

2026 年 04 月 13 日

估值低位的跨国保险央企

中国太平 (0966. HK)

主要观点:

► 业绩强势复苏的跨国保险央企。

中国太平是我国历史最悠久、唯一管理总部在境外的中管金融保险集团，拥有全业务牌照与全球化网络，实控人为财政部，背景稳固。2025 年公司业绩迎来强劲反弹，归母净利润达 270.59 亿港元，同比大幅增长 220.9%，增速领先同业；剔除税收影响后税前利润增幅仍达 51.1%，显示经营面实质改善。公司内含价值持续增厚，净资产显著提升。自 2016 年恢复分红以来，公司持续回报股东，2025 年股息率高达 6.58%，显著高于主要上市同业。

► 寿险分红险转型确立显著领先优势。

寿险是公司绝对核心，贡献近 60% 的保险服务收入及超 90% 的营业利润。2025 年太平人寿新业务价值 (NBV) 创历史新高。在利率下行、行业普遍寻求破解“利差损”压力的背景下，分红险成为关键战略方向。中国太平凭借历史经验，转型坚决且迅速，2025 年其分红险在长险首年期交保费中占比已高达 86.1%，大幅领先于中国太保 (约 50%) 和中国人寿 (近 46%)。这一先发优势不仅能有效管理负债成本，更契合当前市场的储蓄需求，有望持续驱动新业务价值增长，构筑长期竞争壁垒。渠道方面，形成“代理人基石+银保提升”的均衡格局，银保渠道通过期交文化转型，价值贡献大幅提升。

► 非寿险业务为公司提供多元盈利支撑与风险分散。

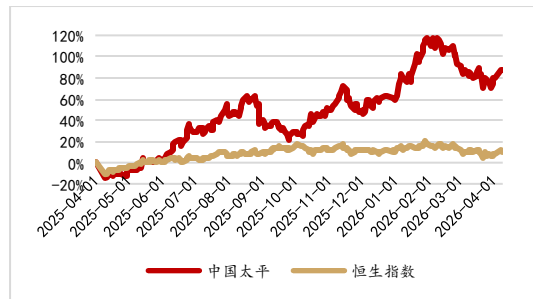
公司的境内财险结构持续优化，非车险占比提升至 40%，且综合成本率 (COR) 持续改善，2025 年降至 98.8%，承保盈利能力接近头部公司。境外财险全球布局 (中国港澳、英国、新加坡等)，整体保持承保盈利，英国等市场表现优异 (COR 低至 77.5%)。再保险业务保费恢复增长，COR 改善推动利润提升。投资端风格稳健保守，固收类资产占比超 83%，提供收益稳定性；权益资产配置比例有所提升，在资本市场向好时有望增强弹性。

投资建议

中国太平寿险转型领先同业，分红险拉动新业务价值和内含价值双升，叠加固收+权益均衡，提升长期盈利预期。我们预计公司 2026-2028 年保险服务收入分别为 1,140、1,161、1,184 亿港元；2026-2028 年归母净利润分别为 213、242、245 亿港元；对应 EPS 分别为 2.80、3.03、3.27 港元/股。2026 年 4 月 10 日收盘价 22.84 港元对应 PEV 分别为 0.34、0.30

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格(港元):	
最新收盘价(港元):	22.84
股票代码:	0966. HK
52 周最高价/最低价(港元):	25.96/9.98
总市值(亿港元)	820.87
自由流通市值(亿港元)	820.87
自由流通股数(百万)	1,393



证券分析师: 罗惠洲

邮箱: luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

联系电话:

0.26 倍，远低于上市同业平均水平，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

分红险转型不及预期；资本市场波动风险；大灾频发；监管趋严风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
保险服务收入(百万港元)	111,268	112,267	114,020	116,061	118,447
YoY (%)	3.52	0.90	1.56	1.79	2.06
归母净利润(百万港元)	8,432	27,059	21,309	24,155	24,489
YoY (%)	36.22	220.93	-21.25	13.36	1.38
EVPS (港元)	48.57	58.30	68.15	76.52	87.43
EPS (港元)	2.53	2.67	2.80	3.03	3.27
BPS (港元)	19.78	26.48	31.22	36.60	42.05
ROE (%)	6.89	16.42	11.48	11.16	9.89
PEV (倍)	0.47	0.39	0.34	0.30	0.26
PE (倍)	9.02	8.56	8.15	7.55	6.99
PB (倍)	1.15	0.86	0.73	0.62	0.54

资料来源：iFinD 数据库，华西证券研究所

正文目录

1. 中国太平：牌照齐全的跨国保险集团	5
1.1. 历经百年，业务布局全球的保险央企	5
1.2. 股东结构集中，实控人为财政部	5
1.3. 2025 年利润增速领先同业	6
1.4. 寿险业务为公司保险服务收入、利润支柱	7
2. 寿险：分红险转型进展领先	8
2.1. 代理人渠道为主，银保贡献提升	8
2.2. 分红险展业经验丰富，转型进展领先同业	10
3. 财险：境内财险承保盈利改善，境外 COR 表现分化	11
3.1. 境内财险：保费稳步扩张，承保盈利能力提升	11
3.2. 境外财险：不同市场 COR 表现分化，整体承保盈利	12
3.3. 再保险：积极拓展市场，COR 波动中改善	13
4. 资产管理：配置风格相对保守，权益提升空间较高	14
5. 盈利预测与投资建议	16
6. 风险提示	17

图表目录

图 1 中国太平股东情况	6
图 2 中国太平归母净利润（亿港元）及同比增速	6
图 3 中国太平归母净资产（亿港元）及同比增速	6
图 4 中国太平自 2016 年恢复派息以来分红情况	7
图 5 港股上市险企分红比例对比	7
图 6 港股上市险企股息率对比	7
图 7 寿险保险服务收入贡献超过一半	8
图 8 寿险业务贡献主要利润*	8
图 9 太平人寿 NBV（亿港元）	9
图 10 太平人寿新单保费（亿港元）	9
图 11 太平人寿 NBVM	9
图 12 太平人寿各渠道 NBV（亿港元）	9
图 13 太平人寿各渠道新单情况（亿港元）	9
图 14 太平人寿各渠道 NBVM 情况	9
图 15 太平人寿分险种产品结构（按保费收入）	10
图 16 2025 年中国太平、中国太保、中国人寿分红险在新保期交保费中占比	11
图 17 太平境内财险保费（亿港元）及增速	12
图 18 太平境内财险各险种保费（亿港元）及增速	12
图 19 上市同业财险 COR 对比	12
图 20 太平境外财险保费（亿港元）及增速	13
图 21 太平境外财险各市场保费（亿港元）及增速	13
图 22 太平境外财险各市场 COR 情况	13
图 23 太平再保险保费（亿港元）及增速	14
图 24 太平再保险 COR	14
图 25 中国太平集团内保险资金规模和第三方管理资产规模（亿港元）及增速	15
图 26 太平保险资金投资资产配置情况（大类）	15
图 27 太平保险资金投资资产配置情况（细分）	15
图 28 上市同业净投资收益率对比	16
图 29 上市同业总投资收益率对比	16

表 1 中国太平保险服务收入预测（百万港元）	17
表 2 可比公司估值表	17

1. 中国太平：牌照齐全的跨国保险集团

1.1. 历经百年，业务布局全球的保险央企

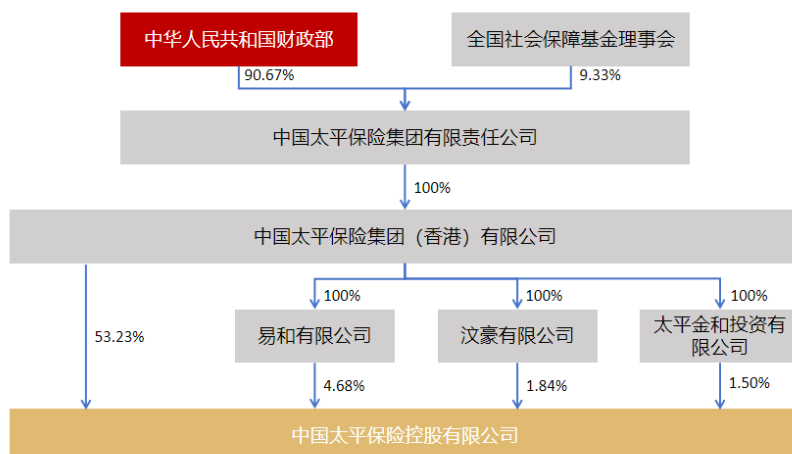
中国太平保险集团有限公司于 1929 年在上海创立，是我国历史上持续经营最为悠久的民族保险品牌，也是我国唯一一家管理总部在境外的中管金融企业。中国太平保险集团源自太平保险、中国保险、民安保险三大民族品牌，1956 年根据国家统一部署，中国保险、太平保险停办国内业务，专营中国港澳和海外保险业务。1999 年所有境外国有保险机构划归中国保险股份有限公司管理。2000 年在港交所上市，是我国首家在境外上市的保险企业。2001 年以太平品牌在境内复业。2009 年统一“中保”“太平”“民安”三大品牌，更名为中国太平保险集团公司。2012 年列入中央管理，升格为副部级金融央企。2013 年完成重组改制和整体上市，正式更名为中国太平保险集团有限责任公司。

中国太平保险集团是我国少数同时拥有寿险、财产险、再保险、养老险、资产管理等全牌照的保险集团之一。中国太平保险控股有限公司（0966.HK）是中国太平保险集团的上市主体，主要通过五个部门运营业务：1）人寿保险业务分部主要提供分红保险、年金保险及健康保险等；2）境内财产保险业务分部主要从事在中国内地提供车险、水险及非水险业务；3）境外财产保险业务分部主要在中国香港、中国澳门、英国、新加坡及印度尼西亚等地提供保险服务；4）再保险业务分部主要提供寿险及非寿险；5）其他业务分部主要从事资产管理业务、保险中介业务、金融租赁、物业投资业务、证券买卖及经纪业务。

1.2. 股东结构集中，实控人为财政部

截至 2025H1，上市主体中国太平保险控股的第一大股东为中国太平保险集团（中国香港）（简称“太平香港”）持股 53.23%；太平香港通过易和、汶豪、太平金和三家公司合计持股 8.02%，穿透后共计持股 61.25%。中国太平保险集团 100%控股太平香港，最终实控人为中国财政部（持股 90.67%），全国社保基金理事会持股 9.33%。

图 1 中国太平股东情况



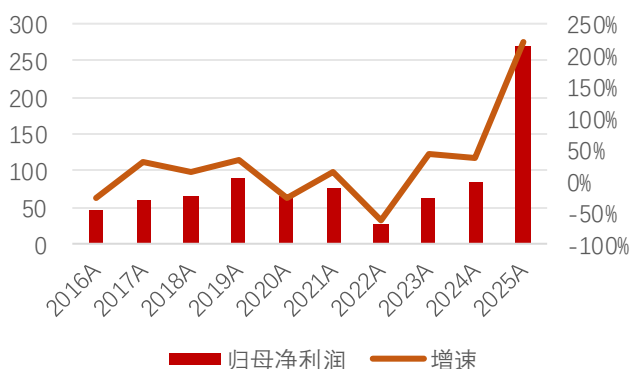
资料来源：iFinD 数据库，华西证券研究所

1.3.2025 年利润增速领先同业

2025 年，公司实现归母净利润 270.59 亿港元，同比+220.9%，主要得益于保险服务业绩（同比+9%）和净投资业绩（同比+150.1%，主要系承保财务费用大幅下降）均表现亮眼及税收政策的一次性影响。若剔除所得税影响，税前净利润同比+51.1%。2025 年末公司归母净资产 951.55 亿港元，较年初+33.9%。

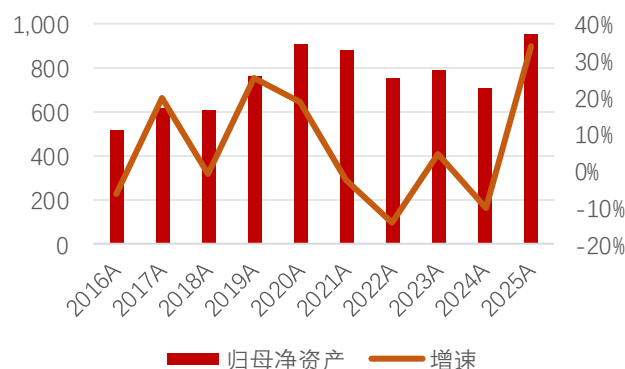
2016-2025 年，公司归母净利润年复合增速达 21.5%。公司历年来利润基本保持正增长，除 2020 年和 2022 年因疫情或资本市场下行导致业绩承压。其中 2020 年同比-25.8%，主要因疫情导致展业萎缩、投资减值加剧以及税负上升；2022 年同比-62.8%，主要系资本市场表现不佳导致投资业绩亏损。2023 年公司实现归母净利润 61.9 亿港元，同比+44.1%，主要源于权益资产表现较好且投资减值整体减少。2024 年公司归母净利润进一步同比+37.9%至 76.8 亿港元，主要归功于公司保险服务业绩稳步提升以及所得税税负减少。

图 2 中国太平归母净利润（亿港元）及同比增速



资料来源：iFinD 数据库，华西证券研究所

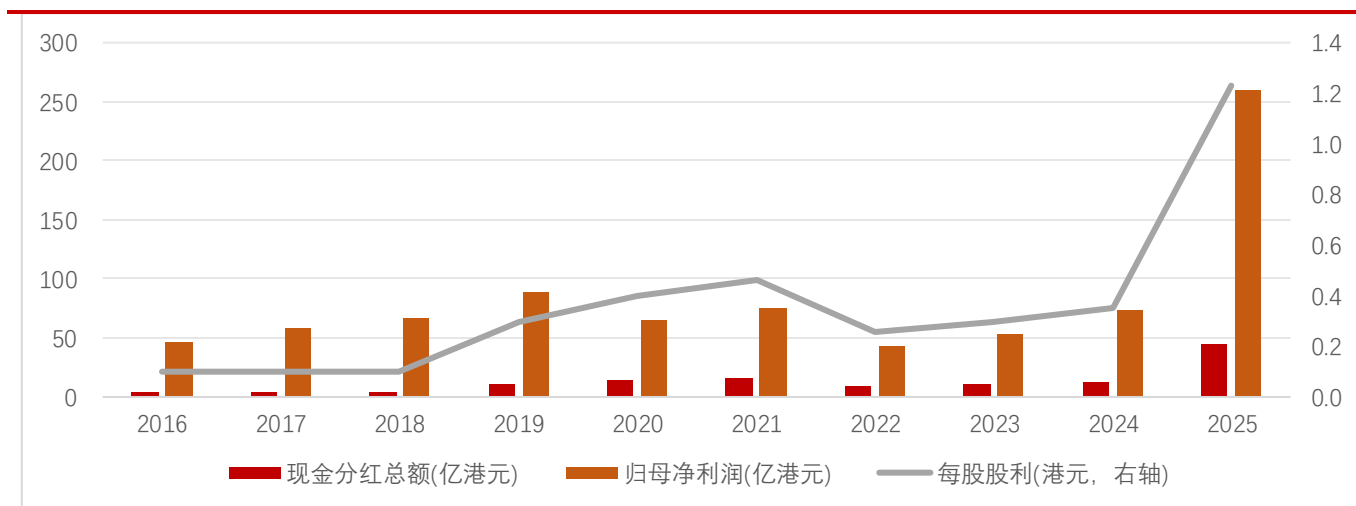
图 3 中国太平归母净资产（亿港元）及同比增速



资料来源：iFinD 数据库，华西证券研究所

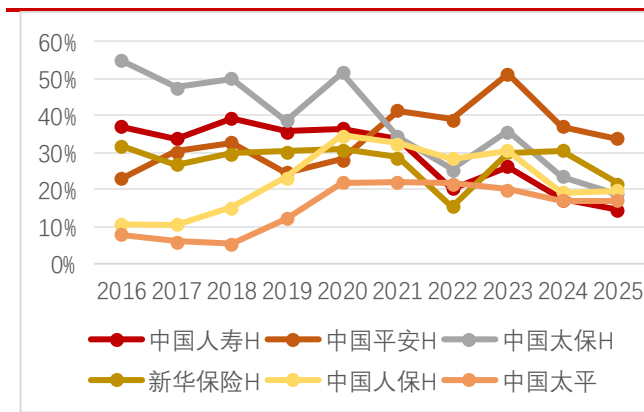
自 2016 年中国太平连续分红，每股分红从 2016-2018 年的 0.10 港元提升至 2021 年的 0.46 港元，2022 年疫情与转型影响下净利大幅缩水，分红总额及每股分红下降至 0.26 港元，2023/2024/2025 年随净利增长至 0.3/0.35/1.23 港元。分红率整体低于同期上市同业分红水平，2016-2025 年中国太平分红率平均值为 15.1%，而中国人寿 H/中国平安 H/中国太保 H/新华保险 H/中国人保 H 的同期分红率平均值分别为 29.4%/34.1%/38.0%/27.5%/22.4%。中国太平 2025 年股息率为 6.58%，高于同期的中国人寿 H (3.51%) /中国平安 H (4.64%) /中国太保 H (3.70%) /新华保险 H (5.64%) /中国人保 H (3.65%)。

