



众安在线 (06060.HK)

买入 (首次评级)

港股公司深度研究

证券研究报告

保险科技布局领先的高弹性标的

投资逻辑

“保险+科技”双轮驱动的互联网财险龙头。通过技术创新与保险场景深度融合赋能保险主业发展，持续领跑国内互联网财险赛道。**保险业务：保费维持双位数增长，COR 有望逐年改善。**自 20 年起，公司已形成健康、数字、消费金融、汽车四大生态布局，其中健康生态凭借百万医疗势头快速崛起，持续扩张产品矩阵至门急诊险、重疾险、住院医疗、团险等，并针对非标体蓝海开发热销产品“众民保”，预计未来三年有望实现 12% 左右增长，COR 维持在 95% 左右；数字生态以退运险为基本盘，并持续拓展宠物险、无人机险、家财险等创新业务，预计短期或继续压降盈利性较差业务规模，增速或将放缓，但受益于电商赛道高景气、创新业务提标扩面、家财险宠物险等业务高速发展，预计 25-27 年增速分别为 7%/15%/13%，COR 有望逐年改善；消费金融受社会信用风险抬升影响规模有所压降，但自 24 年下半年起信用环境好转，有望恢复 10% 左右增长，COR 维持在 90% 左右可期；汽车生态已将业务拓展至交强险赛道，未来 3 年有望延续 30% 左右高增，且 COR 维持较好水平。**科技业务：对内赋能+对外输出，AI 技术布局领先。**科技板块在赋能保险主业发展的同时，也持续对外输出解决方案，依托丰富的数据积累及前沿的技术布局，在保险产业链内具备核心竞争力，已累计服务 962 家客户。当前科技板块已实现盈利，国内 IFRS17 切换下需求旺盛+海外市场加速扩张，预计盈利能力将持续增强。**银行业务：香港市场领先的虚拟银行，打造一站式金融服务平台。**24 年银行净亏损 2.32 亿港元实现大幅减亏，用户数量超 80 万人，业务布局趋于完善投入减少叠加规模效应显现，预计 2025 年有望实现扭亏为盈。ZA Bank 是当前亚洲唯一同时提供基金、美股及虚拟资产交易零售服务的持牌银行，在数字财富管理领域处于领先地位，业务范围与客户数量优于香港同业，长期增长潜力大。

盈利预测、估值和评级

预计 25-27 年公司归母净利润分别为 9.05、11.40、13.60 亿元，分别同比增长 50.0%、25.9%、19.3%，一是 COR 稳中向好且保费稳健增长下承保利润将逐年递增，二是科技与银行板块业绩贡献有望增强，三是 AI 赋能成效有望持续显现。截至 4 月 2 日，公司 2025 年 PB 估值为 0.73X，处于历史估值分位的 3%，给予公司保险业务 1.2XPB+科技业务 5XPS+银行业务 2XPB，对应目标价 21.62 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

监管趋严；经济修复不及预期；行业竞争加剧；资本市场波动。

国金证券研究所

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001）

shusiqin@gjzq.com.cn

分析师：黄佳慧（执业 S1130525010001）

huangjiahui@gjzq.com.cn

分析师：夏昌盛（执业 S1130524020003）

xiachangsheng@gjzq.com.cn

分析师：杨佳妮（执业 S1130524040002）

yangjiani@gjzq.com.cn

市价（港币）：12.260 元

目标价（港币）：21.62 元



主要财务指标

项目	12/23	12/24	12/25E	12/26E	12/27E
保险服务收入(百万元)	27,535	31,744	35,261	40,356	45,823
保险服务收入增长率	24.1%	15.3%	11.1%	14.4%	13.5%
归母净利润(百万元)	294	603	905	1,140	1,360
归母净利润增长率		105.4%	50.0%	25.9%	19.3%
COR	95.2%	96.9%	96.5%	96.4%	96.3%
ROE(归属母公司)	1.64%	2.94%	4.15%	4.81%	5.26%
每股收益(元)	0.20	0.41	0.62	0.78	0.93
P/E	56.62	27.55	18.37	14.59	12.23
每股净资产(元)	13.66	14.24	15.43	16.81	18.38
P/B	0.83	0.79	0.73	0.67	0.62

来源：公司年报、wind，国金证券研究所 注：2023 年归母净利润已剔除公司出售众安国际部分股权实现的一次性投资收益 37.84 亿元，剔除后归母净利润为 2.94 亿元，2023 年 8 月 14 日起众安国际不再为众安的附属公司并入账列为合营公司



内容目录

一、公司概况：“保险+科技”双引擎，持续领跑的互联网财险龙头.....	5
二、保险业务：保费维持双位数增长，COR 有望逐年改善.....	7
2.1 健康生态：产品矩阵持续丰富，长期增长潜力巨大.....	10
2.2 数字生活生态：保费保持高速增长，综合成本率有望优化.....	14
2.3 消费金融生态：坚守审慎经营理念，COR 已恢复优异水平.....	17
2.4 汽车生态：积极拓展交强险经营资质，有望维持高速发展.....	18
三、科技业务：科技输出高速增长，AI 技术布局领先.....	19
四、银行业务：香港市场领先的虚拟银行，打造一站式金融服务平台.....	22
五、资产管理：持续优化资金配置，投资收益稳定性提升.....	27
六、盈利预测与估值.....	28
6.1 盈利预测.....	28
6.2 投资建议.....	29
七、风险提示.....	29

图表目录

图表 1：众安发展历程.....	5
图表 2：众安“保险+科技”双引擎战略.....	5
图表 3：众安股权结构（截至 2024 年末）.....	6
图表 4：众安高管信息.....	6
图表 5：众安四大业务一览.....	7
图表 6：归母净利润情况（亿元）.....	7
图表 7：净利润结构（亿元）.....	7
图表 8：保费收入及同比增速.....	8
图表 9：月度保费收入及同比增速.....	8
图表 10：四大生态保费占比变化.....	8
图表 11：四大生态保费增长情况（亿元）.....	8
图表 12：三大主力险种保费贡献超 70%.....	9
图表 13：众安现有保险产品一览.....	9
图表 14：众安承保盈利情况.....	10
图表 15：众安综合成本率.....	10
图表 16：健康生态总保费情况.....	10
图表 17：健康生态打造多层次产品矩阵.....	11
图表 18：众安健康险分产品情况.....	11



图表 19: “尊享 e 生”系列产品情况	11
图表 20: 众安核心百万医疗险产品形态	12
图表 21: “尊享 e 生”系列重要升级	13
图表 22: 健康生态个险付费用户数	13
图表 23: 健康生态个险人均保费	13
图表 24: 健康生态综合成本率	14
图表 25: 健康生态自营渠道保费情况	14
图表 26: 数字生活生态总保费情况	14
图表 27: 数字生活生态保费构成 (亿元)	14
图表 28: 众安持续推进创新业务	15
图表 29: 众安宠物险保费及对接机构	15
图表 30: 我国宠物市场规模	15
图表 31: 我国宠物渗透率远低于海外, 未来潜在空间有望进一步释放	16
图表 32: 国内宠物保险仍处市场教育期, 未来空间潜力巨大	16
图表 33: 数字生活生态综合成本率	17
图表 34: 数字生活生态创新业务占比持续提升	17
图表 35: 消费金融生态总保费情况	17
图表 36: 消费金融在贷余额	17
图表 37: 消费金融生态综合成本率	18
图表 38: 社会信用水平已触底回升	18
图表 39: 汽车生态总保费情况	18
图表 40: 汽车生态共保模式	18
图表 41: 汽车生态综合成本率	19
图表 42: 众安在线科技业务公司股权结构	19
图表 43: 众安科技分部输出收入情况	20
图表 44: 众安科技分部实现扭亏为盈	20
图表 45: 众安研发投入及占总保费比例	20
图表 46: 众安工程师数量及总员工占比	20
图表 47: 迎接 AI 浪潮, 科技输出打开高增长空间	21
图表 48: 众安科技核心客户群	21
图表 49: 众安专利授权件数	22
图表 50: Peak3 科技输出可持续性收入占比提升	22
图表 51: 众安银行概览	22
图表 52: 众安银行零售用户规模快速增长	23
图表 53: 众安银行净收入情况	23



图表 54: 众安银行持续减亏	23
图表 55: 净息差水平持续提高	24
图表 56: 净息收入和手续费收入规模	24
图表 57: ZA Bank 打造香港一站式金融服务平台	24
图表 58: ZA Bank 加密货币服务收费标准	25
图表 59: 香港支持 web3.0/虚拟资产事件与政策以及众安银行参与情况	25
图表 60: 香港 8 大虚拟银行业务范围对比	27
图表 61: 香港 8 大虚拟银行财务与业务情况对比	27
图表 62: 众安境内保险投资资产配置	28
图表 63: 众安保险业务投资收益率	28
图表 64: 众安分生态保费预估	28
图表 65: 众安综合成本率预估	28
图表 66: 众安利润预估	29
图表 67: 众安分部估值表	29



一、公司概况：“保险+科技”双引擎，持续领跑的互联网财险龙头

国内首家互联网保险公司，持续领跑互联网财险赛道。众安在线 2013 年成立，17 年登陆香港联合交易所主板上市，是国内首家互联网保险公司。2018 年众安在线成为中国首家保费过百亿的互联网财险公司，位居财险市场第 12 名；截至 2024 年，公司在国内财险总保费为 334 亿元，排名跃升至第八位，且以绝对优势持续领跑国内互联网财险赛道。

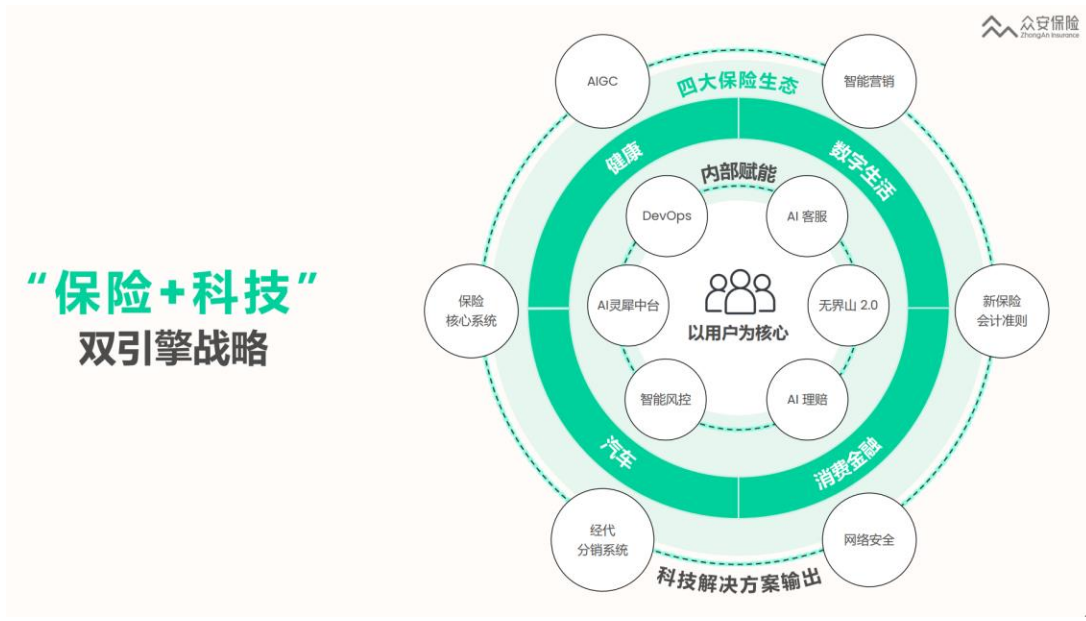
图表1：众安发展历程



来源：中国新闻网、南方周末、慧保天下、中国保险家、深蓝保、保观、中国银行保险报、公司公告，国金证券研究所

以“保险+科技”为核心战略引擎。公司自成立以来始终以“保险+科技”为双核心驱动力，在人工智能、大数据、云计算等前沿技术领域持续布局和突破，通过技术创新与保险场景深度融合，赋能保险主业发展，2024 年，云端保险核心系统「无界山」凭借其卓越的性能，成功支撑起海量的碎片化保险业务，全年保单出具量高达 197.32 亿张，承保自动化率提升至 99%；运用主流大模型和自有数据锻造众安 AI 中台，高效整合与输出 AI 能力；部署了 70+ 活跃机器人，支撑 10 余个重点场景（如 AI 客服、AI 健康问诊、AI 理赔等），提高客户服务效率和满意度；搭建覆盖全流程、全量 100% 的 AI 质检，构建动态风险屏障。此外，公司也将积累的科技能力以解决方案形式输出，推动科技板块向利润中心转变。

图表2：众安“保险+科技”双引擎战略



来源：公司公告，国金证券研究所

股权结构较为分散，股东背景强大。公司由 9 名股东共同创立，前三大股东分别为蚂蚁集团、腾讯和中国平安，在注入互联网+保险的发展基因的同时，也为公司退运险、车险业



务的发展提供了强力支撑，截至 2024 年末，持股比例分别为 10.37%、10.21%、9.09%。此外 5%以上的股东还包括深圳加德信投资有限公司（9.09%，由欧亚平实际控制）、优孚控股有限公司（6.12%）以及深圳日讯网络科技有限公司（5.51%，由欧亚平实际控制）。

图表3：众安股权结构（截至 2024 年末）

股东姓名/名称	股份类别	权益性质	股份数目（亿股）	占同类股份比例百分比	占本公司总股本比例
蚂蚁集团	H 股	实益权益	1.525	10.74%	10.37%
平安保险	H 股	实益权益	1.500	10.56%	10.21%
深圳市加德信投资有限公司	H 股	实益权益	1.336	9.41%	9.09%
腾讯计算机系统	H 股	实益权益	1.149	8.09%	7.82%
优孚控股有限公司	H 股	实益权益	0.900	6.33%	6.12%
深圳日讯网络科技股份有限公司	H 股	实益权益	0.810	5.70%	5.51%
上海远强投资有限公司	内资股	实益权益	0.500	100%	3.40%

来源：公司公告，国金证券研究所

管理层多具备互联网、保险、投资等领域的丰富从业经历，为公司将互联网与保险在业务层面的深度融合奠定了深厚基础。

图表4：众安高管信息

姓名	职务	工作/学习简历
尹海	董事长	曾任中国银行总行资金部交易员、资金部策略分析师、伦敦分行资本市场部外汇交易主管，华泰资管总监、华泰财险营销总监、华泰伟业上海保险经纪有限责任公司总经理，众安财险总经理及董事。
姜兴	执行董事、总经理	全面负责众安保险日常经营管理工作。2011 年至 2012 年担任阿里巴巴高级总监，2013 年至 2014 年就职于浙江融信网络技术有限公司，负责保险部工作。
王敏	常务副总经理、董事会秘书	经济学博士，曾任职于保险监管部门，其间参与制定了多项保险监管制度，熟悉保险法规和行业经营。
李高峰	执行董事、副总经理、首席财务官、首席投资官	具备深厚的金融行业背景，对中国资本市场有理解、有实践，同时具备多年的企业管理经验，曾担任信达证券营销服务中心副总经理，光大永明资管副总经理、董事会秘书等职务。
张勇博	副总经理、首席合规官、首席风险官、首席法务官	具备年的执业律师工作经验，先后在中宏人寿、永诚从事公司治理及法律合规管理工作。
杨楠	副总经理	具备丰富的战略、资本市场和投资经验，曾先后于头部投资银行和私募基金任职。
宋振华	副总经理	曾就职于中国平安等大型企业，有多次创业经验，具备资深的技术开发背景及互联网产品、平台运营经验具备丰富的保险领域理论基础和多年实战经验。
韩立群	总经理助理	曾就职于多家保险公司及大型企业集团，有深厚的保险行业背景，同时具备多年的保险公司及企业集团的管理经验。
于洋	总经理助理	具备丰富的数据分析和风险管理专业经验，历任北京瑞尼尔信息技术数据分析部经理、益伯利中国高级统计分析师和费埃哲中国高级统计咨询师。并曾任中国民生银行总行高级风险管理师、河南中原消费金融股份有限公司筹建办公室风险合规负责人、风险总监。
孙睿	财务负责人	拥有十年以上的财务工作背景，经验丰富，曾就职于德勤华永会计师事务所从事美国和香港上市的相关技术研究，在并购、反舞弊等领域也多有涉猎。
林海	总精算师	中国精算师协会常务理事，具有二十年以上财险公司精算管理工作经验，先后在光博商务咨询(上海)等企业担任精算业务总监，曾在燕赵财险、天安财险、永安财险、中银保险等保险公司担任总精算师、精算责任人以及精算相关部门负责人。
王晓明	审计责任人	具备十五年以上的金融保险行业内部审计工作经验和管理经验，曾先后担任平安集团、厚相集团、漫道集团的审计及内控部门负责人，负责统筹管理内部审计工作。

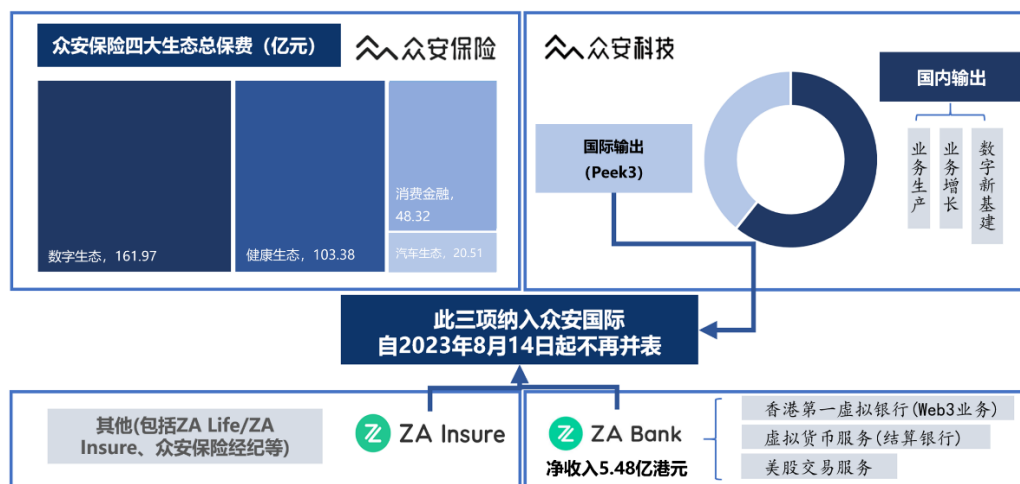
来源：公司官网，国金证券研究所

保险业务稳健发展，科技与银行板块具备高潜力。公司当前主营业务包括保险、科技、银行及其他，其中保险业务由四大生态组成，提供各种互联网财险业务；科技分部通过科技赋能保险价值链，同时以科技输出创收；银行业务在香港提供一站式财富管理的虚拟银行



服务；其他业务包括前三大部分以外的实体，主要在香港线上寿险、保险经纪等相关业务。按业务划分，2024 年公司保险、科技、银行、其他业务净利润分别为 5.9/0.8/-0.9/0.7 亿元，较 2023 年分别+0.3/+5.5/+1.9/-0.2 亿元。保险业务是公司利润的主要贡献源，科技板块超预期实现首次扭亏为盈，银行板块减亏幅度亮眼，预计 25 年有望扭亏。

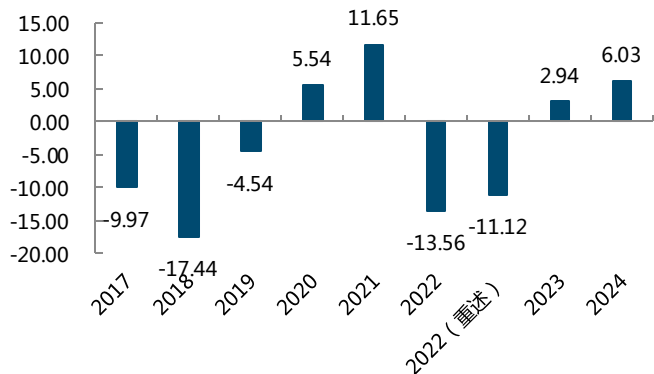
图表5：众安四大业务一览



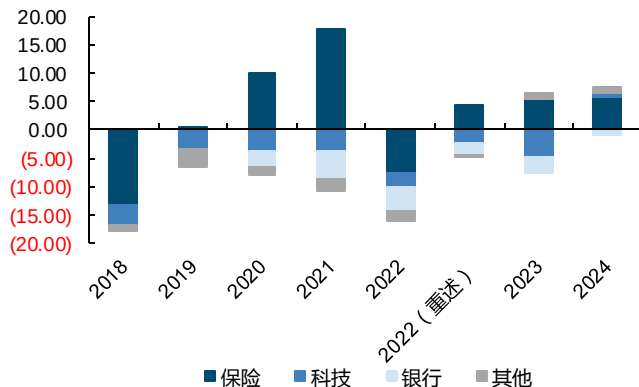
来源：公司公告，国金证券研究所

近年来利润波动较大，24 年起利润恢复高弹性增长。公司于 2020 年实现上市以来首次盈利，21 年受益于承保业务扭亏为盈及投资收益大幅增长，归母净利润实现高增，2022 年切换 IFRS9 会计准则且权益市场疲软叠加美元升值下汇兑损益增加，录得净亏损超 10 亿元。2024 年，公司实现归母净利润 6 亿元（2023 年剔除出售众安国际一次性收益后为 3 亿元），主要受益于权益市场好转下总投资收益同比增加 3.4 亿元与科技银行大幅减亏，承保溢利同比-23.4%至 9.9 亿元。

图表6：归母净利润情况 (亿元)



图表7：净利润结构 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所 注：2023 年净利润已剔除出售众安国际一次

来源：公司公告，国金证券研究所 注：22 年重述后为新准则数据

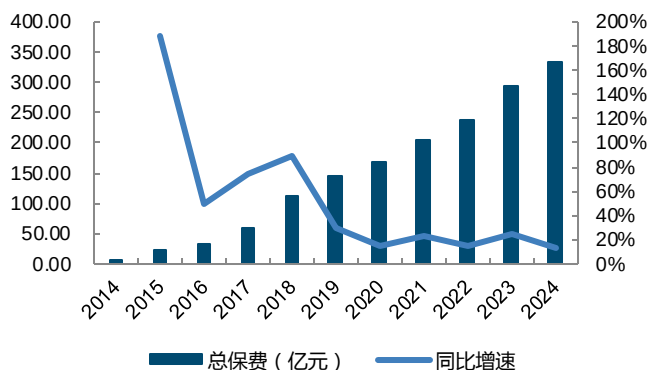
性影响

二、保险业务：保费维持双位数增长，COR 有望逐年改善

受益于互联网财险高速发展，公司保费增速始终维持在 2 位数以上，2018-2024 年 6 年复合增速高达 19.89%。2024 年公司实现总保费收入 334.18 亿元，同比+13.3%，2025 年前两月总保费在低基数下亦实现 10.7% 的双位数增长，预计全年双位数增长有望延续。

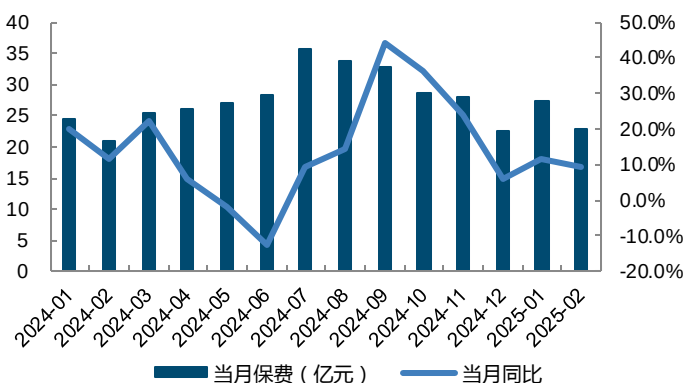


图表8：保费收入及同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

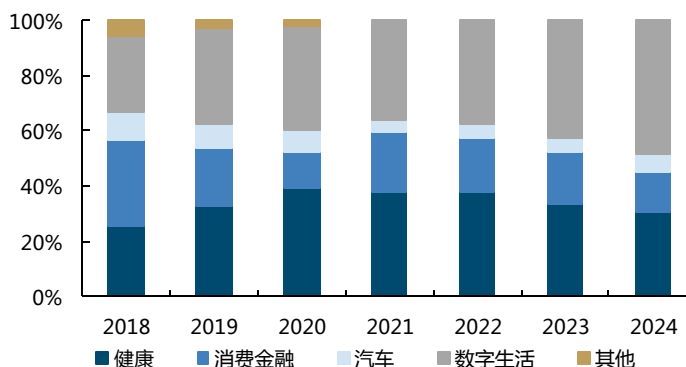
图表9：月度保费收入及同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

