

泰康养老保险股份有限公司

2025 年无固定期限资本债券（第一期）

信用评级报告

联合资信评估股份有限公司

China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕131号

联合资信评估股份有限公司通过对泰康养老保险股份有限公司及其拟发行的 2025 年无固定期限资本债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定泰康养老保险股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，泰康养老保险股份有限公司 2025 年无固定期限资本债券（第一期）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年二月十二日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受泰康养老保险股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合信用投资咨询有限公司（以下简称“联合咨询”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合咨询之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

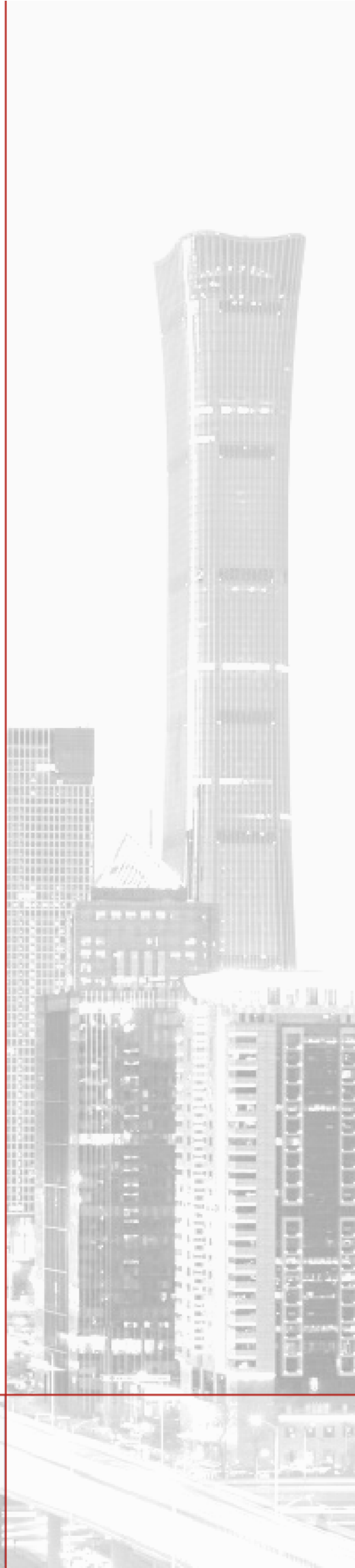
四、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



泰康养老保险股份有限公司

2025 年无固定期限资本债券（第一期）信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2025/02/12

债项概况

本期债券的发行规模为人民币 20 亿元，存续期与泰康养老持续经营存续期一致；泰康养老仅在确保偿付本期债券利息后，综合偿付能力充足率不低于 100%的前提下，才能偿付本期债券的利息；否则当期利息支付义务将被取消，且未向债券持有人足额派息的差额部分不累积到下一计息年度；泰康养老无法如约支付利息时，本期债券的投资人无权向人民法院申请对泰康养老实施破产。本期债券募集资金将依据适用法律和监管部门的批准用于补充泰康养老核心二级资本，提高泰康养老偿付能力，为泰康养老业务的良性发展创造条件，支持业务持续稳健发展；本期债券发行设置发行人选择提前赎回的权利。在行使赎回权后泰康养老的综合偿付能力充足率不低于 100%的情况下，经报中国人民银行和国家金融监督管理总局备案后，泰康养老自发行之日起 5 年后，有权于每年付息日（含发行之日后第 5 年付息日）按面值全部或部分赎回本期债券。

评级观点

泰康养老保险股份有限公司（以下简称“泰康养老”或“公司”）公司治理水平稳步提升，无股权质押情况，各项关联交易指标均符合监管要求。年金业务方面，泰康养老持续提升“大受托”服务能力，年金受托管理资产规模保持较好增长；保险业务方面，泰康养老保险业务保持较好发展态势，市场原保险保费收入保持增长，市场份额稳步提升，健康险和分红险为保险业务收入主要来源且呈较好的发展态势，随着净资产及期缴保费规模的增长，公司业务价值整体呈增长态势，保险业务品质较好，投资策略较为稳健，但仍需关注资本市场波动等因素对其投资资产质量及收益实现的不利影响；财务方面，泰康养老营业收入保持增长，但资本市场波动、较大规模的赔付支出及保险责任准备金计提力度加大等因素对公司利润产生一定负面影响，公司出现净亏损，需关注未来盈利水平变动情况；短期流动性风险可控，各项流动性风险监测指标结果较好；随着规则 II 的实施，泰康养老面临一定的资本补充压力，2023 年以来，得益于增资扩股及业务发展推动保单未来盈余增长等因素影响，泰康养老偿付能力充足水平明显提升，需对其偿付能力的变化及资本补充情况保持关注。此外，泰康养老作为泰康保险集团股份有限公司（以下简称“泰康保险集团”）的核心子公司，在业务开展、资产配置、风险管理及公司治理等方面均获得股东有力支持。

泰康养老股东权益对本期债券的保障能力较好，综合考虑其资本实力、业务经营及流动性等情况，加之其出现经营困难时，获得股东直接或间接支持的可能性较大，本期债券的违约概率极低。

个体调整：无。

外部支持调整：泰康养老控股股东泰康集团资本实力极强、业务体系成熟且业务布局多元化，且能在公司经营发展及资本补充方面给予较大支持，当公司出现经营困难时，获得股东支持的可能性大，通过股东支持上调 2 个子级。

评级展望

未来，泰康养老将持续对接泰康集团战略，坚持“做大支付、布局服务、建设生态、科技驱动、打造软实力”，坚定在泰康集团战略领导下，构建全链条医养闭环，业务结构有望进一步优化，市场竞争力有望进一步提升。另一方面，需关注宏观经济增长承压、保险市场竞争日趋激烈以及资本市场的不确定性等因素对泰康养老未来业务发展、风险控制以及盈利稳定性等方面带来的影响。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：宏观经济形势恶化；股东支持意愿大幅下降；竞争加剧导致市场地位明显下滑；财务状况严重恶化，如资产质量大幅下降、偿付能力严重不足等。

优势

- **公司持续提升“大受托”服务能力，年金受托管理资产规模保持较快增速。**泰康养老全面融入国家医养保障三支柱体系建设，持续提升“大受托”服务能力，在企业年金和职业年金市场上具有较好的市场地位和较为丰富的管理经验，年金受托管理资产规模保持较快增速。
- **保险业务产品体系丰富，内含价值及新业务价值率增长，保险业务品质提升。**泰康养老保险业务产品体系丰富，保险业务以期缴业务为主，随着净资产上升及内含价值相对较高的期缴业务规模的持续增长，公司内含价值逐年增长，保险业务品质较好。
- **投资策略较为稳健，投资风险可控。**公司投资策略较为稳健，投资资产以固定收益类为主，出于资产负债匹配等考虑，加大长久期债券配置力度，截至 2023 年末，泰康养老投资资产中无违约情况。
- **流动性资产配置充足，短期流动性风险可控。**近年来，公司可快速变现资产规模逐年增加，且占资产总额的比重较高，流动性资产配置充足，短期流动性风险可控。
- **泰康集团对公司支持力度大。**泰康养老在泰康集团整体产业生态体系中具有重要的战略地位，且作为泰康集团核心子公司，能够在业务开展、资产配置、风险管理等方面得到泰康集团的有力支持。此外，根据泰康集团出具的支持函，泰康集团承诺将对泰康养老的流动性进行统筹安排，帮助其持续改善偿付能力，确保泰康养老偿付能力符合监管要求，并建立资本补充机制，履行对泰康养老持续出资的义务，保持泰康养老的资本充足和流动性。
- **获得政府支持的可能性大。**养老保险公司承担一定的社会养老及社会公共职能，其对支持国家落实社会养老体系完善工作、维护金融稳定等方面发挥重要作用，在金融体系中具有较为重要的地位，当出现经营困难时，获得政府直接或间接支持的可能性大。

