证券研究报告

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

循本守正行稳致远，迎接保险资负管理新时代

——保险行业2027年度投资策略

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

sunt@dwzq.com.cn

2026年11月20日

请务必阅读正文之后的免责声明部分

核心要点

- **经营回顾：营运利润稳健增长，负债成本明显改善。1）前三季度上市险企营运利润稳健增长。**受高基数与Q3股市下跌影响，上市险企单季度归母净利润明显承压，但反映长期经营情况的营运利润指标增长良好。**2）资产端：公开市场权益投资比例处于高位，Q3投资收益率短期承压。**从Q2末行业与上市公司资产配置数据看，股票+基金配置比例已经处于历史高位。前三季度上市险企净投资收益率仍处于下降过程中，同时受Q3股市下跌影响，总、综合投资收益率也同比下降，但短期波动不影响实际经营。**3）负债端：寿险NBV增速略有回落，银保业务短期调整。**前三季度上市险企新单保费及NBV增速较上半年回落，主要是由于Q3高基数以及银保65号文等短期因素影响。产品结构上，26H1分红险已占各公司新单保费绝大部分比重，VIF/NBV对投资收益率敏感性下降反映出负债成本改善趋势明朗。渠道结构上，上市险企个险基本盘稳固，银保业务在Q3出现短期调整，但长期增长趋势未变。**4）产险：综合成本率保持改善趋势。**前三季度产险业务综合成本率同比改善，我们预计受益于非车险综合治理及各公司降本增效，目前非车险综合治理进一步深化，盈利表现有望继续改善。
- **长期展望：资负管理能力是未来险企经营的胜负手。1）资负管理新规进一步规范险企资负匹配。**2026年8月金监总局发布《保险公司资产负债管理办法》，对保险公司资负管理指标等方面做出了详细规定，也会影响负债与资产两端业务策略。**2）负债端：预计分红险仍然将是新业务核心。**预定利率动态调整是负债成本优化的关键基础，而产品结构上分红险具有刚性成本更低、负债有效久期更短的优势，在新规框架下更有助于改善资负匹配。2027年上市险企开门红仍以分红险为主打，我们预计未来分红险将继续保持新业务的核心产品地位。**3）资产端：长久期利率债仍然是配置重点，优质高股息资产配置价值凸显。**过去几年中各险企大力增配长久期债券、拉长资产久期，目前头部公司久期缺口可控，短期内继续拉长资产久期诉求减弱，但长久期利率债仍然是关键配置品种。适度提升公开市场权益比例有助于增厚长期收益，也是分红险转型这一负债结构变化下的必然趋势，而在权益结构内部，以OCI方式持有高股息资产可以帮助稳定报表和缓解净投资收益率下行压力，我们预计未来保险公司配置OCI股票比例仍有进一步提升空间。
- **投资建议：基本面仍具韧性，看好保险股低估值、高股息属性的配置价值。**1）上市险企历史每股股息整体态势稳中有升，近三年增长明显，且目前各公司分红政策主要为维持每股股息的稳定增长，因此无需担忧净利润波动的影响，具有明显红利属性。按11月18日收盘价计算，A股保险股TTM股息率大多在5%左右，H股多家已经超过6%，股息率吸引力已经较为明显。2）2026Q3末公募基金对保险股持仓比例微升至0.46%，仍属欠配。2026年11月18日保险板块估值2026E 0.47-0.80倍PEV、0.92-1.65倍PB，处于历史低位，行业维持“增持”评级。
- **风险提示：**1）长端利率趋势性下行；2）权益市场波动；3）新单增长不及预期。



1. 经营回顾：营运利润稳健增长，负债成本明显改善

2. 长期展望：资负管理能力是未来险企经营的胜负手

3. 投资建议：看好保险股低估值、高股息属性的配置价值

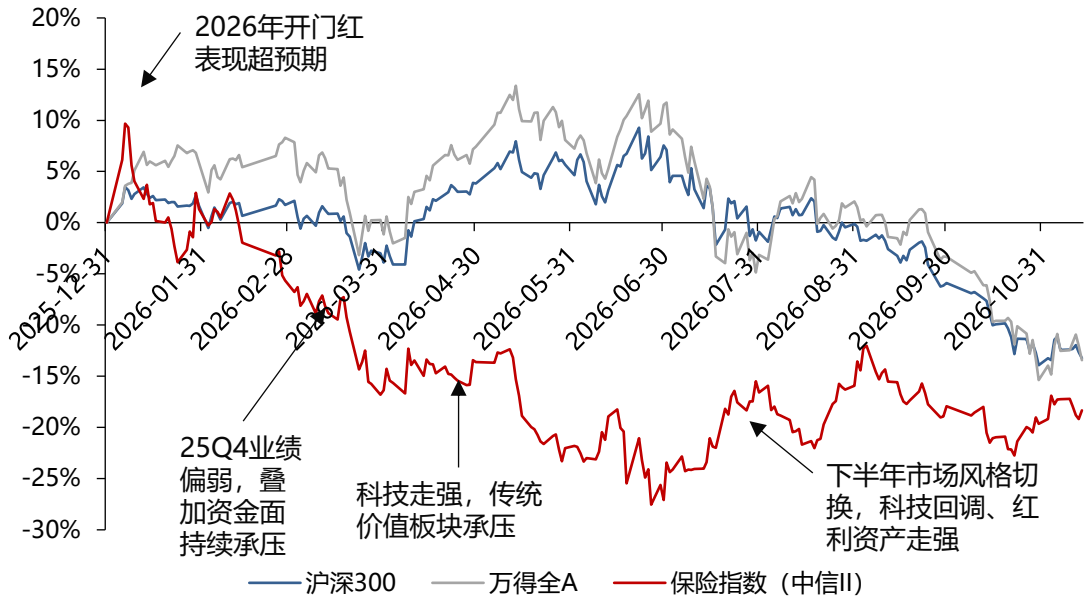
4. 风险提示

1. 经营回顾：营运利润稳健增长，负债成本明显改善

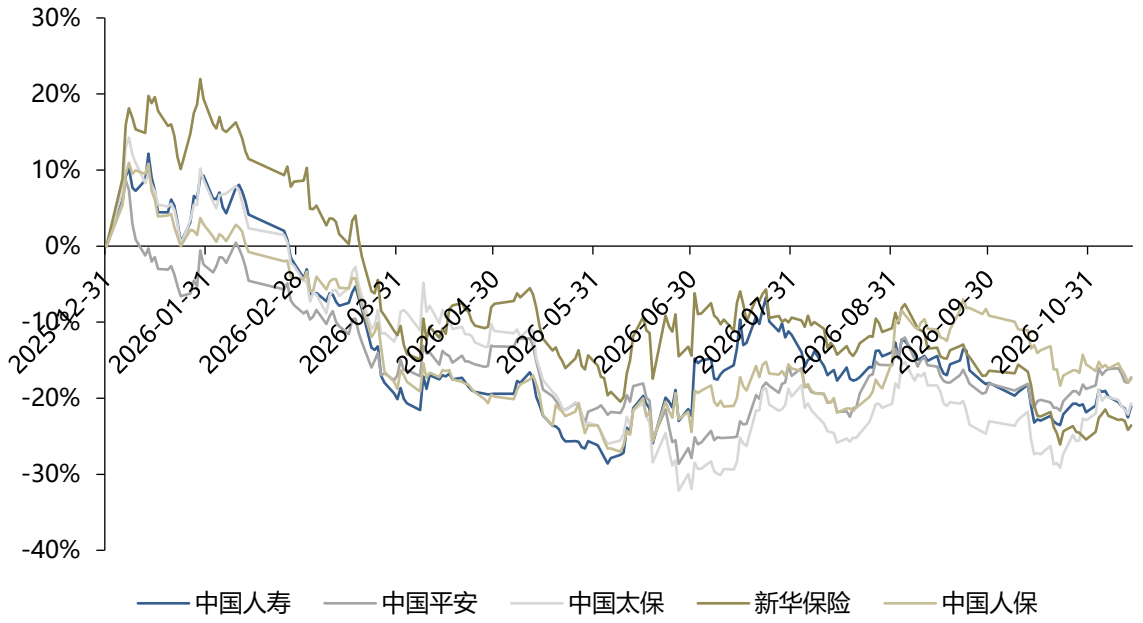
1.1 股价表现-下半年保险板块超额显著，个股股价走势趋同

- **2026年以来保险股股价累计跑输市场，但下半年取得显著超额。**2026年开年前三个交易日开门红数据超市场预期带动保险股领涨，此后受科技行情走强、资金面持续面临压力影响，保险板块股价在上半年大幅下跌，累计跌幅一度超过25%。但进入下半年以来市场风格切换，科技回调、红利走强，带动保险股跌幅逐步收窄。截至11月17日，万得全A、沪深300指数分别较年初下跌14.1%、15.7%，而保险指数累计较年初下跌16.9%，略跑输大盘；但下半年以来万得全A、沪深300指数分别下跌20.1%、24.4%，而保险指数累计上涨13.9%，大幅跑赢市场。
- **保险板块个股股价走势基本一致。** 截至11月17日各公司股价较年初累计跌幅均在15%以上，中国平安/中国人保（均为-16.0%）>中国太保（-17.9%）>中国人寿（-20.8%）>新华保险（-23.0%），个股股价走势基本一致，跌幅差异也并不明显。

图：2026年保险指数在下半年跑赢市场



图：保险板块个股股价走势基本一致



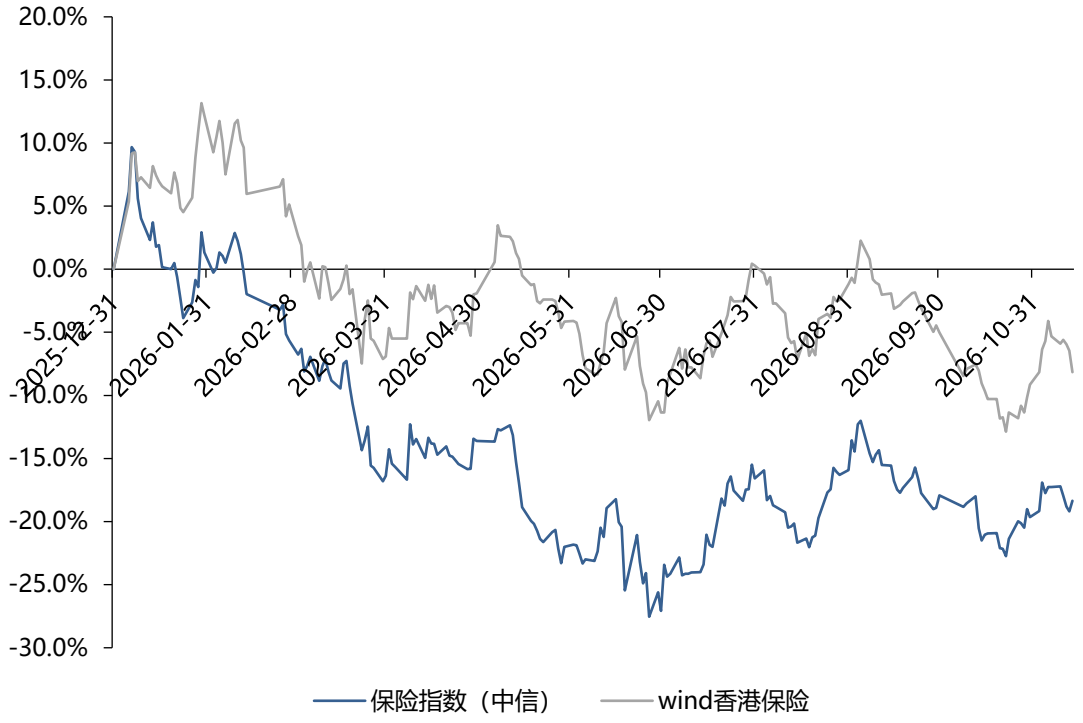
数据来源：wind，东吴证券研究所

1.1 股价表现-H股保险股表现相对好于A股，但AH价差依然明显

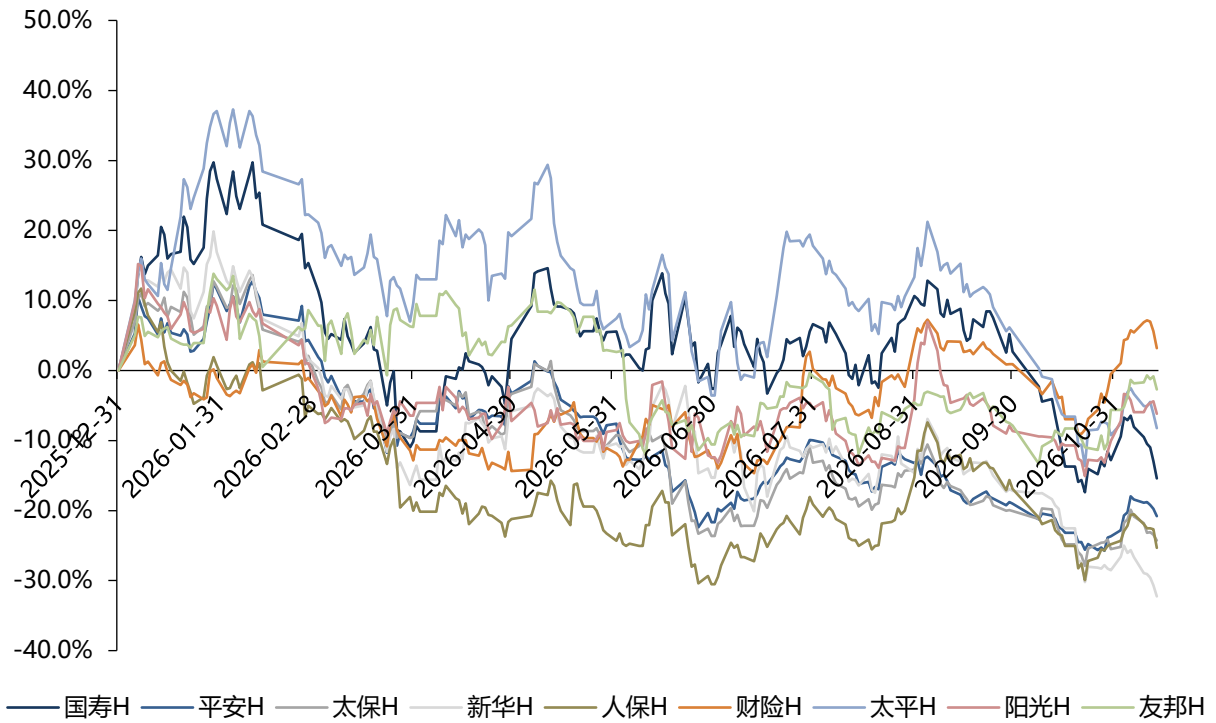
东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **H股保险股走势相对好于A股。**截至11月17日，恒生指数、H股保险股分别累计下跌7.3%、7.7%，H股保险股累计跌幅明显窄于A股。其中中国财险累计上涨3.2%，明显好于同业，是唯一实现股价上涨的个股。
- **目前保险股AH价差仍然维持较为明显水平，**H股平均折价率由年初的29%略扩大至11月17日的34%，主要是由于人民币与港币汇率变化的影响。其中国寿、人保和新华的AH价差相对显著，H股折价率普遍在40%左右，国寿最突出，为44%。

图：2026年H股保险指数走势相对好于A股



图：H股保险股股价走势

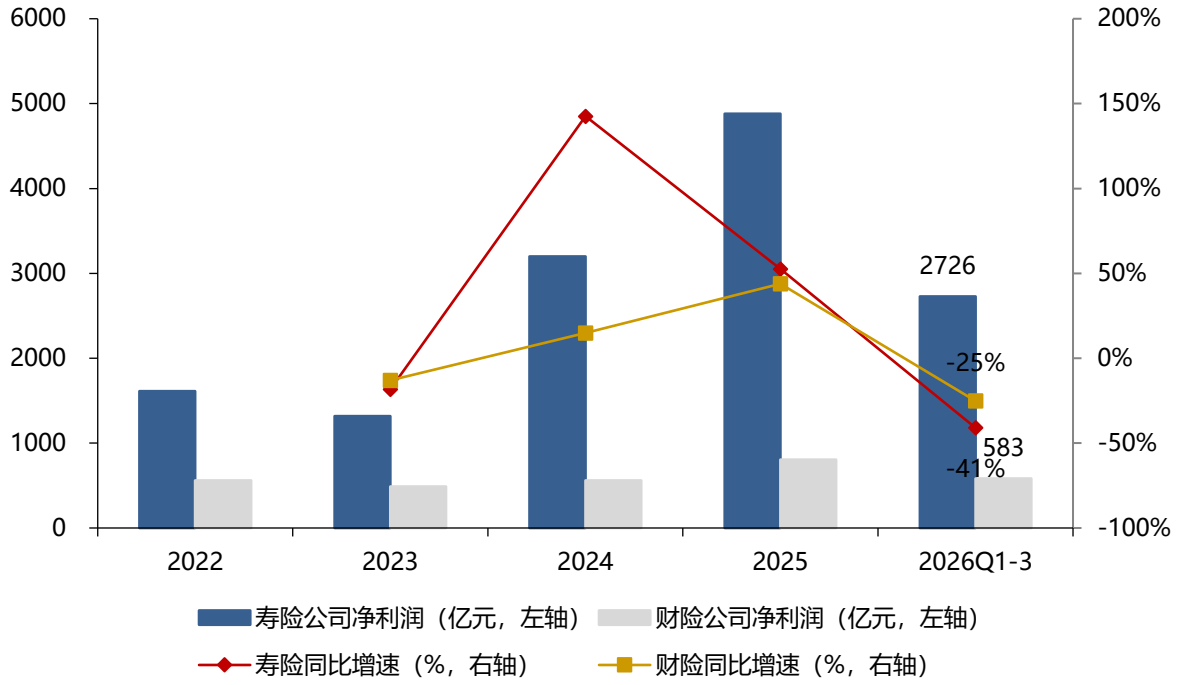


数据来源：wind，东吴证券研究所

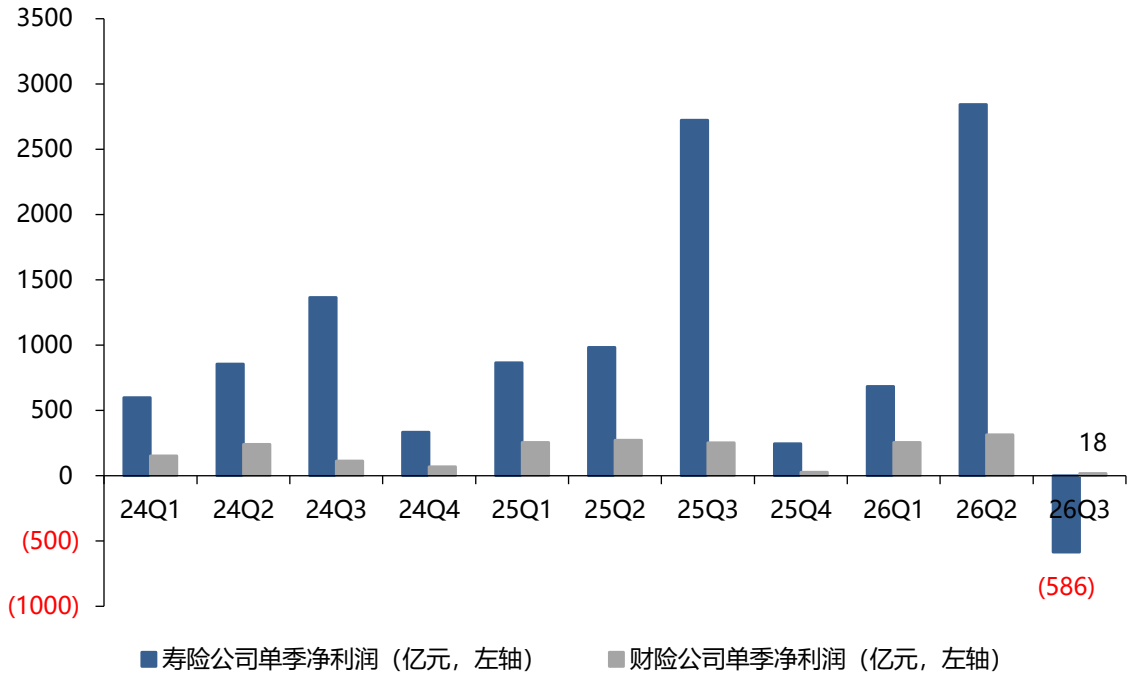
1.2 盈利表现-寿险及产险公司前三季度净利润同比下降，偿付能力虽有降低但幅度不大

- **净利润：前三季度寿险、财险公司均同比下滑，Q3单季压力明显。**2024-2025年牛市带动保险公司净利润达到近年来高峰，而26Q3的股市下跌则导致净利润同比下降，但仍然处于近五年来较高水平。前三季度寿险公司合计实现净利润2726亿元，同比-41%，Q3单季合计亏损586亿元；财险公司合计实现净利润583亿元，同比-25%，Q3单季净利润18亿元，同比下降超过90%。
- **偿付能力：大部分险企偿付能力环比下降，但降幅有限。**2026Q3末72家寿险公司中46家公司核心偿付能力充足率环比下降，47家公司综合偿付能力充足率环比下降；87家财险公司中53家公司核心偿付能力充足率环比下降，56家公司综合偿付能力充足率环比下降。

图：2026Q1-3保险公司净利润同比明显下降（亿元）



图：2026Q3寿险公司净利润合计亏损（亿元）

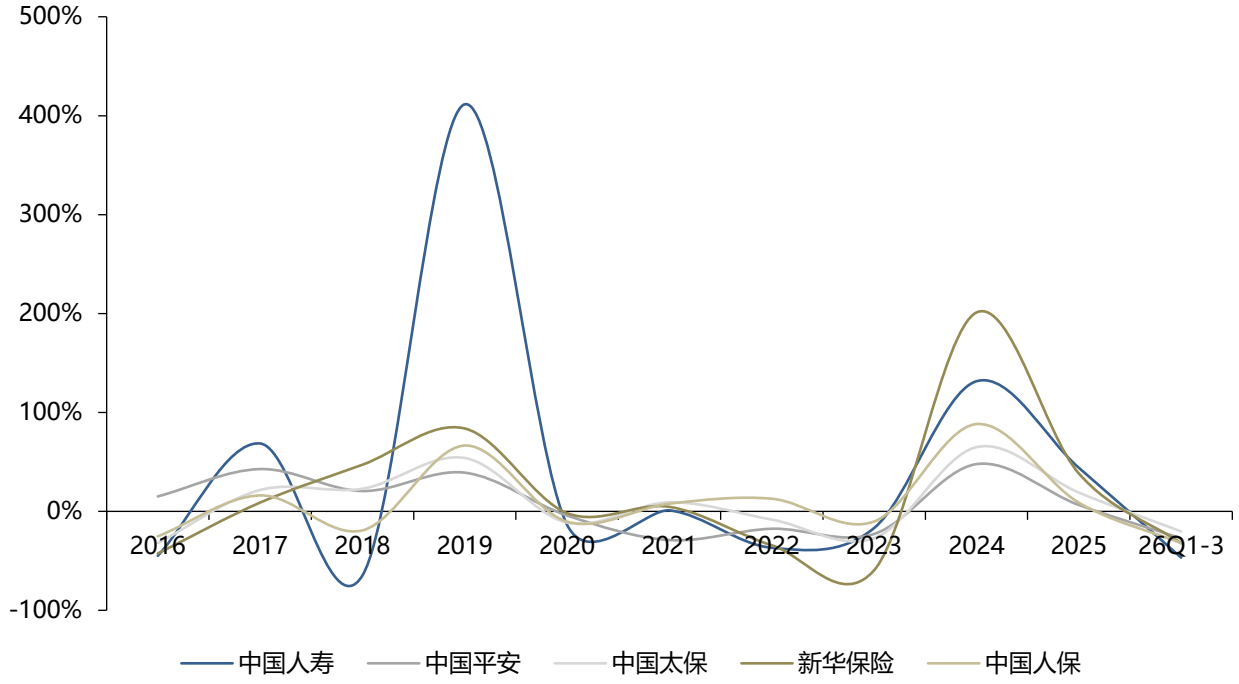


数据来源：各公司偿付能力报告，东吴证券研究所

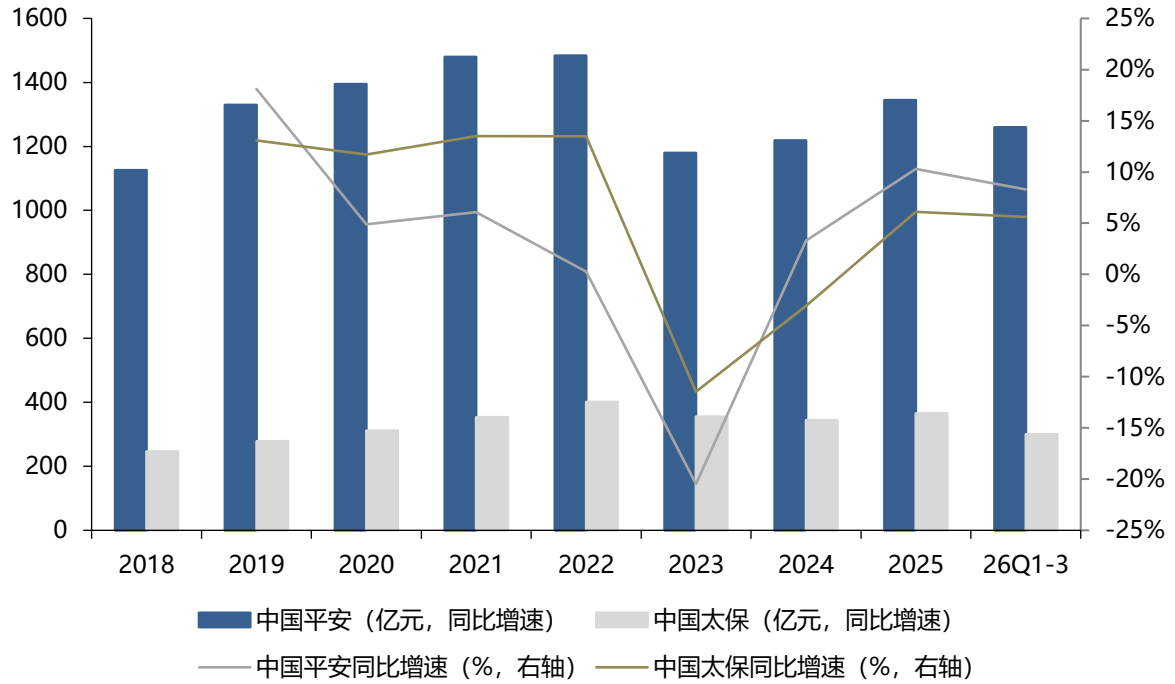
1.2 盈利表现-2026Q3上市险企净利润短期承压，营运利润稳健增长

- **归母净利润：受高基数+投资收益下滑影响，上市险企Q3单季利润显著承压。**①前三季度上市险企合计归母净利润同比-35.1%，其中太保降幅最小（-20.3%），国寿降幅最大（-46.7%）。②Q3单季显著承压，国寿、人保和新华单季亏损，太保降幅最小（-68.4%）。③阳光人寿前三季度净利润同比+62%，Q3单季同比+119%，我们预计与其OCI股票占比高、部分IPO投资项目浮盈贡献等有关。
- **我们认为短期会计利润并不能反映险企经营实质，更适宜以营运利润等长期指标观测险企盈利水平。前三季度平安、太保归母营运利润分别+8.3%、+5.6%，国寿剔除公开市场权益波动后的净利润同比+15.8%，均表现良好。**

图： 上市险企归母净利润历史增速走势



图： 中国平安、中国太保归母营运利润增速历史走势

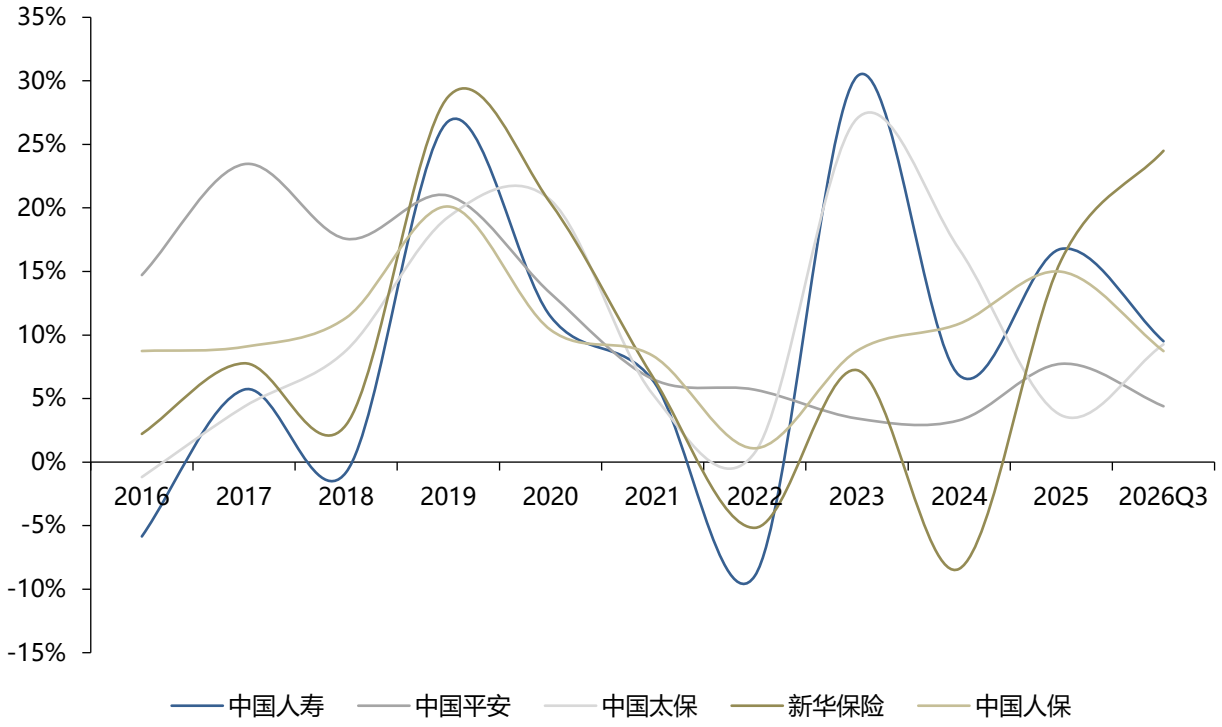


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

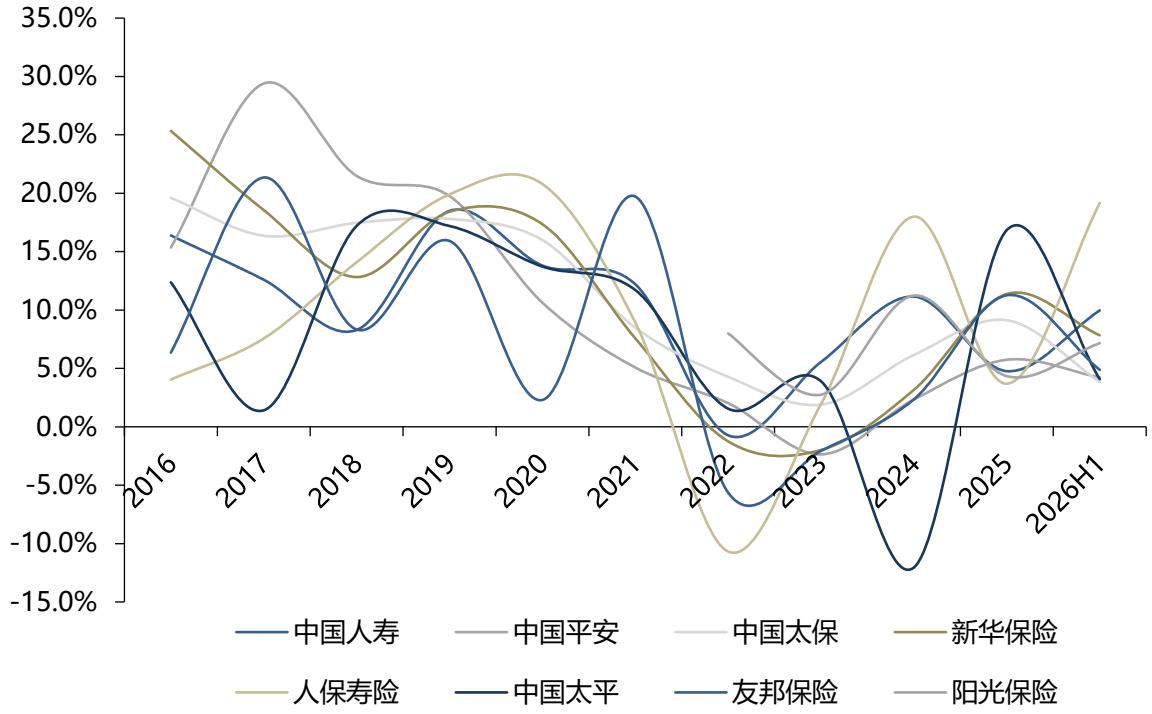
1.2 盈利表现-上市险企归母净资产与EV稳健增长

- **归母净资产：Q3末上市险企归母净资产合计2.5万亿元，较年初+7.9%，较年中+1.0%，保持稳健增长。其中新华较年中+12.4%，增速领先，受到发行100亿元永续债带动；而国寿、人保分别较年中-1.9%、-1.2%。**
- **内含价值（EV）：2026H1末A股5家险企EV合计较年初增长7.0%，其中人保寿险和国寿实现两位数增长，人保寿险较年初增长19.2%，增速最高，主要受益于调整净资产的快速增长。H股公司中，阳光保险增速最快，较年初+7.2%。**

图：上市险企归母净资产较年初增速历史走势



图：上市险企EV较年初增速历史走势

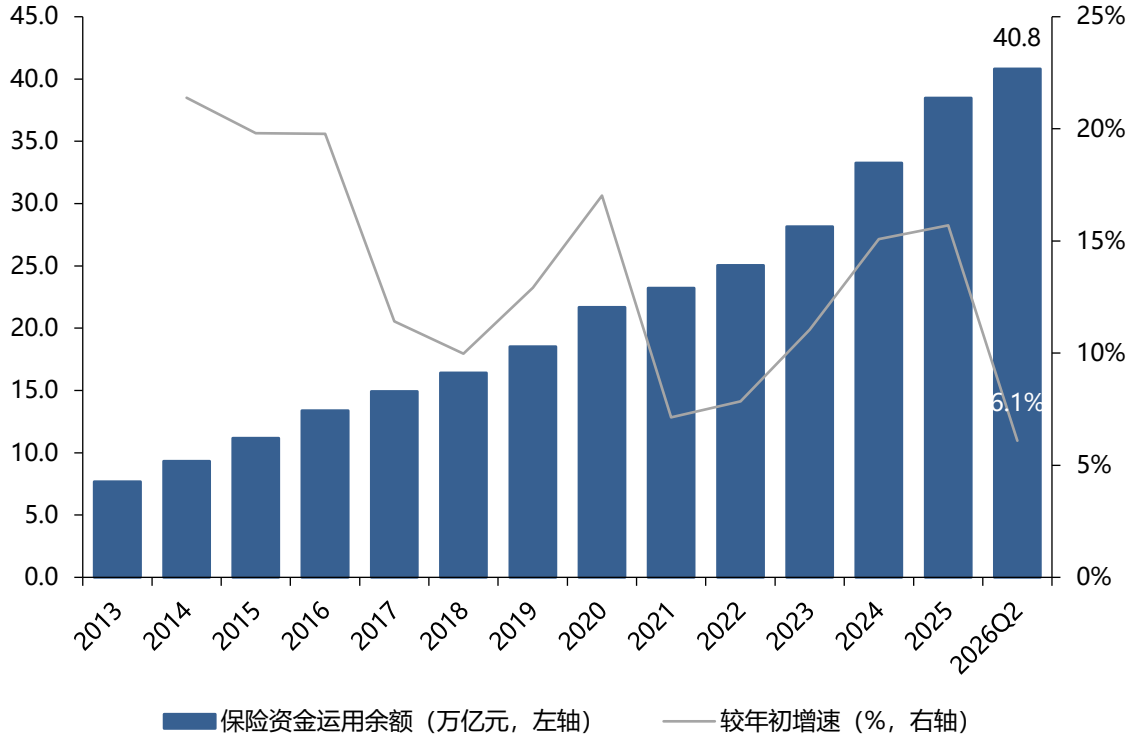


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

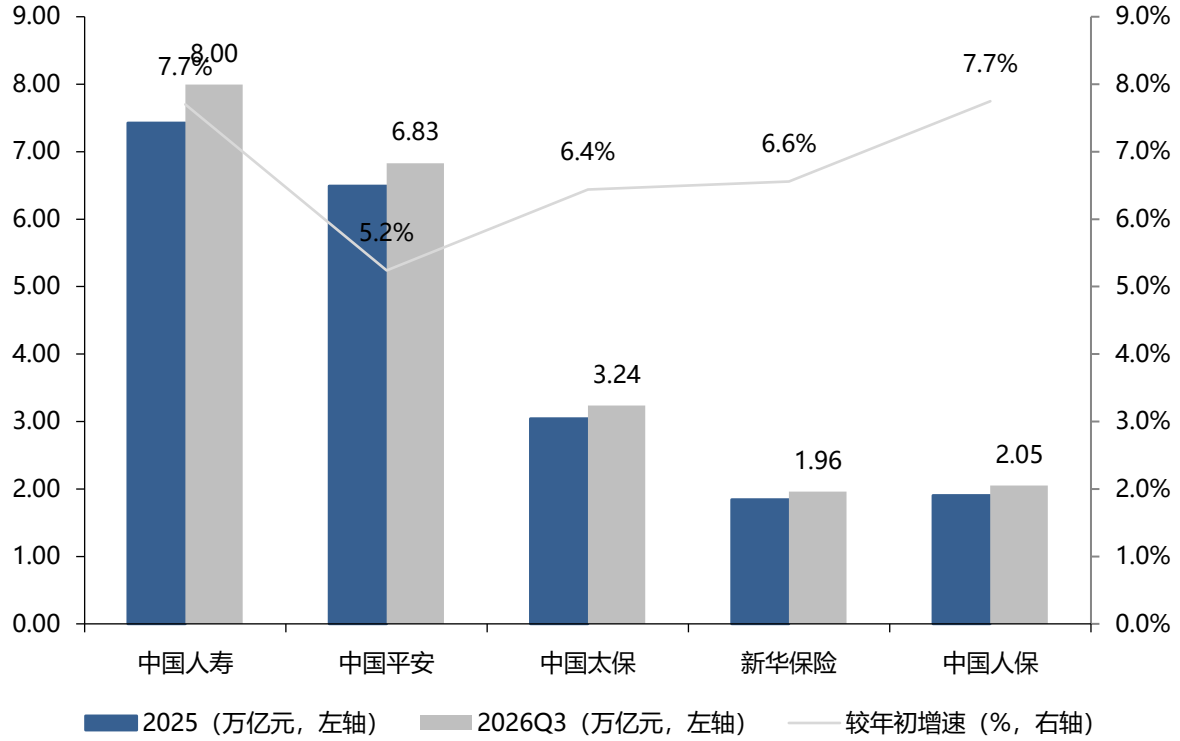
1.3 资产端-2026Q3投资规模较年初稳健增长

- **2026Q2末保险行业资金运用余额为40.8万亿元，较年初+6.1%，较Q1末+3.5%。**其中，人身险、财产险公司投资规模分别为36.9万亿元、2.5万亿元，占行业总投资资产的90.3%和6.2%，分别较年初+6.4% 、+4.9%，较Q1末+3.7%、+2.5%。
- **截至2026Q3，A股5家上市险企投资资产规模合计达到22.1万亿元，较年初+6.6%，较年中+2.0%，占行业投资资产超过一半。**其中国寿规模最大，为8.0万亿元，国寿和人保较年初增速均为+7.7%，领先同业。

图：2026Q2末保险资金运用余额达40.8万亿元



图：2026Q3末上市公司投资资产规模稳健增长

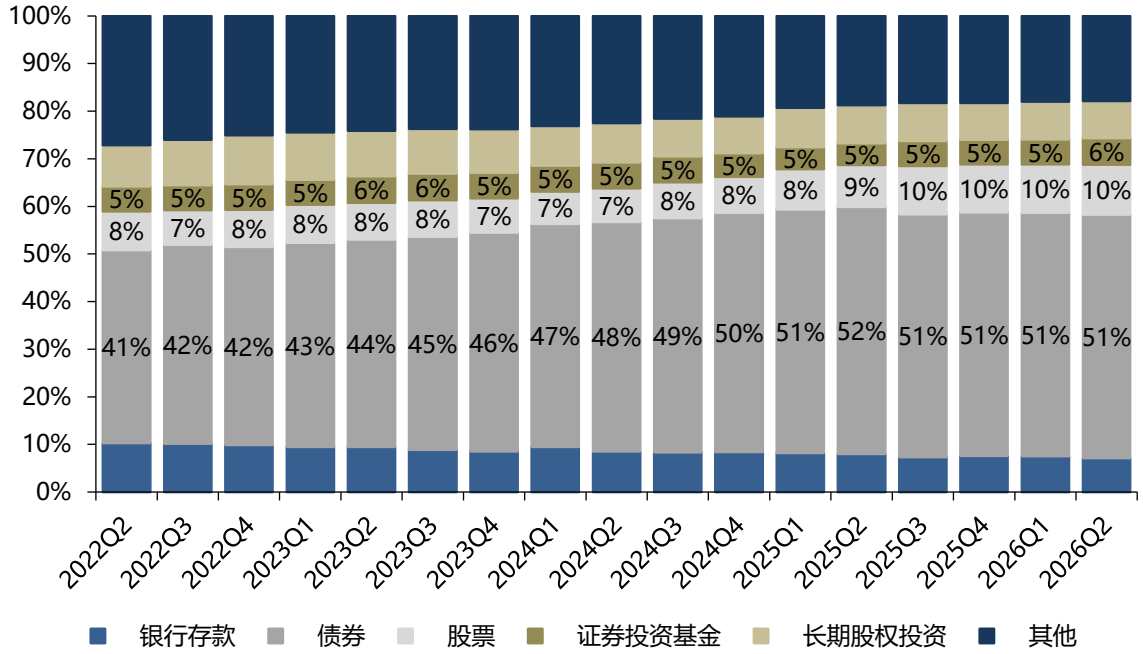


数据来源：金监总局，上市险企财报，东吴证券研究所

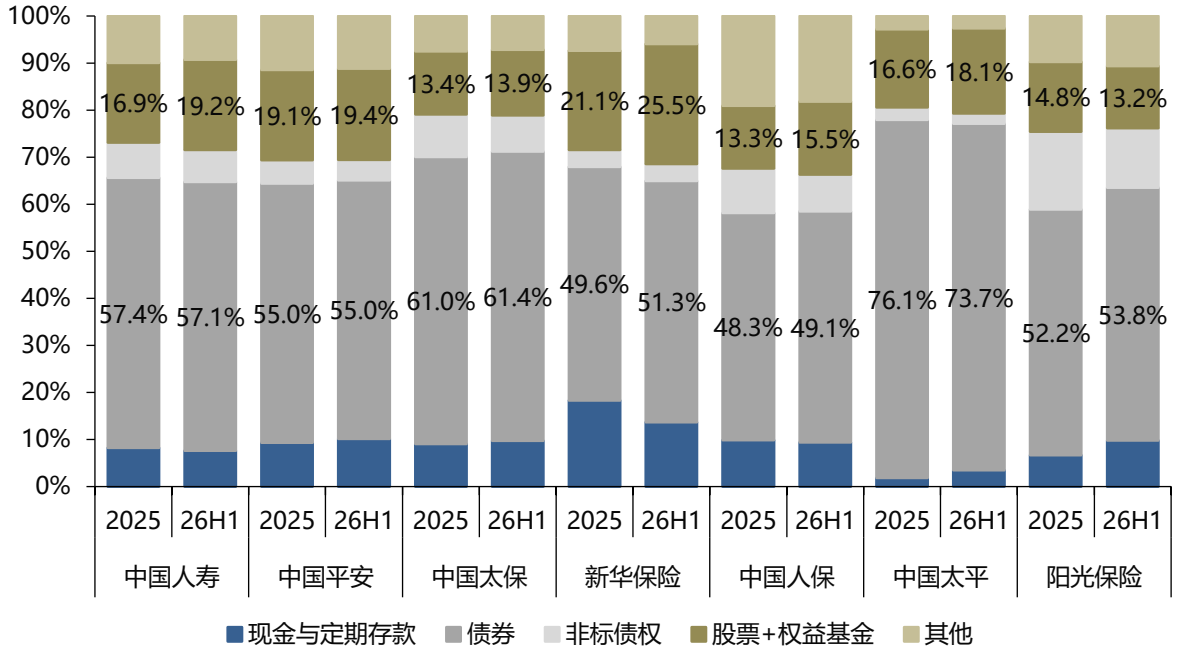
1.3 资产端-上半年保险资金增配二级权益投资，OCI比例继续提升

- **2026Q2人身险公司减配存款与长股投，增配股票+基金。**①银行存款余额占比7.1%，较年初/Q1末分别下降0.5pct、0.4pct，债券占比为51.2%，较年初提升0.1pct，较Q1末持平。②股票+基金合计占比16.1%，较年初/Q1末分别提升0.8pct、0.7pct。其中，股票占比10.5%，较年初/Q1末均+0.3pct；基金占比5.6%，较年初/Q1末分别+0.5pct、+0.4pct。
- **2026Q2上市险企普遍增加二级权益投资。**截至2026H1，上市险企债券平均占比为57.3%，较年初+0.2pct。股票+权益基金平均占比为17.8%，较年初+1.3pct。非标债权投资平均占比为6.4%，较年初-1.3pct。从占比看，新华股票+基金配置比例高达25.5%，为上市险企中最高，而阳光和太保占比分别为13.2%和13.9%，相对较低。我们预计Q3股票+基金占比或较年中有所回落，但仍然保持在相对积极的配置水平。

图：人身险公司资产配置结构变化



图：2026H1上市险企普遍增加二级权益投资

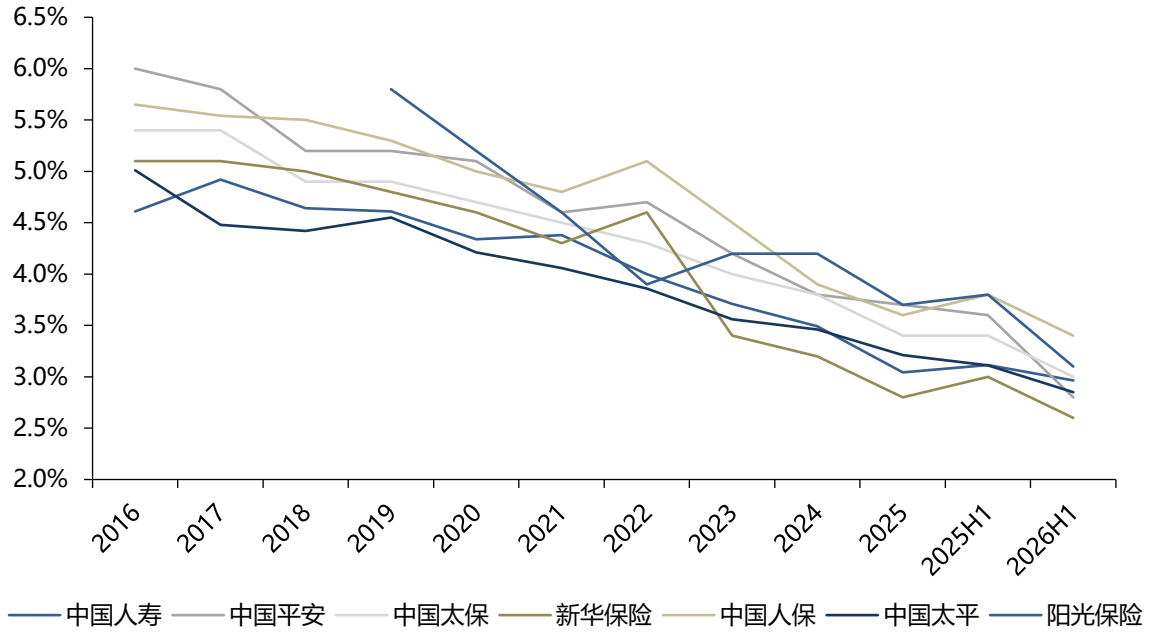


数据来源：金监总局，上市险企财报，东吴证券研究所

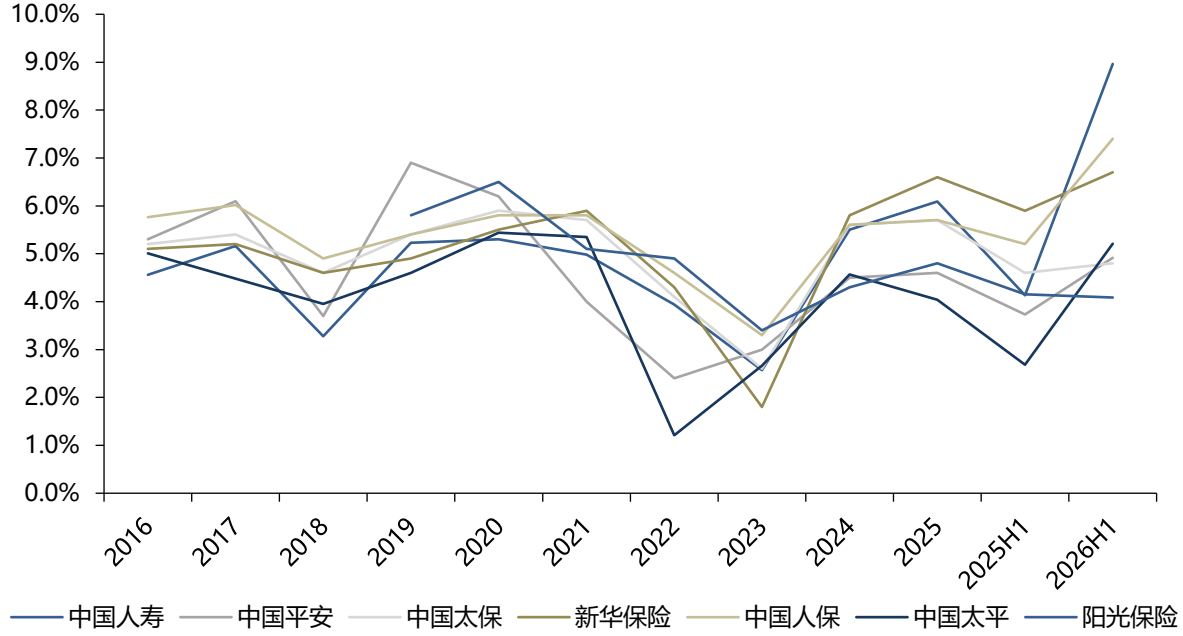
1.3 资产端-净投资收益仍处于下降过程中，Q3总、综合投资收益率短期承压

- **净投资收益率：受利率持续低位和存量高息资产到期影响，上市险企年化净投资收益率同比继续下降。**1）2026H1上市险企平均年化净投资收益率为3.0%，平均下降0.4pct。2）平安、太保前三季度未年化净投资收益率分别为2.5%、2.4%，分别同比-0.3pct、-0.2pct。
- **总投资收益率：受Q3股市大幅下跌影响，上市险企总投资收益率出现大幅下降。**前三季度国寿、新华年化总投资收益率分别为3.2%、3.5%，同比-3.2pct、-5.1pct，太保、人保未年化总投资收益率分别为2.5%、3.5%，同比-2.7pct、-1.9pct。其中人保投资收益率表现好于同业，我们预计主要是由于部分IPO项目投资的收益贡献。

图：上市险企年化净投资收益率继续同比下降



图：上市险企总投资收益历史走势



注：1）2025H1、2026H1各家险企投资收益率均调整为简单年化方式，即所有收益*2，因此变化幅度与公司披露数据可能存在差异；2）不同公司在投资收益和平均投资资产等方面的计算口径有差异，不宜直接横向对比。

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

1.3 资产端-净投资收益仍处于下降过程中，Q3总、综合投资收益率短期承压

- **综合投资收益：同比降幅略好于总投资收益率。**前三季度平安非年化综合投资收益率为2.3%，同比-3.1pct，新华年化综合投资收益率为5.0%，同比-1.7pct。我们认为，综合投资收益率降幅略小于总投资收益率，主要是由于OCI股票在Q3普遍浮盈，以及部分公司将OCI债券浮盈计入综合投资收益口径的影响。
- 从三季度投资收益变动来看，各公司总投资收益同比明显下降主要是来自于Q3股市下跌、权益投资公允价值波动的影响，对于寿险长期资金而言，短期账面价值波动并不能反映长期投资收益中枢水平，无需对投资端过于悲观。

表：2026Q1-3上市险企投资收益率情况

	净投资收益率		总投资收益率		综合投资收益率	
	2026Q1-3	同比变动	2026Q1-3	同比变动	2026Q1-3	同比变动
中国人寿	/	/	3.2%	-3.2pct	/	/
中国平安	2.5%	-0.3pct	/	/	2.3%	-3.1pct
中国太保	2.4%	-0.2pct	2.5%	-2.7pct	/	/
新华保险	/	/	3.5%	-5.1pct	5.0%	-1.7pct
中国人保	/	/	3.5%	-1.9pct	/	/
中国财险	/	/	2.5%	-2.9pct	/	/

表：上市险企公允价值变动情况

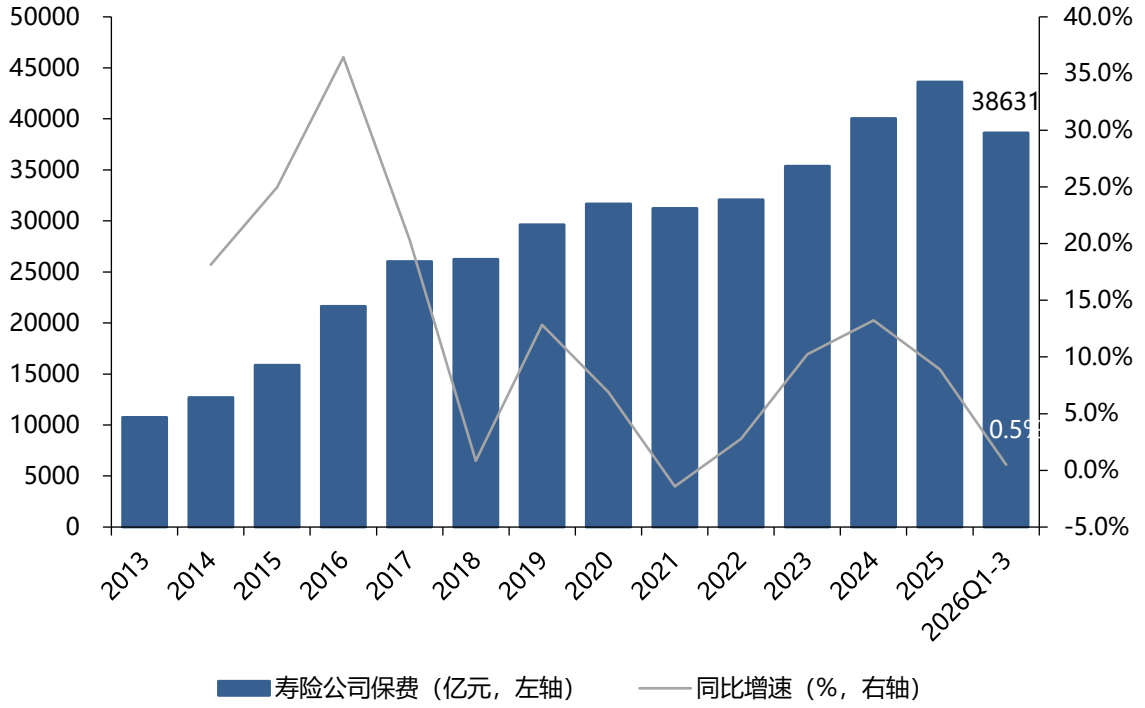
单位：亿元	2025Q1-3	2026Q1-3	2025Q3	2026Q3
中国人寿	1364.05	-511.37	1353.76	-1869.72
中国平安	480.27	-643.12	594.66	-900.59
中国太保	418.93	-245.15	360.37	-275.00
新华保险	343.43	-376.58	243.72	-328.71
中国人保	228.27	-33.59	204.69	-173.64
合计	2834.95	-1809.81	2757.2	-3547.66

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

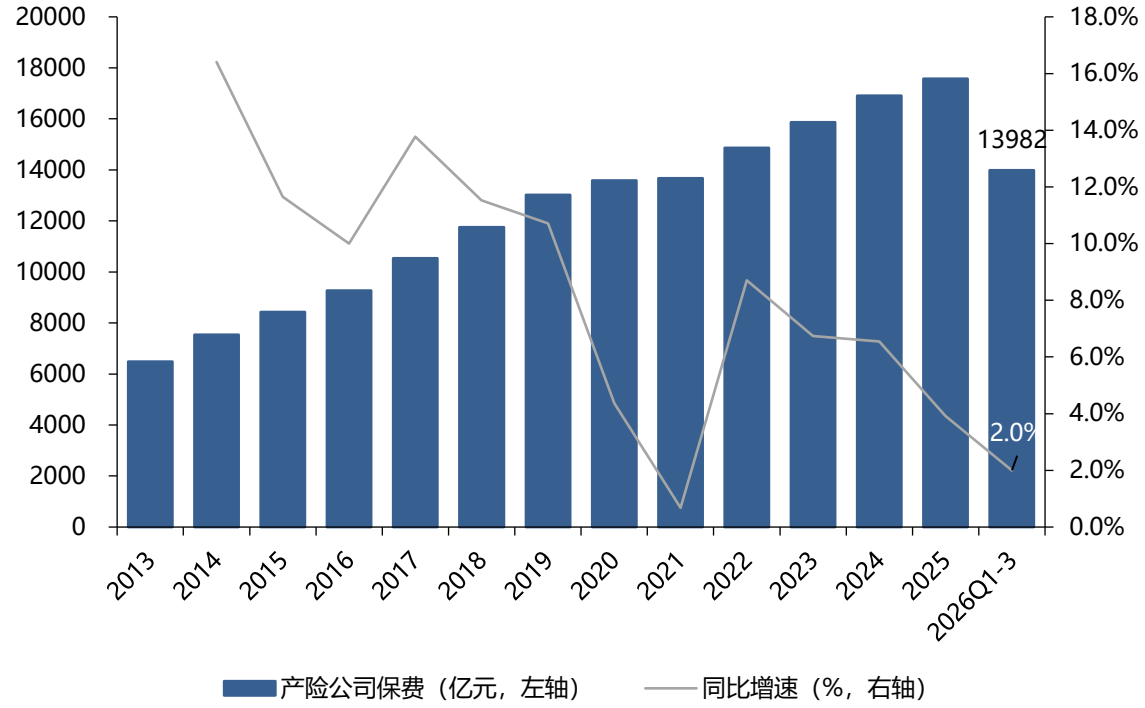
1.4 负债端-前三季度寿险、产险公司保费稳健增长

- **前三季度寿险公司保费同比+0.5%。**前三季度人身险公司原保费收入达38631亿元，同比+0.5%，增速由负转正（1-8月为-0.2%）。Q3单季同比-7.6%，较Q2降幅扩大5.8pct，主要受上年同期高基数和银保渠道65号文等因素的影响。9月单月保费同比+10.5%，增速由负转正（8月为-13.6%），主要是受上年同期基数降低的影响。
- **前三季度产险公司保费同比+2.0%。**前三季度产险公司保费达13982亿元，同比+2.0%。Q3单季同比+1.7%，较Q2增速提升0.4pct，9月单月产险公司保费达1509亿元，同比-0.1%，增速再次转负（8月为+1.8%），其中车险、非车险单月保费增速分别同比-0.2%、+0.1%。

图： 2026年1-9月寿险公司保费同比+0.5%



图： 2026年1-9月产险公司保费同比增长2.0%

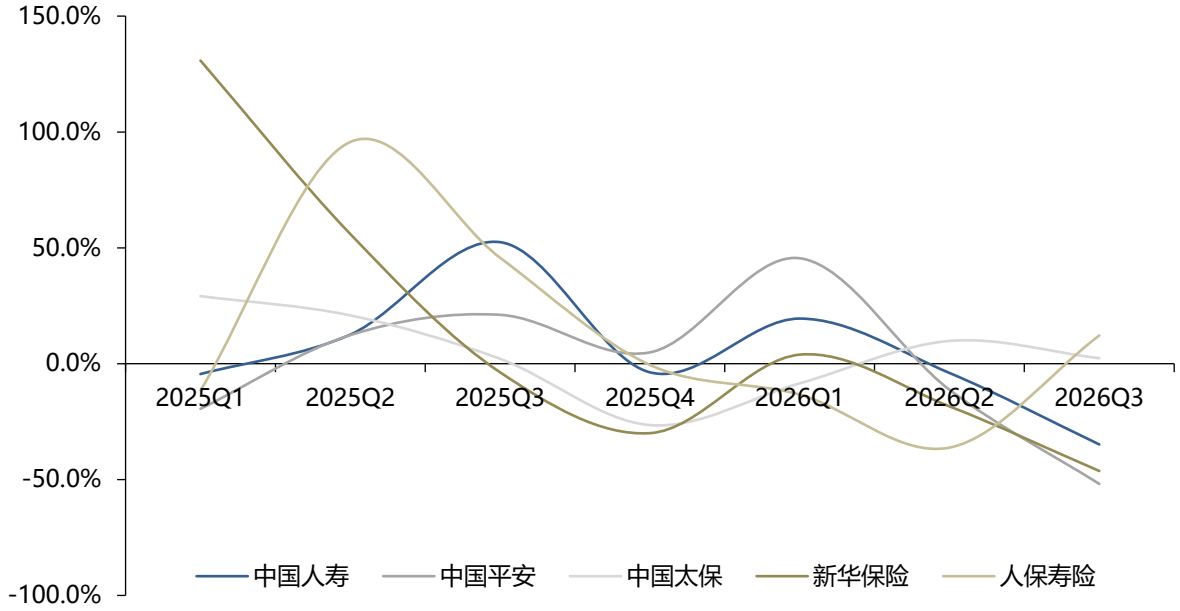


数据来源：金监总局，东吴证券研究所

1.4 负债端-2026Q3上市险企新单保费增速短期承压

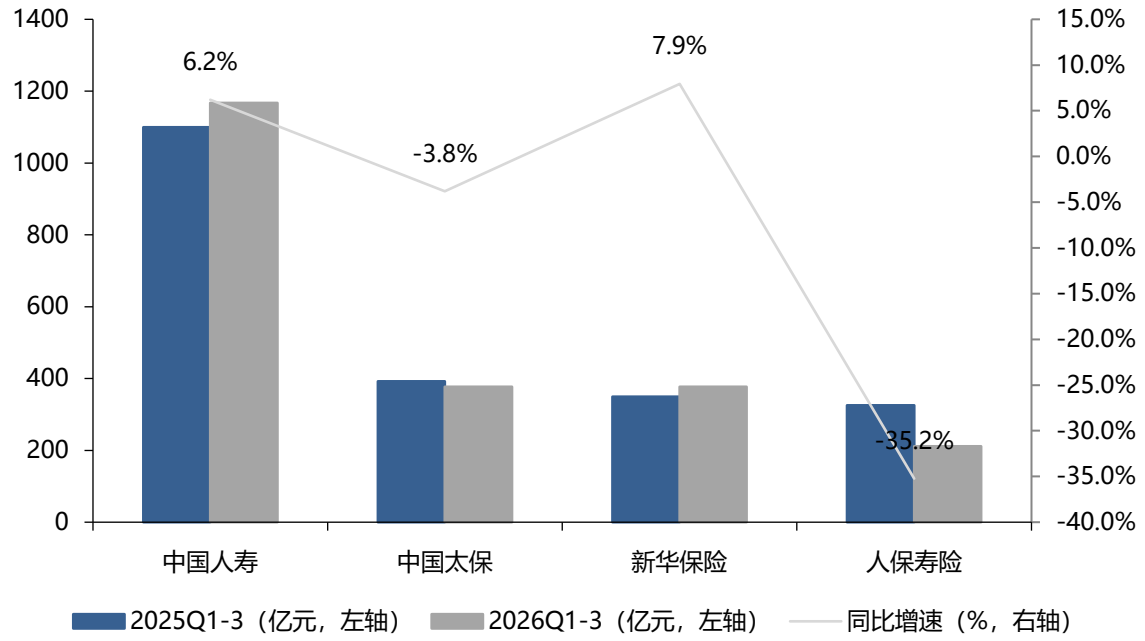
- **2026Q3上市险企新单保费增速短期承压。**上市险企前三季度新单保费同比普遍下滑，其中国寿（-0.5%）和太保（-1.3%）降幅相对较小。从新单保费增速季度变化看，Q1-Q3逐季走弱。Q3单季大部分公司新单增速明显承压，国寿、平安和新华降幅均在30%-55%，主要是由于上年同期高基数与银保65号文等短期因素影响，同时各公司也在主动收缩趸交规模、加大期交业务力度，继续优化业务期限结构；而太保、人保寿分别+2%、+12%，主要是趸交业务增长带动。
- **我们认为，9月以来伴随基数下降，行业保费增速已经迎来拐点向上，当前保险产品预定利率仍高于银行存款利率，对于新单长期增长趋势保持乐观，同时资本市场短期波动背景下投资者风偏下降也有利于保险产品销售。**

图：2026Q3上市保险公司新单保费短期承压



注：平安为用计算NBV的首年保费数据

图：前三季度上市保险公司新单期交保费及增速情况



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

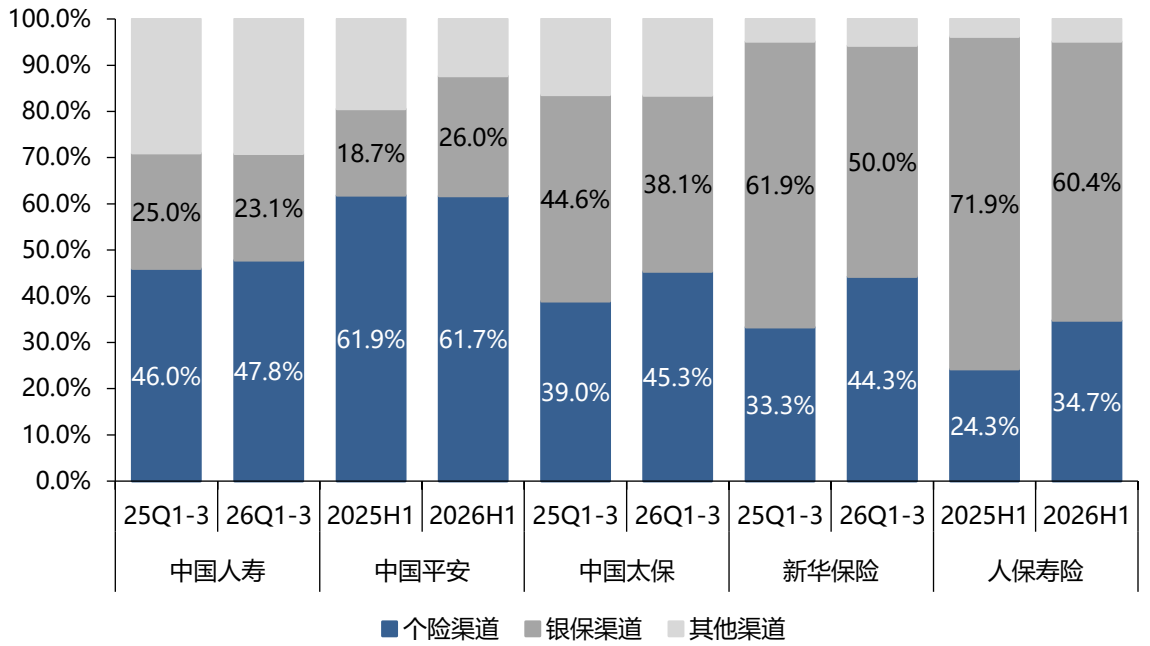
1.4 负债端-个险基本盘稳固，银保业务短期调整但未改长期趋势

- **2026年前三季度上市险企个险新单增速普遍高于银保渠道。**2026年上半年，由于上年同期业务基数较高，以及部分公司业务策略有所调整，上市险企银保渠道新单保费增速表现明显分化。进入Q3以来，受银保渠道进一步强化报行合一要求（65号文）影响，银保新单保费出现短期明显下滑，导致新单贡献中占比同比有所下降。个险渠道业务增长保持稳健，仍然是上市险企的核心基本盘。
- 我们认为，银保渠道增长的长期趋势未变，低利率环境下居民财富再配置需求依然存在，“报行合一”深化将巩固银保业务盈利基础，我们继续看好银保业务的增长动能，并且预计头部公司将继续保持市场竞争优势。

图：上半年上市险企银保渠道新单增速表现分化

百万元	个险渠道			银保渠道		
	2025Q1-3	2026Q1-3	同比	2025Q1-3	2026Q1-3	同比
中国人寿	100253	103716	3.5%	54522	50119	-8.1%
中国太保	33191	38126	14.9%	38004	32050	-15.7%
新华保险	19337	21912	13.3%	35950	24756	-31.1%
	2025H1	2026H1	同比	2025H1	2026H1	同比
中国人寿	73885	86165	16.6%	35873	41661	16.1%
中国平安	75603	92069	21.8%	22875	38722	69.3%
中国太保	22622	29045	28.4%	29038	21531	-25.9%
新华保险	15064	18675	24.0%	24945	19911	-20.2%
人保寿险	10012	10928	9.1%	29674	19007	-35.9%

图：上市险企新单保费渠道结构



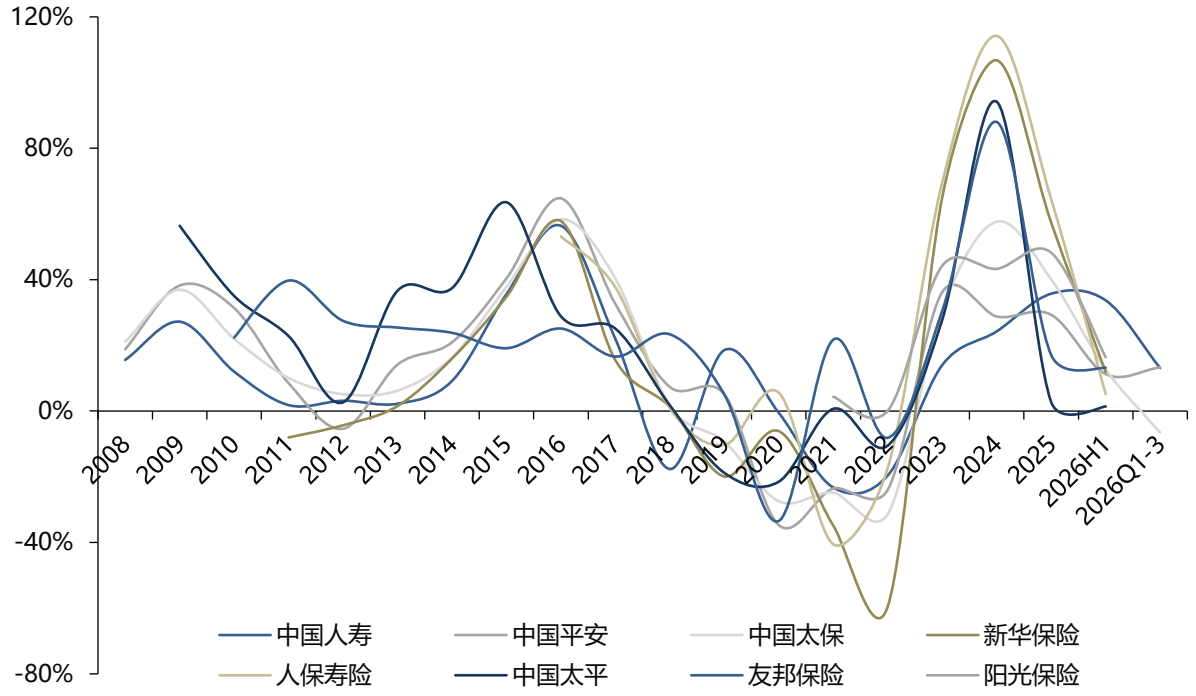
注：平安和人保寿险为2026H1数据，其他公司为前三季度数据。

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

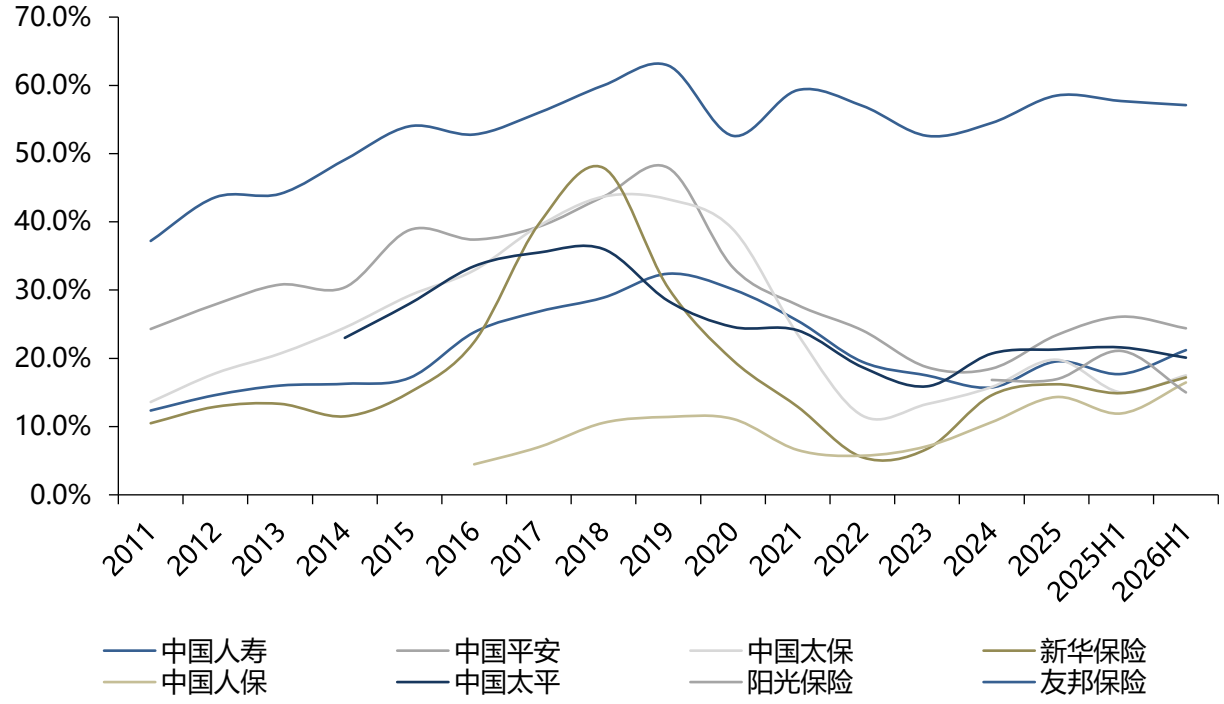
1.4 负债端-上市险企NBV增速回落，预计NBV margin波动主要受产品结构变化影响

- 前三季度上市险企NBV增速较上半年有所回落，增速由高到低：国寿（+13.1%）>新华（正增长）>太保（-6.5%）>平安（-13.3%）。其中平安、太保Q3单季NBV分别同比-54%、-38%，与新单短期承压趋势一致。
- 上半年上市险企NBV margin平均为23.6%，同比提升0.4pct。前三季度中国平安NBV margin同比-1.2pct至24.0%，我们判断主要是分红险占比提升所致。展望2027年，我们预计寿险新业务仍然以分红险为主，产品结构稳定不会对价值率形成压力，叠加各公司逐步推动长期期交业务增长，整体新业务价值率或将保持稳定。

图：2026Q1-3上市险企NBV增速较上半年有所回落



图：上市险企NBV margin历史趋势



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

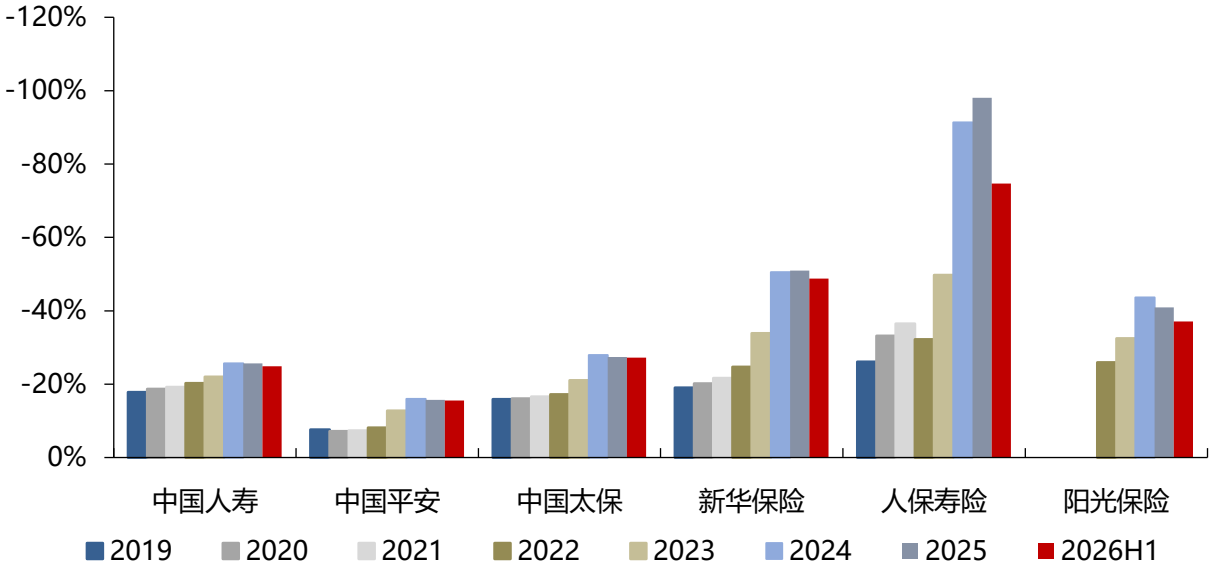
1.4 负债端-VIF和NBV对投资收益率敏感性均下降，负债成本预计持续改善

- **2026H1上市险企VIF和NBV对投资收益率敏感性均有下降。**

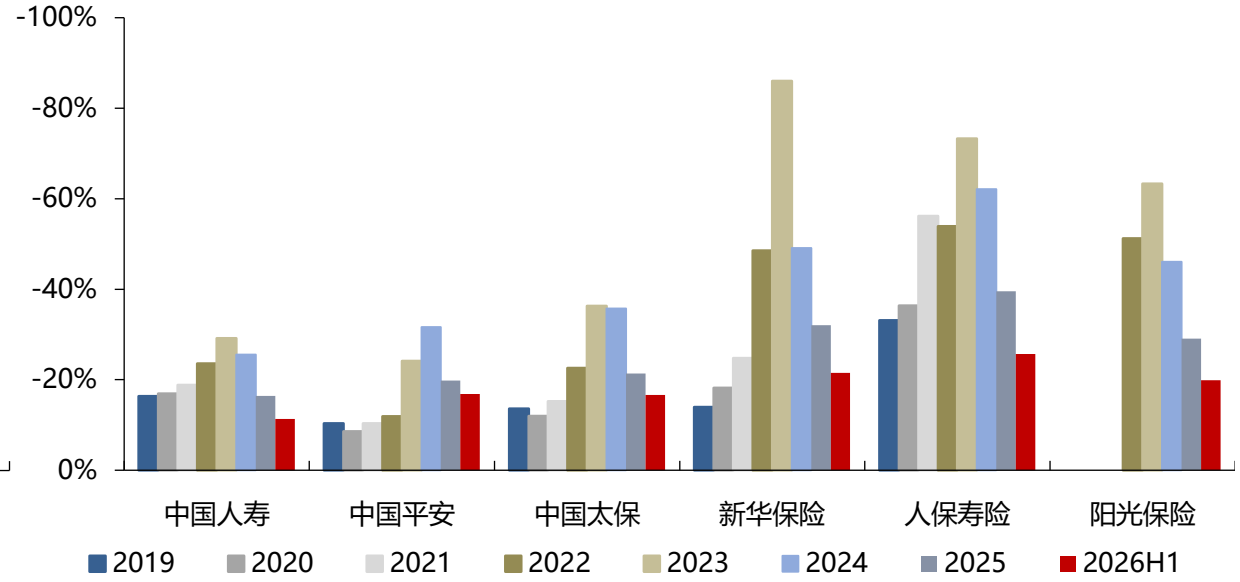
- **在投资回报率下降50bps情景下，2026H1上市险企NBV平均降幅为18.6%，较2025年收窄7.8pct；VIF平均降幅为38.0%，较2025年收窄5.1pct。**其中变化较大的是：①2026H1人保寿险VIF敏感性降幅较2025年大幅收窄23.3pct至75%，但绝对水平仍远高于同业。②人保寿险和新华保险NBV敏感性降幅改善较大，均在10pct以上。

- 我们认为，保险公司NBV和VIF对投资收益假设敏感性均下降，反映出通过持续加强资产负债管理，新增及存量业务负债成本均有所降低，中国人寿Q3财报明确公司新业务负债保证成本及存量业务负债保证成本已实现双下降。

图：上市险企VIF对投资收益率敏感性下降



图：上市险企NBV对投资收益率敏感性继续下降



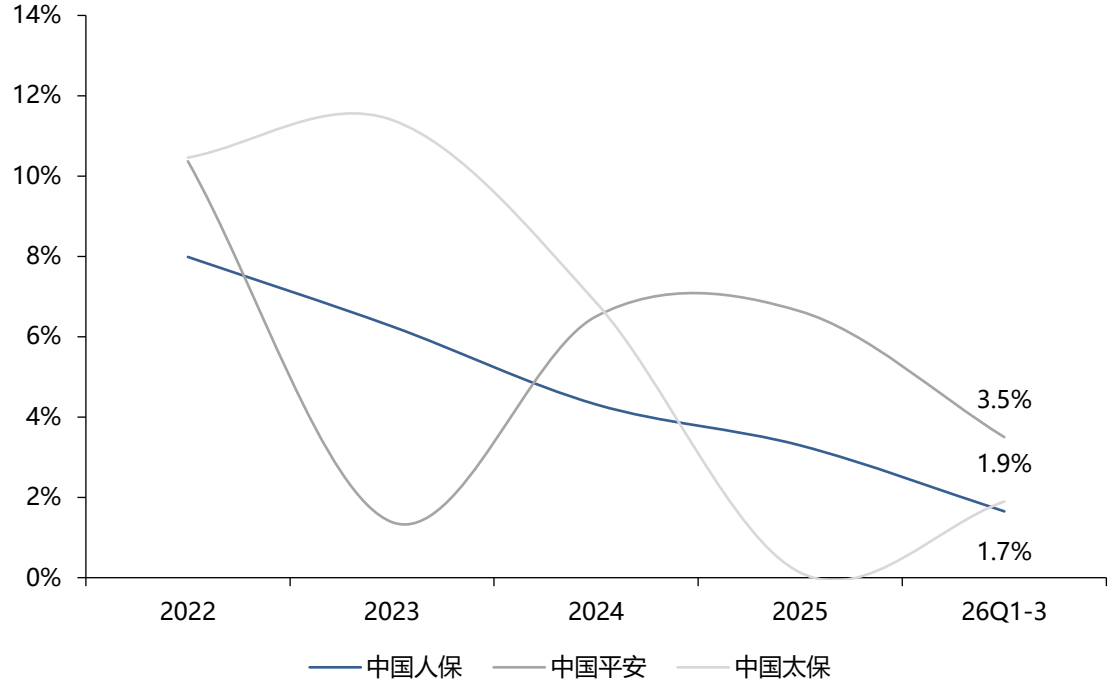
注：1）中国平安2019-2022年为投资收益率和风险贴现率同时-50bps；中国人寿2023年以后为投资收益率-10%（估算分别为-45bps、-40bps）；中国太平2020-2023年为投资收益率和风险贴现率同时-50bps，2024年以后投资回报率和贴现率-10%；其他公司及年份均为投资收益率-50bps。2）中国平安为寿险内含价值，其他公司为有效业务价值。

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

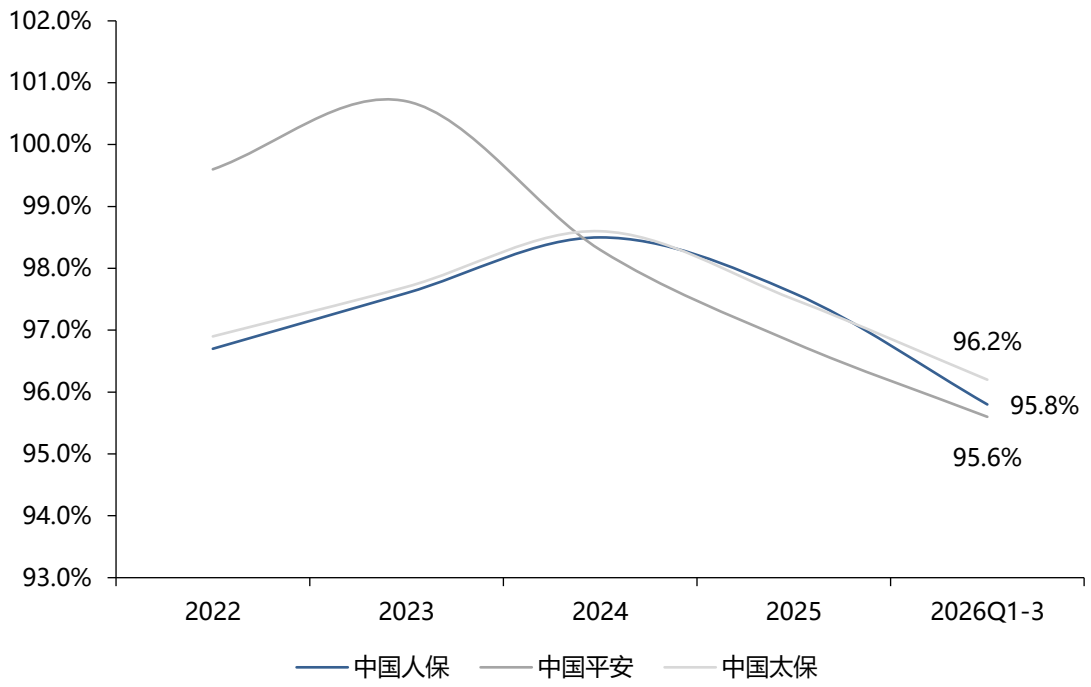
1.5 财险-保费稳健增长，综合成本率保持同比改善趋势

- **前三季度财险保费稳健增长。**人保、平安、太保前三季度产险保费分别同比+1.7%、+3.5%、+1.9%，其中车险保费普遍同比接近持平。①三大险企Q3单季车险保费分别同比+0.1%、持平、-0.2%，较Q2增速继续走弱。②Q3单季非车险保费分别同比+6.8%、+7.8%、+7.2%，人保和平安较Q2增速明显提升。
- **综合成本率同比保持改善趋势。**人保、平安、太保前三季度综合成本率分别为95.8%、95.6%、96.2%，分别同比-0.3pct、-1.4pct、-1.4pct，均在Q3大灾较多情况仍然实现承保盈利，我们预计主要受益于非车险报行合一推进，以及各公司持续降本增效改善费用率水平。

图：三大险企财险保费同比增速走势



图：三大险企财险综合成本率保持改善趋势



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

1.5 财险-非车险综合治理稳步推进，费用分摊引导精细化管理

- **非车险综合治理稳步推进，利好行业实现理性竞争、稳定盈利。**自2025年以来，金监总局正式推动非车险业务综合治理，2026年进一步下发《非车险综合治理行动方案》、《财产保险公司保险产品开发管理规定》、《关于加强财产保险公司费用分摊管理工作的通知》等文件，非车险领域的治理工作正式从此前聚焦“报行合一”“见费出单”的1.0阶段，全面升级为覆盖产品设计、业务经营、数据建设、中介管理、费用分摊、全流程监管的精细化治理2.0阶段。我们认为长期非车险领域高费用、低费率、“内卷式”竞争问题较为明显，通过综合治理的全链条管控，有助于引导财险行业建立规范化、专业化、精细化的业务管理体系，塑造理性竞争格局，保障行业长期稳定盈利。

表：非车险综合治理及费用分摊管理等监管政策梳理

时间	政策	主要内容
2025.10	金监总局《关于加强非车险业务监管有关事 项的通知》	要求保险公司优化考核机制由追求规模、速度向追求质量、效益转变。正式提出非车险业务落地执行“报行合一”，并且提出“见费出单”要求，正式开启非车险综合治理工作。
2026.08	金监总局《非车险综合治理行动方案》	立足非车险业务的多样性、复杂性，明确监管要求的实施路径、治理方向：强化产品源头管理；聚焦非车险风险暴露的主要领域，强化对市场主体的行为监管；规范中介业务行为；明确监管、机构、行业组织各方职责，形成上下联动、横向协同的落实机制。
2026.10	金监总局《财产保险公司保险产品开发管理规定》	明确开发保险产品必须遵循保险利益、损失补偿、诚实信用、射幸合同和风险定价等原则，条款表述应当坚持规范化、标准化，细化明确公司各层级应当承担的产品开发管理责任。对附加险开发管理设置专章予以规范，明确各公司原则上应当使用行业示范条款或者基准纯风险损失率。
2026.11	金监总局《关于加强财产保险公司费用分摊管理工作的通知》 精算师协会《财产保险公司费用分摊指引》	要求保险公司制定费用分摊内部管理办法，明确归集标准、分摊方法以及各部门具体职责等，精算师协会配套下发费用分摊管理的行业指引，对全部财险业务相关的各类费用进行明确分类和提出分摊标准，推动行业费用透明化、精细化管理。

