2026 年 11 月 01 日

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

26Q3 季报综述：利润 BV 阶段性承压，财险 COR 改善

核心内容：

利润：权益市场回调叠加高基数，净利润阶段性承压，营运利润保持正增长。2026 年前三季度，五家 A 股上市险企合计实现归母净利润 2,766 亿元，同比-35.1%，其中 Q3 单季合计亏损 408 亿元（去年同期盈利 2,478 亿元）。利润下滑主要受三方面因素影响：一是权益市场由涨转跌，沪深 300 指数 Q3 单季由去年同期上涨 17.9%转为今年下跌 12.5%，投资收益同比大幅下降；二是险企权益仓位提升，利润对市场波动更为敏感，除太保与阳光外，其余险企 2026H1 TPL 股票及基金占比较 2025H1 均提升超 2pct；三是利率及权益市场下行，部分保险合同转为亏损合同。分公司看，太保资产配置相对稳健，盈利表现相对平稳；平安受益于综合金融布局，Q3 单季仍实现盈利；阳光人寿受益于长鑫科技投资浮盈释放，Q3 单季净利润逆势同比增长 139%。与此同时，营运利润保持稳健增长，前三季度平安集团、平安寿险、太保集团、国寿归母营运利润分别同比+8.3%、+4.7%、+5.6%、+15.8%，Q3 单季分别同比+8.2%、+12.4%、+4.1%、+21.1%。

寿险：NBV 累计表现分化，高基数叠加银保渠道费用管控趋严，Q3 单季普遍承压。2026Q1-3 国寿 NBV 同比增长 13.1%领先同业，新华延续正增长，平安、太保分别同比-13.3%、-6.5%，高基数与银保渠道报行合一新规落地，上市险企 Q3 单季 NBV 普遍大幅负增长，其中平安、太保单季度 NBV 分别同比-54.1%、-38.1%。1）个险渠道：前三季度，国寿、太保、新华个险新单保费分别同比+3.5%、+14.9%、+13.3%，均实现正增长；Q3 单季增速排序为：太保（-14.1%）>新华（-24.2%）>国寿（-33.4%），主要受去年同期停售效应带来的高基数影响。2）银保渠道：报行合一新规进一步强化全口径费用管控，叠加去年同期高基数，国寿、太保、新华 Q3 单季银保期缴新单同比下降 60%左右。

财险：保费延续低速增长，COR 同比改善，承保盈利能力保持较好水平。2026 年前三季度，人保财险、平安财险、太保财险原保费收入分别同比+1.7%、+3.5%、+1.9%，其中车险保费基本持平，非车险表现较好，平安受意健险驱动非车险同比+10.0%领先，人保、太保同比增长 3%-4%。承保端受益于报行合一推进及提质增效，前三季度人保、平安、太保 COR 分别为 95.8%、95.6%、96.2%，同比分别下降 0.3pct、1.4pct、1.4pct，表现优异。Q3 单季人保、太保、平安 COR 分别为 98.2%、98.3%、96.5%，其中平安、太保同比改善，人保受大灾赔付增加影响同比上升 0.5pct。

资产端：OCI 权益配置比例持续提升，权益市场回调导致总投资及综合投资收益率明显下滑。1）资产配置：FVOCI 股权占比均环比提升，FVTPL 资产占比普遍回落，主要受资产配置调整及资产市值变动共同影响。截至三季度末，五家上市险企 FVOCI 权益规模合计达 1.8 万亿，环比增长 16.8%，增加 2,611 亿，各险企占比环比提升 0.2pct-1.5pct，一方面受益于红利风格 Q3 上涨，另一方面也反映险企积极增配高股息资产。与此同时，FVTPL 资产占比普遍下降 0.7pct-2.5pct，主要受权益市场回调、尤其是科技板块下跌影响。2）投资收益率：低利率环境下，净投资收益率仍面临压力，前三季度仅平安、太保披露未年化净投资收益率，分别为 2.5%、2.4%，同比分别下降 0.3pct、0.2pct。权益市场回调，各家公司总投资收益率同比下降 1.9pct-3.8pct，TPL 权益仓位较高、成长风格配置较多的公司降幅相对较大，人保表现较好主要受益于长鑫科技投资浮盈。综合投资收益率变化趋势与总投资收益率基本一致，OCI 配置比例及投资表现差异带来公司间分化，新华、人保综合投资收益率略高于总投资收益率，太保则相对较低。

投资建议与估值

短期来看，3 季报表现较弱以及市场预期悲观引发对保险资产端风险的担忧，但从估值来看，当前部分险企 PB 已低于 2024 年 9 月 23 日水平，市场对资产端悲观预期已有较充分反映，待市场预期趋于平稳后，保险板块有望迎来估值反弹。当前更推荐具备防御属性、股息率较高的标的。

风险提示

权益市场波动、长端利率大幅下行、银保渠道竞争加剧、自然灾害加重。

内容目录

一、业绩概述：净利润受市场影响阶段性承压，营运利润稳健增长 3
二、利源分析：保险服务业绩表现分化，投资业绩承压 4
三、寿险：高基数下 NBV 与新单保费承压 6
四、财险：保费延续低增长，但 COR 表现优异 7
五、资产端：OCI 权益占比提升，总/综合投资收益率受市场影响下滑 9
六、投资建议 10
风险提示 10

图表目录

图表 1： 上市险企归母净利润表现与 ROE 3
图表 2： 上市险企股基结构 3
图表 3： 上市险企营运利润表现与 ROE 3
图表 4： 上市险企归母净资产情况 4
图表 5： 新准则下，保险集团业绩归因分析（单位：亿元） 4
图表 6： 新准则下，寿险公司业绩归因分析（单位：亿元） 4
图表 7： 上市险企投资收益拆分 5
图表 8： 上市险企投资收益拆分 5
图表 9： 上市险企 NBV 增速 6
图表 10： 上市险企新单保费情况 6
图表 11： 上市险企 NBV Margin 情况 6
图表 12： 上市险企个险新单保费 7
图表 13： 上市险企期末代理人规模 7
图表 14： 上市险企银保新单保费 7
图表 15： 上市险企银保新单期缴保费 7
图表 16： 上市险企原保费收入（亿元） 8
图表 17： 人保财险分险种保费情况 8
图表 18： 上市险企 COR 情况 8
图表 19： 人保财险 COR 细分 9
图表 20： 上市险企资产会计分类 9
图表 21： 上市险企未年化投资收益率对比 9
图表 22： 部分险企 PB 估值已低于 2024 年 9 月 23 日 10

一、业绩概述：净利润受市场影响阶段性承压，营运利润稳健增长

高基数、权益市场回调叠加权益仓位提升，26Q3 单季五家 A 股上市险企合计亏损 408 亿元。2026 年前三季度，五家 A 股上市险企合计实现归母净利润 2,766 亿元，同比-35.1%，其中 Q3 单季合计亏损 408 亿元（去年同期盈利 2,478 亿元）。利润大幅下滑主要受三方面因素影响：一是权益市场由涨转跌，沪深 300 指数 Q3 单季由去年同期上涨 17.9%转为今年下跌 12.5%，去年同期高基数叠加今年市场回调，投资收益同比大幅下降；二是险企权益仓位提升，利润对市场波动更为敏感，除太保与阳光外，2026H1 其余险企 TPL 股票+基金占比较 2025H1 均提升超 2pct；三是利率及权益市场下行，部分保险合同转为亏损合同，以国寿为例，其 Q3 保险服务费用同比增加 271 亿，进一步拖累当期利润。分公司看，太保资产配置相对稳健，以股息价值策略为主，利润表现相对平稳；平安受益于综合金融布局，保险投资端波动可通过其他业务板块形成一定平衡，Q3 单季仍实现盈利；阳光人寿利润逆势大幅增长，主要受益于长鑫科技投资收益释放，考虑 90%的流动性折价后，测算相关投资浮盈超 100 亿元，其中归属于上市公司的部分由 CSM 吸收，并随保险服务提供逐步释放，同时，相关亏损合同组投资浮盈冲回部分亏损，减少当期保险服务费用。

利润规模仍处于较高水平，ROE 保持较好表现。前三季度 ROE 年化排序为：阳光人寿 19.4%>新华 17.8%>国寿 14.3%>太保 11.5%>人保 9.9%>太平人寿、平安 9.5%>中国财险 9.0%>众安 2.7%。

图表1：上市险企归母净利润表现与 ROE

单位：亿元	2025Q1-3	2026Q1-3	同比	2025Q3	2026Q3	同比	ROE（未年化）
中国平安	1,328.6	966.5	-27.3%	648.1	40.6	-93.7%	9.5%
中国人寿	1,678.0	894.3	-46.7%	1,268.7	-450.6	-135.5%	14.3%
中国太保	457.0	364.0	-20.3%	178.2	56.3	-68.4%	11.5%
新华保险	328.6	222.8	-32.2%	180.6	-5.1	-102.8%	17.8%
中国人保	468.2	318.2	-32.0%	202.9	-49.3	-124.3%	9.9%
中国财险（净利润）	402.7	259.5	-35.5%	168.1	-52.9	-131.5%	9.0%
阳光人寿（净利润）	48.5	80.1	65.4%	19.2	46.0	139.0%	19.4%
太平人寿（净利润）	181.3	95.1	-47.6%	113.3	-49.8	-144.0%	9.5%
众安财险（净利润）	18.6	6.9	-63.0%	11.9	-7.9	-166.9%	2.7%

