

## 中国太保 (601601.SH) 负债端延续高质量增长, 红利和债市上涨驱动净利润超预期

2024年08月31日

### ——中国太保 2024H1 业绩点评

投资评级: 买入 (维持)

高超 (分析师)

唐关勇 (联系人)

gaochao1@kysec.cn

tangguanrong@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

证书编号: S0790123070030

|            |             |
|------------|-------------|
| 日期         | 2024/8/30   |
| 当前股价(元)    | 29.64       |
| 一年最高最低(元)  | 30.87/21.27 |
| 总市值(亿元)    | 2,851.47    |
| 流通市值(亿元)   | 2,028.87    |
| 总股本(亿股)    | 96.20       |
| 流通股本(亿股)   | 68.45       |
| 近3个月换手率(%) | 21.68       |

● **负债端延续高质量增长, 红利和债市上涨驱动净利润超预期, 维持“买入”评级**  
 2024H1 公司归母净利润/营运利润分别 251/197 亿元, 分别同比+37.1%/+3.3%, 保险/投资服务业绩分别同比+12.4%/+31.5%, 集团/寿险 EV 较年初+7.4%/+8.4%, 受益营运经营及投资收益正偏差。寿险 NBV 达 90.4 亿元, 同比+22.8%, 可比口径+29.5%, NBV margin 达 18.7% 同比+5.3pct, 优于我们预期。考虑公司寿险质效改善, 财险延续高景气, 我们预测 2024-2026 NBV 分别同比+15.6%/+12.0%/+11.0%, 对应 EV 增速+7.3%/+7.1%/+7.7%, 我们上调 2024-2026 年归母净利润预测至 378/448/499 亿元 (调前 337/398/439 亿元) 分别同比+38.7%/+18.5%/+11.4%, 对应 EPS 分别为 3.93/4.66/5.19 元。公司寿险核心队伍规模回升、人均收入提升、月均举绩率继续上升、银保价值贡献高增, 财险 COR 和业务结构改善, 当前股息率 (TTM) 达 3.44%, 当前股价对应 2024-2026 年 PEV 分别为 0.4/0.4/0.3 倍, 维持“买入”评级。

● **核心人力企稳回升, 个险产能持续提升, 银保 margin 持续改善**

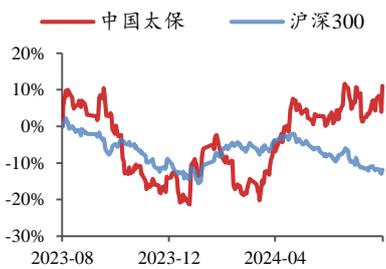
(1) 2024H1 保险服务收入 418 亿元, 同比-2.4%。2024H1 新单首年保费同比-11.9%, 个险/银保分别同比+10.7%/-30.4%, 非可比口径 NBV 分别同比+21.5%/+26.6%, margin 分别+2.7/+5.6pct。(2) 2024H1 月均代理人规模 18.3 万人, 同比-16.4%, 较年初-12.9%, 月均核心人力 6 万人, 同比+0.8%。首年规模/首年佣金收入同比+10.6%/+4.2%, 举绩率同比提升 4.1pct 至 73.8%; 13 个月/25 个月保单继续率分别同比+1.5/+7.6pct 至 96.9%/91.7%。(3) 2024H1 末合同服务边际余额 3325.8 亿元, 较年初+2.7%, 新业务合同服务边际 89.2 亿元, 同比+18.5%, 太保寿险保险/投资服务业绩分别同比+7.8%/+173.7%。

● **财险板块 COR 持续改善, 投资收益高增受益于高股息资产和债市上涨**

(1) 2024H1 财险保险服务收入 931 亿元, 同比+4.2%, COR 97.1%, 同比-0.8pct, 赔付率/费用率分别-0.8pct/持平。车险 COR97.1%, 同比-0.9pct, 受益新能源车险 COR 改善, 新能源车险同比+41.7%。非车险 COR97.2%, 同比-0.7%, 保费收入同比+12.7%, 收入占比+2.3pct 至 53.9%, 健康险、责任险、企财险规模均实现高增。(2) 2024H1 末集团总资产 3.26 万亿, 同比+11.7%, 年化综合/总/净投资收益率分别 6.0%/5.4%/3.6%, 分别同比+1.8/+1.4/-0.4pct。总投资收益同比+46.5%, 投资收益/公允价值变动损益分别同比+57.5%/+292.7%, 预计受益红利资产和债市上涨, 分红和股息收入同比+25.5%, 强化“股息价值”策略效果显现, 权益 OCI 占比较年初+0.2pct 至 4.5%。固收资产久期 10.8 年, 较年初+0.8 年。

● **风险提示:** 长端利率超预期下行; 寿险转型进展慢于预期。

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《寿险质效延续改善趋势, 财险 COR 和业务结构优化—中国太保 2024Q1 业绩点评》-2024.4.28

《寿险质效改善明显, 全年承保利润表现稳健—中国太保 2023 年点评》-2024.3.29

《Q3 价值同比超预期, 供给侧转型升级持续验证—中国太保 2023 年 3 季报点评》-2023.11.3

### 财务摘要和估值指标

| 指标           | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 保险服务收入 (百万元) | 249,745 | 266,167 | 282,487 | 305,598 | 333,738 |
| YoY (%)      | -       | 6.6     | 6.1     | 8.2     | 9.2     |
| 内含价值 (百万元)   | 519,621 | 529,493 | 568,160 | 608,645 | 655,810 |
| YoY (%)      | 4.3     | 1.9     | 7.3     | 7.1     | 7.7     |
| 新业务价值 (百万元)  | 9,205   | 10,962  | 12,673  | 14,191  | 15,755  |
| YoY (%)      | -31.4   | 19.1    | 15.6    | 12.0    | 11.0    |
| 归母净利润 (百万元)  | 37,381  | 27,257  | 37,795  | 44,799  | 49,927  |
| YOY (%)      | 39.3    | -27.1   | 38.7    | 18.5    | 11.4    |
| P/B (倍)      | 1.2     | 0.9     | 0.9     | 0.9     | 0.8     |
| P/EV (倍)     | 0.4     | 0.4     | 0.4     | 0.4     | 0.3     |

