

公司研究

NBV 延续高增，COR 创十年同期最好水平

——中国人保（601319.SH）、中国人民保险集团（1339.HK）2025 年半年报点评

A 股：买入（维持）

当前价：8.98 元人民币

H 股：买入（维持）

当前价：6.98 港币

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebsecn.com

分析师：黄怡婷

执业证书编号：S0930524070003

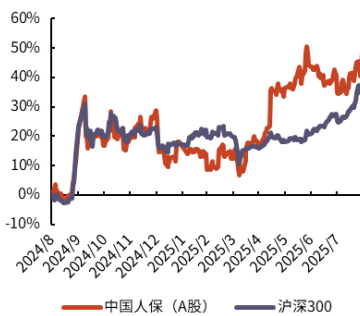
010-57378023

huangyiting@ebsecn.com

市场数据（A 股）

总股本(亿股)	442.24
总市值(亿元)	3971.31
一年最低/最高(元)	5.89/9.27
近 3 月换手率	25.5%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.0	-6.9	17.8
绝对	11.4	10.2	53.2

资料来源：Wind

相关研报

投资与承保共同推动盈利同比增长 43%——中国人保（601319.SH）、中国人民保险集团（1339.HK）2025 年一季报点评（2025-05-01）

投资提振业绩，NBV 同比高增——中国人保（601319.SH）、中国人民保险集团（1339.HK）2024 年年报点评（2025-03-29）

投资驱动业绩，NBV 增幅走阔——中国人保（601319.SH）、中国人民保险集团（1339.HK）2024 年三季报点评（2024-10-30）

要点

事件：

2025 年上半年，中国人保营业收入 3240.1 亿元，同比+10.8%；归母净利润 265.3 亿元，同比+16.9%；加权平均净资产收益率 9.5%，同比+0.5pct；财险板块综合成本率 95.3%，同比-1.5pct；人身险板块新业务价值 88.2 亿元，同比+62.7%（可比口径）；年化净投资收益率 3.7%，同比-0.1pct；年化总投资收益率 5.1%，同比+1.0pct；拟派发中期股息每股 0.075 元，同比+19.0%。

点评：

财产险：业务结构持续优化，综合成本率同比改善 1.5pct 至 95.3%。

1) 2025 年上半年，公司实现财产险保费收入 3232.8 亿元，同比+3.6%，增速较 Q1 基本保持平稳。具体来看，车险保费收入 1440.7 亿元，同比+3.4%，增速较 Q1 略降 0.2pct；其中，家自车保费占比同比提升 1.0pct 至 73.4%，车险结构持续向好；新能源车险保费收入同比增长 38.4%至 272 亿元，未来有望持续贡献增长动能。非车险保费收入 1792.2 亿元，同比+3.8%，增速与 Q1 持平，其中意健险（保费 826.1 亿元，同比+7.9%）、责任险（219.4 亿元，+1.3%）、企财险（111.8 亿元，+5.7%）均实现较好增长，农险有所承压。从占比来看，上半年非车险保费占比同比微升 0.1pct 至 55.4%，业务结构持续向好。

2) 2025 年上半年，受益于费用率改善，公司实现承保利润 117.0 亿元，同比+53.5%，其中 25Q1/Q2 单季分别同比+183.0%/-4.2%。综合成本率同比优化 1.5pct 至 95.3%，其中综合赔付率/费用率分别为 72.3%/23.0%，分别同比+1.6pct/-3.1pct。分险种来看，上半年公司车险业务综合成本率为 94.2%，同比-2.2pct，其中赔付率同比提升 1.9pct 至 73.1%，主要受新能源汽车占比提升、人伤案量明显增长以及人伤赔偿标准、配件价格持续上涨等因素影响；费用率同比下降 4.1pct 至 21.1%，主要得益于公司加强费用管控。非车险业务综合成本率为 97.0%，同比-0.3pct。其中，农险（COR 93.9%，同比-0.9pct）、责任险（103.6%，-0.5pct）、企财险（90.1%，-9.5pct）均同比改善，企财险 COR 实现大幅优化主要受益于大灾影响较同期降低；意健险受业务结构变化影响，赔付率抬升使得综合成本率同比恶化 1.9pct 至 101.8%。

人身险：“量价齐升”推动新业务价值同比增长 62.7%。2025 年上半年，公司人身险业务（人保寿+人保健康，后同）实现新单保费 724.4 亿元，同比+15.5%，增速较 Q1 改善 15.9pct，其中 25Q1/Q2 分别同比-0.5%/+57.5%，二季度边际改善主要受益于人保寿险银保业务快速发展及人保健康延续较好增长，上半年人保健康的健康险保费增速领先人身险公司健康险市场 18.7pct。同时，长险期交首年保费同比增长 30.2%至 283.1 亿元，其中 25Q1/Q2 分别同比-34.1%/+163.4%，期交首年保费占长险首年保费比例同比提升 4.5pct 至 53.0%，业务期限结构进一步优化。预计得益于业务成本有效管控，上半年公司新业务价值率同比提升 3.9pct（可比口径），“量价齐升”共同推动人身险板块新业务价值同比增长 62.7%（可比口径）至 88.2 亿元，其中人保寿险/人保健康 NBV 分别为 49.8/38.4 亿元，分别同比增长 71.7%/51.0%（可比口径）。

