2026 年 01 月 29 日

中国太保（601601.SH）

买入（首次评级）

公司深度研究

证券研究报告

资产负债稳健，估值性价比凸显

公司资产负债两端稳健，寿险行业负债端迎来量价齐升新周期，太保凭借品牌、资源、渠道、服务等优势，弹性预计将高于行业，资产端利率中枢上移，且长牛预期下将持续受益。当前公司 A 股估值低于同业，2026 年 A/H 股息率预计为 2.7%、3.5%，看好中、短期基本面向好下的价值重估。

负债端：量价齐升新周期。量的方面，居民中长期存款到期高峰已至，分红险具备保底利率+有吸引力的演示利率，相较于存款和理财优势明显，将承接低风险偏好资金的迁移，预计新单保费有望实现双位数增长。①个险渠道：代理人基础夯实活动率高于同业，规模企稳且核心人力产能提升，2025H1 公司人力规模同比增长 1.6%至 18.6 万，核心人力月人均首年规模保费同比+12.7%，高基数下预计新单保费平稳增长。②银保渠道：2021 年起银保渠道重启，公司全力开拓银保合作网点，报行合一落地与“1+3”放开下，银保渠道快速增长，2020-2024 年 NBV 复合增速 147.0%，2025H1NBV 同比+156.0%。展望 2026 年，居民存款迁徙+行业集中度提升，预计银保渠道 NBV 仍将实现双位数增长。价的方面，截至 2025H1 公司有效业务价值打平收益率 2.2%为上市公司最低，负债端基础优异，且在新单摊薄与“报行合一”等政策下，存量保单负债成本开始下降，盈利能力提升。

资产端：综合投资能力较强，处于同业上游水平。公司资产配置稳健，固收方面早在 2018 年便提出增配国债拉长资产久期，2025H1 债券占比为 62.4%仅次于太平，固收资产久期延展至 12.0 年；权益方面股票和权益型基金占比稳步提升，25H1 提升 0.6pct 至 11.8%，增配幅度低于同业，且投资策略以股息价值策略为主，截至 2025H1，公司 OCI 股票占比 33.8%，处于行业中等水平，预计后续仍将提升。稳健的投资风格带来长期投资收益率领先，2014-2024 年太保复合综合投资收益率为 5.6%，高于第二的平安 0.3pct，复合总投资收益率 5.3%，仅次于人保的 5.5%。

盈利预测、估值和评级

负债端正增长有望延续，长牛预期下资产端将实现较好表现，预计 2025-2027 年公司 NBV 同比+30.0%、+10.5%、+13.2%，归母净利润同比+15.7%、+19.5%、+15.1%。以“调整后有效业务价值+净资产+新业务价值未来 10 年贴现值”计算，公司合理估值为 7040 亿元，目标价 73.18 元，对应 A/H 股空间分别为 58%、106%，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

长端利率超预期下行，前端销售不及预期，权益市场波动。

非银组

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001）

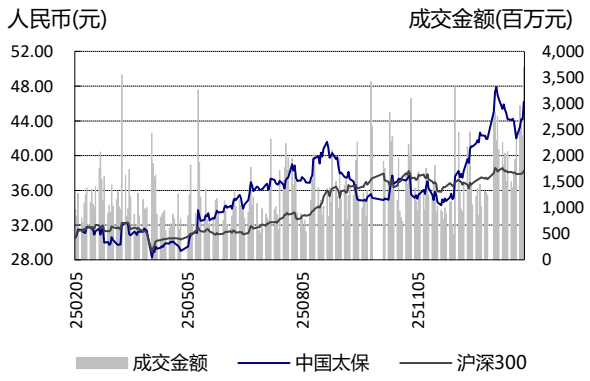
shusiqin@gjzq.com.cn

分析师：黄佳慧（执业 S1130525010001）

huangjiahui@gjzq.com.cn

市价（人民币）：46.18 元

目标价（人民币）：73.18 元



公司基本情况（人民币）

项目	12/23	12/24	12/25E	12/26E	12/27E
营业收入(百万元)	323,945	404,089	428,008	464,068	497,569
增长率	-2.47%	24.74%	5.92%	8.43%	7.22%
归母净利润(百万元)	27,257	44,960	52,040	62,197	71,593
增长率	-27.08%	64.95%	15.75%	19.52%	15.11%
新业务价值（百万元）	12,040	17,282	17,239	19,050	21,574
增长率	30.79%	57.65%	30.03%	10.50%	13.25%
每股内含价值（元）	55.04	58.43	66.78	75.72	85.43
P/EV	0.84	0.79	0.69	0.61	0.54
每股净资产（元）	25.94	30.29	31.49	37.28	42.80
P/B	1.78	1.52	1.47	1.24	1.08

来源：公司年报、wind，国金证券研究所

内容目录

一、公司概况：国内领先的综合性保险集团 5
1.1 发展历程：全面发展，行业领先 5
1.2 股东结构：股东结构分散，主要股东以国有性质为主 5
1.3 管理结构：核心管理层大多为系统内培养 6
1.4 业绩情况：权益市场向好利润高增，营运利润稳健增长 6
1.5 重视股东回报，稳定性与可预期性增强 8
二、太保寿险：坚持长期经营理念的转型龙头 8
2.1 战略梳理：两次坚定转型，坚持长期经营理念 8
2.2 存款搬家+市占率提升，寿险 NBV 高景气将延续 11
2.2.1 个险渠道：平稳发展，保持韧性 12
2.2.2 银保渠道：NBV 高速增长，贡献将进一步提升 13
2.3 负债成本下降+投资端改善，利差步入改善通道 16
三、太保财险：险种结构优化增速放缓，COR 保持较好水平 16
四、资产端：配置结构稳定，投资业绩韧性较强 19
五、盈利预测与投资建议 21
六、风险提示 23

图表目录

图表 1： 中国太保发展历程 5
图表 2： 中国太保前十大股东持股（截至 2025Q3） 5
图表 3： 太保寿险总经理李劲松履历 6
图表 4： 中国太保归母净利润情况 6
图表 5： 中国太保归母营运利润情况 6
图表 6： 中国太保净利润结构 7
图表 7： 中国太保归母营运利润结构 7
图表 8： 太保归母净资产表现 7
图表 9： 2025 年来国债利率与 MA50 7
图表 10： 太保内含价值表现 8
图表 11： 上市险企每股分红 8
图表 12： 上市险企分红比率 8
图表 13： 中国太保转型战略梳理 9
图表 14： 中国太保新时期转型战略梳理 9

图表 15： 太保新业务价值及增速 10
图表 16： 各上市险企新业务价值同比增速 10
图表 17： 太保新单保费情况 10
图表 18： 上市险企 NBV margin 变化 10
图表 19： 金融机构居民户新增人民币存款（万亿） 11
图表 20： 居民存款余额持续增长 11
图表 21： 上市险企开门红主销产品对比 11
图表 22： 太保寿险新单保费渠道结构 12
图表 23： 太保寿险 NBV 渠道结构 12
图表 24： 代理人渠道 NBV（亿元） 12
图表 25： 太保寿险代理人渠道新单保费（亿元） 12
图表 26： 上市险企个险渠道价值率变化 12
图表 27： 代理人规模对比（万） 13
图表 28： 代理人产能对比（元/月） 13
图表 29： 代理人活动率对比 13
图表 30： 太保银保渠道新业务价值及增速 14
图表 31： 太保银保渠道新单保费及增速 14
图表 32： 上市险企银保 NBV margin 变化 14
图表 33： 2026 年银行到期存款规模测算 14
图表 34： 太保银保市占率排名持续提升 16
图表 35： 太保有效业务价值打平收益率最低 16
图表 36： 太保新业务价值打平收益率快速下降 16
图表 37： 中国太保财险保费收入及增速 17
图表 38： 太保财险市占率延续第三 17
图表 39： 上市险企 COR 对比 17
图表 40： 太保车险保费收入延续平稳增长 17
图表 41： 汽车保有量与新车销量增速放缓 17
图表 42： 上市险企车险 COR 对比 18
图表 43： 太保新能源车险保费保持高速增长 18
图表 44： 太保新能源车险发展迅速，占比持续提高 18
图表 45： 中国太保非车险保费收入与增速 18
图表 46： 太保非车险分险种保费收入（亿元）及增速 18
图表 47： 太保非车险 COR 19
图表 48： 投资资产规模增长情况 19
图表 49： 上市险企资产配置结构 19

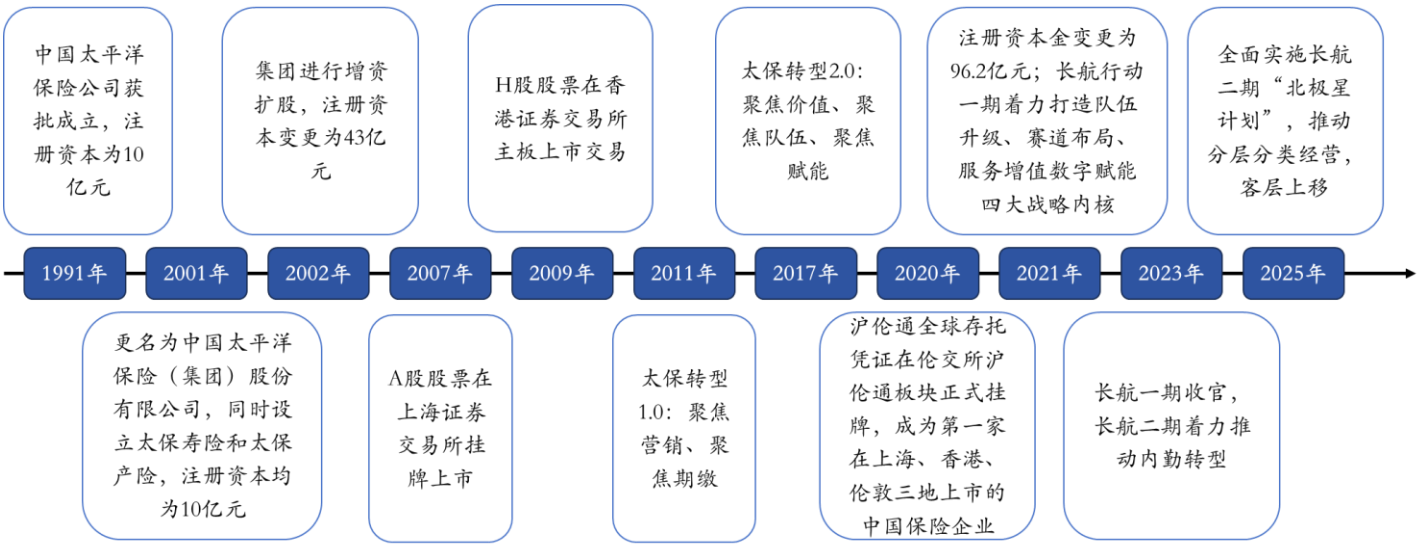
图表 50： 各上市险企股票资产分账户情况 20
图表 51： 太保股息和分红占净投资收益比例提升 21
图表 52： 上市险企投资收益率对比 21
图表 53： 太保复合总投资收益率领先 21
图表 54： 太保复合综合投资收益率最高 21
图表 55： 中国太保盈利预测与估值 22
图表 56： 中国太保合理估值测算 22

一、公司概况：国内领先的综合性保险集团

1.1 发展历程：全面发展，行业领先

中国太保是国内领先的综合性保险集团。1991 年，中国太平洋保险公司获批成立；2001 年，为落实分业经营机构体制改革，公司更名为中国太平洋保险(集团)股份有限公司，同时，由集团发起设立太保寿险和太保产险。2007 年、2009 年、2020 年，中国太保分别于上交所、港交所、伦交所上市，成为第一家在上海、香港、伦敦三地上市的中国保险企业。当前，公司已成为国内领先的综合性保险集团，拥有人寿保险、财产保险、养老保险、健康保险、农业保险和资产管理等在内的保险牌照。

图表1：中国太保发展历程



来源：公司公告、公司官网、慧保天下、保险一哥、保契、券商中国，国金证券研究所

1.2 股东结构：股东结构分散，主要股东以国有性质为主

公司主要股东以国有性质为主。截至 2025Q3，上海国资委通过申能集团 14.05%、上海国有资产经营公司 6.34%合计持股 20.39%，其他持股超 4%的股东分别为华宝投资 13.35%、海烟投资 4.87%，对应最终控制人分别为国务院国资委、国务院。公司股权结构较为分散，无控股股东和实际控制人，强化管理层市场化经营与专业化决策能力，有利于提升集团运营效率。

图表2：中国太保前十大股东持股（截至 2025Q3）

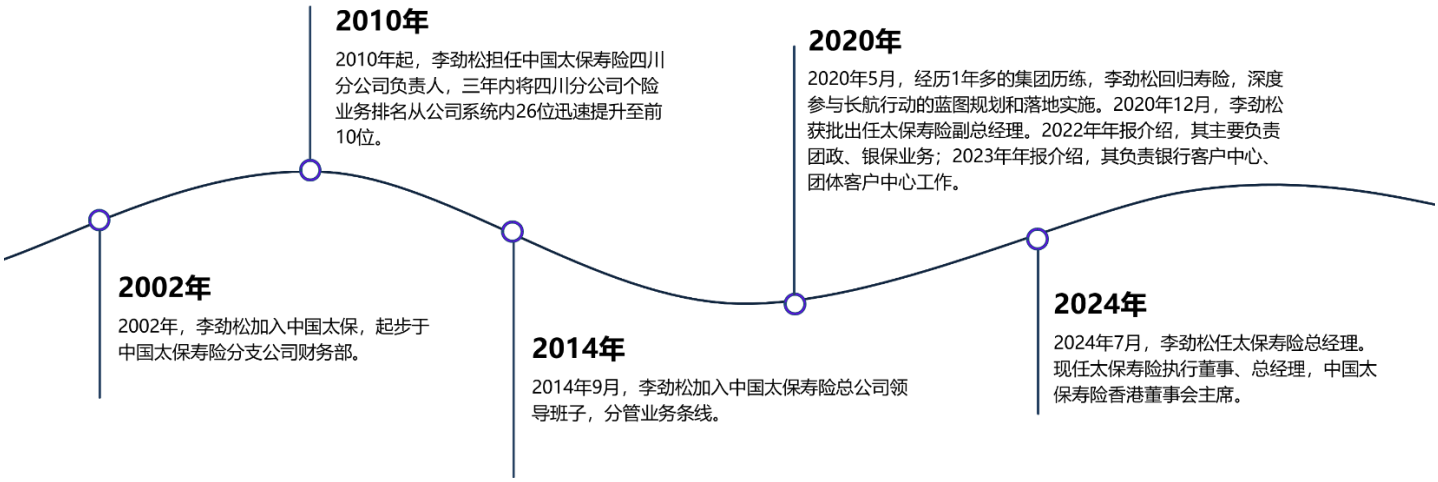
排名	股东名称	股东性质	股本性质	持股比例	持股数量（亿股）
1	香港中央结算(代理人)有限公司	境外法人	流通 H 股	28.82%	27.73
2	申能(集团)有限公司	国有法人	流通 A 股	14.05%	13.52
3	华宝投资有限公司	国有法人	流通 A 股	13.35%	12.84
4	上海国有资产经营有限公司	国有法人	流通 A 股	6.34%	6.10
5	上海海烟投资管理有限公司	国有法人	流通 A 股	4.87%	4.69
6	中国证券金融股份有限公司	其他	流通 A 股	2.82%	2.71
7	香港中央结算有限公司	其他	流通 A 股	1.67%	1.61
8	上海久事(集团)有限公司	国有法人	流通 A 股	1.52%	1.47
9	上海国际集团有限公司	国有法人	流通 A 股	1.01%	0.97
10	云南合和(集团)股份有限公司	国有法人	流通 A 股	0.95%	0.92
	合计	--	--	75.40%	72.55

来源：iFind，国金证券研究所

1.3 管理结构：核心管理层大多为系统内培养

核心管理层多为系统内培养的保险专业人士和投资专家，能够较好延续长期发展战略。目前公司新任管理层具有扎实的业务能力与背景。太保集团总裁/寿险董事长赵永刚成长于太保寿险的基层机构，1995 年从基层业务员起步，历经支公司、分公司到总公司再到集团的几乎所有机构层级，也完整经历了早期的“转型 1.0”时期，并深度参与如今“转型 2.0”、“长航行动”等各种战略转型，对太保系统及战略思路、业务特点与各机构的经营习惯高度了解；寿险总经理李劲松 2002 年加入太保寿险，履历丰富，由分公司一把手提升，实战经营丰富，了解市场及太保。

图表3：太保寿险总经理李劲松履历

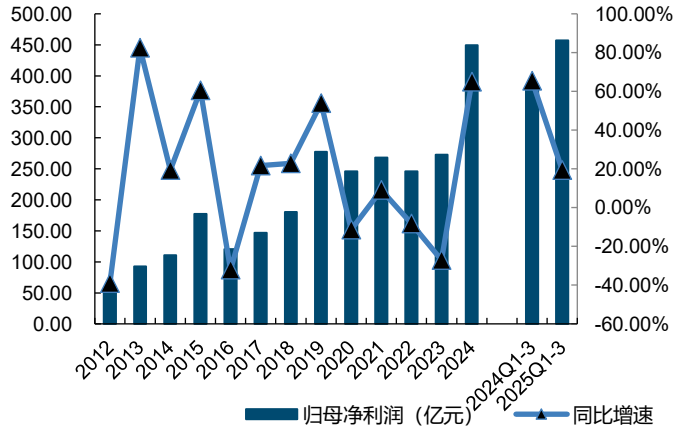


来源：独角金融、慧保天下、公司官网，国金证券研究所

1.4 业绩情况：权益市场向好利润高增，营运利润稳健增长

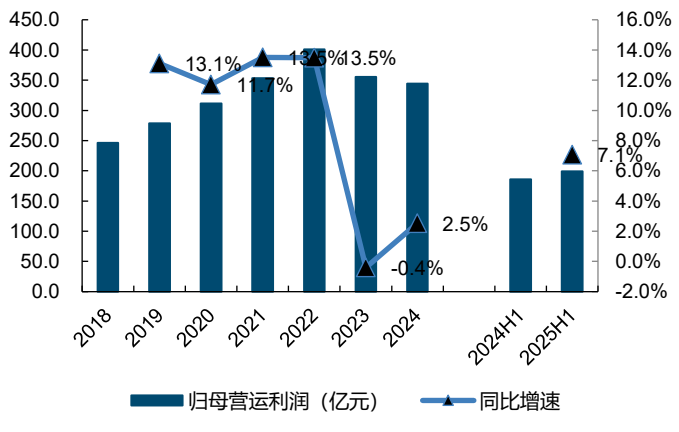
长牛预期净利润预计将向好，营运利润平稳增长。1）归母净利：2018-2024 年公司归母净利润年复合增速 16.5%，整体保持较好增长，单年度波动主要受权益市场、利率下行等因素影响。25Q1-3 归母净利润同比+19.3%，其中 Q3 同比+35.2%，增速低于同业主要受所得税审慎计提影响，Q3 所得税同比增加 81.50 亿至 95.68 亿（税率同比提升 25pct 至 34.31%）；税前利润超预期，前三季度、Q3 单季分别同比+35.4%、+85.7%。2）营运利润：2018-2024 年太保营运利润年复合增速 3.6%，主要受疫情影响赔付较高。2025H1 实现营运利润 199.1 亿元，同比增长 7.1%，恢复稳健增长。

图表4：中国太保归母净利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

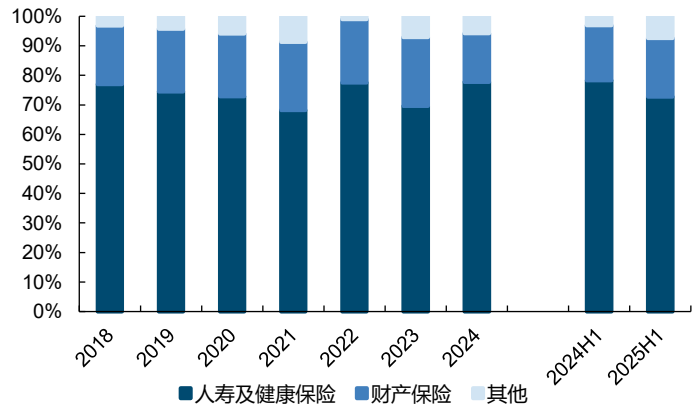
图表5：中国太保归母营运利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

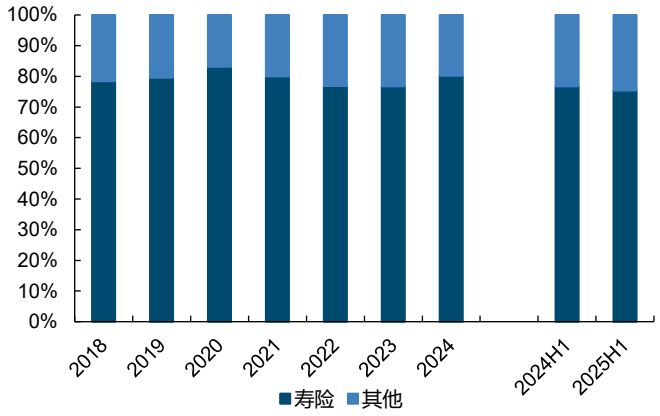
寿险业务贡献大多数利润。从净利润来看，寿险业务贡献率基本在 70%以上，2025H1 寿险净利润占比 72.8%，财险净利润占比 19.9%。从营运利润来看，寿险营运利润贡献率超 75%，25H1 占比 75.4%。

图表6：中国太保净利润结构



来源：公司公告，国金证券研究所 注：2022 年开始为新准则口径

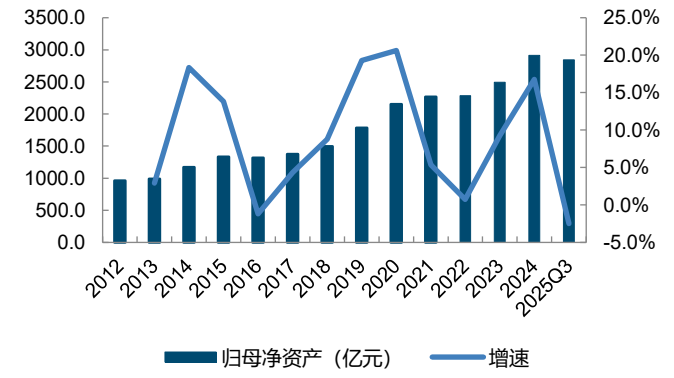
图表7：中国太保归母营运利润结构



来源：公司公告，国金证券研究所

净资产受利率影响下滑，后续将恢复增长。2025Q3 太保归母净资产较年初、H1 分别-2.5%、+0.8%，主要是公司资产端采用即期利率（2025Q3 较年初+17.9%），负债端基于国债 50 日均线（Q1-3 整体-17.3%），导致资产端与负债端公允价值一降一升，净资产有所下滑。长周期来看，公司的资产负债匹配持续向好，当前利率阶段性企稳，叠加保险服务与投资持续正贡献，预计净资产将恢复增长。

图表8：太保归母净资产表现



来源：公司公告，国金证券研究所

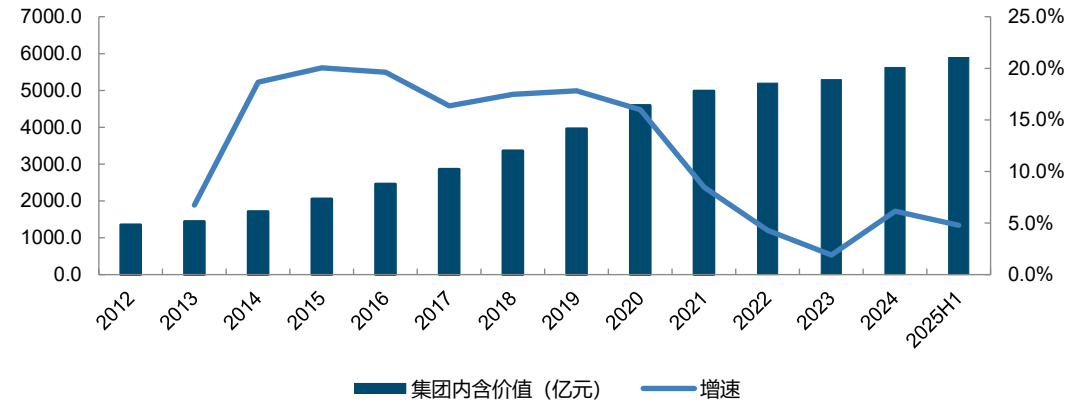
图表9：2025 年来国债利率与 MA50



来源：iFinD，国金证券研究所

收益率假设下调夯实基础，内含价值维持平稳增长。2014-2022 年太保 EV 保持较高速增长，年复合增速+14.9%。近几年低利率环境下，险资投资收益率持续承压，叠加太保等上市险企主动下调投资收益率假设，由 2022 年的 5.0%调整至 2024 年的 4.0%，进一步夯实了内含价值计算基础，但短期内 EV 承压，2023 年同比增长仅 1.9%。近两年 NBV 增长与投资收益表现亮眼驱动 EV 回暖，2024/2025H1 同比+6.2%/+4.8%。

图表10：太保内含价值表现

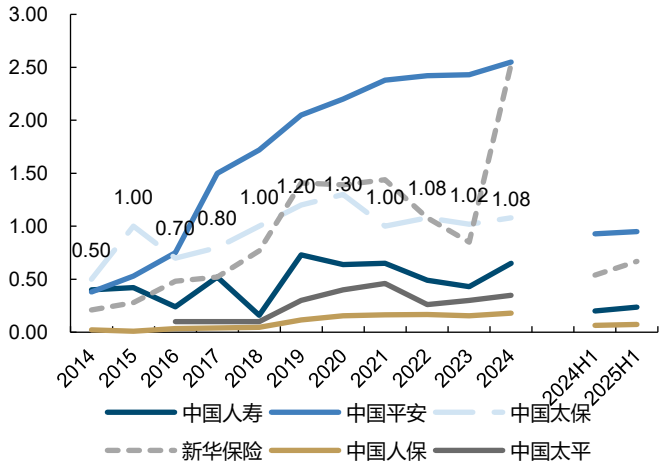


来源：公司公告，国金证券研究所

1.5 重视股东回报，稳定性与可预期性增强

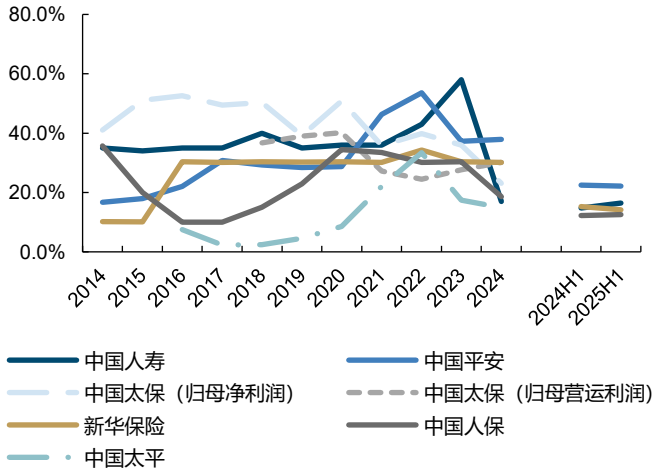
分红与营运利润挂钩兼顾投资正向贡献，预计有望维持稳健增长。2024 年，公司明确提出现金分红金额的厘定主要参考归母营运利润增幅，兼顾考虑投资正向贡献的影响，稳定性与可预期性增强。2024 年太保 DPS 同比+5.9%至 1.08 元，投资收益大幅增长背景下，分红占营运利润比例同比提升 2.6pct 至 30.2%。展望后续，NBV 连年高增、负债成本快速压降下利差改善叠加营运偏差好转，预计中短期内公司营运利润有望维持个位数增长，驱动 DPS 稳健增长。假设 25/26 年 DPS 增长 8%、8%，太保 2026 年 A/H 股股息率为 2.7%、3.5%。

图表11：上市险企每股分红



来源：各公司公告，国金证券研究所 注：太平为港元

图表12：上市险企分红比率



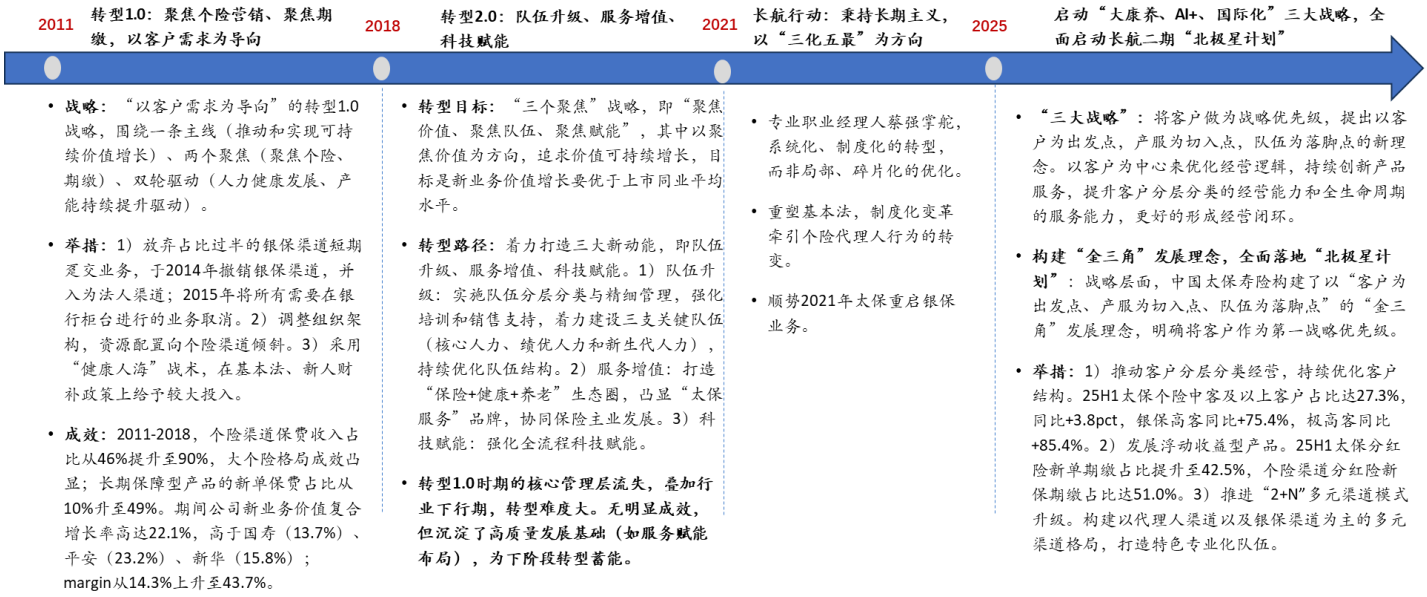
来源：各公司公告，国金证券研究所 注：2023 年开始，分红比例以新准则利润计算；平安基于归母营运利润计算

二、太保寿险：坚持长期经营理念的转型龙头

2.1 战略梳理：两次坚定转型，坚持长期经营理念

中国太保坚持长期发展理念，多年来通过持续改革转型，逐步成为国内领先的综合性保险集团。2011 年开启转型 1.0，聚焦个险、聚焦期交。为应对保险行业深度调整的“新周期”，公司在 2018 年开启转型 2.0，虽无明显成效，但沉淀了高质量发展基础，为下阶段转型蓄能。2021 年开启长航行动转型，以个险渠道“三化五最”为核心的队伍升级举措已落地、改革成效正逐步显现。2023 年长航行动一期顺利收官，开始进入二期工程建设，着重强化内勤管理升级。2025 年正式启动“大康养、AI+、国际化”三大战略，“长航行动”纵深推进转型新阶段，全面启动长航二期“北极星计划”，产品与队伍改革深化，客户分层分类结构继续优化，寿险引擎持续发力。

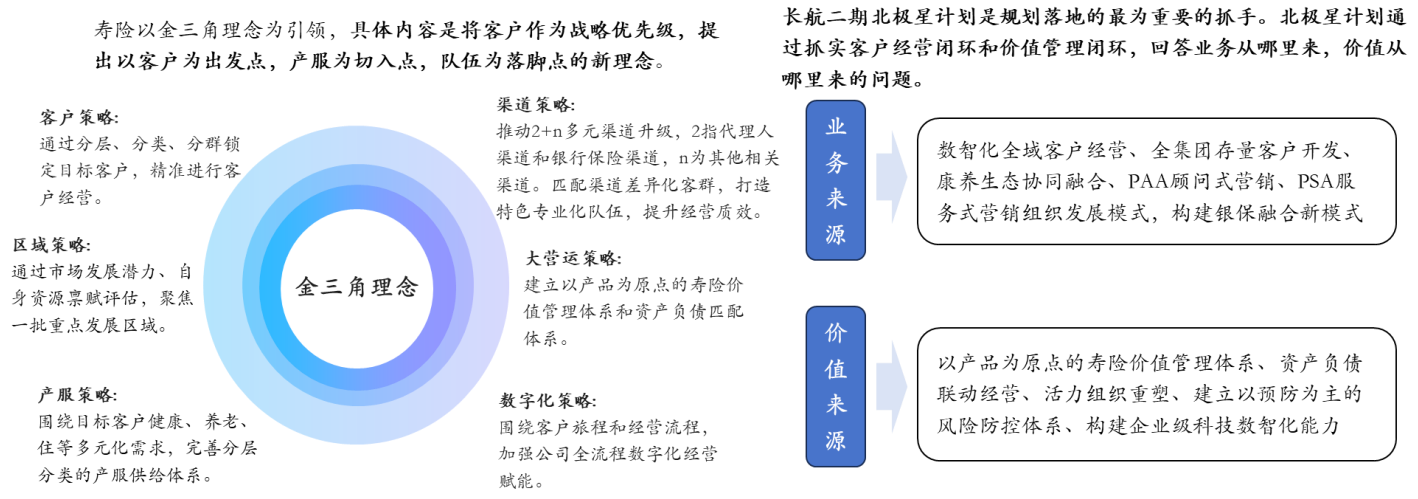
图表13：中国太保转型战略梳理



来源：公司公告、慧保天下、中国太平洋保险公众号、新华网、保契、保险一哥，国金证券研究所

2024 年新任管理层提出“以客户为中心”的经营理念，启动集团大康养、AI+、国际化三大战略。1）通过实施“大康养”战略，完善产业布局，构建养老金融、商业健康险和康复医疗、机构养老、居家照护等全周期服务链，推动康养服务与保险主业协同共生，打造大保险生态；2）通过实施“人工智能+”战略，加大 AI 对公司经营的全面赋能，全面提升创新驱动力和运营效能，同时探索开拓 AI 领域风险减量管理市场，培育打造新的业务增长极；3）通过实施“国际化”战略，紧跟中国企业出海步伐提升服务能级，稳步推进海外服务网络建设、跨境保险合作、国际化人才打造和境外资产配置，形成立足上海、服务全国、走向世界的新格局。

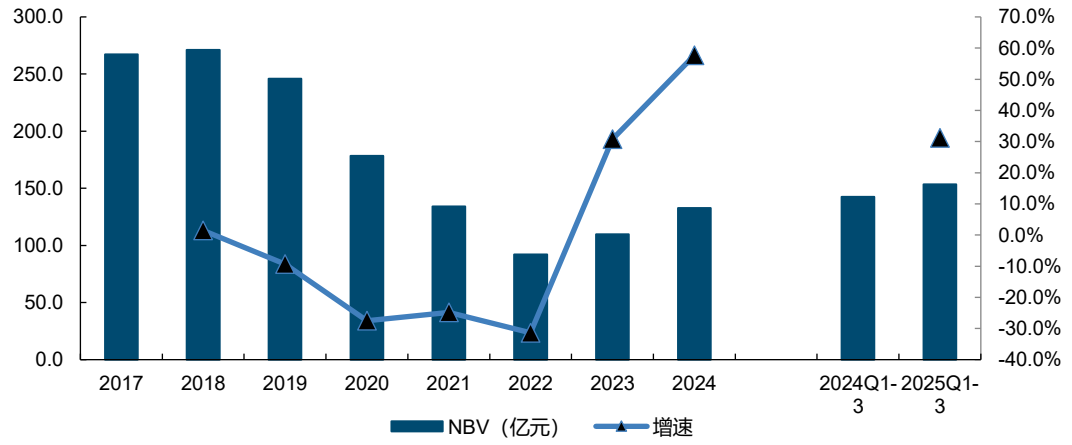
图表14：中国太保新时期转型战略梳理



来源：中国太保投资者关系，国金证券研究所

转型效能持续释放，NBV 复苏趋势持续。太保 NBV 增速自 2019 年来历经 4 年下滑，2018-2022 年复合增长率-23.7%。2023 年起低基数叠加居民挪储背景下储蓄险产品热销，NBV 增长强势复苏，2023/2024/2025Q1-3 分别同比增长 30.8%/57.7%/31.2%，维持高速增长态势。同业来看，2023 年以来太保 NBV 增速位于行业中上游水平。

图表15：太保新业务价值及增速



来源：公司公告，国金证券研究所 注：增速为同比口径，NBV 规模为当年披露值

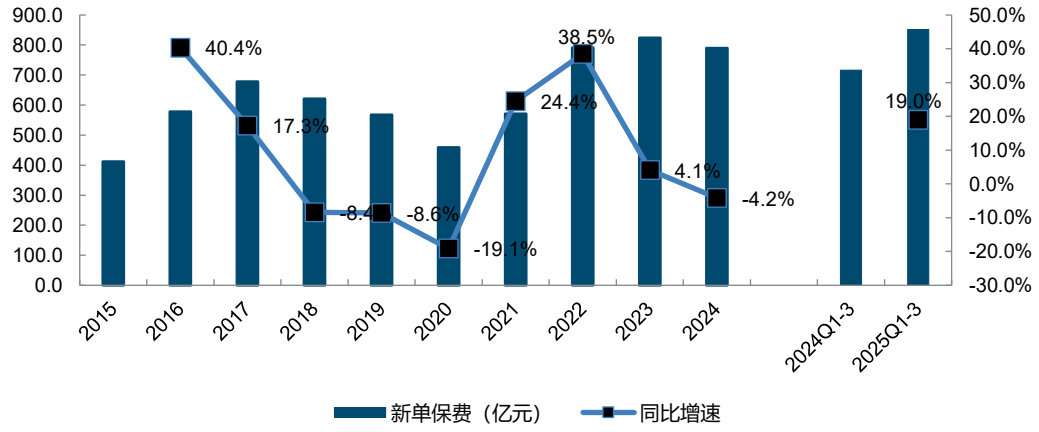
图表16：各上市险企新业务价值同比增速

NBV 增速	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1-3
中国太保	56.5%	40.3%	1.5%	-9.3%	-27.5%	-24.8%	-31.4%	30.8%	57.7%	31.2%
中国平安	32.2%	32.6%	7.3%	5.1%	-34.7%	-23.6%	-24.0%	36.2%	28.8%	46.2%
中国人寿	56.4%	21.9%	-17.6%	18.6%	-0.6%	-23.3%	-19.6%	11.9%	24.3%	41.8%
新华保险	36.4%	15.4%	1.2%	-19.9%	-6.1%	-34.9%	-59.5%	65.0%	106.8%	50.8%
人保寿险	53.1%	37.7%	0.8%	7.9%	-12.3%	-40.6%	-17.3%	69.6%	114.2%	76.6%
中国太平	51.5%	49.6%	-2.9%	-20.6%	-16.4%	3.6%	-18.1%	26.0%	90.0%	
友邦保险	25.1%	16.6%	23.4%	5.0%	-33.4%	21.7%	-8.1%	30.5%	16.8%	18.0%

