

中国太保 (601601.SH)

负债改革, “长航” 长行

买入

核心观点

中国太保打造行业负债端转型新模式。公司成立于1991年5月,是国内首家全国性股份制商业保险公司,同时也是国内首家在上海、香港、伦敦三地上市的保险公司。历年来,公司通过转型1.0、转型2.0、长航行动等转型战略,持续推动公司发展。在行业整体改革向上的背景下,中国太保有望展现出更高的业务弹性及复苏主线逻辑。截至2023年中期,公司实现营业收入1755.4亿元,同比增长6.5%,位列A股上市险企第四;集团管理资产28369.2亿元,同比增长6.9%。

人身险迎来供给侧结构性改革,行业龙头凭借渠道体系受益。2023年,储蓄型保险引领行业保费增速,传统寿险保费收入占比较2022年末提升6pt。行业抓住转型机遇,加快人力清虚,人均产能提升显著。截至2023年中期,中国人寿、中国平安、太保寿险、新华保险人均产能分别提升38.1%、94.3%、35.1%、111.0%。中国太保凭借其先进的负债端改革思路,引领公司在2023年实现高保费增速,为公司中长期NBV及内含价值增长奠定基础。

寿险“长航”一期夯实优势,二期聚焦“内勤”转型。2023年中期,“长航行动”一期收官,改革成效显著。1)截至2023年一季度末,太保寿险核心人均标保同比提升37.8%,对应核心人力月人均税前收入同比增长64.0%,位列行业前三。2)2023年前三季度,公司银保渠道实现规模保费收入326.9亿元,同比增长31.1%,其中新保期缴规模保费82.8亿元,同比增长289.5%。“长航”二期将聚焦由内勤至外勤的转型,增强业务联动,提升运营效率,赋能NBV的可持续增长。

产险延续“续航”战略,领跑行业保费增速。太保产险在“续航”计划引领下,2023年前三季度,实现保险服务收入1395.3亿元,同比增长13.9%,增速位列上市险企首位。公司车险、非车险业务分别实现原保险保费收入756.7亿元、727.9亿元,同比增长5.5%、19.3%。受2023年大灾频发及上年同期基数较低等因素影响,公司承保综合成本率为98.7%,同比上升1pt,整体盈利空间充足。

投资建议:我们预计公司2023-2025年归母净利润278.08/317.01/342.37亿元,同比增速13%/14%/8%;EPS为2.89/3.30/3.56元。公司当前估值处于行业低位,具有较高修复空间,因此我们预计合理目标价为28.67-31.43元/股,相对目前股价有31%至48%的溢价空间,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示:盈利预测及估值风险;市场竞争加剧;利率下行风险;投资收益持续震荡;渠道费用导致的负债端成本上升风险;监管趋严等。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	422,182	440,643	493,285	537,999	584,657
(+/-%)	4.37%	3.34%	8.33%	9.06%	8.67%
归母净利润(百万元)	26,834	24,609	27,808	31,701	34,237
(+/-%)	9.15%	-8.29%	13.00%	14.00%	8.00%
摊薄每股收益(元)	2.79	2.56	2.89	3.30	3.56
每股内含价值	51.80	54.01	58.45	63.32	68.26
(+/-%)	8.49%	4.28%	8.21%	8.34%	7.80%
PEV	0.46	0.44	0.41	0.38	0.35

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

非银金融·保险 II

证券分析师:孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	28.67 - 31.43元
收盘价	21.79元
总市值/流通市值	209627/209627百万元
52周最高价/最低价	35.38/21.27元
近3个月日均成交额	721.92百万元

市场走势



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司简介	5
历史沿革：国内领先的综合性保险集团	5
股权结构：股权相对分散，利好决策效率提升	6
公司治理：带动转型战略的持续推进	7
行业概况：深化转型，NBV 修复	8
中国太保：坚守价值，多元布局	10
太保寿险：长帆直挂，逐击“长航”	11
“长航”一期：锚定跨越式发展	12
“长航”二期：推动由内至外转型	19
太保产险：质态提升，发展“续航”	20
太保资管：聚焦可持续发展的投资体系	22
财务分析	24
盈利预测	26
假设前提	26
未来 3 年盈利预测	27
盈利预测的敏感性分析	28
估值与投资建议	29
绝对估值：目标价为 28.67-31.43 元/股	29
投资建议	30
风险提示	31
附表：财务预测与估值	33

图表目录

图 1: 中国太保 2018 年至 2023Q 保费业务收入 (单位: 亿元)	5
图 2: 中国太保 2018 年至 2023Q 归母净利润 (单位: 亿元)	5
图 3: A 股上市险企 2023H1 寿险保费收入占比 (单位: %)	5
图 4: A 股上市险企 2023H1 财险保费收入占比 (单位: %)	5
图 5: 中国太保控股子公司	7
图 6: 上市险企新业务价值增速承压 (单位: 百万元)	8
图 7: 上市险企平均新业务价值增速基本实现触底回升 (单位: %)	8
图 8: 保险行业各类险种保费收入占比 (单位: %)	9
图 9: 平安人寿代理人人均 NBV 及增速 (单位: 元/人/年, %)	9
图 10: 2023H1 上市险企总保费收入同比增长 (单位: 百万元)	9
图 11: 上市险企主要渠道保费收入占比 (单位: %)	10
图 12: 中国太保营业收入及增速 (单位: 亿元、%)	10
图 13: 中国太保保险服务收入结构 (单位: 亿元)	10
图 14: 中国太保归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)	11
图 15: 中国太保保险业务收入 (单位: 亿元、%)	11
图 16: 中国太保“352”大健康施工蓝图	11
图 17: 太保寿险保险业务收入结构 (单位: %)	12
图 18: 太保寿险继续率 (单位: %)	12
图 19: 2023H1 太保寿险保费收入前十机构及占比 (单位: %)	12
图 20: “长航行动”核心策略	13
图 21: “长航行动”战略布局	13
图 22: “长航行动”个险渠道“三化、五最”职业营销改革方案	14
图 23: 公司新业务价值及增速 (单位: 百万元, %)	15
图 24: 公司内含价值及增速 (单位: 百万元, %)	15
图 25: 中国太保代理人规模及增速 (单位: 万人, %)	15
图 26: 上市险企人均产能同比大幅提升 (单位: 元/月)	16
图 27: 上市险企个险月人均首年保费收入 (单位: 元/月/人)	16
图 28: 太保寿险个险渠道质态显著改善	16
图 29: “芯”银保转型战略顶层设计	17
图 30: 太保寿险银保渠道发展历程	17
图 31: 太保寿险银保渠道保费收入 (单位: 百万元)	18
图 32: 银保渠道 NBV 贡献显著提升 (单位: 百万元)	18
图 33: 上市险企银保渠道 NBV 同比高增 (单位: 百万元)	18
图 34: 上市险企银保渠道保费收入 (单位: 百万元)	18
图 35: 太保寿险产品服务“金三角”体系	19
图 36: 公司针对不同客户需求细化客群管理	19
图 37: “长航”二期战略布局	20

图 38: 太保产险保险业务收入及增速 (单位: %)	20
图 39: 太保产险承保综合成本率 (单位: %)	20
图 40: 上市险企承保综合成本率 (单位: %)	21
图 41: 太保产险保费收入结构 (单位: 亿元)	21
图 42: 太保产险车险及非车险业务保费增速 (单位: %)	21
图 43: 中国太保集团投资资产规模及增速 (单位: 亿元, %)	22
图 44: 2023H1 投资资产占比情况 (单位: %)	22
图 45: 2023H1 投资资产占比情况 (按会计核算方法, 单位: %)	22
图 46: 债权类金融资产占比情况 (单位: %)	23
图 47: 股权类金融资产占比情况 (单位: %)	23
图 48: 2015 年至 2023H1 上市险企总投资收益率 (单位: %)	24
图 49: 2015 年至 2023H1 上市险企净投资收益率 (单位: %)	24
图 50: 2018 年至 2023H1 公司营业收入 (单位: 亿元)	24
图 51: 2018 年至 2023H1 公司内含价值 (单位: 亿元)	24
图 52: 中国太保集团偿付能力充足率 (单位: %)	25
图 53: 上市险企赔付支出金额 (单位: 亿元)	25
图 54: 上市险企赔付支出占营业支出比例 (单位: %)	25
图 55: 上市险企手续费及佣金支出金额 (单位: 亿元)	26
图 56: 上市险企手续费及佣金支出占营业支出比例 (单位: %)	26
图 57: 2018 年至 2023 年中期 A 股上市险企 ROE (单位: %)	26
表 1: 1991 年至 2023 年中国太保发展历程	6
表 2: 中国太保前十名股东持股情况 (截至 2023 年三季度)	6
表 3: 中国太保高级管理层背景多元	7
表 4: 2022 年太保寿险前五大产品信息 (单位: 百万元)	12
表 5: 太保寿险代理人月人均首年佣金收入 (元/月/人)	16
表 6: 太保寿险近期主推产品 (截至 2023 年 12 月)	19
表 7: 非公开市场融资工具结构和收益率分布 (截至 2023H1, 单位: %、年)	23
表 8: 中国太保盈利能力预测 (百万元)	27
表 9: 中国太保 2023 年 EPS 随营业收入及赔付支出的敏感性分析 (单位: 元)	28
表 10: 中国太保 2024 年 EPS 随营业收入及赔付支出的敏感性分析 (单位: 元)	28
表 11: 中国太保 2025 年 EPS 随营业收入及赔付支出的敏感性分析 (单位: 元)	28
表 12: 中国太保 2023 年至 2025 年各渠道新业务价值预测 (单位: 百万元)	29
表 13: 中国太保 2023 年至 2025 年内含价值预测 (单位: 百万元)	29
表 14: 中国太保可对比公司估值 (P/EV)	30

公司简介

历史沿革：国内领先的综合性保险集团

中国太平洋保险（集团）股份有限公司（以下简称“中国太保”）总部位于上海，是国内领先的综合性保险集团。1987年，交通银行成立保险业务部，成为中国太平洋保险的前身。1991年5月13日，中国太平洋保险公司成立，是国内首家全国性股份制商业保险公司。2007年至2021年，公司陆续于A+H+G（上海、香港、伦敦）上市，成为国内首家在三地上市的保险公司。

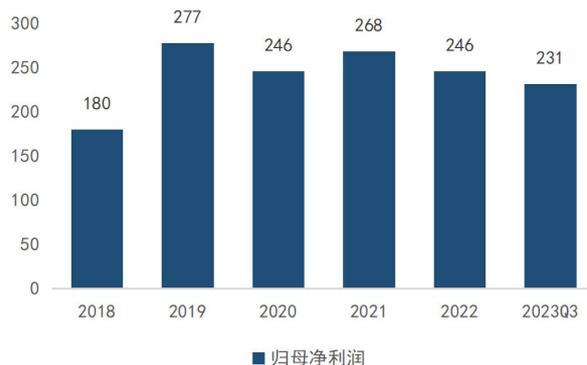
经过多年深耕，中国太保已拥有人寿保险、财产保险、养老保险、健康保险、农业保险和资产管理等在内的保险全牌照，致力于提供全方位的风险保障解决方案、财富规划和资产管理等服务。历年来，公司通过转型1.0、转型2.0、长航行动一期等转型战略，持续推动公司的高质量发展之路。截至2023年中期，公司实现营业收入1755.4亿元，同比增长6.5%；集团管理资产28369.2亿元，同比增长6.9%。截至2023年10月，太保寿险年度累计原保险保费收入2145.3亿元，占A股5家上市险企的13.9%，位列行业第三；太保财险年度累计原保险保费收入1610.0亿元，占A股5家上市险企的18.6%，位列行业第三。

图1：中国太保 2018 年至 2023Q 保费业务收入（单位：亿元）



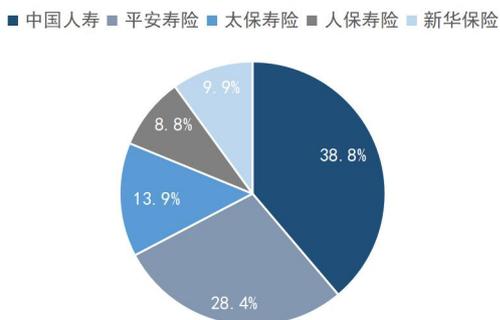
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：中国太保 2018 年至 2023Q 归母净利润（单位：亿元）



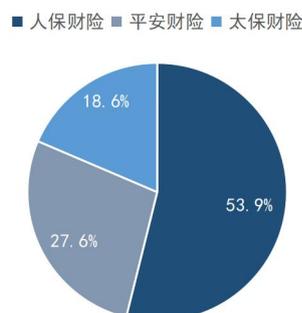
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：A 股上市险企 2023H1 寿险保费收入占比（单位：%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图4：A 股上市险企 2023H1 财险保费收入占比（单位：%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

表1: 1991年至2023年中国太保发展历程

时间	事件
1991年	中国太平洋保险公司于上海成立
2001年	公司按照《公司法》进行规范, 并更名为中国太平洋保险(集团)股份有限公司; 集团发起设立太保寿险和太保产险, 注册资本均为10亿元
2007年	公司于A股上市, 发行的总股数为10亿股, 发行价格为30元/股
2009年	公司于H股上市, 发行价为28元港币/股; 公司控股长江养老保险股份有限公司
2011年	围绕“关注客户需求, 改善客户界面, 提升客户体验”三大目标, 公司启动转型1.0战略
2018年	公司启动转型2.0战略, 剑指“人才、数字、协同、管控、布局”五大关键改革领域
2020年	中国太保沪伦通全球存托凭证(GDR)在伦敦证券交易所沪伦通板块正式挂牌, 成为第一家在上海、香港、伦敦三地上市的中国保险企业; 公司积极布局大健康发展战略
2021年	公司外引原友邦CEO蔡强, 启动“长航行动”转型策略, 推动代理人及营销模式改革; 太保私募基金管理有限公司成立; 公司设立太保寿险香港公司
2023年	“长航行动”一期于6月30收官; “长航行动”二期着力推动内勤转型

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

股权结构: 股权相对分散, 利好决策效率提升

从股权构成来看, 中国太保具有较强的“国有”属性, 股权结构稳定; 但整体股权相对分散, 公司没有实际控制人。截至2023年三季度末, 公司前五大股东包括香港中央结算(代理人)有限公司、申能(集团)有限公司、华宝投资有限公司、上海国有资产经营有限公司、上海海烟投资管理有限公司, 持股比例分别为28.82%、14.05%、13.35%、6.34%、4.87%。其中, 申能集团及上海国有资产为上海地方国资背景, 合计持股比例达20.39%。华宝投资及上海烟草为央企, 合计持股比例达18.22%。整体来看, 公司股权结构分散, 因此公司高级管理层或面临较少制约, 利于公司运营管理效率的提升及转型战略的持续推动。

表2: 中国太保前十名股东持股情况(截至2023年三季度)

股东名称	股东性质	持股比例	持股总数	股份类型
香港中央结算(代理人)有限公司	境外法人	28.82%	2,772,561,107	H股
申能(集团)有限公司	国有法人	14.05%	1,352,129,014	A股
华宝投资有限公司	国有法人	13.35%	1,284,277,846	A股
上海国有资产经营有限公司	国有法人	6.34%	609,929,956	A股
上海海烟投资管理有限公司	国有法人	4.87%	468,828,104	A股
中国证券金融股份有限公司	其他	2.82%	271,089,843	A股
香港中央结算有限公司	其他	2.79%	268,239,871	A股
上海国际集团有限公司	国有法人	1.66%	160,000,000	A股
云南合和(集团)股份有限公司	国有法人	0.95%	91,868,387	A股
上海久事(集团)有限公司	国有法人	0.94%	90,427,860	A股

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5：中国太保控股子公司



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

公司治理：带动转型战略的持续推进

公司高级管理层背景多元，具备丰富资本市场经验，结合近期高层人事变动，助力公司稳健推行转型战略。2023年12月12日，中国太保发布公告，公司同意选举傅帆为第九届董事会董事长、同意聘任赵永刚为公司总裁，上述两位任职资格待监管核准后生效。任职资格获批前，孔庆伟将继续履行董事长职责、傅帆继续履行总裁职责。孔庆伟因年龄原因，不再担任中国太保集团党委书记。

2017年，孔庆伟上任后提出中国太保“转型2.0”计划，围绕“人才、数字、协同、管控、布局”五大关键词实施转型，2021年正式收官。转型战略实施的5年中，公司保费规模及盈利能力实现双升，2021年公司实现保险业务收入3667.8亿元、净利润268.3亿元，较2017年分别上升30.23%、83.02%。

管理层“接力棒”或将交接，利好公司转型战略的持续推动。傅帆加入中国太保四年有余，与董事长孔庆伟一同开启了公司“长航行动”转型战略。此次升任，利好公司“长航二期”转型战略的持续推进。赵永刚此前在中国太保工作超26载，为太保集团内部培养出来的高级管理人才。预计此次管理层的履新将持续带动公司转型的延续，推动公司综合实力的稳健提升。

表3：中国太保高级管理层背景多元

姓名	职务	性别	出生年月	部分履历
孔庆伟	集团董事长	男	1960年6月	曾任上海外滩房屋置换有限公司副总经理、上海久事公司置换总部总经理、上海市公积金管理中心常务副主任、上海市城市建设投资开发总公司副总经理、上海闵行(集团)有限公司副董事长、上海世博土地储备中心主任、上海世博土地控股有限公司总裁、上海市城市建设投资开发总公司总经理、中共上海市金融工作委员会党委书记、上海国盛(集团)有限公司董事长、太保寿险董事长等
傅帆	集团党委书记、执行董事、总裁、拟任董事长	男	1964年10月	曾任上投实业投资公司副总经理，上投摩根基金管理有限公司副总经理，上海国际信托有限公司总经理、副董事长，上海国有资产经营有限公司董事长，上海国际集团有限公司董事、总经理等
赵永刚	集团党委副书记、拟任总裁	男	1972年11月	曾任中国太保党群工作部部长，太保寿险战略转型办公室主任、黑龙江分公司总经理、河南分公司总经理，太保寿险工会主席、人力资源总监，中国太保工会主席、副总裁，于上交所和联交所上市的海通证券监事会副主席、董事等

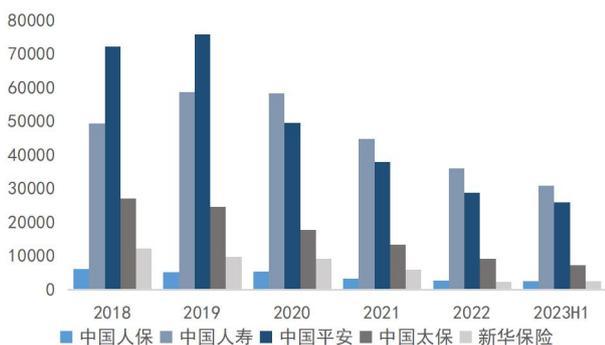
季正荣	集团党委副书记、监事会副主席、工会主席	男	1963年12月	曾任上海新联纺进出口有限公司副监事长、工会主席，上海针织新联纺联合公司副监事长，上海纺织（集团）有限公司监事会副主席等
顾越	集团党委委员，太保产险党委书记、董事长	男	1965年6月	曾任中国太平洋保险公司苏州分公司及南京分公司总经理，太保集团董事会秘书及人力资源部总经理、副总裁，太保寿险监事长、董事，太保资产监事长，太保香港董事，太保安联健康险董事，中国太保董事、总经理等
潘艳红	集团党委委员，太保寿险党委书记、董事长	女	1969年8月	曾任中国太平洋保险公司计财部财务处副处长、处长，太保寿险计划财务部副总经理、总经理、财务副总监、经营委员会执行委员、财务总监、副总经理、财务负责人，太保集团副总裁兼财务负责人、常务副总裁，太保产险董事等
俞斌	集团党委委员、副总裁，太保科技董事长	男	1969年8月	曾任太保产险非水险部副总经理、核保核赔部副总经理、市场研发中心总经理、市场部总经理，太保产险市场总监、副总经理，本公司助理总裁等
马欣	集团党委委员、副总裁，太平洋健康险董事长	男	1973年4月	曾任太保寿险陕西分公司总经理，本公司战略企划部总经理、战略转型办公室主任、转型总监、董事会秘书，太保产险董事等

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

行业概况：深化转型，NBV 修复

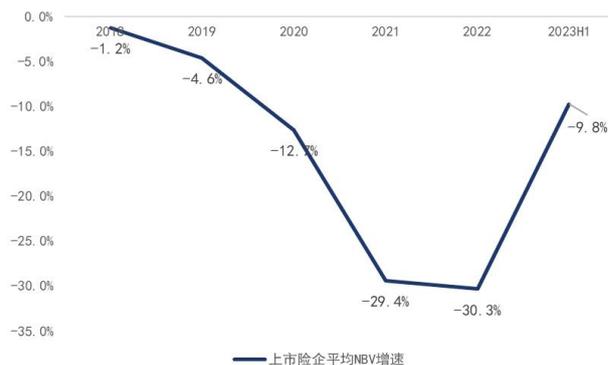
2018年以来，我国寿险行业迈入转型新周期，新业务价值增速普遍承压。受以重疾险为代表的保障型保险需求饱和和影响，叠加业内代理人规模及销售模式进入转型阵痛期，行业NBV增速持续承压。2018年至2022年，上市险企平均NBV增速呈持续回落。行业积极深化转型，着力提升人均产能及产品创设力，结合监管政策引导，2023年上市险企NBV得到显著修复。

图6：上市险企新业务价值增速承压（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：上市险企平均新业务价值增速基本实现触底回升（单位：%）

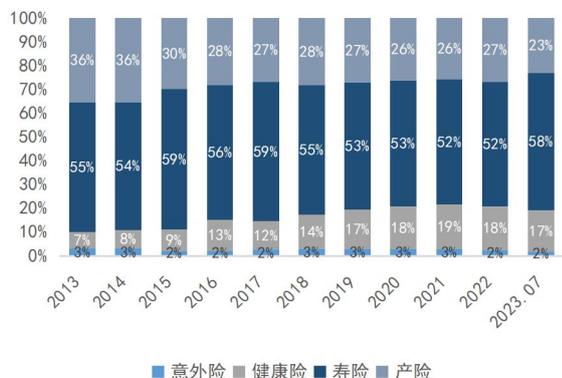


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

人身险行业产品供给、销售模式、渠道质态均迎来供给侧结构性改革，行业进入由“快速扩张”的发展模式到“高质量发展”转型。产品方面，同质化的保障型产品难以满足客户多元化保险需求，2023年上半年在政策的催化下，储蓄型保险引领行业保费增速；其中，包含储蓄型保险在内的传统寿险保费收入占比显著提升，较2022年末提升6pt，增额终身寿险、年金险、两全险等成为险企战略性主推产品。人力方面，行业抓住转型机遇，主动加快人力清虚，降低低效人力占比，人均产能提升显著。截至2023年中期，中国人寿、中国平安、太保寿险、新华保

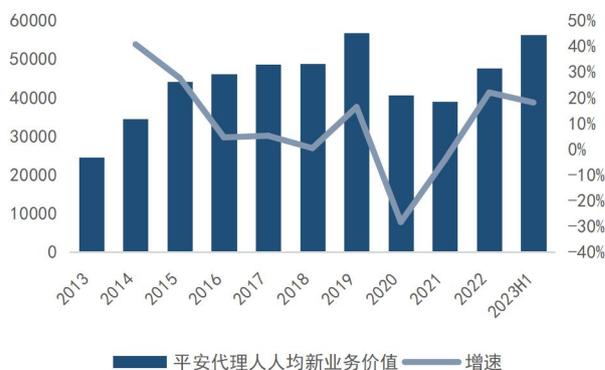
险人均产能分别提升 38.1%、94.3%、35.1%、111.0%，平安寿险代理人渠道人均 NBV 较 2022 年末提升 18%至 56281 元/人/年。

图8: 保险行业各类险种保费收入占比 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

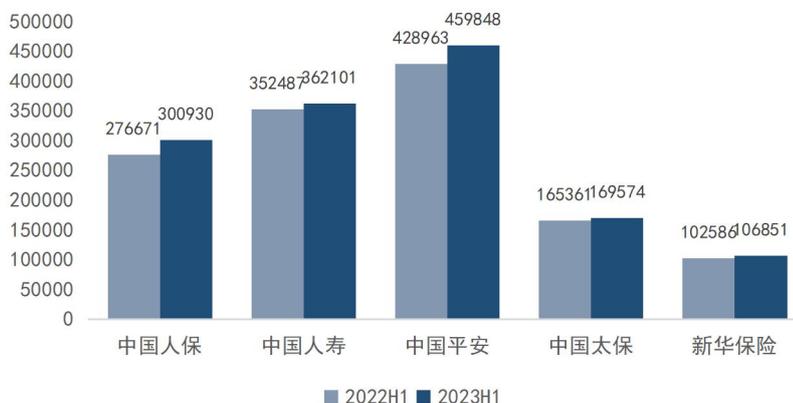
图9: 平安人寿代理人人均 NBV 及增速 (单位: 元/人/年, %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

渠道方面, 2023 年随着储蓄型保险的热销, 银保渠道重要性凸显, 保费收入占比显著提升。截至 2023 年中期, A 股 5 家上市险企银保渠道保费收入占比较 2022 年末提升 4.2pt。在银保渠道“报行合一”后, 手续费乱象得到严格整顿, 11 月以来, 保险公司陆续与银行重新签署合作协议, 我们持续看好后续渠道特性带来的保费增长空间。预计未来银保渠道将回归竞争产品和保障的赛道, 利好产品创设力较强的人身险公司。

图10: 2023H1 上市险企总保费收入同比增长 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11：上市险企主要渠道保费收入占比（单位：%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

中国太保：坚守价值，多元布局

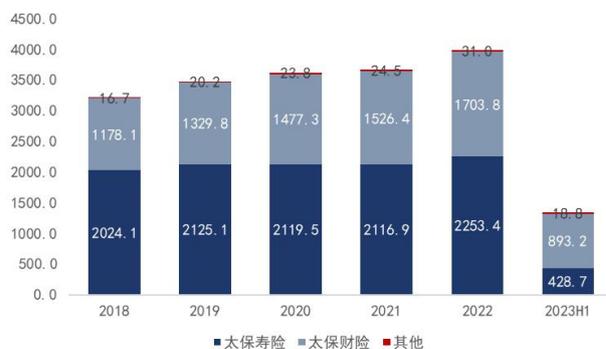
经过多年深耕，公司全面布局多元化、体系化、专业化的保险服务体系，在寿险、财险、资产管理、养康产业等领域位居行业前列。1) 财险业务方面，面对车险综改，新能源车险、新兴市场的发展机遇，公司在“续航”战略引导下，提升承保盈利水平，财险业务多年稳居行业前三。同时，2023年公司财险业务保费增速在行业中实现领跑。2) 寿险业务贡献公司主要保费收入。太保寿险确立了以代理人渠道为核心的多元渠道布局，同时把握银保渠道发展机遇，近年来在转型战略的持续推动下，树立行业内转型新模式，各渠道质态得到显著提升。3) 资产管理板块持续穿越周期的资产负债管理机制，不断提升专业投资能力。截至2023年三季度，公司实现营业收入2559.3亿元，同比增长1.0%；其中，保险服务收入2047.8亿元，同比增长7.4%，位列A股上市险企第四。受会计准则实施及资本市场持续低位震荡影响，上市险企2023年三季度归母净利润均承压；其中，中国人寿、中国人保、中国平安、新华保险归母净利润同比分别下降47.8%、15.5%、5.6%、15.5%。中国太保2023年前三季度实现归母净利润23.49亿元，同比下降24.4%，不改公司核心业务转型向好趋势。

图12：中国太保营业收入及增速（单位：亿元、%）



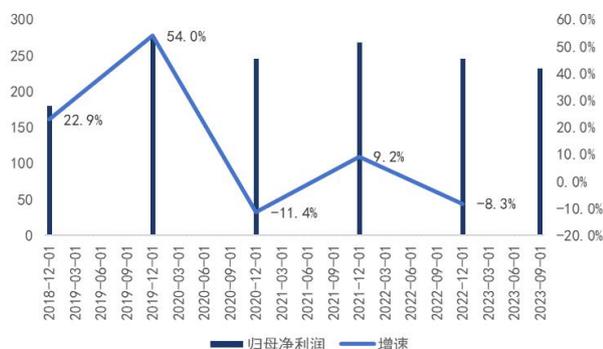
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13：中国太保保险服务收入结构（单位：亿元）



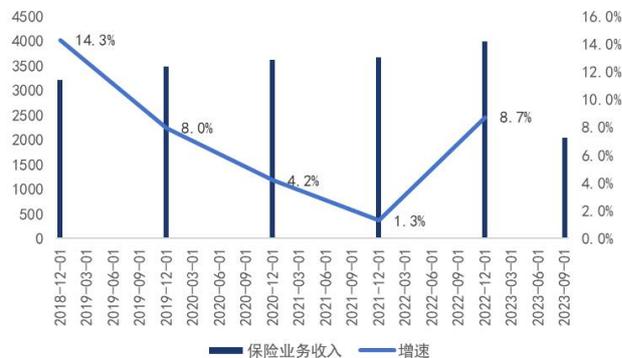
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14: 中国太保归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

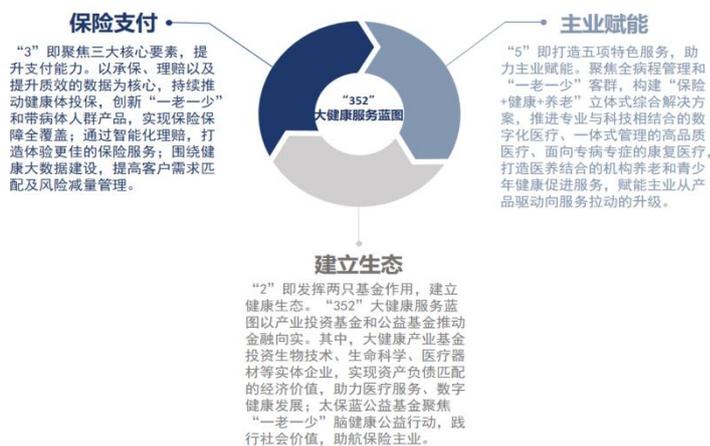
图15: 中国太保保险业务收入 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

中国太保布局健康发展战略, 赋能公司负债端持续转型。2023年5月20日, 公司发布“352”大健康施工蓝图, 推进公司在健康、区域和数据战略三大领域的建设。1) 中国太保通过打造“太保家园”、“太保蓝本”、“太医管家”、“源申康复”等服务品牌, 建立覆盖客户全生命周期健康管理生态圈。2) 公司着力完善区域发展支持机制, 聚合不同区域内产业上下游企业, 为公司高质量发展构筑新的增长力。3) 大数据战略围绕“数智太保 DiTP 规划”, 建成投产两地三中心和一云多芯新云, 基于大模型技术的数字化员工等智能化标杆投入应用, 数据治理、网络和信息安全等基础建设稳步推进。

图16: 中国太保“352”大健康施工蓝图



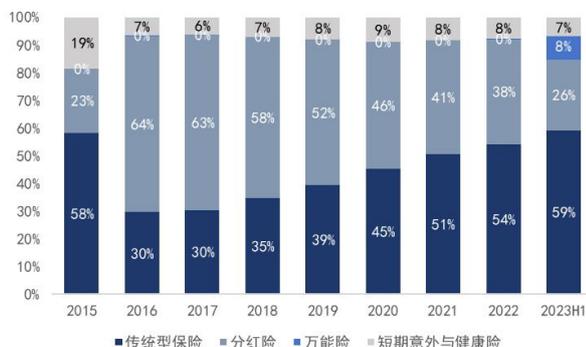
资料来源: 公司公告, 中国银行保险报网, 国信证券经济研究所整理

太保寿险: 长帆直挂, 逐击“长航”

中国太平洋人寿保险股份有限公司(以下简称“太保寿险”)成立于2001年11月, 是中国太保集团旗下专业寿险子公司。太保寿险建立了覆盖全国的销售网络和多元化服务平台。截至2023年中期, 公司在全国设有超2600余家分支机构, 集团客户数超170万人。产品覆盖人寿保险、年金保险、健康保险、意外伤害保

险等多个领域。截至 2023 年中期，太保寿险实现规模保费 1695.7 亿元，同比增长 2.5%，位居行业第三；实现新业务价值 73.6 亿元，同比增长 31.5%；综合偿付能力充足率 218%，远高于监管要求标准。

图17: 太保寿险保险业务收入结构 (单位: %)



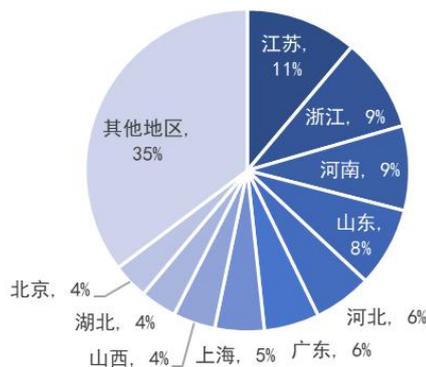
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图18: 太保寿险继续率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图19: 2023H1 太保寿险保费收入前十机构及占比 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

表4: 2022 年太保寿险前五大产品信息 (单位: 百万元)

排名	产品名称	险种	保险业务收入	主要渠道
1	鑫红利两全保险(分红型)	分红险	23862	银保渠道
2	金佑人生终身寿险(分红型)A款(2014版)	分红险	14607	代理人渠道
3	长相伴(庆典版)终身寿险	传统险	11677	代理人渠道
4	鑫享事成(庆典版)两全保险	传统险	10989	代理人渠道
5	城乡居民大病团体医疗保险(A型)	短期健康险	7169	团险渠道

资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

“长航”一期: 锚定跨越式发展

2021 年初, 在“转型 2.0”收官之际, 太保寿险发布“长航行动”转型战略, 持续深化寿险业务的变革。2021 年 4 月, 中国太保外引原友邦保险 CEO 蔡强担任太

保寿险总经理，推动“长航行动”的全面落地。蔡强曾任法国安盛保险集团（香港公司）个险总经理、首席执行官，友邦保险集团区域首席执行官、友邦中国 CEO，微医集团副董事长兼总裁等，兼具国际化和本地化保险机构的管理经验。2009 年至 2016 年期间，蔡强曾带领友邦保险实现新业务价值复合增速 41.2%。

“长航行动”提出“一优、两稳、四新”的未来战略目标，即瞄准客户体验最优，追求价值稳定增长和市场地位稳固，力争渠道多元化实现新突破、大康养生态迈出新步伐、数字化建设取得新提升、组织人才发展。“长航行动”以职业营销、价值银保、产服体系、公司治理、文化与领导力五大核心策略为主，推动公司“芯”寿险营销模式的改革。

图20：“长航行动”核心策略

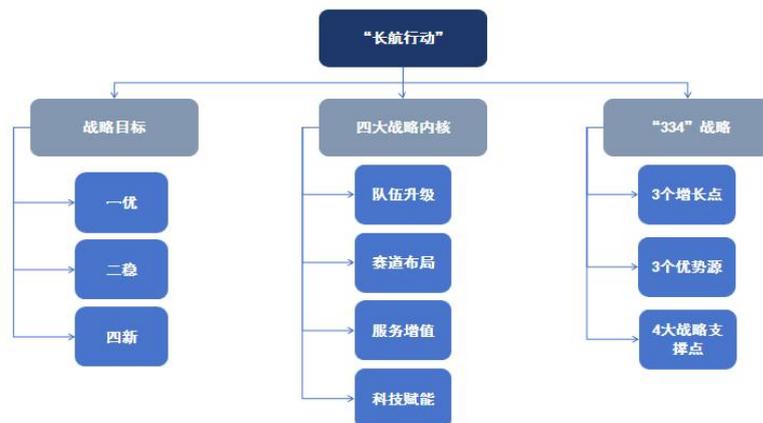
坚持做正确的事，打造高质量发展“芯”寿险



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

围绕“长航行动”，太保寿险着力打造队伍升级、赛道布局、服务增值、数字赋能四大战略内核，基于近期业务增长、远期动能蓄势和底层能力支撑三个方面，构建“334”战略实施着力点。“334”战略核心在于持续聚焦营销队伍升级、1+X渠道布局、重点区域拓展 3 个增长点，形成大健康战略、大养老生态、数字化赋能 3 个优势源，并通过增强科技能力、健全数据基础、提升组织能力、强化人才支撑巩固形成四 4 大战略支撑点。

图21：“长航行动”战略布局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1. 个险渠道：实践“三化、五最”，提升渠道质态

太保寿险以基本法改革为核心，追求寿险转型“芯”模式。近年来，随着互联网的发展及政策的引导，我国居民保险需求进一步细化。互联网保险、多元化的百万医疗险、老年防癌险、惠民保等产品的涌现，满足不同客户的保险需求。在此背景之下，依赖“人海战术”及短期激励政策的个险渠道销售模式难以匹配市场需求。在“长航行动”的引领下，太保寿险主动优化个险渠道职业营销改革。2022年初，太保寿险以“芯”基本法为核心，全方位提升代理人收入。一方面，“芯”基本法通过分层筛选，加大长期绩优代理人的留存，淘汰低产能人员，实现“强者恒强”；另一方面，进一步吸引高质量代理人团队，并通过绩优组织建设和完善训练体系实现队伍质态的优化。

针对个险渠道，公司推行“三化、五最”改革方案，即为营销队伍规划“职业化、专业化、数字化”的发展路径，提供“最丰富的收入空间、最强大的创业平台、最温暖的太保服务、最专业的成长体系、最舒心的工作环境”，实现从“人海红利”驱动转向“人才红利”驱动。同时，公司进一步完善创业平台，优化升级销售支持系统、推动营销员管理数字化（U计划）、助力线上线下融合（OMO），推动业务流程的数字化转型。再结合“产品+服务”体系建设、实践个性兼具的训练体系、职业化营销职场升级，共同构建“五最”的转型底层逻辑，最终实现代理人渠道“三化”的转型升级。

图22：“长航行动”个险渠道“三化、五最”职业营销改革方案

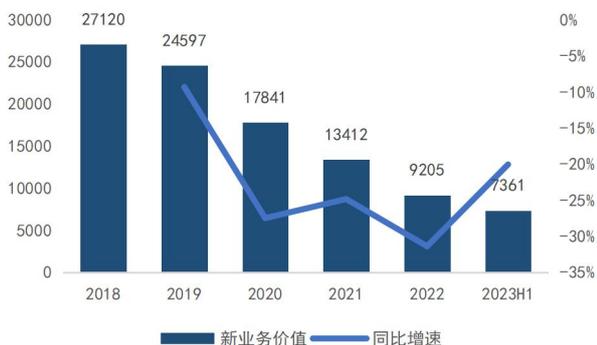
□ 通过职业化、专业化、数字化建设，推动代理人队伍转型升级



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

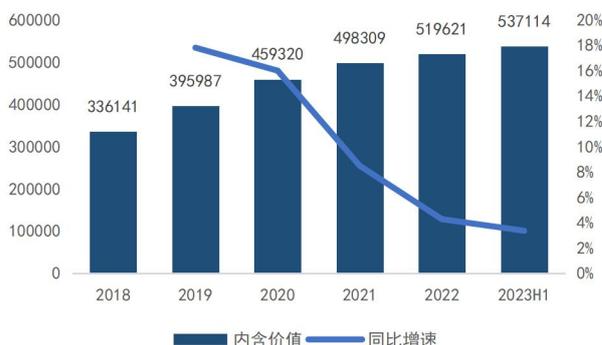
“长航行动”落地以来，太保寿险着力提升核心代理人质量。1) 职业化方面，公司充分发挥“芯”基本法引领作用，牵引队伍专业销售、主管经营、新人成长等三大行为改变；立足常态优募优育，固化“态U选”标准化动作，打造募育一体化经营模式；完善绩优组织成长路径，迭代升级绩优体系，公司MDRT人数创新高。2) 专业化方面，制定“客户分群、需求分层、服务分维”的一体化综合解决方案；深化产品服务融合，深入推动“全家全险全保障”销售理念；建设“芯训营”训练体系，搭建规划师和企业家两条成长阶梯，培育队伍能力成长。3) 数字化方面，公司深度布局数字化建设蓝图，数智赋能以活动量管理为核心的全链路科技平台。

图23: 公司新业务价值及增速 (单位: 百万元, %)



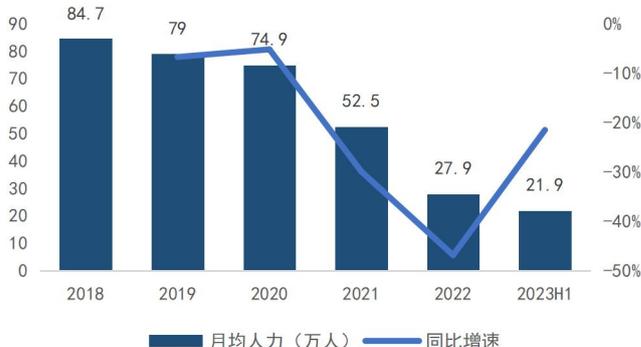
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 公司内含价值及增速 (单位: 百万元, %)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

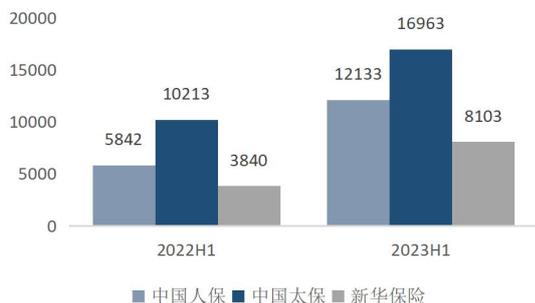
图25: 中国太保代理人规模及增速 (单位: 万人, %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

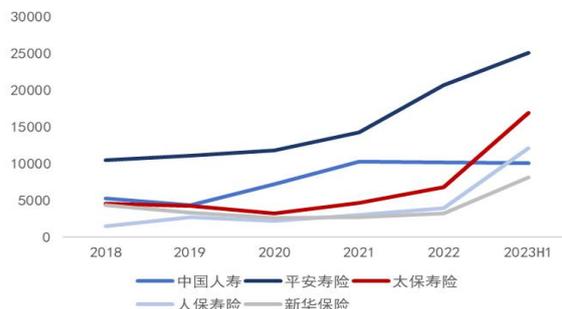
2023年6月30日,“长航一期”正式收官,改革初见成效,渠道质态及业务品质稳步提升。截至2023年一季度末,太保寿险核心人均标保同比提升37.8%,对应核心人力月人均税前收入同比增长64.0%;连续12个月达成月度销售两件长险人力同比增长22.6%;月均招募率同比提升0.8pt;13个月留存率同比增长14.6pt。业务品质方面,太保寿险产品结构、业务指标、运营成效显著改善。2023年第一季度,重疾险举绩率环比逐月提升,截至2023年3月,重疾险月度举绩率实现15.8%;长险赔付率优化20.0pt。同时,缴费结构持续优化,5年及以上保费占比提升14pt。随着“芯”基本法的实施,存量保单继续率大幅提升。截至2023年中期,太保寿险累计13个月保费继续率同比提升7.6pt至95.4%,位列A股上市险企首位。中国人寿、人保寿险、平安寿险、新华保险累计13个月继续率分别为89.2%、92.1%、93.8%、89.2%。此外,在“芯”基本法推动下,太保寿险代理人渠道核心人力占比显著提升,月度人均首年保费收入达16963元,同比提升66.1%,位列上市险企第二;核心人力月人均首年佣金收入高于上市险企平均水平。

图26: 上市险企人均产能同比大幅提升 (单位: 元/月)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图27: 上市险企个险月人均首年保费收入 (单位: 元/月/人)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

表5: 太保寿险代理人月人均首年佣金收入 (元/月/人)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
太保寿险	1058	941	-	3708	4134	7482

资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图28: 太保寿险个险渠道质态显著改善



注: 产能、收入、绩效、招募留存数据截至3月31日; 社平工资数据来自国家统计局, 采用“2022年规模以上企业就业人员”U指月度销售两件长险, FYC达成U标准

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (数据截至 2023 年一季度末)

2. 银保渠道: 多元渠道布局, 价值贡献提升

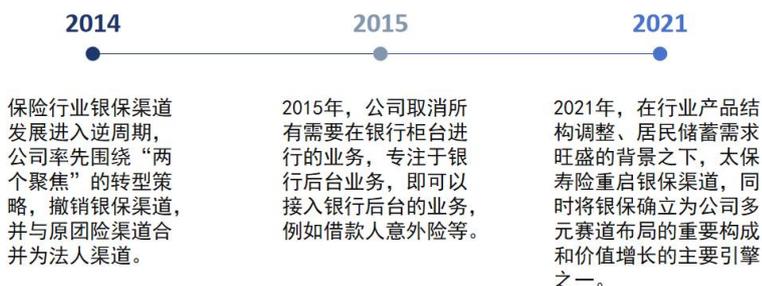
太保寿险坚持多元化渠道布局。2014 年, 保险行业银保渠道进入转型新周期, 公司撤销银保渠道, 并与原团险渠道合并为法人渠道。2015 年, 公司取消银保渠道所有需要在银行柜台进行的业务, 专注于银行后台业务。2021 年, 在行业产品结构调整、居民储蓄需求旺盛的背景之下, 太保寿险重启银保渠道, 同时将银保确立为公司多元赛道布局的重要构成和价值增长的主要引擎之一。在“长航行动”的转型战略引导之下, 太保寿险以价值网点、价值产品、高质量队伍为核心, 结合科技赋能, 提出“芯”银保转型方向。“芯”银保旨在持续强化渠道突破, 深化网点经营及产品服务, 实现客群精细化分层经营。

图29：“芯”银保转型战略顶层设计



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

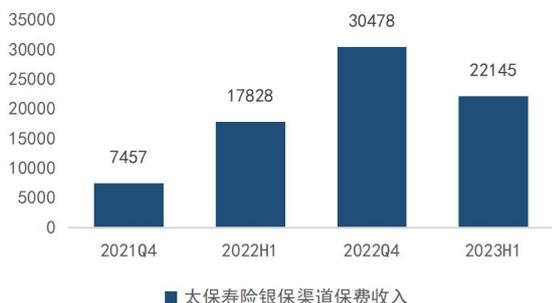
图30：太保寿险银保渠道发展历程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司银保渠道重启以来，价值贡献显著提升。太保寿险银保渠道聚焦中高净值客户，把握以私行为代表的高净值客户保险需求。此外，公司进一步加深与各银行间的战略合作，强化资源整合，实现资源的共享。2023年前三季度，公司银保渠道实现规模保费收入326.9亿元，同比增长31.1%，其中新保期缴规模保费82.8亿元，同比增长289.5%，增速位列上市险企首位。

图31: 太保寿险银保渠道保费收入 (单位: 百万元)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图32: 银保渠道NBV贡献显著提升 (单位: 百万元)



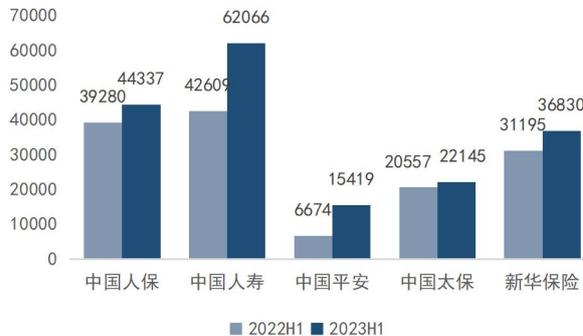
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图33: 上市险企银保渠道NBV同比高增 (单位: 百万元)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图34: 上市险企银保渠道保费收入 (单位: 百万元)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

3. 产品服务体系打造: 构建健康、财富、养老的“金三角”

在“长航行动”的引领下, 太保寿险进一步细化客群管理, 提供“产品+服务”的“金三角”保险体系。面对我国人口老龄化、医保控费、居民财富扩张的三个风口, 太保寿险提出了养老传承、健康保障、财富管理的金三角产品服务体系。1) **保障方面**, 太保寿险针对客户所处的年龄阶段、保险需求、家庭结构的不同, 提供包括重疾险、医疗险等在内的多元化的保障型产品, 辅以定制化的健康管理、海外医疗等服务, 捕捉各类人群保障需求。2023年4月, 公司推出“金生无忧”重疾险产品+服务解决方案, 根据客户需求提供翻倍保额、多次保障的全面保障产品。同时, 中国太保寿险联合国药控股、宸汐健康, 整合优质医疗服务资源, 为客户提供一站式就医解决方案。2) **财富管理方面**, 公司以理财型年金险为核心, 把握居民财富迁徙下的机遇。公司重磅推出的“长相伴”系列终身寿险, 针对不同可投保年龄及缴费年限为客户提供多元化保险方案。3) **养老方面**, 公司以养老型产品与养康服务互联互动的模式, 为客户提供全方位的养老服务。经过多年的深耕, 中国太保通过下属的太平洋保险养老产业投资管理有限责任公司(以下简称“太保养老投资公司”)全面布局养老社区项目, 公司以“南北呼应、东西并进、全国连锁、全龄覆盖”的理念为核心, 规划在长三角、大湾区、环渤海、成渝及中部地区落成多个颐养、康养、乐养型养老社区项目。截至2023年中期, “太保家园”项目已在成都、杭州、上海崇明、厦门、南京、武汉、郑州、北京、大理、三亚、上海普陀、青岛11个城市建立13个项目。其中已开业项目3个, 分

别位于成都、大理、杭州；累计投资床位超 14,000 张，位列行业第二；在建养老型公寓 8500 余套。此外，公司积极探索普惠养老市场，以技术咨询、受托管理等轻资产形式承接养老项目，探索居家、社区养老业务，为更多高龄人群提供身边服务、终身服务、精致服务。

图35: 太保寿险产品服务“金三角”体系



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图36: 公司针对不同客户需求细化客群管理



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表6: 太保寿险近期主推产品（截至 2023 年 12 月）

产品名称	保险类型	可投保年龄	缴费期间	保险期间
长相伴（盛世版）2.0	终身寿险	30天-70周岁	趸交/3年/5年/10年/20年	终身
长相伴（精英版）2.0	终身寿险	5天-72周岁	3年/5年/10年	终身
附加爱心保终身重大疾病保险	重疾险	18周岁-65周岁	20年	终身
金生无忧 2023(成人版)	重疾险	18周岁-65周岁	趸交/5年/10年/15年/20年	终身

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

“长航”二期：推动由内至外转型

“长航”一期已实现收官，二期工程有序开展。“长航”一期主要围绕各渠道生态实施全方位转型，成果及进度符合公司此前预期。在此基础上，“长航行动”二期则主要以公司内勤转型为先导，打造与生产力相匹配的业务支撑力，从而实现业务、支持、服务的良性闭环，实现转型的“塑型”到“成型”。“长航”二期着力打造赋能型总部及经营型机构。公司将建设三级组织架构，实现客户价值与业务价值最大化，其中四级机构是营收中心，二级机构和三级机构是价值与利润创造中心，总部负责价值管理、战略引领、平台赋能、职能共享、风险合规。

图37：“长航”二期战略布局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

太保产险：质态提升，发展“续航”

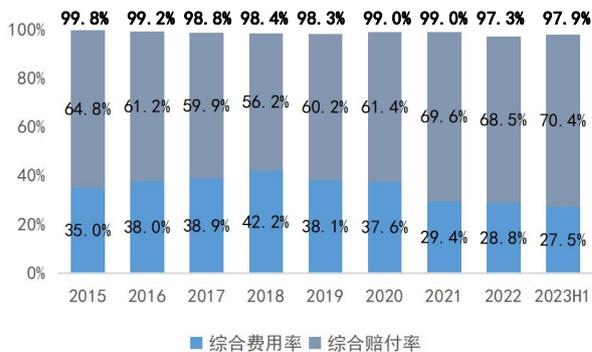
中国太平洋财产保险股份有限公司（以下简称“太保产险”）是中国太保集团旗下的专业子公司，致力于为客户提供全面的财产保险产品和服务。太保产险全面覆盖机动车辆保险、财产保险、责任保险、农业保险、保证保险、意外伤害保险、短期健康保险等在内的保险产品。截至目前，公司在全国拥有 40 家分公司，1 家航运保险事业营运中心，3100 余家中心支公司、支公司、营业部和营销服务部。截至 2023 年三季度末，太保产险实现保险服务收入 1395.3 亿元，同比增长 13.9%，增速位列上市险企首位。同时，太保财险市占率在上市险企中同比上升 0.98pt 至 18.88%，位列行业第三。

2022 年在集团转型 2.0 基础上，太保产险提出“续航”计划，即“四个坚持，三最一引领”。其中，“四个坚持”旨在坚持高质量发展目标、坚持客户经营核心诉求、坚持合规经营基本理念、坚持转型创新主要路径；“三最一引领”为客户体验最佳、业务质量最优、风控能力最强。在“续航”计划引领下，2023 年太保财险保费增速及盈利能力持续提升。2023 年前三季度，公司车险、非车险业务分别实现原保险保费收入 756.7 亿元、727.9 亿元，同比增长 5.5%、19.3%。受 2023 年大灾频发及上年同期基数较低等因素影响，公司 2023 年三季度承保综合成本率为 98.7%，同比上升 1pt，位于上市险企中位水平。

图38：太保产险保险业务收入及增速（单位：%）



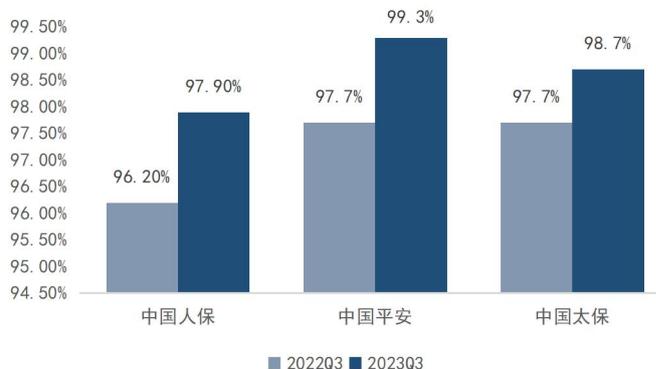
图39：太保产险承保综合成本率（单位：%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图40：上市险企承保综合成本率（单位：%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

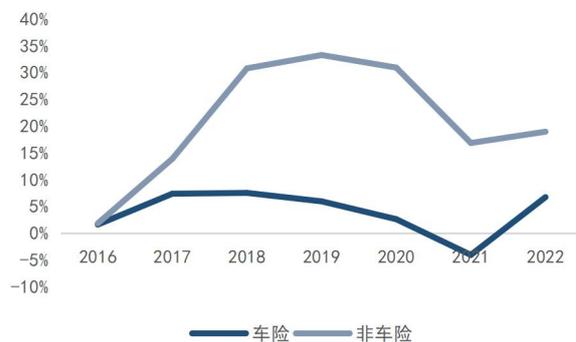
生产生活复苏，财险业务稳中有增。经过多年发展，太保财险持续优化产品结构，公司整体保费规模持续扩张，其中非车险业务维持高位增速，保费贡献占比不断优化。2023年上半年，太保产险实现车险原保险保费收入507.7亿元，同比增长5.4%；其中新能源车险同比增长65.1%；承保综合成本率98.0%，同比上升1.4pt，其中承保综合赔付率70.8%，同比上升0.8pt，承保综合费用率27.2%，同比上升0.6pt。非车险业务方面，健康险、农业险、责任险等保持较快增长趋势，承保综合成本率同比优化，业务品质持续向好。截至2023年中期，公司健康险业务原保险保费收入132.9亿元，同比增长26.3%；承保综合成本率101.2%，同比下降1.1个百分点。公司农险业务积极参与三大主粮作物、大豆、糖料蔗等完全成本保险试点，推进保险+期货、保险+信贷等创新性“农险+”等业务发展，不断增强“三农”保险供给力。2023年上半年，公司农业险原保险保费收入124.3亿元，同比增速33.9%；承保综合成本率为98.1%，同比持平。

图41：太保产险保费收入结构（单位：亿元）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图42：太保产险车险及非车险业务保费增速（单位：%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

太保资管：聚焦可持续发展的投资体系

中国太保坚持“价值投资、长期投资、稳健投资、责任投资”的理念，聚焦可持续发展的资产负债管理体系。公司总投资资产规模稳步提升，2015年至2022年实现复合增速11.4%。截至2023年6月末，太保集团管理资产规模达28369.2亿元，较上年末增长6.9%；其中集团投资资产21186.6亿元，较上年末增长8.3%；第三方管理资产7182.7亿元，较上年末增长2.9%；2023年上半年第三方管理费收入为11.3亿元，同比增长2.4%。

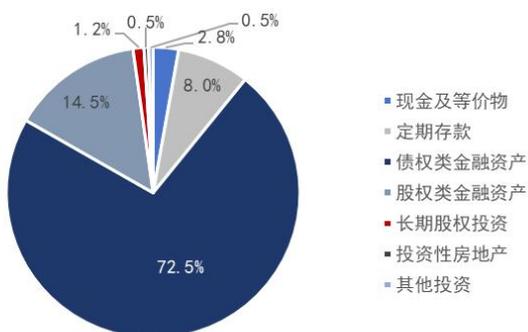
图43：中国太保集团投资资产规模及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

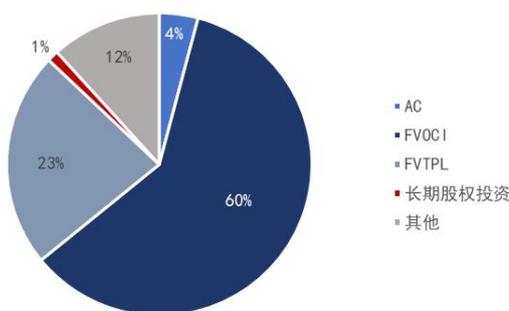
公司坚持精细化的“哑铃型”资产配置策略。一方面，公司持续加强对长期利率债的配置，以延展固定收益资产久期；另一方面，适当增加权益类资产以及未上市股权等另类投资的配置，以提高长期投资回报；同时，持续降低信用类资产的配置比例，控制信用风险。公司在战略资产配置的引导下，进行战术资产配置，应对权益市场波动和利率中枢趋势下行趋势。公司资产配置风格稳健，截至2023年中期，债权类金融资产、股权类金融资产分别占总资产的72.5%、14.5%。其中，债权类资产主要以债券投资为主，占债权类资产的67%；股权类投资中，股票占比为62%。

图44：2023H1 投资资产占比情况（单位：%）



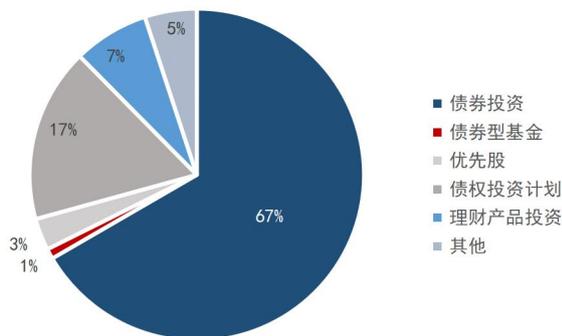
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图45：2023H1 投资资产占比情况（按会计核算方法，单位：%）



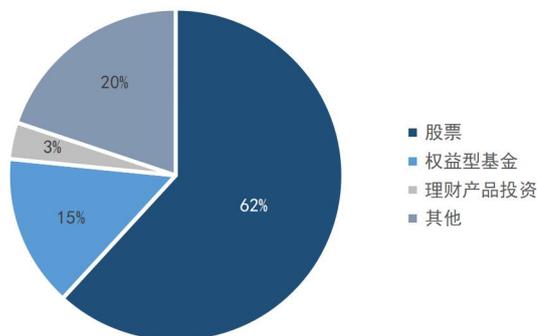
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图46: 债权类金融资产占比情况 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图47: 股权类金融资产占比情况 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

从具体投资领域来看, 公司持续提升资产负债匹配能力。1) 截至 2023 年 6 月末, 公司债券投资占投资资产的 48.3% 较年初上升 5.3pt; 其中国债、地方政府债、政策性金融债占投资资产的 33.8%。固定收益类资产久期为 8.9 年, 较 2023 年初增加 0.6 年。在企业债及非政策性银行金融债中, 债项或其发行人的评级达到 AA 级及以上的占比为 99.3%, 其中, AAA 级占比达 95.2%。2) 公司股权类金融资产占总投资资产的 14.5%, 较年初下降 0.3pt, 其中股票和权益型基金占投资资产的 11.1%, 较年初下降 0.4pt。公司充分考虑新会计准则的影响, 对权益类资产进行灵活主动管理, 强化股息价值核心策略, 取得了稳健的投资收益。3) 公司非公开市场融资工具投资规模为 4,088.92 亿元, 占投资资产的 19.3%。从行业分布看, 融资项目分散于基础设施、不动产、交通运输、非银金融等行业, 主要分布于北京、四川、湖北、山东、江苏等经济发达地区。

表7: 非公开市场融资工具结构和收益率分布 (截至 2023H1, 单位: %、年)

	占比	名义投资收益率	平均期限 (年)	平均剩余期限 (年)
基础设施	40.6%	4.7%	8.3	5.6
交通运输	15.8%	4.6%	9.2	6.1
不动产	15.7%	4.8%	6.7	4.1
非银金融	12.5%	4.9%	5	1.8
能源、制造业	4.6%	4.7%	6.9	4.5
其他	10.8%	4.7%	7.5	4.9
总计	100.0%	4.7%	7.6	4.8

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司投资收益率位于 A 股上市险企中位数水平。2023 年随着利率中枢的下移及资本市场的震荡, 行业资产端投资收益承压。截至 2023 年中期, 中国人寿、中国人保、中国平安、中国太保、新华保险总投资收益率分别为 3.4%、4.9%、3.4%、2.0%、3.7%; 净投资收益率分别为 3.8%、4.4%、3.5%、2.0%、3.4%。

图48: 2015年至2023H1上市险企总投资收益率(单位: %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图49: 2015年至2023H1上市险企净投资收益率(单位: %)

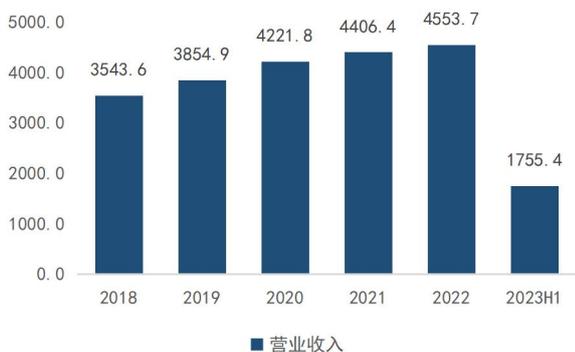


资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

财务分析

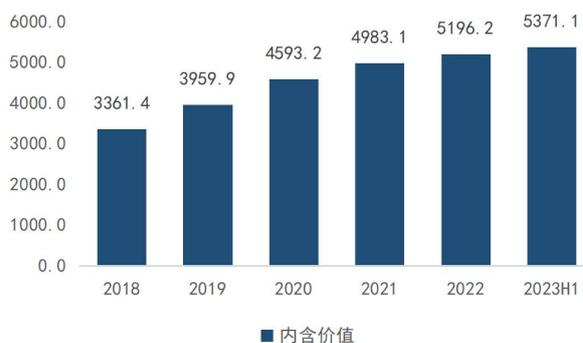
公司营业收入及内含价值稳健增长。2018年至2023年中期, 公司分别实现营业收入3543.6亿元、3854.9亿元、4221.8亿元、4406.4亿元、4553.7亿元、1755.4亿元, 对应复合增速5.1%; 实现内含价值3361.4亿元、3959.9亿元、4593.2亿元、4983.1亿元、5196.2亿元、5371.1亿元, 对应复合增速9.1%。2023年前三季度, 中国人寿、中国平安、中国人保、新华保险分别实现营业收入7093.3亿元、7049.4亿元、4186.6亿元、618.6亿元, 中国太保实现营业收入2559.3亿元, 位列上市险企第四。

图50: 2018年至2023H1公司营业收入(单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图51: 2018年至2023H1公司内含价值(单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

公司偿付能力充足率远高于监管要求。截至2023年中期, 公司综合偿付能力充足率和核心偿付能力充足率分别为240%、159%, 显著高于监管要求的不低于100%、50%。“偿二代”二期工程的实施加大了对险企资本的约束, 保险行业偿付能力充足率随之下行。中国太保作为我国头部的保险集团, 资本实力雄厚, 偿付能力位居行业前列。

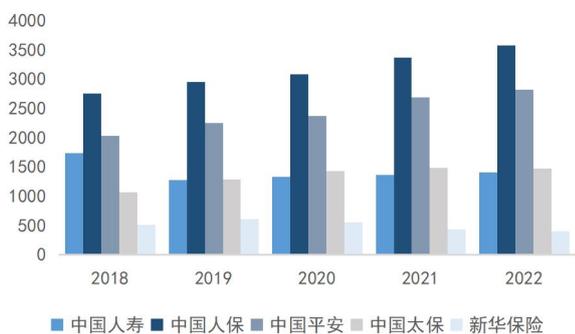
图52: 中国太保集团偿付能力充足率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

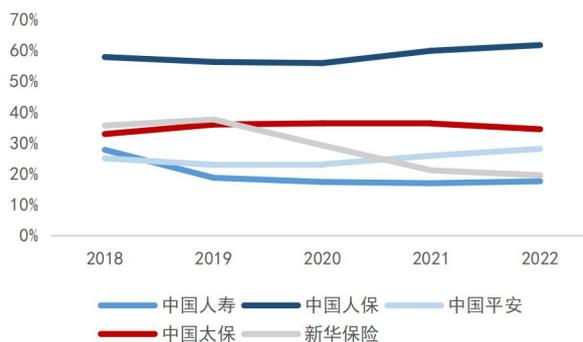
营业支出方面, 我们主要对比了 A 股 5 家上市险企赔付支出和佣金及手续费支出。财险业务赔付支出相较于寿险相对较高, 主要因其经营短期消费型险种。中国太保作为具有一定财险属性的保险公司, 其赔付支出仅次于中国人保, 位列上市险企第二。截至 2023 年中期, 公司财险业务 COR 为 97.9%, 利润空间充足。

图53: 上市险企赔付支出金额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

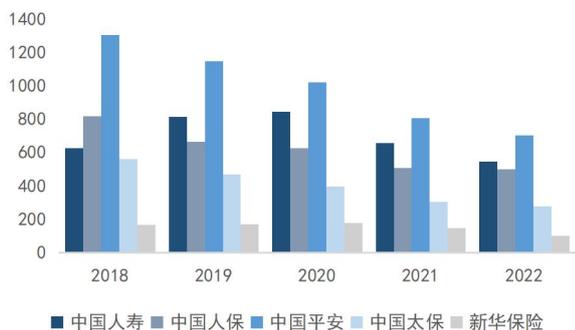
图54: 上市险企赔付支出占营业支出比例 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

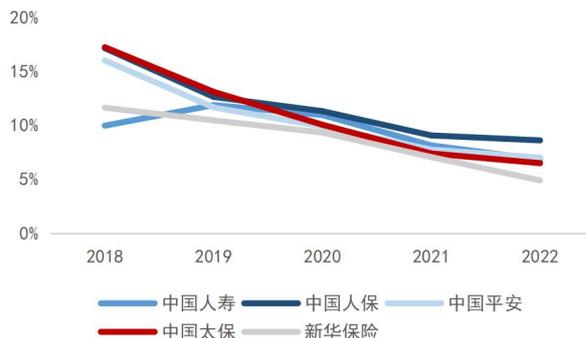
佣金及手续费支出方面, 近年来随着监管引导车险费改、人身险费率改革等措施, 行业整体佣金及手续费支出普降。截至 2022 年末, 中国太保手续费及佣金支出占总营业支出的比例为 6.5%, 位于上市险企第四, 低于平均水平。

图55: 上市险企手续费及佣金支出金额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

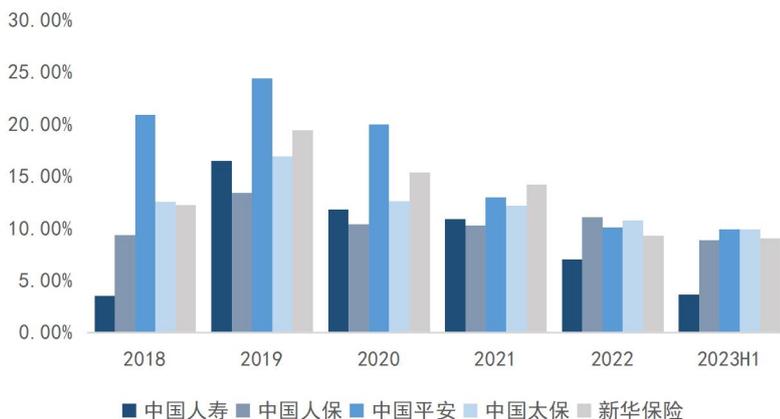
图56: 上市险企手续费及佣金支出占营业支出比例 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

中国太保历史 ROE 位列行业前三。受行业负债端转型及政策引导等因素影响, 行业 ROE 呈下降趋势。2018 年至 2023 年中期, 中国太保 ROE 分别为 12.6%、16.9%、12.6%、12.2%、10.8%、9.9%。其中, 2023 年中期公司 ROE 仅次于中国平安, 位列行业第二。

图57: 2018 年至 2023 年中期 A 股上市险企 ROE (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

根据中国太保 2021 年至 2022 年财务数据, 我们对其 2023 年至 2025 年盈利能力进行了预测, 预测结果主要基于以下关键假设:

1. **保险业务收入:** 寿险业务方面, 在行业转型的背景下, 随着“长航”一期的收官及二期战略的持续推动, 公司改革初见成效。预计人均产能的显著改善将直接带动公司保费收入的企稳, 因此我们预计 2023 年至 2025 年寿险保险业务收入增速分别为 9.8%/8.6%/8.0%。财险业务方面, 随着生产生活的企稳, 财险业务实现

稳中有增，财险保费收入贡献全年主要保费增速。因此我们预计 2023 年至 2025 年财险保险业务收入增速分别为 14.9%/12.5%/12.4%。

2. 投资收益：2023 年新会计准则的实施加大保险公司利润表波动，其中权益类资产计量方式的变化加大投资收益带来的利润波动。此外，长端利率中枢的下移，叠加权益市场持续低位震荡，导致险资投资收益承压。因此，我们预计公司 2023 年至 2025 年投资收益增速分别为 3.0%/6.5%/4.6%。

3. 赔付支出：2022 年因生产活动的放缓，公司赔付支出同比优化 0.4%，基数较低。预计随着医疗及保险需求的复苏，公司 2023 年至 2025 年赔付支出增速分别为 9.2%/9.2%/10.2%。

4. 手续费及佣金支出：寿险业务方面，随着行业代理人规模的逐步企稳，叠加人均产能的显著提升，预计未来行业将加大对高人均产能人才的需求；同时随着银保渠道手续费的规范，利好行业降低利差损。因此，我们预计寿险业务 2023 年至 2025 年手续费及佣金支出增速分别为 6.1%/3.8%/4.0%。财险业务方面，随着车险费改的逐步实施，行业车险业务佣金得到规范；非车险业务的企稳利好佣金水平的管理。我们预计财险业务 2023 年至 2025 年手续费及佣金支出增速分别为 5.5%/6.5%/5.0%。

未来 3 年盈利预测

基于以上假设，我们对中国太保 2023-2025 年进行盈利预测。我们预计公司 2023 年至 2025 年 P/EV 为 0.41/0.38/0.35 倍；归母净利润增速为 13.0%/14.0%/8.0%，每股收益为 2.89 元/3.30 元/3.56 元。

表8：中国太保盈利能力预测（百万元）

利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	440,643	455,372	493,285	537,999	584,657
已赚保费	339,535	368,878	405,298	442,995	484,331
投资收益	95,457	81,195	81,195	83,591	93,163
其他	4,714	3,913	4,696	5,635	6,762
营业支出	-409,849	-430,139	-464,172	-504,033	-548,330
退保金	-22,330	-21,434	-23,576	-25,934	-28,009
赔付支出	-148,749	-148,147	-161,827	-176,729	-194,703
提取保险责任准备金	-155,096	-175,374	-187,254	-204,210	-222,703
手续费及佣金支出	-30,304	-27,929	-29,250	-30,356	-31,462
业务及管理费用	-50,240	-52,774	-55,940	-58,737	-61,674
其他业务成本	-6,446	-5,532	-6,362	-6,998	-7,698
资产减值损失	-4,441	-5,640	-6,204	-6,824	-7,370
营业利润	30,794	25,233	29,113	33,967	36,327
净利润	27,618	25,240	28,471	32,741	34,706
每股收益	2.79	2.56	2.89	3.30	3.56

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

我们对于上述盈利能力预测进行了敏感性分析，其中我们主要营业收入及赔付支出变化对于 EPS 的影响进行了分析（双因素敏感性分析），结果如下：

表9：中国太保 2023 年 EPS 随营业收入及赔付支出的敏感性分析（单位：元）

EPS	2023 年 EPS 随营业收入及赔付支出的敏感性分析（元）					
	赔付支出					
	6%	9%	10%	13%	15%	
营业收入变化	5%	1.97	1.53	1.41	0.92	0.64
	8%	3.17	2.89	2.56	2.40	2.05
	12%	4.99	4.55	4.35	3.97	3.61
	13%	5.42	6.04	4.86	4.53	4.09
	14%	5.88	5.42	5.37	4.86	4.55
	15%	6.36	5.96	5.83	5.30	5.01

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

表10：中国太保 2024 年 EPS 随营业收入及赔付支出的敏感性分析（单位：元）

EPS	2024 年 EPS 随营业收入及赔付支出的敏感性分析（元）					
	赔付支出					
	6%	9%	10%	13%	15%	
营业收入变化	5%	3.51	2.66	2.51	1.65	1.00
	8%	5.57	5.47	5.01	4.11	3.61
	12%	9.03	8.02	7.87	7.02	6.47
	13%	9.83	8.97	8.72	7.82	7.32
	14%	10.68	9.85	9.58	8.72	8.17
	15%	11.53	10.63	10.88	9.58	9.03

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

表11：中国太保 2025 年 EPS 随营业收入及赔付支出的敏感性分析（单位：元）

EPS	2025 年 EPS 随营业收入及赔付支出的敏感性分析（元）					
	赔付支出					
	6%	9%	10%	13%	15%	
营业收入变化	5%	2.44	1.98	1.81	1.29	0.96
	8%	3.72	3.20	3.03	2.87	2.57
	12%	5.80	5.27	5.11	4.58	4.25
	13%	6.33	5.81	5.60	5.12	4.79
	14%	6.89	6.36	6.16	5.67	5.31
	15%	7.35	6.85	6.69	6.18	5.87

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

绝对估值：目标价为 28.67-31.43 元/股

因保险公司运营模式及盈利方式的特殊性，我们主要采用内含价值估值法（EV）评估公司的绝对价值，其本质是基于 DCF，对保险公司存量和增量价值进行估值。寿险公司现金流与传统 DCF 的自由现金流具有显著差异，主要体现在以下几个方面。1) 保费收入更多的体现为未来偿付的负债形式；2) 赔付支出具有显著的滞后性；3) 寿险公司主要的利润来源为“剩余边际”的释放，但因其具有“权责发生制”的属性，因此并不对应实际自由现金流。基于以上原因，我们使用内含价值估值法对中国太保进行估值，主要基于以下关键假设：

1. **新业务价值**：在“长航行动”的引领下，公司各渠道转型成果显著。随着“长航行动”二期工程的实施，预计个险渠道 NBV 将持续修复；银保渠道重启以来，渠道新业务价值贡献显著提升。因此预计 2023 年至 2025 年公司个险渠道 NBV 增速为 28%/25%/18%；银保渠道 NBV 增速为 40.0%/35.0%/35.0%；其他渠道 NBV 增速为 40%/38%/20%。预计公司整体 2023 年至 2025 年 NBV 增速为 29.1%/26.0%/19.8%。

表12：中国太保 2023 年至 2025 年各渠道新业务价值预测（单位：百万元）

渠道	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
个险渠道	17,661	13,074	8,338	10,673	13,341	15,742
银保渠道	117	313	860	1,204	1,625	2,194
其他	63	25	7	10	14	16
合计	17,841	13,412	9,205	11,886	14,980	17,953

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

2. **投资收益差异**：2023 年以来，利率中枢下移叠加权益市场持续低位震荡，导致保险行业资产端承压。此外，新会计准则的实施加大投资收益导致的利润表波动。因此，我们预计 2023 年至 2025 年投资收益差异同比变动幅度为-80%/20%/20%。

3. **有效业务价值**：考虑到整体转型的实施及业务压力的释放，中国太保逐步迈入修复增长期，我们预计 2023 年至 2025 年公司有效业务价值预计增速为 10%/15%/15%。

表13：中国太保 2023 年至 2025 年内含价值预测（单位：百万元）

科目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
期初寿险业务内含价值	305,521	341,348	376,643	398,191	435,432	476,189
内含价值预期回报	27,753	31,253	32,261	33,874	35,229	36,286
一年新业务价值	17,841	13,412	9,205	11,886	14,980	17,953
投资收益差异	6,530	-1,535	-18,474	-3,695	-4,434	-5,321
营运经验差异	-679	-4,918	-224	-	-	-
评估方法、假设和模型的变化	-881	3361	807	807	807	807
分散效应	2,536	1,387	1,214	1,117	1,050	987
市场价值调整变化	-245	2,419	1,250	250	125	63
股东股息变化	-16,840	-10,104	-6,989	-6,989	-6,989	-6,989
其他	-186	19	-9	-10	-11	-12
寿险业务期末内含价值	341,348	376,643	398,191	435,432	476,189	519,962
集团其他业务期初经调整的净资产价值	99,138	127,820	132,080	145,288	156,911	164,757

利润分配前净资产价值变化	39,713	16,710	9,126	5,932	4,746	4,271
利润分配	-10,874	-12,506	-9,620	-12,506	-15,633	-17,977
市场价值调整变化	-157	57	635	-	-	-
集团其他业务期末未经调整的净资产价值	127,820	132,080	132,221	138,714	146,024	151,050
少数股东权益调整	-9,848	-10,415	-10,791	-11,870	-13,057	-14,363
期末集团内含价值	459,320	498,309	519,621	562,275	609,156	656,649
每股对应内含价值 (EVPS)	47.75	51.80	54.01	58.45	63.32	68.26
当前股价对应 P/EV	0.50	0.46	0.44	0.41	0.38	0.35

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

我们认为公司当前估值处于行业低位，具有较高修复空间。相较于 A 股其他四家上市险企，中国太保当前股价对应 P/EV 处于低位。基于上述计算过程，我们预计公司 2023 年至 2025 年每股内含价值 (EVPS) 为 58.45 元/63.32 元/68.26 元，当前股价对应公司 P/EV 为 0.41/0.38/0.35 倍，对应目标价为 28.67 至 31.43 元/股，目前仍有 31%至 48%的上升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表14：中国太保可对比公司估值 (P/EV)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
中国人寿	0.82	0.80	0.71	0.64	0.57
中国人保	0.77	0.75	0.67	0.62	0.59
中国平安	0.64	0.61	0.59	0.55	0.51
中国太保	0.46	0.44	0.41	0.38	0.35
新华保险	0.63	0.63	0.55	0.50	0.46

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

行业层面：受市场需求端的改变、监管政策的引导、整体经济形势等多重因素的影响，国内寿险行业逐步实现从以重疾险为核心到重疾险与理财型保险产品双轮驱动。行业整体从以单一渠道为战略重心向多元化发展，银保渠道及网销渠道增速可观。上市险企已逐步实现复苏，转型初步成果见效，行业存在重估机会。

公司层面：我们认为中国太保正处于改革复苏期的关键转型阶段，目前估值中枢较低，未来具有较大的上升空间，具备长期持有价值。公司负债端整体转型思路清晰，随着“长航”二期工程的持续实施，有望进一步巩固渠道质态，从而为未来 NBV 增长奠定扎实基础。随着未来基本面的持续改善，业务整体表现彰显出较高的转型弹性，在行业整体转型向上的背景下，中国太保有望展现出更好复苏主线逻辑。

估值层面：我们预计公司 2023 年至 2025 年 EVPS 为 58.45 元/63.32 元/68.26 元，对应 P/EV 为 0.41/0.38/0.35 倍。同时，在公司持续转型战略的引领下，公司 NBV 及内含价值稳健增长。因此我们预计公司的目标价为 28.67-31.43 元/股，仍有 31%至 48%左右的上升空间，首次覆盖我们对中国太保给予“买入”评级。

风险提示

盈利预测及估值的风险

盈利预测的风险：我们分别采用了盈利能力预测模型（财务会计模型）及内含价值预测模型针对公司 2023 年至 2025 年的盈利能力及内含价值进行了预测。考虑到财务会计模型受退保率、利润释放空间等因素影响，因此我们主要采用了内含价值模型对公司的企业价值进行了预测。如上文所示，我们对于公司 2023 年至 2025 年 EVPS 的预测分别为 58.45 元/63.32 元/68.26 元，而以上预测主要基于主观假设，投资者应关注可能存在的以下风险：

1. 如前文所示，我们假设人身险行业整体未来将逐步实现触底反弹，负债端表现将逐步改善。但若行业负债端转型不及预期，短期内新业务价值增速将减缓，进而影响公司整体有效业务价值及内含价值，最终影响负债端与资产端不匹配。其中，人力的转型若不及预期，销售人员综合能力与销售人员数量得不到显著提升，导致销售动能得不到有效改善，从而使得新单保费及人均产能的增量不能弥补利润所需缺口，负债端压力进一步增大。同时，随着产品结构的调整，储蓄型保险及年金险产品销售增速若不及预期，叠加健康险持续衰落，可能导致公司短期内利润率持续承压。

2. 业务表现方面，若“长航行动”二期的开展进度不及预期，将影响公司整体转型效率，从而降低“内外勤”联动效率。因此，若转型策略不及预期，后续保费增速或将面临一定压力。

3. 我们预计 2024 年公司投资收益将有所回暖，然而若缺乏中长期优质资产，公司将持续面临资产久期、利率匹配的压力。

估值的风险：我们使用了内含价值估值法对公司未来三年 EV 进行估值，其中内含价值主要包括新业务价值与有效业务价值两个部分，分别代表了保险公司一年内及一年以上承保的保单价值。然而宏观经济表现及公司本身未来实际经营状况均会影响我们对于最终企业估值的准确性，投资者还应关注以下主要风险：

1. 我们假设未来三年宏观经济将持续复苏，人身险行业因此受益，从而驱动资产端投资收益的表现。然而对于未来宏观经济的预测仍存在诸多不确定性，同时宏观经济的表现也受许多包含各类主观及客观因素的影响，例如大灾频发、战争等预期外因素均有可能影响我们对于宏观经济预测的准确性。

2. 我们所使用的内含价值估值模型并没有针对运营经验偏差和假设变动作出具体假设，因此该项未来实际发生额也可能导致我们的估值预测存在偏差。

3. 同时市场对于人身险行业和整体经济形势的预期也将直接影响个股表现，行业震荡下行时，公司资产端收益将承压。因此，股价的波动也将影响我们对于 P/EV 预测的准确性。

市场竞争风险

随着行业保险产品趋于同质化，市场竞争加剧。尤其以重疾险为代表的健康险面临增速疲软的压力。此外，随着储蓄型产品的热销，中小保险公司加大产品创设，相较于头部险企，其储蓄险或具备更高收益率，因此对中国太保及其他头部险企或具有一定保费增速的冲击。

市场风险

市场风险，是指由于利率、权益价格、房地产价格、汇率等不利变动导致公司遭受非预期损失的风险。其中，利率风险是指因利率波动而导致公司资产端承受潜在损失的风险。随着长期利率的下行，导致长期型债券现价上升，从而影响公司整体投资收益及投资表现。同时权益市场的波动直接影响资产端投资收益，对其资产端收益或具有更大的负面影响。因此，若资产端整体投资收益不及预期，保险公司整体盈利能力及内含价值增速也将受挫。

费用风险

费用风险主要是指保险公司渠道费用成本过高而带来的风险。随着储蓄型保险产品的快速发展，保险公司竞争市场份额。在银保渠道“报行合一”后，行业渠道费用得到规范。然而“开门红”期间，部分险企或给予激进的短期激励性佣金政策，从而导致负债端成本上升，具有一定的利差损风险。

监管风险

监管政策趋于严格，未来利润空间可能受影响。以重疾险为例，随着保险业相关政策日渐完善及严格，各险企间产品差异化进一步减小，从业各险企将更难通过差异化的产品获取市场份额，因此在行业竞争逐渐激烈的背景下，可能导致各险企利润空间受到影响。同时，在监管政策的指引下，定价利率的下调依旧存在可能影响长期人身险产品销售增速的因素。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	32,545	33,134	38,104	41,915	45,268	保险业务收入	366,782	398,818	446,719	492,876	542,181
应收保费	25,803	31,191	37,429	44,915	53,898	已赚保费	339,535	368,878	405,298	442,995	484,331
应收分保账款	11,091	9,188	10,107	11,623	13,366	投资收益	95,457	81,195	81,195	83,591	93,163
应收利息	20,427	21,715	22,801	23,941	25,138	公允价值变动（损失）/ 收益	1,163	-61	-116	93	139
归入贷款及应收款的投资	406,276	397,270	409,188	421,464	434,108	汇兑收益/（损失）	-417	1,240	-372	37	48
长期股权投资	26,984	25,829	27,120	29,832	32,219	资产处置收益	10	24	-5	-1	0
投资性房地产	7,514	11,202	12,322	13,554	14,910	其他收益	4,714	3,913	4,696	5,635	6,762
固定资产	17,504	17,465	17,814	18,171	18,534	营业收入合计	440,643	455,372	493,285	537,999	584,657
无形资产	5,509	6,666	7,666	8,432	9,276	赔付支出	-148,749	-148,147	-161,827	-176,729	-194,703
其他资产	14,330	13,799	13,385	12,983	12,724	手续费及佣金支出	-30,304	-27,929	-29,250	-30,356	-31,462
资产总计	1,946,164	2,176,299	2,434,176	2,728,435	3,061,546	业务及管理费	-50,240	-52,774	-55,940	-58,737	-61,674
卖出回购金融资产款	119,665	73,441	80,785	88,864	97,750	其他业务成本	-6,446	-5,532	-6,362	-6,998	-7,698
衍生金融负债	8	1	2	2	2	营业支出合计	-409,849	-430,139	-464,172	-504,033	-548,330
预收保费	4,639	3,695	4,175	4,718	5,190	利润总额	30,794	25,233	29,113	33,967	36,327
保户储金及投资款	120,029	102,843	118,269	136,010	149,611	净利润	27,618	25,240	28,471	32,741	34,706
应付税费	5,166	4,138	5,586	7,262	8,715	归属于母公司净利润	26,834	24,609	27,808	31,701	34,237
应付利息	469	517	569	626	688						
其他负债	33,874	41,004	49,205	56,586	62,244	现金流量表（百万元）					
负债合计	1,942,171	1,713,759	1,968,486	2,183,589	2,412,809	净利润	27,618	25,240	28,471	32,741	34,706
总权益	234,128	1,946,164	2,214,400	2,444,188	2,689,384	资产减值准备	4,441	5,640	6,035	6,337	6,527
关键财务与估值指标						折旧摊销	4,313	4,699	4,864	5,035	5,212
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	公允价值变动损失	-1,163	61	-12	17	24
每股收益	2.79	2.56	2.89	3.30	3.56	经营活动现金流	108,407	147,911	168,063	183,301	194,753
每股净资产	24.338	24.159	25.563	27.089	28.75	收回投资收到的现金	412,671	489,390	508,966	529,324	550,497
每股内含价值	51.80	54.02	58.45	63.32	68.26	其它投资现金流	0	0	0	0	0
每股新业务价值	1.39	0.96	1.24	1.56	1.87	投资活动现金流	-66,094	-168,983	-168,950	-174,956	-181,277
P/E	8.53	9.30	8.23	7.22	6.68	吸收投资收到的现金	34	43	52	62	74
P/BV	0.98	0.98	0.93	0.88	0.83	发行债券收到的现金	0	0	0	0	0
P/EV	0.46	0.44	0.41	0.38	0.35	分配股利、利润或偿付利息支付的现金	15,710	15,835	16,310	16,799	17,303
集团内含价值增长	8%	4%	8%	8%	8%	其它融资现金流	0	0	0	0	0
新业务价值	13,412	9,205	11,886	14,979	17,952	融资活动现金流	-31,371	28,481	-19,096	-20,591	-22,354
新业务价值同比	-25%	-31%	29%	26%	20%	现金净变动	10,860	8,182	-20,137	-12,183	-8,810
						货币资金的期初余额	20,440	32,195	32,685	42,490	50,989
						货币资金的期末余额	32,195	32,685	42,490	50,989	58,637

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到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作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032