

## 公司研究

## NBV 延续高增，盈利增速转正

——中国太保（601601.SH、2601.HK）2025 年半年报点评

## A 股：买入（维持）

当前价：40.31 元人民币

## H 股：买入（维持）

当前价：35.46 港币

## 作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebscn.com

分析师：黄怡婷

执业证书编号：S0930524070003

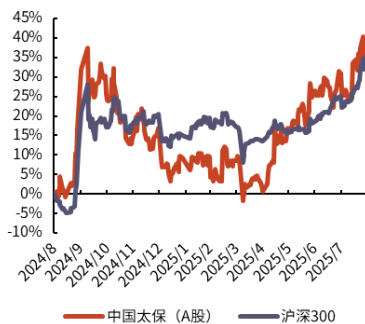
010-57378023

huangyiting@ebscn.com

## 市场数据（A 股）

总股本(亿股)	96.20
总市值(亿元)	3877.96
一年最低/最高(元)	28.66/43.01
近3月换手率	45.4%

## 股价相对走势（A 股）



## 收益表现（A 股）

%	1M	3M	1Y
相对	-4.6	3.4	12.3
绝对	3.8	20.5	49.5

资料来源：Wind

## 相关研报

银保推动 NBV 快速增长——中国太保（601601.SH、2601.HK）2025 年一季报点评（2025-04-26）

价值延续高增，投资大幅改善——中国太保（601601.SH、2601.HK）2024 年年报点评（2025-03-27）

NBV 增幅走阔，盈利同比高增——中国太保（601601.SH、2601.HK）2024 年三季报点评（2024-10-30）

NBV 维持较快增长，盈利增速大幅提升——中国太保（601601.SH、2601.HK）2024 年半年报点评（2024-09-01）

## 要点

## 事件：

2025 年上半年，中国太保营业收入 2005.0 亿元，同比+3.0%；归母净利润 278.9 亿元，同比+11.0%；归母营运利润 199.1 亿元，同比+7.1%；加权平均 ROE 9.6%，同比+0.1pct；新业务价值 95.4 亿元，同比+32.3%；内含价值 5889.3 亿元，较年初+4.7%；净投资收益率（非年化）1.7%，同比-0.1pct；总投资收益率（非年化）2.3%，同比-0.4pct；综合投资收益率（非年化）2.4%，同比-0.6pct。

## 点评：

## 太保寿险：银保渠道快速发展，新业务价值延续高增。

1) 人力规模保持稳定，核心队伍产能提升。公司深入推进代理人渠道高质量转型，截至 25Q2 末，保险营销员 18.6 万人，同比+1.6%，较年初-1.1%；上半年月均保险营销员同比持平于 18.3 万人，其中月均核心人力 4.9 万人，同比-18.3%。同时，核心队伍产能持续向好，核心人力月人均首年规模保费 7.3 万元，同比+12.7%；核心人力月人均首年佣金收入 7120 元，同比-13.4%。个人寿险客户 13 个月/25 个月保单继续率分别为 96.6%/94.5%，分别同比变动 -0.3pct/+2.8pct，退保率同比优化 0.1pct 至 0.8%，业务品质进一步优化。

2) “量价齐升”推动 NBV 同比+32.3%。2025 年上半年，公司实现规模保费 1934.7 亿元，同比+13.1%，增速较 Q1 提升 1.3pct。其中，新保业务 643.8 亿元，同比+28.7%，主要由银保业务推动；新保期缴中分红险占比同比大幅提升至 42.5%，业务结构显著优化。分渠道来看，上半年公司实现代理人渠道新保业务 226.2 亿元，同比-7.7%，降幅较 Q1 收窄 7.5pct，主要受预定利率切换影响；代理人渠道新保期缴中分红险占比达 51.0%。上半年银保渠道新保业务为 290.4 亿元，同比+95.6%；其中期缴业务同比提升 58.6%至 88.4 亿元，延续较快增长，主要受益于公司持续推进网点深耕，上半年期缴业绩网点总数达 1.3 万个，同比+28.9%。同时，得益于产品预定利率下调、渠道费用成本优化等因素影响，上半年公司新业务价值率同比提升 0.4pct 至 15.0%，“量价齐升”共同推动公司新业务价值同比增长 32.3%至 95.4 亿元，其中银保渠道 NBV 同比增长 156%至 36.0 亿元。

## 太保产险：业务结构持续优化，综合成本率同比改善 0.8pct 至 96.3%。

1) 保费增速基本稳健，业务结构持续优化。2025 年上半年，公司实现财产险保费收入 1127.6 亿元，同比+0.9%，增速整体保持稳健。具体来看，车险保费 536.1 亿元，同比+2.8%，增速较 Q1 提升 1.4pct；其中，家用车业务占比同比提升 1.4pct，新能源车保费占比达 19.8%。非车险保费 591.5 亿元，同比-0.8%，增速较 Q1 下滑 1.5pct，预计主要受公司主动优化业务结构影响。

2) 赔付率与费用率实现双降，推动 COR 同比改善 0.8pct 至 96.3%。2025 年上半年，受益于自然灾害影响减弱以及公司进一步强化费用精细化管理水平，综合成本率同比改善 0.8pct 至 96.3%，其中赔付率/费用率分别同比改善 0.1pct/0.7pct 至 69.5%/26.8%。分险种来看，车险业务综合成本率为 95.3%，同比-1.8pct；非车险业务综合成本率为 97.6%，同比+0.4pct，若剔除个人信用保证保险业务影响，非车险业务综合成本率为 94.8%，同比-2.3pct。

**总投资收益及承保利润提升共同推动盈利增速转正。**截至 25Q2 末，公司总投资资产规模 2.9 万亿元，较年初+7.0%，其中股票资产规模占比 9.7%，较年初+0.4pct；股票资产中，OCI 股票占比较年初提升 4.0pct 至 33.8%。上半年公司非年化净投资收益率/总投资收益率/综合投资收益率分别为 1.7%/2.3%/2.4%，分别同比下滑 0.1pct/0.4pct/0.6pct。受益于总投资收益同比提升 1.5%至 568.9 亿元，以及承保利润同比提升 30.9%至 35.5 亿元，上半年公司实现归母净利润 278.9 亿元，同比+11.0%，增速较 Q1 提升 29.1pct，其中 25Q1/Q2 单季分别同比-18.1%/+36.5%。若剔除短期投资波动和非日常营运收支的一次性重大项目调整等，公司上半年实现归母营运利润 199.1 亿元，同比+7.1%。

**盈利预测与评级：**公司纵深推进“长航”转型，强化“芯”基本法引领作用，立足常态优募优育，并推进多元渠道模式升级，深入打造价值银保，实现业务均衡发展 and 价值稳定增长；同时，公司通过“352”大健康施工蓝图构建“保险+健康+养老”立体式综合解决方案，进一步赋能主业。后续随着公司核心人力素质持续提升，银保渠道价值贡献能力不断增强，以及产品结构进一步优化，稳健的经营实力将利好公司价值持续释放，进而推动估值修复。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 519/591/624 亿元。目前 A/H 股价对应公司 25 年 PEV 分别为 0.61/0.50，维持 A/H 股“买入”评级。

**风险提示：**经济复苏不及预期；政策改革推进不及预期；长端利率超预期下行。

#### 公司盈利预测与估值简表

财务简表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	3,239	4,041	4,414	4,736	5,090
营业收入增长率%	-2.47%	24.74%	9.24%	7.30%	7.45%
净利润 (亿元)	273	450	519	591	624
净利润增长率%	-27.08%	64.95%	15.42%	13.85%	5.67%
EPS (元)	2.83	4.67	5.39	6.14	6.49
EVPS (元)	55.04	58.43	66.36	75.88	87.35
P/E (A)	14.23	8.63	7.47	6.56	6.21
P/B (A)	1.55	1.33	1.13	0.96	0.83
P/EVPS (A)	0.73	0.69	0.61	0.53	0.46
P/E (H)	11.66	7.07	6.13	5.38	5.09
P/B (H)	1.27	1.09	0.92	0.79	0.68
P/EVPS (H)	0.60	0.57	0.50	0.44	0.38

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025 年 8 月 29 日；HKD/CNY=0.932

### 财务报表与盈利预测

利润表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
保险服务收入	2,662	2,795	2,975	3,173	3,391
利息收入	583	560	633	696	766
投资收益	71	269	377	417	460
公允价值变动损失	-117	377	388	408	428
其他业务收入	37	38	39	40	40
<b>营业总收入</b>	<b>3,239</b>	<b>4,041</b>	<b>4,414</b>	<b>4,736</b>	<b>5,090</b>
保险服务费用	-2,310	-2,431	-2,553	-2,681	-2,895
承保财务损失	-467	-925	-1,092	-1,201	-1,297
利息支出	-26	-27	-29	-32	-34
业务及管理费	-74	-82	-92	-103	-116
<b>营业总支出</b>	<b>-2,919</b>	<b>-3,484</b>	<b>-3,776</b>	<b>-4,012</b>	<b>-4,317</b>
<b>利润总额</b>	<b>320</b>	<b>556</b>	<b>637</b>	<b>722</b>	<b>771</b>
减：所得税	-41	-91	-100	-110	-121
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>273</b>	<b>450</b>	<b>519</b>	<b>591</b>	<b>624</b>
少数股东损益	7	15	18	21	26

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

资产负债表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	315	294	338	388	446
买入返售金融资产	28	109	125	144	166
定期存款	1,655	1,738	1,999	2,299	2,644
交易性金融资产	5,816	6,672	7,673	8,824	10,147
债权投资	823	648	746	858	986
其他债权投资	12,474	16,080	18,492	21,265	24,455
其他权益工具投资	980	1,420	1,633	1,878	2,160
长期股权投资	232	225	259	298	343
投资性房地产	107	90	103	118	136
其他资产	1,010	1,073	1,234	1,419	1,632
<b>资产总计</b>	<b>23,440</b>	<b>28,349</b>	<b>32,601</b>	<b>37,492</b>	<b>43,115</b>
卖出回购金融资产款	1,158	1,817	2,084	2,391	2,748
保险合同负债	18,726	22,295	25,569	29,342	33,718
应付手续费及佣金	59	59	68	78	90
其他负债	820	993	1,139	1,307	1,501
<b>负债总计</b>	<b>20,763</b>	<b>25,164</b>	<b>28,859</b>	<b>33,118</b>	<b>38,057</b>
股本	96	96	96	96	96
<b>归属于母公司股东的股东权益合计</b>	<b>2,496</b>	<b>2,914</b>	<b>3,444</b>	<b>4,047</b>	<b>4,698</b>
少数股东权益	181	271	298	327	360
<b>股东权益总计</b>	<b>2,677</b>	<b>3,185</b>	<b>3,742</b>	<b>4,374</b>	<b>5,058</b>
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>23,440</b>	<b>28,349</b>	<b>32,601</b>	<b>37,492</b>	<b>43,115</b>

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 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。

## 分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP