

中国人保 (601319)

2025年中报点评: 综合成本率创近十年最佳, NBV 延续高增长

买入 (维持)

2025年08月28日

证券分析师 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 曹锴

执业证书: S0600524120004

caok@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 553097 | 621972 | 661124 | 707940 | 758884 |
| 同比 (%) | 4.4% | 12.5% | 6.3% | 7.1% | 7.2% |
| 归母净利润 (百万元) | 22773 | 42869 | 50950 | 54044 | 59675 |
| 同比 (%) | -10.2% | 88.2% | 18.9% | 6.1% | 10.4% |
| BVPS-最新摊薄 (元/股) | 5.48 | 6.08 | 6.71 | 7.38 | 8.11 |
| P/B (现价&最新摊薄) | 1.55 | 1.40 | 1.27 | 1.16 | 1.05 |

投资要点

- **【事件】中国人保发布 2025 年中期业绩:** 1) 归母净利润 265 亿元, 同比+16.9%, Q2 单季 137 亿元, 同比-0.3%。2) 归母净资产较年初+6.1%, 较 Q1 末+2.1%。3) 中期每股股息 0.075 元, 同比+19%。
- **产险: 保费稳定增长, 综合成本率显著改善。** 1) 上半年净利润 235 亿元, 同比+34.4%。承保利润 117 亿元, 同比+53.5%。2) 上半年产险保费同比+3.6%, 市占率达 33.5%, 较年初+1.7pct。车险/意健险/农险保费分别同比+3.4%、+7.9%、-3.9%, 其中家自车保费占比同比提升 1.0pct 至 73.4%。3) 上半年综合成本率为 95.3%, 同比-1.5pct, 创近 10 年同期最好水平; 赔付率为 72.3%, 同比+1.6pct; 费用率为 23.0%, 同比-3.1pct。除意健险外, 其他主要险种综合成本率均同比改善。车险/农险/企财险/责任险综合成本率分别同比下降 2.2/0.9/9.5/0.5pct 至 94.2%/93.9%/90.1%/103.6%, 而意健险则同比+1.9pct 至 101.8%。其中, 车险综合赔付率同比+1.9pct, 主要由于新能源车占比提升和人伤赔付增加所致, 而严格费用管控推动费用率同比-4.1pct。
- **人身险: NBV 与 EV 均实现高增长。** 1) **人保寿险:** ①上半年净利润 69 亿元, 同比-31%。②上半年总保费同比+14.5%, 其中传统险保费占比同比+18.1pct 升至 70.2%; 长险首年期交保费同比+25.6%。③上半年 NBV 可比口径下同比+72%, 其中银保渠道同比+108%。NBV margin 同比+4.0pct。截至年中 EV 较年初+9%。④截至年中营销员规模人力 7.9 万人, 较年初-4.3%。上半年月均有效人力 2.1 万, 同比-9.8%。2) **人保健康:** ①上半年净利润 51 亿元, 同比+50%。②上半年总保费同比+12%, 其中长险首年期交保费同比+52%。③上半年 NBV 可比口径下同比+51%, NBV margin 同比+3.9pct, 截至年中 EV 较年初+18%。
- **投资: 显著增配股票, 总投资收益率同比提升。** 1) 截至年中, 总资产规模较年初+7.2%至 1.76 万亿元。固收投资占比较年初-1.3pct 降至 66.6%, 权益投资则较年初+2.2pct 升至 20.4%。其中债券占比较年初+0.7pct, 基金则持平, 股票投资规模较年初大增 57%, 占比则较年初+1.7pct 提升显著。2) 上半年年化总投资收益率 5.1%, 同比+1.0pct; 年化净投资收益率 3.7%, 同比-0.1pct。3) 截至年中, OCI 股票投资规模较年初+60.7%, 占比较年初+1.1pct 至 46.4%, 上半年 OCI 股票综合投资收益率高于沪深 300 红利指数 7.8pct。
- **盈利预测与投资评级:** 我们看好公司作为财险行业龙头具有的品牌效应和费用管控优势, 在精细化管理下有望持续优化业务结构、推动降本增效。结合公司 2025 上半年经营情况, 我们维持此前盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润为 510/540/597 亿元, 当前市值对应 2025E PEV 0.9x、PB 1.3x。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 行业保费增速低于预期; 2) 自然灾害等不确定因素。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 8.52 |
| 一年最低/最高价 | 5.80/9.19 |
| 市净率(倍) | 1.32 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 302,440.89 |
| 总市值(百万元) | 376,788.40 |

