保险II行业深度报告

保险行业 2026 年中报回顾与展望：权益投资催化短期弹性，分红转型巩固长期基础

增持（维持）

2026 年 08 月 31 日

证券分析师 孙婷
执业证书：S0600524120001
sunt@dwzq.com.cn
证券分析师 曹锟
执业证书：S0600524120004
caok@dwzq.com.cn

投资要点

■**投资收益带动盈利强劲增长，分红回报可观。**1）AH 上市险企 26H1 归母净利润合计增长 78%，A 股险企 Q2 实现高增长，主要受投资收益提升带动。其中国寿上半年同比+229%，主要由于权益投资弹性突出。2）A 股 5 家险企归母净资产较年初增长 6.8%，EV 较年初增长 7.0%。3）中期分红普遍较快增长，分红率基本稳定，其中国寿、人保每股股息分别同比+50%、+47%，且人保分红率同比有所提升。

■**投资：投资收益大幅提升，二级权益占比再创新高。1）投资资产规模稳健增长，A 股五家险企合计较年初+4.5%。2）股市走强带动投资收益大幅提升。**①上半年各险企总投资收益普遍高增，国寿、太平分别同比+147%、+121%，且各险企均有较高的买卖价差增长，反映出已择机兑现浮盈。②上市险企年化净投资收益率平均同比下降 0.4pct，主要是受利率低位影响，而年化总投资收益率平均同比大幅提升 1.7pct，主要是受股市走强带动。但由于行情结构分化，综合投资收益率表现低于总投资收益率。**3）二级权益投资比例再提高，FVOCI 股票占比提升。**①上市险企对债券投资规模持续增长，占投资资产比例基本稳定，平均较年初+0.2pct。利率债仍然是重点配置方向，资产久期拉长幅度进一步放缓。②上市险企继续增配二级权益，股票+股基平均占比较年初+1.3pct 至 17.8%，其中新华较年初+4.4pct 至 25.5%，继续领先同业。股票配置中 FVOCI 占比进一步提升，上市险企加权平均占比约 46%，较年初+5.5pct。国寿、平安 OCI 占比分别较年初提升 10pct、9.3pct，提升幅度较大。

■**寿险：NBV 继续增长，预计负债成本持续改善。1）保费：**上半年新单保费较快增长，Q2 单季增速环比放缓。分红险已成为新业务主力，各公司占比大多在 90%以上。**2）渠道：①个险业务增速亮眼。**上半年个险新单保费大多实现两位数增长，26H1 上市险企人力合计较年初-0.4%，但人均产能明显提升。**②银保渠道表现分化。**受上年同期高基数和业务策略差异，上市公司银保业务增速表现分化，其中阳光、平安新单增长较快。**3）NBV：延续增长势头，对投资收益率敏感性继续改善。**①上市险企合计 NBV 同比+18.5%，国寿同比 33.7%，增速领先。NBV margin 表现整体稳定。②26H1 上市险企 NBV/VIF 对投资收益率敏感性较 2025 年均继续下降，预计增量及存量业务负债成本持续改善。

■**财险：综合成本率同比继续改善。1）保费：整体增速偏弱，非车险占比继续提升。**上半年上市险企财险保费同比+1.7%，老三家中平安同比+4%增速最高。上市险企非车险保费占比平均提升 0.8pct。**2）综合成本率：承保盈利普遍改善，得益于费用持续优化。**上市险企全部实现承保盈利，综合成本率平均值为 96.1%，同比改善 0.2pct，主要受费用率同比下降带动。人保综合成本率 94.5%，为上市险企中最低。太保综合成本率同比下降 1.3pct，改善最明显。

■**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，分红险转型将进一步推动刚性负债成本优化，利差损压力将有所缓解。2）近期十年期国债收益率企稳于 1.69%左右，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）2026Q2 末公募基金对保险股持仓比例降至 0.42%，显著低配。2026 年 8 月 31 日保险板块估值 2026E 0.47-0.76 倍 PEV、0.93-1.62 倍 PB，处于历史低位，行业维持“增持”评级。

■**风险提示：**长端利率趋势性下行；权益市场波动；新单增长不及预期。

行业走势



相关研究

《保险公司资产负债管理新规解读》

2026-08-31

《保险行业 7 月保费：受高基数影响寿险业务短期承压，产险保费增速环比提升》

2026-08-29

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 2026H1 上市险企整体业绩表现强劲 5
1.1. 归母净利润：受益于投资收益带动，26Q2 单季实现高增长 5
1.2. 归母净资产&EV：较年初实现稳健增长 6
1.3. 中期分红：每股股息普遍提升，分红率基本稳定 7
2. 投资：投资收益大幅提升，权益配置比例再上新高 8
2.1. 投资资产规模继续稳健增长 8
2.2. 投资收益：股市走强带动总投资收益率显著提高 8
2.2.1. 市场环境：2026 年上半年国内股市走强、长端利率有所下行 8
2.2.2. 收益表现：总投资收益率同比明显提高 9
2.3. 资产配置：二级权益投资比例再创新高，OCI 股票占比提升 13
2.3.1. 大类资产配置：整体结构稳定，普遍增配二级权益投资 13
2.3.2. 债券：投资规模继续提升，利率债仍是主要配置方向 15
2.3.3. 股票：显著增配二级权益，OCI 股票占比提升 16
2.3.4. 基金：整体比重有所提升，权益基金占比微降 18
2.3.5. 非标&地产：占比进一步下降，整体风险水平可控 19
3. 寿险：分红险已成新单主力，预计负债成本进一步改善 20
3.1. 保费：Q2 新单增速回落，分红险已成为新业务主力产品 20
3.1.1. 新单期交保费同比较快增长，Q2 单季新单增速回落 20
3.1.2. 分红险转型成效显著，已成为新业务主力产品 21
3.2. 渠道：个险表现普遍向好，银保增速有所分化 23
3.2.1. 个险：新单保费增速向好，队伍产能进一步提升 23
3.2.2. 银保：新单及 NBV 增速表现分化，仍看好长期战略渠道价值 25
3.3. NBV：延续增长势头，对投资收益率敏感性明显改善 26
3.3.1. NBV 继续较快增长，NBV margin 整体稳定 26
3.3.2. 假设敏感性：VIF 和 NBV 对投资收益率敏感性均下降 28
3.4. 合同服务边际：较年初均实现正增长 29
4. 财险：综合成本率继续同比改善 30
4.1. 保费：保费增速偏弱，非车险占比继续提升 30
4.2. 综合成本率：普遍同比改善，主要来自于费用率优化 33
5. 投资建议：短期波动不影响保险板块长期价值 36
6. 风险提示 38

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: 上市险企 EV 历史增速表现 7
图 2: AH 上市险企最新 TTM 股息率（%，截至 8 月 28 日收盘价） 8
图 3: 2026H1 上市险企投资资产规模稳健增长 8
图 4: 2026Q2 权益市场大幅上涨 9
图 5: 2026 年上半年十年期国债到期收益率波动下行（%） 9
图 6: 2026 年上半年上市险企总投资收益同比明显增长 10
图 7: 2026H1 上市险企总投资收益结构对比 10
图 8: 2026H1 上市险企年化净投资收益率继续同比下降 12
图 9: 2026H1 上市险企年化总投资收益率普遍提升 12
图 10: 2026H1 上市险企投资收益率一览 13
图 11: 2026H1 上市险企普遍增加二级权益投资 14
图 12: 上市险企债券配置比例有增有减 14
图 13: 上市险企股票+股基配置比例大多增加 14
图 14: 2026 上半年 A 股上市险企投资资产会计分类情况 14
图 15: 2026H1 上市险企债券投资规模及增速 15
图 16: 2026H1 上市险企债券投资会计分类情况 15
图 17: 2026H1 上市险企普遍提升政府债投资比例 16
图 18: 2026H1 上市险企信用债 AAA 级占比 16
图 19: 2026H1 中国太保固收资产平均久期较年初持平 16
图 20: 上市险企股票投资较年初普遍继续增长 17
图 21: 2026H1 上市险企股票投资占比普遍提升 17
图 22: 上市险企配置基金总规模持续提升 19
图 23: 2026H1 上市险企基金投资占比普遍提高 19
图 24: 中国平安公募基金品种结构 19
图 25: 中国太保公募基金品种结构 19
图 26: 2026H1 上市险企新单期交保费增速情况 21
图 27: 2019 年以来上市险企新单保费同比增速变化 21
图 28: 2026Q2 上市险企新单保费同比增速环比回落 21
图 29: 2026H1 太保和新华分红险新单规模大幅增长 22
图 30: 2026H1 太保和新华分红险成为新业务主力 22
图 31: 2026H1 上市险企分红险总保费高增长 22
图 32: 2026H1 上市险企分红险总保费占比显著提升 22
图 33: 大部分上市险企个险渠道新单保费同比两位数增长 23
图 34: 上市险企代理人规模继续企稳（万人） 23
图 35: 2026H1 上市险企代理人规模较年初变动 23
图 36: 上半年上市险企银保渠道新单增速表现分化 25
图 37: 2026H1 上市险企新单保费渠道结构 25
图 38: 2026H1 上市险企银保渠道 NBV 同比增速情况 26
图 39: 上市险企 NBV 渠道结构情况 26
图 40: 2026H1 上市险企 NBV 保持同比增长趋势 27
图 41: 中国平安分季度 NBV 增速 27
图 42: 中国太保分季度 NBV 增速 27

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 43: 2026H1 上市险企 NBV margin 整体稳定 28
图 44: 上市险企 VIF 对投资收益率敏感性下降 28
图 45: 上市险企 NBV 对投资收益率敏感性继续下降 28
图 46: 2026H1 上市险企寿险合同服务边际余额规模及增速 29
图 47: 2026H1 上市险企财险保费增速偏弱 30
图 48: 2025 年以来“老三家” 财险保费分季度增速 30
图 49: 2026H1 上市险企车险与非车险保费同比增速 31
图 50: 2026H1 非车险保费占比整体仍在提升 31
图 51: 2026H1 大部分上市险企财险综合成本率同比改善 33
图 52: 上市险企财险综合赔付率走势 34
图 53: 上市险企财险综合费用率走势 34
图 54: 2026 年 7 月人身险公司单月保费增速承压 37
图 55: 2026Q3 股市经历较大幅度波动 37
图 56: 上市险企净投资收益率与预定利率比较 38
图 57: 上市险企总投资收益率与 VIF 打平收益率比较 38

表 1: 2026H1 上市险企归母净利润普遍较快增长 5
表 2: 大部分上市险企归母净资产较年初稳健增长 6
表 3: 2026H1 上市险企 EV 较年初稳健增长 6
表 4: 2026H1 上市险企中期分红普遍同比提升 7
表 5: 部分大型银行分红派息时间安排 11
表 6: 上市险企证券买卖价差+公允价值变动损益同比高增长 11
表 7: 近年来上市险企股票+权益基金投资规模与占比情况 17
表 8: 2026H1 上市险企整体继续增加 FVOCI 股票投资 18
表 9: 中国平安 2026H1 非标投资行业及收益率分布 20
表 10: 中国太保 2026H1 非标投资行业及收益率分布 20
表 11: 2026H1 上市险企代理人队伍人均产能指标普遍提升 24
表 12: 中国平安 2022 年以来合同服务边际变动结构 29
表 13: 人保财险主要险种保费增速及结构 31
表 14: 平安财险主要险种保费增速及结构 31
表 15: 太保财险主要险种保费增速及结构 32
表 16: 太平财险境内主要险种保费增速及结构 32
表 17: 阳光财险主要险种保费增速及结构 32
表 18: 众安在线主要业务生态保费增速及结构 33
表 19: 2026 年上半年三大财险公司承保利润（亿元） 34
表 20: 人保财险主要险种综合成本率情况 34
表 21: 平安财险主要险种综合成本率情况 35
表 22: 太保财险主要险种综合成本率情况 35
表 23: 阳光财险主要险种综合成本率情况 36
表 24: 众安在线主要业务生态综合成本率情况 36

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 2026H1 上市险企整体业绩表现强劲

1.1. 归母净利润：受益于投资收益带动，26Q2 单季实现高增长

2026H1 上市险企归母净利润普遍实现较快增长。2026 年上半年 AH 主要上市险企（不含友邦保险、中国财险）合计归母净利润 3350 亿元，同比增长 77.7%，A 股五家合计 3174 亿元，同比增长 78.1%。其中，中国人寿上半年同比增长 228.6%，领先同业公司，我们认为主要是由于其投资端权益投资弹性更加突出。众安在线上半年归母净利润同比增长 132.2%，各业务板块盈利均有所提升。

从季度变化看，Q2 归母净利润同比高速增长，主要受股市上涨、投资收益提升带动。Q2 单季 A 股上市险企归母净利润同比增长 163.3%，增速强劲。其中中国人寿增速最为突出，同比+848%，中国人保也实现同比翻倍。

营运利润方面，2026 年上半年中国平安实现归母营运利润 842 亿元，同比+8.3%，Q1、Q2 分别同比+7.6%、+9.0%。中国太保上半年实现归母营运利润 211 亿元，同比+6.2%。国寿也披露了剔除公开市场权益等短期波动影响后的净利润，为 576 亿元，同比+12.7%。

表1：2026H1 上市险企归母净利润普遍较快增长

单位：亿元	一季度			二季度			上半年		
	2025	2026	同比	2025	2026	同比	2025	2026	同比
中国人寿	288.0	195.1	-32.3%	121.3	1149.8	848.0%	409.3	1344.9	228.6%
中国平安	270.2	250.2	-7.4%	410.3	675.6	64.7%	680.5	925.9	36.1%
中国太保	96.3	100.4	4.3%	182.6	207.3	13.6%	278.9	307.8	10.4%
新华保险	58.8	65.0	10.5%	89.2	162.9	82.7%	148.0	227.9	54.0%
中国人保	128.5	88.1	-31.4%	136.8	279.3	104.2%	265.3	367.5	38.5%
A 股合计	**841.8**	**698.8**	**-17.0%**	**940.2**	**2475.0**	**163.3%**	**1781.9**	**3173.9**	**78.1%**
	一季度			二季度			上半年		
	2025	2026	同比	2025	2026	同比	2025	2026	同比
中国太平	-	-	-	-	-	-	62.3	113.6	82.1%
阳光保险	-	-	-	-	-	-	33.9	46.9	38.5%
众安在线	-	-	-	-	-	-	6.7	15.5	132.2%
总计	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**1884.8**	**3349.9**	**77.7%**
友邦保险（美元）	-	-	-	-	-	-	36.1	41.6	11.0%
中国财险							244.5	323.0	32.1%

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1）考虑友邦保险币种为美元、中国财险为中国人保子公司不便合计，故加总数据不包含两家公司；2）友邦保险为税后营运利润，增速采用固定汇率口径

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1.2. 归母净资产&EV：较年初实现稳健增长

受净利润增长推动，大部分上市险企归母净资产较年初及 Q1 稳健增长。2026H1 末 AH 主要上市险企（不含中国太平、友邦保险）合计归母净资产 25575 亿元，较年初增长 6.5%。A 股五家合计 24752 亿元，较年初增长 6.8%，较 Q1 末增长 4.0%。其中，国寿、新华和人保归母净资产较年初增速超过 10%，阳光归母净资产较年初下滑，我们认为主要受当期 OCI 项下权益公允价值变动的短期拖累。

表2：大部分上市险企归母净资产较年初稳健增长

单位：亿元	2025	2026Q1	较年初	2026H1	较年初	较 Q1 末
中国人寿	5952	5983	0.5%	6642	11.6%	11.0%
中国平安	10004	10183	1.8%	10281	2.8%	1.0%
中国太保	3021	3196	5.8%	3192	5.6%	-0.1%
新华保险	1115	1236	10.8%	1236	10.8%	0.0%
中国人保	3090	3194	3.4%	3401	10.1%	6.5%
A 股合计	**23183**	**23791**	**2.6%**	**24752**	**6.8%**	**4.0%**
	2025	**2026Q1**	**较年初**	**2026H1**	**较年初**	**较 Q1 末**
中国太平（港元）	952	-	-	1036	8.9%	-
阳光保险	582	-	-	553	-4.9%	-
友邦保险（美元）	432	-	-	407	-5.9%	-
众安在线	254	-	-	269	5.9%	-
总计（除太平、友邦）	**24020**	**-**	**-**	**25575**	**6.5%**	**-**

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

EV 方面，2026H1 末 A 股 5 家险企合计较年初增长 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%。

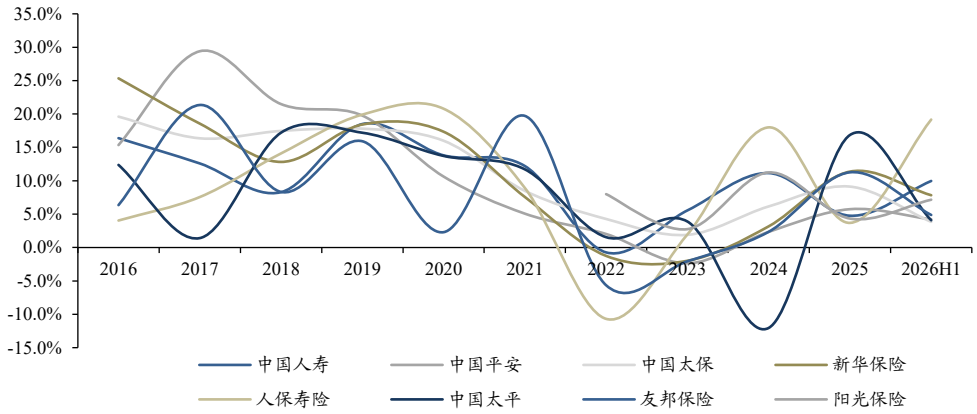
表3：2026H1 上市险企 EV 较年初稳健增长

内含价值(亿元）	2025	2026H1	较年初增速
中国人寿	14679	16142	10.0%
中国平安	15043	15678	4.2%
中国太保	6134	6369	3.8%
新华保险	2878	3104	7.8%
人保寿险	1237	1479	19.2%
A 股 5 家合计	**39971**	**42773**	**7.0%**
中国太平	2534	2638	4.1%
阳光保险	1208	1294	7.2%
7 家合计	**43713**	**46705**	**6.8%**
友邦保险（美元）	768	806	5.0%

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图1：上市险企 EV 历史增速表现



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

1.3. 中期分红：每股股息普遍提升，分红率基本稳定

上市险企中期分红额普遍同比提升，分红率基本稳定。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。中国人寿与中国人保/中国财险每股股息分别同比增长 50.4%和 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，目前 A 股五家上市险企已经全部采取了中期分红，显示出对股东回报的重视。

表4：2026H1 上市险企中期分红普遍同比提升

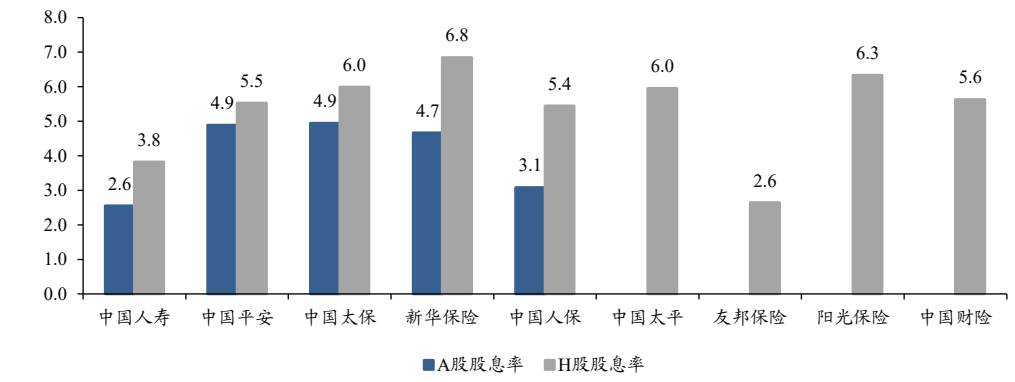
	每股分红（元）			分红总额（亿元）	2026H1 分红率	2025H1 分红率
	2025H1	2026H1	同比			
中国人寿	0.24	0.36	50.4%	101.2	7.5%	16.4%
中国平安	0.95	0.98	3.2%	177.5	21.1%	22.1%
中国太保	-	0.42	-	40.4	19.1%	-
新华保险	0.67	0.73	9.0%	22.8	10.0%	14.1%
中国人保	0.08	0.11	46.7%	48.7	13.2%	12.5%
中国财险	0.24	0.34	41.7%	75.6	23.4%	21.8%
友邦保险	0.49	0.54	10.0%	7.1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

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1）中国平安和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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图2：AH 上市险企最新 TTM 股息率（%，截至 8 月 28 日收盘价）



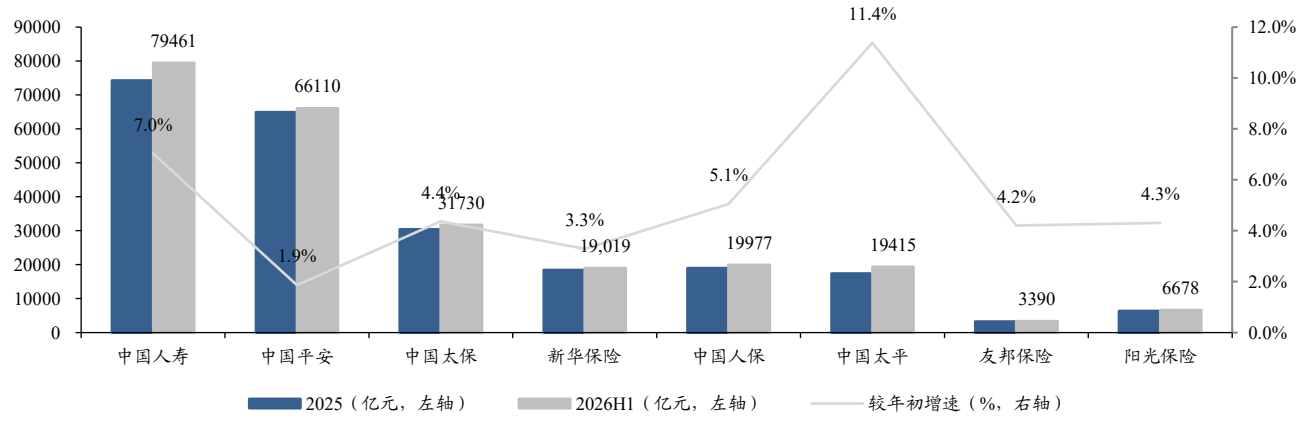
数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 投资：投资收益大幅提升，权益配置比例再上新高

2.1. 投资资产规模继续稳健增长

2026H1 上市险企投资资产规模较年初稳健增长。截至 2026 年中，A 股 5 家上市险企投资资产规模合计达到 21.63 万亿元，较年初增长 4.5%，其中国寿增速最快（7.0%），平安增速最低（1.9%）。H 股上市公司中太平增速最快，较年初+11.4%。

图3：2026H1 上市险企投资资产规模稳健增长



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所
注：中国太平数据为港币，友邦保险为美元，其他公司均为人民币

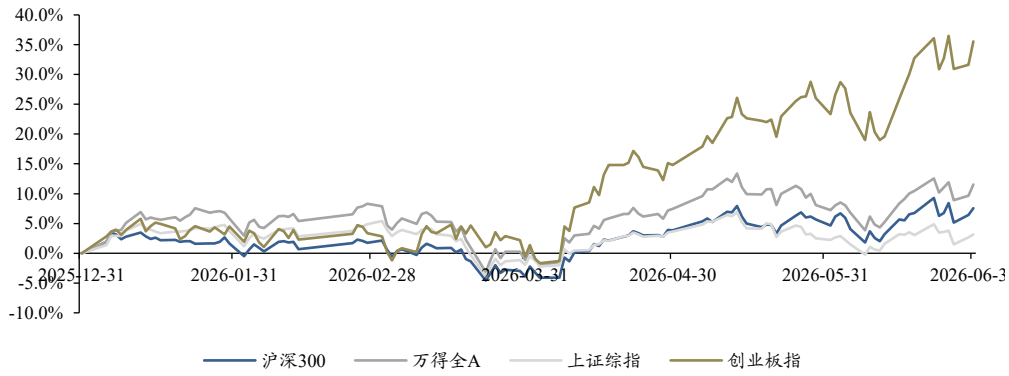
2.2. 投资收益：股市走强带动总投资收益率显著提高

2.2.1. 市场环境：2026 年上半年国内股市走强、长端利率有所下行

2026 年上半年权益市场走势显著好于上年同期，Q2 迎来大幅上涨，行情结构分化。2026 年上半年沪深 300、万得全 A、上证综指和创业板指数分别累计+7.5%、+11.5%、

+3.2%、+35.6%，表现显著好于 2025 年同期的持平、+5.8%、+2.8%、+0.5%。特别是 Q2 以来股市显著走强，单季沪深 300、万得全 A、上证综指和创业板指数分别+11.9%、+12.8%、+5.2%、+36.4%，大幅强于 2025 年同期的+1.3%、+3.9%、+3.3%、+2.3%，并且呈现出显著的结构分化，科技板块走强，而价值周期类板块走弱。

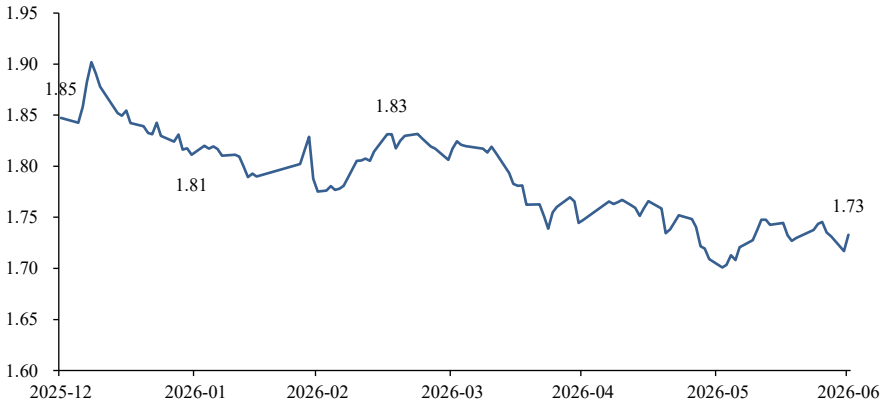
图4：2026Q2 权益市场大幅上涨



数据来源：wind，东吴证券研究所

2026 年上半年长端利率震荡下行。受资金面宽松、宏观经济基本面偏弱，以及海外地缘政治冲突等因素影响，2026 年上半年十年期国债到期收益率呈现震荡下行走势，从年初 1.85%波动降至年中的 1.73%，累计下行 11bps，大于上年同期 3bps 的降幅，2026Q2 单季下行 8bps，上年同期为下行 17bps。

图5：2026 年上半年十年期国债到期收益率波动下行（%）



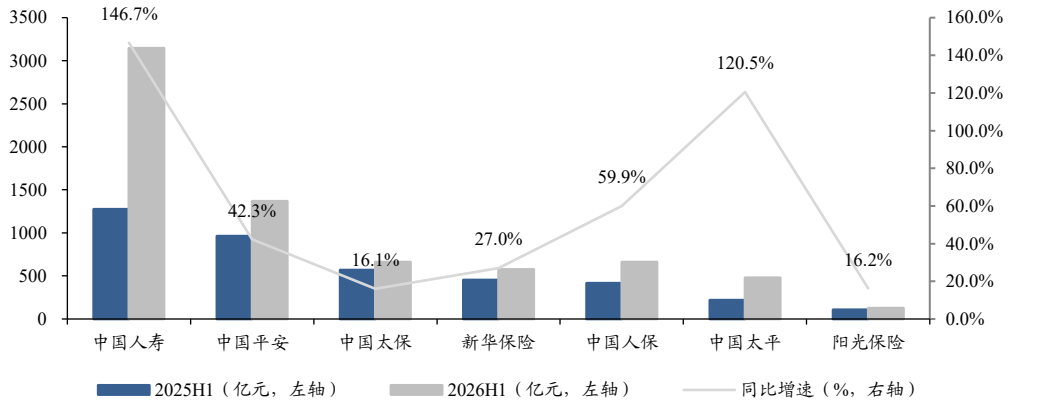
数据来源：wind，东吴证券研究所

2.2.2. 收益表现：总投资收益率同比明显提高

1、总投资收益同比高增，净投资收益波动与高股息资产派息节奏有关

上市险企上半年总投资收益规模普遍同比大幅增长。2026H1 上市险企[1]（不含太平）合计总投资收益达 6538 亿元，同比增长 72.9%，同比高增主要受股市上涨带动。其中，国寿、太平分别同比+146.7%、+120.5%，增速大幅领先同业，我们认为国寿权益投资弹性较为突出，而太平在一定程度上还受到低基数影响。

图6：2026 年上半年上市险企总投资收益同比明显增长



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1）中国平安为保险资金投资组合数据，非集团口径，下同；2）中国太平为港币，其它公司均为人民币

从投资收益结构上看，保险公司总投资收益=净投资收益+已实现及未实现收益+资产减值。由于上市险企对投资收益结构的划分标准并不完全一致，我们基于财报披露数据进行了统一调整以便横向对比：①净投资收益包括固收类利息收入、权益类股息、投资性物业租金收入和长股投收益。②已实现及未实现收益包括证券买卖价差和公允价值变动损益。

图7：2026H1 上市险企总投资收益结构对比

项目	中国人寿		中国平安		中国太保		新华保险		中国人保		中国太平		阳光保险	
	2025H1	2026H1	2025H1	2026H1	2025H1	2026H1	2025H1	2026H1	2025H1	2026H1	2025H1	2026H1	2025H1	2026H1
净投资收益	**75.3%**	**33.1%**	**96.5%**	**57.0%**	**74.6%**	**65.8%**	**53.2%**	**40.6%**	**73.1%**	**46.0%**	**116.2%**	**54.7%**	**91.5%**	**75.9%**
利息收入	59.1%	24.5%	未披露		51.1%	45.6%	35.8%	25.3%	44.0%	27.2%	91.5%	43.8%	56.1%	55.0%
股息收入	10.9%	5.8%			23.2%	18.5%	15.7%	12.0%	8.6%	7.3%	18.0%	8.5%	31.2%	18.1%
投资性物业租金收入	0.1%	0.0%			0.5%	0.6%	0.3%	0.2%	0.7%	0.5%	1.8%	0.8%	1.4%	1.3%
长股投收益	5.3%	2.7%			-0.3%	1.0%	1.4%	3.0%	19.7%	11.0%	4.9%	1.5%	2.4%	1.3%
已实现及未实现收益	**24.6%**	**67.2%**	**3.1%**	**44.1%**	**25.4%**	**34.0%**	**46.9%**	**58.9%**	**26.7%**	**53.8%**	**-16.6%**	**45.0%**	**15.5%**	**26.9%**
证券买卖价差	23.8%	24.0%	未披露		12.3%	31.4%	24.3%	66.5%	21.0%	32.7%	-5.6%	24.7%	0.9%	29.8%
公允价值变动损益	0.8%	43.2%			10.3%	2.6%	22.6%	-7.6%	6.0%	21.2%	-10.9%	20.3%	14.6%	-2.9%
资产减值	**0.0%**	**-0.3%**	**0.4%**	**-1.1%**	**0.0%**	**0.2%**	**-0.1%**	**0.6%**	**0.2%**	**0.1%**	**0.4%**	**0.3%**	**-7.0%**	**-2.8%**
总投资收益	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1）上表数据为各项收益占总投资收益比重；2）阳光保险标红数据为根据财报匹配拆分，与合计数据存在一定差异

1）净投资收益整体稳定，部分公司变化预计受高股息资产派息节奏影响。由于净

[1] 在投资相关章节中，如无特殊说明，“上市险企”所指范围仅包括国寿、平安、太保、新华、人保、太平、阳光七家公司。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资收益主要为稳健性较高的息类收入，整体变动不大，构筑了险企投资回报的稳定基础。2026H1 上市险企净投资收益整体稳定，大部分公司涨幅/降幅仅为小个位数。中国平安净投资收益规模同比-16.0%，降幅为上市险企中最大，我们预计主要是由于公司高股息资产持有较多，部分上市银行的派息节奏调整影响了股息收入的计量期间。除邮储外的其他五家国有大行 2024 年中期分红均在 2025 年初进行分派，而 2025 年中期分红则在 2025 年底分派，导致 2026 上半年计入的股息分红较上年同期更少。

表5：部分大型银行分红派息时间安排

分红期	中国银行	工商银行	建设银行	农业银行	交通银行	邮储银行
2024 中期分红	2025-01-23	2025-01-07	2025-01-10	2025-01-08	2025-01-24	2025-01-08
2024 年度分红	2025-04-25	2025-07-14	2025-05-09	2025-07-17	2025-04-18	2025-04-30
2025 中期分红	2025-12-11	2025-12-15	2025-12-11	2025-12-15	2025-12-25	2026-01-12
2025 年度分红	2026-07-10	2026-05-13	2026-07-13	2026-05-13	2026-07-10	2026-07-13

数据来源：wind，东吴证券研究所

2）已实现及未实现收益均大幅增长，主要受益于股市上涨。上半年上市险企证券买卖价差+公允价值变动损益总额均同比大幅增长，其中平安、国寿、人保分别同比增长 19.2 倍、5.7 倍和 2.2 倍，我们认为主要是股市上涨带来的 FVTPL 权益类资产收益贡献。以中国人保为例，上半年权益资产（不含长股投）投资收益额达 400 亿元，同比+227%。值得注意的是，上市险企上半年投资收益增长并不是完全来自于浮盈提升，各公司证券买卖价差均实现同比翻倍以上增长，反映出上市险企把握市场高点择机兑现了部分浮盈，已经锁定了部分实际收益。

表6：上市险企证券买卖价差+公允价值变动损益同比高增长

单位：亿元	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	中国人保	中国太平	阳光保险
证券买卖价差	755	-	207	382	217	118	37
同比	*149%*	-	*195%*	*247%*	*148%*	*由负转正*	*3802%*
公允价值变动损益	1358	-	17	-44	141	97	-4
同比	*13101%*	-	*-71%*	*-143%*	*463%*	*由负转正*	*-123%*
合计	2113	604	225	339	358	216	33
同比	*573%*	*1920%*	*74%*	*59%*	*218%*	*由负转正*	*102%*

数据来源：wind，东吴证券研究所

注：中国太平为港币，其他均为人民币

2、投资收益率：总投资收益率普遍提升，净投资收益率仍在下降

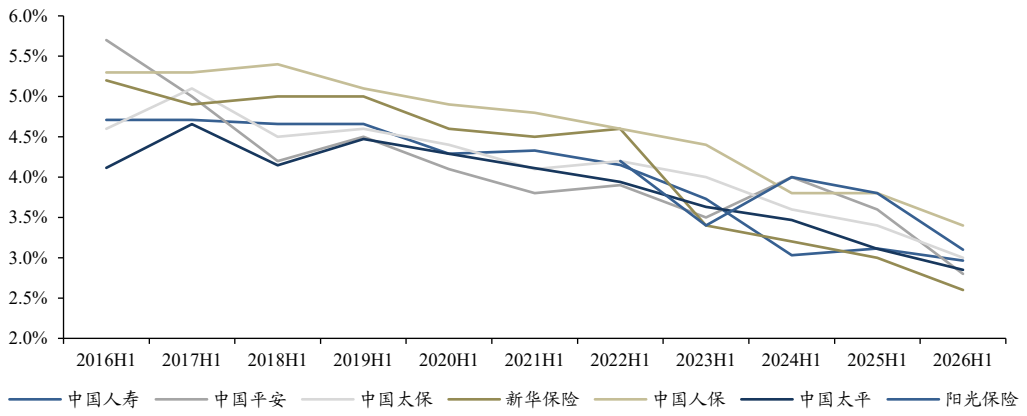
我们采取上市公司财报披露投资收益率指标观察其趋势变动，由于不同保险公司年化方法差异较大，我们统一调整为简单年化（*2），但是各公司数据仍然在具体口径上不完全一致，因此以下分析仅作为参考。

受利率持续低位和存量高息资产到期影响，2026H1 上市险企新增及再配置固收资产到期收益率仍然面临压力，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%，其中人保最高为 3.4%，新华最低为 2.6%，其他公司基本

请务必阅读正文之后的免责声明部分

在 2.8%-3.1%范围内。2）上市险企净投资收益率均同比下降，平均下降 0.4pct。其中，平安和阳光保险降幅较大，分别同比下降 0.8pct、0.7pct，国寿降幅最小（-0.2pct）。

图8：2026H1 上市险企年化净投资收益率继续同比下降

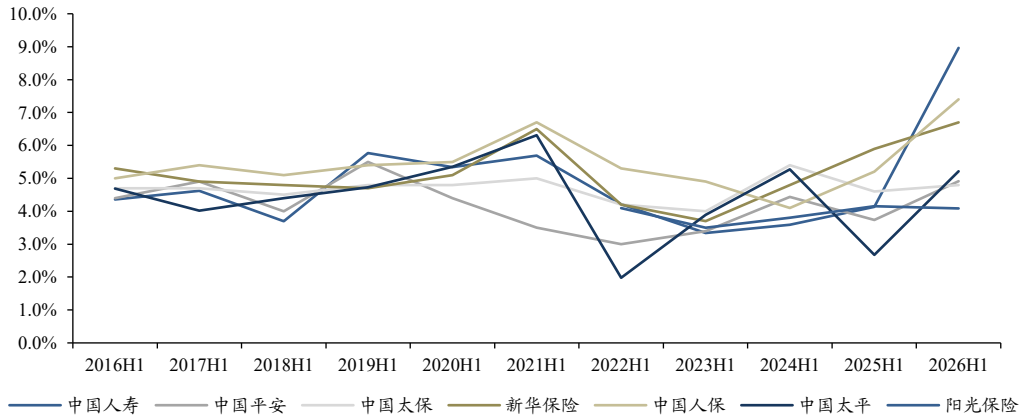


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1）将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仍有差异，不宜直接横向对比。

总投资收益率普遍提升，国寿表现最为突出。1）2026H1 上市险企平均年化总投资收益率为 6.0%，其中国寿（9.0%）、人保（7.4%）和新华（6.7%）领先同业，阳光保险为 4.1%，低于同业。2）上市险企年化总投资收益率平均同比+1.7pct，其中阳光同比-0.1pct，其他公司均同比提升，国寿提升幅度最大，同比+4.8pct，太平和人保也同比提升超过 2pct。

图9：2026H1 上市险企年化总投资收益率普遍提升



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

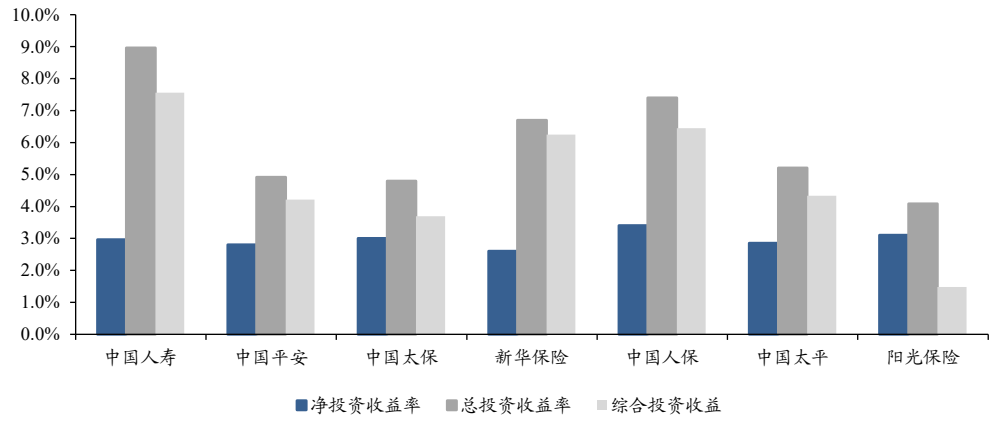
注：1）将各家险企投资收益率均调整为简单年化方式，即所有收益*2，因此变化幅度与公司披露数据可能存在差异；2）不同公司在投资收益和平均投资资产等方面的计算口径仍有差异，不宜直接横向对比。

从综合投资收益率表现看，普遍低于总投资收益率水平。我们统一调整各家公司计算口径，在总投资收益基础上加上 FVOCI 权益投资公允价值变动作为综合投资收益。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

上半年上市险企平均年化综合投资收益率约为 4.9%，同比-0.3pct；较年化总投资收益率低 1.2pct，各公司普遍如此，我们认为主要是由于上半年股市行业结构分化显著，高股息资产股价短期下跌导致的。

图10：2026H1 上市险企投资收益率一览



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1）将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）综合投资收益部分均仅包含 FVOCI 权益公允价值变动，未披露税前金额的，以税后金额/0.75 估算，平安和阳光采用公司披露值；3）不同公司在投资收益和平均投资资产等方面的计算口径仍有差异，不宜直接横向对比。

2.3. 资产配置：二级权益投资比例再创新高，OCI 股票占比提升

2.3.1. 大类资产配置：整体结构稳定，普遍增配二级权益投资

从保险资金大类资产配置来看，整体结构基本稳定。

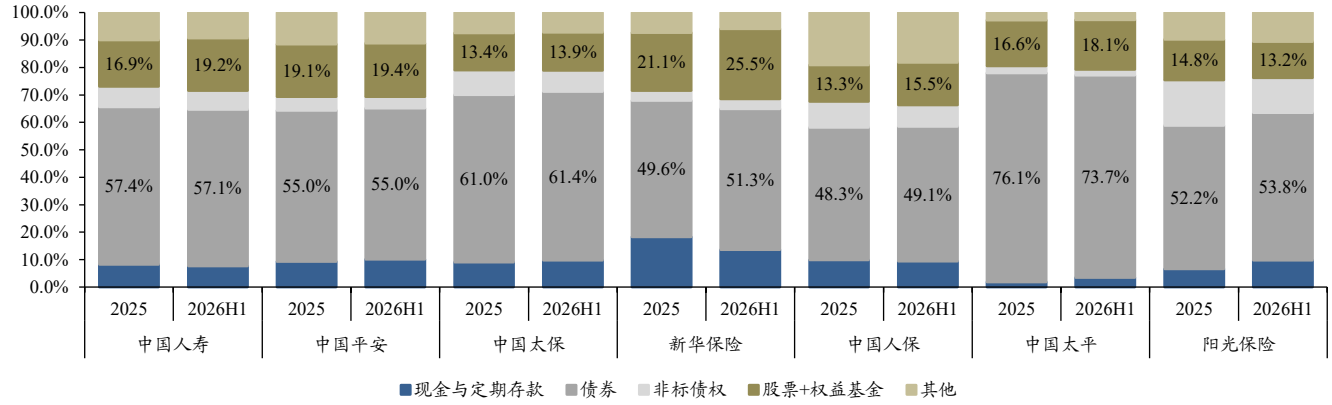
1）固收投资仍是险资运用压舱石，占据绝对主导地位。截至 2026H1，上市险企债券平均占比为 57.3%，较年初+0.2pct。太保、新华、人保和阳光较年初提升，新华和阳光提升幅度较大，均较年初+1.6pct。其他公司较年初有不同程度下降，太平降幅最大，为-2.4pct。

2）二级权益投资是重要配置方向，上市险企普遍提升了股票+基金配置比例。截至 2026H1，上市险企股票+权益基金平均占比为 17.8%，较年初+1.3pct。新华、国寿和人保提升幅度较大，分别较年初+4.4pct、+2.2pct 和+2.1pct。阳光保险是唯一占比下降的，较年初-1.6pct。

3）非标债权配置比例继续下降。截至 2026H1，上市险企非标债权投资平均占比为 6.4%，较年初-1.3pct。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

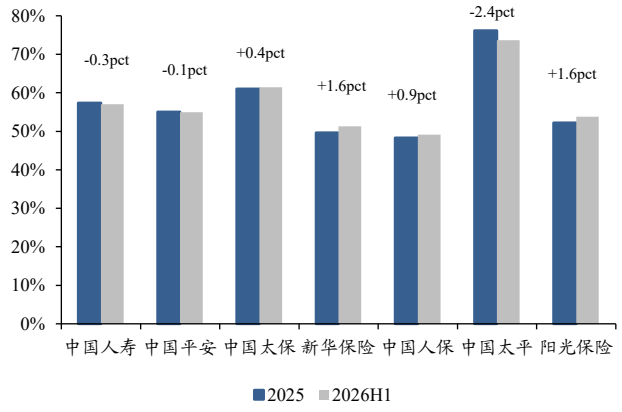
图11：2026H1 上市险企普遍增加二级权益投资



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

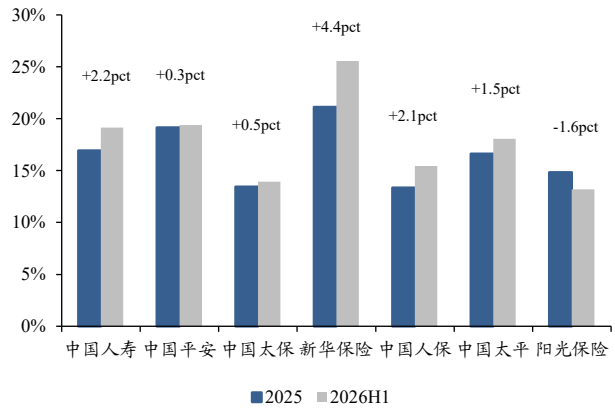
注：国寿、新华、人保和太平未单独披露权益基金数据，以基金整体代替

图12：上市险企债券配置比例有增有减



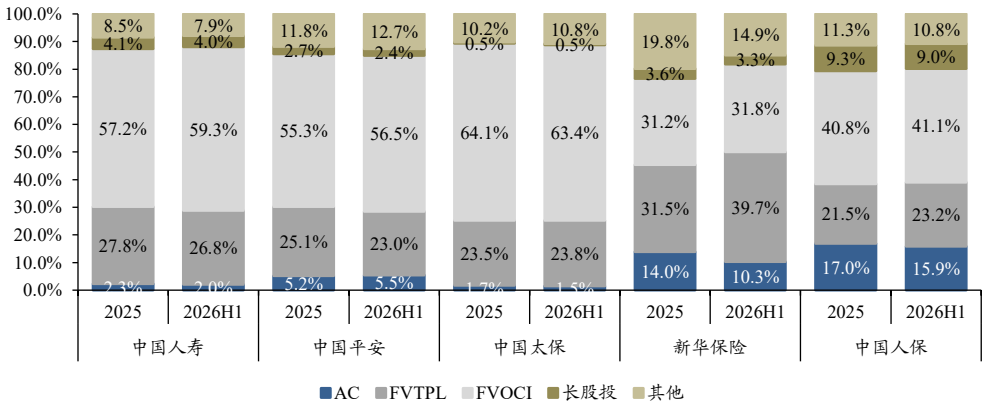
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图13：上市险企股票+股基配置比例大多增加



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图14：2026 上半年 A 股上市险企投资资产会计分类情况



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

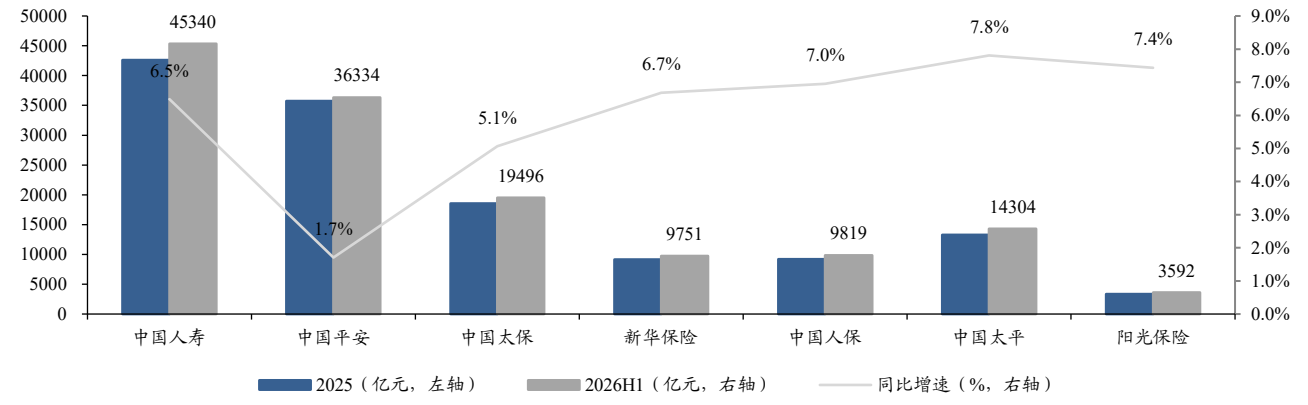
注：平安和新华的 AC 类投资中剔除了现金类及定期存款，与其他公司保持一致。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.3.2. 债券：投资规模继续提升，利率债仍是主要配置方向

债券投资整体规模继续提升。截至 2026H1 末，上市险企合计持有债券投资余额（*中国太平数据以港币兑人民币 0.86855:1 汇率折算，下同*）13.68 万亿元，较年初增长 5.2%。其中，太平、阳光增速较高，较年初增长超过 7%，而平安增速较低，较年初+1.7%。

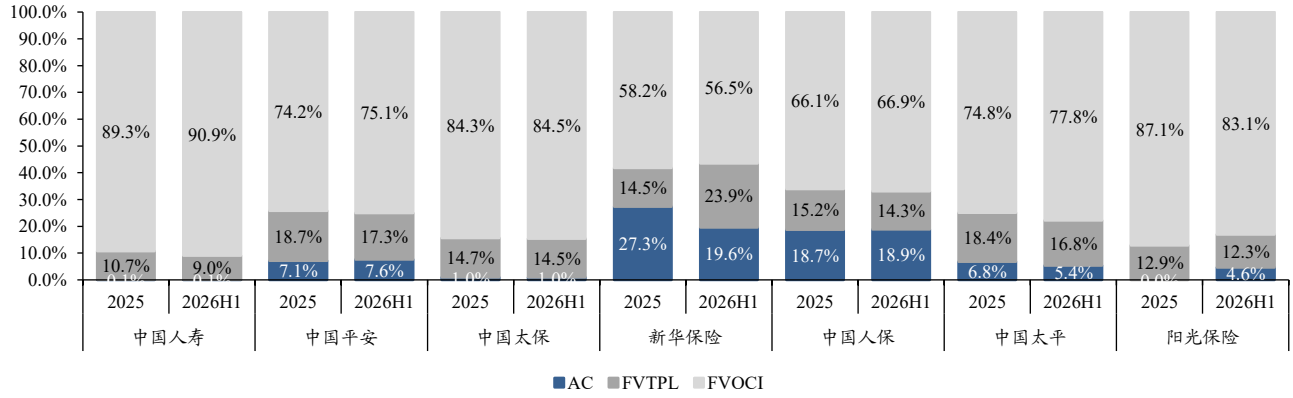
图15：2026H1 上市险企债券投资规模及增速



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所
注：中国太平为港币，其它公司均为人民币

从会计分类来看，上市险企债券的配置结构整体稳定。截至 2026H1 末，上市险企合计债券投资中 AC、FVTPL 和 FVOCI 占比分别为 8.2%、15.5%、76.4%，分别较年初-0.6pct、+0.5pct、+0.1pct。其中新华保险 AC 类占比显著下降，较年初-7.7pct 至 19.6%，主要是 Q1 择机进行了部分卖出处置。

图16：2026H1 上市险企债券投资会计分类情况

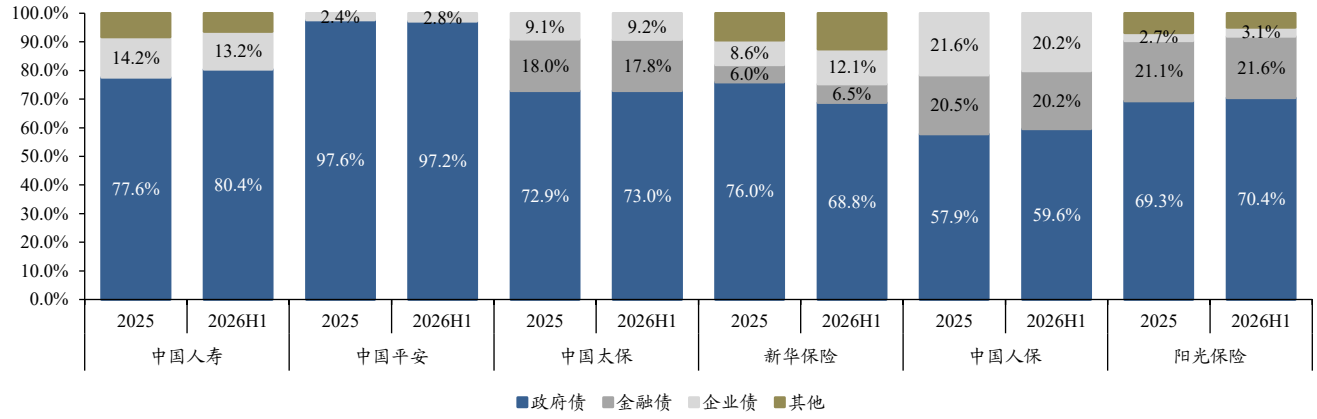


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所
注：中国平安采用保险资金投资组合的固收资产数据，非纯债口径，但不含现金类及定期存款等。

从品种分类来看，2026H1 上市险企普遍提升政府债投资比例，资产久期趋于稳定。1）从品种结构上看，2026H1 末上市险企（不含太平）投资政府债占债券比例平均为 74.9%，

较年初下降 0.3pct。其中新华较年初-7.2pct，主要是卖出了部分 AC 类国债，除新华、平安以外的其他上市险企占比均提升，平均较年初提升 1.4pct。在信用债投资上，绝大部分险企持仓中 AAA 级占比超过 95%，整体资产质量良好。2）目前上市险企固收资产久期已经稳定，我们认为近几年上市险企久期缺口已经收窄至低位，且管理抓手以有效久期为主，在分红险转型背景下负债久期逐步缩短也会推动久期缺口继续缩小，因此对继续拉长资产久期的诉求逐渐减弱。2026H1 末中国太保固收资产久期为 11.7 年，较年初持平。

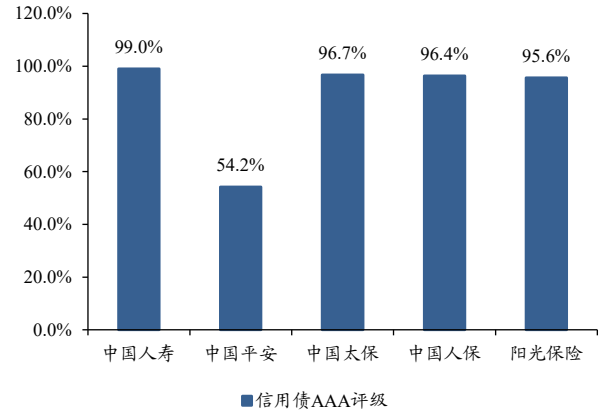
图17：2026H1 上市险企普遍提升政府债投资比例



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1）中国人寿政府债包括国债和政府机构债；2）中国平安政府债为非公司债口径。

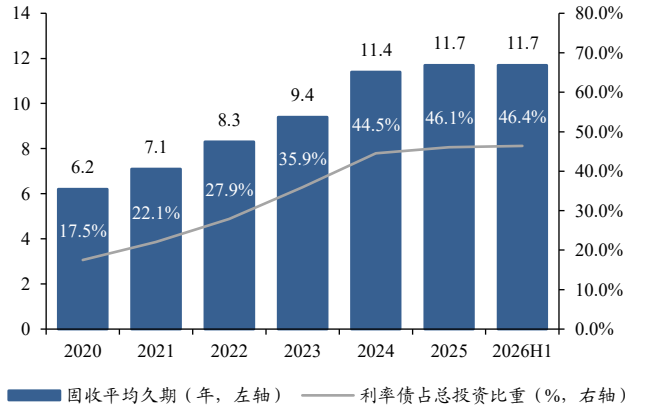
图18：2026H1 上市险企信用债 AAA 级占比



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1）平安数据为公司债；2）国寿数据为信用债；3）其他公司为企业债及非政策性金融债

图19：2026H1 中国太保固收资产平均久期较年初持平



数据来源：中国太保财报，东吴证券研究所

2.3.3. 股票：显著增配二级权益，OCI 股票占比提升

2026H1 上市险企显著增配二级权益投资。2026H1 末上市险企股票+权益基金投资

请务必阅读正文之后的免责声明部分

合计较年初增长约 13.8%，其中国寿、新华、人保和太平增速较高，均在 20%以上，而阳光则较年初-7.2%，是唯一减配二级权益的上市险企。

表7：近年来上市险企股票+权益基金投资规模与占比情况

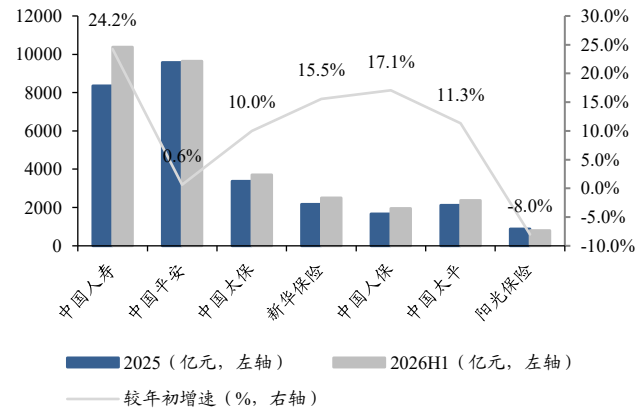
单位：亿元		规模				占比			
		股票	权益基金	总投资资产	股票+股基较年初增速	股票	权益基金	合计	股票+股基较年初变动
中国人寿	2025	8353	4218	74237		11.3%	5.7%	16.9%	
	2026H1	10378	4844	79461	21.1%	13.1%	6.1%	19.2%	+2.2pct
中国平安	2025	9581	2835	64900		14.8%	4.4%	19.1%	
	2026H1	9639	3180	66110	3.2%	14.6%	4.8%	19.4%	+0.3pct
中国太保	2025	3377	711	30400		11.1%	2.3%	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

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

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。

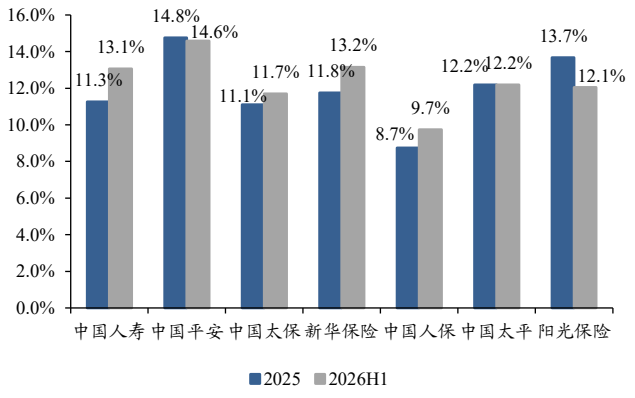
仅从股票投资看，较年初普遍大幅增长，占比变动有所分化。1）2026H1 中国人寿股票投资较年初大幅增长 24.2%，显著高于同业，太保、新华、人保和太平也都较年初两位数增长。阳光则较年初-8.0%，是唯一减配股票的险企。2）从占比看，阳光、平安分别较年初-1.6pct、-0.2pct，太平较年初持平，其他公司均较年初提升。中国寿较年初+1.8pct，提升幅度最大。

图20：上市险企股票投资较年初普遍继续增长



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图21：2026H1 上市险企股票投资占比普遍提升



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

上市险企整体继续增配 FVOCI 股票。1）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。2）从占比看，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%。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，而太保和阳光较年初下降 2.3pct、3.0pct。

表8：2026H1 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

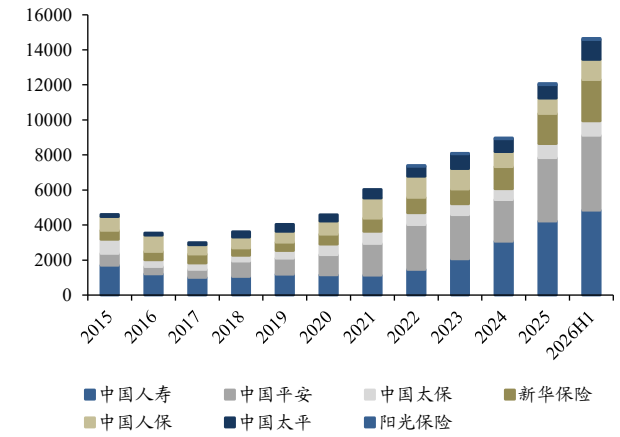
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

2.3.4. 基金：整体比重有所提升，权益基金占比微降

2026H1 上市险企配置基金比例普遍提高。1）从绝对投资规模来看，自 2018 年以来上市险企对基金配置总规模持续提升，2026H1 末上市险企基金投资规模较年初普遍保持增长，其中太平增速最高（+11.4%），平安增速较低（+1.9%）。我们认为，上半年股市走强，且以科技成长风格为主，带动基金产品净值增长，也是险企对基金配置规模提升的影响因素之一。2）从占总投资资产比重来看，2026H1 末上市险企基金占比平均为 5.8%，较年初提升 1.0pct。其中太保较年初-0.1pct，其他公司均较年初提升，新华提升幅度最大，较年初+3.0pct。

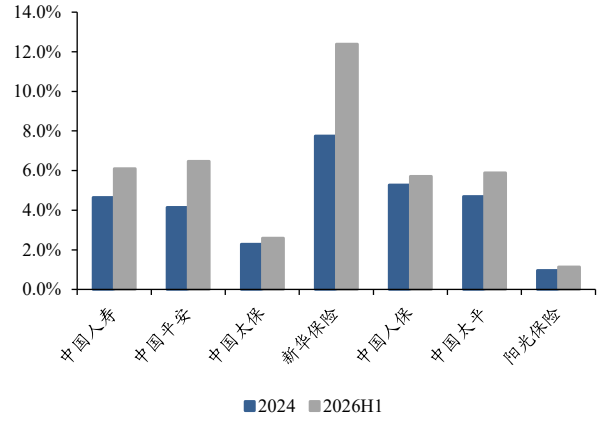
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图22：上市险企配置基金总规模持续提升



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

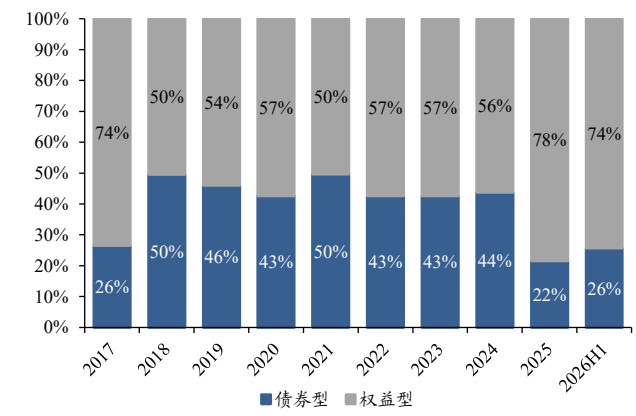
图23：2026H1 上市险企基金投资占比普遍提高



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

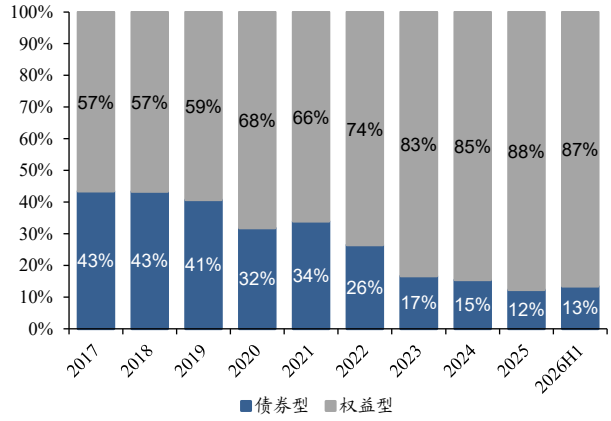
从公募基金品种结构看，平安和太保 2026H1 权益基金占比略有下降。目前仅中国平安与中国太保披露基金资产的具体细分结构：1）中国平安近年来基本保持了权益基金占 60%、债券基金占 40%的结构，但 2025 年权益基金占比同比大幅提升。2026H1 权益基金占比较年初小幅下降 4pct 至 74%。2）中国太保债券基金和权益基金占比较年初较为稳定，2026H1 权益基金占比为 87%，较年初-1pct。

图24：中国平安公募基金品种结构



数据来源：中国平安财报，东吴证券研究所

图25：中国太保公募基金品种结构



数据来源：中国太保财报，东吴证券研究所

2.3.5. 非标&地产：占比进一步下降，整体风险水平可控

1）非标债权：2026H1 末上市险企非标债权投资平均占比为 6.4%，较年初减少 1.3pct。我们认为主要是存量业务逐步到期、增发优质非标项目供给不足所致，虽然非标资产在收益率和久期方面可以对整体投资组合产生积极作用，但是目前满足保险公司收益率与风险水平要求的优质非标资产有限，是近年来非标持续收缩的主因。

2）地产投资：目前上市险企地产投资敞口已经较低，中国平安 2026H1 末保险资金

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资组合中不动产投资余额为 2052.5 亿元，在总投资资产中占比仅为 3.1%，较年初持平，且其中 84.7%为以成本法计量的物权投资，风险相对可控。

表9：中国平安 2026H1 非标投资行业及收益率分布

	投资占比			投资收益率			剩余到期期限（年）
	2025H1	2026H1	同比变动	2025H1	2026H1	同比变动	
基建	63.7%	65.2%	1.5pct	4.3%	4.1%	-0.3pct	3.1
非银金融	14.8%	10.5%	-4.3pct	3.5%	3.5%	-	4.3
不动产	8.8%	5.3%	-3.5pct	4.4%	4.1%	-0.3pct	3.7
其他	12.7%	19.0%	6.3pct	4.3%	3.8%	-0.5pct	2.6
合计	**100.0%**	**100.0%**	-	**4.2%**	**3.9%**	**-0.3**pct	**3.1**

数据来源：中国平安财报，东吴证券研究所

表10：中国太保 2026H1 非标投资行业及收益率分布

	投资占比			投资收益率			平均期限（年）	平均剩余期限（年）
	2025H1	2026H1	同比变动	2025H1	2026H1	同比变动		
基础设施	38.9%	38.4%	-0.5pct	4.2%	4.2%	-	8.7	4.5
不动产	11.2%	5.8%	-5.4pct	4.1%	3.8%	-0.3pct	13.9	10.4
交通运输	23.1%	27.7%	4.6pct	4.2%	4.1%	-0.1pct	9.3	4.7
非银金融	16.0%	19.5%	3.5pct	3.5%	3.4%	-0.1pct	5.0	3.7
能源、制造业	4.1%	3.4%	-0.7pct	4.4%	3.8%	-0.6pct	11.5	7.9
其他	6.7%	5.2%	-1.5pct	4.4%	4.1%	-0.3pct	9.0	4.6
总计	100.0%	100.0%	-	4.1%	4.0%	-0.1pct	8.6	4.8

数据来源：中国太保财报，东吴证券研究所

3. 寿险：分红险已成新单主力，预计负债成本进一步改善

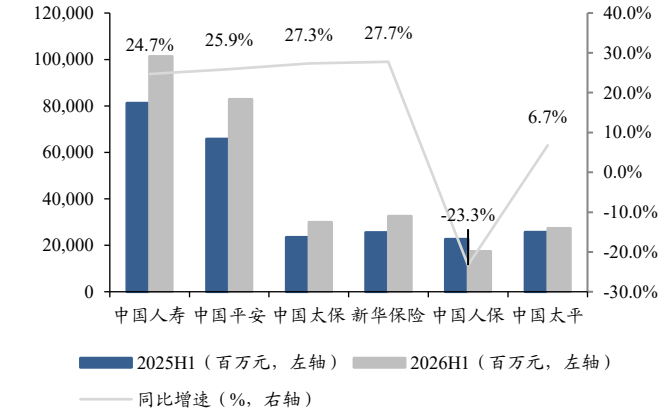
3.1. 保费：Q2 新单增速回落，分红险已成为新业务主力产品

3.1.1. 新单期交保费同比较快增长，Q2 单季新单增速回落

2026H1 上市险企新单期交保费整体实现较快增长。1）上市险企中大部分公司 2026H1 新单保费实现同比增长，其中阳光保险同比增长 63.5%，大幅领先同业。而人保寿险同比-23.8%，主要是受到银保业务下滑的影响。2）新单期交保费增速整体好于新单保费，A 股 5 家险企中，除人保同比下降外，其他险企均实现 20%以上同比增长，我们认为当前储蓄类产品需求仍然旺盛，上半年分红险产品热销是带动新单增长的主要动力。3）上市险企继续推动长期期交业务发展。从十年期及以上期交保费来看，国寿上半年同比+19.2%，占个险新单期缴比重 47.8%，同比+0.5pct；新华同比+133.3%，创 5 年来最好成绩；人保寿险同比+95.4%，业务韧性进一步加强。

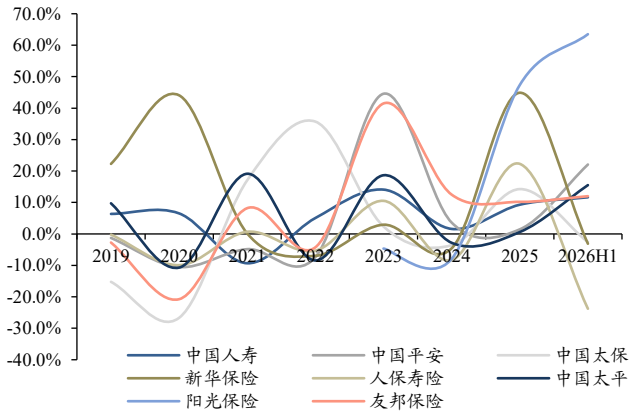
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图26：2026H1 上市险企新单期交保费增速情况



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所
注：1）中国平安、中国太保为规模保费口径；2）中国太平币种为港币。

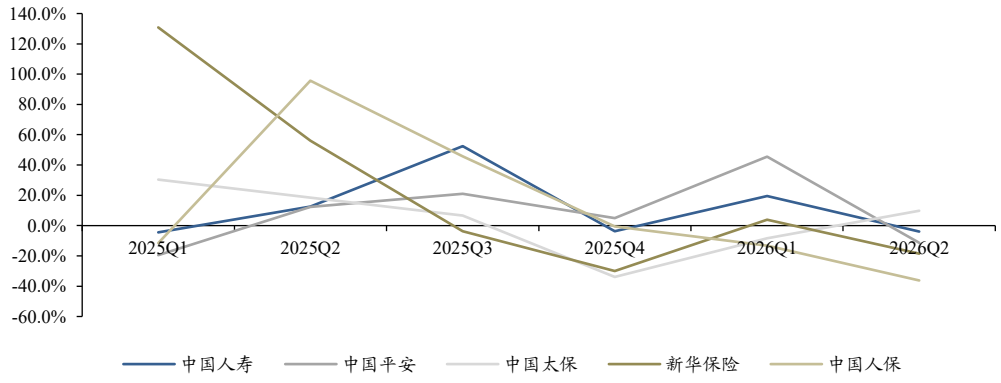
图27：2019 年以来上市险企新单保费同比增速变化



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所
注：1）中国平安、中国太保为规模保费口径；2）中国太平币种为港币；3）友邦保险为年化新保费口径，币种为美元。

2026Q2 新单保费同比增速环比回落。1）26Q1 上市险企开门红表现较好，上市险企新单保费整体上较快增长，新单期缴普遍实现两位数以上增长，主要是源自于“存款搬家”背景下分红险产品销售吸引力提升，以及上年同期低基数影响。2）进入 Q2，随着上年同期基数的快速升高，上市险企新单保费增速明显放缓，Q2 单季大部分险企新单保费同比下降。其中太保 Q1、Q2 新单保费同比增速分别为-8.5%、+9.8%，是 A 股 5 家险企中唯一实现增速环比提升的公司。

图28：2026Q2 上市险企新单保费同比增速环比回落



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所
注：中国平安采用用来计算新业务价值的首年保费口径

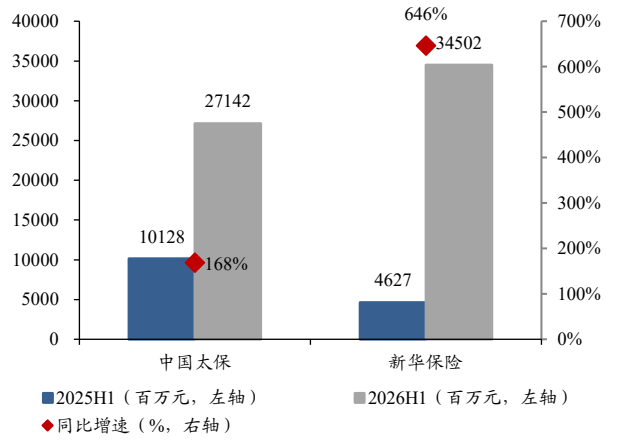
3.1.2. 分红险转型成效显著，已成为新业务主力产品

2025 年以来上市险企开始大力推动分红险等浮动收益型产品销售，以降低刚性负

债成本水平，缓解长期利差损压力。到 2026 上半年，分红险已经成为新业务的主力产品，转型成效显著，我们认为主要是由于预定利率非对称下调后分红险产品的相对吸引力明显提升。

1）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。①中国平安上半年寿险新业务分红险占比超九成。②中国太保分红险新单期缴规模保费 271.4 亿元，同比+168%，在整体新单期缴中占比已达 88.5%。③新华保险分红险长险首年保费 345 亿元，同比+646%，占整体长险首年保费比重提升至 90.1%。④中国太平上半年长险首年期交保费中分红险占比 97.8%，同比提升 10.7pct。

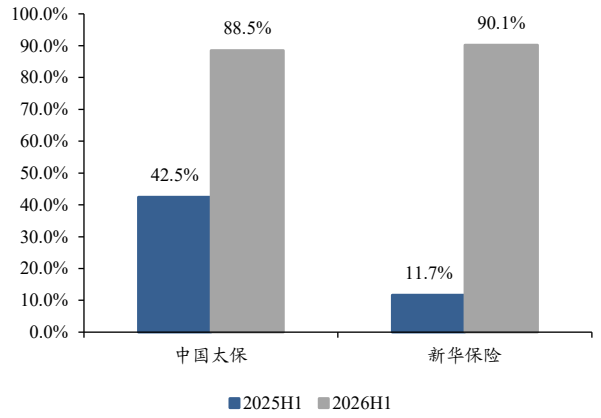
图29：2026H1 太保和新华分红险新单规模大幅增长



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：太保为新保期交规模保费口径，新华为长险首年保费口径

图30：2026H1 太保和新华分红险成为新业务主力

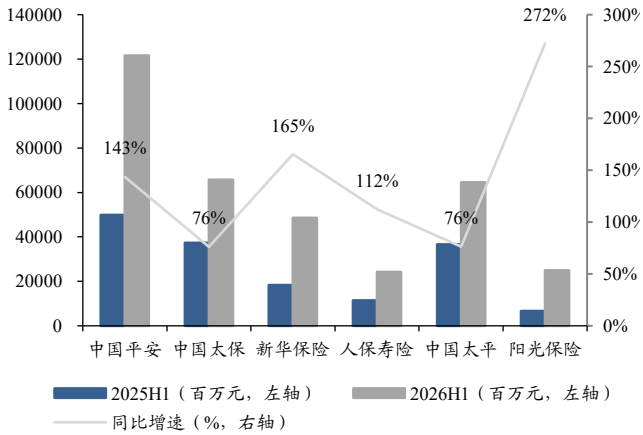


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：太保为新保期交规模保费口径，新华为长险首年保费口径

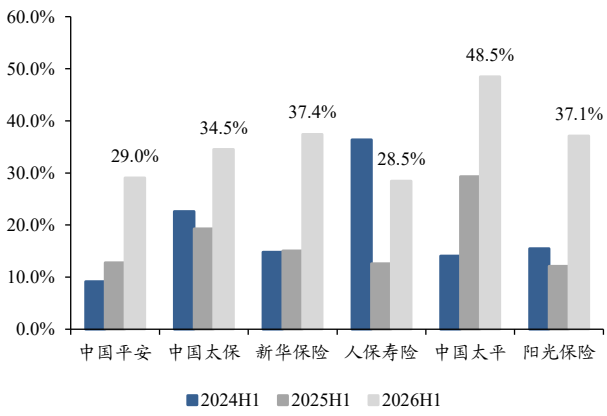
2）从总保费结构看，分红险占比也已经显著提升。上半年上市险企分红险占当期总保费比重平均为 35.8%，同比提升 19pct，其中中国太平转型较早、占比最高，达到 48.5%。我们认为，随着新单中分红险占据绝大部分比重，后续在总保费中的占比将进一步提升。

图31：2026H1 上市险企分红险总保费高增长



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图32：2026H1 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

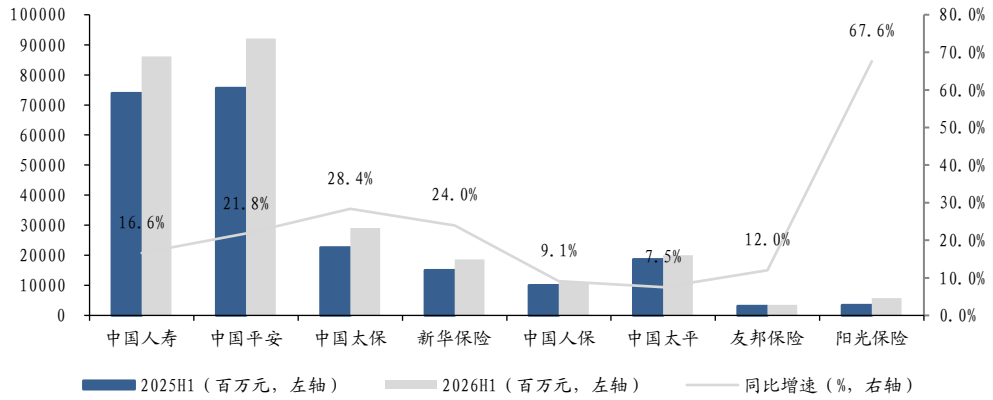
请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.2. 渠道：个险表现普遍向好，银保增速有所分化

3.2.1. 个险：新单保费增速向好，队伍产能进一步提升

个险渠道新单保费增速向好。2026 年上半年上市险企个险新单保费增速表现向好，大部分险企实现同比两位数增长，其中阳光保险增速最高，达 67.6%，A 股公司中太保增速最高，为 28.4%，平安、新华同比增速也超过 20%。我们认为，上市险企个险渠道新单保费较快增长，一方面是由于当期市场需求旺盛带动了新单销售提升，另一方面也与上年同期因推动分红险转型导致基数偏低有关。

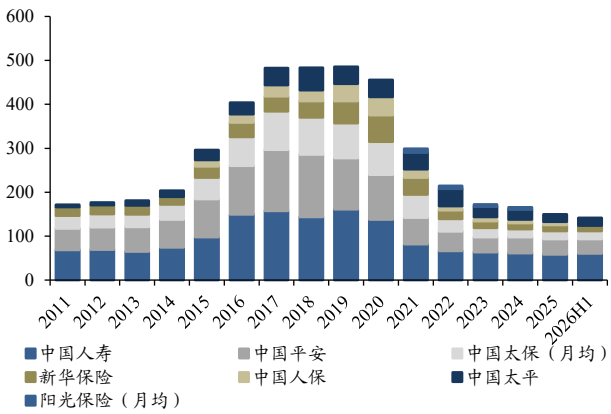
图33：大部分上市险企个险渠道新单保费同比两位数增长



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

2026H1 末上市险企人力规模较年初保持稳定，国寿、太平较年初增长。2026H1 国寿、平安、太保、新华和太平 5 家险企人力合计约 142 万人，同比减少 4.0%，较年初减少 0.4%。其中国寿、太平分别较年初增长 3.4%和 3.2%，国寿较 Q1 末增长 2.2%，实现稳步回升。

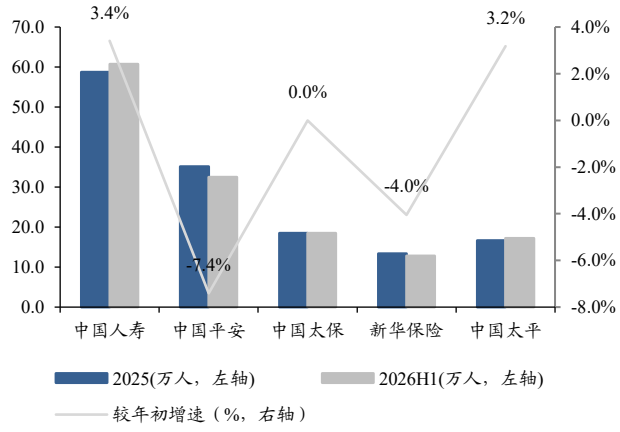
图34：上市险企代理人规模继续企稳（万人）



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：中国太保、阳光保险为月均人力，其他公司为期末人力

图35：2026H1 上市险企代理人规模较年初变动



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：阳光保险数据为月均人力，其他公司为期末人力

请务必阅读正文之后的免责声明部分

代理人渠道队伍结构与质态持续改善：

1）中国人寿：持续推进营销体系改革，聚焦“增量做优、存量做强”目标，加快推进销售队伍职业化、专业化、年轻化转型。上半年优增人力同比+56%，绩优人力占比同比+3.6pct，45 周岁及以下人员占比同比+3.5pct。

2）中国平安：深入落实“做优、增优、育优”的“三优”队伍策略，2026H1 末个险代理人中大专及以上学历占比同比+2.2pct 至 50.5%。上半年代理人活动率 55.5%，同比+5.6pct，人均月收入和人均 NBV 分别同比+5.3%、+14.1%。

3）中国太保：锚定“稳增长、优队伍”目标，持续强化体系化能力建设。队伍建设强化锻造绩优个人和绩优组织。上半年月均核心人力 4.5 万人，核心人力月人均首年规模保费同比增长 39.5%至 10.2 万元，核心人力月人均首年佣金收入同比增长 12.7%，队伍产能持续提升。

4）新华保险：①2026 年上半年累计新增人力 2 万人，队伍结构不断改善，月均合格人力 2.68 万人，同比+7%；月均绩优人力 2.08 万人，同比+16%；月均万 C 人力 0.46 万人，万 C 人力占比 3.5%，同比+0.4pct。②人均产能显著提升，月均绩优率 16.1%，同比+2.8pct；月均人均综合产能 2.2 万元，同比+32%。

5）人保寿险：绩优队伍发展质效大幅改善，月均钻石人力 8958 人，同比+25.7%。新业务模式快速发展，新军职域经营十年期及以上首年期交保费同比+285%。

6）中国太平：个险活动率及产能持续提升，上半年全员月均活动率同比+8.9pct 至 60.1%，全员活动人力月人均产能同比+18.3%，新人活动人力月人均产能同比+1.3%。

7）阳光保险：上半年活动人均产能同比+31.3%。精英队伍本科及以上学历占比 58.6%，同比+9.6pct，活动人均产能同比+30.8%。

表11：2026H1 上市险企代理人队伍人均产能指标普遍提升

	主要指标	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1	2026H1 同比
中国平安	代理人人均 NBV（元/人均每半年）	31958	43168	39895	48515	55353	141%
	代理人收入（元/人均每月）	7957	10887	11962	9898	10418	5.3%
	代理人寿险收入（元/人均每月）	6373	8668	9608	7618	8565	12.4%
中国太保	核心人力月人均首年规模保费（元）	41006	58458	64637	72870	101646	39.5%
	核心人力月人均首年佣金收入（元）	4624	7886	8219	7120	8026	12.7%
新华保险	月均人均综合产能（元）	3840	8103	10400	16700	22000	31.7%

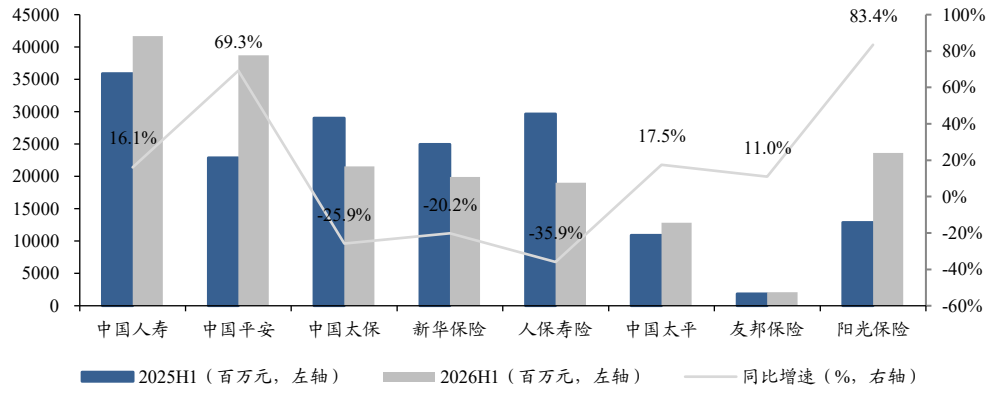
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.2.2. 银保：新单及 NBV 增速表现分化，仍看好长期战略渠道价值

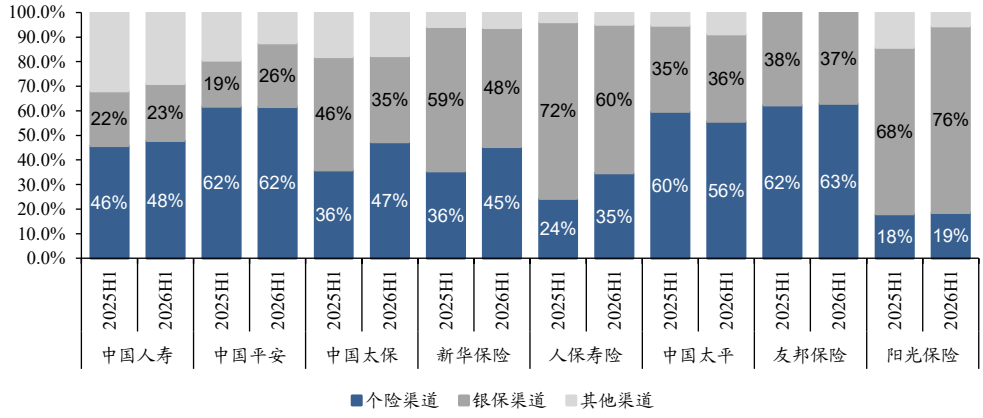
2026H1 上市险企银保新单增速表现分化。2026 年上半年，由于上年同期业务基数较高，以及部分公司业务策略有所调整，上市险企银保渠道新单保费增速表现明显分化。其中，阳光、平安实现高增长，分别同比+83.4%、+69.3%，国寿、太平和友邦也同比两位数增长，而太保、新华和人保寿险则同比下降。

图36：上半年上市险企银保渠道新单增速表现分化



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图37：2026H1 上市险企新单保费渠道结构

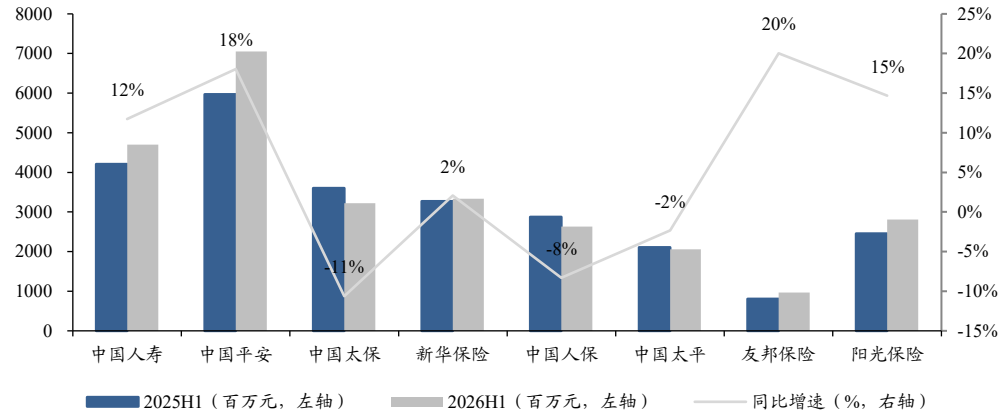


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

受新单保费增速分化的影响，各公司银保 NBV 增速表现也高低不一。友邦、平安、阳光和国寿上半年银保 NBV 均实现同比两位数增长，而太保、人保和太平则有同比小幅下降。从 NBV 渠道结构来看，平安、友邦占比有所提升，其他险企均有所下降。我们认为，这主要与业务基数、展业策略等短期因素有关，从中长期角度看，银保渠道仍然在储蓄型保险产品销售上具有优势，在报行合一背景下渠道价值凸显，预计仍然是上市险企着力布局的重要战略渠道。

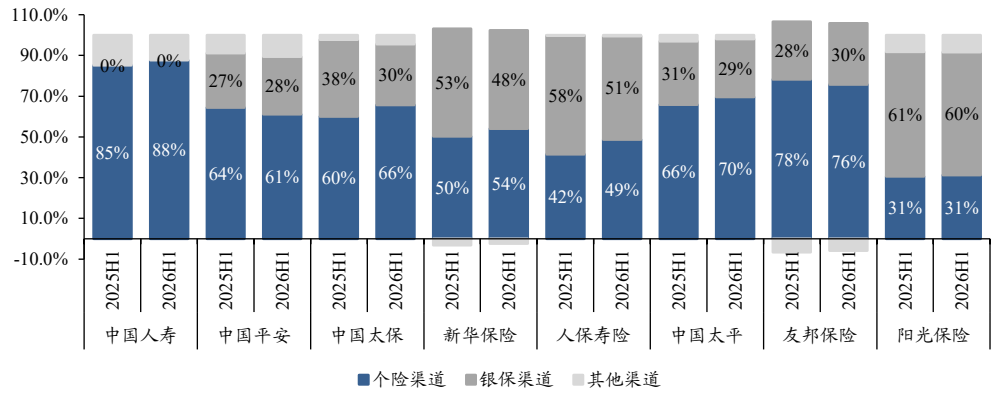
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图38：2026H1 上市险企银保渠道 NBV 同比增速情况



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所
注：中国人寿采用非个险渠道数据替代

图39：上市险企 NBV 渠道结构情况



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

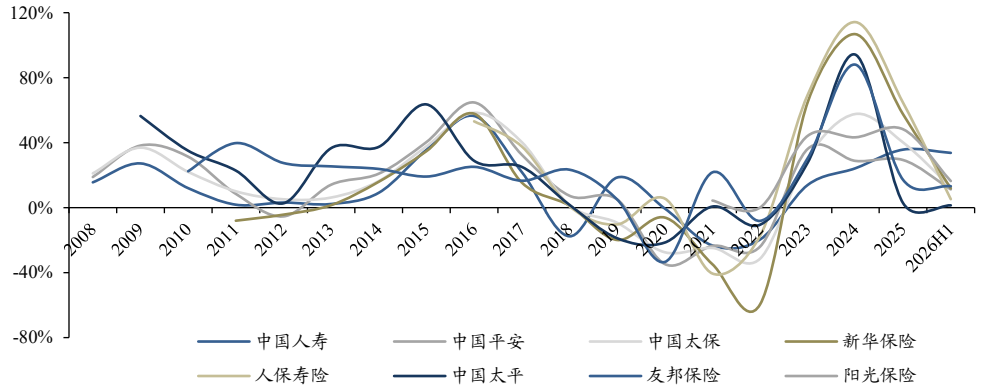
3.3. NBV：延续增长势头，对投资收益率敏感性明显改善

3.3.1. NBV 继续较快增长，NBV margin 整体稳定

上市险企上半年 NBV 延续增长趋势，Q2 单季增速有所放缓。1）2026H1 上市险企（不含友邦保险、人保健康）新业务价值合计约 968 亿元，同比增长 18.5%，大部分险企实现两位数增长，主要受到上半年新单保费增长带动。中国人寿上半年 NBV 同比增长 33.7%，增速明显领先同业；阳光保险同比+16.4%，平安、太保、新华和友邦增速也都在 10-13%之间。2）由于 Q2 新单保费增速放缓，大部分险企上半年累计增速略低于 Q1 表现。平安 Q1、Q2 单季 NBV 分别同比+20.8%、-1.8%，太保则 Q1、Q2 分别同比+9.6%、+17.6%。

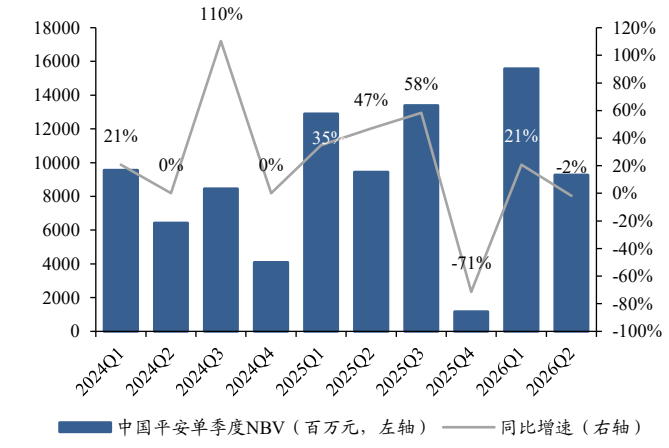
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图40：2026H1 上市险企 NBV 保持同比增长趋势



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

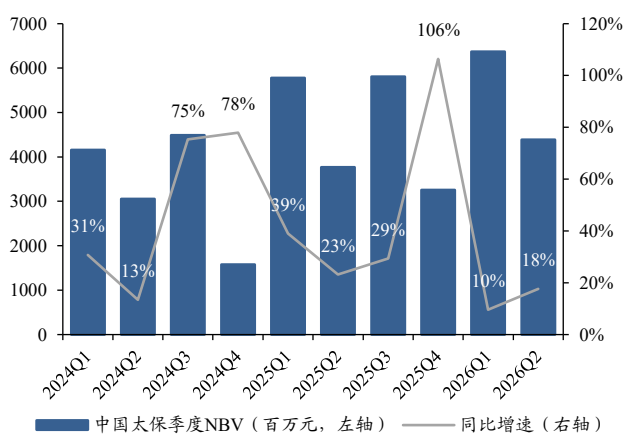
图41：中国平安分季度 NBV 增速



数据来源：中国平安财报，东吴证券研究所

注：以上增速均为可比口径

图42：中国太保分季度 NBV 增速



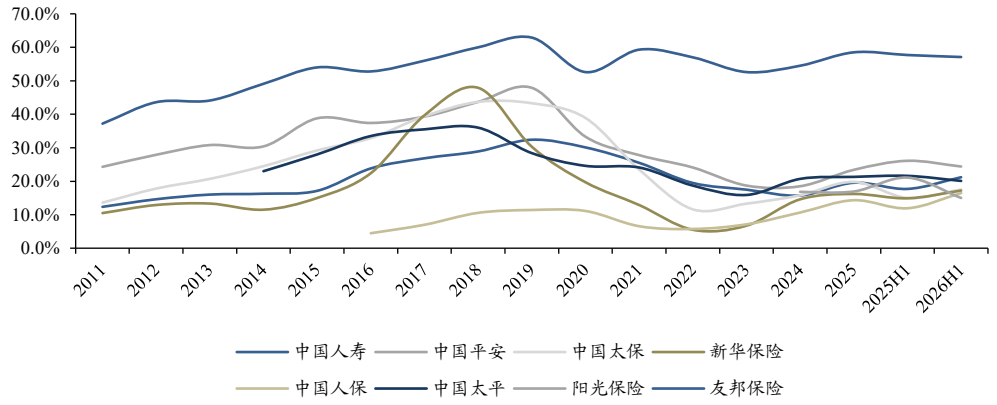
数据来源：中国太保财报，东吴证券研究所

注：以上增速均为可比口径

NBV margin 整体较为稳定。上市险企 NBV margin 平均为 23.6%，同比提升 0.4pct。其中，中国人寿提升幅度最大（3.5pct），阳光保险下降幅度最大（-6.1pct），友邦保险保持绝对水平领先优势（57.1%）。我们认为，上市险企 NBV margin 整体较为稳定，虽然分红险相比同等期限传统险的价值率略低，但是预定利率下调、报行合一深化，以及各公司优化产品结构与缴费期限等因素对冲了分红险占比提升的影响。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图43：2026H1 上市险企 NBV margin 整体稳定

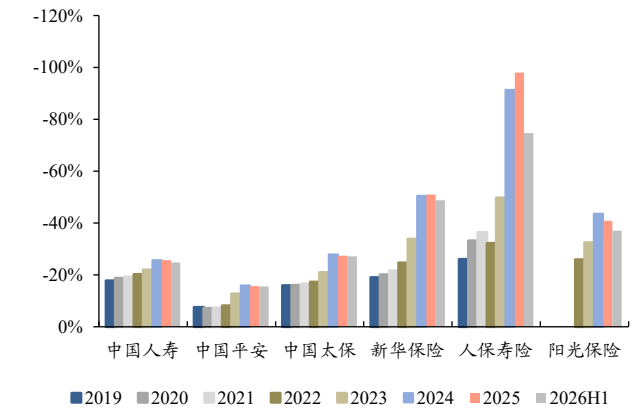


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

3.3.2. 假设敏感性：VIF 和 NBV 对投资收益率敏感性均下降

2026H1 上市险企 VIF 和 NBV 对投资收益率敏感性均有下降。1）在投资回报率下降 50bps 情景下，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 2024 年收窄 5.1pct。其中变化较大的是：①人保寿险 VIF 敏感性降幅大幅收窄 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。2）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，行业长期经营的利差压力正在逐步缓解。

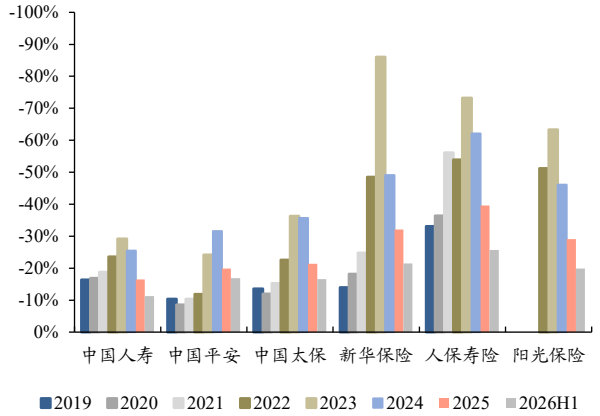
图44：上市险企 VIF 对投资收益率敏感性下降



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

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。

图45：上市险企 NBV 对投资收益率敏感性继续下降



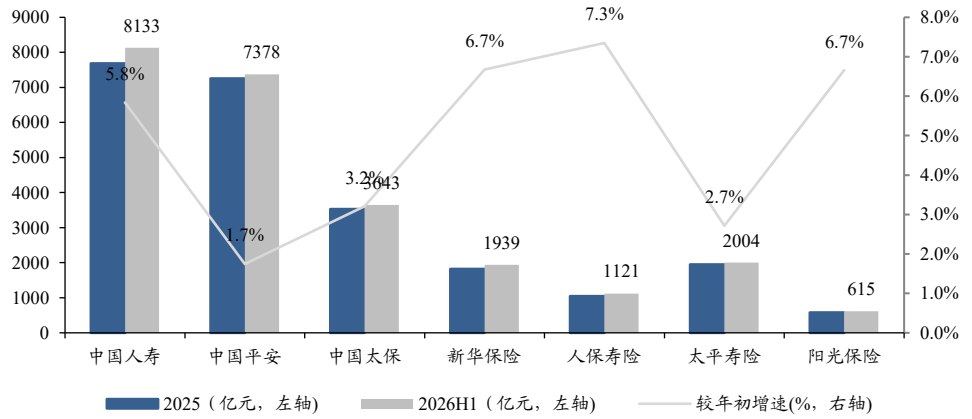
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

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。

3.4. 合同服务边际：较年初均实现正增长

2026H1 末上市险企合同服务边际余额均较年初正增长，保持向好趋势。2026H1 末上市险企寿险合同服务边际余额合计达 2.48 万亿元，较年初增长 4.1%。其中，人保寿险较年初增长 7.3%，为同业中最高，新华、阳光分别较年初+6.7%，国寿较年初+5.8%。我们认为，合同服务边际的逐步摊销是形成保险公司利润的稳定来源，近年来利率下行对合同服务边际产生一定负面影响，但是随着新业务贡献持续增长，合同服务边际余额也将逐步改善，为长期稳定释放盈利压实基础。

图46：2026H1 上市险企寿险合同服务边际余额规模及增速



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

表12：中国平安 2022 年以来合同服务边际变动结构

单位：百万元	2022	2023	2024	2025	2026H1
期初合同服务边际	**877135**	**818683**	**768440**	**731312**	**725119**
新业务贡献	53122	38951	35405	36688	29811
新业务保费现值	315274	384254	395481	440940	303428
新业务利润率（%）	11.1	10.1	9.0	8.3	9.8
预期利息增长	27106	25332	24051	22801	10586
调整合同服务边际的估计变更	-40091	-39739	-25444	2505	5843
合同服务边际摊销基础	**899273**	**843227**	**802452**	**793306**	**771359**
合同服务边际摊销	-80590	-74787	-71140	-68187	-33584
期末合同服务边际	**818683**	**768440**	**731312**	**725119**	**737775**

数据来源：中国平安财报，东吴证券研究所

注：该口径包含适用浮动收费法业务的保险合同金融风险变动

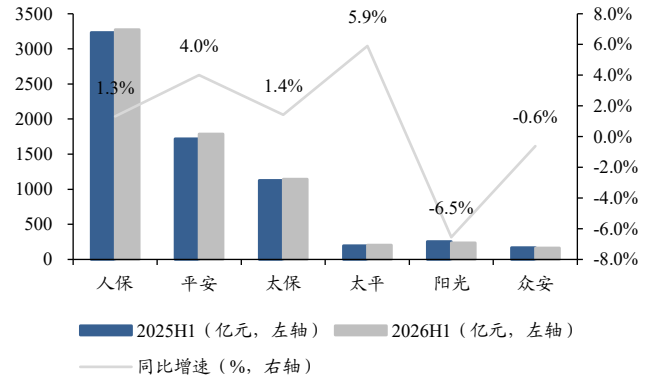
请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 财险：综合成本率继续同比改善

4.1. 保费：保费增速偏弱，非车险占比继续提升

2026 年上半年上市险企财险保费整体增速偏弱。1）上半年上市险企（不含中国太平）财险业务保费同比增长 1.7%。“老三家”人保、平安和太保财险保费合计 6206 亿元，同比增长 2.1%，其中平安（4.0%）>太保（1.4%）>人保（1.3%）。上半年财险行业整体保费同比增长 2.1%，增速偏弱主要是由于汽车产销下滑，导致车险增速放缓的影响。阳光财险保费同比-6.5%，若剔除保证险影响则同比+5.3%。2）从季度变化看，2026Q1、Q2 老三家合计保费分别同比+2.5%、+1.6%，增速边际放缓。

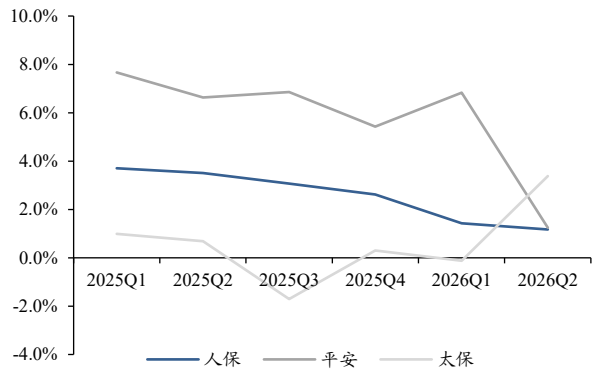
图47：2026H1 上市险企财险保费增速偏弱



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：中国太平为港币，其他公司均为人民币

图48：2025 年以来“老三家” 财险保费分季度增速



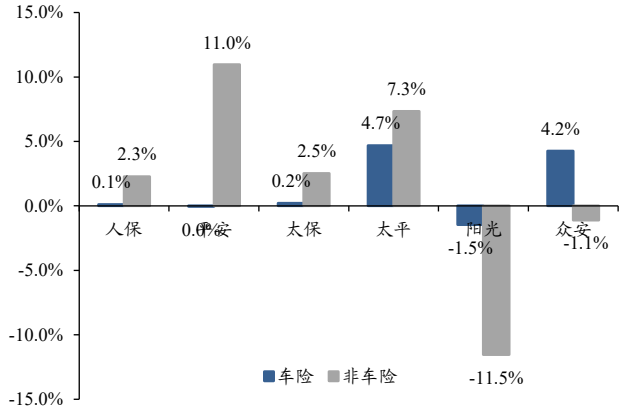
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

从细分险种看，2026H1 上市险企财险业务中非车险占比整体继续提升。除阳光财险和众安在线非车险保费占比分别下降 2.7pct、0.4pct 外，其他险企均有所提升，上市险企整体（不含中国太平）非车险占比提升 0.8pct 至 51.5%。1）从老三家情况来看，平安非车险占比最低，为 39.3%，但提升幅度最大，为 2.5pct。人保和太保非车险占比分别为 56%和 53%，同比+0.5pct、+0.6pct。2）阳光财险和众安在线非车险占比分别同比下降 2.7pct、0.4pct，主要是由于公司主动压缩保证险业务规模影响。

新能源车险保费延续快速增长势头。2026 上半年各公司新能源车险保费延续较快增长趋势，人保新能源车承保数量同比+30.9%，平安、太保新能源车险规模分别为 264 亿元、128 亿元，同比增长 21.5%、20.9%，占车险保费比重分别为 24.3%、23.9%。众安在线新能源车险增速更高，达 105.7%，占车险保费比重为 36.5%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

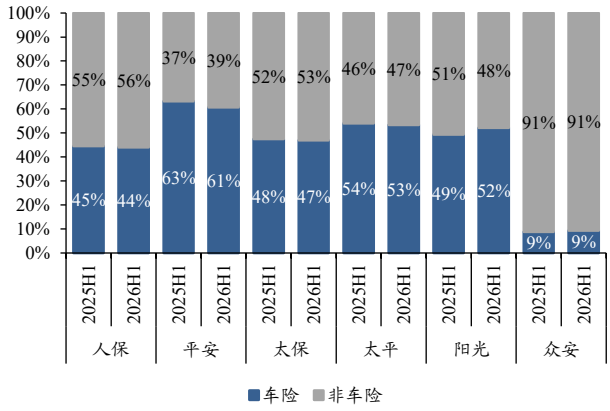
图49：2026H1 上市险企车险与非车险保费同比增速



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：众安车险业务采用汽车生态整体保费口径

图50：2026H1 非车险保费占比整体仍在提升



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：众安车险业务采用汽车生态整体保费口径

表13：人保财险主要险种保费增速及结构

险种	保费（百万元）			占比		
	2025H1	2026H1	同比增速	2025H1	2026H1	同比变动（pct）
机动车辆险	144065	144227	0.1%	44.6%	44.0%	-0.5
意健险	82614	87613	6.1%	25.6%	26.7%	1.2
农险	43790	43199	-1.3%	13.5%	13.2%	-0.4
责任险	21944	24310	10.8%	6.8%	7.4%	0.6
企业财产险	11182	11126	-0.5%	3.5%	3.4%	-0.1
其他险种	19687	17054	-13.4%	6.1%	5.2%	-0.9
整体	**323282**	**327529**	**1.3%**	**100.0%**	**100.0%**	-

数据来源：中国人保定期财报，东吴证券研究所

表14：平安财险主要险种保费增速及结构

险种	保费（百万元）			占比		
	2025H1	2026H1	同比增速	2025H1	2026H1	同比变动（pct）
车险	108611	108578	0.0%	63.2%	60.7%	-2.5
责任保险	13615	14125	3.7%	7.9%	7.9%	0.0
意健险	19604	27090	38.2%	11.4%	15.2%	3.7
农业保险	8505	9293	9.3%	4.9%	5.2%	0.2
企财险	5207	5815	11.7%	3.0%	3.3%	0.2
其他险种	15707	14458	-8.0%	9.1%	8.1%	-1.1
整体	**171857**	**178751**	**4.0%**	**100.0%**	**100.0%**	-

数据来源：中国平安定期财报，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表15：太保财险主要险种保费增速及结构

险种	保费（百万元）			占比		
	2025H1	2026H1	同比增速	2025H1	2026H1	同比变动（pct）
机动车辆险	53606	53719	0.2%	47.5%	47.0%	-0.6
健康险	15519	17137	10.4%	13.8%	15.0%	1.2
农业险	14293	14064	-1.6%	12.7%	12.3%	-0.4
责任险	12865	13713	6.6%	11.4%	12.0%	0.6
企财险	5081	3992	-21.4%	4.5%	3.5%	-1.0
其他	11396	11733	3.0%	10.1%	10.3%	0.2
整体	**112760**	114358	1.4%	100.0%	100.0%	-

数据来源：中国太保定期财报，东吴证券研究所

表16：太平财险境内主要险种保费增速及结构

险种	保费（百万港元）			占比		
	2025H1	2026H1	同比增速	2025H1	2026H1	同比变动（pct）
车险	10445	10934	4.7%	54.0%	53.4%	-0.6
水险	435	568	30.5%	2.3%	2.8%	0.5
非水险	8458	8978	6.1%	43.7%	43.8%	0.1
整体	**19338**	**20480**	**5.9%**	**100.0%**	**100.0%**	-

数据来源：中国太平定期财报，东吴证券研究所

表17：阳光财险主要险种保费增速及结构

险种	保费（百万元）			占比		
	2025H1	2026H1	同比增速	2025H1	2026H1	同比变动（pct）
车险	12495	12313	-1.5%	49.4%	52.1%	2.7
意健险	5213	6081	16.7%	20.6%	25.7%	5.1
责任险	1860	2130	14.5%	7.4%	9.0%	1.7
货运险	1157	1109	-4.1%	4.6%	4.7%	0.1
农险	723	833	15.2%	2.9%	3.5%	0.7
其他	3824	1151	-69.9%	15.1%	4.9%	-10.3
整体	**25272**	**23617**	**-6.5%**	**100.0%**	**100.0%**	-

数据来源：阳光保险定期财报，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表18：众安在线主要业务生态保费增速及结构

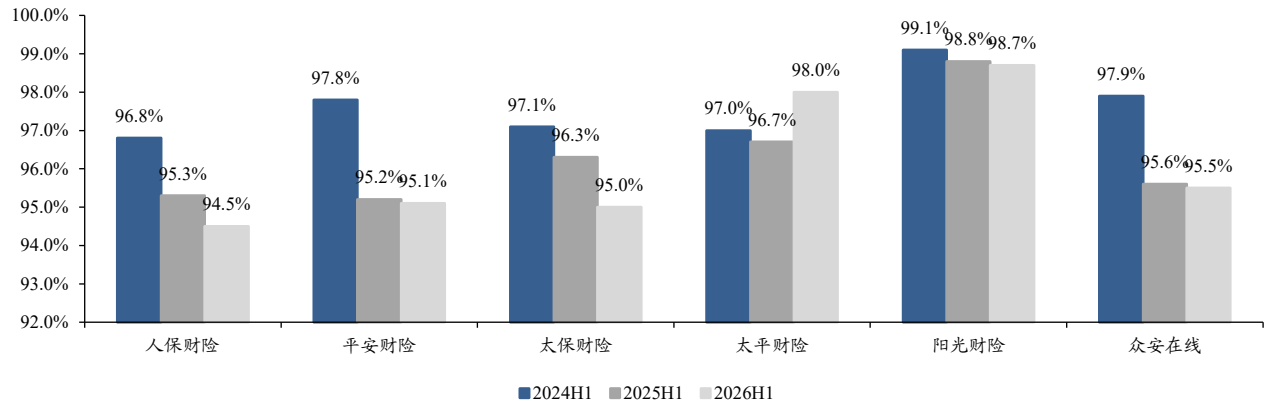
险种	保费（百万元）			占比		
	2025H1	2026H1	同比增速	2025H1	2026H1	同比变动（pct）
健康生态	6275	6714	7.0%	37.7%	40.5%	2.9
数字生活生态	6209	7743	24.7%	37.3%	46.8%	9.5
消费金融生态	2699	560	-79.2%	16.2%	3.4%	-12.8
汽车生态	1478	1541	4.2%	8.9%	9.3%	0.4
整体	**16661**	**16558**	**-0.6%**	**100.0%**	**100.0%**	-

数据来源：众安在线定期财报，东吴证券研究所

4.2. 综合成本率：普遍同比改善，主要来自于费用率优化

2026H1 上市险企财险综合成本率普遍同比改善。1）从绝对水平看，上市险企 2026H1 全部实现承保盈利，综合成本率平均值为 96.1%。阳光财险（98.7%）最高，人保（94.5%）最低，其他公司均在 95-98%之间。**2）从变动情况看，2026H1 上市险企财险业务综合成本率平均改善 0.2pct，除太平外的各家公司均同比改善，**赔付率（不含太平）平均提升 0.3pct，费用率（不含太平）平均下降 0.8pct。其中：①太保和人保综合成本率同比改善幅度较大，分别下降 1.3pct 和 0.8pct，太保费用率和赔付率均有下降，而人保主要依靠费用率的改善。②太平财险综合成本率同比+1.3pct 至 98.0%。**3）分险种来看，车险业务综合成本率普遍同比改善，主要是由于深化“报行合一”、加强费用管控影响，非车险内部虽略有分化，但整体同样是改善趋势。**

