

中国太平 (00966.HK)

估值修复和盈利改善的戴维斯双击时刻

中国太平作为我们持续跟踪标的，当前估值仍处于较低水平，与基本面高景气严重错配，重申看好。

- 估值方面，公司过往显著低于同业主要受资产端隐含风险担忧和港股市场整体压制。以 2024 年的静态 EV 计算，截至 6 月 12 日中国太平股价仅对应 0.22xPEV，远低于主要上市同业 PEV 估值（国寿（A）0.83、平安（A）0.70、新华（A）0.67、太保（A）0.62、平安（H）0.57、太保（H）0.44、新华（H）0.42、国寿（H）0.33），对应隐含的长期投资收益率假设仅为 1.1%，存在较大低估。我们认为近年中国太平内含价值大幅折价，主要受到多方面影响：1）2018-2023 年间在内外环境变化下，公司部分投资项目在不同程度上出现了市场价格的下跌、信用风险暴露等情形，累计计提资产减值超百亿，显著拖累投资和利润表现，对市场信心产生了较大冲击；2）由于香港市场的投资者结构和资金流动等特点，长期以来港股市场整体估值较低，而且中国太平仅在港股上市，缺乏 A 股的比较锚定效应；3）公司为综合性保险集团，经营范围涵盖寿险、财险、养老险、再保险及其他等相关领域，市场对此有所折价。
- 随着公司资产端改善趋势明朗和港股重估蓄势待发，中国太平有望迎来更大的估值修复空间。对于历史遗留风险资产，公司经过积极清收和化解，在 2023 年业绩发布会上已明确表示“相关风险资产的累计减值已经计提得较为审慎和充分，为后续集团高质量发展奠定了扎实的基础”。从财务报表数据来看，2023 年其他业务已经实现了自 2019 年后的首次扭亏为盈，2023-2024 年公司净利润分别同比+44.1%/+36.2%，修复趋势进一步明朗。与此同时，今年以来在全球资金配置的再平衡、国内政策托底和提振、AI 技术突破重估科技板块、南下资金持续提振市场流动性等多重利好下，港股有望迎来系统性价值重估，中国太平作为保险股的贝塔属性较强，更有望进一步受益。
- 盈利方面，一季度公司寿险和产险利润均接近翻倍增长，全年表现值得期待。1）新准则下 25Q1 太平人寿实现净利润 29.9 亿，同比+87.5%；其中保险服务业绩同比+9.1%，投资收益和公允价值变动损益同比-93.3%，税前利润同比-18.5%。公司 24Q1 审慎计提所得税使得利润基数较低，25Q1 所得税费用同比减少 26.2 亿支撑税后净利润实现高增。一季度末太平人寿净资产为 766.2 亿，较年初+15.4%。2）25Q1 太平财险签单保费 94.9 亿，同比+1.6%，其中车险同比+2.0%，非车险同比+1.1%。旧准则下综合成本率 97.5%，同比-2.0pt，综合费用率 29.3%，同比-1.9pt，综合赔付率 68.2%，同比持平。受承保业绩改善带动，新准则下一季度太平财险实现净利润 2.9 亿，同比+86.6%。
- 负债端浮动收益型产品转型显著领先同业，寿险 NBV 预计延续两位数增长。受外部宏观环境和行业周期变化等多重影响，近年来上市保险公司先后面临转型压力，但中国太平在产品及渠道双轮驱动下，负债端优势明显，2021-2022 年公司寿险 NBV 增速优于主要同业但未被市场充分定价，2023-2024 年 NBV 在较高基数上仍保持了大幅正增长并创历史新高，25Q1 预计可比口径下 NBV 同比增速超 20%延续强劲势头。更为重要的是，在监管从顶层设计层面定调鼓励浮动收益型产品以及利率低位、股市向好使得分红险优势更加突出的背景下，中国太平自 2024 年下半年起就多措并举坚定产品转型，通过强化考核引导和中后台配套支持等，分红险推动取得显著成果，公司披露今年 1-2 个月险渠道分红险占比达 98.9%，银保渠道分红险占比达 88.6%，新单产品结构显著优于同业。后续随着分红型中期年金等陆续

强烈推荐（维持）

总量研究/非银行金融

目标估值：NA

当前股价：13.98 港元

基础数据

总股本（百万股）	3594
香港股（百万股）	3594
总市值（十亿港元）	50.2
香港股市值（十亿港元）	50.2
每股净资产（港元）	24.2
ROE（TTM）	8.5
资产负债率	92.9%
主要股东	中国太平保险集团有限责任公司
主要股东持股比例	61.255%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	25	10	65
相对表现	19	-11	31



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《中国太平（00966）—寿险和产险利润均接近翻倍增长，分红险转型成效显著》2025-05-05
- 《中国太平（00966）—NBV 创历史新高，分红险转型领先同业》2025-03-26
- 《中国太平（00966）—资负双升，延续强劲势头》2024-08-28

郑积沙 S1090516020001

zhengjisha@cmschina.com.cn

张晓彤 S1090524120006

zhangxiaotong2@cmschina.com.cn

- 上市及销售，产品转型战略将进一步得到坚定执行。
- **资产端哑铃型结构更加突出，高股息策略品种表现较好。**从大类资产配置来看，中国太平持续增配长久期利率债，2024 年债券配置比例高达 74.5%，显著高于其他同业，有利于为后续净投资收益率提供支撑；股票投资占比为 8.3%，处于上市险企较高水平，其中港股综合投资收益率为 27.66%，跑赢恒生含息指数 4.73pt。2024 年中国太平综合投资收益率达 10.32%（含其他债权投资公允价值变动净额），同比+5.31pt；总投资收益率 4.57%，同比+1.91pt，整体表现较为稳健。
 - **维持“强烈推荐”投资评级。**中国太平作为我们持续跟踪标的，当前估值仍处于较低水平，与基本面高景气严重错配，重申看好。
 - **风险提示：**产品吸引力下降，队伍转型低于预期，监管收紧，股市低迷，利率下行。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	107489	111268	116831	123257	130652
同比增长	-1%	4%	5%	5%	6%
营业利润(百万元)	11658	22128	18275	22415	27265
同比增长	91%	90%	-17%	23%	22%
归母净利润(百万元)	6190	8432	10114	11321	13083
同比增长	44%	36%	20%	12%	16%
每股收益(元)	1.72	2.35	2.81	3.15	3.64
PE	8.23	6.04	5.04	4.50	3.90
PB	0.54	0.59	0.53	0.50	0.46

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

表 1：中国太平盈利预测表

单位：港币千元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
保险服务收入	107,488,846	111,267,759	116,831,147	123,256,860	130,652,272
保险服务费用	-86,255,383	-86,432,636	-93,264,533	-97,682,800	-103,110,664
持有的再保合同净费用	-2,702,206	-2,811,029	-2,725,503	-3,029,309	-3,186,584
保险服务业绩	18,531,257	22,024,094	20,841,111	22,544,750	24,355,024
利息收益	35,716,881	40,239,750	35,221,313	43,854,408	52,093,633
不以公允价值计量计入损益的金融资产	27,560,492	30,064,493	25,554,819	33,221,265	39,865,518
以公允价值计量计入损益的金融资产	8,156,389	10,175,257	9,666,494	10,633,144	12,228,115
其他投资回报	-250,704	24,970,928	9,988,371	12,984,883	14,283,371
金融资产减值净额	-1,737,633	-1,332,088	-1,454,974	-1,508,232	-1,431,765
应占联营公司及合营公司业绩	-162,686	2,664,685	842,210	1,114,736	1,540,544
投资回报	33,565,858	66,543,275	44,596,920	56,445,796	66,485,783
承保财务费用	-36,012,224	-61,035,012	-42,162,219	-51,129,231	-57,671,740
分出再保险财务收益	252,969	387,959	302,801	346,431	387,129
投资合约负债变动净额	355,249	-65,049	82,959	140,942	55,263
净投资业绩	-1,838,148	5,831,173	2,820,460	5,803,938	9,256,435
其他收益	5,740,050	4,647,209	5,823,279	5,957,863	6,094,777
行政及其他费用	-7,011,340	-6,917,399	-7,519,121	-7,878,429	-8,294,094
其他财务费用	-3,763,752	-3,457,378	-3,690,616	-4,013,128	-4,146,946
除税前溢利	11,658,067	22,127,699	18,275,113	22,414,994	27,265,195
税项支出	-1,381,126	-9,329,863	-2,924,018	-5,230,964	-7,407,101
除税后溢利	10,276,941	12,797,836	15,351,095	17,184,031	19,858,094
应占：					
本公司股东权益	6,189,764	8,431,613	10,113,779	11,321,375	13,083,131
非控股股东权益	4,087,177	4,366,223	5,237,315	5,862,656	6,774,963

资料来源：公司数据，招商证券

表 2：中国太平资产负债预测表

单位：港币千元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
法定存款	6,126,504	6,430,618	7,844,653	8,269,388	9,049,899
物业及设备	34,787,745	39,871,354	45,467,603	48,638,959	53,863,209
投资物业	24,685,922	22,829,108	29,142,010	31,182,225	33,320,827
租赁使用权资产	6,729,005	6,263,500	8,532,500	8,731,596	9,423,646
固定资产	66,202,672	68,963,962	83,142,113	88,552,779	96,607,682
商誉	353,658	352,587	621,526	531,632	602,233
无形资产	261,408	261,408	330,253	346,007	376,093
于联营公司及合营公司的权益	27,874,851	28,918,673	35,128,982	37,282,365	40,672,462
递延税项资产	11,549,792	8,495,132	11,704,389	13,006,687	13,262,431
金融投资					
以公允价值计量且其变动计入损益	460,487,656	449,973,516	525,494,128	584,705,639	626,028,184
以摊余成本计量	125,324,198	112,160,533	160,074,637	161,245,424	173,486,865
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债务投资	612,963,068	828,786,139	798,572,913	906,678,951	1,022,102,256
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的权益投资	25,134,939	51,396,341	45,164,586	48,702,135	58,858,722
买入返售证券	7,108,241	2,005,621	10,543,070	7,935,659	8,060,477
应收集团内公司款项	1,313,246	1,312,476	2,016,451	1,868,727	2,081,285
保险合同资产	1,451,667	870,982	1,718,743	1,646,566	1,684,258
再保合同资产	11,295,059	10,793,568	13,810,229	14,581,273	15,707,499
应收金融租赁款	53,388,724	44,903,617	60,150,483	64,594,791	67,881,594
其他资产	9,519,295	12,435,180	13,626,146	14,354,128	16,275,345
已抵押及受限制银行存款	2,412,297	1,226,236	2,187,251	2,402,753	2,308,458

原到期日超过三个月的银行存款	44,175,811	60,666,843	72,582,094	71,219,955	82,304,186
现金及现金等价物	42,554,402	44,388,582	54,391,859	57,291,887	62,644,144
资产合计	1,509,497,488	1,734,342,014	1,899,104,505	2,085,216,747	2,299,994,072
保险合同负债	1,196,541,128	1,413,410,381	1,533,070,976	1,692,026,218	1,871,449,030
再保合同负债	133,735	93,082	337,773	224,083	260,688
投资合约负债	6,030,767	20,379,713	12,655,400	15,657,438	19,936,315
递延税项负债	1,964,299	1,871,363	2,469,770	2,580,223	2,781,295
需付息票据	28,606,595	10,813,422	29,473,233	28,594,535	27,271,348
银行贷款	71,176,964	69,872,231	85,381,278	92,815,817	99,780,147
租赁负债	1,646,685	1,437,899	2,099,076	2,120,977	2,269,637
卖出回购证券	29,316,187	46,683,213	42,760,609	48,201,827	55,790,871
应付集团内公司款项	16,639	22,146	24,421	25,667	29,174
其他应付及应计款项	40,409,767	46,773,159	55,467,358	58,111,450	64,629,171
当期税项	1,059,068	577,955	1,328,452	1,216,947	1,242,901
负债合计	1,376,901,834	1,611,934,564	1,765,068,348	1,941,575,182	2,145,440,576
资产净值	132,595,654	122,407,450	134,036,158	143,641,565	154,553,495
股本	40,771,408	40,771,408	40,771,408	40,771,408	40,771,408
储备	38,216,702	30,309,000	38,580,735	45,413,255	53,175,132
本公司股东应占资本及储备	78,988,110	71,080,408	79,352,143	86,184,663	93,946,540
永续次级资本证券	15,991,524	15,990,486	15,990,486	15,990,486	15,990,486
控股股东权益	94,979,634	87,070,894	95,342,629	102,175,149	109,937,026
非控股股东权益	37,616,020	35,336,556	38,693,529	41,466,416	44,616,469
总权益	132,595,654	122,407,450	134,036,158	143,641,565	154,553,495

资料来源：公司数据，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。