

阳光保险 (06963.HK)

2024 年年报点评: 利润、NBV 均大幅增长, 财险控费成效显著

买入 (维持)

2025 年 03 月 27 日

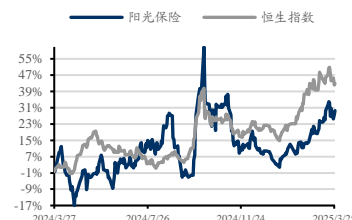
证券分析师 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
保险服务收入 (百万元)	59900	64004	69502	74487	80000
同比 (%)	7.47%	6.85%	8.59%	7.17%	7.40%
归母净利润 (百万元)	3738	5449	6023	5602	5204
同比 (%)	-16.82%	45.77%	10.53%	-6.99%	-7.09%
EPS (元/股)	0.33	0.47	0.52	0.49	0.45
EV (元/股)	9.05	10.58	11.56	12.86	14.29

股价走势



投资要点

- **事件:** 阳光保险发布 2024 年业绩: 1) 归母净利润 54.5 亿元, 同比+45.8%; 其中 24H2 归母净利润 23.1 亿元, 同比+174%。2) 归母净资产 621 亿元, 较年初+2.7%, 较年中+3.1%。3) ROE 8.9%, 同比+2.9pct。4) 每股分红 0.19 元, 同比+5.6%; 分红率超 40%, 股息率 6.3%。
- **2024 年报将长期投资回报假设和风险贴现率假设分别由 4.5%、9.5% 下调至 4%、8.5%。** 1) 24 年末集团、寿险 EV 分别为 1158、933 亿元, 同比分别+11.2%、+18.6%。2) 阳光人寿 NBV 51.5 亿元, 同比+43.3%; 可比口径下阳光人寿 NBV 同比+88%。
- **寿险: 业务结构持续改善, 人均产能大幅提升。** 1) 保费: 阳光人寿新单保费 306 亿元, 同比-7.9%; 其中中期缴保费 204 亿元, 同比+12.6%。个险渠道新单保费 65.4 亿元, 同比+34.3%; 其中中期缴保费同比+39.6%。银保渠道新单保费 202 亿元, 同比-20.6%。2) 个险、银保 NBV 分别同比+33.1%、+43.6%。3) 人力: 代理人月均人力 5.2 万人, 较年初-2.8%, 较年中-0.8%; 其中活动人均产能 2.5 万元, 同比+21.9%。精英队伍人力 2551 人, 同比+19%; 其中活动人均产能 6.4 万元, 同比+29.8%。我们认为, 人均产能和精英人力的大幅提升证明公司人力质态得到显著改善, 预计未来高质量代理人队伍将继续带动 NBV 增长。
- **财险: 控费成效显著, 承保综合成本率略有提升。** 1) 阳光财险承保综合成本率 99.7%, 同比+1pct。其中承保综合费用率 31.3%, 同比-2.4pct; 承保综合赔付率 68.4%, 同比+3.4pct。2) 阳光财险原保费收入 478 亿元, 同比+8.1%, 其中车险/非车险分别同比+2.2%/+16.7%。
- **投资: 增配债券、股票, 减配现金资产。** 1) 集团投资资产规模 5486 亿元, 较年初+14.3%。债券/股票/现金类资产占比分别为 57.7%/12.3%/2.2%, 分别同比+5.7pct/+1.3pct/-3.4pct。2) 全年净投资收益 192 亿元, 同比+8.4%; 总投资收益 199 亿元, 同比+35.8%。净、总、综合投资收益率分别为 4.2%、4.3%、6.5%, 同比分别持平、+0.9pct、+3.2pct。
- **盈利预测与投资评级:** 因持续低利率环境, 结合公司 2024 年经营情况, 我们下调盈利预测, 2025-2027 年归母净利润为 60/56/52 亿元 (前值为 73/79/-亿元)。当前市值对应 2025E PB 0.49x、PEV 0.25x, 仍处低位。我们看好公司寿险启动“突破城市业务、突破寿险产品”的两突破工程; 财险坚持以“三张生命表”与伙伴行动作为核心能力建设的根本抓手, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 长端利率趋势性下行, 权益市场波动, 新单保费承压。

