

NBV 增长强劲，OPAT 稳步提升

华泰研究

2025年8月29日 | 中国内地/中国香港

中报点评

保险

中国太保公布 1H25 业绩：归母净利润 278.85 亿元，同比增长 11.0%，其中寿险和财险利润分别同比增长 3.2%/19.6%。集团归母营运利润 (OPAT) 同比提升 7.1% (可比口径下)，其中寿险营运利润同比增长 5.0%，表现良好。寿险新业务价值 (NBV) 同比上升 32% (可比口径)，增长强劲。财险承保表现改善，COR 同比下降 0.8ppts 至 96.3%，主要因费用率下降。公司 1H25 总投资收益率 2.3% (非年化)，同比下降 40bps。考虑到公司 NBV 有望持续增长，维持“买入”评级。

寿险：NBV 强劲增长

1H25 寿险 NBV 可比口径同比提升 32%，增长强劲，我们估计新单保费同比提升约 29%，NBV 利润率稳中略升。NBV 增长主要受银保渠道推动，1H25 银保渠道 NBV 同比 156%，新单保费同比增长 95.6%；代理人渠道 NBV 同比-2%，新单保费同比下滑 7.7%，两个渠道 NBV 利润率均有提升。寿险 CSM 较年初增长 1.2%，相对平稳。上半年寿险利润同比增长 3.2%，增长主要受投资收益改善推动，保险服务业绩 (含其他) 同比-2.7%，投资业绩同比 10.3%。在分红险转型方面，1H25 公司新保期缴中分红险占比提升至 42.5%，转型效果显著。考虑到 NBV 利润率有望持续提升，我们预计 2025 年 NBV 同比增速为 30%。

财险：承保表现改善

财产险保费同比增长 0.9%，增速放缓或主要因为公司主动收缩高 COR 业务。1H25 集团财产险业务承保表现有所改善，COR 同比下降 0.7ppts 至 96.4%，主要来源于费用率下降 0.7ppts，赔付率同比持平。分业务看，车险保费同比增长 2.8% 至 536.06 亿元，COR 为 95.3%，同比下降 1.8ppts。由于公司控制高成本业务规模，非车险保费同比小幅下降 0.8% 至 591.54 亿元，COR 同比上升 0.4ppts 至 97.6%，主要受信用保证保险拖累，剔除个人信用保证保险业务影响后，非车险承保综合成本率 94.8%，同比下降 2.3ppts。我们预计 2025 年公司财产险保费维持个位数低速增长，增速为 3%。考虑到公司积极进行费用管控、调整产品结构，我们预计 COR 为 97.7%。

总投资收益率下降，净资产小幅下降

上半年投资收益表现同比有所下降，非年化总投资收益率 1.7%，同比下降 10bps，或主要因为利率下行；非年化总投资收益率 2.3%，同比下降 40bps；非年化综合投资收益率 2.4%，同比下降 60bps，显示资本利得收益较去年同期有所转弱。在资产配置结构方面，公司股票配置比例小幅上升 0.4ppts 至 9.7%，同时债权类金融资产配置比例小幅下降 0.9ppts 至 75%。虽然上半年集团 ROE (非年化) 9.6% 表现较好，集团净资产仍较年初下降 3.3%，或与公司寿险准备金折现率有平滑相关，显示资产负债错配资产负债表仍有压力。

盈利预测与估值

考虑到承保表现改善、投资波动等因素，我们微调 2025/2026/2027 年 EPS 预测至 RMB4.88/4.96/5.40 (调整幅度：3.5%/2.4%/2.4%)。我们上调了寿险 NBV 增速预期，并提高了财产险承保表现预期和营运利润预期，提升基于 DCF 估值法的 A/H 股目标价至 RMB47/HKD42 (前值：RMB43/HKD33)，维持“买入”评级。

风险提示：NBV 增速大幅恶化，COR 大幅恶化，投资出现重大损失。

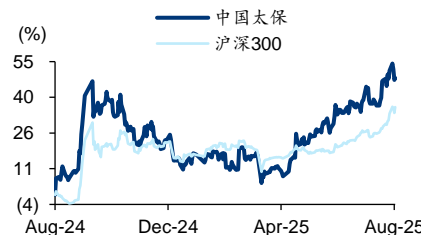
	2601 HK	601601 CH
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	港币：42.00	人民币：47.00

李健, PhD	研究员
SAC No. S0570521010001	lijian@htsc.com
SFC No. AWF297	+(852) 3658 6112
于明汇*	联系人
SAC No. S0570124070107	yuminghui@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228

基本数据

(港币/人民币)	2601 HK	601601 CH
目标价	42.00	47.00
收盘价 (截至 8 月 28 日)	35.80	39.94
市值 (百万)	344,408	384,236
6 个月平均日成交额 (百万)	502.22	1,136
52 周价格范围	18.88-37.86	29.09-41.57
BVPS	29.30	29.30

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
毛保费收入 (百万)	279,473	301,135	318,540	341,629
+/-%	5.00	7.75	5.78	7.25
总投资收益 (百万)	121,089	120,099	131,312	147,624
+/-%	123.53	(0.82)	9.34	12.42
归母净利润 (百万)	44,960	46,936	47,699	51,911
+/-%	64.95	4.39	1.63	8.83
EPS	4.67	4.88	4.96	5.40
DPS	1.08	1.14	1.20	1.29
PB (倍)	1.32	1.28	1.13	1.01
PE (倍)	8.55	8.19	8.06	7.40
PEV (倍)	0.68	0.61	0.55	0.50
股息率 (%)	2.70	2.85	3.00	3.22

资料来源：公司公告、华泰研究预测

估值方法

我们使用 SOTP 估值法，基于会计指标和内含价值指标对中国太保进行估值。同时我们使用三阶段 DCF 模型对每个业务分部进行估值。

- 1) 阶段一：前 3 年，我们的模型给出明确的预测。
- 2) 阶段二：接下来的 10 年视为防御期。我们对 ROE 或 ROEV 和资本增长做出假设。
- 3) 阶段三：接下来的 37 年视为长期阶段。我们假设 ROE 和 ROEV 逐渐下降。我们不对 50 年后企业的价值进行预测。

我们将这三个阶段的现金流按相应的资本成本贴现至今年年底，同时加入终值和股息。我们采用内含价值法和账面价值法来进行估值。我们用资本资产定价模型 (CAPM) 方法得出资本成本，该方法基于 2.0% 的无风险利率假设，1.7 倍/1.9 倍 beta，以及 570/600 个基点的 A 股/H 股股权风险溢价。我们的目标价 RMB47/HKD42 是基于内含价值法 (RMB59/HKD53) 和账面价值法 (RMB35/HKD32) 的平均值。

图表1：中国太保：关键假设

	未来 50 年的资本回报					
	阶段一			阶段二		阶段三
	2026E	2027E	2028E	2029E	2038E	2075E
内含价值法						
寿险	13.9%	14.0%	13.0%	16.0%	12.0%	8.0%
财产险	12.6%	12.2%	14.0%	15.0%	10.0%	8.0%
其他	3.1%	2.7%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
集团	11.8%	11.8%	12.0%	15.0%	11.0%	8.0%
账面价值法						
寿险	18.6%	17.3%	18.0%	19.0%	14.0%	8.0%
财产险	12.6%	12.2%	14.0%	15.0%	10.0%	8.0%
其他	3.1%	2.7%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
集团	16.5%	16.0%	15.0%	16.0%	11.0%	8.0%

资料来源：华泰研究预测

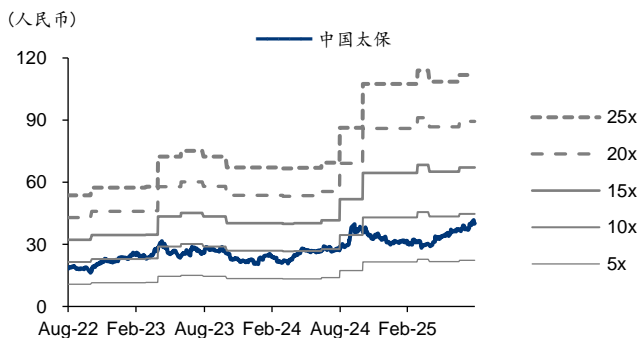
风险提示

NBV 增长放缓：寿险销售可能受经济恢复不及预期影响，新单保费保持负增长。NBV 利润率可能会受储蓄业务增加影响继续下降。潜在的新单保费负增长和利润率的承压可能导致 NBV 增长放缓。

