

中国太保 (601601.SH)

债市波动拖累 1 季报业绩，银保高增驱动 NBV 增长

2025 年 04 月 28 日

——中国太保 2025 年 1 季报点评

投资评级：买入（维持）

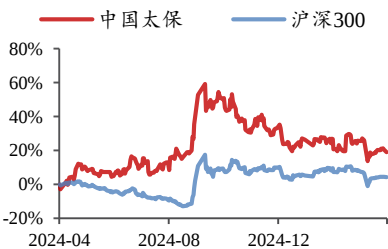
高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

日期	2025/4/28
当前股价(元)	30.47
一年最高最低(元)	43.01/25.61
总市值(亿元)	2,931.32
流通市值(亿元)	2,085.68
总股本(亿股)	96.20
流通股本(亿股)	68.45
近 3 个月换手率(%)	31.36

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《寿险质效延续改善趋势，假设调整下 NBV 高增——中国太保 2024 年点评》-2025.3.28

《投资端驱动业绩同比高增，负债端延续高质量增长——中国太保 2024Q3 业绩点评》-2024.10.31

《前三季业绩同比高增，ROE 改善和负债端支撑估值上行——中国太保业绩预增点评》-2024.10.16

● 债市波动拖累 1 季报业绩，银保高增驱动 NBV 增长

(1) 公司披露 1 季报，2025Q1 公司归母净利润 96.3 亿，同比下降 18.1%，从利源分解看，其中保险服务业绩 86 亿，同比-10.8%，投资服务业绩 50 亿，同比-16%，预计 1 季度债券市场调整拖累公司投资收益，承保财务损失同比减少对投资服务业绩带来一定支撑。(2) 2025Q1 末公司归母股东权益 2636 亿环比-9.5%，预计受 1 季度利率抬升环境下公司保险合同负债贴现率与即期利率差异导致。(3) 太保寿险 1 季度 NBV 57.8 亿，同比增长 11.3%(不回溯口径)，符合我们预期，预计负债端增速优于同业；财险承保利润同比+36%增长较好；太保寿险核心偿付能力充足率 140%，相比上季度上升约 10pct。(4) 我们维持 2025 年太保寿险 NBV 145.6 亿，同比+9.8%(不回溯口径)。我们维持集团 2025-2027 年归母净利润预测至 485/542/606 亿，分别同比+7.9%/+11.6%/+11.9%。一季度公司持续推动长航二期“北极星计划”落地实施，分红险占比提升明显，银保渠道实现高增长，财险效益稳健提升，关注宏观稳增长政策催化，当前股价对应 2025-2027 年 PEV 分别为 0.49/0.45/0.41 倍，股息率(TTM) 3.5%，维持“买入”评级。

● 银保渠道全面高增，驱动新单和 NBV 增长，分红险占比提升

(1) 不回溯口径下，2025Q1 太保寿险 NBV 同比+11.3%，新单保费 424 亿，同比+29%保持较快增长。分渠道看，个险新单 137 亿，同比-15%有所承压，银保新单 201 亿，同比+131%，其中银保期缴 45 亿，同比+86%，预计银保新单全面高增驱动 NBV 改善。NBV 可比口径下同比+39%，可比口径下价值率明显提升预计主要受预定利率调降影响。(2) 公司产品结构优化显现，分红险新单保费占比 18.2%，同比提升 16.1pct；个险总人力企稳正增，1 季度末保险营销员 18.8 万人，同比增长 1.1%，环比持平；新人募育留成效显著，增员人数同比增长 18.9%，13 个月新人留存率同比+4.8pct。

● COR 改善驱动财险承保业绩增长，净投资收益率同比持平

(1) 2025Q1 财险实现原保险保费收入 631 亿，同比增长 1.0%，其中车险原保险保费收入 268 亿，同比增长 1.3%，非车险原保险保费收入 363 亿元，同比增长 0.7%。实现保险服务收入 477 亿，同比增长 4.8%，承保综合成本率为 97.4%，同比下降 0.6 个百分点(2024 年 1 季度冻雨造成高基数)，实现承保利润 12.4 亿，同比+36%。(2)1 季度末集团投资资产 2.81 万亿，较 2024 年末增长 2.8%，2025Q1 公司净投资收益率 0.8%，同比持平；总投资收益率为 1.0%，同比下降 0.3 个百分点，1 季度债市下跌或对总投资收益率带来一定拖累。