来源：各公司公告，国金证券研究所

图表2：上市险企股基结构

单位：亿元	TPL 股票				基金				TPL 股票+基金占比			
	2025H1	2025	2026H1	同比增长	2025H1	2025	2026H1	同比增长	2025H1	2025	2026H1	同比变动
中国平安	2,250	4,168	3,301	46.7%	2,088	3,616	4,281	105.0%	7.0%	12.0%	11.5%	4.5pct
中国太保	1,874	2,128	2,425	29.4%	667	811	821	23.0%	8.7%	9.7%	10.2%	1.5pct
中国人寿	4,799	6,029	6,451	34.4%	3,507	4,218	4,844	38.1%	11.7%	13.8%	14.2%	2.6pct
新华保险	1,618	1,779	1,983	22.6%	1,202	1,726	2,357	96.1%	16.5%	19.0%	22.8%	6.4pct
中国太平	911	1,382	1,340	47.0%	731	771	1,144	56.4%	9.8%	12.4%	12.8%	3.0pct
中国财险	168	314	382	127.8%	377	391	515	36.6%	7.7%	9.3%	11.5%	3.8pct
阳光保险	248	280	281	13.4%	56	74	76	35.6%	5.1%	5.5%	5.3%	0.2pct

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：太平为港元

营运利润稳健增长。前三季度平安集团、平安寿险、太保集团、国寿归母营运利润分别同比+8.3%、+4.7%、+5.6%、+15.8%，其中 Q3 单季分别同比+8.2%、+12.4%、+4.1%、+21.1%，均实现正增长，预计主要受益于 CSM 增速回暖、寿险营运偏差正贡献。

图表3：上市险企营运利润表现与 ROE

单位：亿元	2025Q1-3	2026Q1-3	同比	2025Q3	2026Q3	同比	ROE（未年化）
中国平安	1,162.6	1,259.1	8.3%	385.3	417.1	8.2%	12.3%
平安寿险	787.7	824.9	4.7%	263.3	296.1	12.4%	
中国太保	284.9	300.8	5.6%	85.8	89.3	4.1%	9.5%
中国人寿	813.6	942.2	15.8%	302.4	366.1	21.1%	15.1%

来源：各公司公告，国金证券研究所

净资产规模较年初稳健增长，环比表现有所分化。截至 2026Q3 末，五家 A 股上市险企归母净资产较年初合计增长 7.9%，

其中新华保险增速较高，主要受益于 100 亿元永续债发行。环比来看，净资产表现有所分化，平安、太保、新华、太平人寿及阳光人寿较 H1 实现增长，国寿、人保、中国财险及众安则有所下降，与各公司当季盈利情况基本一致。

图表4：上市险企归母净资产情况

单位：亿元	2025	2026Q1	2026H1	2026Q1-3	较年初	较 H1
中国平安	10,004	10,183	10,281	10,444	4.4%	1.6%
中国人寿	5,952	5,983	6,642	6,518	9.5%	-1.9%
中国太保	3,021	3,196	3,192	3,301	9.3%	3.4%
新华保险	1,115	1,235	1,236	1,389	24.5%	12.4%
中国人保	3,090	3,194	3,401	3,360	8.7%	-1.2%
中国财险（偿付能力报告）	2,831	2,907	2,995	2,923	3.3%	-2.4%
阳光人寿（偿付能力报告）	390	412	389	437	11.9%	12.2%
太平人寿（偿付能力报告）	973	1,036	1,004	1,020	4.9%	1.6%
众安保险（偿付能力报告）	251	253	265	258	2.9%	-2.7%

来源：各公司公告，国金证券研究所

二、利源分析：保险服务业绩表现分化，投资业绩承压

保险服务业绩表现分化，平安、太保实现正增长，国寿、人保、新华同比下降。2026Q3，平安、太保、人保、国寿、新华保险服务业绩分别同比+16.6%、+9.6%、-22.1%、-56.7%、-12.1%，部分公司负增长主要受保险服务费用增加影响，预计与利率及权益市场下行导致部分保险合同转为亏损合同有关，此外人保还受到财险大灾赔付增加影响。

权益市场由涨转跌，投资业绩普遍大幅下滑。2026Q3，平安、太保、人保、国寿、新华投资业绩分别为-277 亿、-29 亿、-146 亿、-865 亿、-53 亿，同比分别减少 908 亿、262 亿、435 亿、2,040 亿、219 亿，主要受 TPL 权益投资影响。

图表5：新准则下，保险集团业绩归因分析（单位：亿元）

	中国平安			中国太保			中国人保		
	2025Q3	2026Q3	增速	2025Q3	2026Q3	增速	2025Q3	2026Q3	增速
保险服务收入（A）	1438	1437	-0.1%	751	756	0.6%	1,511	1,565	3.6%
保险服务费用（B）	-1200	-1146	-4.5%	-675	-667	-1.2%	-1,399	-1,484	6.1%
其他（C）	-5	-18	293.3%	1	-4	-386.6%	-17	-6	-64.3%
保险服务业绩（D=A+B+C）	**234**	**273**	**16.6%**	**77**	**85**	**9.6%**	**95**	**74**	**-22.1%**
承保财务损益（E）	-729	153	-121.0%	-449	-56	-87.5%	-156	-121	-22.9%
投资收益合计（F）	1361	-430	-131.6%	683	28	-95.9%	445	-25	-105.7%
投资业绩（G=E+F）	**632**	**-277**	**-143.8%**	**233**	**-29**	**-112.3%**	**288**	**-146**	**-150.6%**
利润总额（披露）	891	4	-99.6%	279	37	-86.7%	353	-101	-128.7%
保险服务贡献率	26%	7562%		28%	229%		27%	-73%	
投资贡献率	71%	-7666%		84%	-77%		82%	144%	
其他贡献率	3%	204%		-11%	-52%		-9%	29%	