基础数据

| | |
|--------------|-----------|
| 每股净资产(元,LF) | 6.45 |
| 资产负债率(% ,LF) | 79.27 |
| 总股本(百万股) | 44,223.99 |
| 流通 A 股(百万股) | 35,497.76 |

相关研究

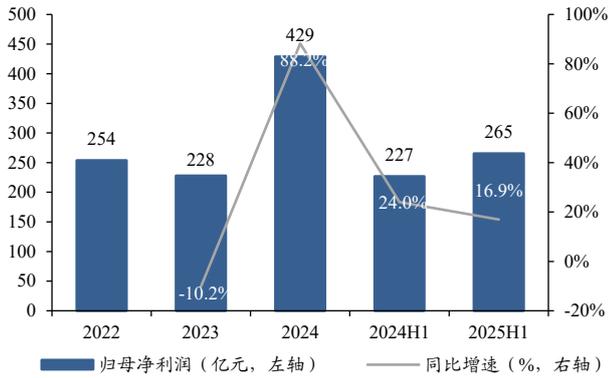
《中国人保(601319): 2025 年一季报点评: 承保与投资均有提升, 财险业务净利润同比近翻倍》

2025-04-30

《中国人保(601319): 2025Q1 业绩预增: 承保与投资业绩均提升, 预计归母净利润同比增长 30-50%》

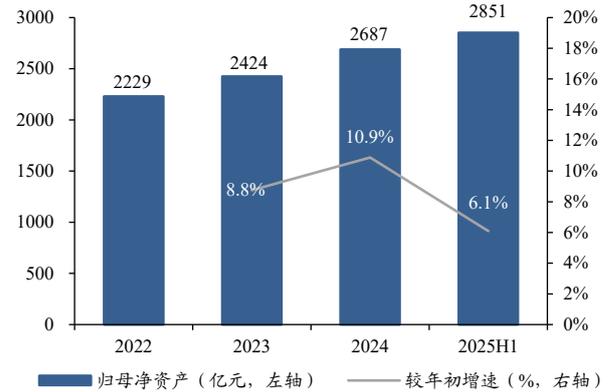
2025-04-13

图1: 2025H1 中国人保归母净利润同比+16.9%



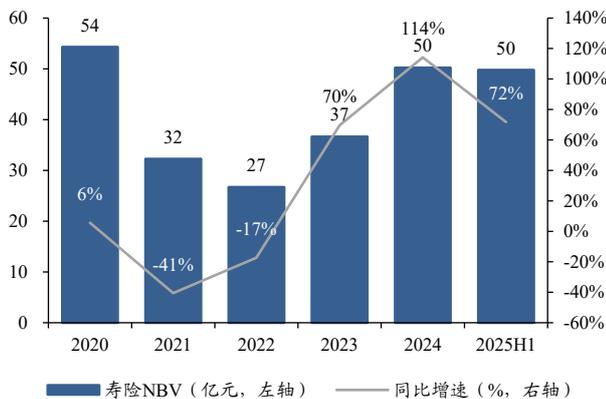
数据来源: 中国人保财报, 东吴证券研究所

图2: 2025H1 中国人保归母净资产较年初+6.1%



数据来源: 中国人保财报, 东吴证券研究所

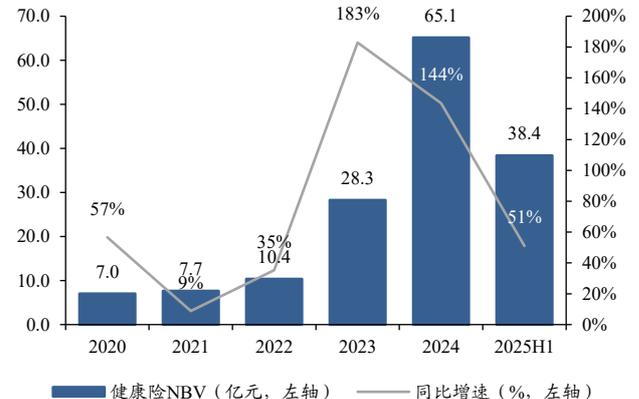
图3: 2025H1 人保寿险 NBV 可比口径下同比+72%



数据来源: 中国人保财报, 东吴证券研究所

注: 2023 年以来均为可比口径增速

图4: 2025H1 人保健康 NBV 可比口径下同比+51%



数据来源: 中国人保财报, 东吴证券研究所

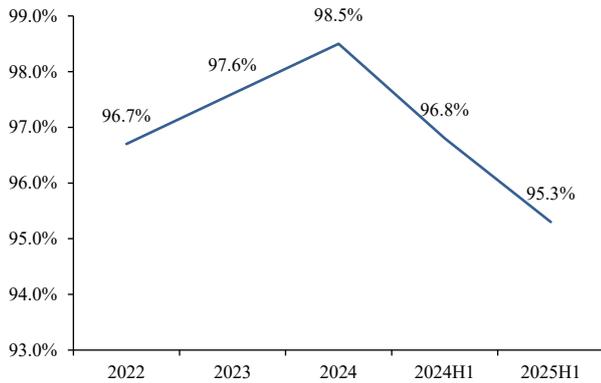
注: 2023 年以来均为可比口径增速

表1: 中国人保财险业务主要险种保费情况

| 险种 | 保费 (百万元) | | | 占比 | | |
|------------|---------------|---------------|-------------|---------------|---------------|---------|
| | 2024H1 | 2025H1 | 增速 | 2024H1 | 2025H1 | 变动(pct) |
| 机动车辆险 | 139364 | 144065 | 3.4% | 44.7% | 44.6% | -0.1 |
| 意外伤害及健康险 | 76585 | 82614 | 7.9% | 24.5% | 25.6% | 1.0 |
| 农险 | 45587 | 43790 | -3.9% | 14.6% | 13.5% | -1.1 |
| 责任险 | 21655 | 21944 | 1.3% | 6.9% | 6.8% | -0.2 |
| 企业财产险 | 10580 | 11182 | 5.7% | 3.4% | 3.5% | 0.1 |
| 其他险种 | 18225 | 19687 | 8.0% | 5.8% | 6.1% | 0.2 |
| 全险种 | 311996 | 323282 | 3.6% | 100.0% | 100.0% | - |

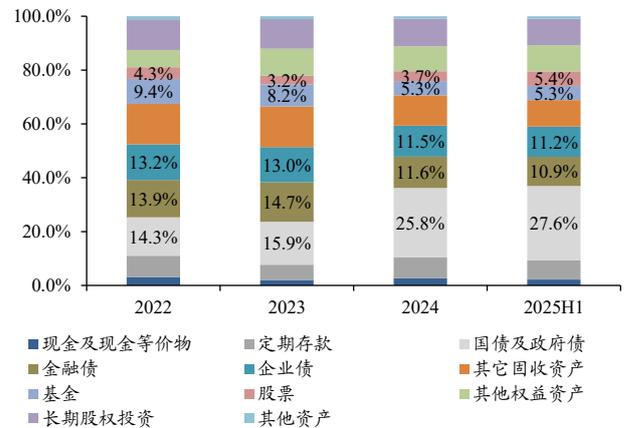
数据来源: 中国人保财报, 东吴证券研究所

图5: 2025H1 中国人保综合成本率同比-1.5pct



数据来源: 中国人保财报, 东吴证券研究所

图6: 2025H1 中国人保股票资产占比较年初+1.7pct



数据来源: 中国人保财报, 东吴证券研究所

表2: 上市保险公司估值及盈利预测

| 证券简称 A 股 | 价格 (元) 人民币 | EV (元) | | | | 1YrVNB (元) | | | |
|---------------|---------------|--------|-------|-------|-------|------------|------|-------|-------|
| | | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
| 中国平安 (601318) | 58.69 | 76.34 | 78.12 | 83.29 | 88.94 | 1.71 | 1.57 | 2.21 | 2.54 |
| 中国人寿 (601628) | 41.66 | 44.60 | 49.57 | 53.55 | 57.99 | 1.30 | 1.19 | 1.57 | 1.79 |
| 新华保险 (601336) | 63.75 | 80.30 | 82.85 | 90.72 | 99.66 | 0.97 | 2.00 | 2.81 | 3.23 |
| 中国太保 (601601) | 39.74 | 55.04 | 58.42 | 61.70 | 66.70 | 1.14 | 1.38 | 1.51 | 1.80 |
| 中国人保 (601319) | 8.52 | 6.92 | 7.89 | 9.08 | 10.54 | 0.15 | 0.26 | 0.39 | 0.46 |