● **风险提示：**长端利率超预期下行；寿险负债端增长不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
保险服务收入（百万元）	266,167	279,473	297,196	331,339	364,473
YoY(%)	6.6	5.0	6.3	11.5	10.0
内含价值(百万元)	529,493	562,065	602,438	656,671	718,220
YoY(%)	1.9	6.2	7.2	9.0	9.4
新业务价值(百万元)	10,962	13,258	14,558	16,330	18,654
YoY(%)	19.1	20.9	9.8	12.2	14.2
归母净利润（百万元）	27,257	44,960	48,523	54,154	60,625
YOY (%)	-27.1	64.9	7.9	11.6	11.9
P/B（倍）	1.17	1.01	0.90	0.79	0.70
P/EV（倍）	0.55	0.52	0.49	0.45	0.41

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
投资资产	2,009,336	2,482,029	2,953,214	3,189,471	3,444,628
保险合同资产	335	22	-	-	-
分出再保险合同资产	39,754	46,081	51,525	57,028	57,028
其他资产	334,626	352,878	37,460	110,138	193,548
资产总计	2,343,962	2,834,907	2,990,673	3,299,608	3,638,176
卖出回购金融资产款	115,819	181,695	119,963	122,098	134,308
保险合同负债	1,872,620	2,229,514	2,413,292	2,666,062	2,932,669
分出再保险合同负债	-	-	-	-	-
其他负债	87,819	105,217	95,899	100,554	105,582
负债合计	2,076,258	2,516,426	2,629,155	2,888,715	3,172,558
归属于母公司所有者					
权益合计	249,586	291,417	325,367	369,804	419,056
少数股东权益	18,118	27,064	36,152	41,089	46,562
所有者权益合计	267,704	318,481	361,519	410,894	465,618
负债及股东权益总计	2,343,962	2,834,907	2,990,673	3,299,608	3,638,176

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	323,945	404,089	411,342	439,595	481,355
保险服务收入	266,167	279,473	297,196	331,339	364,473
投资收益	7,053	26,907	110,088	104,151	112,777
汇兑损失	159	-64	230	230	230
其他业务收入	3,742	3,810	3,829	3,874	3,874
营业支出	-291,885	-348,378	-351,803	-375,083	-409,142
保险服务费用	-231,023	-243,147	-254,749	-287,146	-317,296
分出保费的分摊	-15,838	-15,891	-17,580	-19,959	-20,957
减：摊回保险服务费用	14,399	14,466	15,165	17,278	18,142
承保财务损失	-46,741	-92,520	-85,747	-75,482	-79,256
减：分出再保险财务收					
益	1,174	2,103	2,055	1,806	1,806
其他支出	-13,856	-13,389	-10,947	-11,580	-11,580
营业利润	32,060	55,711	59,539	64,512	72,213
营业外收入	136	86	136	136	136
营业外支出	-195	-234	-195	-195	-195
利润总额	32,001	55,563	59,480	64,453	72,154
所得税	-4,090	-9,122	-9,814	-9,023	-10,102
净利润	27,911	46,441	49,666	55,429	62,052
减：少数股东权益	654	1,481	1,142	1,275	1,427
归母净利润	27,257	44,960	48,523	54,154	60,625
主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)					
营业收入同比增长	6.58%	5.00%	6.34%	11.49%	10.00%
保险服务收入同比增长	19.09%	20.95%	9.80%	12.18%	14.23%
保险服务费用同比增长	1.90%	6.15%	7.18%	9.00%	9.37%
归母净利润同比增长	-27.08%	64.95%	7.93%	11.60%	11.95%
归母净资产同比增长	27.03%	16.76%	11.65%	13.66%	13.32%
获利能力 (%)					
ROE	10.43%	14.58%	13.74%	14.99%	14.81%
ROA	1.19%	1.64%	1.66%	97.20%	108.81%
ROEV	5.27%	8.26%	8.24%	8.44%	8.64%
价值数据 (百万元)					
新业务价值	10,962	13,258	14,558	16,330	18,654
内含价值	529,493	562,065	602,438	656,671	718,220
每股指标 (元)					
每股收益	2.83	4.67	5.04	5.63	6.30
每股净资产	25.94	30.29	33.82	38.44	43.56
每股内含价值	55.04	58.42	62.62	68.26	74.66
估值比率					
P/E	10.75	6.52	6.04	5.41	4.83
P/B	1.17	1.01	0.90	0.79	0.70
P/EV	0.55	0.52	0.49	0.45	0.41

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn