

中国太保(601601.SH/02601.HK)

投资推动业绩大增，价值持续向上

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	39.94 元/35.80 港元
合理价值	52.44 元/41.28 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2025-08-29

核心观点:

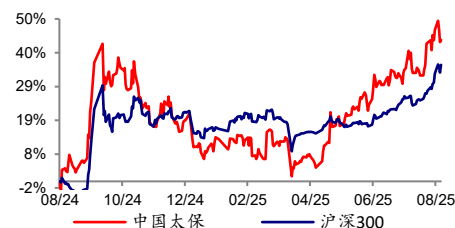
- 公司披露 2025 年中报：归母净利润同比+11%，NBV 同比+5.6%。
- **25H1 净利润同比+11%超预期，Q2 单季度为+36.5%好于同业，较 Q1 的-18.1%明显改善。**上半年业绩实现两位数增长表现较为优异，公司适度加仓权益资产，“股票+基金”比例为 12%，环比年初+0.4pct，但由于红利涨幅弱于去年同期，叠加利率下行幅度低于去年同期，导致公允价值变动下降，但已实现损益部分大幅增长 214.4%，25H1 总投资收益率（未年化）同比-0.4pct 至 2.3%，但环比 Q1 已经明显改善。
- **25H1 归母净资产同比-3.3%，但环比 Q1+6.9%。**传统险折现率采用 50 日均线，滞后即期利率的变化，导致债券公允价值规模仅 53.9 亿元，无法完全对冲负债增加的 344.8 亿元，但单季度已经实现回升。
- **银保快速增长推动价值高增，人力队伍首次实现企稳回升。**(1) NBV 同比+5.6%（追溯+32.2%），FYP 同比+26.3%，个险/银保分别-7.7%、+95.6%；NBVM 为 15%，同比-3.7pct，主要是业务结构调整（新单期交中分红险占比 42.5%）、投资收益率假设下调、渠道结构变化（新单中银保占比+17.6pct 至 46.1%）。Q1、Q2 单季度增速为+11.3%、-2.1%。展望全年，新单维持稳定增长，且到年底无假设下调的影响，维持全年 NBV 两位数增长预期。(2) 代理人规模 18.3 万，同比持平。
- 财险保费同比+0.9%，COR 同比-0.8pct 至 96.3%，费用率-0.7pct，受益于车险报行合一；赔付率-0.1pct，预计受益于调整业务结构。
- **盈利预测与投资建议：**预计 25-27 年 EPS 为 5.6/6.3/7.1 元/股，用 EV 法给予 25 年 A 股合理估值为 0.8XPEV（H 股 0.65X），对应合理价值为 52.44 元/股（H 股为 41.28 港币/股），维持 A/H 股“买入”评级（HKD/CNY=0.92）。
- **风险提示：**新单保费持续下滑，长端利率下行，队伍规模超预期下行。

盈利预测:

CNY	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
内含价值（百万元）	529,493	562,066	631,661	705,956	785,902
增长率（%）	1.9%	6.2%	12.4%	12.0%	11.3%
新业务价值（百万元）	10,962	13,258	13,340	14,961	16,641
归母净利润（百万元）	27,257	44,960	53,905	60,522	68,474
增长率（%）	-27.3%	64.9%	19.9%	12.3%	13.1%
EPS（元/股）	2.83	4.67	5.60	6.29	7.12
PEV	0.73	0.68	0.61	0.52	0.47
ROE	10.92%	15.43%	16.30%	16.15%	16.13%

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师：刘淇
SAC 执证号：S0260520060001
0755-82564292
liuqi@gf.com.cn

分析师：陈福
SAC 执证号：S0260517050001
SFC CE No. BOB667
0755-82535901
chenfu@gf.com.cn

分析师：唐关勇
SAC 执证号：S0260525070004
tanguanyong@gf.com.cn

请注意，刘淇、唐关勇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。

相关研究:

中国太保 2025-04-27
(601601.SH/02601.HK):新单驱动价值增长，股债下跌拖累业绩

中国太保 2025-03-27
(601601.SH/02601.HK):投资推动业绩大增，CSM 逆势增长

中国太保 2025-01-22
(601601.SH/02601.HK):业绩高速增长，价值稳定提升

目录索引

一、业绩：上半年净利润实现正增，加大高股息配置	4
（一）归母净利润：单季度净利润大增超预期	4
（二）资产配置：加大超长债和高股息资产配置	4
二、价值：银保驱动 NBV 增长，EV 环比稳健增长	6
（一）NBV：银保驱动新单保费高增，非可比口径下 NBV 保持正增	6
（二）EV：内含价值较年初+4.7%，保持稳健增长	8
三、保险：寿险维持景气度上行，财险盈利能力提升	9
（一）寿险业务：分红险转型加快，银保增速表现亮眼	9
（二）财险：盈利能力持续提升	11
四、投资建议	12
五、风险提示	13

图表索引

图 1: 2025H1 太保归母净利润同比+11% (百万元)	4
图 2: 太保单季度归母净利润同比增速 (百万元)	4
图 3: 中国太保总投资资产 (百万元)	6
图 4: 中国太保投资收益率趋势	6
图 5: 2025H1 太保新业务价值同比+5.6% (百万元)	7
图 6: 2025H1 年单季度 NBV 增速 (百万元)	7
图 7: 太保新单保费趋势 (百万元)	7
图 8: 太保新单保费结构	7
图 9: 2025H1 中国太保 NBVM 为 15.0%，同比-3.7pct	8
图 10: 25H1 太保个险渠道 NBVM 为 26.4%，同比-4.2pct	8
图 11: 25H1 太保银保 NBVM 为 12.2%，同比-0.1pct	8
图 12: 太保寿险新单保费及同比增速 (百万元)	10
图 13: 寿险新单保费渠道结构	10
图 14: 太保寿险的保单继续率大幅改善	10
图 15: 太保寿险业务退保率同比改善	10
图 16: 2025H1 公司月均代理人 18.3 万人，同比持平	11
图 17: 2025H1 公司人均产能同比-7.7% (百万元)	11
图 18: 财险原保险保费收入及同比增速 (百万元)	12
图 19: 财险业务结构占比 (保费口径)	12
图 20: 2025H1 太保财险 COR 为 96.3%，同比-0.8pct	12
图 21: 25H1 太保车险和非车险 COR 趋势	12
表 1: 中国太保的资产配置结构图	5
表 2: 中国太保资产会计分类结构表	5
表 3: 中国太保股票 OCI 和 TPL 占比	6
表 4: 中国太保内含价值变动表	9

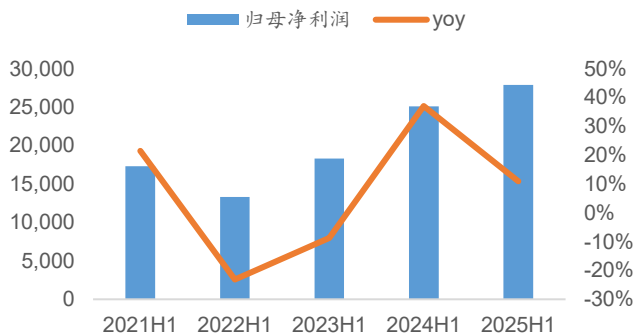
一、业绩：上半年净利润实现正增，加大高股息配置

（一）归母净利润：单季度净利润大增超预期

太保2025上半年归母净利润278.9亿元，同比增长+11%，上半年恢复正增长好于预期，其中Q1和Q2单季度归母净利润增速分别为-18.1%、+36.5%，Q2业绩明显改善，主要是投资端表现较优，一是公司持续加大高股息资产配置，分红和股息收入同比+20.2%，带动净投资收益同比+8.9%。二是虽然2025上半年沪深300基本持平较去年同期偏弱，但公司把握市场投资机会，实现总投资收益同比+1.5%，叠加承保财务损益同比-7.6%，对应测算投资服务业绩同比+25%，驱动公司上半年业绩实现正增长。

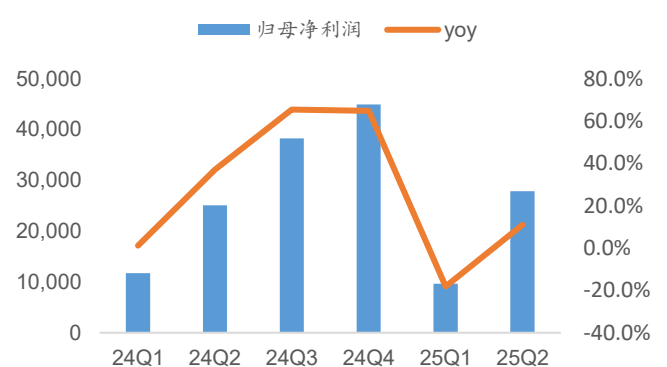
从业务口径来看，寿险业务净利润207亿元，同比+3.2%，主要是投资服务业绩+10.3%。而财险业务净利润57.3亿元，同比+19.6%，主要是综合成本率下降推动承保利润增长30.9%。（数据来源于中国太保2025年中期报告）

图1：2025H1太保归母净利润同比+11%（百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图2：太保单季度归母净利润同比增速（百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）资产配置：加大超长债和高股息资产配置

上半年公司总投资资产规模为2.9万亿元，环比年初+7.0%，持续稳定增长。

其中从资产配置结构来看，公司持续响应监管号召推动中长期资金入市，“股票+基金”规模为3443亿元，环比年初增加365亿元，占总投资资产比例为12%，环比年初提升+0.4pct；其次债券占比62.4%，较年初+1.3pct，公司加大超长债配置力度优化久期缺口，而在当前利率企稳小幅回升的背景下，预计久期缺口合意背景下债券类资产占比未来将保持相对稳定。而随着公司逐渐加大对权益资产的配置，三季度权益市场持续上行，虽然去年单三季度利润规模基数相对较高，但今年三季度权益市场同样上行叠加公司加大权益配置比例，预计利润增速有望优于市场预期。

表 1：中国太保的资产配置结构图

	2021	2022	2023	2024	2025H1
固定收益类	75.7%	73.9%	81.4%	81.9%	71.0%
债券投资	38.2%	40.3%	51.7%	60.1%	62.4%
定期存款	10.8%	10.1%	7.4%	6.4%	6.1%
债券投资计划	12.7%	11.9%	13.2%	9.7%	8.9%
理财产品	7.9%	6.1%	5.0%	2.6%	1.0%
优先股	1.8%	1.6%	2.1%	1.8%	1.6%
其他固定收益投资	4.3%	4.0%	2.0%	1.3%	0.8%
权益投资类	21.2%	22.0%	14.9%	14.9%	15.0%
基金	3.9%	3.4%	2.8%	2.3%	2.3%
股票	8.5%	9.0%	8.4%	9.3%	9.7%
理财产品	0.1%	0.4%	0.9%	0.8%	0.5%
优先股	0.7%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
其他权益投资	8.0%	8.6%	2.9%	2.5%	2.5%
长期股权投资			1.0%	0.8%	0.4%
投资性房地产	0.4%	0.6%	0.5%	0.3%	1.0%
现金及现金等价物	2.7%	3.6%	1.5%	1.5%	2.3%
其他投资			0.7%	0.6%	0.3%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

从会计分类来看，FVTPL资产占比23%。环比年初-1pct，持续下降，而FVOCI占比65%，环比年初+1pct，其中股票计入FVOCI的比例为33.8%，环比年初提升4.0pct，公司持续提升FVOCI的占比，预计有望降低公司利润表的波动。

表 2：中国太保资产会计分类结构表

	2023	2024	2025H1
FVTPL 资产	26%	24%	23%
固收类	13%	12%	11%
国债及政府债	0%	0%	0%
企业债	1%	1%	1%
次级债	-	-	0%
金融债等其他	11%	10%	10%
股票	7%	7%	6%
基金	3%	3%	2%
其他股权型资产	3%	4%	3%
FVOCI 资产	60%	64%	65%
固收类	55%	59%	60%
股票	1%	3%	3%

其他股权型资产	3%	2%	2%
AC 资产	4%	2%	2%
其他	11%	9%	10%
合计	100%	100%	100%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

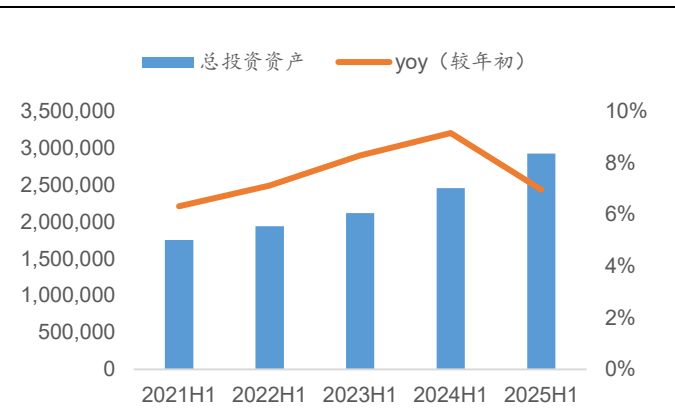
表 3：中国太保股票OCI和TPL占比

	2023H1	2023	2024	2025H1
股票-FVTPL	85.9%	85.6%	70.2%	66.2%
股票-FVOCI	14.1%	14.4%	29.8%	33.8%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

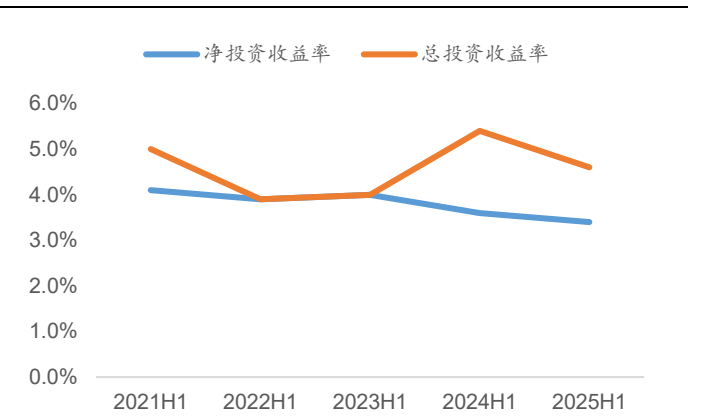
净投资收益率3.4%，同比-0.2pct，主要是利率下行，但股息收入的提升在一定程度上缓解了利率的下行，25H1公司股息收入规模为132亿元，同比+20.2%。另外总投资收益率同比有所下降，上半年虽然沪深300指数基本持平略弱于上年同期，Q2单季+0.53%好于去年同期的-2.14%，但由于25H1利率下行幅度低于上年同期，因此债券的公允价值较去年同期有所下降，因此公司总投资收益率同比-0.4pct至2.3%。

图3：中国太保总投资资产（百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图4：中国太保投资收益率趋势



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、价值：银保驱动 NBV 增长，EV 环比稳健增长

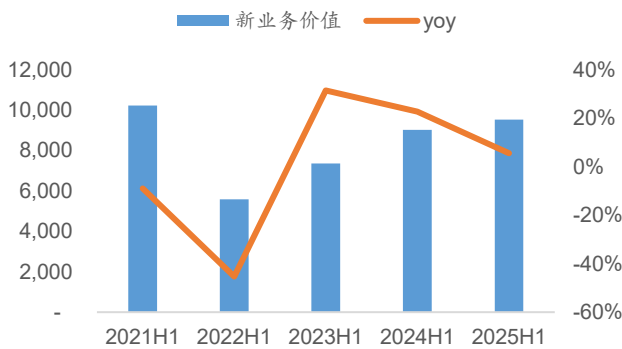
（一）NBV：银保驱动新单保费高增，非可比口径下 NBV 保持正增

上半年公司新业务价值为95.4亿元，同比+5.6%（可比口径同比+32.3%），非可比口径增速实现正增长，相比平安和国寿表现亮眼，主要是新单保费驱动。从量的角

度，上半年新单保费同比+26.3%，个险渠道和银保渠道新单保费增速分别为-7.7%、+95.6%，其中个险渠道同比承压主因连续调降预定利率导致需求提前释放，同时分红险转型短期加大代理人销售难度，而银保渠道受益于“1+N”的转变推动新单保费明显高增。从价的角度，上半年NBVM为15.0%，同比-3.7个百分点，其中个险渠道及银保渠道NBVM分别变化-4.2pct、-0.1pct，公司新业务价值率下降主因内含价值经济假设调整以及分红险产品转型影响，而追溯假设调整后NBVM整体+0.4pct，主要得益于预定利率下调及缴费期优化的结果。

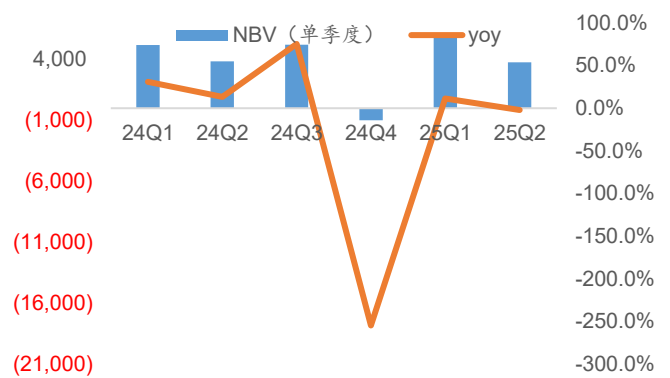
Q1、Q2单季度NBV增速分别为11.3%、-2.1%。

图5：2025H1太保新业务价值同比+5.6%（百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

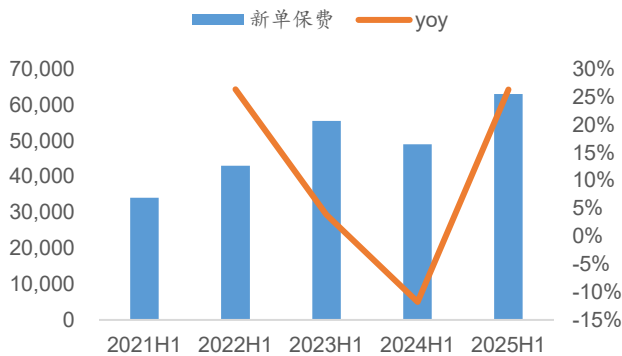
图6：2025H1年单季度NBV增速（百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

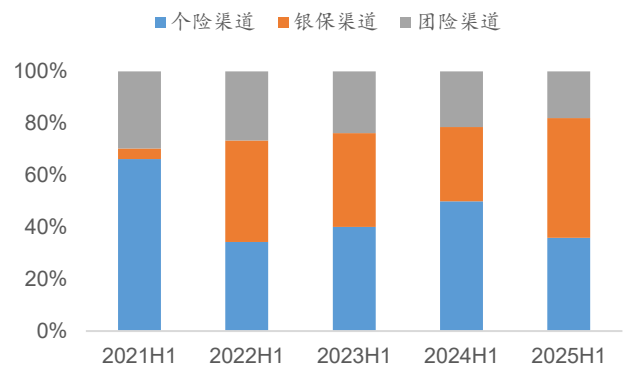
从分渠道的新业务价值发展情况分析，个险和银保NBV增速分化，银保量价齐升驱动NBV实现翻倍增长。个险渠道、银保渠道上半年NBV增速分别为-20.7%、+106.2%，其中银保渠道由“1+3”转变为“1+N”推动大公司签约网点提升，叠加居民储蓄意愿仍相对较高，银保新单实现同比+95.6%，银保渠道受益于公司秉持价值银保的定位，并且监管引导行业实施报行合一，手续费及佣金率的下降，叠加重定价的因素，在假设调整下价值率同比-0.1pct至12.4%；而个险渠道受需求提前释放和分红险转型影响，新单保费同比-7.7%，同时假设调整和产品转型拖累NBVM同比-4.2pct至26.4%。

图7：太保新单保费趋势（百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图8：太保新单保费结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

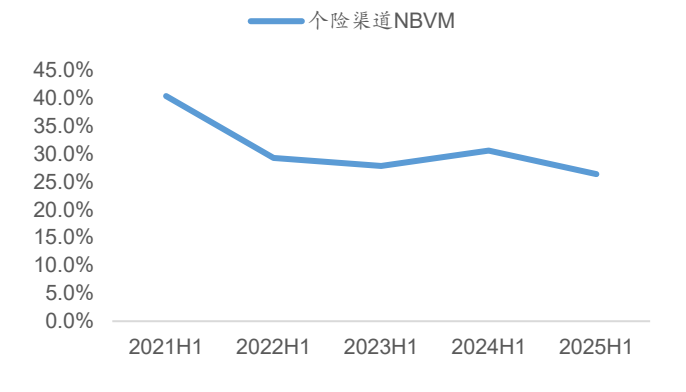
经济假设调整以及产品转型拖累NBVM，2025上半年公司新业务价值率同比下降3.7pct至15%。展望2025年预定利率下调推动利差改善，个险报行合一驱动费差改善，NBVM有望实现回升。

图9：2025H1中国太保NBVM为15.0%，同比-3.7pct



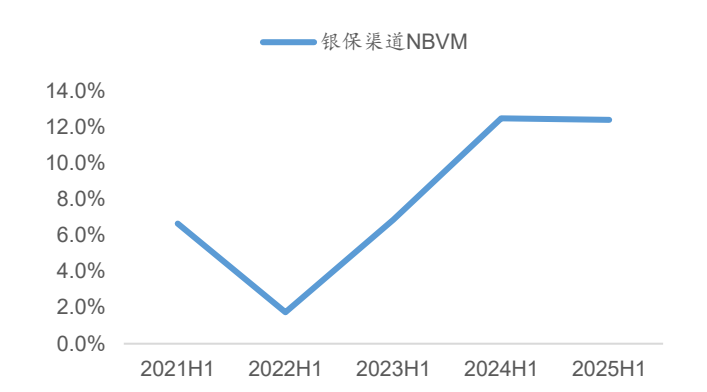
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图10：25H1太保个险渠道NBVM为26.4%，同比-4.2pct



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图11：25H1太保银保为NBVM12.2%，同比-0.1pct



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

展望下半年，三季度旧产品集中退市有望推动新单增速回升，报行合一及预定利率下调推动价值率改善，全年价值预计有望实现两位数增长。从新单来看，银保1+N合作放开驱动公司银保高增贯穿全年，三季度预定利率下调预定仍带来需求短期集中释放，推动新单增速回升。从价值率来看，个险渠道报行合一进一步带来费差改善，预定利率下调驱动利差修复，叠加险企优化期缴结构，公司价值率有望回升。

（二）EV：内含价值较年初+4.7%，保持稳健增长

上半年集团内含价值为5.9万亿元（寿险内含价值4.5万亿元），较年初增长4.7%（寿

险较年初+5.3%)，整体增速保持稳定。

预计回报贡献2.2%的价值增长，较去年同期-0.3pct，主要是贴现率下调所致，但稳定的增长是内含价值穿越周期稳定增长的核心；新业务价值的快速增长贡献了EV1.7%的正向价值，相较于2024年同期持平；另外总投资收益率4.6%，明显超越投资收益率假设4.0%，因此拉动EV增长0.5%，较去年同期-0.7pct；营运偏差贡献EV增长0.7%，较去年同期-0.2pct，综合推动内含价值环比稳健增长。

表4：中国太保内含价值变动表

	2024H1	2025H1	同比
年初内含价值预计回报	2.5%	2.2%	-0.3%
新业务价值	1.7%	1.7%	0.0%
分散效应	0.3%	0.2%	0.0%
投资收益差异	1.2%	0.5%	-0.7%
营运经验差异	0.9%	0.7%	-0.2%
假设及模型变动	0.0%	0.0%	0.0%
市场价值调整	1.2%	0.1%	-1.1%
集团对寿险子公司资本注入	0.0%	0.0%	0.0%
股东股息	-1.3%	-1.2%	0.1%
其他	0.0%	0.0%	0.0%
利润分配前净资产变化	2.9%	3.4%	0.5%
子公司注资	0.0%	0.0%	0.0%
利润分配	-1.9%	-1.8%	0.0%
少数股东权益调整	-0.1%	-0.9%	-0.7%
合计增速	7.4%	4.7%	-2.7%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心 注：上述分项为内含价值的增速贡献占比

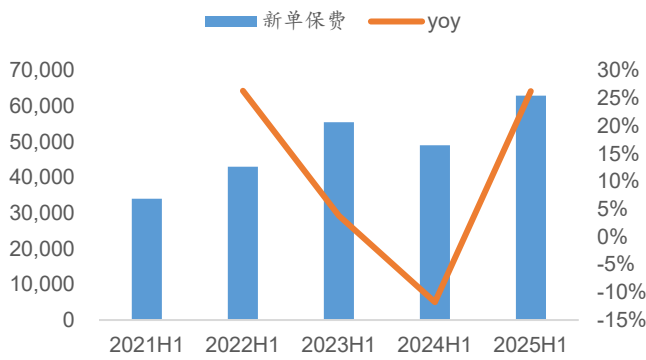
三、保险：寿险维持景气度上行，财险盈利能力提升

（一）寿险业务：分红险转型加快，银保增速表现亮眼

上半年公司寿险业务总保费规模为1935亿元，同比+13.1%，新单保费同比+26.3%，银保受益于“1+N”的转变推动新单保费高增。

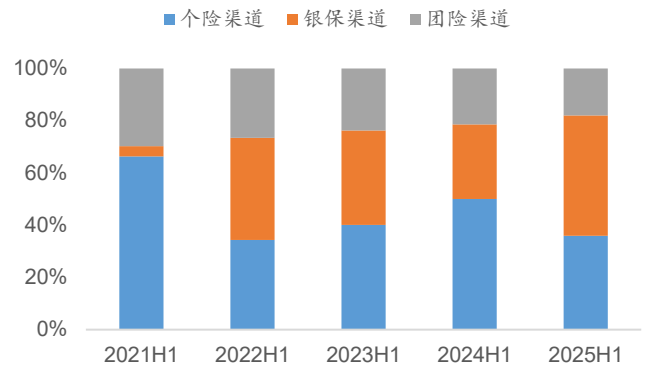
从新单保费的角度看，公司上半年新单保费规模为226亿元，同比+26.3%，其中个险渠道受近年需求集中释放和分红险转型影响有所承压，个险新单保费同比-7.7%，但银保渠道由“1+3”转变为“1+N”推动大公司签约网点提升，新单同比+95.6%，实现明显高增。而从新单结构来看，个险、银保渠道占比分别为35.9%、46.1%，较去年同期-14.1pct、+17.6pct。上半年分红险新保期缴规模保费大幅增长，新保期缴中分红险占比提升至42.5%，其中个险新保期缴中分红险占比达51.0%。