图51：2026H1 大部分上市险企财险综合成本率同比改善

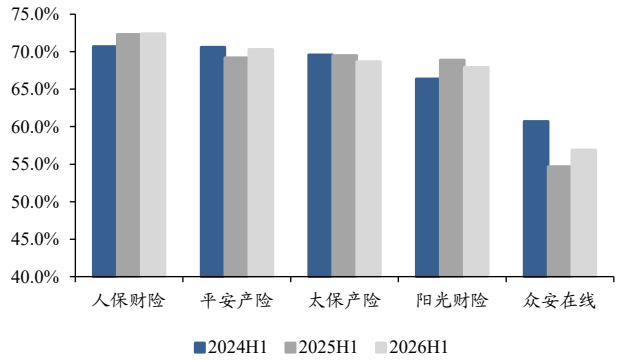


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：太平财险不包括境外财险业务

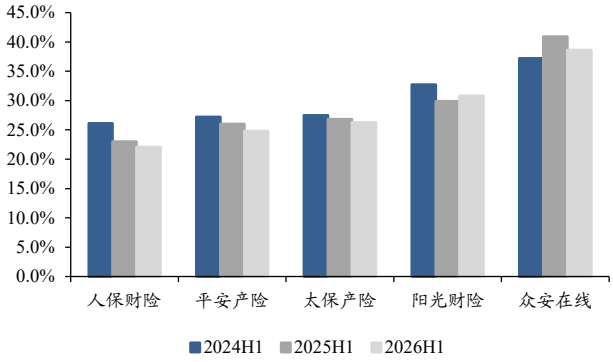
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图52：上市险企财险综合赔付率走势



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

图53：上市险企财险综合费用率走势



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

从承保利润情况来看，三大险企普遍同比显著提升。三大险企 2026 年上半年合计承保利润 272.5 亿元，同比+17.3%，Q1、Q2 单季分别同比+16.5%、+18.0%，趋势上保持稳定。上半年承保利润同比增速排序：太保（+35.7%）>人保（+19.8%）>平安（+5.5%）。

表19：2026 年上半年三大财险公司承保利润（亿元）

	2025Q1	2026Q1	同比	2025Q2	2026Q2	同比	2025H1	2026H1	同比
人保财险	6653	7154	7.5%	5046	6856	35.9%	11699	14010	19.8%
平安财险	2759	3542	28.4%	5219	4878	-6.5%	7978	8420	5.5%
太保财险	1241	1720	38.6%	2309	3097	34.2%	3550	4817	35.7%
合计	**10653**	**12416**	**16.5%**	**12574**	**14831**	**18.0%**	**23227**	**27247**	**17.3%**

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：平安和太保 2025Q1 及 2026Q1 承保利润为根据财报披露的保险服务收入*（1-综合成本率）计算得到

人保财险：1）上半年综合成本率 94.5%，同比-0.8pct，高基数基础上继续改善；赔付率 72.4%，同比+0.1pct；费用率 22.1%，同比-0.9pct。2）除农险外，其他主要险种均同比改善,车险/意健险/企财险/责任险综合成本率分别同比下降 0.7/2.8/3.4/0.5pct 至 93.5%/99.0%/86.7%/103.1%，农险则同比+4.8pct 至 98.7%。非车险整体综合成本率同比-1.2pct。

表20：人保财险主要险种综合成本率情况

险种	综合成本率			承保利润（百万元）		
	2025H1	2026H1	同比变动（pct）	2025H1	2026H1	同比增速
机动车辆险	94.2%	93.5%	-0.7	8726	9917	13.6%
农险	93.9%	98.7%	4.8	1419	268	-81.1%
意健险	101.8%	99.0%	-2.8	-569	362	扭亏为盈
责任险	103.6%	103.1%	-0.5	-676	-628	亏幅收窄
企业财产险	90.1%	86.7%	-3.4	918	1239	35.0%
其他险种	88.8%	81.4%	-7.4	1881	2852	51.6%
整体	**95.3%**	**94.5%**	**-0.8**	**11699**	**14010**	**19.8%**

数据来源：中国人保定期财报，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

平安财险：2026 年上半年综合成本率 95.1%，同比-0.1pct，费用率同比-1.2pct 至 24.8%，赔付率同比+1.1pct 至 70.3%。其中，车险综合成本率 94.9%，同比-0.6pct，主要由于深化“报行合一”与费用精细化管理。

表21：平安财险主要险种综合成本率情况

险种	综合成本率			承保利润（百万元）		
	2025H1	2026H1	同比变动（pct）	2025H1	2026H1	同比增速
车险	95.5%	94.9%	-0.6	5020	5881	17.2%
责任保险	97.6%	96.8%	-0.8	283	396	39.9%
意健险	93.6%	96.7%	3.1	979	673	-31.3%
农业保险	98.0%	98.2%	0.2	85	89	4.7%
企财险	98.3%	97.8%	-0.5	未披露	101	-
整体	**95.2%**	**95.1%**	**-0.1**	**7978**	**8420**	**5.5%**

数据来源：中国平安定期财报，东吴证券研究所

太保财险：1）2026 年上半年承保综合成本率 95.1%，同比-1.3pct。其中费用率 26.3%，同比-0.5pct；赔付率 68.7%，同比-0.8pct。2）车险、非车险综合成本率分别同比-0.7pct、-2.3pct，非车险各险种综合成本率均同比改善，农险和企财险分别同比-2.6pct、-2.3pct，改善幅度较大。

表22：太保财险主要险种综合成本率情况

险种	综合成本率			承保利润（百万元）		
	2025H1	2026H1	同比变动（pct）	2025H1	2026H1	同比增速
机动车辆险	95.3%	94.6%	-0.7	2512	3010	19.8%
健康险	99.3%	98.3%	-1.0	37	99	167.6%
农业险	98.8%	96.2%	-2.6	97	297	206.2%
责任险	99.4%	99.0%	-0.4	64	121	89.1%
企财险	92.8%	90.5%	-2.3	319	351	10.0%
整体	**96.3%**	**95.0%**	-1.3	3550	4817	35.7%

数据来源：中国太保定期财报，东吴证券研究所

阳光财险：1）2026 年上半年综合成本率 98.7%，同比-0.1pct；其中综合费用率、综合赔付率分别为+0.9pct、-1pct 至 30.8%、67.9%。2）车险综合成本率为 97.5%，同比-0.6pct。意健险、责任险和货运险承保亏损，综合成本率分别同比+4.5pct、-0.1pct、+6.8pct。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表23：阳光财险主要险种综合成本率情况

险种	综合成本率			承保利润（百万元）		
	2025H1	2026H1	同比变动（pct）	2025H1	2026H1	同比增速
车险	98.1%	97.5%	-0.6	256	318	24.2%
意健险	97.7%	102.2%	4.5	79	-74	由盈转亏
责任险	105.1%	105.0%	-0.1	-91	-93	亏幅扩大
货运险	101.0%	107.8%	6.8	-11	-88	亏幅扩大
农险	-	98.7%	-	-	6	-
其他	-	93.3%	-	-	244	-
整体	**98.8%**	**98.7%**	**-0.1**	**289**	**313**	**8.3%**

数据来源：阳光保险定期财报，东吴证券研究所

注：由于公司调整了披露险种分类，因此农险和其他险种上年同期数据不可得。

众安在线：1）2026 年上半年综合成本率同比-0.1pct 至 95.5%，其中赔付率 56.9%，同比+2.2pct，费用率 38.6%，同比-2.3pct。2）健康和数字生活生态综合成本率同比改善，而消费金融与车险生态有所提升。健康/数字生活/消费金融/汽车生态综合成本率同比分别-0.2pct/-0.7pct/+1.6pct/+2.1pct。①健康生态费用率同比-1.6pct，主要受益于降本增效与续保比例提升；②数字生活生态由于业务结构改善和服务质量提升，费用率同比-3.6pct。

表24：众安在线主要业务生态综合成本率情况

险种	综合成本率			承保利润（百万元）		
	2025H1	2026H1	同比变动（pct）	2025H1	2026H1	同比增速
健康生态	92.9%	92.7%	-0.2	-	-	-
数字生活生态	99.9%	99.2%	-0.7	-	-	-
消费金融生态	94.0%	95.6%	1.6	-	-	-
汽车生态	91.2%	93.3%	2.1	-	-	-
整体	**95.6%**	**95.5%**	**-0.1**	**656**	**773**	**17.8%**

数据来源：众安在线定期财报，东吴证券研究所

5. 投资建议：短期波动不影响保险板块长期价值

1、Q3 或将面临短期业绩压力，但不改变长期增长趋势

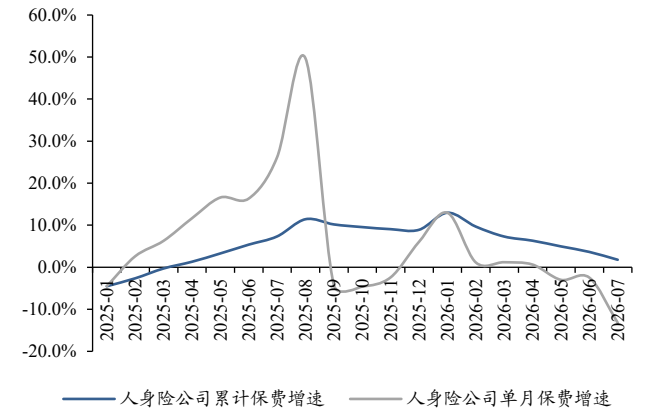
受上年同期高基数以及市场短期变化影响，2026Q3 上市险企预计面临短期业绩压力。1）从负债端来看：上年同期预定利率下调带来“炒停”窗口，单季新单销售出现全年高峰，导致较高基数。而 2026 年 Q1、Q2 人身险产品预定利率研究值环比回升，年内预定利率不再调整，叠加银保渠道“65 号文”自 7 月正式实施，进一步深化报行合一要求，行业新单保费增长面临短期压力。2）从资产端来看：上年同期股市大幅上涨，上市险企单季净利润普遍大幅上涨，部分公司创历史性高峰，同样存在利润高基数。而 2026 年 Q3 以来，受海外局势和市场情绪变化，国内股市经历大幅度波动，截至 8 月 28 日沪

请务必阅读正文之后的免责声明部分

深 300 指数单季度下跌 7.4%，预计对保险公司投资收益产生一定压力。

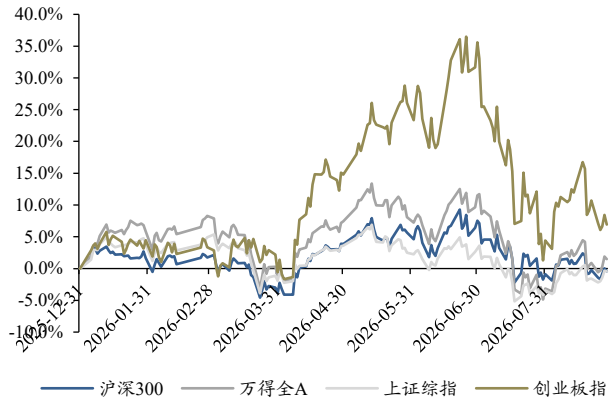
短期业绩波动并不会改变对行业长期增长的乐观判断。1）基数问题虽然影响短期数据表现，但是并不反映实际的基本面趋势，并且进入 2026Q4 又会迎来 NBV 和净利润的低基数阶段。2）从负债端增长来看，我们认为短期压力部分来自于渠道监管政策变化，而“65 号文”意在规范渠道费用投放，虽然短期会经历一段调整适应期，但利好行业稳健发展和有序竞争，且在渠道费用规范的背景下头部险企的品牌、产品和服务优势将进一步凸显。从大环境来看，当前保险产品预定利率仍然高于银行存款利率，分红险产品保证收益+浮动收益的设计具有相对吸引力，业务长期增长动能并未被削弱。3）从投资端来看，虽然短期股市经历较大波动，但一方面已经实现企稳，市场韧性明显，另一方面险资投资周期更长，具有穿越周期波动的基础，短期投资波动并不代表实际经营层面的变化。

图54：2026 年 7 月人身险公司单月保费增速承压



数据来源：金监总局，东吴证券研究所

图55：2026Q3 股市经历较大幅度波动



数据来源：wind，东吴证券研究所

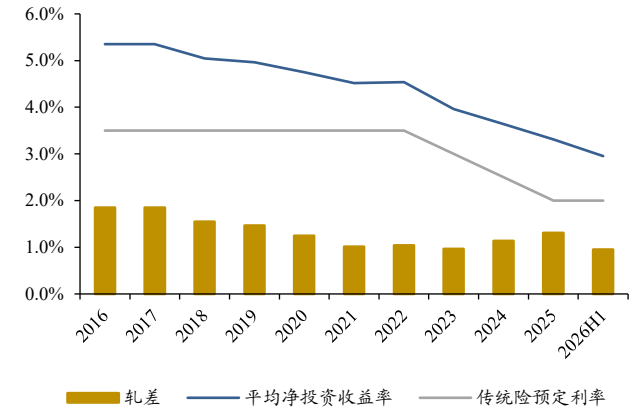
2、保险公司资负管理进入新时代，长期经营风险正在逐步缓解。

保险公司资负管理新规正式落地，行业迈入资负管理新阶段。8 月 21 日金监总局发布《保险公司资产负债管理办法》，从治理结构、政策和程序、监管指标和监测指标等各方面，对保险公司资产负债管理进行全面化规范监管，自 2027 年 1 月 1 日起正式实施。新规明确了对保险公司的监管指标：1）财险公司：①沉淀资金覆盖率、②收入覆盖率、③流动性覆盖率，均不得低于 100%。2）寿险公司：①利率风险对冲率，最低监管标准为 50%至 150%之间；对于利率风险对冲率低于 50%的人身保险公司，现金流流入利率敏感度不低于 5%。②综合投资收益覆盖率、③净投资收益覆盖率、④流动性覆盖率，这三个指标均不得低于 100%。我们预计上市险企普遍满足监管要求，并且在未来不断深化资负管理的新阶段更具管理优势。

我们认为，经过过去几年的积极调整，目前上市险企新增业务和存量业务的负债刚性成本都已经有所改善，特别是新业务成本降幅更为显著，长期利差损风险已经逐步缓解，经营基本面质地正在不断优化，长期估值中枢有较大向上修复空间。

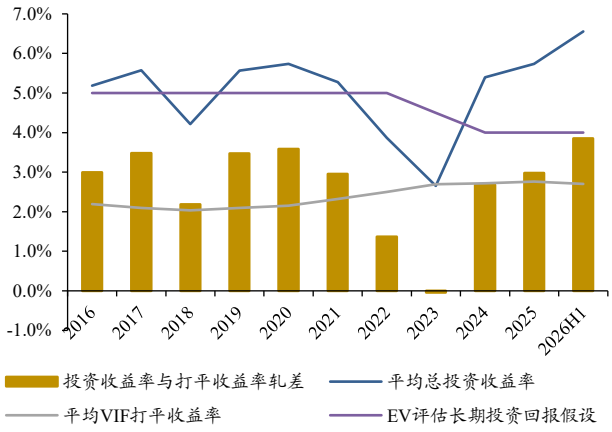
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图56：上市险企净投资收益率与预定利率比较



数据来源：wind，东吴证券研究所
注：以数据采用 A 股 5 家险企计算

图57：上市险企总投资收益率与 VIF 打平收益率比较



数据来源：wind，东吴证券研究所
注：以数据采用 A 股 5 家险企计算

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，分红险转型将进一步推动刚性负债成本优化，利差损压力将有所缓解。2）近期十年期国债收益率企稳于 1.69%左右，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）2026Q2 末公募基金对保险股持仓比例降至 0.42%，显著低配。2026 年 8 月 31 日保险板块估值 2026E 0.47-0.76 倍 PEV、0.93-1.62 倍 PB，处于历史低位，行业维持“增持”评级。

6. 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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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