非银金融 | 保险 II

金融|首次覆盖报告

2025 年 07 月 07 日

中国太保(601601.SH)

——银保高增长，净资产利率敏感性较弱的优质公司

投资评级：买入（首次）

证券分析师

陆韵婷

SAC：S1350525050002

luyunting@huayuanstock.com

联系人

市场表现：

基本数据	2025 年 07 月 04 日
收盘价（元）	37.14
一年内最高/最低（元）	43.01/26.83
总市值（百万元）	357,299.48
流通市值（百万元）	357,299.48
总股本（百万股）	9,620.34
资产负债率（%）	90.04
每股净资产（元/股）	27.40

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **中国太保 25 年 1 季度归母净利润同比下降 18.1%至 96.3 亿元，归母净资产较年初下降 9.5%至 2636 亿元，表现平平，具体来看：**

1、归母净利润下降主要有两大原因，一方面保险服务业绩（保险服务收入-保险服务费用-分出保费的分摊等+摊回保险服务费用）受保单周期摊销的时间影响同比下降 10.6%至 87.9 亿元，另一方面 25Q1 太保集团总投资收益率同比下降 0.3pct 至 1%，对应保险投资业绩（利息收入+投资收益+公允价值变动-承保财务损失）同比下降 13.2%至 46.9 亿元；

2、归母净资产下降较多主要是因为太保集团在资产端的债权资产采用的是即期利率，而 25Q1 中国十年期国债利率上行 13.8bp 至 1.81%，使得利润表中的“以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债务工具公允价值变动”为-283.5 亿元，而负债端的保险合同折现率采用 50 日均线（moving average）在 25Q1 下行 24.4bp，均线的滞后性使得当季度的“可转损益的保险合同金融变动”为-97.7 亿元，同时 25Q1 的 OCI 投资收益（其他权益工具投资公允价值变动）为-0.3 亿，明显弱于去年同期的 28.9 亿；截至 25 年 6 月 30 日，10 年期国债即期和 50 日均线较年初方向已经一致，我们预计太保集团的归母净资产降幅在年内将收窄。

- **寿险：价值银保增速较快，关注个险渠道的趋势变化：**

1、近年来太保寿险恢复银代渠道后，体量和价值快速增长，22-24 年银保渠道期缴新单规模由 33.4 亿元增加至 108.7 亿元，受益于渠道的重开和报行合一的费用规范，24 全年银保渠道的新业务价值达到 43.5 亿元，贡献全司新业务价值的比例同比提高 8.3pct 至 25.2%，渠道的新业务价值率同比提高 9.92pct 至 15.5%；25 年以来银保渠道延续高增长，25Q1 新单同比增长 130.7%至 201 亿元，我们认为随着居民存款的高增和银行存款利率的走低，储蓄转向以分红险为形式的银保渠道将是趋势，太保在未来 2-3 年凭借集团资源（和银行的对公存款、托管等合作）、为客户提供的康养社区服务、稳健的投资和高效的 IT 系统，银保渠道或将保持较快的价值增长；

2、太保寿险的个险渠道代理人月均数量由 21 年的 52.5 万人大幅下降至 24 年的 18.4 万人，即使考虑举绩率的小幅提升，月均实际举绩人力也由 21 年的 27.4 万跌落至 24 年的 12.6 万，考虑到 24 年核心人力的产能（月人均首年保费）已经在 5.4 万元的较高位置，我们认为后续主要关心个险在新基本法牵引下增员的进展，以及个险报行合一下收入的下降对代理人的留存影响；个险产品方面，太保寿险 25 年以来也推出包括“蛮好人生”增额寿和“鑫禧年年”年金等分红险，关注代理人转向销售分红险的实际落地情况；

3、太保寿险 24 年的服务边际（CSM）同比增长 5.6%至 3421 亿元，在同业中的增长表现较好，部分原因或在于对分红险采用资产组合未来预期收益率作为负债评估折现率。

- **投资：OCI 股票占比较高，资产久期拉长减弱了净资产对利率的敏感性**

1、24 年末，太保集团投资资产规模同比增长 21.5%至 2.73 万亿元，全年综合投资收益率同比增加 3.3pct 至 6%，表现较好；从投资对象占比来看，太保的债券持仓占比同比提升 8.3pct 至 60.1%，债权投资计划和理财产品投资等偏非标类资产受到期等影响继续缩减，股票和权益型基金合计持仓占比小幅提升 0.6pct 至 11.3%；从会计核算方式来看，OCI（以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产）占比提升 4.2pct 至 64%，其中权益型 OCI 占比为 5.2%，为上市险资中较高水平，且区别于大部分险资的 OCI 权益资产集中在银行个股，太保的高分红资产的行业类别更多元，24 年太保寿险举牌了华能国际电力股份（0902.HK）和中远海能（1138.HK），我们认为随着险资对于利润稳定性的追求，后续 OCI 的资产占比将继续提升；

