



行业评级 推荐（维持）

报告日期 2026 年 05 月 09 日

相关研究

【兴证非银】保险行业 2026 年一季报综述：投资承压价值高增，坚定看好保险板块长期投资价值-2026.05.07

【兴证非银&新兴产业】非银周报（260427-260430）：一季报落地，看好非银优质个股的配置机会-2026.05.05

【兴证非银】海外养老金资讯跟踪半月刊（260416-260430）：挪威议会通过立法改革提高保证型养老产品回报-2026.05.03

分析师：唐亮亮

S0190523080002
tangliangliang@xyzq.com.cn

分析师：张博

S0190519060002
zhangboyjs@xyzq.com.cn

研究助理：郎霖

langlin@xyzq.com.cn

价值重估进阶：从估值修复迈向估值拔升 ——保险行业 2026 年中期投资策略

投资要点：

- **2026 年 1-4 月回顾：**截至 2026 年 4 月 30 日，沪深 300 指数累计上涨 3.8%，保险 II（申万）下跌 13.3%，跑输沪深 300 指数 17.2pct。各家均下跌且跑输沪深 300 指数，国寿、人保跑输沪深 300 指数 23.2、23.6pct。板块整体下跌且表现弱于大盘，主要因投资波动下险企 2025 年年报、2026 年一季报利润低于市场预期，边际承压。恒生指数累计上涨 0.6%，香港保险指数下跌 1.9%，跑输恒生指数 2.5pct。各家表现分化，其中，中国人民保险集团、太平、友邦、国寿上涨且跑赢恒生指数，其余险企估值均有不同程度的回撤。
- **行业投资逻辑：**保险公司盈利由承保利润和投资利润构成。承保利润受保费收入以及赔付和运营成本影响。投资利润取决于投资收益和负债的利率成本，受资本市场、预定利率以及产品结构影响。当前正处于价值重估第一阶段（估值修复）向第二阶段（估值拔升）的过渡期，投资收益率、新单及 NBV 增长的长期中枢仍在持续校准。我们坚信，一旦投资端长端利率企稳回升态势逐步明朗，负债端分红险转型成效显现以及保费在居民存款搬家等带动下增长逻辑得到验证，保险股有望开启价值重估第二阶段即价值拔升阶段。我们通过 EV 重估+NBV 乘法测定了价值拔升阶段保险股的定价或者估值“锚”，参考 2017-2018 年估值情况：在 EV+5 倍、8 倍和 10 倍 NBV 乘数三种情形下，估算 A 股保险上涨空间约 1-63%、16-79%、26-89%，H 股空间更大。
- **承保端：**我们认为 2026 年上市险企新单保费将延续增长，价值率预计将有不同程度的下降，整体的 NBV 增速有望实现两位数增长。1）存款搬家叙事下，流入保险的资金将支撑行业保费增长，特别是银保渠道的保费增长。短期预计存款搬家带来的新单保费增长不及前期市场预期，中长期将成为新单保费增长的重要动力。2）严监管带动格局优化，头部市场份额有望提升。分红险演示利率下调、银保“报行合一”新规推动行业格局不断优化，银保渠道格局发生深刻重构，市场资源加速向头部保险公司集中。
- **投资端：**1）固收端长端利率预期震荡企稳，利率债的增配力度可能较此前边际减弱。2）权益端全年股市可能震荡加剧，但是仍有慢牛的可能，长期资金入市政策推进下，险企权益仓位提升叠加可能延续的权益“慢牛”行情，总投资收益有望延续增长态势。在资产负债新规的影响下，为提升 NII，低利率时代股息分红收入是 NII 能够稳定的核心，股息策略仍是险企的重要投资策略，预计保险公司仍有较强动力继续增配利率债及高股息股票。权益赛道选择上，成长赛道、新质生产力等也将成为险企权益投资的重要方向。
- **投资观点：**坚定看好 2026 年下半年保险板块投资机会。2026 年下半年保险板块将继续演绎并强化本轮价值系统性重估，核心逻辑在于盈利中枢的趋势性上移，即上市保险在监管引领的涨价、降成本过程中依靠存款搬家和格局优化规模持续扩张。短期看投资端波动致一季报利润承压的主要利空基本消化，二季度投资环比改善预期下保险板块或全面修复。中长期来看，保单涨价及保费规模扩张带动的盈利中枢改善的趋势并未改变，保险长期增长潜力并未被充分定价，有望开启价值重估第二阶段价值拔升。**个股方面，推荐盈利中枢改善空间较大、负债端新单和价值表现更优标的。**关注：投资弹性较强的【中国人寿 H】、【新华保险 AH】，2026 年业绩有望领先同业的【中国平安 AH】、经营稳健且股息率较优的【中国太保 AH】。
- **风险提示：**长端利率快速下行，权益市场大幅回撤，新单销售显著不及预期

目录

一、上半年回顾：板块走弱，估值回调.....	4
（一）板块整体走弱，A股和港股走势趋同.....	4
（二）基本面表现：投资承压，NBV保持增长.....	5
二、投资逻辑：盈利拆分下的景气度前瞻.....	7
（一）保险盈利及投资逻辑.....	7
（二）EV重估+NBV乘数法.....	10
三、全年展望：新单增量与权益增效带动盈利中枢向好.....	14
（一）承保端：存款搬家叠加格局优化支撑新单和价值增长.....	14
（二）投资端：策略重点由权益加仓向结构优化转变.....	19
四、投资建议：短期波动不改长期空间，坚定看好保险投资机会.....	23
（一）投资观点.....	23
（二）重点公司.....	23
五、风险提示.....	25

图目录

图1、保险行业盈利拆分及驱动因素展望.....	8
图2、人身险业务的ANW普遍高于新准则下归母净资产.....	11
图3、人身险业务在投资收益率和风险贴现率同时-50bp时VIF变动幅度..	11
图4、2025年上市险企新单保费同比普遍提升.....	14
图5、我国保险预定利率变化.....	15
图6、我国保险市场险种结构.....	15
图7、老七家总保费市场份额.....	18
图8、老七家新单保费市场份额.....	18
图9、2025年上市险企NBV打平收益率改善.....	19
图10、2025年上市险企VIF打平收益率上升.....	19
图11、2026Q1平安新单保费高增.....	19
图12、2026Q1平安NBVM下降.....	19
图13、10年期国债到期收益率.....	20
图14、上市险企核心权益资产占比变化.....	21
图15、保险行业资金运用情况.....	21
图16、VFA模型法下CSM可在一定程度吸收资产端波动.....	22
图17、上市险企动态PEV估值走势.....	23
图18、上市险企2018年以来PEV估值分位数.....	23

表目录

表1、2026年初以来A股保险板块及指数涨跌情况.....	4
表2、2026年初以来港股保险板块及指数涨跌情况.....	4
表3、上市险企2026年Q1核心指标.....	6
表4、上市险企年化净/总/综合投资收益率.....	6
表5、保险标的涨跌幅.....	9
表6、上市险企2015年以来各年度核心经营指标及估值表现.....	9
表7、上市险企大类资产结构及收益率测算（国寿、平安、太保、新华）..	11

表 8、 计算调整后的 EV.....	13
表 9、 调整后 EV 测算合理估值.....	13
表 10、 居民存款到期规模流入保险测算（单位：亿元）.....	16
表 11、 分红险演示利率限高及银保“报行合一”新规核心要点.....	17
表 12、 “老七家”银保期交份额同比大幅提升.....	18
表 13、 上市险企大类资产配置情况（单位：亿元）.....	20
表 14、 《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》核心变化.....	21
表 15、 重点公司估值.....	25

一、上半年回顾：板块走弱，估值回调

（一）板块整体走弱，A股和港股走势趋同

A股：截至2026年4月30日，沪深300指数累计上涨3.8%，保险Ⅱ（申万）下跌13.3%，跑输沪深300指数17.2pct。具体看，A股新华保险-7.6%>中国太保-11.2%>中国平安-13.2%>中国人寿-19.4%>中国人保-19.8%，各家均下跌且跑输沪深300指数，国寿、人保跑输沪深300指数23.2、23.6pct。板块整体下跌且表现弱于大盘，主要因投资波动下险企2025年年报、2026年一季报利润低于市场预期，边际承压。从2026年1-4月保险指数走势看，2-3月为负收益，1月、4月为正收益。

港股：截至2026年4月30日，恒生指数累计上涨0.6%，香港保险指数下跌1.9%，跑输恒生指数2.5pct。具体来看，港股中国人民保险集团+22.4%>中国太平+19.2%>友邦保险+6.4%>中国人寿+4.5%>保诚-2.6%>中国平安-3.3%>中国太保-3.4%>新华保险-5.8%>中国财险-14.4%>中国再保险-26.8%>众安在线-27.1%，各家表现分化，其中，中国人民保险集团、太平、友邦、国寿上涨且跑赢恒生指数，其余险企估值均有不同程度的回撤。从2026年1-4月保险指数走势看，2-3月为负收益，1月、4月为正收益。

表1、2026年初以来A股保险板块及指数涨跌情况

证券简称	一月份	二月份	三月份	四月份	一季度	年初以来
中国人寿	9.3%	-10.5%	-18.3%	0.9%	-20.1%	-19.4%
中国平安	-2.4%	-5.5%	-10.0%	4.6%	-17.0%	-13.2%
中国太保	8.7%	-10.4%	-9.1%	0.4%	-11.5%	-11.2%
新华保险	19.4%	-9.1%	-18.6%	4.7%	-11.7%	-7.6%
中国人保	2.9%	-6.9%	-15.2%	-1.2%	-18.8%	-19.8%
沪深300	1.7%	0.1%	-5.5%	8.0%	-3.9%	3.8%
保险Ⅱ(申万)	1.1%	-6.8%	-11.2%	3.6%	-16.3%	-13.3%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

说明：数据截至2026年4月30日收盘价。

表2、2026年初以来港股保险板块及指数涨跌情况

证券简称	一月份	二月份	三月份	四月份	一季度	年初以来
中国人寿	27.4%	-9.5%	-22.1%	16.3%	-11.0%	4.5%
中国平安	11.6%	-6.5%	-12.6%	6.0%	-9.6%	-3.3%
中国太保	11.9%	-8.8%	-11.3%	6.7%	-9.7%	-3.4%
新华保险	16.9%	-13.1%	-16.2%	10.6%	-16.4%	-5.8%
中国财险	-1.0%	0.0%	-11.9%	-1.8%	-11.4%	-14.4%
友邦保险	13.1%	-3.9%	-2.2%	0.2%	6.3%	6.4%
中国太平	37.1%	-10.8%	-10.4%	8.8%	7.0%	19.2%
保诚	8.4%	-7.0%	-9.5%	6.8%	-9.6%	-2.6%
众安在线	3.4%	-7.9%	-16.8%	-8.0%	-19.6%	-27.1%
中国再保险	4.8%	-6.3%	-10.9%	-16.3%	-7.7%	-26.8%