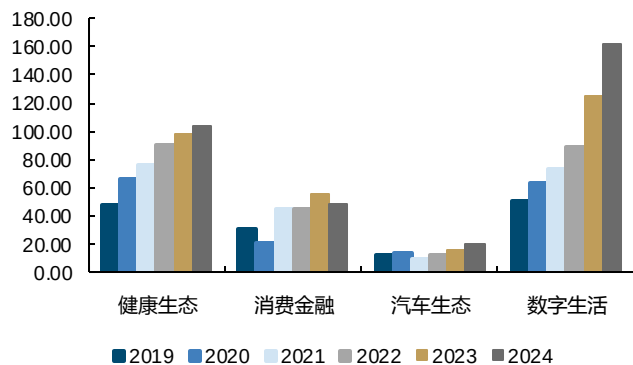
健康与数字生活生态是核心。自 20 年起，公司已形成健康、数字、消费金融、汽车四大生态布局，其中健康生态凭借百万医疗势头快速崛起；数字生态以退运险为基本盘，并持续拓展宠物险、碎屏险、无人机险、家财险等创新业务，保费快速增长；消费金融受社会信用风险抬升影响规模有所压降，但自 24 年下半年起信用环境好转，25 年保费有望恢复正增长；汽车生态已将业务拓展至交强险赛道，未来高增有望延续。2024 年健康、数字生活、消费金融、汽车四大生态分别实现保费收入 103/162/48/21 亿元，同比分别 +5.4%/+28.9%/-12.9%/+29.8%，占比为 30.9%/48.5%/14.5%/6.1%。

图表10：四大生态保费占比变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表11：四大生态保费增长情况 (亿元)

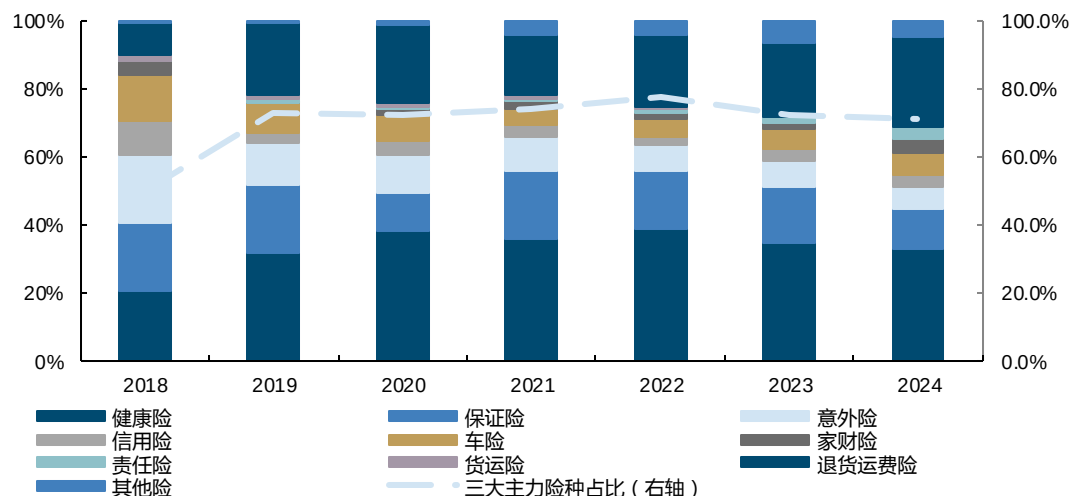


来源：公司公告，国金证券研究所

健康险、退运险、保证险三者合计占比超 70%。公司已构建医疗、重疾、意外、财产、宠物、车险、旅行、企业险等多元化产品体系，满足各类场景下的个性化、碎片化保障需求。但当前险种结构仍较为集中，2024 年，健康险、退运险、保证险三者占比超过 70%，保费分别占比 33.2%/26.0%/11.8%，分别同比+6.5%/+34.8%/-16.2%。



图表12：三大主力险种保费贡献超70%



来源：公司公告，国金证券研究所 注：三大主力险种为健康险、保证险、退货运费险

图表13：众安现有保险产品一览

医疗			重疾	意外	宠物	车险	运动险	企业险	财产险	旅行险
百万医疗	众安百万医疗 2024	众民保·中高端医疗	众安百万重疾险(旗舰版)	意家保·百万意外 2025	宠医保旗舰版		众参与运动意外险	灵活用工保	合家安家庭综合险旗舰版	飞享e生·航意航延险
	众安尊享e生 2025	众民保·中高端医疗险	众民保·百万重疾险(免健告)	宠物医疗险(无忧版)		众安活动无忧保		众安开店无忧保	众安好房保	骑·骑行综合意外险
	众安少儿百万全能保	尊享宝贝·少儿高端医疗险	成长乐·少儿重大疾病保险	中老年人意外险	宠物家护保尊享版	冰雪运动意外险		企业保障	众安境内旅行险 2024	众安境外旅行险 2024
门急诊医疗	众安门急诊医疗险	好优保家庭门诊险(0免赔)	老无忧·中老年防癌险	淘乐保少儿意外险		自行车综合意外险		个体户老板保	众安租客保	
惠民医疗	安惠保(升级版)	安惠保定额给付津贴	众安重疾险(惠享版)	百万综合意外险(家庭版)		众安平安联合车险		众安医务人员安心保	众安小美满(普惠版)	东南亚日韩泰境外旅行险
防癌医疗	众安百万防癌医疗险 2022	众民保·复发险	全能保重疾险	阖家保				众企保团体意外险	众安疏通保	安心飞·无人机第三者责任险
补充医疗	众安好孕保plus 孕妈及新生儿医疗险	其他重疾	女性高发疾病保险					众安保姆险	众安电动车充电安全险	电信诈骗险
保险	好孕保·孕妈及新生儿医疗险		众安守护·收入补偿险					众安活动无忧保	众安员工安心保	燃气无忧险

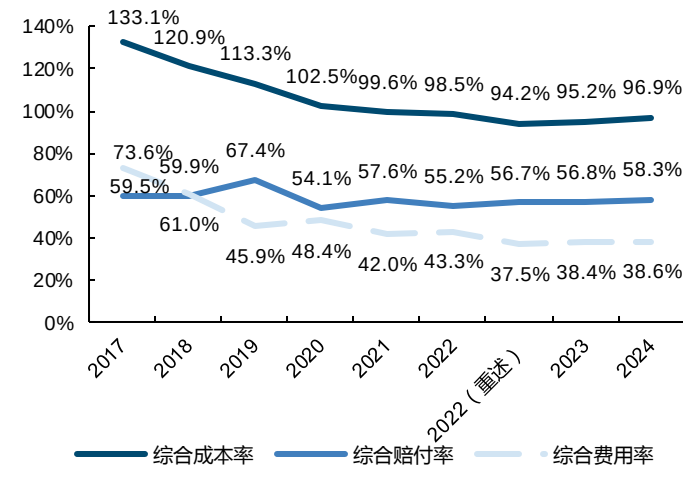
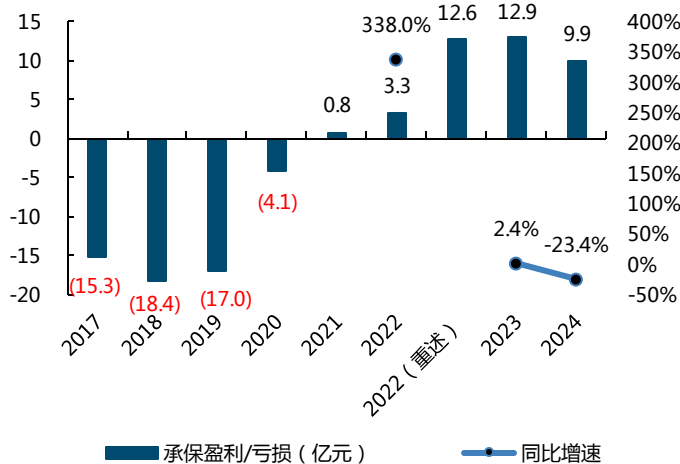
来源：众安保险 APP，国金证券研究所；注：产品种类为截止 2025 年 3 月众安保险 APP 内上线产品



受益于保费结构优化、规模效应显现、科技赋能驱动风控水平与运营效率提升，COR 整体呈优化趋势。公司自 21 年起已连续 4 年实现承保盈利，2024 年 COR 同比+1.7pct 至 96.9% 维持较好承保盈利，其中赔付率+1.5pct 至 58.3%，主要受产品结构调整影响，费用率+0.2pct 至 38.6%，主要为健康生态客户运营和维护(包括人工智能领域)的前期基建投入。

图表14：众安承保盈利情况

图表15：众安综合成本率



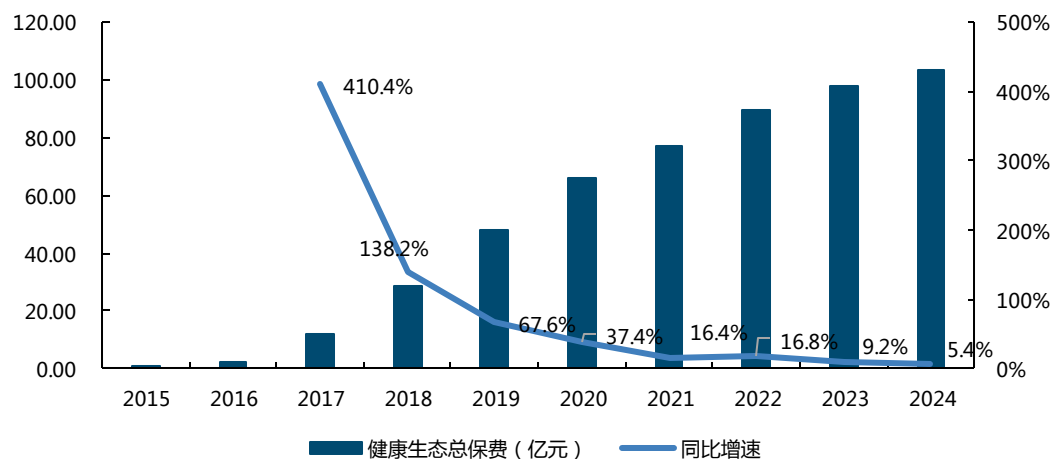
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

2.1 健康生态：产品矩阵持续丰富，长期增长潜力巨大

健康生态为公司当前的核心生态，保费增速放缓到长期增长潜力巨大。受益于百万医疗的快速普及以及互联网的高速发展，公司健康生态总保费自 2015 年的 0.19 亿元增长至 2024 年的 103.38 亿元。自 2021 年起，公司健康生态增速整体放缓，主要受魔方业务出清、互联网保险监管趋严、百万医疗向长险切换、公域流量费用提升等因素共同影响。2024 年健康生态总保费同比+5.4%，其中下半年恢复流量投放后在低基数下同比+21.1%，预计后续健康险有望实现双位数左右增长，核心驱动在于政策引导下居民卫生费用自付比例降低与非标体保障缺口的补齐。

图表16：健康生态总保费情况



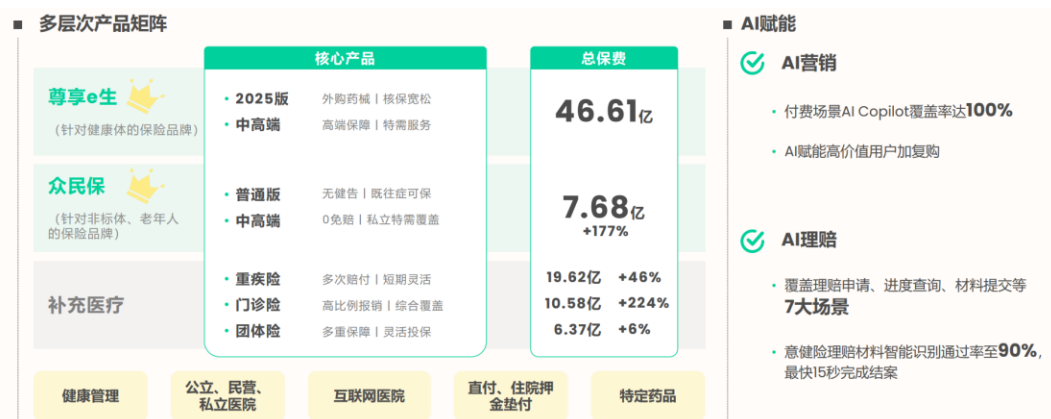
来源：公司公告，国金证券研究所

覆盖人群从 1 到 N，多层次产品矩阵满足客户多元需求。公司从百万医疗出发，扩张产品矩阵至门急诊险、短期重疾险、住院医疗险、企业员工福利团险等，并针对带病体、慢病、女性、少儿等群体推出细分产品，可保群体大幅拓展。当前公司已形成“尊享e生”、“众民保”、补充医疗三大业务线，截至 2024 年，“尊享e生”系列总保费 46.61 亿，平均用户年龄为 39 岁，维持较好水平；众民保系列产品保费已达 7.68 亿元，同比+177%，服务客户超 75 万；补充医疗领域，公司针对慢病、女性群体分别推出超过 100/35 个专属产品，与滴滴合作推出车主保障计划、点滴保，累计服务超 300 万专车司机，重疾险、企业团险、门急诊险、高端医疗 2024 年分别实现保费 19.62/6.37/10.58/1.08 亿元，同比



