

中国太保(601601.SH/02601.HK)

业绩高速增长，价值稳定提升

核心观点：

- 公司发布 2024 年业绩预增公告，预计 2024 全年归母净利润规模为 422-463 亿元，同比增长 55%-70%。
- 权益市场上行推动投资收益大幅度增长，叠加 23 年利润基数较低，公司 24 全年净利润实现较高增长，且呈现出增速逐季扩大的趋势。Q4 单季度公司净利润规模预计为 38.9 亿元-79.9 亿元，同比增速为-5%至 94%区间，预计最后有望实现正增长，主要是 24Q4 沪深 300 指数-2%（23Q4 为-7%），并且长端利率快速下行导致计入 FVTPL 中的固收类资产公允价值明显提升。公司全年净利润增速在市场大幅增长以及低基数的背景下大幅增长，但可能略低于主要上市同业，预计主要是公司加大了 FVOCI 股票的配置，截至 24H1，公司持有的股票归类于 FVOCI 的比例为 20.8%，较 2023 年末的 14.4%明显提升（来源于公司财报），预计年报有望进一步提升占比，而权益资产会计计量的逐渐调整有望减益市场波动对业绩的影响，因此 2025 年业绩有望实现平稳的增长。
- 价值有望在假设调整的背景下仍实现两位数增长，展现公司业务发展的韧性。2024 年受预定利率下调带来的需求前置以及居民储蓄意愿较高的影响，个险渠道新单保费保持稳定增长，而银保渠道受益于报行合一带来的价值率提升，虽然在长端利率快速下行背景下公司预计可能再次下调投资收益率假设，一定程度影响新业务价值的增长，但全年仍有望实现两位数的增长，推动内含价值全年有望实现 6.9%的增长。
- 盈利预测与投资建议：2024 年业绩有望实现高速增长，同时价值在假设调整背景下仍能稳定增长，考虑 2025 年稳增长政策的持续落地利好保险公司资产端，有望提振公司估值。因此预计 24-26 年公司 EPS 分别为 4.71/4.77/5.08 元。EV 估值法给予公司 25 年 A 股 0.65X PEV（H 股 0.45X），对应 A 股合理价值 41.92 元/股（H 股为 31.59 港币/股），维持 A/H“买入”评级。
- 风险提示：权益市场波动，利率下行，人力下降。（HKD/CNY=0.94）

盈利预测：

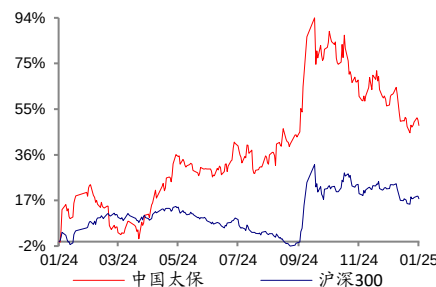
CNY	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
内含价值（百万元）	519,621	529,493	565,955	620,397	681,436
增长率（%）	4.28%	1.90%	6.89%	9.62%	9.84%
新业务价值（百万元）	9,205	10,962	12,848	14,102	15,825
归母净利润（百万元）	37,481	27,257	45,346	45,876	48,827
增长率（%）	-8.29%	-27.28%	66.36%	1.17%	6.43%
EPS（元/股）	2.56	2.83	4.71	4.77	5.08
PEV	0.58	0.57	0.53	0.49	0.44
ROE	10.77%	10.92%	15.43%	13.07%	11.48%

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	31.29 元/22.35 港元
合理价值	41.92 元/31.59 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2025-01-22

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

请注意，刘淇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 2024-10-30

(601601.SH/02601.HK):投资

推动利润大增，价值增速持续扩大

中国太保 2024-10-15

(601601.SH/02601.HK):权益

市场上涨，投资助推利润大增

中国太保 2024-08-30

(601601.SH/02601.HK):投资

推动业绩大增，价值持续向上

请务必阅读末页的免责声明

保费收入：（1）个险渠道方面，考虑到人均产能的持续提升，以及预定利率为3.0%产品退市带来的居民储蓄需求进一步释放，因此预计个险新单增速2024-2026年分别为+11.4%/7.8%/11.9%；（2）银保渠道方面，鉴于报行合一实施和同比高基数的影响，2024年银保新单面临较大的压力，但是随着银保合作网点“1+N”的放开，报行合一政策实施对银保新单的冲击有望得到缓释，另外手续费及佣金率的下调和市场竞争的规范化有利于公司进一步扩大网点合作的数量，预计24-26年银保渠道的新单增速分别为-25%/+15%/+15%；团体渠道稳定向好，且去年新单保费的快速增长将推动续期保费持续增长，因此预计未来三年总保费收入增速分别为+1.3%、+7.1%、+7.7%。

利润：保险服务业绩方面，综合保费收入的预测，并且预计寿险死亡及给付率、赔付率、红利支出率、利息支出率等保持相对稳定，因此预计保险服务业绩维持稳定增长；投资业绩方面，考虑到国新会持续释放资产端积极信号，权益市场大幅回升，且稳增长政策仍在持续出台，但公司预计增加更多的股票类资产至FVOCI科目，因此公司投资业绩有望实现提升，但提升幅度可能略低于同业保险公司，叠加前三季度归母净利润实现大幅增长和四季度低基数的背景，预计公司2024-2026年归母净利润增速分别为+66.4%/1.2%/6.4%。

价值：从NBV来看，尽管2024年新单保费的增长仍存在一定的压力，但是银保渠道报行合一实施降低手续费及佣金率、产品重定价、业务结构的优化推动价值率大幅提升，但我们考虑当前长端利率快速下行，预计保险公司会在2024年下调投资收益率假设至4%，导致利润率提升的幅度略低，预计2024-2026年NBV增速分别为+19%/17.4%/9.4%；从EV来看，受益NBV小幅提升，虽然下调投资收益率假设导致假设变更负面影响，但投资收益率的提升带来的经济经验偏差改善，预计2024-2026年EV增速分别为+5.3%/7.9%/7.1%。

估值：截至2025年1月22日，太保2025年PEV估值为0.49X，2024年受益权益市场回升带来公司估值的提升，考虑2025年稳增长政策的持续推动有望推动保险公司资产端上行，叠加公司预计下调投资收益率假设，EV更加夯实，因此给予公司25年A股0.65X的PEV估值水平。H股方面，给予公司H股0.45X的PEV估值水平。因此预计24-26年公司EPS分别为4.71/4.77/5.08元。EV估值法给予公司25年A股0.65X PEV（H股0.45X），对应A股合理价值41.92元/股（H股为31.59港币/股），维持A/H“买入”评级。（HKD/CNY=0.94）

风险提示：权益市场波动，利率下行，人力下降。

表1: 中国太保保费收入预测 (百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新单保费	66,371	82,876	74,805	83,415	94,718
期缴	19,793	26,175	28,007	30,808	35,429
趸缴	3,150	6,202	8,063	8,063	8,063
续期业务	155,900	168,767	179,769	189,093	198,694
合计	225,343	252,817	256,099	274,187	295,259
(1) 个人寿险	176,524	195,478	200,802	198,661	198,488
新保业务	22,943	32,377	36,070	38,871	43,492
期缴	19,793	26,175	28,007	30,808	35,429
趸缴	3,150	6,202	8,063	8,063	8,063
续期业务	153,581	163,101	164,732	159,790	154,996
(2) 银行保险	30,478	38,069	38,824	56,426	74,589
新保业务	28,809	33,291	24,968	28,713	33,021
续期业务	1,669	4,778	13,856	27,712	41,569
(3) 团体保险	15,269	18,096	14,947	17,422	20,335
新保业务	14,619	17,208	13,766	15,831	18,206
续期业务	650	888	1,180	1,591	2,129
(4) 其他渠道	3,072	1,174	1,526	1,679	1,847

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表2: 中国太保利润表预测 (百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	332,140	323,945	357,713	374,571	398,334
保险服务收入	249,745	266,167	269,623	288,666	310,850
利息收入	0	58,262	58,845	60,610	63,640
投资收益	77,510	7,053	9,169	10,269	12,323
其他收益	183	251	276	304	334
公允价值变动损失	-61	-11,712	15,500	10,000	6,000
汇兑收益	1,085	159	159	167	175
其他业务收入	3,654	3742	4,116	4,528	4,981
资产初始收益	24	23	25	28	31
营业总支出	-289,600	-291,885	-304,581	-321,717	-342,702
保险服务费用	-213,988	-231,023	-233,050	-248,140	-265,733
分出保费的分摊	-15,427	-15,838	-17,422	-19,164	-21,080
减: 弹回保险服务费用	12,609	14,399	15,839	17,423	19,165
承保财务损失	-58,074	-46,741	-56,089	-56,650	-58,350
减: 分出再保险财务收益	1108	1174	1,291	1,421	1,563
提取保费准备金	-109	35	39	42	47
利息支出	-2752	-2628	-2,891	-3,180	-3,498
手续费及佣金支出	0	-7	-8	-8	-9
税金及附加	-424	-445	-490	-538	-592
业务及管理费	-6204	-7397	-8,137	-8,950	-9,845
信用减值损失	0	-2013	-2,214	-2,436	-2,679
其他资产减值损失	0	-253	-278	-306	-337
计提资产减值准备	-5303	0	0	0	0
其他业务成本	-1036	-1148	-1170.96	-1,230	-1,352
营业利润	42,540	32,060	53,132	52,855	55,632
营业外收入	147	136	150	165	181
营业外支出	-204	-195	-215	-236	-260
利润总额	42,483	32,001	53,067	52,783	55,553
所得税	-4161	-4090	-6,633	-5,806	-5,555
净利润	38,322	27,911	46,434	46,977	49,998
归属于母公司股东净利润	37,481	27,257	45,346	45,876	48,827

