

【广发非银&海外】中国太平 (00966.HK)

低基数+税项亏损转回，业绩高增大超预期

核心观点：

- 公司发布 2025 年业绩预增公告，归母净利润同比预增 215%-225%。
- 低基数下投资业绩高增叠加递延所得税转回驱动全年业绩高增，超出市场预期。中国太平 2025 年归母净利润同比预增 215%-225%，对应 266-274 亿港元，2025H2 归母净利润为 198-206 亿港元，同比预增 723%-758%，超出市场预期。公司业绩高增主因：一是公司 25H2 业绩基数低于同业，叠加权益市场好于去年同期驱动业绩高增。首先，中国太平 2024 年业绩节奏与同业分化，24H2 公司归母净利润仅 24 亿港元，较 24H1 的 60 亿港元环比-60%，25H2 在低基数情况下受益下半年权益市场上行机遇，由此驱动投资业绩好于同期；二是 2024 年确认的“未确认税项亏损”转回，2025 年所得税费用一次性改善驱动业绩高增。2024 年公司出于审慎税务处理的考虑，认为短期无法采用新准则缴纳纳税额，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%。2025 年 12 月 26 日，两部门发布《关于保险合同准则转换有关企业所得税处理事项的公告》，要求 2026 年起险企全面按照新准则计算缴纳所得税，由此太平确认未来有足够的应纳税所得额可以进行抵扣，从而在 2024 年确认的“未确认的税项亏损之税项影响”一次性转回，驱动公司 2025 年的所得税费用明显改善，从而驱动 2025 年净利润高增。
- 盈利预测与投资建议：预计 25-27 年 EPS 分别 7.5/6.2/7.0 港币/股，EV 法给予公司 26 年 H 股合理估值 0.55XPEV，对应合理价值 31.73 港币/股，给予“买入”评级。
- 风险提示：新单销售不达预期，长端利率下降，人力规模下滑。

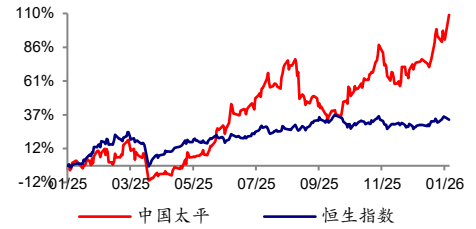
盈利预测：

| 港元 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 内含价值(百万港元) | 272,123 | 234,224 | 256,442 | 276,433 | 294,410 |
| 增长率 | 2.41% | -13.93% | 9.49% | 7.80% | 6.50% |
| 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 | 27,014 | 22,389 | 25,200 |
| 增长率 | 44.05% | 36.22% | 220.37% | -17.12% | 12.55% |
| EPS | 1.50 | 2.35 | 7.52 | 6.23 | 7.01 |
| PEV | 0.44 | 0.47 | 0.43 | 0.40 | 0.37 |

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 | 22.80 港元 |
| 合理价值 | 31.73 港元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2026-01-20 |

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

分析师：唐关勇
SAC 执证号：S0260525070004
021-38003812
tanguanyong@gf.com.cn

请注意，刘淇、唐关勇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：

- 【广发海外&非银】中国太平 (00966.HK)：三季度业绩超预期，受益投资与税率改善 2025-10-29
- 【广发非银&海外】中国太平 (00966.HK)：投资端拖累业绩，负债端改革领先 2025-09-01
- 【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 2025-06-22

我们预计中国太平归母净利润 2025-2027 分别同比+220%、-17%、+12.6%。保险服务业绩方面，负债端保持稳健增长，CSM 稳定摊销下 2025-2027 年保险服务业绩预计同比+6%、+13%、+12.3%；投资服务业绩方面，权益市场上行驱动业绩高增，2025-2027 年分别预计同比+61.4%、+31.1%、+7.1%。所得税方面，预计 2025 年公司转回“未确认税项亏损”带来所得税费用减少，由此驱动业绩增长，预计所得税费用转回占 2025 年税前利润比重为 40%。

