


公司评级 买入（维持）

报告日期 2025 年 04 月 10 日

相关研究

【兴证非银】中国太保 2024 年三季度报点评：NBV 和利润高增，OPAT 受承保利润拖累增速放缓-2024.10.31

分析师：唐亮亮

S0190523080002

tangliangliang@xyzq.com.cn

中国太保(601601.SH)

NBV 略超预期，OPAT 受财险承保利润拖累微增

投资要点

- 业绩概览：**整体符合预期。1) 2024 年归母净利润同比+64.9%至 449.6 亿元，其中 Q4 单季度同比+62%，全年高增长主要得益于投资业绩显著改善，全年总投资收益同比+130.5%，符合预期。2) OPAT 同比微增 2.5%，较 2024H1 同比+3.3%有所放缓，主要受财险承保利润承压拖累（承保利润同比下降 14.7 亿元，对 OPAT 的贡献度为-4.3%），略不及预期。3) 追溯口径下 NBV 同比+57.7%至 132.6 亿元（不追溯同比+20.9%），略超预期。4) EV 较年初+6.2%，投资收益率假设由 4.5%降至 4%，风险贴现率假设由 8.5%降至 8%。假设及模型调整对 EV 的贡献为-12.1%，符合预期。5) DPS 同比+5.9%至 1.08 元，对应新准则利润分红率为 23.1%，同比下降 12.9pct，对应 OPAT 分红率为 30.2%，同比提升 1pct，基本符合预期。
- 人身险规模与效益同步提升。**1) 新单保费同比-4.8%，个险和银保新单保费分别同比+14%、-15.6%，银保受“报行合一”影响大幅压降趸交业务是新单负增长主要原因。2) 代理人队伍结构不断优化，月均核心人力 5.3 万人，按可比口径同比增长 10.4%，产能及收入稳步提升，核心人力月人均 FYP 同比+17.9%；核心人力月人均 FYC 达 6868 元，同比+7.1%。3) 月均代理人数量同比下降-12.4%，但从趋势看 2024 年下半年迎来拐点，2024 年末人力较上半年末提升 2.7%至 18.8 万人。4) 银保期缴新单同比+20.5%，期缴占新单比重提升 11.6pct 至 38.7%；银保价值率提升 9.9pct，带动整体价值率提升 8.6pct，银保 NBV 占比增至 25.2%，同比+8.3pct。5) 业务品质不断改善，13 和 25 个月保单继续率分别同比提升 1.7pct、8.5pct 至 97.4%、92.5%，在上市同业中保持领先。
- 财险保费增速放缓，COR 同比承压。**1) 财险保费同比+6.8%，其中车险、非车险分别同比+3.7%、+10.7%。非车中责任险、健康险、农险、企财险分别同比+13%、+16.9%、+8.8%、+15%，农险业务增速明显放缓，是非车增速下滑的主要拖累。2) 受大灾赔付增加影响 COR 同比+0.9pct 至 98.6%，其中费用率同比优化 0.8pct 至 27.8%，赔付率同比+1.7pct 至 70.8%。车险 COR 同比+0.6pct 至 98.2%，非车 COR 同比+1.4pct 至 99.1%，主要险种中除农险外，责任险、健康险和企财险均承保亏损。预计 2025 年随着农险保费恢复，大灾影响回归正常水平，保费增速和 COR 将有明显改善。
- 大幅增配 OCI 高股息股票，投资业绩高增。**1) 2024 年末 FVOCI 股票规模较 2024 年 6 月末增加 65.4%至 760.5 亿元，占总股票比重提升 9pct 至 29.8%（股票市值上涨亦有贡献）。2) NII、TII、CII 分别同比-0.2pct、+3pct、+3.3pct 至 3.8%、5.6%、6.0%。3) 估算全年 OCI 权益工具投资（含高股息、优先股、永续债等）价格涨幅约+5.2%，同比+4pct；其他债务工具价格涨幅约+7.6%，同比+4.6pct。
- 投资建议：**短期看负债端代理人渠道受高基数以及预定利率下调影响较大，新单业务预计持续承压，但银保在全面推进网点深耕带动下可能保持高增长，对整体价值将形成有力支撑，2025 年 NBV 或延续正增长态势。长期看，个险与银保双轮驱动格局渐成，价值可持续增长可期。调整 2025、2026、2027 年 EPS 预测值为 3.87、4.74、5.42 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**长端利率大幅下行，权益市场大幅回撤，新单销售显著不及预期

附表：财务预测与估值（单位：亿元）

合并利润表					合并资产负债表				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
保险服务收入	2,795	3,012	3,263	3,554	资产				
利息收入	560	586	626	663	货币资金	294	521	581	647
投资收益	269	168	224	278	买入返售金融资产	109	277	309	344
公允价值变动收益/(损失)	377	279	315	301	定期存款	1,738	2,106	2,351	2,620
营业总收入	4,041	4,056	4,441	4,816	金融投资:	24,820	26,941	30,066	33,511
保险服务费用	-2,431	-2,601	-2,821	-3,071	交易性金融资产	6,672	8,014	8,950	9,984
分出保费的分摊	-159	-171	-186	-203	债权投资	648	834	930	1,037
减: 摊回保险服务费用	145	156	169	184	其他债权投资	16,080	16,509	18,354	20,378
承保财务损失	-925	-865	-915	-948	其他权益工具投资	1,420	1,594	1,849	2,140
减: 分出再保险财务收益	21	18	19	20	保险合同资产	0	0	0	0
利息支出	-27	-28	-28	-29	分出再保险合同资产	461	520	580	647
税金及附加	-4	-5	-5	-6	长期股权投资	225	286	319	355
业务及管理费	-82	-83	-91	-98	存出资本保证金	69	87	97	108
信用减值损失	-5	-6	-6	-7	投资性房地产	90	119	126	132
营业总支出	-3,484	-3,595	-3,876	-4,170	固定资产	203	228	254	283
营业利润	557	461	566	646	在建工程	25	35	39	44
加: 营业外收入	1	1	1	1	使用权资产	29	37	41	46
减: 营业外支出	-2	-2	-3	-3	无形资产	73	88	98	109
利润总额	556	460	564	645	商誉	14	17	19	21
减: 所得税	-91	-75	-93	-106	递延所得税资产	35	66	74	83
净利润	464	384	472	539	其他资产	165	213	238	265
归属于母公司股东的净利润	450	372	456	522	资产合计	28,349	31,549	35,209	39,243
少数股东损益	15	12	15	17	负债				
关键指标	2024A	2025E	2026E	2027E	卖出回购金融资产款	1,817	1,853	1,890	1,928
营业收入	4,041	4,056	4,441	4,816	预收保费	180	194	209	228
YOY	24.7%	0.4%	9.5%	8.4%	应付职工薪酬	102	107	112	118
归属于母公司股东的净利润	450	372	456	522	应交税费	25	25	25	25
YOY	64.9%	-17.3%	22.8%	14.3%	应付债券	103	105	107	109
集团内含价值	5,621	6,152	6,726	7,286	保险合同负债	22,295	25,090	28,080	31,320
YOY	6.2%	9.5%	9.3%	8.3%	应付手续费及佣金	59	64	69	76
新业务价值	133	139	155	177	保费准备金	1	1	1	1
YOY	20.9%	4.5%	12.0%	13.9%	租赁负债	27	29	30	32
EPS (元)	4.67	3.87	4.74	5.42	递延所得税负债	74	77	81	85
BPS (元)	30.29	33.29	38.74	45.33	其他负债	480	504	529	556
EVPS (元)	58.42	63.95	69.91	75.74	负债合计	25,164	28,049	31,136	34,478
PE (倍)	6.37	7.70	6.27	5.49	归属于母公司股东权益合计	2,914	3,202	3,727	4,361
PB (倍)	0.98	0.89	0.77	0.66	少数股东权益	271	297	346	405
PEV (倍)	0.51	0.47	0.43	0.39	股东权益合计	3,185	3,500	4,073	4,766

资料来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理; 股价截至 2025 年 4 月 9 日收盘价

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn