

【广发非银&海外】中国太平 (00966.HK)

转型坚决显著改善质态，估值低位有望明显提升

核心观点：

- 太平坚决推进分红险转型，其次银保新单占比高预计“1+N”合作下支撑新单增长，个险 NBVM 偏低受益个险报行合一，同时 24 年受审慎税务处理影响净利润基数较低，业绩有望稳增下估值仍低于同业。
- **产品转型：战略坚决且进展领先，助推公司经营质态改善。**(1) 公司 2024 年优化负债结构项目组，2025 年推出 6.0 价值管理体系，全方位推动分红险转型，25 年前 2 月个险和银保分红险新单占比为 98.9% 和 88.6%，转型坚决且效果显著。(2) 公司具有分红险销售禀赋，历史上分红险市占率最高超过 10%，叠加公司分红险的分红险实现率长期保持 100% 以上水平（除 2023 年），表明公司分红险账户投资的稳定性。(3) 分红险转型有望改善公司经营质态，包括降低刚性负债成本，同时降低业绩波动，最后中长期有助优化竞争格局。
- **价值增长：银保占比高支撑新单增长，个险报行合一助力 NBVM 改善。**回顾过去，公司 10-24 年 NBV 复合增速（12.2%）领先同业，24 年银保报行合一改革推动 NBVM 达 20.7% 领先同业。展望：首先公司银保渠道占比高，而目前产品结构以储蓄类为主，有望支撑 25 年公司新单在高基数下快速增长；另外个险 NBVM 略低于同业，因此报行合一有望推动个险渠道价值率改善，中期看公司 NBV 有望保持较好增速。
- **业绩改善：2024 年公司审慎税务处理下，所得税率高达 42.2% 导致净利润基数较低，考虑公司 CSM 持续释放推动保险服务业绩稳定增长，高股息策略推动投资业绩稳定，预计 25 年业绩有望稳健增长。**
- **盈利预测与投资建议：**预计 25-27 年 EPS 分别 2.8/3.3/3.9 港币/股，我们按 EV 法给予公司 25 年 H 股合理估值 0.35XPEV，对应合理价值 16.31 港币/股，给予“买入”评级。
- **风险提示：**分红险转型不及预期，资产市场波动，巨灾损害频繁。

盈利预测：

HKD	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
内含价值（百万港元）	272,123	234,224	239,230	250,312	256,705
增长率（%）	2.41%	-13.93%	2.14%	4.63%	2.55%
新业务价值（百万港元）	7,512	9,103	10,212	11,410	12,954
归母净利润（百万港元）	6,190	8,432	10,037	11,749	13,868
增长率（%）	44.05%	36.22%	19.03%	17.06%	18.03%
EPS（港币/股）	1.50	2.35	2.79	3.27	3.86
PEV	0.24	0.29	0.27	0.26	0.25
ROE	7.84%	11.86%	12.89%	13.48%	14.38%

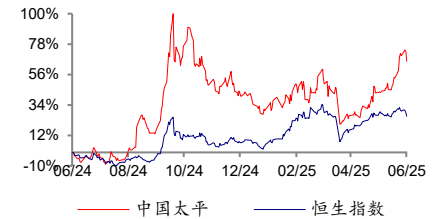
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	13.74 港元
合理价值	16.31 港元
前次评级	买入
报告日期	2025-06-22

相对市场表现



分析师：

刘淇



SAC 执证号：S0260520060001



0755-82564292



liuqi@gf.com.cn

分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

请注意，刘淇并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

【广发非银&海外】中国太平 2025-03-25

(00966.HK) :CSM 保持稳

定，假设调整提升价值可信度

【广发非银&海外】中国太平 2024-08-27

(00966.HK) :价值增速冠绝

同业，持续验证否极泰来

联系人：

唐关勇

tanguanyong@gf.com.cn

目录索引

一、产品转型：分红险转型坚决，助力经营质态改善	5
（一）战略：分红险转型率先布局且战略坚决，分红险占比领先同业	5
（二）禀赋：分红险销售经验丰富，分红实现率常年保持 100%	6
（三）意义：优化资负联动、降低财报波动、改善竞争格局	8
二、价值增长：银保筑底新单，个险驱动 NBVM 改善	12
（一）NBV：长期价值增速领先同业，报行合一驱动 NBVM 领先同业	12
（二）新单：个险聚焦产品+渠道转型，银保有望支撑全年新单增长	14
（三）价值率：报行合一驱动个险 NBVM 改善，银保价值贡献高增	18
（四）EV：假设调整提高可信度，2025 年底基数下有望改善	19
三、业绩改善：审慎税务处理下净利润低基数，承保利润占比高支撑利润稳增	20
（一）整体：审慎税务处理下净利润低基数，承保利润占比高利源稳定	20
（二）寿险：CSM 增长优于同业，保险服务业绩稳定释放	23
四、资产配置：加大超长债及高股息资产配置	25
（一）集团内保险资金：加大超长债与高股息配置，权益提升空间较大	25
（二）资产管理业务：资管规模保持增长，第三方资金推动质的飞跃	27
五、估值：仍低于同业，兼具安全垫和进攻空间	28
六、盈利预测与投资建议	29
（一）盈利预测	29
（二）投资建议	30
七、风险提示	32

图表索引

图 1: 中国太平价值体系从 1.0 到 6.0 转型, 6.0 重点聚焦分红险转型战略	5
图 2: 中国太平推动分红险转型的战略布局	6
图 3: 2025 年前 2 月中国太平的分红险新单占比	6
图 4: 2025Q1 中国人寿和中国太保分红险占比	6
图 5: 中国太平的分险种产品结构体系	7
图 6: 2006 年以来上市险企的分红险总保费占比情况	7
图 7: 除 2023 年外, 中国太平 114 款分红险产品的平均分红实现率为 100%	8
图 8: VFA 模型计量的分红险有助于降低险企的利润波动	10
图 9: VFA 模型有助于降低险企的净利润和净资产波动性	11
图 10: 2024 年前 9 月中国香港地区分红险新单市占率高于全险种市占率	12
图 11: 2012-2019 年中国太平的分红险市占率高于整体险种市占率	12
图 12: 2010-2024 年上市险企 NBV 增速	13
图 13: 2014-2024 年太平人寿 NBV 的渠道结构	13
图 14: 太平人寿 2024 年新业务价值率明显改善	14
图 15: 2009-2024 年太平人寿银保新单情况	15
图 16: 2009-2024 年太平人寿新单渠道结构	15
图 17: 上市险企代理人规模趋势	15
图 18: 公司月人均期缴保费持续提升	16
图 19: 中国太平主管级和新人人均产能持续提升	16
图 20: 太平人寿 2024 年手续费/NBV 占比下降	16
图 21: 2024 年上市险企银保新单同比负增	17
图 22: 2024 年太平人寿银保新单占比 33.6%	17
图 23: 太平人寿月人均产能持续提升	17
图 24: 太平人寿银保网点合作数量持续增长	17
图 25: 太平人寿的个险价值率低于同业	18
图 26: 太平人寿 2024 年银保价值率提升最快	18
图 27: 太平人寿的 13 个月个险继续率领先同业	19
图 28: 太平人寿的 25 个月个险继续率领先同业	19
图 29: 中国太平经营净利润结构	23
图 30: 中国太平 2024 年新业务 CSM 同比+19.2% (单位: 亿元)	24
图 31: 2011-2024 年上市险企净投资收益率	27
图 32: 2011-2024 年上市险企总投资收益率	27
图 33: 2010-2024 年资产管理规模及增速 (百万港元)	27
图 34: 2010-2024 年资产管理业务资金来源结构	27
图 35: 2011-2025 年 H 股上市险企动态 P/EV 估值水平 (截至 2025 年 6 月 19 日)	28
图 36: 2011-2025 年 H 股上市险企动态 PB 估值水平 (截至 2025 年 6 月 19 日)	29

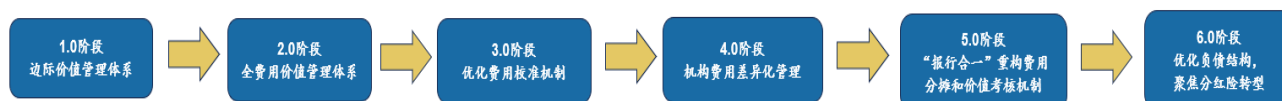
表 1: 2012 年以来上市险企分红险总保费市占率测算	7
表 2: 上市险企 EV 对投资收益率的敏感性对比	8
表 3: 中国太平的模型假设调整对 EV 的冲击大于其他险企	9
表 4: 2024 年中国太平的负债对利率的敏感性较 2023 年有所提升	9
表 5: 2024 年中国太平的负债对利率的敏感性较 2023 年有所提升	10
表 6: 2024 年中国太平净资产较年初下降 10% (单位: 百万元)	11
表 7: 太平人寿 NBV 复合增速长期领先同业	13
表 8: 2020-2024 年调整前口径中国太平银保和个险 NBV 复合增速均表现较优	13
表 9: 太平人寿的长期新单保费复合增长表现较优	14
表 10: 上市险企个险渠道人均新单保费趋势 (元)	16
表 11: 2023 年中国太平银保渠道总保费市占率达到 4.2%, 在上市险企中位居	18
表 12: 2024 年太平人寿银保渠道新业务价值占比大幅提升	19
表 13: 2024 年太平人寿受假设调整影响非可比口径 EV 较年初-15.7%	20
表 14: 太平人寿 EV 变动分析	20
表 15: 2024 年中国太平净利润增速较同业偏低	21
表 16: 上市险企的税率水平 (百万元)	21
表 17: 2024 年中国太平“未确认的税项亏损的税项影响”大幅提升导致所得税率提高	21
表 18: 中国太平 2020-2024 年经营净利润 CAGR 优于平安和太保	22
表 19: 中国太平的保险服务业绩占比高于同业, 所得税费率拖累净利润增长	22
表 20: 上市公司寿险业务保险服务业绩和投资服务业绩情况 (亿元)	23
表 21: 太平人寿 2019-2024 年 CSM 复合增速达到+6.7%优于同业	23
表 22: 上市险企 CSM 增速贡献拆解	24
表 23: 2013-2024 年集团内保险资金资产配置结构	25
表 24: 2024 年中国太平市场权益占比 13%, 仅次于新华保险	25
表 25: 上市险企 FVTPL 和 FVOCI 股票占比情况	26
表 26: 太平人寿保费预测 (单位: 百万元)	29
表 27: 财险业务保费增速预测 (单位: 百万元)	30
表 28: 再保险业务保费增速预测 (单位: 百万元)	30
表 29: 可比公司估值表 (截至 2025 年 6 月 19 日)	31

一、产品转型：分红险转型坚决，助力经营质效改善

（一）战略：分红险转型率先布局且战略坚决，分红险占比领先同业

中国太平在2024年即成立负债结构优化项目组，全方位推动分红险转型，战略布局领先。首先，经历8年迭代，2024年中国太平推出5.0版本的“报行合一价值管理体系”，推动银保渠道重构费用分摊和价值考核机制，实现报行合一任务领先同业。由此2024年在完成报行合一以及全年业绩目标之后，中国太平开始成立负债结构优化项目组，全方位引导分红险转型，8月份即在内外勤队伍中加快分红险销售技能培训，于2025年推出“聚焦优化负债结构的价值管理体系6.0版本”，客观反映分红险的真实价值，从考核机制助推分红险转型战略。

图1：中国太平价值体系从1.0到6.0转型，6.0重点聚焦分红险转型战略



数据来源：公司财报、今日保、广发证券发展研究中心

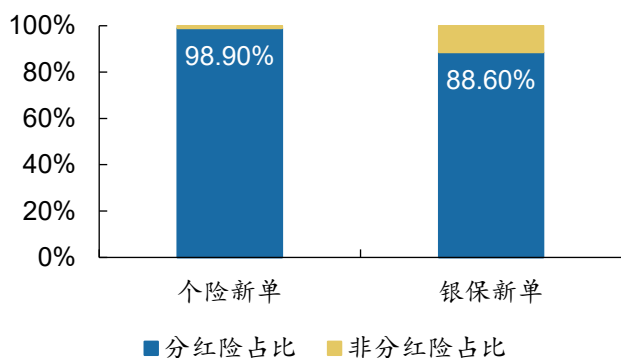
中国太平的分红险转型战略坚决且全面，从目标导向、业务推动、考核引导、配套支持、资负协同等维度全方位推动分红险转型。首先，公司明确2025年分红险新单占比超过50%的规划目标。截至2025年前2月个险和银保新单中分红险占比分别达到98.9%和88.6%，分红险转型进展领先同业，预计全年目标有望达成。其次，加快产品供给和渠道销售能力建设推动分红险转型。一方面，公司丰富代理人 and 银行渠道加强分红产品供给，开门红率先推出“国弘一号”分红型增额终身寿产品；另一方面，持续举办分红险销售培训，召开分红险种子讲师培训助力销售人员提高技能；第三，强化分红险人事绩效考核要求，提高分红险考核权重，带动业务推动个险从培训的启动、运作、支援支持全方向发力，全面聚焦分红险转型；第四，中后台配套支持支持分红险转型，出台专项支持政策，养老和康养服务资源，有效为分红险转型提供支持；最后，加强资产负债协同联动，强化资产负债沟通机制，促进产品收益率和市场利率联动，推动资产端与产品定价前端有效协作。

图2：中国太平推动分红险转型的战略布局



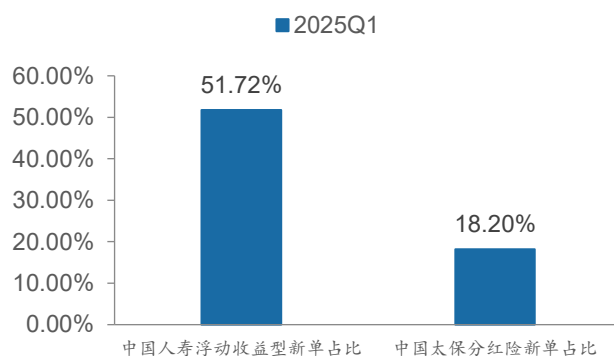
数据来源：2024 年中国太平业绩 PPT，广发证券发展研究中心

图3：2025年前2月中国太平的分红险新单占比



数据来源：2024 年中国太平业绩 PPT，广发证券发展研究中心

图4：2025Q1 中国人寿和中国太保分红险占比

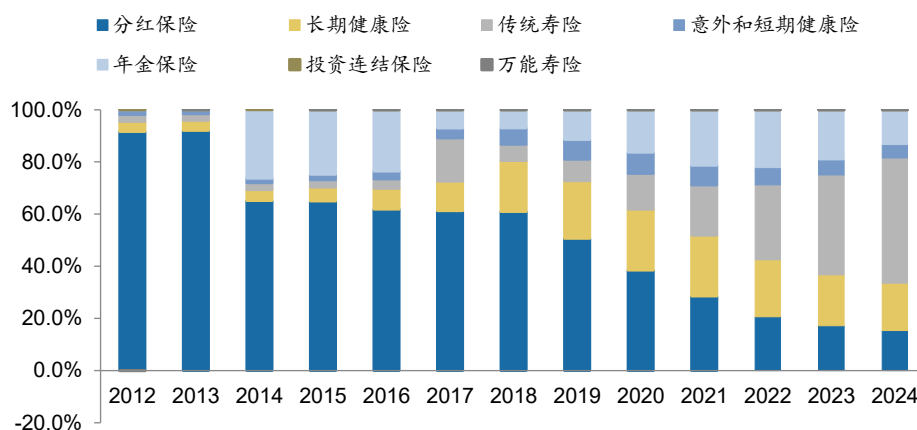


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）禀赋：分红险销售经验丰富，分红实现率常年保持 100%

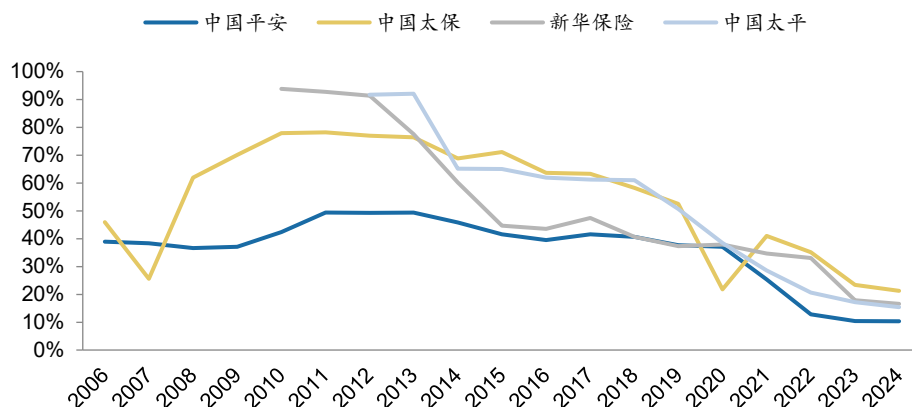
中国太平具备丰富的分红险展业经验，分红险市占率曾经超过10%，分红实现率长期保持100%。首先，从中国太平的险种结构看，2013年利率市场化改革以前，中国太平主要销售的产品即为分红险，2013年分红险占整体保费比重达到92%，占比高于其他上市险企；其次，从市占率角度看，我们测算中国太平的分红险保费市占率在2015年达到10.1%，分红险的市场份额高于公司整体保费市场份额。最后，从分红实现率看，2014-2022年以来太平人寿所有产品的加权分红实现率保持100%水平，得益于公司资产负债协同联动，通过资产端投资收益的长期稳定保证分红险产品收益率的竞争优势。虽然当前产品结构的转型使得中国太平的分红险占比和市占率有所下滑，但我们认为历史分红险的销售情况能够反映公司的产品供给能力、渠道销售能力、考核机制和配套支持体系的搭建能力、分红险客群资源的积累以及品牌形象，均助推中国太平分红险战略转型。

图5：中国太平的分险种产品结构体系



数据来源：广发证券发展研究中心

图6：2006年以来上市险企的分红险总保费占比情况



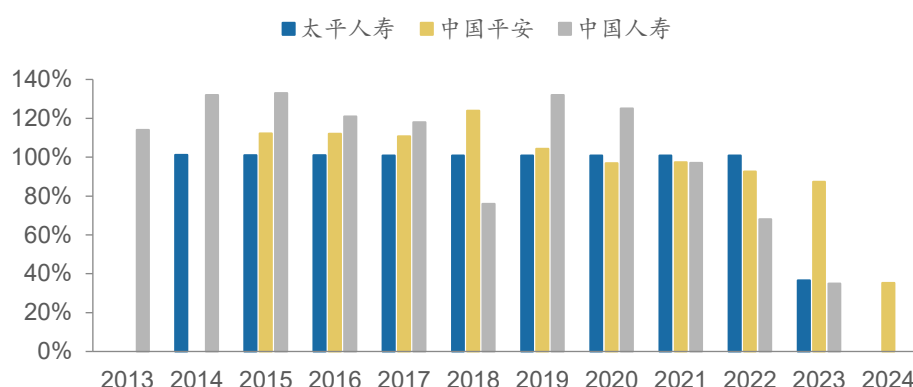
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表1：2012年以来上市险企分红险总保费市占率测算

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
平安	12.5%	13.3%	17.8%	19.4%	21.0%	22.3%	22.8%	15.5%	11.6%	8.5%	8.3%	8.1%	8.5%
太保	9.2%	8.9%	10.4%	12.0%	12.7%	13.2%	12.9%	9.7%	4.1%	8.8%	10.3%	7.7%	7.2%
新华	11.4%	9.9%	10.2%	7.8%	7.1%	6.2%	5.4%	4.5%	5.4%	5.8%	6.4%	3.8%	3.7%
人保	7.7%	7.8%	2.3%	1.8%	2.4%	2.4%	5.1%	4.6%	4.5%	5.3%	5.5%	5.3%	4.3%
太平	5.2%	7.3%	8.2%	10.1%	9.9%	9.6%	9.8%	7.0%	5.6%	5.2%	4.4%	4.2%	3.9%

数据来源：公司财报、Wind、中国金融信息中心、广发证券发展研究中心 注：目前中国保险年鉴尚未披露2024年的全行业分红险保费收入规模，2024年主要参考中国金融信息中心披露的“分红寿险原保费收入7659亿元”作为测算基础

图7：除2023年外，中国太平114款分红险产品的平均分红实现率为100%



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

（三）意义：优化资负联动、降低财报波动、改善竞争格局

1. 分红险转型有助于优化资产负债匹配，降低公司EV对投资收益率的敏感性

中国太平的EV对投资收益率的敏感性较同业略高，提高分红险占比有助于帮助公司降低刚性负债成本，从而缓解投资收益率下降对公司EV折扣的影响。2024年受投资收益率假设再次下调50个BP至4%，则计算的利差水平空间有所下降，因此内含价值对投资收益率下调50个BP的敏感度也较上年同期有所提升，从EV敏感性看，2024年敏感性为国寿（-9.2%）<平安（-9.4%）<太保（-10.6%）<太平（-11.1%）<新华（-13.5%），其中太平的敏感性有所下降主要是因子变化差别，2023年敏感性测算的是“投资收益率和风险贴现率均下降50个BP”，而2024年为“投资收益率下降45个BP，而风险贴现率下降85个BP”的背景下，由于风险贴现率下降的幅度更大，因此敏感性有所下降，若贴现率保持不变预计中国太平EV对投资收益率的敏感性将明显高于同业。从2024年险企评估方法和模型变化对EV的影响来看，在同业下调传统型投资收益率与贴现率50BP的情况下，中国太平2024年受模型评估方法影响寿险EV下降29%，对比其他险企明显偏高，反映公司投资收益率下降对公司内含价值的折扣较大，这反映公司的刚性负债成本较高，投资收益率下降后刚性负债成本保持不变，利差空间收窄从而影响EV测算。考虑目前分红险保底利率为2.0%低于传统险的2.5%，分红险占比的提升有助于降低公司的刚性负债成本，改善利差空间，从而降低投资收益率下降对公司利差收窄的影响幅度。

表2：上市险企EV对投资收益率的敏感性对比

EV 对投资收益率下降 50 个 BP 的敏感性	2020	2021	2022	2023	2024
中国人寿（投资收益率降低 10%）	-8.80%	-8.50%	-9.00%	-10.20%	-9.20%
新华保险	-7.80%	-8.00%	-8.70%	-11.80%	-13.50%
中国平安	-4.40%	-4.60%	-5.00%	-7.60%	-9.40%
中国太保	-7.00%	-7.00%	-7.30%	-9.40%	-10.60%
太平人寿（投资收益率/贴现率同时降低 50%）	-7.50%	-7.70%	-8.00%	-11.60%	-11.10%

NBV 对投资收益率下降 50 个 BP 的敏感性	2020	2021	2022	2023	2024
平安人寿	-8.60%	-10.40%	-11.90%	-24.20%	-31.60%
中国人寿（投资收益率降低 10%）	-16.90%	-18.80%	-23.60%	-29.20%	-25.50%
太保人寿	-12.00%	-15.20%	-22.60%	-36.30%	-35.70%
新华保险	-18.20%	-24.80%	-48.50%	-86.00%	-49.10%
太平人寿（投资收益率/贴现率同时降低 50%）	-24.40%	-23.10%	-28.30%	-43.50%	-25.90%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

注：其中太平人寿 2023 年为投资收益率和风险贴现率同时下降 50 个 BP 的敏感性，2024 年为投资收益率下调 45 个 BP 和风险贴现率下调 85 个 BP

表3：中国太平的模型假设调整对EV的冲击大于其他险企

内含价值贡献	中国人寿		中国平安		中国太保		新华保险		中国太平	
	2023A	2024A	2023A	2024A	2023A	2024A	2023A	2024A	2023A	2024A
内含价值预期回报	6.8%	7.9%	7.8%	6.9%	8.2%	7.2%	7.6%	6.6%	6.7%	6.0%
新业务价值	3.0%	2.7%	4.1%	3.9%	2.8%	3.3%	1.2%	2.5%	3.1%	5.8%
营运经验偏差	-0.1%	0.1%	0.5%	1.8%	0.7%	1.3%	1.1%	1.9%	0.3%	1.1%
投资回报偏差	-6.0%	5.1%	-3.3%	2.6%	-5.5%	6.6%	-5.6%	8.1%		
市场价值调整	3.0%	8.4%	0.9%	1.9%	1.2%	3.6%				
评估方法和模型变化	-3.3%	-11.6%	-8.6%	-10.1%	-5.5%	-16.0%	-5.2%	-14.2%	-8.5%	-29.0%
股东分红及资本变动	-1.1%	-1.4%	-5.1%	-4.9%	-1.5%	-1.7%	-1.3%	-1.7%	-1.3%	-1.0%
其他	0.1%	0.0%	-1.3%	-1.6%	0.6%	0.6%	0.3%	0.0%	0.8%	1.4%
内含价值增长	2.4%	11.2%	-5.0%	0.5%	1.0%	4.9%	-2.0%	3.2%	1.1%	-15.7%
集团内含价值增长			-2.4%	2.3%	1.9%	6.2%			2.4%	-13.9%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

从2024年险企评估方法和模型变化对EV的影响来看，根据中国太平利率风险敏感性测算，2024年利率下降25bp对债券投资和合同净负债分别影响+31%和-37%，从而造成-6%的股东权益负向冲击，相较2023年的-16%明显改善，预计主因公司持续增配超长债以拉长资产久期。分红险的浮动收益特性天然对利率敏感性较弱，分红险占比的提升有望帮助公司降低负债久期，由此更好实现资产负债匹配。

表4：2024年中国太平的负债对利率的敏感性较2023年有所提升

2024 年	股东权益	
	利率+25bp	利率-25bp
债券投资	-30%	31%
保险合同净负债	35%	-37%
再保合同净资产	0%	0%
合计	5%	-6%
2023 年	股东权益	
	利率+25bp	利率-25bp
债券投资	-18%	19%

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

保险合同净负债	32%	-35%
再保险合同净资产	0%	0%
合计	13%	-16%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2.分红险转型有助于帮助险企净利润和净资产的波动性

中国太平提高分红险占比，即通过VFA模型的投资收益和成本均被CSM吸收，随保险服务业绩逐年稳定释放，由此降低净利润波动。分红险按照VFA方法计量，资产投资收益来自基础项目公允价值变动，折现率变动导致的保险负债变动直接被CSM吸收，不计入承保财务损益，投资服务业绩相互抵消，而公允价值变动和折现率变动在CSM中反映后，未来在保险服务业绩中逐步释放。对比传统险使用的BBA模型，有效降低了FVTPL占比提升导致的投资服务业绩波动加大问题。

图8：VFA模型计量的分红险有助于降低险企的利润波动

投资业绩核算	通用模型法	浮动收费法
资产投资收益	传统险账户投资收益	基础项目公允价值变动
保险财务损益	保险负债的利息增值 =履约现金流量按上期末计量用折现率实现 计息增值+CSM按初始计量用折现率实现的计 息增值	基础项目公允价值变动额= 企业享受份额变动额（CSM）+ 客户享受份额（履约现金流量变动额）
	折现率变动导致的保险负债变动，计入保险 财务损益，根据OCI选择权平滑到其他综合 收益中。	折现率变动导致的保险负债变动，被CSM吸收， 不计入保险财务损益
投资业绩	资产投资收益-（保险负债的利息增值+折现 率变动导致的保险负债变动）	0

数据来源：《IFRS17 内在原理及新财务报告》、广发证券发展研究中心

表5：2024年中国太平的负债对利率的敏感性较2023年有所提升

2024 年	税前利润	
	利率+25bp	利率-25bp
债券投资	-20%	20%
保险合同净负债	30%	-33%
再保险合同净资产	0%	0%
税前利润	10%	-13%

2023 年	税前利润	
	利率+25bp	利率-25bp
债券投资	-22%	23%
保险合同净负债	21%	-32%
再保险合同净资产	0%	0%
税前利润	-2%	-8%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

中国太平提高分红险占比有助于优化资产负债匹配，降低净资产的波动性。2024年中国太平净资产较年初-10%，而太保(+16.8%)、国寿(+6.8%)、平安(3.3%)、阳光(+2.7%)、新华(-8.4%)，公司净资产波动性高于同业。净资产的波动性与公司FVOCI债券占比、保险合同负债折现率选择以及存量业务结构差异有关。其中，从存量业务结构看，合同负债中分红险按照VFA方法计量，资产投资收益来自基础项目公允价值变动，折现率变动导致的保险负债变动直接被CSM吸收，不计入承保财务损益，投资服务业绩相互抵消，而公允价值变动和折现率变动在CSM中反映后，未来在保险服务业绩中逐步释放，对比传统险使用的BBA模型，有效降低了FVTPL占比提升导致的投资服务业绩波动加大问题。公司提高分红险占比后VFA模型计量的合同负债规模占比提升，从而可以将公允价值变动和折现率变动在CSM反映逐步释放，有助于降低公司净资产的波动性。

表6：2024年中国太平净资产较年初下降10%（单位：百万元）

	可转损益的保险合同金融变动		OCI 债券公允价值变动		对冲比例		归母净资产		
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	同比
平安	-116,448	-297,229	90,299	240,577	77.5%	80.9%	899,011	928,600	3.3%
国寿	-97,940	-288,811	82,617	219,720	84.4%	76.1%	477,093	509,675	6.8%
太保	-36,321	-103,211	36,592	105,022	100.7%	101.8%	249,586	291,417	16.8%
新华	-22,241	-58,266	7,345	23,150	33.0%	39.7%	105,067	96,240	-8.4%
太平	-33,100	-80,183	22,170	58,261	67.0%	72.7%	78,988	71,080	-10.0%
阳光	-11,239	-25,069	5,565	16,197	49.5%	64.6%	60,446	62,082	2.7%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心 注：中国太平货币单位为港元，其余公司为人民币

图9：VFA模型有助于降低险企的净利润和净资产波动性

固收类资产的分录影响					
模型分类	计量方法	净利润	净资产	总资产	投资收益率
GMM (不计入OCI)	AC	波动	波动	稳定	稳定
	FVTPL	稳定	稳定	波动	波动
	FVOCI	波动	稳定	波动	稳定
GMM (计入OCI)	AC	部分稳定	波动	稳定	稳定
	FVTPL	波动	稳定	波动	波动
	FVOCI	稳定可控	波动	波动	稳定
VFA	AC	不适用	不适用	不适用	不适用
	FVTPL	稳定	稳定	波动	波动
	FVOCI	稳定	稳定	波动	稳定
权益类资产的分录影响					
模型分类	计量方法	净利润	净资产	总资产	投资收益率
GMM	FVTPL	波动	波动	波动	波动
	FVOCI	稳定	波动	波动	稳定
	FVTPL	CSM厚下，稳定	CSM厚下，稳定	波动	波动
VFA	FVTPL	CSM厚下，稳定	CSM厚下，稳定	波动	波动
	FVOCI	CSM厚下，稳定	CSM厚下，稳定	波动	稳定

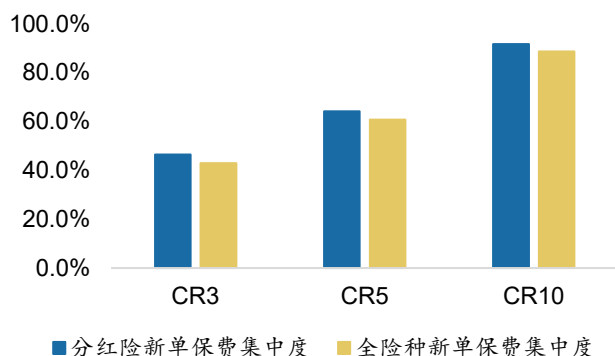
数据来源：企业会计准则及指南、人保资产组合管理部、广发证券发展研究中心

3.分红险产品有助于凸显公司竞争优势，助推市场份额提升

中国太平历史分红险市占率高于整体保费市占率，分红险转型有利于凸显龙头险企的渠道专业优势和红利实现率长期稳定的优势，推动市场份额的提高。我们认为分红险产品对比传统险相对复杂，浮动收益部分来自公司长期盈利能力和稳健性，不

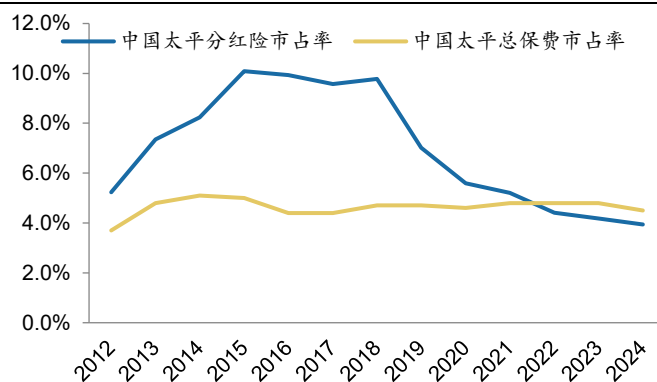
仅保证长期业绩向好，同时能够保持经营稳健性。分红险销售的核心竞争力在于险企产品力（浮动收益水平+附加价值）、渠道专业性、长期盈利能力（实现率保障），根据前文所述，公司具备分红险丰富销售经验，长期分红实现率稳定、战略转型坚决，预计分红险转型有望领跑行业，从长期看将从资产和负债两端凸显险企的竞争优势，从而提升整体的市场份额。

图10：2024年前9月中国香港地区分红险新单市占率高于全险种市占率



数据来源：香港保险局，广发证券发展研究中心

图11：2012-2019年中国太平的分红险市占率高于整体险种市占率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

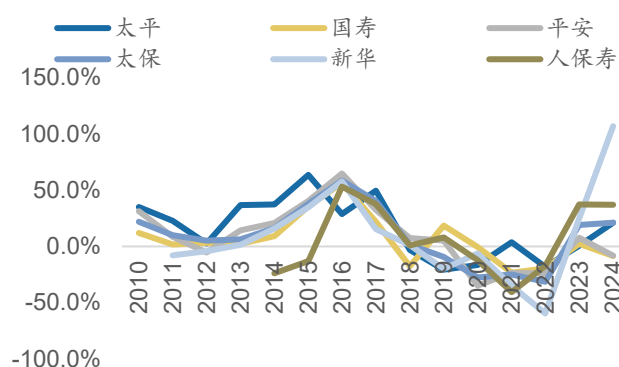
二、价值增长：银保筑底新单，个险驱动 NBVM 改善

（一）NBV：长期价值增速领先同业，报行合一驱动 NBVM 领先同业

1.复盘历史：NBV长期复合增速领先同业，2021年以来价值成长战略成效显著

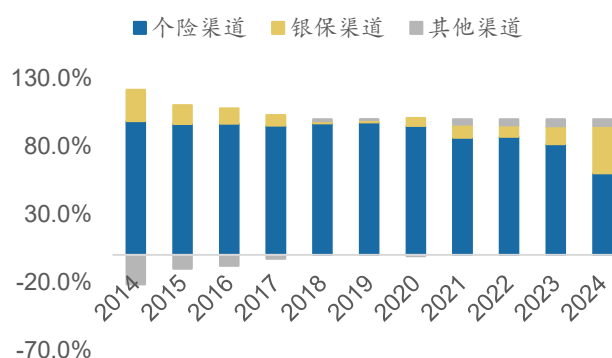
太平人寿NBV长期复合增速领先同业，2021年以来价值成长战略成效显著。2012-2017年借助“三年再造”（2012-2015）和“精品战略”（2015-2017）的两个三年战略推动公司规模整体跃升，2010-2017年NBV复合增速+33.3%，领先上市同业；2018-2020年管理层频繁变动、行业监管趋严、疫情冲击需求等因素导致NBV增速下滑，2017-2020年NBV复合增速为-13.6%；2021年以来，太平人寿锚定价值成长目标，以人力增长为核心，推动渠道专业化经营持续升级，再度实现NBV增速领先同业，2020年-2024年实现NBV复合增速为+0.9%，在行业转型变革期率先把握银保渠道报行合一改革机遇，推动银保价值贡献大幅提升，支撑NBV长期稳健增长。拉长周期看，太平人寿2010-2024年新业务价值年均复合增速为12.2%，对比其他同业看，平安（4.5%）、太保（5.7%）、国寿（3.9%）、新华（2.0%），长期新业务价值正增领先同业。

图12：2010-2024年上市险企NBV增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图13：2014-2024年太平人寿NBV的渠道结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表7：太平人寿NBV复合增速长期领先同业

	2010-2024 年	2010-2017 年	2017-2020 年	2020-2024 年
太平	12.2%	33.3%	-13.6%	0.9%
国寿	3.9%	17.2%	-1.0%	-12.8%
平安	4.5%	23.3%	-9.7%	-12.9%
太保	5.7%	23.5%	-12.6%	-7.2%
新华	2.0%	14.3%	-8.7%	-9.2%
人保寿			-1.5%	-1.9%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表8：2020-2024年调整前口径中国太平银保和个险NBV复合增速均表现较优

