

人身险负债端质效改善，NBV 高增驱动价值抬升

2025 年 08 月 23 日

**分析师：张凯烽**

执业证号：S0100524070006

邮箱：zhangkaifeng@mszq.com

分析师：李劲锋

执业证号：S0100525080005

邮箱：lijinfeng_2@mszq.com

➤ **事件：阳光保险发布 2025 年中期业绩：**总保费收入 808.1 亿元，同比+5.7%；归母净利润 33.9 亿元，同比+7.8%；年化加权平均 ROE 5.7%，同比+0.5pct；内含价值 1,284.9 亿元，较上年末+11.0%。人身险业务比重进一步提升，保费收入占比上升至 68.6%。阳光人寿新业务价值 40.1 亿元，同比+47.3%。

➤ **人身险：规模稳中有进，传统型占比继续抬升，续期高增驱动价值修复。**人身险保费收入 554.4 亿元，同比+7.1%；其中续期 364.3 亿元，同比+13.3%。渠道看，银保总保费 354.4 亿元，同比+4.2%；个险总保费 153.4 亿元，同比+12.1%。产品结构上，传统型寿险保费 426.5 亿元，同比+13.7%，在寿险中占比 76.9%，比重持续提升。结构向长长期、续期占比更高的传统型倾斜，有望继续抬升 NBV 斜率并稳定负债成本。

➤ **财产险：意外伤害和短期健康险拉动，综合成本率缓解。**财产险保费收入 252.7 亿元，同比+2.5%；其中非车险 127.8 亿元，同比+12.5%，占比 50.6%，同比提升 4.5pct。综合成本率 98.8%，同比下降 0.3pct；承保利润 2.9 亿元，同比+42.4%。分险种看，意外伤害和短期健康险保费 52.1 亿元，占比 20.6%。

➤ **投资端：投资资产规模扩大，收益率平稳，以 FVOCI 为主、股票规模提升。**期末投资资产 5,918.6 亿元，较上年末+7.9%；年化净/总/综合投资收益率 3.8%/4.0%/5.1%，净投资收益 107.0 亿元，同比+28.5%。资产配置中，固定收益类占比 69.4%；股票类 14.1%，较上年末+1.8pct。FVOCI 占比 61.7%，仍为主要计量方式；按摊余成本计量金融资产占比 14.3%，较上年末+5.0%。

➤ **投资建议：**公司寿险业务稳健增长，前瞻应对利率下行，强化资产负债联动，价值创造能力持续向好；财险坚持“好中求进”发展理念，业务有望保持较快增长，综合成本率和承保盈利有望不断优化。我们预计公司 2025E-2027E 营业总收入分别为 936/971/1006 亿元，归母净利润分别为 59/63/67 亿元，EPS 分别为 0.52/0.55/0.58 元，以 2025 年 8 月 22 日收盘价计，PEV 分别为 0.4 倍/0.4 倍/0.3 倍，PB 分别为 0.7 倍/0.6 倍/0.6 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**政策不及预期、资本市场波动加大、居民财富增长不及预期、长端利率下行超预期、险企改革不及预期。

推荐**维持评级****当前价格：****4.48 港元****相关研究**

1. 阳光保险 (06963.HK) 深度报告：从高 ROE 到高股息：资负双轮驱动的价值跃迁-2025/07/09

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	90,270	93,622	97,075	100,620
增长率 (%)	15.4%	3.7%	3.7%	3.7%
归属母公司股东净利润 (百万元)	5,449	5,924	6,325	6,668
增长率 (%)	45.8%	8.7%	6.8%	5.4%
每股收益 (元)	0.47	0.52	0.55	0.58
PEV	0.5	0.4	0.4	0.3
PB	0.8	0.7	0.6	0.6

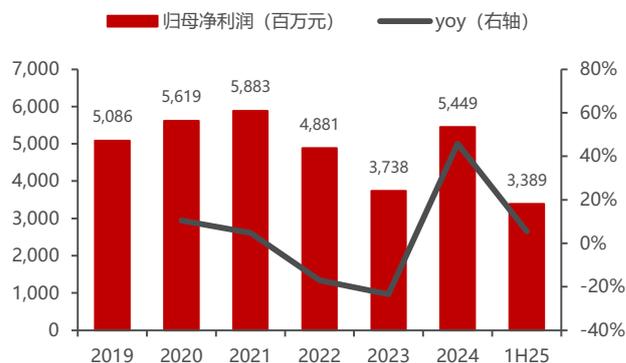
资料来源：iFinD，民生证券研究院；注：股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价，汇率 1HKD=0.9170RMB