关注

- **公司出现净亏损，需关注未来盈利水平变动情况。**资本市场波动、较大规模的赔付支出及保险责任准备金计提力度加大等因素对公司利润产生一定负面影响，公司出现净亏损，需关注未来盈利水平变动情况。
- **业务渠道多元化建设有待加强。**泰康养老销售渠道以公司直销为核心，经纪渠道规模增长但仍占比不高，专业代理、兼业代理及银行代理渠道业务规模处于较低水平，业务渠道多元化建设有待加强。
- **需关注健康险业务调整对公司业务发展及盈利水平变动的影响。**2023 年 11 月，国家金融监督管理总局出台《养老保险公司监督管理暂行办法》（以下简称“暂行办法”），要求养老保险公司走专业化发展道路，聚焦养老主业，暂行办法要求养老保险公司逐步压降非养老主业业务规模，持续调整业务结构，公司后续不再新增政府医保业务，并调整健康险业务架构及进度，需关注相关政策对公司业务发展情况的影响。
- **资金运用规模持续增长，对公司风险管理及资金运营水平提出更高要求。**随着业务规模的不断扩大，公司投资资产规模持续增长，在当前债券市场违约事件频发及投资收益率下行的环境下，公司投资业务风险管理及资金运营水平面临更高要求。
- **无固定期限资本债券相关条款附带风险。**泰康养老有权递延全部或部分本期债券派息，且不构成违约。根据监管要求，本期债券设置了当无法生存触发事件发生时的减记条款，当无法生存触发事件发生时，泰康养老有权在无需获得债券持有人同意的情况下，将本期债券的本金进行部分或全部减记。如泰康养老无法如约支付利息时，无固定期限资本债券的持有人无权向法院申请对公司实施破产。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 保险公司信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 保险公司主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	2
		自身竞争力	公司治理	1
			未来发展	2
			业务经营分析	3
			风险管理水平	2
财务风险	F2	偿付能力	资本充足性	3
			保险风险	2
			盈利能力	7
		流动性		
指示评级				aa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：股东支持				+2
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：无。

外部支持变动说明：无。

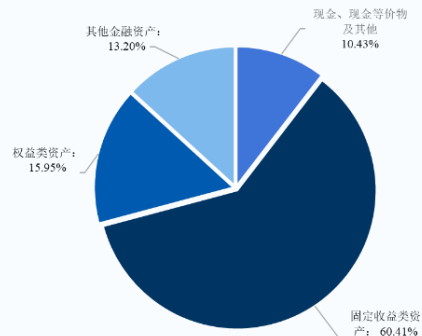
主要财务数据

项 目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 9 月末
资产总额（亿元）	714.45	891.30	1051.04	1271.50
负债总额（亿元）	640.23	828.62	971.43	1158.25
所有者权益（亿元）	74.22	62.68	79.61	113.25
核心偿付能力充足率（%）	158	76	96	131.49
* 综合偿付能力充足率（%）	192	153	192	223.47
* 综合偿付能力充足率（%）	192	153	192	223.47
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
营业收入（亿元）	217.49	224.60	275.78	214.24
已赚保费（亿元）	185.93	188.59	248.90	184.12
净利润（亿元）	-2.49	1.20	-19.70	-12.32
投资收益（亿元）	28.20	30.03	15.94	15.03
综合退保率（%）	2.36	3.38	1.32	2.45
赔付率（%）	30.45	29.66	34.09	--
平均资产收益率（%）	--	0.15	--	--
平均净资产收益率（%）	--	1.75	--	--

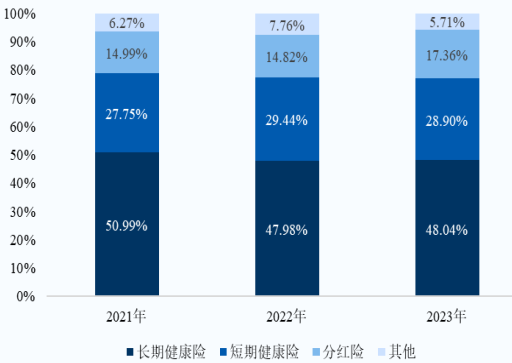
注：2024 年三季度财务数据未经审计；标*数据 2021 年末数据口径为《保险公司偿付能力监管规则（1-17 号）》（保监发〔2015〕22 号），2022 年末、2023 年末及 2024 年 9 月末数据口径为《保险公司偿付能力监管规则（II）》（银保监发〔2021〕51 号）；

数据来源：泰康养老审计报告、财务报表及提供数据，联合资信整理

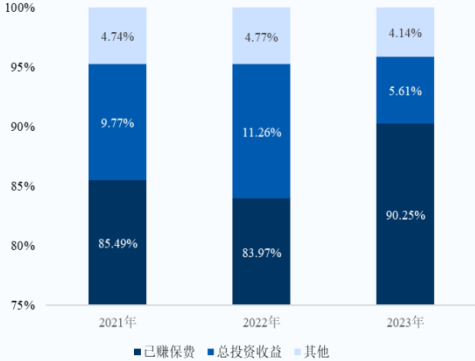
2023 年末公司投资资产构成



2021—2023 年公司保险业务收入构成



2021—2023 年公司营业收入构成



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/12/27	陈绪童 张朝宇	保险公司信用评级方法 V4.0.202208 保险公司主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
AAA/稳定	2023/08/24	陈绪童 马默坤	保险公司信用评级方法 V4.0.202208 保险公司主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：陈绪童 chenxt@lhratings.com

项目组成员：张朝宇 zhangcy@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com

网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）



一、主体概况

泰康养老成立于 2007 年 8 月 10 日，是由原泰康人寿保险股份有限公司（以下简称“原泰康人寿”）及泰康资产管理有限责任公司（以下简称“泰康资产”）共同发起设立，总部位于北京市，初始注册资本为 2.00 亿元；2016 年 8 月，经原中国保监会批准，原泰康人寿进行集团化改组，且更名为泰康保险集团股份有限公司（以下简称“泰康集团”）。2023 年，泰康集团合计对公司增资 20.00 亿元，增资全部计入实收资本；2024 年 7 月 2 日，经金复【2024】449 号文批准，泰康养老注册资本变更为 90 亿元人民币，本次增资 20 亿元均由泰康集团以货币方式出资，增资后泰康集团持有 89.40 亿股，持股比例从 99.14% 上升至 99.33%；泰康资产持有 0.60 亿股，持股比例为 0.67%。截至 2024 年 9 月末，公司股本 90.00 亿元。泰康资产为泰康集团的全资子公司，泰康集团直接及间接持有泰康养老 100.00% 的股份；由于泰康集团控股股东为嘉德投资控股有限公司（以下简称“嘉德投资”），嘉德投资的实际控制人为陈东升，故公司的实际控制人为陈东升。

图表 1 • 截至报告出具日股东及持股情况

序号	股东名称	持股比例
1	泰康保险集团股份有限公司	99.33%
2	泰康资产管理有限责任公司	0.67%
合计		100.00%

资料来源：联合资信根据泰康养老提供资料整理

公司经营范围：团体养老保险及年金业务、个人养老保险及年金业务、团体人寿保险业务、短期健康保险业务、团体长期健康保险业务、个人长期健康保险业务、意外伤害保险业务、上述业务的再保险业务、与健康保险有关的咨询服务业务及代理业务、国家法律、法规允许的保险资金运用业务、经中国保监会批准的其他业务；保险兼业代理（仅代理泰康人寿保险有限责任公司和泰康在线财产保险股份有限公司的保险业务）。（市场主体依法自主选择经营项目，开展经营活动；保险兼业代理以及依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事国家和本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）按照联合资信行业分类标准划分为保险业。

截至 2024 年 9 月末，公司已在全国设立 34 家分公司、46 家中心支公司、14 家支公司、3 家营销服务部。

公司注册地址：北京市朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 2001、2002、2101、2102、2201、2202 单元。

法定代表人：薛振斌。

二、本期债券情况

1 本期债券概况

泰康养老本期债券发行规模为人民币 20 亿元，具体发行条款以泰康养老和主承销商共同确定并经主管部门审批通过的内容为准。

2 本期债券性质

本期债券本金和利息的清偿顺序在发行人保单责任、其他普通负债和附属资本工具之后，先于发行人的核心一级资本工具；本期债券与发行人已发行的与本期债券偿还顺序相同的其他核心二级资本工具处于同一清偿顺序，与未来可能发行的与本期债券偿还顺序相同的核心二级资本工具同顺位受偿。发行人无法如约支付本息时，债券持有人无权向人民法院申请对发行人实施破产。

根据法律法规和监管机构要求，发行人仅在确保偿付本期债券利息后，综合偿付能力充足率不低于 100% 的前提下，才能偿付本期债券的利息；否则当期利息支付义务将被取消，且未向债券持有人足额派息的差额部分不累积到下一计息年度。发行人无法如约支付利息时，本期债券的投资人无权向人民法院申请对发行人实施破产。

即使在满足综合偿付能力充足率不低于 100% 的前提下，发行人亦有权在每个付息日，自行选择将全部或部分当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制，亦不构成违约事件，递延支付的利息不另计息，发行人在行使该项权利时将充分考虑债券持有人的利益。递延全部或部分本期债券派息除构成对普通股的股息分配限制以外，不构成对发行人的其他限制。若递延全部或部分本期债券派息，需由股东审议批准，并及时通知投资者。