产险 COR 大幅恶化：激烈的车险市场竞争可能导致车险承保利润率下降，自然灾害或导致车险和非车险的赔付增加。

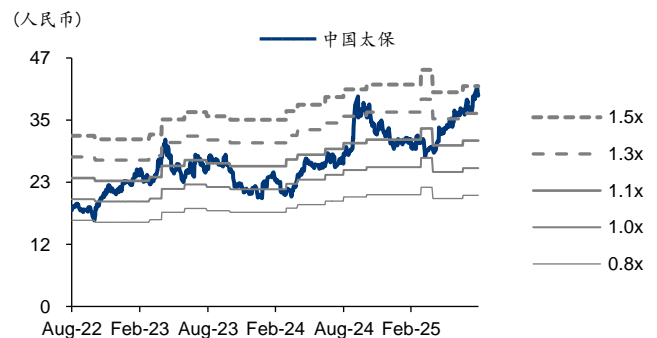
投资大幅亏损：市场波动和信用风险敞口可能导致重大投资损失。

图表2：中国太保 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表3：中国太保 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

损益表

会计年度 (人民币十亿)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛保费收入	266	279	301	319	342
分出保费	0	0	0	0	0
未到期责任准备金提转差	0	0	0	0	0
已赚净保费	266	279	301	319	342
总投资收益	54	121	120	131	148
其他收益	4	4	4	5	5
总收入	324	405	426	455	494
保险给付及赔付	(232)	(245)	(265)	(283)	(305)
成本及其他费用	(60)	(104)	(103)	(115)	(128)
总给付, 赔付及费用合计	(292)	(349)	(368)	(398)	(433)
联营企业利润份额	(0)	(1)	1	3	3
税前利润	32	56	58	60	65
所得税	(4)	(9)	(10)	(10)	(11)
净利润	28	46	49	50	54
归母净利润	27	45	47	48	52
少数股东权益	1	1	2	2	2

估值与盈利水平

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (倍)	14.11	8.55	8.19	8.06	7.40
PEV (倍)	0.73	0.68	0.61	0.55	0.50
PB (倍)	1.54	1.32	1.28	1.13	1.01
PTNAV (倍)	1.59	1.36	1.31	1.17	1.04
ROE	11.40	16.62	15.84	14.91	14.46
ROA	1.23	1.79	1.63	1.50	1.46
股息率	2.55	2.70	2.85	3.00	3.22
派息率	36.04	23.13	23.34	24.13	23.84

每股数据

会计年度 (人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	2.83	4.67	4.88	4.96	5.40
DPS	1.02	1.08	1.14	1.20	1.29
BVPS	25.94	30.29	31.30	35.19	39.45
每股有形净资产	25.06	29.39	30.41	34.19	38.33
每股内含价值	55.04	58.42	65.19	72.31	80.26

资料来源:公司公告、华泰研究预测

资产负债表

会计年度 (人民币十亿)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产					
现金及存款	204	210	232	259	290
债券	1,544	1,966	2,169	2,428	2,716
股票	468	527	582	651	729
其他投资资产	34	31	35	39	43
总投资资产	2,250	2,734	3,017	3,377	3,779
其他资产	94	100	109	122	136
总资产	2,344	2,835	3,126	3,499	3,915
负债					
保险合同负债	1,873	2,230	2,496	2,797	3,135
投资合同负债	0	0	0	0	0
计息应付	126	192	199	218	239
其他负债	77	95	97	107	119
总负债	2,076	2,516	2,791	3,122	3,493
权益					
股本	10	10	10	10	10
储备	240	282	291	329	370
其他	0	0	0	0	0
股东权益	250	291	301	339	379
少数股东权益	18	27	33	38	42
权益合计	268	318	335	376	422

增长与盈利水平

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛保费收入增长	(27.84)	5.00	7.75	5.78	7.25
总投资收益增长	(33.94)	123.53	(0.82)	9.34	12.42
归母净利润增长	10.76	64.95	4.39	1.63	8.83
每股盈利增长	10.55	65.02	4.47	1.63	8.83
总资产增长	7.70	20.95	10.27	11.92	11.90
股东权益增长	9.25	16.76	3.33	12.44	12.09
新业务价值增长	19.09	20.95	30.36	27.33	18.80
集团内含价值增长	1.90	6.15	11.57	10.93	10.99

免责声明

分析师声明

本人, 李健, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者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。

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。华泰证券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。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券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华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中国太保（601601 CH）、中国太保（2601 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李健本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中国太保（601601 CH）、中国太保（2601 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司