图 4 中国太平自 2016 年恢复派息以来分红情况



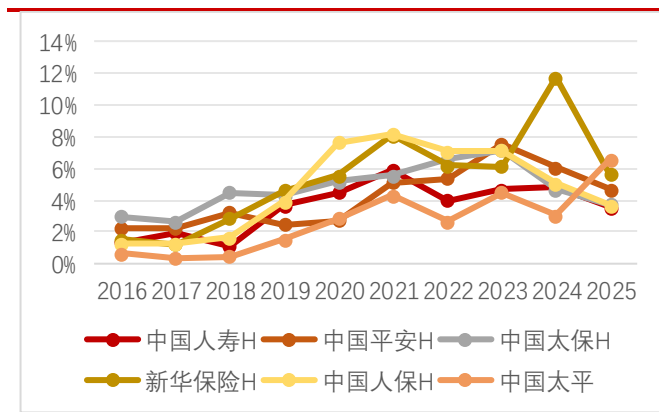
资料来源：iFinD 数据库，华西证券研究所

图 5 港股上市险企分红比例对比



资料来源：iFinD 数据库，华西证券研究所

图 6 港股上市险企股息率对比



资料来源：iFinD 数据库，华西证券研究所 *股息率=每股现金分红/股价*100% 股价取的是当年会计年末最后一个交易日的收盘价

1.4.寿险业务为公司保险服务收入、利润支柱

1) 保险服务收入方面：2023 年新准则实施后，保险服务收入依据服务期确认与剔除投资成分，寿险保险服务收入贡献保持在 57%以上，境内财险贡献 30%左右。

2025 年，寿险、境内财险、境外财险、再保险板块保险服务收入贡献分别为 57.3%、30.4%、5.1%、8%。2) 利润方面：2023 年以来，寿险板块对营运利润的贡献始终维持在 80%以上。2025 年，寿险、境内财险、境外财险、再保险、资产管理业务、其他业务对营运利润的贡献分别为 94%、3%、1%、4%、4%、-5%。

图 7 寿险保险服务收入贡献超过一半

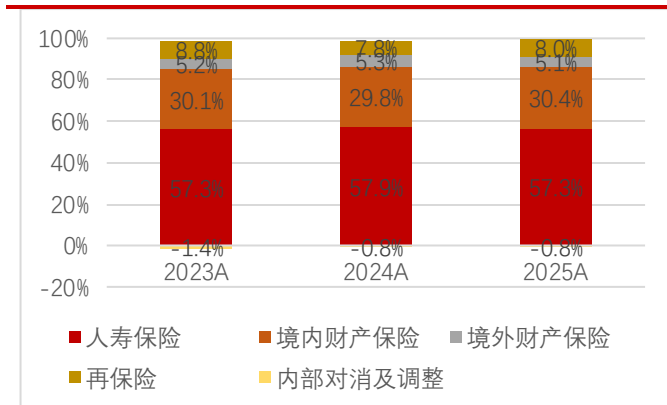
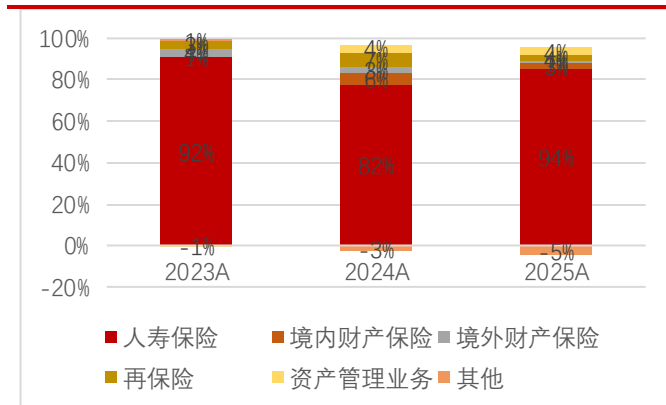


图 8 寿险业务贡献主要利润*



*此处利润为营业利润

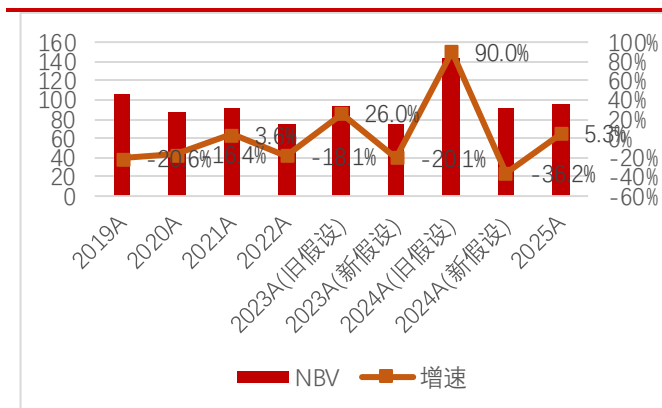
2.寿险：分红险转型进展领先

2.1.代理人渠道为主，银保贡献提升

中国太平主要通过太平人寿开展人身险业务。2023 年开始太平人寿 NBV 恢复增长，新单受政策影响增速波动。2019 年开始代理人改革与 2020 年开始疫情扰动持续影响太平人寿 NBV 增速表现，2019/2020 年 NBV 分别同比-20.6%/-16.4%至 105.11/87.84 亿港元。2021 年 NBV 小幅回升至 91.04 亿港元，主要归功于个险新单逆势增长；2022 年 NBV 同比-18.1%至 74.58 亿港元，主要系高价值保障型产品销售承压、个险 NBVM 明显下滑。2023 年进入修复期，NBV 开始恢复增长，NBV 可比口径下同比+26.0%至 93.96 亿港元，主要受益于预定利率调整催化销售端短期表现，以及预定利率下调、渠道报行合一带来的价值率改善，即新单保费同比+18.4%、NBVM 同比+1.2pp 至 19.9%。2025 年，太平人寿实现 NBV 可比口径下同比+5.3%至 95.89 亿港元，创历史新高，其中新单保费同比+2.4%，新业务价值率同比+0.6pp 至 21.3%。

代理人渠道为核心，银保新单和价值贡献提升。从新单保费来看，个人代理和银保渠道为太平人寿的主要销售渠道，2025 年分别贡献新单保费的 59%/37%。2019 年以来银保对新单保费的贡献提升，个险贡献有所下降，银保新单占比由 2019 年的 17%提升至 2025 年 37%，主要归功于银保凭借银行网点触达、居民储蓄需求上升及银行中收诉求增强，持续承接增量；个险新单占比由 2019 年的 79%下降至 2025 年的 59%，主要受疫情冲击、线下展业受阻及产品结构由保障型向储蓄型切换影响。从价值贡献来看，2025 年代理人渠道和银保渠道分别贡献 NBV 的 61%/35%。2019 年以来银保对 NBV 的贡献提升，个险贡献有所下降，银保 NBV 占比由 2019 年的 2%提升至 2025 年 35%，个险 NBV 占比由 2019 年的 98%下降至 2025 年的 61%，主要系代理人改革、重疾销售承压、产品结构向储蓄型迁移影响，个险新单和 NBVM 持续承压，而银保渠道在期交化、长期化转型下 NBVM 从 2019 年的 3.2%升至 2025 年的 20.3%，推动银保价值贡献实现提升。

