2024 年 08 月 16 日

中国太平（00966.HK）

买入（首次评级）

港股公司深度研究

证券研究报告

资负两端弹性充足的低估值金融央企

非银组

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001）

shusiqin@gjzq.com.cn

联系人：黄佳慧

huangjiahui@gjzq.com.cn

市价（港币）：7.860 元

目标价（港币）：14.17 元

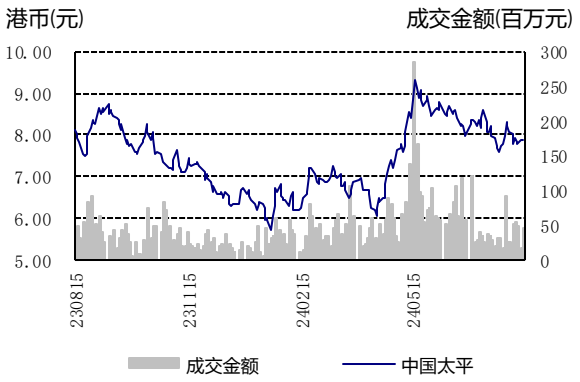
投资逻辑

中国太平资负两端弹性充足，居民储蓄意愿强烈叠加报行合一政策下，预计 2024NBV 有望实现 30%左右增长，预计将快于其他保险公司，且公司 23 年业绩发布会指出资产端历史风险已基本出清，轻装上阵，利润高增可期。

寿险：战略稳定性强，渠道、客户、产品三端均具备差异化竞争优势。核心管理层任职期长且为内部晋升，为公司战略的连续性与稳定性提供支撑，行业深度调整期公司整体采取跟随战略，未进行大刀阔斧的改革，2018-2022 年 NBV4 年复合增速-13%表现优异，上市同业分别为国寿-8%、人保寿-17%、平安-21%、太保-24%、新华-33%。①渠道端：个险坚持以人力发展作为公司成长最主要的驱动因素，高度重视组织建设。②客户端：2001 年即前瞻性提出“三高”策略，提升中高端客户服务能力、抢占中高端市场份额。③产品端：自 2006 年起，公司便已将续期保费管理提到了重要高度，2023 年个银 13/25 个月继续率均高于 90%，显著优于上市同业，为差异化月缴产品的运营提供支撑。

财险：境内业务盈利能力待改善，境外业务表现较好。太平财险整体规模较小，2023 年利润贡献不足 5%。具体来看，境内财险业务受车险综改、费用竞争加剧等因素影响增速放缓，2019-2023 年保费复合增速仅 2%，市占率小幅下滑 0.2pct 至 1.9%，且承保盈利能力受制于规模效应整体偏弱，有待改善。境外财险业务以港澳地区为主，盈利能力显著优于境内业务，整体承保盈利延续。

资产配置：β 弹性显著高于同业。公司持续增配长久期利率债，2023 年债券配置比例高达 68.7%，有利于为后续净投资收益率提供支撑；同时公司权益资产（股票+基金）2023 年配置比例为 14.5%，较同业高出 2-3pct，假设权益市场上涨 5%（负债端吸收 50%），对 2024 年利润增速贡献为 58%，β 弹性高于同业。2023 年公司净投资收益率、总投资收益率分别为 3.6%、2.7%，低基数下弹性充足。



主要财务指标

项目	12/22	12/23	12/24E	12/25E	12/26E
保险服务收入(百万元)	108,906	107,489	110,937	114,335	118,047
保险服务收入增长率		-1.3%	3.2%	3.1%	3.2%
归母净利润(百万元)	4,297	6,190	8,580	9,679	11,234
归母净利润增长率		44.1%	38.6%	12.8%	16.1%
每股收益(元)	1.20	1.72	2.39	2.69	3.13
每股内含价值（元）	55.11	56.51	61.77	65.78	70.34
ROE(归属母公司)		6.9%	8.6%	9.1%	9.9%
P/E	6.61	4.59	3.31	2.93	2.53
P/EV	0.14	0.14	0.13	0.12	0.11

来源：公司年报、wind，国金证券研究所 注：单位为港元

盈利预测、估值和评级

我们预测，2024/2025/2026 年公司实现新业务价值 100/119/131 亿港元，同比+33%/+19%/+10%，归母净利润 86/97/112 亿港元，同比+39%/+13%/+16%。公司资负两端弹性充足，给予 2024 年 0.23X 目标 PEV，对应目标价 14.17 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。当前公司内含价值大幅折价，2024 年 PEV 仅 0.13X，估值隐含的投资收益率为-0.1%，低估值、高弹性特征突出。

风险提示

长端利率超预期下行；监管政策趋严；权益市场波动。

内容目录

一、公司概况：全牌照经营的跨境保险集团 5
1.1 公司简介：立足香港，跨界经营 5
1.2 业务结构：寿险业务为核心，净利润贡献逾 90% 6
1.3 整体业绩：23 年净利润与 NBV 同步恢复正增长 6
1.4 股东回报：市值管理需求提升，分红有望改善 7
二、寿险：从规模向质量转型，NBV 弹性充足 8
2.1 战略：整体战略及管理层稳定强，NBV 稳定性优于同业 8
2.2 个险：以组织发展为导向，着重增员与基层主管管理 10
2.3 银保：报行合一降本增效，NBV Margin 大幅提升 11
2.4 客户：最早践行高客策略，匹配相适应的队伍与服务 12
2.5 产品：业务品质突出，月缴产品构建差异化优势 15
三、财险：境内业务盈利能力待改善，境外业务表现较好 16
3.1 境内财险：保费增速放缓，承保盈利有待改善 16
3.2 境外财险：保费增速放缓，承保盈利延续 17
四、资产管理：β 弹性显著高于同业，市场化竞争力突出 18
五、估值与投资建议 20
六、风险提示 22

图表目录

图表 1： 太平从境外回到境内，逐步完成上市 5
图表 2： 太平立足香港，国际化跨界经营 5
图表 3： 原准则下寿险保费贡献维持在 70%以上 6
图表 4： 新准则下寿险保险服务收入贡献仍高于 55% 6
图表 5： 原准则下寿险利润贡献维持在 70%以上 6
图表 6： 新准则下寿险利润贡献提升至 90%以上 6
图表 7： 2023 年太平归母净利在低基数下实现高增 7
图表 8： 2023 年太平 NBV 恢复正增长 7
图表 9： 中国太平减值计提已相对充分 7
图表 10： NBV 增速放缓下中国太平 EV 增速整体放缓 7
图表 11： NBV 增速放缓带动太平人寿 EV 增速放缓 7
图表 12： 2016 年来中国太平每股股息整体增长 8
图表 13： 中国太平分红比例远低于同业 8
图表 14： 太平人寿主要高管稳定性强 8

图表 15： 太平人寿由“重规模”稳步向“重质量”转型 9
图表 16： 2018-2022 年太平人寿 NBV 复合增速仅低于国寿 9
图表 17： 太平人寿 2019-2022 年人力维持稳定（万人） 10
图表 18： 太平人寿清虚时间晚于同业 10
图表 19： 太平人寿人均产能低于上市同业（元/人/月） 10
图表 20： 太平人寿人均产能增速低于上市同业 10
图表 21： 2021 年起太平组织发展计划不断推陈出新 11
图表 22： 太平人寿银保新单占比处于中位 11
图表 23： 太平人寿银保 NBV 占比快速提升 11
图表 24： 2023 年太平人寿银保 NBV 快速增长 12
图表 25： 2023 年太平人寿银保 NBV Margin 快速提升 12
图表 26： 太平人寿高客增值服务持续丰富 12
图表 27： “TP-EMP 卓越管理人才”打造独属的培养及晋升体系 13
图表 28： 太平美好 VIP 俱乐部权益已拓展至 7 级 20 项服务 13
图表 29： 太平人寿“乐享养老”布局已基本成型 14
图表 30： 中国太平乐享健康运营的优质项目达 20 个 14
图表 31： 太平人寿持续推进业务品质管理 15
图表 32： 太平人寿 13 个月继续率高于同业 16
图表 33： 太平人寿 25 个月继续率高于同业 16
图表 34： 境内财险业务保险服务收入贡献约 85% 16
图表 35： 境外财险业务利润率优于境内财险 16
图表 36： 2016-2023 年财险保费增速放缓 16
图表 37： 2020 年开始财险市占率小幅下行 16
图表 38： 非车险占比稳步提升 17
图表 39： 非车险增速整体高于车险 17
图表 40： 太平财险盈利能力整体弱于上市同业 17
图表 41： 太平财险赔付率整体好于上市同业 17
图表 42： 太平财险费用率整体高于上市同业 17
图表 43： 近年来太平财险费用率持续改善 17
图表 44： 境外财险以太平香港与澳门为主 18
图表 45： 境外财险业务 COR 表现整体较好 18
图表 46： 太平投资资产稳健增长 18
图表 47： 第三方管理资产占比维持稳定 18
图表 48： 太平第三方管理资产占比高于上市同业 18
图表 49： 太平债券、股票+基金占比均高于同业 19

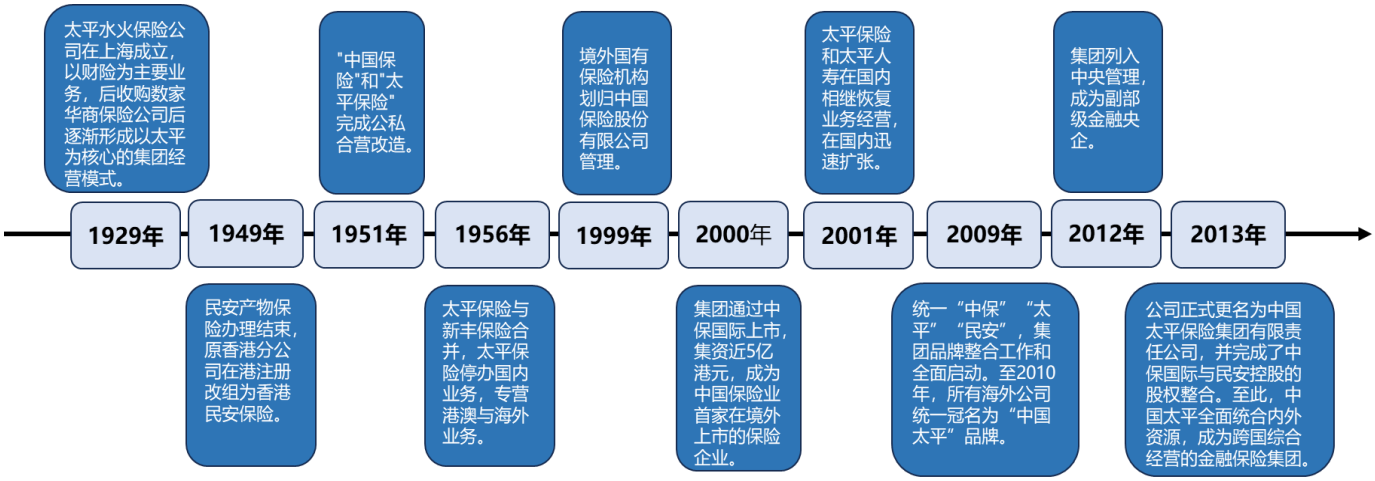
图表 50： 太平 FVOCI 股票占比 20%，处于行业中游水平 19
图表 51： 太平资产端权益弹性高于上市同业 19
图表 52： 太平净投资收益率稳定性优于上市同业 20
图表 53： 太平总投资收益率整体偏低 20
图表 54： 中国太平目标价为 14.17 港元 20
图表 55： 利差损担忧持续压制太平 PEV 估值 21
图表 56： 太平 2024 年 NBV、利润增速对应 0.7X 历史估值 21
图表 57： 太平静态 PEV 估值远低于上市同业（截至 8.15） 21
图表 58： 保险公司当前估值隐含投资收益率较为悲观 22

一、公司概况：全牌照经营的跨境保险集团

1.1 公司简介：立足香港，跨界经营

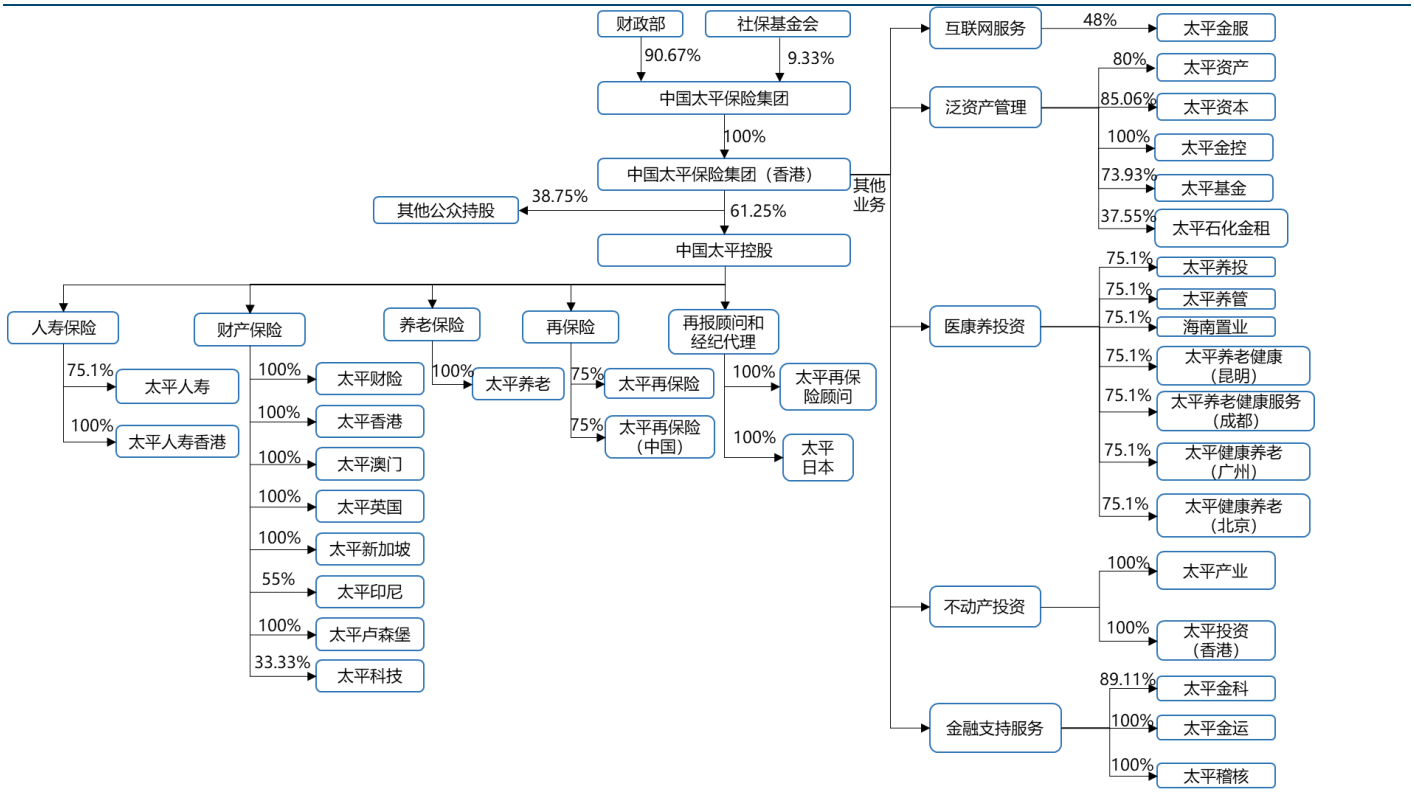
起步于上海，集团化经营迈向海外。中国太平最早成立于 1929 年，是中国唯一一家总部设在香港的金融央企，财政部为公司第一大股东，持股比例超 90%。凭借香港总部的地理优势以及主要经营境外业务的历史使命，公司积极开拓海外市场，当前业务范围已覆盖中国香港、中国澳门、英国、新加坡、印度尼西亚、卢森堡等地，国际化特征突出。此外，太平也是中国 14 家保险集团之一，牌照齐全，业务范围广泛，涵盖了以寿险、财险、资产管理和不动产投资为核心的综合金融领域，以及以太平养管和太平健康养老为主的医康养服务，这使得中国太平成为国内为数不多能同时为客户提供境内外综合金融及医疗康养服务的企业之一。

图表1：太平从境外回到境内，逐步完成上市



来源：中国太平官网，国金证券研究所

图表2：太平立足香港，国际化跨界经营

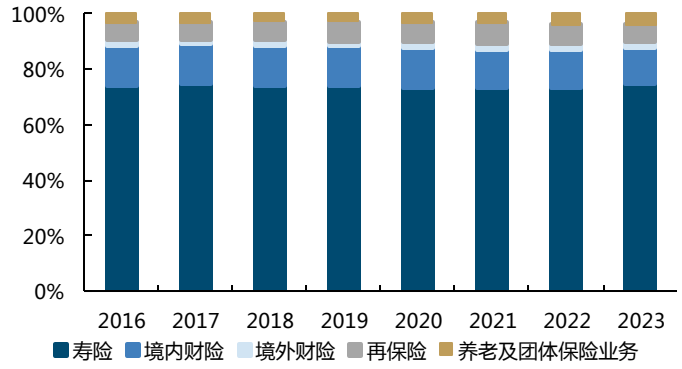


来源：中国太平官网，国金证券研究所

1.2 业务结构：寿险业务为核心，净利润贡献逾 90%

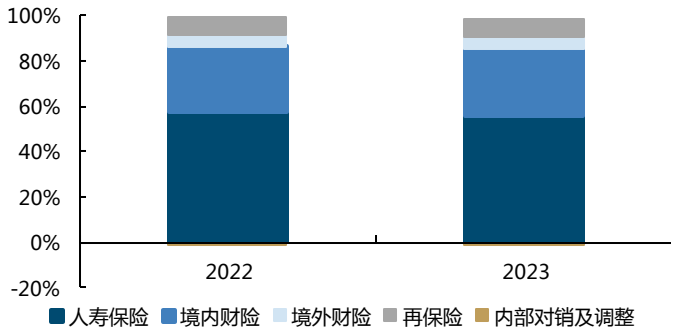
寿险业务为公司收入、利润支柱。1）保费方面：保费结构相对稳定，寿险、境外财险、再保险保费贡献始终维持在 74%、2%、7%左右，境内财险、养老及团体保险小幅一降一升，2023 年保费贡献分别为 13%、4%。新准则实施后，受保险服务收入依据服务期确认与剔除投资成分影响，寿险贡献下降，2023 年寿险、境内财险、境外财险、再保险板块保险服务收入贡献分别为 57.3%、30.1%、5.2%、8.8%。2）利润方面：自 2016 年来，寿险板块利润贡献始终维持在 70%以上，2019-2022 年，受其他业务板块减值损失、应占联营及合营公司负贡献影响，寿险板块利润贡献提升至 90%以上。2023 年，新会计准则下，寿险、境内财险、境外财险、再保险、资产管理业务、其他业务利润贡献分别为 91.6%、0.8%、3.8%、3.2%、-0.5%、1.1%。

图表3：原准则下寿险保费贡献维持在 70%以上



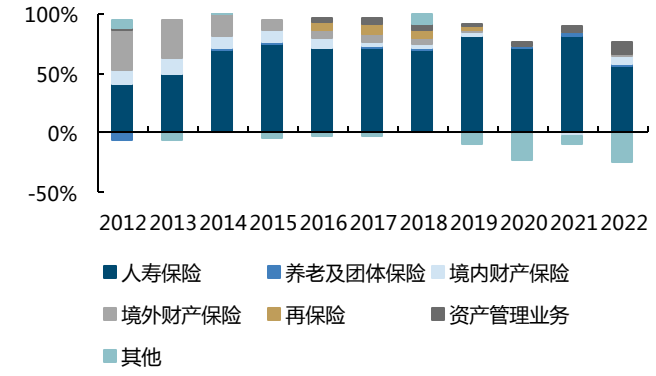
来源：公司年报，国金证券研究所

图表4：新准则下寿险保险服务收入贡献仍高于 55%



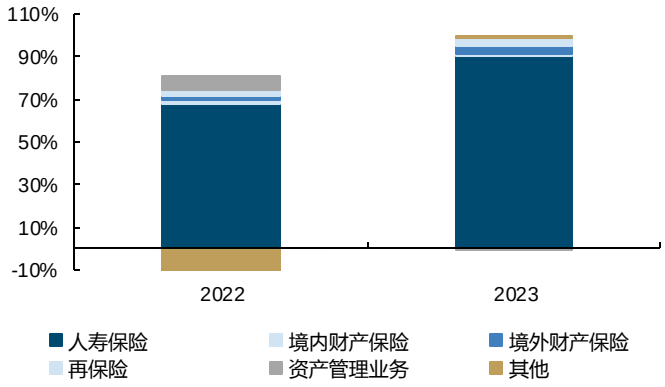
来源：公司年报，国金证券研究所

图表5：原准则下寿险利润贡献维持在 70%以上



来源：公司年报，国金证券研究所

图表6：新准则下寿险利润贡献提升至 90%以上

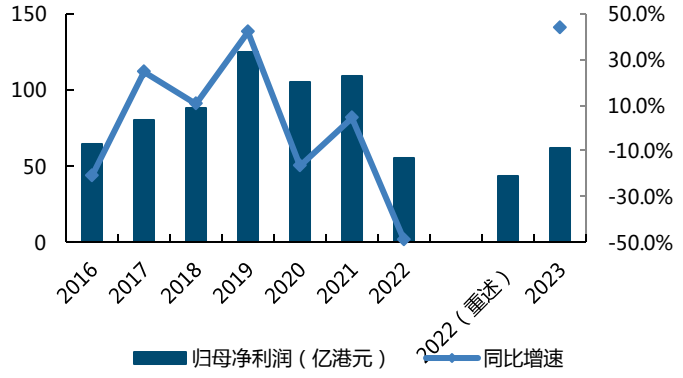


来源：公司年报，国金证券研究所

1.3 整体业绩：23 年净利润与 NBV 同步恢复正增长

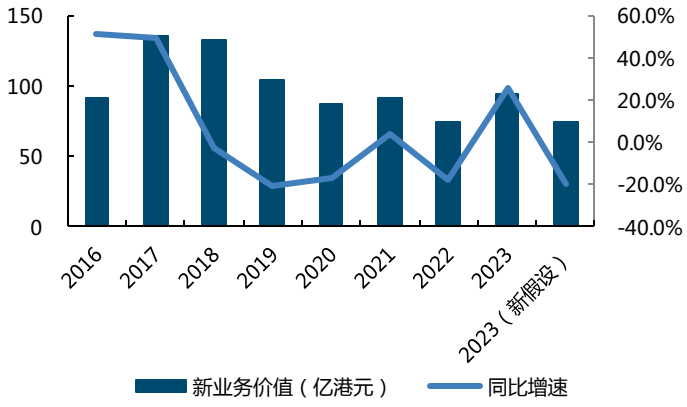
NBV 连年负增长致使 CSM 摊销减少，叠加权益市场表现不佳，近年来净利润整体下滑，2023 年利润与 NBV 双增。1）NBV 方面：受公共卫生事件影响代理人展业、重疾险销售低迷下代理人脱落加剧等行业性因素影响，2018-2022 年 NBV4 年复合增速为-13.4%。2023 年受益于居民储蓄需求旺盛、预定利率切换下的“炒停”销售、银保渠道报行合一政策下 Margin 大幅提升，公司 NBV 同比+26%，恢复正增长。此外，公司于 2023 年末下调风险贴现率和投资回报率至 9.0%和 4.5%，致使 NBV 折价 20.1%。2）利润方面：2019-2022 年，公司归母净利润 3 年复合增速为-24%，预计主要受 NBV 连年低增长后 CSM 摊销减少及权益市场表现不佳影响（2022 年末，沪深 300 指数、恒生指数、恒生国企指数分别较 2019 年末下跌 5.5%、29.8%、40.0%）。2023 年同比+44.1%，主要源于权益资产表现较好且减值压力减小，一方面公司持有的高股息策略港股在包含股息的情况下跑赢恒生指数 18.5pct，整体权益也跑赢沪深 300 指数 8.18pct，另一方面，公司 2023 年业绩发布会明确指出资产端相关风险资产的累计减值已经计提得较为审慎和充分，历史风险出清。

图表7：2023 年太平归母净利在低基数下实现高增



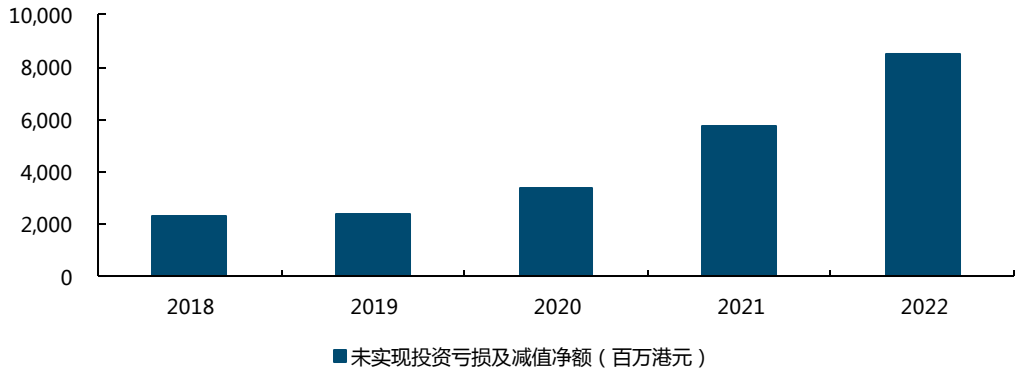
来源：公司年报，国金证券研究所

图表8：2023 年太平 NBV 恢复正增长



来源：公司年报，国金证券研究所 注：2023 新假设数据对应增速实为折价比例

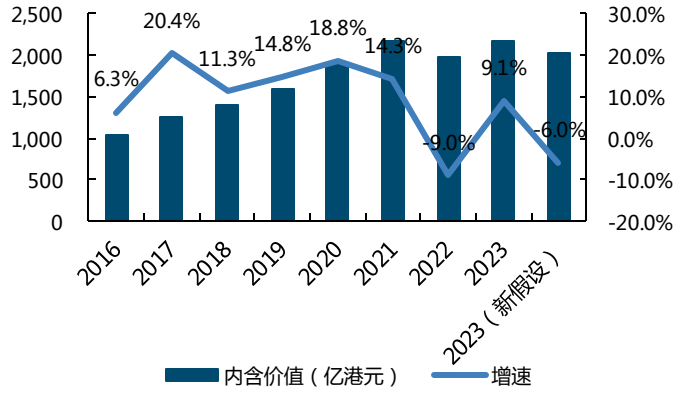
图表9：中国太平减值计提已相对充分



来源：公司年报，国金证券研究所

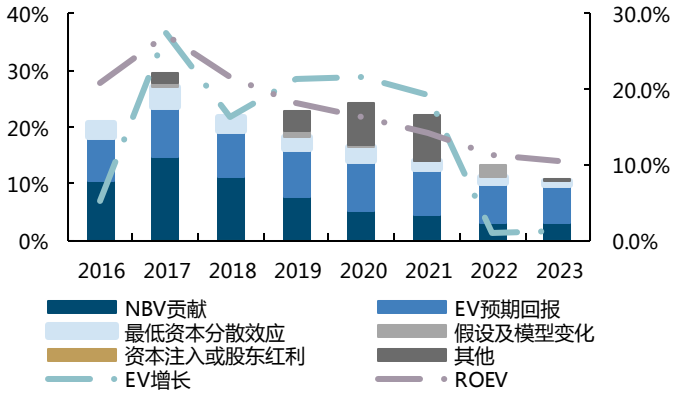
NBV 增速放缓叠加资本回报下降，ROEV 及 EV 增速放缓。2019-2023 年，公司归母内含价值 4 年复合增速为 7.8%，增速趋势性下滑且 ROEV 下滑 7.5pct 至 10.6%，主要源于 NBV 负增长下新业务价值与内含价值预期回报贡献减少。

图表10：NBV 增速放缓下中国太平 EV 增速整体放缓



来源：公司年报，国金证券研究所 注：2023 新假设数据对应增速实为折价比例

图表11：NBV 增速放缓带动太平人寿 EV 增速放缓



来源：公司年报，国金证券研究所 注：2023 年 EV 为新假设口径

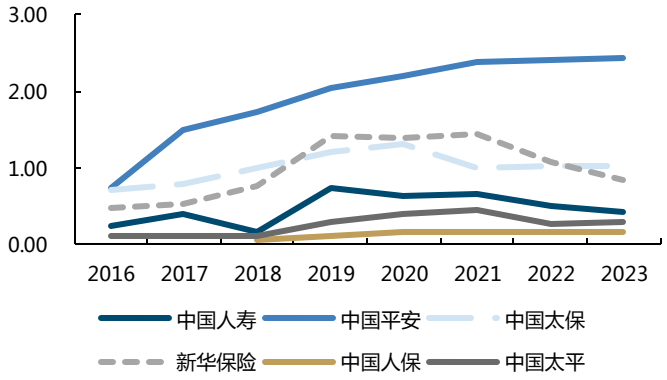
1.4 股东回报：市值管理需求提升，分红有望改善

公司分红提升具备现实基础。2018-2023 年公司股息 5 年复合增速高达 24.6%，其中 2023 年每股派息 0.3 港元，同比抬升 0.04 港元、15.4%，但分红比例仅为 17%，仍显著低于 30%以上的上市同业分红水平。

央企市值管理重要性提升叠加新“国九条”加强上市公司现金分红监管，预计后续公司分

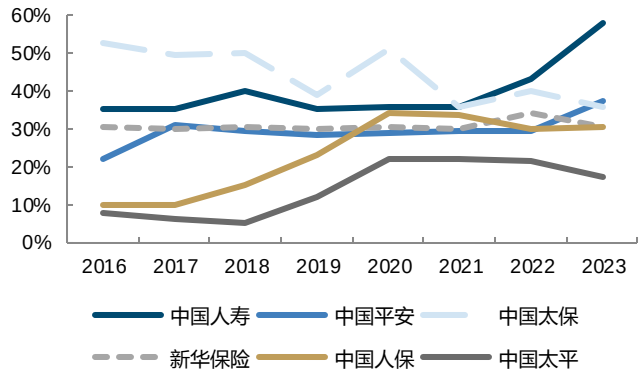
红有望持续提升。一方面，新“国九条”要求强化上市公司现金分红监管，明确提出“加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率。增强分红稳定性、持续性和可预期性”；另一方面，近年来央企市值管理逐步成为资本市场和央企集团关注的焦点，2024年中央企业、地方国资委考核分配工作会议上，国务院国资委明确提出，要在前期试点探索、积累经验的基础上，全面推开上市公司市值管理考核，量化评价中央企业控股上市公司市场表现，引导企业更加重视上市公司的内在价值和市场表现。我们判断，中国太平作为低估值、低分红比例的金融央企，未来分红水平有望逐步提升。

图表12：2016年来中国太平每股股息整体增长



来源：各公司年报，国金证券研究所 注：太平为港元

图表13：中国太平分红比例远低于同业



来源：各公司年报、wind，国金证券研究所 注：平安为营运利润口径

二、寿险：从规模向质量转型，NBV弹性充足

2.1 战略：整体战略及管理层稳定强，NBV稳定性优于同业

核心管理层均为内部晋升且稳定性强。公司主管业务的核心领导（2019年12月起任总经理的程永红、2016年7月起任主管个险的副总经理沈漪、2012年10月起任主管银保的副总经理郑庆红）任职期长且为公司内部晋升，业务经验丰富，同时也有助于保持公司战略的连续性与稳定性。

图表14：太平人寿主要高管稳定性强

姓名	职务	主要简历
王思东	董事长	**自2021年10月起出任太平人寿董事长，自2018年8月起出任太平人寿董事。**王先生毕业于山东大学汉语言文学专业，文学学士，高级经济师。王先生现任中国太平董事长，兼任太平资管董事长。王先生曾任太平集团副董事长、总经理，中国人寿副总裁、国寿投资董事长，并曾在中国对外贸易经济合作部、新华社香港分社、香港中国企业协会等单位任职。
程永红	总经理	**自2019年12月起出任太平人寿总经理，主持公司党委和经营管理全面工作。**程女士毕业于四川大学，获工商管理硕士学位。程女士曾任太平人寿副总经理、助理总经理、四川分公司总经理、副总经理、助理总经理、高级经理等职务，并曾在平安人寿成都分公司、四川省总工会干部学校担任过不同职务。
沈漪	副总经理	**自2016年7月起出任太平人寿副总经理，分管个险业务工作。**自2021年5月起兼任太平人寿机构领先北部区域总监。沈先生毕业于南开大学工商管理专业，获硕士学位。沈先生曾任太平人寿人力资源总监、首席风险官、新闻发言人、个人业务部总经理、副总经理(主持工作)，并曾任平安寿险营销部企划室负责人等职务。
郑庆红	副总经理	**自2012年10月起出任太平人寿副总经理，分管银保业务工作。**自2022年8月起兼任太平人寿省会城市领先区域总监，自2023年2月起兼任太平人寿工会主席。郑女士毕业于清华大学，获高级管理人员工商管理硕士学位。郑女士曾任太平人寿市场总监、北京分公司总经理、副总经理、助理总经理等职务，并曾任职于平安人寿保险股份有限公司。

来源：公司公告，国金证券研究所

战略延续性、稳定性强，行业深度调整期整体采取跟随战略，负债端表现优于同业。自2011年开始，公司战略虽然经过了“三年再造”、“精品太平”、“科技太平”、“高质量发展”的调整，但战略脉络延续性、稳定性强，即根据行业与公司形势从重规模、规模与价值并重向重价值缓慢过渡，而非采取较为激进的转型方式。2018年开始，受监管趋严、代理人脱落、重疾需求消耗等因素影响，行业进入深度调整期，公司也低调采取“跟随”战略，学习先进同业经验进行逐步优化，2018-2022年，公司NBV下行幅度仅高于国寿。

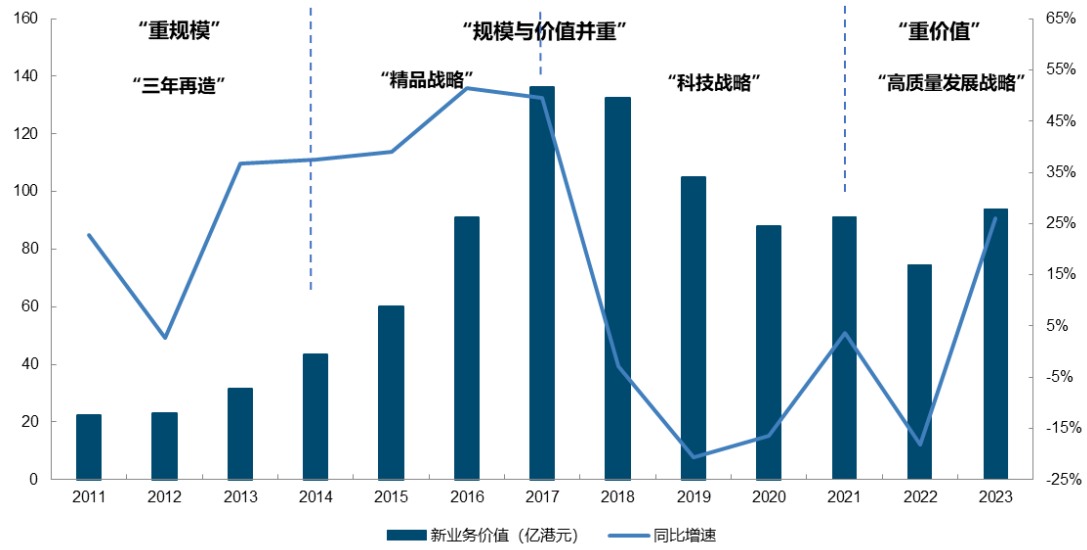
1）“三年再造”战略：2011 年，受银保“1+3”新政、央行加息后产品吸引力降低等因素影响，行业陷入整体低迷，公司逆势提出“三年再造”战略目标，要求三年内达到总资产、总保费和净利润三个指标同时翻番，一方面聚焦个险，打造高质量营销队伍，销售高件均分红险提升产能，驱动业务高增；另一方面，逆势发展银保渠道，重点推进与大型国企的战略合作实现高增长，为总保费贡献过半规模。截至 2014 年，集团总保费、总资产、净利润较 2011 年翻一番，规模扩张成效显著。

2）“精品太平”战略：2015 年，公司提出“精品”战略，兼顾增长的速度与质量，全力聚焦价值较高的期缴业务，期缴保费 2014-2017 年 3 年复合增速为 29%（同期新单保费增速为 9%），驱动期缴保费占比提升 26.9pct 至 66.3%，NBV margin 提升 12.5pct 至 35.5%，NBV 三年复合增速达 47%。

3）“科技太平”战略：2018 年，公司提出“科技太平”，并于 2019 年启动“科技+运营”双强计划，持续加强科技支持能力和运营服务能力。一方面，通过易行销（销售支持生态）、太平通（客户服务生态）、新一代核心（底层支持生态）赋能业务；另一方面，通过易享太平（内勤行政支持平台）、统一数据平台赋能管理。

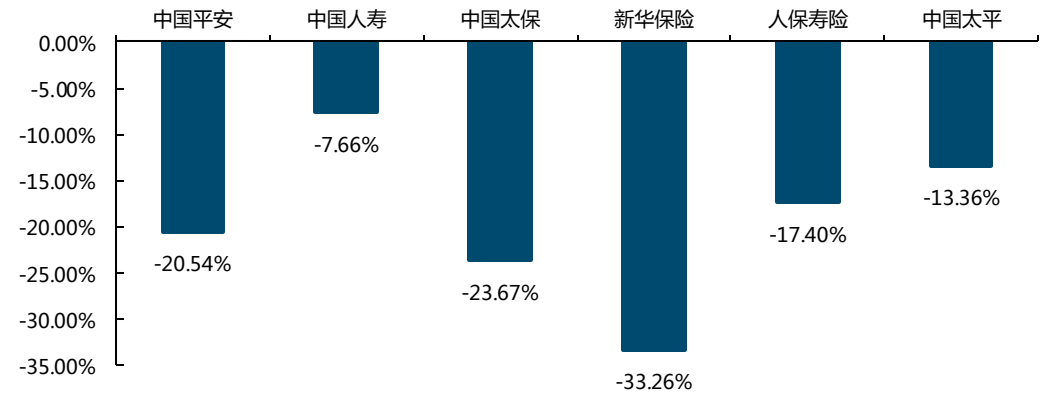
4）“高质量发展”战略：2021 年，太平提出“高质量发展”战略，在肯定“一手抓规模、一手抓价值”经营模式的历史贡献后，根据当前形势将目标聚焦在价值的可实现、可持续上，提出“以管控利率风险、费用风险为抓手，以产品结构优化和降本增效为主要路径”，推动公司业务高质量发展。

图表 15：太平人寿由“重规模”稳步向“重质量”转型



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 16：2018-2022 年太平人寿 NBV 复合增速仅低于国寿

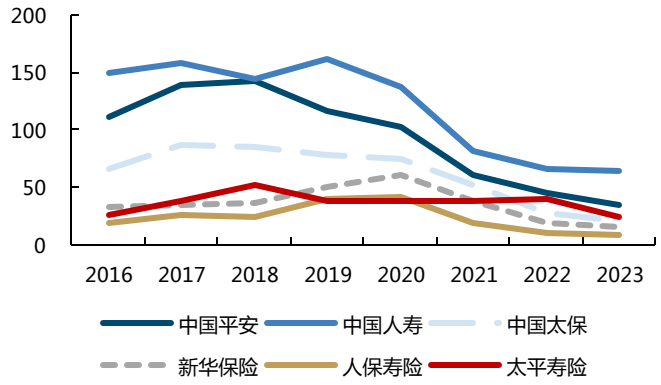


来源：各公司年报，国金证券研究所

2.2 个险：以组织发展为导向，着重增员与基层主管管理

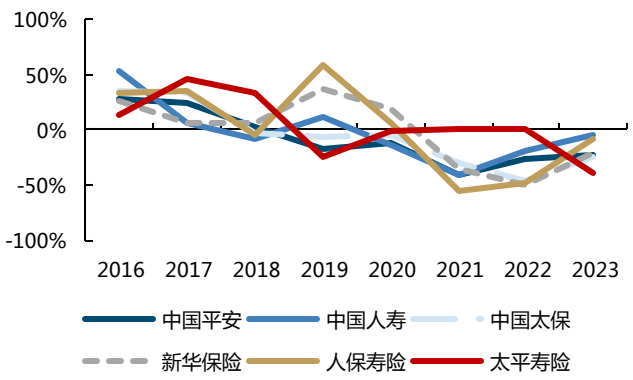
保持战略定力，坚持以人力发展和组织建设作为公司成长最主要的驱动因素。2018 年，重疾险覆盖率达到阶段性高位，叠加粗放扩张的代理人专业能力无法匹配互联网时代保险客户对专业能力的需求，各大险企代理人脱落加剧且招募困难，各上市同业借机主动清虚，至 2023 年，平安、国寿、太保、新华、人保寿代理人已减少至最高时的 24%、39%、24%、26%、21%。太平始终坚持以人力发展作为公司成长最主要的驱动因素，高度重视组织建设并不断推陈出新，实现队伍扩量提质，人力规模在 2019 年同比下滑 25%后，直至 2022 年始终维持在 38 万左右。2023 年，公司恢复以基本法为引导考核，代理人规模同比下降 40%至 23.5 万人，但着重组织发展的队伍导向不变，2023H1 新增员 3.1 万人，规模同比虽有所下降，但保费贡献同比提升了 95.6%。

图表17：太平人寿 2019-2022 年人力维持稳定（万人）



来源：各公司年报，国金证券研究所

图表18：太平人寿清虚时间晚于同业

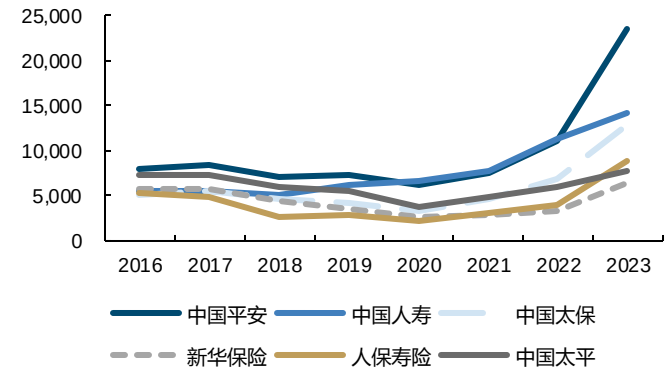


来源：各公司年报，国金证券研究所

“绩优”与“新人”并重，“山海计划”抓两头带中间夯实队伍基础。2021 年，太平人寿明确提出要加快组织发展，并于 2022 年推出“山海计划”，主要方向为扩团队、提技能、抓赋能，一方面“抓两头带中间”夯实队伍基础，另一方面借力科技赋能、强化生态圈支持提升队伍产能。但受清虚较晚、低质量代理人尚未完全出清影响，公司代理人人均产能与增速均低于上市同业。具体来看：

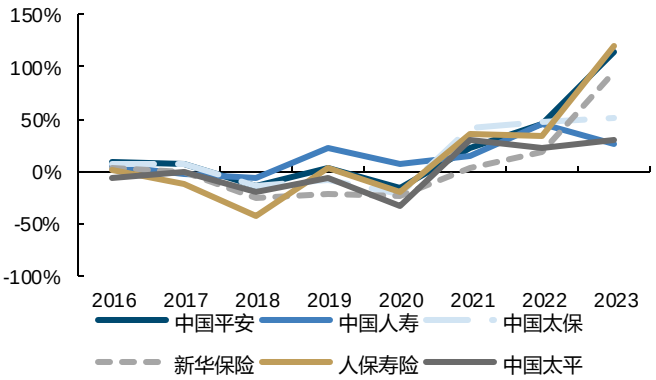
1）一头抓绩优个人、抓高级主管。一方面通过 1929 家族办公室、养老社区等高客配套资源运作，培养绩优个人，驱动绩优人力规模增长与产能提升，2021 年太平人寿百万人力同比增长 96.5%至 2390 人，千万人力同比增长 93.3%至 29 人；另一方面，倡导主管以身作则做业务，“职级越高，产能越高”，2021 年，业务经理月均产能同比+27%至 2.9 万，高级经理月均产能同比+31%至 5.5 万；总监月均产能同比增长 37%至 14.1 万。

图表19：太平人寿人均产能低于上市同业（元/人/月）



来源：各公司年报，国金证券研究所 注：太平为港元

图表20：太平人寿人均产能增速低于上市同业

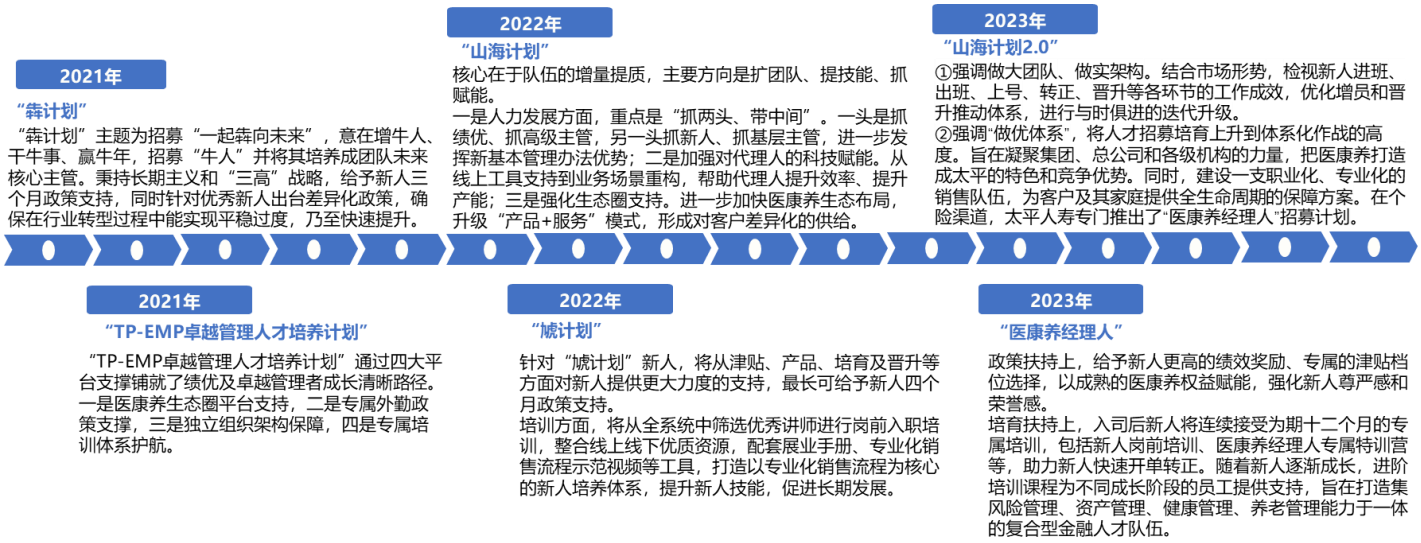


来源：各公司年报，国金证券研究所

2）一头抓新人、抓基层主管。新增人力一方面能带来业绩贡献（一般年内新人能贡献 40-50%的重疾活动人力、20-30%的非开局之战保险产品活动人力），一方面也有利于促成基层主管考核指标达成，助力存量代理人留存。为加强代理人新人的招募与留存，公司从基本法、产品、平台支持等各方面发力，提升新人的产能与收入，助力代理人规模整体稳定。①公司于 2021 年 8 月修订基本法，推动各种费用资源向新人和正式业务员层面倾斜下沉；②推出月缴产品，降低拓客难度；③匹配专项支持平台，以 iFamily 和产品通两大展业全能

工具平台，为新人提供强学习、提专业、增客源、强粘度、促保单等一站式的学习和展业抓手；④公共卫生事件期间降低考核难度并延长考核周期，2022 年下半年，甚至将季度考核改为半年考核。

图表21：2021 年起太平组织发展计划不断推陈出新



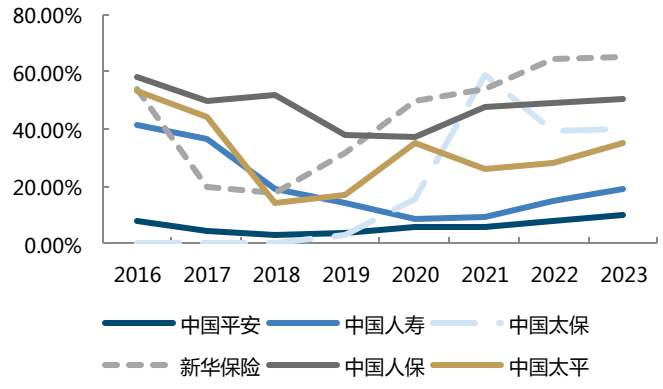
来源：太平人寿、慧保天下、中国经营报、中国经济网，国金证券研究所

2.3 银保：报行合一降本增效，NBV Margin 大幅提升

2020 年开始大力发展银保渠道，保费与 NBV 快速提升。2020 年，受公共卫生事件影响代理人线下展业受阻、居民储蓄需求提升且风险偏好降低、银行净息差收窄发力中收业务等因素共同影响，太平顺势发力银保渠道，2019-2023 年银保新单、NBV4 年复合增速高达 27%、78%，其中 2023 年银保新单、NBV 增速分别为+45%、+217%，NBV margin 抬升 6.4pct 至 11.8%，预计主要受益于报行合一政策。2024 年，公司价值率进一步抬升，公司 2023 年业绩发布会表示，2024 年银保渠道新业务价值率已接近 30%，与个险相当。

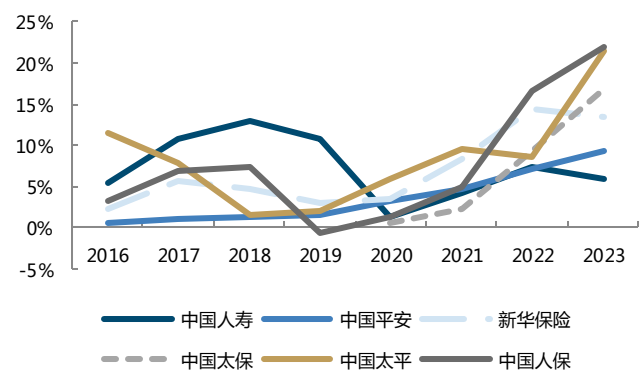
展望后续，预计报行合一政策下大型公司优势更加凸显，公司有望深度受益：①渠道优势：大型保险公司综合实力更强，所需银行服务也更多，除了保险代销业务外，其也可通过存款、代发工资、结算与清算、资产托管、投融资业务等多元化的合作提升保险公司对商业银行的综合贡献，从而调动银行合作积极性，获取网点和政策支持。②服务优势：一是大型保险公司服务布局更为广泛，如养老社区、保险金信托等，可赋能银行服务客户，助力银行高价值客户留存。二是大型保险公司在产品服务支持、培训支持，系统录单对接、理赔等方面对银行的支持能力更强。③品牌优势：各公司的客户收益、费用差异收窄，出于安全、稳健等因素考虑，会更愿意销售大公司的产品，从客户角度看，《保险法》修订的破刚兑预期下，对大型险企也将更为信赖。

图表22：太平人寿银保新单占比处于中位



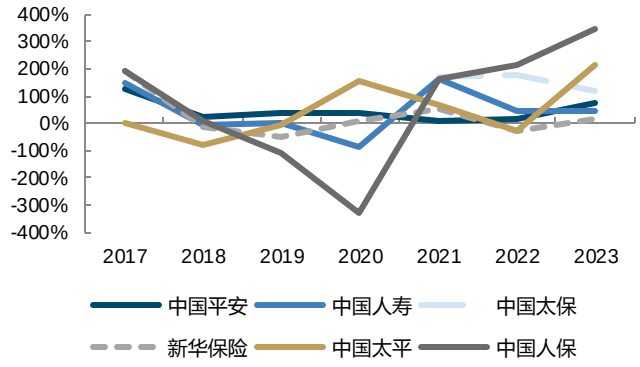
来源：各公司年报、国金证券研究所

图表23：太平人寿银保 NBV 占比快速提升



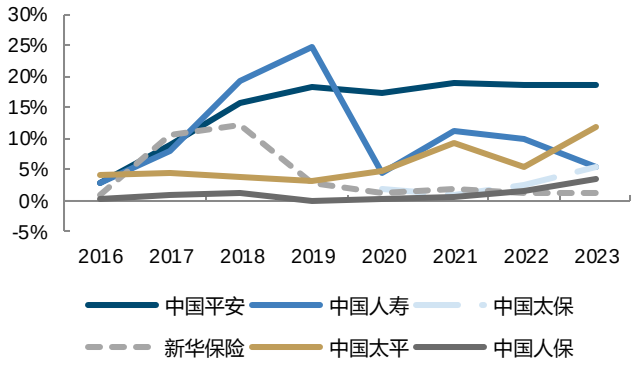
来源：各公司年报、国金证券研究所

图表24：2023 年太平人寿银保 NBV 快速增长



来源：各公司年报、国金证券研究所

图表25：2023 年太平人寿银保 NBV Margin 快速提升



来源：各公司年报、国金证券研究所

2.4 客户：最早践行高客策略，匹配相适应的队伍与服务

2001 年太平人寿在境内复业，前瞻性地采取“高素质、高品质、高绩效”的“三高”策略。一方面，着眼于增员、培训、晋级、展业各流程，通过专业化运作体系支持代理人成长，持续打造精英代理人队伍，另一方面，持续完善高端养老、高端医疗、教育等 VIP 增值服务，提升中高端客户服务能力、抢占中高端市场份额。

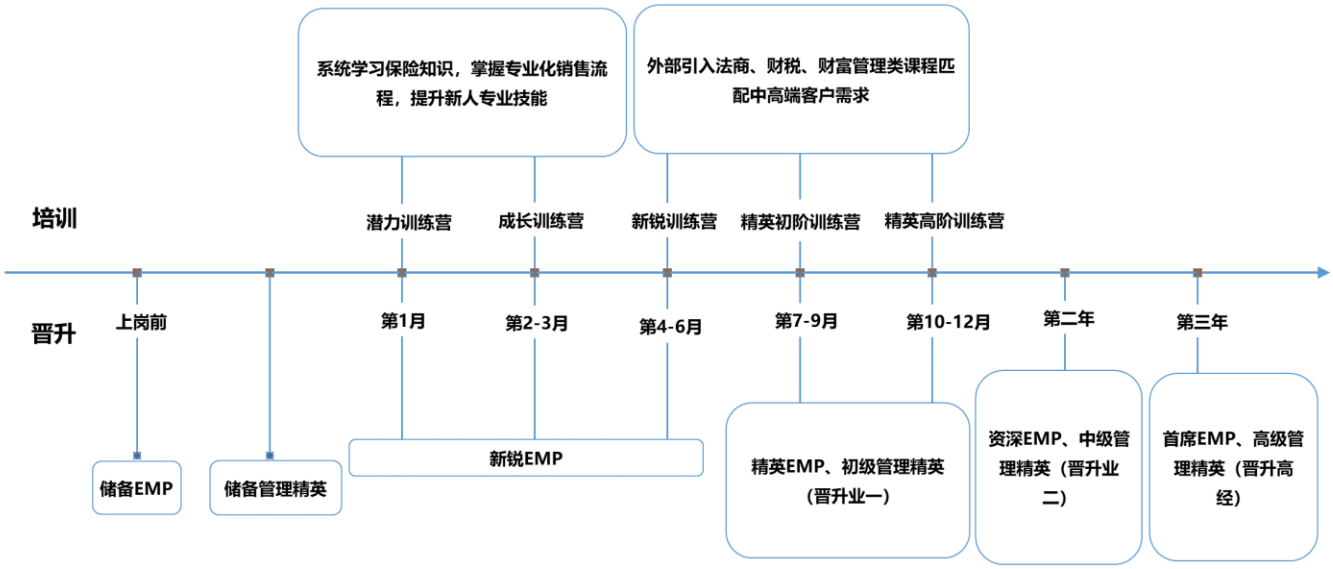
图表26：太平人寿高客增值服务持续丰富

2011	2017	2019	2021	2022	2023
推出差异化VIP增值服务	“轻重并举”发展战略	"梧桐人家"正式投入运营	太平1929家族办公室	多层次养老体系与“乐享养老”品牌	VIP增值服务体系升级
聚焦高客推出VIP增值服务，把“抓创新、抓客户、抓服务”作为中心工作。	中国太平是大型险企中首个旗帜鲜明提出将采取“轻重并举”模式发力“保险+康养”的险企，其围绕满足客户需求这一核心，一方面自建养老社区等康养服务机构，另一方面又高效整合各类专业机构力量，快速搭建起相对完备的“保险+”服务生态圈，实现了在“保险+康养”赛道的快速破局。	“梧桐人家”是中国太平推出的国内首个养老社区，主打高端养老市场。整个项目占地284亩，地上建筑面积近30万平方米，绿化率59%，可容纳约3500名长者在社区内生活。	“太平1929家族办公室”打造了“财富传承”、“品质生活”、“子女教育”、“家族家风”四大支撑体系，以高品质的管家式服务，提供多项专属化、定制化的服务项目，致力于实现家族财富的保障与代际传承，为高净值客户打造了一个资源共享和服务承载的品牌。	通过“自建+第三方合作”建立太平多维度养老服务体系，乐享养老社区，均匀布局全国。目前已初步形成“乐享家”、“乐享游”、“乐享居”三大养老服务业务，无死角满足客户不同服务要求、不同服务体验、不同品质需求。	将VIP增值服务体系焕新升级为“美好VIP俱乐部”。以客户需求为导向，为VIP客户建立了差异化和精细化的服务体系，涵盖两大内容板块、六大主题服务，致力为VIP客户持续提供全场景、一站式、高品质美好服务。

来源：太平人寿、中国金融杂志、慧保天下、四季养老、中国太平 95589 公众号，国金证券研究所

队伍方面：考虑到保险销售受业务员触达半径限制较大（高件均保单多需线下展业建立信任），因此，一定程度上来说，保险公司招募的代理人的水平决定了能触达的客户层次。太平人寿积极践行优增策略，2021 年推出“TP-EMP（卓越管理人才）培养计划”，配套入司首年 12 个月全流程专属培训体系，加入“医疗健康、养老、基础金融、保险金信托、法商、税商”等进阶知识学习，通过系统化、立体式的培训打造专业水平高、综合能力强的优质代理人队伍。此外，太平还给予长达 18 个月的专项孵化津贴支持，并提供更多样化的津贴档位，通过直观增加绩优人员的收入，激励更多绩优代理人的产生。2023 年，公司推出“医康养经理人”计划，以公司庞大的医康养资源赋能新人，使其成为太平医康养服务的“供应商”，为高客提供多元化、专业化、精细化医康养综合解决方案。

图表27：“TP-EMP卓越管理人才”打造独属的培养及晋升体系



来源：太平人寿上海分公司公众号，国金证券研究所

服务方面：早在 2012 年，太平人寿便前瞻性认识到了配套服务在拓客、粘客等方面的作用，并推出差异化的 VIP 增值服务，历经十余年演进，公司 VIP 增值服务体系已由原先 3 级 6 项服务细化为 7 级 20 项服务，赋能营销队伍打造良好的服务场景，提升客户黏性。2022 年，公司率先成立“1929”家庭办公室，全面整合集团跨境资源，联合专业龙头机构，打造高客服务体系。结合“美好 VIP 俱乐部”与“1929 家族办公室”来看，当前公司增值服务整体可分为长寿享老、健康活力、精致生活、家业长青四个部分。

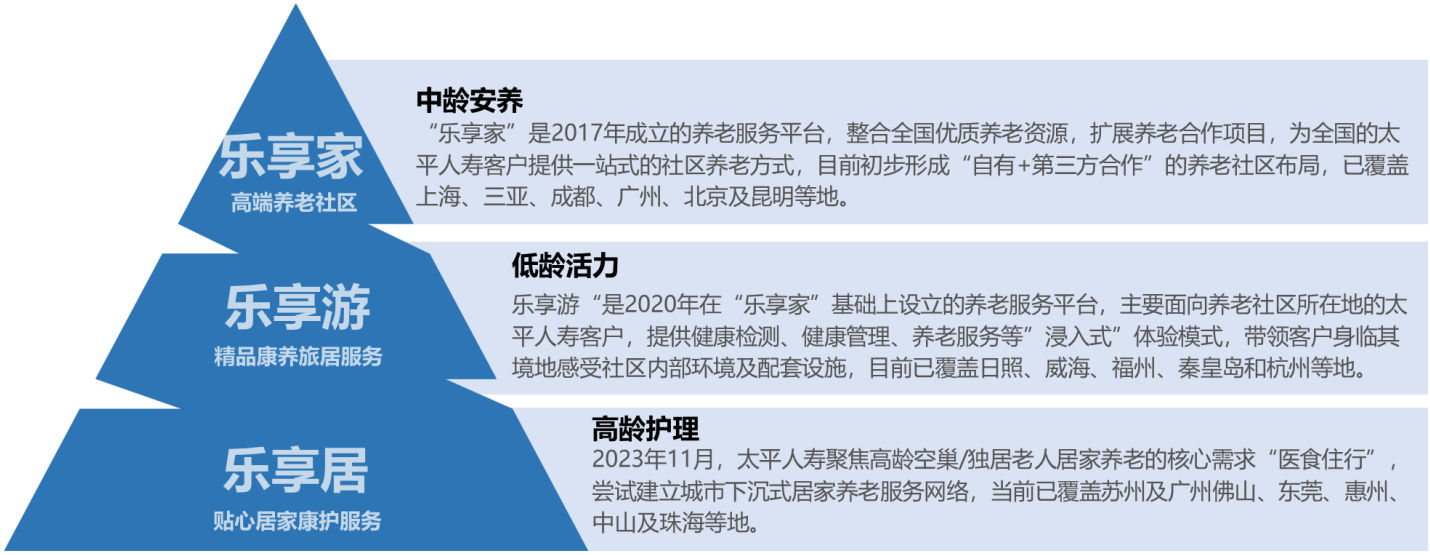
图表28：太平美好VIP俱乐部权益已拓展至7级20项服务

来源：中国太平 95589 公众号，国金证券研究所

1）长寿享老：以“太平乐享养老”服务品牌为核心，通过“自建+第三方合作”，建立太平多维度养老服务体系，当前公司已形成“重中轻”三种投资模式相结合、全国“东西南

北中”广覆盖、“医养、康养、旅养”功能差异化的“乐享家”、“乐享游”、“乐享居”三大养老服务业务，满足客户多样化、差异化、品质化的综合养老服务需求。截至 2024 年 6 月，乐享养老合作社区共 61 家，其中“乐享家”拥有 16 家社区、“乐享游”拥有 45 家，社区服务网络已覆盖 25 省 50 市，“乐享居”已覆盖江苏、广东部分城市。

图表29：太平人寿“乐享养老”布局已基本成型



来源：保观、太平人寿山西分公司 e 服务公众号，国金证券研究所

2）健康活力：太平坚持自建、参股与合作相结合，通过布局“医、药、康、养”全产业链，搭建线上线下融合、境内境外融通、覆盖客户全生命周期的健康管理服务平台。2021 年 10 月，太平推出健康管理服务品牌“乐享健康”，囊括了太平人寿众多核心优质健康管理服务项目，并形成了“重疾一体化-太平乐享家医”和“跨境医疗服务”两大特色服务体系，其中跨境医疗服务”涵盖日本（专属体检、住院协助）、美国（海外高端绿通）、英国（圆和医疗）、新加坡（莱佛士医疗高端定制体检）。

此外，在医疗资源链接上，一方面太平发起搭建医疗资源整合平台中国太平医康养生态联盟，在与不同国家、不同细分领域领先企业的深度合作中实现双向赋能，目前联盟成员单位达到 26 家，涵盖医疗健康、养老机构、投资三大产业，储备了多元化服务资源；另一方面，积极投资专业领域头部企业，包括大专家（钟南山、樊代明领衔，75 位院士共同发起）、圆和医疗（英国最大医疗集团）、泛生子（前沿癌症精准医疗公司）、远盟康健（智慧救援平台服务商）、和睦家医疗（高端私立医疗机构）。

图表30：中国太平乐享健康运营的优质项目达 20 个

来源：太平人寿山西分公司 e 服务公众号，国金证券研究所

3）精致生活：依托全球化服务优势，充分利用异业联盟、太平朋友圈等商业布局和举措，

围绕事业发展和个人生活的需求维度，建立起涵盖圈层交流、全球汇客、生活关怀、尊贵出行、尊享礼遇等多维领域的高端客户服务。其中，汇客厅方面，截至 2023 年，太平在中国境内已建成上海、北京、广州 3 个“全球汇客厅”和杭州、昆明、南昌 3 个“城市汇客厅”，2023 年 11 月，太平宣布海外第一家“全球汇客厅”在新加坡盛大开幕。

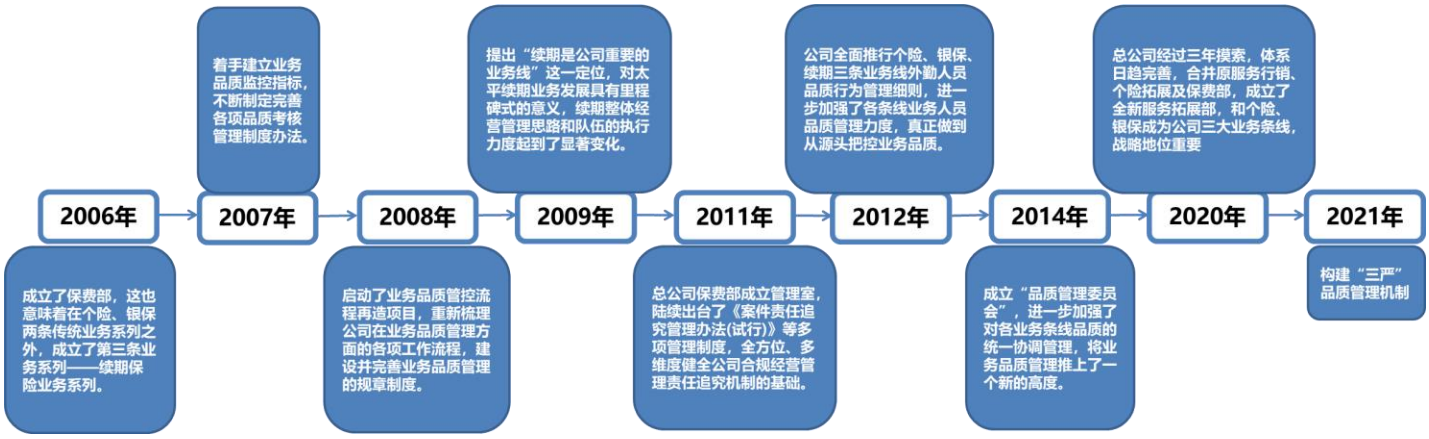
4）家业长青：搭建涵盖财富管理、法税规划、子女成长三大模块的多项专属化、定制化服务体系，满足客户家族的代际传承高端服务需求。