数据来源：金监总局，东吴证券研究所

2. 长期展望：资负管理能力是未来险企经营的胜负手

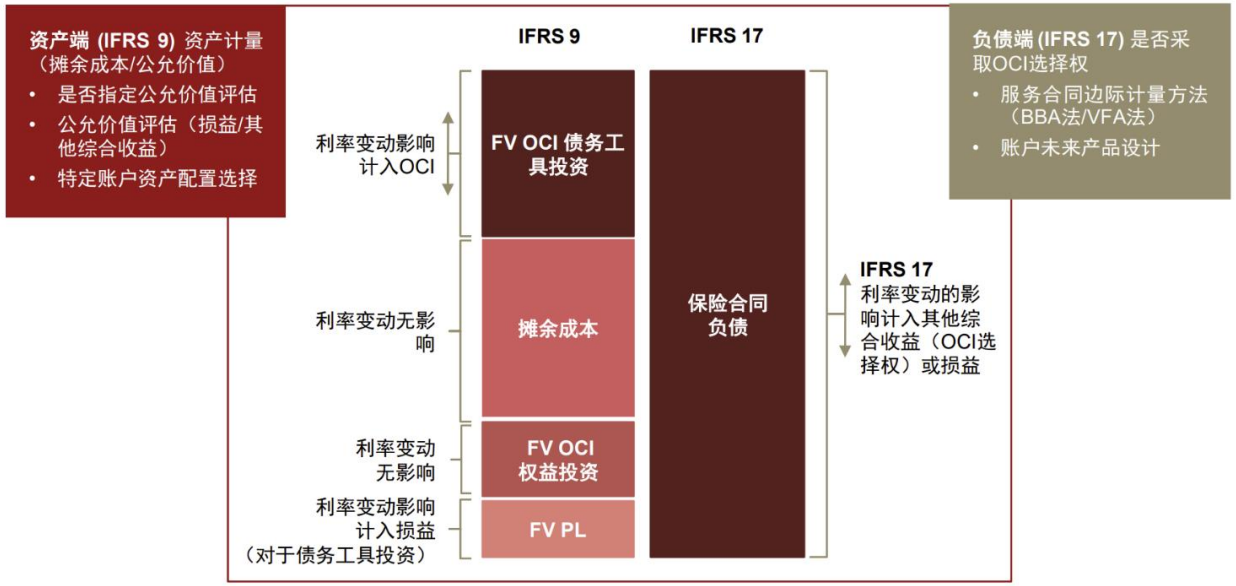
2.1 背景：低利率环境+新会计准则实施，险企经营面临挑战

- **利率中枢不断下行，对险企经营带来了严峻挑战。**近二十年国内长端利率中枢呈下行趋势，2026年11月初十年期国债一度突破1.59%降至历史低点，从长期看随着经济潜在增速下降，未来利率中枢或将继续下行。而伴随利率下行，险企长期投资收益率中枢承压，利差空间收缩甚至可能产生利差损，同时还存在财务净资产面临侵蚀、偿付能力承压等经营挑战。
- **新会计准则的实施对保险公司资产负债匹配提出了更高要求。**2023年上市险企率先执行新会计准则（I17+I19），2026年保险行业全面实施新准则，深刻影响保险公司资产和负债两端的会计计量，对资负匹配的要求更高。特别是在利率风险管理上，负债端准备金计量的折现率基础变为实际利率，险企可采用OCI指定权将准备金波动计入权益，而资产端大部分债券需要分类为FVOCI以对冲准备金波动，FVOCI固收占比、资负久期缺口等因素都会影响最终对冲效果。此外，新准则下股票资产面临FVTPL和FVOCI的抉择，险企需要做好利润表波动和投资收益水平的平衡。

图：近年来长端利率中枢不断下行（%）



图：新会计准则下资产负债匹配的要求更高

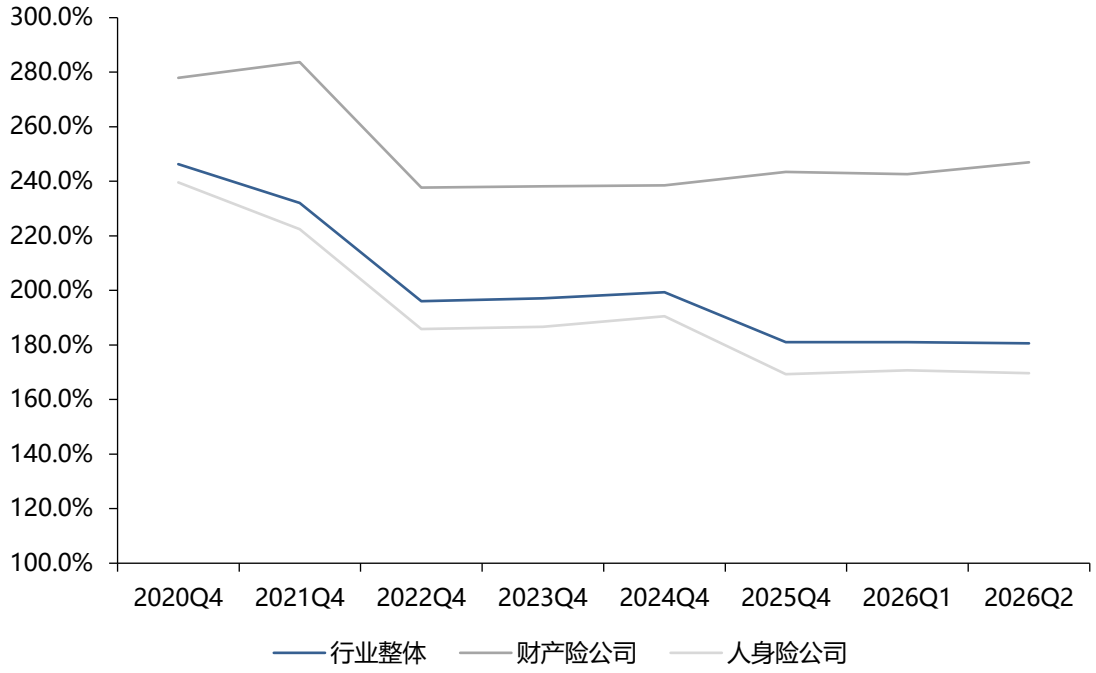


数据来源：wind，普华永道，东吴证券研究所

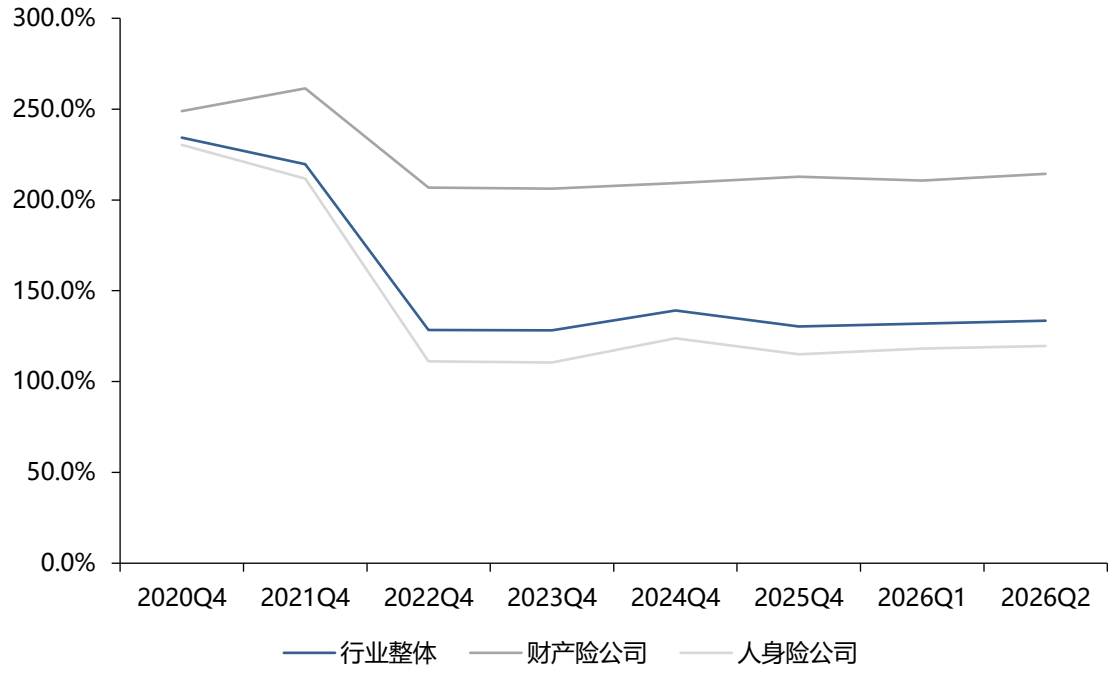
2.1 背景：偿付能力充足率持续承压，资负匹配愈发重要

- **偿二代二期收紧监管标准，行业偿付能力充足率面临压力。**2022年偿二代二期工程实施后，由于对实际资本和最低资本认定标准更加严格，保险公司偿付能力充足率水平普遍有所下降，特别是寿险公司核心资本充足率水平降幅明显，此后伴随险企陆续通过注资、发债等方式补充资本。2025年由于权益持仓提升、国内利率回升等变化，保险公司偿付能力再次下降。截至2026Q2末，人身险公司综合、核心偿付能力充足率分别为170%、120%。目前行业整体偿付能力水平仍然明显高于监管要求，但是大型公司和中小公司差别较大，部分中小公司已经面临比较突出的资本压力，在这一背景下加强资负管理也有助于改善偿付能力承压的问题。

图：保险公司综合偿付能力充足率走势



图：保险公司核心偿付能力充足率走势



数据来源：金监总局，东吴证券研究所

2.1 背景：资负管理新规落地，险企进入资负匹配管理新时代

- **资负管理新规将于2027年初正式实施。**2026年8月，金监总局正式发布《保险公司资产负债管理办法》，对资负管理的治理体系、责任划分、管理程序等进行了全面规范，将于2027年1月1日起正式实施，对于实施后监管指标不达标的保险公司，允许设置三年过渡期。
- **新规明确了监管指标和监测指标两类管理指标**，监管指标（财险3项、寿险4项）为本次新增，以最低标准方式进行限额管理，监测指标（财险3项、寿险7项）则大部分在现行规则中已包含，主要用于风险识别与预警。我们预计目前部分中小公司在利率风险对冲率和净投资收益覆盖率等指标上仍存在一定压力，对于资负两端业务策略可能产生影响。

表：保险公司资产负债管理指标分类

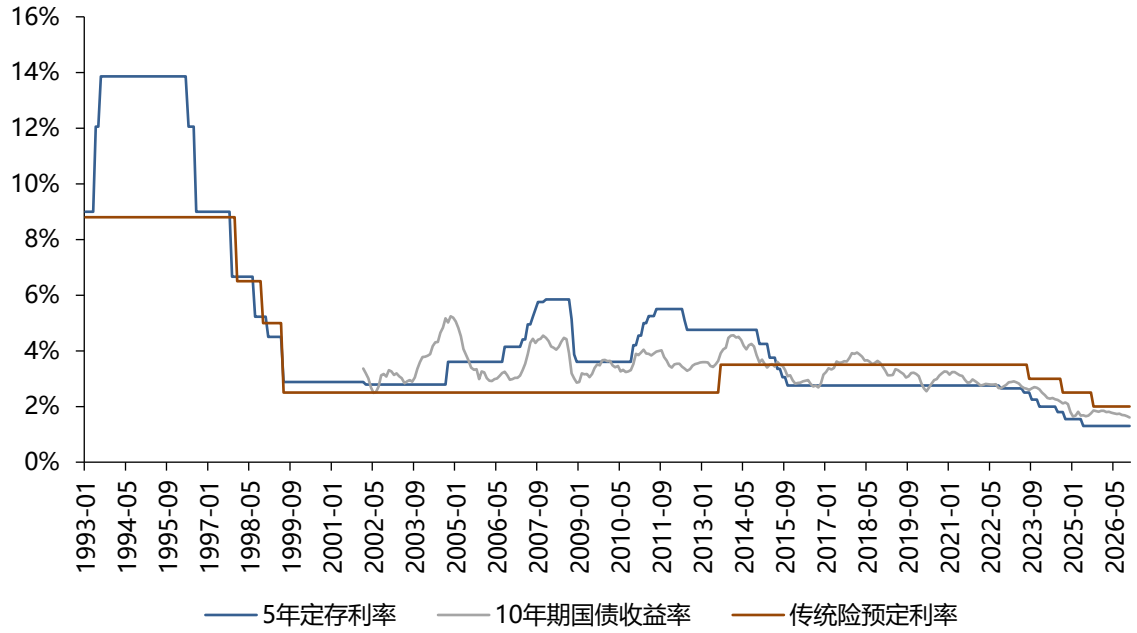
保险公司类型	管理目标	指标名称	指标类型	监管阈值
财险公司	期限结构匹配	**沉淀资金覆盖率**	**监管指标**	**≥100%**
	成本收益匹配	**收入覆盖率(3年周期)**	**监管指标**	**≥100%**
		利差一(综合投资收益率与负债资金成本率差额)	监测指标	-
		利差二(净投资收益率与负债资金成本率差额)	监测指标	-
		宏观经济压力情景下利差一	监测指标	-
		保险业务压力情景下利差一	监测指标	-
	流动性匹配	**流动性覆盖率**	**监管指标**	**≥100%**
寿险公司	期限结构匹配	**利率风险对冲率**	**监管指标**	**50%-150%**
		有效久期缺口	监测指标	-
		基点价值变动率	监测指标	-
	成本收益匹配	**综合投资收益覆盖率(5年周期)**	**监管指标**	**≥100%**
		净投资收益覆盖率(3年周期)	**监管指标**	**≥100%**
		利差三(会计投资收益率与负债保证成本率差额)	监测指标	-
		利差四 (新增固定收益类资产到期收益率与新业务负债最低要求回报率差额)	监测指标	-
		宏观经济压力情景下会计投资收益率与负债资金成本率差额	监测指标	-
		利率上行压力情景下会计投资收益率与负债资金成本率差额	监测指标	-
		利率下行压力情景下固收资产到期投资收益率与负债保证成本率差额	监测指标	-
	流动性匹配	**流动性覆盖率**	**监管指标**	**≥100%**
		流动性匹配率	监测指标	-

数据来源：金监总局，东吴证券研究所

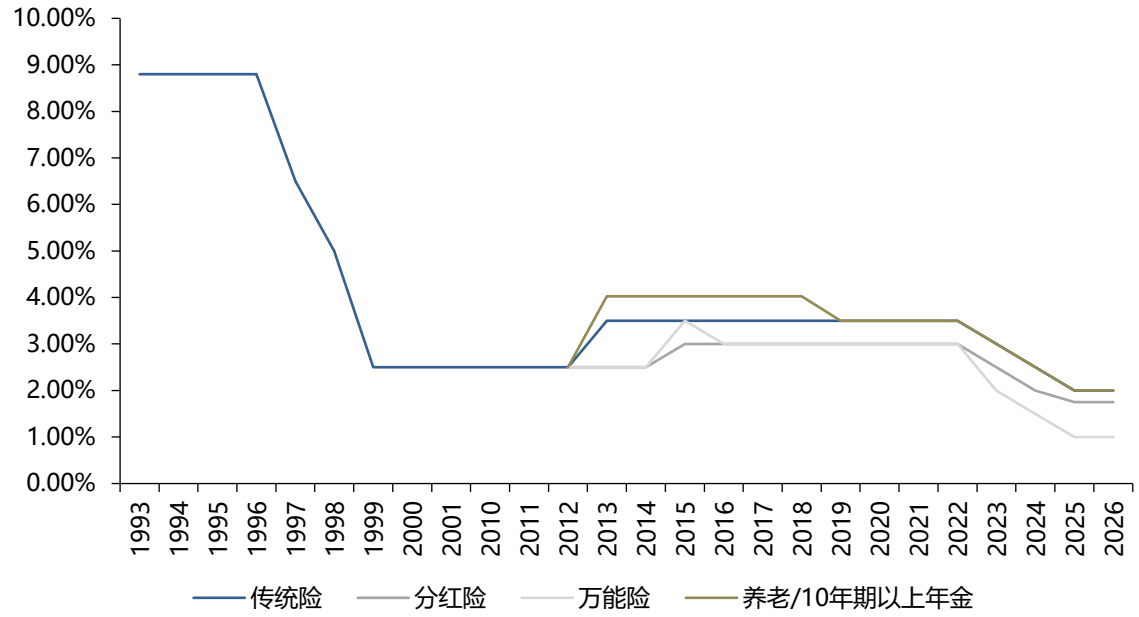
2.2 趋势：①负债端：预定利率动态调整仍是优化负债成本的基础

- **预定利率连续三年下调，降低新增业务负债成本。**为缓解保险公司利差损压力，金监总局于2023-2025年连续三次下调预定利率，并且在2025年建立了与宏观利率挂钩的预定利率动态调整机制，目前传统险预定利率上限已经降至2.0%，叠加2023年底以来持续推动的报行合一严格规范费用投放，新增业务的负债成本已经出现明显下降。
- **2026年预定利率暂未调整，未来主要关注长端利率走势。**2026年中保协发布的前三个季度预定利率研究值分别为1.93%、1.94%和1.9%，均未触发预定利率调整要求。我们认为，预定利率动态调整是目前优化负债成本的关键制度基础，从当前预定利率研究值的计算规则来看，未来主要关注10年期国债收益率指标的走势，若长端利率超预期下行则可能再次触发调整。

图：传统险预定利率与宏观利率走势对比



图：不同保险产品预定利率上限对比

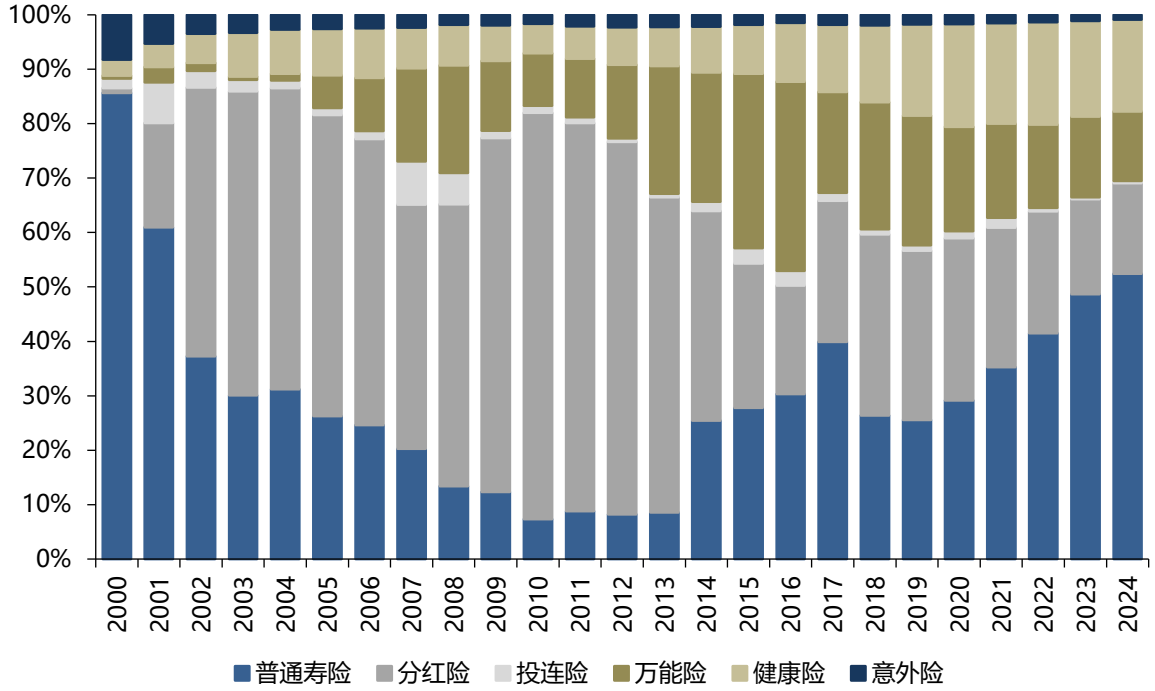


数据来源：wind，金监总局，东吴证券研究所

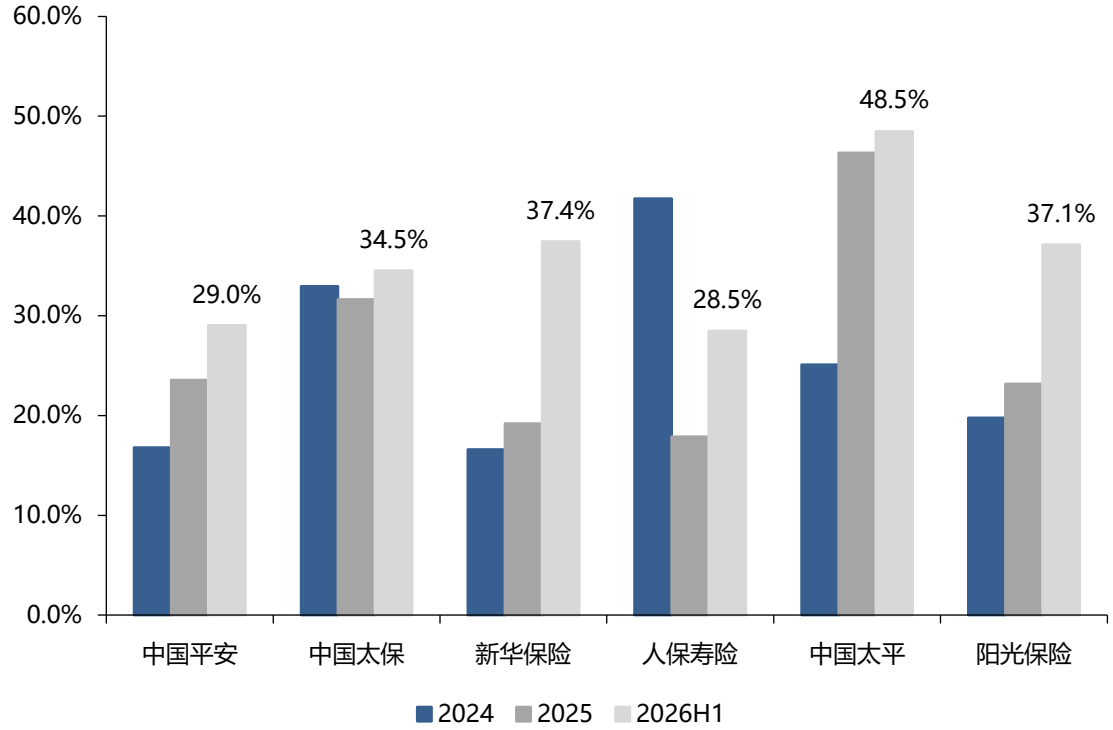
2.2 趋势：②负债端：预计分红险将继续作为新业务核心

- **行业将继续优化产品负债结构，进一步推动浮动收益型产品转型以降低刚性成本。**在2025年预定利率非对称下调后，传统/分红/万能险预定利率分别为2.0%/1.75%/1.0%，浮动收益型产品的保证收益相对更低，对于长期投资收益压力也较小。
- **从新单保费结构看，分红险产品已经成为新业务主力，占比普遍在9成左右。**上半年保险行业分红险保费突破1万亿元，同比增长94.4%，占比达35.2%，为2015年以来的高点。从上市公司数据来看，新单保费中分红险占比普遍在9成左右：中国平安（新业务超9成）、中国太保（新单期缴占比89%）、新华保险（长险首年保费占比90%）、太平（长险首年保费占比98%）。

图：2000-2024年人身险保费收入分险种结构变化



图：2026H1上市险企分红险总保费占比显著提升



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

2.2 趋势：②负债端：预计分红险将继续作为新业务核心

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

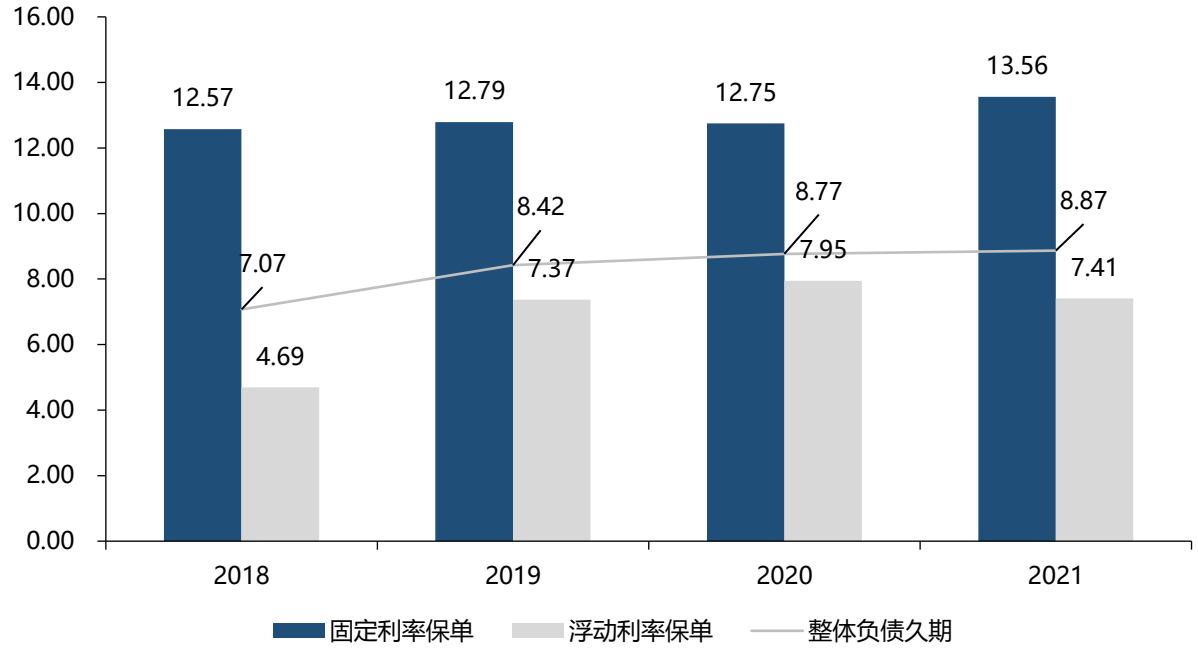
➢ **分红险的另一优势是有助于改善资负久期缺口。**

- 当前资负管理新规对久期匹配的监管要求以有效久期为核心，有效久期是在修正久期的基础上，考虑保险公司部分资产的含权因素、分红利率和万能结算利率的可调节因素等对预期现金流的影响，更为准确地衡量保险公司资产和负债对利率变化的敏感度。
- 分红险、万能险等浮动收益业务的负债有效久期显著短于传统险，参考海外险企数据，韩国三星人寿2021年浮动利率保单负债久期仅7.4年，显著低于固定利率保单的13.6年。因此，在资产久期稳定的情况下，也通过增加短期业务供给、提升分红险、万能险等业务占比等举措，逐步降低负债久期，从而缩短久期缺口。

表：修正久期与有效久期指标的差异

指标	修正久期	有效久期
作用	衡量债券价格对利率变化的敏感度	
现金流假设	假设现金流安排固定，不受利率变动影响，即债券价格与利率变动是线性关系	考虑了可变利率或者包含嵌入期权的结构设计，假设现金流可能因隐含期权触发而调整（如提前赎回、回售等），即考虑了债券价格与利率变动的非线性关系。
适用范围	无期权债券	期权债券，现金流不稳定资产

图：韩国三星人寿保单负债久期（年）



数据来源：韩国三星人寿官网，东吴证券研究所

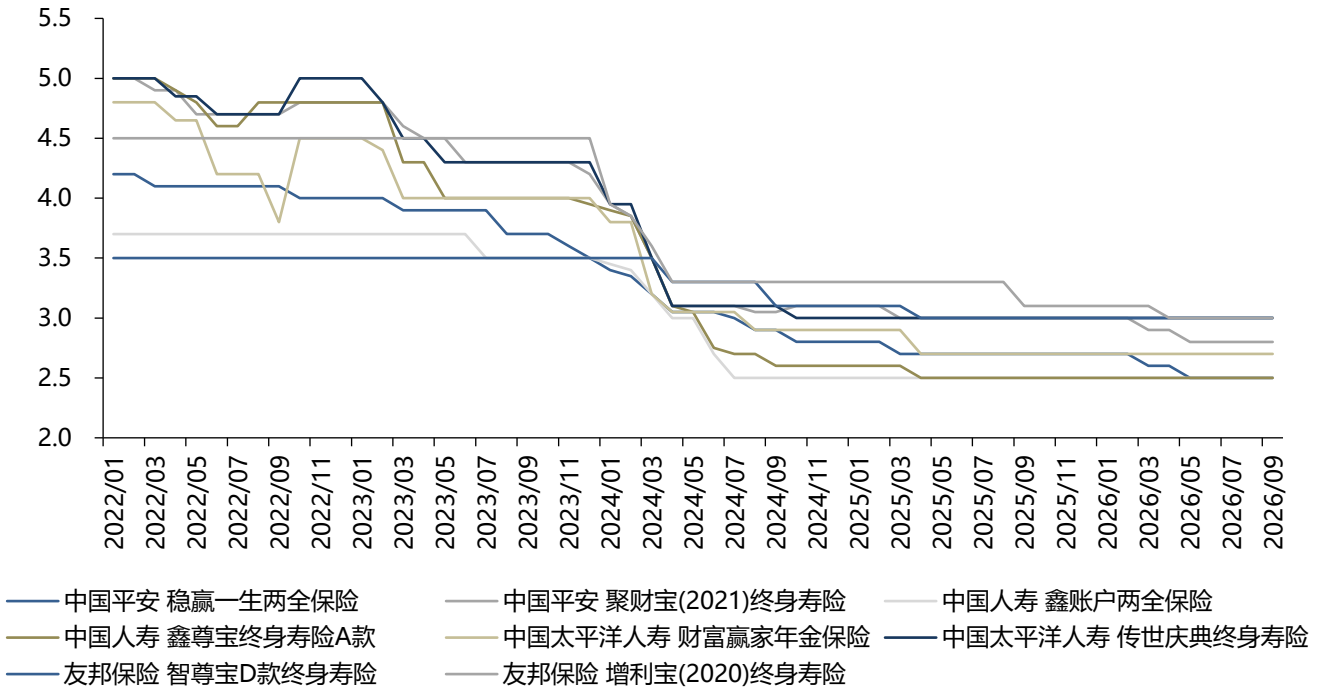
2.2 趋势：③负债端：通过监管指导与公司自律有效控制综合成本

- **对分红和万能险实际结算水平进行上限指导。**预定利率调整只能影响新业务成本，而存量业务才是利差压力的关键。2023年以来监管通过窗口指导方式对分红险和万能险的直接结算水平进行限高，2024-2025年度保险行业分红水平上限保持在3.2%左右，以防范行业“内卷式分红”倾向，降低存量业务的成本压力。
- **头部公司主要万能账户实际结算利率逐步下降。**自2022年以来头部公司典型万能账户结算利率逐步下调，目前已经从此前4%-5%的结算水平下调至3.0%左右，部分账户已经低于3%，通过主动调整实现存量业务负债成本优化。

表：2025年6月《关于分红险分红水平监管意见的函》的要求

存在下列情形之一的，应当充分论证拟分红水平的必要性、合理性和可持续性，提交资产负债管理委员会审定后实施	(一)拟分红水平对应的投资收益率，超过公司分红保险账户过去3年平均财务投资收益率和综合投资收益率的较低者的；
	(二)分红保险账户特别储备为负值，或者当期分红实施后分红保险账户特别储备将为负值的；
	(三)设立时间不足三年的分红保险账户，拟分红水平(即客户收益率，含预定利率和浮动收益率，下同)超过人身保险业过去3年平均财务收益率(3.2%)的；
	(四)公司监管评级为1-3级，且分红保险账户拟分红水平超过人身保险业过去3年平均财务收益率(3.2%)的；
	(五)公司监管评级为4-5级，且分红保险账户拟分红水平超过产品预定利率的；
	(六)公司产品、精算、投资、财务等资产负债管理职能部门认为需要提交审议的其他情形。

图：上市险企典型万能账户结算利率走势（%）



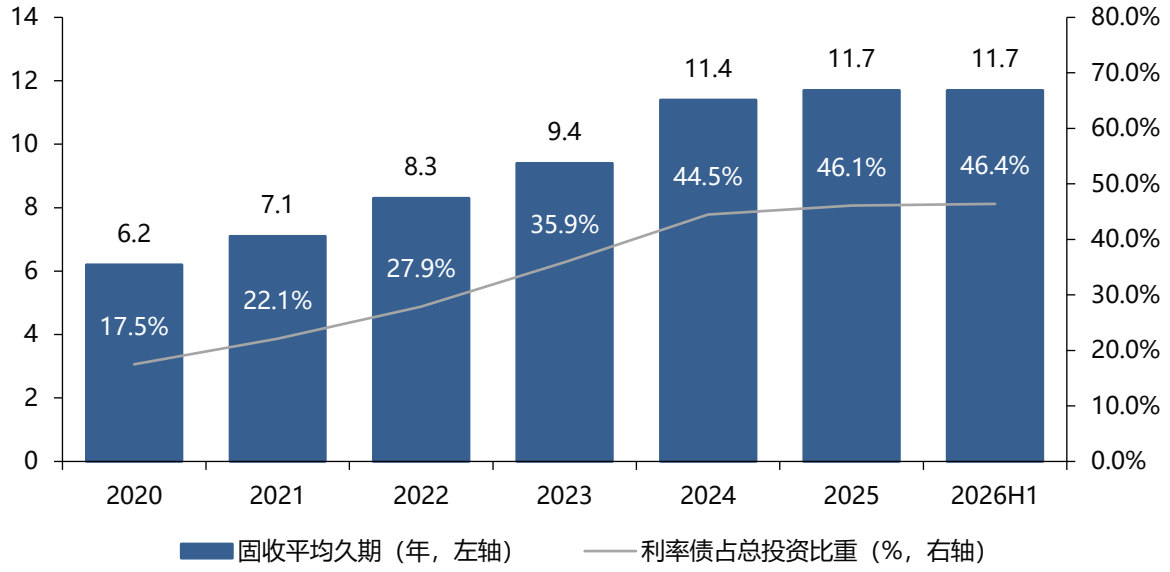
数据来源：金监总局，各公司官网，东吴证券研究所

2.2 趋势：④资产端：长久期利率债仍是配置端最核心资产

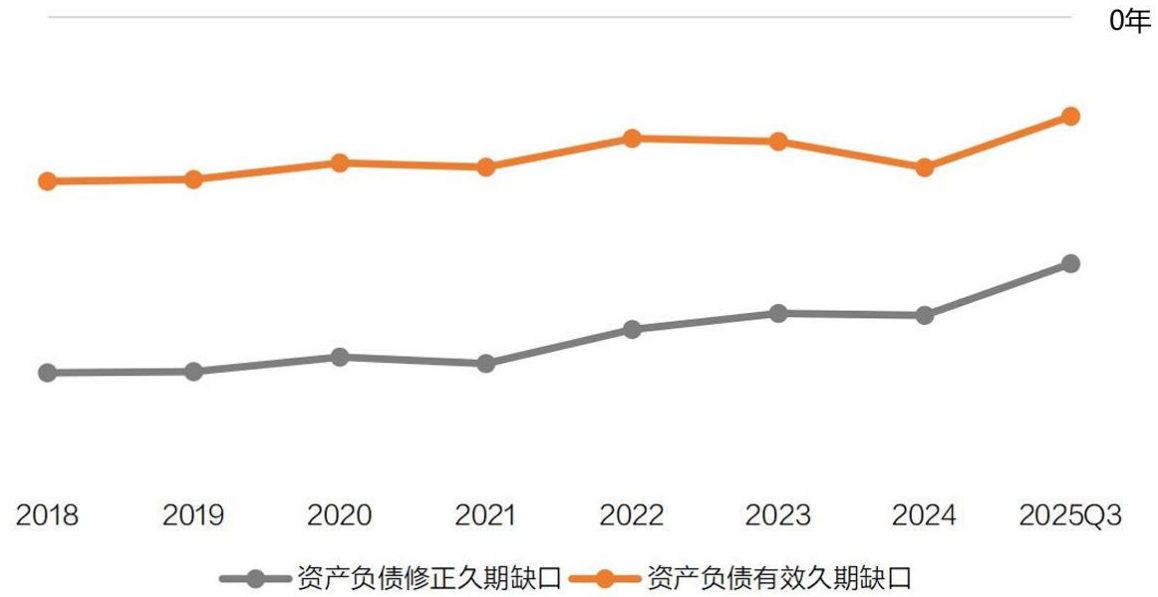
- **在利率波动下行的背景下，资负期限匹配是管理利率风险、提升报表稳定性的关键一环。1）应对利率下行期的再配置风险。**由于国内寿险行业普遍存在资产久期短于负债久期的问题，在利率下行过程中到期资产的再配置收益率下降，难以满足存量业务成本要求。**2）应对新会计准则下利率下行对净资产的冲击。**新准则下负债端准备金计量的折现率基础变为实际市场利率，资产端债券绝大部分分类为FVOCI，以对冲准备金波动的影响。而在利率下行期，资负久期缺口越大，负债端对利率敏感性就越高于资产端，净资产受到的冲击也就越显著。

- **过去几年的利率下行期，上市险企普遍积极配置长久期利率债以拉长资产久期、缩短久期缺口。**以太保为例，2026H1末公司资产久期已达到11.7年，较2020年接近翻倍。但在2025年利率企稳后，增配长久期利率债的节奏也在放缓，2026H1久期较2025年基本持平。**我们认为，目前头部公司继续拉长资产久期的诉求已经减弱，但长久期利率债仍然是资产端核心的配置方向。**

图：中国太保近年来持续拉长资产久期



图：中国太保资产负债久期缺口持续收窄（年）

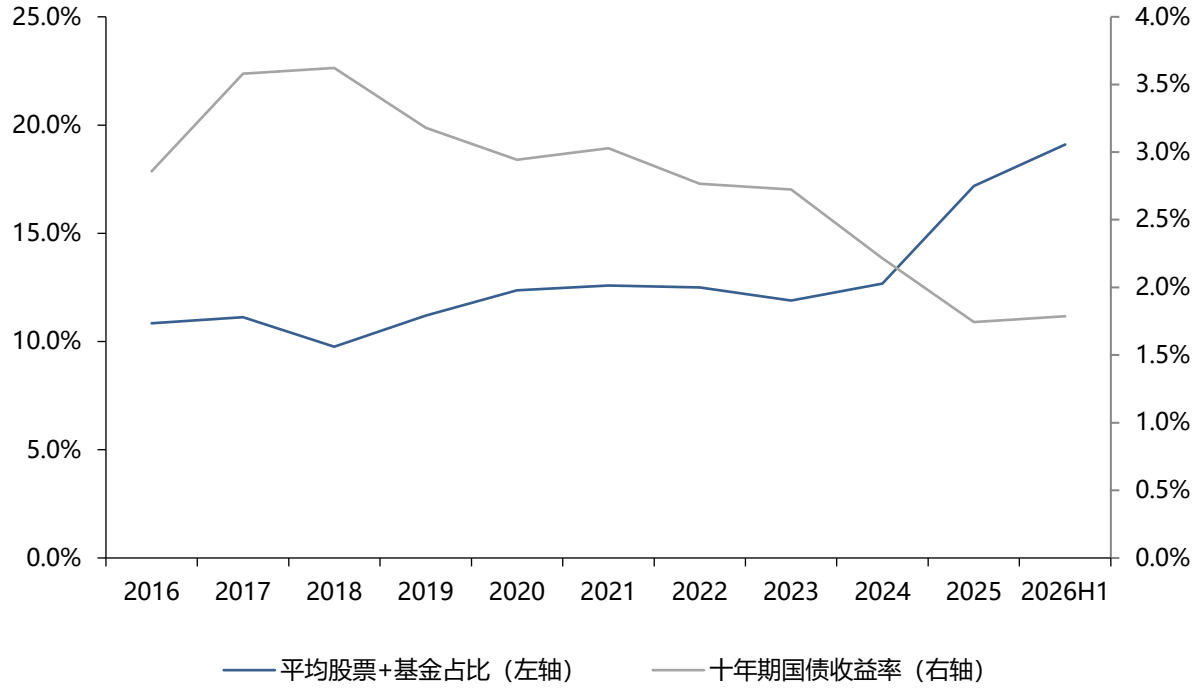


数据来源：中国太保财报、2025年资本市场开放日材料，东吴证券研究所

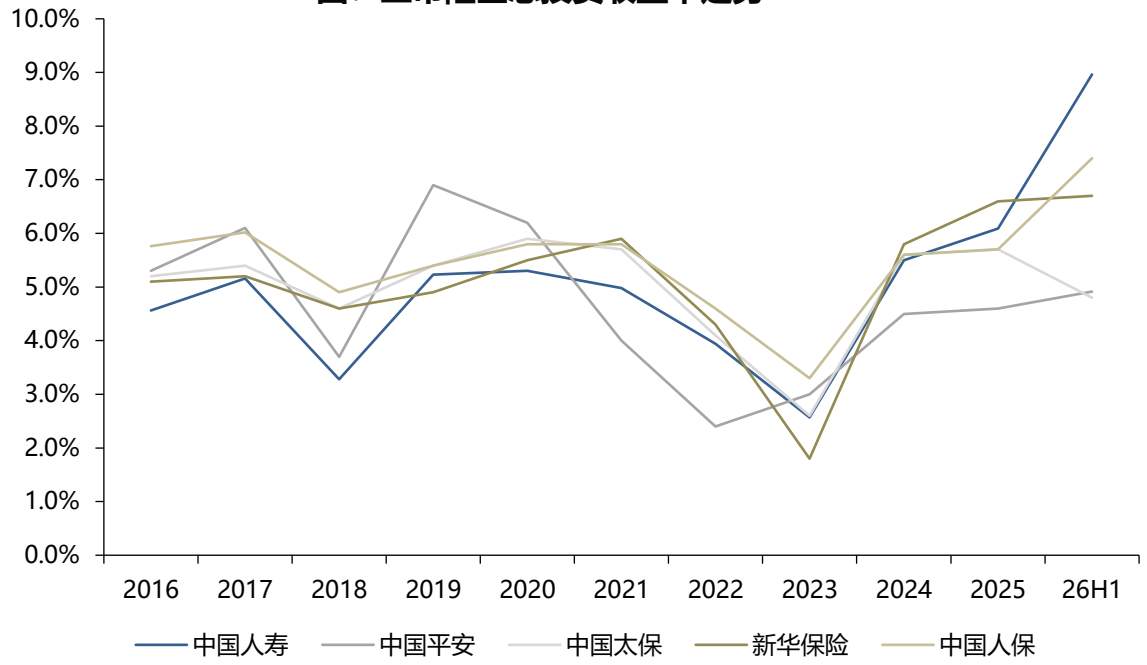
2.2 趋势：⑤资产端：适度提升公开市场权益配置中枢

- **提升权益配置比例，扩大长期投资收益空间。**随着低利率环境预期和资产荒程度加深，保险公司积极寻求非利率敏感性资产配置机会。2024-2025年股市显著回暖，叠加监管推出多项政策引导长期资金入市，上市险企开始显著提升权益投资比例，在两年牛市中大幅提升了投资收益率水平， 2026年Q2末股票+基金占比已处于近十年最高值。从长期来看，虽然权益投资的波动相对较大，但是长期投资回报仍然较高，在保证刚性成本可覆盖的前提下，增配权益投资是扩大长期投资收益空间的重要突破口之一。
- **负债结构变化也将为权益配置上限打开空间。**目前国内险企分红账户的公开市场权益比例略高于传统账户，主要是由于分红险产品具有更明显的收益竞争性，因此投资风险偏好相对更高。随着分红险在新增保费中占比提升，权益投资配置比例中枢也将缓慢逐步上移。

图：2024年以来上市险企平均权益投资占比明显提升



图：上市险企总投资收益率走势



数据来源：金监总局，上市险企财报，东吴证券研究所

2.2 趋势：⑤资产端：适度提升公开市场权益配置中枢

表：近年来上市险企股票+权益基金投资规模与占比情况

单位：亿元		规模				占比			
		股票	权益基金	总投资资产	股票+股基较年初增速	股票	权益基金	合计	股票+股基较年初变动
中国人寿	2025	8353	4218	74237		11.3%	5.7%	16.9%	
	2026H1	**10378**	**4844**	**79461**	**21.1%**	**13.1%**	**6.1%**	**19.2%**	**+2.2pct**
中国平安	2025	9581	2835	64900		14.8%	4.4%	19.1%	
	2026H1	**9639**	**3180**	**66110**	**3.2%**	**14.6%**	**4.8%**	**19.4%**	**+0.3pct**
中国太保	2025	3377	711	30400		11.1%	2.3%	13.43%	
	2026H1	**3713**	**710**	**31730**	**8.2%**	**11.7%**	**2.2%**	**13.9%**	**+0.5pct**
新华保险	2025	2165	1726	18412		11.8%	9.4%	21.1%	
	2026H1	**2501**	**2357**	**19019**	**24.9%**	**13.2%**	**12.4%**	**25.5%**	**+4.4pct**
中国人保	2025	1662	873	19016		8.7%	4.6%	13.3%	
	2026H1	**1946**	**1141**	**19977**	**21.8%**	**9.7%**	**5.7%**	**15.5%**	**+2.1pct**
中国太平	2025	2124	771	17431		12.2%	4.4%	16.6%	
	2026H1	**2364**	**1144**	**19415**	**21.2%**	**12.2%**	**5.9%**	**18.1%**	**+1.5pct**
阳光保险	2025	875	74	6402		13.7%	1.2%	14.8%	
	2026H1	**805**	**76**	**6678**	**-7.2%**	**12.1%**	**1.1%**	**13.2%**	**-1.6pct**

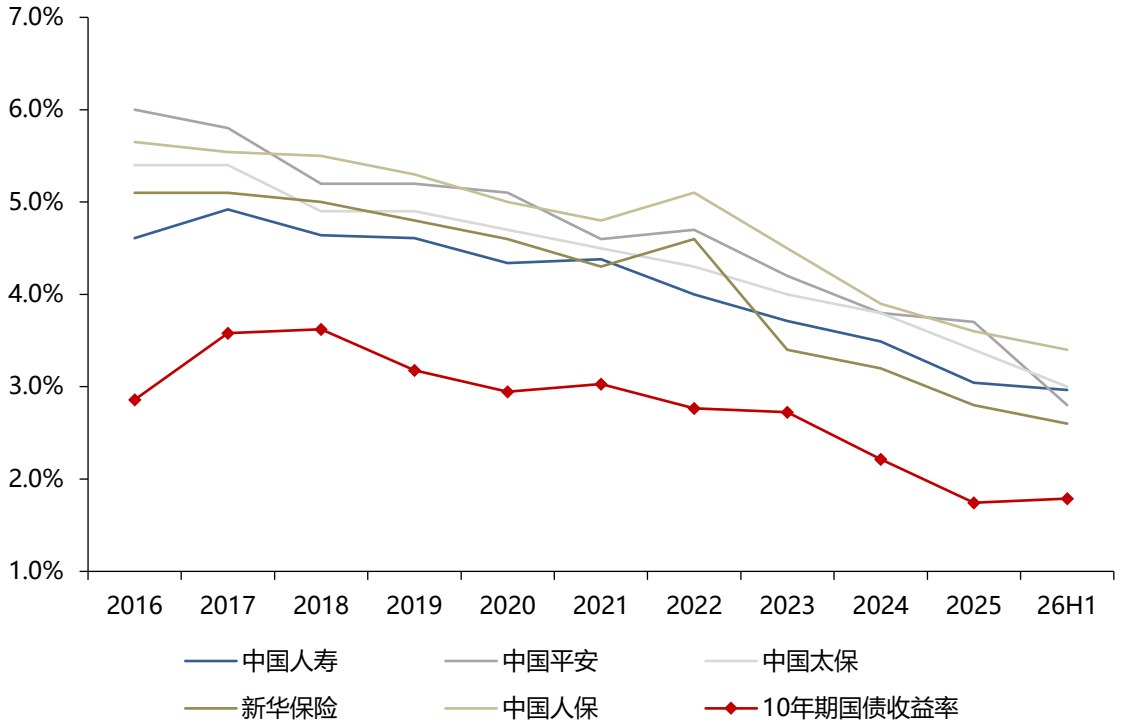
注：中国人寿、新华保险和中国人保未单独披露权益型基金规模，采用基金整体数据。

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

2.2 趋势：⑥资产端：优质高股息资产的配置价值凸显

- **通过配置优质高股息资产，可以一定程度上稳定净投资收益率。**在持续低利率环境下，仅通过固收资产配置已经不足以完全匹配刚性负债成本，因此“以股息换利息”的配置策略得到保险公司的普遍认可。在过去几年中，上市险企显著提升高股息资产配置积极性，在提升利润表稳定性的同时，通过稳定的股息贡献在一定程度上弥补利息收入下滑的影响。从整体而言，目前险企净投资收益仍然以利息收入为绝对主力，各类调整举措只是在延缓净投资收益率的下行节奏，还难以从根本上扭转下行趋势，但优质高股息资产已经成为当前险资配置策略中具有理论共识和实践成效的关键品类。

图：上市险企净投资收益率伴随利率下行而下降



图：2025年上市险企净投资收益率结构拆解

	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	中国人保
利息收入	2.4%	2.6%	2.3%	2.1%	2.3%
分红和股息收入	0.5%	1.8%	1.0%	0.9%	0.5%
OCI股票占比	*28%*	*57%*	*37%*	*18%*	*42%*
长股投收益	0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.9%
其他	0.0%	-0.8%	-0.1%	-0.2%	-0.1%
净投资收益率	**3.0%**	**3.5%**	**3.2%**	**3.0%**	**3.6%**

注：上表净投资收益率采用对齐口径，主要是将平均投资资产定义为期初期末余额的均值，因此部分数据与披露值不同；中国平安数据采用合并报表口径近似计算，可能与保险资金投资组合口径存在差异。

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

2.2 趋势：⑥资产端：优质高股息资产的配置价值凸显

➢ **过去几年中上市险企整体持续增配FVOCI股票，预计未来仍有提升空间。**

■ 从配置规模看，除阳光外，2026H1末上市险企配置FVOCI股票规模较年初普遍继续增长。其中国寿较年初大增68.9%，增速最高。

■ 从占比看，2026H1平安和阳光FVOCI占比仍保持在60-70%的领先水平，新华保险最低为20.7%。2026H1上市险企加权平均占比约46%，较年初提升5.5pct，其中国寿、平安和太平分别较年初提升10.0pct、9.3pct和8.4pct，我们预计各公司Q3末占比进一步提升。

表：2026H1上市险企整体继续增加FVOCI股票投资

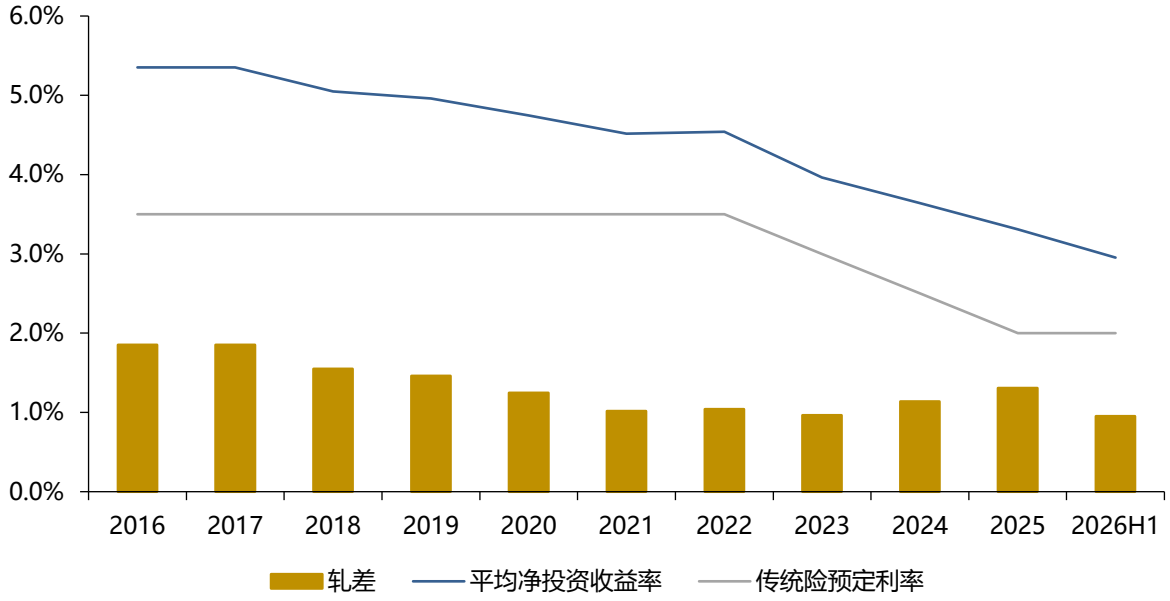
单位：亿元		规模				占比		
		股票合计	FVTPL	FVOCI	FVOCI 较年初增速	FVTPL	FVOCI	FVOCI 较年初变动
中国人寿	2024	5011	4409	602		88.0%	12.0%	
	2025	8353	6029	2324	286.4%	72.2%	27.8%	15.8pct
	2026H1	**10378**	**6451**	**3927**	**68.9%**	**62.2%**	**37.8%**	**10.0pct**
中国平安	2024	4374	1742	2632		39.8%	60.2%	
	2025	9581	4168	5413	105.7%	43.5%	56.5%	-3.7pct
	2026H1	**9639**	**3301**	**6338**	**17.1%**	**34.2%**	**65.8%**	**9.3pct**
中国太保	2024	2551	1790	761		70.2%	29.8%	
	2025	3377	2128	1248	64.2%	63.0%	37.0%	7.2pct
	2026H1	**3713**	**2425**	**1288**	**3.1%**	**65.3%**	**34.7%**	**-2.3pct**
新华保险	2024	1808	1502	306		83.1%	16.9%	
	2025	2165	1779	385	25.8%	82.2%	17.8%	0.9pct
	2026H1	**2501**	**1983**	**518**	**34.4%**	**79.3%**	**20.7%**	**2.9pct**
中国人保	2024	602	329	273		54.6%	45.4%	
	2025	1662	957	705	158.1%	57.6%	42.4%	-2.9pct
	2026H1	**1946**	**1106**	**840**	**19.0%**	**56.9%**	**43.1%**	**0.7 pct**
中国太平	2024	1302	826	476		63.4%	36.6%	
	2025	2124	1382	742	55.7%	65.1%	34.9%	-1.7pct
	2026H1	**2364**	**1340**	**1024**	**38.1%**	**56.7%**	**43.3%**	**8.4pct**
阳光保险	2024	676	210	466		31.0%	69.0%	
	2025	875	280	596	27.7%	31.9%	68.1%	-0.9pct
	2026H1	**805**	**281**	**524**	**-12.1%**	**34.9%**	**65.1%**	**-3.0pct**

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

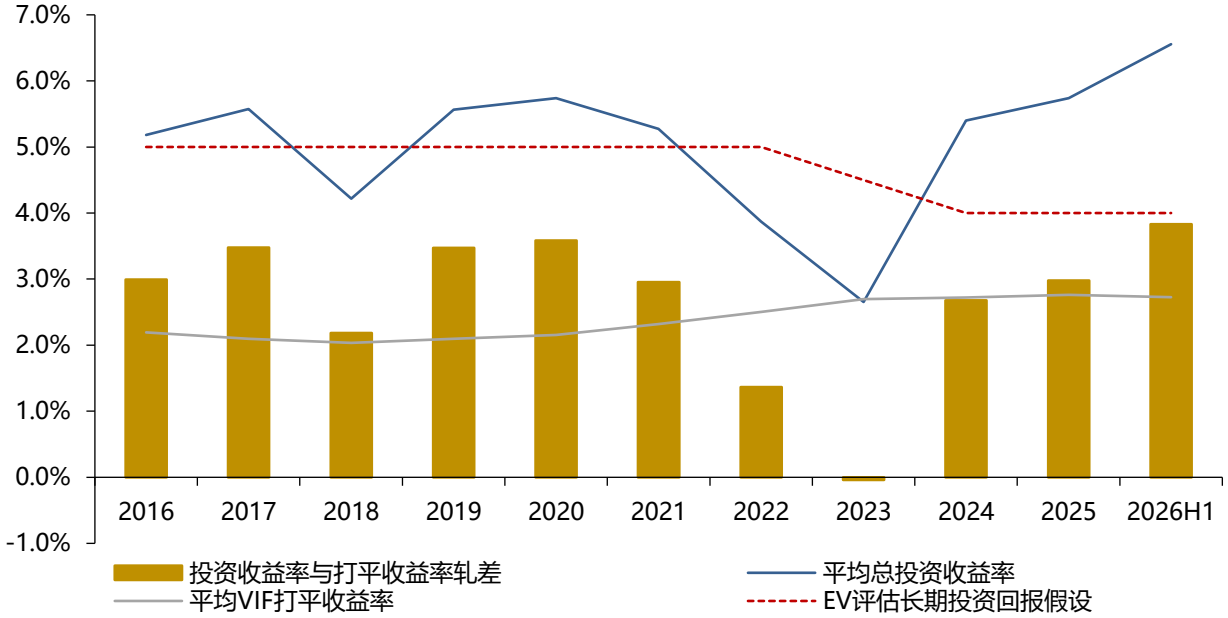
2.3 目前上市险企成本收益匹配效果已经得到改善

- **随着预定利率下调、宏观利率企稳和资产结构调整，当前净投资收益率与预定利率的轧差空间逐步稳定。**从上市公司数据来看，2023-2025年平均净投资收益率虽然仍然下降，但是预定利率降幅更大，因此二者之间的轧差逐步稳定，在刚性成本维度上的利差压力正在逐步缓解。
- **2024-2025年投资收益率显著提升，形成高于VIF打平收益率的安全垫。**由于上市险企未统一披露综合投资收益率，且披露数据口径差异较大，我们采用总投资收益率作为替代。可以看到，在2022-2023年由于利率下行叠加股市走弱，导致投资收益率下降，2023年出现近十年来首次低于VIF打平收益率的情况。但在2024年起股市大幅回暖，同时上市险企大力加仓权益投资，总投资收益率提升至5%以上，较VIF打平收益率的轧差恢复至正常区间。2026年下半年以来，国内股市出现明显回调，我们认为上市险企当期总投资收益率下降主要为短期情况，长期回报水平仍然可观，同时存量负债成本逐步改善，未来综合负债成本维度上的收益匹配压力或将逐步减轻。

图：2024年以来上市险企平均净投资收益率与预定利率轧差稳定



图：2024-2025年上市险企总投资收益率与VIF打平收益率轧差恢复正常



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

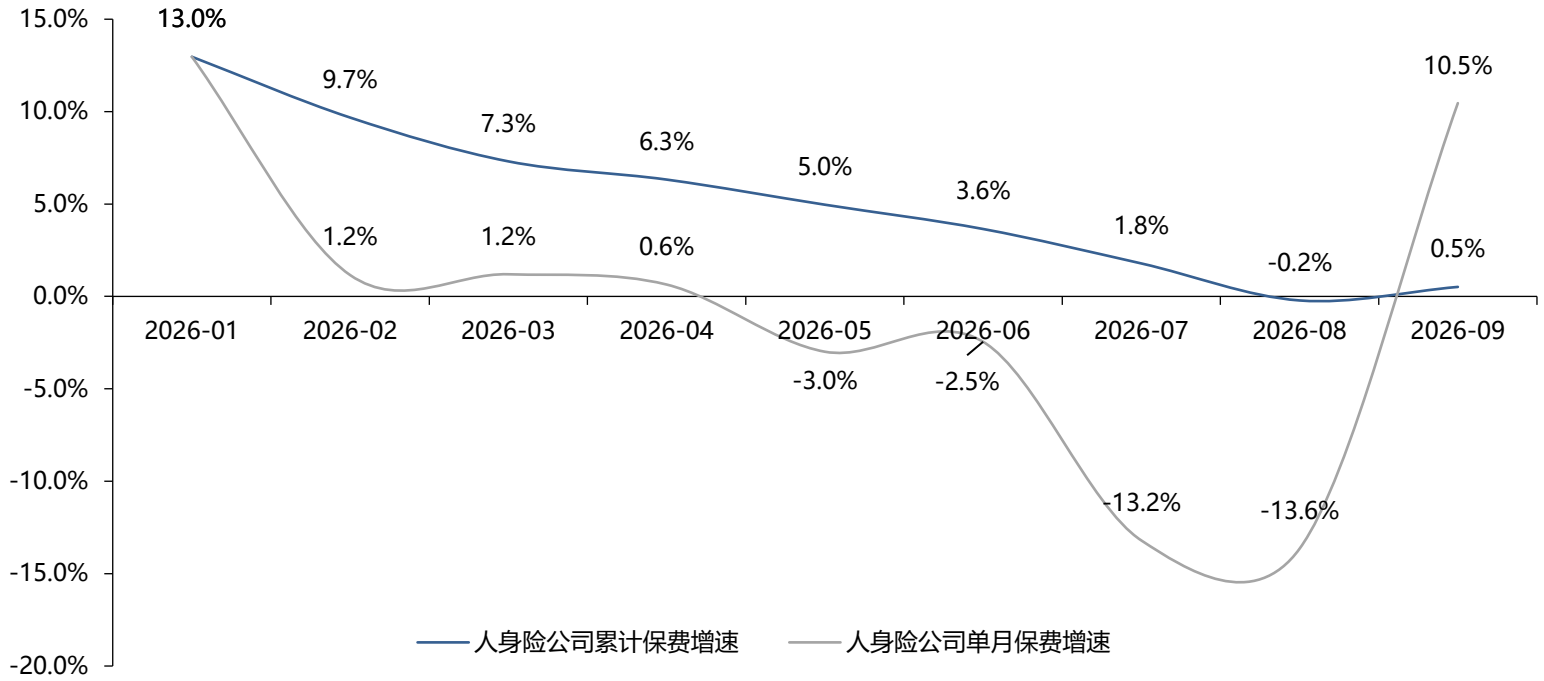
3. 投资建议：看好保险股低估值、高股息属性的配置价值

3.1 负债端短期增速拐点已显，预计27年开门红延续向好趋势

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **寿险公司9月保费增速拐点向上，预计2027年开门红有望延续增长趋势。**度过高基数的阶段性压力后，9月人身险公司单月保费同比增长10.5%，结束5月以来连续下滑趋势，实现拐点向上。我们预计各公司Q4将着力平衡年末收官与开门红筹备工作，2027年开门红主打产品仍以分红险为主，虽然面临高基数压力，但在资本市场波动背景下，保险产品的“保证+浮动”收益设计吸引力凸显，仍有望延续增长态势。

图：9月人身险公司单月保费同比增速已经拐点向上



数据来源：金监总局，东吴证券研究所

3.1 负债端短期增速拐点已显，预计27年开门红延续向好趋势

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

➢ **2027年各险企开门红主打产品仍然以分红型终身寿险和分红型长期年金为主，预计分红险将保持在新单中的主导地位。**

图：上市险企2027年开门红产品对比

	中国人寿		中国平安		中国太保		**友邦保险**
	鑫泰金生养老年金保险(分红型)	鑫泰金生养老年金保险(分红型)(典藏版)	御享禧越终身寿险(分红型)	御享禧越养老年金保险(分红型)	盛世鸿运H(恒赢版)终身寿险(分红型)	鸿福添年S(恒赢版)年金保险(分红型)	致享尊裕珍藏版终身寿险(分红型)
投保年龄	28日-75岁		28日-75岁	28日-80岁	男:5日-68岁 女:5日-70岁	5日-75岁	7日-70岁
交费期限	趸交/3年/5年/6年/8年/10年/20年		趸交/3年/8年/10年		趸交/3年/6年/10年	3年/6年/10年	趸交/3年/6年/10年/15年/20年
保险期间	15年/20年/至被保险人年满八十周岁/终身		终身	终身	终身	终身	终身
保额增长率	/		1.75%	/	1.75%	/	1.75%
主要保险责任	**1）生存金：**男性60岁前或女性55岁前投保，60岁/55岁起开始领取养老金;男性60岁或女性55岁后投保，则第一个保单年度开始领取养老金，养老年金开始领取时额外领取趸交1%、期缴6%年交保费的特别生存金。 **2）满期金：**给付所交保险费	**1）生存金：**男性60岁前或女性55岁前投保，60岁/55岁起开始领取养老金;男性60岁或女性55岁后投保，则第一个保单年度开始领取养老金。养老年金开始领取时额外领取趸交1%期缴6%年交保费的特别生存金，加上首年生效对应日趸交1%，期缴3%年交保费的特别生存金。 **2）满期金：**给付所交保险费	**身故金：**若被保险人为1人，18岁前身故:Max(已交保费，现金价值);18岁后身故且缴费期满:Max(已交保费的1.2(60周岁后)/1.4(41岁-60周岁)/1.6(41岁前)倍，现金价值);18岁后身故且缴费期已满:Max(已交保费的1.2(60周岁后)/1.4(41岁-60周岁)/1.6(41周岁前)倍，保额，现金价值)	**生存金：**男性60岁前或女性55岁前投保，60岁/55岁起开始领取养老金;男性60岁或女性55岁后投保，则第一个保单年度开始领取养老金，养老年金开始领取时额外领取趸交1%、期缴8%年交保费的特别生存金	**身故金：**若被保险人为1人，18岁前身故或全残:Max(已交保费，现金价值);18岁后身故或全残且缴费期未满:Max(已交保费的1.2(60周岁后)/1.4(41周岁-60周岁)/1.6(41周岁前)倍，现金价值);18岁后身故或全残且缴费期已满:Max(已交保费的1.2(60周岁后)/1.4(41周岁-60周岁)/1.6(41周岁前)倍，保额，现金价值)	**1）生存金：**交费期间为3/6/10年的，自本合同第9/10/11个合同生效日起，如被保险人生存，每年支付保险费总额的1.75%。 **2）满期金：**给付基本保额	**身故金：**若被保险人为1人，投保未满18岁且于18岁后首个保险日前身故:Max(已交保费，现金价值);其他情景下，在保险期间身故同时缴费期未满:Max(已交保费的1.2(60周岁后)/1.4(41周岁-60周岁)/1.6(41周岁前)倍，现金价值);其他情景下，在保险期间身故同时缴费期已满:Max(已交保费的1.2(60周岁后)/1.4(41周岁-60周岁)/1.6(41周岁前)倍，保额，现金价值)
万能账户	国寿如意宝终身寿险(万能型)、国寿增益宝终身寿险(万能型)		/		恒赢账户		/
核心卖点	高龄投保满1个保单年度后快速领取养老金;领取前可先获得一笔特别生存金		支持指定第二投保人、第二被保险人	已符合约定领取年龄的客户，最快投保21天后即可领取养老金	3年交4年保本、6年交6年保本；限额销售	3年交6年保本、6年交8年保本；限额销售	国内首款带终了红利产品;保费门槛期缴200万起

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

3.2 上市险企2026年中期分红同比普遍提升，AH股息率具有吸引力

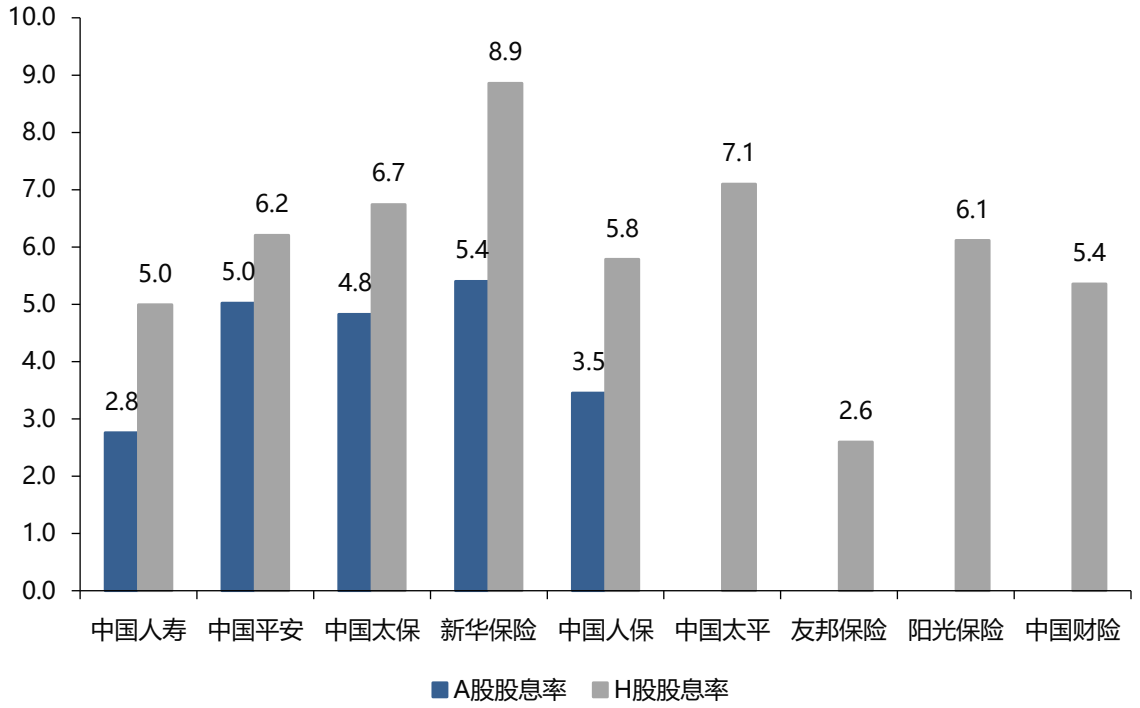
- **上市险企中期分红额普遍同比提升。**伴随2026年上半年归母净利润增长和分红率的基本稳定，上市险企中期分红回报普遍提升。2026H1中国人寿、中国人保、中国财险每股股息分别同比增长50.4%、46.7%、41.7%，增速大幅领先同业，且中国人保、中国财险上半年分红率水平同比有所提升。中国太保2026年首次实施中期分红，每股股息0.42元。
- **以最新AH保险股TTM股息率来看，A股大多在5%左右，H股多家超过6%，从股息率角度已经非常具有吸引力。**

表：2026H1上市险企中期分红普遍同比提升

	每股分红			分红总额（亿元）	2026H1分红率	2025H1分红率
	2025H1	2026H1	同比			
中国人寿	0.24	0.36	50.4%	101.2	7.5%	16.4%
中国平安	0.95	0.98	3.2%	177.5	21.1%	22.1%
中国太保	-	0.42	-	40.4	19.1%	-
新华保险	0.67	0.73	9.0%	22.8	10.0%	14.1%
中国人保	0.08	0.11	46.7%	48.7	13.2%	12.5%
中国财险	0.24	0.34	41.7%	75.6	23.4%	21.8%
友邦保险	0.49	0.54	10.0%	7.1	17.0%	18.1%

注：1）中国平安、中国太保分红率以归母营运利润为基础，其他公司以归母净利润为基础；
2）友邦保险每股分红单位为港元，分红总额为美元，其他公司均为人民币

图：AH上市险企最新TTM股息率（%，截至11月18日收盘价）

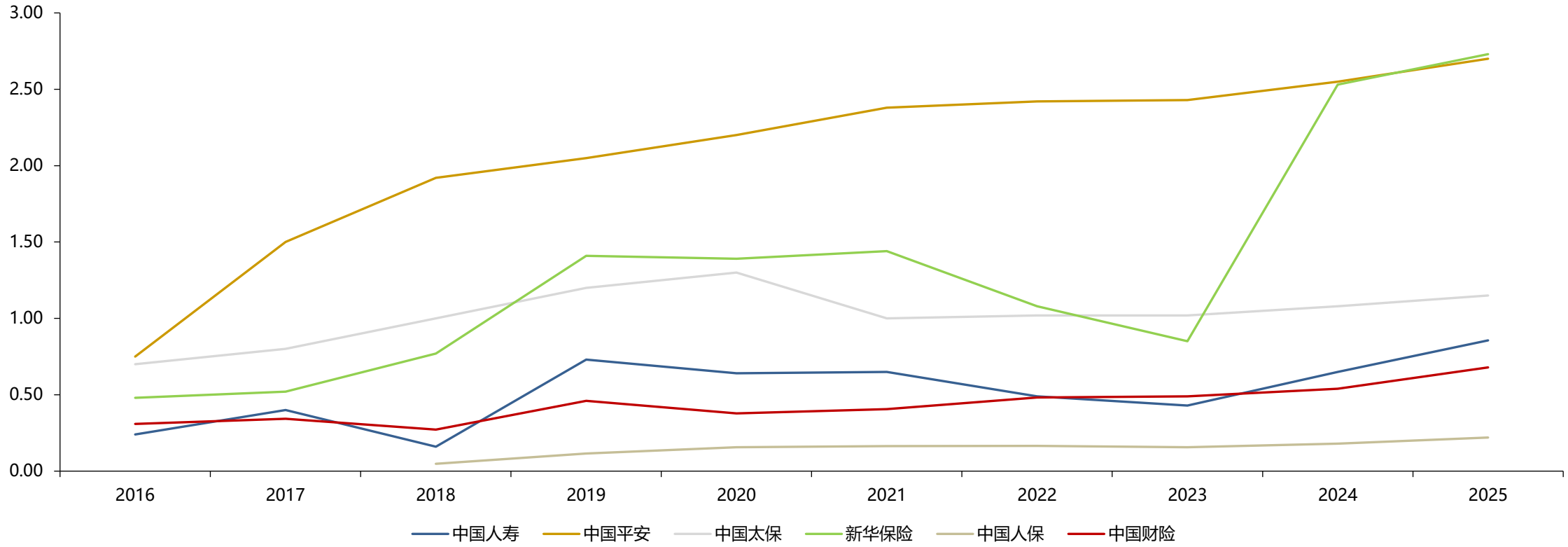


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

3.3 重视保险板块当前低估值、高股息属性的配置价值

- **从历史上看，上市险企每股股息增长表现良好，整体保持平稳上升态势。**2016-2025年期间，上市险企每股分红绝对水平整体呈现增长态势，从CAGR水平来看：中国人保（23.1%）＞新华保险（21.3%）＞中国平安（15.3%）＞中国人寿（15.2%）＞中国财险（9.2%）＞中国太保（5.7%）。近三年（2023-2025）各公司每股分红均实现逐年增长，并且目前A股5家险企已经全部实施中期分红，反映出对股东分红回报的高度重视。

图：近十年来上市险企每股股息水平稳中有升（元）

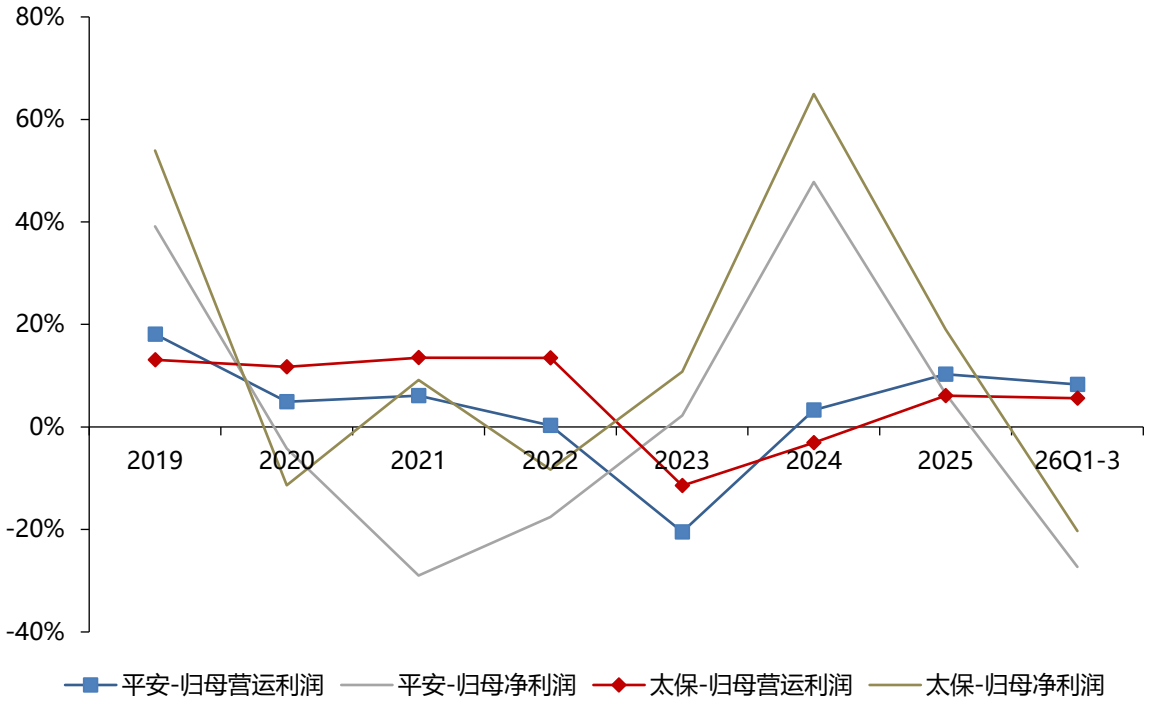


数据来源：wind，东吴证券研究所

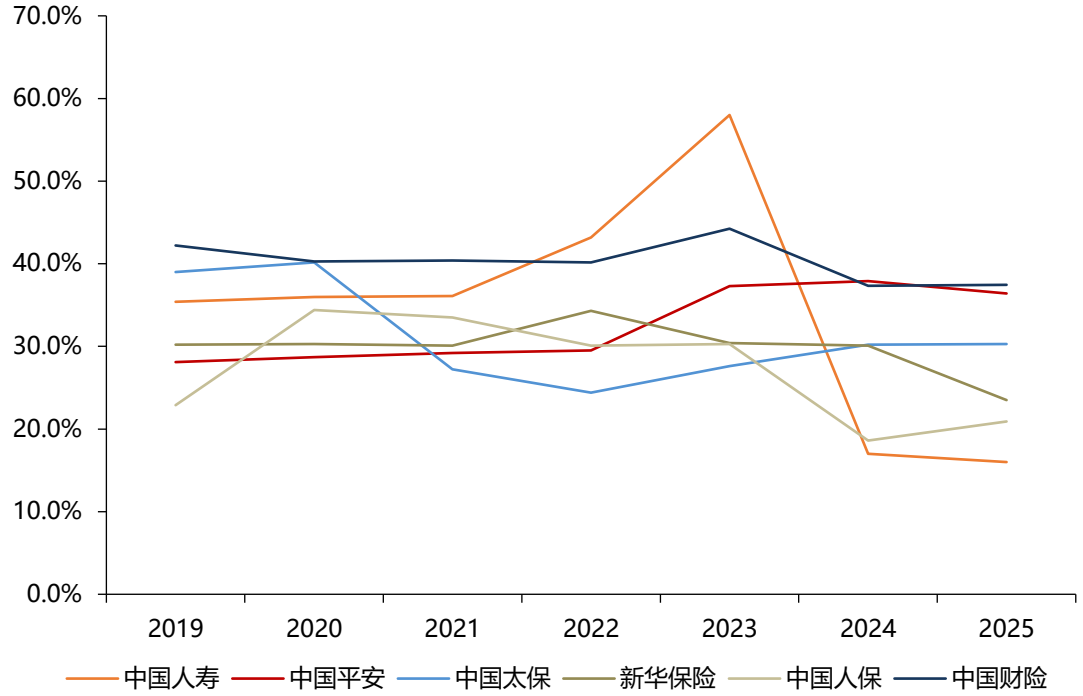
3.3 重视保险板块当前低估值、高股息属性的配置价值

- **无需过分担心会计利润波动对于保险股分红的影响。**自2023年上市险企执行新会计准则以来，各公司归母净利润波动性明显加大，市场对于利润波动背景下保险股分红稳定性产生质疑，我们认为无需担忧：1）中国平安和中国太保明确以归母营运利润作为分红基础，营运利润指标的稳定性远高于会计利润，且近两年处于稳定增长状态。2）其他险企分红政策也已经明确不会锚定固定的分红率，而是结合新旧准则净利润、偿付能力等因素综合确定，且政策目标普遍为维持DPS的稳定或增长。因此，我们认为上市险企虽然会计利润波动性较大，但分红回报依然是相对稳健的，是具备红利属性的。

图：营运利润同比增速稳定性明显强于净利润



图：上市险企2019年以来分红率水平



注：中国平安、中国太保分红率以归母营运利润计算，其他公司以归母净利润计算

数据来源：wind，东吴证券研究所

3.4 根据不同维度优选保险股标的

高股息标的

推荐逻辑：**中国平安**分红挂钩归母营运利润，近年来分红率稳定，基本保持36%左右。**中国财险**以财险业务为主，承保端保持稳健盈利，长期经营安全边际高，分红表现稳定。按11月18日收盘价计算，中国平安A、H股的TTM股息率分别为5.0%、6.2%，中国财险TTM股息率为5.4%。

低估值标的

推荐逻辑：**中国太保**寿险、产险业务均衡，近年来公司基本面稳定，主要经营指标表现均良好，我们看好公司在持续变革转型中的增长潜力。按11月18日收盘价计算，公司A股估值仅为2026E 0.47x PEV、0.97x PB，低于同业。

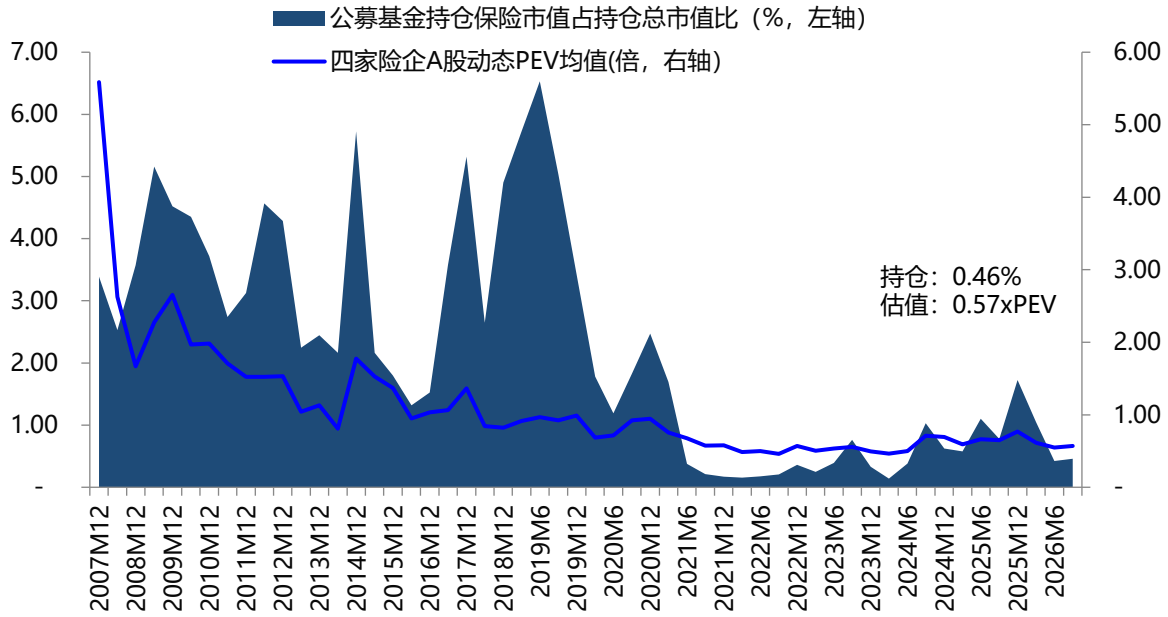
高弹性标的

推荐逻辑：若对后市保持乐观预期，权益投资弹性更高的险企有望实现更高利润增长。**中国人寿**权益投资绝对规模大、**新华保险**股票+基金配置比例及FVTPL占比高，权益投资弹性预计更为突出。此外，前三季度中国人寿、新华保险NBV增速领先同业，且国寿存量负债成本预计处于同业中较低水平，基本面底色同样坚实。

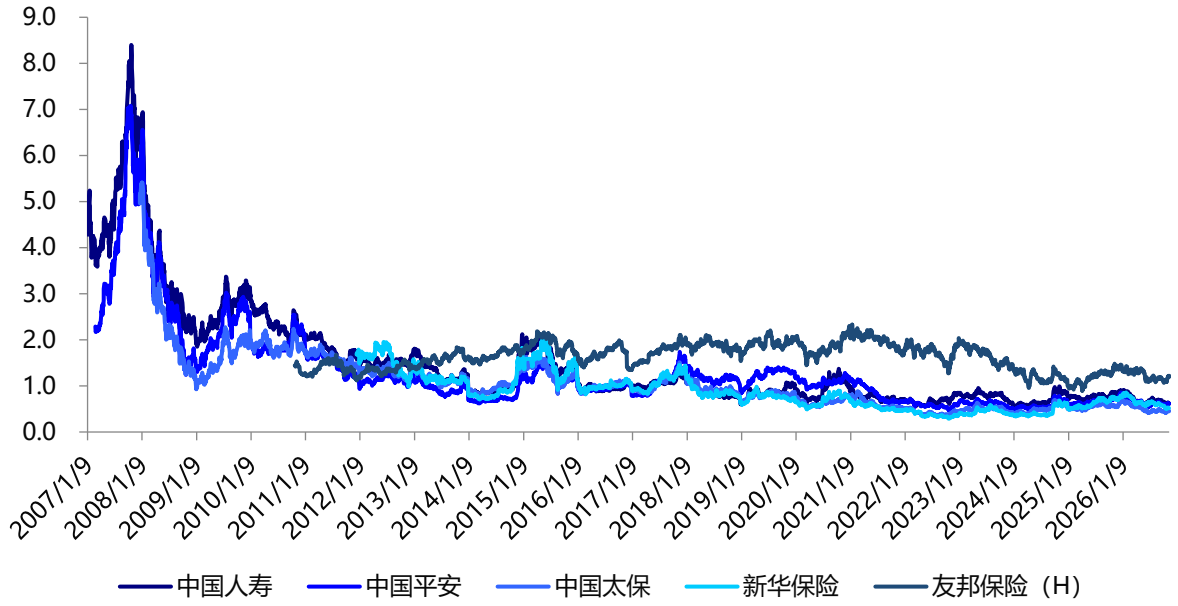
3.5 投资建议：公募持仓与板块估值均处于低位

- **基本面仍具韧性，继续看好保险板块估值修复空间。**
- 1）我们认为市场需求依然旺盛，预定利率下调+分红险转型将推动负债成本持续优化，利差损压力将有所缓解。
- 2）11月18日十年期国债收益率降至1.59%，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若继续修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。
- 3）2026Q3末公募基金对保险股持仓比例略升至0.46%，仍属欠配。2026年11月18日保险板块估值2026E 0.47-0.80倍PEV、0.92-1.65倍PB，处于历史低位，行业维持“增持”评级。

图：公募基金对保险板块持仓处于低位



图：上市险企PEV估值走势



数据来源：wind，东吴证券研究所

3.5 投资建议：公募持仓与板块估值均处于低位

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

表：上市保险公司估值及盈利预测

证券简称	价格（元）	EV（元）				1YrVNB（元）			
A股	人民币	2024	2025	2026E	2027E	2024	2025	2026E	2027E
中国平安（601318）	54.40	78.56	83.07	87.74	92.80	1.58	2.04	2.09	2.42
中国人寿（601628）	35.40	49.57	51.93	56.13	60.76	1.19	1.62	1.83	2.14
新华保险（601336）	51.67	82.85	92.27	102.10	112.70	2.00	3.15	3.31	3.81
中国太保（601601）	32.54	58.42	63.76	68.51	74.29	1.38	1.93	2.03	2.55
中国人保（601319）	7.39	7.89	8.51	9.26	10.09	0.26	0.35	0.36	0.40
证券简称	**价格**	**P/EV（倍）**				**VNBX（倍）**			
A股	**人民币**	**2024**	**2025**	**2026E**	**2027E**	**2024**	**2025**	**2026E**	**2027E**
中国平安（601318）	54.40	0.69	0.65	0.62	0.59	-15.33	-14.07	-15.98	-15.90
中国人寿（601628）	35.40	0.71	0.68	0.63	0.58	-11.88	-10.21	-11.30	-11.88
新华保险（601336）	51.67	0.62	0.56	0.51	0.46	-15.55	-12.87	-15.22	-16.02
中国太保（601601）	32.54	0.56	0.51	0.47	0.44	-18.78	-16.14	-17.68	-16.37
中国人保（601319）	7.39	0.94	0.87	0.80	0.73	-1.90	-3.16	-5.13	-6.74
证券简称	**价格**	**EPS（元）**				**BVPS（元）**			
A股	**人民币**	**2024**	**2025**	**2026E**	**2027E**	**2024**	**2025**	**2026E**	**2027E**
中国平安（601318）	54.40	6.99	7.44	6.03	6.95	51.28	55.25	58.82	62.95
中国人寿（601628）	35.40	3.78	5.45	2.81	3.39	18.03	21.06	21.45	22.41
新华保险（601336）	51.67	8.41	11.63	9.02	11.43	30.85	35.75	40.20	45.08
中国太保（601601）	32.54	4.67	5.56	6.14	6.45	30.29	31.41	33.49	33.66
中国人保（601319）	7.39	0.97	1.05	0.73	0.93	6.08	6.99	7.56	8.29
证券简称	**价格**	**P/E（倍）**				**P/B（倍）**			
A股	**人民币**	**2024**	**2025**	**2026E**	**2027E**	**2024**	**2025**	**2026E**	**2027E**
中国平安（601318）	54.40	7.78	7.31	9.02	7.83	1.06	0.98	0.92	0.86
中国人寿（601628）	35.40	9.36	6.49	12.58	10.44	1.96	1.68	1.65	1.58
新华保险（601336）	51.67	6.14	4.44	5.73	4.52	1.67	1.45	1.29	1.15
中国太保（601601）	32.54	6.96	5.85	5.30	5.04	1.07	1.04	0.97	0.97
中国人保（601319）	7.39	7.62	7.01	10.16	7.92	1.22	1.06	0.98	0.89

数据来源：wind，东吴证券研究所预测（基于2026年11月18日收盘价）

4. 风险提示

4. 风险提示

- **1）长端利率趋势性下行。**
  - 利率下行环境下保险公司新增固收资产到期收益率将下降，在负债成本固定的情况下，将导致利差空间被压缩，长期盈利能力下降，甚至可能产生利差损。
- **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）新单增长不及预期。**
  - 新单保费增速反映保险公司新业务增长趋势，当前预定利率进一步下调、产品结构由传统险向分红型逐步偏移、资本市场波动较大等因素都可能影响保险公司的新业务表现。

免责声明

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
SOOCHOW SECURITIES

东吴证券财富家园