

2025 年 11 月 09 日

中国太保(601601.SH)

——三季度业绩主要由投资驱动，个险渠道逐季加速

投资评级：买入（维持）

投资要点：

证券分析师

陆韵婷
SAC: S1350525050002
luyunting@huayuanstock.com
沈晨
SAC: S1350525090002
shenchen@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 11 月 07 日
收盘价（元）	35.61
一年内最高/最低（元）	42.23/28.70
总市值（百万元）	342,580.36
流通市值（百万元）	342,580.36
总股本（百万股）	9,620.34
资产负债率（%）	89.74
每股净资产（元/股）	29.54

资料来源：聚源数据

事件：中国太保披露 2025 年三季度业绩，集团单季度营收和归母净利润分别同比增长 24.6%和 35.2%至 1444 和 178 亿元，拉动 2025 年累计营收和归母净利润同比增长 11.1%和 19.3%；集团 3 季度末累计归母营运利润同比增长 7.4%，较中报同比的 7.1%增速有所提速；截至 9 月末集团归母净资产较年初下降 2.5%至 2842 亿元；前三季度寿险 NBV 的累计同比增速为 31.2%，产险综合成本率同比优化 1pct 至 97.6%，整体业绩基本符合市场预期。

点评：

1、从财务指标来看：

- 25Q3 利润主要由投资驱动：中国太保 25Q3 单季度利润总额同比增长 85.7%至 279 亿元，其中保险服务业绩（保险服务收入-保险服务费用-分出保险分摊+摊回保险服务费用）和保险投资业绩（利息收入+投资收益+公允价值变动）分别同比增长 54%和 79%至 77 亿元和 234 亿元，投资业绩是利润总额的主要驱动力，我们认为主要是因为太保集团延续了稳健的投资风格，前三季度总投资收益率同比提升 0.5 个百分点至 5.2%；
- 25Q3 单季度中国太保的所得税率由去年同期的 9.4%大幅上升至今年的 34.2%，我们认为一方面可能是今年三季度资本市场利得较多，远超免税额度，造成有效税率变高，另一方面可能是历史所得税率更高的产险部门在 25Q3 贡献的利润占比相比较去年更高，从而拉升了整体的税率；
- 净资产方面，公司截至 9 月末的归母净资产较年初小幅下降 2.5%至 2842 亿元，弱于主要同业，预计主要是因为公司资产端的债券采取即期利率，而保险合同负债准备金采用 50 日平均利率，Q3 季度两者的变化幅度分别为+21.4bp 和 +13.5Bp，即资产端的 OCI 债券公允价值相较保险合同金额转回值下降更多，因而三季度继续拖累净资产表现；

2、寿险业务：个险渠道新单逐季改善，整体 NBV 增速较为稳定

- 两大渠道新单保费增速有所分化：太保寿险代理人渠道 25 年的新单保费增速呈现逐季改善趋势，其中 Q3 单季度新单保费同比增加 13.5%至 106 亿元，我们认为改善的主要原因或在于推出了更多具有市场竞争力的产品（如“鑫禧年年年金保险（分红型）”），以及把握住了 8 月末预定利率切换的市场营销窗口期；银保渠道的累计新单保费增速由 25H1 的 96%放缓至 25Q3 末的 52%，我们认为主要原因可能是银保渠道已经完成全年大部分的计划任务，主动放慢节奏为下一年业务做蓄客准备；

- B、截至 25Q3 末，太保寿险的 NBV 累计增速为 31.2%，和中报的 32.3%接近，保持了较好的稳态，我们认为受益于三季度代理人渠道新单保费占比的提升，前三季度太保寿险的新业务价值率或较中报有小幅增加；
- C、我们看好公司 26 年全年和开门红的新单销售，当前公司代理人渠道的主要增长模型或是更侧重中高客以上的财富管理和健康保障需求：一方面公司打造“Cπ 康养财富规划师”的高质量代理人队伍，另一方面 25 年前三季度实现了中高客层的上移：中高客及以上客户数占比提升 4.8 个百分点；公司银保渠道的增长模型或更侧重银行网点数量的开拓和私行客户的渗透；
- D、或受 750 日均线下移及权益仓位变化等影响，太保寿险的核心偿付充足率由 25Q2 末的 136%下行至 25Q3 末的 124%，且下季度预测值继续下行为 117%，而太保集团于 25 年 9 月成功发行了 156 亿港元的可转债，我们认为太保集团或会使用一部分可转债募集的资金对太保寿险做资本补充。

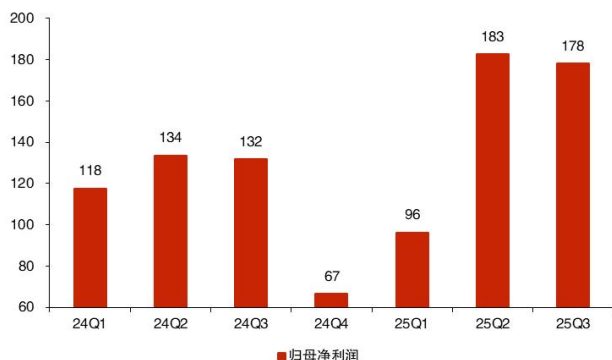
盈利预测与评级：综上，中国太保 3 季报业绩表现平稳，我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 529/647/751 亿元，同比增速分别为 17.7%/22.2%/16.1%，25–27 年每股内含价值为 66.5/74.4/83.3 元，当前股价对应 PEV 估值为 0.54、0.48 和 0.43 倍，维持“买入”评级。

