

中国太平 (00966.HK)

2025 年中报点评: 分红险转型成效显著, 产险利润同比大增

2025 年 08 月 29 日

证券分析师 孙婷

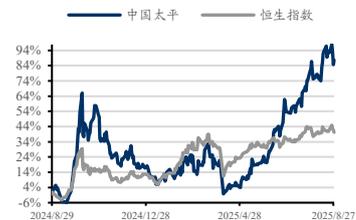
执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

买入 (维持)

| 盈利预测与估值 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 保险服务收入 (百万港元) | 107489 | 111268 | 112846 | 114544 | 116369 |
| 同比 (%) | -1.3% | 3.5% | 1.4% | 1.5% | 1.6% |
| 归母净利润 (百万港元) | 6190 | 8432 | 9705 | 10906 | 12513 |
| 同比 (%) | 44.1% | 36.2% | 15.1% | 12.4% | 14.7% |
| EV (港元/股) | 56.5 | 48.6 | 52.7 | 60.0 | 68.5 |
| P/EV | 0.32 | 0.38 | 0.35 | 0.31 | 0.27 |

股价走势



投资要点

- **事件: 中国太平发布 2025 年中报业绩。** 1) 25H1 归母净利润 67.6 亿港元, 同比+12.2%; 其中寿险/境内财险/境外财险/再保险/资管分别同比+5.5%/+85%/-15%/+75%/-24%。2) 25H1 太平人寿 NBV 61.8 亿元, 可比口径下同比+22.8%。3) 截至 25H1, 太平人寿 EV 2039 亿元, 较年初+6.5%。4) 截至 25H1, 净资产 742 亿港元, 较年初+4.4%。5) 25H1 ROE 9.3%, 同比+1.7pct。
- **整体利润承压。** 1) 25H1 集团整体保险服务业绩 123 亿港元, 同比+9.5%。2) 截至 25H1, 合同服务边际 2132 亿港元, 较年初+2.6%。3) 25H1 税项开支 10.7 亿元, 较去年同期 75.5 亿元大幅减少。税前利润 103 亿港元, 同比-37.9%。
- **寿险: 分红险转型领先同业, 预定利率下调带动价值率提升。** 1) 25H1 保险服务业绩 109 亿港元, 同比+6.0%。合同服务边际 1938 亿港元, 较年初+1.1%。2) 25H1 新单保费同比+2.7%; 其中个险渠道占比同比-3.1pct, 银保占比同比+3.8pct。分红险转型成效显著, 新单长险下全渠道分红险占比 91%, 其中个险渠道占比 97.5%、银保渠道占比 86%。3) NBV: 25H1 公司整体 NBV 可比口径下同比+22.8%。其中个险渠道 NBV 44.7 亿港元, 同比+22.4%; 银保渠道 NBV 21.1 亿港元, 同比+23.9%。NBV Margin 21.6%, 可比口径下同比+3.1pct。其中个险渠道同比+3.6pct, 银保渠道同比+1.8pct。4) 人力: 截至 25H1, 代理人规模 22.5 万人, 较年初基本持平。人均期缴保费较年初+3.8%至 2.4 万元。
- **产险: 综合成本率优化, 各险种保费增速保持稳定。** 1) 25H1 太平产险综合成本率 95.5%, 同比-1.5pct。2) 25H1 原保费收入 193 亿港元, 同比+3%。其中车险同比+0.5%, 水险同比+2%, 非水险同比+6.6%。3) 25H1 盈利 6.9 亿港元, 同比+85%。
- **投资: 增配债券、减配基金, 综合投资收益率大幅下降。** 1) 截至 25H1, 投资资产规模 16833 亿港元, 较年初+7.8%。债券占比较年初+2pct, 股票占比较年初持平, 基金占比较年初-0.4pct, 其他类别资产占比较年初-1.6pct。2) 截至 25H1, OCI 股票规模较年初+7.4%, OCI 股票占比较年初-1.7pct 至 35%。3) 25H1 年化净投资收益率 3.1%, 同比-0.4pct; 年化总投资收益率 2.7%, 同比-2.6pct。未年化综合投资收益率 1.9%, 同比-3.7pct。
- **盈利预测与投资评级:** 2025 年权益市场持续走强, 结合公司 2025 年上半年经营情况, 我们上调盈利预测, 2025-2027 年归母净利润为 97/109/125 亿元 (前值为 93/109/125 亿元)。当前市值对应 2025E PB 0.83x、PEV 0.35x, 仍处低位。我们看好公司寿险分红型转型; 财险业务综合成本率持续优化, 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) | 18.30 |
| 一年最低/最高价 | 9.21/19.60 |
| 市净率(倍) | 0.89 |
| 港股流通市值(百万港元) | 65,770.54 |

