


**公司评级**      买入（维持）

报告日期      2025 年 08 月 30 日

**相关研究**

【兴证非银】中国太保：投资拖累利润，银保带动 NBV 超预期-2025.04.27

【兴证非银】中国太保：NBV 略超预期，OPAT 受财险承保利润拖累微增-2025.04.10

【兴证非银】中国太保 2024 年三季报点评：NBV 和利润高增，OPAT 受承保利润拖累增速放缓-2024.10.31

**分析师：唐亮亮**

S0190523080002

tangliangliang@xyzq.com.cn

**中国太保(601601.SH)**

## 投资带动净利润略超预期，银保价值贡献显著提升

**投资要点**

- 业绩概览：整体符合预期。** 1) 2025H1 归母净利润同比+11.0%至 278.85 亿元，主要得益于总投资收益同比增长 1.5%，其中 TPL 资产和 OCI 债权分别兑现浮盈 47.39 亿元、23.27 亿元，略超预期。2) OPAT 同比+7.1%，略超预期。3) 追溯口径下 NBV 同比+32.3%至 95.44 亿元，主要因银保渠道贡献提升带动整体 NBV 增长，符合预期。4) EV 较年初+4.7%，符合预期。5) CSM 较上年末+1.2%，新增 CSM 较同期+21.4%，略超预期。
- 人身险新单明显增长，银保渠道贡献提升。** 1) 新单保费同比+28.5%，个险和银保新单保费分别同比-7.7%、+107.7%，银保新单占比超越个险。个险、银保渠道 NBV 同比-2.5%、+156.0%，占比同比-21.4pct、+18.2pct 至 60.0%、37.8%。2) 代理人队伍扩张，月均人力 18.3 万人，25H1 期末人力 18.6 万人，新增人力 3.9 万人，同比+19.8%。3) 代理人队伍核心人力及核心人力收入萎缩但产能提升。月均核心人力 4.9 万人，同比-18%，核心人力月人均 FYC 达 7120 元，同比-13.4%。核心人力月人均 FYP 同比+12.7%。4) 银保期缴新单同比+58.6%，期缴占新单比重为 30.4%；银保价值率提升 2.3pct。5) 13 和 25 个月保单继续率分别同比-0.3pct、+2.8pct 至 96.6%、94.5%，业务品质优良。
- 非车险增速承压，COR 同比改善。** 1) 财险保费同比+0.9%，其中车险、非车险分别同比+2.8%、-0.8%。非车中责任险、健康险、农险、企财险分别同比+3.3%、-3.8%、+4.7%、+11.9%，健康险较同期负增长，是非车增速下滑的主要拖累。承保利润同比+30.9%至 35.5 亿元。2) COR 同比-0.8pct 至 96.3%，其中费用率同比-0.7pct 至 26.8%，赔付率同比-0.1pct 至 69.5%。车险 COR 同比-1.8pct 至 95.3%，非车 COR 同比+0.4pct 至 97.6%，剔除个人信用保证保险后非车险 COR 同比-2.3pct 至 94.8%，农险、责任险、健康险和企财险均实现承保盈利，其中健康险实现扭亏为盈，企财险盈利水平进一步提升。
- 继续增配 OCI 高股息股票，投资收益率下滑。** 1) 2025H1 FVOCI 股票规模较上年末增加 25.9%至 957.19 亿元，占总股票比重提升 4pct 至 33.8%。2) NII、TII、CII（均未年化）分别同比-0.1pct、-0.4pct、-0.6pct 至 1.7%、2.3%、2.4%。TII 及 CII 下降主要因当期以公允价值计量且其变动计入损益的固收类资产的公允价值变动同比下降的影响。3) 估算全年 OCI 权益工具投资（含高股息、优先股、永续债等）价格涨幅约+1.7%，同比-5.2pct；其他债务工具价格涨幅约+0.4%，同比-4.8pct。
- 投资建议：**短期看负债端代理人渠道受高基数以及预定利率下调影响较大，银保新单贡献超越个险，在全面推进网点深耕带动下可能保持高增长，对整体价值将形成有力支撑，预期新单业务持续改善，2025 年 NBV 或延续正增长态势。长期看，个险与银保双轮驱动格局渐成，价值可持续增长可期。当前太保 A、H 股 PEV 分别为 0.63、0.51 倍，股息率分别为 2.7%、3.4%。
- 风险提示：**长端利率大幅下行，权益市场大幅回撤，新单销售显著不及预期

