

穿越周期、稳健前行，低估值保险龙头价值修复可期

买入(维持)

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	323945	404089	419893	429597	439673
同比(%)	-2.47%	24.74%	3.91%	2.31%	2.35%
归母净利润(百万元)	27257	44960	51842	58123	64079
同比(%)	-27.08%	64.95%	15.31%	12.12%	10.25%
EV(元/股)	55.04	58.42	63.14	68.35	74.65
PEV	0.79	0.75	0.69	0.64	0.58

投资要点

- 整体经营：稳中求进，公司价值持续提升。**1) 盈利水平持续维持高位，2014-2024年归母净利润CAGR达15.1%，2025Q1-3延续向好态势，同比增幅达19.3%；2019-2024年营运利润CAGR达4.3%，2025Q1-3实现营运利润285亿元，同比增幅扩大至7.4%。ROE常年保持在10%以上，稳定性显著优于上市同业，2015-2024年，太保平均ROE达12.7%。2) 中国太保持续为股东提供稳定回报，分红表现稳健且可持续。2021-2024年每股分红保持稳定增长；按净利润口径与营运利润口径计算2021-2024平均分红率分别为33.7%、27.4%。
- 人身险业务：寿险改革践行长期主义，先于同业聚焦银保渠道价值。**1) 2020-2024年新单保费CAGR达17.2%，大幅领先上市同业；2025年前三季度公司新单保费同比增长19%，增速仍位居行业前列。2) “长航行动”下太保寿险新业务价值实现高增长修复，行业竞争力稳步提升。2023年、2024年分别同比增长30.8%、57.7%，2025Q1-3延续修复态势，同比增幅达31.2%。3) 太保寿险“芯”银保带动银保渠道业务占比快速提升，银保渠道新单保费占比从2020年的3.7%迅速提升至2025H1的46.1%；新业务价值占比同样显著增长，同期内从0.7%增至37.8%。银保渠道已经成为公司新业务增长的核心支柱。
- 财产险业务：信保业务出清不改整体业务优质底色。**1) 2014-2024年，财险保费CAGR达8%，同期增速高于人保财险(7.8%)，低于平安产险(8.4%)；2025年前三季度保费收入与2024年同期基本持平，核心系公司主动出清保证保险业务的结构性调整所致。2) 2015年至今始终保持承保盈利。2024年受自然灾害因素影响，COR小幅抬升至98.6%；2025Q1-3则受信保业务出清拖累，COR为97.6%，略高于上市同业。
- 资产管理业务：配置风格稳健，投资收益水平处于上市险企中上游。**1) 中国太保债券持仓加码领跑同业，2025H1末占比62.4%；权益配置稳步抬升，但整体占比略低于上市同业。2) 2020-2024年公司净投资收益率均值达4.3%，处于行业中上水平；且稳定性突出，同期标准差仅0.33%，为上市同业中波动幅度最小。总投资收益率方面，同期公司均值为4.8%，仅低于人保(5%)；收益波动性同样处于同业低位。3) 会计分类方面，债券下OCI占比保持高位；股票下OCI占比快速提升，2025年上半年股票OCI占比攀升至33.8%。
- 盈利预测与投资评级：**截至2026年2月12日，公司股价对应0.64x2026EPEV，处于十年估值的51%分位水平；且估值显著低于A股同业。我们看好公司长航二期“北极星计划”的落地实施以及银保渠道保持高增长。我们预计2025-2027年，中国太保集团期内含价值分别为6074亿元、6576亿元、7182亿元(前值分别为6070/6586/7219亿元)，同比增加8.1%、8.3%和9.2%，对应每股内含价值分别为63.14元、68.35元、74.65元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**1) 长端利率趋势性下行；2) 股市大幅波动；3) 新单保费增长不达预期；4) 大康养产业发展不及预期；5) 精算假设进一步下调。

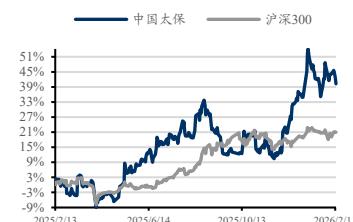
2026年02月13日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	43.59
一年最低/最高价	28.70/48.39
市净率(倍)	1.48
流通A股市值(百万元)	298,375.36
总市值(百万元)	419,350.68

基础数据

每股净资产(元,LF)	29.54
资产负债率(% ,LF)	89.74
总股本(百万股)	9,620.34
流通A股(百万股)	6,845.04

相关研究

《中国太保(601601): 2025年三季报点评: NBV、净利润保持高增速, 财险承保利润单季扭亏为盈》

2025-11-01

《中国太保(601601): 中国太保发行H股可转债, 提升资本实力支持主业发展》

2025-09-12

内容目录

1. 全国领先的综合性保险集团	5
1.1. 历史沿革：以人身险为主业，构建多业务板块均衡发展格局	5
1.2. 股权结构：国资主导、多元制衡，均衡的股权结构有效提升公司经营效率	6
1.3. 高管团队经验丰富，领航公司高质量发展	6
2. 集团整体：稳中求进，公司价值持续提升	7
2.1. 聚焦保险主业，实现多元化稳健发展	8
2.2. 业务遍及全国，客户群体庞大且稳定增长	9
2.3. 营运利润保持稳健增长，ROE 相较上市同业更加稳定	10
2.4. 内含价值稳定增长，增速开始回暖	13
2.5. 公司重视投资者回报，历史分红可观	14
3. 人身险业务：寿险改革践行长期主义，先于同业聚焦银保渠道	15
3.1. 从战略转型 1.0 到“北极星计划”，转型发展已深植太保血脉	15
3.2. 保费收入稳步增长，以传统险为主	16
3.3. 新单保费重回高增长，领先上市同业	17
3.4. 新业务价值&新业务价值率：恢复增长态势，实现质效双升	18
3.5. 银保大时代来临，太保先于同业聚焦银保渠道价值	19
3.5.1. 行业趋势：银保有望重回行业第一大渠道定位	19
3.5.2. 太保寿险：“芯”银保带动银保渠道业务占比快速提升	21
3.6. 个险转型成效释放，人均产能大幅提升	23
3.7. “产品+康养”，大康养蓝图有序落地	24
4. 财产险业务：信保业务出清不改整体业务优质底色	27
4.1. 保费保持稳定增长，非车业务结构正面临调整	27
4.2. 始终保持承保盈利，受信保业务影响 COR 略有承压	28
5. 资产管理业务：配置风格稳健，投资收益水平处于上市险企中上游	29
5.1. 管理资产稳步增长，第三方管理资产占比保持稳定	30
5.2. 债券资产配置比例高于同业，全方位风险管控为稳健收益筑牢根基	31
5.3. 投资能力较强，历史投资收益率处于上市险企中游水平	33
5.4. 会计分类：债券下 OCI 占比保持高位，股票下 OCI 占比快速提升	35
6. 投资建议：EV 结果扎实+低估值，看好未来向上空间	36
6.1. NBV&VIF 对投资收益率敏感性低，谨慎假设下 EV 结果扎实	36
6.2. 处于自身历史估值底部区域，配置性价比突出	38
6.3. 盈利预测&投资建议	39
7. 风险提示	40

图表目录

图 1: 中国太保股权架构图	6
图 2: 2020-2025H1 中国太保分业务板块营收占比	8
图 3: 2020-2025H1 中国太保分业务板块净利润占比	8
图 4: 2020-2025H1 太保寿险市占率	9
图 5: 2020-2025H1 太保财险市占率	9
图 6: 2025H1 太保寿险规模保费地区占比	10
图 7: 2025H1 太保产险原保险保费收入地区占比	10
图 8: 中国太保客户数及较年初增速	10
图 9: 2020-2025Q3 中国太保归母净利润及同比增速	11
图 10: 2020-2025Q3 中国太保营运利润及同比增速	11
图 11: 上市险企 2022-2025Q3 归母净利润规模及增速	12
图 12: 2015-2025Q3 中国太保归母净资产及较年初增速	12
图 13: 上市险企 2015-2025Q3 ROE	13
图 14: 2015-2025H1 中国太保内含价值及较年初增速	14
图 15: 2015-2024 年中国太保每股分红及股息率	14
图 16: 2015-2024 年中国太保分红率	15
图 17: 太保寿险转型升级时间线	15
图 18: 2015-2025Q3 太保寿险保费收入及同比增速	16
图 19: 2015-2025H1 太保寿险分险种保费收入占比	17
图 20: 2020-2025Q3 中国太保新单保费及同比增速	17
图 21: 2020-2025Q3 上市险企新单保费同比增速	17
图 22: 2015-2025Q3 中国太保新业务价值及同比增速	18
图 23: 2015-2025Q3 上市险企新业务价值同比增速	19
图 24: 2015-2025H1 上市险企新业务价值率	19
图 25: 2025 年非银存款增加额大幅提升 (亿元)	20
图 26: 3 年期定期存款与保险产品收益率比较	20
图 27: 2020-2025H1 太保寿险银保渠道新单保费及新业务价值占比	21
图 28: 上市险企合作网点数 (万家)	22
图 29: 不同类型银行机构数结构 (万家)	22
图 30: 2020-2025 上市险企银保渠道市场份额	23
图 31: 2015-2025H1 中国太保月均保险营销员数量 (万人)	23
图 32: 2015-2025H1 太保寿险人均保费及人均 NBV	24
图 33: 2022-2025H1 太保寿险核心人力产能	24
图 34: 中国人口年龄结构变化	25
图 35: 太保家园养老社区全国布局	26
图 36: 2015-2025Q3 太保产险保费及同比增速	27
图 37: 2015-2025Q3 头部财险公司市占率	27
图 38: 2015-2025H1 太保产险保费收入构成	28
图 39: 2019-2025H1 机动车辆险保费收入构成	28
图 40: 2019-2025H1 非机动车辆险保费收入构成	28
图 41: 2015-2025Q3 上市险企 COR	29
图 42: 2015-2025H1 太保产险费用率及赔付率	29

图 43: 2015-2025H1 中国太保投资资产及较年初增速	30
图 44: 2015-2025H1 中国太保第三方管理资产占比	31
图 45: 2023-2025H1 上市险企投资资产结构	32
图 46: 2020-2025H1 中国太保平均固收久期及利率债比重	33
图 47: 2020-2025H1 中国太保 AAA/AA 及以上债券占比	33
图 48: 2015-2025Q3 中国太保投资收益率	33
图 49: 2020-2025H1 上市险企净投资收益率	34
图 50: 2015-2025H1 上市险企总投资收益率	34
图 51: 上市险企债券会计分类	35
图 52: 2020-2025H1 上市险企 NBV 投资收益率敏感性	37
图 53: 2020-2025H1 上市险企 VIF 投资收益率敏感性	37
图 54: A 股上市险企历史 PEV (倍, 截至 2026.02. 12)	38
 表 1: 中国太保发展历程	5
表 2: 中国太保管理层履历	7
表 3: “报行合一”之后银保渠道 NBV margin 显著提升	21
表 4: 中国太保财险分险种承保盈利情况	29
表 5: 上市险企股票会计分类	36
表 6: 上市险企 EV 精算假设调整情况	37
表 7: 假设调整下的上市险企 EV 测算 (百万元)	38
表 8: 上市保险公司估值及盈利预测	39
表 9: 中国太保内含价值测算 (百万元)	40

1. 全国领先的综合性保险集团

1.1. 历史沿革：以人身险为主业，构建多业务板块均衡发展格局

中国太保是国内领先的综合性保险集团。公司专注于保险主业，通过旗下太保寿险、太保产险、太保资产等子公司为客户提供各类风险保障、财富规划以及资产管理等产品和服务，围绕人身险主业链条实现多业务板块均衡发展，具有行业一流竞争力，是国内首家在上海、香港以及伦敦三地上市的保险公司。1) 1991年，公司在上海成立，成为中国首家全国性股份制商业保险公司，并于2001年完成分业务经营体制改革，全资控股设立中国太平洋财产保险股份有限公司、中国太平洋人寿保险股份有限公司，并于2006年设立太平资产管理有限责任公司，自此三大业务主线基本形成。2009年对长江养老保险股份有限公司实现控股，在打造专业化养老金管理能力方面迈出重要一步。2014年，公司受让国内首家专业化农业保险公司——安信农业保险股份有限公司股权，并控股设立太保安联健康保险股份有限公司，开启农业险、健康险专业化经营之路。经过多年积累，中国太保已实现涵盖人寿保险、财产保险、养老保险、健康保险、农业保险和资产管理的保险全牌照经营。2) 2007年，公司在上交所成功上市；2009年，公司在香港联交所成功上市；2020年，公司成功发行GDR，并登陆伦交所。股权结构进一步迈向多元化，进一步形成内资、外资优势互补，风险共担的多元化股权格局。3) 2017年，公司立足行业发展趋势与自身经营需求，升级实施转型2.0战略，通过资源整合与业务优化，顺利完成战略周期内的各项既定目标。2021年，公司启动新一轮战略升级——“长航行动”，同步完成太保公益基金、太保私募基金的组建及太保寿险香港子公司的设立，进一步完善业务生态与资本布局。2025年，太保寿险锚定高质量发展方向，全面落地长航二期“北极星计划”，并围绕大康养、国际化、“人工智能+”三大核心赛道，系统谋划后续战略推进路径。

表1：中国太保发展历程

日期	事件
1991	公司在上海成立，成为中国首家全国性股份制商业保险公司
2001	成立中国太平洋保险（集团）股份有限公司，全资控股设立太保财产和太保人寿
2006	设立太保资产，开启投资管理专业化经营
2007	公司（601601.SH）在上交所成功上市
2009	公司（2601.HK）在香港联交所成功上市；对长江养老保险股份有限公司实现控股
2011	启动“以客户需求为导向”的转型1.0战略
2014	公司受让安信农业保险股份有限公司股权；控股设立太保安联健康保险股份有限公司
2017	公司升级实施转型2.0战略，确定“客户体验最佳、业务质量最优、风控能力最强”的转型目标
2018	控股国联安基金管理有限公司，开展公募基金管理业务

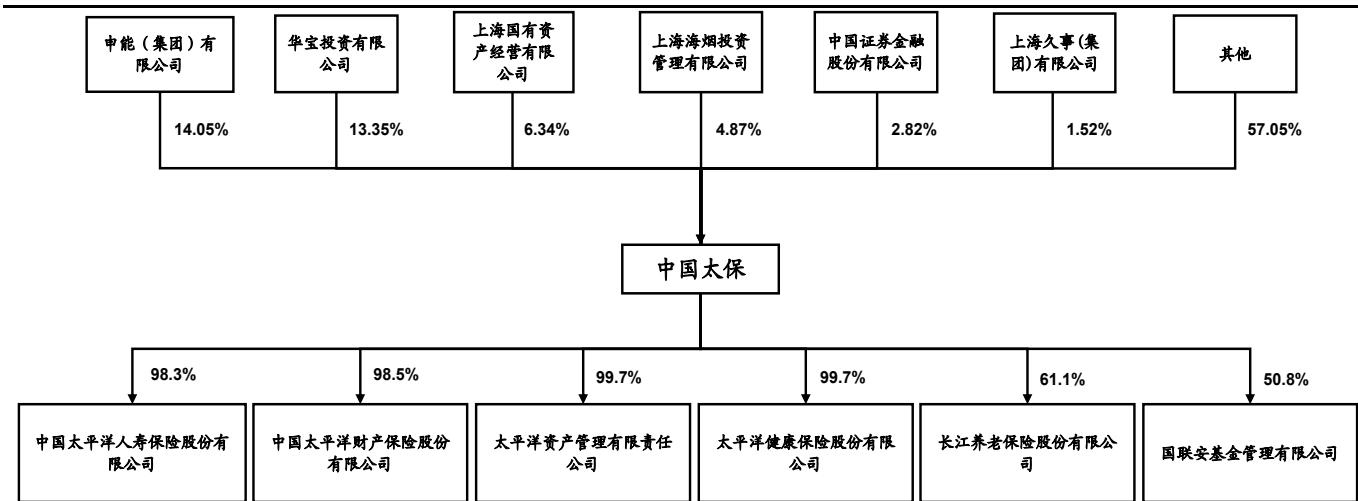
2020	公司成功发行全球存托凭证（GDR）并登陆伦交所，成为国内首家在上海、香港、伦敦三地上市的保险公司；发起设立太保金融科技有限公司，推进科技市场化改革
2021	太保私募基金管理有限公司成立；设立太保寿险香港公司，完善公司在香港的业务战略布局；设立大健康产业基金，围绕医疗健康细分赛道稳步开展多元化投资布局
2025	全面落地长航二期“北极星计划”，并围绕大康养、国际化、“人工智能+”三大核心赛道，系统谋划后续战略推进路径

数据来源：中国太保官网，中国太保历年财报，东吴证券研究所

1.2. 股权结构：国资主导、多元制衡，均衡的股权结构有效提升公司经营效率

中国太保股权较为分散，整体呈现出国资主导、多元制衡的特征，上海市国资委为最终实际控制人。1) 截至 2025Q3 末，公司持有 10%以上股东仅有申能集团和华宝投资，分别持股 14.05%、13.35%；上海国有资产经营有限公司、上海海烟投资有限公司、中国证券金融股份有限公司、上海久事集团持股紧随其后。2) 申能集团和上海国有资产经营有限公司由上海国资委控股，代表地方国资，合计持股比例 20.39%。华宝投资为宝武钢铁集团全资子公司，上海海烟投资由上海烟草集团全资控股，二者的控股集团均为央企，合计持股比例为 18.22%。3) 中国太保无单一控股股东，申能集团、华宝投资、上海国资经营等国有股东构成一致行动关系，共同维护国资控制权。4) 我们认为，分散的股权结构使得管理层面临的掣肘较少，自由发挥空间大，有利于集团运营效率和执行力的提高。