+46%/+6%/+224%/+179%。多产品矩阵带来多元增长极，2024 年“尊享 e 生”系列总保费占健康生态总保费为 45.1%，较 2019 年显著降低。

图表17：健康生态打造多层次产品矩阵



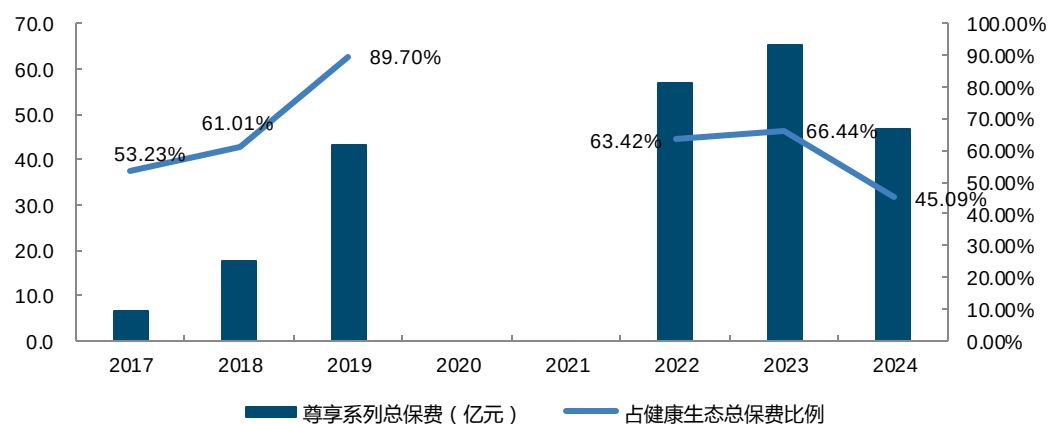
来源：公司公告，国金证券研究所

图表18：众安健康险分产品情况

产品名称	时间	总保费（亿元）	占健康生态总保费比例	同比增速
尊享e生系列	2023	65.15	66.44%	14.4%
	2024	46.61	45.09%	-28.5%
重疾险	2023	13.41	13.67%	130.6%
	2024	19.62	18.98%	46.3%
企业团险业务	2024	6.37	6.16%	6.0%
门急诊险	2023	3.27	3.33%	157.3%
	2024	10.58	10.23%	223.5%
慢病人群险	2023	2.7	2.75%	-
众民保系列	2024	7.68	7.43%	177.0%
高端医疗	2024	1.08	1.04%	179%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表19：“尊享e生”系列产品情况



来源：公司公告，国金证券研究所

尊享 e 生系列拳头产品持续迭代与时俱进，创新产品开辟行业新赛道，有望引领未来趋势。1) 2015 年 10 月，众安推出首款百万医疗保险——“尊享无忧”，通过万元免赔额撬动百万医疗保额，凭借性价比高、产品条款清晰易懂、互联网适销性强三重特征，该系列成为健康生态最大保费贡献，2019 年该产品保费贡献高达 90%。当前该产品已经历 25 次



迭代，2024 年 12 月公司推出“尊享 e 生 2025 版”，顺应 DRG 改革浪潮放开门急诊场景和住院场景的外购药械责任，产品吸引力大幅提升。2) 根据麦肯锡报告，2020 年我国医疗支出中带病体及老年人群占比高达 60%，但其商业健康险保费占比仅 5%，存在巨大保障缺口。2022 年，众安创造性推出“众民保普惠百万医疗险”，初步具备免健康告知、无职业限制、既往症可赔等特征，2024 年 6 月，众安基于此前经验升级迭代推出众民保百万医疗险，提升赔付比例至最高 100%的同时增加产品增值服务，成为带病体热销产品。2025 年 2 月，众安推出众民保中高端医疗险，坚持无健康告知，同时重疾可选特需/国际/VIP 部，满足消费者更多元化、深层次的需求，发售 10 天保费即突破 1.4 亿元。

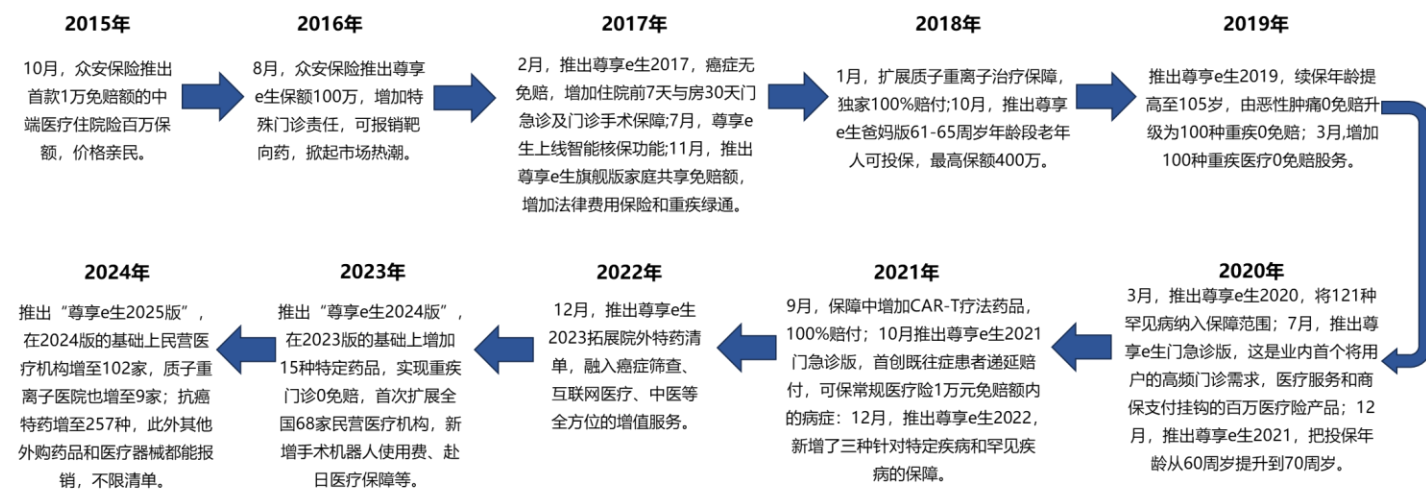
图表20：众安核心百万医疗险产品形态

产品名称	尊享 e 生 2024	尊享 e 生 2025	众民保·百万医疗险（经典款）
投保年龄	出生 30 天-70 岁		出生 30 天-105 岁
等待期	意外无等待期，疾病等待期 30 天		
健康告知	有	有	无，但特定既往症及其并发症不予报销
医院范围	二级及以上公立医院普通部+68 家 民营医疗机构普通部	二级及以上公立医院普通部+102 家 民营医疗机构普通部	二级及以上公立医院普通部+质子重离子 医疗责任就诊医院限上海市质子重离子 医院
赔付比例	不限社保，100%报销		80%（无社保不可投保；甄选版 100%）
免赔额	一般住院：1 万元 重疾：0 元		1、医保内 1 万，医保外 1 万，互相独立； 2、重度质子重离子医疗保险金、特定药 品费用医疗保险金无免赔额
一般医疗保险金	300 万	300 万（含外购药械）	基本医保内 300 万；基本医保外 300 万
一般门急诊保险金	300 万	300 万（含外购药械）	/
重大疾病医疗保险金	300 万	300 万（含外购药械）	/
特定药品医疗保险金	100%/600 万	100%/600 万	80%/300 万
	108 种抗癌特药	257 种抗癌特药	(含 50 种特药+2 款 CAR-T) 含肿瘤特药直 付/用药前基因检测 理赔后可续保
	10 种指定疾病急需药品	10 种指定疾病急需药品	
	30 种罕见病特药	30 种罕见病特药	
	15 种特定进口药品	15 种特定进口药品	
恶性肿瘤先进疗法	100%/600 万	100%/600 万	80%/300 万
	质子重离子/3 家医院	质子重离子/9 家医院	质子重离子/限上海质重医院
	硼中子俘获治疗/日本 4 家医院 光免疫疗法/日本 2 家医院	硼中子俘获治疗/日本 4 家医院 光免疫疗法/日本 2 家医院	(本责任发生理赔后则第二年该责任不 续保)
其他保障	重疾住院护工:1.5 万	重疾住院护工:1.5 万	100 种重疾异地转诊: 1 万 (0 免赔额, 100%赔付) 救护车费用: 0.1 万
	重疾异地转诊:1 万	重疾异地转诊:1 万	
	可附加重疾特需/门急诊保障等	可附加重疾特需/门急诊保障/住院 津贴/互联网药品费用医疗等	
健康增值服务	重疾绿通服务、医疗垫付服务、癌 症早筛优选服务、重疾直通车、肿 瘤特药服务、用药前基因检测、海 南国际特药服务、罕见病特药服务、 特定疾病急需药品服务、术后家庭 护理服务、重疾护工服务、先进疗 法就医协助服务、肿瘤安康综合管 理服务	癌症早筛优选服务、安惠检服务、医 疗垫付、先进疗法就医协助、重疾就 医直通车服务、重疾绿通、重大疾病 护工服务、术后家庭护理服务、肿瘤 特邀直付、用药前基因检测、罕见病 特药、海南博鳌进口特药服务、特定 疾病急需药品服务	1. 医疗垫付 2. 重疾就医绿通 3. 肿瘤特药直付 4. 门诊陪诊(全年限 2 次) 5. 住院护工服务(全年限 1 次，单次最长 5 天)

来源：众安保险 APP，国金证券研究所



图表21：“尊享e生”系列重要升级

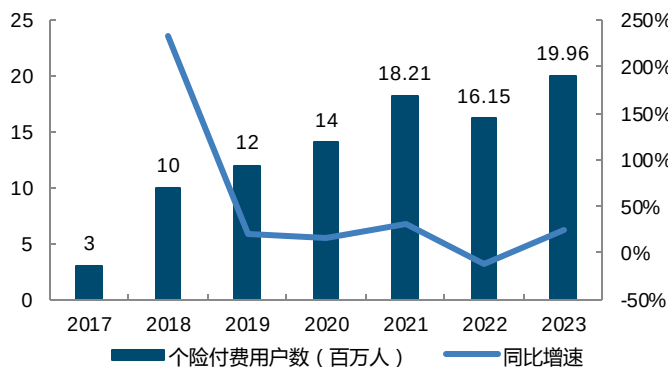


来源：深蓝保、众安健康公众号、中国经济网、众安保险公众号，国金证券研究所

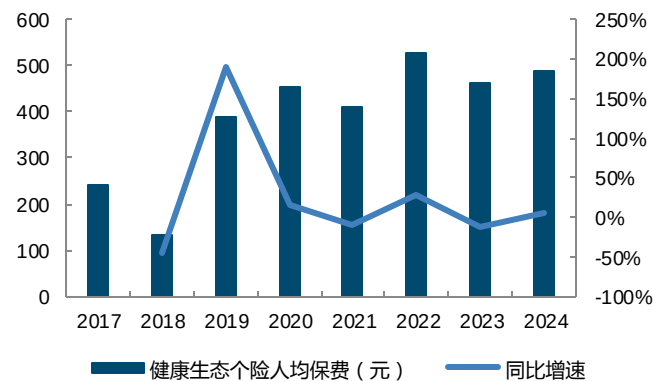
深化“保障+医疗”闭环，增值服务日臻完善。2020年，众安推动健康生态的战略升级，将互联网医院服务与医疗险、门急诊险等产品进行了全方位融合，整合多方医疗服务资源，构建「医+药+险」业务闭环，同时逐步搭建慢病管理生态体系，通过逾2000名医生涵盖了母婴、男性、宠物在线问诊等多个领域，为用户提供一站式的疾病预防、健康管理、医疗服务、保险保障、快速理赔等服务，从低频理赔向高频服务升级，提升用户粘性。

产品矩阵丰富叠加增值服务完善，驱动付费用户及人均保费提升。2023年健康生态个险付费客户数1996万人，同比+23.6%；2024年人均保费同比+6.1%至490元。