基础数据

| | |
|-----------|----------|
| 每股净资产(港元) | 20.66 |
| 资产负债率(%) | 92.72 |
| 总股本(百万股) | 3,594.02 |
| 流通股本(百万股) | 3,594.02 |

相关研究

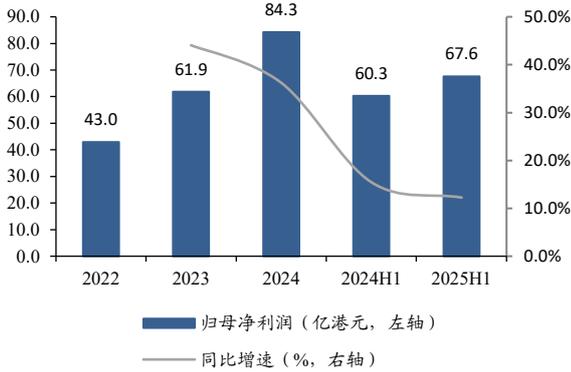
《中国太平(00966.HK.): 2024 年年报点评: 可比口径下 NBV+94%, 综合投资收益率大幅增长》

2025-03-25

《中国太平(00966.HK.): 代理人管控卓越, NBV 优于大势》

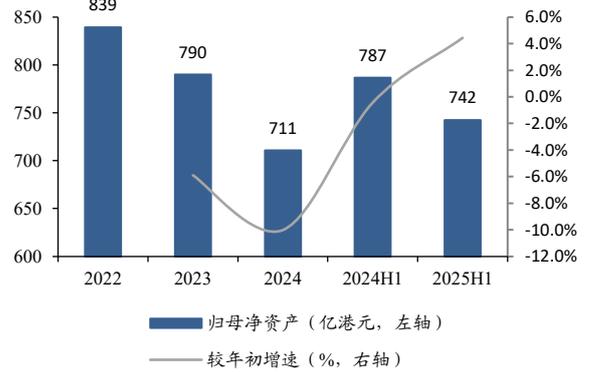
2018-08-26

图1: 中国太平 2022-2025H1 归母净利润



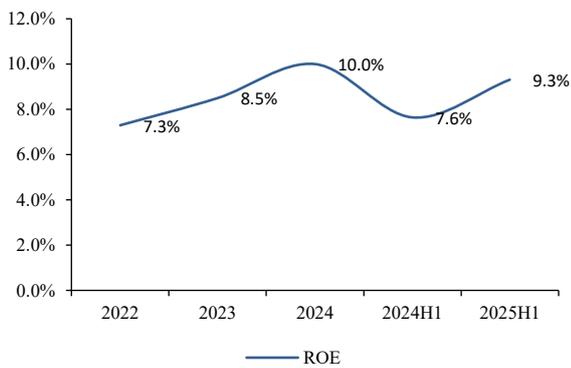
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 中国太平 2022-2025H1 归母净资产



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 中国太平 2022-2025H1 ROE



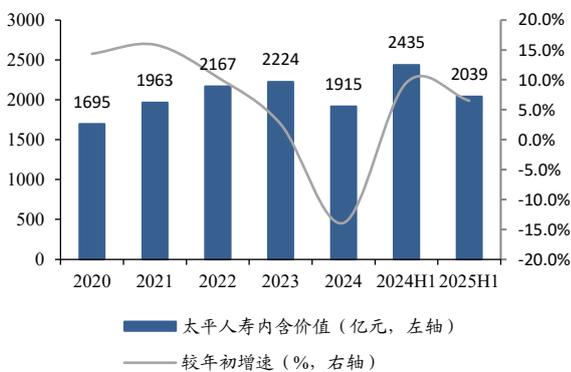
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 太平财险 2021-2025H1 综合成本率