中国人民保险集团	2.5%	4.7%	-1.6%	15.9%	3.9%	22.4%
WIND 香港保险	12.2%	-6.3%	-11.5%	5.4%	-7.1%	-1.9%
恒生指数	6.9%	-2.8%	-6.9%	4.0%	-3.4%	0.6%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

说明：数据截至 2026 年 4 月 30 日收盘价。

（二）基本面表现：投资承压，NBV 保持增长

负债端看，新单增速分化，NBV 延续较快增长，保险服务业绩普遍正增。2026Q1，新单同比，平安+45.5% > 国寿+19.5% > 新华+4.4% > 太保-8.5% > 人保寿险-13.3%，各家 NBV 同比，国寿+75.5% > 新华+24.7% > 人保寿险+21.0% > 平安+20.8% > 友邦+17.4%（实际汇率）> 太保+9.6%，保险服务业绩（保险服务收入-保险服务费用）同比，新华+30.8% > 太保+20.9% > 平安+2.5% > 人保+1.9% > 国寿-5.7%，除国寿外各家均有增长，其中新华增速较快主要为业务规模扩张带动预期赔付及费用自然增加，结合 CSM 释放共同拉动增长，国寿主要因保险服务费用同比+7.7%导致保险服务业绩下降，一季度短暂利率下行存在负向影响。

资产端看，受一季度权益市场波动影响，投资收益普遍承压。年化净投资收益率及同比，平安+3.20%（-0.4pct，简单年化）> 太保+2.80%（-0.4pct，简单年化），受利率下行以及投资资产规模提升影响普遍承压。年化总投资收益率及同比，太保+3.20%（-0.8pct，简单年化）> 国寿 2.21%（-0.54pct）> 新华+2.10%（-3.6pct）> 人保+2.0%（同期数据未披露，简单年化），各家受权益市场波动影响普遍承压。年化综合投资收益率及同比，新华为 1.8%（-1.0pct），平安为 0.8%（-4.4pct，简单年化），两家口径差异较大不可比。

2026 年一季度归母净利润同比，新华+10.5% > 太保+4.3% > 平安-7.4% > 中国财险-23.7% > 人保-31.4% > 国寿-32.3%，各家表现分化，普遍受投资波动承压。其中新华增长主要系承保财务损失减少 65%、保险服务业绩同比+30.8%以及出售部分 AC 类债券，中国财险、人保及国寿由于去年同期的基数效应等因素导致负增长。

2026 年一季度归母净资产较年初变动，新华+10.8% > 太保+5.8% > 人保+3.4% > 中国财险+2.8%（净资产口径）> 平安+1.8% > 国寿+0.5%。各家普遍维持增长态势，新华主要为利润增长及利率企稳后保险合同金融变动正向贡献。

表3、上市险企 2026 年 Q1 核心指标

单位：亿元	中国人寿			中国平安			中国太保		
	2026Q1	2025Q1 或 2025A	同比或相比 年初	2026Q1	2025Q1 或 2025A	同比或相比 年初	2026Q1	2025Q1 或 2025A	同比或相比 年初
营业收入	933	1,102	-15.3%	2,184	2,328	-6.2%	925	937	-1.2%
保险服务收入	548	542	1.1%	1,384	1,377	0.5%	702	696	1.0%
新单保费	1,284	1,074	19.5%	663	456	45.5%	391	428	-8.5%
投资收益	455	252	80.7%	409	296	38.0%	119	71	68.8%
利息收入	329	309	6.5%	343	333	3.0%	149	144	3.5%
公允价值变动损益	-429	-24	不可比	-500	-218	不可比	-56	17	不可比
保险服务费用	297	276	7.7%	1,101	1,100	0.0%	591	603	-2.1%
承保财务损失	376	447	-16.0%	224	381	-41.3%	192	185	3.8%
保险服务业绩	251	266	-5.7%	283	276	2.5%	112	92	20.9%
归母净利润	195	288	-32.3%	250	270	-7.4%	100	96	4.3%
归母净资产*	5,983	5,952	0.5%	10,183	10,004	1.8%	3,196	3,021	5.8%
NBV-可比口径	-	-	75.5%	156	129	20.8%	64	58	9.6%

单位：亿元	新华保险			中国人保			五家合计		
	2026Q1	2025Q1 或 2025A	同比/相比年 初	2026Q1	2025Q1 或 2025A	同比/相比年 初	2026Q1	2025Q1 或 2025A	同比/相比年 初
营业收入	221	334	-33.7%	1,485	1,566	-5.1%	5,749	6,267	-8.3%
保险服务收入	130	123	5.5%	1,389	1,361	2.0%	4,153	4,099	1.3%
新单保费	304	291	4.4%	194	224	-13.3%	2,837	2,473	14.7%
投资收益	221	98	126.0%	220	122	79.9%	1,424	839	69.8%
利息收入	78	81	-3.4%	78	79	-1.6%	978	947	3.3%
公允价值变动损益	-209	30	不可比	-211	-5	不可比	-1,404	-200	不可比
保险服务费用	76	82	-7.4%	1,207	1,183	2.1%	3,271	3,244	0.8%
承保财务损失	64	181	-64.6%	91	115	-20.7%	946	1,309	-27.7%
保险服务业绩	55	42	30.8%	182	178	1.9%	882	855	3.2%
归母净利润	65	59	10.5%	88	128	-31.4%	699	842	-17.0%
归母净资产*	1,236	1,115	10.8%	3,194	3,090	3.4%	23,791	23,183	2.6%
NBV-可比口径	47	37	24.7%	-	-	21.0%	-	-	-

数据来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表4、上市险企年化净/总/综合投资收益率

险企	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025A	2026Q1
中国人寿	3.62%	3.78%	3.81%	3.77%	2.82%	3.03%	3.26%	3.47%	2.60%	2.78%	-	3.04%	-
中国平安	3.10%	3.50%	4.00%	4.20%	3.00%	3.30%	3.80%	3.80%	3.60%	3.60%	3.73%	3.70%	3.20%
中国太保	3.20%	4.00%	4.00%	4.00%	3.20%	3.60%	3.87%	3.80%	3.20%	3.40%	3.47%	3.40%	2.80%
新华保险	-	3.40%	-	3.40%	-	3.20%	-	3.20%	-	3.00%	-	2.80%	-
中国人保	-	4.40%	-	4.50%	-	3.80%	-	3.90%	-	3.70%	-	3.60%	-

险企	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024A	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025A	2026Q1
中国人寿	4.21%	3.41%	2.81%	2.68%	3.23%	3.59%	5.38%	5.50%	2.75%	3.29%	6.42%	6.09%	2.21%
中国平安	3.30%	3.40%	-	3.00%	-	3.50%	-	4.50%	-	3.78%	-	4.50%	-
中国太保	5.60%	4.00%	3.20%	2.60%	5.20%	5.40%	6.27%	5.60%	4.00%	4.60%	6.93%	5.70%	3.20%
新华保险	5.20%	3.70%	2.30%	1.80%	4.60%	4.80%	6.80%	5.80%	5.70%	5.90%	8.60%	6.60%	2.10%
中国人保	-	4.90%	-	3.30%	-	4.10%	-	5.60%	-	5.10%	5.40%	5.70%	2.00%

险企	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024A	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025A	2026Q1
中国人寿	-	4.23%	-	3.23%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中国平安	3.50%	4.10%	3.70%	3.60%	3.10%	4.20%	5.00%	5.80%	5.20%	6.20%	7.20%	6.30%	0.80%
中国太保	-	4.20%	-	2.70%	-	6.00%	-	6.00%	-	4.80%	-	6.10%	-

新华保险	5.70%	4.70%	-	2.58%	6.70%	6.50%	8.10%	8.50%	2.80%	6.30%	6.70%	5.00%	1.80%
中国人保	-	-	-	3.96%	-	-	-	-	-	-	-	-	-

数据来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

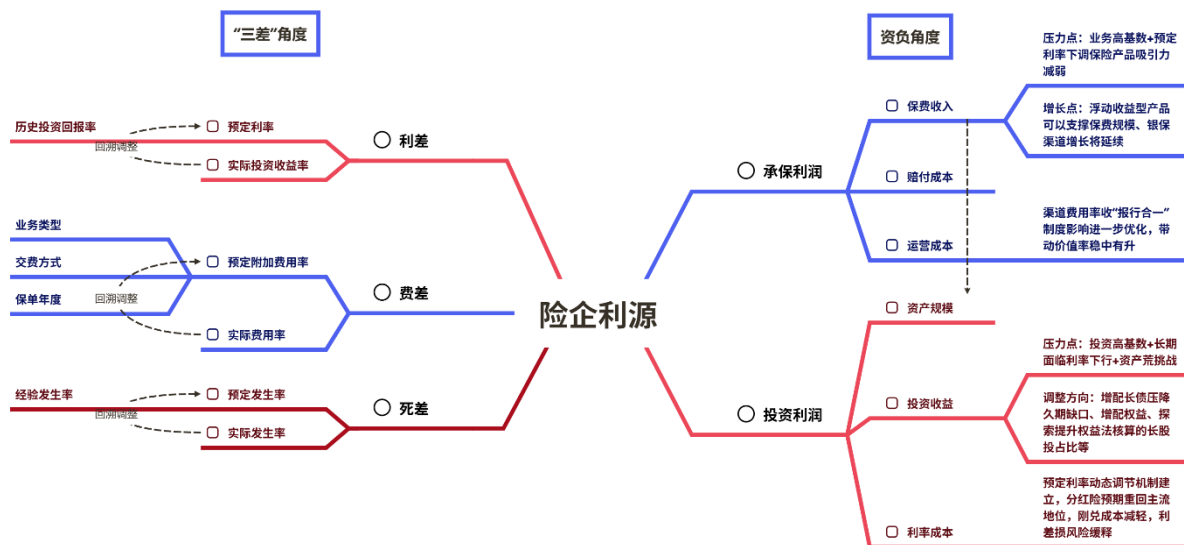
二、投资逻辑：盈利拆分下的景气度前瞻

（一）保险盈利及投资逻辑

保险公司的盈利由承保利润和投资利润两部分构成。承保利润指的是与提供保险保障服务相关的盈利，受保费收入规模以及保单的赔付和运营成本影响；其中，保费收入规模重点跟踪销售端新单保费收入，背后是渠道、产品和监管三大因素综合作用的结果。赔付率短期内变化往往不大，渠道费用率的边际变化通常更为显著，对承保利润的短期影响较大。投资利润重点关注投资收益率和负债成本率。具体看，投资收益率主要受资本市场长端利率走势、权益市场景气度以及房地产等资产质量影响。负债成本率则取决于预定利率和负债结构变化。由于保险公司的存量负债占据绝对主体，因此负债成本率的短期变化较小，投资利润的边际变动受投资收益的影响更大，这也是保险公司业绩与资本市场密切相关、保险估值具备顺周期强 β 属性的核心原因所在。