2020-2024 年 NBV	银保复合增速	个险复合增速
中国太平	76.7%	1.0%
中国人寿	-	-14.2%
中国平安	31.6%	-7.2%
中国太保	147.0%	-8.4%
新华保险	66.6%	-18.2%
人保寿险	182.0%	-15.7%

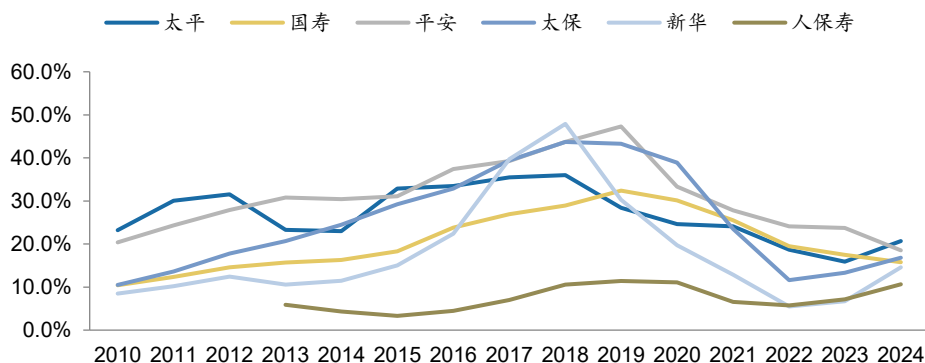
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2.展望未来：预定利率下调与报行合一落地支撑NBVM改善，驱动NBV保持增长

预计价值率将驱动2025年NBV保持较好增长态势。2024年太平人寿新业务价值率（首年保费）口径提升至20.7%，同口径平安（18.5%）、太保（16.8%）、国寿（12.7%）、新华（14.6%）、人保寿（10.7%），公司位列上市险企前列，预计得益于公司价值成长战略，持续优化期缴结构，保单继续率长期保持行业第一且仍在提升，同时2024年把握报行合一转型机遇，推动银保渠道价值率大幅改善。展望2025年，个险渠道报行合一有望进一步助推个险价值率改善，预定利率动态调整机制下负债成本改善带来利差扩张，同时险企持续优化期缴结构，预计价值率将驱动2025年NBV保持较

好增长态势。

图14：太平人寿2024年新业务价值率明显改善



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（二）新单：个险聚焦产品+渠道转型，银保有望支撑全年新单增长

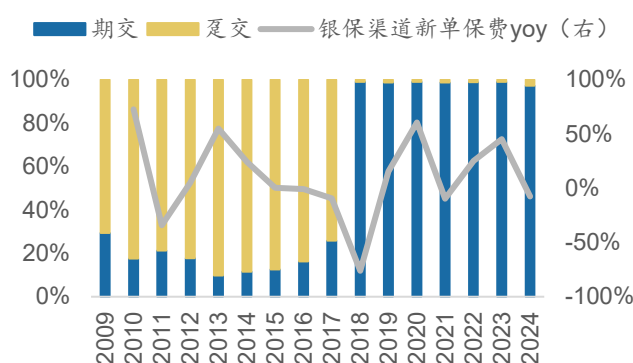
太平人寿长期新单稳健增长支撑NBV增速优于同业，2021年价值转型以来新单仍然保持较快增速。太平人寿长期新单增长稳健，2010-2024年新单复合增速达到4.9%，仅此起中国平安，而2021年以来公司推动价值成长战略，推动2020-2024年新单复合增速达到13.2%，而个险和银保渠道增速分别为9.1%和19.0%，银保渠道做大高价值核心业务的同时支撑新单快速增长。展望2025年，在银保1+N合作放开背景下，头部险企的竞争优势凸显，太平人寿银保有望再度发力支撑新单增长。

表9：太平人寿的长期新单保费复合增长表现较优

	2010-2024 年	2010-2017 年	2017-2020 年	2020-2024 年
太平	4.9%	11.9%	-18.3%	13.2%
国寿	0.8%	2.4%	-4.7%	2.5%
平安	7.5%	13.2%	-4.4%	7.2%
太保	2.7%	-1.3%	-5.5%	17.2%
新华	-1.9%	-7.5%	12.6%	-2.2%
人保寿			-15.6%	-0.9%

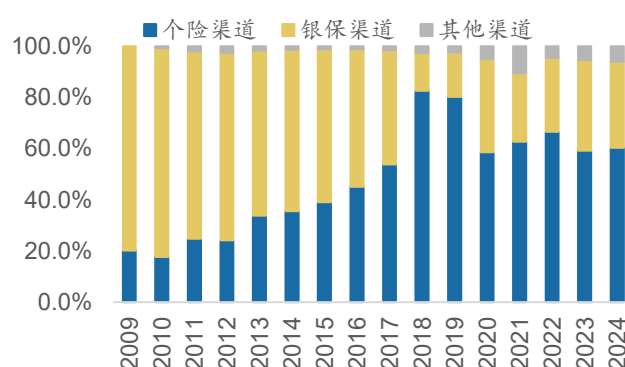
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图15：2009-2024年太平人寿银保新单情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图16：2009-2024年太平人寿新单渠道结构

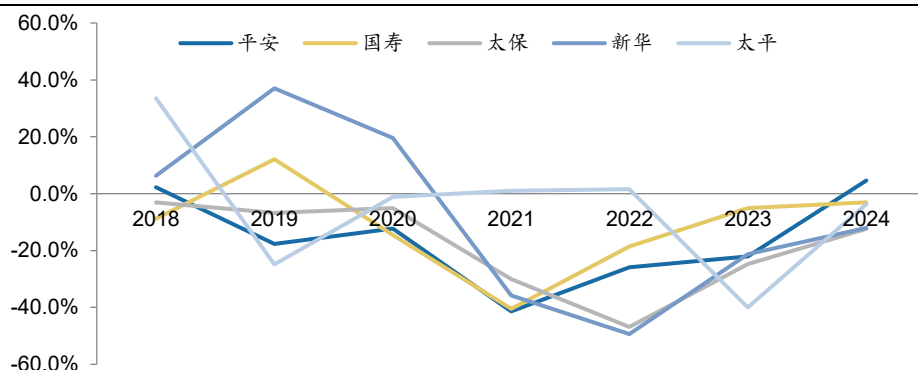


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

1. 个险：聚焦产品和渠道转型，人力规模逐步企稳，人均产能延续提升趋势

太平人寿人力清虚彻底，2024年人力规模降幅收窄。太平人寿2021年以来专注价值成长目标，推动代理人量质并举，个险队伍转型虽慢于同业，但2023年在主动清虚下同比大幅变动-40%，降幅高于已经进行清虚的同业上市保险公司，2024年队伍规模较年初-3.7%，整体降幅逐步收窄。

图17：上市险企代理人规模趋势



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

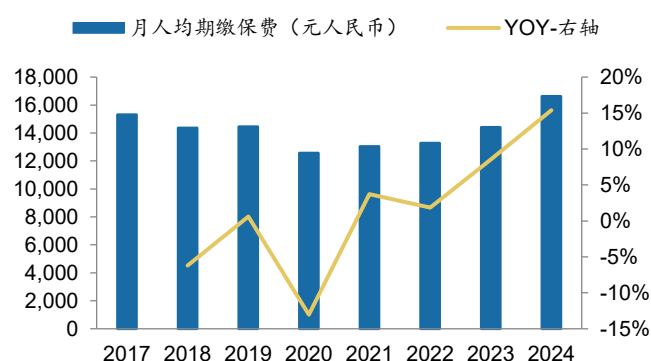
太平人寿人均产能延续提升趋势，价值与费用联动体系驱动手续费/NBV费率改善。在可比口径下太平人寿代理人人均新单保费延续提升趋势，2023年和2024年分别同比增长+30.6%和+34.8%，月人均期缴保费增速连年提升，2024年主管级和新人级月均人均产能同比+7.3%和+10.4%。我们测算2024年公司手续费支出/新业务价值为2.2%，较2023年的2.4%有所下降，预计主要得益于太平人寿推行报行合一5.0价值体系，重构费用与价值联动模型，推动成本的精细化管理。

表10：上市险企个险渠道人均新单保费趋势（元）

人均产能（计算口径）	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
太平-（港元/人）	5,846	5,523	3,648	4,762	5,840	7,625	10,281
国寿	5,046	5,458	6,674	7,698	11,155	14,127	15,907
平安	7,771	8,038	7,563	9,595	14,430	30,279	34,931
太保	4,595	4,177	3,255	4,639	6,853	12,848	16,710
新华	3,737	3,739	3,155	3,095	3,563	6,206	8,522
同比	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
太平	-19.9%	-5.5%	-34.0%	30.5%	22.6%	30.6%	34.8%
国寿	-7.0%	8.2%	22.3%	15.3%	44.9%	26.6%	12.6%
平安	-14.8%	3.4%	-5.9%	26.9%	50.4%	109.8%	15.4%
太保	-2.6%	-9.1%	-22.1%	42.5%	47.7%	87.5%	30.1%
新华	-35.2%	0.0%	-15.6%	-1.9%	15.1%	74.2%	37.3%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

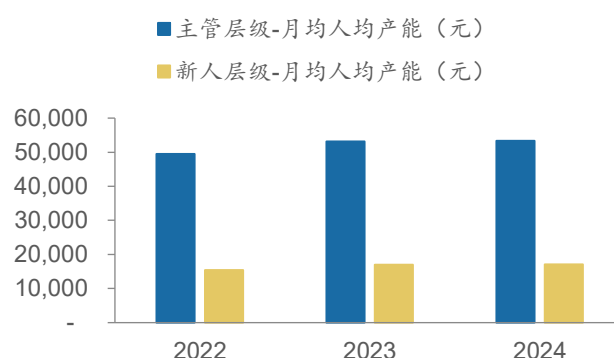
图18：公司月人均期缴保费持续提升



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

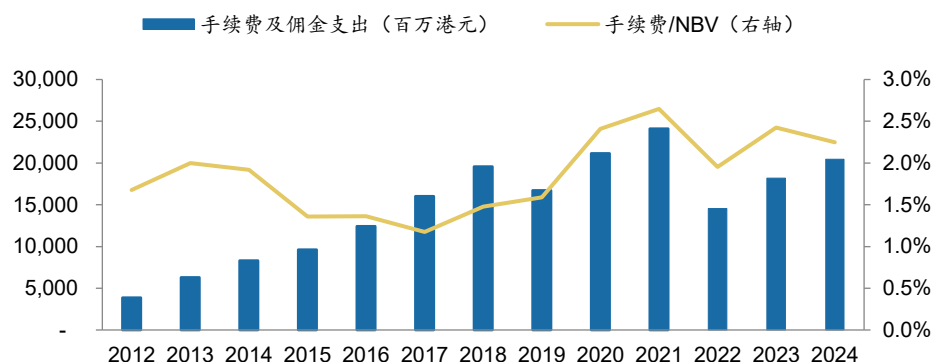
注：月人均期缴保费按照期缴原保费/活动人力计算

图19：中国太平主管级和新人人均产能持续提升



数据来源：中国太平业绩会 PPT，广发证券发展研究中心

图20：太平人寿2024年手续费/NBV占比下降



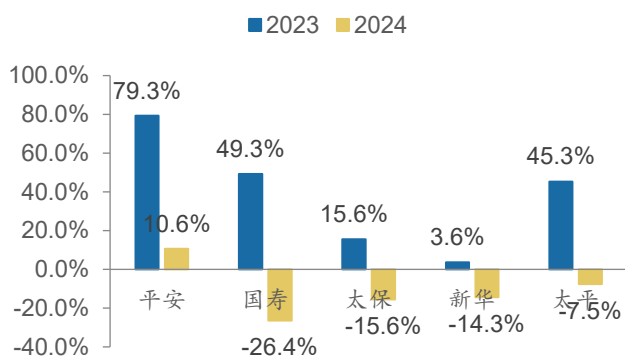
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

展望看，太平人寿2025年个险渠道预计在需求提前释放、分红险转型、报行合一落地新单有所承压，但队伍质态有望持续改善，报行合一深化将进一步推动队伍高质量转型，推动个险渠道的精细化管理。

2. 银保：新单占比较高，银保1+N合作放开有望驱动渠道新单持续增长

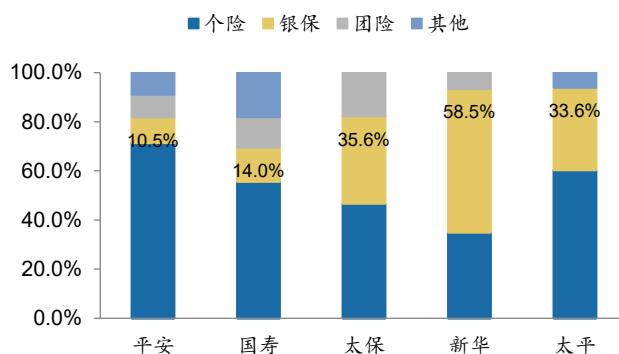
太平人寿银保新单占比高，人均产能和网点合作数量持续提升，2025年有望在低基数下支撑整体新单增长。2024年银保渠道报行合一落地和险企主动压降银保趸缴业务导致太平人寿银保渠道新单保费同比-7.5%，银保渠道基数较低。考虑公司银保渠道占比较高，2024年银保新单占比达到33.6%，接近中国太保水平（35.6%），展望2025年银保报行合一落地和网点1+N合作放开之后，银保渠道竞争模式从过往的高佣金激励竞争模式转变为产品和服务的竞争模式，头部险企有望凸显品牌优势。

图21：2024年上市险企银保新单同比负增



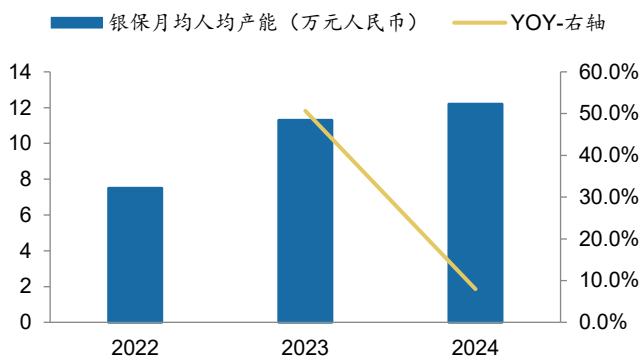
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图22：2024年太平人寿银保新单占比33.6%



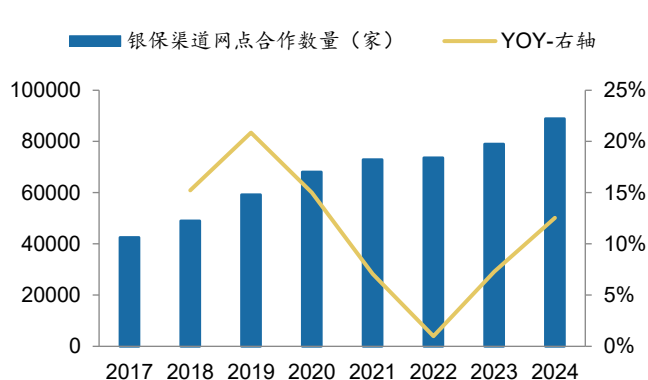
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图23：太平人寿月人均产能持续提升



数据来源：中国太平业绩PPT，广发证券发展研究中心

图24：太平人寿银保网点合作数量持续增长



数据来源：中国太平业绩PPT，广发证券发展研究中心

展望看，太平人寿银保渠道人均产能和银行网点数量持续攀升，价值转型以来

2024年银保人均产能达到12.2万元，网点合作数量从2022年以来快速增长，2023年的银保市场份额达到4.2%，预计银保1+N合作放开后公司银保合作网点有望继续增长，驱动银保渠道有望在低基数下实现增长，支撑全年新单稳增。

表11：2023年中国太平银保渠道总保费市占率达到4.2%，在上市险企中位居

银保渠道市占率	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
中国平安	1.4%	1.9%	2.0%	2.2%	2.4%	2.6%	3.1%
中国人寿	10.7%	9.6%	7.8%	4.1%	4.7%	5.6%	6.2%
中国太保				0.2%	0.7%	2.7%	3.0%
新华保险	1.9%	2.6%	3.0%	3.9%	3.9%	3.9%	3.7%
中国太平	4.1%	3.8%	3.5%	3.7%	4.3%	4.3%	4.2%
人保寿险	5.0%	5.9%	4.4%	3.6%	4.1%	3.9%	3.8%

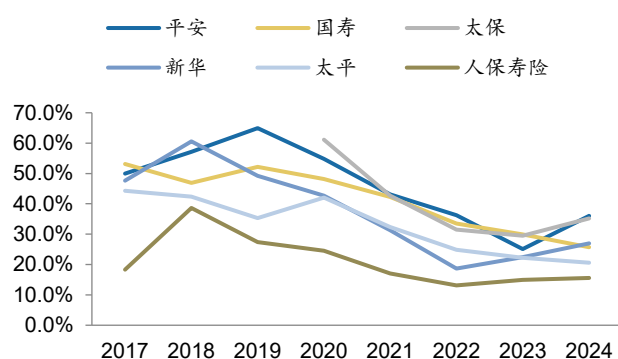
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（三）价值率：报行合一驱动个险 NBVM 改善，银保价值贡献高增

1.个险价值率：较同业偏低而更加受益报行合一政策落地

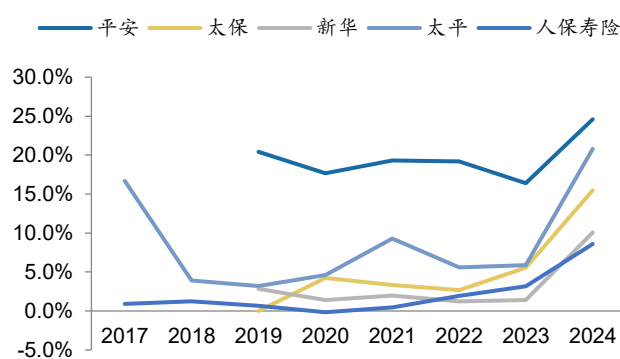
太平人寿个险价值率低于同业，更加受益报行合一改革效果。2024年太平人寿的个险渠道价值率为20.6%，相较头部险企的平安（36%）、太保（35.2%）、国寿（25.7%）、新华（27%）有较大提升空间，虽然个险报行合一的落地效果预计弱于银保渠道报行合一，但考虑公司个险渠道价值率偏低，预计个险报行合一有望助推公司精细化费用管控，推动个险价值率接近行业平均水平。

图25：太平人寿的个险价值率低于同业



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图26：太平人寿 2024 年银保价值率提升最快



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

2.银保价值率：2024年提升幅度最快，银保价值率提升驱动价值化贡献高增

太平人寿银保价值率大幅提升下价值贡献高增，2025年有望在“量增价高”下驱动NBV增长。2024年太平人寿提出“报行合一价值管理体系5.0版本”，率先推

动银保渠道的报行合一转型，NBVM从2023年的5.9%提升至2024年的20.8%，提升幅度为上市险企最高，由此驱动太平银保渠道新业务价值占比从2023年的13.3%提升至2024年的34.9%，占比高于太保，接近新华水平。展望2025年，预计银保渠道新单有望在低基数下保持增长，而公司银保价值率大幅改善，银保渠道价值贡献高增。

表12：2024年太平人寿银保渠道新业务价值占比大幅提升

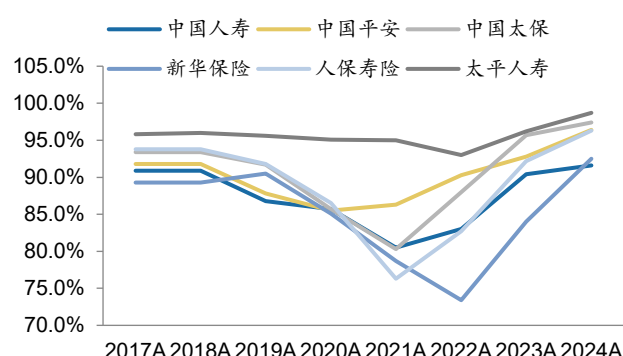
银保渠道新业务价值占比	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
平安	0.5%	0.6%	1.6%	3.2%	4.7%	7.1%	9.5%	12.1%
太保	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	2.3%	9.3%	16.9%	32.8%
新华	5.7%	4.7%	3.0%	3.6%	8.3%	14.3%	13.5%	40.1%
太平	7.8%	1.6%	1.9%	5.8%	9.5%	8.5%	13.3%	34.9%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

3.业务质量：保单继续率延续行业第一且保持提升趋势

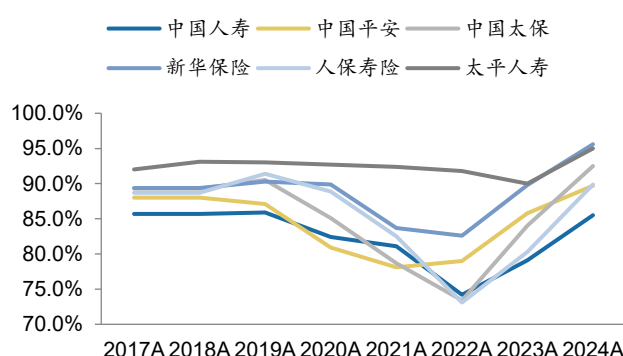
太平人寿对续期业务多年的管控，公司个险及银保渠道继续率自2017年开维维持在90%以上，且长期优于同业，2024年延续提升趋势。如2024年公司个险和银保渠道25个月继续率分别为95%、97.6%，远高于平安（89.7%）和太保（92.5%）的25个月继续率。继续率是公司长久经营的重要指标，而高继续率不仅表明公司代理人的业务品质较高且产品具有竞争力，还表明公司在展业时注重以客户需求为导向，而不是一味追求规模，最后导致退保率有所提高，体现出了公司稳健和以客户为导向的经营特点。我们认为公司强劲的续期业务能够保障CSM摊销比例保持稳定，同时还能够为内含价值中的其他差异项提供正向贡献，有利于公司的可持续发展和内含价值稳定增长。

图27：太平人寿的13个月个险继续率领先同业



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图28：太平人寿的25个月个险继续率领先同业



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（四）EV：假设调整提高可信度，2025 年低基数下有望改善

2024年中国太平EV受投资收益率假设调整大幅下降，但对应也提高了EV的可信度。

2024年太平人寿内含价值较年初-15.7%，其他同业均保持正增长，主要差异来自2024年下调投资收益率假设50bp对公司EV造成29.7%的负向冲击，而太平人寿假设调整影响远高于同业主因对投资收益率的敏感性较高，预计负债成本高于同业。展望2025年，太平人寿NBV有望受益价值率提升驱动增长，支撑EV在低基数下改善，同时分红险转型有助于降低险企的刚性负债成本，改善EV对投资收益率的敏感性，从而提高EV的可信度。

表13：2024年太平人寿受假设调整影响非可比口径EV较年初-15.7%

寿险 EV 增速	2019	2020	2021	2022	2023	2024
平安	23.5%	8.9%	6.3%	-0.2%	-5.0%	0.5%
国寿	18.5%	13.8%	12.2%	2.3%	2.4%	11.2%
太保	18.2%	11.7%	10.3%	5.7%	1.0%	4.9%
新华	18.4%	17.3%	7.6%	-1.3%	-2.0%	3.2%
太平	21.3%	21.7%	19.3%	1.1%	1.1%	-15.7%
友邦	13.7%	5.3%	11.9%	-5.6%	-1.5%	2.4%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表14：太平人寿EV变动分析

EV 变动分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
内含价值预期回报	8.3%	7.6%	8.7%	7.9%	8.3%	8.8%	8.1%	7.1%	6.7%	5.8%
新业务价值	9.2%	10.4%	14.8%	11.3%	7.7%	5.3%	4.5%	3.1%	3.1%	6.0%
最低资本分散效应	0.0%	2.6%	3.6%	2.4%	2.1%	2.3%	1.5%	1.1%	0.8%	1.4%
假设及模型变化	0.0%	-4.9%	0.7%	-0.1%	1.2%	0.3%	0.0%	2.0%	-8.5%	-29.7%
其他经验差异项及汇率影响	7.4%	-8.0%	1.7%	-3.3%	3.3%	7.5%	8.0%	-10.6%	0.3%	1.1%
资本注入或股东红利	0.0%	-2.5%	-2.0%	-1.9%	-1.4%	-2.5%	-2.9%	-1.6%	-1.3%	-1.0%
期末内含价值	24.9%	5.3%	27.5%	16.2%	21.3%	21.7%	19.3%	1.1%	1.1%	-15.7%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

三、业绩改善：审慎税务处理下净利润低基数，承保利润占比高支撑利润稳增

（一）整体：审慎税务处理下净利润低基数，承保利润占比高利源稳定

2024年中国太平审慎税务处理导致所得税率大幅提升，因而2024年净利润基数低于同业。2024年上市险企归母净利润同比增速依次为新华(201.1%)>国寿(131.6%)>太保(64.9%)>平安(47.8%)>阳光(45.8%)>太平(36.2%)，中国太平的净利润增速低于同业，税前利润同比+90%表现较优，主要差异在于公司审慎税务处理下所得税率大幅提升。当前税务局仍是根据旧准则缴纳税项，而由于长端利率下行导致的增提准备金影响当期利润，因此实际缴纳的税额较少甚至为负，因此公司持有的国债等免税收入无法抵扣当年税额，若未来5年有应缴纳的税项，则可以递延事

至未来抵扣税额，形成递延所得税资产（DTA），但太平审慎的税务处理方式，认为短期无法采用新准则缴纳税额，则未来无法有足够的应纳税额所得额来抵扣，因此无法确认DTA，导致太平“未确认的税项亏损之税项影响”2024年规模为87.7亿元，较2023年的29.3亿元增加58.5亿元，导致太平2024年税率达到42.2%，明显高于同业。我们认为2024年所得税率提升导致公司净利润基数较低，相比同业更易实现2025年较好的净利润增速，另一方面若未来险企采用新准则缴纳税额，则太平的“未确认的税项亏损之税项影响”将能转回抵扣应纳税所得额，驱动未来的所得税率下降，从而支撑净利润的增长。

表15：2024年中国太平净利润增速较同业偏低

归母净利润增速-新准则	2019	2020	2021	2022	2023	2024
平安	39.1%	-4.2%	-29.0%	-17.6%	-22.8%	47.8%
国寿	411.5%	-13.8%	1.0%	-36.8%	-30.7%	131.6%
太保	54.0%	-11.4%	9.2%	-8.3%	-27.1%	64.9%
新华	83.8%	-1.8%	4.6%	-34.3%	-59.5%	201.1%
太平	30.9%	-27.3%	14.7%	-62.8%	44.1%	36.2%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表16：上市险企的税率水平（百万元）

	税前利润		所得税		税率	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024
中国人寿	51,988	115,213	719	6,273	1.38%	5.44%
中国平安	120,117	170,495	10,843	23,762	9.00%	13.90%
中国太保	32,001	55,563	4,090	9,122	12.80%	16.40%
新华保险	5,515	28,141	-3,201	1,908	-58.00%	6.80%
中国太平	11,658	22,128	1,381	9,330	11.80%	42.20%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表17：2024年中国太平“未确认的税项亏损的税项影响”大幅提升导致所得税率提高

各项目占税前利润比重	2023	2024
税前利润的名义税项	24.8%	24.9%
不可扣减费用之税项影响	5.4%	2.4%
无需课税收入之税项影响	-43.5%	-23.8%
未确认的暂时性差异之税项影响	-0.5%	-0.6%
来自离岸风险的再保险业务之税项优惠	-0.4%	-0.1%
未确认的税项亏损之税项影响	25.1%	39.7%
往年度税项亏损在本年度使用之税项影响	-0.2%	-0.2%
在其他司法管辖区营运的集团实体因不同税率产生之税务影响	0.0%	0.1%
少提/(多提)以往年度准备	1.0%	-0.2%

税项支出

11.8%

42.2%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

中国太平的保险服务业绩占比明显高于同业，近年经营净利润增速较快。首先对比同业看，中国太平的经营净利润2020-2024年5年CAGR增速达到5.2%，优于太保（2.0%）、平安（-2.7%），其中2022年大幅下滑主要受疫情阶段资本市场波动影响，而2023年和2024年增速均明显领先，主要受益保险服务业绩和投资服务业绩的双提升。其次从经营净利润结构看，2024年寿险、财险、再保、资管的经营净利润占比分别为82.1%、9.2%、7.5%、4.2%，中国太平主要利润仍来自寿险板块，其他板块利润贡献均有所改善。最后从利源结构看，中国太平保险服务业绩占比明显高于同业，是经营净利润增长稳定的主要原因。2024年公司保险服务业绩占税前利润比重为100%，而太保（63%）、平安（58%）、国寿（24%）、新华（57%），考虑2024年投资业绩大幅改善导致险企保险服务业绩占比下滑，我们测算2023年和2024年太平的平均保险服务业绩占比为129%，也位居同业前列。而保险服务业绩大部分主要来自公司寿险板块的CSM释放+营运偏差贡献等，其次为财险和再保险的承保利润增长，利润释放的稳定性较高。展望看，2025年公司受益负债端价值转型，CSM0持续增长积累未来利润，预计CSM利润释放稳定；其次，财险COR有望在大灾减少和政策驱动下COR改善，再保险板块经营质态持续改善，公司经营净利润有望在低基数下实现较好增长。

表18：中国太平2020-2024年经营净利润CAGR优于平安和太保

归母营运利润增速	2020	2021	2022	2023	2024	2020-2024 年 CAGR
平安	4.9%	6.1%	0.3%	-19.7%	9.1%	-2.7%
太保	11.7%	13.5%	13.5%	-5.8%	2.5%	2.0%
太平	-16.6%	4.7%	-49.4%	139.2%	24.5%	5.2%

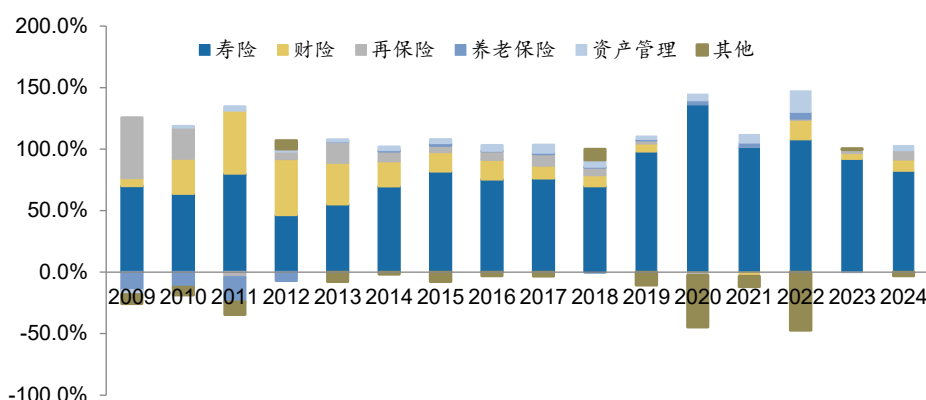
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表19：中国太平的保险服务业绩占比高于同业，所得税费率拖累净利润增长

占税前利润比重	中国太保		中国平安		中国人寿		新华保险		中国太平	
	2023A	2024A	2023A	2024A	2023A	2024A	2023A	2024A	2023A	2024A
保险服务业绩	105%	63%	77%	58%	119%	24%	254%	57%	159%	100%
投资服务业绩	3%	41%	32%	49%	5%	82%	-119%	53%	-48%	11%
其他净收支	-9%	-4%	-9%	-6%	-24%	-6%	-35%	-10%	-11%	-10%
所得税费用	-13%	-16%	-9%	-14%	-1%	5%	58%	-7%	-12%	-42%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图29：中国太平经营净利润结构



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（二）寿险：CSM 增长优于同业，保险服务业绩稳定释放

2019-2024年CSM余额复合增速+6.7%，优于其他险企。我们测算2024年太平人寿保险服务业绩同比+18.4%，除阳光基数较低外，优于其他险企，主要得益于公司坚定价值转型战略，CSM长期增速优于同业，2019-2024年公司CSM余额复合增速达到+6.7%，太保（+0.8%）>国寿（-0.7%）>新华（-3.9%）>平安（-4.5%），太平人寿CSM余额长期增速明显高于其他险企，为其积累长期稳定的承保来源。

表20：上市公司寿险业务保险服务业绩和投资服务业绩情况（亿元）

	中国人寿			平安人寿			太保寿险			新华保险			太平人寿			阳光保险		
	2023	2024	同比	2023	2024	同比	2023	2024	同比	2023	2024	同比	2023	2024	同比	2023	2024	同比
保险服务收入	2,124	2,082	-2.0%	2,236	2,233	-0.1%	855	835	-2.3%	480	478	-0.5%	616	645	4.7%	144	157	9.4%
保险服务费用	1,504	1,805	20.1%	1,340	1,346	0.5%	572	535	-6.4%	333	316	-5.0%	446	442	-1.0%	121	109	-9.4%
保险服务业绩	621	276	-55.5%	896	887	-1.1%	283	300	6.1%	148	162	9.8%	166	197	18.4%	23	48	107.1%
总投资收益	1,296	3,083	137.8%	-	-	-	367	1,006	174.0%	206	765	271.9%	-	-	-	133	172	29.5%
承保财务损失	1,274	2,100	64.8%	-	-	-	412	865	110.2%	265	608	129.3%	-	-	-	-48	-66	37.8%
投资服务业绩	22	983	4341.9%	172	176	2.2%	-44	141	416.7%	-60	157	362.9%	-46	23	149.5%	4,891	6,727	37.5%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心 注：太平人寿单位为百万港元

表21：太平人寿2019-2024年CSM复合增速达到+6.7%优于同业

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019-2024 年 CAGR
平安	16.8%	4.5%	-2.0%	-4.9%	-6.1%	-4.8%	-4.5%
国寿	12.3%	9.0%	-0.2%	-1.9%	-1.8%	-3.5%	-0.7%
太保	15.5%	6.5%	-0.8%	-2.3%	-0.8%	5.6%	0.8%
新华	9.7%	5.9%	-0.5%	-4.5%	-3.6%	4.1%	-3.9%
太平	15.9%	14.0%	10.1%	6.3%	-4.6%	-1.6%	6.7%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2023年和2024年CSM余额有所下滑主要来自VFA模型折现率下调导致的调整CSM估计变更。2023年和2024年太平人寿CSM余额分别较年初-4.7%和-1.6%，除CSM摊销外，主因“调整合同服务边际的估计变更”分别贡献-7.9%和-8.3%的负向贡献，调整csm的估计变更包括“以VFA计量的保单的经济假设变动”（折现率变化导致的保险合同负债变化）以及“非经济假设变动”（死亡率、发生率等非折现率的因子变化导致的保险合同负债变化），太平人寿VFA计量的保单采用即期利率，由于2023年和2024年长端利率下滑导致VFA保单折现率下降，由此提高了VFA保单的合同负债，而根据VFA计量折现率变动直接反映到CSM中在未来摊销中体现。其次，从新业务CSM贡献看，2023年和2024年太平人寿CSM0为CSM余额带来的增速贡献为7.5%和9.3%，优于其他险企，预计受益基数效应和新业务高增影响，新业务带来的未来利润贡献占比高于其他险企。

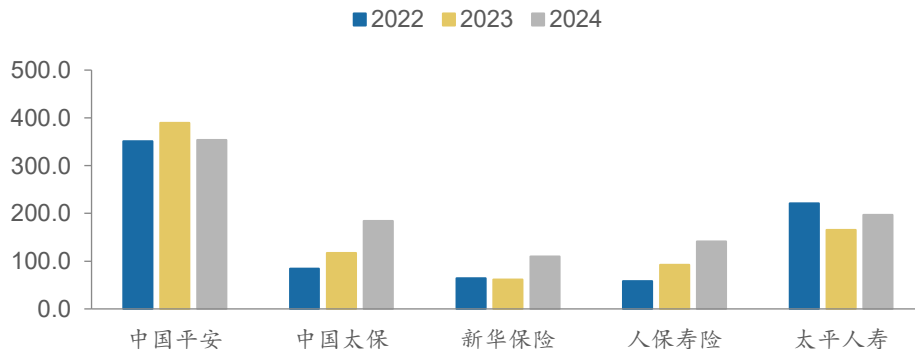
表22：上市险企CSM增速贡献拆解

	中国平安		中国人寿		中国太保		新华保险		太平人寿	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
新业务 CSM	4.8%	4.6%	6.5%	7.5%	3.8%	6.1%	3.5%	6.5%	7.5%	9.4%
预期利息增长	3.1%	3.1%	2.9%	3.0%	1.9%	2.0%	3.1%	4.1%	3.6%	3.6%
调整合同服务边际的估计变更	-5.7%	-2.7%	-2.9%	-5.7%	1.7%	6.2%	-1.6%	2.8%	-6.5%	-4.2%
CSM 摊销	-9.1%	-9.3%	-8.4%	-8.3%	-8.0%	-8.2%	-8.6%	-9.3%	-7.9%	-8.3%
汇率变动及其他									-1.4%	-2.1%
VFA 计量的保险合同金融风险变动	0.8%	-0.6%								
CSM 增速	-6.1%	-4.8%	-1.8%	-3.5%	-0.6%	6.0%	-3.6%	4.1%	-4.7%	-1.6%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

展望看，公司负债端坚持价值转型叠加分红险占比提升，VFA模型利源直接确认到CSM中长期摊销，预计CSM0保持增长态势以积累长期稳定利源，而长端利率企稳下VFA保单的折现率保持稳定，CSM估计变更的负向冲击有望减少，CSM余额有望延续长期稳定增长态势。

图30：中国太平2024年新业务CSM同比+19.2%（单位：亿元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

四、资产配置：加大超长债及高股息资产配置

（一）集团内保险资金：加大超长债与高股息配置，权益提升空间较大

1. 资产配置结构：固收类资产配置比例较高，提升空间较高

公司坚持价值投资理念，近年持续增配超长债以优化久期缺口，固收资产占比高于同业。受益于公司保费的快速增长，集团内保险资金规模从2013年的0.3万亿港元提升至2024年的1.56万亿港元，年均复合增速为16%。公司资产配置结构主要以固定收益类资产为主，且近年在长端利率快速下行背景下持续提升超长债配置以优化久期缺口，2024年固收资产占比达到82.8%，位居上市险企前列。

表23：2013-2024年集团内保险资金资产配置结构

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
固定收益类	78.5%	72.9%	73.0%	79.0%	82.1%	78.6%	78.3%	76.3%	76.6%	78.3%	82.8%
权益类投资	10.1%	14.4%	14.0%	14.0%	12.5%	17.4%	20.2%	18.4%	17.2%	16.3%	13.9%
长期股权投资	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	2.1%	0.0%	1.7%	2.2%	2.1%	1.9%
投资性物业	4.5%	3.3%	4.5%	3.7%	2.9%	2.5%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.5%
现金、现金等价物及其他	6.9%	9.3%	8.4%	3.3%	0.9%	-0.6%	-0.5%	1.8%	2.2%	1.5%	2.8%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

从权益资产结构看，公开市场权益占比较高，公司持续提高FVOCI股票占比。2024年中国太平的公开市场权益占比达13%，仅次于新华（18.8%），2020-2024年平均比重为15.1%，基金和股票分别为4.6%和10.5%，中国太平更青睐直接配置二级市场股票。其次，从会计分类看，2024年中国太平FVOCI股票占总投资资产比重3.0%，较2023年的1.9%大幅提升，公司持续增配高股息资产，通过股息收入缓解长端利率下行造成的利息收入减少。

表24：2024年中国太平市场权益占比13%，仅次于新华保险

公开市场权益占比		2020	2021	2022	2023	2024
平安	平安	11.5%	11.6%	11.1%	11.5%	11.8%
国寿	国寿	11.3%	8.8%	11.4%	11.8%	12.2%
太保	太保	11.4%	12.4%	12.4%	11.1%	11.6%
新华	新华	14.6%	15.4%	14.1%	14.3%	18.8%
太平	太平	17.0%	15.3%	15.8%	14.5%	13.0%
基金		2020	2021	2022	2023	2024
平安	平安	3.1%	4.6%	5.9%	5.3%	4.1%
国寿	国寿	2.8%	2.4%	2.9%	3.8%	4.6%
太保	太保	3.6%	3.9%	3.4%	2.8%	2.3%
新华	新华	5.8%	6.9%	7.2%	6.3%	7.8%
太平	太平	3.8%	4.0%	4.4%	6.1%	4.7%

股票		2020	2021	2022	2023	2024
平安	平安	8.4%	7.0%	5.2%	6.2%	7.6%
国寿	国寿	8.5%	6.4%	8.5%	7.9%	7.6%
太保	太保	7.7%	8.5%	9.0%	8.4%	9.3%
新华	新华	8.8%	8.5%	6.8%	7.9%	11.1%
太平	太平	13.2%	11.3%	11.4%	8.4%	8.3%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表25：上市险企FVTPL和FVOCI股票占比情况

股票-FVTPL	2023H1	2023	2024
国寿	-	96.60%	88.00%
平安	33.00%	40.10%	39.80%
太保	85.90%	85.60%	70.20%
新华	84.00%	86.00%	82.10%
太平	83.20%	80.20%	63.40%
人保	68.80%	64.80%	54.60%
中国财险	24.40%	22.20%	19.60%
股票-FVOCI			
国寿	-	3.40%	12.00%
平安	67.00%	59.90%	60.20%
太保	14.10%	14.40%	29.80%
新华	5.80%	5.00%	17.90%
太平	16.80%	19.80%	36.60%
人保	31.20%	35.20%	45.40%
中国财险	75.60%	77.80%	80.40%

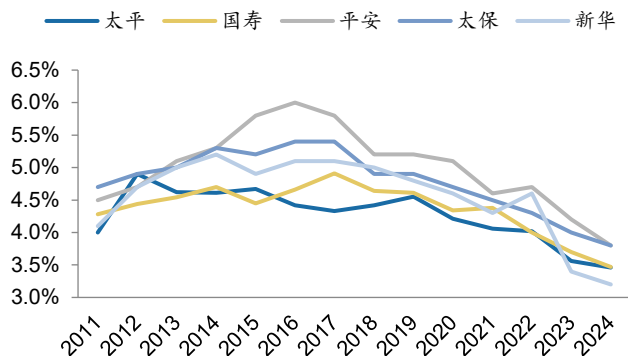
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2. 投资收益率：净投资收益率降幅优于同业，总投资收益率弹性偏小

2024年净投资收益率降幅好于同业。2011-2024年公司平均净投资收益率仅为4.3%，略低于同业，包括国寿（4.4%）、新华（4.6%）、太保（4.8%）和平安（5.0%），但从目前边际变化来看，2024年净投资收益率为3.5%，受长端利率影响下滑0.1pct，而平安（-0.4pct）、国寿（-0.23pct）、太保（-0.2pct）、新华（-0.2pct），对比同业降幅较小，预计主因持续加大FVOCI高股息资产的配置，通过股息收入减缓利息收入下降的影响。此外，固定收益类资产安全性较高，2024年高信用等级的AAA级债券、国债、政策性金融债占债券比重合计达到99.9%。

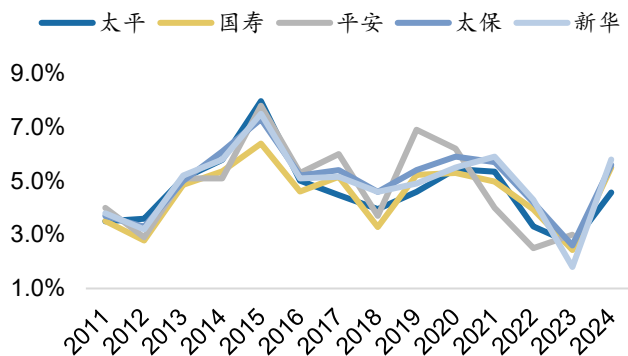
总投资收益率的弹性对比同业较小。2011-2024年平均总投资收益率为4.7%，处于上市险企中游水平，低于太保（5%）、新华（4.9%）、平安（4.8%），高于国寿（4.5%）。2024年股债双牛下，公司总投资收益率同比提升1.9pct至4.6%，对于其他险企的弹性较弱。

图31：2011-2024年上市险企净投资收益率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图32：2011-2024年上市险企总投资收益率

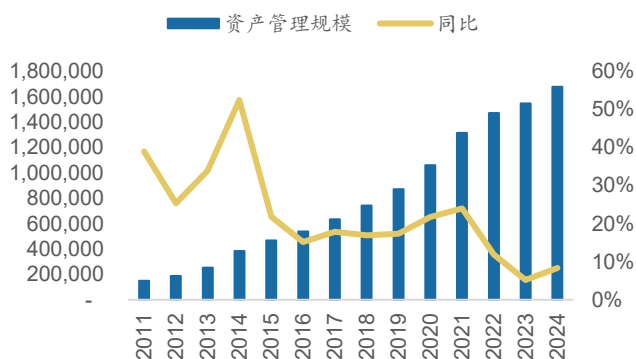


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）资产管理业务：资管规模保持增长，第三方资金推动质的飞跃

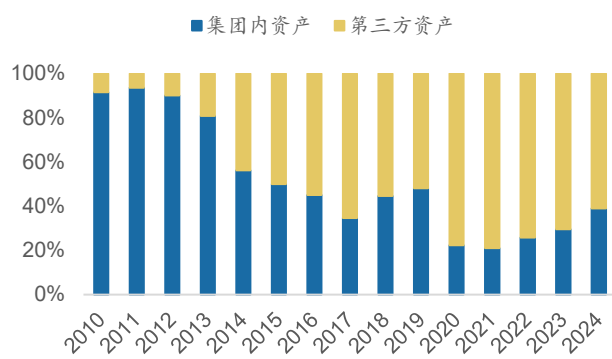
中国太平的资产管理业务主要有太平资产和太平资产（香港）开展，资产规模自2010年起始终保持两位数的增长，由2010年的0.1万亿元提升至2024年的1.7万亿元，年均复合增速高达22.4%。从资产管理业务的资金来源结构来看，太平资产和太平资产（香港）自2013年起开始大力推动第三方资产管理业务的发展，第三方资金规模由2013年的482亿港元提升至2024年的10225亿港元，CAGR为32.0%，专业化运营初见成效，推动第三方资产占总资产管理规模比重由2013年的19.1%快速上升至2024年的61.0%，有助于公司降低资产管理规模的增长对于系统内资金的依赖，保障管理规模实现稳定增长。

图33：2010-2024年资产管理规模及增速（百万港元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图34：2010-2024年资产管理业务资金来源结构

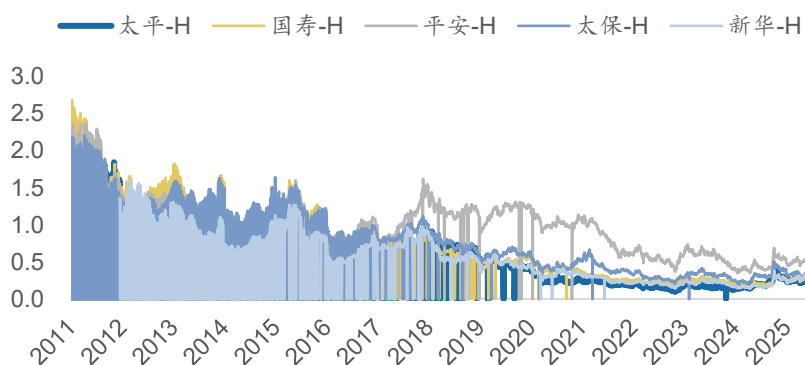


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

五、估值：仍低于同业，兼具安全垫和进攻空间

从P/EV的角度来看，公司估值在两个三年战略期间多次上行，但是自行业景气度下滑以及公司战略频繁调整后持续走低，2024年内外部因素催化估值有所上行，一方面来自公司把握银保报行合一改革机遇推动新业务价值大幅增长，另一方面受益924行情下资产端回暖，但当前估值仍在H股上市险企末位。截至2025年6月19日，公司2025年P/EV估值仅为0.29X，处于历史估值分位数的35.2%。横向对比下，平安（0.50X）、太保（0.35X）、新华（0.37X）、国寿（0.32X）。站在当前时点，我们认为公司估值未来下行空间有限，兼具安全垫与反弹垫，短期看银保支撑新单增长叠加个险报行合一一下NBV有望保持增长态势，净利润受审慎税务处理影响低基数叠加承保利润占比高而利润增长相对稳定，长期看公司分红险转型战略坚决且领先同业，负债结构的优化有望降低公司刚性负债成本和缩短久期缺口，由此降低EV对投资收益率的敏感性，改善净资产波动问题，助力公司长期经营质态改善。

图35：2011-2025年H股上市险企动态P/EV估值水平（截至2025年6月19日）

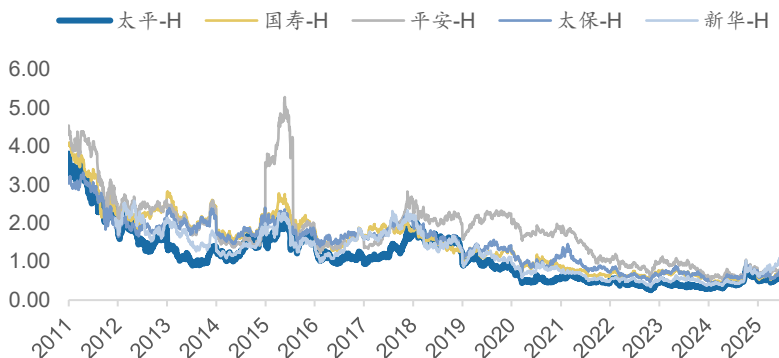


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：上述公司2025年动态PEV对应的BVPS取自广发证券盈利预测。

从PB的角度来看，截至2025年6月19日，公司2025年PB估值仅为0.59X，处于历史估值分位数的34.3%。横向对比下，公司PB估值远低于H股上市同业，包括新华（1.08X）、平安（0.75X）、国寿（0.72X）、太保（0.66X）。

图36：2011-2025年H股上市险企动态PB估值水平（截至2025年6月19日）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：上述公司 2025 年动态 PB 对应的 BPS 取自广发证券盈利预测。

六、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

寿险：2025年公司分红险转型节奏快于同业，预计个险新单保费有望实现稳增，假设2025-2027年个险新单保费分别同比+3.6%、+4.2%、+4.5%，而银保渠道受益1+N合放开，预计新单保费在低基数下实现高增长，2025-2027年银保新单保费分别预计同比+14.9%、+9.9%、+5.0%，团险新单保费分别预计同比+10%、+10%、+10%，由此整体新单保费分别预计同比+10.4%、+12.0%、+14.9%。

财险：2025年乘用车需求旺盛叠加车均保费企稳，预计公司车险保费增速逐步走扩，2025-2027年分别预计同比+3.0%、+3.0%、+3.0%；水险保费快速增长态势，分别预计同比+8.0%、+8.0%、+8.0%，非水险增速有望持续走扩，分别预计同比+5.0%、+8.0%、+10.0%，整体境内财险保费增速分别预计同比+3.8%、+5.0%、+5.8%，境外财险保费增速保持快速增长，分别预计同比+10.0%、+10.0%、+10.0%。

再保险：预计2025年公司持续优化业务结构，压缩高COR业务以改善盈利能力，预计2025-2027年再保险保费增速分别预计同比-5%、-2%、+5%。

表26：太平人寿保费预测（单位：百万元）

寿险业务	2023	2024	2025E	2026E	2027E
(1) 个险渠道	125,323	127,857	136,905	141,429	145,966
新单保费	28,631	28,426	29,437	30,662	32,027
期交	19,959	20,202	21,212	22,273	23,386
趸交	8,672	8,224	8,224	8,389	8,640
续期保费	96,692	99,431	107,469	110,767	113,939
(2) 银行渠道	53,217	58,900	70,963	79,818	91,213
新单保费	17,107	15,819	18,171	19,964	20,962

	期交	16,938	15,390	17,699	19,469	20,442
	趸交	169	429	471	495	520
	续期保费	36,109	43,081	52,792	59,854	70,251
(3)	团险渠道	657	564	620	682	751
(4)	多元渠道	8,307	8,546	11,752	16,162	21,390
	新单保费	2,640	2,842	4,367	7,595	13,897
	期交	1,077	1,273	1,228	1,318	1,343
	趸交	1,563	1,569	3,139	6,277	12,554
	续期保费	5,667	5,703	7,386	8,566	7,493
	寿险保费	187,503	195,867	220,241	238,091	259,319

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表27：财险业务保费增速预测（单位：百万元）

财险业务	2023	2024	2025E	2026E	2027E
车险	20,560	21,006	21,636	22,285	22,953
水险	717	802	866	936	1,011
非水险	12,110	12,489	13,114	14,163	15,579
境内财险	33,387	34,297	35,616	37,383	39,543
境外财险	5,086	5,350	5,886	6,474	7,121

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表28：再保险业务保费增速预测（单位：百万元）

再保险	2023	2024	2025E	2026E	2027E
一般业务	12,535	11,431	10,991	10,771	11,310
人寿业务	3,716	3,995	3,664	3,590	3,770
合计	16,251	15,426	14,655	14,362	15,080

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（二）投资建议

展望2025年，我们认为中国太平分红险转型有望持续领跑，其次银保新单占比高预计在银行网点1+N合作放开下支撑新单增长，个险NBVM偏低更受益个险报行合一，同时2024年受审慎税务处理影响净利润基数较低而保险服务业绩占比高，业绩有望稳增下PEV和PB估值均低于同业。

产品转型：战略坚决且进展领先，分红险转型助推公司改善经营质效。（1）公司2024年优化负债结构项目组，2025年推出6.0价值管理体系，从目标导向、业务推动、考核引导、配套支持、资负协同等维度推动分红险转型，2025年前2月个险和银保分红险新单占比为98.9%和88.6%，进展领先同业。（2）分红险转型具备历史禀赋优势，历史分红险市占率超10%，分红实现率长期保持100%（除2023年）。（3）分

红险转型有望改善公司经营质态，降低EV对投资收益率的敏感性，降低净利润与净资产的波动，最后中长期有助优化竞争格局。

价值增长：银保占比高有望支撑新单增长，个险NBVM偏低更加受益报行合一。公司2010-2024年NBV复合增速达12.2%领先同业，价值成长战略引领报行合一改革成效显著，2024年NBVM达20.7%领先同业。展望公司银保新单占比高有望支撑全年新单增长，个险NBVM略低于同业下更加受益报行合一政策推行，NBV有望保持较好增速。

业绩改善：2024年公司审慎税务处理下所得税率达到42.2%使得净利润基数较低，考虑公司保险服务业绩占比高而业绩释放稳定，叠加财险和再保险景气度持续改善，预计2025年业绩有望实现稳健增长。

盈利预测与投资建议：预计25-27年EPS分别2.8/3.3/3.9港币/股，我们以中国平安、中国人寿、新华保险、中国太保等4家以寿险为主业的公司作为可比标的，考虑公司在港交所上市，因此参考中国平安H、新华保险H、中国太保H、中国人寿H等4家公司的2025E平均PEV为0.38倍，考虑中国太平从2021年价值转型以来新业务价值率持续改善，价值增速优于同业，其次2025年分红险转型战略坚决，分红险占比提升预计率先优化公司资产负债管理能力，最后银保有望支撑价值增长，经营质态持续改善，由此按照EV法给予公司25年H股合理估值0.35XPEV，对应合理价值16.31港币/股，给予“买入”评级。

表29：可比公司估值表（截至2025年6月20日）

股票简称	股票代码	货币	最新收盘价 (元)	EPS(元)		PE(x)		P/EV(x)	
				2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
中国平安	601318.SH	CNY	53.20	7.14	7.89	7.45	6.74	0.63	0.61
新华保险	601336.SH	CNY	55.25	9.31	9.95	5.93	5.55	0.59	0.52
中国太保	601601.SH	CNY	34.87	5.98	6.40	5.83	5.45	0.53	0.48
中国人寿	601628.SH	CNY	39.50	2.44	2.50	16.19	15.80	0.73	0.66
中国平安	02318.HK	HKD	46.00	7.14	7.89	5.90	5.34	0.50	0.48
新华保险	01336.HK	HKD	37.90	9.31	9.95	3.73	3.49	0.37	0.33
中国太保	02601.HK	HKD	25.00	5.98	6.40	3.83	3.58	0.35	0.31
中国人寿	02628.HK	HKD	17.74	2.44	2.50	6.66	6.50	0.30	0.27
友邦保险	01299.HK	HKD	66.75	0.56	0.59	15.18	14.41	1.35	1.19
中国财险	02328.HK	HKD	14.68	1.58	2.04	8.51	6.59	0.95	0.85

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：盈利预测与广发非银最新外发报告一致，EPS中友邦保险为美元，其余均为人民币

七、风险提示

分红险转型不及预期：当前公司分红险转型战略坚决且布局领先，分红险销售不及预期将影响公司长经营质态。

资本市场波动风险：长端利率震荡影响保险公司的利差趋势，股市波动对公司权益投资造成影响。

巨灾损失频繁：自然灾害导致频繁且金额巨大的保险赔付，再保险经营净利润由盈转亏。

资产负债表

单位：亿元人民币

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
FVTPL	4,605	4,500	4,860	5,248	5,668
FVTOCI	6,381	8,802	10,122	10,872	12,403
AC	1,253	1,122	1,077	1,044	1,013
现金及现金等价物	426	444	463	483	504
买入返售证券	71	20	46	33	39
长期股权投资	279	289	284	287	285
保险合同资产	15	9	9	9	10
再保险合同资产	113	108	113	119	125
应收集团内款项	13	13	13	13	13
应收金融租赁款	534	449	491	470	481
银行存款已抵押及受限制	24	12	18	15	17
原到期日起三个月的银行	442	607	524	565	545
法定存款	61	64	63	64	63
固定资产	662	690	676	683	679
商誉	4	4	4	4	4
无形资产	3	3	3	3	3
递延税项资产	115	85	100	93	96
其他资产	95	124	110	117	113
资产总计	15,095	17,343	18,975	20,122	22,061
保险合同负债	11,965	14,134	15,679	16,743	18,584
再保险合同负债	1	1	1	1	1
投资合约负债	60	204	132	168	150
递延税项负债	20	19	19	19	19
据需付息票	286	108	197	153	175
银行贷款	712	699	705	702	704
租赁贷款	16	14	15	15	15
卖出回购证券	293	467	490	479	484
应付集团内公司款项	0	0	0	0	0
其他应付及应计款项	404	468	436	452	444
当期税项	11	6	8	7	8
负债	13,769	16,119	17,683	18,738	20,584
股本	408	408	408	408	408
储备	382	303	371	464	556
永续次级资本证券	160	160	160	160	160
归属于母公司股东权益	790	711	779	871	964
少数股东权益	376	353	353	353	353
股东权益	1,326	1,224	1,292	1,385	1,477
负债及股东权益	15,095	17,343	18,975	20,122	22,062

利润表

单位：亿元人民币

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,485	1,838	1,892	1,997	2,111
保险服务收入	1,075	1,113	1,179	1,270	1,379
利息收益	357	402	407	428	442
利息收入	276	301	316	331	348
公允价值变动	82	102	92	97	94
其他投资回报	-3	250	230	220	210
长股投收益	-2	27	27	27	27
其他收益	57	46	49	51	54
营业支出	-1,369	-1,617	-1,686	-1,756	-1,845
保险服务费用	-863	-864	-916	-973	-1,046
再保合同净费用	-27	-28	-30	-32	-34
承保财务费用	-360	-610	-623	-635	-648
分出再保险收益	3	4	4	4	4
投资合约变动	4	-1	-1	-1	-1
金融资产减值	-17	-13	-15	-14	-15
其他行政费用	-70	-69	-70	-69	-70
其他财务费用	-38	-35	-36	-35	-36
利润总额	117	221	206	241	267
减：所得税费用	-14	-93	-51	-60	-53
净利润	103	128	154	181	213
归母净利润	62	84	100	117	139

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	14.10%	23.74%	2.96%	5.51%	5.76%
归母净利润增长	44.05%	36.22%	19.03%	17.06%	18.03%
归母净资产增长	-5.90%	-10.01%	9.55%	11.91%	10.64%
获利能力					
ROE	7.84%	11.86%	12.89%	13.48%	14.38%
ROA	0.41%	0.49%	0.53%	0.58%	0.63%
每股指标					
EPS	1.50	2.35	2.79	3.27	3.86
BVPS	21.98	19.78	21.67	24.25	26.83
估值比率					
P/E	8.37	5.34	4.48	3.83	3.24
P/B	0.57	0.63	0.58	0.52	0.47

广发非银金融行业研究小组

陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017 年进入广发证券研究发展中心。

刘 洪：联席首席分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

严 漪 澜：高级分析师，中山大学金融学硕士，2022 年进入广发证券发展研究中心。

李 怡 华：高级研究员，上海财经大学财务管理硕士，2023 年进入广发证券发展研究中心。

唐 关 勇：高级研究员，对外经济贸易大学保险学硕士，2025 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。