图1：中国太保股权架构图



数据来源：中国太保 2025 年三季报，东吴证券研究所

1.3. 高管团队经验丰富，领航公司高质量发展

中国太保管理层呈现专业化、年轻化、内部化的特征，核心团队成员均具备丰富的保险行业经验与金融管理背景，多数从内部培养晋升，兼具战略视野与实操能力。1) 集团层面董事会由 14 名董事组成；其中，公司董事长由傅帆担任，公司总裁为赵永刚，其余非执行董事由各股东指派，公司独立非执行董事陈欣、林婷懿、罗婉文、金弘毅及姜旭平五人，涵盖了会计、金融、审计、法律等方面的专业人士，人数达到董事会成员总人数的三分之一，符合监管要求和《公司章程》规定。2) 核心子公司方面，太保寿险董事长由赵永刚兼任、总经理为李劲松；太保产险董事长由俞斌兼任、总经理为陈辉；太保资产董事长由苏罡兼任。3) 核心管理层绝大多数从内部培养晋升，对公司文化、业务特点与发展战略有深刻理解，保障了公司战略执行的连续性与稳定性。赵永刚、俞斌、李劲松等均在太保任职超过 20 年，是公司发展的见证者与推动者。

表2：中国太保管理层履历

姓名	职务	年龄	履历
傅帆	集团董事长、执行董事	61	傅先生曾任上投实业投资公司副总经理，上投摩根基金管理有限公司副总经理，上海国际信托有限公司总经理、副董事长，上海国有资产经营有限公司董事长，上海国际集团有限公司董事、总经理，本公司总裁，太保资产董事等。傅先生拥有研究生学历、硕士学位、经济师职称。
赵永刚	集团执行董事、总裁，太保寿险董事长	53	赵先生曾任太保寿险战略转型办公室主任、黑龙江分公司总经理、河南分公司总经理，太保寿险人力资源总监，本公司副总裁，海通证券股份有限公司监事会副主席、董事等。赵先生拥有大学学历、学士学位、经济师职称。
俞斌	集团副总裁，太保科技董事长，太保产险董事长	56	俞先生曾任太保产险非水险部副总经理、核保核赔部副总经理、市场研发中心总经理、市场部总经理，太保产险市场总监、副总经理，太保在线执行董事、总经理，本公司助理总裁等。俞先生拥有硕士学位、经济师职称。
马欣	集团副总裁，太平洋健康险董事长，太保寿险董事	52	马先生曾任太保寿险陕西分公司总经理，本公司战略企划部总经理、战略转型办公室主任、转型总监、董事会秘书，太保产险董事，长江养老董事等。马先生拥有硕士学位、经济师职称。
苏罡	集团副总裁、首席投资官、财务负责人，太保资本董事长，太保资产董事，长江养老董事	52	苏先生曾任本公司投资者关系部负责人，太保资产项目投资总监、副总经理兼另类投资管理中心总经理，太保寿险副总经理，长江养老总经理、董事长等。加入本公司之前，苏先生曾任申银万国证券公司固定收益总部总经理、投资银行总部副总经理。苏先生拥有研究生学历、博士学位、高级经济师职称。
李劲松	太保寿险总经理	55	李先生曾任太保寿险四川分公司总经理，太保寿险公司银行保险部总经理，太保寿险公司总经理助理、副总经理，太保集团市场副总监兼战略客户部总经理，长江养老董事等。李先生拥有本科学历、硕士学位。

数据来源：中国太保官网，中国太保历年财报，东吴证券研究所

2. 集团整体：稳中求进，公司价值持续提升

2.1. 聚焦保险主业，实现多元化稳健发展

公司坚持保险为主营业务，核心业务线包括人身险业务、财产险业务和资产管理业务。1) 人身险业务：公司主要通过太保寿险和太平洋健康险提供境内人身保险产品和服务，通过太保寿险（香港）开展境外人身险业务。2) 财产保险业务：公司通过太保产险和太平洋安信农险提供境内财产保险产品和服务，通过太保香港开展境外财产险业务。3) 资产管理业务：公司通过太保资产开展保险资金运用以及第三方资产管理业务；通过长江养老从事养老金管理及相关资产管理业务。

公司经营多元化保险服务，业务范围广泛。除了基本的人身险、财产险和资产管理业务外，公司还通过旗下的太保健康险公司提供专业健康险服务，深化“健康保险+健康服务”的运行机制；通过太平洋安信农险以科技赋能为牵引，打造专业化农业保险经营服务品牌；通过太保香港开展境外保险业务；通过长江养老基本实现养老金业务的全国化布局等。

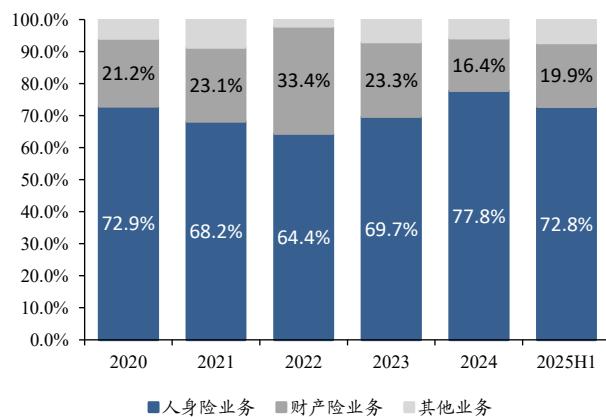
人身险业务是中国太保的主要利润贡献来源。1) 根据营收结构数据，保险业务是公司的绝对主营业务，资产管理业务对营收贡献较小。2020-2022 年，中国太保人身险与财产险业务营收贡献占比之和均在 98%以上，其中人身险业务贡献保持在 65%以上。2023 年起由于新会计准则的实施，人身险业务营收计量方法发生较大变化，导致营收占比大幅下降，2025H1 人身险、财产险业务收入占比分别达到 46.8%、51.2%。2) 从净利润贡献看，人身险业务是最核心的业务板块，2024 年、2025H1 净利润占比分别高达 77.8%、72.8%。3) 我们认为人身险业务作为中国太保最核心的利润贡献来源，其盈利支柱地位未来将持续稳固，且盈利质量与增长韧性有望进一步提升。

图2：2020-2025H1 中国太保分业务板块营收占比



数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所
注：人身险业务包括太保寿险、太平洋健康险和太保寿险（香港）；财产险业务包括太保产险、太平洋安信农险和太保香港

图3：2020-2025H1 中国太保分业务板块净利润占比

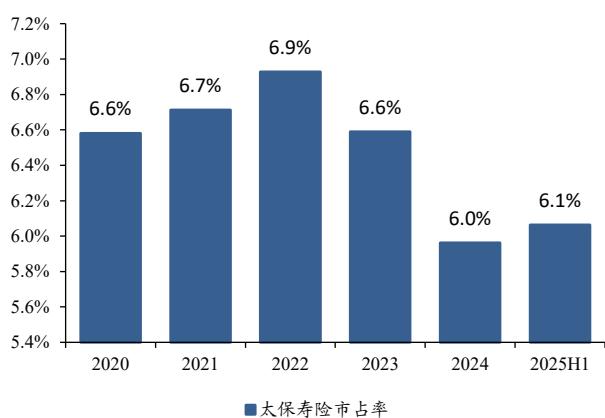


数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所
注：人身险业务包括太保寿险、太平洋健康险和太保寿险（香港）；财产险业务包括太保产险、太平洋安信农险和太保香港

中国太保核心主业行业规模排名保持稳健态势，市场地位牢固。1) 以原保险保费收入为统计口径，多年以来中国太保旗下核心子公司太保寿险与太保产险分别稳居中国

第三大人寿保险公司和中国第三大财产保险公司。2) 具体来看, 太保寿险在中国人寿、平安寿险之后位列行业第三。2025H1 实现原保险保费收入 1680 亿元, 市场份额约 6.1%。凭借“长航行动”战略深化落地, 太保寿险有效抵御行业转型压力, 与前两大龙头形成稳定竞争格局, 同时显著拉开与第四名的差距; 太保产险则紧随人保财险、平安产险之后, 2025H1 以 1140 亿元的原保险保费收入斩获 11.8% 的市场份额, 在车险综改深化、非车险业务逐步开展“报行合一”的背景下, 凭借均衡的业务结构与扎实的风控能力巩固排名优势。3) 我们认为, 两大主业的稳定表现共同构筑了中国太保在保险行业第一梯队的核心竞争力。

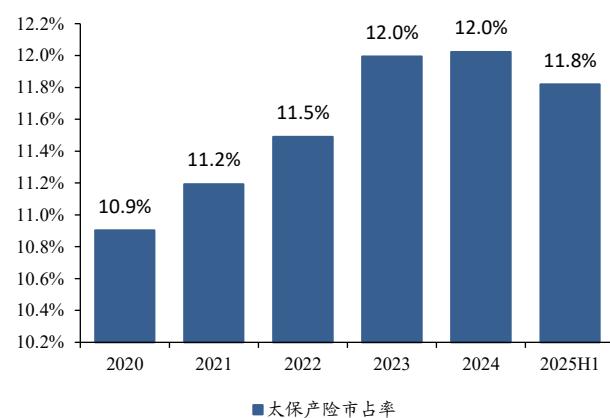
图4: 2020-2025H1 太保寿险市占率



数据来源: 中国太保历年保费收入公告, 国家金融监督管理总局, 东吴证券研究所

注: 原保险保费收入口径

图5: 2020-2025H1 太保产险市占率



数据来源: 中国太保历年保费收入公告, 国家金融监督管理总局, 东吴证券研究所

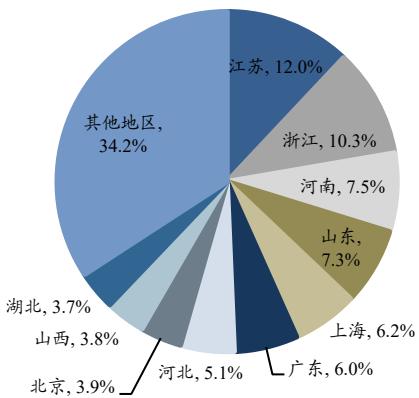
注: 原保险保费收入口径

2.2. 业务遍及全国, 客户群体庞大且稳定增长

中国太保已构建起覆盖广泛的全国性业务网络, 基本完成中国大陆各省级行政区域的战略布局。从业务细分来看, 太保寿险凭借渠道拓展与资源投入, 业务范围已延伸至除西藏自治区外的全部省级行政区; 太保产险则进一步实现全国所有省级行政区的全覆盖, 形成无死角的服务辐射格局, 为公司业务规模与市场份额的稳步提升奠定了坚实的网络基础。

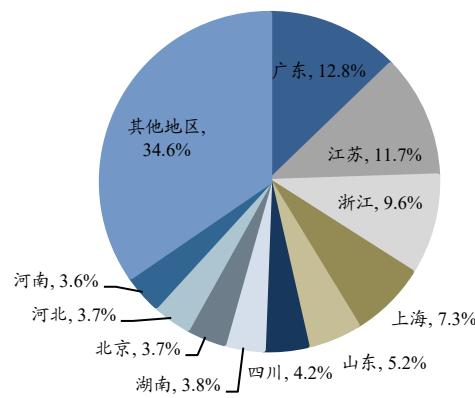
从中国太保 2025H1 保费收入地区分布来看, 人身险与财产险业务均呈现区域布局均衡的特点。1) 太保寿险层面, 2025H1 规模保费收入集中度适中, 前三大贡献省份为江苏省 (12.0%)、浙江省 (10.3%) 和河南省 (7.5%), 前十大地区合计占比 65.8%, 既体现出经济发达省份与人口大省的核心拉动作用, 也反映出业务未过度依赖单一区域。2) 太保产险层面, 地区分散化程度与寿险类似, 2025H1 原保险保费收入前三大省份为广东省 (12.8%)、江苏省 (11.7%)、浙江省 (9.6%), 前十大地区合计占比仅为 65.4%, 充分彰显财产险业务全国化布局的均衡优势, 能有效降低区域市场波动对整体经营的影响。

图6: 2025H1 太保寿险规模保费地区占比



数据来源：中国太保 2025 年中报，东吴证券研究所

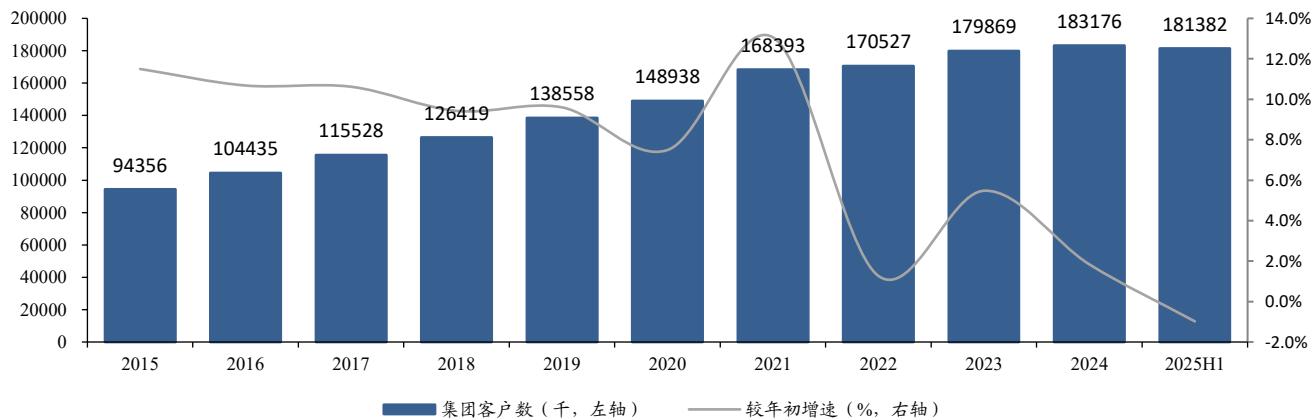
图7: 2025H1 太保产险原保险保费收入地区占比



数据来源：中国太保 2025 年中报，东吴证券研究所

中国太保坐拥规模庞大的客户基础，但 2025H1 客户数十年来首次负增长。1) 回溯增长历程，自转型 1.0 战略实施以来，集团客户数长期保持稳定正增长态势，2015—2024 年十年间客户数量实现近乎翻倍的跨越，增长成效显著。2) 从 2024 年具体表现看，集团客户数增至 1.8 亿人，同比增长 1.8%；同时客户深度持续挖掘，个人客户客均保单数提升至 2.34 件，较上年末增长 0.9%，客户粘性与价值贡献能力稳步提升。3) 进入 2025 年上半年，这一增长趋势出现转折，截至上半年末，集团客户数较年初减少 1.0%，创下数十年来首次负增长的纪录。我们认为，短期客户数量的波动，不会改变公司长期发展的向好趋势，反而为未来更稳健的增长奠定了坚实基础。

图8: 中国太保客户数及较年初增速



数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

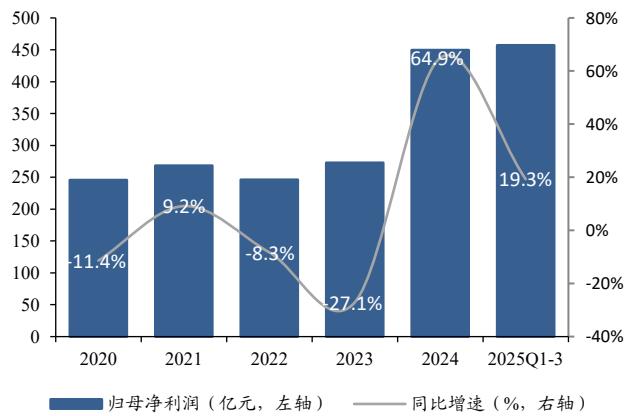
2.3. 营运利润保持稳健增长，ROE 相较上市同业更加稳定

中国太保归母净利润波动较大。1) 2020-2023 年，中国太保归母净利润表现整体疲软，期间仅 2021 年实现正增长。进入 2024 年，公司盈利水平迎来拐点，归母净利润跃升至 450 亿元，同比大增 64.9%；2025 年上半年延续向好态势，同比增幅达 19.3%。2)

归母净利润的大幅波动，核心源于中国保险行业“投资驱动业绩”的经营特性，即业绩表现高度依赖资本市场，尤其是股票市场的波动。当股市震荡下行时，权益资产公允价值变动导致归母净利润承压；而股市回暖或资产配置结构优化时，投资收益的改善又会快速带动净利润修复。3) 我们认为，中国太保归母净利润有望延续稳健增长态势，且盈利波动性将逐步收敛。一方面，随着国内资本市场改革深化，权益市场长期投资价值凸显，叠加公司持续优化资产配置结构，加大高股息资产布局，投资收益的稳定性将显著提升；另一方面，寿险“长航行动”转型成效持续释放，新业务价值增长韧性增强，为盈利提供坚实的负债端支撑。

相较于归母净利润受资本市场影响而波动较大，中国太保营运利润增长展现出更强的稳定性与韧性，成为衡量公司核心经营能力的关键锚点。1) 2020-2022 年公司营运利润连续三年实现双位数稳健增长；2023 年受公司转型及短期经营调整影响，营运利润微降至 355 亿元，同比小幅下滑 0.4%；2024 年营运利润企稳回升至 344 亿元，同比增长 2.5%，重回增长轨道；2025 年前三季度延续向好态势，实现营运利润 285 亿元，同比增幅扩大至 7.4%，增长动能持续修复。2) 营运利润的稳健表现，核心源于其剔除了短期投资损益的扰动，更真实反映公司保险主业的持续盈利能力。我们认为，随着寿险“长航行动”转型成效深化，产险非车险业务结构优化与承保盈利能力改善，营运利润有望延续平稳向上的增长趋势。