本期债券发行设置发行人选择提前赎回的权利。在行使赎回权后发行人的综合偿付能力充足率不低于 100%的情况下，经报中国人民银行和国家金融监督管理总局备案后，发行人自发行之日起 5 年后，有权于每年付息日（含发行之日后第 5 年付息日）按面值全部或部分赎回本期债券。

当无法生存触发事件发生时，发行人有权在无需获得债券持有人同意的情况下，将本期债券的本金进行部分或全部减记。本期债券按照存续金额在设有同一触发事件的所有核心二级资本工具存续总金额中所占的比例进行减记。无法生存触发事件是指发生以下情形之一：一是国家金融监督管理总局认为若不进行减记，发行人将无法生存；二是相关部门认定若不进行公共部门注资或提供同等效力的支持，发行人将无法生存；三是当人民法院裁定受理发行人破产申请。减记部分不可恢复。

3 募集资金用途

本期债券募集资金将依据适用法律和监管部门的批准用于补充发行人核心二级资本，提高发行人偿付能力，为发行人业务的良性发展创造条件，支持业务持续稳健发展。

联合资信认为，无固定期限资本债券是监管机构所认可的核心二级资本补充工具，可用于补充保险公司核心二级资本。无固定期限资本债券设有无法生存触发事件减记条款，一方面，无固定期限资本债券具有更强的资本属性和吸收损失的能力，这也决定了其风险高于资本补充债券；另一方面，一旦触发减记条款，任何条件下减记部分不可恢复，无固定期限资本债券的投资者将面临较大的损失。但是，无固定期限资本债券减记触发事件不易发生。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年前三季度，国民经济运行总体平稳、稳中有进，生产需求平稳增长，就业、物价总体稳定。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月政治局会议精神，用好超长期国债支持“两重、两新”工作，加快专项债发行使用，降低实体经济融资成本，加快资本市场落实新“国九条”。

2024 年前三季度国内生产总值 949746 亿元，同比增长 4.8%。经济增速有所波动，但仍保持在 5.0% 增长目标附近。经济运行出现一些新的情况和问题，房地产调控和化债方案持续加码。信用环境方面，前三季度，稳健的货币政策加大逆周期调节力度，两次下调存款准备金率，开展国债买卖操作，两次下调政策利率，支持房地产白名单企业和居民贷款，有序推进融资平台债务风险化解。下阶段，货币政策将加强逆周期调节力度，提振社会通胀预期，支持房地产融资，稳定资本市场；合理把握信贷和债券两个最大融资市场的关系，引导信贷合理增长、均衡投放。

展望四季度，按照 9 月政治局会议安排，宏观政策将加大逆周期调节力度，促进房地产市场止跌回稳，努力提振资本市场，加强助企纾困。抓住有利时机，强化存量政策和增量政策协同发力，巩固和增强经济回升向好势头，努力完成全年经济社会发展目标任务。

完整版宏观经济与政策环境分析详见 [《宏观经济信用观察（2024 年三季度报）》](#)。

四、行业分析

2023 年，在预定利率调整预期及居民购买储蓄型险种需求上升的背景下，人身险公司保险业务收入实现较好增长，但高预定利率产品的陆续停售、银保业务“报行合一”的实施等对人身险公司保费收入变动及银保业务市场竞争格局的影响，仍需保持关注；2024 年上半年，在预定利率进一步的调整预期的背景下，人身险公司保费收入保持较好增长，保费收入增长主要靠寿险业务拉动，但集中进入满期给付高峰使得赔付支出明显增加；人身险行业市场集中度仍处于较高水平，头部险企市场份额稳定。

资金运用方面，2023 年，人身险公司资金运用规模持续增长，固定收益类资产仍为主要投资类别；在险企投资资产配置管理逐步加强及资本市场回暖的影响下，人身险公司行业综合投资收益率水平较上年同期有所回升。2024 年上半年，人身险公司资金运用余额保持增长态势，债券仍然为身险公司资产配置的主要选择，年化综合收益率明显增长。但考虑到目前低利率市场环境，加之资本市场或将持续震荡，险企未来投资收益实现仍面临一定压力。2023 年，因受多家中小险呈现亏损影响，我国人身险公司净利润较上年同期有所下降；但 2024 年上半年，在大型保险公司的带动下，净利润同比有所回升；行业的主要利润实现仍集中于综合实力较强的大型保险公司，中小保险公司盈利持续承压。

2023 年及 2024 年上半年，在《保险公司偿付能力监管规则（II）》（以下简称“规则 II”）的实施叠加资本市场波动、险企业务规模持续增长的情况下，人身险公司偿付能力指标整体呈明显下降态势，但仍远高于偿付能力充足率的监管红线；2023 年 9 月，《关

于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》的实施有利于中小保险公司偿付能力充足率水平的提升及行业稳健均衡发展。此外，保险公司无固定期限资本债券发行政策落地后，多家险企成功发行此类债券补充附属一级资本，拓宽了保险公司的资本补充渠道；但随着业务规模的持续扩张，部分保险公司仍面临较大的核心资本补充压力。完整版人身险行业分析详见[《2024 半年度人身险行业分析》](#)。

五、管理与发展

泰康养老建立了适应其经营发展的公司治理架构，各治理主体能够履行相应职责，公司治理水平稳步提升；公司无股权质押情况；关联交易符合监管限额要求；全面风险管理有效性持续提升；战略规划的可实施性较强。

泰康养老成立于 2007 年 8 月 10 日，是由原泰康人寿及泰康资产共同发起设立，初始注册资本为 2.00 亿元，近年来经过数次增资扩股，资本实力不断提升。2023 年，泰康集团合计对公司以货币形式增资 20.00 亿元，截至 2024 年 9 月末，泰康养老注册资本增至 90.00 亿元，控股股东为泰康集团，实际控制人为陈东升。此外，2024 年以来，泰康集团对公司以货币资金方式增资 20.00 亿元，增资后泰康养老注册资本由 70 亿元增至 90 亿元，泰康集团持股比例增至 99.33%，泰康资产持股比例变更为 0.67%。截至 2024 年 9 月末，公司无股权质押或冻结情况。

公司治理方面，泰康养老建立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理层组成的完善的公司治理架构。截至报告出具日，泰康养老董事会由 7 名董事组成，设董事长 1 人，执行董事 1 人，非执行董事 3 人（含董事长），独立董事 3 人，所有董事均通过了监管机构任职资格核准。2023 年 11 月，泰康养老发布公告称，李艳华女士因年龄原因辞去公司董事长及其他一切职务；2024 年 2 月，陈东升被选举为公司董事长并已获监管核准。监事会是公司的监督机构，泰康养老监事会由 2 名监事构成，其中职工监事 1 名；公司高级管理人员共有 10 名成员，公司总裁薛振斌先生，兼任公司董事、首席运营官及首席市场产品官，从业经验均为泰康集团内部，对公司及集团运营较为熟悉。公司董监事及高级管理人员具有较丰富的保险从业及管理经验，有助于公司专业化运营水平的提升，且对泰康集团业务及管理模式较为熟悉，有助于公司与集团之间更好地业务协同。泰康养老已形成“三会一层”各负其责、规范运作、相互制衡的公司治理结构，公司治理运行情况较好。

关联交易方面，泰康养老根据法律法规和相关监管规定开展关联交易。截至 2023 年末，泰康养老重大关联方交易余额中，可供出售金融资产余额 143.04 亿元，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产余额 0.39 亿元，均为泰康资产管理投资产品，截至 2024 年 9 月末，公司各项关联交易指标均符合监管要求。

风险管理方面，泰康养老建立了覆盖所有业务条线的全面风险管理体系，且其通过不断完善各项风险管理制度、优化风险偏好体系等措施促进全面风险管理有效性持续提升。保险风险方面，泰康养老面临的主要风险是实际的赔款及保户利益给付超过已计提保险负债的账面金额。为此，泰康养老慎重选择和实施承保策略和方针，合理运用再保险安排改善风险的可变性。此外，泰康养老对保险风险设定关键风险指标、风险信息，分别开展量化和定性监测。信用风险方面，为实现对投资资产信用风险的有效控制，泰康养老建立了标准化的信用评估体系，通过对银行和交易对手进行信用评级，加强信用风险评估和管理，对投资过程中的信用风险实现控制；根据公司风险管理总目标及风险偏好，制定了信用风险容忍度和风险限额，按年确定指标限额并通过《年度投资风险指引》下发；持续完善交易对手的穿透管理，加强投资资产和交易对手日常监控，进行信用风险减值试算，完善压力测试体系等手段控制信用风险。市场风险方面，泰康养老面临的市场风险主要包括固定收益资产所带来的利率风险与权益投资价格风险。泰康养老制定了市场风险管理办法，建立了风险报告机制，同时不断规范市场风险管理和报告流程；基于公司年度风险偏好和容忍度，在综合考虑经营策略、财务状况和市场环境的前提下，按年制定投资风险指引，针对市场风险中的关键风险设定风险限额并进行持续监控，同时采用情景分析、压力测试等方法进行风险评估；根据市场波动状态按月监控投资组合损益及增减持状况，通过日常分析宏观经济形势和市场的变化，制定战术性投资策略，降低市场风险，并采取风险缓释的应对工具。对于利率风险，泰康养老实施增加债券配置比例，推动分红产品销售等；对权益价格风险，合理控制和调整权益资产比例及变现安排，并适时开展衍生品进行风险对冲。流动性风险方面，泰康养老面临的主要流动性风险是源于保险合同的有关退保及各种赔款。泰康养老通过匹配投资资产的期限与对应保险责任的到期日来管理流动性风险，以确保公司能及时偿还债务并为投资活动提供资金。泰康养老定期测算资产与负债两方面的现金流量，评估分析公司面临的流动性风险，对负债方可能出现的大规模现金流出进行预警，管理流动性风险。同时，公司制定资产配置、投资组合设置以及资产到期日组合指引，以确保公司保持足够资金偿还合同债务。此外，泰康养老密切监控流动性风险，通过压力情景测试为未来可能的现金流出及时做好应对准备。2024 年一季度及二季度，泰康养老风险综合评级（分类监管）均为 A。

泰康养老在国家金融监督管理总局的正确领导和支持下，在泰康集团战略引导下，未来将继续努力抓住时代和政策伟大机遇，聚焦商业养老保险、企业（职业）年金基金管理、养老保障管理等具备养老属性的业务领域，全面对接国家多层次社会保障体系。

坚定贯彻泰康集团战略，做大支付、布局服务、建设生态、科技驱动、打造软实力。通过提升核心能力，构建全链条医养闭环。近年来，公司各项核心业务保持稳定增长，业务发展达到预期；公司坚持诚信合规经营，强化风险控制，综合竞争能力逐步提升；公司加强客户体验，建立高素质团队，为客户提供专业的服务，保持对销售误导“零容忍”，努力争做行业标杆。

六、经营分析

泰康养老为泰康集团的控股子公司，是国内第二批获得相应资质的专业养老险公司，业务聚焦商业养老保险、企业（职业）年金基金管理、养老保障管理等具备养老属性的业务领域。近年来，泰康养老在泰康集团战略布局和支持下，推动各类业务实现协同发展；同时，得益于经营网络覆盖面广，业务渠道以公司直销为主，客户资源及业务结构较好；投资业务规模增速较快，投资策略较为稳健。

1 年金业务分析

近年来，泰康养老持续提升“大受托”服务能力，年金受托管理资产规模保持较好增长。

泰康集团的年金业务均由泰康养老经营，公司年金业务主要包括企业年金业务与职业年金业务。

泰康养老企业年金具有受托管理及账户管理资质。企业年金受托业务方面，泰康养老客户定位为大型央企和地方国企，在金融、烟草、电力等重点行业实现较好发展，公司一方面加大现有年金客户维系力度，优化客户体验，增大客户黏性，另一方面，公司为客户精准提供解决方案，加强年金业务开拓，持续提升公司“大受托”服务能力，企业年金受托管理资产规模增长较快（见图表2）。截至2024年9月末，公司受托管理服务企业10944家，服务职工数230.10万人；受托管理资产2222.16亿元，处于市场第一梯队。企业年金账户管理业务方面，泰康养老账户管理系统通过嵌入先进的规则引擎专项工具，支持开放性的规则设置，能够将各种复杂的企业年金方案均纳入系统管理。截至2024年9月末，企业账户数和个人账户数分别为1335个和30.15万个。泰康养老账户管理业务能够适应企业的组织管理架构。企业年金投资管理业务方面，泰康养老主要委托泰康资产对受托年金进行投资管理。

职业年金业务方面，泰康养老坚持“集团支持、总分联动、分批推进、聚焦重点”的整体拓展思路，依托“大受托”服务模式、投资监督能力、受托管理系统的优势，推动职业年金业务高效运营。近年来，公司职业年金受托管理规模保持增长。

2023年以来，原中国银行保险监督管理委员会（以下简称“原银保监会”）出台《关于开展养老保险公司商业养老金业务试点的通知》，允许养老保险公司开展商业养老金创新业务的试点，泰康养老进一步聚焦养老主业，积极筹备个人养老金、商业养老金业务的产品设计、系统对接等工作。

图表2·年金业务受托资产规模及变动情况

项目	规模（亿元）				较上年度变动情况（%）	
	2021年末	2022年	2023年	2024年9月末	2022年末	2023年末
企业年金受托资产规模（亿元）	1381.44	1649.53	1921.39	2222.16	19.41	16.48

资料来源：联合资信根据泰康养老提供资料及公开资料整理

2 保险业务分析

近年来，泰康养老保险业务保持较好发展态势，原保险保费收入保持增长，市场份额稳步提升，规模保费亦保持较好增长；原保费收入占规模保费的比重呈增长态势且保持在较高水平，保费收入结构较好。近年来，泰康养老依托泰康集团的丰富资源，在泰康集团战略及公司业务模式的引导下，围绕养老产业链开展深度经营，业务开展注重价值创造，强调可持续发展，凭借明确的业务经营定位及广泛的销售网络，前中后台协同发展，保险业务保持较好发展态势，原保险保费收入保持较好增速，市场占有率持续上升。从规模保费来看，2021—2023年，公司在健康险及分红险等业务方面持续发力，推动规模保费稳步增长。此外，原保险保费收入占规模保费的比重呈增长态势且保持在较高水平，保费收入结构较好（见图表3）。

图表3·业务经营及市场排名

项目	规模（亿元）				较上年度变动情况（%）	
	2021年	2022年	2023年	2024年1—9月	2022年	2023年
原保险保费收入（亿元）	187.97	218.79	260.16	193.59	16.39	18.91
原保险保费收入市场份额（%）	0.60	0.68	0.74	0.69	--	--

规模保费（亿元）	220.19	256.64	287.92	212.40	16.55	12.19
原保险保费收入/规模保费（%）	85.37	85.25	90.36	91.14	/	/

资料来源：联合资信根据泰康养老提供资料整理

泰康养老保险业务产品体系丰富，且整体业务结构较好；其中健康险和分红险为保险业务收入主要来源且呈较好的发展态势，万能险业务整体占比不高，意外险业务规模基本稳定，此外，公司传统寿险保费规模持续增长，但占比仍较低。另一方面，公司聚焦养老主业，政府健康险业务减量发展。

泰康养老保险业务产品种类主要包括健康险、分红险、万能险、意外险和传统寿险。近年来，泰康养老依托于团体客户资源，深入挖掘企业中个人客户，利用弹性福利平台，建立职域开拓业务模式，推进数字化进程，挖掘客户差异化需求。2023 年 11 月，国家金融监督管理总局出台《养老保险公司监督管理暂行办法》（以下简称“暂行办法”），要求养老保险公司走专业化发展道路，聚焦养老主业，泰康养老为响应监管政策要求，聚焦养老金融，致力养老保险二三支柱融合发展。2023 年，公司加大分红险年金险销售，分红险规模保费及占比亦呈增长态势。为响应保险业务回归本源策略，加之自身发展需求，泰康养老万能险业务规模占比不高。近年来意外险业务占比呈下降态势，但整体业务规模较为稳定。此外，泰康养老不断丰富自身产品线，传统寿险规模保费持续增长，但仍占比较低（见图表 4）。

图表 4• 规模保费结构

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
长期健康险（亿元）	112.27	123.14	138.31	112.76
短期健康险（亿元）	61.11	75.55	83.20	32.35
分红险（亿元）	33.01	38.04	49.98	54.69
万能险（亿元）	7.20	12.73	8.62	6.31
意外险（亿元）	4.45	4.08	4.60	4.34
传统寿险（亿元）	2.15	3.10	3.21	1.95
规模保费（亿元）	220.19	256.64	287.92	212.40

资料来源：联合资信根据泰康养老提供资料整理

泰康养老销售渠道以公司直销为核心，经纪渠道规模增长但仍占比不高，专业代理、兼业代理及银行代理渠道业务规模处于较低水平，业务渠道多元化建设有待加强。公司直销渠道为泰康养老核心业务渠道。近年来，泰康养老重点对接企业客户，与企业年金业务形成战略联动，并持续加大销售团队组织发展及提升团队效率，加强数字化营销，推进企业客户开拓的体系化和高效化，并加强保险销售的转化能力，推动直销业务渠道规模保费持续增长，占比保持在较高水平。同时，泰康养老兼顾中介和集团内其他综合开拓渠道发展，推动渠道全面建设，保险经纪渠道业务规模逐年增长；此外，兼业代理渠道业务保费规模及占比持续收窄；专业代理渠道业务保费规模及占比有所波动。银保渠道方面，泰康养老主要与银行的对公客户和代发工资户进行合作，近年来，考虑到成本管控及银行代理渠道非销售主要渠道，银行代理渠道规模保费有所波动，业务规模占比处于较低水平（见图表 5）。

图表 5• 保险业务营销渠道结构

项目	规模（亿元）				占比（%）			
	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
个人代理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公司直销	203.45	236.46	269.12	198.70	92.40	92.13	93.47	93.55
银行代理	1.83	3.39	2.52	2.21	0.83	1.32	0.88	1.04
经纪公司	7.42	8.95	9.52	6.79	3.37	3.49	3.31	3.20
专业代理	4.01	4.83	4.23	2.61	1.82	1.88	1.47	1.23
兼业代理	3.48	3.02	2.52	2.09	1.58	1.18	0.88	0.98
合计	220.19	256.65	287.92	212.40	100.00	100.00	100.00	100.00

注：因四舍五入效应致使合计数据存在一定误差

资料来源：联合资信根据泰康养老提供数据整理

泰康养老注重长期期缴产品拓展，同时得益于多年业务稳步发展积累，保险业务期限以长期期缴为主。从规模保费期限结构来看，得益于泰康养老稳健的经营策略和多年业务发展的积累，其规模保费以期缴保费为主。期缴业务方面，得益于长期健康险、

分红险等业务规模提升，期缴业务保费收入保持增长。趸缴业务方面，2021—2023 年，受政府医保保费增长影响，趸缴业务规模有所上升。

未来，随着泰康养老不断推进价值型发展，长期期缴业务仍为泰康养老重点发展方向，期缴业务规模有望持续增长，续期业务对保费收入的拉动效应或将进一步显现。

图表 6• 规模保费期限结构

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
趸缴保费规模（亿元）	87.26	89.22	101.34	47.70
期缴业务首年保费规模（亿元）	23.12	31.14	33.79	27.59
期缴业务续期保费规模（亿元）	109.81	136.27	152.79	137.11
合计	220.19	256.64	287.92	212.40

资料来源：联合资信根据泰康养老提供数据整理

随着净资产及期缴保费规模的增长，公司业务价值整体呈增长态势，保险业务品质较好，新业务价值率处于行业较好水平。泰康养老基于中国精算师协会颁布的《精算实践标准：人身保险内含价值评估标准》相关规定，同时考虑规则 II 对内含价值评估的影响计算内含价值和一年新业务价值，完成年度内含价值报告，泰康养老内含价值情况见图表 7。近年来，随着净资产上升及内含价值相对较高的期缴业务规模的持续增长，泰康养老内含价值持续增长，2022 年，受宏观经济下行、市场需求变化等因素影响，公司新业务价值有所下降，同时趸缴保费增幅较快，当年新业务价值率亦有所下滑；2023 年，泰康养老新业务价值及新业务价值率提升，新业务价值率处于行业较好水平。

图表 7• 内含价值情况

项 目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 9 月末
公司内含价值（亿元）	173.81	194.12	204.83	273.63
新业务价值（亿元）	15.50	12.97	16.34	21.80
新业务价值率（%）	12.85	10.77	12.09	28.95

资料来源：联合资信根据泰康养老提供资料整理

从保单继续率来看，2021—2023 年，泰康养老保单继续率处于较高水平。一方面，得益于其良好的管理架构、业务结构及完善的服务体系；另一方面由于泰康养老企业客户以央企、国企为主，其续保能力较强。

图表 8• 继续率情况

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
13 个月继续率（%）	97.52	97.27	96.51	95.57
25 个月继续率（%）	97.72	97.78	97.70	96.99

资料来源：联合资信根据泰康养老提供数据整理

2024 年以来，泰康养老聚焦养老主业，将具有养老属性的年金产品定位为核心保险产品，借助“从企业到企业职工”的职域业务模式，持续推动年金保险等具备养老属性的保险产品发展，同时重视养老第三支柱发展，推动个人养老金产品的宣传与销售，加速筹备商业养老金业务。2024 年前三季度，泰康养老实现原保险保费收入 193.59 亿元，同比下降 13.26%，主要系短期健康险业务调整所致，保费主要来源仍为健康险和分红型业务，分红险规模保费收入占总规模保费比例提升至 25.75%。从渠道结构来看，公司直销仍是泰康养老主要的业务渠道。从保费期限结构来看，由于暂停政府健康险业务等因素影响，公司趸缴保费规模及占比均有所下降，保费期限结构有所优化，内含价值及新业务价值率保持增长。2024 年前三季度，泰康养老保单继续率保持较高水平。

3 投资业务分析

近年来，得益于可运用保险资金规模的增长，泰康养老投资资产规模逐年上升，投资资产配置以固定收益类投资为主，投资策略较为稳健；但考虑到当前经济下行及资本市场波动等因素影响，需持续关注公司投资资产质量及价值波动情况。

得益于可用资金规模的持续增长，泰康养老投资规模呈快速增长态势。泰康养老在资产负债管理框架下持续优化投资组合结构，改善久期匹配状况，持续加强信用研究和管控，注重风险与收益的平衡，并在此基础上制定公司投资计划，委托泰康资产进行投资，同时，持续强化风控体系建设，保证交易的安全、稳定和高效。

从投资资产配置情况来看，固定收益类资产为泰康养老第一大类投资资产类别。泰康养老固定收益类投资以固收类资管产品、标准化债券投资以及银行存款为主，具体投资品种主要为定期存款、利率债、政策性金融债、企业债及固收类资管产品。2021—2023 年，公司固定收益类投资资产规模及占投资资产总额的比重逐年上升。截至 2023 年末，泰康养老固定收益类投资资产占投资资产总额的 60.41%。其中，债券投资余额占固定收益类资产的比重为 73.74%，公司加大超长长期地方债、政策性金融债及高等级企业债券配置力度，债券投资余额呈较快增长态势；固收类资管产品主要为其购买的泰康资产发行的集合型或单一型资管产品，固收类资管产品占比不高。权益类投资方面，由于股票市场波动较大，泰康养老二级市场股票投资较为谨慎，资金主要投向股票/混合型基金、股票投资及股权投资，2022 年，公司适时加大基金配置以提升收益水平，推动权益投资规模及占比上升，股票投资占比略有下降；2023 年以来，公司加大高分红、高股息率股票配置，同时增加股权投资配置，泰康养老权益投资规模及占比均有所提升。泰康养老其他金融产品投资以保险资管产品和信托计划为主，保险资管债权投资计划底层资产主要为不动产和基础设施债权投资计划，不动产计划投资主要涉及北京、深圳、南京、天津、重庆、上海、青岛等地区；信托计划产品主要涉及交通运输、租赁、基础设施等行业。此外，泰康养老还配置了一定比例的活期存款、货币型基金、逆回购协议、短期融资券等流动性工具。截至 2023 年末，泰康养老现金、现金等价物及其他投资占投资资产总额的 10.43%（见图表 9）。

从投资资产质量情况来看，截至 2023 年末，泰康养老投资资产中无违约情况，但考虑到资本市场波动等因素影响，需关注公司投资资产质量及投资资产价值波动情况。公司根据风险评估结果审慎计提资产减值，2022 年，泰康养老对投资资产计提少量减值准备，2023 年以来，权益市场维持低位震荡，公司部分持有超过 1 年期的权益资产低于成本价，按照会计准则计提减值准备，截至 2023 年末，公司可供出售金融资产计提减值准备 13.72 亿元。

从投资收益情况来看，公司投资风格较为稳健，资产配置以固定收益类为主，并注重成本收益匹配和久期匹配。2022 年，公司结合市场研判适时兑现收益，投资收益较上年有所上升。但受市场不利波动、持续低利率环境等因素影响，公司其他综合收益项下可供出售金融资产公允价值变动下降；2023 年，资本市场波动较大，由于公司调整股票仓位导致影响买卖价差收益、权益资产减值等因素，泰康养老投资收益水平有所下降。2023 年，公司投资收益 15.94 亿元，公允价值变动损失 0.47 亿元，资产减值损失 14.91 亿元，财务投资收益率 1.38%；2023 年，公司实现其他综合收益税后净额 16.63 亿元，较上年明显回升，泰康养老综合投资收益率有所回升。

2024 年前三季度，随着保险业务规模持续增长，泰康养老可运用资金规模进一步扩大，同时，受长期利率债配置力度持续加大以及资本市场环境变化下权益类资产收益增长等因素影响，公司投资收益率上升；资产结构保持稳定，无新增违约投资情况，当前债券市场违约事件频发及投资收益率下行的环境对公司投资业务风险管理及资金运营水平提出更高要求。截至 2024 年 9 月末，泰康养老投资资产净额 1110.91 亿元，较上年末增长 10.04%；2024 年前三季度，公司实现投资收益 15.03 亿元，公允价值变动收益 7.72 亿元。根据偿付能力报告，2024 年前三季度，泰康养老母公司口径财务投资收益率为 1.54%，综合投资收益率 5.88%。

图表 9 • 投资资产结构

项目	规模（亿元）			占比（%）		
	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年末
固定收益类	380.24	454.57	609.90	56.45	56.81	60.41
债券投资	227.87	311.52	449.73	33.83	38.93	44.55
定期存款	86.27	60.00	66.40	12.81	7.50	6.58
债权计划	56.43	70.63	76.22	8.38	8.83	7.55
其他固定收益投资	9.66	12.42	17.54	1.43	1.55	1.74
权益投资类	80.78	116.69	161.05	11.99	14.58	15.95
基金	47.59	79.40	63.34	7.06	9.92	6.27
股票投资	31.87	35.93	67.47	4.73	4.49	6.68
其他权益类投资	1.32	1.36	30.24	0.20	0.17	3.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他金融产品投资	147.39	151.61	133.29	21.88	18.95	13.20
保险资管产品	83.17	71.76	57.38	12.35	8.97	5.68
信托计划	64.19	64.47	67.41	9.53	8.06	6.68
资产支持计划	0.00	15.38	8.51	0.00	1.92	0.84

现金、现金等价物及其他	65.23	77.28	105.33	9.68	9.66	10.43
投资资产总额	673.64	800.15	1009.57	100.00	100.00	100.00
综合投资收益率	--	--	--	3.01	-1.04	2.39
财务投资收益率	--	--	--	4.85	5.43	1.38

资料来源：联合资信根据泰康养老审计报告及提供资料整理

七、财务分析

泰康养老提供了 2021—2023 年及 2024 年三季度合并财务报告及偿付能力报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对 2021—2023 年合并财务报表及偿付能力报告进行了审计，均出具了标准无保留的审计意见。泰康养老的财务报表的合并范围包括其部分投资的结构化主体，该部分结构化主体为资管产品及公募基金。2024 年三季度财务数据及偿付能力报表未经审计。近年来合并范围的变化不影响财务数据的可比性。

1 盈利能力

2021—2023 年，泰康养老保险业务收入保持增长，但资本市场波动、较大规模的赔付支出及保险责任准备金计提力度加大等因素对公司利润产生一定负面影响，公司出现净亏损，需关注未来盈利水平变动情况。

泰康养老保险业务收入主要由已赚保费和投资收益构成。2021—2023 年，泰康养老保险业务收入保持增长。2022 年，考虑到分散业务风险、缓解偿付能力压力等方面，公司分出保费规模大幅增长，此外，考虑到摊回未到期责任准备金，当年已赚保费小幅增长；2023 年，泰康养老分出保费金额较小，当年已赚保费增幅明显提升。投资收益方面，泰康养老投资收益以买卖价差收入以及投资资产分红和利息收入为主，2022 年，得益于适时兑现收益，投资收益有所回升，但 2023 年，受资本市场波动、公司调整股票仓位导致影响买卖价差收益降低等因素影响，泰康养老投资收益有所下降，公允价值变动损益仍为负。公司其他业务收入主要包括委托业务管理费收入及受托业务管理费收入等（见图表 10）。

图表 10• 保险业务盈利情况表

项目	金额（亿元）				较上年增长率（%）	
	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月	2022 年	2023 年
营业收入	217.49	224.60	275.78	214.24	3.27	22.79
其中：已赚保费	185.93	188.59	248.90	184.12	1.43	31.98
保险业务收入	187.97	218.79	260.16	193.59	16.39	18.91
减：分出保费	0.90	40.08	2.54	2.86	4375.53	-93.66
提取未到期责任准备金	1.15	-9.88	8.71	6.61	-957.27	-188.22
投资收益	28.20	30.03	15.94	15.03	6.47	-46.93
公允价值变动损益	-6.96	-4.74	-0.47	7.72	/	/
其他业务收入	10.26	10.63	11.26	7.31	3.69	5.93

资料来源：联合资信根据泰康养老审计报告及三季度财务报表整理

泰康养老营业支出主要包括退保金、赔付支出、提取保险责任准备金、业务及管理费等。近年来，随着公司保险业务规模增长，赔付支出规模逐年上升，主要系政府健康险业务赔付所致，赔付支出以赔款支出和死伤医疗给付为主；赔付率方面，2022 年由于摊回赔付支出上升，当年赔付率小幅下降，2023 年赔付率随赔付支出上升同步增长；同时，退保金支出伴随保险业务收入增长而持续上升，但综合退保率处于较低水平。受国债 750 曲线下移增提准备金、保险收入规模增加、保险责任累积增长等因素影响，泰康养老提取保险责任准备金规模进一步增长且计提规模较大。2021—2022 年，公司资产减值损失规模较小，2023 年，由于权益市场维持低位震荡，公司部分持有超过 1 年期的权益资产低于成本价，按照会计准则计提减值准备，资产减值损失明显上升。从成本管控方面来看，2021—2023 年，泰康养老业务及管理费基本稳定，由于公司业务拓展以直销渠道为主，中介业务占比较低且呈下降态势，手续费及佣金支出较上年有所降低，加之已赚保费的较好增长，公司综合费用率逐年下降，成本控制能力提升（见图表 11）。

图表 11 • 费用及退保情况

项目	金额（亿元）				较上年增长率（%）	
	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月	2022 年	2023 年
营业支出	221.91	226.74	303.85	230.61	2.18	34.01
其中：退保金（亿元）	2.21	3.09	5.94	4.72	39.42	92.66
赔付支出（亿元）	57.06	77.44	97.96	61.39	35.73	26.49
提取保险责任准备金（亿元）	115.88	127.44	145.02	130.40	9.97	13.80
手续费及佣金支出（亿元）	0.90	0.76	0.68	0.34	-16.19	-9.59
业务及管理费（亿元）	38.91	39.30	39.74	28.57	1.00	1.13
资产减值损失（亿元）	0.00	0.98	14.91	-0.04	/	1417.66
综合退保率（%）	2.36	3.38	1.32	2.45	/	/
赔付率（%）	30.45	29.66	34.09	/	/	/
综合费用率（%）	20.83	20.32	14.63	/	/	/

资料来源：联合资信根据泰康养老审计报告、三季度财务报表及提供资料整理

从盈利情况来看，近年来，公司盈利水平整体有所下滑，2021 年，投资资产的价值波动、较大规模的赔付支出及提取保险责任准备金增长对净利润产生侵蚀，泰康养老出现净亏损，盈利能力大幅下降；2022 年，公司投资收益回升，叠加赔付支出、责任准备金计提等因素的综合影响，当年净利润及盈利能力指标有所回升；2023 年，泰康养老营业收入较上年较快增长，但受保险责任准备金计提力度加大、赔付支出及资产减值损失增加等因素影响，2023 年公司净亏损 19.70 亿元（见图表 12）。此外，受资本市场波动影响，公司综合收益总额为负，需关注泰康养老保险业务盈利水平稳定性，以确保公司业务的可持续发展。

图表 12 • 盈利水平

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
净利润（亿元）	-2.49	1.20	-19.70	-12.32
平均资产收益率（%）	--	0.15	--	--
平均净资产收益率（%）	--	1.75	--	--

资料来源：联合资信根据泰康养老审计报告及财务报表整理

2024 年前三季度，公司营业收入同比小幅下降，受赔付支出和业务及管理费用增长影响，营业支出较上年同期有所增长，加之国债 750 曲线下移保持较大的准备金计提力度，公司持续呈现净亏损，2024 年 1—9 月，公司净亏损 12.32 亿元，需关注未来盈利水平变动情况。

2 流动性

泰康养老短期流动性风险可控，资产可变现程度较高，通过配置固收类资产适度拉长资产久期，但其负债久期期限较长，需持续关注公司的资产负债期限错配情况。

从资产负债期限匹配情况来看，泰康养老保险产品以长期产品为主，负债端久期较长，加之受利率下行影响，负债流出久期有所增长；在资产端方面，公司持续配置长久期固收类资产以对冲较行业显著偏高的负债流出久期，资产端久期有所增长，资产负债久期缺口有所收窄。截至 2024 年 9 月末，公司规模调整后的现金流入久期为 7.99 年，负债流出久期为 19.25 年，规模调整后的修正久期缺口为 11.26 年。同时，联合资信注意到，随着公司长期险保险产品的不断发展，且在当前市场环境下，国内资本市场长期资产供给不足，公司将面临一定的资产负债期限错配风险，需持续关注公司的资产负债期限错配情况。

从资产构成来看，公司持有的流动性较高的可快速变现资产主要包括货币资金、交易性金融资产、可供出售金融资产（扣除未上市股权投资）以及买入返售金融资产等。近年来，公司可快速变现资产规模持续增加，占资产总额的比重提升，保持在较高水平。

从负债构成来看，公司负债结构主要包括保险合同准备金和保户储金及投资款。准备金计提方面，近年来，随着保险业务的持续增长，公司保险合同准备金规模逐年上升，公司准备金赔付倍数有所提升，准备金对其赔付及退保的保障程度尚可。

2021—2023 年末，泰康养老短期流动性比率及流动性覆盖率等指标结果较好。2022 年以来，泰康养老在规则 II 流动性监管规则下，按照相关制度要求进行流动性风险监管指标监测，各项监管指标均满足监管要求。截至 2024 年 9 月末，从指标结果显示，

流动性覆盖率方面，公司基本情景和压力情景下未来 3 个月和 12 个月的流动性覆盖率 LCR1、LCR2 和 LCR3 结果均满足监管指标，且其经营活动净现金流回溯不利偏差率指标亦满足监管要求；此外，泰康养老 2023 年累计净现金流为 37.01 亿元，2024 年前三季度累计现金净流出 8.74 亿元，公司过去两个会计年度及当年累计净现金流未连续小于零，满足监管要求。整体来看，公司流动性风险监测指标结果较好。

图表 13• 主要流动性指标

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末
可快速变现资产（亿元）	620.39	659.06	893.13
可快速变现资产/资产总额（%）	86.84	73.94	84.98
保险合同准备金（亿元）	354.15	479.71	625.17
准备金赔付倍数（倍）	5.98	5.96	6.02

资料来源：联合资信根据泰康养老审计报告整理

3 资本充足性

2022 年，受业务持续发展、资本市场波动及规则 II 实施影响，公司核心偿付能力充足率明显下降，面临一定资本补充压力；2023 年以来，得益于增资扩股及业务发展推动保单未来盈余增长等因素影响，泰康养老偿付能力充足水平明显提升；2024 年以来，泰康集团对公司增资，推动公司资本实力提升，偿付能力进一步提升。

在资本补充方面，近年来，泰康养老主要通过利润留存、增资扩股、发行资本补充债券补充资本。2021 年，泰康养老发行 10 年期资本补充债券 20.00 亿元，2022 年，泰康集团向公司增资 10.00 亿元；2023 年，泰康集团合计向公司以货币方式增资 20.00 亿元；2023 年 9 月，公司发行 20 亿元资本补充债券，推动公司资本实力提升。截至 2023 年末，泰康养老所有者权益合计 79.61 亿元，其中股本 70.00 亿元，盈余公积 2.18 亿元，一般风险准备 2.18 亿元，其他综合收益 4.59 亿元，未分配利润 0.65 亿元。

近年来，受业务发展及资本市场变动影响，公司市场风险、信用风险和保险风险最低资本均呈不同程度增长，故公司最低资本规模亦保持增长。实际资本方面，2022 年，规则 II 实施后，保单未来盈余不能全额计入核心资本，加之净资产下降，使得公司核心资本及实际资本大幅下滑；2023 年，得益于增资扩股、业务发展推动保单未来盈余增长等因素影响，泰康养老核心资本及实际资本保持较好增长。受上述因素叠加影响，泰康养老偿付能力充足性指标呈先下降后上升态势。

2024 年前三季度，泰康集团对公司增资 20 亿元推动公司净资产增长，公司核心资本及实际资本均有所上升。此外，随着业务发展及投资资产增长，公司最低资本亦有所上升。在上述因素作用下，截至 2024 年 9 月末，公司核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率较上年末均有所增长，核心偿付能力充足率为 131.49%，综合偿付能力充足率为 223.47%，偿付能力进一步提升。

图表 14• 偿付能力情况

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 9 月末
资产总额（亿元）	714.45	891.30	1051.04	1271.50
负债总额（亿元）	640.23	828.62	971.43	1158.25
注册资本（亿元）	40.00	50.00	70.00	90.00
所有者权益（亿元）	74.22	62.68	79.61	113.25
认可资产（亿元）	626.71	811.60	956.21	1181.21
认可负债（亿元）	398.38	600.03	678.09	835.54
实际资本（亿元）	228.33	211.57	278.12	345.67
其中：核心一级资本（亿元）	188.35	105.23	139.06	203.02
最低资本（亿元）	118.86	138.56	144.82	154.68
认可资产负债率（%）	63.57	73.93	70.91	70.74
核心偿付能力充足率（%）*	158	76	96	131.49
综合偿付能力充足率（%）*	192	153	192	223.47

注：标*数据 2021 年末数据口径为《保险公司偿付能力监管规则（I-17 号）》（保监发〔2015〕22 号），2022 年末、2023 年末及 2024 年 9 月末数据口径为《保险公司偿付能力监管规则（II）》（银保监会发〔2021〕51 号）；

资料来源：联合资信根据泰康养老偿付能力报告整理

八、ESG 分析

泰康养老在泰康保险集团指导下建立了良好的公司治理体系，积极向绿色领域投资，助力养老三支柱发展。整体来看，目前泰康养老 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，泰康保险集团建立自上而下的负责任投资组织架构，并在泰康保险集团成立绿色金融工作组，泰康养老绿色金融管理体系在集团统一部署下持续完善。泰康保险集团鼓励集团内部企业固定收益投研人员参考 ESG 数据和评估结果，将 ESG 表现作为投资决策的重要参考依据；同时，固定收益信用评估及风险管理人员将通过关键指标监测的方式进行 ESG 投资管理，涵盖组合(P)、环境(E)、社会(S)和治理(G)四大方面。

社会责任方面，泰康养老助力养老三支柱，公司与医院、银行、非银金融、IT 互联网、公务、能源、交通、制造八大行业的 4 万余家企事业单位搭建起职工第三支柱自选福利保障服务平台，探索采用“类受托”的模式为企业建立统一的个人养老金服务平台，提升企业职工对个人养老金制度的知晓度，提升个人养老金产品的参与率；累计落地近 2000 家企业，覆盖企事业单位员工及家属 4.7 万余人。泰康养老关爱护佑医护行业，创新开发了含院内传染病风险、职业暴露风险、医患关系风险、猝死风险的意外保障，提升医护人员的风险保障水平；此外，泰康养老面向企事业单位职工及其家属推出“重案先赔”服务，主动探视协助，主动减免材料，在客户治疗期间完成审核并支付保险金，减轻客户经济压力，体现了较好的社会责任担当。

公司治理方面，泰康养老依照法律法规要求，借鉴国内外先进公司治理经验，形成了良好的公司治理结构和运行机制，公司治理运行情况较好，内控制度完善。泰康养老荣获《21 世纪经济报道》“2023 年度卓越养老金融机构”、《上海证券报》“金理财”年度企业社会责任奖等。

九、外部支持

公司控股股东泰康集团资本实力极强、业务体系成熟且业务布局多元化，能够在业务开展、资产配置、风险管理等多方面给予公司有力支持。养老保险公司承担一定社会养老及社会公共职能，出现经营风险受到政府支持的可能性大。

泰康集团为泰康养老控股股东，截至报告出具日，泰康集团持有公司 99.33% 的股权，泰康资产持股比例为 0.67%，泰康资产为泰康集团的全资子公司，泰康集团直接及间接持有泰康养老 100.00% 的股份，并对泰康养老进行财务报表并表管理。泰康养老在泰康集团大健康产业生态体系中具有重要的战略地位，且作为泰康集团核心子公司，能够在客户资源、业务开展、资产配置、风险管理、内控合规等方面得到泰康集团有力支持。此外，根据泰康集团出具的支持函，泰康集团承诺将对泰康养老的流动性进行统筹安排，帮助其持续改善偿付能力，确保泰康养老偿付能力符合监管要求，并建立资本补充机制，履行对泰康养老持续出资的义务，保持泰康养老的资本充足和流动性。

泰康保险集团成立于 1996 年 9 月，总部位于北京，是一家涵盖保险、资管、医养三大核心业务的大型保险金融服务集团，旗下拥有泰康人寿、泰康资产管理有限责任公司、泰康养老保险股份有限公司、泰康在线财产保险股份有限公司、泰康健康产业投资控股有限公司等，业务范围涵盖人身保险、互联网财险、资产管理、企业年金、职业年金、医疗养老、健康管理、商业不动产等多个领域，现已形成了成熟的业务体系与多元化的业务布局。泰康保险集团连续多年进入《财富》世界 500 强企业，同时作为国内大型人身险公司的综合性保险金融服务集团，其在国内保险行业中具有重要地位和较强的品牌影响力。截至 2023 年末，泰康保险集团资产总额 16684.69 亿元，所有者权益 1378.95 亿元；2023 年实现营业收入 2790.04 亿元，其中保险业务收入 2407.68 亿元，实现净利润 125.67 亿元。

联合资信认为泰康养老将依托泰康集团优势，与泰康集团内部其他子公司深化合作，协同发展，且获得泰康集团在客户资源、业务发展等方面的支持力度较大，在需要时获得流动性支持的可能性很高，并将其作为本次评级的考量因素之一。

此外，养老保险公司承担一定的社会养老及社会公共职能，其对支持国家落实社会养老体系完善工作、维护金融稳定等方面发挥重要作用，在金融体系中具有较为重要的地位，当出现经营困难时，获得政府直接或间接支持的可能性大。

十、债券偿还能力分析

综合考虑公司的资本实力、业务发展水平、盈利能力等情况，公司整体偿债能力极强。

泰康养老本期无固定期限资本债券的发行规模为人民币 20 亿元；本期债券本金和利息的清偿顺序在发行人保单责任、其他普通负债和附属资本工具之后，先于发行人的核心一级资本工具；本期债券与发行人已发行的与本期债券偿还顺序相同的其他核心二级资本工具处于同一清偿顺序，与未来可能发行的与本期债券偿还顺序相同的核心二级资本工具同顺位受偿。

截至本报告出具日，公司已发行且尚在存续期内的资本补充债券本金合计 40 亿元，无已发行且尚在存续期的无固定期限资本债券。假设本期无固定期限资本债券发行规模为 20 亿元，以 2023 年末的财务数据为基础，公司净利润、可快速变现资产、股东权益对本期无固定期限资本债券本金的保障倍数见图表 15，公司对本期无固定期限资本债券保障程度较好。联合资信认为公司未来业务经营能够保持稳定，综合考虑其资本实力、业务经营及流动性等情况，其能够为本期债券提供足额本金和利息，本期债券的违约概率极低。

图表 15 • 本期债券保障情况

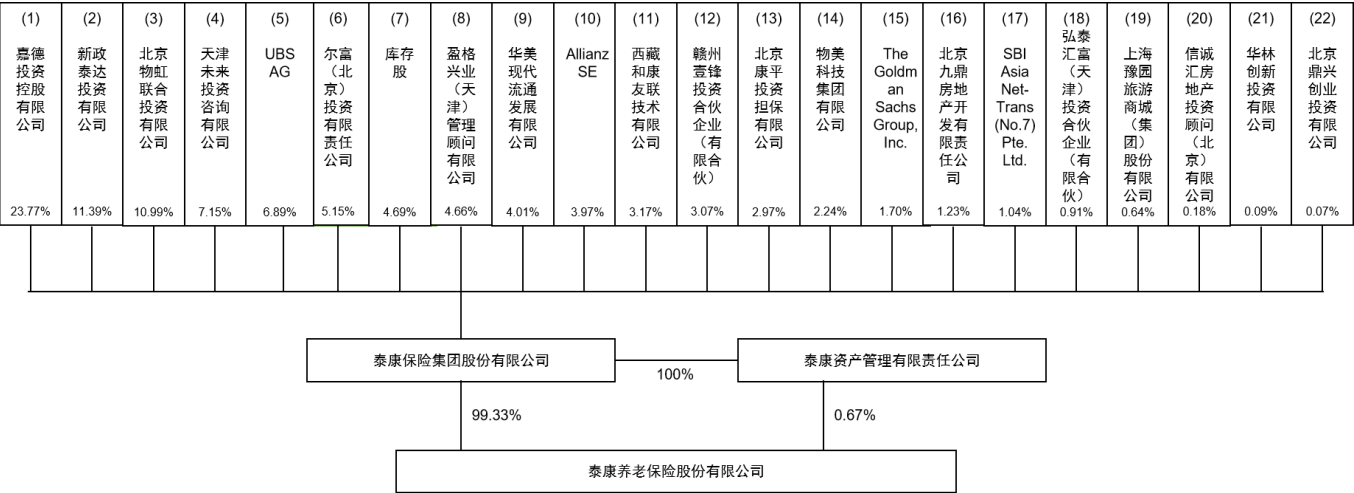
项目	发行后	发行前
无固定期限资本债券本金+资本补充债券（亿元）	60.00	40.00
净利润/（无固定期限资本债券本金+资本补充债券）（倍）	-0.33	-0.50
可快速变现资产/（无固定期限资本债券本金+资本补充债券）（倍）	14.88	22.34
股东权益/（无固定期限资本债券本金+资本补充债券）（倍）	1.33	2.00

注：发行后长期债务为将本期债券发行额度计入后测算的长期债务总额
 资料来源：联合资信根据泰康养老审计报告整理

十一、评级结论

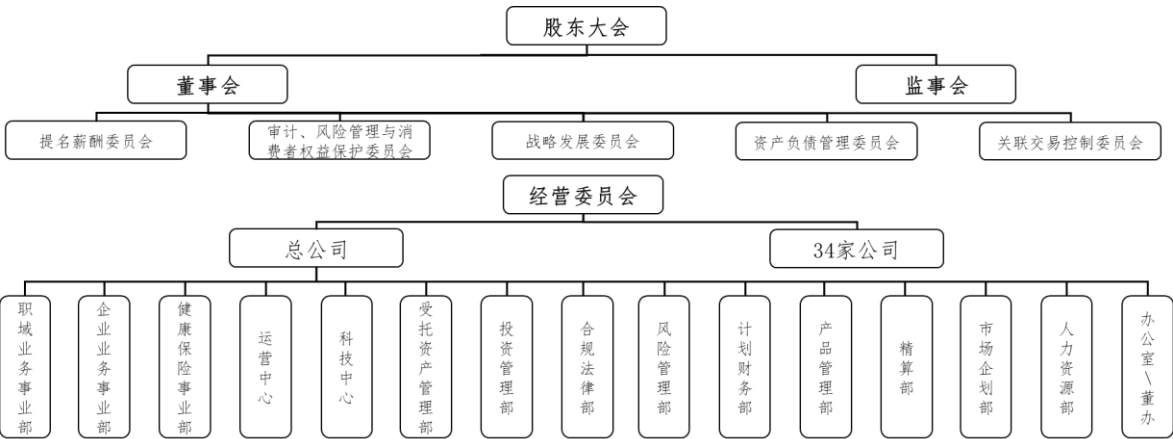
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 9 月末）



资料来源：联合资信根据泰康养老提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 9 月末）



资料来源：联合资信根据泰康养老提供资料整理

附件2 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
投资类资产	拆出资金+以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产+衍生金融资产+买入返售金融资产+定期存款+可供出售金融资产+持有至到期投资+归入贷款及应收款的投资+长期股权投资+存出资本保证金+投资性房地产
投资收益率（财务报表计算口径）	$(\text{投资收益} + \text{公允价值变动损益} + \text{汇兑收益} + \text{其他业务收入中应计入部分} - \text{其他业务支出中应计入部分}) / [(\text{期初投资类资产余额} + \text{期末投资类资产余额}) / 2] \times 100\%$
综合退保率	$\text{本期退保金} / (\text{期初寿险责任准备金} + \text{期初长期健康险责任准备金} + \text{本期期缴保费收入}) \times 100\%$
赔付率	$(\text{赔付支出} - \text{摊回赔付支出}) / \text{已赚保费} \times 100\%$
手续费及佣金率	$\text{手续费及佣金支出} / \text{保险业务收入} \times 100\%$
综合费用率	$(\text{分保费用} + \text{营业税金及附加} + \text{手续费及佣金支出} + \text{业务及管理费} - \text{摊回分保费用}) / \text{已赚保费} \times 100\%$
平均资产收益率	$\text{净利润} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2] \times 100\%$
平均净资产收益率	$\text{净利润} / [(\text{期初净资产总额} + \text{期末净资产总额}) / 2] \times 100\%$
可快速变现资产	货币资金+交易性金融资产+买入返售金融资产+可供出售金融资产+定期存款
保险合同准备金	未到期责任准备金+未决赔款准备金+寿险责任准备金+长期健康险责任准备金
准备金赔付倍数	$\text{年末保险合同准备金余额} / (\text{当年赔付支出} + \text{当年退保金})$
实际资本	认可资产-认可负债
认可资产负债率	$\text{认可负债} / \text{认可资产} \times 100\%$
核心偿付能力充足率	$\text{核心资本} / \text{最低资本} \times 100\%$
综合偿付能力充足率	$\text{实际资本} / \text{最低资本} \times 100\%$

附件 3-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 3-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 3-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债券信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

泰康养老保险股份有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债券评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债券如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债券信用评级产生较大影响的重
大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债券相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债券信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。