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：新华 2024、2025Q1-3 增速均为重述上期数据

NBV 增长主要由 Margin 改善带来。压降银保趸交规模，2022-2024 年太保新单保费复合增速基本为 0，NBV 增长主要由预定利率下调、报行合一带动价值率提升驱动。

图表17：太保新单保费情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表18：上市险企 NBV margin 变化

NBV Margin	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023(4.5%)	2024(4.5%)	2024(4%)	24H1(4.5%)	24H1(4%)	25H1(4%)
中国太保	32.9%	39.4%	43.7%	43.3%	38.9%	23.5%	11.6%	13.3%	21.9%	16.8%	18.4%	14.7%	15.0%
中国人寿	18.3%	21.4%	27.6%	32.4%	31.9%	27.2%	19.5%	17.5%	21.4%	15.7%	20.1%	14.8%	17.7%

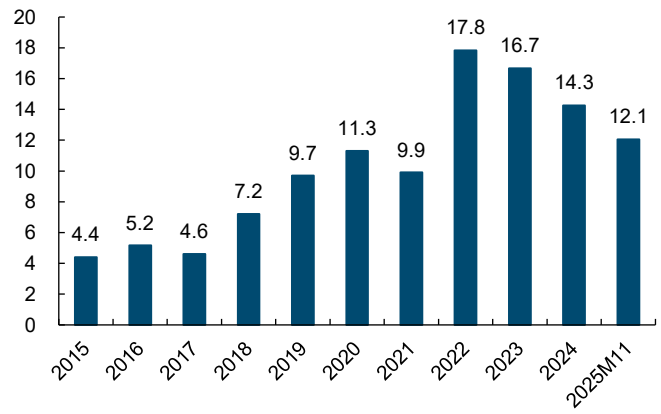
NBV Margin	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023(4.5%)	2024(4.5%)	2024(4%)	24H1(4.5%)	24H1(4%)	25H1(4%)
中国平安	37.4%	39.3%	43.7%	47.3%	33.3%	27.8%	24.2%	18.7%	26.0%	18.5%	24.2%	17.3%	26.1%
新华保险	22.4%	39.7%	47.9%	30.3%	19.7%	12.9%	5.5%	6.7%		14.6%	18.8%		14.9%
人保寿险	4.5%	7.0%	10.6%	11.4%	11.1%	6.6%	5.7%	7.1%	16.6%	10.7%	11.3%		12.1%
中国太平	18.8%	25.8%	34.2%	27.6%	29.8%	25.5%	18.0%	15.3%	30.0%	19.1%	24.2%	18.2%	21.7%
友邦保险	53.7%	52.6%	58.4%	63.1%	53.0%	59.6%	57.2%	52.7%		54.8%	54.0%		57.4%

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：4.5%、4%为保险公司内含价值长期投资收益率假设

2.2 存款搬家+市占率提升，寿险 NBV 高景气将延续

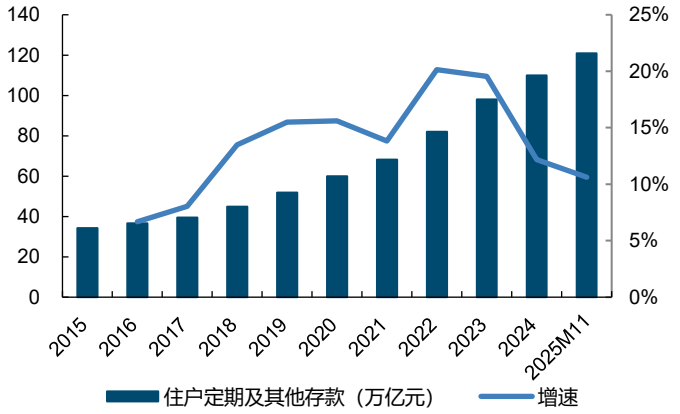
存款搬家已成趋势，到期高峰将至。2020 年后居民部门预防性储蓄意愿显著增强，形成了以中长期定期存款为主的巨额蓄水池。2021/2023/2024 年的 5/3/2 年存款将大量于 2026 年到期，在存款利率下调与中长期存款供给短缺的背景下，将向理财、基金、保险等金融产品转移。

图表19：金融机构居民户新增人民币存款（万亿）



来源：wind，国金证券研究所

图表20：居民存款余额持续增长



来源：wind，国金证券研究所

分红险相较于理财、债基等更具吸引力，将继续承接部分居民的储蓄迁移。2026 年全面销售分红险，下有保底、上有浮动的收益结构提升产品吸引力。从开门红产品来看，太保分红型增额寿 20/30 年的演示 IRR 分别为 2.39%、2.63%，相较于银行存款的收益率优势显著。且当前六大行已全面停售 5 年期大额存单，叠加利率震荡环境下理财与债基收益不确定性提升，居民财富长期保值增值的金融工具愈发稀缺，保险作为低风险偏好类的储蓄产品，将继续承接部分居民的储蓄迁移。

图表21：上市险企开门红主销产品对比

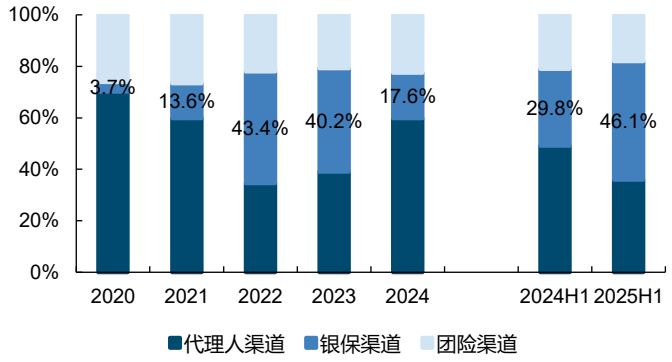
预定利率	演示类型	友邦	返本年限	持有 10 年	持有 20 年	持有 30 年	持有 40 年
1.75%分红	保证利益	传世盈佳荣耀版终身寿	第 9 年	0.28%	1.01%	1.25%	1.38%
	浮动利益		第 6 年	1.76%	2.55%	2.81%	2.94%
预定利率	演示类型	新华	返本年限	持有 10 年	持有 20 年	持有 30 年	持有 40 年
1.75%分红	保证利益	盛世荣耀庆典版终身寿	第 7 年	0.73%	1.23%	1.40%	1.49%
	浮动利益		第 4 年	2.15%	2.68%	2.85%	2.93%
预定利率	演示类型	平安	返本年限	持有 10 年	持有 20 年	持有 30 年	持有 40 年
1.75%分红	保证利益	御享金越终身寿	第 9 年	0.30%	1.04%	1.27%	1.40%
	浮动利益		第 6 年	1.39%	2.21%	2.47%	2.60%
预定利率	演示类型	国寿	返本年限	持有 10 年	持有 20 年	持有 30 年	持有 40 年
1.75%分红	保证利益	鑫鸿福养老年金（臻藏版）（分红型）	第 10 年	0.02%	0.93%	1.09%	1.18%
	浮动利益		第 7 年	1.09%	2.08%	2.32%	2.55%
预定利率	**演示类型**	**太保**	**返本年限**	**持有 10 年**	**持有 20 年**	**持有 30 年**	**持有 40 年**
1.75%分红	保证利益	盛世鸿运(御享	第 9 年	0.27%	1.01%	1.25%	1.38%

	浮动利益	版)(分红型)	第 6 年	1.64%	2.39%	2.63%	2.75%
预定利率	演示类型	太平	返本年限	持有 10 年	持有 20 年	持有 30 年	持有 40 年
1.75%分红	保证利益	国威一号终身寿险	第 11 年	-0.03%	0.85%	1.14%	1.30%
	浮动利益	(分红型)	第 7 年	1.18%	2.08%	2.37%	2.53%

来源：保险师，国金证券研究所

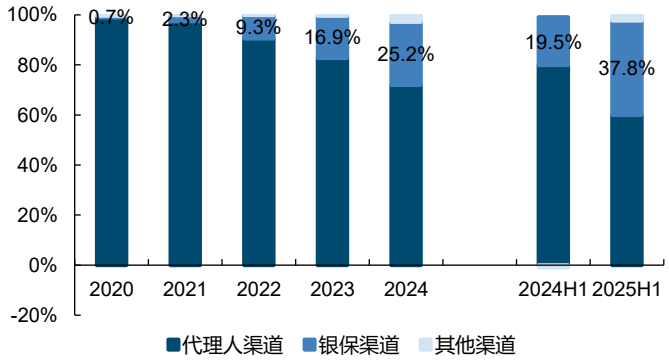
预计 2026 年公司 NBV 在高基数下仍将实现双位数的增长，银保渠道是主驱力，对公司新单与价值贡献将进一步提升。2021 年起公司重启银保渠道，报行合一落地与“1+3”放开下，银保渠道快速增长。1）新单结构：2025H1 银保新单占比高增 16.3pct 至 46.1%，超越个险新单占比 35.9%，多元化渠道建设颇具成效。展望 26 年，个险渠道在高基数下预计新单保费平稳增长，但居民挪储背景下，预计银保渠道仍将延续较好增长，贡献度将进一步提升。2）NBV 结构：代理人仍为主要价值贡献源，银保价值贡献快速提升，占比由 2020 年的 0.7%加速上升至 2025H1 的 37.8%。

图表22：太保寿险新单保费渠道结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表23：太保寿险 NBV 渠道结构

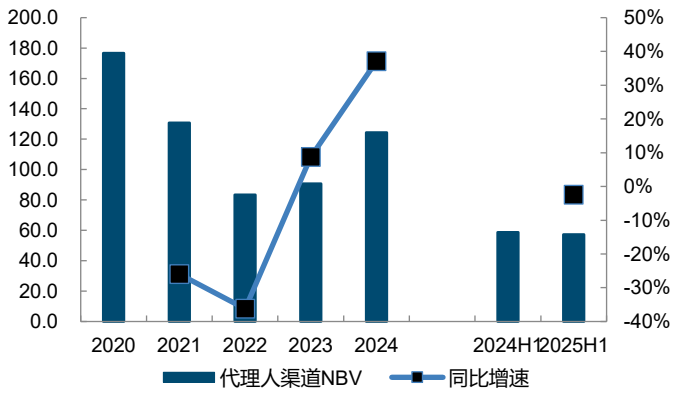


来源：公司公告，国金证券研究所

2.2.1 个险渠道：平稳发展，保持韧性

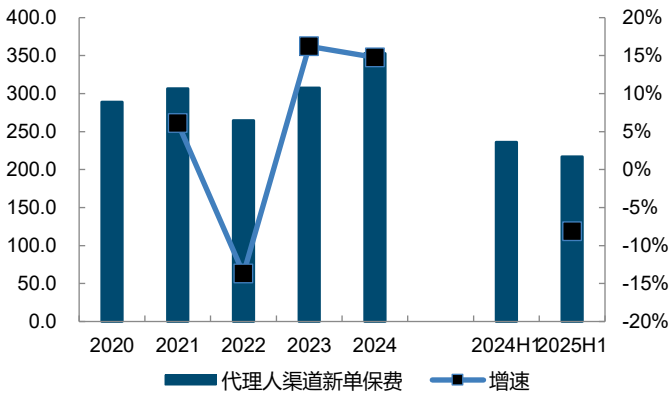
居民储蓄需求旺盛驱动及预定利率下调炒停售下，2023-2024 年太保个险渠道 NBV 恢复较高增长，分别同比+8.8%、+37.1%，其中新单保费分别同比+16.2%、+14.8%，Margin 也由 23 年最低的 29.5%回暖至 24 年的 35.2%，实现量价齐升。25H1 太保个险渠道 NBV 同比-2.5%，新单保费在高基数+报行合一影响下同比-8.1%，预定利率下调新业务价值率向好，同比+1.5pct 至 26.4%。

图表24：代理人渠道 NBV（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表25：太保寿险代理人渠道新单保费（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表26：上市险企个险渠道价值率变化

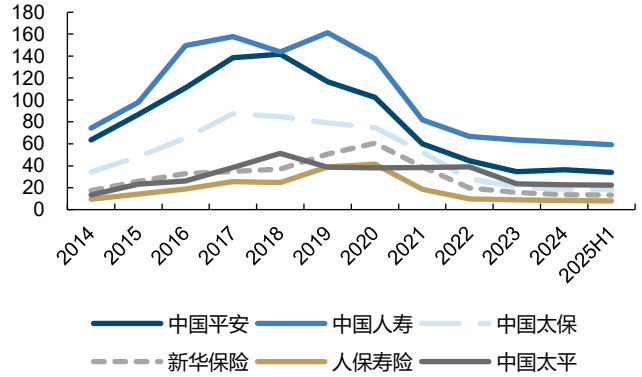
NBV Margin	2018	2019	2020	2021	2022	2023(4.5%)	2024(4.5%)	2024(4.0%)	2024H1(4.5%)	2024H1(4.0%)	2025H1(4.0%)
中国太保			61.1%	42.6%	31.5%	29.5%	35.2%		30.6%	24.9%	26.4%
中国人寿	57.1%	64.9%	54.9%	43.1%	36.3%	25.1%	36.0%		33.0%	22.4%	35.9%
中国平安	46.9%	52.2%	48.1%	42.3%	33.5%	31.4%	34.4%	26.3%	31.1%	23.6%	32.9%

NBV Margin	2018	2019	2020	2021	2022	2023(4.5%)	2024(4.5%)	2024(4.0%)	2024H1(4.5%)	2024H1(4.0%)	2025H1(4.0%)
新华保险	60.6%	49.3%	42.7%	31.3%	18.7%	22.4%		27.0%	30.5%		20.6%
人保寿险	38.6%	27.4%	24.6%	17.1%	13.1%	15.0%	23.8%	15.6%	17.7%		20.5%
中国太平	40.8%	34.5%	49.8%	35.9%	23.9%	21.4%	30.6%	19.3%	27.5%	19.1%	24.0%
友邦保险	70.4%	75.3%	67.5%	74.3%	73.2%	65.4%		67.6%	67.2%		72.0%

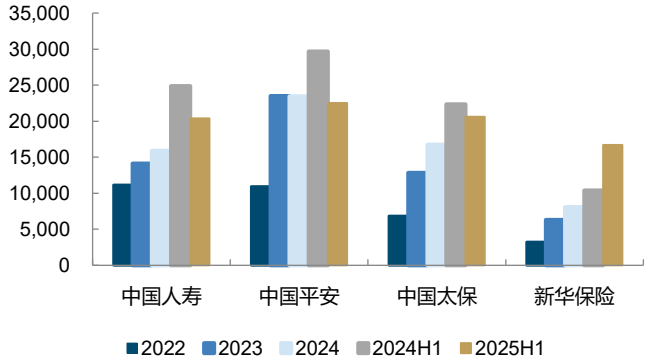
来源：各公司公告，国金证券研究所 注：4.5%、4%为保险公司内含价值长期投资收益率假设

人力规模企稳，队伍质态改善。2025H1 太保人力规模企稳，期末保险营销员 18.6 万人，同比增长 1.6%，其中新增人力 3.9 万人，同比增长 19.8%。代理人人均月产能 2.06 万元，维持高水平，核心人力月人均首年规模保费 7.29 万元，同比+12.7%，代理人基础夯实活动率高。

图表27：代理人规模对比（万）



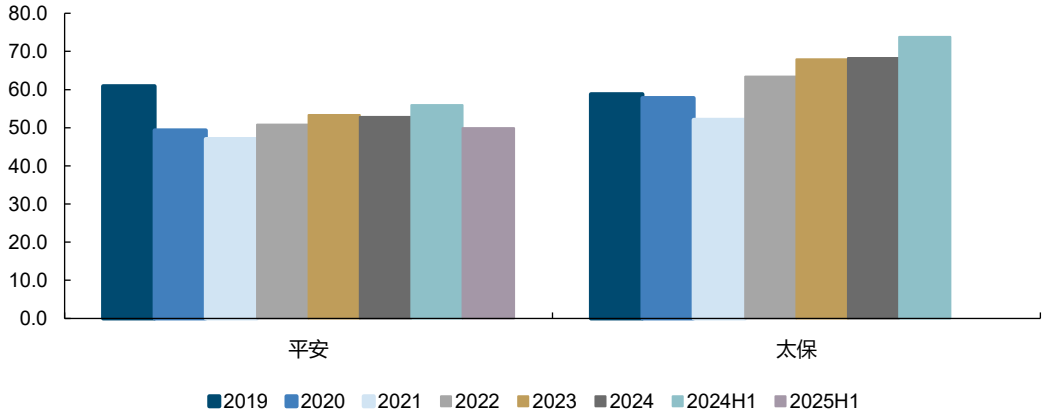
图表28：代理人产能对比（元/月）



来源：各公司公告，国金证券研究所 注：太保为月均代理人，其他为期末

来源：各公司公告，国金证券研究所

图表29：代理人活动率对比

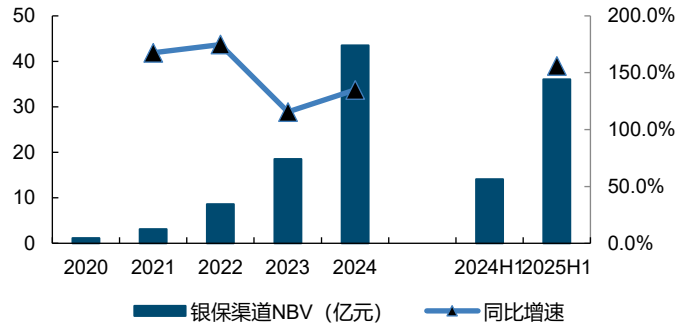


来源：各公司公告，国金证券研究所

2.2.2 银保渠道：NBV 高速增长，贡献将进一步提升

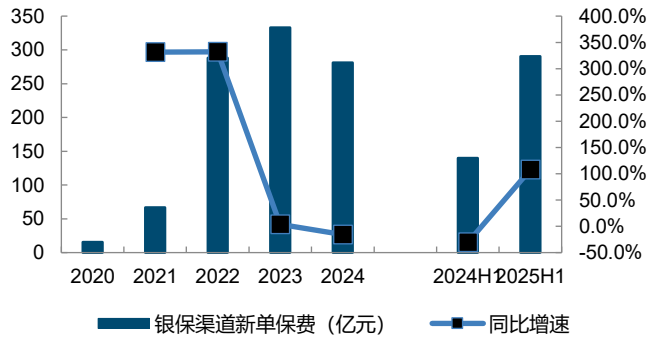
银保渠道报行合一+“1+3”合作网点限制放开，公司全力开拓银保合作网点，驱动银保渠道 NBV 高增，2020-2024 年复合增速 147.0%，价值银保成效显现。2025H1NBV 同比+156.0%，未重述上期数据口径下，也实现了 106.2%的高速增长，仅低于平安、新华。

图表30：太保银保渠道新业务价值及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表31：太保银保渠道新单保费及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表32：上市险企银保 NBV margin 变化

NBV Margin	2018	2019	2020	2021	2022	2023(4.5%)	2024H1(4.5%)	2024H1(4.0%)	2024(4.5%)	2024(4.0%)	2025H1(4.0%)
中国太保			4.2%	3.3%	2.7%	5.6%	11.8%	9.5%	15.5%		12.4%
中国人寿	18.8%	20.4%	17.7%	19.3%	19.2%	16.4%	22.5%	18.9%	24.6%		28.6%
中国平安	19.2%	24.7%	4.4%	11.1%	9.8%	5.4%	17.5%		16.0%	8.0%	11.7%
新华保险	12.2%	2.8%	1.4%	2.0%	1.2%	1.4%	13.8%			10.1%	13.1%
人保寿险	1.2%	0.7%	-0.2%	0.4%	1.9%	3.2%	8.6%		13.6%	8.6%	9.9%
中国太平	3.7%	3.1%	4.9%	9.2%	5.4%	5.8%	19.8%	18.0%	31.5%	20.1%	19.3%
友邦保险	50.3%	50.1%	38.3%	39.2%	37.7%	37.8%	41.7%			41.7%	43.2%

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：4.5%、4%为保险公司内含价值长期投资收益率假设

居民存款迁徙，预计 2026 年银保渠道新单高增将延续。上市银行 2024 年年报中披露了 3 月内到期、1 年内到期的存款规模及定期存款中居民的占比，以此测算 25 年 Q1 及全年的银行到期存款，假设 26 年到期存款规模增速与 25 年存款增速相同，测算 26 年 Q1 及全年的银行到期存款，预计 26 年 Q1、全年居民到期存款规模分别为 33.96、74.33 万亿，假设 1%流入保险，占 2025 年银保新单的比例也将达到 88%，因此，我们判断，在存款搬家的驱动下，2026 年银保渠道将延续高增，且增速前高后低，一是居民存款大多在 Q1，挪储行为对 Q1 边际贡献更多，二是报行合一影响下 Q1 基数低，25Q1 行业银保新单增速-20%）。

图表33：2026 年银行到期存款规模测算

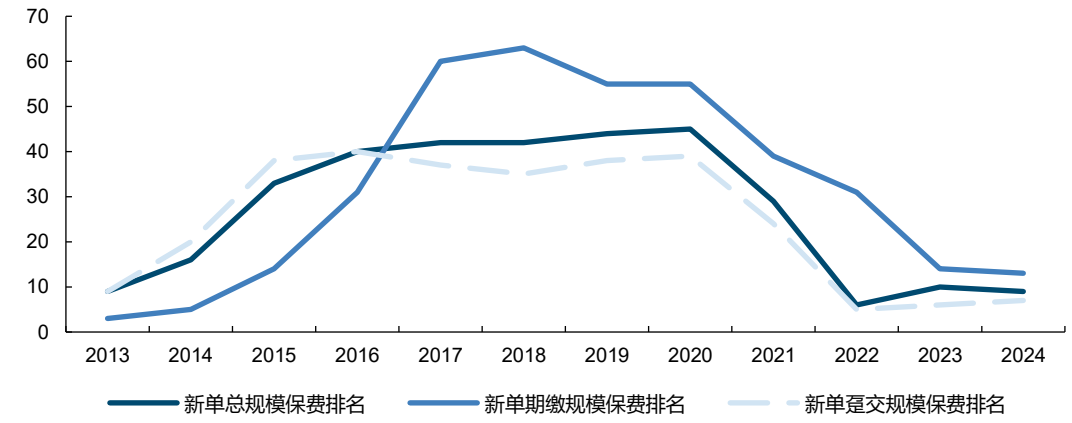
亿元	2024 年底					预测					
银行	存款总额	活期存款 A	3 个月内到期的存款 B	1Y 内到期的存款 C	居民定期存款占比 D	居民 2025 年 1-3 月到期的定期存款 E=（B-A）*D	2026 年 1-3 月到期的定期存款 G=F*（1+12.1%）	2025 年 1 月到期的定期存款 F=E*59.3%	2026 年 1 月到期的定期存款 G=F*（1+13.5%）	居民 2025 年到期的定期存款 H=(C-A)*D	居民 2026 年到期的定期存款 I=H*（1+10.6%）
工商银行	348,370	136,221	183,339	258,372	58.4%	27,510	30,827	16,305	18,502	71,318	78,888
农业银行	303,054	121,765	165,967	221,755	66.4%	29,335	32,872	17,387	19,729	66,359	73,402
中国银行	242,026	96,812	140,404	184,320	54.6%	23,807	26,677	14,110	16,011	47,790	52,862
建设银行	287,139	121,837	158,443	212,286	64.4%	23,572	26,415	13,971	15,854	58,244	64,426
交通银行	88,003	29,112	44,132	59,184	46.9%	7,048	7,898	4,177	4,740	14,110	15,608
邮储银行	152,875	41,437	85,721	138,411	93.7%	41,492	46,495	24,592	27,906	90,860	100,504
招商银行	90,966	47,526	63,677	77,862	47.3%	7,632	8,553	4,524	5,133	14,335	15,857
兴业银行	56,304	20,683	31,388	42,361	37.5%	4,011	4,495	2,377	2,698	8,123	8,985
中信银行	58,643	24,261	35,636	46,639	37.2%	4,232	4,742	2,508	2,846	8,325	9,209
光大银行	40,357	10,621	19,523	28,258	40.1%	3,570	4,000	2,116	2,401	7,073	7,824
平安银行	35,923	11,912	19,257	26,934	39.7%	2,913	3,265	1,727	1,959	5,958	6,591
民生银行	43,327	14,483	23,901	32,358	32.2%	3,035	3,401	1,799	2,042	5,761	6,372

亿元	2024 年底					预测					
浦发银行	52,293	20,350	30,348	40,699	37.4%	3,738	4,189	2,216	2,514	7,609	8,416
华夏银行	21,841	6,968	11,867	17,379	30.5%	1,495	1,675	886	1,006	3,177	3,515
浙商银行	19,223	4,992	8,786	13,852	17.3%	655	734	388	440	1,529	1,692
北京银行	24,836	7,368	11,646	18,040	38.1%	1,630	1,827	966	1,096	4,067	4,498
江苏银行	21,607	5,821	10,612	15,132	51.5%	2,466	2,763	1,462	1,659	4,792	5,301
南京银行	15,276	3,105	5,610	9,398	38.2%	956	1,071	566	643	2,401	2,656
宁波银行	18,696	5,542	9,193	13,663	31.6%	1,154	1,293	684	776	2,567	2,840
重庆银行	4,741	776	1,458	2,778	63.1%	431	483	255	290	1,263	1,398
杭州银行	12,895	5,095	7,261	10,181	32.4%	701	786	416	472	1,647	1,822
成都银行	8,859	2,557	3,874	5,917	65.4%	862	966	511	580	2,199	2,433
长沙银行	7,367	2,836	3,844	5,300	72.2%	728	816	431	489	1,778	1,967
贵阳银行	4,304	1,299	1,878	2,531	61.4%	355	398	211	239	756	837
上海银行	17,406	5,825	9,100	13,670	42.5%	1,391	1,559	825	936	3,333	3,686
苏州银行	4,274	1,123	1,767	2,778	61.3%	395	443	234	266	1,014	1,122
青岛银行	4,434	1,162	1,912	3,084	59.1%	444	497	263	298	1,136	1,257
常熟银行	2,950	519	1,244	1,842	87.0%	631	707	374	424	1,151	1,274
渝农商行	9,419	2,462	5,817	7,629	94.6%	3,175	3,558	1,882	2,136	4,890	5,409
无锡银行	2,181	473	1,021	1,425	76.5%	420	470	249	282	728	806
苏农银行	1,702	499	756	1,084	82.0%	211	237	125	142	481	532
江阴银行	1,550	453	756	1,114	77.5%	235	263	139	158	512	566
张家港行	1,712	344	735	1,146	76.1%	298	334	177	200	611	675
瑞丰银行	1,662	470	713	1,093	89.4%	217	244	129	146	557	616
青农商行	3,267	848	1,712	2,477	82.4%	712	798	422	479	1,343	1,485
沪农商行	10,929	3,277	5,445	7,965	74.1%	1,607	1,800	952	1,081	3,474	3,843
上市银行合计	2,020,411	760,831	1,108,746	1,528,916	57.9%	203,065	227,550	120,355	136,573	451,273	499,170
其他金融机构	1,002,127	377,374	549,940	758,345	57.9%	99,987	112,043	59,261	67,247	220,738	244,167
金融机构合计	3,022,538	1,138,205	1,658,686	2,287,261	57.9%	303,051	339,593	179,617	203,820	672,011	743,337

来源：各公司公告、wind，国金证券研究所

预计银保渠道头部集中趋势将延续，太保增速将显著高于行业。1）分红险考验公司长期投资能力，银保渠道将对分红险产品准入更加严格，长周期看，近 10 年来太保综合投资收益率水平行业领先，分红险销售逻辑更为顺畅；2）预定利率下调、报行合一压缩中小公司价格战、费用战空间；3）银保渠道盈利能力改善，公司将继续全力拓展银保渠道，当前公司通过“智慧银保”APP 管控业务员的活动量及团队管理，实现标准化与精细化运作，提升渠道效率，随着与银行网点的合作的深化，近 2 年来新拓展的网点也将贡献更多增量。

图表34：太保银保市占率排名持续提升

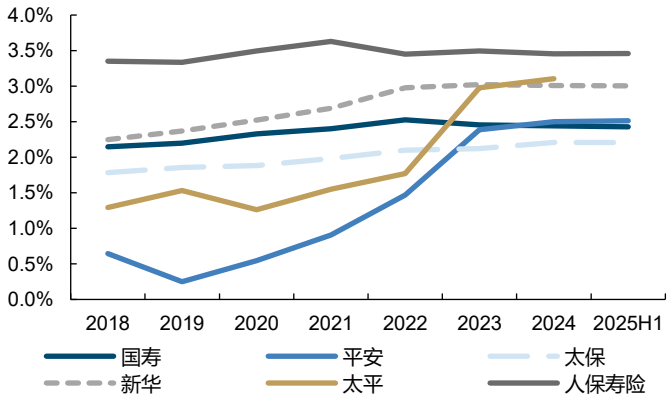


来源：13 个精算师，国金证券研究所

2.3 负债成本下降+投资端改善，利差步入改善通道

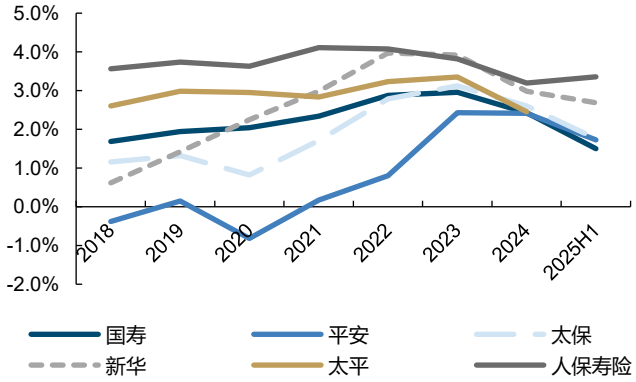
存量业务负债成本最低表现优异。从增量业务看，2025H1 太保新业务价值打平收益率 1.8%，仅高于国寿（1.5%）、平安（1.7%），优于其他上市同业；从存量负债成本来看，截至 2025H1 太保有效业务价值打平收益率 2.2%，低于国寿（2.4%）、平安（2.5%），为上市险企最低，且 2025H1 较 2024 年末已表现出下降趋势，预计 2026 年公司负债成本在低预定利率保单的摊薄下将继续下降，叠加长牛预期下资产端长期受益，预计利差已步入改善通道。

图表35：太保有效业务价值打平收益率最低



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表36：太保新业务价值打平收益率快速下降

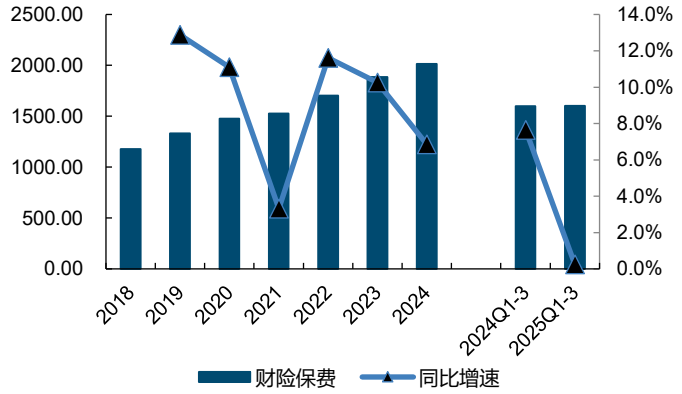


来源：各公司公告，国金证券研究所

三、太保财险：险种结构优化增速放缓，COR 保持较好水平

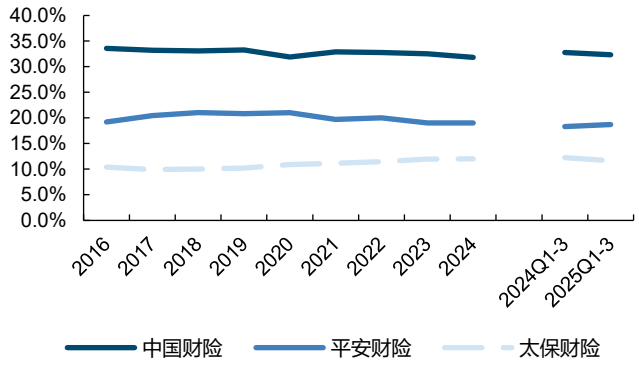
公司主动调整业务结构，24 年下半年开始增速放缓。2018-2024 年太保财险保费收入年复合增长率 9.3%，非车险驱动下整体增长较快。24 年下半年开始，公司主动加大业务选择力度，控制商业营运车险、雇主责任险、个人信用保证险等成本率较高的细分险种，致使 2024H2、2025Q1-3 保费收入同比+5.8%、+0.2%，增速放缓。

图表37：中国太保财险保费收入及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表38：太保财险市占率延续第三



来源：各公司公告、金融监管总局，国金证券研究所

COR 表现优异，近两年受个人信用保证险影响落后同业。受益于车险报行合一的执行，公司 COR 整体呈现改善趋势，叠加公司成本管控较好，2020-2024 年 COR 平均值好于同业。2024-2025Q1-3，受责任险、个人信保险等影响，公司 COR 高于同业，但业务结构得到及时调整，仍维持较好盈利水平。后续随着存量风险出清，预计 2026 年仍将实现较好盈利。

图表39：上市险企 COR 对比

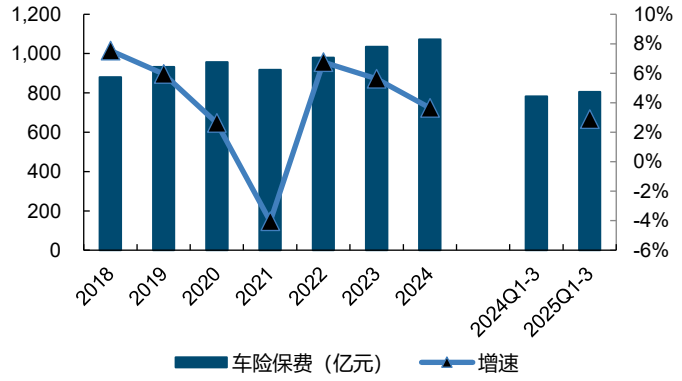
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2024Q1-3	2025Q1-3	2020-2024 平均值
人保财险	98.4%	97.3%	98.5%	98.9%	98.9%	99.5%	97.6%	97.6%	98.5%	98.2%	96.1%	98.4%
平安财险	95.9%	96.2%	96.0%	96.4%	99.1%	98.0%	100.3%	100.7%	98.3%	97.8%	97.0%	99.3%
太保财险	**99.2%**	**98.8%**	**98.4%**	**98.3%**	**99.0%**	**99.1%**	**97.3%**	**97.7%**	**98.6%**	**98.6%**	**97.6%**	**98.3%**

来源：各公司公告，国金证券研究所

1）车险：新能源车险占比提升，自主定价系数放开利好 COR 改善

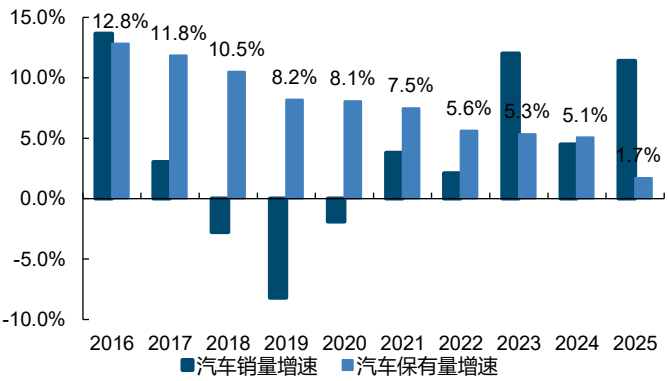
汽车保有量与新车销量增速趋势性放缓，预计车险低增长将延续。2018-2024 年公司车险年均复合增速为 3.4%，增速较低一方面受车险综改影响，另一方面汽车保有量增速与汽车销量增速的放缓也有影响。2025Q1-3 车险保费同比增长 2.9%，预计全年稳健增长延续。随着 2026 年汽车补贴退坡，预计汽车销量明年将承压，进而传导到车险，后续车险将维持稳健增长。

图表40：太保车险保费收入延续平稳增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表41：汽车保有量与新车销量增速放缓



来源：wind，国金证券研究所 注：汽车销量 2025 年增速为前 11 个月，保有量增速为上半年

新能源车险自主定价系数正逐步放开，预计 COR 将延续较好态势。2020-2024 年公司车险 COR 平均值为 97.9%，实现较好承保盈利，其中 2024 年 COR 同比+0.6pct 至 98.2%，主要受大灾影响赔付增加；2025H1 公司车险 COR 同比-1.8pct 至 95.3%，除大灾同比好转外，“报行合一”政策红利持续释放也是驱动因素之一。展望 2026 年，预计 COR 整体平稳，一方面，预计大灾难以好于 25 年，叠加盈利性相对不佳的新能源车险占比仍将提升，COR 面临向上压力，另一方面，新能源车险自主定价系数正逐步放开，且“反内卷”政策下预

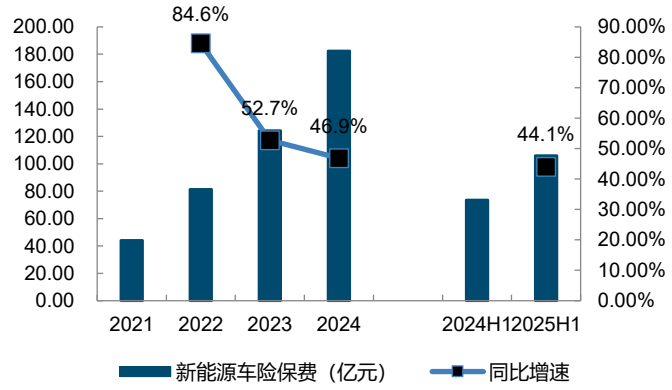
计“报行合一”政策深入贯彻，也将带来费用率下降。

图表42：上市险企车险 COR 对比

车险 COR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2024H1	2025H1	2020-2024 平均值
人保财险	96.5%	98.4%	96.7%	96.5%	97.3%	95.6%	96.9%	96.8%	96.4%	94.2%	96.6%
平安财险	97.5%	97.4%	97.2%	98.2%	98.9%	95.8%	97.7%	98.1%	98.1%	95.5%	97.7%
太保财险	**98.7%**	**98.3%**	**97.9%**	**97.9%**	**98.7%**	**96.9%**	**97.6%**	**98.2%**	**97.1%**	**95.3%**	**97.9%**

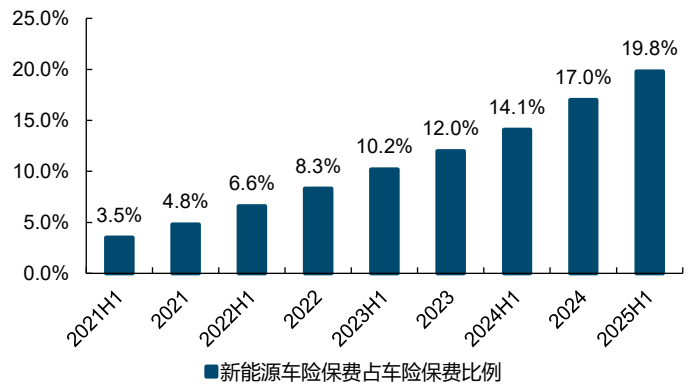
来源：各公司公告，国金证券研究所

图表43：太保新能源车险保费保持高速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表44：太保新能源车险发展迅速，占比持续提高

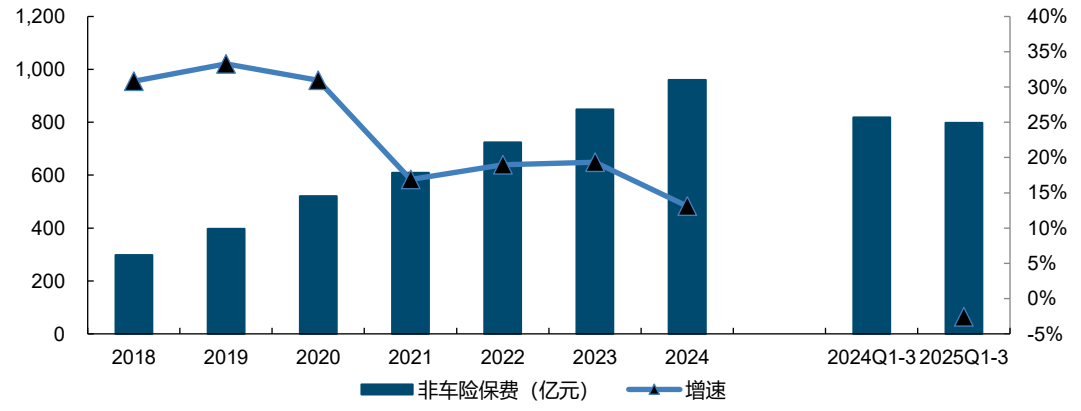


来源：公司公告，国金证券研究所

2）非车险：业务结构加速调整，“报行合一”落地利好

主动调整业务结构，2026 年有望恢复高个位数增长。2018-2024 年公司非车险保费收入年均复合增速为 21.5%，显著高于车险，主要受责任险、农险、健康险等险种驱动。2025H1 非车险保费同比-0.8%，公司在承保盈利导向下主动调整业务结构，其中个人信用保证保险业务出清保费收入-6.12 亿。展望未来，伴随宏观经济持续回暖，叠加非车险作为社会治理重要市场化工具的功能定位持续强化，公司非车险业务有望实现高个位数增长。

图表45：中国太保非车险保费收入与增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表46：太保非车险分险种保费收入（亿元）及增速

险种	2023	2024	同比	2024H1	2025H1	同比
非车险	848	939	10.7%	596	592	-0.8%
责任险	197	222	13.0%	125	129	3.3%
农业险	177	193	8.8%	137	143	4.7%
健康险	174	203	16.9%	161	155	-3.8%
企财险	68	78	15.0%	45	51	11.9%

险种	2023	2024	同比	2024H1	2025H1	同比
其他	233	243	4.5%	129	114	-11.3%

来源：公司公告，国金证券研究所

受大灾及个人信用保证保险影响 COR 同比抬升，“报行合一”政策推进预计将改善。2024、2025H1 公司非车险 COR 分别同比+1.4pct、+0.4pct，分别受大灾及个人信用保证保险赔付增加影响，其中 2025H1 在剔除个人信保险业务影响后，COR 同比-2.3pct 至 94.8%，盈利基本盘良好。展望后续，预计 COR 将逐年改善，一是个人信用保证保险影响预计在 2026 年出清，二是非车险“报行合一”在 2026 年全面落地，有望带来费用大幅改善。

图表47：太保非车险 COR

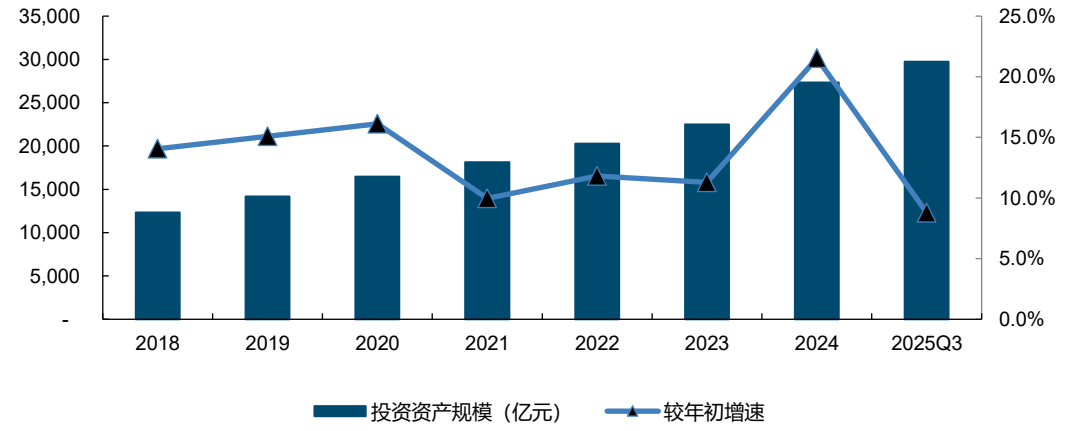
	2023	2024	变动	2024H1	2025H1	变动
非机动车险	97.7%	99.1%	1.4pct	97.2%	97.6%	0.4pct
企业财产险	97.2%	103.8%	6.6pct	94.1%	92.8%	-1.3pct
健康险	99.2%	104.3%	5.1pct	100.8%	99.3%	-1.5pct
责任险	100.6%	103.7%	3.1pct	99.4%	99.4%	0.0pct
农险	98.8%	98.7%	-0.1pct	97.8%	98.8%	1.0pct

来源：公司公告，国金证券研究所

四、资产端：配置结构稳定，投资业绩韧性较强

总管理资产规模增长稳健。集团投资资产自 2018 年 1.23 万亿元增长至 2024 年 2.73 万亿元，年复合增长率 14.2%，2025Q3 末较上年末继续增长 8.8%至 2.97 万亿元。

图表48：投资资产规模增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

固收较早布局长久期利率债，权益稳步提升。1）固收方面：公司早在 2018 年便提出增配国债拉长资产久期，此后持续增配长期利率债，2025H1 债券占比为 62.4%仅次于太平，且国债、地方政府债、政策性金融债占投资资产的 47.4%，固收资产久期延展至 12.0 年。2）权益方面：稳步增加公开市场权益资产配置，其中 25H1 股票和权益型基金占比提升 0.6pct 至 11.8%，增配幅度低于同业。

图表49：上市险企资产配置结构

大类配置	平安		太保		国寿		新华		太平		人保		阳光保险	
	2024	2025H1	2024	2025H1	2024	2025H1	2024	2025H1	2024	2025H1	2024	2025H1	2024	2025H1
现金等价物及定期存款	7.2%	7.9%	7.8%	8.4%	8.4%	8.2%	19.7%	21.4%	7.2%	7.0%	10.4%	9.3%	4.0%	9.0%
债券投资	61.7%	60.8%	60.1%	62.4%	59.0%	59.0%	52.1%	50.6%	74.5%	76.5%	49.0%	49.7%	57.7%	53.3%
股票+基金	11.8%	13.8%	11.6%	12.0%	12.2%	13.6%	18.4%	18.2%	13.0%	12.7%	8.9%	10.7%	13.3%	15.1%
其中：股票+权益型基金	10.0%	12.6%	11.3%	11.8%									13.3%	15.1%

股票	7.6%	10.5%	9.3%	9.7%	7.6%	8.7%	10.6%	11.2%	8.3%	8.3%	3.7%	5.4%	12.3%	14.1%
基金	4.1%	3.4%	2.3%	2.3%	4.6%	4.9%	7.8%	7.0%	4.7%	4.3%	5.3%	5.3%	1.0%	0.9%
长股投	3.5%	3.1%	0.8%	0.4%	4.6%	4.5%	1.9%	2.4%	1.9%	1.6%	10.2%	9.8%	1.9%	1.9%
投资性房地产	2.3%	2.2%	0.3%	1.0%	0.2%	0.2%	0.5%	0.5%	1.5%	1.4%	0.9%	0.9%	1.8%	1.6%
另类投资	13.2%	11.4%	18.8%	15.4%	15.6%	14.5%	6.5%	5.9%	4.8%	4.4%	20.6%	19.6%	21.3%	19.1%
其中：债权投资计划	3.2%	2.8%	9.7%	8.9%	7.9%	7.4%	2.2%	1.4%	3.9%	3.5%	-	-	3.4%	3.8%
其他	0.4%	0.7%	0.6%	0.3%	0.0%	0.0%	0.5%	0.5%	-2.9%	-3.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

来源：各公司公告，国金证券研究所

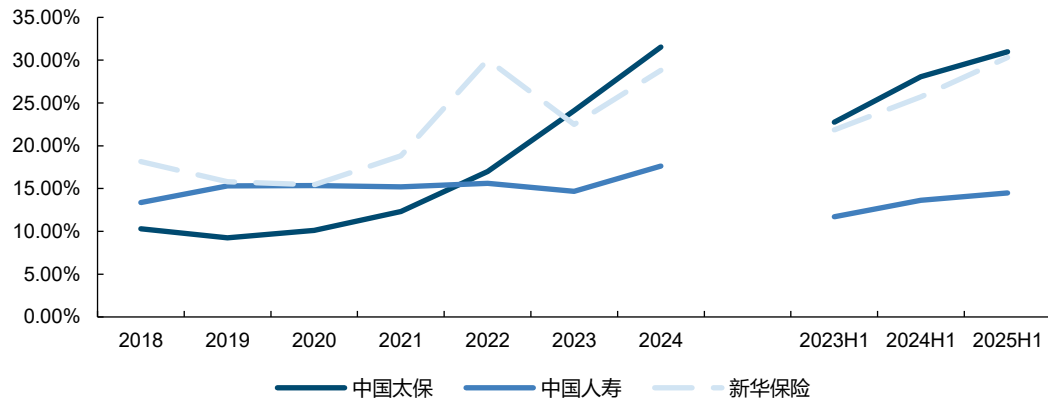
二级权益以股息价值策略为主，OCI 股票规模及占比持续提升。股息价值策略是公司权益资产的核心投资策略，兼顾股息和成长，在要求较好股息的基础上，更加重视企业治理、竞争优势、管理能力和长期成长前景等因素，获取股息收益和稳定业绩增长带来的回报。截至 2025H1，公司 OCI 股票占比 33.8%，处于行业中等水平。展望未来，利率延续低位，通过提升高股息股票配置，以股息补票息是提升净投资收益率的重要路径，预计 OCI 规模与占比仍将继续提升。

图表50：各上市险企股票资产分账户情况

亿元	FVOCI 股票				FVTPL 股票				FVTPL 股票占投资资产比例			
	2023	2024	2025H1	较年末增长	2023	2024	2025H1	较年末增长	2023	2024	2025H1	较年末变动
平安	1,751	2,632	4,243	61.2%	1,170	1,742	2,250	29.2%	2.5%	3.0%	3.6%	0.6pct
太保	271	761	957	25.9%	1,613	1,790	1,874	4.7%	7.2%	6.5%	6.4%	-0.1pct
国寿	148	602	1,403	133.2%	4,154	4,409	4,799	8.8%	7.7%	6.7%	6.7%	0.1pct
新华	53	306	374	22.3%	1,010	1,502	1,618	7.7%	7.5%	9.2%	9.4%	0.2pct
人保	160	273	439	60.7%	295	329	507	54.0%	2.1%	2.0%	2.9%	0.9pct
太平	224	476	488	2.4%	909	826	911	10.3%	6.7%	5.3%	5.4%	0.1pct
中国财险	279	392	486	23.8%	80	96	168	75.4%	1.3%	1.4%	2.4%	0.9pct
阳光	301	466	589	26.4%	225	210	248	18.3%	4.7%	3.8%	4.2%	0.4pct
中再	80	93	87	-5.6%	173	178	173	-2.8%	4.3%	4.0%	3.9%	-0.2pct
合计（不含中国财险）	2,970	5,570	8,542	53.3%	9,477	10,920	12,308	12.7%	3.5%	3.4%	3.5%	0.1pct
占比	**FVOCI 股票占股票比例**				**FVOCI 股票占股票+基金的比例**				**FVOCI 股票占投资资产的比例**			
	2023	2024	2025H1	较年末变动	2023	2024	2025H1	较年末变动	2023	2024	2025H1	较年末变动
平安	59.9%	60.2%	65.3%	5.2pct	32.2%	39.0%	49.4%	10.4pct	3.7%	4.6%	6.8%	2.2pct
太保	14.4%	29.8%	33.8%	4.0pct	10.8%	24.0%	27.4%	3.4pct	1.2%	2.8%	3.3%	0.5pct
国寿	3.4%	12.0%	22.6%	10.6pct	2.3%	7.4%	14.4%	7.0pct	0.3%	0.9%	2.0%	1.1pct
新华	4.9%	16.9%	18.8%	1.9pct	2.8%	10.0%	11.7%	1.8pct	0.4%	1.88%	2.2%	0.3pct
人保	35.2%	45.4%	46.4%	1.1pct	9.8%	18.6%	23.3%	4.7pct	1.1%	1.7%	2.5%	0.8pct
太平	19.8%	36.6%	34.9%	-1.7pct	11.4%	23.4%	22.9%	-0.5pct	1.7%	3.0%	2.9%	-0.2pct
中国财险	77.8%	80.4%	74.4%	-6.1pct	33.9%	45.8%	47.1%	1.3pct	4.7%	5.8%	6.8%	1.0pct
阳光	57.2%	69.0%	70.4%	1.4pct	52.3%	64.0%	66.0%	2.0pct	6.3%	8.5%	10.0%	1.5pct
中再	31.5%	34.2%	33.5%	-0.6pct	13.8%	15.8%	16.7%	0.9pct	2.0%	2.1%	1.9%	-0.1pct
合计（不含中国财险）	23.9%	33.8%	41.0%	7.2pct	14.3%	21.7%	28.2%	6.6pct	1.7%	2.7%	3.8%	1.1pct