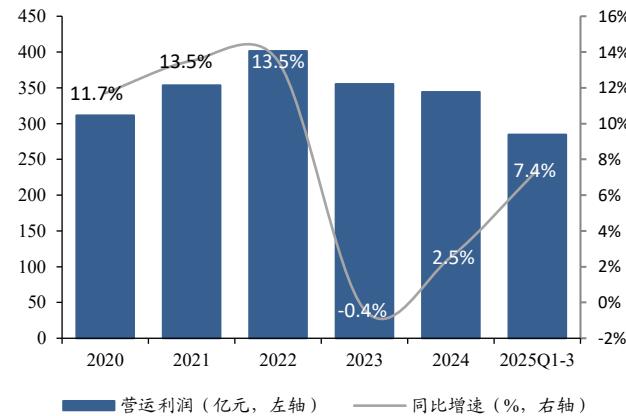
图9：2020-2025Q3 中国太保归母净利润及同比增速



数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

注：增速均采用可比口径，下同。

图10：2020-2025Q3 中国太保营运利润及同比增速

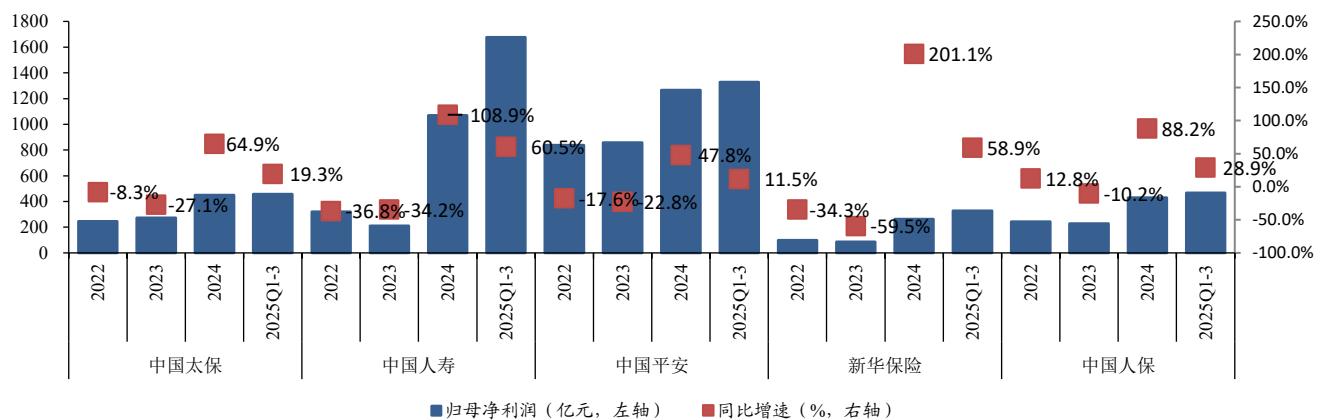


数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

中国太保归母净利润较上市同业更加稳定，在行业周期波动中展现出抗跌性强、盈利质量优、增长节奏稳的核心优势。1) 在 2022-2023 年行业盈利承压的调整阶段，太保净利润下滑幅度在上市险企中处于相对温和水平，抗跌性远超国寿、新华，亦优于平安。体现出公司在资本市场波动下更强的业绩韧性，以及资产负债联动管理的精细化水平。2) 2024 年行业业绩高增阶段，太保以 64.9% 的同比增速实现业绩大幅修复，弹性优于平安 (47.8%)，兼顾增长力度与经营稳定性；2025 年前三季度行业增速回归稳健，太保取得归母净利润同比增长 19.3% 的成绩，2025 年 Q3 单季归母净利润同比增长 35.2%，

远高于上半年整体增速，业绩修复动力持续释放。3)相较于国寿、新华的高弹性增长，太保盈利节奏更平稳，避免了长时间维度下业绩的大起大落。

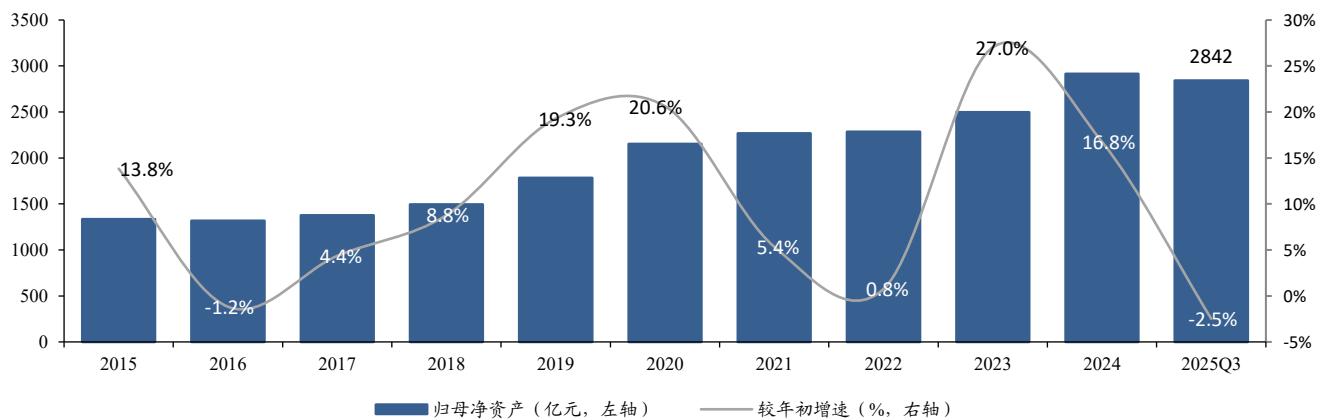
图11：上市险企 2022-2025Q3 归母净利润规模及增速



数据来源：上市险企历年财报，东吴证券研究所

2025 年在市场利率回升的背景下，中国太保归母净资产短期承压，但其长期稳步增长的基本面未发生改变。1) 从长期趋势来看，2015-2024 年公司归母净资产实现持续攀升，由 1333 亿元增长至 2914 亿元，十年间规模近乎翻倍，展现出扎实的净资产积累能力。2) 进入 2025 年，受市场环境变化影响，公司净资产出现短期承压，截至 2025 Q3 末，归母净资产较年初下降 2.5%。3) 我们认为，公司此次净资产短期承压系双重因素共同作用所致：一方面，2025 年市场利率回暖，直接引发公司持仓债券公允价值下行，对净资产形成拖累；另一方面，保险合同准备金采用移动平均曲线计量，进而导致准备金计提规模增加，进一步影响净资产表现。上述影响均具备暂时性特征，我们预计后续将逐步缓解，叠加公司盈利规模稳步增长的核心支撑，未来公司归母净资产仍将回归长期稳步上升的发展态势。

图12：2015-2025Q3 中国太保归母净资产及较年初增速

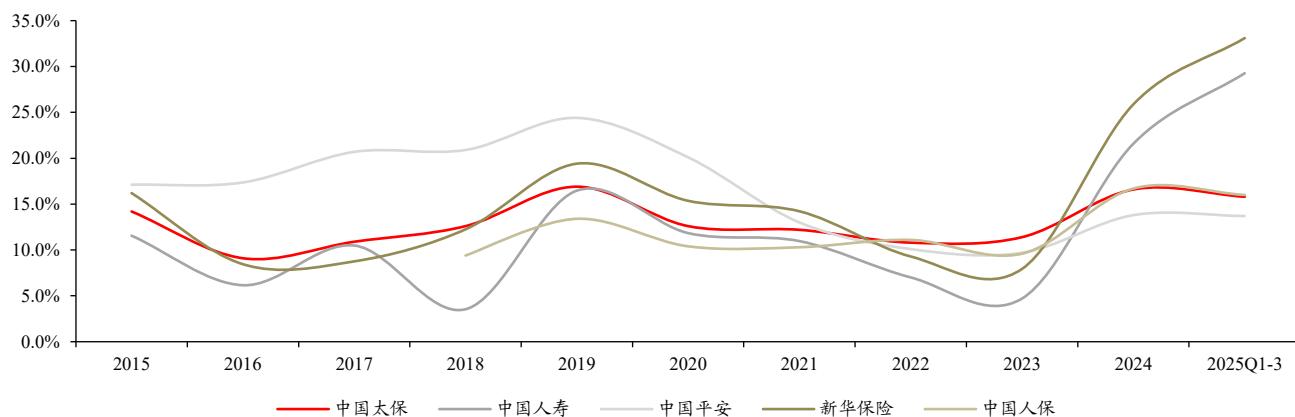


数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

中国太保 ROE 常年保持在 10% 以上，稳定性显著优于上市同业。1) 2015-2024 年十年间，太保平均 ROE 达 12.7%。从同业对比来看，该平均水平虽低于平安 (16.6%)、

新华 (13.6%), 但高于国寿 (10.3%)、人保 (11.5%), 处于上市险企中上游水平。2) 太保核心优势体现在显著更低的波动性上: 十年间太保 ROE 标准差仅为 2.4%, 大幅低于国寿 (5.2%)、平安 (4.7%)、新华 (5.4%), 与人保 (2.4%) 并列最低。结合平均收益水平来看, 太保在保持中等偏上 ROE 的同时, 实现了同业领先的稳定性, 展现出“收益稳健、波动可控”的差异化竞争优势。

图13: 上市险企 2015-2025Q3 ROE



数据来源: 中国太保历年财报, 东吴证券研究所

2.4. 内含价值稳定增长, 增速开始回暖

中国太保内含价值保持稳健增长格局, 十年维度实现大幅攀升, 阶段性增速则呈现鲜明的波动特征。1) 2014-2024 年十年间, 公司内含价值始终维持正增长态势, 未出现过负增长情况, 期间 CAGR 达 12.6%, 长期增长基础坚实。2) 从增速的阶段变化来看, 公司内含价值增长节奏历经高速增长—持续回落—修复回暖的演变: 2015-2020 年, 内含价值年增长始终保持 15%以上的高增速, 是十年累计增长的核心贡献阶段; 后受疫情冲击公司资负两端业务表现、内含价值相关假设调整等多重因素影响, 增速进入下行通道, 2021 年、2022 年、2023 年增速依次回落至 8.5%、4.3%、1.9%, 创阶段性低点; 2024 年行业环境改善叠加公司转型成效逐步释放, 内含价值增速率先回暖至 6.2%, 2025 年上半年延续修复态势, 增速达 4.7%。

图14: 2015-2025H1 中国太保内含价值及较年初增速

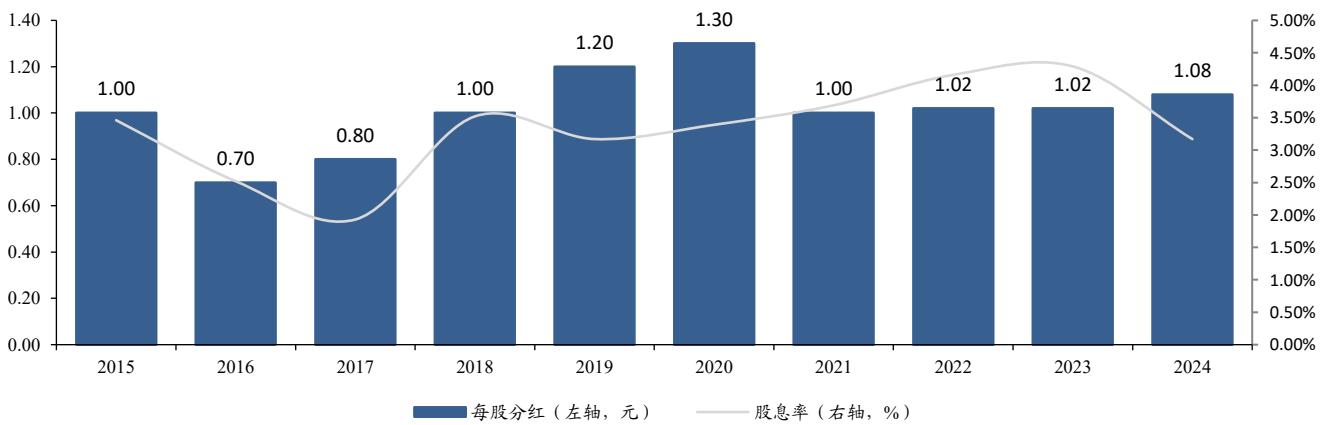


数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

2.5. 公司重视投资者回报，历史分红可观

中国太保持续为股东提供稳定回报，分红表现稳健且可持续。1) 每股分红实现稳步增长，回报确定性强。2021-2024年，中国太保每股分红分别为1元、1.02元、1.02元、1.08元，始终保持正向增长态势，为股东提供了稳定可预期的现金回报。2) 长期股息率表现稳健，核心回报水平扎实。自2015年以来，公司股息率仅在2016-2017年短暂低于3%，其余年份均维持在稳健区间，长期持续为股东创造稳定的现金收益，彰显出对股东回报的坚定承诺。3) 分红基础锚定营运利润，稳定性与可持续性显著提升。受保险行业特性影响，净利润波动较大导致公司按净利润口径的分红率存在一定波动，2024年因净利润高增，该口径分红率降至23.1%；而按更能反映主业真实盈利能力的营运利润口径计算，分红率呈现逐年稳步提升趋势，2022-2024分别达24.5%、27.6%、30.2%。根据公司指引，未来分红将主要以营运利润为核心依据，进一步强化分红的稳定性与可预期性，为股东提供长期、持续且稳健的投资回报。

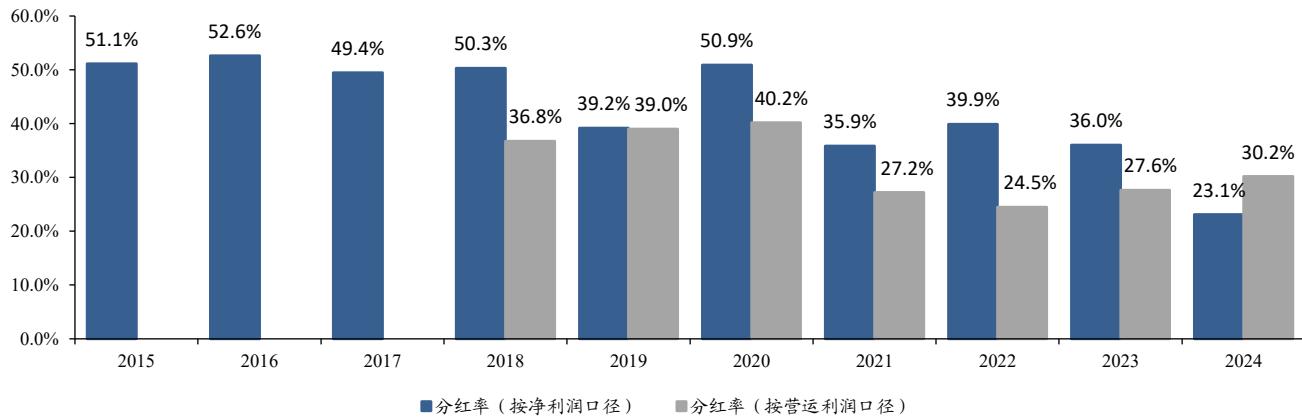
图15: 2015-2024年中国太保每股分红及股息率



数据来源：中国太保历年财报，Wind，东吴证券研究所

注：股息率所用收盘价口径为各年末的人民币收盘价（不复权）。

图16: 2015-2024年中国太保分红率



数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

3. 人身险业务：寿险改革践行长期主义，先于同业聚焦银保渠道

3.1. 从战略转型 1.0 到“北极星计划”，转型发展已深植太保血脉

公司持续深化转型升级，分阶段稳步推进长航行动战略落地，发展脉络清晰。1) 2011年，公司启动了转型 1.0 战略，以客户需求为导向，提升可持续发展能力。2) 2017 年，公司实施转型 2.0 战略，以聚焦人才、协同、管控、数字、布局等五个关键词，实现新旧动能的转换升级。3) 2021 年，太保成立 30 周年，在转型 2.0 收官之际，公司聚焦寿险转型，发布了长航行动行动纲领，确立长航行动一期施工图并逐步推进，开启转型新篇章，进一步落地长期主义。4) 2023 年长航行动一期顺利收官，开始进入二期工程建设，强化内勤管理升级。5) 2025 年太保寿险全面落地实施长航二期“北极星计划”，进一步深化客户经营，持续增强转型发展动能。

图17: 太保寿险转型升级时间线



数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

3.2. 保费收入稳步增长，以传统险为主

太保寿险保费收入整体呈现稳步增长的发展态势，不同发展阶段展现出鲜明的阶段性特征。1) 2015-2017年，公司保费收入实现高速增长，2017年同比增速攀升至27.9%；此后保费增速逐步回落，叠加疫情等外部因素影响，2020年、2021年保费收入分别同比微降0.3%、0.1%，整体降幅有限，经营基本面保持稳定。2) 2022年起，以中国太保为代表的上市险企主动优化产品结构，以增额终身寿险为核心的长期储蓄类业务迎来市场热销，太保寿险保费收入随之恢复正增长。3) 2024年，太保寿险实现规模总保费收入2611亿元，同比增长3.3%，增长基础持续夯实；随着公司“北极星计划”逐步开展，2025年前三季度规模保费收入同比大幅提升14.2%，充分彰显出转型驱动下的强劲增长动能。

图18：2015-2025Q3 太保寿险保费收入及同比增速

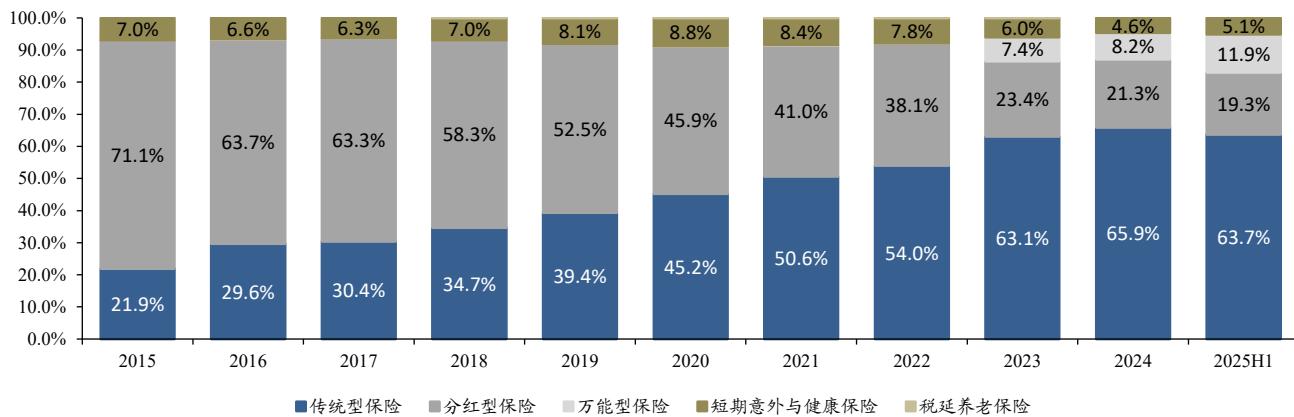


数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

注：2023年及以后数据为规模保费口径，其他年份为保险业务收入口径。

太保寿险传统险业务占比略有下滑，但仍在保费结构中占据绝对主导地位。1) 自转型1.0落地以来，公司坚守人身险行业长期主义发展理念，持续夯实传统型业务根基，推动其保费占比稳步提升。过去十年间，传统险占比从2015年的21.9%逐年攀升至2024年的65.9%，2025年上半年略有回落至63.7%。我们认为，疫情后传统险业务的增长核心主要依托于传统型增额终身寿险，该类产品精准匹配了客户的长期储蓄需求，成为业务增长的重要支撑。2) 分红险为当前公司保费收入中第二大品类，2024年该业务实现收入555亿元，同比下降6.3%，保费占比回落至21.3%，2025年上半年占比进一步降至19.3%。3) 结合公司当前战略转型方向，其正以分红险为核心推进浮动收益型业务发展，基于此我们判断，未来公司分红险保费占比有望逐步回升。

图19: 2015-2025H1 太保寿险分险种保费收入占比



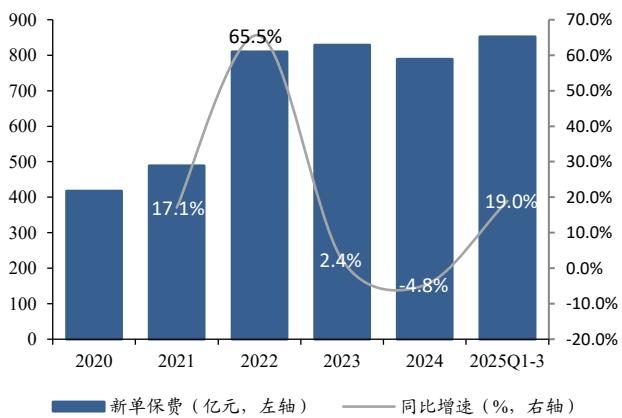
数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

注：2023年公司切换为保费收入口径，故前后年份占比不可比。

3.3. 新单保费重回高增长，领先上市同业

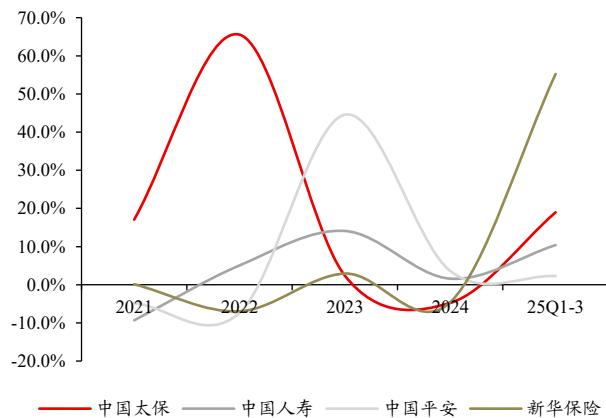
太保寿险新单保费增速企稳回升，累计表现大幅领跑同业。1)伴随公司“长航行动”的持续推进，新单保费增速实现显著回暖，后续受战略调整影响呈现阶段性波动特征。2021年公司新单保费同比增长17.1%，2022年增速进一步攀升至65.5%；此后受期缴业务转型等因素影响，增速有所回落，2023年、2024年同比增速分别为2.4%、-4.8%，而2025年前三季度新单保费增速重回19.0%，增长态势再度修复，转型驱动下的增长活力持续释放。2)与上市同业相比，太保寿险新单保费增长展现出较强的行业领先性：疫情后公司新单增速率先实现恢复性增长，2020-2024年新单保费CAGR达17.2%，大幅领先国寿(2.5%)、平安(7.2%)、新华(-2.2%)；2025年前三季度公司新单保费同比增长19.0%，增速仍位居行业前列，领先国寿(10.4%)、平安(2.3%)，仅次于新华(55.2%)。

图20: 2020-2025Q3 中国太保新单保费及同比增速



数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

图21: 2020-2025Q3 上市险企新单保费同比增速

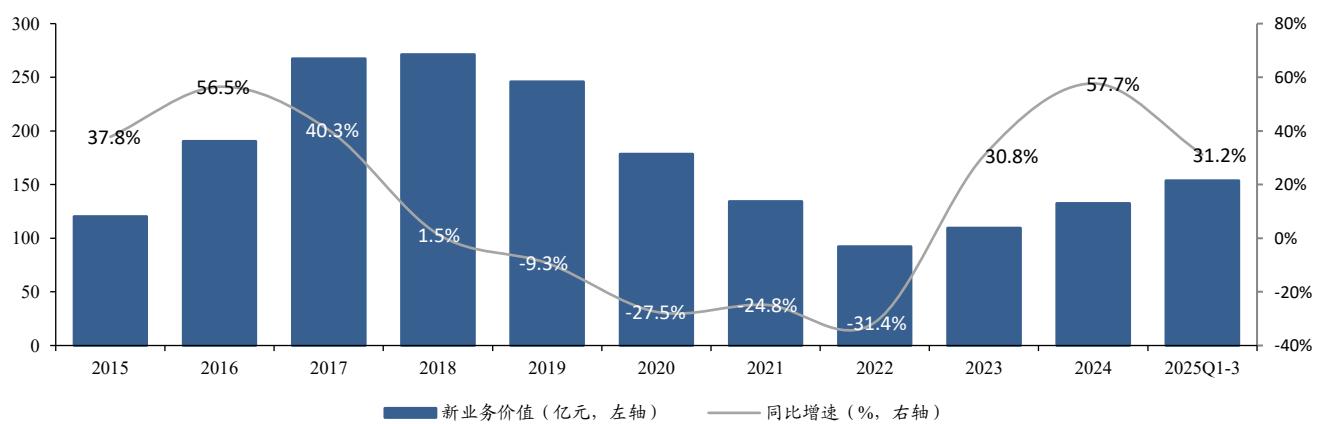


数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

3.4. 新业务价值&新业务价值率：恢复增长态势，实现质效双升

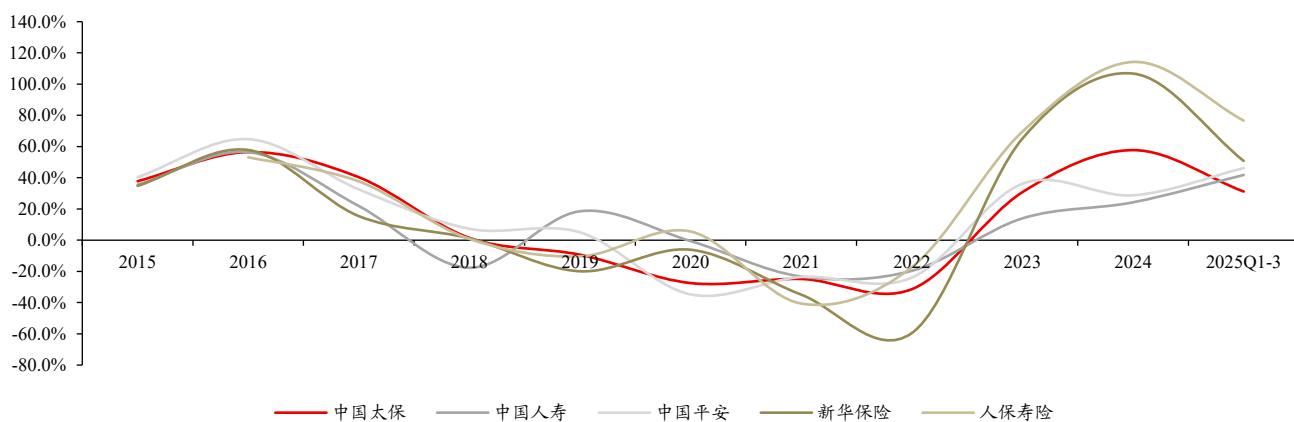
太保寿险新业务价值实现高增长修复，行业竞争力稳步提升。1) 复盘过去十年发展历程，公司新业务价值走势呈现清晰的阶段性特征，整体历经“持续上行—逐步下行—回暖修复”三个阶段：2015-2018 年在行业发展红利下稳步走高，公司新业务价值从 120 亿元逐年攀升至 271 亿元的阶段性峰值；2019 年后受内部业务战略转型与外部疫情冲击双重影响，业绩步入下行通道，2022 年探至 92 亿元的历史低点；此后随着公司“长航行动”战略成效持续释放，新业务价值开启强劲回暖进程，2023 年、2024 年分别同比增长 30.8%、57.7%，2025Q1-3 延续修复态势，同比增幅达 31.2%，高增长修复趋势明确。2) 从上市同业对比维度来看，太保寿险新业务价值长期增速与行业头部梯队基本持平，未形成显著差距。2015-2024 年十年周期内，太保寿险新业务价值累计增速达 115.0%，同期国寿、平安、新华、人保寿累计增速分别为 119.3%、130.1%、68.4%、259.4%。3) 展望未来，人身险行业居民保障与养老储蓄需求持续释放，“报行合一”政策引导竞争回归价值本源，为太保寿险价值增长创造良好行业环境。太保寿险“长航转型”纵深推进，渠道协同发力、产品结构持续优化，康养生态布局与数字化赋能进一步提升综合竞争力。依托多维度的核心能力建设，公司新业务价值有望延续高质量增长态势，行业竞争力持续稳步提升。

图22：2015-2025Q3 中国太保新业务价值及同比增速



数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

图23: 2015-2025Q3 上市险企新业务价值同比增速

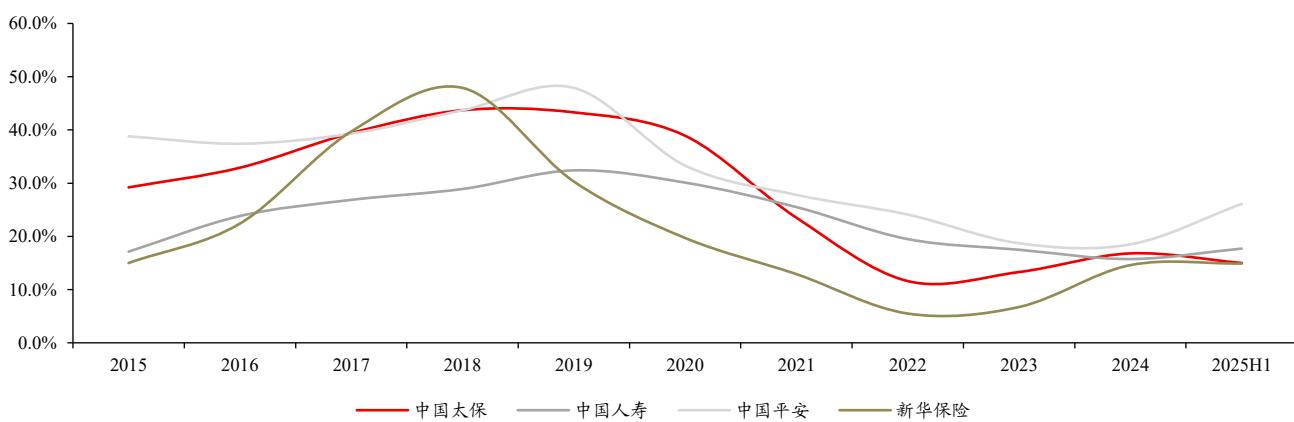


数据来源：上市险企历年财报，东吴证券研究所

太保寿险新业务价值率已较历史低点实现回暖修复，但整体仍具备显著的提升空间。

1) 与新业务价值历史趋势相似，过去十年公司新业务价值率呈现相同趋势：2015-2018年稳步走高，从 29.2%逐年提升至 43.7%的阶段性高点；2019 年起步入下行通道，2022 年探至 11.6%的历史低点；此后伴随“报行合一”政策的持续落地推进，新业务价值率开启回暖进程，2024 年回升至 16.8%，2025 年上半年为 15.0%。2) 从上市同业对标来看，公司当前新业务价值率仍处于相对低位。2025 年上半年，太保寿险新业务价值率为 15.0%，低于国寿 17.7%、平安 26.1% 的水平，仅略高于新华的 14.9%。3) 我们认为，随着各渠道“报行合一”政策的持续深化落地，叠加公司转型举措的逐步见效，太保寿险新业务价值率未来具备较大的提升空间。

图24: 2015-2025H1 上市险企新业务价值率



数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

3.5. 银保大时代来临，太保先于同业聚焦银保渠道价值

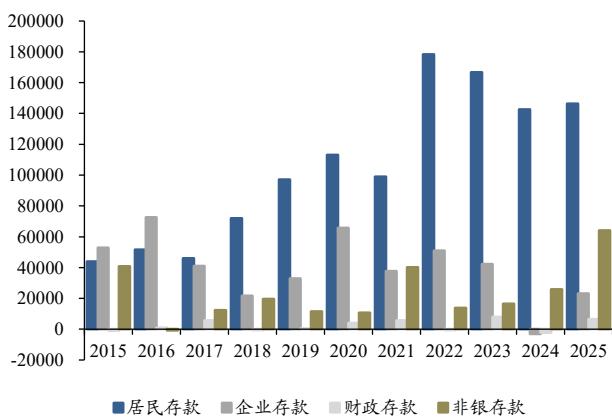
3.5.1. 行业趋势：银保有望重回行业第一大渠道定位

1、存款搬家趋势延续，银保渠道场景优势凸显

“存款搬家”大趋势仍在延续。随着国内存款利率不断下降，银行存款对投资者吸引力逐步降低，存量存款到期与新增资金开始从银行存款领域转移，逐步寻求其他更高回报的投资资产配置。2025年居民存款累计增加14.6万亿元，占当年新增存款总额的55%，为近四年最低占比；而非银存款累计增加6.4万亿元，占比24%，规模与占比均为近十年最高。我们认为，随着国内利率维持低位、商业银行5年期定存产品下架和存量存款继续到期，“存款搬家”的大趋势仍将延续。

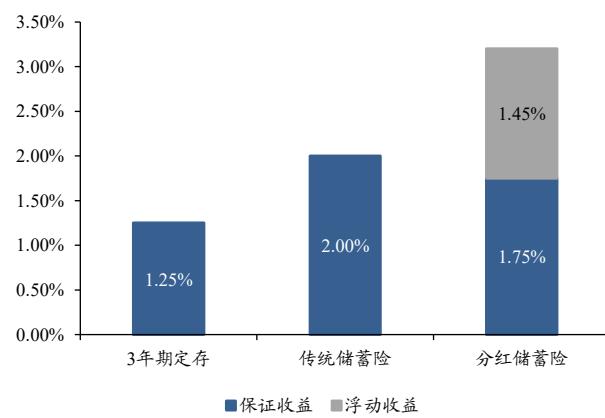
储蓄险配置需求旺盛，银保渠道场景优势凸显。在“存款搬家”大趋势下，保险产品相对吸引力凸显，特别是分红型储蓄险凭借更高保本收益(1.75%)和浮动收益设计，有望承接从银行存款流出的配置需求。而银行渠道掌握居民财富配置的主账户，我们预计居民存款向其他金融资产转移将率先在银行体系内完成，天然的场景优势更有利于完成储蓄型保险产品销售，因此我们继续看好银保渠道对保险新单增长的推动作用。

图25：2025年非银存款增加额大幅提升（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图26：3年期定期存款与保险产品收益率比较



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：3年期定存收益率为2026年1月末数据；分红险浮动收益不确定，按3.2%分红水平展示。

2、“银行合一”提升银保价值表现

“银行合一”落实带动银保业务价值率提升，对头部公司吸引力提升。2024年起银保渠道正式进入“银行合一”政策实施阶段，“银行合一”要求保险公司必须确保上报监管部门的费用率与实际执行费用率完全一致，禁止通过隐性费用转移等方式进行渠道套利。在“银行合一”执行后，因佣金率压缩及高价值产品占比提升，上市险企银保渠道整体NBV margin显著提升，头部公司对银保渠道重视程度也大幅提高。

表3: “银行合一”之后银保渠道 NBV margin 显著提升

	2023	2024	同比变动	2024H1	2025H1	同比变动
中国人寿	5.4%	16.0%	10.6pct	4.2%	11.7%	7.5pct
中国平安	16.4%	24.6%	8.2pct	10.7%	28.6%	18.0pct
中国太保	5.6%	15.5%	9.9pct	4.8%	12.4%	7.6pct
新华保险	1.4%	10.1%	8.7pct	13.8%	13.1%	-0.7pct
人保寿险	3.2%	13.6%	10.4pct	8.6%	9.9%	1.2pct
中国太平	5.8%	31.5%	25.7pct	15.6%	19.3%	3.7pct

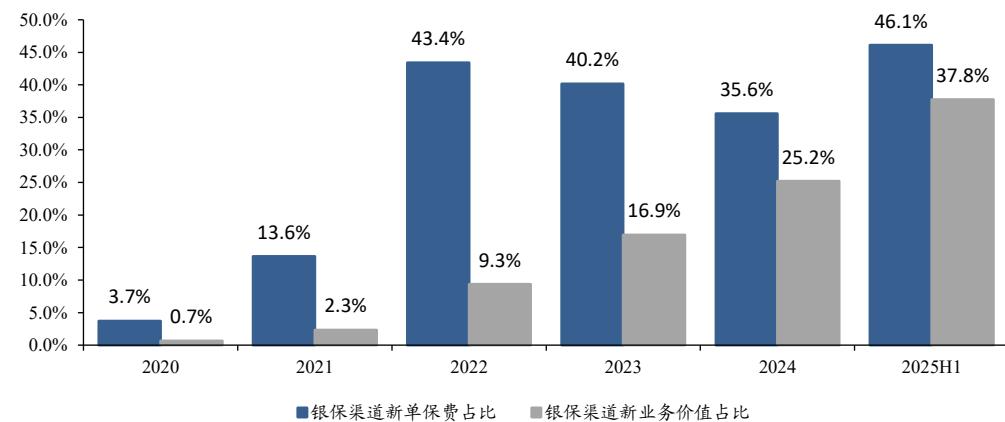
数据来源：上市险企历年财报，东吴证券研究所

注：1) 新华 2024 年数据为新假设口径，其他公司 2023-2024 年数据均为旧假设口径；2) 新华、人保 2024H1 数据为旧假设口径，其他公司 2024H1-2025H1 数据均为新假设口径。3) 中国人寿银保 NBV 采用非个险整体数据作为替代。

3.5.2. 太保寿险：“芯” 银保带动银保渠道业务占比快速提升

太保寿险“芯” 银保模式于“长航行动”一期深化推进阶段落地，银保渠道实现跨越式发展，渠道战略地位与价值贡献度持续跃升。1) 太保寿险“芯” 银保模式，是以客户需求为导向、遵循银保合作规律，从客户与渠道双向升级、高素质银保队伍建设、数字化科技平台赋能三大维度，通过分客群经营、深耕战略网点打造专属队伍与全流程科技支撑，构建的高质量、高价值银保发展模式。2) 长航行动启动前，太保寿险银保渠道在公司业务体系中占比偏低，处于个位数水平：2020 年银保渠道新单保费、新业务价值占比仅为 3.7%、0.7%；2021 年长航行动正式落地，银保渠道迎来初步复苏，两项指标占比分别提升至 13.6%、2.3%，为后续“芯银保”模式的落地实施奠定了发展基础。3) 2022 年“芯银保”模式全面推开后，银保渠道发展驶入快车道，对公司的贡献度实现质的提升，当年新单保费占比快速攀升至 43.4%，新业务价值占比同步提升至 9.3%；增长势能持续释放下，2025 年上半年银保渠道新单保费占比进一步提升至 46.1%，新业务价值占比更是大幅增至 37.8%，成为公司新业务价值增长的核心支柱。

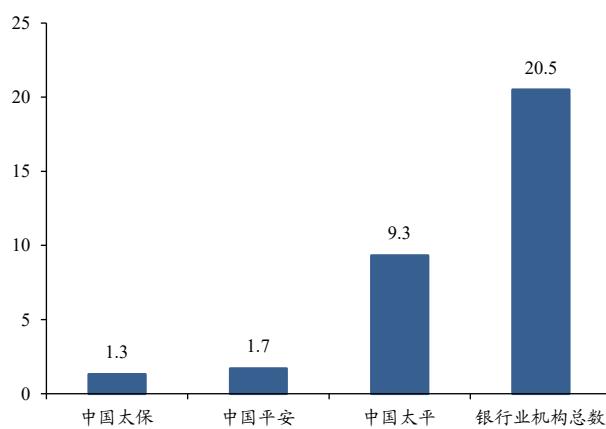
图27: 2020-2025H1 太保寿险银保渠道新单保费及新业务价值占比



数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

看好太保寿险银保渠道在国有大行合作领域实现重大突破，当前国有行渠道已展现出强劲增长动能，叠加行业基数优势，未来合作网点规模有望迎来跨越式提升。1) 截至 2025 年上半年，公司银保渠道期缴举绩网点规模与经营活跃度实现双升，期缴举绩网点总数达 1.3 万个，同比提升 28.9%，月均期缴举绩网点数同比高增 70.2%；其中国有大行渠道表现尤为亮眼，月均期缴举绩网点数增速高达 164.9%，成为渠道增长的核心拉动力，彰显国有行合作突破的显著成效。2) 从行业网点格局来看，截至 2026 年 1 月，国有大行网点在我国银行网点总量中的占比达 51%，具备绝对的基数优势；而太保寿险正持续加大国有大行渠道的战略布局与合作深化力度，在此背景下，公司银保渠道合作网点数量有望迎来实质性重大突破。

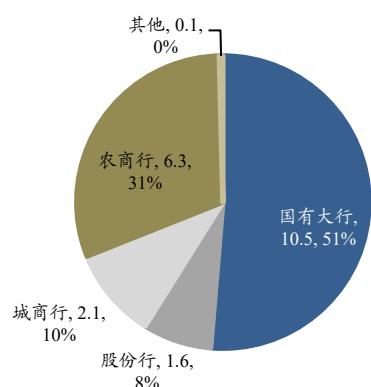
图28：上市险企合作网点数（万家）



数据来源：中国太保历年财报，金监总局，东吴证券研究所

注：太保网点数采用期缴举绩口径，上市险企数据截至 2025H1，行业数据截至 2026.01。

图29：不同类型银行机构数结构（万家）

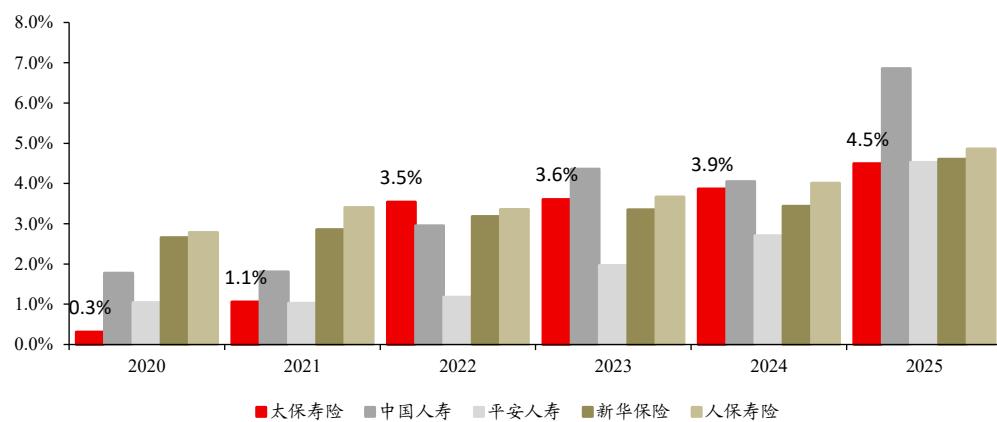


数据来源：金监总局，东吴证券研究所

注：数据截至 2026.01.19。

太保寿险率先聚焦银保渠道价值转型，先发优势显著，渠道行业市占率实现持续攀升。1) 公司银保渠道市占率呈逐年稳步提升态势，从 2020 年的 0.3% 起步，2022 年依托“芯银保”模式落地实现快速跃升，市占率增至 3.5%，2025 年进一步攀升至 4.5%，行业竞争力持续增强。2) 太保寿险是上市同业中较早聚焦银保价值赛道的险企，提前完成渠道模式升级、资源布局与生态搭建，形成了明显的先发优势，叠加当前国有行合作的快速突破，未来银保渠道的成长空间与市占率提升潜力值得继续看好。

图30：2020-2025 上市险企银保渠道市场份额



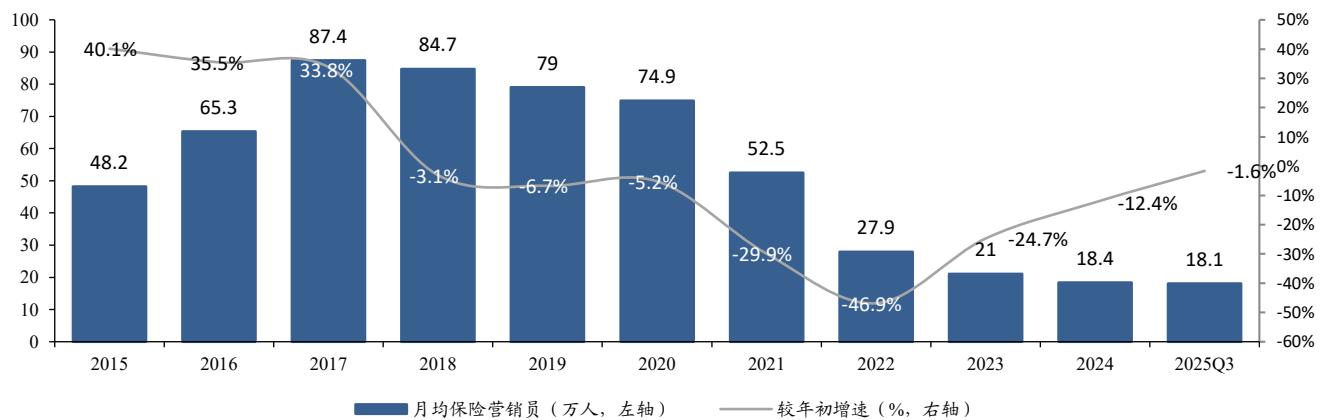
数据来源：13个精算师，东吴证券研究所

注：以上为银保新单规保口径

3.6. 个险转型成效释放，人均产能大幅持续提升

太保寿险代理人规模已实现实质企稳。公司代理人规模于2017年触及87.4万人的历史顶峰，后续受行业经营环境变迁、公司“长航行动”清虚提质战略推进等多重因素影响，太保寿险持续深化存量人力清虚、抬高新人优增准入标准，代理人规模进入阶段性下行通道。截至2025年三季度，公司月均代理人规模为18.1万人，较年初仅微降1.6%，降幅大幅收窄且处于低位区间，我们判断其代理人规模已完成筑底企稳。

图31：2015-2025H1 中国太保月均保险营销员数量（万人）

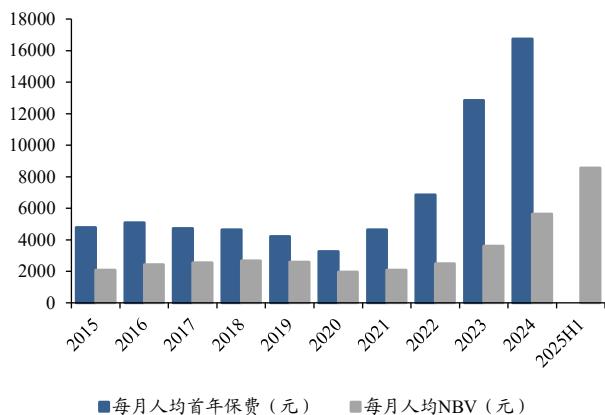


数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

太保寿险代理人人均产能实现显著跃升，核心人力产能同步大幅提升，代理人渠道转型效能持续释放。1) 人均产能维度，代理人月均首年保费从2021年的4638元逐年攀升至2024年的16734元，增幅达261%；代理人月均新业务价值从2021年的2075元稳步提升至2024年的5632元，增幅为171%，渠道人均保费贡献与价值创造能力均实现跨越式提升。2) 核心人力作为渠道发展中坚，产能提升态势同样突出，2025年上半年

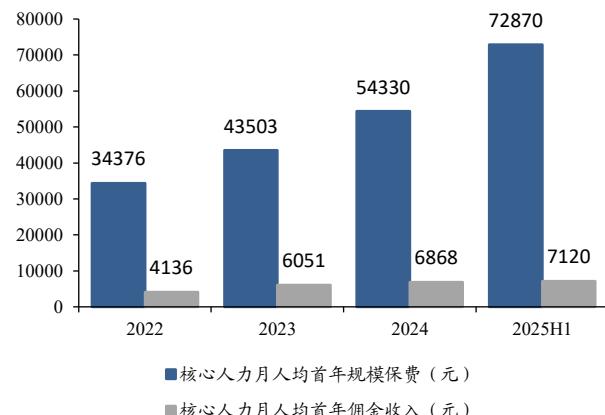
年公司核心人力月均保保费量 4.9 万人，同期核心人力月均首年规模保费达 72870 元，同比增长 12.7%，核心队伍的产能优势进一步凸显。3) 我们认为，太保寿险代理人产能的持续向好，是公司“长航行动”战略下渠道转型持续深化、体系化建设成效落地的直接体现，依托转型的持续推进与队伍质量的稳步提升，公司代理人渠道产能具备进一步提升的空间，未来增长可期。

图32：2015-2025H1 太保寿险人均保费及人均NBV



数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

图33：2022-2025H1 太保寿险核心人力产能



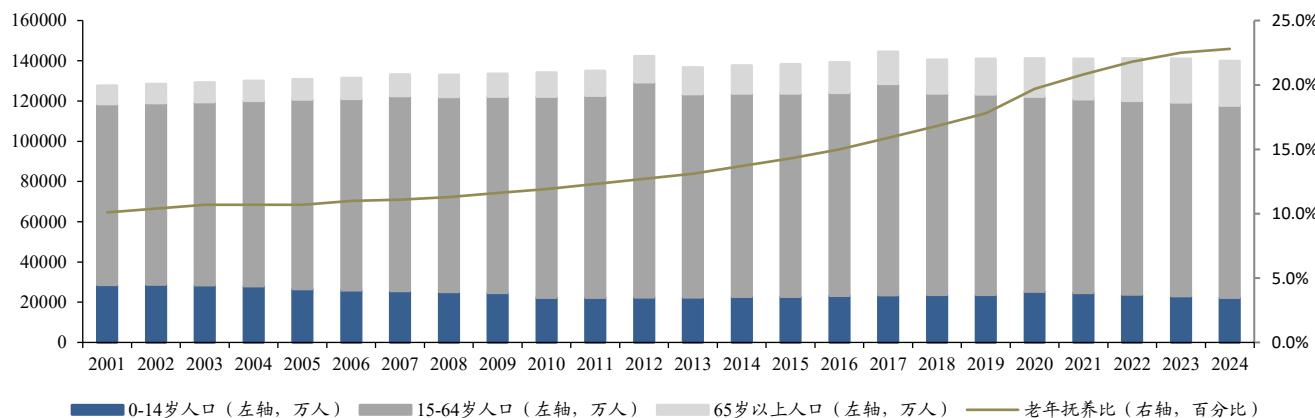
数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

3.7. “产品+康养”，大康养蓝图有序落地

七次全国人口普查结果显示，2020 年中国人口总量 14.1 亿人，其中 60 岁以上人口占比达 18.7%，比 2010 年（第六次全国人口普查数据）增加 5 个百分点。就老年人收入情况来看，老年人劳动参与率较低，收入水平相对有限，养老金收入是大多数老年人的主要收入来源，因此来自子女或其他亲属的经济支撑就十分必要，但老年人慢性疾病发病率高、住院频率高等因素使得老年人收支不平衡，加上老年人抚养比率的逐年提升使老年人这一整体的重要性越来越受到重视，这也对社会和市场提出新的需求，保险业在健康养老领域将扮演更加重要的角色。

在养老金三支柱体系结构性改革持续推进的背景下，个人养老金制度的实施为保险行业打开了参与国家多层次养老保障体系建设的重要窗口。这一政策导向与市场需求相结合，正推动养老金融从单一储蓄功能向“资产配置+健康管理+康养服务”的生态化模式演进，为保险公司在养老金资产管理、康养社区运营、健康保险创新等领域创造了系统性机遇，同时也赋予其整合医疗健康资源、构建全生命周期服务闭环的战略责任，成为险企布局大健康产业、实现可持续发展的重要战略支点。

图34：中国人口年龄结构变化



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

1. “大健康”服务供给能力不断提升，持续赋能主业发展

产品方面：1) 发布创新型护理保险产品：“太保颐护金生终身护理保险”，满足客户差异化的保障需求。2) 丰富“蓝医保”产品矩阵，推出具有防癌筛查等服务的互联网版税优终身防癌医疗险。3) 推出“家安芯”非标体百万医疗产品，为健康人群及五类慢病人群提供医疗保障，持续覆盖非标体等重点客群保障缺口。

服务方面：1) 支持分客群多元化养老服务：截至2025年末，已开业上海、杭州、南京等12家“太保家园”；推出一站式长者智慧居家养老解决方案“百岁居”。2) 强化特色服务应用，为个人及家庭客户提供健康管理服务：升级“太保蓝本”，打造“无忧管家”全流程主动服务；升级“太医管家”家医体系，发布“数字健康档案”。健全“防诊疗复养”全链条健康服务。3) 加强与瑞金、华西、和睦家等知名医疗机构合作，丰富多层次、高品质医疗服务能力。

队伍方面：1) 与瑞金携手培养具有康养服务能力和全新职业形象的健康管理师队伍，不断提升营销队伍的职业化、专业化服务能力。2) 通过太保蓝脑健康公益平台等特色项目，提升客户好感度，助力队伍展业。

图35: 太保家园养老社区全国布局



数据来源: 太保家园官网, 东吴证券研究所

2、“大区域”发展成效加速显现, 创新引领业务发展

公司聚焦京津冀、长三角、成渝和大湾区等几大核心区域, 开展深入的战略布局。

- 1) 京津冀: 深挖首都重要战略客户价值, 探索 BBE 模式创新、年金业务拓展资负协同, 并加快推广应用; 依托首都高端医疗资源优势, 形成京津服务协同, 创中新高客双城联动经营模式。设立中国太保京津冀特色作业服务中心, 提升理赔服务品质与效率。
- 2) 长三角: 探索跨省市就医绿通, 推动客户经营与服务一体化; 聚焦生物医药、智能驾驶等重点科技领域保险需求, 形成专属方案。拓展巨灾、工伤等保险领域, 丰富健康养老服务矩阵。
- 3) 成渝: 打造一体化协同标杆, 以“太保家园”为纽带, 探索产险高客加保寿险开发路径; 依托成都研发中心资源优势, 加强科技赋能一线业务与服务; 创新产品服务, 建立华西-太保联合创新中心, 探索医疗与商业保险融合发展。
- 4) 大湾区: 开发具有湾区特色的跨境产品与服务; 深入推进“港/澳车北上”, 推动“太保家园”港客共享, 太保寿险香港保单收益可直付太保家园养老; 创新研发跨境

高端医疗产品。

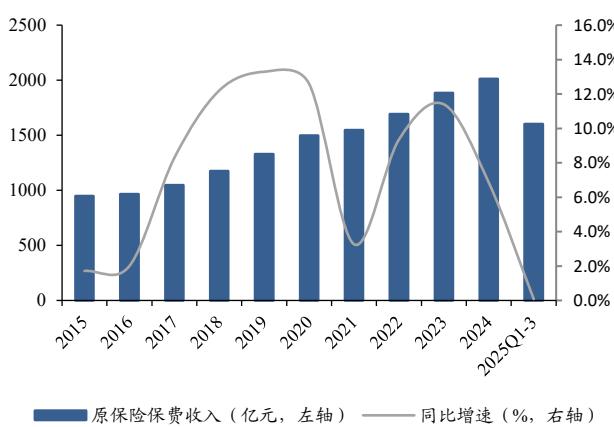
4. 财产险业务：信保业务出清不改整体业务优质底色

4.1. 保费保持稳定增长，非车业务结构正面面临调整

太保产险保费收入保持稳健增长，行业地位稳固，稳居国内财产险市场第三大主体。

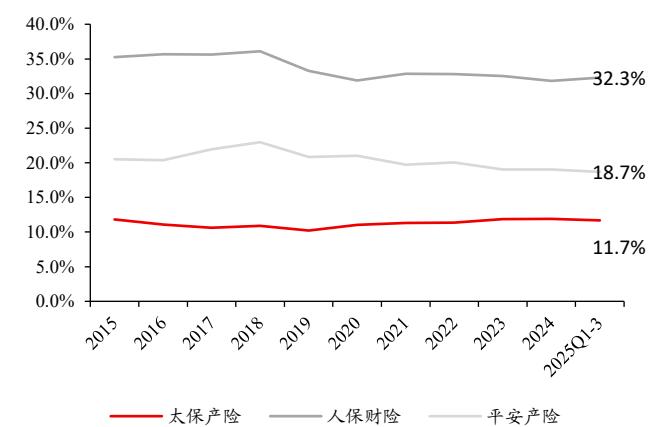
1) 2014-2024 年，公司保费收入从 931 亿元攀升至 2012 亿元，十年间年均复合增长率达 8.0%，同期增速高于人保财险 (7.8%)、但低于平安产险 (8.4%); 2025 年前三季度保费收入与 2024 年同期基本持平，核心系公司主动出清保证保险业务的结构性调整所致。2) 国内财产险市场集中度处于较高水平，头部三家险企的市场份额保持基本稳定，太保产险已连续多年稳居行业第三大财产险公司。2025 年前三季度，人保财险、平安产险、太保产险的保费市占率分别为 32.3%、18.7% 和 11.7%。

图36：2015-2025Q3 太保产险保费及同比增速



数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

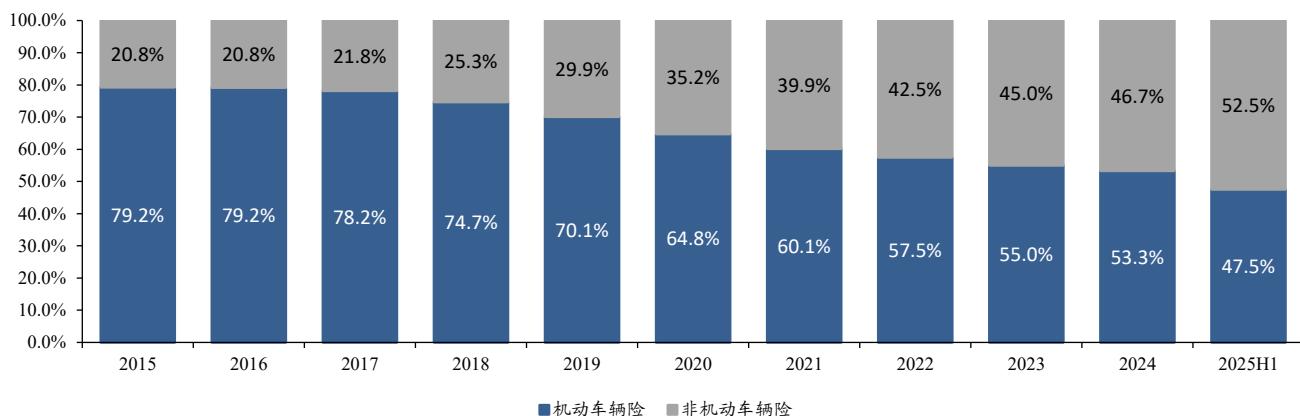
图37：2015-2025Q3 头部财险公司市占率



数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

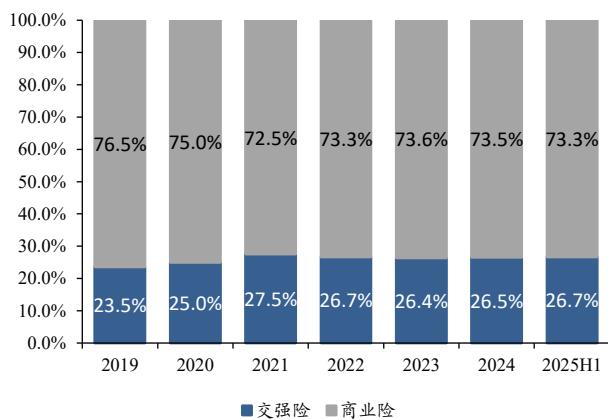
太保产险非车险业务占比实现快速且持续的提升，业务结构优化成效显著。1) 非车险业务占比呈逐年攀升态势，从 2015 年的 20.8% 稳步提升至 2025 年上半年的 52.5%，成为公司产险业务的核心组成部分。2) 车险业务内部结构保持长期稳健，2019 年至 2025 年上半年，商业险在车险整体业务中的占比基本稳定在 75% 左右，交强险与商业险的配比格局未发生明显变化。3) 非车险业务内部结构持续优化，核心险种占比实现稳步提升：健康险占比从 2019 年的 12.9% 逐年提升至 26.2%，责任险占比从 2019 年的 15.3% 提升至 21.8%，农险占比亦呈波动上行趋势，2025 上半年占比 24.2%；而信保业务目前正处于风险出清与业务调整阶段。

图38：2015-2025H1 太保产险保费收入构成



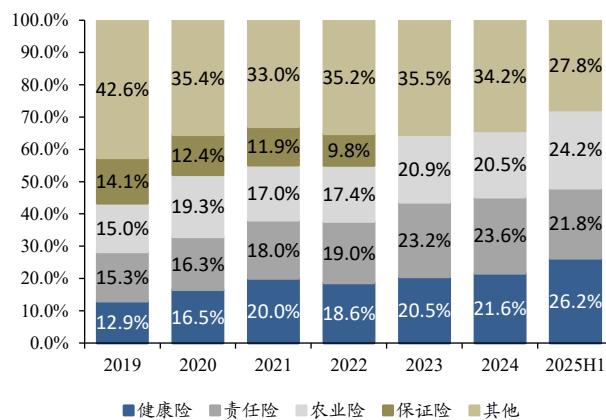
数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

图39：2019-2025H1 机动车辆险保费收入构成



数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

图40：2019-2025H1 非机动车辆险保费收入构成

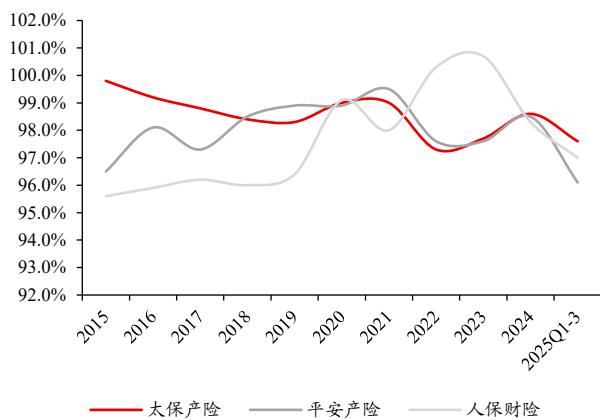


数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

4.2. 始终保持承保盈利，受信保业务影响 COR 略有承压

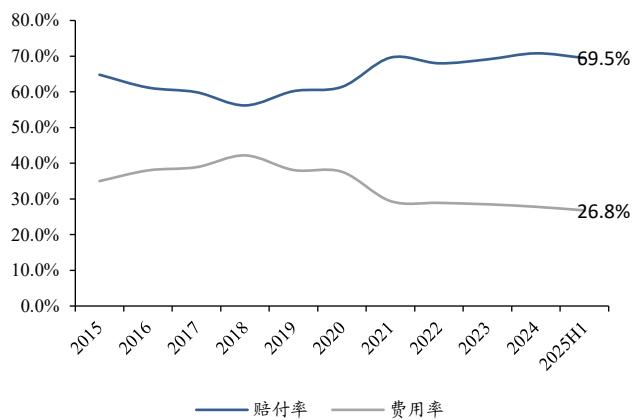
太保产险 COR 整体优化趋势显著，2025 年受信保业务拖累，指标表现略高于上市同业。1) 2015-2025Q3，太保产险 COR 呈持续优化态势，2015-2021 年基本稳定在 99% 左右；2022 年、2023 年实现明显改善，COR 分别降至 97.3%、97.7%；2024 年受自然灾害因素影响，COR 小幅抬升至 98.6%；2025Q1-3 则受信保业务出清拖累，COR 为 97.6%，指标表现略高于上市同业。2) 从赔付率、费用率两大核心拆解来看，公司赔付率近年略有上行，2024、2025H1 分别为 70.8%、69.5%，我们认为这主要系自然灾害频发、新能源车导致车险赔付率攀升以及信保业务承压等因素综合影响；费用率则实现显著优化，2025H1 仅为 26.8%，较 2015 年大幅下降 8.2pct。

图41：2015-2025Q3 上市险企 COR



数据来源：上市险企历年财报，东吴证券研究所

图42：2015-2025H1 太保产险费用率及赔付率



数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

从细分险种的承保盈利表现来看，太保产险各险种呈现显著分化特征，车险、农险两大险种常年保持承保盈利态势，健康险、责任险、企财险则间或出现承保亏损。1) 车险是公司产险业务最核心的承保盈利来源，2021-2025H1 期间持续实现承保盈利，2025H1 其 COR 迎来显著优化，降至 95.3%，盈利水平进一步提升。2) 农险作为政保属性突出的险种，盈利能力保持稳健，2021-2025H1 期间 COR 基本稳定在 99%左右，始终维持承保盈利状态。3) 健康险、责任险的承保盈利表现相对波动，2021-2025H1 期间两大险种分别出现 3 次、2 次承保亏损，盈利稳定性有待进一步改善。

表4：中国太保财险分险种承保盈利情况

综合成本率	2021	2022	2023	2024	2025H1
机动车辆险	98.7%	96.9%	97.6%	98.2%	95.3%
健康险	101.9%	101.6%	99.2%	104.3%	99.3%
责任险	98.5%	99.8%	100.6%	103.7%	99.4%
农业险	99.6%	97.7%	98.8%	98.7%	98.8%
保证险	95.1%	95.5%	-	-	-
企财险	-	-	97.2%	103.8%	92.8%
承保利润（亿元）	2021	2022	2023	2024	2025H1
机动车辆险	10.77	28.36	24.1	18.68	25.12
健康险	-1.99	-2.23	0.72	-4.29	0.37
责任险	1.04	0.15	-1.09	-8.11	0.64
农业险	0.28	2.22	1.94	2.43	0.97
保证险	2.66	2.86	-	-	-
企财险	-	-	2.06	-3.1	3.19

数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

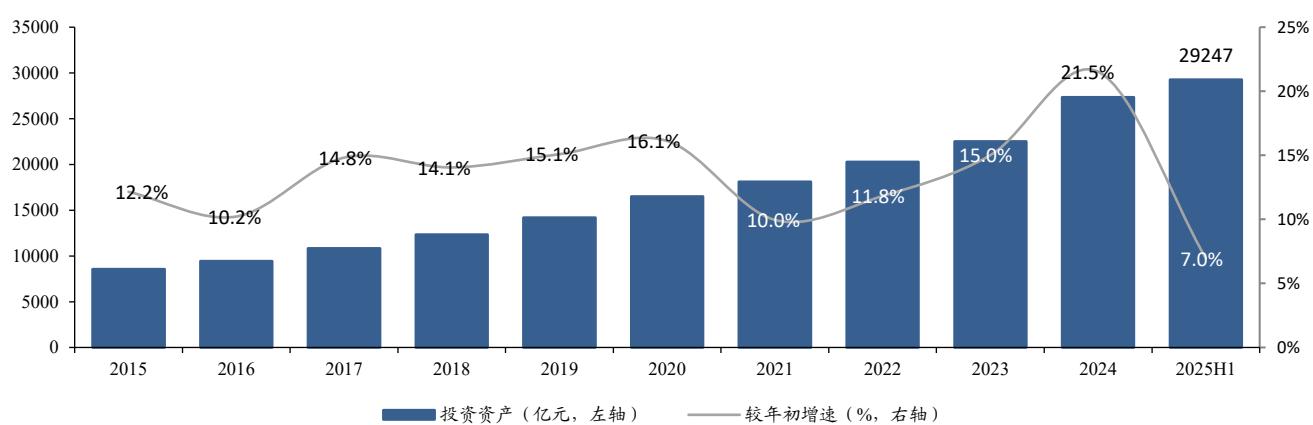
5. 资产管理业务：配置风格稳健，投资收益水平处于上市险企中上游

5.1. 管理资产稳步增长，第三方管理资产占比保持稳定

中国太保坚持“价值投资、长期投资、稳健投资、责任投资”的理念，基于保险资产负债管理长期可持续的根本前提，积极探索资产负债匹配管理新方法，进一步完善穿越周期的资产负债管理体系，持续提升和强化投研能力与合规风控能力。公司在战略资产配置的牵引下开展有纪律且灵活的战术资产配置，严控信用风险，持续延展固定收益资产久期，降低再投资风险；积极开拓多元化投资渠道，进一步强化主动投资管理能力，境外投资初显成效，投资业绩表现较好，集团管理资产规模保持稳定增长。

中国太保投资资产规模实现十年持续增长，资产体量在头部上市险企中处于中游水平。1) 从长期增长来看，公司投资资产由2014年的7619亿元增长至2024年的27345亿元，十年间复合增长率达13.6%；短期维度，2025H1末投资资产规模增至29247亿元，较年初实现7.0%的增长，扩张节奏稳健。2) 从行业位次来看，2025年上半年末，公司投资资产规模显著低于中国人寿（7.1万亿元）、中国平安（6.2万亿元），高于新华保险（1.7万亿元）、中国人保（1.8万亿元），在头部上市险企中处于中游区间。

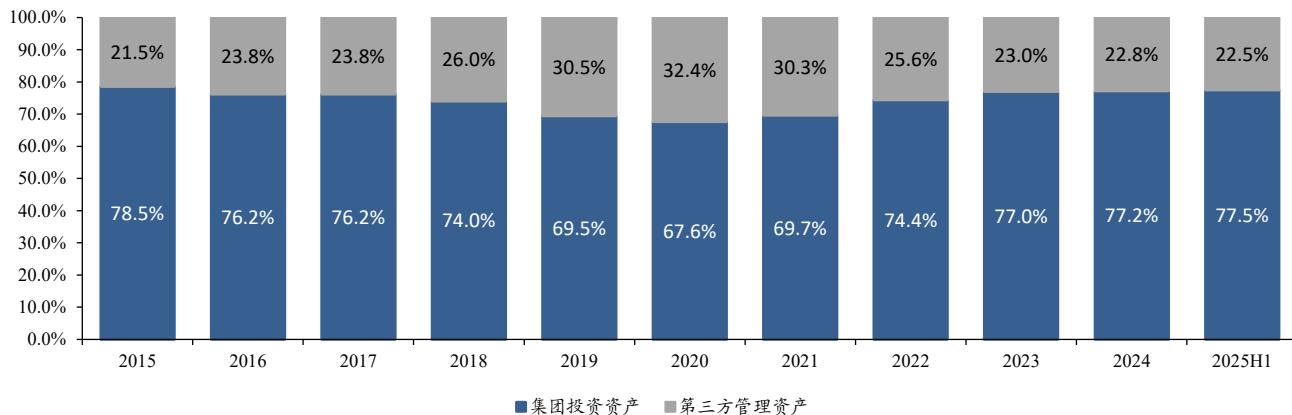
图43：2015-2025H1 中国太保投资资产及较年初增速



数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

除自有投资资产外，中国太保第三方管理投资资产规模已接近万亿量级，且第三方资产增长动能显著优于自有投资资产，成为公司投资板块重要组成部分。1) 第三方管理资产长期增速领跑，2014-2024年十年复合增长率达18.4%，显著高于自有投资资产增速；短期保持稳步扩张，2025H1末第三方管理资产规模增至8482亿元，较年初增长5.0%。2) 从占比看，第三方管理资产占比呈现先升后降的阶段性特征。2015年第三方管理资产占比为21.5%，此后逐年抬升至2020年32.4%的阶段性高点，后续进入下行通道，2025H1末占比已回落至22.5%，较峰值明显下滑。

图44：2015-2025H1 中国太保第三方管理资产占比



数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

5.2. 债券资产配置比例高于同业，全方位风险管理为稳健收益筑牢根基

中国太保资产配置呈现债券持仓加码领跑同业、权益配置稳步抬升的鲜明特征，大类资产调整方向清晰且适配行业市场环境。1) 债券投资：公司近年显著加大债券资产配置力度，持仓占比实现阶梯式提升，2023年债券投资占比仅51.7%，2024年大幅抬升至60.1%，2025H1末进一步提升至62.4%，债券持仓占比领先上市同业。2) 权益类投资：占比呈稳步上行趋势，2023-2025H1末分别为10.7%、11.3%、11.8%，虽整体占比略低于上市同业，但保持平稳抬升的节奏，并未盲目加配。3) 非标资产：占比延续持续下行态势，截至2025H1末已降至10%；结合当前市场优质非标资产供给持续收缩的行业背景，我们判断公司非标资产占比后续将继续走低。4) 我们认为，中国太保资产配置的核心优势在于债券持仓占比领跑同业筑牢收稳健底仓，同时权益配置随市场环境稳步抬升，既兼顾了投资组合的收益弹性，又避免了权益仓位过高带来的波动风险。以高比例债券资产为核心的配置结构，与保险资金长期、稳健的负债属性高度匹配，能够有效匹配负债端的久期要求，缓解资产负债久期错配压力，进一步夯实公司长期经营的稳定性。

图45: 2023-2025H1 上市险企投资资产结构

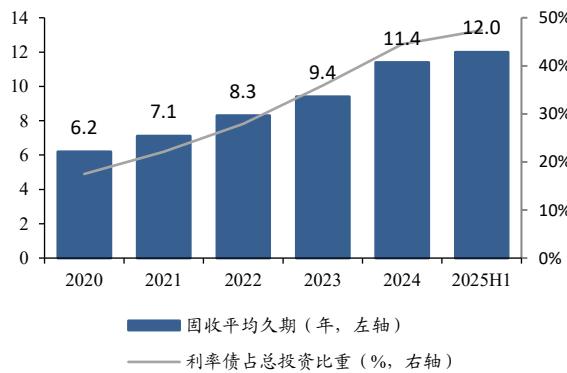


数据来源: 上市险企历年财报, 东吴证券研究所

中国太保始终坚守风控底线, 通过固收久期管理、资产结构优化及全维度信用风控, 持续夯实投资端稳健收益基础。1) 优化固收久期结构, 久期缺口风险显著缓释。公司固收资产平均久期呈逐年提升态势, 从 2020 年的 6.2 年增至 2025H1 的 12 年, 五年内近乎翻倍, 有效匹配保险资金长期负债属性, 大幅降低久期错配风险。2) 加码利率债配置, 筑牢固收底仓安全性。公司持续提升利率债配置占比, 其在投资资产中的比重从 2020 年的 17.5% 快速攀升至 2025H1 的 47.4%, 进一步增强固收组合的抗市场波动能力。3) 严控公开市场信用债资质, 高评级持仓占比居高位。2025H1, 公司企业债及非政策性银行金融债中, 债项或其发行人的评级达到 AA 级及以上的占比达 98.3%, 其中, AAA 级占比达 96.3%, 信用资产质量优质。4) 非标投资严守信用底线, 增信措施完备且风险可控。2025H1 公司非公开市场融资工具投资规模 2930 亿元, 占投资资产的 10%; 其中具备外部信用评级的占比 98.3%, 且 AAA 级、AA+ 级及以上占比均达 98.3%; 同时高等级免增信主体融资占比 73.7%, 剩余项目均配套担保、抵押、质押等增信措施, 非标资产信用风险整体可控。

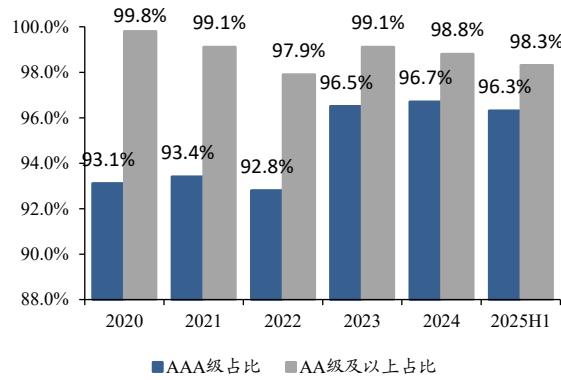
我们认为, 中国太保的投资风控并非单一环节的把控, 而是形成了久期匹配+结构安全+标的严选+增信兜底的全链条风控体系, 既契合保险资金“安全性、收益性、流动性”的核心要求, 也为投资端实现稳健收益提供了坚实的风控保障。

图46: 2020-2025H1 中国太保平均固收久期及利率债占比



数据来源: 中国太保历年财报, 东吴证券研究所

图47: 2020-2025H1 中国太保 AAA/AA 及以上债券占比

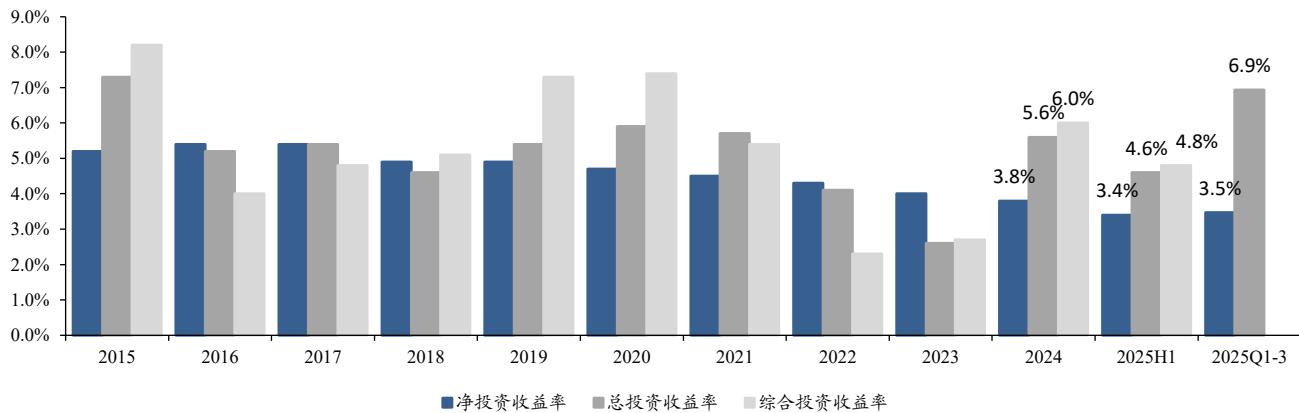


数据来源: 中国太保历年财报, 东吴证券研究所

5.3. 投资能力较强, 历史投资收益率处于上市险企中游水平

中国太保净投资收益率受长端利率下行拖累, 中枢持续承压; 总投资收益率、综合投资收益率则与股市表现高度联动, 收益弹性较强。1) 净投资收益率中枢稳步走低。受长端利率持续下行的影响, 公司净投资收益率呈持续下滑态势, 从2015年的5.2%逐步回落, 2025年Q1-3已降至3.5%, 承压特征明显。2) 总、综合投资收益率受股市扰动显著, 受益于近年股市上行的红利, 两项指标均实现显著修复提升。2023年总、综合投资收益率分别为2.6%、2.7%, 2024年回升至5.6%、6.0%; 2025Q1-3总投资收益率进一步攀升至6.9%, 较2023年基数实现明显增长。3) 我们认为, 2026年在利率阶段性企稳的背景下太保净投资收益率下行压力有望得到缓解; 总、综合投资收益率依托权益市场红利有望维持高位, 整体投资端将呈现“固收托底、权益增利”的格局。

图48: 2015-2025Q3 中国太保投资收益率



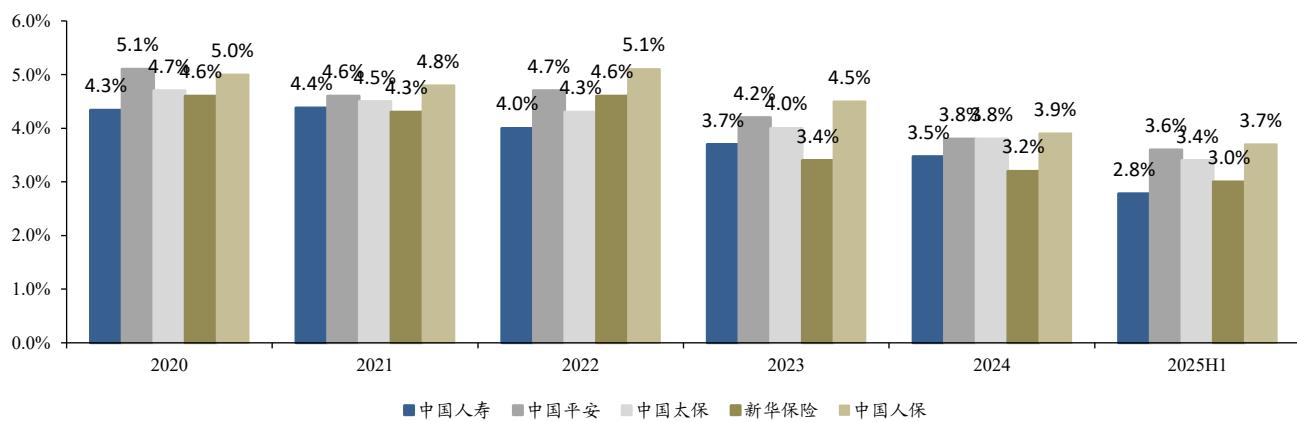
数据来源: 中国太保历年财报, 东吴证券研究所

注: 2025H1、2025Q1-3 投资收益率经过简单年化处理。

中国太保投资收益率在上市险企中实现收益水平超行业平均+波动幅度更优的双重

表现，相较同业兼具收益性与稳定性，在行业中形成差异化竞争优势。1) 净投资收益率方面，2020-2024 年公司均值达 4.3%，高于国寿 (4.0%)、新华 (4.0%)，处于行业中上水平；且收益稳定性突出，同期标准差仅 0.33%，显著低于国寿 (0.35%)、平安 (0.44%)、新华 (0.60%)、人保 (0.43%)，为上市同业中波动幅度最低。2) 总投资收益率方面，同期公司均值为 4.8%，高于国寿 (4.4%)、平安 (4.0%)、新华 (4.7%)；收益波动性同样处于同业低位，标准差 1.26%，显著低于平安 (1.32%)、新华 (1.54%)，与中国人寿 (1.12%) 基本持平，仅略高于人保 (0.97%)，整体波动幅度处于上市同业较低区间。3) 我们认为，太保并非单纯追求收益率高低，而是在收益水平保持行业平均以上的前提下，实现了对投资波动的把控，在收益性与稳定性的平衡上表现优异，凸显了公司成熟的大类资产配置能力和风险管理能力。

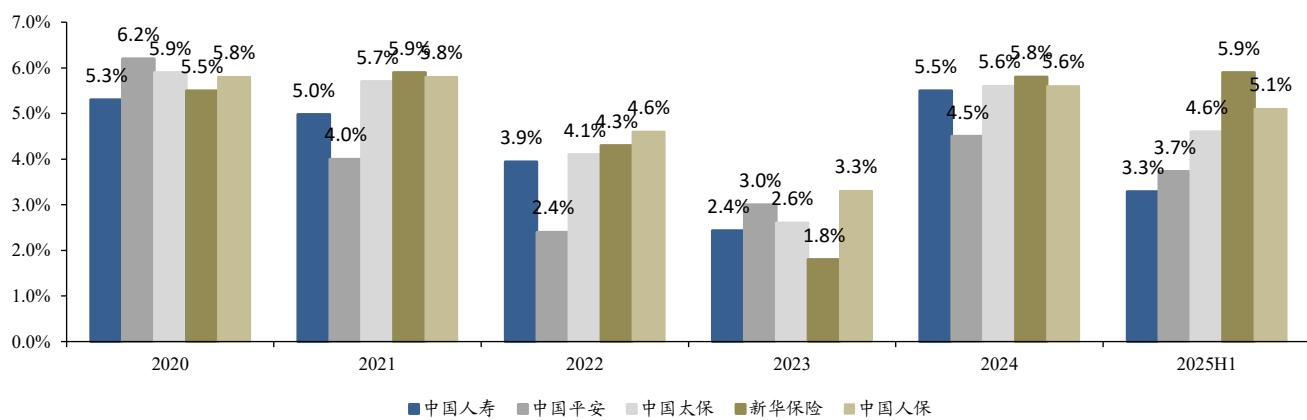
图49：2020-2025H1 上市险企净投资收益率



数据来源：上市险企历年财报，东吴证券研究所

注：2025H1 净投资收益率经过简单年化处理。

图50：2015-2025H1 上市险企总投资收益率



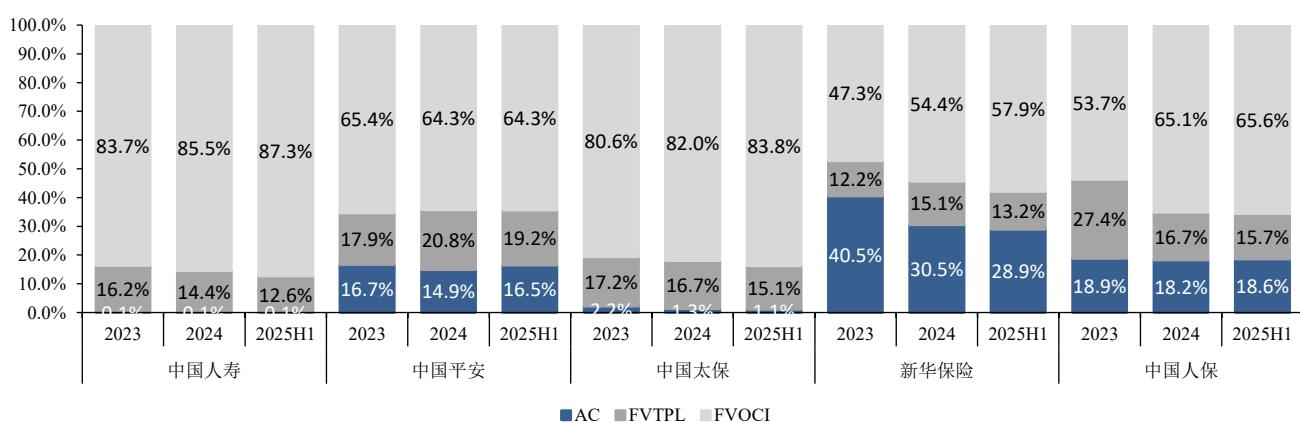
数据来源：上市险企历年财报，东吴证券研究所

注：2025H1 总投资收益率经过简单年化处理。

5.4. 会计分类：债券下 OCI 占比保持高位，股票下 OCI 占比快速提升

中国太保股票 OCI 占比快速抬升，投资端兼具弹性与稳定性。1) 新准则下金融资产会计分类对保险公司利润表稳定性构成关键影响，而 OCI 分类成为平抑利润表波动的重要会计手段，其中 OCI 类股票资产仅股息收益计入利润表，公允价值变动及买卖损益均不纳入利润表核算，对利润表的稳定作用显著。中国太保在金融资产 OCI 分类布局上具备扎实基础，且股票类资产 OCI 占比呈快速提升态势，推动投资端形成弹性与稳定性兼具的格局。2) 从债券资产会计分类来看，太保债券资产以 OCI 分类为主，截至 2025 年上半年末，太保债券 OCI 分类占比高达 83.8%，为投资端稳定性筑牢底层基础。3) 从股票资产会计分类来看，太保股票 OCI 占比实现持续快速提升，从 2023 年的 14.4% 提升至 2024 年的 29.8%，2025 年上半年进一步攀升至 33.8%，该占比仅次于中国平安 (65.3%)、中国人保 (46.4%)。4) 我们认为，中国太保持续提升股票资产 OCI 分类占比，有效发挥了 OCI 分类对利润表的稳定作用，在平抑利润波动的同时保留了股票投资的收益弹性，最终实现公司股票投资业务弹性与稳定性的双重兼顾。

图51：上市险企债券会计分类



数据来源：上市险企历年财报，东吴证券研究所

注：平安采用固收投资口径。

表5：上市险企股票会计分类

单位：亿元		规模			占比		
		股票合计	FVTPL	FVOCI	FVOCI 较年初增速	FVTPL	FVOCI
中国太保	2023	1885	1613	271		85.6%	14.4%
	2024	2551	1790	761	180.5%	70.2%	29.8%
	2025H1	2831	1874	957	25.9%	66.2%	33.8%
中国人寿	2023	4302	4154	148		96.6%	3.4%
	2024	5011	4409	602	306.8%	88.0%	12.0%
	2025H1	6201	4799	1403	133.2%	77.4%	22.6%
中国平安	2023	2921	1170	1751		40.1%	59.9%
	2024	4374	1742	2632	50.3%	39.8%	60.2%
	2025H1	6493	2250	4243	61.2%	34.7%	65.3%
新华保险	2023	1062	1009	54		95.0%	5.0%
	2024	1808	1502	306	472.2%	83.1%	16.9%
	2025H1	1992	1618	374	22.3%	81.2%	18.8%
中国人保	2023	455	295	160		64.8%	35.2%
	2024	602	329	273	70.5%	54.6%	45.4%
	2025H1	946	507	439	60.7%	53.6%	46.4%

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

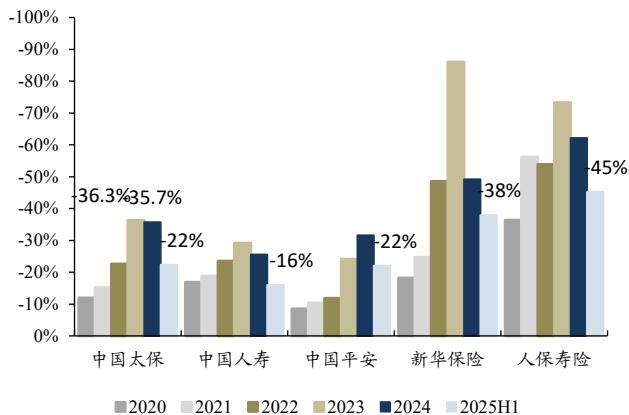
注：中国人寿 2023 年数据采用 H 股报告；中国人寿与新华保险未包含计入长股投的鸿鹄基金相关投资。

6. 投资建议：EV 结果扎实+低估值，看好未来向上空间

6.1. NBV&VIF 对投资收益率敏感性低，谨慎假设下 EV 结果扎实

在投资收益率假设下调的情景下，中国太保 NBV 与 VIF 对投资收益波动的敏感性显著低于行业平均水平，抗投资收益波动能力位居行业前列。1) NBV 维度：2025H1 太保 NBV 降幅为 22%，仅低于国寿（-16%），与平安持平，显著优于新华（-38%）、人保寿（-45%）；VIF 维度：太保 VIF 降幅为 28%，与中国平安（-15%）存在一定差距，但大幅优于同业其他公司，在行业中处于领先梯队。2) 从公司自身发展轨迹来看，NBV 对投资收益率的敏感性已实现显著好转。在投资收益率下滑 50bps 的情景下，2023 年、2024 年及 2025 年上半年太保 NBV 降幅分别为 36.3%、35.7%、22.4%，敏感性改善趋势明确，抗投资波动的内生能力持续增强。3) 我们认为太保敏感性持续降低的背后，是两大核心因素的协同作用：①投资端假设调整：投资收益率假设的逐年下调，直接降低了 NBV&VIF 对投资收益波动的敏感度，从假设层面弱化了收益波动的冲击；②产品端策略优化：公司持续推进产品策略向浮动收益型产品倾斜，有效压低负债端成本，进一步提升了投资端与负债端的匹配度，从业务结构层面增强了整体抗风险能力。

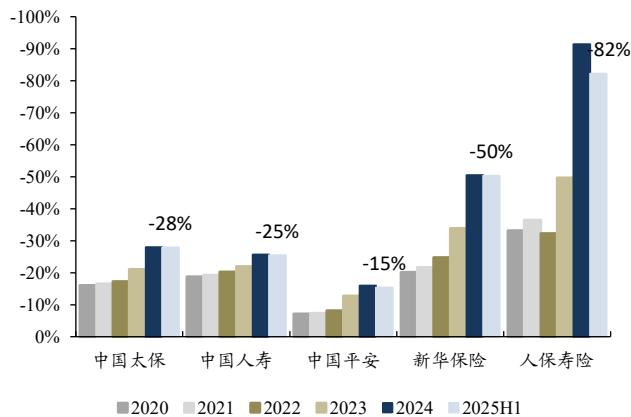
图52: 2020-2025H1 上市险企 NBV 投资收益率敏感性



数据来源: 上市险企历年财报, 东吴证券研究所

注: 2023 年前平安变动标准为投资收益率和风险贴现率同时提高/降低 50BP, 2024 年起国寿变动标准为投资收益率下滑 10%。

图53: 2020-2025H1 上市险企 VIF 投资收益率敏感性



数据来源: 上市险企历年财报, 东吴证券研究所

注: 中国平安为寿险 EV 口径, 其他公司为有效业务价值口径; 变动标准与 NBV 下一致。

持续的精算假设调整压实公司 EV 评估结果可靠性。由于国内利率持续走低,

2023-2024 年上市险企连续两年调整 EV 评估精算假设, 目前各上市险企普遍采用长期投资回报假设 4.0% 和风险贴现率 8.5% (国寿为 8%) 作为 EV 评估的假设前提。我们认为, 持续的精算假设调整已经压实了公司 EV 评估结果, 以此作为估值基础的可靠性提升。

表6: 上市险企 EV 精算假设调整情况

公司	长期投资回报假设			风险贴现率		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
中国人寿	5.0%	4.5%	4.0%	10.0%	8.0%	传统险 8%, 分红/万能 7.2%
中国平安				11.0%	9.5%	传统险 8.5%, 分红/万能 7.5%
中国太保				11.0%	9.0%	8.5%
新华保险				11.0%	9.0%	8.5%
人保寿险				10.0%	9.0%	8.5%

数据来源: 上市险企历年财报, 东吴证券研究所

谨慎假设下中国太保 EV 降幅更低。从更加审慎角度去看, 我们以 2025H1 数据为基础, 对太保、国寿、平安和新华四家公司进行 EV 的调整处理, 统一为长期投资回报假设 3.5% 和风险贴现率 8.5% 的情景, 测算结果显示, 在投资收益假设下调 50bps 情况下, 中国太保 EV 降幅仅略高于平安。

表7：假设调整下的上市险企 EV 测算（百万元）

	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险
寿险 NBV (4.0%)	28546	34889	9544	6182
寿险 NBV (3.5%)	21524	27206	7410	3836
较当前降幅	-24.6%	-22.0%	-22.4%	-37.9%
寿险 EV (4.0%)	1477827	903419	445024	279394
寿险 EV (3.5%)	1279841	764639	381688	242217
较当前降幅	-13.4%	-15.4%	-14.2%	-13.3%
集团 EV (4.0%)	1477827	1501349	588927	279394
集团 EV (3.5%)	1279841	1362569	529473	242217
较当前降幅	-13.4%	-9.2%	-10.1%	-13.3%

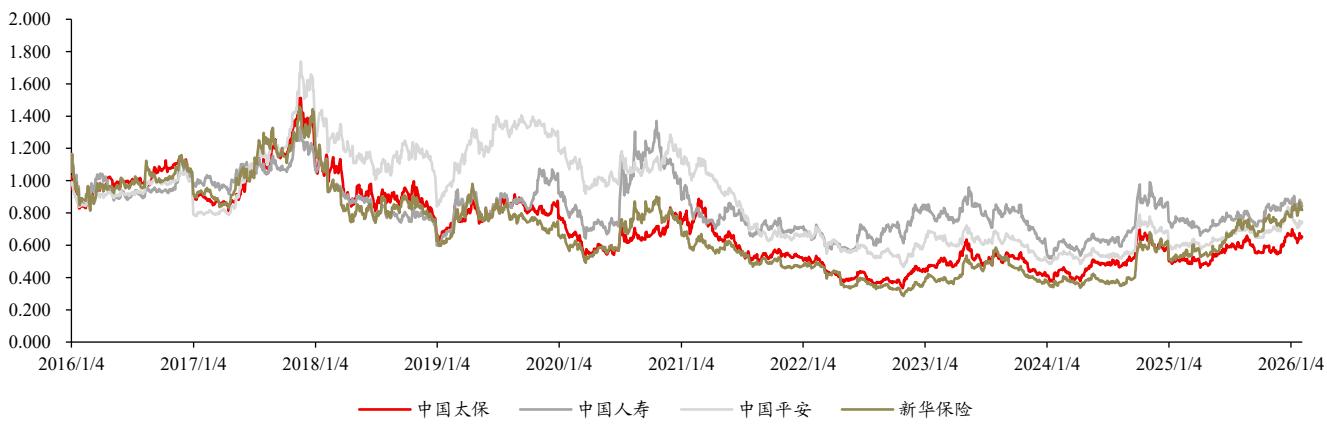
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1) 国寿风险贴现率调整为 8.5%与其他公司保持一致。2) 国寿和新华集团 EV 与寿险 EV 相同。

6.2. 处于自身历史估值底部区域，配置性价比突出

中国太保当前估值处于历史底部区间，纵向看估值分位处于历史相对低位，横向对比同业具备显著估值性价比，即使在极端谨慎假设下仍体现出估值安全边际。1) 截至 2026 年 2 月 12 日收盘，公司股价对应 2026E PEV 仅 0.64x，该估值水平处于公司近十年估值分位的 51%，处于历史相对低位区间。2) 与上市同业相比，截至 2026 年 2 月 12 日，太保 2026E PEV 仅为中国人寿的 74%、中国平安的 87%、新华保险的 80%，估值显著低于同业，具备更高的估值性价比。3) 在长期投资回报 3.5%、风险贴现率 8.5% 的极端谨慎假设下，太保 2025H1 静态 PEV 仅为 0.81，仅为中国人寿的 78%、中国平安的 92%、新华保险的 79%，即便在保守情景下，公司估值仍低于同业，安全边际充足。

图54：A股上市险企历史 PEV（倍，截至 2026.02.12）



数据来源：上市险企历年财报，Wind，东吴证券研究所

表8：上市保险公司估值及盈利预测

证券简称	价格(元)	EV(元)				1YrVNB(元)			
		A股	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024
中国平安(601318)	66.54	76.77	78.56	85.00	90.27	1.72	1.58	2.15	2.86
中国人寿(601628)	48.18	44.60	49.57	52.67	56.23	1.30	1.19	1.67	1.90
新华保险(601336)	78.40	80.30	82.85	89.75	98.08	0.97	2.00	2.96	3.40
中国太保(601601)	43.59	55.04	58.42	63.14	68.35	1.14	1.38	1.75	2.31
中国人保(601319)	8.97	6.92	7.89	9.21	10.85	0.15	0.26	0.40	0.47
证券简称	价格	P/EV(倍)				VNBX(倍)			
		A股	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024
中国平安(601318)	66.54	0.87	0.85	0.78	0.74	-5.96	-7.63	-8.58	-8.30
中国人寿(601628)	48.18	1.08	0.97	0.91	0.86	2.75	-1.17	-2.69	-4.23
新华保险(601336)	78.40	0.98	0.95	0.87	0.80	-1.96	-2.22	-3.84	-5.79
中国太保(601601)	43.59	0.79	0.75	0.69	0.64	-10.05	-10.76	-11.18	-10.74
中国人保(601319)	8.97	1.30	1.14	0.97	0.83	13.98	4.16	-0.61	-3.96
证券简称	价格	EPS(元)				BVPS(元)			
		A股	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024
中国平安(601318)	66.54	4.73	6.99	7.35	8.59	49.65	51.28	53.82	57.92
中国人寿(601628)	48.18	1.63	3.78	6.24	6.30	16.88	18.03	22.02	25.52
新华保险(601336)	78.40	2.79	8.41	13.07	12.00	33.68	30.85	32.82	34.99
中国太保(601601)	43.59	2.83	4.67	5.39	6.04	25.94	30.29	32.29	35.91
中国人保(601319)	8.97	0.51	0.97	1.27	1.38	5.48	6.08	6.79	7.56
证券简称	价格	P/E(倍)				P/B(倍)			
		A股	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024
中国平安(601318)	66.54	14.07	9.52	9.05	7.75	1.34	1.30	1.24	1.15
中国人寿(601628)	48.18	29.49	12.73	7.72	7.65	2.85	2.67	2.19	1.89
新华保险(601336)	78.40	28.07	9.32	6.00	6.54	2.33	2.54	2.39	2.24
中国太保(601601)	43.59	15.39	9.33	8.09	7.21	1.68	1.44	1.35	1.21
中国人保(601319)	8.97	17.42	9.25	7.09	6.50	1.64	1.48	1.32	1.19

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测（基于2026年2月12日收盘价）

6.3. 盈利预测&投资建议

对于寿险公司，以PEV估值方法为核心，因此我们主要预测中国太保未来内含价值增长情况。

假设：2025-2027年，1)期初内含价值的预计回报率分别为9%、7%、7%。2)NBV增速分别为+27%、+32%、+38%。3)集团股东分红/归母净利润比例为40%、35%、35%。4)2025-2027年假设及模型变动、市场价值调整影响、投资回报差异和营运经验差异均为0。

测算结果：2025-2027年，中国太保集团期末内含价值分别为6074亿元、6576亿元、7182亿元（前值分别为6070/6586/7219亿元），同比增加8.1%、8.3%和9.2%，对应每股内含价值分别为63.14元、68.35元、74.65元。

表9：中国太保内含价值测算（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
寿险业务期初内含价值	398191	402026	421835	455877	489631
年初内含价值的预计回报	32744	28777	37965	31911	34274
新业务价值创造	10962	13258	16814	22186	30696
其他变动	-39871	-22226	-	-	-
寿险业务期末内含价值	402026	421835	455877	489631	532174
其他业务期初的调整净资产	132221	138559	152140	164311	180742
其他业务期末的调整净资产	138559	152140	164311	180742	198817
集团期末内含价值	529492	562064	607399	657584	718202
每股内含价值（元）	55.04	58.42	63.14	68.35	74.65
YoY	1.9%	6.2%	8.1%	8.3%	9.2%

数据来源：中国太保历年财报，东吴证券研究所

估值仍低，维持“买入”评级。截至 2026 年 2 月 12 日收盘，公司股价对应 $0.64 \times 2026E$ PEV，处于近十年估值的 51% 分位水平。我们看好公司长航二期“北极星计划”的落地实施、银保渠道保持高增速以及投资端保持稳健的投资业绩，维持“买入”评级。

7. 风险提示

- 1) **长端利率趋势性下行：**受经济环境承压影响，长端利率可能长期位于下行通道中，保险公司利差损风险增大。
- 2) **权益市场波动：**权益市场向下波动风险可能会导致保险公司投资收益受到负面影响，进而致使公司净利润产生波动。
- 3) **新单保费承压：**预定利率下调，分红险转型可能会影响保险公司新单保费收入。
- 4) **大康养产业发展不及预期：**太保家园入住率可能不及预期，对新单拉动效果不及预期。
- 5) **精算假设进一步下调：**市场利率变化及权益市场波动可能导致公司进一步下调投资收益率假设，进而压降公司内含价值。

中国太保财务预测表

主要财务指标 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (元)					保险服务收入	279473	282268	285090	287941
每股收益	4.67	5.39	6.04	6.66	利息收入	55991	58791	61730	64817
每股净资产	30.29	32.29	35.91	39.91	投资收益	26907	29093	30548	32075
每股内含价值	58.42	63.14	68.35	74.65	其他收益	257	270	283	298
每股新业务价值	1.38	1.75	2.31	3.19	公允价值变动损益	37713	45536	47813	50204
价值评估 (倍)					汇兑收益	-64	-67	-71	-74
P/E	9.33	8.09	7.21	6.54	其他业务收入	3810	4001	4201	4411
P/B	1.44	1.35	1.21	1.09	资产处置收益	2	2	2	2
P/EV	0.75	0.69	0.64	0.58	营业收入	404089	419893	429597	439673
VNBX	-10.76	-11.18	-10.74	-9.74	保险服务费用	243147	245578	248034	250515
盈利能力指标 (%)					其他费用支出	105231	108565	110806	111160
净投资收益率	3.8%	2.9%	2.9%	2.9%	营业费用	348378	354143	358840	361674
总投资收益率	5.6%	4.7%	4.7%	4.7%	营业利润	55711	65750	70757	77999
净资产收益率	15.4%	16.7%	16.8%	16.7%	税前利润	55563	65595	70594	77828
总资产收益率	1.59%	1.74%	1.85%	1.94%	所得税	9122	12004	10589	11674
财险综合成本率	98.6%	98.6%	98.5%	98.1%	归属于母公司股东的净利润	44960	51842	58123	64079
财险赔付率	70.8%	70.8%	70.8%	70.8%	少数股东损益	1481	1748	1882	2074
财险费用率	27.8%	27.8%	27.7%	27.3%					
盈利增长 (%)									
净利润增长率	64.9%	15.3%	12.1%	10.2%					
内含价值增长率	6.2%	8.1%	8.3%	9.2%					
新业务价值增长率	20.9%	26.8%	32.0%	38.4%	资产负债表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
偿付能力充足率 (%)					货币资金	29357	30825	32366	33984
偿付能力充足率 (集团)	256%	254%	251%	249%	定期存款	173818	182509	191634	201216
偿付能力充足率 (寿险)	210%	207%	204%	201%	交易性金融资产	667199	700559	735587	772366
偿付能力充足率 (产险)	222%	221%	220%	218%	债权投资	64844	68086	71491	75065
内含价值 (百万元)					其他债权投资	1607972	1688371	1772789	1861429
调整后净资产	306095	321400	337470	354343	其他权益工具投资	142014	149115	156570	164399
有效业务价值	255969	285999	320115	363859	其他资产	149703	162705	177820	195518
内含价值	562064	607399	657584	718202	资产总计	2834907	2982170	3138257	3303977
一年新业务价值	13258	16814	22186	30696	卖出回购金融资产款	181695	191371	200124	209313
核心内含价值回报率 (%)	11.06%	11.49%	10.61%	11.71%	保险合同负债	2229514	2344769	2466711	2595713
寿险新业务保费 (百万元)					应付债券	10286	10834	11329	11849
新业务合计	78934	99265	130985	181227	其他负债	94931	103468	93493	82053
新业务保费增长率 (%)	4.8%	25.8%	32.0%	38.4%	负债总计	2516426	2650443	2771656	2898928
					实收资本	9620	9620	9620	9620
					归属于母公司股东权益	291417	310635	345509	383957
					少数股东权益	27064	21091	21091	21091
					负债和所有者权益合计	2834907	2982170	3138257	3303977

数据来源:Wind, 东吴证券研究所, 预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户提供。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

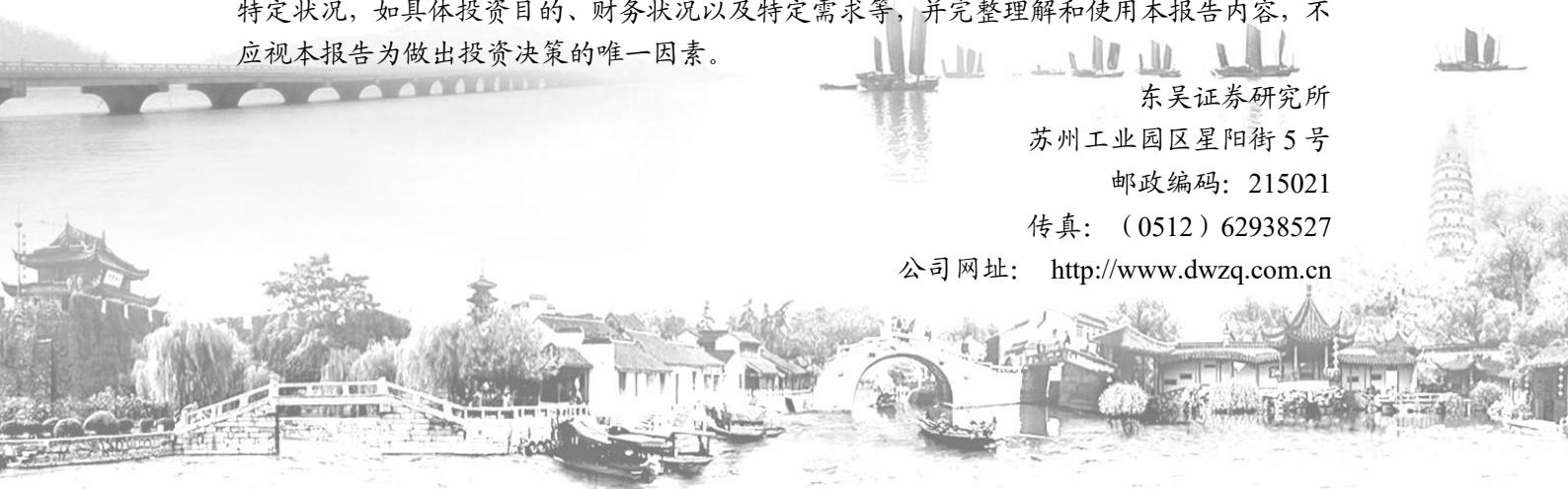
公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>