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表3: 可比公司估值表 (截至2025.1.22)

股票简称	股票代码	货币	最新收盘价 (元)	EPS(元)		PE(x)		PEV/PB(x)	
				2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
中国平安	601318.SH	CNY	48.95	7.45	7.60	6.57	6.44	0.59	0.54
新华保险	601601.SH	CNY	45.86	5.24	6.82	8.75	6.72	0.51	0.47
中国人寿	601628.SH	CNY	39.15	3.96	4.08	9.89	9.60	0.76	0.71
中国平安	02318.HK	HKD	41.95	7.45	7.60	5.27	5.16	0.47	0.44
新华保险	02601.HK	HKD	23.55	5.24	6.82	4.20	3.23	0.24	0.22
中国人寿	02628.HK	HKD	13.70	3.96	4.08	3.24	3.14	0.25	0.23
友邦保险	01299.HK	HKD	54.70	7.45	7.60	6.57	6.44	0.59	0.54

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 盈利预测与广发非银最新外发报告一致, 其中 EPS 中仅友邦为美元, 其余为人民币。

资产负债表

单位：亿元人民币

利润表

单位：亿元人民币

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	331	315	346	381	419
衍生金融资产	2	0	0	0	0
买入返售金融资产	211	28	31	34	37
定期存款	2,045	1,655	2,189	2,219	2,591
金融投资	0	0	0	0	0
交易性金融资产	266	5,816	5,932	6,229	6,665
债权投资	0	823	906	996	1,096
其他债权投资	0	12,474	13,909	15,300	17,136
其他权益工具投资	0	980	1,029	1,080	1,134
保险合同资产	3	3	4	4	4
分出再保险合同资产	332	398	437	481	529
长期股权投资	258	232	243	256	268
存储资本保险金	73	71	75	78	82
投资性房地产	112	107	324	379	411
固定资产	175	189	199	209	219
在建工程	23	25	26	28	30
使用权资产	30	34	37	42	46
无形资产	67	71	76	81	87
商誉	14	14	13	13	13
其他资产	309	206	137	91	61
资产总计	20,713	23,440	25,913	27,900	30,829
衍生金融负债	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
保险合同负债	16,648	18,726	20,503	21,511	23,285
其他负债	851	878	1,054	1,264	1,517
负债合计	18,697	20,763	22,831	24,177	26,344
股本	96.2	96.2	96.2	96.2	96.2
资本公积	797	800	802	805	808
其他综合损益	-116	80	88	97	106
盈余公积	51	51	51	51	51
一般风险准备	211	255	308	372	449
未分配利润	926	1,214	1,593	2,090	2,741
归属于母公司股东权益	1,965	2,496	2,938	3,511	4,252
少数股东权益	52	181	144	213	233
股东权益	2,017	2,677	3,082	3,724	4,485
负债和股东权益总计	20,713	23,440	25,913	27,900	30,829

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,321	3,239	3,577	3,746	3,983
保险服务收入	2,497	2,662	2,696	2,887	3,109
利息收入	-	583	588	606	636
投资收益	775	71	92	103	123
其他收益	2	3	3	3	3
公允价值变动损失	-1	-117	155	100	60
汇兑收益	11	2	2	2	2
其他业务收入	37	37	41	45	50
营业总支出	-2,896	-2,919	-3,046	-3,217	-3,427
保险服务费用	-2,140	-2,310	-2,331	-2,481	-2,657
分出保费的分摊	-154	-158	-174	-192	-211
减：摊回保险服务费用	126	144	158	174	192
承保财务损失	-581	-467	-561	-567	-583
减：分出再保险财务收	11	12	13	14	16
提取保费准备金	-1	0	0	0	0
利息支出	-28	-26	-29	-32	-35
手续费及佣金支出	-	-0	-0	-0	-0
税金及附加	-4	-4	-5	-5	-6
业务及管理费	-62	-74	-81	-90	-98
信用减值损失	-	-20	-22	-24	-27
其他资产减值损失	-	-3	-3	-3	-3
其他业务成本	-10	-11	-12	-12	-14
营业利润	425	321	531	529	556
利润总额	425	320	531	528	556
净利润	383	279	464	470	500
归母净利润	375	273	453	459	488

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	3.34%	-2.47%	10.42%	4.71%	6.34%
归母净利润增长	-8.29%	-27.28%	66.36%	1.17%	6.43%
归母净资产增长	0.75%	27.03%	17.73%	19.48%	21.12%
获利能力					
ROE	10.77%	10.92%	15.43%	13.07%	11.48%
ROA	1.13%	1.16%	1.75%	1.64%	1.58%
每股指标					
EPS	2.56	2.83	4.71	4.77	5.08
BPS	23.75	25.94	30.54	36.49	44.20
估值比率					
P/E	12.23	11.06	6.64	6.56	6.16
P/B	1.32	1.21	1.02	0.86	0.71

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：资深分析师，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：高级分析师，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：高级研究员，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。

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。