

2025年04月26日

# 中国太保 (601601)

## ——NBV 同比高增 39%，投资表现阶段性承压

报告原因：有业绩公布需要点评

**买入** (维持)

市场数据：2025年04月25日

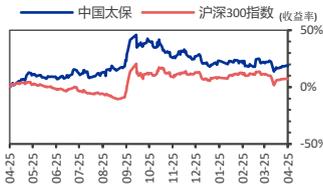
收盘价(元)	30.82
一年内最高/最低(元)	43.01/24.77
市净率	1.0
股息率(分红/股价)	3.31
流通A股市值(百万元)	210,964
上证指数/深证成指	3,295.06/9,917.06

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年03月31日

每股净资产(元)	27.40
资产负债率%	90.04
总股本/流通A股(百万)	9,620/6,845
流通B股/H股(百万)	-/2,775

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

罗钻辉 A0230523090004  
luozh@swsresearch.com  
孙冀齐 A0230523110001  
sunjq@swsresearch.com

联系人

孙冀齐  
(8621)23297818x  
sunjq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

**归母净利润阶段性承压。**1Q25 公司实现归母净利润 96.27 亿元，yoy-18.1%，表现低于预期（我们预计 yoy+5.6%）；从利源角度拆解来看，1Q25 公司保险服务业绩（保险服务收入-保险服务费用-持有再保险合同净费用）/投资业绩（总投资收益-承保财务损益-分出再保险财务损益）/其他 yoy-10.6%/-12.9%/+36.7%，资、负两端均阶段性承压。

**可比口径下 NBV yoy+39%，分红险新保规模占比显著提升。**1Q25 公司实现 NBV57.78 亿元，同比增长 11.3%，可比口径下 yoy+39.0%。从量、价角度来看：**1) 量：**银保渠道规模高增，带动 1Q25 新单保费 yoy+29.2%至 423.54 亿元；**2) 价：**使用 NBV/新单保费对 NBVM 近似估计，可比口径下 1Q25 NBVM yoy+1.0pct 至 13.6%。产品转型成效初显，1Q25 分红险新保规模保费占规模保费比重 yoy+16.1pct 至 18.2%。细分渠道来看：

- **个险：新单阶段性承压，过程指标持续改善。**1Q25 个险新单保费 yoy-15.2%至 136.68 亿元，预计受 3Q24 预定利率调整、产品结构优化及金融产品关注度“此消彼长”等多重因素影响。队伍规模趋于稳定，截至 3 月末，保险营销员 yoy+1.1%至 18.8 万人；核心人力月人均 FYP 为 8.3 万元，增员人数/13 个月新人留存率 yoy+18.9%/+4.8pct。

- **银保：预计量、价齐升带动业绩高增。**受益于低基数及行业集中度提升趋势，1Q25 渠道新单 yoy+130.7%至 201.14 亿元；其中，新保期缴规模保费 yoy+86.1%至 45.11 亿元。

**财险保费低速增长，COR 略超预期。**1) 量：1Q25 财险保险服务收入 yoy+4.8%至 477.41 亿元，原保险保费收入 yoy+1.0%至 631.08 亿元；其中，车险/非车险原保险保费收入 yoy+1.3%/+0.7%至 268.33/362.75 亿元；**2) 价：**1Q25 COR yoy-0.6pct 至 97.4%，表现优于预期（我们预计 yoy-0.3pct 至 97.7%）。

**总投资收益率阶段性承压，FVOCI 债权及权益占比环比提升。**截至 3 月末，公司投资资产较上年末增长 2.8%至 2.81 万亿元；1Q25 总/净投资收益率 yoy+0%/-0.3pct 至 0.8%/1.0%。1Q25 长端利率阶段性回升，截至 2024 年末，公司分类为 FVTPL 的债券占比达 16.7%，预计公允价值变动阶段性影响投资表现。截至 3 月末，公司金融资产分类为 AC/FVTPL/FVOCI 债权/FVOCI 权益占比分别达 2.4%/26.1%/65.5%/6.0%，qoq-0.2pct/-0.8pct/+0.7pct/+0.3pct。

**投资分析意见：维持“买入”评级，维持盈利预测。**中国太保为保险板块内具有明显经营 alpha 的核心标的，在政策“促发展”导向下优势有望进一步凸显，看好中期公司 NBV 增长的可持续性 & 产品结构转型成效。考虑到资本市场波动的潜在影响，我们调降 25-27 年归母净利润预期至 452.68/487.66/561.48 亿元（原预测为 462.80/510.77/579.80 亿元）；截至 4 月 26 日，公司收盘价对应 PEV (25E) 为 0.48x，维持“买入”评级。

**风险提示：**长端利率下行、权益市场波动、政策影响超预期、大灾频发。

财务数据及盈利预测

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	323,945	404,089	382,564	403,672	431,499
同比增长率(%)	-2.5%	24.7%	-5.3%	5.5%	6.9%
归母净利润(百万元)	27,257	44,960	45,268	48,766	56,148
同比增长率(%)	-27.1%	64.9%	0.7%	7.7%	15.1%
每股收益(元/股)	2.83	4.67	4.71	5.07	5.84
每股内含价值(元/股)	55.04	58.43	63.98	70	76
P/E	.	.	.	.	.
P/EV	0.56	0.53	0.48	0.44	0.41

**合并利润表**

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
一、营业总收入	323,945	404,089	382,564	403,672	431,499
保险服务收入	266,167	279,473	299,038	316,183	335,860
利息收入	58,262	55,991	49,115	49,540	53,697
投资收益	7,053	26,907	29,626	32,556	35,963
其他收益	251	257	283	311	342
公允价值变动损失	-11,712	37,713	626	657	690
汇兑收益	159	-64	-70	-77	-85
其他业务收入	3,742	3,810	4,191	4,610	5,071
资产处置收益	23	24	25	27	28
二、营业总支出	-291,885	-348,378	-326,464	-343,242	-361,939
保险服务费用	-231,023	-243,147	-258,668	-271,918	-288,840
分出保费的分摊	-15,838	-15,891	-11,433	-12,394	-13,454
减：摊回保险服务费用	14,399	14,466	15,389	16,178	17,184
承保财务损失	-46,741	-92,520	-60,138	-63,145	-64,408
减：分出再保险财务收益	1,174	2,103	2,313	2,545	2,799
提取保费准备金	35	116	128	140	154
利息支出	-2,628	-2,728	-2,810	-2,894	-2,981
手续费及佣金支出	-7	-56	-62	-68	-75
税金及附加	-445	-439	-415	-438	-468
业务及管理费	-7,397	-8,239	-8,816	-9,321	-9,901
信用减值损失	-2,013	-531	-372	-260	-182
其他资产减值损失	-253	-406	-365	-329	-296
其他业务成本	-1,148	-1,106	-1,217	-1,338	-1,472
三、营业利润	32,060	55,711	56,099	60,430	69,560
加：营业外收入	136	86	90	95	100
减：营业外支出	-195	-234	-246	-258	-271
四、利润总额	32,001	55,563	55,944	60,267	69,389
减：所得税	-4,090	-9,122	-9,185	-9,894	-11,392
五、净利润	27,911	46,441	46,759	50,373	57,997
归属于母公司股东的净利润	27,257	44,960	45,268	48,766	56,148

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。