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、公允价值变动、投资收益、减值损失等科目

图表6：新准则下，寿险公司业绩归因分析（单位：亿元）

	中国人寿			新华保险		
	2025Q3	2026Q3	增速	2025Q3	2026Q3	增速
保险服务收入（A）	545	549	0.7%	128.73	128.5	-0.2%
保险服务费用（B）	-75	-346	362.4%	-74.43	-80.51	8.2%
其他（C）	-1	0	-100.0%	-0.9	-1.05	16.7%
保险服务业绩（D=A+B+C）	**470**	**203**	**-56.7%**	**53.4**	**46.94**	**-12.1%**

	中国人寿			新华保险		
	2025Q3	2026Q3	增速	2025Q3	2026Q3	增速
承保财务损益（E）	-1,236	379	-130.7%	-378.01	55.1	-114.6%
投资收益合计（F）	2,411	-1,243	-151.6%	543.51	-108.38	-119.9%
投资业绩（G=E+F）	1,175	-865	-173.6%	165.5	-53.28	-132.2%
利润总额（披露）	1,623	-686	-142.3%	218.32	-26.29	-112.0%
保险服务贡献率	29%	-30%		24%	-179%	
投资贡献率	72%	126%		76%	203%	
其他贡献率	-1%	4%		0%	76%	

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、公允价值变动、投资收益、减值损失等科目

图表7：上市险企投资收益拆分

单位：亿元	中国人寿			中国平安			中国太保		
	2025Q1-3	2026Q1-3	同比变动	2025Q1-3	2026Q1-3	同比变动	2025Q1-3	2026Q1-3	同比变动
利息收入(1)	951	1,009	58	1,014	1,048	34	438	453	15
投资收益(2)	1,371	1,417	46	1,013	1,037	24	392	487	95
公允价值变动损益(3)	1,364	-511	-1,875	480	-643	-1,123	419	-245	-664
减值损失(4)	-1	-13	-12	0	0	0	-1	0	1
总投资收益（5）=(1)+(2)+(3)+(4)	3,685	1,902	-1,783	2,507	1,442	-1,066	1,248	695	-553
承保财务损益(6)	-2,212	-1,498	714	-1,547	-915	632	-849	-550	299
投资业绩（7）=（5）+（6）	1,473	404	-1,069	960	527	-434	399	145	-254
	2025Q3	2026Q3	同比变动	2025Q3	2026Q3	同比变动	2025Q3	2026Q3	同比变动
利息收入(1)	324	343	18	343	356	13	148	152	4
投资收益(2)	734	288	-446	423	115	-308	176	151	-24
公允价值变动损益(3)	1,354	-1,870	-3,223	595	-901	-1,495	360	-275	-635
减值损失(4)	-1	-4	-3	0	0	0	-1	-0	1
总投资收益（5）=(1)+(2)+(3)+(4)	2,411	-1,243	-3,654	1,361	-430	-1,790	683	28	-655
承保财务损益(6)	-1,236	379	1,615	-729	153	882	-449	-56	393
投资业绩（7）=（5）+（6）	1,175	-865	-2,040	632	-277	-908	233	-29	-262

来源：各公司公告，国金证券研究所

图表8：上市险企投资收益拆分

单位：亿元	新华保险			中国人保			中国财险		
	2025Q1-3	2026Q1-3	同比变动	2025Q1-3	2026Q1-3	同比变动	2025Q1-3	2026Q1-3	同比变动
利息收入(1)	244	218	-25	237	237	-0	89	85	-4
投资收益(2)	404	615	211	391	444	54	171	193	22
公允价值变动损益(3)	343	-377	-720	228	-34	-262	102	-83	-185
减值损失(4)	1	5	4	-0	-15	-15	0	-13	-13
总投资收益（5）=(1)+(2)+(3)+(4)	992	461	-531	856	633	-223	361	181	-180
承保财务损益(6)	-716	-326	390	-376	-389	-13	-57	-54	3
投资业绩（7）=（5）+（6）	276	135	-141	480	244	-236	304	127	-177
	2025Q3	2026Q3	同比变动	2025Q3	2026Q3	同比变动	2025Q3	2026Q3	同比变动
利息收入(1)	82	72	-9	79	81	2			
投资收益(2)	217	146	-70	162	82	-79			
公允价值变动损益(3)	244	-329	-572	205	-174	-378			
减值损失(4)	2	2	0	-0	-15	-14			

单位：亿元	新华保险			中国人保			中国财险		
	2025Q1-3	2026Q1-3	同比变动	2025Q1-3	2026Q1-3	同比变动	2025Q1-3	2026Q1-3	同比变动
总投资收益（5）=(1)+(2)+(3)+(4)	544	-108	-652	445	-25	-470	186	-93	-280
承保财务损益(6)	-378	55	433	-156	-121	36			
投资业绩（7）=（5）+（6）	166	-53	-219	288	-146	-435			

来源：各公司公告，国金证券研究所

三、寿险：高基数下 NBV 与新单保费承压

高基数下单季度 NBV 承压，累计增速表现分化。2026 年前三季度，上市险企 NBV 增速有所分化，国寿同比增长 13.1%领先同业，新华延续正增长，平安、太保分别同比-13.3%、-6.5%。单季度来看，过去三年预定利率连续下调，停售效应多次推动 Q3 新单保费高基数，2026Q3 面临较高同比基数，叠加银保渠道报行合一新规落地，上市险企 Q3 单季度 NBV 普遍大幅负增长，其中平安、太保 NBV 分别同比-54.1%、-38.1%。友邦保险 Q3 单季 NBV 同比-4.1%，主要受友邦中国高基数以及港险收益纳税相关报道引发内地客户阶段性观望情绪影响。

图表9：上市险企 NBV 增速

单位：亿元	2025Q1-3	2026Q1-3	同比	2025Q3	2026Q3	同比
中国平安	357.2	309.9	-13.3%	133.9	61.4	-54.1%
中国人寿			13.1%			
中国太保	153.5	143.5	-6.5%	58.1	35.9	-38.1%
新华保险		88.7	正增长		19.6	
友邦保险	43.1	46.3	7.3%	14.8	14.2	-4.1%

来源：各公司公告，国金证券研究所

新单保费整体承压，Q3 单季多数公司同比负增长。2026 年前三季度，上市险企新单保费增速排序为：国寿（-0.6%）>太保（-1.3%）>人保（-6.8%）>平安（-9.1%）>新华（-14.8%），Q3 单季增速排序为：人保、太保（+2.4%）>国寿（-35.5%）>新华（-46.3%）>平安（-51.9%），单季度新单保费普遍下滑，太保与人保表现好于同业，预计主要源于加大了银保趸交投放。

图表10：上市险企新单保费情况

单位：亿元	2025Q1-3	2026Q1-3	同比	2025Q3	2026Q3	同比
中国平安	1417.7	1288.6	-9.1%	562.0	270.4	-51.9%
中国人寿	2180.3	2166.7	-0.6%	567.8	366.3	-35.5%
中国太保	851.9	840.8	-1.3%	221.8	227.1	2.4%
新华保险	580.9	495.2	-14.8%	156.5	84.1	-46.3%
中国人保	922.8	859.6	-6.8%	198.4	203.1	2.4%
人保寿险	547.6	465.9	-14.9%	134.9	151.4	12.2%
人保健康	375.2	393.7	4.9%	63.4	51.8	-18.4%
友邦保险	74.9	78.9	5.3%	25.5	22.4	-12.3%

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：友邦为美元

分红险转型下，NBV Margin 表现分化。前三季度，国寿、新华 NBV Margin 有所提升，预计主要受益于缴期结构优化，在分红险转型下实现较好提升，平安、太保有所下降。友邦保险 Q3 单季 Margin 同比提升 5.3pct，主要受益于中国内地产品结构与渠道改善，保障类产品占内地代理人渠道 NBV 的比重已提升至 46%。

图表11：上市险企 NBV Margin 情况

	2025Q1-3	2026Q1-3	同比	2025Q3	2026Q3	同比
中国平安	25.2%	24.0%	-1.2pct	23.8%	22.7%	-1.1pct
中国太保	18.0%	17.1%	-1.0pct	26.2%	15.8%	-10.4pct
新华保险		17.9%			23.3%	
友邦保险	57.9%	58.9%	1.0pct	58.2%	63.5%	5.3pct

来源：各公司公告，国金证券研究所

1）个险渠道：前三季度个险新单保费实现正增长，Q3 单季受高基数影响普遍下降。前三季度，国寿、太保、新华个险新单保费分别同比+3.5%、+14.9%、+13.3%，均实现正增长；Q3 单季增速排序为：太保（-14.1%）>新华（-24.2%）>国寿（-33.4%），主要受去年同期停售效应带来的高基数影响。

图表12：上市险企个险新单保费

单位：亿元	2025Q1-3	2026Q1-3	同比	2025Q3	2026Q3	同比
中国人寿	1002.5	1037.2	3.5%	263.7	175.5	-33.4%
中国太保	331.9	381.3	14.9%	105.7	90.8	-14.1%
新华保险	193.4	219.1	13.3%	42.7	32.4	-24.2%

来源：各公司公告，国金证券研究所

队伍规模整体趋于稳定，质效持续改善。截至 2026Q3 末，平安、国寿、太保代理人规模分别为 32.3 万人、61.6 万人、18.2 万人，较年初分别-8.0%、+4.9%、-1.6%。①平安：代理人质态继续改善，大专及以上人力占比 同比提升 2.1 pct 至 51.3%，前三季度新增人力中大专及以上人力占比 66.3%，同比提升 6.5 pct。②国寿：队伍质态不断改善，绩优人力、优增人力同比提升明显。③太保：核心人力产能稳步提升，月人均首年规模保费 9.1 万元，同比增长 27.3%。