表 1：中国太平盈利预测拆解（单位：亿港元）

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 1,485 | 1,838 | 1,983 | 2,138 | 2,276 |
| 保险服务收入 | 1,075 | 1,113 | 1,179 | 1,270 | 1,379 |
| 利息收益 | 357 | 402 | 468 | 530 | 566 |
| 利息收入 | 276 | 301 | 316 | 331 | 348 |
| 公允价值变动 | 82 | 102 | 153 | 198 | 218 |
| 其他投资回报 | -3 | 250 | 260 | 260 | 250 |
| 应占联营公司及合营公司业绩 | -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 |
| 持有的再保险合同净费用 | -27 | -28 | -30 | -32 | -34 |
| 承保财务费用 | -360 | -610 | -623 | -635 | -648 |
| 分出再保险财务收益 | 3 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 投资合约负债变动净额 | 4 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 金融资产减值净额 | -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 | 297 | 383 | 431 |
| 所得税费用 | -14 | -93 | 119 | -38 | -43 |
| 净利润 | 103 | 128 | 416 | 344 | 388 |
| 归属于母公司股东净利润 | 62 | 84 | 270 | 224 | 252 |

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

考虑长端利率企稳回升叠加权益市场稳步上行，险企资产端改善明显。叠加预定利率下调与报行合一催化，存量负债成本迎来拐点，险企中长期利费差趋势改善，中国太平分红险转型进展优于同业，预计经营质态持续改善带来估值修复，考虑当前上市险企 H 股的 2026E PEV 平均估值约为 0.5 倍，我们预计中国太平经营质态改善下估值中枢有望修复，EV 法给予中国太平合理估值为 0.55 倍 PEV，对应合理价值 31.73 港币/股，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值表

| 股票简称 | 股票代码 | 货币 | 最新 收盘价 (元/港元) | EPS(元) | | PE(x) | | PEV/PB(x) | |
|------|-----------|-----|---------------------|--------|-------|-------|-------|-----------|-------|
| | | | | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E |
| 中国平安 | 601318.SH | CNY | 66.30 | 8.91 | 9.85 | 7.44 | 6.73 | 0.78 | 0.72 |
| 新华保险 | 601336.SH | CNY | 80.71 | 14.04 | 15.12 | 5.75 | 5.34 | 0.86 | 0.76 |
| 中国太保 | 601601.SH | CNY | 44.09 | 6.09 | 6.52 | 7.24 | 6.76 | 0.67 | 0.60 |
| 中国人寿 | 601628.SH | CNY | 47.52 | 5.84 | 6.25 | 8.14 | 7.60 | 0.86 | 0.79 |
| 中国平安 | 02318.HK | HKD | 68.40 | 8.91 | 9.85 | 6.91 | 6.25 | 0.72 | 0.67 |
| 新华保险 | 01336.HK | HKD | 60.70 | 14.04 | 15.12 | 3.89 | 3.61 | 0.58 | 0.51 |
| 中国太保 | 02601.HK | HKD | 38.14 | 6.09 | 6.52 | 5.63 | 5.27 | 0.52 | 0.47 |
| 中国人寿 | 02628.HK | HKD | 32.02 | 5.84 | 6.25 | 4.94 | 4.61 | 0.52 | 0.48 |

注：可比性下仅呈现部分更新最新业绩的公司，A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算。盈利预测来源于广发证券非银团队。资料来源：wind，广发证券发展研究中心

风险提示：

新单不及预期，消费意愿下滑，包括重疾险销售低迷，而年金险销售不达预期，导致整体保单销售持续下滑。

长端利率下滑导致净投资收益率下降。

代理人规模继续下滑，《保险销售行为管理办法（征求意见稿）》的出台，可能影响新人的保单销售，导致留存难，人力规模进一步下滑。

资产负债表

单位：亿元港币

利润表

单位：亿元港币

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| FVTPL | 4,605 | 4,500 | 4,860 | 5,248 | 5,668 | 营业收入 | 1,485 | 1,838 | 1,983 | 2,138 | 2,276 |
| FVTOCI | 6,381 | 8,802 | 10,122 | 10,872 | 12,403 | 保险服务收入 | 1,075 | 1,113 | 1,179 | 1,270 | 1,379 |
| AC | 1,253 | 1,122 | 1,077 | 1,044 | 1,013 | 利息收益 | 357 | 402 | 468 | 530 | 566 |
| 现金及现金等价物 | 426 | 444 | 463 | 483 | 504 | 利息收入 | 276 | 301 | 316 | 331 | 348 |
| 买入返售证券 | 71 | 20 | 46 | 33 | 39 | 公允价值变动 | 82 | 102 | 153 | 198 | 218 |
| 长期股权投资 | 279 | 289 | 284 | 287 | 285 | 其他投资回报 | -3 | 250 | 260 | 260 | 250 |
| 保险合同资产 | 15 | 9 | 9 | 9 | 10 | 长股投投资收益 | -2 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| 再保险合同资产 | 113 | 108 | 113 | 119 | 125 | 其他收益 | 57 | 46 | 49 | 51 | 54 |
| 应收集团内款项 | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 | 营业支出 | -1,369 | -1,617 | -1,686 | -1,756 | -1,845 |
| 应收融资租赁款 | 534 | 449 | 491 | 470 | 481 | 保险服务费用 | -863 | -864 | -916 | -973 | -1,046 |
| 银行存款已抵押及受限制 | 24 | 12 | 18 | 15 | 17 | 再保合同净费用 | -27 | -28 | -30 | -32 | -34 |
| 超三个月的银行存款 | 442 | 607 | 524 | 565 | 545 | 承保财务费用 | -360 | -610 | -623 | -635 | -648 |
| 法定存款 | 61 | 64 | 63 | 64 | 63 | 分出再保险财务收益 | 3 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 固定资产 | 662 | 690 | 676 | 683 | 679 | 投资合约负债变动 | 4 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 商誉 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 金融资产减值净额 | -17 | -13 | -15 | -14 | -15 |
| 无形资产 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 其他行政费用 | -70 | -69 | -70 | -69 | -70 |
| 递延税项资产 | 115 | 85 | 100 | 93 | 96 | 其他财务费用 | -38 | -35 | -36 | -35 | -36 |
| 其他资产 | 95 | 124 | 110 | 117 | 114 | 利润总额 | 117 | 221 | 297 | 383 | 431 |
| 资产总计 | 15,095 | 17,343 | 18,975 | 20,122 | 22,062 | 减：所得税费用 | -14 | -93 | 119 | -38 | -43 |
| 保险合同负债 | 11,965 | 14,134 | 15,679 | 16,743 | 18,584 | 净利润 | 103 | 128 | 416 | 344 | 388 |
| 再保险合同负债 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 归母净利润 | 62 | 84 | 270 | 224 | 252 |
| 投资合约负债 | 60 | 204 | 132 | 168 | 150 | | | | | | |
| 递延税项负债 | 20 | 19 | 19 | 19 | 19 | | | | | | |
| 按揭付息票 | 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 | | | | | | |

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 主要财务比率 | | | | | |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入增长 | 14.1% | 23.7% | 7.9% | 7.8% | 6.4% |
| 归母净利润增长 | 44.1% | 36.2% | 220.4% | -17.1% | 12.6% |
| 归母净资产增长 | -5.9% | -10.0% | 9.6% | 11.9% | 10.6% |
| 获利能力 | | | | | |
| ROE | 7.84% | 11.86% | 34.69% | 25.69% | 26.14% |
| ROA | 0.41% | 0.49% | 1.42% | 1.11% | 1.14% |
| 每股指标 | | | | | |
| EPS | 1.50 | 2.35 | 7.52 | 6.23 | 7.01 |
| BVPS | 21.98 | 19.78 | 21.67 | 24.25 | 26.83 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 15.25 | 9.72 | 3.03 | 3.66 | 3.25 |
| P/B | 1.04 | 1.15 | 1.05 | 0.94 | 0.85 |

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 淇：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：资深分析师，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：高级分析师，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：高级分析师，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。