投资与承保共同推动归母净利润同比+16.9%。截至 25Q2 末，公司总投资资产规模 1.8 万亿元，较年初+7.2%，其中股票资产规模占比 5.4%，较年初+1.7pct；股票资产中，OCI 股票占比较年初提升 1.1pct 至 46.4%。上半年公司年化净投资收益率/总投资收益率分别为 3.7%/5.1%，分别同比变动-0.1pct/+1.0pct。受益于总投资收益同比提升 42.7%至 414.8 亿元，叠加承保利润释放，上半年公司实现归母净利润 265.3 亿元，同比+16.9%，其中 25Q1/Q2 单季分别同比+43.4%/-0.3%。

盈利预测与评级：公司作为综合性保险金融集团，服务网络根植城乡、遍布全国，客户基础广泛且深厚，其中财产险业务践行“保险+风险减量服务+科技”新商业模式，25H1 财险市场份额达 33.5%，保持行业领先地位；人身险业务坚持回归保障本源，并加快推进大健康、大养老生态建设，通过“保险+服务”赋能主业。预计未来随着公司深入推进降本增效以及大灾影响减弱，规模效应下财险板块全年 COR 有望维持同比改善趋势并保持市场领先水平；人身险板块也有望受益于价值率提升保持经营韧性。结合上半年业绩表现，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 471/548/611 亿元（前值 445/512/562 亿元）。目前 A/H 股价对应公司 2025 年 PEV 分别为 1.06/0.76，维持 A/H 股“买入”评级。

风险提示：保费收入不及预期；资本市场大幅波动；利率超预期下行。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	5,531	6,220	6,652	7,090	7,558
营业收入增长率%	4.4%	12.5%	7.0%	6.6%	6.6%
归母净利润 (亿元)	228	429	471	548	611
归母净利润增长率%	-10.2%	88.2%	10.0%	16.3%	11.4%
EPS (元)	0.51	0.97	1.07	1.24	1.38
EVPS (元)	6.46	7.40	8.51	9.80	11.29
P/E (A)	17.44	9.26	8.42	7.24	6.50
P/B (A)	1.64	1.48	1.37	1.27	1.17
P/EVPS (A)	1.39	1.21	1.06	0.92	0.80
P/E (H)	12.63	6.71	6.10	5.25	4.71
P/B (H)	1.19	1.07	0.99	0.92	0.85
P/EVPS (H)	1.01	0.88	0.76	0.66	0.58

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；注：1) 股价时间为 2025 年 8 月 29 日（汇率 1HKD=0.932RMB）；2) 受中国会计准则和国际会计准则差异影响，A 股与 H 股净利润及股东权益数据略有差异，本文均以 A 股数据列示

财务报表与盈利预测 (A股)

利润表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
保险服务收入	5,039	5,377	5,738	6,123	6,534
利息收入	294	309	318	328	337
投资收益	256	251	327	360	397
其它收益	3	4	4	5	5
公允价值变动损益	-99	238	222	230	237
汇兑损益	2	1	1	1	1
其他业务收入	34	39	41	44	46
资产处置损益	2	1	1	1	1
营业收入合计	5,531	6,220	6,652	7,090	7,558
保险服务费用	4,734	4,928	5,175	5,434	5,705
承保财务损失	277	433	520	598	688
业务及管理费	63	54	60	66	72
其他支出	115	97	122	110	114
营业支出合计	5,188	5,513	5,877	6,207	6,579
营业利润	343	706	776	883	979
利润总额	344	706	776	882	978
归属于母公司股东的净利润	228	429	471	548	611
少数股东损益	87	150	157	165	173

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	219	262	275	288	301
买入返售金融资产	84	192	198	204	210
金融投资	11,369	12,733	13,753	14,676	15,660
定期存款	815	1,266	1,329	1,395	1,465
保险合同资产	29	17	26	39	58
长期股权投资	1,567	1,678	1,791	1,911	2,039
其他资产	1,489	1,516	2,252	2,674	3,147
总资产	15,572	17,664	19,624	21,186	22,882
交易性金融负债	41	75	83	91	100
卖出回购金融资产款	1,090	1,112	1,179	1,250	1,325
应付职工薪酬	334	368	398	429	464
应交税费	88	86	83	81	79
应付债券	380	501	526	553	580
保险合同负债	9,807	11,228	12,688	13,703	14,799
其他负债	515	621	680	747	821
总负债	12,255	13,992	15,637	16,853	18,168
股本	442	442	442	442	442
归属于母公司股东权益合计	2,424	2,687	2,901	3,135	3,393
少数股东权益	893	985	1,086	1,198	1,321
股东权益合计	3,317	3,672	3,987	4,333	4,714

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。
基准指数说明:		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