图表13：上市险企期末代理人规模

单位：万人	2025	2026Q1	2026H1	2026Q3	较年初	较 H1
中国平安	35.1	33.2	32.5	32.3	-8.0%	-0.6%
中国人寿	58.7	59.4	60.7	61.6	4.9%	1.5%
中国太保	18.5	18.7	18.5	18.2	-1.6%	-1.6%

来源：各公司公告，国金证券研究所

2）银保渠道：高基数叠加报行合一趋严，单季度期缴新单承压。2026 年 3 月，监管下发《关于进一步加强银行代理渠道费用管理有关事项的通知》，并于 7 月 1 日起正式执行，进一步强化银保渠道全口径费用管控，压降费用竞争空间，新规落地叠加高基数，国寿、太保、新华 Q3 单季银保期缴新单降幅均在 60%左右，太保银保新单高增长主要受银保趸交投放增加影响（银保趸交增加 60 亿，期缴占比下降 54.2pct 至 25.5%）。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，叠加报行合一进一步压实的背景下银保渠道期缴新单市占率提升预计将持续，中长期看新单期缴保费有望延续正增长。

图表14：上市险企银保新单保费

单位：亿元	银保新单保费						银保新单保费占比					
	2025Q1-3	2026Q1-3	同比	2025Q3	2026Q3	同比	2025Q1-3	2026Q1-3	同比	2025Q3	2026Q3	同比
中国人寿	545.2	501.2	-8.1%	186.5	84.6	-54.6%	25.0%	23.1%	-1.9pct	32.8%	23.1%	-9.8pct
中国太保	380.0	320.5	-15.7%	89.7	105.2	17.3%	44.6%	38.1%	-6.5pct	40.4%	46.3%	5.9pct
新华保险	359.5	247.6	-31.1%	110.1	48.5	-56.0%	61.9%	50.0%	-11.9pct	70.3%	57.6%	-12.7pct

来源：各公司公告，国金证券研究所

图表15：上市险企银保新单期缴保费

单位：亿元	银保期缴新单						期缴新单占银保新单比例					
	2025Q1-3	2026Q1-3	同比	2025Q3	2026Q3	同比	2025Q1-3	2026Q1-3	同比	2025Q3	2026Q3	同比
中国人寿	253.1	288.2	13.9%	82.8	33.9	-59.1%	46.4%	57.5%	11.1pct	44.4%	40.0%	-4.4pct
中国太保	159.9	144.1	-9.9%	71.5	26.9	-62.5%	42.1%	44.9%	2.9pct	79.8%	25.5%	-54.2pct
新华保险	168.3	170.5	1.3%	57.3	23.9	-58.2%	46.8%	68.9%	22.0pct	52.0%	49.4%	-2.6pct

来源：各公司公告，国金证券研究所

四、财险：保费延续低增长，但 COR 表现优异

财险保费整体低速增长，非车险业务表现好于车险。2026 年前三季度，人保财险、平安财险、太保财险原保费收入分别同比+1.7%、+3.5%、+1.9%，行业整体同比+2.0%。其中车险保费基本持平，与行业趋势一致，主要受新车销量不佳影响，前三季度汽车销量同比-4.5%。非车险表现分化，平安同比+10.0%增速领先，预计主要受意健险驱动，太保、人保增速均在 3%-4%区间。

图表16：上市险企原保费收入（亿元）

保费收入	2025Q3	2026Q3	同比	2025Q1-3	2026Q1-3	同比
人保财险	1,199	1,230	2.6%	4,432	4,505	1.7%
平安财险	844	865	2.5%	2,562	2,652	3.5%
太保财险	474	489	3.0%	1,602	1,632	1.9%
众安在线	103	78	-24.0%	269	244	-9.6%
行业	4,068	4,136	1.7%	13,712	13,982	2.0%
车险	**2025Q3**	**2026Q3**	**同比**	**2025Q1-3**	**2026Q1-3**	**同比**
人保财险	761	761	0.1%	2201	2204	0.1%
平安财险	575	575	0.0%	1661	1661	0.0%
太保财险	269	268	-0.2%	805	805	0.1%
众安在线	8	7	-9.2%	20	20	-1.4%
行业	2,331	2,330	0.0%	6836	6834	0.0%
非车险	**2025Q3**	**2026Q3**	**同比**	**2025Q1-3**	**2026Q1-3**	**同比**
人保财险	438	468	6.8%	2231	2301	3.2%
平安财险	269	290	7.8%	901	992	10.0%
太保财险	206	221	7.2%	797	827	3.7%
众安在线	95	71	-25.3%	249	224	-10.2%
行业	1,736	1,805	4.0%	6876	7148	4.0%

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：众安为偿付能力报告签单保费口径

图表17：人保财险分险种保费情况

亿元	2025Q3	2026Q3	同比	2025Q1-3	2026Q1-3	同比
合计	1,199	1,230	2.6%	4,432	4,505	1.7%
车险	761	761	0.1%	2,201	2,204	0.1%
非车险	438	468	6.8%	2,231	2,301	3.2%
意健险	162	172	6.2%	988	1,048	6.1%
农险	84	86	2.0%	522	518	-0.8%
责任险	97	114	17.0%	317	357	12.7%
企业财产险	37	40	9.3%	149	152	1.9%
其他险种	58	56	-3.2%	255	227	-11.0%

来源：中国人保公司公告，国金证券研究所

承保盈利方面，受益于报行合一推进，COR 同比下降表现优异。前三季度 COR 分别为人保（95.8%，-0.3pct）、平安（95.6%，-1.4pct）、太保（96.2%，-1.4pct），表现优异，预计主要受益于报行合一叠加提质增效带来的费用率改善驱动；Q3 单季分别为人保（98.2%，+0.5pct）、平安（96.5%，-3.9pct）、太保（98.3%，-1.6pct），人保 COR 同比上升主要受大灾赔付增加影响。分险种看，前三季度人保财险车险 COR 同比-0.5pct 至 94.3%，非车险同比持平于 98.0%；其中 Q3 单季车险 COR 同比-0.3pct 至 95.7%，非车险同比+1.3pct 至 101.3%。

图表18：上市险企 COR 情况

	2025Q1-3	2026Q1-3	同比	2025Q3	2026Q3	同比
人保财险	96.1%	95.8%	-0.3pct	97.7%	98.2%	0.5pct
平安财险	97.0%	95.6%	-1.4pct	100.4%	96.5%	-3.9pct
太保产险	97.6%	96.2%	-1.4pct	99.9%	98.3%	-1.6pct
众安在线	97.4%	97.2%	-0.2pct			

来源：各公司公告，国金证券研究所

图表19：人保财险 COR 细分

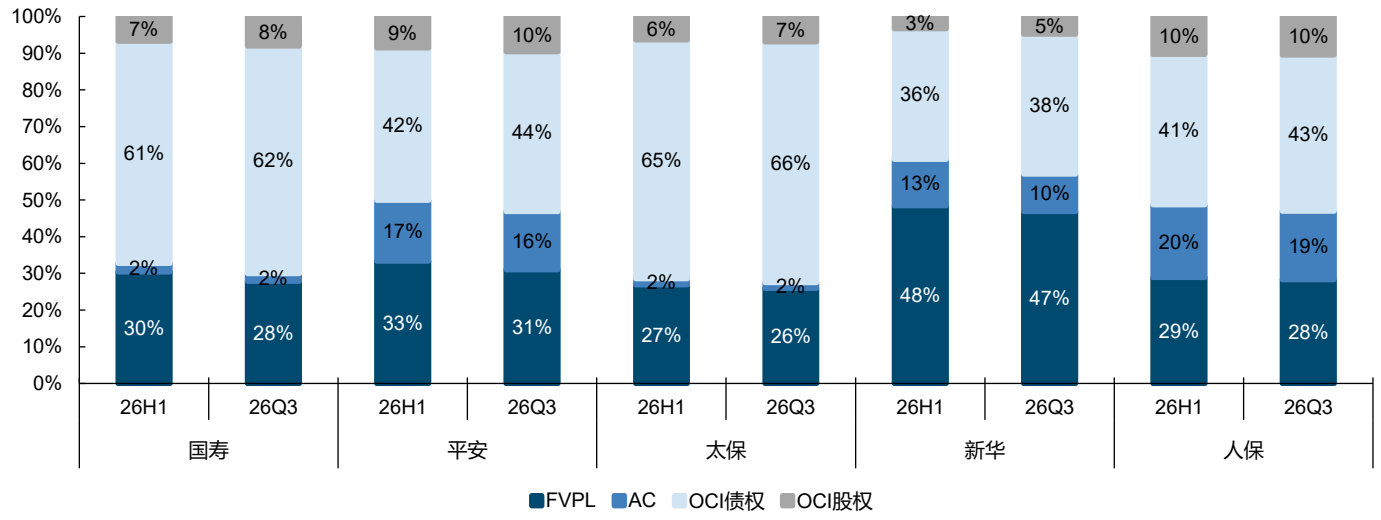
	2025Q3	2026Q3	变动	2025Q1-3	2026Q1-3	变动
整体	97.7%	98.2%	0.5pct	96.1%	95.8%	-0.3pct
车险	96.0%	95.7%	-0.3pct	94.8%	94.3%	-0.5pct
非车险	100.0%	101.3%	1.3pct	98.0%	98.0%	0.0pct

来源：中国人保公司公告，国金证券研究所

五、资产端：OCI 权益占比提升，总/综合投资收益率受市场影响下滑

三季度，五家上市险企 FVOCI 债权和 FVOCI 股权占比均环比提升，FVTPL 资产占比普遍回落，主要受资产配置调整及资产市值变动共同影响。截至三季度末，五家上市险企 FVOCI 权益规模合计达 1.8 万亿元，环比增长 16.8%，增加 2,611 亿元，一方面受益于红利风格 Q3 上涨，另一方面也反映险企积极增配高股息资产。其中，新华、国寿、平安 FVOCI 权益规模增长较快，环比增速分别为 51.7%、21.0%、15.1%，截至三季度末规模分别为 786 亿元、5,709 亿元、7,968 亿元；太保、人保规模环比分别增长 12.1%、5.5%，期末规模分别为 2,001 亿元、1,733 亿元。占比来看，FVOCI 股权占比环比提升 0.2pct-1.5pct，新华、国寿、平安分别提升 1.5pct、1.3pct、1.1pct，人保仅提升 0.2pct。与此同时，FVTPL 资产占比普遍下降 0.7pct-2.5pct，其中国寿、平安分别下降 2.5pct、2.3pct 至 27.9%、31.0%，降幅较大，主要受权益市场回调、尤其是科技板块下跌影响。债权方面，FVOCI 债权占比环比提升 0.5pct-2.6pct，新华提升最多，环比+2.6pct 至 38.1%，但占比仍低于其他公司；太保环比+0.5pct 至 65.6%，占比最高。

图表20：上市险企资产会计分类



来源：各公司公告，国金证券研究所

净投资收益率持续下降，总投资及综合投资收益率受权益市场回调影响明显下滑。2026 年前三季度，仅平安、太保披露未年化净投资收益率，分别为 2.5%、2.4%，同比分别下降 0.3pct、0.2pct，主要受利率低位、资产再投资收益下降影响。总投资收益率方面，各家公司同比下降 1.9pct-3.8pct，其中人保、太保、国寿、新华分别下降 2.7pct、3.2pct、3.8pct 至 3.5%、2.5%、3.2%、2.6%，TPL 权益仓位较高、成长风格配置较多的公司降幅相对较大人保表现较好主要受益于长鑫科技投资浮盈。综合投资收益率方面，剔除 FVOCI 债券影响后，各家公司降幅在 1.9pct-3.8pct 之间，与总投资收益率变化趋势基本一致，但受 OCI 配置比例及投资表现差异影响，新华、人保综合投资收益率略高于总投资收益率，太保则相对较低。

图表21：上市险企未年化投资收益率对比

	中国人寿			中国平安			中国太保			新华保险			中国人保			中国财险		
	25Q1-3	26Q1-3	同比	25Q1-3	26Q1-3	同比	25Q1-3	26Q1-3	同比	25Q1-3	26Q1-3	同比	25Q1-3	26Q1-3	同比	25Q1-3	26Q1-3	同比
净投资收益率				2.8%	2.5%	-0.3%	2.6%	2.4%	-0.2%									
总投资收益率	6.4%	3.2%	-3.2%				5.2%	2.5%	-2.7%	6.5%	2.6%	-3.8%	5.4%	3.5%	-1.9%	5.4%	2.5%	-2.9%
综合投资收益率				5.4%	2.3%	-3.1%	5.4%	2.4%	-3.1%	6.6%	2.8%	-3.8%	5.7%	3.8%	-1.9%			

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：各家投资收益率披露口径不一，使得截面数据不完全可比。其中，(1) 国寿对固定到期类资产的利息收入和投资性房地产

的租金收入等进行年化处理、其他收益不年化，其他公司各类收益均不年化处理；（2）综合投资收益率中不包含债券浮盈亏。

六、投资建议

中长期来看，负债端步入量价齐升新周期，上市险企 NBV 有望保持双位数增长中枢。①量：居民中长期存款到期高峰已至，分红险兼具保底收益与较有吸引力的演示收益率，相较于存款和理财具备一定优势，有望承接低风险偏好资金迁移；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：新增保单具备利差益，在新业务摊薄及“报行合一”等政策推动下，预计存量保单负债成本逐步下降，盈利能力持续提升。资产端方面，利率已由单边下行转向区间震荡，权益市场虽面临短期波动，但当前部分险企 PB 估值已低于 2024 年 9 月 23 日水平，市场对资产端悲观预期已有较充分反映，待市场预期趋于平稳后，保险板块有望迎来估值反弹。当前更推荐具备防御属性、股息率较高的标的。

图表22：部分险企 PB 估值已低于 2024 年 9 月 23 日

		PB（MRQ）	2024-09-23 PB（MRQ）	2018 年来估值分位	股息率 2025
A 股	中国人寿	1.47	2.03	0.5%	2.4%
	中国平安	0.92	0.86	14.5%	5.1%
	中国太保	0.89	1.11	4.4%	3.7%
	新华保险	1.27	1.15	35.9%	5.4%
	中国人保	0.96	1.07	13.1%	2.9%
H 股	中国人寿	0.89	0.63	48.5%	4.1%
	中国平安	0.74	0.67	10.5%	6.4%
	中国太保	0.65	0.69	12.6%	5.0%
	新华保险	0.84	0.53	47.8%	8.2%
	中国人保	0.57	0.50	53.2%	5.1%
	中国太平	0.59	0.47	48.2%	7.1%
	阳光保险	0.62	0.42	44.1%	6.5%
	中国财险	1.05	0.89	60.2%	5.0%

来源：wind、各公司公告，国金证券研究所

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