图12: 太保寿险新单保费及同比增速 (百万元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

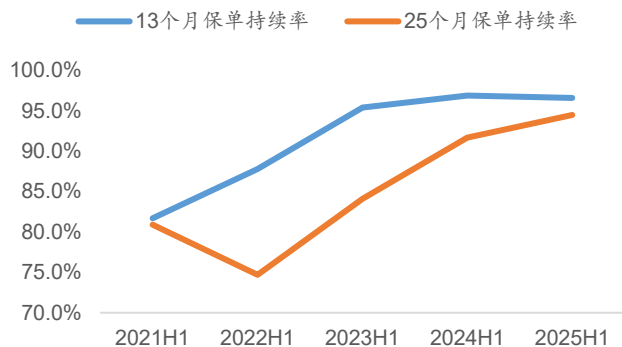
图13: 寿险新单保费渠道结构



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

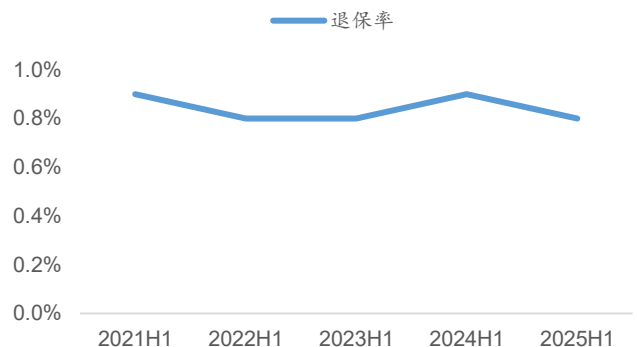
从业务品质来看, 公司进一步强化业务品质管理, 坚持长期价值主义, 寿险业务品质大幅提升, 13个月保单继续率同比-0.3个百分点至96.6%, 处于较高的绝对值水平; 25个月保单继续率同比提升2.8个百分点至94.5%, 退保率同比0.1pct至0.8%, 随着人力队伍的企稳、公司坚持品质业务的管理, 预计公司退保率和继续率将保持稳定。

图14: 太保寿险的保单继续率大幅改善



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

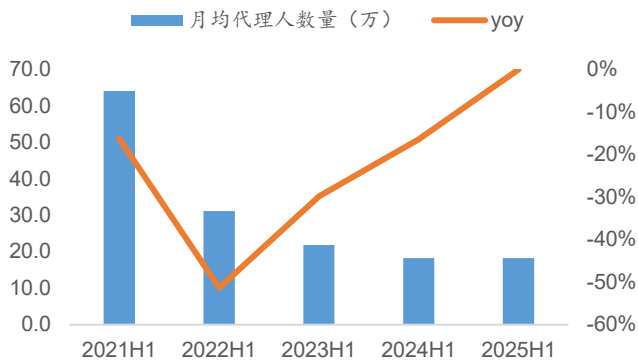
图15: 太保寿险业务退保率同比改善



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

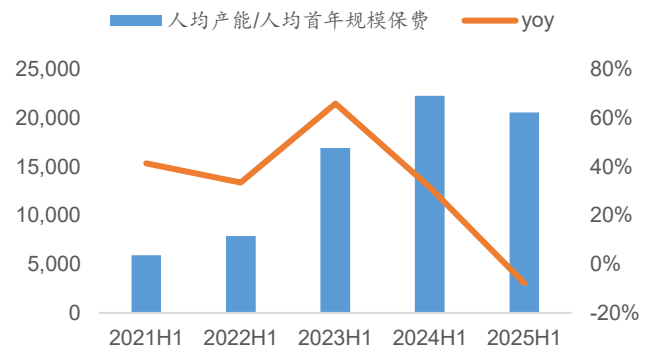
个险渠道队伍质量持续改善, 银保渠道网点数大幅提升。2025上半年人力同比持平18.3万人, 代理人队伍保持企稳, 其中新增人力3.9万人, 同比+19.8%。在人均产能方面, 上半年受个险渠道承压影响, 整体人力的人均产能同比-7.7%, 但2025H1核心队伍产能同比提升, 核心人力月人均首年规模保费72,870元, 同比+12.7%。在银保渠道方面, 2025H1期缴业绩网点总数达1.3万个, 同比+28.9%, 月均期缴业绩网点数同比+70.2%, 其中国有行增速+164.9%。

图16: 2025H1公司月均代理人18.3万人, 同比持平



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图17: 2025H1 公司人均产能同比-7.7% (百万元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(二) 财险: 盈利能力持续提升

