

阳光保险 (06963.HK)

2024 年中报点评: NBV 超越上年全年绝对额, Margin 已达同业平均

买入 (维持)

2024 年 08 月 28 日

证券分析师 胡翔

执业证书: S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书: S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 武欣姝

执业证书: S0600524060001

wux@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书: S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润 (百万元)	4,494	3,738	6,940	7,347	7,917
同比	-23.6%	-16.8%	85.7%	5.9%	7.8%
新业务价值 (百万元)	2,493	3,596	4,478	4,822	5,193
同比	0.1%	44.2%	24.5%	7.7%	7.7%
每股内含价值 (元/股)	8.80	9.05	9.92	10.85	11.74
P/EV	0.33	0.32	0.29	0.27	0.25

投资要点

■ 事件: 阳光保险披露 1H24 中报: 实现总保费收入 764.6 亿元, 同比增长 12.8%。实现保险服务收入 314.9 亿元, 同比增长 4.4%; 归母净利润 31.4 亿元, 同比增长 8.6%; 年化 ROE 同比上升 1.5 个 pct. 至 10.4%, 期末集团/寿险 EV 较年初增速达 8.2% 和 18.1%。业绩表现略超预期, 投资收益改善带动业绩回暖。

■ 寿险新业务价值 (NBV) 增速预计连续三年好于 A+H 上市同业平均, 价值率大幅跃升至同业平均水平。1H24 阳光人寿实现 NBV 达 37.5 亿元, 同比增长 39.9%, 绝对金额已超过 2023 年全年 36.0 亿元水平, 归因来看: 1) 1H24 新单保费同比下滑 9.0%, 但 Margin 同比大幅提升 11.9 个 pct. 至 30.3%, 得益于产品和渠道结构优化, 分红险同比增长 19.9%; 2) 分渠道来看, 个险新单同比大幅增长 15.7%, Margin 提升至 37.4% (1H23: 29.9%), 银保新单同比下滑 16.9%, 但 Margin 大幅提升至 26.3% (1H23: 15.0%)。1H24 个险和银保新单贡献占比达 19.8% 和 69.3% (1H23: 15.5% 和 75.8%), 价值贡献占比达 35.8% 和 58.8% (1H23: 33.9% 和 62.6%)。1H24 阳光人寿实现新准则下净利润 27.66 亿元, 同比增长 14.0%, 投资收益同比改善是主要原因。1H24 末寿险 CSM 较年初增长 7.5% (平安: +0.8%, 太平: +2.0%), 优于同业主要得益于疫后公司新业务贡献较快回暖以及银保渠道受益于报行合一费用精细化管理所致。公司个险以稳健发展为主题, 强化基层机构经营能力, 强化队伍基础内功, 深耕差异化经营管理模式, 优化分客群经营策略, 实现「一身」(传统营销) 稳健向好, 有效人力企稳回升; 「两翼」(精英队伍+职域营销) 价值发展模式实现突破, 价值贡献能力明显提升。

■ 赔付率拖累财险。1H24 阳光财险实现净利润 5.05 亿元, 同比下降 38.0%, 主要系总投资收益同比减少 23.8% 且承保综合成本率 (COR) 同比上升 0.9 个 pct. 至 99.1%。归因来看: 1) 费用率下行 0.5pct, 赔付率上升 1.4pct., 系暴雪、冻雨、超强台风等极端自然灾害影响所致, 且灾害主要集中于保费规模集中度较高的地区; 2) 分险种来看, 车险 COR 为 99.7% (1H23: 98.3%), 贡献承保利润 0.46 亿元, 家用车保费在车险中占比同比提升 1.5 个 pct. 至 62.4%; 非车险 COR 为 98.5% (1H23: 98.7%), 以生命表应用逐步提升非车险的风险定价能力与市场拓展能力。

■ 新准则下综合投资收益大幅改善。1H24 集团净/总/综合投资收益率达 3.8%/3.6%/7.2%, 分别同比+0.4/+0.1/+2.3pct., 综合投资收益改善得益于 1H24 集团 FVOCI 权益工具浮盈达 51.16 亿元所致 (1H23: 8.61 亿元)。受可转损益的保险合同金融变动-138.15 亿元影响, 期末归母综合收益下降至 19.52 亿元 (1H23: 29.10 亿元), 仍需关注资产负债匹配压力。

■ 盈利预测与投资评级: NBV 超越上年全年绝对额, Margin 已达同业平均。因持续低利率环境, 下调盈利预测, 预计 2024-26 年归母净利润为 69、73 和 79 亿元 (原预测 72、76 和 81 亿元), 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 权益市场持续下行, 银保渠道护城河不稳定

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	3.17
一年最低/最高价	2.16/4.64
市净率(倍)	0.60
港股流通市值(百万港元)	11,027.70

基础数据

每股净资产(元)	5.26
资产负债率(%)	87.97
总股本(百万股)	11,501.52
流通股本(百万股)	3,478.77

相关研究

《阳光保险(06963.HK): 2023 年年报点评: 价值增速领跑, 新阳光战略深化》

2024-03-26

《阳光保险(06963.HK): 2023 年中报点评: 利润增速优于同业, 业务结构改善向头部梯队靠拢》

2023-08-27

表1: 阳光保险预测利润表

单位: 百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
保险服务收入	55,738	59,900	111,218	117,726	126,871
利息收入	不适用	9,894	18,370	19,445	20,956
投资收益	18,681	5,348	9,930	10,511	11,327
应占联营企业和合营企业收益及亏损	313	-216	-401	-425	-457
其他收入	2,837	3,298	6,123	6,482	6,985
收入合计	77,569	78,224	145,240	153,739	165,682
保险服务费用	-53,887	-56,892	-105,633	-111,814	-120,500
分出保费的分摊	-2,247	-2,174	-4,037	-4,273	-4,605
减: 摊回保险服务费用	2,118	2,604	4,835	5,118	5,515
承保财务损益	-13,176	-8,900	-16,525	-17,492	-18,851
减: 分出再保险财务损益	91	117	217	230	248
预期信用损失	不适用	-364	-676	-715	-771
财务费用	-990	-1,127	-2,093	-2,215	-2,387
其他业务及管理费用	-4,673	-5,714	-10,609	-11,230	-12,103
费用合计	-72,764	-72,450	-134,520	-142,391	-153,453
税前利润	4,805	5,774	10,721	11,348	12,230
所得税	-177	-1,908	-3,543	-3,750	-4,041
净利润	4,628	3,866	7,178	7,598	8,188
归属于:					
母公司股东	4,494	3,738	6,940	7,347	7,917
非控制性权益	134	128	238	252	271

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>