2、太保集团不断拉长资产久期，24 年末固收类资产久期达到 11.4 年，较 20 年末的 6.2 年拉长了 5.2 年，承担利率风险的金融资产中 5 年以上占比同比提升 6.9pct 至 85.5%，资产端久期的拉长使得太保集团净资产对利率的敏感性大幅下降：即在 24 年末如果利率下降 50bp，资产和负债端的公允价值互相抵消只会使得集团净资产下降 119 亿元，占集团 24 年末归母净资产的比例为 4.1%。

- **股息：分红政策积极，25Q1 核心偿付能力有所提升**

1、太保集团在 24 年年报中首次将股息政策明确为“公司利润分配将综合考虑公司的经营发展和股东回报等因素，现金分红金额的厘定主要参考归属于母公司股东的营运利润增幅，兼顾考虑投资正向贡献的影响”，即股息主要挂钩较为稳定的营运利润（OPAT），同时有投资收益的向上期权，表述积极；

2、太保寿险 25Q1 核心偿付能力环比提升 10pct 至 140%，主要是核心二级资本环比增加 224 亿元至 424 亿元，我们认为可能和更多的剩余边际（DPL）计入核心二级有关，核心子公司的偿付能力提升对集团的股息政策有强支撑；

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 428/461/537 亿元，同比增速分别为–4.8%/7.7%/16.4%，25–27 年每股内含价值为 64.9/72.0/80.0 元，7 月 4 日股价对应 PEV 估值为 0.57/0.52/0.46 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

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

盈利预测与估值（人民币）

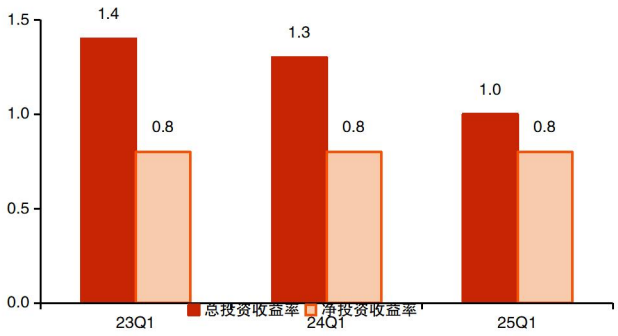
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	3239	4041	4190	4544	4970
同比增长率（%）	–2.5%	24.7%	3.7%	8.4%	9.4%
归母净利润（亿元）	273	450	428	461	537
同比增长率（%）	–27.1%	64.9%	–4.8%	7.7%	16.4%
每股收益（元/股）	2.83	4.67	4.45	4.79	5.58
市盈率（P/E）	13.11	7.95	8.35	7.75	6.66
每股内含价值（元/股）	55.04	58.43	64.87	71.96	79.95
内含价值估值（P/EV）	0.67	0.64	0.57	0.52	0.46

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

图表 1：10 年期国债即期利率和 50 日均线：%

资料来源：wind、华源证券研究所

图表 2：太保集团 23-25 年 1 季度投资收益率：%



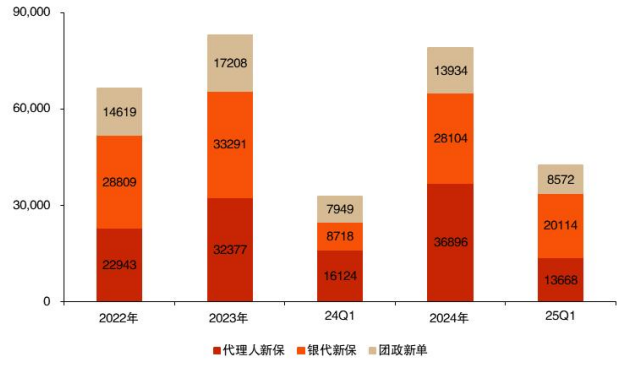
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 3：太保集团净资产变动分析：百万元

单位：百万元	25Q1	24Q1	备注
其他权益工具投资公允价值变动	-29	2893	太保 25Q1 权益 OCI 投资收益减少较多
以公允价值计量且变动计入其他综合收益的债券工具公允价值变动	-28350	29622	25Q1 10 年期国债即期利率上升 13.8bp 的影响
可转损益的保险合同金融变动	-9768	-35388	25Q1 10 年期国债 50 日均线下降 24.4bp 的影响

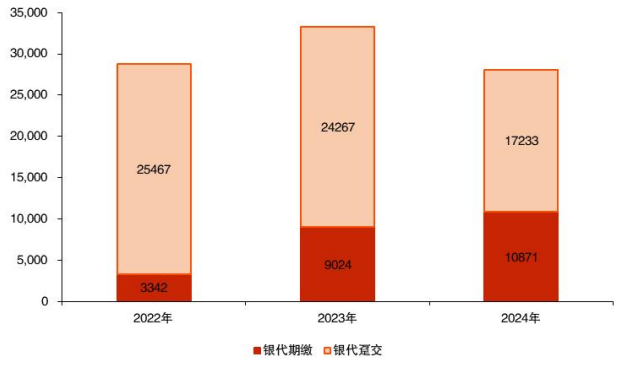
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 4：太保寿险各渠道新单规模：百万元



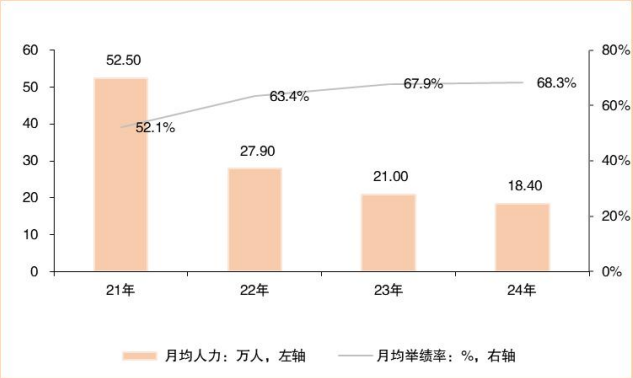
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 5：太保寿险银保渠道新单结构：百万元



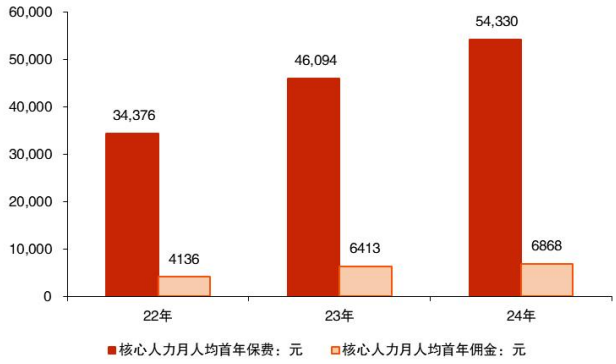
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 6：太保寿险个险渠道情况：万人，%



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 7：太保寿险人均数据：元



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 8：太保寿险服务边际变化：百万元

单位：百万元	22 年	23 年	24 年
期初服务边际	343434	327662	325726
当期摊销	-27870	-26202	-26836
新业务的服务边际贡献	9533	12550	19741
合同的估计变更	-3610	5574	20259
保险合同金融变更额	6175	6142	6475
期末服务边际	327662	325726	345365

资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 9：太保集团投资资产情况：亿元，%

	持仓规模		持仓占比		持仓占比变化
按投资对象分	2023	2024	2023	2024	
现金及等价物	**343**	**403**	**1.5%**	**1.5%**	**-0.1%**
定期存款	**1655**	**1738**	**7.4%**	**6.4%**	**-1.0%**
债权类金融资产	**16761**	**20742**	**74.5%**	**75.9%**	**1.4%**
债券投资	11636	16422	51.7%	60.1%	8.3%
债券型基金	104	97	0.5%	0.4%	-0.1%
优先股	477	492	2.1%	1.8%	-0.3%
债权投资计划	2962	2654	13.2%	9.7%	-3.5%
理财产品投资	1132	714	5.0%	2.6%	-2.4%
其他	450	363	2.0%	1.3%	-0.7%
股权类金融资产	**3252**	**3982**	**14.5%**	**14.6%**	**0.1%**
股票	1885	2551	8.4%	9.3%	1.0%
权益性基金	520	527	2.3%	1.9%	-0.4%
理财产品投资	197	208	0.9%	0.8%	-0.1%
其他权益投资	651	697	2.9%	2.5%	-0.3%
长期股权投资	**232**	**225**	**1.0%**	**0.8%**	**-0.2%**
投资性房地产	**107**	**90**	**0.5%**	**0.3%**	**-0.1%**
其他	**151**	**165**	**0.7%**	**0.6%**	**-0.1%**
合计	22501	27345	100.0%	100.0%	

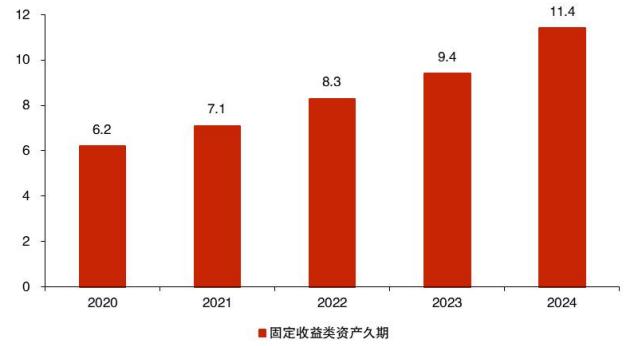
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 10：太保集团投资资产会计分类：%

	2023	2024	变化
以摊余成本计量的金融资产	3.7%	2.4%	-1.3%
以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产 OCI	59.8%	64.0%	4.2%
——OCI 股票	4.4%	5.2%	0.8%
——OCI 债券	55.4%	58.8%	3.4%
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产 TPL	25.8%	24.4%	-1.4%
——TPL 股票	6.3%	6.1%	-0.3%
——TPL 债券	19.5%	18.3%	-1.2%
长期股权投资	1.0%	0.8%	-0.2%
其他	9.7%	8.4%	-1.3%

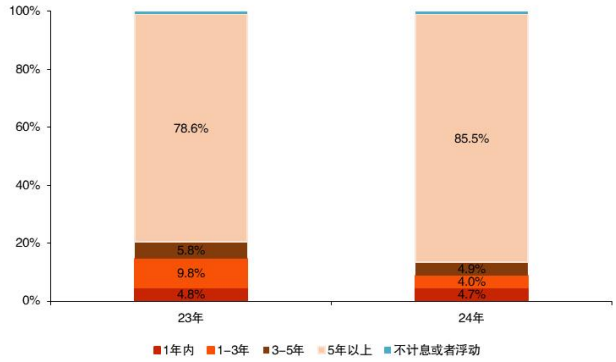
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 11：太保集团固收类资产久期：年



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 12：太保资产承担利率风险的金融资产久期分布：%



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 13：太保寿险近 4 个季度偿付能力主要指标：亿元，%

指标名称：亿元，%	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
认可资产	21,643	22,760	23,787	24,822
认可负债	18,359	19,279	20,332	21,167
实际资本	3,283	3,481	3,455	3,655
其中：核心一级资本	1,737	1,982	1,934	1,903
核心二级资本	200	200	200	**424**
附属一级资本	1,345	1,297	1,320	1,327
附属二级资本	1	1	1	1
最低资本	1,599	1,661	1,643	1,657
核心偿付能力溢额	338	521	491	670
核心偿付能力充足率（%）	121%	131%	130%	140%
综合偿付能力溢额	1,684	1,820	1,812	1,998
综合偿付能力充足率（%）	205%	210%	210%	221%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

附录：财务预测摘要

利润表：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**323945**	**404089**	**419039**	**454384**	**496962**
保险服务收入	266167	279473	291811	312003	331980
投资收益（含利息收入，投资收益和公允价值变动）	53603	120611	123210	137973	160108
其他业务收入	4175	4005	4018	4408	4874
营业总支出	**-291885**	**-348378**	**-367123**	**-397783**	**-431855**
保险服务费用	-231023	-243147	-251810	-268788	-285642
承保财务损失	-46741	-92520	-98483	-110996	-127189
其他业务支出(利息支出、手续费、税金、业务及管理费和其他业务成本）	-14121	-12711	-16829	-18000	-19024
利润总额	**32001**	**55563**	**51916**	**56601**	**65107**
减：所得税	-4090	-9122	-7787	-9056	-9766
净利润	**27911**	**46441**	**44128**	**47545**	**55341**
归属于母公司股东的净利润	**27257**	**44960**	**42805**	**46119**	**53681**

资产负债表：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	**2343962**	**2834907**	**3303914**	**3819558**	**4370319**
投资资产	2250073	2734457	3194885	3697332	4230469
其他资产	93889	100450	109029	122226	139850
总负债	**2076258**	**2516426**	**2948758**	**3423730**	**3926049**
保险合同负债	1872620	2229514	2621118	3029850	3474380
其他负债	203638	286912	327640	393880	451669
股东权益	**267704**	**318481**	**355156**	**395828**	**444270**
股本	9620	9620	9620	9620	9620
资本公积	79950	79948	79948	79948	79948
其他综合收益	7992	14917	16917	18917	20917
盈余公积	5114	5114	5114	5114	5114
一般风险准备	25462	29928	34208	38820	44188
未分配利润	121448	151890	180024	210725	247800
归属于母公司股东权益	249586	291417	325832	363145	407587
少数股东权益	18118	27064	29325	32683	36683
负债及股东权益	**2343962**	**2834907**	**3303914**	**3819558**	**4370319**

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

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

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

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

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

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

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；
投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。