2.5 产品：业务品质突出，月缴产品构建差异化优势

高度重视续保工作，继续率显著高于同业。自 2006 年起，公司便已将续期保费管理提到了重要高度，并从战略定位、组织架构、业务考核等各方面落实。1）战略定位：2009 年，太平提出“续期是公司重要的业务线”这一定位，不断梳理、搭建首续期业务条线的有效沟通方式和工作流程，逐步完善机构管理层面的品质沟通平台；2014 年，太平成立“品质管理委员会”，由彼时太平人寿总经理张可亲自担任主任委员，将业务品质管理推上了一个新的战略高度。2）组织架构：早在 2006 年，公司便在个险与银保两条传统业务线之外，成立了续期保险业务线。3）业务考核：2007 年公司已开始着手建立业务品质监控指标，不断制定完善各项品质考核管理制度办法。后续全面推行个险、银保、续期三条业务线外勤人员品质行为管理细则，并将个险、银保 13 月、25 月继续率与业务条线各层级管理干部晋升、加薪、考核挂钩，且严格执行“一票否决”制，管理干部与一线外勤两手抓，严守业务品质底线。2023 年，太平人寿个险、银保 13 个月继续率分别为 96.2%、98.0%，25 个月继续率分别为 90.0%、95.9%，显著优于上市同业。

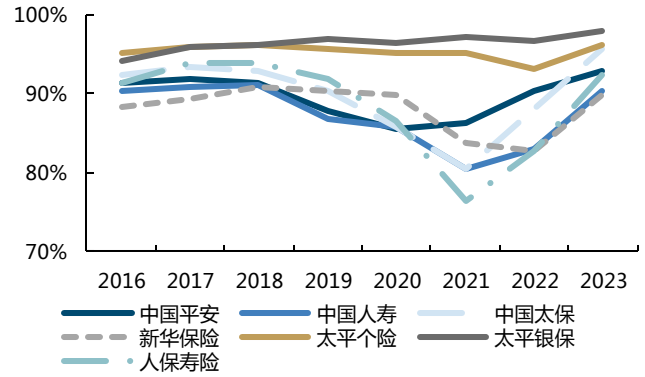
以高业务品质管理能力为支撑，顺势推出月缴型产品，顺应年轻化消费特征的同时降低代理人销售难度。2020 年，公共卫生事件期间代理人线下展业受阻、居民收入预期下滑等因素均抬升了保险销售难度，太平顺势创新推出月缴型养老年金险“吉祥人生”，后将月缴形态复制到增额终身寿、重疾险等产品上，一方面按月缴费更适配年轻人的消费偏好，另一方面，也降低了投保门槛，助力代理人开单。但由于月缴产品缴费频率更高，也即投保人面临的退保情绪触发机会更多，因此，此类产品需要较强的业务品质管理能力做支撑，太平在此方面具备核心竞争力。

图表31：太平人寿持续推进业务品质管理



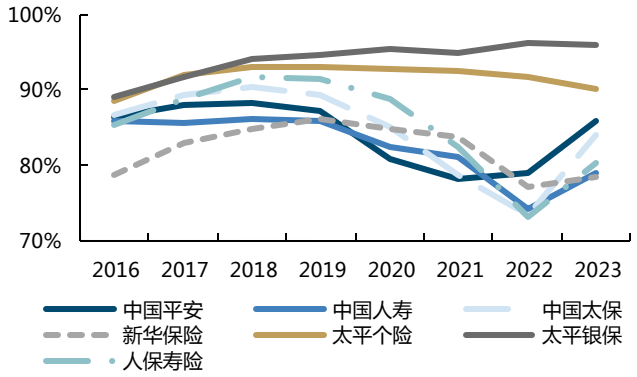
来源：中国太平官网、慧保天下、保险一哥公众号，国金证券研究所

图表32：太平人寿13个月继续率高于同业



来源：各公司年报，国金证券研究所 注：国寿为14个月继续率

图表33：太平人寿25个月继续率高于同业

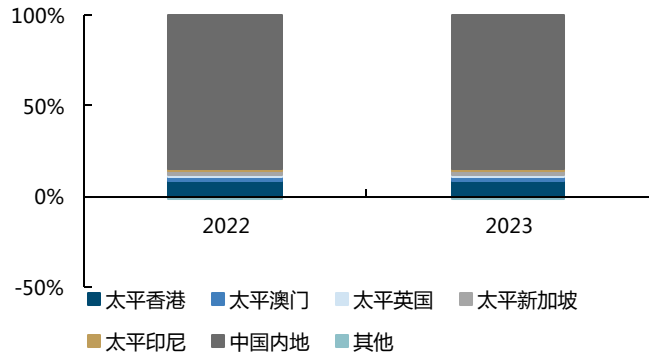


来源：各公司年报，国金证券研究所 注：国寿为26个月继续率

三、财险：境内业务盈利能力待改善，境外业务表现较好

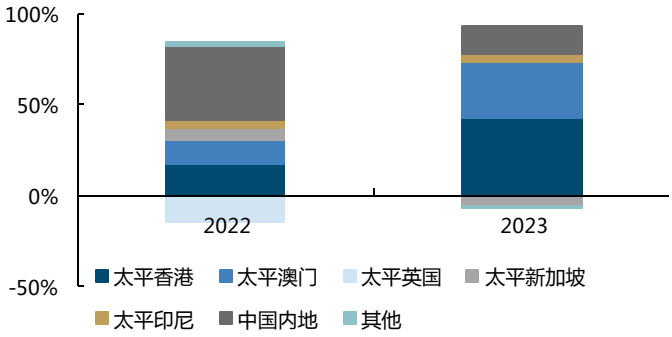
太平财险包括境内与境外两部分，境内业务由太平财险经营，境外业务由太平香港、太平澳门、太平英国、太平新加坡及太平印度尼西亚等经营，境内是主要保费收入贡献，但境外业务利润率更佳。2023年，境外、境内业务保险服务收入贡献分别为85.4%、14.6%，利润贡献分别为18.3%、81.7%。

图表34：境内财险业务保险服务收入贡献约85%



来源：公司年报，国金证券研究所

图表35：境外财险业务利润率优于境内财险

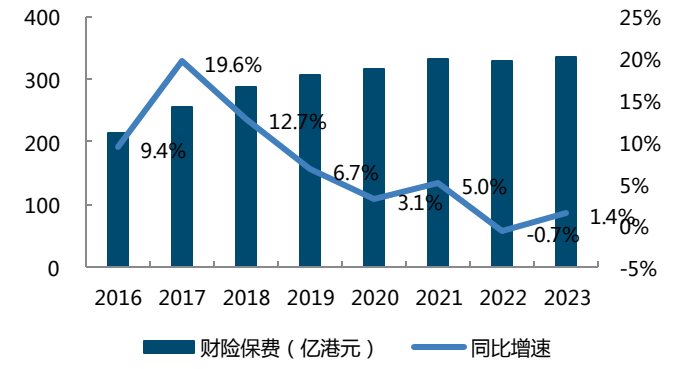


来源：公司年报，国金证券研究所

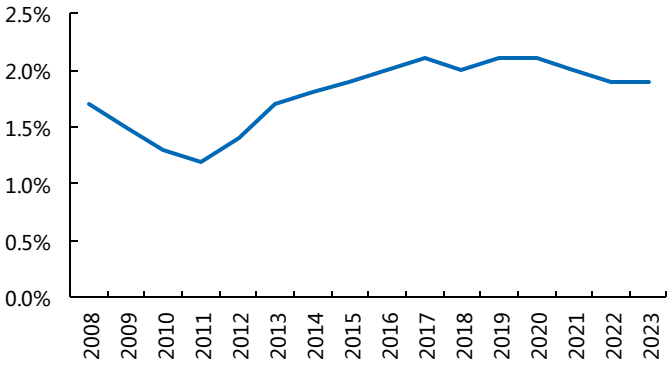
3.1 境内财险：保费增速放缓，承保盈利有待改善

财险业务马太效应显著，公司规模相对较小，市占率稍有下滑。公司境内财险业务始于2001年，发力晚于人保、平安、太保，市占率、市场排名基本维持在2%、8位左右，在业内基本处于跟随地位，近年受公共卫生事件、车险综改等因素影响，2019-2023年保费4年复合增速仅2.2%，致使市占率小幅下滑-0.2pct至1.9%。

图表36：2016-2023年财险保费增速放缓



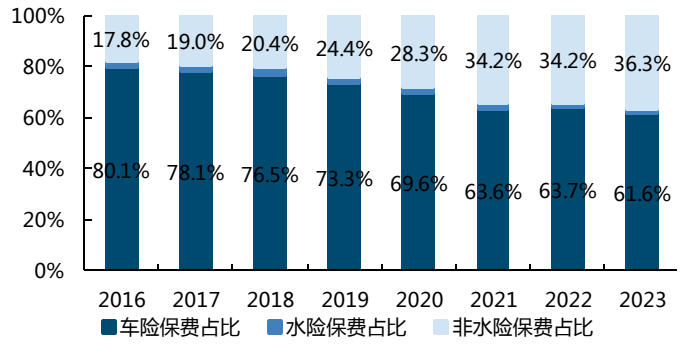
图表37：2020年开始财险市占率小幅下行



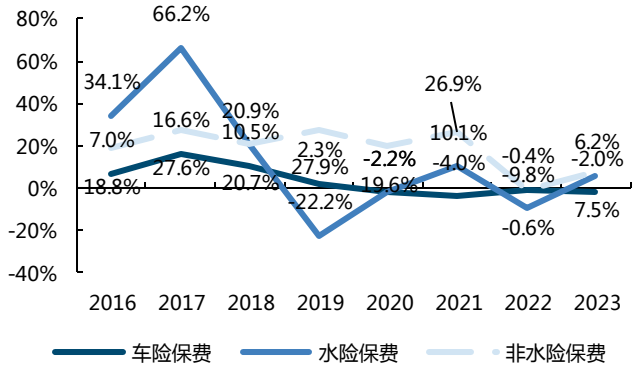
来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

图表38：非车险占比稳步提升



图表39：非车险增速整体高于车险

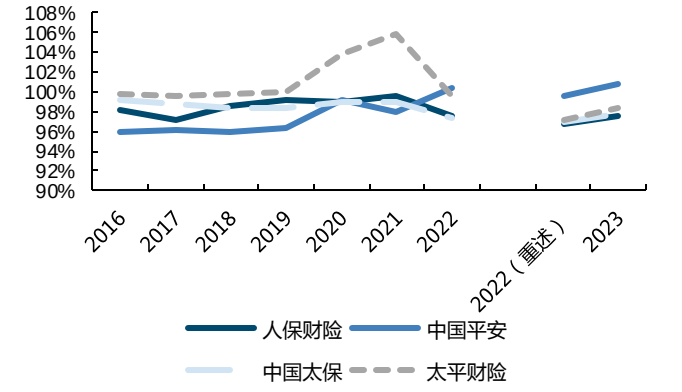


来源：公司年报，国金证券研究所

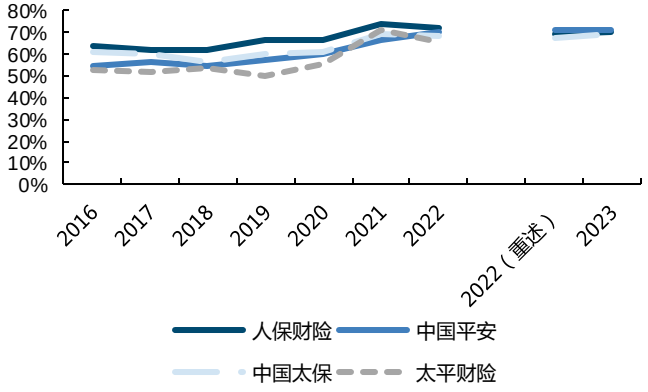
来源：公司年报，国金证券研究所

费用率高企致使 COR 维持高位，盈利能力弱于龙头险企。2016-2022 年，人保、平安、太保、太平 COR 平均值分别为 98.4%、97.4%、98.6%、101.2%，其中赔付率分别为 66.5%、60.1%、62.4%、57.4%，费用率分别为 31.9%、37.3%、36.1%、43.8%，太平费用率高于上市同业，预计主要源于市占率偏低导致规模效应、渠道把控等能力更弱。2023 年，新会计准则下，太平 COR 为 98.4%，受台风等自然灾害影响同比+1.2pct。

图表40：太平财险盈利能力整体弱于上市同业



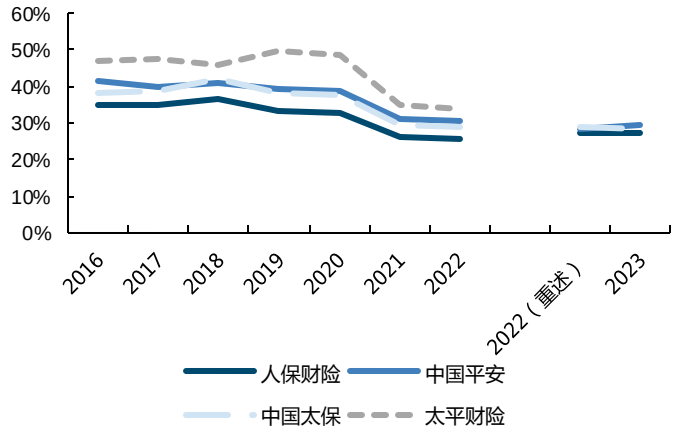
图表41：太平财险赔付率整体好于上市同业



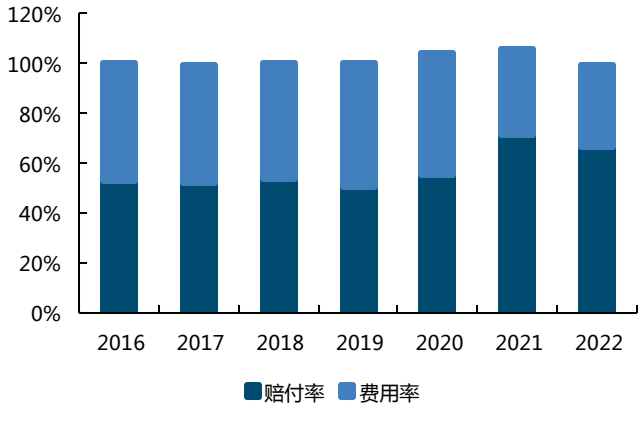
来源：各公司年报，国金证券研究所

来源：各公司年报，国金证券研究所

图表42：太平财险费用率整体高于上市同业



图表43：近年来太平财险费用率持续改善



来源：各公司年报，国金证券研究所

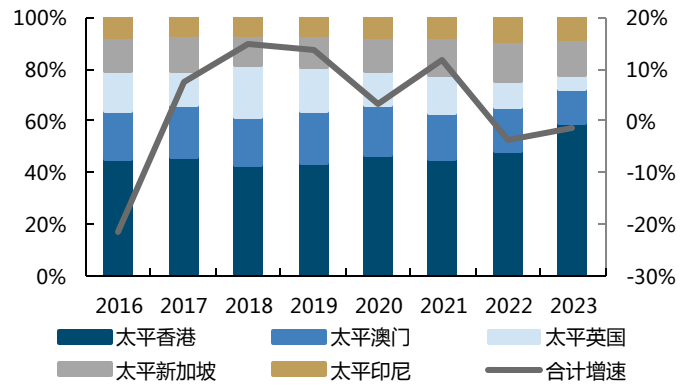
来源：各公司年报，国金证券研究所

3.2 境外财险：保费增速放缓，承保盈利延续

境外财险以中国香港、澳门为主，总体承保盈利。1）保费：中国香港、中国澳门、英国、新加坡、印尼五地保费收入 2016-2022 年 6 年复合增速为 7.7%，2023 年保险服务收入受

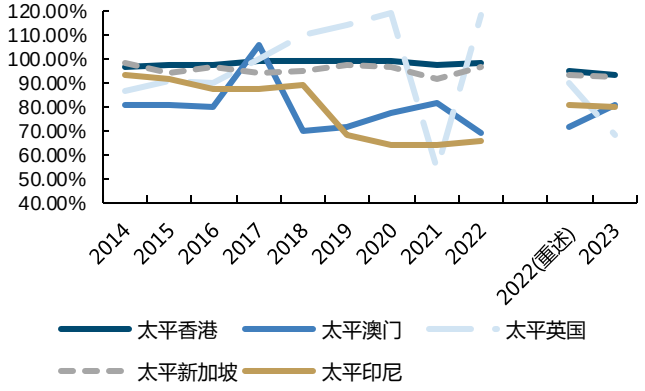
英国-40.9%拖累合计-1.5%，预计后面有望恢复正增长。2）COR：2016-2022 年，太平香港、太平澳门、太平英国、太平新加坡、太平印尼平均 COR 分别为 98.7%、79.6%、101.0%、95.7%、75.5%，整体实现承保盈利，2023 年 COR 分别为 93.3%、80.8%、68.5%、92.7%、80.2%，除太平澳门外，其他分部综合 COR 均有所下降。

图表44：境外财险以太平香港与澳门为主



来源：公司年报，国金证券研究所 注：2023 年为保险服务收入口径

图表45：境外财险业务 COR 表现整体较好

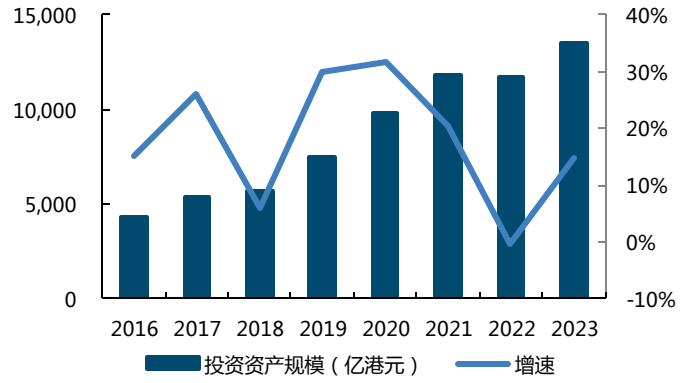


来源：公司年报，国金证券研究所

四、资产管理：β弹性显著高于同业，市场化竞争力突出

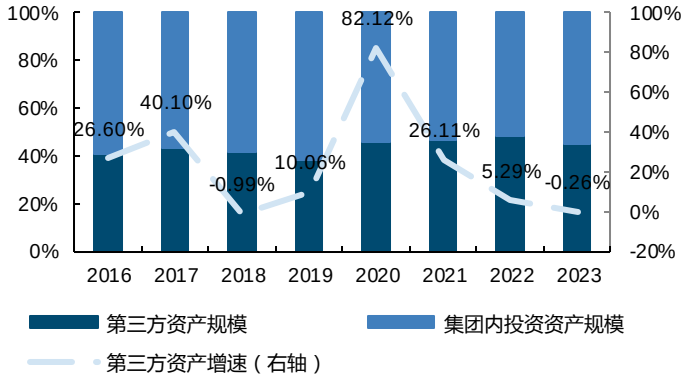
集团内自有资金与第三方资管协同发展，整体规模稳健增长。集团自有资金、受托第三方资产 2016-2023 年 7 年复合增速分别为 17.8%、20.5%，2023 年占比分别为 55.3%、44.7%，基本维持稳定。横向比较，公司第三方管理资产占比高于同业，市场化竞争能力强劲。

图表46：太平投资资产稳健增长



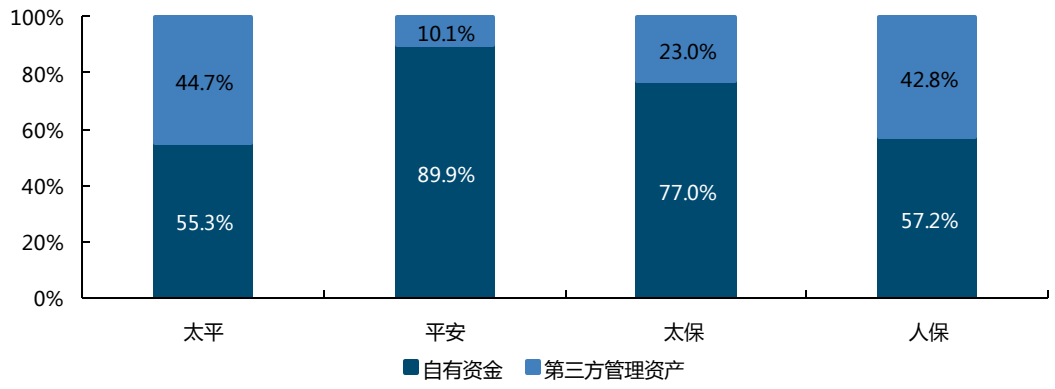
来源：公司年报，国金证券研究所

图表47：第三方管理资产占比维持稳定



来源：公司年报，国金证券研究所

图表48：太平第三方管理资产占比高于上市同业



来源：各公司年报，国金证券研究所

债券、权益资产配置比例均高于同业。一方面，公司持续增配长久期利率债，2023 年债

券配置比例已高达 68.7%，较上市险企中配置比例第二高的平安还高出 10.6pct，有利于为后续净投资收益率提供支撑。另一方面，公司权益资产（股票+基金）2023 年配置比例为 14.5%，同比下降 2.1pct，但配置比例仍较同业高出 2-3pct，假设权益市场上涨 5%，在考虑负债端吸收 50%的情况下，对 2024 年利润增速贡献为 58%，β 弹性高于同业。

图表49：太平债券、股票+基金占比均高于同业

	平安		太保		国寿		新华		太平		人保	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
现金等价物及定期存款	8.7%	6.9%	13.1%	8.9%	12.9%	10.0%	21.2%	20.8%	9.9%	7.1%	11.0%	7.7%
债券投资	54.6%	58.1%	43.1%	51.7%	48.5%	51.6%	41.6%	50.4%	62.2%	68.7%	41.4%	43.7%
股票+基金	11.2%	11.5%	12.0%	11.1%	11.4%	11.2%	14.0%	13.7%	16.6%	14.5%	13.7%	11.4%
其中：股票+权益型基金	8.7%	9.2%	11.5%	10.7%								
长股投	4.7%	4.3%	1.3%	1.0%	5.2%	4.5%	0.5%	0.4%	2.3%	2.1%	11.4%	10.9%
投资性房地产	2.7%	2.7%	0.6%	0.5%	0.3%	0.2%			1.9%	1.8%	1.2%	1.1%
另类投资	17.6%	16.0%	28.8%	26.1%	21.8%	22.4%	20.5%	14.2%	8.2%	7.5%	21.4%	25.2%
其中：债权投资计划	4.2%	4.0%	13.4%	13.2%	9.0%	8.5%	10.1%	6.0%	7.1%	5.7%		
其他	0.4%	0.4%	1.1%	0.7%	0.0%	0.0%	2.2%	0.5%	-1.1%	-1.6%	0.0%	0.0%

来源：各公司年报，国金证券研究所 注：另类投资包括非标债权、股权、未上市股权、优先股、永续债

图表50：太平 FVOCI 股票占比 20%，处于行业中游水平

百万元	平安	太保	新华	人保	太平
股票	292,109	188,455	106,211	45,505	113,353
FVTPL 股票	117,012	161,345	100,841	29,477	90,946
FVOCI 股票	175,097	27,110	5,370	16,028	22,408
FVOCI 股票占比	59.9%	14.4%	5.1%	35.2%	19.8%
FVOCI 股票占股票+基金比例	31.9%	10.8%	2.8%	9.8%	11.4%
FVOCI 股票占投资资产比例	3.7%	1.2%	0.4%	1.1%	1.7%

来源：各公司年报，国金证券研究所 注：太平单位为港元

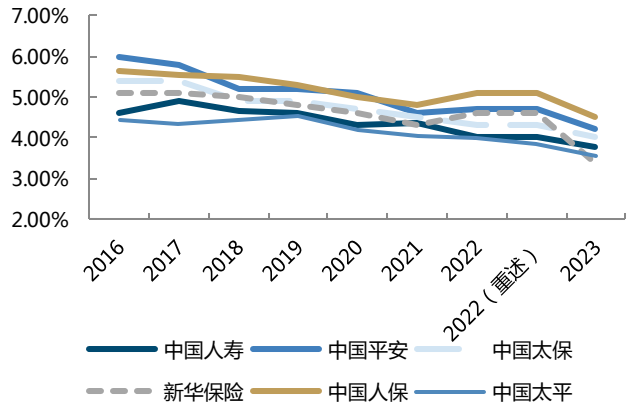
图表51：太平资产端权益弹性高于上市同业

利润弹性测算（百万元）	平安	太保	新华	太平
FVTPL 股票+权益资金	261,352	213,349	153,777	142,781
股市向上 5%	13,068	10,667	7,689	7,139
2023 利润	85,665	27,257	8,712	6,190
考虑 50%吸收效应后对利润增长的贡献	8%	20%	44%	58%

来源：各公司年报，国金证券研究所 注：太平为港元

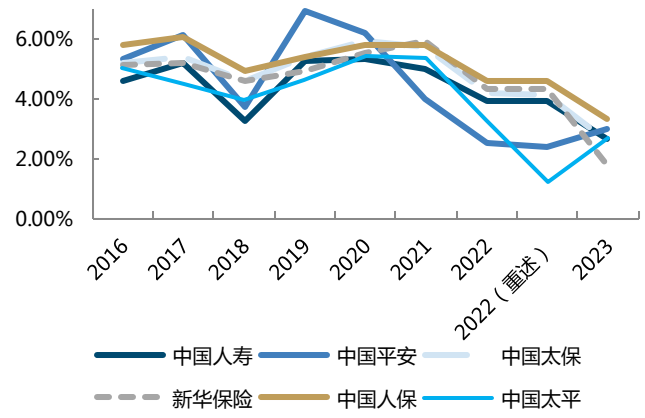
净投资收益率稳定性优于同业，但整体收益率偏低。1）净投资收益率：16-23 年净投资收益率排序分别为：人保(5.17%)＞平安(5.10%)＞太保(4.76%)＞新华(4.61%)＞国寿(4.41%)＞太平(4.20%)，23 年较 16 年下滑幅度排序分别为：平安(1.8pct) ＞新华(1.7pct)＞太保(1.4pct)＞人保(1.2pct)＞太平(0.9pct) ＞国寿(0.8pct)。2）总投资收益率：16-23 年总投资收益率排序分别为：人保(5.2%)＞太保(4.9%)＞平安(4.7%)＞新华(4.7%)＞国寿(4.4%)＞太平(4.4%)，其中 23 年总投资收益率排序分别为：人保(3.3%)＞平安(3.0%)＞国寿(2.7%)＞太平(2.7%)＞太保(2.6%)＞新华(1.8%)。

图表52：太平净投资收益率稳定性优于上市同业



来源：各公司年报，国金证券研究所

图表53：太平总投资收益率整体偏低



来源：各公司年报，国金证券研究所

五、估值与投资建议

负债端迎来趋势性复苏，资产端历史风险出清，公司业绩与估值有望同步修复。1）负债端：居民储蓄需求旺盛叠加风险偏好降低，预计收益更为稳健的金融资产将更受其青睐，有望驱动新单保费趋势性稳健增长。此外，公司积极推动缴期改善、报行合一政策的落实、预定利率的进一步下调，均有望驱动 NBV Margin 大幅改善，预计公司 2024-2026 年 NBV 增速分别为+33%、+19%、+10%，有望优于上市同业。2）公司 2023 年业绩发布会明确指出资产端相关风险资产的累计减值已经计提得较为审慎和充分，历史风险出清轻装上阵，预计 2024 年利润有望高速增长。

对太平集团采用分部估值法进行估值：寿险、财险、再保险作为集团主要业绩、价值贡献板块业务，分部依据 P/EV 和 P/B 估值。

1）寿险：参考可比 A/H 保险股估值情况，截至 2024 年 8 月 15 日收盘 A 股寿险 2023 年平均 P/EV 为 0.52X，H 股寿险 2023 年平均 P/EV 为 0.28X，考虑到太平人寿 2023 年 NBV 已迎来趋势性复苏，叠加在报行合一政策催化下银保趋势 NBV 高增，2024 年整体 NBV 弹性充足且有望显著高于上市同业，给予 2024 年太平人寿 0.2XP/EV。

2）财险：业务质量改善，近 2 年持续保持承保盈利，后续综合成本率有望优化，且业绩改善的空间较大。预计 2024 年太平财险的净资产（包含境内和境外）增长 10%，截至 2024 年 8 月 15 日收盘 H 股中国财险 PB（MRQ）为 0.89X，给予 2024 年财险业务 0.2XPB。

3）再保险：太平再保险业务持续开拓国际市场，且拥有国内稀缺再保牌照，预计 2024 年太平再保险的净资产增长 3%。截至 2024 年 8 月 15 日收盘 H 股中国再保险 PB（MRQ）为 0.26X，给予 2024 年再保险业务 0.2XPB。

4）其余业务：2024 年给予 0.2XPB。

综上，分部估值合计市值为 509 亿港元，对应集团 2024 年 P/EV 为 0.23 倍，目标股价为 14.17 港元，仍有 80%左右上升空间。

图表54：中国太平目标价为 14.17 港元

百万港元	指标	2024 年
寿险	内含价值	265,591
	P/EV	0.2
	集团持股比例	75.10%
	对应估值	39,892
财险	净资产	19,227
	P/B	0.2
	集团持股比例	100%
	对应估值	3,845
再保险	净资产	11,465

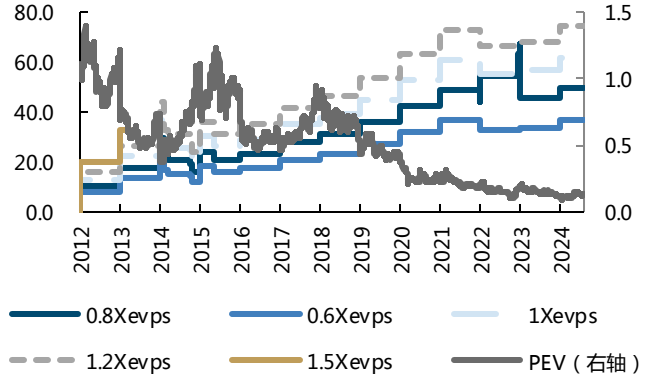
	P/B	0.2
	集团持股比例	75%
	对应估值	1,720
其他业务（集团-寿险-财险-再保险）	净资产	27,283
	P/B	0.2
	对应估值	5,457
分部估值合计		50,914
集团 2024 年 EV		221,998
集团 2024 年 P/EV		0.23
目标价（港元）		14.17

来源：公司年报、wind，国金证券研究所

公司估值处于历史极低分位，存在较大低估，安全边际高。截至 8 月 15 日，中国太平 2024 年 PEV 估值仅 0.13X，处于 2012 年来历史估值分位的 5.1%，且估值水平也低于主要上市同业估值，预计主要源于：1）中国内地寿险业务利差占比高，低利率环境隐含的利差损风险以及宏观环境不确定性是压制中国太平估值的主要因素；2）公司为综合性保险集团（业务中包含再保险、财险等业务），市场对此有所折价。但一方面公司负债成本正处于下降通道，传统险预定利率于下半年再次下调至 2.5%，分红险、万能险保证利率下调至 2.0%、1.5%，预计大型险企中长期基本无利差损压力，另一方面，公司近年来较为低调，负债端表现实际上优于大部分上市同业或未被市场定价，随着央企市值管理重要性提升与港股关注度的上升，负债端优于同业的稳健性有望被定价，驱动估值修复。

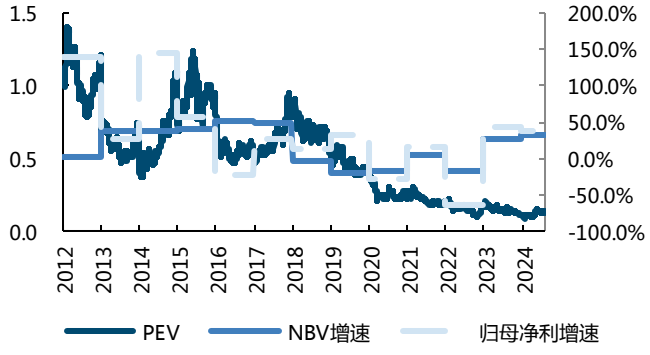
当前中国太平内含价值大幅折价，以 2023 年的静态 EV 估算，当前估值隐含的长期投资收益率假设仅为 0.4%，以 2024 年的动态 EV 估算，当前估值隐含的长期投资收益率假设为-0.1%。测算 3.5%投资收益率假设下 2024 年公司合理估值为 0.8XPEV，较当前存在 6 倍空间；结合历史经验看，33%的 NBV、39%的归母净利润增速对应 PEV 为 0.7X 左右，给予“买入”评级。

图表55：利差损担忧持续压制太平 PEV 估值



来源：公司年报、wind，国金证券研究所

图表56：太平 2024 年 NBV、利润增速对应 0.7X 历史估值



来源：公司年报、wind，国金证券研究所

图表57：太平静态 PEV 估值远低于上市同业（截至 8.15）

		最大值	最小值	均值	中位数	2023PEV 估值	2018 年来分位数	2023 股息率	2023 分红比例
A 股	中国人寿 A	1.56	0.57	0.87	0.84	0.68	13%	1.4%	58%
	中国平安 A	1.74	0.47	0.99	1.01	0.54	7%	5.9%	37%
	中国太保 A	1.36	0.35	0.71	0.65	0.50	24%	3.7%	36%
	新华保险 A	1.44	0.28	0.65	0.62	0.37	12%	2.9%	30%
H 股	中国人寿 H	0.85	0.17	0.41	0.35	0.21	8%	4.5%	58%
	中国平安 H	1.75	0.36	0.95	0.99	0.41	6%	7.8%	37%
	中国太保 H	1.08	0.21	0.51	0.46	0.31	20%	5.9%	36%
	新华保险 H	0.95	0.14	0.36	0.32	0.17	8%	6.3%	30%
	友邦保险 H	2.60	0.98	1.88	1.92	1.08	1%	3.1%	37%

	最大值	最小值	均值	中位数	2023PEV 估值	2018 年来分位数	2023 股息率	2023 分红比例
中国太平 H	1.01	0.09	0.34	0.26	0.14	16%	3.8%	17%

来源：wind，各公司财报，国金证券研究所 注：最大值/最小值/均值/中位数均为自 2018 年或上市之日开始计算，平安、友邦分红比例为营运利润口径；静态估值为当天市值/上一年末内含价值

图表58：保险公司当前估值隐含投资收益率较为悲观

（亿元）	平安 H	国寿 H	太保 H	新华 H	太平 H	太平 H（2024EV）
市值	5,640	2,699	1,666	421	284	284
2023 年 EV	13,901	12,606	5,295	2,505	2,031	2,220
2023 年 PEV	0.41	0.21	0.31	0.17	0.14	0.13
折价后的有效业务价值（总市值-调整净资产）	-3,797	-4,059	-1,249	-1,207	-1,102	-1,238
折价比例	-185.0%	-169.4%	-152.5%	-237.5%	-270.9%	-277.5%
对应的投资收益率假设	0.6%	1.0%	0.9%	1.0%	0.4%	-0.1%
3.5%投资收益率假设下 2023 年 EV	11789	9749	4295	1912	1608	1762
合理估值	0.85	0.77	0.81	0.76	0.79	0.79
增长空间	109.0%	261.3%	157.8%	353.7%	466.3%	520.6%

来源：各公司年报、wind，国金证券研究所 注：太平为港元

六、风险提示

1）长端利率超预期下行：保险资金再投资压力增大，或进一步引发利差损风险担忧，压制估值表现；

2）监管政策趋严：或对新单销售形成负面影响；

3）权益市场波动：拖累投资收益与利润表现。

附录：三张报表预测摘要

损益表（港币百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
保险服务收入	108,906	107,489	110,937	114,335	118,047
保险服务费用	-88,824	-86,255	-87,127	-90,102	-94,019
持有的再保险净费用	-2,133	-2,702	-2,417	-2,417	-2,417
保险服务业绩	17,950	18,531	21,393	21,815	21,611
利息收益	35,249	35,717	-	-	-
其他投资回报	-19,925	-251	-	-	-
金融资产减值净额	-1,295	-1,738	-	-	-
应占联营公司及合营公司业绩	25	25	-163	-	-
投资回报	14,053	33,566	50,068	54,885	58,059
承保财务费用	-21,680	-36,012	-50,925	-53,551	-53,190
分出再保险财务收益	211	253	241	241	241
投资合约负债变动净额	-64	355	407	298	322
净投资业绩	-7,480	-1,838	-210	1,873	5,433
其他收益	5,921	5,740	5,453	5,726	5,726
行政及其他费用	-7,153	-7,011	-7,082	-7,324	-7,642
其他财务费用	-3,123	-3,764	-4,554	-5,168	-5,487
除税前溢利	6,114	11,658	15,000	16,922	19,640
税项支出	2,243	-1,381	-1,800	-2,031	-2,357
除税后溢利	8,357	10,277	13,200	14,891	17,283
本公司股东权益	4,297	6,190	8,580	9,679	11,234

资产负债表（港币百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
法定存款	6,113	6,127	5,819	6,256	5,121
固定资产	63,063	66,203	67,825	68,997	69,307
金融投资	1,022,124	1,223,910	1,390,571	1,502,980	1,578,600
于联营公司及合营公司的权益	26,898	27,875	28,718	29,247	28,778
再保合同资产	10,718	11,295	11,903	12,107	13,451
现金及现金等价物	42,472	42,554	45,344	48,745	46,553
其他资产	150,201	131,534	140,204	155,388	168,448
资产总计	1,321,590	1,509,497	1,690,385	1,823,719	1,910,259
保险合同负债	1,041,941	1,196,541	1,340,126	1,447,336	1,519,703
其他负债	169,851	180,361	204,917	222,910	227,646
负债总计	1,211,793	1,376,902	1,545,043	1,670,247	1,747,349
股本	40,771	40,771	40,771	40,771	40,771
归属于母公司股东权益	83,937	94,980	103,816	109,623	116,364
少数股东权益	25,860	37,616	41,526	43,849	46,546
负债和所有者权益合计	1,321,590	1,509,497	1,690,385	1,823,719	1,910,259

主要财务指标（港币）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标（元）					
每股收益	1.20	1.72	2.39	2.69	3.13
每股净资产	23.35	26.43	28.89	30.50	32.38
每股内含价值	55.11	56.51	61.77	65.78	70.34
每股新业务价值	2.08	2.09	2.78	3.32	3.65
价值评估（倍）					
P/E	6.61	4.59	3.31	2.93	2.53
P/B	0.34	0.30	0.27	0.26	0.24
P/EV	0.14	0.14	0.13	0.12	0.11
VNBX	3.79	3.76	2.82	2.37	2.15
盈利能力指标					
总投资收益率	1.21%	2.66%	3.50%	3.50%	3.50%
净资产收益率		6.92%	8.63%	9.07%	9.94%
总资产收益率		0.44%	0.54%	0.55%	0.60%
盈利增长					
净利润增长率	-62.80%	44.05%	38.62%	12.81%	16.06%
集团内含价值增长率	-8.96%	2.54%	9.30%	6.50%	6.93%
寿险内含价值增长率	1.05%	1.13%	8.24%	10.49%	10.47%
新业务价值增长率	-18.08%	0.72%	33.16%	19.29%	10.00%
综合偿付能力充足率					
偿付能力充足率（寿险）	194.00%	284.00%	280.00%	270.00%	250.00%
偿付能力充足率（财险）	186.00%	216.00%	200.00%	190.00%	180.00%
偿付能力充足率（再保险）	315.00%	277.00%	250.00%	220.00%	200.00%
内含价值（百万元）					
寿险调整后净资产	116,547	158,964	173,753	183,473	194,754
寿险有效业务价值	126,081	86,411	91,838	109,987	129,439
寿险内含价值	242,628	245,375	265,591	293,460	324,193
寿险核心内含价值回报率	11.3%	10.6%	10.3%	10.5%	10.5%
集团调整后净资产	139,643	185,712	202,989	214,345	227,524
集团有效业务价值	126,080	86,411	93,008	100,878	109,534
集团内含价值	265,723	272,123	295,997	315,222	337,059
核心内含价值回报率	10.3%	9.6%	9.2%	9.8%	10.1%

来源：公司年报、wind，国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究