图表22：健康生态个险付费用户数



图表23：健康生态个险人均保费



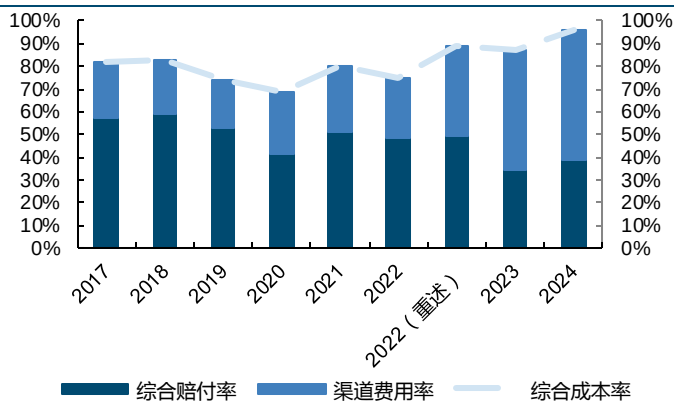
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

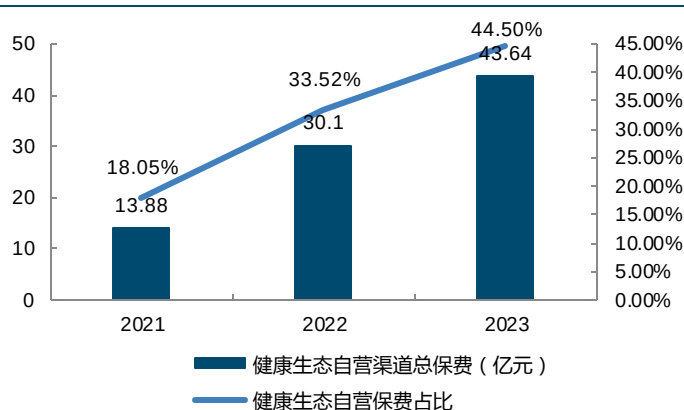
综合成本率维持较好水平，预计中长期COR中枢为95%。2024综合成本率同比+8.5pct至95.7%，其中赔付率同比+4.8pct至39.0%，受产品结构变化与续保保费比例提升影响；费用率同比+3.7pct至56.7%，主要是主要为客户运营和维护(包括人工智能领域)的前期基建投入。我们判断，公司费用率仍存在下降空间，一方面，在公域流量竞争激烈的当下，公司通过企业微信积极开展私域流量运作，有望通过精细化运营提升客户价值，另一方面，众民保系列产品客单价更高且具备稀缺性，对经代渠道吸引力提升，在报行合一的当下，众民保占比的提升也将改善费用率，此外AI赋能深化下，运营效率也有望提升。赔付率方面，预计随着续保保费占比的提升与产品结构的调整，或有小幅提升。



图表24：健康生态综合成本率



图表25：健康生态自营渠道保费情况



来源：公司公告，国金证券研究所 注：2022 年重述前年度数据均为渠道费用率，

来源：公司公告，国金证券研究所

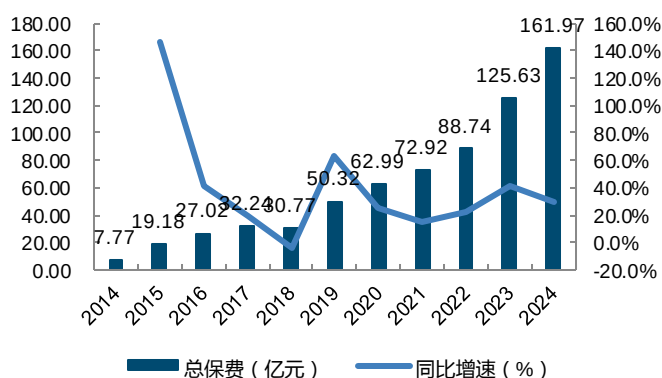
因此赔付率+费用率并非实际上的 COR

2.2 数字生活生态：保费保持高速增长，综合成本率有望优化

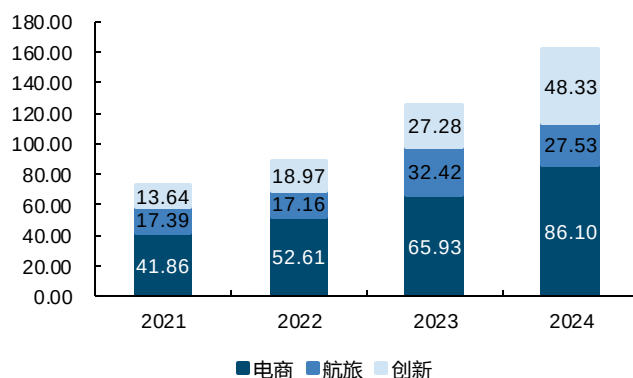
电商行业高景气叠加创新业务持续扩面，保费维持高增增长。数字生活生态由生活消费与航旅板块合并而来，就数字生活场景定制保障服务，包括电商、航旅出行与创新业务三大板块：1) 电商业务：覆盖电商交易链路，包括退货运费、质量保证、账户安全、物流保障等，对接主流电商渠道，并拓展垂直电商渠道；2) 航旅出行：覆盖航班延误/意外、酒店取消、签证服务等场景，已覆盖国内所有主要 OTA 渠道；3) 创新业务：基于对用户数字生活新场景的探索，主要包括宠物经济（宠物医疗、宠物大病、宠物意外、宠物第三者责任等）、生活方式（运动意外险、碎屏险）、低空经济（无人机保险）、小微经济（无人驾驶电动重卡企业研发设备财产险、研发设备测试期责任险及其他小微企业保险产品）四大场景。2018-2024 年，数字生活板块总保费复合增速高达 31.9%，2024 年保费同比+28.9%至 162 亿元，其中电商、航旅出行、创新业务增速分别为+30.6%、-15.1%、+77.2%占比分别为 53%、17%、30%，航旅出行板块增速放缓预计主要源于公司主动加大业务选择。

展望后续，短期内公司或继续压降盈利性较差业务规模，增速或将放缓，但受益于电商赛道高景气、创新业务提标扩面、家财险宠物险等业务高速发展，预计长期来看将维持双位数增长。

图表26：数字生活生态总保费情况



图表27：数字生活生态保费构成 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

创新基因延续+科技赋能深入，创新业务有望持续扩面。随着对垂直细分市场的深入，以及消费者保险需求更加多元化，公司凭借大数据等技术持续捕捉各种生活消费场景下的用户行为特征及风险需求，向生活消费其他领域拓展，陆续开发出诸如参聚险、账户安全险、银行卡盗刷险、Wifi 安全险、法律费用补偿保险、司法拍卖交易保障保险、奶粉过敏包退险、快递延误险、电信诈骗险、物流责任保险、燃气无忧险、手机碎屏险以及境内外旅行险等多款各具特色的产品，涵盖消费者衣食住行各个方面。展望后续，预计公司将继续深度挖掘客户需求，持续丰富创新业务险种货架，驱动创新业务保费延续高增。



图表28：众安持续推进创新业务

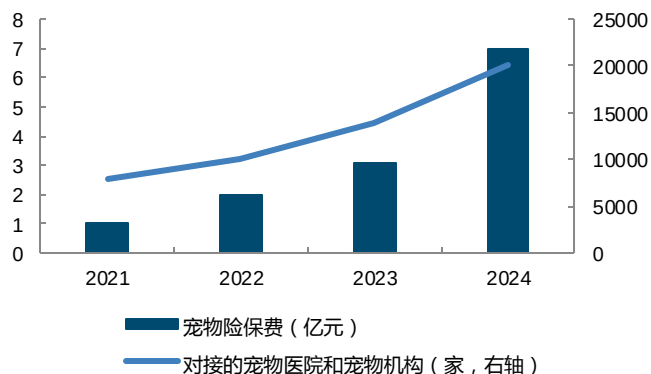
年份	创新业务描述
2020	推出了创新拍照投保的手机碎屏险覆盖市面上主流手机厂商，在 2020 年服务了百万用户。
2022	创新推出了不同类别宠物的差异化定价，推出了宠物食品安全险、宠物托运保障险、宠物麻醉，意外死亡险、宠物行业员工意外险。推出了全新的涵盖普通运动及高风险运动的众参与运动意外险，推出了宠物的大病医疗保险，覆盖宠物 107 种疾病，提升了总保额和单次理赔限额，实现了用户的需求分层；联合支付宝推出了「宠物医保」，联合合作伙伴云宠宝首发的宠物健康保障新品—云宠宝 x 皇家处方粮保障卡和幼宠保障卡；联合云宠宝、支付宝、天猫、抖音、高德等生态合作伙伴为宠物主广泛链接线下多元化的宠物服务商户；联手大疆无人机，推出 DJICare 服务保障类产品，包括无人机机损险、三者责任险等解决方案，服务超过 150 万无人机机主。为近十万农户生产作业提供风险保障，推出全行业适用的无人机三者险方案；加入了上海市城市定制普惠型家庭综合保险「沪家保」联盟；推出新一代家庭服务式的家财险——家福系列，在家财险保障方面，除了基本的房屋保障、室内装修、室内财产外，还包含第三人身伤亡、室内盗抢、临时租房费用责任；
2023	联合飞鸟鱼推出社区好房保，打造“能赔还能修”的一体化家庭保障方案，提供经济赔偿、临时租房津贴、房屋体检、家电清洗、水管疏通等生活服务，目前已覆盖北京、上海、成都等 8 个城市。

来源：众安保险官网、中证网、每日经济新闻、众安宠物险公众号、众安保险公众号、飞鸟鱼科技公众号、公司公告，国金证券研究所

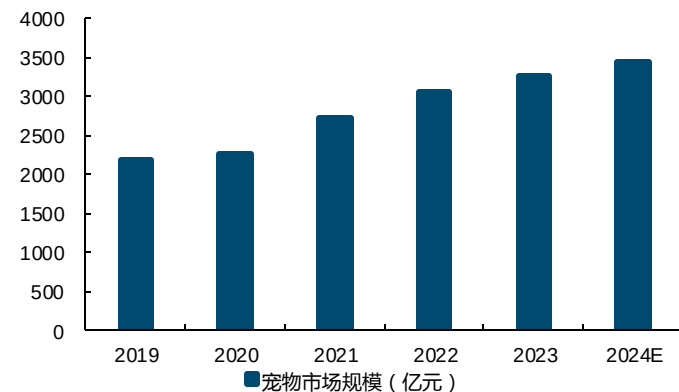
宠物险通过产品创新和场景挖掘支持持续高增长。随着养宠人群规模的扩大、宠主背景和消费观念的多样化，加之宠物品种、性格、健康状况的差异，消费者对宠物服务需求转向高度个性化与定制化的服务模式，公司一方面推出多产品矩阵，除了保障宠物的健康、意外，还包括大病保险、第三者责任险和死亡补偿等可选的增值保障，及覆盖不同场景的宠物食品安全险、宠物托运保障险、宠物麻醉意外死亡险、宠物行业员工意外险，另一方面链接 20000 家线下宠物医院和服务机构网络，充分利用宠物险作为支付工具的优势融合各类定制化的服务为用户提供全生命周期的宠物服务。2024 年，宠物生态累计提供的服务次数超过 153 万次，较上年同期提升超过 2.6 倍，宠物险保费达 7 亿，同比增长约 130%。

展望后续，预计众安宠物险业务将维持高增。随着宏观经济与居民消费能力修复，我国宠物险市场有望恢复较高速增长，一方面当前我国宠物渗透率仍偏低且处于快速提升通道，根据相关数据进行测算，2023 年国内宠物犬家庭渗透率约为 17.8%，预计 2026 年将达到 19.4%，2023 年国内宠物猫家庭渗透率约为 16.4%，预计 2026 年将达到 18.6%，且目前国内宠物渗透率与泰国、日本等与国内思想理念和居住环境相近的国家相比也存在 2 倍的差距，另一方面，随着宠物角色“家人化”程度的提升，也有望驱动宠物消费市场逐步升级。而随着宠物主养宠观念的转变，宠物身份愈发“拟人化”，在此背景下，作为新兴宠物服务中的宠物保险应运而生，对比与我国养宠环境、社会结构等因素最为相似的日本，2008-2023 年期间宠物保险市场飞速增长，且从渗透率来看，国内宠物保险市场渗透率仅约 1%，远远低于欧美发达市场（瑞典约 40%、英国约 30%）以及亚洲其他地区（如日本，渗透率约 10%），公司作为领先的宠物险提供商，广阔市场大有可为。此外，宠物主一般为年轻单身的中高收入群体，是保险的优秀客群，有望为众安带来跨生态的协同效应。

图表29：众安宠物险保费及对接机构



图表30：我国宠物市场规模



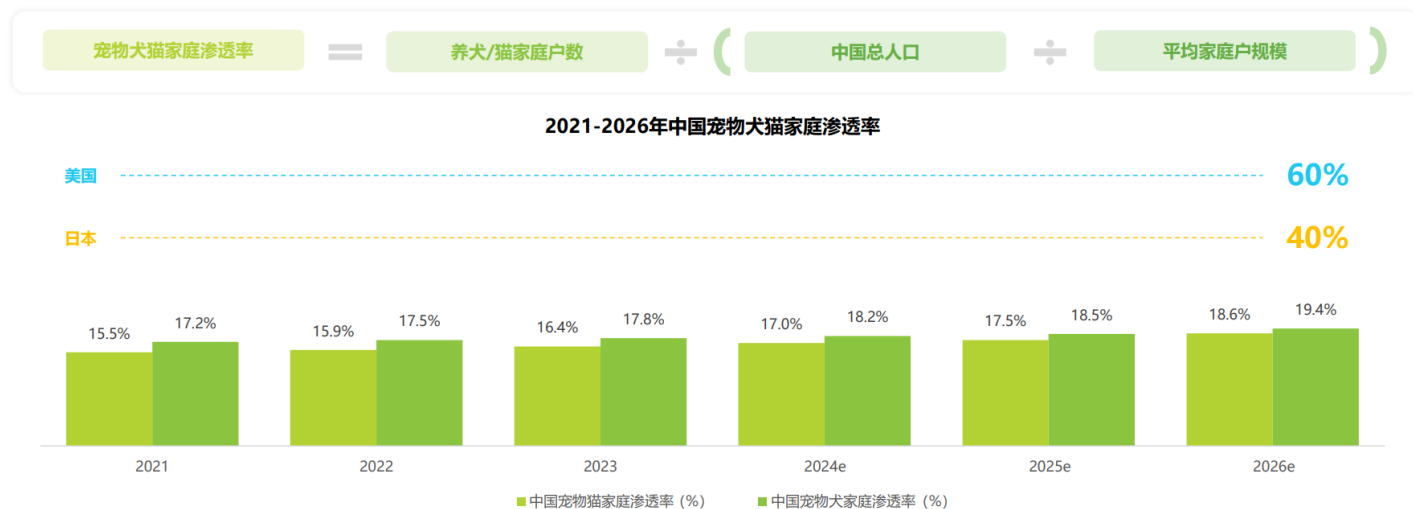
来源：公司公告，国金证券研究所 注：23 年宠物险保费根据公司 24 年财报同

来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

比增速测算，22 年为年化保费

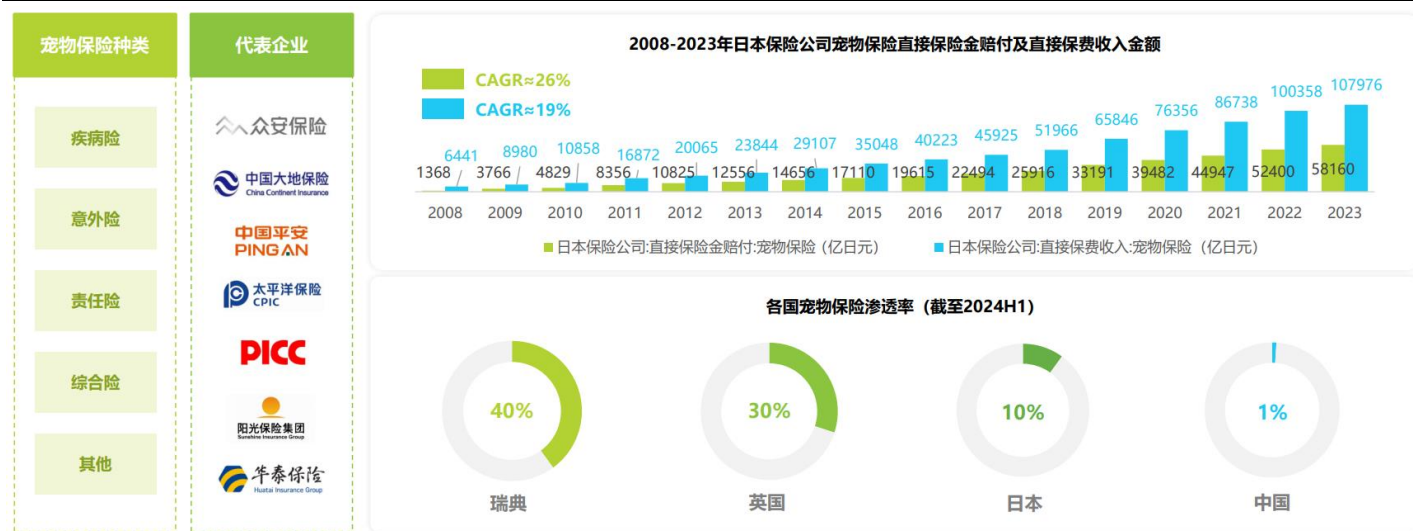


图表31：我国宠物渗透率远低于海外，未来潜在空间有望进一步释放



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表32：国内宠物保险仍处市场教育期，未来空间潜力巨大

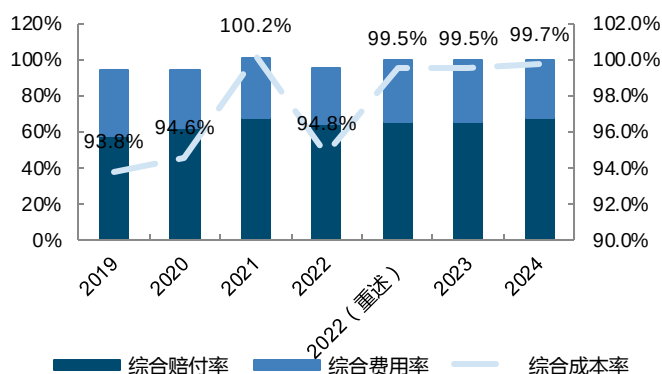


来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

当前仍处保本微利状态，主动业务选择下业务品质好转叠加创新业务占比提升将驱动盈利改善。2024 年数字生活生态综合成本率 99.7%，同比+0.2pct，其中赔付率同比+2.1pct 至 68.0%，费用率同比-1.9pct 至 31.7%，一升一降主要源于产品切换，即赔付率较高的电商业务占比提升、费用率较高的航旅业务占比下降。中长期看，预计 COR 有望改善，一是公司业务选择下整体业务品质将改善，二是创新业务定价权高，随着相关市场进入稳步发展阶段，其占比的提升也将驱动 COR 好转。

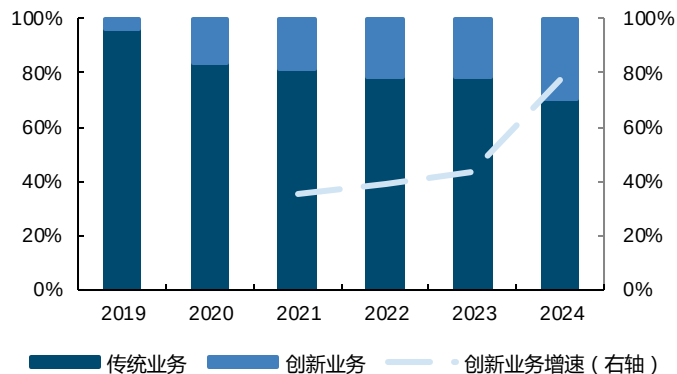


图表33：数字生活生态综合成本率



来源：公司公告，国金证券研究所 注：年度数据均为渠道费用率，因此赔付率+费用率并非实际上的 COR；2022 重述及以后为新准则下的综合费用率

图表34：数字生活生态创新业务占比持续提升



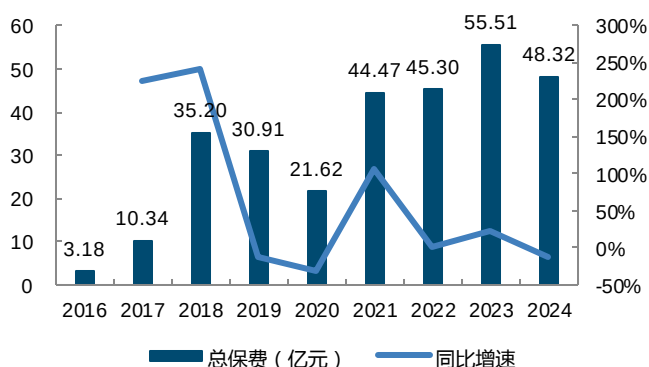
来源：公司公告，国金证券研究所 注：传统业务包括电商与航旅

2.3 消费金融生态：坚守审慎经营理念，COR 已恢复优异水平

消费金融生态维持审慎经营理念。1) 合作平台：积极拓展通信场景的翼支付、视频场景的爱奇艺等互联网平台，多渠道触达信用良好的潜在借款人，并协助互联网金融公司（如众安贷（众安持股 41.18%）、马上消费金融等）开展信用评估及贷后管理服务。2) 目标客群：年轻的近优级客群，主要集中在 30-40 岁有良好的教育背景和消费需求的零售群体。3) 资产质量：始终聚焦小额、分散、短期的互联网消费金融资产，并联合持牌金融机构，以行业领先的技术、风控等能力根据底层资产的个体风险确定保费费率，并通过公司的信用保证保险承担底层资产的风险，当前底层资产平均期限约 10 个月，笔均借款金额约 7200 元左右。

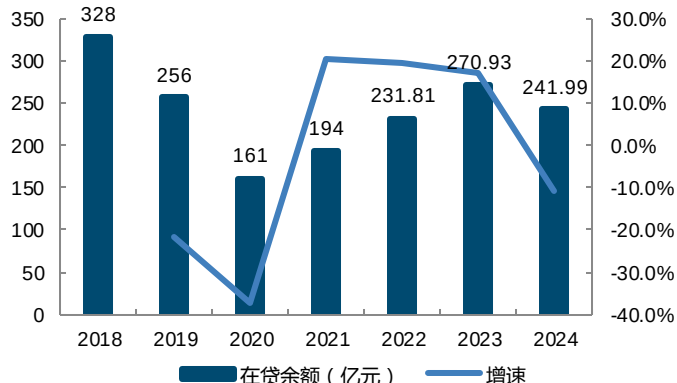
公司始终坚持依据宏观经济动态调整业务规模，促消费政策驱动下保费有望恢复正增长。2023 年下半年起，公司基于宏观经济形势与社会信用水平及时压降保费规模，2023H2、2024 年总保费分别同比+2.5%、-12.9%，2024 年在贷余额同比-10.7%。3 月 16 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，旨在大力提振消费，全方位扩大国内需求，明确提出“鼓励金融机构在风险可控前提下加大个人消费贷款投放力度……2025 年对符合条件的个人消费贷款和消费领域的服务业经营主体贷款给予财政贴息”，有望提升消费贷需求，叠加社会信用水平自 2024 年下半年起已有明显修复，预计公司保费有望恢复正增长。

图表35：消费金融生态总保费情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表36：消费金融在贷余额

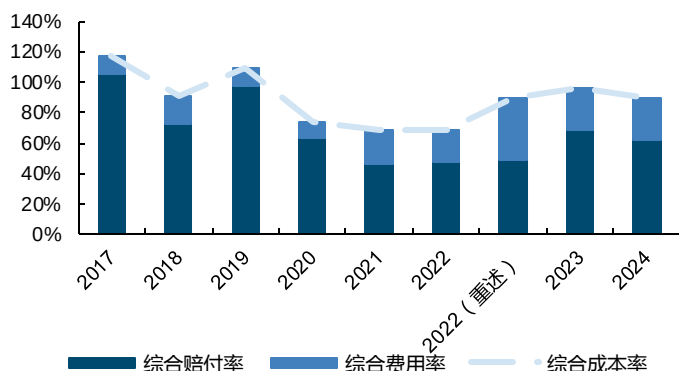


来源：公司公告，国金证券研究所

坚持审慎经营战略，严控底层资产质量，综合成本率已修复至较好水平。2024 年消费金融生态综合成本率同比-6.3pct 至 90.1%，其中费用率同比持平为 28.0%，赔付率同比-6.3pct 至 62.1%，主要受益于外部宏观环境回暖，审慎风控策略下叠加 AI 技术运用改善底层资产质量。预计后续随着宏观经济持续修复，COR 有望维持在 90%左右的较好水平。



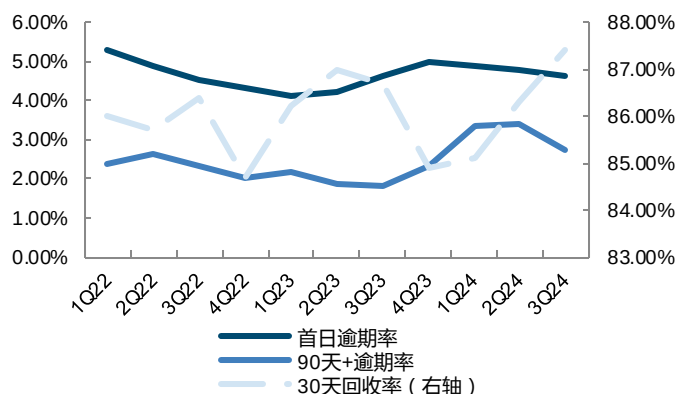
图表37：消费金融生态综合成本率



来源：公司公告，国金证券研究所 注：年度数据均为渠道费用率，因此赔付率+

费用率并非实际上的 COR；2022 重述及以后为新准则下的综合费用率

图表38：社会信用水平已触底回升



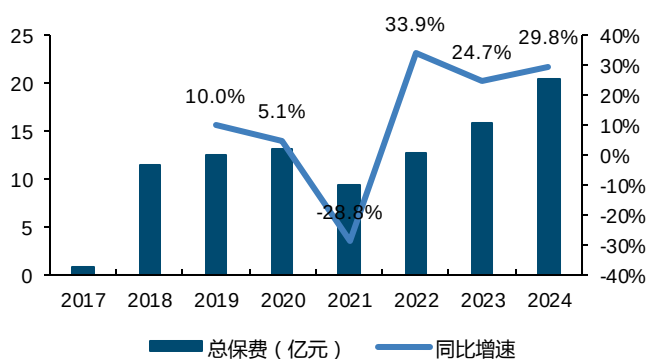
来源：奇富科技公司公告，国金证券研究所

2.4 汽车生态：积极拓展交强险经营资质，有望维持高速发展

采用与平安合作的共保模式，积极推进生态合作，在低基数下实现高增长。2015 年，公司推出产品“保鼎车险”，采用与平安产险合作的共保模式，双方按照 50%和 50%的比例分摊车险业务相关保费、赔付及其他成本（18 年前为众安 30%/平安 70%），平安产险利用其线下理赔网络为用户提供理赔服务，众安则利用自身技术优势对接互联网平台及汽车后市场服务渠道进行获客。自 2022 年以来，汽车生态保费始终维持 30%左右高增长，2024 年汽车生态同比增长 29.8%至 20.51 亿元。

交强险资质批复落地，未来保费有望继续高增。2024 年 12 月 10 日，监管同意众安在线在上海、浙江地区使用全国统一的交强险条款、基础保险费率和相应的费率浮动系数，未来将继续拓展交强险业务所覆盖地域范围，进一步提升公司自身品牌影响力。当前公司车险保费规模仍整体偏低，预计在费用监管趋严的行业背景下，有望紧抓车险业务在线化景气度不断提升的机会，充分利用自身在互联网渠道积累的深厚优势，在车险的市场竞争中实现高增长，预计未来 3 年保费增速仍有望维持 30%左右。

图表39：汽车生态总保费情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表40：汽车生态共保模式

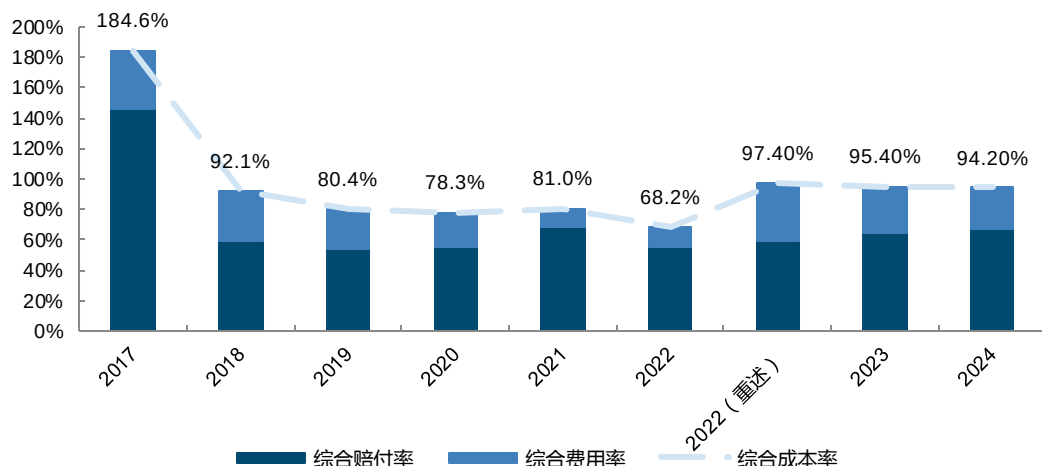


来源：公司公告，国金证券研究所

聚焦家自车用户，综合成本率表现较为优异且有望延续。公司主要承保家自车辆（24 年家自车车险保费贡献 93.7%），且主要做旧车转保业务，综合成本率维持优异水平。2024 年 COR 同比-1.2pct 至 94.2%，赔付率+2.4pct 至 67.5%，预计主要受用户出行增加以及赔付率较高的新能源车险渗透率迅速提升影响（24 年公司新能源车险保费同比+188.4%，占比超 12%）；得益于报行合一的费用管控与精细化运营，费用率-3.6pct 至 26.7%。



图表41：汽车生态综合成本率

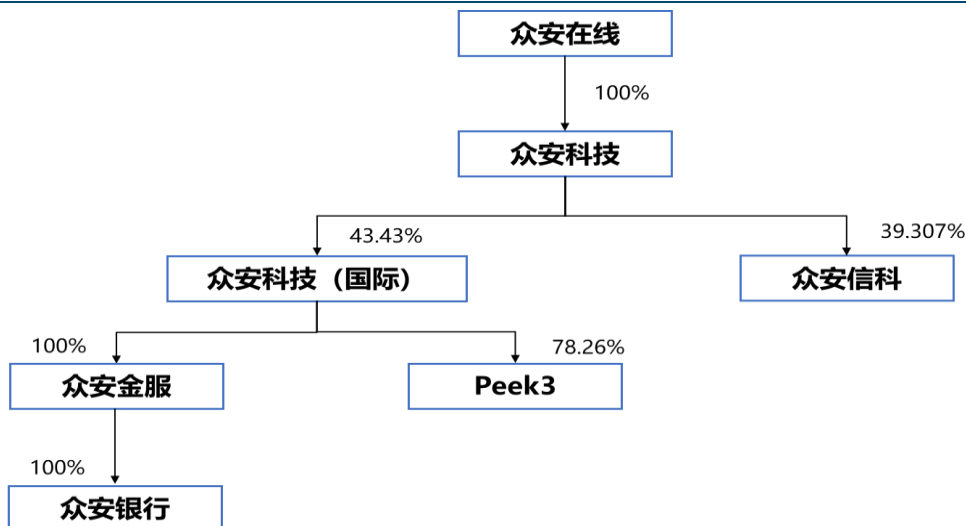


来源：公司公告，国金证券研究所 注：年度数据均为渠道费用率，因此赔付率+费用率并非实际上的 COR；2022 重述及以后为新准则下的综合成本率

三、科技业务：科技输出高速增长，AI 技术布局领先

众安科技业务主要包括三大主体。1) 众安科技于 2016 年 11 月开业，为众安在线全资子公司，围绕三大标准化科技产品系列——业务增长系列、业务生产系列、业务基建系列，以及战略轻咨询、全域数字化运营、技术共建等定制化服务，打造了“科技+服务”的价值交付体系，助力客户加速数字化转型升级。目前业务已覆盖银行、保险、券商、高端制造、互联网平台等多行业，输出客户超 800 家。2) 众安信科：由众安科技直接持股 39.31%，旨在持续输出创新科技产品和服务，核心产品包括保险业务平台、保险中介平台、DevOps 研发运维一体化平台。3) Peek3：由众安国际直接持股 78.26%，众安在线间接持股 33.99%。Peek3 针对保险公司推出模块化保险核心系统 Graphene，为整个保险价值链和产品系列提供支持；针对中介机构推出保险业务流程管理云平台 Fusion，支持保险方案的分销和协调，涵盖人寿、健康和财产险等险种，覆盖银行、支付、旅行、移动、电子商务等垂直领域。

图表42：众安在线科技业务公司股权结构



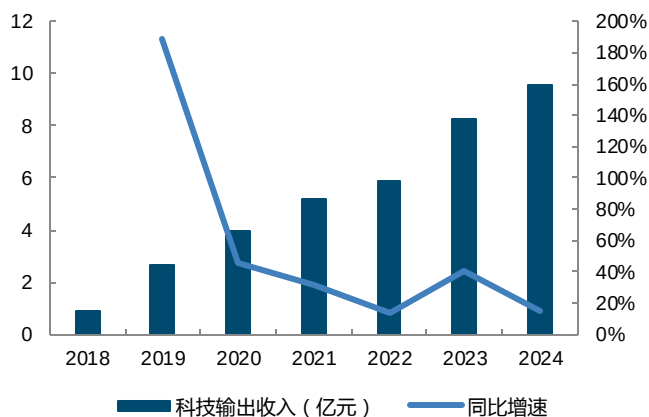
来源：公司官网、企查查，国金证券研究所 注：数据截至 2025 年 1 月 31 日，众安信科持股比例来自企查查

科技输出收入延续高增长，2024 年超预期首次实现扭亏为盈。公司科技板块持续布局人工智能、区块链、云计算、大数据和生命科技等前沿技术板块，2023 年前科技投入占总保费比例始终维持在 5% 以上，驱动科技输出收入高速增长，2018-2024 年复合增速为 47.4%，其中 2024 年同比增长 15.3% 至 9.56 亿元。随着公司业务体系的成熟与，近年来科技板块所需投入减少，2023、2024 年研发费用分别同比-11.4%、-29.0%，叠加收入端的高增，

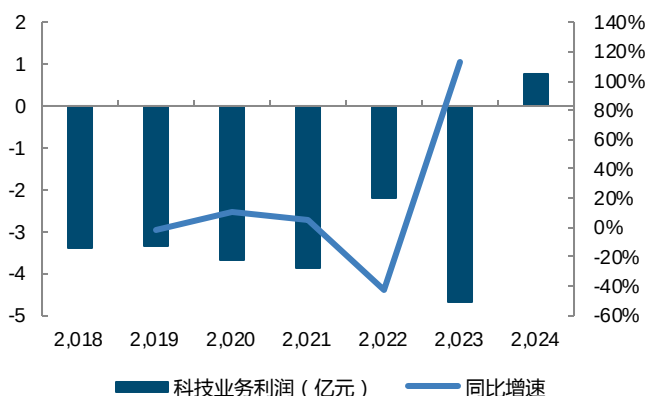


共同驱动科技板块 2024 年扭亏为盈，录得净利润 0.78 亿元。2024 年公司新签约保险产业链客户 156 家，新签约券商、银行等客户 16 家，已累计服务 962 家客户。

图表43：众安科技分部输出收入情况



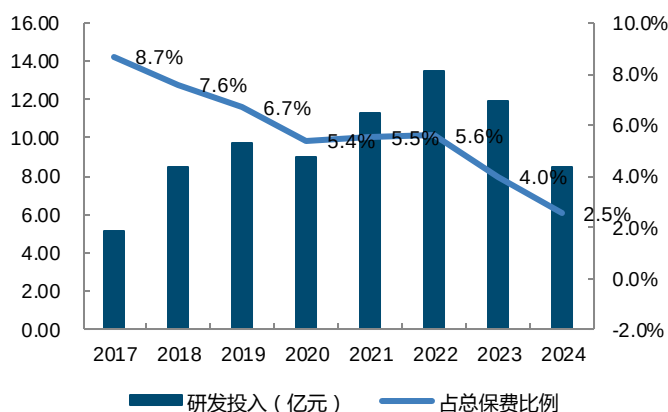
图表44：众安科技分部实现扭亏为盈



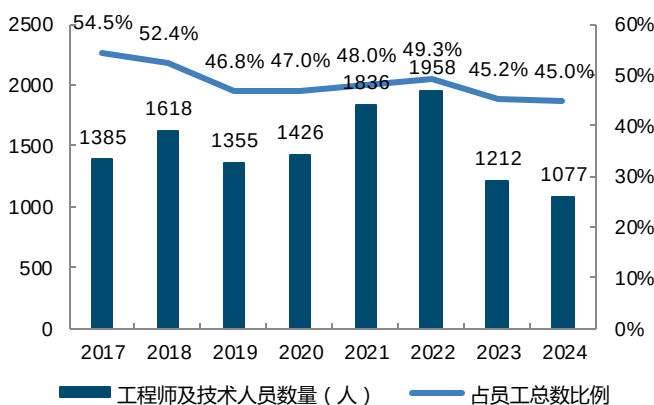
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表45：众安研发投入及占总保费比例



