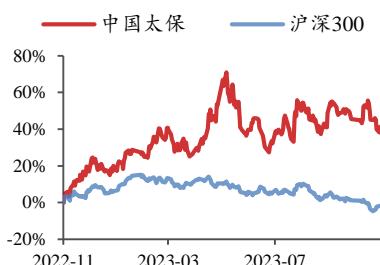


中国太保 (601601.SH)
Q3 价值同比超预期，供给侧转型升级持续验证

2023 年 11 月 03 日

——中国太保 2023 年 3 季报点评
投资评级：买入（维持）

日期	2023/11/2
当前股价(元)	27.12
一年最高最低(元)	35.38/20.15
总市值(亿元)	2,609.04
流通市值(亿元)	1,856.38
总股本(亿股)	96.20
流通股本(亿股)	68.45
近 3 个月换手率(%)	23.92

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《NBV 同比符合预期，数据持续验证寿险转型领先—中国太保 2023 年中报点评》-2023.8.28

《NBV 同比优于同业，全年有望维持领先优势—中国太保 2023 年 1 季报点评》-2023.4.28

《转型指标举绩率持续改善，2023 年负债端有望领跑—中国太保 2022 年报点评》-2023.3.27

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

吕晨雨（分析师）

lvchenyu@kysec.cn

证书编号: S0790522090002

● NBV 同比增速扩张超预期，供给侧转型升级持续验证，维持“买入”评级

公司披露 2023 年 3 季报，2023 年前 3 季度 NBV 103.3 亿元、同比+36.8%，较 2023H1 的+31.5% 同比扩大，略超此前预期，Q3 单季度同比+52.0%，延续 2022Q3 以来单季度同比增长趋势；新准则下归母净利润 231.5 亿元、同比-24.4%，承保端、投资端利润单季度均同比下降。我们维持 2023-2025 年 NBV 同比预测+21.1%/+13.3%/+12.3%，对应 EV 增速+9.5%/+9.9%/+10.0%，维持 2023-2025 年归母净利润预测 227.6/317.5/380.0 亿元，分别同比-7.5%/+39.5%/+19.7%，对应 EPS 分别为 2.4/3.4/4.0 元。公司寿险 NBV 同比扩大超预期，核心队伍规模企稳回升、核心人力人均收入提升，供给侧转型进展领先持续得到数据验证，财险板块锚定高质量发展，加强精细化管理，推动车与非车共同发展，当前股价对应 2023-2025 年 PEV 分别为 0.5/0.4/0.4 倍，维持“买入”评级。

● Q3 淡季不淡，单季度延续 NBV 高增趋势，“长航行动”持续推动变革升级

公司单 3 季度 NBV 29.7 亿元、同比+52.0%，延续此前高增趋势（单 Q2 33.9 亿元、同比+54.8%），单季度绝对值较 Q2 仅下降 4.2 亿元，在 2022Q3 率先实现转正基础上延续高增，略超此前预期。预计主要系 7 月产品切换以及供给侧个险转型见效、银保持续发力带动 8、9 月新业务，淡季不淡。单 Q3 新单保费同比+60.8%，高于价值增速，银保渠道新单保费占比环比提升 2.9pct，预计公司整体 margin 有所下降。公司推动“长航行动”转型升级，二阶段已经开启，打造最具活力、主动经营的组织架构，加快推动“芯”模式落地。代理人渠道核心人力稳中有升，新人 13 月留存率大幅优化；银保渠道聚焦价值网点和高质量队伍，前 3 季度新单期缴规模保费同比+289.5%，高于银保新单的+31.1%，缴费结构不断优化。

● 归母净利润受资产端拖累较大，主要系权益市场下跌及高基数拖累

前 3 季度归母净利润 231.5 亿元、同比-24.4%，单 3 季度 48.2 亿元、同比-54%，承保端利润、投资端利润单季度均同比下降。承保端利润单 3 季度 69.4 亿元、同比-22%，主要系保险服务费用提升所致。投资端利润单 3 季度 5.9 亿元、同比-91%，环比-69%，主要系权益市场下跌及高基数（2022 年同期新金融工具准则未重述）所致。简单年化总投资收益率自 2023H1 的 4.0% 降至 2023Q3 的 3.2%，简单年化净投资收益率同比下降 0.27pct 至 4.0%。财险板块非车险同比保持高增，前 3 季度同比+19.3%，车险同比+5.5%，财险板块整体+11.8%，综合成本率受低基数及大灾影响同比上升 1.0pct 至 98.7%。

● 风险提示：长端利率超预期下行；寿险转型进展慢于预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
保费业务收入 (百万元)	366,782	398,818	419,522	457,117	497,056
YoY(%)	1.3	8.7	5.2	9.0	8.7
内含价值(百万元)	498,308	519,621	568,918	624,962	687,761
YoY(%)	8.5	4.3	9.5	9.9	10.0
新业务价值(百万元)	13,412	9,205	11,147	12,635	14,188
YoY(%)	-24.8	-31.4	21.1	13.3	12.3
归母净利润 (百万元)	26,834	24,609	22,756	31,746	38,004
YOY (%)	9.2	-8.3	-7.5	39.5	19.7
P/B (倍)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
P/EV (倍)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
投资资产	1,812,069	2,026,283	2,241,722	2,513,450	2,850,656	营业收入	440,643	455,372	486,117	540,949	592,023
其他资产	134,095	150,016	165,966	186,083	211,049	已赚保费	339,535	368,878	385,750	419,655	455,341
资产总计	1,946,164	2,176,299	2,407,688	2,699,534	3,061,705	保费业务收入	366,782	398,818	419,522	457,117	497,056
未到期责任准备金	71,493	77,250	86,281	96,017	107,363	投资净收益	95,457	81,195	98,284	119,058	134,300
未决赔款准备金	58,420	71,437	78,277	87,242	97,681	公允价值变动收益	1,163	-61	-	-	-
寿险责任准备金	1,129,622	1,258,941	1,404,698	1,550,184	1,702,695	其他业务收入	4,714	3,913	2,082	2,236	2,382
长期健康险责任准备金	125,798	150,290	156,163	172,364	189,347	营业支出	409,849	430,139	460,170	502,635	546,163
其他负债	328,426	384,253	438,811	537,251	692,561	退保金	22,330	21,434	27,697	30,903	34,104
负债合计	1,713,759	1,942,171	2,164,230	2,443,058	2,789,646	赔付支出	148,749	148,147	182,981	203,500	226,797
归属于母公司所有者	226,741	228,446	237,550	250,251	265,456	减：摊回赔付支出	-13,960	-13,883	-17,161	-19,101	-21,323
权益合计						提取保险责任准备金	155,096	175,374	164,546	176,092	185,648
少数股东权益	5,664	5,682	5,908	6,224	6,603	减：摊回保险责任准备金	-2,737	-2,600	-2,770	-3,079	-3,437
所有者权益合计	232,405	234,128	243,459	256,476	272,059	手续费及佣金支出	30,304	27,929	36,400	39,735	43,314
负债及股东权益总计	1,946,164	2,176,299	2,407,688	2,699,534	3,061,705	管理费用	50,240	52,774	51,271	56,473	62,304
						其他业务成本	6,446	5,532	17,207	18,112	18,755
						营业利润	30,794	25,233	25,947	38,313	45,860
						营业外收入	248	147	136	136	136
						营业外支出	246	204	164	164	164
						利润总额	30,796	25,176	25,919	38,285	45,832
						所得税	3,178	-64	2,592	5,743	6,875
						净利润	27,618	25,240	23,327	32,542	38,957
						减：少数股东权益	784	631	571	797	954
						归母净利润	26,834	24,609	22,756	31,746	38,004
						主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						成长能力 (%)					
						营业收入同比增长	4.37%	3.34%	6.75%	11.28%	9.44%
						已赚保费同比增长	2.38%	8.64%	4.57%	8.79%	8.50%
						保费收入同比增长	1.30%	8.73%	5.19%	8.96%	8.74%
						归母净利润同比增长	9.15%	-6.30%	-9.50%	39.51%	19.71%
						归母净资产同比增长	5.35%	0.75%	3.99%	5.35%	6.08%
						获利能力 (%)					
						ROE	11.88%	10.78%	9.58%	12.69%	14.32%
						ROA	1.42%	1.16%	0.97%	1.21%	1.27%
						ROEV	5.54%	4.86%	4.10%	5.21%	5.66%
						价值数据 (百万元)					
						新业务价值	13,412	9,205	11,147	12,635	14,188
						内含价值	498,308	519,621	568,918	624,962	687,761
						每股指标 (元)					
						每股收益	2.79	2.56	2.42	3.38	4.05
						每股净资产	23.57	23.75	24.69	26.01	27.59
						每股内含价值	51.80	54.01	59.14	64.96	71.49
						估值比率					
						P/E	9.72	10.59	11.18	8.02	6.70
						P/B	1.15	1.14	1.10	1.04	0.98
						P/EV	0.52	0.50	0.46	0.42	0.38

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn