



FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

增加持股 · 維持

收盤價 November 27 (NT\$)	66.50
12 個月目標價 (NT\$)	80.00
前次目標價 (NT\$)	80.00
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	20.3

焦點內容

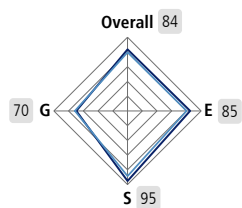
- 1-3Q24 金控稅後淨利年增 74%，凱基預期 2024F 現金股利上看 3 元
- 2025F 壽險經常性收益率提升及銀行獲利維持 10% 成長
- 順利接軌 IFRS17 及 ICS 2.0 之不確定性下降有助提升壽險評價

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	976 / 30,085
流通在外股數 (百萬股)：	14,669
外資持有股數 (百萬股)：	3,680
3M 平均成交量 (百萬股)：	18.95
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	43.30 -69.80

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	5.4	19.6	45.4
相對表現 (%)	4.7	17.2	15.1

ESG 分數評等



— 2882 TT — Taiwan sector average

資料來源：Refinitiv、凱基



請將您珍貴的一票投給凱基！

凱基投顧

施志鴻
886 2 2181 8733
eric.shih@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

國泰金

(2882.TW/2882 TT)



3Q24 獲利動能延續，2025F 壽險及銀行展望正向

重要訊息

國泰金 1-3Q24 金控稅後淨利年增 74%，股東權益報酬率上揚至 15.8%。

評論及分析

前三季獲利強勁提升現金股息配發預期。3Q24 稅後淨利年增 16%，主要壽險獲利年增 6%(實現股票資本利得年增 203%)，銀行獲利年增 39%(投資收益、淨利息收入及手收均成長帶動提存前獲利年增 39%)，證券獲利年增 120%(經紀手收及認列股利增加)。公司表示 2024F 股利政策仍以營運考量及同業水準為主，加上雙重槓桿比例 117%，凱基預估每股現金股利 2.7-3 元，現金股利殖利率達 4%-4.5%。

2025F 壽險展望正向。國壽 3Q24 把握資本市場熱絡，積極實現股票資本利得，帶動 1-3Q24 投報率年增 43 基點至 4.15%，抵銷台幣升值帶動避險成本回升至 1.28%。3Q24 金融資產未實現虧損縮減至 245 億元，但股票未實現損益下降至 850 億元。公司預期 2025F 避險前經常性收益率仍上看 3.5%，並認為 1. 原先負債成本高於避險後經常性收益率之負利差約 60 基點，接軌 IFRS17 負債成本下降將轉為正利差，2. 目前 ICS 資本水準達 160% 以上，3. 預估合計 CSM 及接軌後淨值之淨值比遠高於目前淨值比 9.6%。

3Q24 銀行核心營運動能擴大。3Q24 國泰世華銀行淨利季增 6 基點至 1.61%，主要存放利差擴大 3 基點，公司預估 2025F 國泰世華銀行淨利差仍將維持 2024 之 1.56% 水準。財管及信用卡手收成長強勁推升 3Q24 整體手收成長擴大至 35%。公司預期 2025F 財管手收維持成長，2025F 信用成本低於今年之 30 基點。

投資建議

2025F 壽險經常性收益率提升及銀行獲利維持成長，且接軌 IFRS 17 及 ICS 2.0 之不確定性下降有助提升壽險評價，2024F 現金股利配發水準上看 2.7-3 元，凱基維持「增加持股」評等，目標價 80 元，基於總和評量法模型，約當 2025F 股價淨值比 1.25 倍。

投資風險

全球金融市場轉弱；人壽投資收益率不如預期。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
淨收益 (NT\$百萬)	625,963	341,434	304,173	362,613	350,201
淨提存 (NT\$百萬)	(380,893)	(202,876)	(143,207)	(129,908)	(134,317)
提存前獲利 (NT\$百萬)	540,419	252,823	201,676	258,365	244,911
稅後淨利 (NT\$百萬)	139,514	37,359	50,929	111,472	97,987
每股盈餘 (NT\$)	10.59	2.55	3.47	7.60	6.68
每股淨值 (NT\$)	61.51	34.55	47.45	56.53	64.66
每股現金股利 (NT\$)	3.50	0.90	2.00	3.00	3.00
每股盈餘成長率 (%)	87.1	(76.0)	36.3	118.9	(12.1)
稅後純益成長率 (%)	87.1	(73.2)	36.3	118.9	(12.1)
本益比 (x)	6.3	26.1	19.2	8.8	10.0
股價淨值比 (x)	1.1	1.9	1.4	1.2	1.0
殖利率 (%)	5.3	1.4	3.0	4.5	4.5
股東權益報酬率 (%)	17.3	5.7	8.5	14.6	11.0
平均資產報酬率 (%)	1.2	0.3	0.4	0.9	0.7

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 國泰金 3Q24 稅後淨利年增 16%，主要壽險獲利年增 6%，銀行及證券獲利各年增 39%及 120%

百萬元	2023 獲利	YoY(%)	1Q24 獲利	YoY(%)	2Q24 獲利	YoY(%)	3Q24 獲利	QoQ(%)	YoY(%)	Jan-Oct 24 獲利	YoY(%)	EPS	2024F 獲利 達成率(%)
國泰金控	50,929	36.3	38,109	443.7	33,652	32.0	31,057	(7.7)	16.1	108,640	66.6	7.1	97.5
國泰人壽	16,343	(51.5)	25,735	N.A.	22,818	53.1	18,556	(18.7)	5.9	69,350	107.9	10.9	98.5
國泰世華銀行	28,805	12.6	10,354	13.6	9,691	16.8	10,994	13.4	38.8	34,220	22.9	2.8	90.0
國泰產險	1,246	N.A.	868	N.A.	436	(42.4)	899	106.3	13.9	2,410	99.2	12.1	93.1

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 2: 國泰金 2024F/2025F 獲利預估

百萬元	2024F				2025F			
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY(%)
國泰金控	111,472	111,472	0.0	118.9	97,987	97,987	0.0	(12.1)
國泰人壽	70,376	70,376	0.0	330.6	50,504	50,504	0.0	(28.2)
國泰世華銀行	38,018	38,018	0.0	32.0	41,811	41,811	0.0	10.0
國泰產險	2,590	2,590	0.0	107.9	3,070	3,070	0.0	18.5

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 3: 由於高利潤價值之利變分期繳保單熱賣，帶動 1-3Q24 初年度保費衰退減緩至 17%，1-3Q24 新契約價值及 CSM 各上揚至 20%及 31%

百萬元	2023	YoY(%)	1Q24	YoY(%)	2Q24	YoY(%)	3Q24	YoY(%)	1-3Q24	YoY(%)	
新契約價值	26,800	1.9	8,900	30.9	7,500	10.3	7,500	19.0	23,900	20.1	
VNB/FYP(%)	20.0	0.0	33.0	10.0	31.0	11.0	27.0	8.0	27.0	8.0	
VNB/FYPE(%)	56.0	(6.0)	58.0	2.0	60.0	3.0	59.0	3.0	59.0	3.0	
初年度總保費收入組成	2023	YoY(%)	1Q24	YoY(%)	2Q24	YoY(%)	3Q24	YoY(%)	1-3Q24	YoY(%)	比重(%)
傳統型壽險-儲蓄型	32,029	(1.3)	11,179	8.6	8,644	(19.0)	10,817	34.5	26,433	11.0	29.8
傳統型壽險-保障型	5,582	(11.9)	1,333	(7.8)	1,285	(21.4)	1,525	8.9	3,725	(10.1)	4.2
傳統型壽險	37,611	(3.0)	12,512	6.6	9,929	(19.3)	12,342	30.7	30,158	7.9	34.0
健康及意外險	9,702	12.0	3,509	74.9	3,402	34.2	4,320	76.9	10,555	46.0	11.9
利變型年金及投資型商品	81,999	4.5	10,227	(31.2)	9,475	(62.1)	18,477	(20.2)	45,148	(34.2)	50.9
其他	3,588	6.7	789	(7.8)	932	(8.8)	1,125	30.6	2,750	7.8	3.1
初年度總保費	132,900	2.8	27,200	(7.8)	25,200	(38.4)	36,300	1.1	88,700	(16.6)	100.0
初年度等價保費組成	2023	YoY(%)	1Q24	YoY(%)	2Q24	YoY(%)	3Q24	YoY(%)	1-3Q24	YoY(%)	比重(%)
傳統型壽險-儲蓄型	20,050	25.4	8,696	40.9	5,855	4.7	13,234	195.6	18,780	30.0	46.6
傳統型壽險-保障型	5,641	(10.7)	1,333	(8.2)	1,131	(20.7)	2,528	99.8	3,587	(12.1)	8.9
傳統型壽險	25,691	15.2	10,029	31.6	6,985	(0.5)	15,762	174.5	22,367	20.7	55.5
健康及意外險	9,717	12.9	3,503	74.4	3,070	39.1	7,441	230.0	10,559	45.1	26.2
利變型年金及投資型商品	8,437	4.2	1,039	(35.0)	1,012	(55.7)	3,238	47.2	4,594	(35.3)	11.4
其他	3,555	4.8	930	6.7	833	(6.7)	1,960	147.4	2,781	8.8	6.9
初年度等價保費	47,400	11.8	15,500	28.1	11,900	(4.0)	28,400	158.2	40,300	13.5	100.0

資料來源：公司資料；凱基

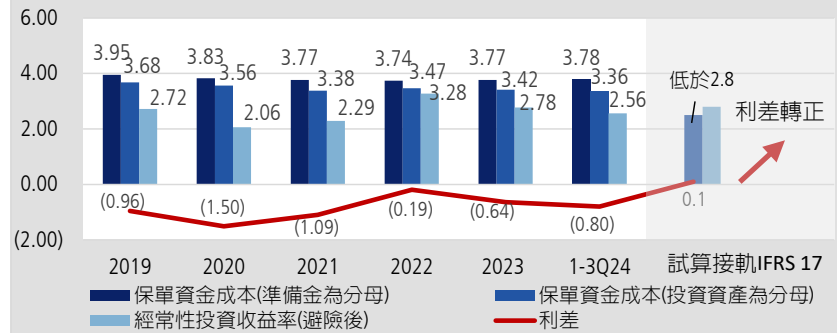
圖 4: 國壽 1-3Q24 投報率年增 43 基點至 4.15%，避險前經常性收益率年減 2 基點至 3.45%，抵銷台幣升值帶動避險成本回升至 1.28%

人壽投資收益率及保單資金成本，百分比	國泰人壽				2023				1Q24				1H24				1-3Q24				富邦人壽			
	2019	2020	2021	2022	2023	YoY			1Q24	YoY			1H24	YoY			1-3Q24	YoY			1-3Q24	YoY		
投資收益率(避險後)	3.95	3.93	4.92	3.73	3.28	(0.45)			4.39	1.70			4.28	0.84			4.15	0.43			5.51	1.18		
經常性投資收益率(避險前)	3.65	3.19	3.02	3.37	3.45	0.08			3.23	0.08			3.30	(0.06)			3.45	(0.02)			3.55	(0.11)		
保單資金成本(準備金為分母)	3.95	3.83	3.77	3.74	3.77	0.03			3.77	0.02			3.78	0.02			3.78	0.01			3.15	0.0		
保單資金成本(投資資產為分母)	3.68	3.56	3.38	3.47	3.42	(0.05)			3.40	(0.06)			3.37	(0.07)			3.36	(0.10)			2.93	(0.08)		
投資收益率減保單資金成本(投資資產為分母)	0.27	0.37	1.54	0.26	(0.14)	(0.40)			0.99	1.76			0.91	0.91			0.79	0.53			2.58	1.26		
經常性投資(避險前)減保單資金成本(投資資產為分母)	(0.03)	(0.37)	(0.36)	(0.10)	0.03	0.13			(0.17)	0.14			(0.07)	0.01			0.09	0.08			0.62	(0.03)		
避險成本	1.40	1.72	1.10	0.14	0.96	0.82			1.21	(0.60)			1.21	0.34			1.28	0.79			1.56	1.44		
經常性投資收益率(避險後)	2.72	2.06	2.29	3.28	2.78	(0.50)			2.38	0.50			2.46	(0.30)			2.56	(0.56)			2.35	(0.36)		
實現利得與其他	1.23	1.87	2.63	0.45	0.50	0.05			2.01	1.20			1.82	1.14			1.59	0.99			3.16	1.54		
經常性投資收益率(避險後)比重	68.8	52.4	46.5	87.8	84.64	(3.17)			54.28	(15.7)			57.41	(22.6)			61.70	(22.29)			42.6	(19.94)		
實現利得與其他比重	31.2	47.6	53.5	12.2	15.4	3.17			45.7	15.7			42.6	22.6			38.3	22.29			57.4	19.94		

資料來源：公司資料；凱基

圖 5: 國泰金試算接軌 IFRS17 後，保單資金成本有望低於 2.8%，經常性投資收益率扣除保單資金成本可由負轉正

國壽保單資金成本及經常性收益率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 6: 國壽 3Q24 投資收入年減 2%，主要 3Q24 避險成本回升，抵銷實現股票資本利得年增 202%及經常性收益年增 7.5%