进一步拆分，承保利润和投资利润来源于“三差”，即“死差”、“费差”、“利差”，其中前两项构成承保利润，第三项构成投资利润，三者共同决定了保险公司的盈利能力和价值增长潜力。“死差”主要源于实际风险发生率与定价假设之间的差异，“费差”来源于实际营运开支与预定费用的差异。“利差”反映投资收益率与利率成本（传统险为定价利率，分红险等为实际结算利率）的差额。以储蓄型为主的产品结构决定了“利差”是保险公司利源的核心，而投资收益率对“利差”的影响极大，背后是资本市场景气度以及各家投资能力综合作用的结果。

图1、保险行业盈利拆分及驱动因素展望



数据来源：十三个精算师公众号，兴业证券经济与金融研究院绘制

在 2026 年年度策略报告中，基于盈利拆分的视角，我们详细复盘了过去 10 年保险股估值经历的三个时期以及背后的驱动因素（详见《保险行业 2026 年年度投资策略——分红险重塑产品竞争力，新银保重构渠道新格局》），并给出对于 2026 年的核心判断：预期宏观及资本市场环境将处于“经济周期向下但资本市场景气度提升”向“经济周期向好且资本市场回暖”过渡阶段，与投资密切相关的净利润依然是首要关注指标，同时新单、NBV 等负债端指标重要性明显提升。从 2026 年 1-4 月市场实际的表现看，我们对于经济周期以及对市场依然会首要关注净利润这一核心指标的判断基本准确，但对于资本市场景气度提升以及新单、NBV 等负债端指标重要性明显提升的判断出现了一定偏差。投资者可以理解资本市场景气度受外围市场等突发事件影响导致预判偏差，但对于为何负债端良好的新单和 NBV 等指标无法支撑估值可能感到疑惑，究其原因，我们的判断如下：

当前正处于价值重估第一阶段估值修复向第二阶段估值拔升的过渡期，投资收益率以及新单和 NBV 增长的长期中枢仍在校准，换言之 2024-2025 年保险股的“便宜”是显而易见的，然而站在 2026 年这个时点保险股在不那么“便宜”的位置上看未来的投资价值究竟有多大仍不够清晰。因此 2026 年开年以来市场主要交易短期的 β 和投资业绩，而相对忽视负债端新单和 NBV 指标的良好表现。然而，我们坚信，一旦投资端长端利率企稳回升态势逐步明朗，负债端分红险转型成效显现以及保费在居民存款搬家等带动下增长逻辑得到验证，保险股有望开启价值重估第二阶段即价值拔升阶段；而价值拔升阶段，保险股的定价或者估值“锚”在哪里？下面我们将通过 EV 重估+NBV 乘数法给投资者以参考。

表5、保险标的涨跌幅

	2015-2019 年	2020-2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年至今
中国人寿 A	8.7%	13.2%	-22.5%	50.6%	10.4%	-19.4%
中国平安 A	152.9%	-38.2%	-9.8%	37.6%	35.9%	-13.2%
中国太保 A	32.8%	-26.2%	0.8%	48.7%	26.6%	-11.2%
新华保险 A	3.9%	-31.6%	6.0%	66.3%	46.0%	-7.6%
中国人保 A	58.7%	-25.5%	-4.7%	62.1%	21.2%	-19.8%
中国人寿 H	-22.6%	-28.1%	-21.3%	53.4%	93.8%	4.5%
中国平安 H	158.4%	-36.3%	-27.8%	39.6%	49.4%	-3.3%
中国太保 H	-9.0%	-32.6%	-4.2%	69.1%	45.8%	-3.4%
新华保险 H	-7.8%	-30.7%	-15.5%	68.7%	146.0%	-5.8%
中国人保 H	-5.8%	-2.0%	-1.3%	75.2%	80.3%	-21.2%
中国财险 H	7.9%	-4.1%	32.7%	42.4%	38.6%	-14.4%
友邦保险 H	104.0%	11.7%	-20.0%	-14.9%	45.8%	6.4%
中国太平 H	-11.7%	-44.3%	-28.5%	79.4%	64.5%	19.2%
阳光保险 H	-	-6.0%	-16.8%	-32.2%	51.6%	-7.2%
沪深 300	15.9%	-5.5%	-11.4%	14.7%	17.7%	3.8%
恒生指数	19.4%	-29.8%	-13.8%	17.7%	27.8%	0.6%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

说明：数据截至 2026 年 4 月 30 日收盘价。

表6、上市险企 2015 年以来各年度核心经营指标及估值表现

NBV 增速-追溯	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026Q1
中国人寿	35.6%	56.4%	21.9%	-17.6%	18.6%	-0.6%	-23.3%	-19.6%	14.0%	24.3%	35.7%	75.5%
中国平安	40.4%	32.2%	32.6%	7.3%	5.1%	-34.7%	-23.6%	-24.0%	36.2%	25.6%	29.3%	20.8%
中国太保	37.8%	56.5%	40.3%	1.5%	-9.3%	-27.5%	-24.8%	-31.4%	30.5%	57.7%	40.1%	9.6%
新华保险	34.8%	36.4%	15.4%	1.2%	-19.9%	-6.1%	-34.9%	-59.5%	65.1%	106.8%	57.4%	24.7%
中国太平	39.1%	28.8%	49.6%	-2.9%	-20.6%	-16.4%	3.6%	-18.1%	27.8%	90.0%	5.3%	-
友邦保险	19.1%	25.1%	27.7%	23.4%	5.0%	-33.4%	21.7%	-8.1%	30.5%	16.8%	17.1%	17.4%
阳光保险	-	-	-	-	-	-	4.4%	0.1%	44.2%	88.0%	48.2%	-
EV 增速-未追溯（披露比披露）	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026Q1
中国人寿	23.2%	16.4%	12.6%	8.3%	18.5%	13.8%	12.2%	2.3%	2.4%	11.2%	4.8%	-
中国平安	20.2%	15.6%	29.4%	21.5%	19.8%	10.6%	5.1%	2.0%	-2.4%	2.3%	5.7%	-
中国太保	20.0%	19.6%	16.4%	17.5%	17.8%	16.0%	8.5%	4.3%	1.9%	6.2%	9.1%	-
新华保险	29.8%	17.0%	18.6%	12.8%	18.4%	17.3%	7.6%	-1.3%	-2.0%	3.2%	11.4%	-
中国太平	50.4%	9.1%	22.4%	11.3%	14.8%	18.8%	14.3%	-9.0%	2.5%	-14.0%	19.8%	-
友邦保险	2.8%	10.3%	19.0%	8.7%	13.7%	5.3%	11.9%	-5.6%	-2.1%	2.4%	11.3%	-
阳光保险	-	-	-	-	-	-	15.5%	8.0%	2.8%	11.2%	4.3%	-
归母净利润增速	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026Q1
中国人寿	7.7%	-44.9%	68.6%	-64.7%	411.5%	-13.8%	1.3%	-36.8%	-30.7%	131.6%	44.1%	-32.3%
中国平安	38.0%	15.1%	42.8%	20.6%	39.1%	-4.2%	-29.0%	-17.6%	-22.8%	47.8%	6.5%	-7.4%
中国太保	60.4%	-32.0%	21.6%	22.9%	54.0%	-11.4%	9.2%	-8.3%	-27.1%	64.9%	19.0%	4.3%
新华保险	34.3%	-42.5%	8.9%	47.2%	83.8%	-1.8%	4.6%	-34.3%	-59.5%	201.1%	38.3%	10.5%
中国太平	56.9%	-24.7%	27.0%	12.2%	30.9%	-27.3%	14.7%	-62.8%	44.1%	36.2%	220.9%	-
友邦保险	-22.0%	50.6%	47.0%	-48.3%	110.2%	-3.3%	28.5%	-96.2%	13.0%	81.6%	-8.8%	-
阳光保险	-	-	-	-	-	10.5%	4.7%	-17.0%	-16.8%	45.8%	15.7%	-

股价当年涨跌幅	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026/4/30
中国人寿-A	-16.2%	-13.2%	27.5%	-31.9%	72.0%	12.2%	-20.0%	26.2%	-22.5%	50.6%	10.4%	-19.4%
中国平安-A	-2.4%	0.1%	101.5%	-17.5%	55.8%	4.7%	-40.0%	-1.5%	-9.8%	37.6%	35.9%	-13.2%
中国太保-A	-9.1%	-0.1%	52.1%	-29.7%	36.7%	5.7%	-26.2%	-5.5%	0.8%	48.7%	26.6%	-11.2%
新华保险-A	5.9%	-15.6%	61.6%	-39.1%	18.1%	20.9%	-30.5%	-18.6%	6.0%	66.3%	46.0%	-7.6%
中国人寿-H	-16.6%	-17.0%	22.9%	-30.7%	31.5%	-17.8%	-20.5%	9.9%	-21.3%	53.4%	93.8%	4.5%
中国平安-H	10.1%	-8.2%	114.1%	-12.6%	36.5%	6.2%	-38.6%	-2.3%	-27.8%	39.6%	49.4%	-3.3%
中国太保-H	-17.9%	-11.3%	42.5%	-30.5%	25.9%	4.6%	-26.3%	-12.5%	-4.2%	69.1%	45.8%	-3.4%
新华保险-H	-16.4%	10.7%	52.0%	-40.6%	10.3%	-5.4%	-26.3%	-0.7%	-15.5%	68.7%	146.0%	-5.8%
中国太平	8.1%	-33.3%	84.1%	-26.3%	-9.7%	-26.3%	-20.9%	-4.4%	-28.5%	79.4%	64.5%	19.2%
友邦保险	9.1%	-4.6%	54.8%	-1.0%	27.9%	18.3%	-16.1%	12.6%	-20.0%	-14.9%	45.8%	6.4%
阳光保险	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-6.0%	-16.8%	-32.2%	51.6%	-7.2%
PEV 均年度值	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026/4/30
中国人寿-A	1.63	0.96	1.07	0.86	0.86	0.92	0.76	0.67	0.79	0.68	0.78	0.78
中国平安-A	1.21	0.94	1.10	1.18	1.23	1.08	0.85	0.58	0.62	0.58	0.67	0.69
中国太保-A	1.30	1.00	1.07	0.94	0.80	0.66	0.62	0.42	0.50	0.50	0.55	0.59
新华保险-A	1.51	0.99	1.09	0.87	0.76	0.69	0.55	0.38	0.44	0.43	0.63	0.73
中国人寿-H	1.26	0.70	0.81	0.61	0.52	0.41	0.29	0.23	0.26	0.22	0.35	0.48
中国平安-H	1.21	0.92	1.06	1.20	1.18	1.03	0.82	0.55	0.58	0.45	0.57	0.64
中国太保-H	1.25	0.87	0.89	0.74	0.61	0.46	0.44	0.29	0.33	0.31	0.40	0.46
新华保险-H	0.97	0.61	0.77	0.58	0.47	0.34	0.26	0.20	0.22	0.20	0.38	0.49
中国太平	0.93	0.56	0.63	0.70	0.46	0.26	0.22	0.16	0.15	0.19	0.25	0.36
友邦保险	1.93	1.69	1.73	1.88	1.92	1.84	2.00	1.74	1.68	1.21	1.19	1.38
阳光保险	-	-	-	-	-	-	-	0.50	0.43	0.27	0.30	0.31