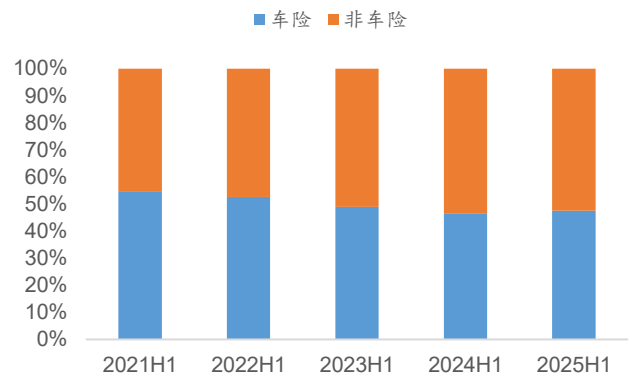
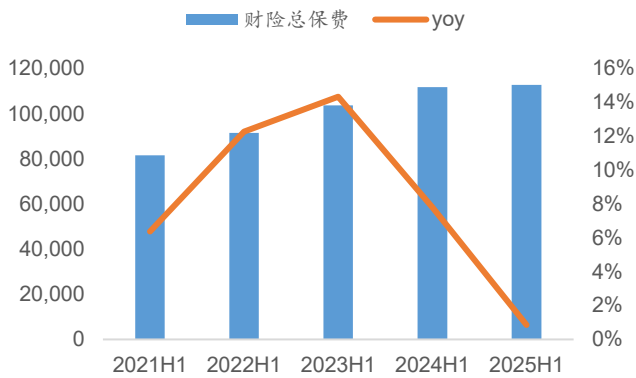
上半年公司财险总保费为1128亿元, 同比+0.9%, 较去年同期的7.8%有所放缓, 其中车险、非车险增速分别为2.8%、-0.8%。车险保费增速低于同业主因公司优化业务结构, 提高家自车占比强化费用管控导致, 2025H1公司家自车占比同比+1.4pct, 新能源车险原保险保费收入106亿元, 占车险保费比例达 19.8%。非车险方面, 公司主动调整业务结构, 个人信用保证保险业务保费收入-6.12 亿元。其次, 农业险、健康险、责任险增速也有所放缓, 预计和经济增速低位徘徊有关, 上半年同比增速分别为+4.7%、-3.8%、+3.3%。农险主要是由于政策变化导致价格型农险不计入保费收入, 预计年底基数因素消失有望推动非车险保费增速修复。

从业务结构来看, 车险及非车险占比分别为47.5%和52.5%, 其中非车险占比保持较高水平。

展望下半年, 机动车保有量的稳定增长, 叠加车险持续深化报行合一推动行业反内卷, 预计龙头人保的承保数量的有望小幅回升, 我们预计下半年车险增速略微回暖。非车险方面由于价格型农险保费收入在上年12月份不再进入保费收入导致基数降低, 叠加非车险报行合一的推动利好龙头财险公司, 我们预计下半年非车险保费增长有望加速。

图18：财险原保险保费收入及同比增速（百万元）

图19：财险业务结构占比（保费口径）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

从承保盈利的角度看，公司2025上半年财险综合成本为96.3%，同比-0.8pct，车险综合成本率改善明显。其中赔付率同比-0.1pct，预计主要受益上半年自然灾害减少，费用率同比-0.7pct，主要受益车险报行合一优化费用管控。

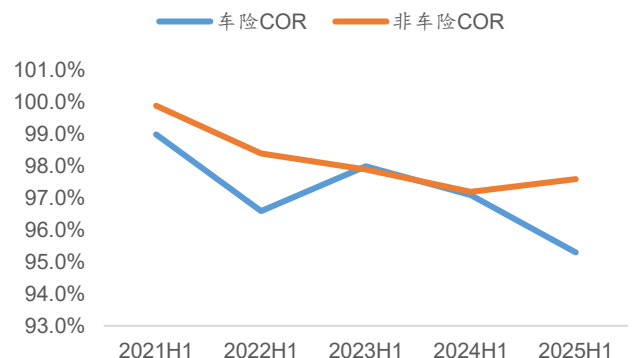
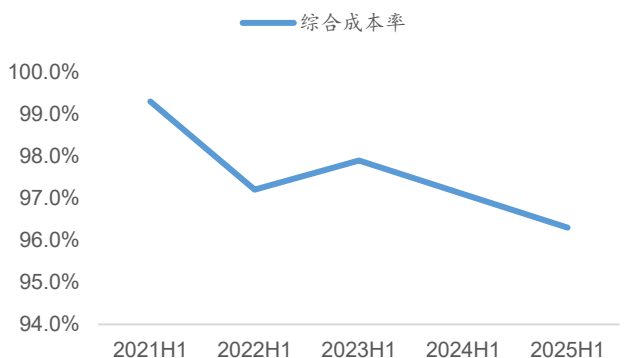
车险综合成本率为95.3%，同比-1.8pct，2025H1家自车占比提升1.4pct，业务品质改善有望驱动赔付率优化，叠加车险报行合一预计驱动费用率持续改善。

公司不断夯实非车险承保盈利基础，非车险综合成本率为97.6%，同比+0.4pct，分险种来看，农险、健康险和企财险分别同比+1.0pct、-1.5pct、-1.3pct，健康险和企财险盈利能力明显改善。

展望未来，一是2025下半年自然灾害频发，导致经济损失较大，因此赔付率的基数相对较高，而今年预计自然灾害有望明显下降。二是非车险启动报行合一等有望推动费用率改善贯穿全年，我们预计25全年综合成本率同比明显改善。

图20：2025H1太保财险COR为96.3%，同比-0.8pct

图21：25H1 太保车险和非车险 COR 趋势



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

四、投资建议

公司2025中报整体符合市场预期，其中新业务价值维持高速增长趋势，而银保渠道新业务价值增速受益银保1+N合作放开驱动新单增长叠加新业务价值率延续提升，同时代理人质量指标全面提升。展望2025年，我们认为在无风险偏好的转向及居民

资产再配置的背景下，银保新单保费有望延续高增支撑新单，价值率受益费差和利差改善，因此预计新业务价值有望在高基数背景下实现双位数增长。考虑到2025年权益市场大幅回升导致的公允价值大幅提升，以及2025年长端利率有所上升有利于公司中长期净投资收益率企稳，我们预计25-27年EPS为5.6/6.3/7.1元/股，用EV法给予25年A股合理估值为0.8XPEV（H股0.65X），对应合理价值为52.44元/股（H股为41.28港币/股），维持A/H股“买入”评级。

五、风险提示

居民收入预期下降，而预定利率下降后储蓄类产品的新单销售不达预期。

公司持续深化改革，导致队伍下降幅度超出预期，而产能提升幅度低于预期。

宏观经济修复力度不如预期，导致市场担忧长端利率下降，不利于保险公司投资收益率的回暖。

资产负债表						利润表					
单位：亿元人民币						单位：亿元人民币					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	315	294	299	305	312	营业总收入	3,239	4,041	4,273	4,671	5,004
衍生金融资产	0	0	0	0	0	保险服务收入	2,662	2,795	3,013	3,298	3,553
买入返售金融资产	28	109	120	132	145	利息收入	583	560	699	767	789
定期存款	1,655	1,738	1,654	1,961	2,080	投资收益	71	269	304	326	358
金融投资	0	0	0	0	0	其他收益	3	3	3	3	3
交易性金融资产	5,816	6,672	7,520	7,941	8,735	公允价值变动损失	-117	377	213	232	250
债权投资	823	648	911	893	1,042	汇兑收益	2	-1	-1	-1	-1
其他债权投资	12,474	16,080	16,844	18,529	20,200	其他业务收入	37	38	42	46	51
其他权益工具投资	980	1,420	1,654	1,985	2,366	营业总支出	-2,919	-3,484	-3,609	-3,959	-4,179
保险合同资产	3	0	0	0	0	保险服务费用	-2,310	-2,431	-2,599	-2,808	-2,847
分出再保险合同资产	398	461	507	558	613	分出保费的分摊	-158	-159	-175	-192	-212
长期股权投资	232	225	422	848	812	减：弹回保险服务费用	144	145	159	175	193
存储资本保险金	71	69	69	69	69	承保财务损失	-467	-925	-833	-999	-1,099
投资性房地产	107	90	150	99	109	减：分出再保财务收益	12	21	23	25	28
固定资产	189	203	213	223	234	提取保费准备金	0	1	1	1	2
在建工程	25	25	25	26	26	利息支出	-26	-27	-30	-33	-36
使用权资产	34	29	25	22	19	手续费及佣金支出	-0	-1	-1	-1	-1
无形资产	71	73	76	78	81	税金及附加	-4	-4	-5	-5	-6
商誉	14	14	14	14	14	业务及管理费	-74	-82	-128	-98	-175
其他资产	206	200	260	338	439	信用减值损失	-20	-5	-6	-6	-7
资产总计	23,440	28,349	30,763	34,021	37,295	其他资产减值损失	-3	-4	-4	-5	-5
衍生金融负债	0.2	1.0	1.1	1.2	1.3	其他业务成本	-11	-11	-12	-13	-14
保险合同负债	18,726	22,295	24,200	26,901	28,920	营业利润	321	557	664	712	824
其他负债	878	1,051	987	903	1,442	利润总额	320	556	663	710	822
负债合计	20,763	25,164	27,186	30,004	32,781	净利润	279	464	557	625	707
股本	96.2	96.2	96.2	96.2	96.2	归母净利润	273	450	539	605	685
资本公积	800	799	799	799	799	主要财务比率					
其他综合损益	80	149	164	180	199	至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈余公积	51	51	51	51	51	成长能力					
一般风险准备	255	299	353	414	482	营业收入增长	-2.47%	24.74%	5.75%	9.31%	7.12%
未分配利润	1,214	1,519	1,842	2,205	2,616	归母净利润增长	-27.28%	64.95%	19.90%	12.27%	13.14%
归母股东权益	2,496	2,914	3,306	3,746	4,244	归母净资产增长	27.03%	16.76%	13.46%	13.31%	13.28%
少数股东权益	181	271	271	271	271	获利能力					
股东权益	2,677	3,185	3,577	4,017	4,515	ROE	10.92%	15.43%	16.30%	16.15%	16.13%
负债和股东权益总计	23,440	28,349	30,763	34,021	37,295	ROA	1.16%	1.59%	1.75%	1.78%	1.84%
						每股指标					
						EPS	2.83	4.67	5.60	6.29	7.12
						BPS	25.94	30.29	34.37	38.94	44.12
						估值比率					
						P/E	14.11	8.55	7.13	6.35	5.61
						P/B	1.54	1.32	1.16	1.03	0.91

广发非银金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年进入广发证券研究发展中心。
- 刘 淇：联席首席分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 严漪澜：资深分析师，中山大学金融学硕士，2022年进入广发证券发展研究中心。
- 李怡华：高级分析师，上海财经大学财务管理硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。
- 唐关勇：高级分析师，对外经济贸易大学保险学硕士，2025年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。