025H1	2025	2026H1	2025H1	2025	2026H1
现金等价物及定期存款	7.9%	9.4%	10.2%	8.4%	9.0%	9.7%	8.2%	8.2%	7.7%	21.4%	18.3%	13.7%
债券投资	60.8%	55.0%	55.0%	62.4%	61.0%	61.4%	59.0%	57.4%	57.1%	50.6%	49.6%	51.3%
股票+基金	13.8%	20.3%	21.1%	12.0%	13.8%	14.3%	13.6%	16.9%	19.2%	18.1%	20.6%	25.2%
其中：股票+权益型基金	12.6%	19.1%	19.4%	11.8%	13.4%	13.9%						
股票	10.5%	14.8%	14.6%	9.7%	11.1%	11.7%	8.7%	11.3%	13.1%	11.1%	11.2%	12.8%
基金	3.4%	5.6%	6.5%	2.3%	2.7%	2.6%	4.9%	5.7%	6.1%	7.0%	9.4%	12.4%
长股投	3.1%	2.7%	2.4%	0.4%	0.5%	0.5%	4.5%	4.1%	4.0%	2.4%	3.6%	3.3%
投资性房地产	2.2%	2.2%	2.2%	1.0%	0.9%	0.8%	0.2%	0.2%	0.1%	0.6%	0.5%	0.6%
另类投资	11.4%	9.5%	8.2%	15.4%	14.4%	12.8%	14.5%	13.2%	11.9%	4.6%	4.7%	5.0%
其中：债权投资计划	2.8%	2.4%	2.1%	8.9%	7.7%	6.7%	7.4%	7.0%	6.3%	1.4%	0.7%	0.0%
其他	0.7%	0.9%	1.1%	0.3%	0.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	0.9%	0.6%

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：另类投资包括非标债权、股权、未上市股权、优先股、永续债；新华股票投资中剔除了优先股；阳光基金中不包括债权基金；太平其他包括买入返售证券/卖出回购证券

图表28：上市险企资产配置结构

大类配置	太平			人保			中国财险			阳光保险		
	2025H1	2025	2026H1	2025H1	2025	2026H1	2025H1	2025	2026H1	2025H1	2025	2026H1
现金等价物及定期存款	7.0%	7.6%	7.2%	9.3%	9.9%	9.4%	11.8%	11.5%	11.2%	9.0%	6.7%	9.8%
债券投资	76.5%	76.1%	73.7%	49.7%	48.3%	49.1%	41.1%	40.7%	43.0%	53.3%	52.2%	53.8%
股票+基金	12.7%	16.6%	18.1%	10.7%	13.3%	15.5%	14.5%	16.5%	18.0%	15.1%	14.8%	13.2%
其中：股票+权益型基金										15.1%	14.8%	13.2%
股票	8.3%	12.2%	12.2%	5.4%	8.7%	9.7%	9.2%	11.4%	11.4%	14.1%	13.7%	12.1%
基金	4.3%	4.4%	5.9%	5.3%	4.6%	5.7%	5.3%	5.1%	6.6%	0.9%	1.2%	1.1%
长股投	1.6%	0.7%	0.6%	9.8%	9.3%	9.0%	9.7%	9.6%	9.8%	1.9%	1.8%	1.7%
投资性房地产	1.4%	1.4%	1.2%	0.9%	0.8%	0.7%	1.1%	0.9%	0.9%	1.6%	1.4%	1.4%
另类投资	4.4%	3.4%	3.0%	19.6%	18.5%	16.3%	21.0%	19.8%	16.2%	19.1%	23.0%	20.2%
其中：债权投资计划	3.5%	2.7%	2.1%	-	-	-	4.1%	3.6%	3.0%	3.8%	3.5%	4.0%
其他	-3.6%	-5.8%	-3.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：另类投资包括非标债权、股权、未上市股权、优先股、永续债；新华股票投资中剔除了优先股；阳光基金中不包括债权基金；太平其他包括买入返售证券/卖出回购证券

债券资产方面，新会计准则实施后，寿险公司普遍将大部分债券划入 FVOCI 账户，以对冲利率变动导致的保险合同负债波动，降低综合收益及净资产波动。从账户分类看，2026H1 国寿、太保、阳光、平安、太平 FVOCI 债券占比处于 78%-91% 区间，人保、新华分别为 66.9%、56.5%，因此新华净资产对利率变动相对更为敏感。除新华、阳光外，多数公司 FVOCI 债券占比较年初有所提升，其中太平提升 2.9pct，增幅最大，中国财险基本保持稳定。新华 FVTPL 债券占比提升 9.4pct，AC、FVOCI 债券占比分别下降 7.7pct、1.7pct，预计主要源于公司在 Q1 权益市场承压期间处置部分 AC 及 FVOCI 债券兑现收益，同时强化债券交易策略，以弥补票息收入下降。从债券品种看，多数寿险公司继续增加政府债配置。除新华、阳光外，其余公司政府债占比均有所提升，中国财险金融债和企业债配置比例相对更高，但在利率下行背景下，政府债占比较年初有所提升。

图表29：上市险企债券配置情况

	太保		新华		国寿		平安		人保		中国财险		中国太平		阳光保险	
	2025	26H1	2025	26H1	2025	26H1	2025	26H1	2025	26H1	2025	26H1	2025	26H1	2025	26H1
政府债	72.9%	73.0%	76.0%	68.8%	77.6%	80.4%	77.4%	79.2%	57.9%	59.6%	53.2%	54.7%			74.4%	74.1%
金融债	18.0%	17.8%	15.4%	19.1%	8.2%	6.4%	19.0%	16.5%	20.5%	20.2%	24.3%	24.6%			22.7%	22.7%



太保	新华	国寿	平安	人保	中国财险	中国太平	阳光保险
2025 26H1	2025 26H1	2025 26H1	2025 26H1	2025 26H1	2025 26H1	2025 26H1	2025 26H1
企业债 9.1% 9.2%	8.6% 12.1%	14.2% 13.2%	3.6% 4.2%	21.6% 20.2%	22.5% 20.7%		2.9% 3.2%
2025 26H1	2025 26H1	2025 26H1	2025 26H1	2025 26H1	2025 26H1	2025 26H1	2025 26H1
FVTPL 14.7% 14.5%	14.5% 23.9%	10.7% 9.0%	14.3% 13.3%	15.2% 14.3%	14.9% 14.7%	18.4% 16.8%	13.5% 12.9%
AC 1.0% 1.0%	27.3% 19.6%	0.1% 0.1%	8.1% 9.0%	18.7% 18.9%	30.0% 30.3%	6.8% 5.4%	0.0% 4.8%
FVOCI 84.3% 84.5%	58.2% 56.5%	89.3% 90.9%	77.6% 77.8%	66.1% 66.9%	55.1% 55.0%	74.8% 77.8%	86.5% 82.3%

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：平安债券为平安集团-平安银行体系，仍比险资债券规模大一些；太平债券分账户中占了少量非标债权

权益资产方面，FVOCI 股票增配趋势明显。2026H1 上市险企明显增配 FVOCI 股票，合计规模较上年末增长 2981 亿元，较上年末增长 26.3%，其中国寿、平安分别增配 1603、925 亿元，较上年末增长 68.9%、17.1%。从占比来看，2026H1 七家上市险企 OCI 股票占股票比例合计为 46.2%，较上年末提升 5.5pct，除太保、中国财险、阳光外，各公司 FVOCI 股票占比均有所提升，其中平安、国寿、太平提升均超 8pct，增幅相对较大。FVTPL 股票合计增长仅 123 亿元，预计各险企择机兑现了浮盈。

图表30：上市险企股票与基金配置情况

亿元	FVOCI 股票					FVTPL 股票				
	2025H1	2025	2026H1	同比增长	较上年末增长	2025H1	2025	2026H1	同比增长	较上年末增长
平安	4,243	5,413	6,338	49.4%	17.1%	2,250	4,168	3,301	46.7%	-20.8%
太保	957	1,248	1,288	34.5%	3.1%	1,874	2,128	2,425	29.4%	14.0%
国寿	1,403	2,324	3,927	180.0%	68.9%	4,799	6,029	6,451	34.4%	7.0%
新华	374	385	518	38.3%	34.4%	1,618	1,779	1,983	22.6%	11.5%
人保	439	705	840	91.2%	19.0%	507	957	1,106	118.1%	15.6%
太平	488	742	1,024	110.0%	38.1%	911	1,382	1,340	47.0%	-3.1%
中国财险	486	552	509	4.9%	-7.7%	168	314	382	127.8%	21.6%
阳光	589	596	524	-11.1%	-12.1%	248	280	281	13.4%	0.6%
合计	8,538	11,342	14,324	67.8%	26.3%	12,301	16,589	16,712	35.9%	0.7%
	FVOCI 股票占股票比例					FVOCI 股票占投资资产比例				
	2025H1	2025	2026H1	同比变动	较上年末变动	2025H1	2025	2026H1	同比变动	较上年末变动
平安	65.3%	56.5%	65.8%	0.4pct	9.3pct	6.8%	8.3%	9.6%	2.7pct	1.2pct
太保	33.8%	37.0%	34.7%	0.9pct	-2.3pct	3.3%	4.1%	4.1%	0.8pct	0.0pct
国寿	22.6%	27.8%	37.8%	15.2pct	10.0pct	2.0%	3.1%	4.9%	3.0pct	1.8pct
新华	18.8%	17.8%	20.7%	1.9pct	2.9pct	2.2%	2.1%	2.7%	0.5pct	0.6pct
人保	46.4%	42.4%	43.1%	-3.3pct	0.7pct	2.5%	3.7%	4.2%	1.7pct	0.5pct
太平	34.9%	34.9%	43.3%	8.5pct	8.4pct	2.9%	4.3%	5.3%	2.4pct	1.0pct
中国财险	74.4%	63.8%	57.2%	-17.2pct	-6.6pct	6.8%	7.3%	6.5%	-0.3pct	-0.7pct
阳光	70.4%	68.1%	65.1%	-5.3pct	-3.0pct	10.0%	9.3%	7.8%	-2.1pct	-1.5pct
合计	41.0%	40.6%	46.2%	5.2pct	5.5pct	3.8%	5.0%	6.0%	1.1pct	2.3pct
亿元	基金					FVTPL 股票+基金占投资资产比例				
	2025H1	2025	2026H1	同比增长	较上年末增长	2025H1	2025	2026H1	同比变动	较上年末变动
平安	2,088	3,616	4,281	105.0%	18.4%	7.0%	12.0%	11.5%	4.5pct	-0.5pct
太保	667	811	821	23.0%	1.3%	8.7%	9.7%	10.2%	1.5pct	0.6pct
国寿	3,507	4,218	4,844	38.1%	14.8%	11.7%	13.8%	14.2%	2.6pct	0.4pct
新华	1,202	1,726	2,357	96.1%	36.6%	16.5%	19.0%	22.8%	6.4pct	3.8pct
人保	936	873	1,141	22.0%	30.8%	8.2%	9.6%	11.3%	3.1pct	1.6pct
太平	731	771	1,144	56.4%	48.5%	9.8%	12.4%	12.8%	3.0pct	0.4pct
中国财险	377	391	515	36.6%	31.6%	7.7%	9.3%	11.5%	3.8pct	2.2pct
阳光	56	74	76	35.6%	2.1%	5.1%	5.5%	5.3%	0.2pct	-0.2pct



合计	9,386	12,015	14,514	54.6%	20.8%	9.7%	12.5%	13.0%	3.3pct	0.5pct
----	-------	--------	--------	-------	-------	------	-------	-------	--------	--------

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：太平为港元

净投资收益率下行、总投资收益率抬升、综合投资收益率表现分化。2026H1 上市保险公司的非年化净投资收益率处于 1.3%-1.7% 区间，同比下降 0.1pct-0.4pct；受益于权益市场较好，上半年除阳光外，各公司总投资收益率均实现同比提升，其中国寿同比提升 2.4pct 至 4.5%，增幅和收益率均处于最高水平，预计成长风格配置较多；综合投资收益率表现分化，平安、太保、人保财险、阳光受高股息资产占比较高拖累，综合投资收益率同比下降 0.6pct-2.4pct 至 0.7%-2.7% 区间，国寿、人保、新华综合投资收益率为 3.2%-3.7%，同比提升 0.1pct-1.5pct，表现领先。

图表31：上市险企投资收益率对比

非年化	净投资收益率			总投资收益率			综合投资收益率		
	2025H1	2026H1	同比变动	2025H1	2026H1	同比变动	2025H1	2026H1	同比变动
平安	1.8%	1.4%	-0.4pct	1.9%	2.5%	0.6pct	3.1%	2.1%	-1.0pct
太保	1.7%	1.5%	-0.2pct	2.3%	2.4%	0.1pct	2.4%	1.8%	-0.6pct
国寿	1.6%	1.5%	-0.1pct	2.1%	4.5%	2.4pct	2.2%	3.7%	1.5pct
新华	1.5%	1.3%	-0.2pct	3.0%	3.4%	0.4pct	3.1%	3.2%	0.1pct
太平	1.7%	1.5%	-0.2pct	1.4%	2.7%	1.3pct	1.6%	2.3%	0.7pct
人保	1.9%	1.7%	-0.2pct	2.6%	3.7%	1.2pct	2.8%	3.4%	0.6pct
人保财险				2.6%	3.8%	1.2pct	3.7%	2.7%	-1.0pct
阳光	1.9%	1.6%	-0.4pct	2.1%	2.0%	0.0pct	3.2%	0.7%	-2.4pct

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：综合投资收益率口径中剔除了 OCI 债券的净溢

六、投资建议

利差改善、行业竞争格局向头部集中，保险中长期资负两端基本面向上，支撑估值向上。1) 资产端：利率区间震荡叠加股市长牛预期，预计公司综合投资收益率中枢稳定，支撑保险股估值向上。2) 负债端：量价齐升新周期。①量：居民中长期存款到期高峰已至，分红险具备保底利率+有吸引力的演示利率，相较于存款和理财优势明显，将承接低风险偏好资金的迁移，叠加银保渠道期缴新单市占率提升，中长期看新单期缴保费有望延续正增长。②价：新增保单有利差益，在新单摊薄与“报行合一”等政策下，预计存量保单负债成本开始下降，盈利能力提升。

中长期资负两端基本面依然向好，短期市场波动对其基本面影响已有预期，当前估值处于低位，目前更推荐高股息标的或 Q3 业绩更为稳健的标的；若后续科技强力反弹，建议再关注上半年业绩高增的弹性标的。

风险提示

- 1、权益市场波动：将直接降低保险公司的投资收益从而拖累利润表现；
- 2、长端利率大幅下行：净资产波动加大、投资收益减少，将进一步引发市场对保险公司利差损的担忧，对保险公司估值水平形成压制；
- 3、银保渠道竞争加剧：可能推升渠道费用、压低新业务价值率，导致 NBV 增长不及预期；
- 4、自然灾害加重：将增加财险赔付支出、推高综合成本率，拖累承保利润表现。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



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。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究