风险提示。1、长期国债利率大幅下降；2、权益市场大幅向下波动；3、新单保费大幅下降。

盈利预测与估值（人民币）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	3239	4041	4481	4860	5343
同比增长率（%）	-2.5%	24.7%	10.9%	8.4%	9.9%
归母净利润（亿元）	273	450	529	647	751
同比增长率（%）	-27.1%	64.9%	17.7%	22.2%	16.1%
每股收益（元/股）	2.83	4.67	5.50	6.73	7.81
市盈率（P/E）	12.57	7.62	6.47	5.29	4.56
每股内含价值（元/股）	55.04	58.43	66.47	74.36	83.29
内含价值估值（P/EV）	0.65	0.61	0.54	0.48	0.43

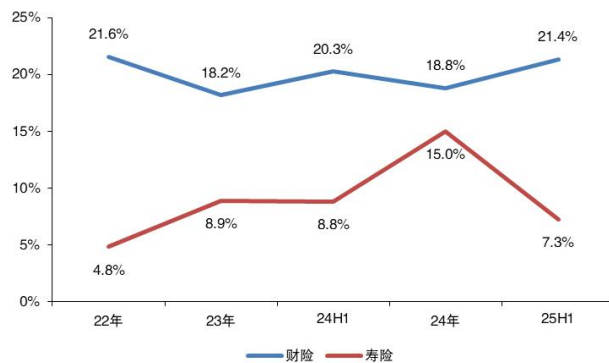
资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

图表 1：中国太保单季度归母净利润：亿元



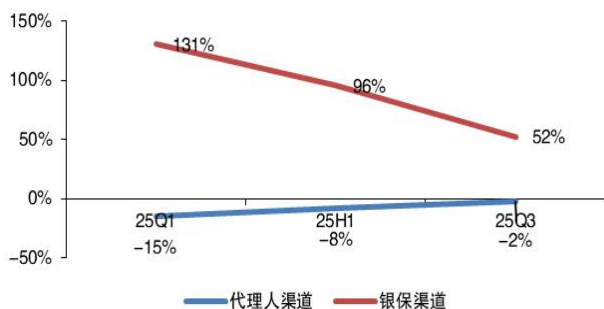
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 2：太保财险部门的所得税率高于寿险部门：%



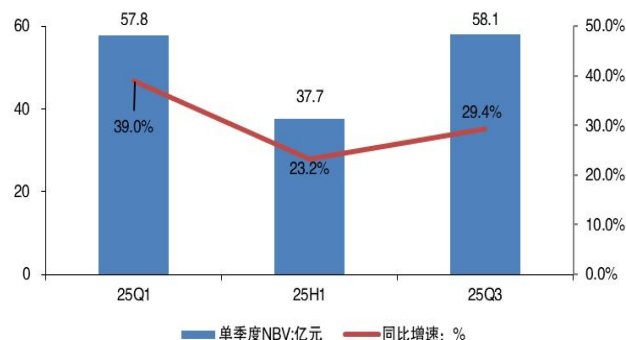
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 3：太保寿险两个渠道新单累计保费增速：%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：太保寿险 nbv 和同比增速：亿元，%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 5：中国太保 25Q3 单季度业绩分解：百万元

单位：百万元	24Q3 单季度	25Q3 单季度	同比变化
保险服务业绩	5032	7727	53.6%
投资服务业绩	13083	23417	79.0%
其他项目	-3075	-3206	
利润总额	15040	27938	85.8%
所得税	-1418	-9568	574.8%
税后净利润	13601	18319	34.7%
归母净利润	13178	17815	35.2%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

备注：保险服务业绩=保险服务收入-保险服务费用-分出保险分摊+摊回保险服务费用；

保险投资业绩=利息收入+投资收益+公允价值变动

附录：财务预测摘要

利润表：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	323945	404089	448143	485991	534295
保险服务收入	266167	279473	288953	307847	327575
投资收益（含利息收入，投资收益和公允价值变动）	53603	120611	155311	173735	201847
其他业务收入	4175	4005	3878	4408	4874
营业总支出	-291885	-348378	-381247	-411092	-448315
保险服务费用	-231023	-243147	-249940	-264275	-279728
承保财务损失	-46741	-92520	-114043	-128639	-148954
其他业务支出(利息支出、手续费、税金、业务及管理费和其他业务成本)	-14121	-12711	-17263	-18178	-19633
利润总额	32001	55563	66896	74899	85980
减：所得税	-4090	-9122	-12041	-7490	-7738
净利润	27911	46441	54855	67409	78242
归属于母公司股东的净利润	27257	44960	52935	64713	75112

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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。本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司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本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。