来源：各公司公告、金融监管总局，国金证券研究所

图表51：太保股息和分红占净投资收益比例提升



来源：各公司公告，国金证券研究所

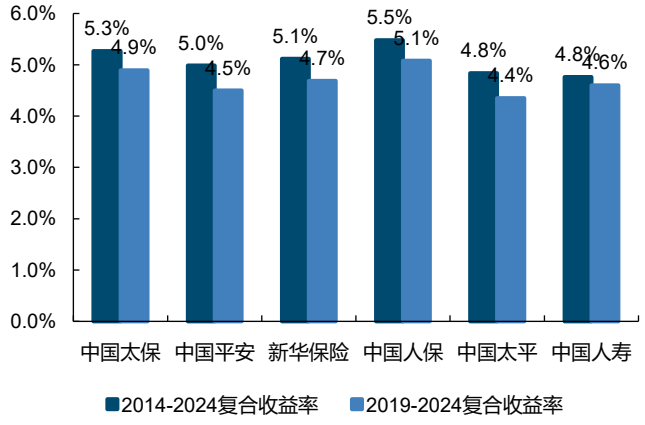
综合投资能力较强，处于同业上游水平。2014-2024 年，太保复合综合投资收益率为 5.6%，高于第二的中国平安 0.3pct，太保复合总投资收益率 5.3%，仅次于中国人保的 5.5%；2019-2024 年太保复合综合投资收益率为 5.2%，高于第二的中国人寿 0.3pct，复合总投资收益率 4.9%，同样仅次于人保的 5.1%。2025 年前三季度，太保未年化净投资收益率为 2.6%，同比下降 0.3 个百分点，受益于权益市场向好，总投资收益率为 5.2%，同比提升 0.5 个百分点。

图表52：上市险企投资收益率对比

	净投资收益率		总投资收益率		综合投资收益率	
	2024Q1-3	2025Q1-3	2024Q1-3	2025Q1-3	2024Q1-3	2025Q1-3
中国人寿（部分年化）			5.4%	6.4%		
中国平安（未年化）	3.1%	2.8%			4.4%	5.4%
中国太保（未年化）	2.9%	2.6%	4.7%	5.2%	5.0%	5.4%
新华保险（未年化）			5.1%	6.5%	5.2%	6.6%
中国人保（未年化）			4.6%	5.4%	4.9%	5.7%
中国财险（未年化）			4.6%	5.4%		

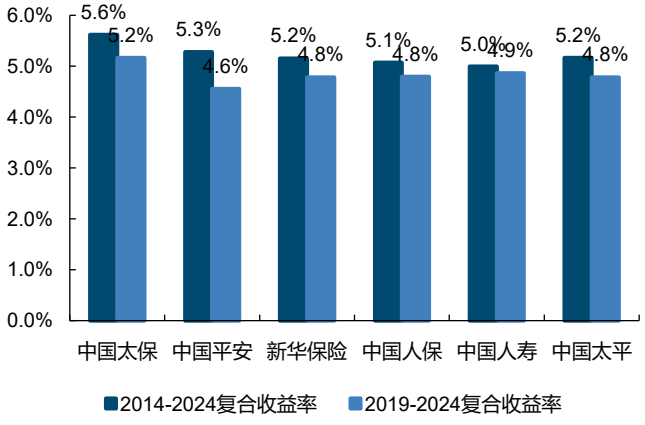
来源：各公司公告，国金证券研究所

图表53：太保复合总投资收益率领先



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表54：太保复合综合投资收益率最高



来源：各公司公告，国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

居民存款搬家与市占率提升，负债端正增长有望延续，长牛预期下资产端将实现较好表现。1）NBV 方面：居民存款大量到期，分红险相对银行存款、理财、债基等的竞争力明

显，且大公司市占率仍将提升，预计 2026 年 NBV 仍有望实现稳健增长，预计 2025-2027 年公司 NBV 同比+30.0%、+10.5%、+13.2%。2）利润方面：投资端受益于 Q3 市场显著上涨，预计 25 年全年有望实现双位数增长，公司所得税计提充分，且基数不高，权益市场慢牛长牛预期下，预计 2026 年仍有望实现利润的正增长，预计 2025-2027 年利润分别为 520/622/716 亿，同比+15.7%、+19.5%、+15.1%。

图表55：中国太保盈利预测与估值

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	323,945	404,089	428,008	464,068	497,569
增速	-2.5%	24.7%	5.9%	8.4%	7.2%
归母净利润	27,257	44,960	52,040	62,197	71,593
增速	0.8%	64.9%	15.7%	19.5%	15.1%
新业务价值	12,040	17,282	17,239	19,050	21,574
增速	30.8%	57.7%	30.0%	10.5%	13.2%
ROE	12%	17%	18%	19%	19%
EPS（元/股）	2.83	4.67	5.41	6.47	7.44
BVPS（元/股）	25.94	30.29	31.49	37.28	42.80
EVPS（元/股）	55.04	58.43	66.78	75.72	85.43
DPS	1.02	1.08	1.17	1.26	1.36
增速	0%	6%	8%	8%	8%
PB（A 股）	1.78	1.52	1.47	1.24	1.08
PEV（A 股）	0.84	0.79	0.69	0.61	0.54
股息率（A 股）	2.2%	2.3%	2.5%	2.7%	2.9%
PB（H 股）	1.37	1.17	1.13	0.95	0.83
PEV（H 股）	0.64	0.61	0.53	0.47	0.42
股息率（H 股）	2.9%	3.0%	3.3%	3.5%	3.8%

来源：wind、公司公告，国金证券研究所

中长期资负两端基本面向上，驱动估值提升。1）资产端：近期国新办新闻发布会，央行表示物价水平已现积极变化，通胀如回升将带来长债利率中枢上移，叠加股市长牛预期，预计公司综合投资收益率中枢稳定，支撑保险股估值向上。2）负债端：量价齐升新周期。①量：居民中长期存款到期高峰已至，分红险具备保底利率+有吸引力的演示利率，相较于存款和理财优势明显，将承接低风险偏好资金的迁移；公司继续发力银保渠道，分红险转型下竞争优势显著，市占率将继续提升，预计新单保费有望实现双位数增长。②价：新增保单有利差益，在新单摊薄与“报行合一”等政策下，预计存量保单负债成本开始下降，盈利能力提升。

当前公司估值隐含的投资收益率假设仍处低位，存在较大低估。截至 1 月 29 日，公司 2026 年 A/H 股 PEV 估值仅 0.61、0.47X，隐含的投资收益率假设为 1.7%、0.8%。考虑到当前市场对于 EV 估值体系的信任度在降低，核心在于：调整后净资产的负债评估利率是一个手动调整的数据，并且没有跟市场利率及时变化，预计目前各公司处于偏高水平；有效业务价值的投资收益率假设为 4%，长期实现或有难度。因此，我们以“调整后有效业务价值+净资产+新业务价值 10 年贴现值”对中国太保进行估值：①长端利率快速向下预期扭转叠加长牛预期，测算公司未来 20 年投资收益率中枢高于 3.5%的确定性较强，保守情形下，将 VIF 折价至 3.5%；②假设 2028-2031 年公司 NBV 增速为 10%、2032-2036 年 NBV 增速为 8%，将公司未来 10 年的 NBV 的投资收益率假设折价至 3.5%并贴现至 2026 年，对应贴现值为 1,598 亿元，以此计算公司合理估值为 7040 亿元，目标价 73.18 元，对应 A/H 股空间分别为 58%、106%，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表56：中国太保合理估值测算

亿元	内含价值	PEV	VIF+净资产	P/(VIF+净资产)	3.5%假设VIF+净资产	P/(3.5%假设VIF+净资产)	目标市值(3.5%假设VIF+净资产+未来10年新业务价值贴现)	目标价（元）	空间
中国太保 A	7,284	0.61	6,160	0.72	5,443	0.82	7,040	73.18	58%
中国太保 H	7,284	0.47	6,160	0.55	5,443	0.63	7,040	73.18	106%

来源：公司公告、wind，国金证券研究所

六、风险提示

1）长端利率超预期下行：保险资金再投资压力增大，或进一步引发利差损风险担忧，压制估值表现；

2）前端销售不及预期：银保渠道竞争加大，存在保费规模增长乏力、新业务价值增速不及预期的风险；

3）权益市场波动：拖累投资收益与利润表现。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
保险服务收入	266,167	279,473	284,040	301,890	318,027
利息收入	58,262	55,991	59,623	60,220	62,882
投资收益	7,053	26,907	48,970	53,989	62,199
公允价值变动损益	-11,712	37,713	31,293	43,440	49,690
汇兑损益	159	-64	-111		
营业收入	323,945	404,089	428,008	464,068	497,569
保险服务费用	-231,023	-243,147	-245,190	-256,017	-264,878
营业费用	-291,885	-348,378	-360,135	-389,939	-412,243
营业利润	32,060	55,711	67,873	74,128	85,326
税前利润	32,001	55,563	67,809	74,128	85,326
所得税	-4,090	-9,122	-14,147	-10,007	-11,519
归属于母公司股东的净利润	**27,257**	**44,960**	**52,040**	**62,197**	**71,593**
少数股东损益	654	1,481	1,621	1,924	2,214

资产负债表（人民币亿元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
定期存款	165,501	173,818	184,258	207,364	233,368
长期股权投资	23,184	22,520	13,498	14,500	15,540
存出资本保证金	7,105	6,851	6,897	6,907	6,907
投资性房地产	10,667	8,951	28,587	29,407	29,984
固定资产	18,925	20,255	25,225	28,391	31,954
其他资产	2,118,580	2,602,512	2,925,369	3,317,099	3,758,872
资产总计	2,343,962	2,834,907	3,183,834	3,603,668	4,076,625
保险合同负债	1,872,620	2,229,514	2,537,561	2,897,045	3,307,610
其他负债	203,638	286,912	311,407	314,899	322,919
负债总计	2,076,258	2,516,426	2,848,968	3,211,944	3,630,529
实收资本	9,620	9,620	9,620	9,620	9,620
归属于母公司股东权益	249,586	291,417	302,963	358,630	411,737
少数股东权益	18,118	27,064	31,903	33,094	34,359
负债和所有者权益合计	2,343,962	2,834,907	3,183,834	3,603,668	4,076,625

主要财务指标

每股指标（元）	**2023A**	**2024A**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
每股收益	2.83	4.67	5.41	6.47	7.44
每股净资产	25.94	30.29	31.49	37.28	42.80
每股内含价值	55.04	58.43	66.78	75.72	85.43
每股新业务价值	1.25	1.80	1.79	1.98	2.24
价值评估（倍）					
P/E	16.30	9.88	8.54	7.14	6.21
P/B	1.78	1.52	1.47	1.24	1.08
P/EV	0.84	0.79	0.69	0.61	0.54
盈利能力指标					
净投资收益率	4.00%	3.80%	3.19%	3.10%	3.00%
总投资收益率	2.60%	5.60%	4.86%	4.83%	4.76%
净资产收益率	12.22%	16.62%	17.51%	18.80%	18.59%
总资产收益率	1.23%	1.74%	1.73%	1.83%	1.86%
盈利增长					
净利润增长率	-27.08%	64.95%	15.75%	19.52%	15.11%
集团内含价值增长率	1.90%	6.15%	14.29%	13.39%	12.84%
新业务价值增长率	30.79%	57.65%	30.03%	10.50%	13.25%
偿付能力充足率					
核心偿付能力充足率	171%	182%	162%	142%	127%
综合偿付能力充足率	257%	256%	231%	215%	210%
内含价值(人民币亿元)					
调整后净资产	291,519	349,175	377,109	407,278	439,860
有效业务价值	237,974	212,891	265,275	321,104	382,021
内含价值	529,493	562,066	642,384	728,382	821,881
一年新业务价值	12,040	17,282	17,239	19,050	21,574
内含价值回报率	9.40%	9.40%	9.71%	9.42%	9.25%

来源：公司年报、wind，国金证券研究所 注：NBV 规模为当年披露值，增速为同比口径；2025-2027 年投资收益率测算口径与 2023-2024 年不一致

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	7	13	26	55	106
增持	0	1	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.07**	**1.10**	**1.08**	**1.00**

来源：聚源数据

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究