图1：阳光保险集团营业总收入及同比情况



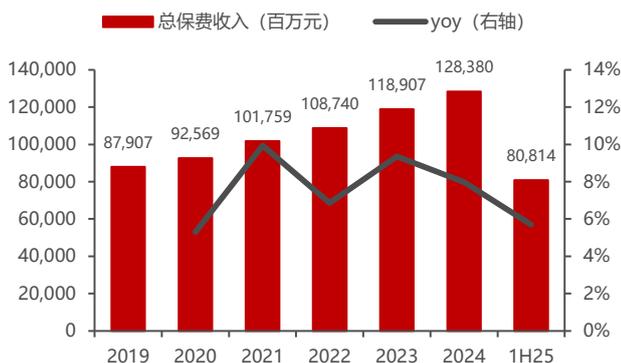
资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院；注：自2023年起切换为新准则IFRS17和IFRS9，同时2022年为新准则重述后的数据

图2：阳光保险集团归母净利润及同比情况



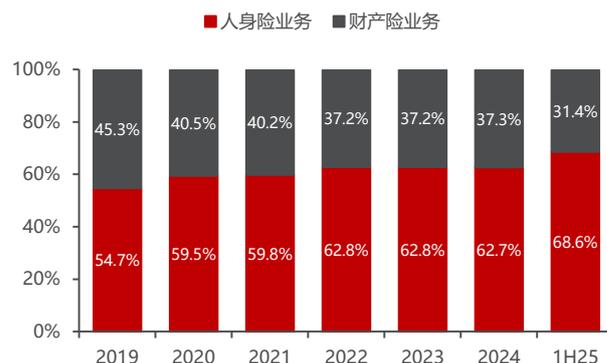
资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院；注：同左，2023年会计准则发生变更

图3：阳光保险集团总保费收入及同比情况



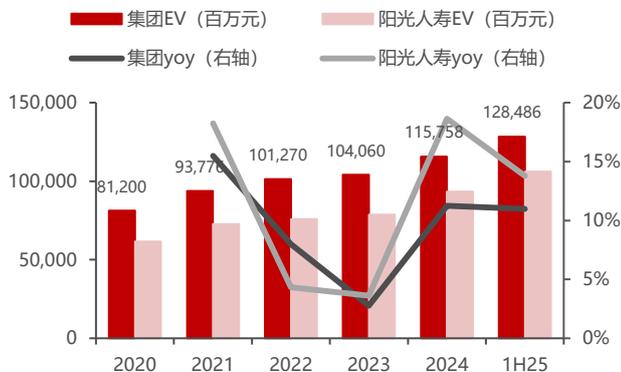
资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

图4：阳光保险集团保费收入结构



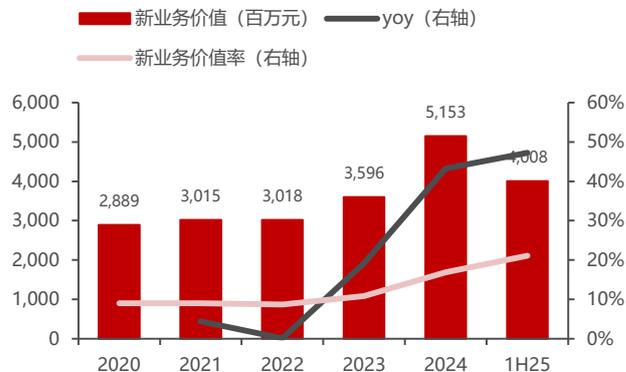
资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

图5：阳光保险集团内含价值及同比情况



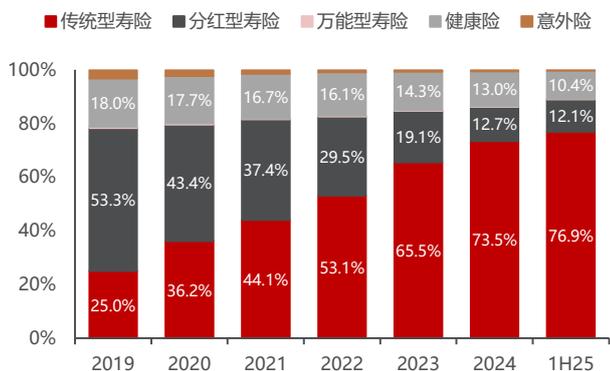
资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

图6：阳光人寿新业务价值情况



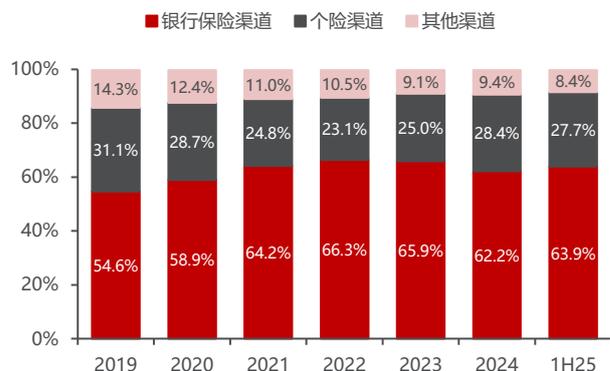
资料来源：阳光保险公司公告，民生证券研究院

图7: 阳光人寿险种结构



资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院

图8: 阳光人寿渠道结构



资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院

图9: 阳光人寿银保渠道保费收入情况



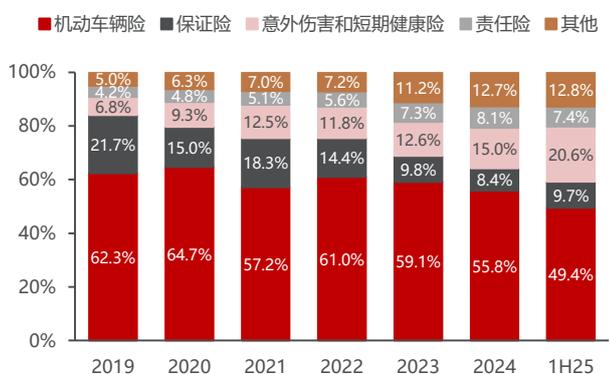
资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院

图10: 阳光人寿个险渠道保费收入情况



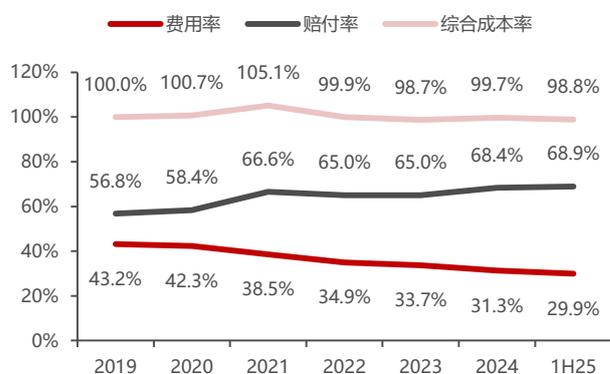
资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院

图11: 阳光财险保费收入结构



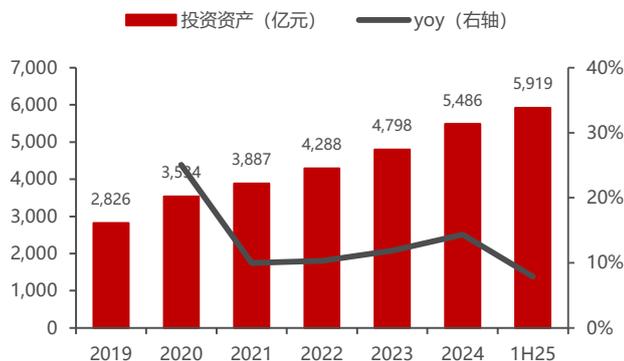
资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院

图12: 阳光财险承保费率情况



资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院

图13: 阳光保险投资资产及同比情况



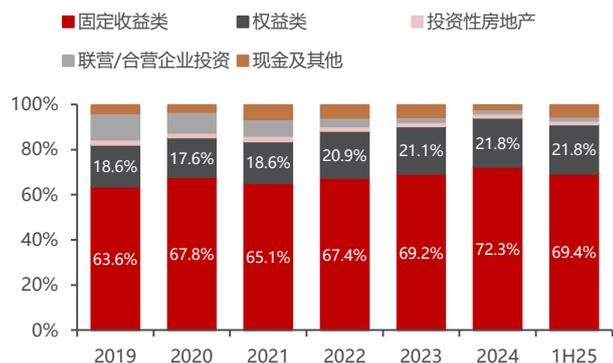
资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院

图14: 阳光保险投资收益率表现



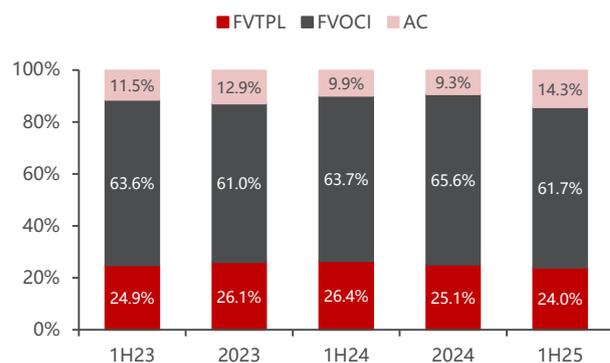
资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院

图15: 阳光保险大类资产配置结构



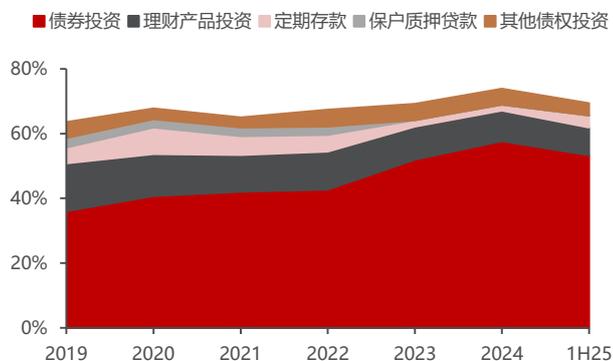
资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院

图16: 阳光保险按投资目的划分的投资组合结构 (新会计准则)



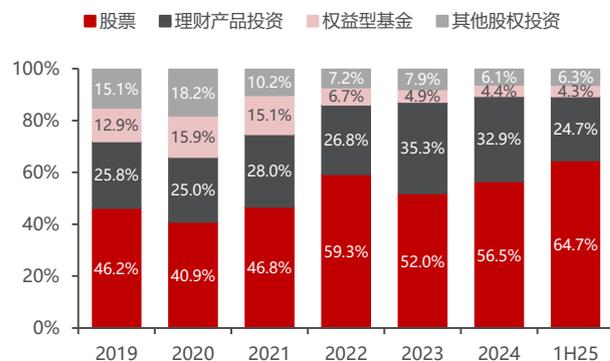
资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院

图17: 阳光保险固收类资产结构



资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院

图18: 阳光保险权益类资产结构



资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院

阳光保险财务报表数据预测汇总

损益表 (亿元)					资产负债表 (亿元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
保险服务收入	640	669	700	731	货币资金	67	69	71	73
投资收益	131	132	133	134	金融投资	5,000	5,667	6,454	7,370
其他业务收入	31	32	33	34	定期存款	99	104	109	114
营业总收入	903	936	971	1,006	长期股权投资	104	105	109	112
保险服务费用	-585	-602	-621	-633	其他资产	50	55	61	68
承保财务损失	-119	-130	-144	-158	总资产	5,818	6,531	7,371	8,341
业务及管理费	-81	-85	-90	-94	预收保费	7	7	8	9
税前利润总额	81	89	94	99	保险合同负债	4,573	5,191	5,917	6,746
所得税费用	-26	-27	-29	-30	其他负债	128	139	153	169
净利润	55	61	65	69	总负债	5,184	5,848	6,615	7,487
归母净利润	54	59	63	67	股本	115	115	115	115
					资本公积	239	249	281	336
					股东权益合计	634	683	756	854
					负债和股东权益合计	5,818	6,531	7,371	8,341

估值与盈利				
	2024A	2025E	2026E	2027E
PE (倍)	9	8	7	7
PB (倍)	0.8	0.7	0.6	0.6
PEV (倍)	0.5	0.4	0.4	0.3
ROE (%)	8.78	8.85	8.51	7.94
ROA (%)	0.94	0.91	0.86	0.80

每股数据 (元)					增长与盈利 (%)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
EPS (摊薄)	0.47	0.52	0.55	0.58	保险服务收入增长	6.85	4.60	4.54	4.46
DPS	0.19	0.19	0.21	0.23	投资收益增长	1.46	0.01	0.01	0.01
BVPS	5.40	5.82	6.46	7.30	归母净利润增长	45.77	8.73	6.75	5.42
					总资产增长	13.26	12.25	12.87	13.16

资料来源: 阳光保险公司公告, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价)

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048