数据来源：wind、各公司公告、ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）EV 重估+NBV 乘法

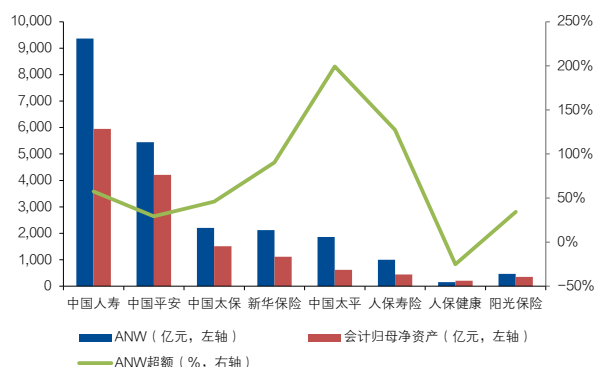
我们认为，当前内含价值评估体系对险企的真实价值计算存在一定程度的偏离，源于寿险调整净资产（ANW）和有效业务价值（VIF）在低利率环境下可能存在某种程度的失真。

具体看，内含价值（EV）=调整后净资产（ANW）+有效业务价值（VIF）-持有偿付能力的资本成本，调整净资产基于会计净资产，根据市场法等调整计算得出；有效业务价值为所有存量未到期保单预计未来利润贴现值；偿付能力资本成本为持有偿付能力额度的机会成本。

低利率环境下寿险 ANW 与归母净资产偏离度较大：险企在计算 ANW 过程中，资产端使用市场法，负债端准备金采用恒定折现率，导致上市险企的 ANW 在低利率环境下与归母净资产产生较大程度的偏离。以 2025 年末数据为例，ANW 与新准则归母净资产相比超出幅度太平+199%>人保寿险+127%>新华+90%>国寿+57%>太保+46%>阳光+34%>平安+29%>人保健康-25%。

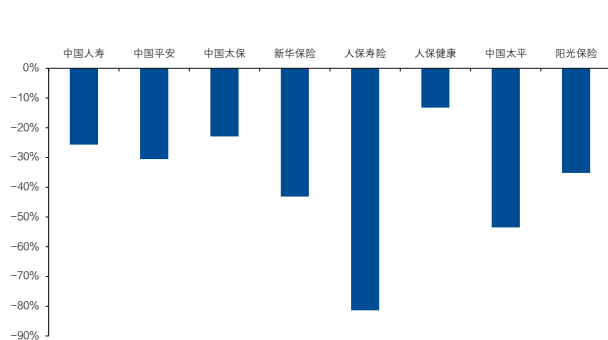
市场对当前 VIF 的投资收益率假设仍存在一定质疑。当前险企在计算 VIF 的投资收益率假设普遍为 4%，即便过去 3 年经过两次下调，一些投资者依然认为在当前及后续无风险利率趋势下该假设的实现依然存在一定压力。根据 2025 年报的数据，投资收益率和风险贴现率同时下降 50bp 情况下，VIF 下降幅度人保寿 81% > 太平 53% > 新华 43% > 阳光 35% > 平安 31% > 国寿 26% > 太保 23% > 人保健康 13%。

图2、人身险业务的 ANW 普遍高于新准则下归母净资产



数据来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、人身险业务在投资收益率和风险贴现率同时 -50bp 时 VIF 变动幅度



数据来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

基于以上分析，为了更加审慎、合理地评估险企长期投资价值，我们采用了 EV 重估+NBV 乘法法供投资者参考，具体看评估过程主要有两步：

第一步：通过大类资产结构以及各类资产收益率展望，测算上市险企长期投资收益率的中枢，对比当前险企内含价值精算假设中的投资收益率假设。

估算上市险企长期投资收益率中枢约 3.5%，较目前精算假设 4% 低 50bp。假设未来险资在长期资金入市政策等推动下持续增配股票、基金等权益类资产，股票占比从目前的 12.5% 提升至未来的 14%，基金占比从目前的 5.5% 提升至未来的 6%，长股投从目前的 3.0% 提升至未来的 5%；债券比例维持在 60%，其他如存款及非标类资产持续压降。假设长期利率保持稳定，债券终极收益率为当前 30 年国债利率水平约 2.3%；股票 3% 股息+4% 市值涨幅，共计 7% 收益率；基金净值涨幅为 4%；长股投收益率等于沪深 300 整体 ROE，约 11%。基于以上假设，估算上市险企长期的投资收益率中枢在 3.5% 左右。

表7、上市险企大类资产结构及收益率测算（国寿、平安、太保、新华）

四家合计占比	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	2025A	终极投资结构	备注
存款	9.1%	7.9%	7.5%	7.4%	6.8%	7.1%	6.5%	5.0%	假设降至 5% 不变
现金与现金等价物	3.2%	3.4%	2.5%	2.3%	2.2%	2.3%	3.2%	2.0%	假设降至 2% 不变

请阅读最后评级说明和重要声明

11/26

债券（国债/政府债/企业债/其他）	48.3%	53.2%	54.7%	57.4%	59.4%	59.4%	56.4%	60.0%	假设维持 60%比例不变
股票	7.3%	7.5%	7.4%	7.5%	8.2%	9.8%	12.5%	14.0%	长期资金入市，持续增配股票，假设提升至 14%不变
基金（权益型/债权型）	4.4%	4.5%	4.4%	4.5%	4.4%	4.2%	5.5%	6.0%	小幅增配权益型基金，假设提升至 6%不变
长期股权投资（联营与公营企业）	3.9%	3.7%	3.6%	3.4%	3.3%	3.2%	3.0%	5.0%	近年举牌等加大长股投配比，假设提升至 5%不变
投资性房地产	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	假设保持 1%比例不变
其他	22.6%	18.7%	18.6%	16.3%	14.7%	13.1%	11.8%	7.0%	近年持续压降非标等另类投资，假设降至 7%比例不变
总投资资产	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	9.0%
四家合计占比	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	2025A	终极投资收益率	备注
存款	-	-	-	-	-	-	2.0%	1.6%	假设存款利率降至 1.6%不变
现金与现金等价物	-	-	-	-	-	-	1.3%	1.0%	假设现金与现金等价物降至 1%左右
债券（国债/政府债/企业债/其他）	-	-	-	-	-	-	2.0%	2.3%	假设利率维持当前不变，整体新增平均收益率在 2.3%附近
股票	-	-	-	-	-	-	20.0%	7.0%	假设股票 3%股息+4%市值涨幅，共计 7%收益率
基金（权益型/债权型）	-	-	-	-	-	-	16.0%	4.0%	假设基金股息+市值涨幅共计 4%收益率
长期股权投资（联营与公营企业）	-	-	-	-	-	-	12.0%	11.0%	假设长股投收益率等于沪深 300 整体 ROE，约 11%
投资性房地产	-	-	-	-	-	-	4.5%	4.0%	假设房地产租金收益率降至 4%不变
其他	-	-	-	-	-	-	3.5%	3.2%	假设非标等资产整体收益率降至 3.2%不变
总投资资产	-	-	-	-	-	-	5.5%	3.5%	-

数据来源：各公司公告、wind，兴业证券经济与金融研究院整理

第二步：计算重估后的 EV，在重估后 EV 基础上加上不同倍数的 NBV 测算长期价值。

首先，重估后的 EV 计算方法：采用新准则下的归母净资产替代调整净资产 ANW，同时对有效业务价值 VIF 采用 3.5%的投资收益率假设进行重估。

其次，参考历史上估值拔升阶段的情况确定长期的 NBV 乘数。2017-2018 年前后保险估值拔升阶段，该阶段估值隐含利率明显超过实际利率水平，当时资负共振，无利差损担忧，市场给保险 NBV 和 EV 增速以估值溢价。

参考 2017-2018 年估值情况：在 EV+5 倍、8 倍和 10 倍 NBV 乘数三种情形下，估算 A 股保险上涨空间约 1-63%、16-79%、26-89%，H 股空间更大。

表8、计算调整后的 EV

机构	归母净利润 (2025A)	VIF 重估			EV 重估		
		VIF -4%投资假设	VIF -3.5%投资假设	VIF -3%投资假设	VIF -4%投资假设	VIF -3.5%投资假设	VIF -3%投资假设
中国人寿	5,952	5,312	3,948	2,583	11,264	9,900	8,535
中国平安	10,004	5,401	3,751	2,102	15,405	13,756	12,106
中国太保	3,021	2,449	1,888	1,327	5,470	4,910	4,349
新华保险	1,115	754	429	104	1,870	1,545	1,219
中国人保	3,090	438	218	-2	3,528	3,308	3,088
中国太平	1,111	584	272	-41	1,695	1,383	1,071
阳光保险	582	490	317	145	1,072	899	727
特别处理	财险归母净利润	非财险归母净利润			财险合理估值 (1.5pb)	非财险估值 (1pb)	集团合理估值
中国人保	2,860	230			4,290	230	4,520

数据来源：wind、各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表9、调整后 EV 测算合理估值

价值指标-人民币	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	中国人保
25 年 NBV (亿元)	458	369	186	98	156
同比增速	38.0%	40.4%	27.2%	45.2%	60.4%
25 年调整后 EV (亿元)	9,900	13,756	4,910	1,545	3,308
较年初增长	11.9%	9.5%	8.6%	14.6%	20.0%
股价-人民币	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	中国人保
A 股股价 (元)	36.7	59.4	37.2	64.4	7.2
H 股股价 (元)	25.0	54.9	29.7	44.6	4.6
总股本 (亿股)	283	182	96	31	442
空间测算-5 倍 NBV 乘数	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	中国人保
EV+5*NBV (亿元)	12,187	15,600	5,840	2,037	4,089
每股价值 (元)	43	86	61	65	9
A 股空间	18%	44%	63%	1%	29%
H 股空间	73%	56%	105%	46%	99%
空间测算-8 倍 NBV 乘数	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	中国人保
EV+8*NBV (亿元)	13,560	16,707	6,398	2,332	4,557
每股价值 (元)	48	92	67	75	10
A 股空间	31%	55%	79%	16%	44%
H 股空间	92%	67%	124%	67%	122%
空间测算-10 倍 NBV 乘数	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	中国人保
EV+10*NBV (亿元)	14,475	17,445	6,770	2,529	4,869
每股价值 (元)	51	96	70	81	11
A 股空间	40%	61%	89%	26%	53%
H 股空间	105%	74%	137%	82%	137%

数据来源：wind、各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至 2026 年 4 月 30 日收盘价

三、全年展望：新单增量与权益增效带动盈利中枢向好

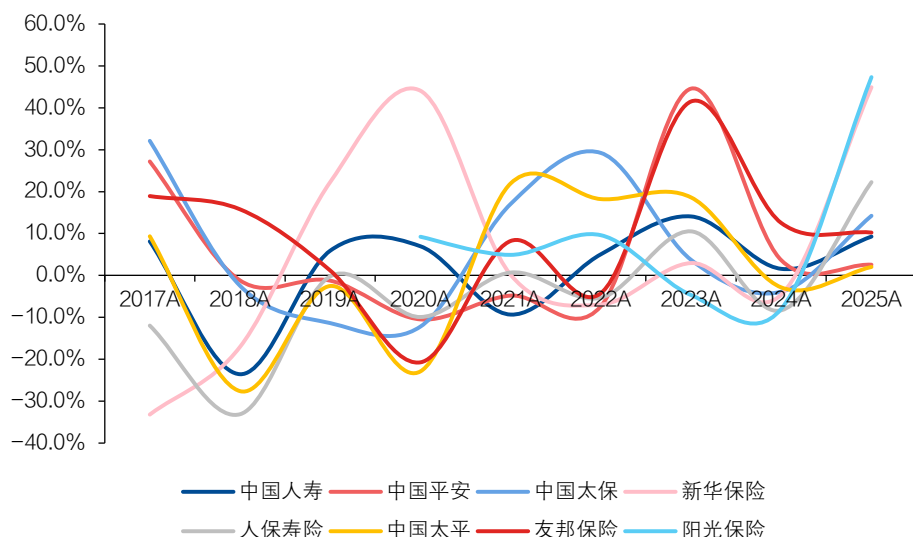
（一）承保端：存款搬家叠加格局优化支撑新单和价值增长

我们认为 2026 年上市险企新单保费将延续增长，价值率预计将有不同程度的下降，整体的 NBV 增速有望实现两位数增长。

新单方面，2026 年新单销售存在以下两大增长压力点：

1、业务高基数和客户资源消耗严重。连续三年预定利率下调带来的“炒停售”使得客户的需求被提前释放，较高的业务基数以及前期较严重的客户资源消耗给 2026 年新单保费增长带来一定压力。从 2025 年情况看，新单保费各家在银保渠道新单增长带动下普遍实现正增长，阳光+47.3%>新华+44.9%>人保+22.3%>太保+14.3%>友邦+10.2%>国寿+9.3%>平安+2.5%>太平+2.1%。

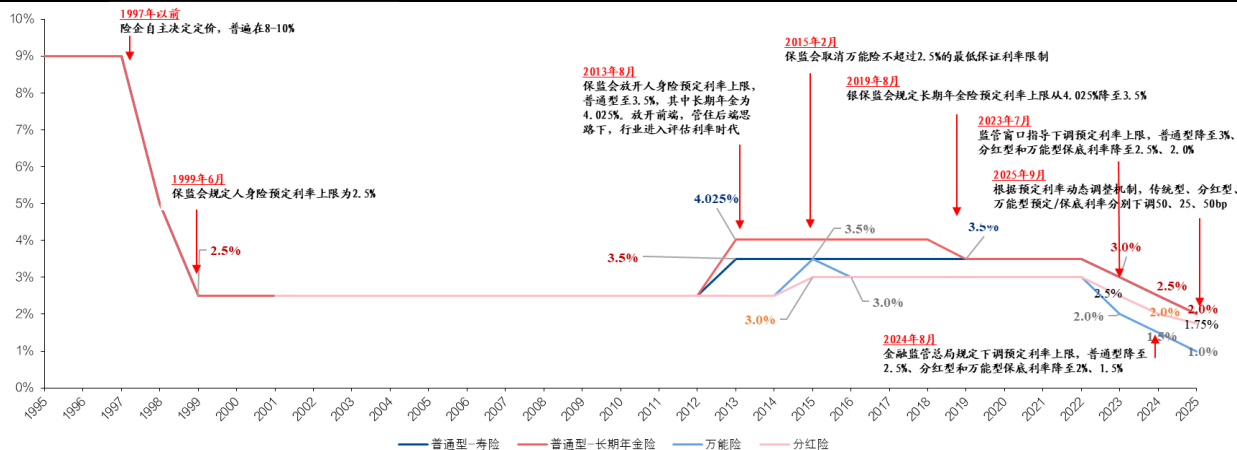
图4、2025 年上市险企新单保费同比普遍提升



数据来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

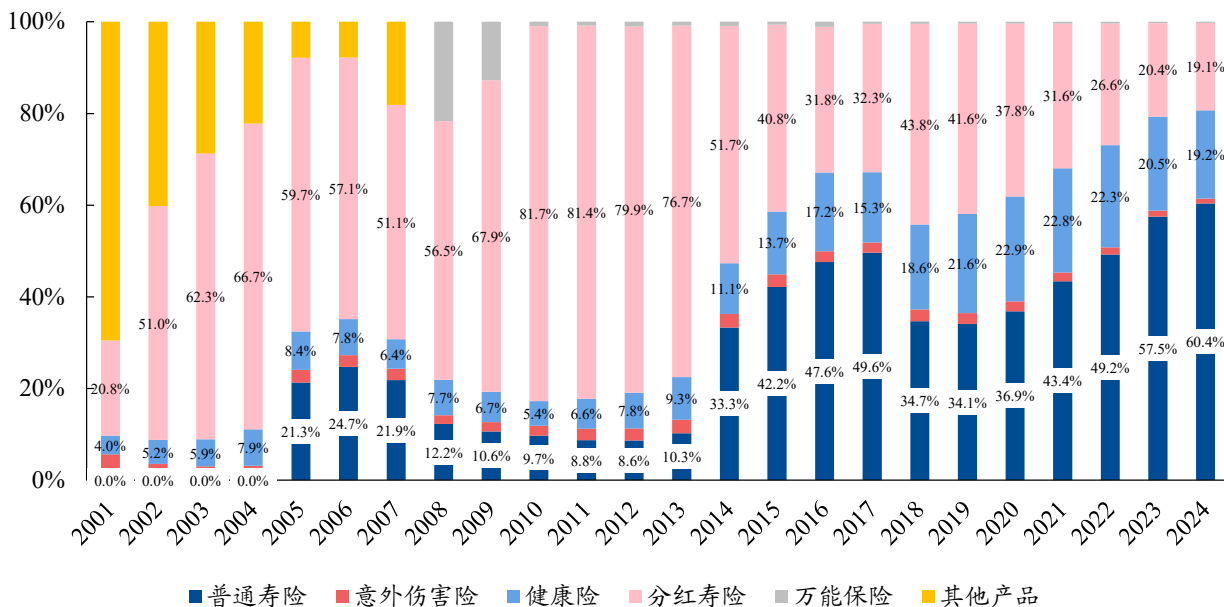
2、预定利率下调后传统型保险产品吸引力减弱。根据预定利率动态调整机制，2025 年 8 月底保险行业下调预定利率，调整后传统型保险产品预定利率最高值为 2.0%、分红型保险产品保底利率最高值为 1.75%、万能型保险产品保底利率最高值为 1.0%。传统险预定利率首次进入 2.0%时代，为历史最低水平。由于过往几年上市险企新单业务对传统险依赖较大，后续将面临传统险业务萎缩带来的保费缺口压力。

图5、我国保险预定利率变化



数据来源：金融监管总局，中国人寿、中国平安、中国太保官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、我国保险市场险种结构



数据来源：保险年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

同时 2026 年新单销售存在两大增长点：

1、存款搬家叙事下，居民存款流入推动行业保费增长

存款搬家叙事下，流入保险的资金将支撑行业保费增长，特别是银保渠道的保费增长。短期预计存款搬家带来的新单保费增长不及前期市场预期，中长期将成为新单保费增长的重要动力。短期来看，在权益市场“慢牛”态势、银行吸储动力增加等因素影响下，存款搬家流向保险的比例收到一定的影响，预计很难达到前期市场的乐观预期为新单保费带来高速增长，短期对新单保费增长的提振作用有限，但由于银行存款规模庞大，即便流入保险的比例并未达到前期市场的预期，

对新单增长仍有较强助力；中长期来看存款搬家趋势的确定性较强，未来几年是前期高息存款到期的高峰期，保险产品与同类竞品相比竞争优势明显，存款搬家利好新单保费增长的长期态势不变，可以支撑银保市场整体扩量。

我们对存款搬家背景下流入保险行业的资金进行了测算，假设银保渠道保费收入均为银行存款流入，流向银保渠道占流向保险的比例为 85%，测算得出 2026 年存款脱媒流入保险约 1 万亿元，其中银保渠道保费收入约 0.84 万亿元，同比+11%。

表10、居民存款到期规模流入保险测算（单位：亿元）

	2025 年	2026 年	数据来源/假设依据
年初居民存款余额	1,473,328	1,625,153	央行信贷收支表
假设：年内存款到期比例	37%	36%	参考上市银行存款期限结构（距离到期日一年内定期存款）
居民存款到期规模	545,131	583,465	
假设：到期存款留存比例	90%	90%	上市银行调研、存款利率变化、资本市场情况
存款脱媒规模	54,513	58,347	
流向保险	8,934	9,919	假设银保渠道保费收入均为银行存款流入，流向银保渠道占流向保险的比例为 85%
流向保险的比例	16.4%	17.0%	假设 2026 年略微提升
银保渠道保费收入	7,594	8,431	2025 年为调研数据

数据来源：wind、公司公告、调研交流，兴业证券经济与金融研究院整理

2、严监管带动格局优化，头部市场份额有望提升

近期金监总局向各家人身险公司下发《关于进一步加强银行代理渠道费用有关事项的通知》，对银保渠道“报行合一”的执行进一步规范。短期对行业银保销售有一定冲击，新单增速可能放缓，但预计依然将维持高增长，且监管出手遏制银保内卷化竞争死灰复燃是绝对利好的举措。尽管“报行合一”政策实施后银保渠道费用竞争态势有所缓和，但市场涌现出多类创新性规避手段，通过结构性设计绕行监管框架，特别是部分险企依托强大的个险和团险渠道分担大量银保固定费用。可以说此次监管新规针对性强，完善了实操过程中的一些漏洞，并通过明晰险企管理层问责机制，强化险企内部执行“报行合一”的自觉性，预计险企费用管控将更加规范。

据财联社消息，分红险演示利率上限将进行下调。分红险演示利率上限由 3.9%下调至 3.5%，各公司高于 3.5%演示利率的产品需要在 6 月 30 日前完成变更备案，或者报送停售。我们认为此举对头部公司基本无影响，中小公司销售难度可能加大。当前市场上在售的分红险产品，头部公司保底利率大多为 1.75%、演示利率普遍为 3.5%，中小公司的预定利率集中在 1.25%、1.5%、1.75%三档，演示利率相对较高，普遍在 3.9%-4.

低并不一定代表实际收益率下调，本次全行业统一规范至 3.5%水平，有利于减少销售误导，提升分红实现率水平。

我们认为分红险演示利率下调对行业销售端实际影响较小，头部公司相对更受益。银保“报行合一”规范政策将推动部分险企规范费用投放，或对新单销售有一定冲击，但增速更多是边际放缓而不会戛然而止，仍将保持较高增长；且“报行合一”长期看有利于降低负债成本，推动格局优化。

表11、分红险演示利率限高及银保“报行合一”新规核心要点

分红险演示利率限高	银保“报行合一”加强
1) 为保护消费者权益、提升分红险产品演示利率的可实现性，分红险演示利率上限由 3.9%下调至 3.5%，各公司高于 3.5%演示利率的产品需要在 6 月 30 日前完成变更备案，或者报送停售。 2) 此外，行业还就分红险 2025 年度实际分红水平达成共识，相关部门指导意见为 3.2%（与去年一致）。	1) 险企报送银保渠道产品备案，要求按照智能检核系统要求，详细列明总对总、银保业务员、培训及客户经营费用、分摊的固定费用水平。 2) 银保发生的各项费用，应取得真实、合法有效凭证（比如发票等）。 3) 银保需强化费用真实性、合规性和精细化管理，将“报行合一”合规管理纳入内部考核与问责机制，明确了从总经理到总精算师、财务负责人、银保负责人等高管的责任。 4) 金监局将持续开展现场检查，建立针对违规问题和典型案例的行业通报机制。

数据来源：财联社、金监总局，兴业证券经济与金融研究院整理

随着“报行合一”政策实施，银保渠道格局发生深刻重构，市场资源加速向头部保险公司集中。一是在费用空间被压缩并透明化后，银行会倾向选择资本更为雄厚、产品更为多元、品牌效应更为强大的头部险企，依托品牌效应，头部险企往往会抢占更多市场资源；二是头部险企能够将其集团内的康养、健康等综合资源优势赋能银保渠道，这对银行维护和开发高净值客户极具吸引力；三是“1+3”模式放开后，头部险企可以进一步深化银保渠道合作，为其凭借综合实力抢占核心网点提供了机会。以平安和太保为例，平安 2026 年一季度末非平安银行的银保渠道合作网点有 2.6 万个，销售队伍人力达到 1 万人。太保 2025 年与所有国有大行建立全面合作，份额同比提升 0.3 个百分点，股份行份额持续保持领先。

参考头部公司全渠道份额，我们认为银保格局优化尚未完成，份额还有较大提升空间。以“老七家”为例，尽管其银保渠道期交保费占整个市场的份额在近年来大幅提升，但该比例仍低于其整体新单、总保费在行业中的份额。根据调研数据，2026 年 1-3 月“老七家”银保渠道期交保费为 707 亿元，较去年同期增长 60%，占银保渠道期交总保费的 39.5%。2025 年老七家总保费市场份额为 64.8%，近年来一直维持在 60%以上，2024 年老七家新单保费市场份额为 49.1%，近年份

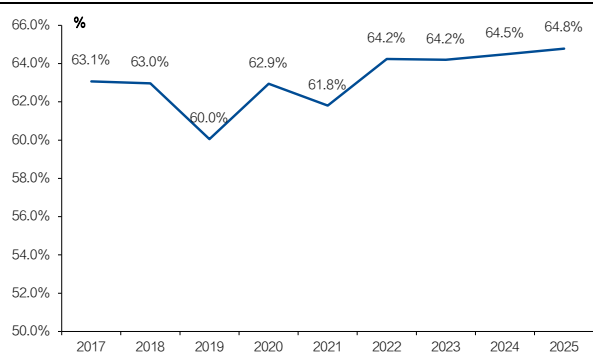
额保持在 45%左右，二者均明显高于目前银保期交保费份额。如果参考总保费以及新单保费的份额，老七家银保期交保费份额预计仍有 15%左右的提升空间。

表12、“老七家”银保期交份额同比大幅提升

老七家银保期交份额（单位：亿元）	2025 年 1-9 月期交规模	同比变化	期交份额	份额同比	2026 年 1-3 月期交规模	同比变化	期交份额	份额同比
老七家	1358	51%	37.0%	9.8pct	707	60%	39.5%	10.1pct
其他险企	2315	-4%	63.0%	-9.8pct	1082	2%	60.5%	-10.1pct
总计	3673	11%	100.0%	0.0pct	1789	19%	100.0%	0.0pct

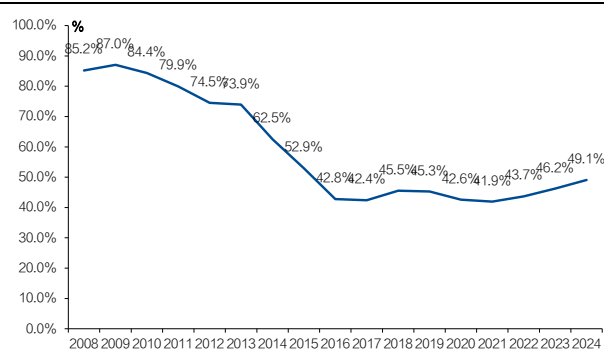
数据来源：第四届全国商业保险发展研讨会、调研交流，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、老七家总保费市场份额



数据来源：保险行业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

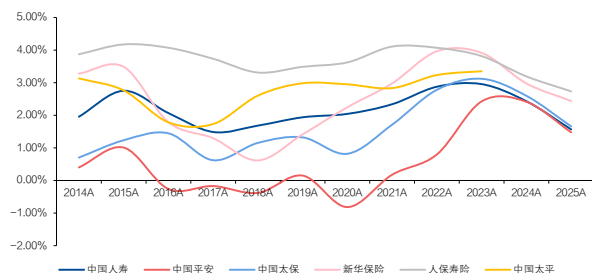
图8、老七家新单保费市场份额



数据来源：保险年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

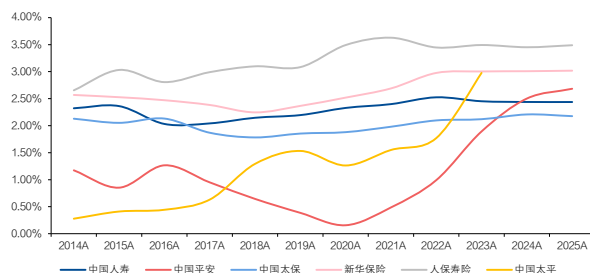
综合来看，我们认为上市险企 2026 年依然能延续价值的同比正增。新单销售方面有望延续增长，增长点在于存款搬家为新单增长注入动力、银保渠道依靠份额提升带来的新单增长有望延续、监管推进的规范性政策加速行业格局优化等。价值率方面，由于分红险只有 30%的利差收益，因此同样类型产品价值率会低于传统险，但预计各家会通过压降渠道费用等方式提升费差，同时通过以量补价的方式，维持整体价值规模稳定；此外，预定利率下调会带来刚性成本的进一步下降，改善利差。整体看，预计 2026 年上市险企价值率预计将有不同程度的下降，预计各家险企将通过新单保费规模的增长进行对冲，预计险企 NBV 将保持 10%以上的增长。新单规模扩张将成为 NBV 增长的核心驱动。

图9、2025 年上市险企 NBV 打平收益率改善



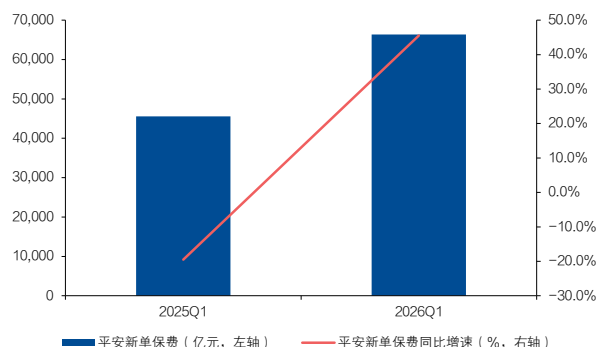
数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、2025 年上市险企 VIF 打平收益率上升



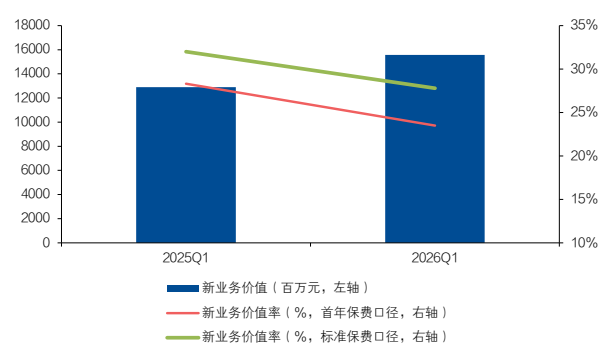
数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、2026Q1 平安新单保费高增



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、2026Q1 平安 NBVM 下降

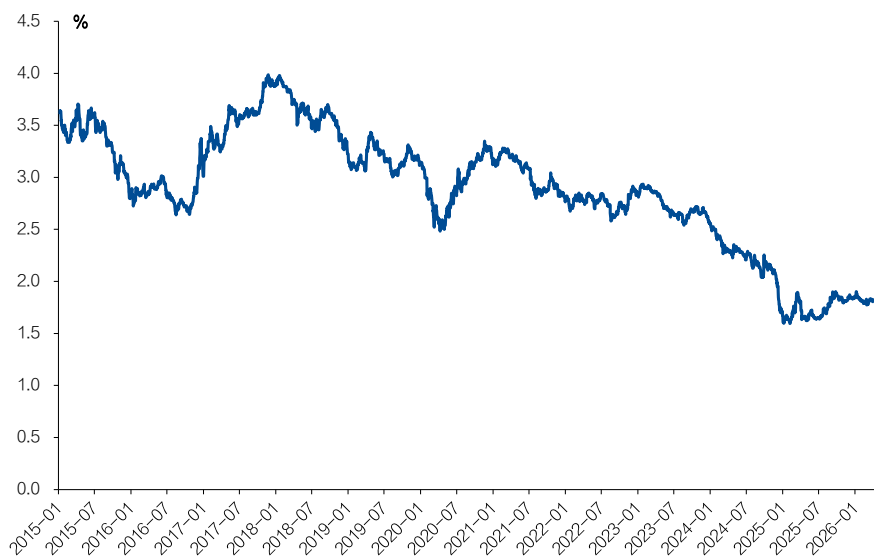


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

(二) 投资端：策略重点由权益加仓向结构优化转变

1、固收：长端利率预期震荡企稳，利率债的增配力度可能较此前边际减弱。我们判断，2026 年长端利率将企稳，中枢或呈缓慢抬升态势，趋势性下行动力不足，行情或以区间波动为主。2026 年美国对全球征税环境下全球需求可能趋于弱化，对我国出口形成制约。国内仍处于转型过程中，不排除阶段性政策托底，整体基本面走势预计无明显趋势。若股市慢牛进一步形成，从投资回报率的角度无风险利率可能适度抬升。多家险企也在业绩发布会上表示，普遍认为未来一段时间内，长端利率（以 10 年期国债收益率为代表）将在当前较低水平震荡企稳。近年来上市险企有效久期缺口明显压降，加之刚性成本随预定利率下降而压降，增配长期利率债的动力减弱。

图13、10年期国债到期收益率



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表13、上市险企大类资产配置情况（单位：亿元）

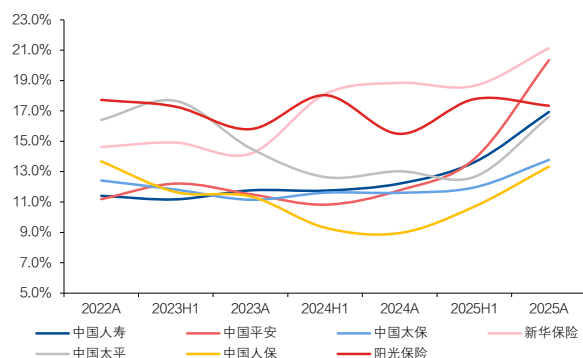
中国人寿	2024H1	2024A	2025H1	2025A	较 25 年 初变动	2024H1 占比	2024A 占比	2025H1 占比	2025A 占比	较 25 年 初变动
定存	4,592	4,385	4,572	4,187	4.3%	7.5%	6.6%	6.4%	5.6%	-1.0pct
债券	34,913	39,031	42,059	42,579	7.8%	57.4%	59.0%	59.0%	57.4%	-1.7pct
股基	7,154	8,076	9,708	12,572	20.2%	11.8%	12.2%	13.6%	16.9%	4.7pct
其他	14,206	14,619	14,932	14,900	2.1%	23.3%	22.1%	21.0%	20.1%	-2.0pct
合计	60,865	66,111	71,272	74,237	7.8%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.0pct
中国平安	2024H1	2024A	2025H1	2025A	较 25 年 初变动	2024H1 占比	2024A 占比	2025H1 占比	2025A 占比	较 25 年 初变动
定存	2,219	2,446	3,047	3,266	24.6%	4.3%	4.3%	4.9%	5.0%	0.8pct
债券	31,563	35,346	37,706	35,725	6.7%	60.7%	61.7%	60.8%	55.0%	-6.6pct
股基	5,631	6,747	8,581	13,197	27.2%	10.8%	11.8%	13.8%	20.3%	8.6pct
其他	12,619	12,775	12,691	12,711	-0.7%	24.3%	22.3%	20.5%	19.6%	-2.7pct
合计	52,033	57,314	62,025	64,900	8.2%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.0pct
中国太保	2024H1	2024A	2025H1	2025A	较 25 年 初变动	2024H1 占比	2024A 占比	2025H1 占比	2025A 占比	较 25 年 初变动
定存	1,705	1,738	1,782	1,873	2.5%	6.9%	6.4%	6.1%	6.2%	-0.2pct
债券	13,651	16,422	18,261	18,557	11.2%	55.6%	60.1%	62.4%	61.0%	1.0pct
股基	2,853	3,174	3,499	4,187	10.2%	11.6%	11.6%	12.0%	13.8%	2.2pct
其他	6,352	6,011	5,706	5,783	-5.1%	25.9%	22.0%	19.5%	19.0%	-3.0pct
合计	24,560	27,345	29,247	30,400	7.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.0pct
新华保险	2024H1	2024A	2025H1	2025A	较 25 年 初变动	2024H1 占比	2024A 占比	2025H1 占比	2025A 占比	较 25 年 初变动
定存	2,680	2,825	3,331	2,940	17.9%	18.6%	17.3%	19.5%	16.0%	-1.4pct
债券	7,061	8,495	8,673	9,140	2.1%	49.1%	52.1%	50.6%	49.6%	-2.5pct
股基	2,606	3,071	3,194	3,890	4.0%	18.1%	18.8%	18.7%	21.1%	2.3pct
其他	2,042	1,903	1,927	2,442	1.2%	14.2%	11.7%	11.3%	13.3%	1.6pct
合计	14,390	16,294	17,125	18,412	5.1%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.0pct
中国人保	2024H1	2024A	2025H1	2025A	较 25 年 初变动	2024H1 占比	2024A 占比	2025H1 占比	2025A 占比	较 25 年 初变动
定存	1,216	1,266	1,252	1,274	-1.1%	7.9%	7.7%	7.1%	6.7%	-1.0pct

债券	7,131	8,037	8,748	9,180	8.8%	46.5%	49.0%	49.7%	48.3%	-0.7pct
股基	1,425	1,469	1,882	2,535	28.1%	9.3%	8.9%	10.7%	13.3%	4.4pct
其他	5,547	5,646	5,725	6,027	1.4%	36.2%	34.4%	32.5%	31.7%	-2.7pct
合计	15,318	16,418	17,607	19,016	7.2%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.0pct

数据来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

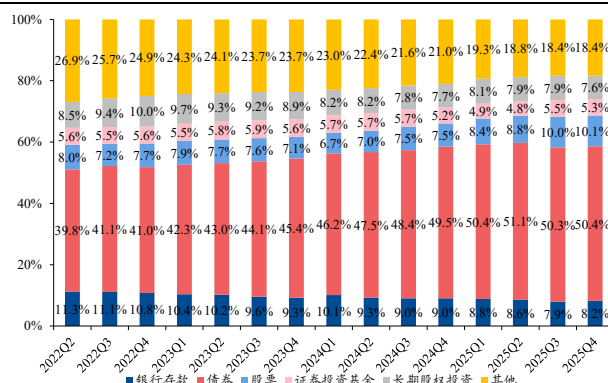
2、权益：全年股市可能震荡加剧，但是仍有慢牛的可能。2026 年资本市场波动明显加剧，同时受地缘政治波动等因素影响明显，但“慢牛”基础仍在，全年仍有望保持较高景气度。2025 年 11 月中国证监会副主席李明在国际投资者大会上明确表示，将持续扩大社保、保险、年金等权益类投资规模和比例。险企通过提高权益资产配置比例、建立公司制和契约制基金等方式积极落实长期资金入市政策，预期未来保险公司会持续增配股票等权益类资产。2026 年预计各家险企仍会保持加仓的趋势，但加仓的幅度可能不大，主要系当前上市险企核心权益（股票+基金）的仓位已经较高，需要为市场波动保留一定的空间，同时高权益仓位也为险企带来对应的资本压力。2025 年上市险企核心权益占比均提升，国寿、平安、太保、新华、人保股基占比较年初分别变动+4.7、+8.6、+2.2、+2.3、+4.4pct 至 16.9%、20.3%、13.8%、21.1%、13.3%。根据金融监管总局最新披露的 2025Q4 保险行业资金运用情况，人身险及财产险公司股基配置占比为 15.38%，较年初提升 2.62pct。

图14、上市险企核心权益资产占比变化



数据来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、保险行业资金运用情况



数据来源：金监总局，兴业证券经济与金融研究院整理

2025 年 12 月 19 日金监总局对《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》公开征求意见，标志着自 2018 年试行框架后，保险业资产负债监管体系迎来全面升级与硬化。

表14、《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》核心变化

资负新规核心变化

- 1) 明确资产负债管理的目标与基本原则。其中，合理匹配、审慎稳健和统筹协调三项原则为本次新增内容。
- 2) 进一步规范公司治理体系。明确要求建立以董事会最终负责、高级管理层直接领导、资产负债管理牵头部门统筹协调、各职能部门协同配合、内部审计部门检查监督的组织体

系，突出资产负债管理独立部门的独立性，保障其履职能力，并明确实施长周期考核评价。

3) 明确资产负债管理的政策与程序要求。要求保险公司制定资产负债管理方案，在业务规划、产品开发与定价、保险业务管理、资产配置政策以及重大经营决策等环节强化资产负债管理联动，并开展压力测试和回溯分析，定期编制资产负债管理报告，根据实际情况及时调整管理策略。

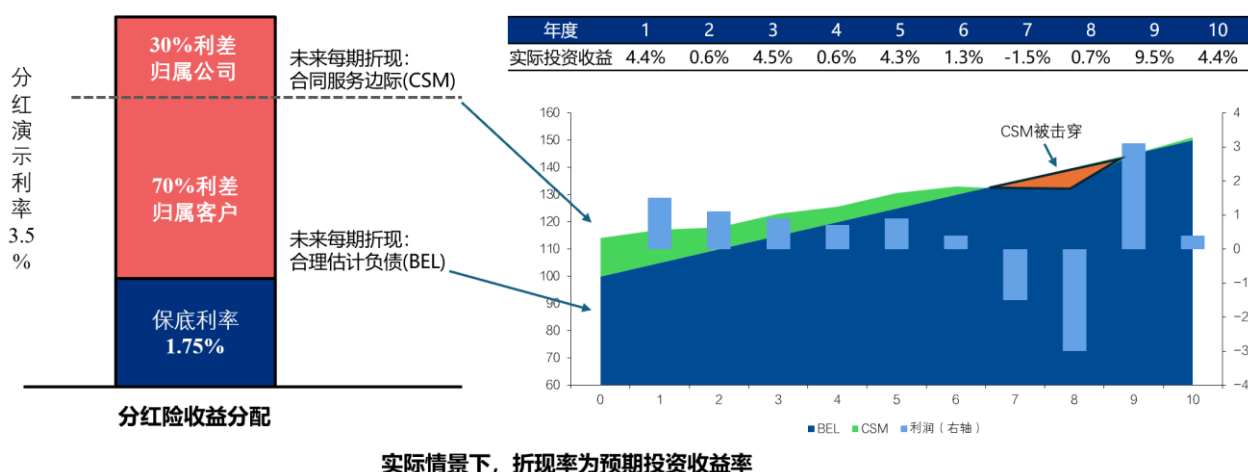
4) 区分监管指标和监测指标体系。将核心、持续关注的指标纳入监管指标体系作为底线要求，其余指标用于量化打分与标准化评估，相关结果有望纳入保险公司的综合风险评级体系。

5) 加强监督管理机制。

数据来源：金监总局，兴业证券经济与金融研究院整理

值得注意的是，在监管指标中，寿险公司设定 4 项指标，包括有效缺口、综合投资收益率覆盖率、净投资收益率覆盖率以及压力情形下流动性负债率，这些指标对应基建结构、成本收益匹配和现金流匹配的核心指标。其中，有效久期替代了修正久期，更真实地反映分红和万能保险产品的负债特征；综合收益率通过 5 年周期对比，净投资收益率通过 3 年周期对比，兼顾市值变化和存量债券收益，引导保险公司在资产配置中兼顾长期收益与偿付能力管理。在资负新规的影响下，为提升 NII，低利率时代股息分红收入是 NII 能够稳定的核心，股息策略仍是险企的重要投资策略，我们预计保险公司仍有较强动力继续增配利率债、增配高股息股票。另外伴随分红险占比提升，分红险在新准则下采用浮动收费法（VFA 模型）核算，负债端将会“镜像”投资资产的公允价值，导致 CSM 可以在一定程度上吸收资产端的波动，在权益赛道选择上，成长赛道、新质生产力等也将成为险企权益投资的重要方向。

图16、VFA 模型法下 CSM 可在一定程度吸收资产端波动



数据来源：兴业证券经济与金融研究院绘制

长期资金入市政策推进下，险企权益仓提升叠加可能延续的权益“慢牛”行情，总投资收益有望延续增长态势。2026 年，上市险企虽然面临权益投资高基数压力，但鉴于总投资资产规模的快速扩张，以及权益仓位的持续提升，

牛”行情若延续，险企或将凭借更高的权益投资杠杆在市场小幅上涨下延续总投资收益的增长。

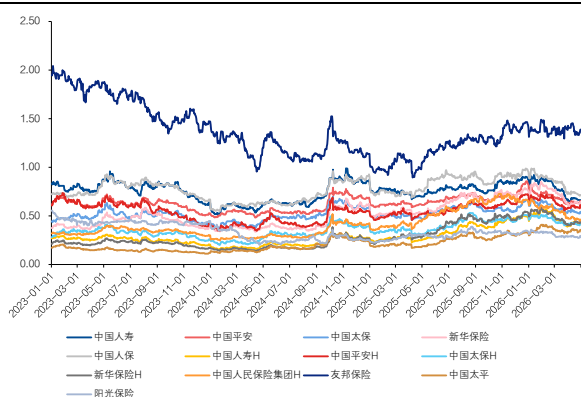
四、投资建议：短期波动不改长期空间，坚定看好保险投资机会

（一）投资观点

坚定看好 2026 年下半年保险板块投资机会。2026 年下半年保险板块将继续演绎并强化本轮价值系统性重估，核心逻辑在于盈利中枢的趋势性上移，即上市保险在监管引领的涨价、降成本过程中依靠存款搬家和格局优化规模持续扩张。短期看投资端波动致一季报利润承压的主要利空基本消化，二季度投资环比改善预期下保险板块或全面修复。中长期来看，保单涨价及保费规模扩张带动的盈利中枢改善的趋势并未改变，保险长期增长潜力并未被充分定价，有望开启价值重估第二阶段价值拔升。

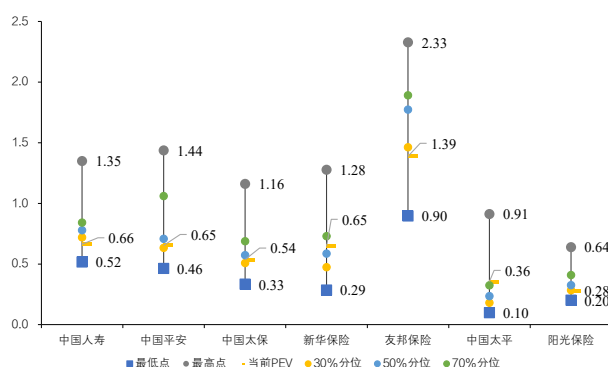
个股方面，推荐盈利中枢改善空间较大、负债端新单和价值表现更优标的。我们预期 2026 年宏观及资本市场环境将处于“经济周期向下但资本市场景气度提升”向“经济周期向好且资本市场回暖”过渡阶段，我们认为 2026 年市场将聚焦与投资密切相关的净利润，以及新单和 NBV 等指标相对领先标的。关注：投资弹性较强的【中国人寿 H】、【新华保险 AH】，2026 年业绩有望领先同业的【中国平安 AH】、经营稳健且股息率较优的【中国太保 AH】。

图17、上市险企动态 PEV 估值走势



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理
说明：股价截至 2026 年 4 月 30 日收盘价

图18、上市险企 2018 年以来 PEV 估值分位数



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理
说明：股价截至 2026 年 4 月 30 日收盘价

（二）重点公司

中国人寿 H：1）短期看，得益于积极的产品运作策略以及渠道较好的分红险销售技能，公司整体分红险转型预期较为顺利，2026 年 NBV 有望延续增长态势。2）

长期看，作为寿险龙头负债久期管控相对较好，资产负债压力可能相对较小。3) 此外银保等多元渠道在“报行合一”制度下费用优势明显，未来竞争中处于有利地位，价值增长空间仍大，作为纯寿险标的在权益走牛情况下业绩弹性较优。2026年4月30日收盘价对应的2026、2027、2028年PEV分别为0.44、0.41、0.38倍，维持“增持”评级。

中国平安 A+H: 1) 短期看公司权益仓位已明显提升，权益慢牛行情回归下预计盈利弹性明显改善；中长期得益于银保费用和资管协同优势保费和价值增速预计持续领先。2) 资产端资管板块减值压力持续缓解，对估值压制持续减弱，高股息策略贯彻较为彻底，后续净投资收益的韧性将优于主要同业。3) 坚持以OPAT分红，预计2026年OPAT保持增长，支撑2026年DPS小幅提升，作为大盘权重股受到更多市场关注。2026年4月30日A股收盘价对应的2026、2027、2028年PEV分别为0.67、0.63、0.59倍，H股收盘价对应的2026、2027、2028年PEV分别为0.62、0.58、0.55倍，维持“增持”评级。

中国太保 A+H: 1) 负债端银保渠道虽短期承压，但随着二季度银保产品策略更加积极，新单负增长将明显缓解，有望带动NBV增速改善。2) 投资端，公司权益仓位稳中有升，且重点布局公用、电力、有色和能源等红利赛道，全年投资业绩有望相对领先。3) 经营稳健特质有望在后续财报核心指标中持续显现。2026年4月30日A股收盘价对应的2026、2027、2028年PEV分别为0.53、0.48、0.45倍，H股收盘价对应的2026、2027、2028年PEV分别为0.42、0.38、0.35倍，维持“买入”评级。

新华保险 A+H: 1) 弹性较优，纯寿险标的+股票和基金的二级权益资产占比在上市险企中较高，公司投资择时择券能力较强，权益市场走牛时往往有较强的业绩爆发力。2) 银保业务持续发力，整体新单和NBV有望延续增长，为估值修复提供支撑。2026年4月30日A股收盘价对应的2026、2027、2028年PEV分别为0.63、0.57、0.52倍，H股收盘价对应的2026、2027、2028年PEV分别为0.44、0.40、0.36倍，维持“增持”评级。

中国人民保险集团 H: 1) 后续非车险“报行合一”有望复制车险综改成功路径，推动行业格局进一步优化，人保财险在品牌、规模、服务网络、风险定价、风险减量服务等方面的核心优势有望得以兑现。未来承保利润率改善或带动ROE继续向上，为估值修复打开空间。2) 人身险板块中长期则坚持推进代理人渠道转型，

同时深耕银保渠道布局，未来在多元渠道协同发展、长期储蓄业务需求提升带动下，价值增长潜力有望逐步激发。3) 凭借更低的负债成本和更短的负债久期受利率周期影响较小，更高的盈利稳定性赋予更稳健的分红水平。2026 年 4 月 30 日收盘价对应的 2026、2027、2028 年 PEV 分别为 0.44、0.38、0.33 倍，维持“增持”评级。

表15、重点公司估值

证券代码	公司	评级	市值 (亿元)	EVPS (元)				PEV (倍)			
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
02628.HK	中国人寿 H	增持	9,501	51.9	56.1	60.5	66.0	0.48	0.44	0.41	0.38
601318.SH	中国平安	增持	10,438	82.6	88.3	94.5	100.3	0.72	0.67	0.63	0.59
02318.HK	中国平安 H	增持	10,438	82.6	88.3	94.5	100.3	0.66	0.62	0.58	0.55
601601.SH	中国太保	买入	3,375	63.8	70.5	77.3	83.7	0.58	0.53	0.48	0.45
02601.HK	中国太保 H	买入	3,375	63.8	70.5	77.3	83.7	0.47	0.42	0.38	0.35
601336.SH	新华保险	增持	1,807	92.3	102.4	112.9	125.0	0.70	0.63	0.57	0.52
01336.HK	新华保险 H	增持	1,807	92.3	102.4	112.9	125.0	0.48	0.44	0.40	0.36
01339.HK	中国人民保险集团	增持	2,955	9.4	10.6	12.2	13.9	0.49	0.44	0.38	0.33

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

说明：股价截至 2026 年 4 月 30 日收盘价

五、风险提示

长端利率快速下行风险：若长端利率快速下行，保险公司投资收益率中枢将下移，保险合同负债同时因折现率下降大幅增提，导致中长期盈利能力下降。

权益市场大幅回撤风险：若权益市场大幅回撤，将直接导致股票、基金等二级市场权益类资产公允价值变动损益大幅下降，拖累当期净利润表现。

新单销售显著不及预期风险：若险企新单保费持续承压，大幅低于预期，将导致新业务价值增长承压，同时影响保险公司现金流。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

露本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn