非银金融 | 保险 II

金融|公司点评报告

2025 年 09 月 12 日

中国太保(601601.SH)

——寿险银保高增长，财险高质量发展

投资评级： 买入（维持）

投资要点：

事件：中国太保公布 2025 年中报，营收和归母营运利润分别同比增长 3.0%和 7.1%至 2005 亿元和 199 亿元，归母净利润在产险承保利润和集团投资收益的带动下同比增长 11%至 279 亿元，集团归母净资产和内含价值较年初分别-3.3%和+4.7%至 2819 亿元和 5889 亿元，寿险 25H1 的同口径下新业务价值同比增长 32.3%，产险综合成本率同比下降 0.8pps 至 96.3%，综合投资收益率同比下降 0.6pps 至 2.4%，整体业绩良好。

点评：

➢ **分部角度：**

1. 25H1 中国太保的寿险、产险、资管和其他板块（主要是集团本部）的净利润增速分别为 3.6%，18.4%，32.2%和 434.6%，分别占比 72.8%，19.9%，2.4%和 4.9%；净利润的增量主要来自于产险和集团本部；

2. 中国太保产险 25H1 的综合成本率同比下降 0.8pps 至 96.3%，我们认为主要原因是车险在报行合一监管进一步趋严后费用率有所下降，以及非车险聚焦高质量发展，主动放慢部分承保利润率较低险种的保费增速；

3. 中国太保寿险在经历前两年利率下行考验后，综合偿付充足率开始上行，25 年 6 月末达到 215%；

➢ **寿险业务情况：**

1. 25 上半年太保寿险的 NBV 增长主要由银保渠道贡献，银保期缴新单增长 58.6%，渠道新业务价值率 margin 同比提升 2.9pps 至 12.4%，两者共同拉动银保实现 156%的 NBV 高增长，当前银保对寿险的 NBV 贡献程度已经达到 37.8%；太保银保的高速发展主要源于太保和更多的银行展开合作，25H1 太保寿险银保期缴举绩网点数同比提升 28.9%至 1.3 万个，当前银行客户中配置保险的比例、线上触达的转化率以及健康保障产品的比例均较低，我们认为太保银保渠道未来几年或将保持高增长；

2. 25 上半年太保寿险个险渠道 NBV 同比下降 2.5%，表现一般：一方面是报行合一下代理人的佣金率下降（核心人力的产能同比增加 12.7%，但首年佣金收入下降 13.4%，两者方向背离代表佣金率下降）影响销售积极性，另一方面分红险新业务价值率较同期限传统险偏低，太保寿险 25 年上半年新增人力同比增加 19.8%至 3.9 万人，后续还要期待人力新增的持续性和有效活动率的提升；

3. 受益于太保寿险对分红险的 CSM 采用预期收益法，对利率变化不敏感，25H1 其新业务 CSM 继续保持 21%左右的较高增长。

证券分析师

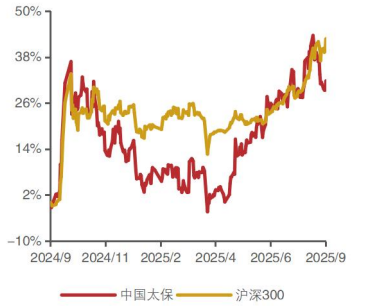
陆韵婷

SAC：S1350525050002

luyunting@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 09 月 11 日
收盘价（元）	38.14
一年内最高/最低（元）	43.01/28.70
总市值（百万元）	366,919.82
流通市值（百万元）	366,919.82
总股本（百万股）	9,620.34
资产负债率（%）	89.66
每股净资产（元/股）	29.30

资料来源：聚源数据

- **投资业务情况：**

1. 太保集团的投资同时重视长久期利率债的稳健配置和高成长权益资产的弹性布局：25H1 太保固收类资产久期较去年末继续拉长 0.6 年至 12 年，太保上半年 OCI 股票和 TPL 股票持仓占比分别较年初提升 0.1 和 0.3pps 至 5.3%和 4.4%；

2. 受 TPL 债券和 OCI 债券公允价值变动影响，太保上半年总投资收益率和综合投资收益率较去年同期分别下行 0.4 和 0.6pps 至 2.3%和 2.4%，OCI 股票浮盈约 18.9 亿，同比减少 39.4 亿元；

3. 25 年以来太保集团完成了太保战新并购基金及太保致远私募证券投资基金的设立，其中，太保战新并购基金目标规模 300 亿元，首期规模 100 亿元。太保致远私募证券投资基金目标规模 200 亿元，前者为另类投资，后者为金管总局推动的保险资金长期投资试点。

- **盈利预测与评级：**整体来看中国太保 25 年中报数据良好，特别是寿险银保渠道新业务价值强劲以及产险非车险的高质量发展策略。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 481/552/644 亿元，同比增速分别为 6.9%/14.8%/16.6%，25-27 年每股内含价值为 65.6/73.4/82.3 元，9 月 11 日收盘股价对应 PEV 估值为 0.58/0.52/0.46 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示。1、长期国债利率大幅下降；2、权益市场大幅向下波动；3、新单保费大幅下降。**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	3239	4041	4271	4639	5085
同比增长率（%）	-2.5%	24.7%	5.7%	8.6%	9.6%
归母净利润（亿元）	273	450	481	552	644
同比增长率（%）	-27.1%	64.9%	6.9%	14.8%	16.6%
每股收益（元/股）	2.83	4.67	5.00	5.74	6.69
市盈率（P/E）	13.46	8.16	7.63	6.65	5.70
每股内含价值（元/股）	55.04	58.43	65.61	73.42	82.28
内含价值估值（P/EV）	0.69	0.65	0.58	0.52	0.46

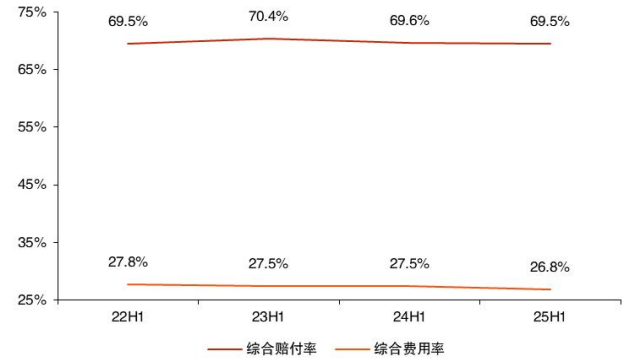
资料来源：公司公告，wind，华源证券研究所预测

图表 1：中国太保各分部净利润情况：百万元，%

	24H1	25H1	25H1 同比增速	25H1 占比
寿险	20236	20971	3.6%	72.8%
产险	4831	5719	18.4%	19.9%
资管	525	694	32.2%	2.4%
其他	266	1,422	434.6%	4.9%
合计	25858	28806	11.4%	100.0%

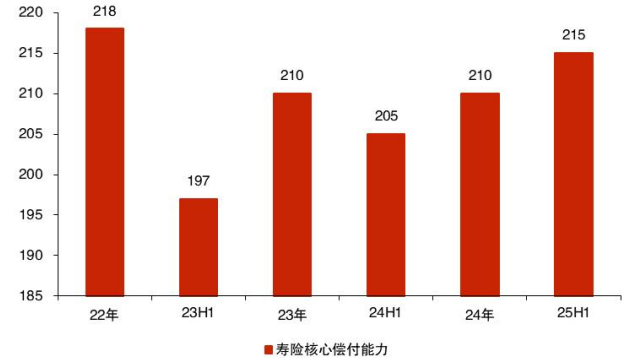
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 2：太保产险费用率和赔付率：%



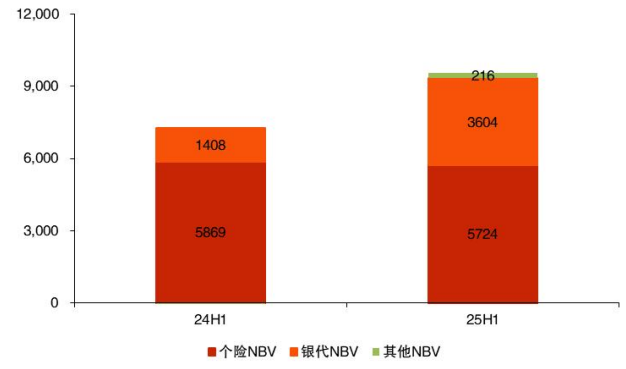
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 3：太保寿险综合偿付能力回升：%



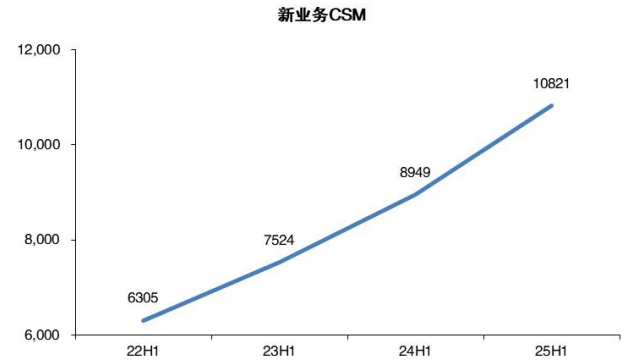
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 4：太保寿险各渠道 NBV:百万元



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 5：太保寿险新业务 CSM：百万元



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 6：中国太保资产配置情况：%

	2023	2024	25H1
摊余成本法 AC	3.7%	2.4%	1.9%
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产 OCI	59.8%	64.0%	65.0%
——OCI 股票	4.4%	5.2%	5.3%
——OCI 债券	55.4%	58.8%	59.7%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 TPL	25.8%	24.4%	23.1%
——TPL 股票	4.0%	4.1%	4.4%
——TPL 债券	19.1%	18.0%	16.4%
——基金	2.8%	2.3%	2.3%
长期股权投资	1.0%	0.8%	0.4%
其他	9.7%	8.4%	9.6%
合计	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

附录：财务预测摘要

利润表：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**323945**	**404089**	**427138**	**463913**	**508483**
保险服务收入	266167	279473	288953	307847	327575
投资收益（含利息收入，投资收益和公允价值变动）	53603	120611	134217	151657	176034
其他业务收入	4175	4005	3968	4408	4874
营业总支出	**-291885**	**-348378**	**-370533**	**-400022**	**-434813**
保险服务费用	-231023	-243147	-249940	-264275	-279728
承保财务损失	-46741	-92520	-103178	-117412	-135246
其他业务支出(利息支出、手续费、税金、业务及管理费和其他业务成本）	-14121	-12711	-17415	-18335	-19839
利润总额	**32001**	**55563**	**56605**	**63891**	**73670**
减：所得税	-4090	-9122	-6793	-6389	-6630
净利润	**27911**	**46441**	**49812**	**57502**	**67040**
归属于母公司股东的净利润	**27257**	**44960**	**48069**	**55202**	**64358**

资产负债表：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	**2343962**	**2834907**	**3291854**	**3807227**	**4365179**
投资资产	2250073	2734457	3179931	3685395	4225493
其他资产	93889	100450	111923	121831	139686
总负债	**2076258**	**2516426**	**2948758**	**3423730**	**3926049**
保险合同负债	1872620	2229514	2621118	3029850	3474380
其他负债	203638	286912	327640	393880	451669
股东权益	**267704**	**318481**	**343096**	**383496**	**439130**
股本	9620	9620	9620	9620	9620
资本公积	79950	79948	79948	79948	79948
其他综合收益	7992	14917	-5083	-13083	-16083
盈余公积	5114	5114	5114	5114	5114
一般风险准备	25462	29928	34735	40255	46691
未分配利润	121448	151890	184762	223638	270323
归属于母公司股东权益	249586	291417	309096	345492	395613
少数股东权益	18118	27064	34001	38004	43517
负债及股东权益	**2343962**	**2834907**	**3291854**	**3807227**	**4365179**

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。
本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。