| 证券简称 A 股 | 价格 人民币 | P/EV (倍) | | | | VNBX (倍) | | | |
|---------------|-----------|----------|------|-------|-------|----------|--------|--------|--------|
| | | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
| 中国平安 (601318) | 58.69 | 0.77 | 0.75 | 0.70 | 0.66 | -10.34 | -12.40 | -11.14 | -11.89 |
| 中国人寿 (601628) | 41.66 | 0.93 | 0.84 | 0.78 | 0.72 | -2.25 | -6.63 | -7.57 | -9.12 |
| 新华保险 (601336) | 63.75 | 0.79 | 0.77 | 0.70 | 0.64 | -17.06 | -9.53 | -9.61 | -11.13 |
| 中国太保 (601601) | 39.74 | 0.72 | 0.68 | 0.64 | 0.60 | -13.42 | -13.56 | -14.55 | -14.98 |
| 中国人保 (601319) | 8.52 | 1.23 | 1.08 | 0.94 | 0.81 | 10.91 | 2.43 | -1.46 | -4.39 |

| 证券简称 A 股 | 价格 人民币 | EPS (元) | | | | BVPS (元) | | | |
|---------------|-----------|---------|------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|
| | | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
| 中国平安 (601318) | 58.69 | 4.70 | 6.95 | 7.12 | 7.84 | 49.37 | 50.99 | 53.41 | 57.06 |
| 中国人寿 (601628) | 41.66 | 1.63 | 3.78 | 3.80 | 3.96 | 16.88 | 18.03 | 20.09 | 22.41 |
| 新华保险 (601336) | 63.75 | 2.79 | 8.41 | 9.36 | 9.69 | 33.68 | 30.85 | 33.80 | 36.02 |
| 中国太保 (601601) | 39.74 | 2.83 | 4.67 | 5.11 | 4.90 | 25.94 | 30.29 | 34.20 | 37.15 |
| 中国人保 (601319) | 8.52 | 0.51 | 0.97 | 1.15 | 1.22 | 5.48 | 6.08 | 6.71 | 7.38 |

| 证券简称 A 股 | 价格 人民币 | P/E (倍) | | | | P/B (倍) | | | |
|---------------|-----------|---------|-------|-------|-------|---------|------|-------|-------|
| | | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
| 中国平安 (601318) | 58.69 | 12.48 | 8.44 | 8.24 | 7.49 | 1.19 | 1.15 | 1.10 | 1.03 |
| 中国人寿 (601628) | 41.66 | 25.50 | 11.01 | 10.96 | 10.52 | 2.47 | 2.31 | 2.07 | 1.86 |
| 新华保险 (601336) | 63.75 | 22.85 | 7.58 | 6.81 | 6.58 | 1.89 | 2.07 | 1.89 | 1.77 |
| 中国太保 (601601) | 39.74 | 14.04 | 8.50 | 7.78 | 8.11 | 1.53 | 1.31 | 1.16 | 1.07 |
| 中国人保 (601319) | 8.52 | 16.55 | 8.79 | 7.40 | 6.97 | 1.55 | 1.40 | 1.27 | 1.16 |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测 (基于 2025 年 8 月 27 日收盘价)

中国人保财务预测表

| 主要指标 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 利润表 (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 保险服务收入 | 537709 | 570923 | 611945 | 655034 |
| 每股收益 | 0.97 | 1.15 | 1.22 | 1.35 | 利息收入 | 30876 | 34427 | 36493 | 38317 |
| 每股净资产 | 6.08 | 6.71 | 7.38 | 8.11 | 投资收益 | 25139 | 35446 | 37914 | 39993 |
| 每股内含价值 | 7.89 | 9.08 | 10.54 | 12.09 | 其他收益 | 376 | 395 | 434 | 478 |
| 每股新业务价值 | 0.26 | 0.39 | 0.46 | 0.52 | 公允价值变动损益 | 23774 | 15630 | 16429 | 19872 |
| 价值评估 (倍) | | | | | 汇兑收益 | 64 | 67 | 71 | 74 |
| P/E | 8.79 | 7.40 | 6.97 | 6.31 | 其他业务收入 | 3949 | 4146 | 4561 | 5017 |
| P/B | 1.40 | 1.27 | 1.16 | 1.05 | 资产处置收益 | 85 | 89 | 94 | 98 |
| P/EV | 1.08 | 0.94 | 0.81 | 0.70 | 营业收入 | 621972 | 661124 | 707940 | 758884 |
| VNBX | 2.43 | -1.46 | -4.39 | -6.92 | 保险服务费用 | 492837 | 515587 | 553558 | 591679 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 分出保费的分摊 | 33620 | 35740 | 38399 | 41194 |
| 净投资收益率 | 3.90% | 3.61% | 3.59% | 3.58% | 其他费用支出 | 24871 | 25838 | 26929 | 27679 |
| 总投资收益率 | 5.60% | 4.91% | 4.89% | 5.03% | 营业费用 | 551328 | 577166 | 618886 | 660552 |
| 净资产收益率 | 15.95% | 17.17% | 16.57% | 16.63% | 营业利润 | 70644 | 83958 | 89055 | 98333 |
| 总资产收益率 | 2.43% | 2.68% | 2.68% | 2.82% | 税前利润 | 70618 | 83931 | 89026 | 98303 |
| 财险综合成本率 | 98.52% | 97.01% | 97.15% | 97.00% | 所得税 | -12798 | -15211 | -16134 | -17815 |
| 财险赔付率 | 72.74% | 71.80% | 71.88% | 71.97% | 归属于母公司股东的净利润 | 42869 | 50950 | 54044 | 59675 |
| 财险费用率 | 25.78% | 25.21% | 25.27% | 25.03% | 少数股东损益 | 14951 | 17769 | 18848 | 20812 |
| 盈利增长 (%) | | | | | 资产负债表 (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 净利润增长率 | 88.2% | 18.9% | 6.1% | 10.4% | 货币资金 | 26222 | 28320 | 30019 | 31520 |
| 内含价值增长率 | 18.0% | 13.1% | 13.6% | 13.6% | 交易性金融资产 | 317670 | 343084 | 363669 | 381852 |
| 新业务价值增长率 | 37.1% | 55.0% | 21.9% | 14.2% | 债权投资 | 316231 | 341529 | 362021 | 380122 |
| 偿付能力充足率 (%) | | | | | 其他债权投资 | 523581 | 565467 | 599396 | 629365 |
| 偿付能力充足率 (集团) | 281% | 280% | 279% | 277% | 其他权益工具投资 | 115778 | 125040 | 132543 | 139170 |
| 偿付能力充足率 (寿险) | 275% | 272% | 269% | 265% | 长期股权投资 | 167816 | 181241 | 192116 | 201722 |
| 偿付能力充足率 (产险) | 233% | 234% | 235% | 237% | 其他资产 | 299086 | 319313 | 337178 | 354036 |
| 内含价值 (百万元) | | | | | 资产总计 | 1766384 | 1903995 | 2016940 | 2117787 |
| 调整后净资产 | 97494 | 109185 | 124136 | 141007 | 卖出回购金融资产款 | 111236 | 118600 | 123812 | 127666 |
| 有效业务价值 | 22237 | 26239 | 29678 | 33708 | 保险合同负债 | 1122797 | 1197125 | 1249734 | 1288641 |
| 内含价值 | 119731 | 135423 | 153814 | 174715 | 分出再保险合同负债 | 71 | 76 | 79 | 81 |
| 一年新业务价值 | 5024 | 7788 | 9495 | 10843 | 其他负债 | 165054 | 175980 | 183714 | 189433 |
| 核心内含价值回报率 (%) | | | | | 负债总计 | 1399158 | 1491781 | 1557339 | 1605822 |
| 寿险新业务保费 (百万元) | | | | | 实收资本 | 44224 | 44224 | 44224 | 44224 |
| 趸缴新单保费 | - | - | - | - | 归属于母公司股东权益 | 268733 | 296733 | 326195 | 358755 |
| 期缴新单保费 | - | - | - | - | 少数股东权益 | 98493 | 115481 | 133406 | 153210 |
| 新业务合计 | 47162 | 53712 | 63297 | 72286 | 负债和所有者权益合计 | 1766384 | 1903995 | 2016940 | 2117787 |
| 新业务保费增长率 (%) | -8.3% | 13.9% | 17.8% | 14.2% | | | | | |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>