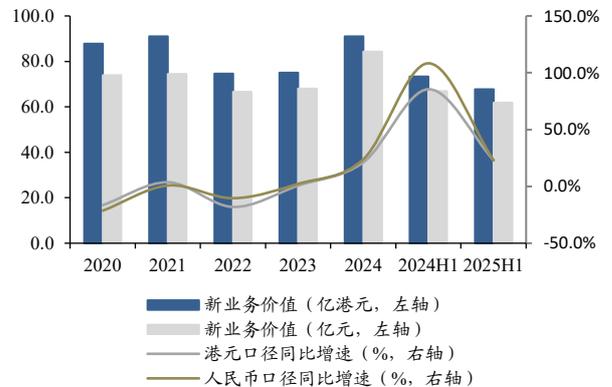
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 太平人寿 2021-2025H1 内含价值



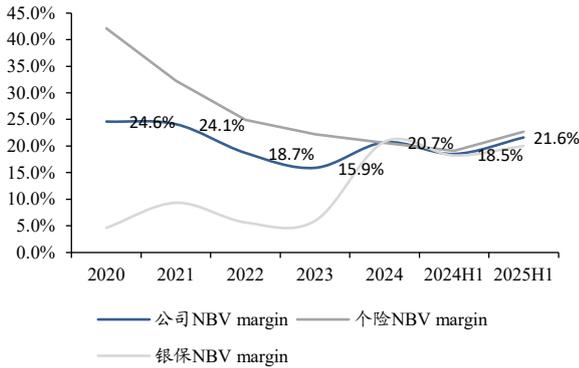
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 太平人寿 2022-2025H1 新业务价值



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图7: 太平人寿 2021-2025H1 新业务价值率



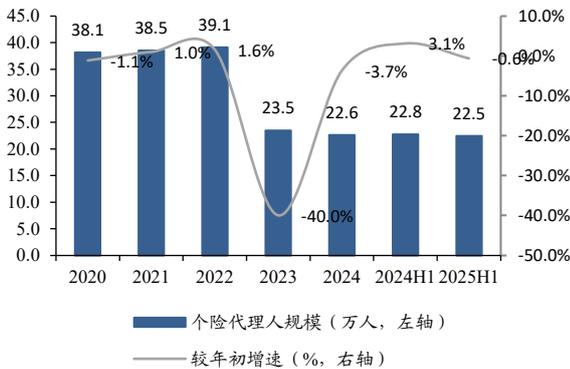
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图8: 太平人寿 2021-2025H1 新单保费渠道占比



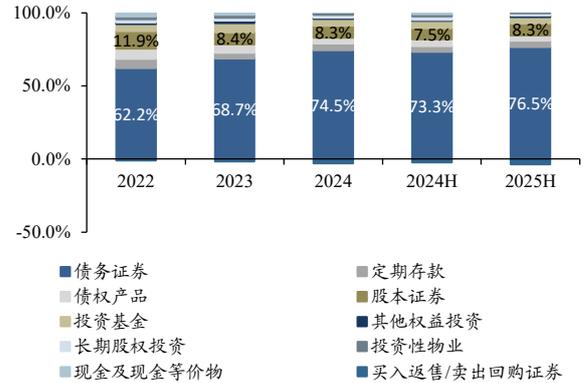
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图9: 太平人寿 2021-2025H1 个险代理人规模



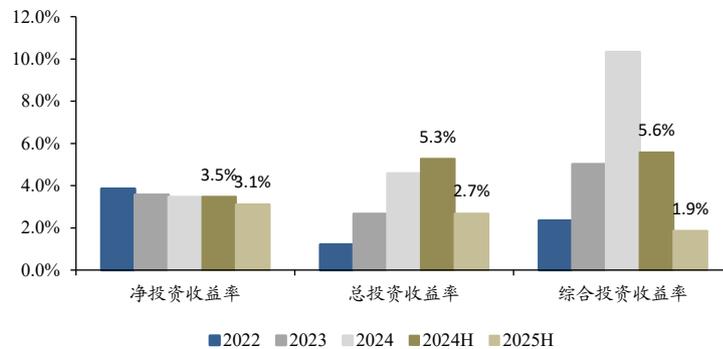
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图10: 中国太平 2021-2025H1 投资资产分类



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图11: 中国太平 2022-2025H1 投资收益率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 中期综合收益率未年化

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 | 2024 | 2025E | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E |
| 中国平安 (601318) | 58.84 | 78.18 | 76.34 | 78.12 | 83.29 | 1.58 | 1.71 | 1.57 | 2.21 |
| 中国人寿 (601628) | 41.47 | 43.54 | 44.60 | 49.57 | 53.55 | 1.27 | 1.30 | 1.19 | 1.57 |
| 新华保险 (601336) | 64.69 | 81.93 | 80.30 | 82.85 | 90.82 | 0.78 | 0.97 | 2.00 | 2.91 |
| 中国太保 (601601) | 39.94 | 54.01 | 55.04 | 58.42 | 62.03 | 0.96 | 1.14 | 1.38 | 1.51 |
| 中国人保 (601319) | 8.71 | 6.52 | 6.92 | 7.89 | 9.08 | 0.08 | 0.15 | 0.26 | 0.39 |
| 证券简称 | 价格 | P/EV (倍) | | | | VNBX (倍) | | | |
| A 股 | 人民币 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E |
| 中国平安 (601318) | 58.84 | 0.75 | 0.77 | 0.75 | 0.71 | -12.22 | -10.25 | -12.31 | -11.07 |
| 中国人寿 (601628) | 41.47 | 0.95 | 0.93 | 0.84 | 0.77 | -1.62 | -2.40 | -6.79 | -7.69 |
| 新华保险 (601336) | 64.69 | 0.79 | 0.81 | 0.78 | 0.71 | -22.20 | -16.11 | -9.06 | -8.99 |
| 中国太保 (601601) | 39.94 | 0.74 | 0.73 | 0.68 | 0.64 | -14.71 | -13.25 | -13.41 | -14.64 |
| 中国人保 (601319) | 8.71 | 1.34 | 1.26 | 1.10 | 0.96 | 26.20 | 12.20 | 3.16 | -0.97 |
| 证券简称 | 价格 | EPS (元) | | | | BVPS (元) | | | |
| A 股 | 人民币 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E |
| 中国平安 (601318) | 58.84 | 6.10 | 4.70 | 6.95 | 7.12 | 47.73 | 49.37 | 50.99 | 53.41 |
| 中国人寿 (601628) | 41.47 | 2.36 | 1.63 | 3.78 | 3.80 | 12.95 | 16.88 | 18.03 | 20.09 |
| 新华保险 (601336) | 64.69 | 6.89 | 2.79 | 8.41 | 9.36 | 31.41 | 33.68 | 30.85 | 27.90 |
| 中国太保 (601601) | 39.94 | 3.89 | 2.83 | 4.67 | 5.37 | 20.42 | 25.94 | 30.29 | 34.36 |
| 中国人保 (601319) | 8.71 | 0.57 | 0.51 | 0.97 | 1.15 | 5.04 | 5.48 | 6.08 | 6.71 |
| 证券简称 | 价格 | P/E (倍) | | | | P/B (倍) | | | |
| A 股 | 人民币 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E |
| 中国平安 (601318) | 58.84 | 9.65 | 12.51 | 8.46 | 8.26 | 1.23 | 1.19 | 1.15 | 1.10 |
| 中国人寿 (601628) | 41.47 | 17.58 | 25.38 | 10.96 | 10.91 | 3.20 | 2.46 | 2.30 | 2.06 |
| 新华保险 (601336) | 64.69 | 9.39 | 23.16 | 7.69 | 6.91 | 2.06 | 1.92 | 2.10 | 2.32 |
| 中国太保 (601601) | 39.94 | 10.28 | 14.10 | 8.55 | 7.44 | 1.96 | 1.54 | 1.32 | 1.16 |
| 中国人保 (601319) | 8.71 | 15.18 | 16.91 | 8.99 | 7.56 | 1.73 | 1.59 | 1.43 | 1.30 |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测 (基于 2025 年 8 月 28 日收盘价)

中国太平财务预测表

| 主要财务指标 (百万港元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 利润表 (百万港元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 (港元) | | | | | 保险服务收入 | 111268 | 112846 | 114544 | 116369 |
| 每股收益 | 2.35 | 2.70 | 3.03 | 3.48 | 保险服务费用 | -86433 | -87297 | -88170 | -89052 |
| 每股净资产 | 24.23 | 26.52 | 29.10 | 32.06 | 持有的再保险合同费用 | -2811 | -3092 | -3247 | -3409 |
| 每股内含价值 | 48.57 | 52.70 | 59.99 | 68.48 | 保险服务业绩 | 22024 | 22456 | 23127 | 23908 |
| 每股新业务价值 | 3.97 | 4.57 | 5.14 | 6.08 | 利息收入 | 40240 | 41447 | 43105 | 45260 |
| 价值评估 (倍) | | | | | 其他投资回报 | 24236 | 24544 | 25131 | 26026 |
| P/E | 7.80 | 6.78 | 6.03 | 5.26 | 金融资产减值 | -1332 | -1345 | -1359 | -1372 |
| P/B | 0.93 | 0.83 | 0.74 | 0.66 | 联营及合营公司业绩 | 2665 | 2798 | 2938 | 3085 |
| P/EV | 0.38 | 0.35 | 0.31 | 0.27 | 投资回报 | 65809 | 67444 | 69815 | 72998 |
| VNBX | -7.62 | -7.53 | -8.11 | -8.25 | 承担财务费用 | -61035 | -61645 | -62262 | -62884 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 净投资业绩 | 5096 | 6138 | 7909 | 10488 |
| 净投资收益率 | 3.46% | 3.20% | 3.10% | 3.03% | 其他收益 | 4647 | 5112 | 5623 | 6185 |
| 总投资收益率 | 4.57% | 4.16% | 4.01% | 3.90% | 其他财务费用 | -3457 | -3561 | -3597 | -3633 |
| 净资产收益率 | 9.26% | 10.64% | 10.91% | 11.39% | 税前利润 | 21393 | 23020 | 25867 | 29680 |
| 总资产收益率 | 0.52% | 0.55% | 0.61% | 0.68% | 所得税 | -9330 | -6906 | -7760 | -8904 |
| 财险综合成本率 | 98.4% | 98.4% | 98.4% | 98.4% | 归属于母公司股东的净利润 | 8432 | 9705 | 10906 | 12513 |
| 盈利增长 (%) | | | | | 少数股东损益 | 4366 | 6409 | 7201 | 8263 |
| 净利润增长率 | 36.22% | 15.11% | 12.37% | 14.74% | | | | | |
| 内含价值增长率 | -14.05% | 8.49% | 13.84% | 14.15% | 资产负债表 (百万港元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 新业务价值增长率 | 89.99% | 15.00% | 12.54% | 18.30% | 法定存款 | 6431 | 6624 | 6822 | 7027 |
| 偿付能力充足率 (%) | | | | | 固定资产 | 68964 | 72107 | 75495 | 79151 |
| 综合偿付能力充足率 (寿险) | 284% | 284% | 284% | 284% | 联营及合营公司的权益 | 28919 | 30365 | 31883 | 33477 |
| 综合偿付能力充足率 (产险) | 216% | 216% | 216% | 216% | 金融投资 | 1442317 | 1477641 | 1514525 | 1552997 |
| 内含价值 (港币, 百万港元) | | | | | 保险合同资产 | 871 | 897 | 924 | 952 |
| 调整后净资产 | 182917 | 130130 | 148141 | 169101 | 再保险合同资产 | 10794 | 11117 | 11451 | 11794 |
| 有效业务价值 | | 59277 | 67481 | 77028 | 现金及现金等价物 | 44389 | 46164 | 47549 | 48976 |
| 内含价值 | 174577 | 189407 | 215623 | 246129 | 资产总计 | 1734342 | 1770966 | 1813570 | 1858541 |
| 一年新业务价值 | 14272 | 16413 | 18471 | 21851 | 保险合同负债 | 1413410 | 1441679 | 1470512 | 1499922 |
| | | | | | 再保险合同负债 | 93 | 442 | 442 | 442 |
| | | | | | 投资合同负债 | 20380 | 20787 | 21203 | 21627 |
| | | | | | 银行贷款 | 69872 | 74346 | 79152 | 84317 |
| | | | | | 负债总计 | 1611935 | 1639955 | 1672933 | 1706907 |
| | | | | | 股本 | 40771 | 40771 | 40771 | 40771 |
| | | | | | 归属于母公司股东权益 | 87071 | 95320 | 104590 | 115227 |
| | | | | | 少数股东权益 | 35337 | 35690 | 36047 | 36407 |
| | | | | | 负债和所有者权益合计 | 1734342 | 1770966 | 1813570 | 1858541 |

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>