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) | 2022A     | 2023A     | 2024E     | 2025E     | 2026E     | 利润表(百万元)      | 2022A        | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 投资资产       | 2,026,283 | 2,009,336 | 2,475,080 | 2,673,087 | 2,886,934 | 营业收入          | 332,140      | 323,945      | 378,623      | 406,185      | 428,170      |
| 保险合同资产     | 305       | 335       | -         | -         | -         | 保险服务收入        | 249,745      | 266,167      | 282,487      | 305,598      | 333,738      |
| 分出再保险合同资产  | 33,205    | 39,754    | 44,156    | 48,903    | 54,136    | 投资收益          | 77,510       | 7,053        | 92,121       | 96,529       | 90,328       |
| 其他资产       | 11,543    | 334,626   | 84,729    | 117,929   | 161,495   | 汇兑损失          | 1,085        | 159          | 230          | 230          | 230          |
| 资产总计       | 2,071,336 | 2,343,962 | 2,559,809 | 2,791,015 | 3,048,429 | 其他业务收入        | 3,654        | 3,742        | 3,785        | 3,829        | 3,874        |
| 卖出回购金融资产款  | 119,665   | 115,819   | 117,871   | 119,963   | 122,098   | 营业支出          | -289,600     | -291,885     | -333,582     | -352,808     | -368,690     |
| 保险合同负债     | 1,664,848 | 1,872,620 | 2,074,831 | 2,292,834 | 2,533,238 | 保险服务费用        | -213,988     | -231,023     | -246,349     | -271,372     | -299,760     |
| 分出再保险合同负债  | 809       | -         | -         | -         | -         | 分出保费的分摊       | -15,427      | -15,838      | -16,771      | -18,928      | -21,202      |
| 其他负债       | 84,342    | 87,819    | 91,667    | 95,899    | 100,554   | 减：摊回保险服务费用    | 12,609       | 14,399       | 14,196       | 16,447       | 18,590       |
| 负债合计       | 1,869,664 | 2,076,258 | 2,284,368 | 2,508,696 | 2,755,890 | 承保财务损失        | -58,074      | -46,741      | -74,777      | -69,590      | -55,973      |
| 归属于母公司所有者  | 196,477   | 249,586   | 255,446   | 261,825   | 271,303   | 减：分出再保险财务收益   | 1,108        | 1,174        | 1,789        | 1,663        | 1,333        |
| 权益合计       |           |           |           |           |           | 其他支出          | -15,828      | -13,856      | -11,670      | -11,028      | -11,678      |
| 少数股东权益     | 5,195     | 18,118    | 19,995    | 20,494    | 21,236    | 营业利润          | 42,540       | 32,060       | 45,041       | 53,377       | 59,480       |
| 所有者权益合计    | 201,672   | 267,704   | 275,441   | 282,319   | 292,539   | 营业外收入         | 147          | 136          | 136          | 136          | 136          |
| 负债及股东权益总计  | 2,071,336 | 2,343,962 | 2,559,809 | 2,791,015 | 3,048,429 | 营业外支出         | -204         | -195         | -195         | -195         | -195         |
|            |           |           |           |           |           | 利润总额          | 42,483       | 32,001       | 44,982       | 53,318       | 59,421       |
|            |           |           |           |           |           | 所得税           | -4,261       | -4,090       | -6,297       | -7,465       | -8,319       |
|            |           |           |           |           |           | 净利润           | 38,222       | 27,911       | 38,684       | 45,853       | 51,102       |
|            |           |           |           |           |           | 减：少数股东权益      | 841          | 654          | 890          | 1,055        | 1,175        |
|            |           |           |           |           |           | 归母净利润         | 37,381       | 27,257       | 37,795       | 44,799       | 49,927       |
|            |           |           |           |           |           | <b>主要财务比率</b> | <b>2022A</b> | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> |
|            |           |           |           |           |           | 成长能力(%)       |              |              |              |              |              |
|            |           |           |           |           |           | 营业收入同比增长      |              | 6.58%        | 6.13%        | 8.18%        | 9.21%        |
|            |           |           |           |           |           | 保险服务收入同比增长    | -31.37%      | 19.09%       | 15.61%       | 11.98%       | 11.02%       |
|            |           |           |           |           |           | 保险服务费用同比增长    | 4.28%        | 1.90%        | 7.30%        | 7.13%        | 7.75%        |
|            |           |           |           |           |           | 归母净利润同比增长     | 39.30%       | -27.08%      | 38.66%       | 18.53%       | 11.45%       |
|            |           |           |           |           |           | 归母净资产同比增长     | 1.49%        | 27.03%       | 2.35%        | 2.50%        | 3.62%        |
|            |           |           |           |           |           | 获利能力(%)       |              |              |              |              |              |
|            |           |           |           |           |           | ROE           | 18.95%       | 10.43%       | 14.04%       | 16.24%       | 18.84%       |
|            |           |           |           |           |           | ROA           | 1.85%        | 1.19%        | 1.51%        | 1.64%        | 94.39%       |
|            |           |           |           |           |           | ROEV          | 7.36%        | 5.27%        | 6.81%        | 7.53%        | 7.79%        |
|            |           |           |           |           |           | 价值数据(百万元)     |              |              |              |              |              |
|            |           |           |           |           |           | 新业务价值         | 9,205        | 10,962       | 12,673       | 14,191       | 15,755       |
|            |           |           |           |           |           | 内含价值          | 519,621      | 529,493      | 568,160      | 608,645      | 655,810      |
|            |           |           |           |           |           | 每股指标(元)       |              |              |              |              |              |
|            |           |           |           |           |           | 每股收益          | 3.89         | 2.83         | 3.93         | 4.66         | 5.19         |
|            |           |           |           |           |           | 每股净资产         | 20.42        | 25.94        | 26.55        | 27.22        | 28.20        |
|            |           |           |           |           |           | 每股内含价值        | 54.01        | 55.04        | 59.06        | 63.27        | 68.17        |
|            |           |           |           |           |           | 估值比率          |              |              |              |              |              |
|            |           |           |           |           |           | P/E           | 6.08         | 8.34         | 6.01         | 5.07         | 4.55         |
|            |           |           |           |           |           | P/B           | 1.16         | 0.91         | 0.89         | 0.87         | 0.84         |
|            |           |           |           |           |           | P/EV          | 0.44         | 0.43         | 0.40         | 0.37         | 0.3          |

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 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3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