市场数据

收盘价(港元)	3.23
一年最低/最高价	2.16/4.11
市净率(倍)	0.62
港股流通市值(百万港元)	11,236.42

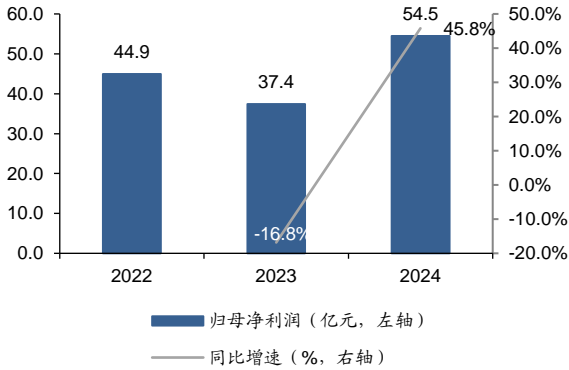
基础数据

每股净资产(元)	5.24
资产负债率(%)	88.78
总股本(百万股)	11,501.52
流通股本(百万股)	3,478.77

相关研究

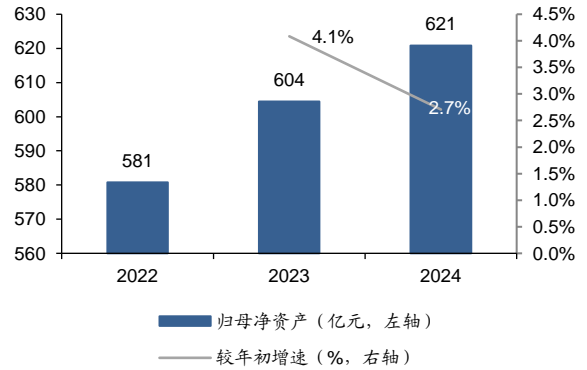
- 《阳光保险(06963.HK): 2024 年中报点评: NBV 超越上年全年绝对额, Margin 已达同业平均》
2024-08-28
- 《阳光保险(06963.HK): 2023 年年报点评: 价值增速领跑, 新阳光战略深化》
2024-03-26

图1: 阳光保险 2022-2024 年归母净利润



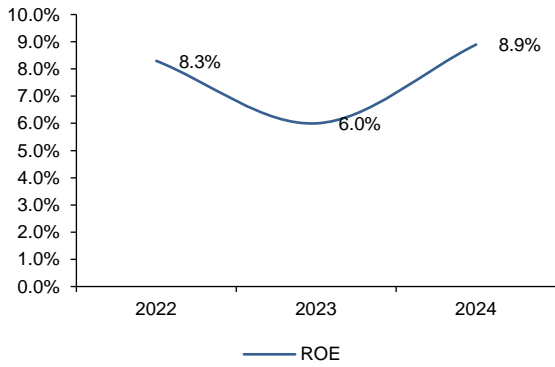
数据来源: 阳光保险 2023-2024 年报, 东吴证券研究所

图2: 阳光保险 2022-2024 年归母净资产



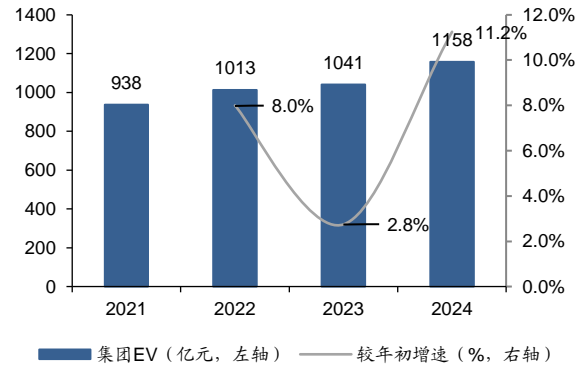
数据来源: 阳光保险 2023-2024 年报, 东吴证券研究所

图3: 阳光保险 2022-2024 年 ROE



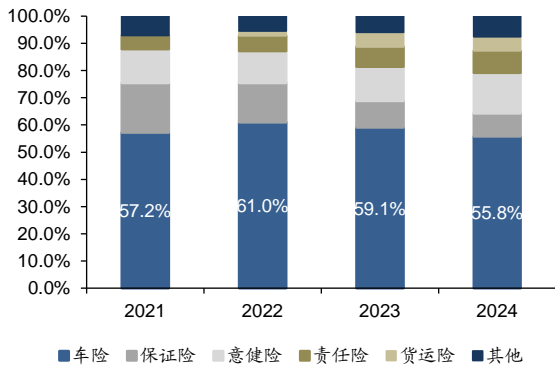
数据来源: 阳光保险 2023-2024 年报, 东吴证券研究所

图4: 阳光保险 2021-2024 年集团 EV



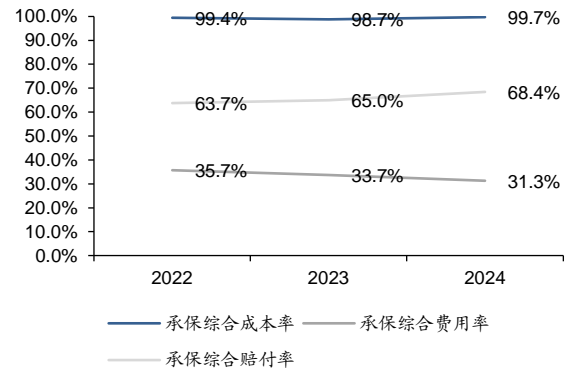
数据来源: 阳光保险 2022-2024 年报, 东吴证券研究所

图5: 阳光财险 2021-2024 年保费结构



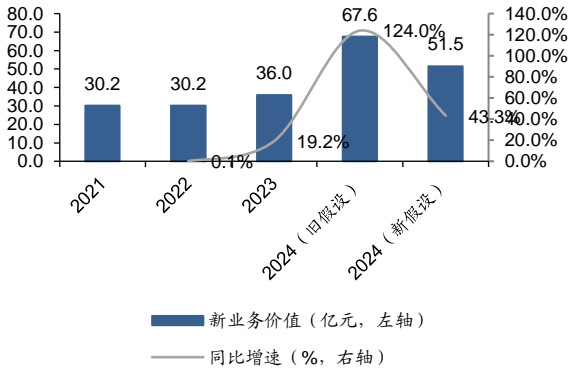
数据来源: 阳光保险 2022-2024 年报, 东吴证券研究所

图6: 阳光财险 2022-2024 年综合成本率



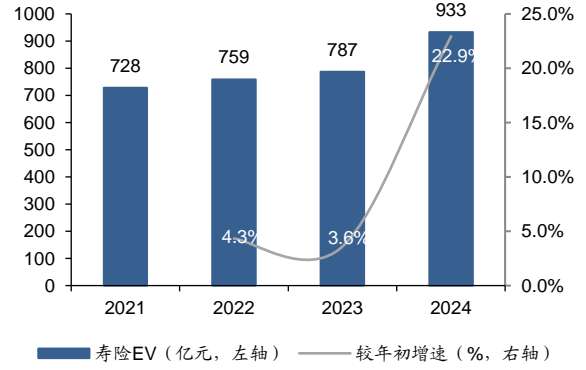
数据来源: 阳光保险 2023-2024 年报, 东吴证券研究所

图7: 阳光保险 2021-2024 年新业务价值



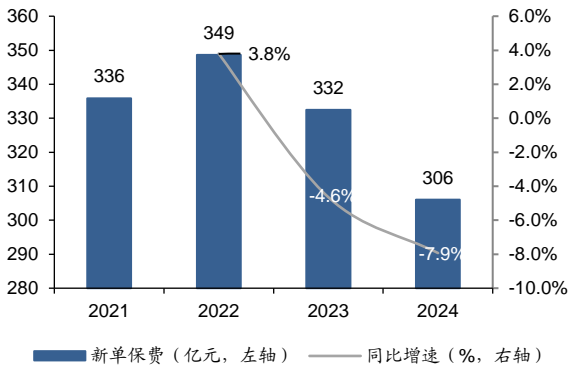
数据来源: 阳光保险 2022-2024 年报, 东吴证券研究所

图8: 阳光保险 2021-2024 年寿险 EV



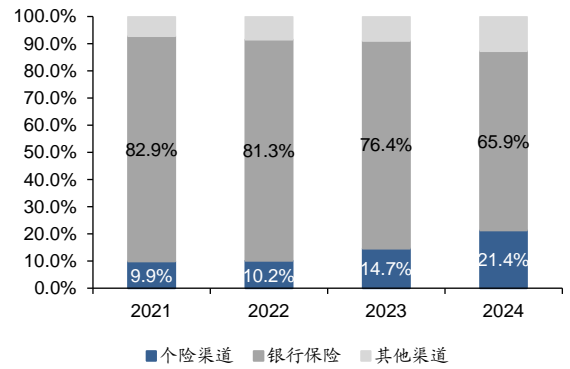
数据来源: 阳光保险 2022-2024 年报, 东吴证券研究所

图9: 阳光人寿 2021-2024 年新单保费



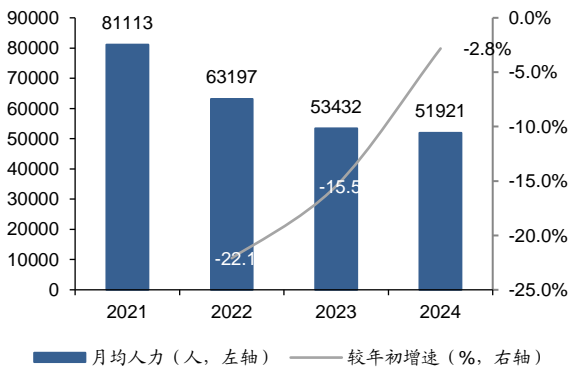
数据来源: 阳光保险 2022-2024 年报, 东吴证券研究所

图10: 阳光人寿 2021-2024 年新单保费渠道占比



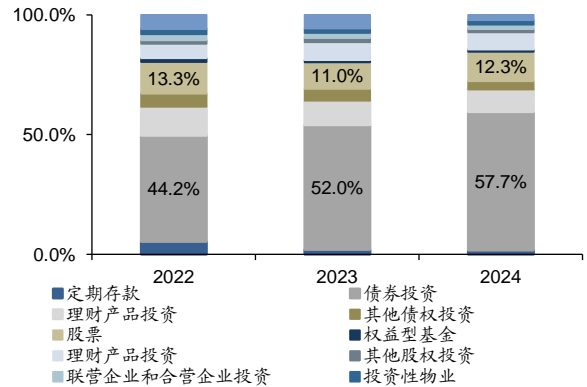
数据来源: 阳光保险 2022-2024 年报, 东吴证券研究所

图11: 阳光人寿 2021-2024 年月均人力



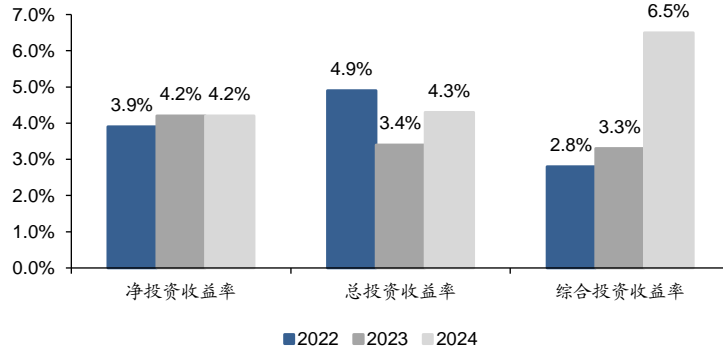
数据来源: 阳光保险 2022-2024 年报, 东吴证券研究所

图12: 阳光保险 2022-2024 年投资资产



数据来源: 阳光保险 2023-2024 年报, 东吴证券研究所

图13: 阳光保险 2022-2024 年投资收益率



数据来源: 阳光保险 2023-2024 年年报, 东吴证券研究所

表1: 上市保险公司估值及盈利预测

证券简称	价格 (元)	EV (元)				1YrVNB (元)			
A 股	人民币	2022	2023	2024A/E	2025E	2022	2023	2024A/E	2025E
中国平安 (601318)	51.72	78.18	76.34	78.12	82.73	1.58	1.71	1.57	1.77
中国人寿 (601628)	37.79	43.54	44.60	49.57	53.27	1.27	1.30	1.19	1.30
新华保险 (601336)	50.72	81.93	80.30	85.26	90.55	0.78	0.97	1.71	1.88
中国太保 (601601)	31.76	54.01	55.04	58.42	61.70	0.96	1.14	1.38	1.51

证券简称	价格	P/EV (倍)				VNBX (倍)			
A 股	人民币	2022	2023	2024A/E	2025E	2022	2023	2024A/E	2025E
中国平安 (601318)	51.72	0.66	0.68	0.66	0.63	-16.72	-14.42	-16.85	-17.51
中国人寿 (601628)	37.79	0.87	0.85	0.76	0.71	-4.51	-5.22	-9.88	-11.95
新华保险 (601336)	50.72	0.62	0.63	0.59	0.56	-40.18	-30.49	-20.20	-21.19
中国太保 (601601)	31.76	0.59	0.58	0.54	0.51	-23.26	-20.42	-19.35	-19.84

证券简称	价格	EPS (元)				BVPS (元)			
A 股	人民币	2022	2023	2024A/E	2025E	2022	2023	2024A/E	2025E
中国平安 (601318)	51.72	6.10	4.70	6.95	7.42	47.73	49.37	50.99	57.64
中国人寿 (601628)	37.79	2.36	1.63	3.78	3.80	12.95	16.88	18.03	18.59
新华保险 (601336)	50.72	6.89	2.79	8.03	8.64	31.41	33.68	32.40	31.05
中国太保 (601601)	31.76	3.89	2.83	4.67	5.11	20.42	25.94	30.29	34.20

证券简称	价格	P/E (倍)				P/B (倍)			
A 股	人民币	2022	2023	2024A/E	2025E	2022	2023	2024A/E	2025E
中国平安 (601318)	51.72	8.48	10.99	7.44	6.97	1.08	1.05	1.01	0.90
中国人寿 (601628)	37.79	16.02	23.13	9.99	9.94	2.92	2.24	2.10	2.03
新华保险 (601336)	50.72	7.36	18.18	6.32	5.87	1.61	1.51	1.57	1.63
中国太保 (601601)	31.76	8.17	11.22	6.80	6.22	1.56	1.22	1.05	0.93

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测 (基于 2025 年 3 月 26 日收盘价)

阳光保险财务预测表

主要财务指标 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (元)					保费服务收入	64004	69502	74487	80000
每股收益	0.47	0.52	0.49	0.45	利息收入	9542	9065	8612	8181
每股净资产	5.40	5.91	6.40	6.85	投资收益	13134	14382	15940	17545
每股内含价值	10.58	11.56	12.86	14.29	应占联营企业与合营企业收益	494	519	545	572
每股新业务价值	0.45	0.50	0.55	0.60	其他收入	3096	3065	3034	3004
价值评估 (倍)					收入合计	90270	96532	102618	109301
P/E	6.17	5.59	6.01	6.47	保险服务费用	-58494	-63758	-69497	-75751
P/B	0.54	0.49	0.46	0.43	分出保费的分摊	-1907	-1812	-1721	-1635
P/EV	0.28	0.25	0.23	0.20	摊回保险服务费用	1780	1869	1962	2061
VNBX	-17.08	-17.31	-18.00	-18.80	承保财务损益	-11861	-12454	-13077	-13731
盈利能力指标 (%)					分出再保险财务损益	151	181	217	261
净投资收益率	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%	预期信用损失	-2377	-2401	-2425	-2449
总投资收益率	3.9%	3.7%	3.7%	3.7%	财务费用	-1335	-1402	-1472	-1545
净资产收益率	8.8%	8.9%	7.6%	6.6%	其他业务及管理费用	-8122	-8528	-8955	-9402
总资产收益率	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%	费用合计	-82165	-88305	-94966	-102192
财险承保综合成本率	98.7%	98.7%	98.7%	98.7%	税前利润	8105	8227	7652	7109
财险承保综合赔付率	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%	所得税	-2565	-2057	-1913	-1777
财险承保综合费用率	33.7%	33.7%	33.7%	33.7%	归属于母公司股东的净利润	5449	6023	5602	5204
盈利增长 (%)					少数股东损益	91	148	137	128
净利润增长率	45.8%	10.5%	-7.0%	-7.1%					
内含价值增长率	16.9%	9.3%	11.2%	11.1%	资产负债表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
新业务价值增长率	43.3%	11.4%	10.6%	9.5%	投资性房地产	9710	10681	11749	12924
偿付能力充足率 (%)					联营企业和合营企业投资	10445	10967	11516	12091
综合偿付能力充足率 (集团)	227%	227%	227%	227%	金融投资	497584	522463	548586	576016
综合偿付能力充足率 (寿险)	206%	206%	206%	206%	定期存款	9917	8925	8033	7229
综合偿付能力充足率 (产险)	233%	233%	233%	233%	保险合同资产	815	897	986	1085
内含价值 (人民币, 百万元)					其他资产	5009	37791	71066	102171
调整后净资产 (阳光人寿)	77206	61387	68266	75851	现金及短期存款	6706	6035	5432	10321
有效业务价值 (阳光人寿)	14767	40925	45511	50567	资产总计	581790	637435	697818	763267
内含价值 (阳光人寿)	91973	102312	113777	126418	保险合同负债	457316	503048	553352	608688
一年新业务价值	5153	5740	6349	6952	分出再保险合同负债	23	22	21	20
寿险新业务保费 (人民币, 百万元)					预收保费	663	630	598	568
长险新单保费	28193	33913	38838	44841	其他负债	12785	14064	15470	17017
短险新单保费	2415	2536	2663	2796	负债总计	518377	568067	622735	682873
新业务合计	30608	36449	41501	47637	实收资本	11502	11502	11502	11502
新业务保费增长率 (%)	-7.9%	19.1%	13.9%	14.8%	归属于母公司股东权益	62082	67980	73582	78786
标准保费	23568	29761	35147	41601	少数股东权益	1331	1387	1502	1608
标准保费增长率 (%)	7.0%	26.3%	18.1%	18.4%	负债和所有者权益合计	581790	637435	697818	763267

数据来源:Wind, 东吴证券研究所, 预测均为东吴证券研究所预测。

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>