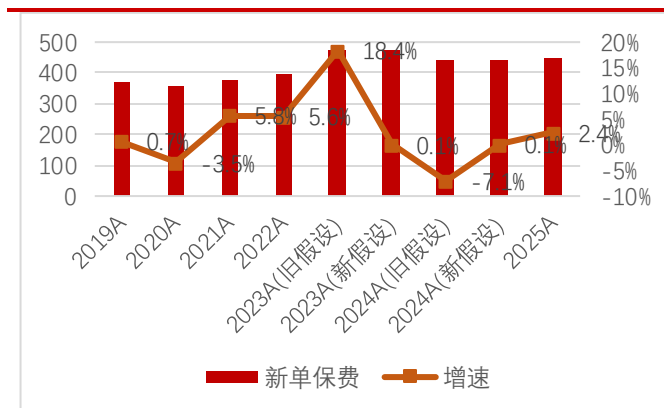
图9 太平人寿NBV（亿港元）



*2023 年旧假设：风险

贴现率/投资回报率分别为 11%/4.8%；2023 年新假设和 2024 年旧假设：风险贴现率/投资回报率分别为 9%/4.5%；2024 年新假设：风险贴现率/投资回报率分别为 8.5%/4%。

图10 太平人寿新单保费（亿港元）



*新单保费通过公司年

报披露的NBV/NBVM 计算得来

图11 太平人寿NBVM

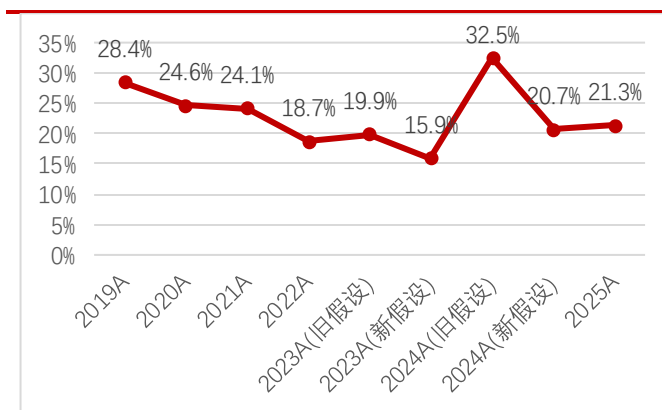


图12 太平人寿各渠道NBV（亿港元）

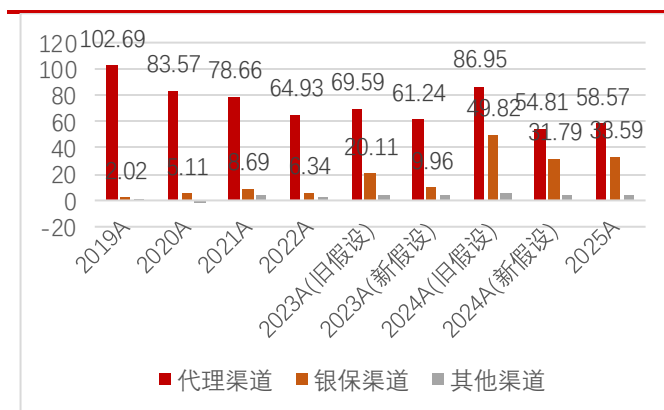


图13 太平人寿各渠道新单情况（亿港元）

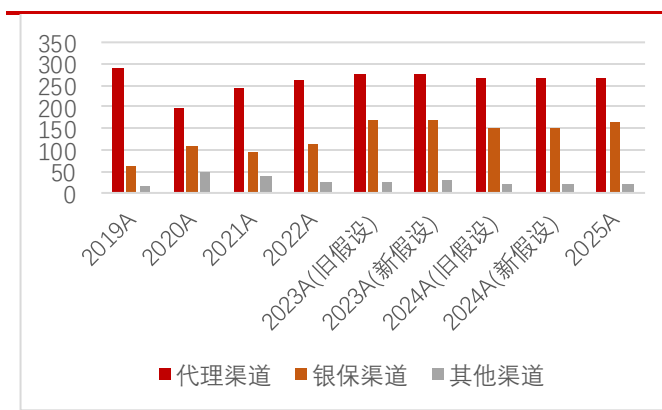
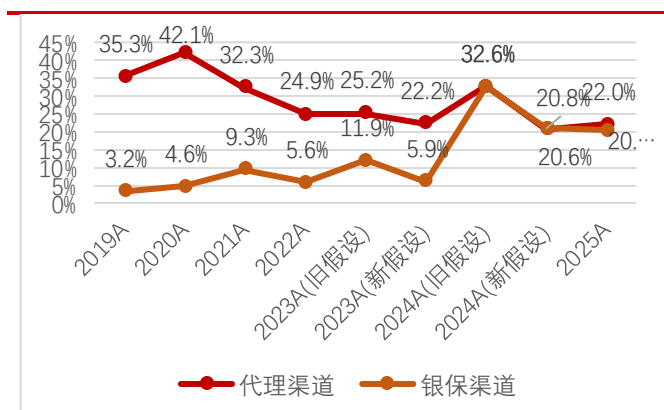