附表：财务预测与估值（单位：亿元）

合并利润表					合并资产负债表				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
保险服务收入	2,795	3,091	3,402	3,713	<b>资产</b>				
利息收入	560	586	631	671	货币资金	294	524	589	661
投资收益	269	168	226	282	买入返售金融资产	109	279	313	351
公允价值变动收益/(损失)	377	331	317	304	定期存款	1,738	2,121	2,385	2,673
<b>营业总收入</b>	<b>4,041</b>	<b>4,187</b>	<b>4,589</b>	<b>4,991</b>	金融投资:	24,820	27,134	30,502	34,188
保险服务费用	-2,431	-2,654	-2,920	-3,201	交易性金融资产	6,672	8,071	9,080	10,185
分出保费的分摊	-159	-173	-191	-210	债权投资	648	840	944	1,058
减: 摊回保险服务费用	145	157	173	191	其他债权投资	16,080	16,627	18,620	20,790
承保财务损失	-925	-875	-922	-963	其他权益工具投资	1,420	1,606	1,876	2,183
减: 分出再保险财务收益	21	18	19	20	保险合同资产	0	0	0	0
利息支出	-27	-28	-28	-29	分出再保险合同资产	461	524	589	660
税金及附加	-4	-5	-5	-6	长期股权投资	225	288	324	363
业务及管理费	-82	-85	-94	-102	存出资本保证金	69	87	98	110
信用减值损失	-5	-6	-6	-7	投资性房地产	90	120	127	135
<b>营业总支出</b>	<b>-3,484</b>	<b>-3,661</b>	<b>-3,985</b>	<b>-4,318</b>	固定资产	203	229	258	289
<b>营业利润</b>	<b>557</b>	<b>526</b>	<b>604</b>	<b>673</b>	在建工程	25	35	40	45
加: 营业外收入	1	1	1	1	使用权资产	29	37	42	47
减: 营业外支出	-2	-2	-3	-3	无形资产	73	88	99	111
<b>利润总额</b>	<b>556</b>	<b>525</b>	<b>602</b>	<b>671</b>	商誉	14	17	19	21
减: 所得税	-91	-86	-99	-110	递延所得税资产	35	67	75	84
<b>净利润</b>	<b>464</b>	<b>439</b>	<b>503</b>	<b>561</b>	其他资产	165	215	241	271
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>450</b>	<b>425</b>	<b>487</b>	<b>543</b>	<b>资产合计</b>	<b>28,349</b>	<b>31,775</b>	<b>35,720</b>	<b>40,036</b>
少数股东损益	15	14	16	18	<b>负债</b>				
<b>关键指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	卖出回购金融资产款	1,817	1,853	1,890	1,928
营业收入	4,041	4,187	4,589	4,991	预收保费	180	201	221	241
YOY	24.7%	3.6%	9.6%	8.8%	应付职工薪酬	102	107	112	118
归属于母公司股东的净利润	450	425	487	543	应交税费	25	25	25	25
YOY	64.9%	-5.5%	14.7%	11.4%	应付债券	103	105	107	109
集团内含价值	5,621	6,070	6,669	7,405	保险合同负债	22,295	25,262	28,504	32,001
YOY	6.2%	8.0%	9.9%	11.0%	应付手续费及佣金	59	66	72	79
新业务价值	133	166	189	220	保费准备金	1	1	1	1
YOY	20.9%	25.4%	13.9%	16.0%	租赁负债	27	29	30	32
EPS (元)	4.67	4.41	5.06	5.64	递延所得税负债	74	77	81	85
BPS (元)	30.29	33.71	39.43	46.23	其他负债	480	504	529	556
EVPS (元)	58.42	63.09	69.32	76.97	<b>负债合计</b>	<b>25,164</b>	<b>28,231</b>	<b>31,575</b>	<b>35,175</b>
PE (倍)	8.55	9.05	7.89	7.08	<b>归属于母公司股东权益合计</b>	<b>2,914</b>	<b>3,243</b>	<b>3,793</b>	<b>4,447</b>
PB (倍)	1.32	1.18	1.01	0.86	少数股东权益	271	301	352	413
PEV (倍)	0.68	0.63	0.58	0.52	<b>股东权益合计</b>	<b>3,185</b>	<b>3,544</b>	<b>4,145</b>	<b>4,860</b>

资料来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理; 股价截至 2025 年 8 月 28 日收盘价

### 分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将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、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： <a href="mailto:research@xyq.com.cn">research@xyq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyq.com.cn">research@xyq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyq.com.cn">research@xyq.com.cn</a>