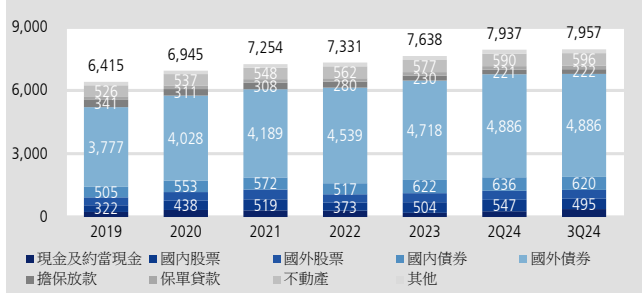
國泰人壽投資收益率及保單資金成本，百分比

十億元	2021	2022	2023	YoY (%)	1Q24	YoY (%)	2Q24	YoY (%)	3Q24	YoY (%)	QoQ (%)	1-3Q24	YoY (%)
經常性投資收益	215.0	242.6	259.9	7.1	63.3	7.2	67.0	0.1	75.5	7.5	12.7	205.9	4.9
債券類投資利得	63.1	5.6	4.2	(25.4)	0.9	(58.5)	0.4	(66.7)	(0.6)	N.A	N.A	0.7	(80.0)
股票類投資利得	116.2	23.3	40.9	75.8	39.1	191.7	30.4	164.9	24.3	202.8	(20.1)	93.8	185.6
來自股債之資本利得	179.3	28.9	45.1	56.3	40.0	155.8	30.8	143.7	23.7	184.1	(22.9)	94.5	158.5
外匯及其他	(46.4)	(2.9)	(51.6)	N.A	(17.0)	N.A	(16.9)	N.A	(19.3)	N.A	N.A	(53.2)	N.A
投資型不動產公允價值變動	1.1	2.7	(0.1)	N.A	(0.0)	N.A	2.0	N.A	(0.0)	N.A	N.A	1.9	N.A
總投資收入	348.9	271.3	253.3	(6.6)	86.3	67.3	82.9	4.4	79.9	(2.3)	(3.6)	249.1	17.3
總投資資產	7,254	7,331	7,638	4.2	7,815	5.5	7,937	5.4	7,957	4.7	0.3	7,957	4.7
投資報酬率 (%)	4.92	3.73	3.28	(0.45)	4.39	1.70	4.28	0.84	4.15	0.43	(0.13)	4.15	0.43

資料來源：公司資料；凱基

圖 7: 國壽投資資產組成

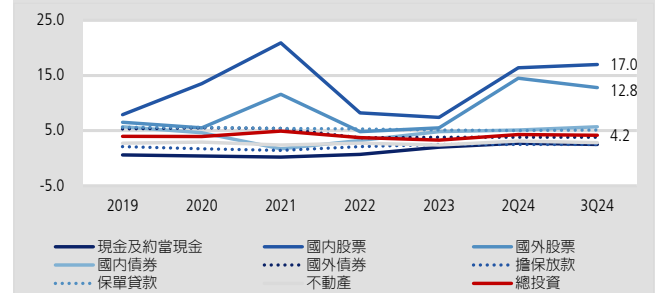
投資資產組成，十億元



資料來源：TEJ；公司資料；凱基

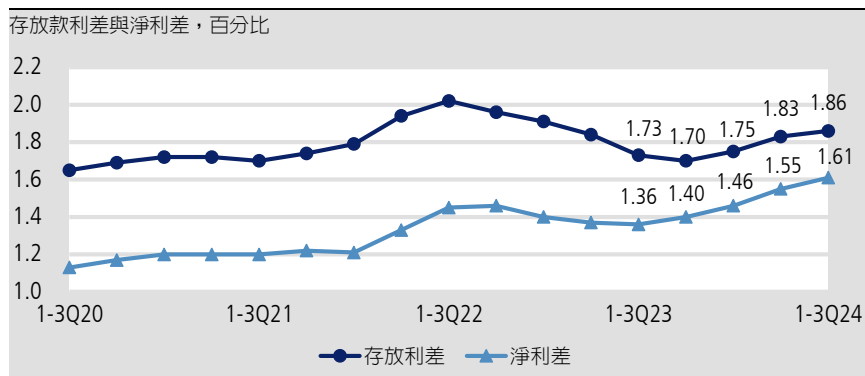
圖 8: 國壽 3Q24 總投報率 4.15%，3Q24 金融資產未實現虧損縮減至 245 億元，股票未實現損益下降至 850 億元，10 月底維持此水準

投資報酬率，百分比



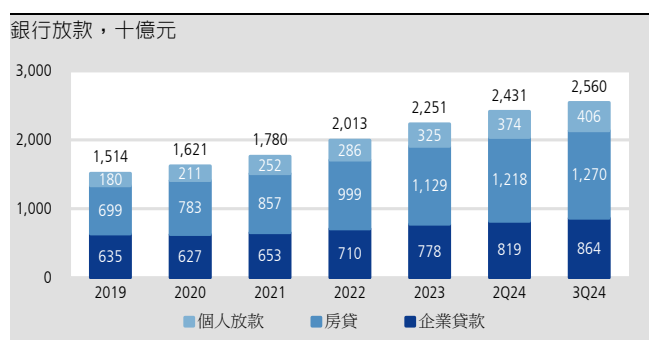
資料來源：TEJ；公司資料；凱基

圖 9: 3Q24 國泰世華銀淨利季增 6 基點至 1.61%，主要存放利差擴大 3 基點，公司預估 2025F 國泰世華銀淨利差仍將維持於 1.56% 之 2024 水準



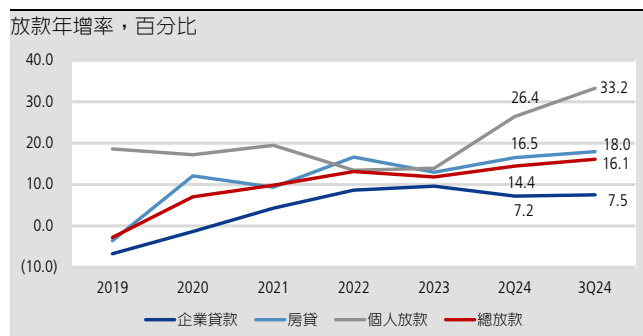
資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 3Q24 國泰放款組成



資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 3Q24 放款年增率持續上揚至 16%，主要房貸相關成長 18% 高於企金成長 8%，預期 2025F 放款維持高個位數成長



資料來源：公司資料；凱基

圖 12: 財管及信用卡手收成長強勁持續推升 3Q24 整體手收成長擴大至 35%

百萬元	2023	YoY (%)	1Q24	YoY (%)	2Q24	YoY (%)	3Q24	YoY (%)	QoQ (%)	1-3Q24	YoY (%)	比重 (%)
財富管理	11,344	7.1	4,612	41.7	3,704	38.7	4,078	36.3	10.1	12,394	39.0	59.3
信用卡	6,997	34.7	2,372	61.5	1,982	(0.2)	2,230	48.0	12.5	6,584	32.7	31.5
外匯	62	(61.9)	15	(41.9)	(1)	(128.0)	(4)	(123.2)	153.6	10	(77.7)	0.1
聯貸	580	3.3	223	75.6	141	(3.5)	117	(12.0)	(17.1)	481	18.5	2.3
其他	1,739	9.6	477	14.0	489	18.9	476	5.9	(2.6)	1,442	12.7	6.9
銀行手續費收入	20,700	14.4	7,700	45.3	6,300	21.2	6,900	35.3	9.5	20,900	34.0	100.0

資料來源：公司資料；凱基

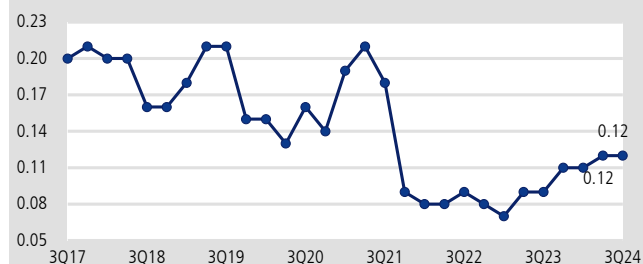
圖 13: 國泰金評價

總和評價法	總值(百萬元)	每股價值(元)
國泰人壽隱含價值 (0.65X 2025F EV)	840,743	57.3
國泰世華銀淨值 (1.3X 2025F 淨值)	442,907	30.2
國泰產險淨值 (1.0X 2025F淨值)	18,224	1.2
國泰金淨債務 (1X 2025F)	(123,036)	(8.4)
總計 (NT\$m)	1,178,837	80.4
流通在外普通股股數(百萬股)	14,669	
目標價(約1.25X 2025F 國泰金淨值)		80.4

資料來源：凱基

圖 14: 3Q24 銀行逾放比

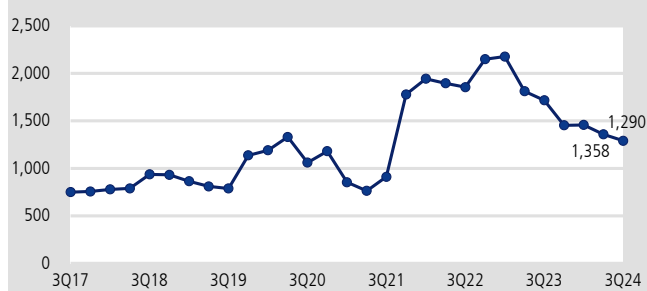
逾放比，百分比



資料來源：TEJ；凱基

圖 15: 3Q24 備抵呆帳覆蓋率 1,290%

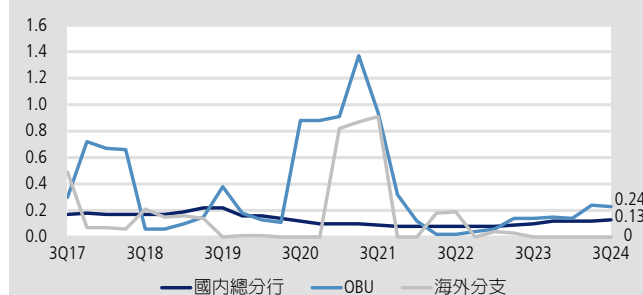
備抵呆帳覆蓋率，百分比



資料來源：TEJ；凱基

圖 16: 地區別逾放比

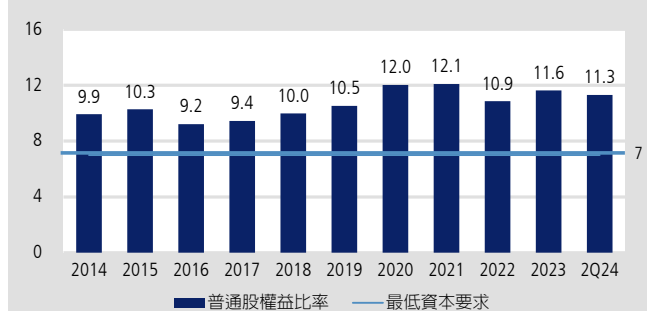
地區別逾放比，百分比



資料來源：TEJ；凱基

圖 17: 國泰世華銀普通股權益比率

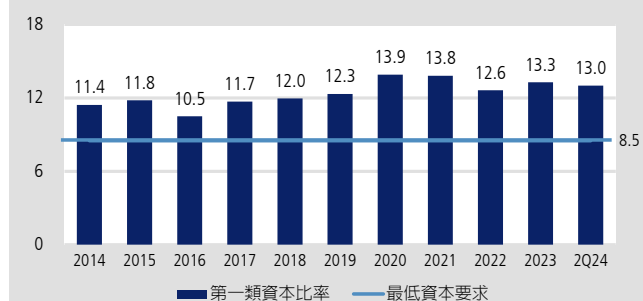
普通股權益比率，百分比



資料來源：TEJ；凱基

圖 18: 國泰世華銀第一類資本適足率

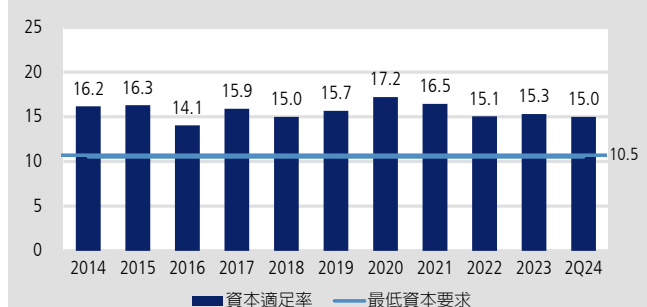
第一類資本比率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 19: 國泰世華銀資本適足率

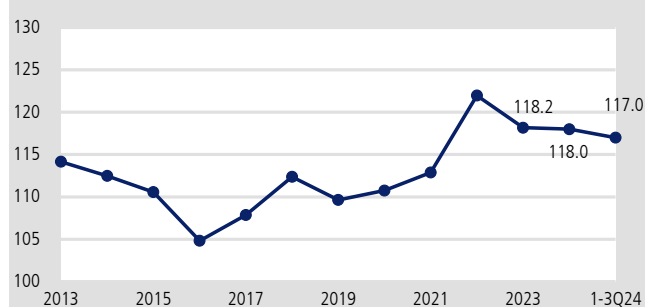
資本適足率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 20: 1-3Q24 國泰金雙重槓桿比率

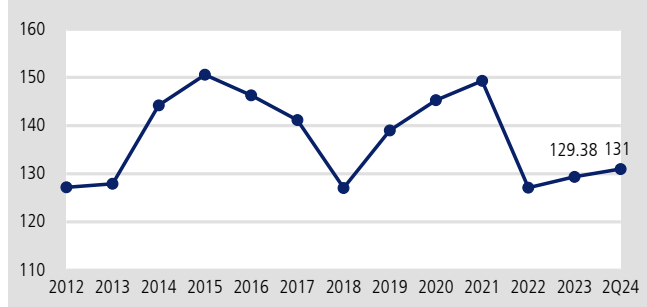
雙重槓桿比率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 21: 金控資本適足率

資本適足率，百分比



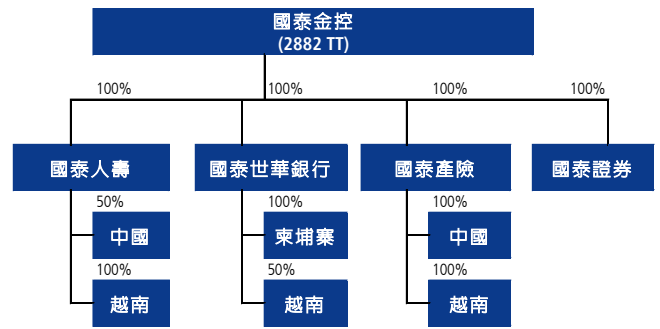
資料來源：公司資料；凱基

圖 22: 公司概况

國泰金是台灣最大金融控股公司，成立於 2001 年，以保險及銀行為主體，2014 年 6 月資產達 2,173 億美元。國泰金旗下涵蓋業務包括壽險、產險、銀行、證券及資產管理，其中壽險資產規模 4.4 兆新台幣及保費市佔率 22% 均為台灣壽險業排名首位，1H14 銀行存、放款規模分別為 5.2% 及 4.5% 排名第 8 及 10 名，除了深耕台灣市場，國泰金積極佈局亞洲市場，國泰人壽及國泰世華銀行均深入越南及大陸市場，近期亦積極發展資產管理業務，2014/11/12 宣布併購美國康寧(Conning)資產管理公司，建立橫跨美、歐、亞資產管理平台

資料來源：凱基

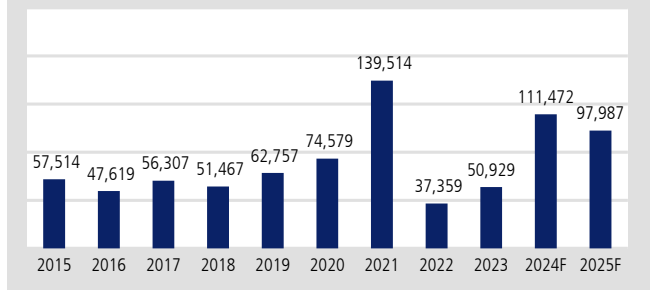
圖 23: 組織結構圖



資料來源：公司資料；凱基

圖 24: 稅後淨利

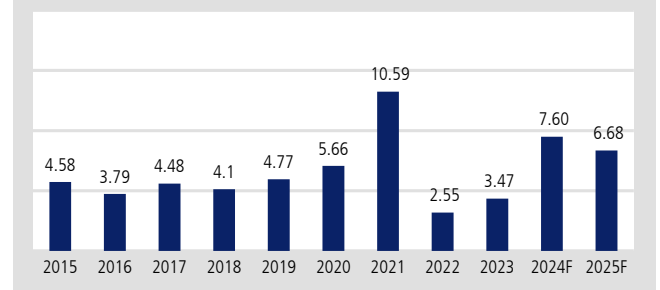
稅後淨利，百萬元



資料來源：凱基

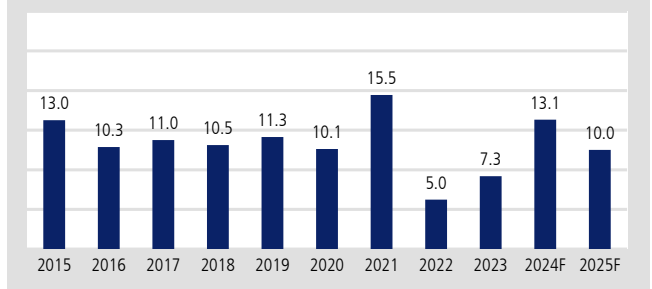
圖 25: 每股盈利

每股盈利，元



資料來源：凱基

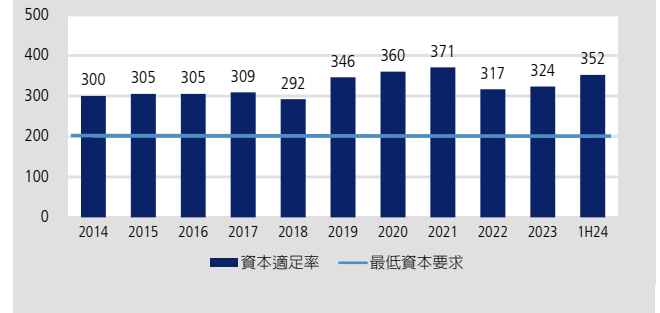
圖 26: 股東權益報酬率

股東權益報酬率，百分比
Ji3


資料來源：凱基

圖 27: 國壽 1H24 RBC 達 352%

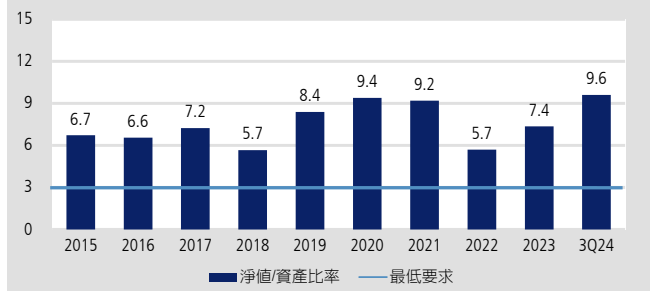
資本適足率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 28: 3Q24 國泰人壽淨值/資產比重回升至 9.6%

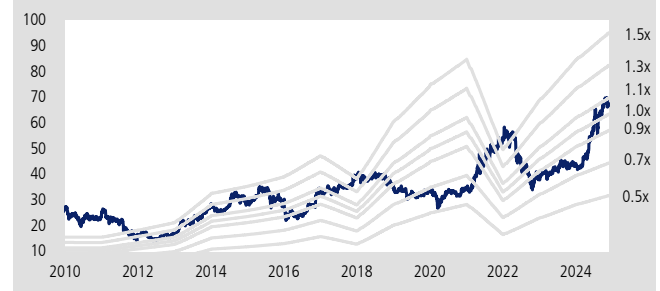
淨值/資產比率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 29: 國泰金 12 個月前瞻股價淨值比

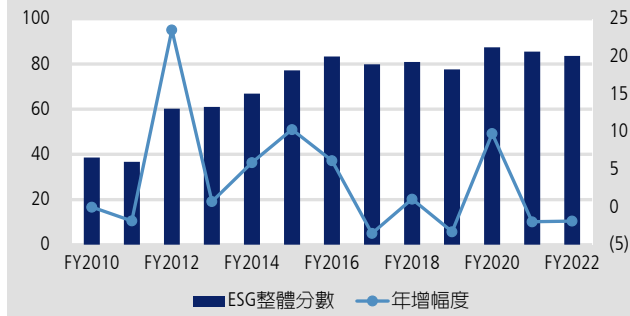
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ；凱基

圖 30：ESG 整體分數

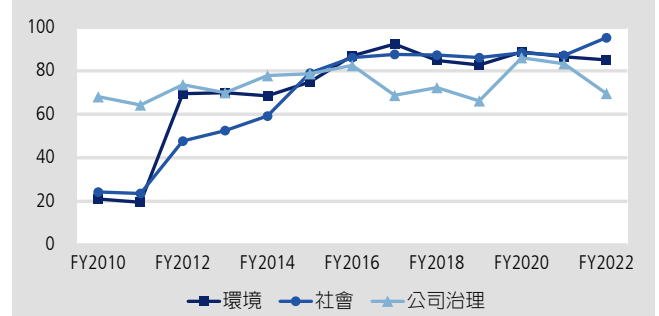
ESG 整體分數 (左軸)：年增幅度，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 31：ESG 各項分數

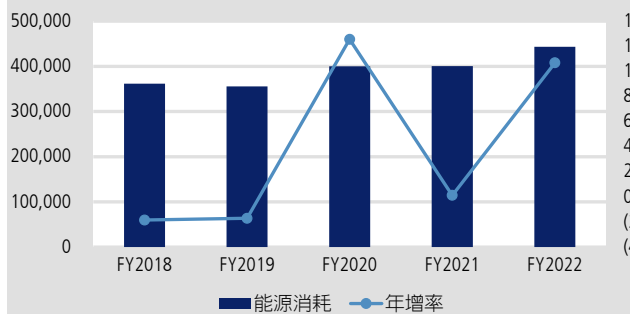
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 32：能源消耗

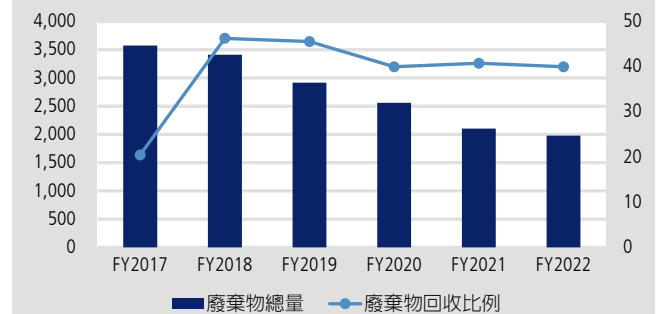
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 33：廢棄物總量

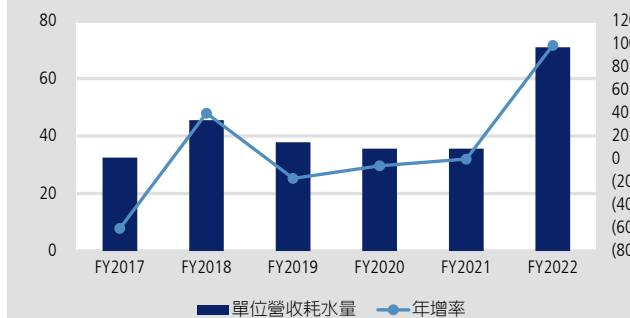
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 34：耗水量

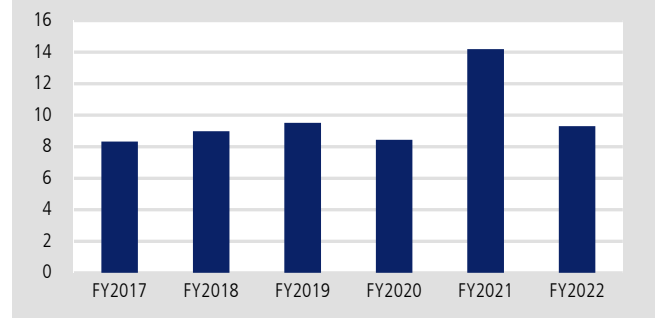
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 35：員工流動率

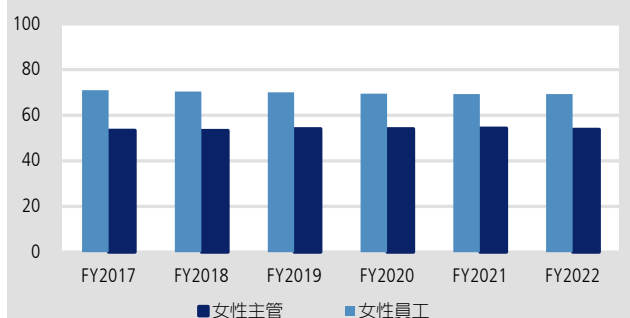
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 36：性別多樣性

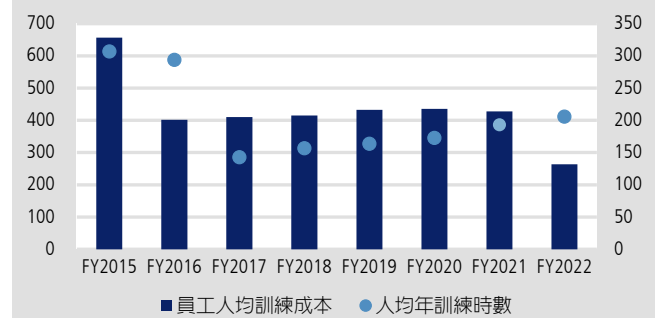
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 37：員工訓練

員工人均訓練成本，美元 (左軸)：人均年訓練時數，小時 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	2020 年再生能源使用 272,000 度，較 2019 年之 156,000 度大幅成長。
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	國泰 2020 年排放 53,732 公噸二氧化碳，較 2016 年減少 6.76%。
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) *100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) /2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	2020 年自願離職退休率(含退休)為 8.24%，非自願離職率為 0.2%。
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	2020 年女性主管比率為 54%，高階女性主管比率為 28.49%，較過去持續成長。
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	2020 年女性員工比例為 69%，較 2019 年之 71%小幅下降。
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	2020 年人均訓練時數為 173 小時，2017-2020 年間持續增長。

資料來源：Refinitiv：凱基

資產負債表 - 國泰人壽

NTS百萬元	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
現金與約當現金	316,000	300,000	199,000	365,620	345,062
國內股票	519,000	373,000	504,000	497,144	514,141
國外股票	465,000	408,000	427,000	415,793	430,009
國內債券	572,000	517,000	622,000	622,685	643,975
國外債券	4,189,000	4,539,000	4,718,000	4,915,154	5,116,261
房貸	308,000	280,000	230,000	222,962	230,585
保單放款	170,000	167,000	170,000	166,719	172,419
不動產	548,000	562,000	577,000	598,581	619,047
總投資資產	7,278,000	7,328,000	7,638,100	7,991,363	8,264,588
其他資產	812,312	844,430	897,902	988,813	988,813
總資產	8,090,312	8,172,430	8,536,002	8,980,176	9,253,400
保單準備	6,413,221	6,726,563	6,875,085	7,049,070	7,250,476
其他負債	934,959	980,078	1,033,041	1,182,424	1,182,424
總負債	7,348,180	7,706,641	7,908,127	8,231,494	8,432,900
普通股	58,515	63,515	63,515	63,515	63,515
特別股	0	0	0	0	0
資本公積	60,595	90,924	91,588	91,903	91,903
未分配盈餘	529,718	531,546	548,076	621,178	671,681
其他	85,615	-229,169	-84,761	-39,273	-17,958
股東權益	742,133	465,789	627,875	748,682	820,500

損益表 - 國泰人壽

NTS百萬元	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
總單保費收入	501,639	412,891	404,105	368,160	303,371
初年度保費收入	201,823	129,300	132,700	115,477	121,696
自留滿期保費收入	498,398	409,196	400,118	365,273	301,459
自留保險賠款與給付	-287,462	-397,984	-428,733	-447,668	-375,011
淨佣金費用	-34,445	-30,977	-33,700	-34,748	-33,560
手續費收入	10,715	10,804	11,728	13,306	13,573
保險負債淨變動	-376,771	-188,389	-147,994	-120,193	-201,406
投資收益	348,947	271,296	253,289	335,948	369,320
營業費用	-35,562	-36,119	-41,293	-30,487	-10,551
其他費用	698	1,997	2,724	-4,137	-4,551
營業費用	-34,863	-34,122	-38,569	-34,624	-15,102
稅前淨利	126,081	41,682	18,891	79,709	59,416
所得稅	-12,916	-7,513	-2,125	-10,021	-8,912
稅後淨利	112,231	33,667	16,343	70,376	50,504
每股盈餘	19.34	5.38	2.64	10.97	7.95
平均股東權益報酬率	15.5%	5.7%	3.1%	10.1%	6.4%
每股淨值 (Life)	125.51	71.92	97.37	116.09	127.39
稅後淨利成長率	116.9%	-70.0%	-51.5%	330.6%	-28.2%
初年度保費成長率	25.5%	-35.9%	2.6%	-13.0%	5.4%
自留滿期保費成長率	-14.0%	-17.9%	-2.2%	-8.7%	-17.5%

國泰金控獲利組成

NTS百萬元	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
國泰世華銀行	23,345	25,591	28,806	38,018	41,811
國泰人壽	112,231	33,667	16,343	70,376	50,504
國泰產險	2,175	-19,622	1,246	2,590	3,070
國泰金控	139,514	37,359	50,929	111,472	97,987

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表 - 國泰世華銀行

NTS百萬元	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
客戶貸款	1,834,662	2,072,668	2,308,157	2,684,958	2,922,199
貼現及放款	27,585	27,586	27,586	42,964	43,622
同業及其他金融機構貸款	234,546	266,322	336,769	321,161	336,856
FVTOCI及AC金融資產	1,170,908	1,231,343	1,296,106	1,084,803	1,128,851
其他有息資產	108,242	119,639	116,694	138,276	145,033
現金及約當現金	65,389	119,617	105,838	98,057	102,850
聯營公司投資	1,832	1,622	1,793	1,831	1,906
物業					
固定資產	25,162	26,482	26,661	26,742	26,742
其他無息資產	4,347	0	154	23	23
無息資產總額	44,138	54,157	45,103	48,829	48,829
資產總額	3,499,323	3,887,031	4,233,701	4,380,119	4,688,968
同業存款	75,681	97,309	117,131	150,632	221,507
客戶存款	2,935,694	3,246,162	3,543,558	3,640,374	3,736,631
其他有息負債	186,902	223,330	210,260	211,750	311,382
有息負債總額	3,198,278	3,566,801	3,870,949	4,002,757	4,269,521
營業及負債準備					
其他無息負債	50,318	78,506	86,886	78,750	78,750
無息負債總額	50,318	78,506	86,886	78,750	78,750
負債總額	3,248,596	3,645,307	3,957,835	4,081,507	4,348,271
普通股股本	106,986	108,599	108,599	120,113	120,113
未分配盈餘	98,502	104,852	130,620	140,931	183,017
資本公積	38,687	38,859	38,869	38,869	38,869
其他	2,176	-14,575	-6,156	-1,301	-1,301
股東權益	246,351	237,734	271,931	298,612	340,698
少數股東權益	4,376	3,990	3,934	4,170	4,170
優先股股東資金					
母公司股東權益	250,727	241,724	275,866	302,782	344,867
股東權益及負債總額	3,494,947	3,887,031	4,233,701	4,380,119	4,688,968

損益表 - 國泰世華銀行

NTS百萬元	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
利息收入	49,075	70,174	109,474	120,485	127,034
利息支出	10,536	21,469	57,731	59,681	62,772
淨利息收益	38,539	48,704	51,743	60,804	64,262
手續費及佣金收入	18,346	18,246	20,844	26,818	28,159
交易相關淨損益	6,956	6,711	13,476	17,113	15,439
其他非利息淨損益	502	1,180	835	684	887
非利息收入	0	0	0	0	0
營業收入	64,342	74,841	86,898	105,420	108,747
營業費用	33,877	38,307	45,752	50,887	53,430
淨收益	30,466	36,534	41,146	54,533	55,317
呆帳撥存	2,986	5,524	5,077	8,192	6,381
稅前純益	27,479	31,010	36,069	46,341	48,936
所得稅費用	3,670	5,298	7,101	8,073	8,851
稅後淨利	23,809	25,713	28,968	38,268	42,085
合併淨收入	23,809	25,713	28,968	38,268	42,085
少數股東損益	464	122	161	250	275
稅後淨利	23,345	25,591	28,806	38,018	41,811
股息	-16,048	-2,056	-16,290	-26,788	-29,460
保留盈餘	7,297	23,536	12,517	11,231	12,351
每股盈餘	2.23	2.37	2.67	3.19	3.50
平均股東權益報酬率	9.74%	10.62%	11.37%	13.41%	13.17%
逾放比率	0.09%	0.08%	0.11%	0.10%	0.10%
備抵呆帳覆蓋率	1198%	1386%	1563%	1591%	1457%
信用成本	0.16%	0.27%	0.22%	0.29%	0.22%
成本收入比	52.65%	51.18%	52.65%	48.27%	49.13%
淨利差	1.21%	1.36%	1.38%	1.55%	1.54%
存放比	62.6%	64.1%	65.5%	73.7%	78.2%
手續費收入成長率	8.7%	13.3%	11.8%	15.7%	9.2%
手續費收入成長率	12.3%	-0.5%	14.2%	28.7%	5.0%
提存前淨利成長率	4.3%	19.9%	12.6%	32.5%	1.4%
稅後淨利成長率	6.8%	9.6%	12.6%	32.0%	10.0%

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
Gross loans to customers	2,314,700	2,523,103	2,712,106	3,079,207	3,329,771
貼現及放款	2,287,115	2,495,517	2,684,520	3,036,244	3,286,149
同業及其他金融機構貸款	234,546	266,322	336,769	342,979	372,848
FVTOCI及AC金融資產	6,900,930	7,152,961	7,657,505	7,424,051	7,725,497
其他有息資產	-	-	(0)	-	0
現金及約當現金	467,635	412,014	320,832	437,694	475,811
聯營公司投資	32,615	32,883	34,212	57,673	57,673
固定資產	97,852	108,551	109,370	108,919	108,919
無形資產	51,544	51,637	49,670	33,925	33,925
其他無息資產	-	-	-	-	-
Total non-interest earning assets	2,171,770	2,156,086	2,132,326	2,300,837	2,387,200
資產總額	11,594,361	12,070,886	12,811,120	13,104,111	13,771,693
同業存款	280,950	303,337	369,601	464,900	683,643
存款及匯款	2,871,960	3,185,436	3,496,983	3,577,259	3,671,847
其他有息負債	121,432	230,486	185,642	235,343	346,075
有息負債總額	3,274,343	3,719,259	4,052,225	4,277,501	4,701,565
營業及負債準備	6,448,259	6,842,132	6,958,614	7,170,855	7,398,506
其他無息負債	957,721	897,786	998,836	719,849	616,415
無息負債總額	7,405,980	7,739,918	7,957,450	7,890,704	8,014,921
負債總額	10,680,323	11,459,178	12,009,675	12,168,206	12,716,486
普通股股本	131,692	146,692	146,692	146,692	146,692
預收股款	-	-	-	-	-
普通股股本	131,692	146,692	146,692	146,692	146,692
保留盈餘	477,987	454,847	501,697	580,762	678,748
其他儲備	200,359	(94,699)	47,666	101,798	123,113
股東權益	810,038	506,840	696,055	829,252	948,554
少數股東權益	12,001	12,868	13,391	14,653	14,653
優先股股東資金	92,000	92,000	92,000	92,000	92,000
權益總額	914,039	611,708	801,446	935,905	1,055,206
股東權益及負債總額	11,594,361	12,070,886	12,811,120	13,104,111	13,771,693

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
淨利息增長	2.1%	16.1%	8.6%	7.6%	5.2%
營業收益增長	(1.2%)	(53.2%)	(20.2%)	28.1%	(5.2%)
稅後純益	87.1%	(73.2%)	36.3%	118.9%	(12.1%)
每股盈餘成長率	87.1%	(76.0%)	36.3%	118.9%	(12.1%)
獲利能力分析					
平均資產報酬率	1.2%	0.3%	0.4%	0.9%	0.7%
股東權益報酬率	17.3%	5.7%	8.5%	14.6%	11.0%
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	10.59	2.55	3.47	7.60	6.68
每股淨值 (NT\$)	61.51	34.55	47.45	56.53	64.66
每股現金股利 (NT\$)	3.50	0.90	2.00	3.00	3.00

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
利息收入	207,813	250,520	307,577	329,714	346,725
利息費用	(12,931)	(24,357)	(61,947)	(65,502)	(68,884)
淨利息收入	194,882	226,163	245,630	264,213	277,841
手續費及佣金收入	12,649	15,421	17,751	18,365	18,770
淨保險收入	218,484	1,436	(30,069)	(47,812)	(29,533)
交易收入	192,751	134,451	41,272	101,523	105,743
其他非利息收入	7,197	(36,038)	29,588	26,324	(22,621)
非利息收入	431,080	115,271	58,543	98,400	72,360
淨收益	625,963	341,434	304,173	362,613	350,201
營業費用	(85,543)	(88,610)	(102,496)	(104,247)	(105,290)
營業利益	540,419	252,823	201,676	258,365	244,911
壞帳減值損失	(3,484)	(4,778)	(4,103)	(8,064)	(6,381)
信用卡呆帳費用	-	-	-	-	-
提存各項保險責任金	(377,408)	(198,098)	(139,104)	(121,844)	(127,936)
呆帳費用及保險負債準備淨變動	(380,893)	(202,876)	(143,207)	(129,908)	(134,317)
稅前純益	159,526	49,948	58,469	128,458	110,595
所得稅費用[利益]	(18,637)	(11,986)	(6,955)	(19,017)	(14,393)
稅後淨利	140,889	37,962	51,514	109,441	96,201
合併淨收入	140,889	37,962	51,514	109,441	96,201
少數股東損益	(1,375)	(603)	(585)	2,031	1,785
稅後淨利	139,514	37,359	50,929	111,472	97,987
股息	(46,092)	(13,202)	(29,338)	(44,008)	(44,008)
保留盈餘	93,422	24,157	21,590	67,464	53,979
非常項目稅後純益	139,514	37,359	50,929	111,472	97,987

資料來源：公司資料，凱基

國泰金 - 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-11-11	增加持股	80.00	68.70
2024-08-23	增加持股	70.00	61.50
2024-05-24	增加持股	64.00	54.90
2023-11-24	增加持股	54.00	46.30
2023-08-25	增加持股	52.00	44.50
2023-05-26	增加持股	50.00	43.90
2023-03-22	持有	41.00	41.35
2022-10-20	持有	42.00	37.85
2022-08-29	持有	48.00	45.60
2022-05-23	持有	58.00	52.30

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為凱基金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，適後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。