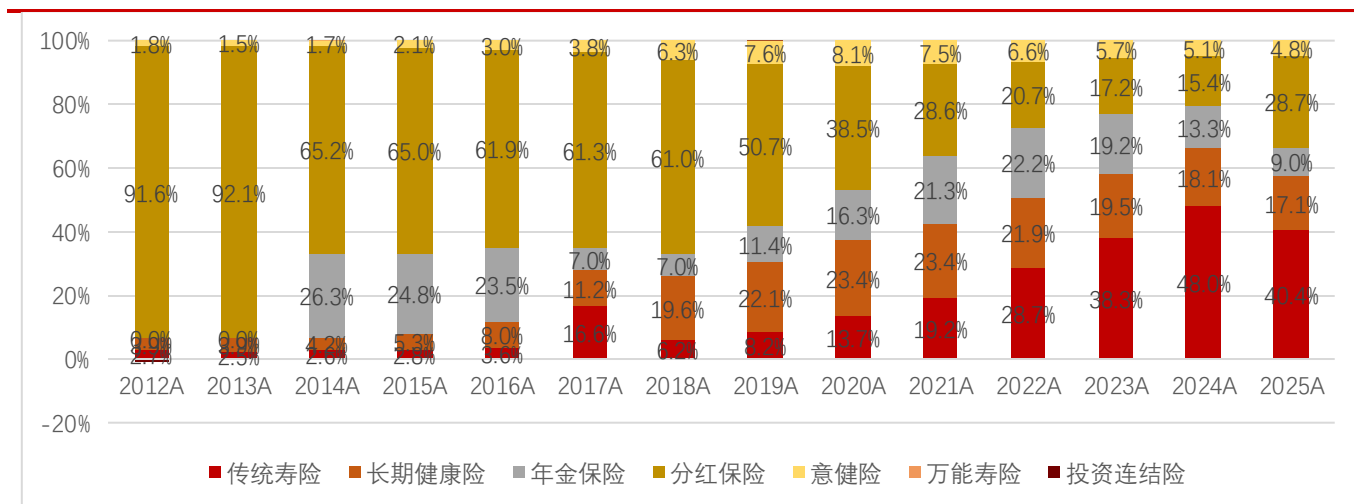
图14 太平人寿各渠道NBVM 情况



2.2. 分红险展业经验丰富，转型进展领先同业

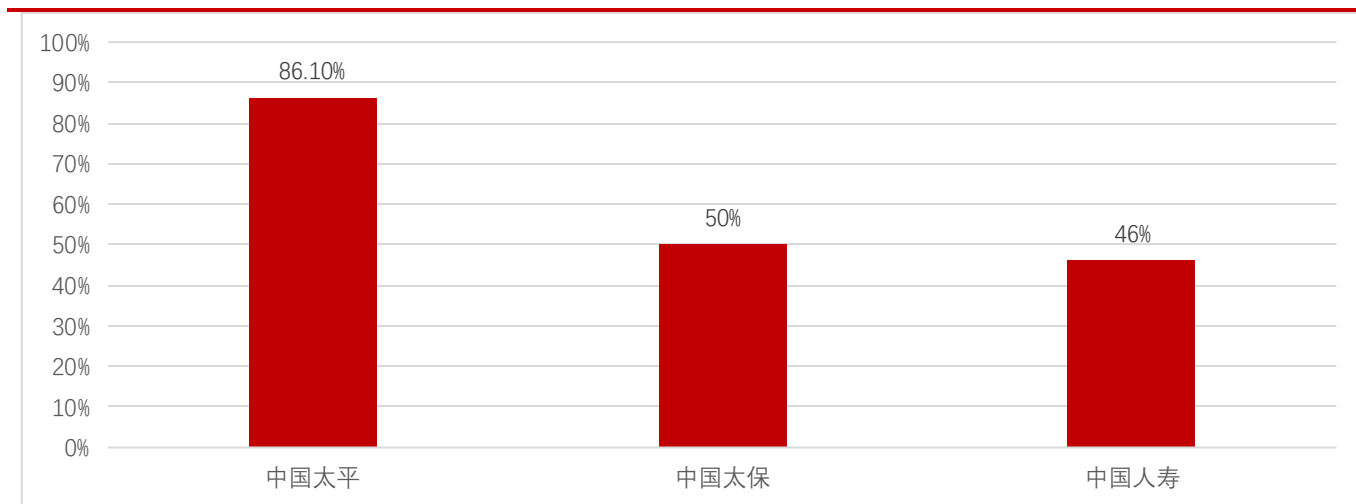
分红险曾长期是太平人寿绝对主力险种。2012/2023 年分红险占总保费比重分别为 91.6%/92.1%，2014-2018 年仍维持在 61%-65% 高位，之后随着预定利率改革后传统险、年金险吸引力上升，分红险占比持续回落至 2019 年 50.7%、2020 年 38.5%、2021 年 28.6%、2022 年 20.7%、2023 年 17.2%、2024 年 15.4%，对应 2024 年分红险原保费约 302 亿港元，同比-6.5%，而传统寿险占比则升至 48.0%，反映上一阶段公司产品重心已显著转向传统储蓄险。

图 15 太平人寿分险种产品结构（按保费收入）



2025 年行业开始分红险转型，太平人寿转型进展领先同业。近年来，全球及中国国内利率持续下行，传统固定利率保险产品（如增额终身寿、年金险）因需刚性兑付高预定利率，面临“利差损”风险，即投资收益无法覆盖负债成本。而分红险通过“保证利率+浮动分红”的结构，既能提供保底收益，又能让客户分享保险公司投资超额收益，有效缓解利率下行对保险公司和客户的双重压力。2025 年太平人寿分红险新单保费 161.72 亿港元，在长险首年期交保费中占比 86.1%，远高于同业水平（如太保分红险新保期交保费占比 50%，国寿分红险占长险首年期交保费近 46%）。

图 16 2025 年中国太平、中国太保、中国人寿分红险在新保期交保费中占比



3.财险：境内财险承保盈利改善，境外 COR 表现分化

集团财产险业务包括境内财产险、境外财产险以及再保险业务。其中，1) 集团在中国境内财产保险业务由太平财险运营，太平财险为集团全资子公司。2) 集团境外财产保险业务覆盖中国香港、中国澳门、英国、卢森堡、新加坡及印尼，分别由太平香港（集团全资子公司）、太平澳门（集团全资子公司）、太平英国（集团全资子公司）、太平卢森堡（集团全资子公司）、太平新加坡（集团全资子公司）及太平印尼（集团拥有太平印尼 55% 权益）运营。其中太平卢森堡于 2024 年 6 月正式再卢森堡开展业务，其业务仍处于起步阶段。3) 集团的再保险业务主要由太平再保险与太平再保险（中国）运营，集团拥有太平再保险 75% 权益，太平再保险（中国）则由太平再保险全资拥有。

3.1.境内财险：保费稳步扩张，承保盈利能力提升

中国太平境内财险保费总体保持稳健增长。2019-2021 年保险收入维持个位数增速，2022 年保费小幅下降（-0.7%），2023-2025 年太平境内财险实现原保费收入分别为 333.87/342.97/354.55 亿港元，分别同比增长 1.4%/2.7%/3.4%，展现持续扩张趋势。

险种结构方面，车险始终是最重要的保费来源，其占比保持在 60% 以上。但近年来车险保费规模及贡献在波动中有所下降，2019-2025 年车险保费年复合增速为 -0.9%，对保费的贡献比例也从 2019 年的 73.3% 下降至 2025 年的 60%，主要受车险综合改革压缩定价空间和单均保费、行业竞争加剧及续保难度提升等影响。中国太平积极调整产险结构，提升非车险业务占比。非车险保费由 2019 年的 81.61 亿港元提升至 2025 年的 141.92 亿港元，CAGR 达 9.7%；对境内财险保费的贡献比例由 2019 年的 26.7% 提升至 2025 年的 40%。

图 17 太平境内财险保费（亿港元）及增速

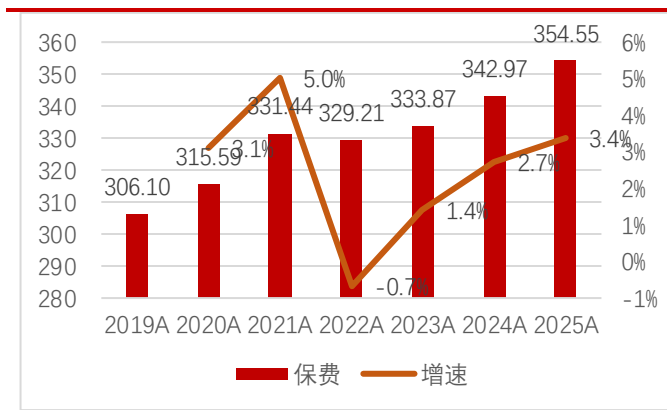
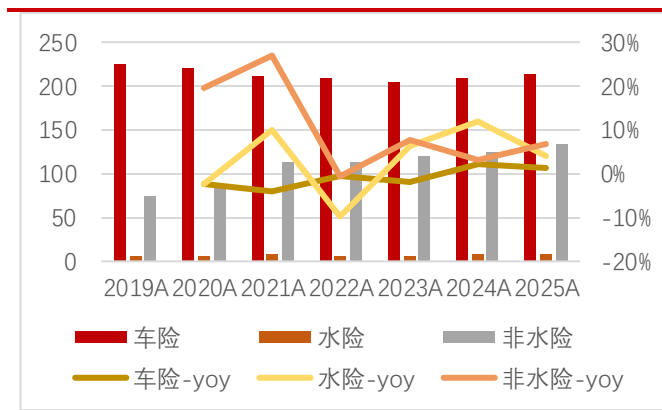
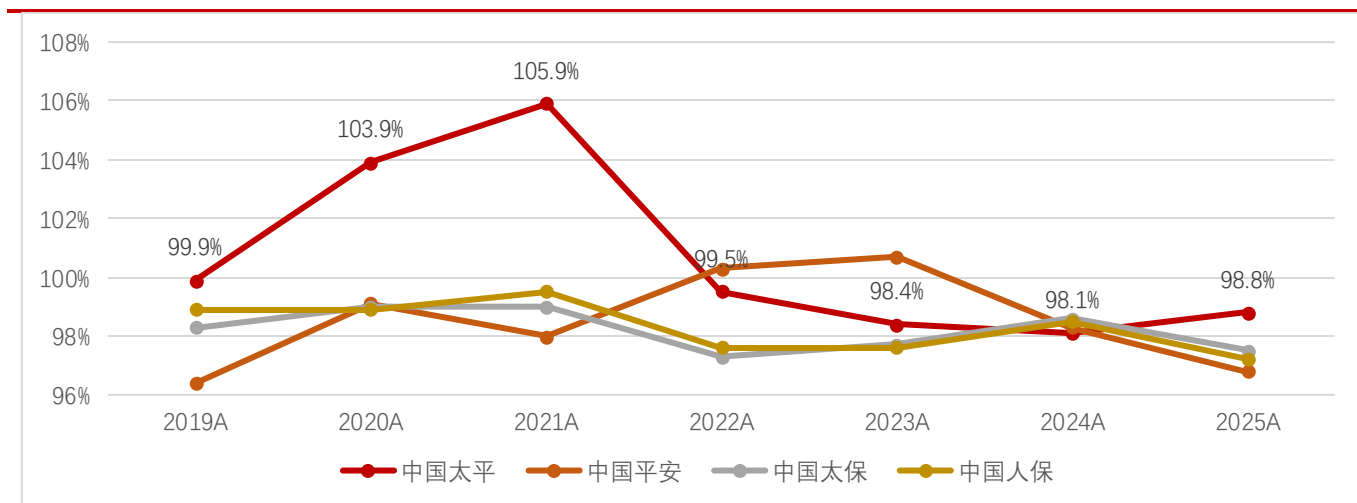


图 18 太平境内财险各险种保费（亿港元）及增速



综合成本率（COR）方面，2020-2021 年受赔付率影响，太平境内财险 COR 明显上行，分别为 103.9%/105.9%，呈承保亏损状态。2022 年至今，太平境内财险 COR 明显改善，2025 年为 98.8%，持续缩小与行业头部公司（如 2025 年人保财险 97.2%、平安财险 96.8%、太保财险 97.5%）的差距，承保盈利能力提升。

图 19 上市同业财险 COR 对比



资料来源：iFind 数据库，华西证券研究所

3.2.境外财险：不同市场 COR 表现分化，整体承保盈利

中国太平境外财险覆盖中国香港、中国澳门、英国、新加坡、印尼等地。整体来看，2019-2025 年太平境外财险保费收入复合增长率为 4%，历年增速基本保持在个位数水平。2025 年，太平境外财险实现原保费收入 54.13 亿港元，其中中国香港和中国澳门市场贡献集团境外财险原保费的 46%/18%，新加坡/印尼/英国分别贡献 16%/12%/8%。2025 年各境外市场保费收入较上一年均实现稳健增长，仅太平香港略有下滑。

图 20 太平境外财险保费（亿港元）及增速

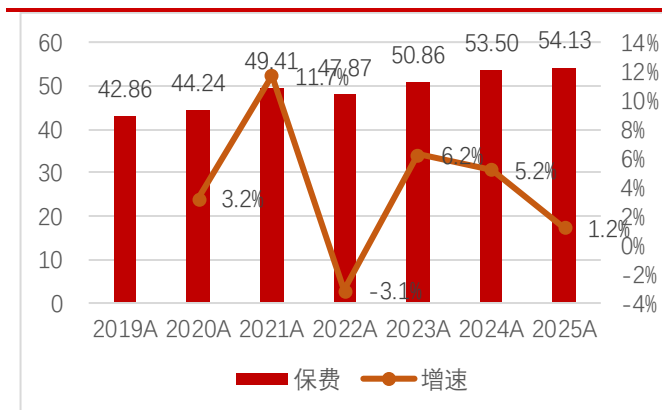
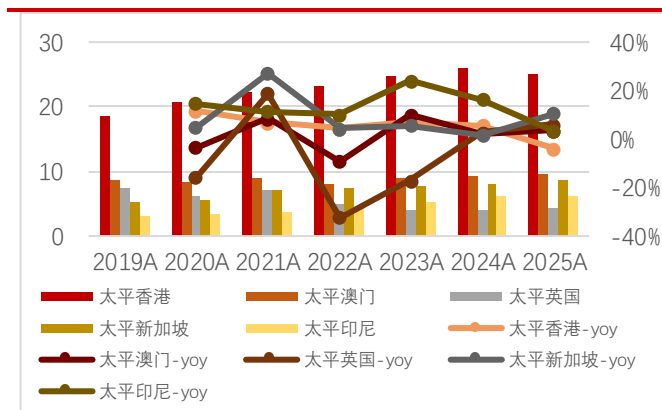
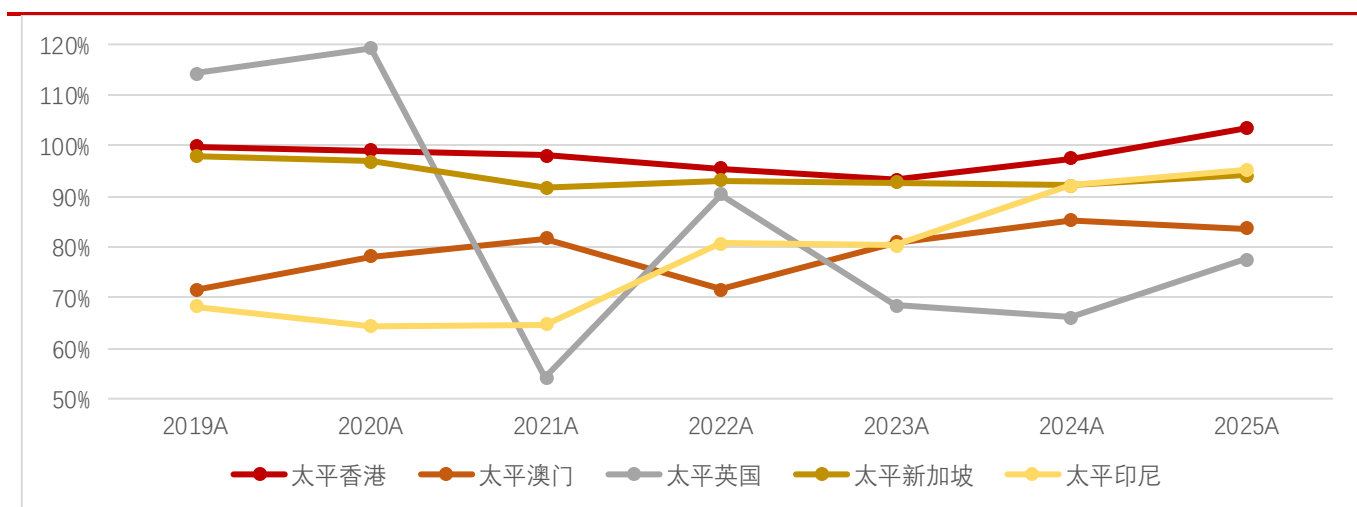


图 21 太平境外财险各市场保费（亿港元）及增速



2025 年，公司在各市场承保盈利能力从高到底分别为太平英国 COR 77.5%、太平澳门 COR 83.7%、太平新加坡 COR 94.1%、太平印尼 COR 95.2%、太平香港 COR 103.4%。其中太平英国承保盈利较为突出，主要系较低的理赔与费用支出带来优异利润；太平澳门实现 COR 优化，2025 年 COR 同比-1.5pp 至 83.7%；太平香港 COR 同比+6pp 至 103.4%，为近年来首次承保亏损，我们预计可能系 2025 年 11 月中国香港大埔宏福苑发生五级火警，太平香港作为主要承包方赔付支出大幅增加；太平新加坡、太平印尼 COR 则波动中维持高水平。总体看，太平境外各市场财险业务基本维持稳定的承保盈利水平。

图 22 太平境外财险各市场 COR 情况



3.3.再保险：积极拓展市场，COR 波动中改善

受国际业务调整影响，2022-2024 年以来太平再保险保费收入有所收缩。得益于中国太平再保险业务积极拓展市场，2025 年公司再保险保费规模为 162.61 亿港元，同比+5.4%。盈利能力的提升带动再保险板块利润大幅增长。2022 年以来太平再保险 COR 波动中改善，年均 COR 达 94.9%，较 2020 年的 103.9%下降 9pp，带动太

平再保险板块营业利润大幅增长（2020 年太平再保险营业利润-1.7 亿港元，2025 年太平再保险营业利润 12.84 亿港元）。

图 23 太平再保险保费（亿港元）及增速

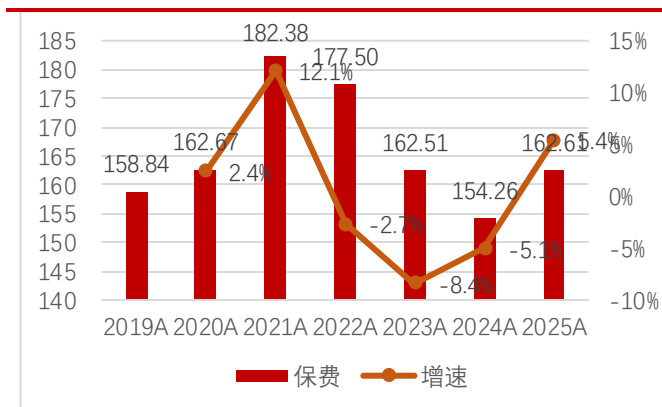
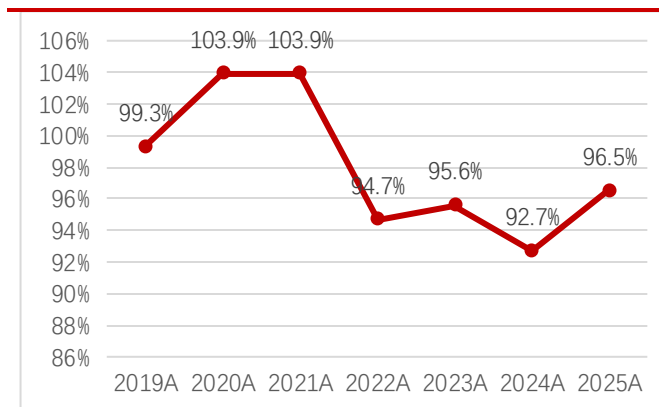


图 24 太平再保险 COR

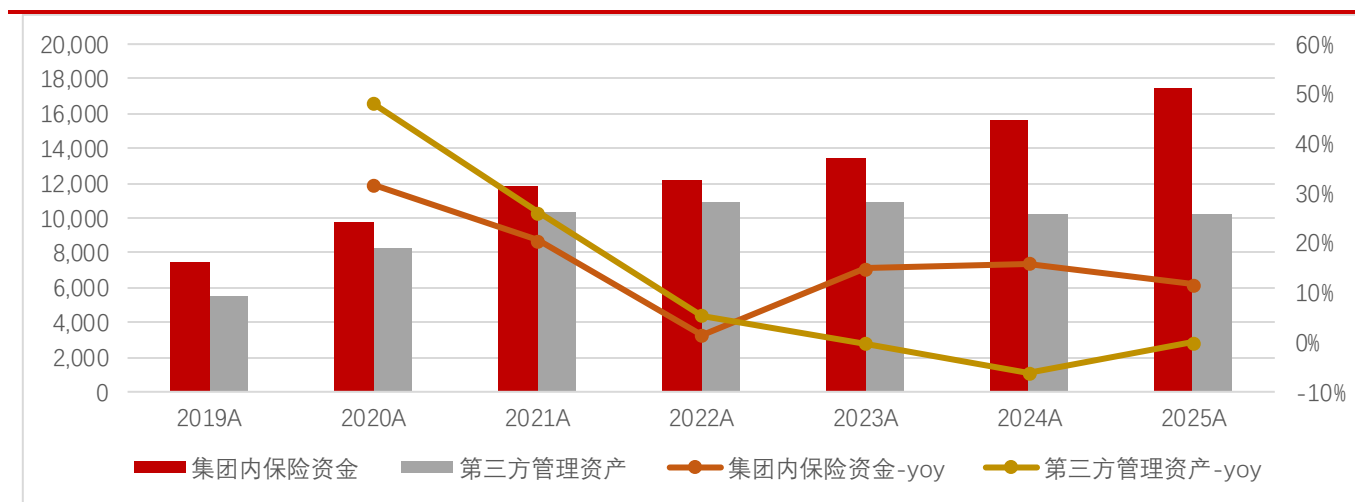


4. 资产管理：配置风格相对保守，权益提升空间较高

中国太平的资产管理业务主要由太平资产（集团持股 80%）、太平资本（太平人寿和太平财险分别持股 60%和 40%）、太平基金（太平资产和太平人寿分别持股 56.3%和 38.5%）、太平金控（集团全资子公司）和太平养老运营，为集团的人民币和非人民币投资组合提供资产管理服务和年金投资及受托服务。

集团的资产管理业务主要包括 1) 对集团内保险资金进行投资管理，获取投资收益；2) 为第三方提供资产管理业务，收取管理费。截至 2025 年末，集团管理资产规模合计达 2.77 万亿港元，同比+7%。其中，集团内保险资金达 1.74 万亿港元，占比 63%；第三方管理资产 1.02 万亿港元。从集团管理资产总规模来看，2019-2025 年 CAGR 达 13.4%，近年来增速有所收窄，主要受第三方资产规模的收缩。集团内保险资金规模 2019 年以来保持双位数增长（除 2022 年增速 1.4%外），对管理资产总规模的贡献近年来逐步提升。

图 25 中国太平集团内保险资金规模和第三方管理资产规模（亿港元）及增速



从集团的保险资金投资资产构成来看，太平资产配置风格相对保守，固定收益类资产占比较高，2025 年占 83.3%且比例近年来持续提升，位居上市险企前列。固收类资产中，定期存款/债券/债权产品分别占 4.5%/76.1%/2.7%，其中定期存款和债券配置比例近年来持续提升。2025 年权益类资产配置比例同比+3.4pp 至 17.3%，其中股票占比同比+3.8pp 至 12.2%，基金/其他权益投资分别占比 4.4%/0.7%。此外，长期股权投资/投资性物业、现金及现金等价物分别占 0.7%/1.4%/3.1%，除现金及现金等价物外其他资产配置比例均呈下降趋势。集团还在 2025 年新增了贵金属投资 3,238 万港元。

图 26 太平保险资金投资资产配置情况（大类）

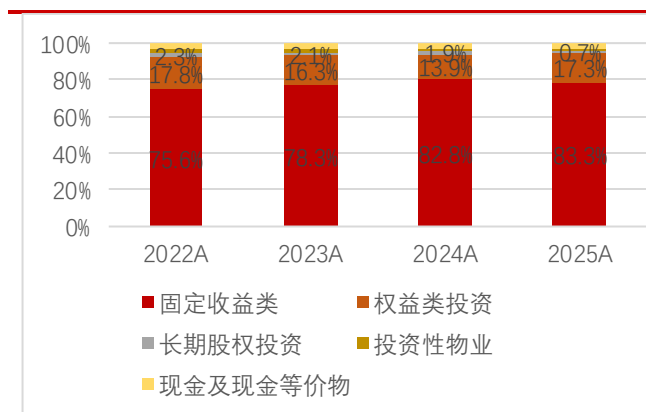
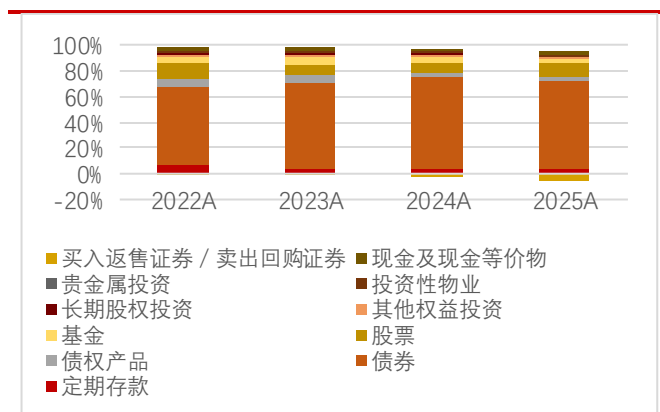


图 27 太平保险资金投资资产配置情况（细分）



净投资收益率下行，总投资收益率弹性相比同业较小。净投资收益率方面，2019 年至今，受长端利率下行影响，债券新增及再配置收益率承压，债券利息收入减少，太平的净投资收益率从 2019 年 4.7%下降 1.5pp 至 2025 年的 3.2%。横向对比，2019-2025 年太平的平均净投资收益率仅 3.9%，略低于同业，包括平安（4.5%）、太保（4.2%）、新华（4%）、人保（4.6%）。总投资收益率方面，2019-2025 年，太平的平均总投资收益率为 4.3%，低于国寿（4.8%）、平安（5%）、太保

(5%)、新华 (5%)、人保 (5.2%)。从目前边际变化来看，2024 年股债双牛背景下，太平的总投资收益率同比+1.9pp 至 4.6%，2025 年权益市场大幅上行，太平的总投资收益率同比-0.5pp 至 4%，而同期其他上市险企总投资收益率均实现不同程度的增长。

图 28 上市同业净投资收益率对比

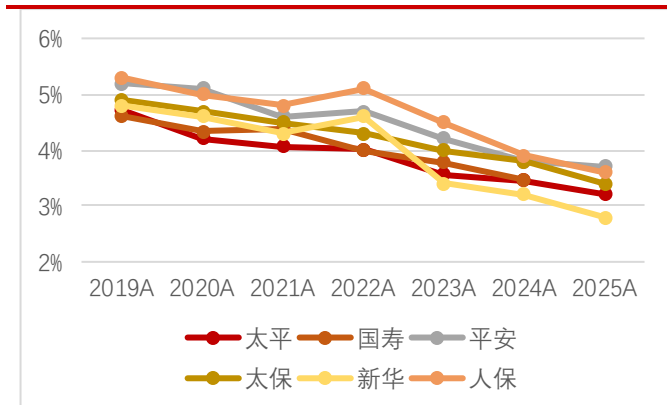
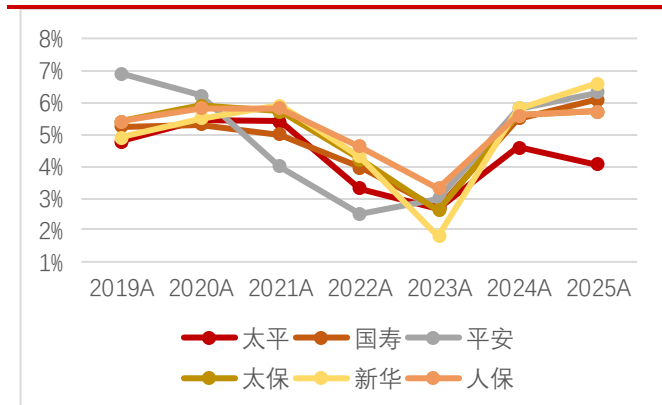


图 29 上市同业总投资收益率对比



5. 盈利预测与投资建议

中国太平寿险转型领先同业，分红险拉动新业务价值和内含价值双升，叠加固收+权益均衡，提升长期盈利预期，我们对其 2026-2028 年盈利能力做出如下假设：1) 寿险业务：公司推进分红险转型，银保渠道竞争力提升，2026-2028 年寿险保险服务收入同比增速预计分别为+1%、+1.5%、+2%。2) 境内财险业务：太平积极调整境内产险结构，提升非车险业务收入，有望推动 2026-2028 年境内财险保费服务收入分别同比+2%、+2%、+2%。公司压缩高 COR 业务，承保盈利水平有望进一步改善。3) 境外财险业务：中国香港、中国澳门、新加坡、印尼市场收入稳健增长，2026-2028 年境外财险保险服务收入同比增速预计分别为+0.5%、+0.8%、+1%。4) 再保险业务：公司积极开拓国际市场，2026-2028 年再保险保费服务收入同比增速预计分别为+2.5%、+2%、+2%。

基于以上假设，我们预计公司 2026-2028 年保险服务收入分别为 1,140、1,161、1,184 亿港元；2026-2028 年归母净利润分别为 213、242、245 亿港元；对应 EPS 分别为 2.8、3.0、3.3 港元/股。2026 年 4 月 9 日收盘价 22.06 港元对应 PEV 分别为 0.32、0.29、0.25 倍，远低于上市同业平均水平，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 1 中国太平保险服务收入预测（百万港元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
太平人寿	64,282	64,925	65,899	67,217
YoY	-0.3%	1.0%	1.5%	2.0%
太平财险	39,925	40,637	41,381	42,150
YoY	2.1%	1.8%	1.8%	1.9%
太平再保险	8,934	9,157	9,340	9,527
YoY	3.5%	2.5%	2.0%	2.0%

资料来源：iFinD 数据库，华西证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	可比公司	最新收盘价 (港元)	EVPS*		PEV (倍)	
			2026E	2027E	2026E	2027E
601318.SH	中国平安	62.75	91.60	100.35	0.60	0.54
601601.SH	中国太保	33.72	68.76	73.40	0.43	0.40
601628.SH	中国人寿	27.16	57.67	64.39	0.41	0.37
601336.SH	新华保险	47.62	101.69	111.94	0.41	0.37
1299.HK	友邦保险	88.95	6.00	6.43	1.89	1.77
可比公司均值					0.75	0.69
0966.HK	中国太平	22.84	68.15	76.52	0.34	0.30

资料来源：iFinD 数据库，华西证券研究所（对应 2026 年 4 月 10 日收盘价）*友邦保险 EVPS 货币单位为美元，中国太平 EVPS 货币单位为港元，其他公司 EVPS 货币单位均为人民币元；港币兑人民币汇率按 1HKD=0.87CNY，美元兑港元汇率按 1USD=7.83HKD

6. 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，分红险销售承压将拖累公司保费及价值表现。

资本市场波动风险：长端利率下行将导致债券新增及再配置收益承压，即利息收入下降，股市下行对公司权益投资收益造成影响。

大灾频发：超预期的自然灾害将导致赔付率和综合成本超预期上升。

监管趋严风险：监管政策趋严将影响公司经营环境，进而影响当期业绩。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万港元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债表 (百万港元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
保险服务收入	111,268	112,267	114,020	116,061	118,447	固定资产合计	68,964	68,491	82,114	82,941	85,635
保险服务费用	-86,433	-86,830	-88,936	-90,527	-91,204	商誉	353	354	428	428	444
持有的再保合同净费用	-2,811	-1,437	-2,280	-2,321	-2,369	无形资产	261	264	318	318	330
保险服务业绩	22,024	24,000	22,804	23,212	24,874	联营及共同控制体权益	28,919	12,480	28,801	26,840	24,794
利息收益	40,240	41,596	42,999	44,449	45,947	再保险资产	10,794	13,515	14,260	14,501	15,531
其他投资回报	24,971	23,393	18,714	19,276	20,239	保险合同资产	871	722	1,270	1,076	1,122
金融资产减值净额	-1,332	-214	-203	-193	-183	金融投资	1,442,317	1,675,075	1,728,265	1,827,625	1,921,176
应占联营公司及合营公司损益	2,665	2,050	1,948	1,850	1,758	法定存款	6,431	6,528	7,685	7,795	8,071
投资回报	66,543	66,826	63,458	65,382	67,761	应收集团公司款项	1,312	1,313	1,591	1,592	1,648
承保财务损失	-61,035	-52,519	-54,039	-53,530	-56,591	现金及现金等价物	44,389	54,360	56,423	58,411	62,156
净投资业绩	5,831	14,583	9,705	12,134	11,469	银行存款	60,667	70,885	73,697	77,766	81,453
除税前溢利	22,128	33,446	27,722	30,550	31,697	已抵押存款	1,226	1,121	1,995	1,626	1,735
税项抵免/(支出)	-9,330	3,181	2,772	3,055	2,853	买入返售证券	2,006	5,673	6,064	5,051	6,186
除税后溢利	12,798	36,627	30,494	33,605	34,550	总资产	1,734,342	1,986,587	2,085,916	2,190,212	2,299,722
归母净利润	8,432	27,059	21,309	24,155	24,489	其他应付款及应计费用	46,773	52,279	54,530	56,639	58,885
非控股股东净利润	4,366	9,568	9,185	9,450	10,061	租赁负债	1,438	1,243	1,296	1,347	1,400
主要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	应付集团公司款项	22	18	18	19	20
价值						银行贷款	69,872	64,406	67,179	69,777	72,544
内含价值	174,577	209,519	244,947	275,008	314,236	计息票据	10,813	13,290	13,862	14,398	14,969
新业务价值	9,103	9,589	10,068	10,874	11,744	投资合同负债	20,380	25,592	26,694	27,726	28,825
成长能力						应付税项	578	641	668	694	722
内含价值增长率	12.87%	19.80%	16.39%	12.27%	14.26%	递延税项负债	1,871	1,836	1,915	1,989	2,068
新业务价值增长率	89.99%	5.34%	16.91%	12.27%	14.26%	保险合同负债	1,413,410	1,555,589	1,622,568	1,685,315	1,752,147
保险服务收入增长率	3.52%	0.90%	1.56%	1.79%	2.06%	总负债	1,611,935	1,821,794	1,900,234	1,973,719	2,051,988
净利润增长率	36.22%	220.93%	-21.25%	13.36%	1.38%	股本	40,771	40,771	40,771	40,771	40,771
盈利能力						储备	30,309	54,383	71,431	90,755	110,346
总资产收益率ROA	0.74%	1.84%	1.46%	1.53%	1.50%	归属于母公司股东权益	71,080	95,155	112,202	131,527	151,118
净资产收益率ROE	6.89%	16.42%	11.48%	11.16%	9.89%	永久次级可换股证券	15,990	15,987	15,987	15,987	15,987
每股指标 (港元)						总权益	122,407	164,793	185,682	216,493	247,735
每股内含价值	48.57	58.30	68.15	76.52	87.43	负债及股东权益总计	1,734,342	1,986,587	2,085,916	2,190,212	2,299,722
每股收益	2.53	2.67	2.80	3.03	3.27						
每股净资产	19.78	26.48	31.22	36.60	42.05						
估值分析											
PEV	0.47	0.39	0.34	0.30	0.26						
PE	9.02	8.56	8.15	7.55	6.99						
PB	1.15	0.86	0.73	0.62	0.54						

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。