图表46：众安工程师数量及总员工占比



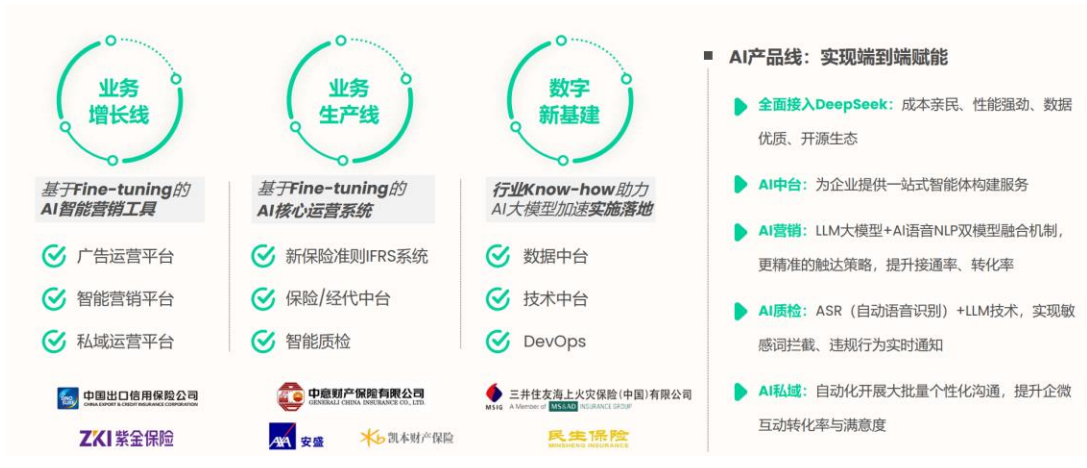
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

国内输出：保险会计准则切换下市场需求旺盛，叠加积极布局最前沿科技，预计中期内有望延续高增长。2020 年 12 月 24 日，财政部正式发布中国版 IFRS17 会计准则——《企业会计准则第 25 号——保险合同》，明确提出所有保险公司需在 2026 年起开始执行，公司紧抓行业上线实施 IFRS17 的机会，自 IFRS17 系统产品推出至 2024 年末，累计签约服务了 21 家 IFRS17 客户，有望驱动科技输出输入继续高增。此外，公司尤为重视前国内外新兴技术在保险领域的应用可行性，2023 年 5 月，公司发布《AIGC/ChatGPT 保险行业应用白皮书》，并明确已经在全系列产品中规划加入 AIGC 等大模型能力，并将不断实践探索应用场景，并于 2023 年 7 月发布了保险行业首份 AIGC 应用图谱，展示了“人工智能+保险”的数字化创新应用、实践与探索。2025 年 2 月，众安信科宣布其“业务 AI 系列产品”全面接入 DeepSeek 大模型，具体使用场景包括 AI 中台、AI 外呼、AI 企微运营、AI 质检等，持续提升产品竞争力。目前公司 AI 客服在高价保单销售及客户加复购效能已超过 40% 的人工客服，自动语音识别平均准确率高达 98%，语义识别准确率超过 90%。私域客服 AI 助力客服人均管控量超 6 万，同比翻番，人均保费产出提升 60%。



图表47：迎接 AI 浪潮，科技输出打开高增长空间



来源：公司公告，国金证券研究所

2024 年，公司新签约的保险产业链客户达到 98 家，其中签约总额达五百万元的客户达 18 家，签约额在千万元级别的客户达 7 家。此外，公司在行业拓展上持续破圈，2024 年签约了 16 家来自银行业、证券业等泛金融行业的客户，并进一步将通用软件和技术服务拓展至制造、零售等行业。

图表48：众安科技核心客户群

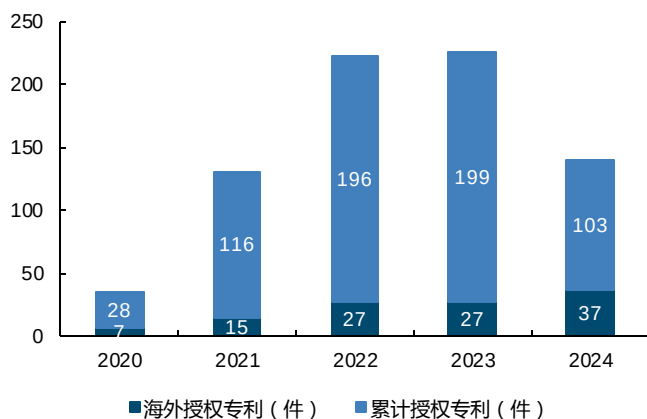


来源：众安科技官网，国金证券研究所

国际输出：众安国际旗下的科技子公司 Peak3 聚焦向海外保险公司和保险中介平台输出云原生、模块化、无代码、低代码的数字解决方案，深耕海外市场，业务已遍布日本、中国香港、东南亚和欧洲等国家和地区。2024 年 3 月，Peak3 完成由 EQT 领投的 3,500 万美元外部 A 轮融资，并于 2024 年新获欧洲六个国家的新客户采纳实施，并于塞尔维亚设立了欧洲技术中心，后续将继续加速在欧洲、中东和非洲（EMEA）地区的扩张发展。近年来，公司可持续性收入占比持续提升，2024 年年度订阅式收入 1.68 亿港元，同比增长 18.5%。

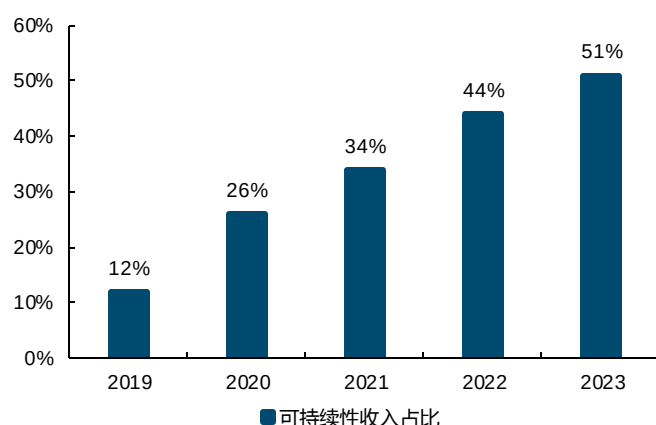


图表49：众安专利授权件数



来源：公司公告，国金证券研究所

图表50：Peak3 科技输出可持续性收入占比提升

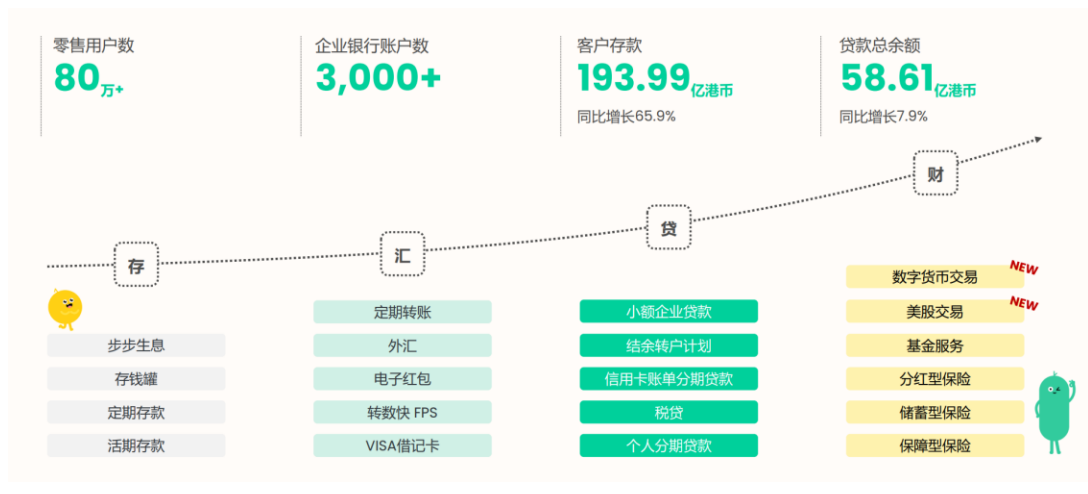


来源：公司公告，国金证券研究所

四、银行业务：香港市场领先的虚拟银行，打造一站式金融服务平台

ZA Bank 为中国香港首家虚拟银行，打造一站式金融服务平台。2019 年 3 月，ZA Bank 获香港金管局发布的首批虚拟银行牌照；2020 年 3 月，ZA Bank 在香港正式营业。当前，ZA Bank 已成为香港市场功能最丰富的虚拟银行之一，通过手机端全数字化的运营模式打造一站式综合金融服务平台，为用户提供存款、贷款、转账、消费、外汇、保险、投资及企业银行等 24 小时数码银行服务。

图表51：众安银行概览

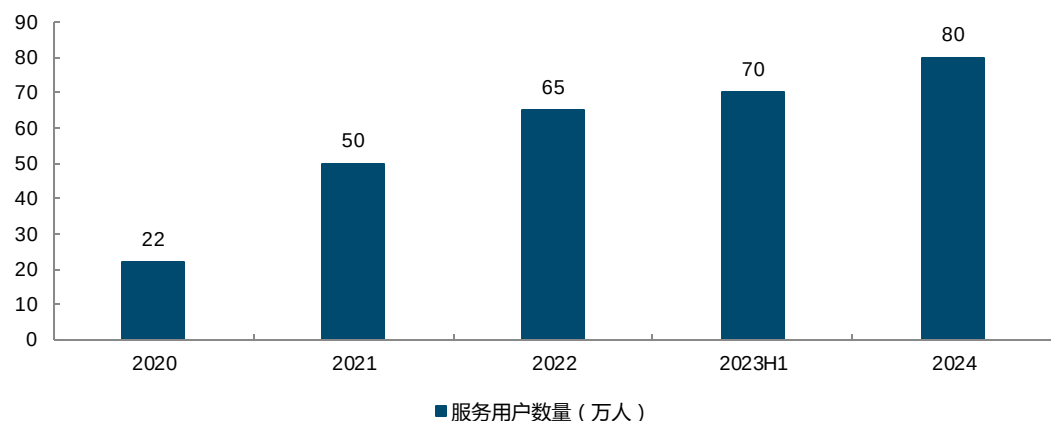


来源：公司公告，国金证券研究所

开户简便叠加服务丰富用户规模快速增长，香港 MCV 业务火热下大陆用户预计将继续较快速拓展。公司成立之初以 MGM 模式（Member Get Member）作为主要的获客途径，并辅以存款加息、特色贷款、消费返还等多样化手段与便捷开户流程驱动用户规模高速增长，至 2024 年零售用户规模增长至超过 80 万人，当中超过半数用户设定 ZA Bank 为 FPS 预设收款银行。香港市场方面，截至 2023 年末，在港成年人中的渗透率达 10%，在 18-29 岁人口中的渗透率约 25%，位居香港虚拟银行领先行列；客户月均卡消费次数近 15 次，接近 VISA 卡香港市场平均水平的 2 倍。大陆用户方面，自 2023 年通关后，MCV 业务火热为香港银行开户带来自然流量，公司凭借便捷开户功能获小红书、抖音等平台大量 KOL 自然推荐，后续用户规模有望继续快速拓展。



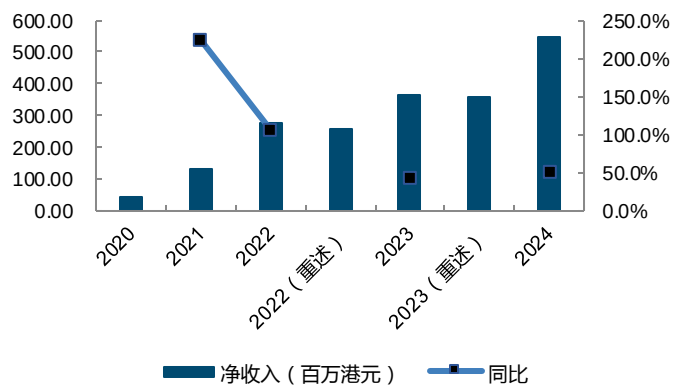
图表52：众安银行零售用户规模快速增长



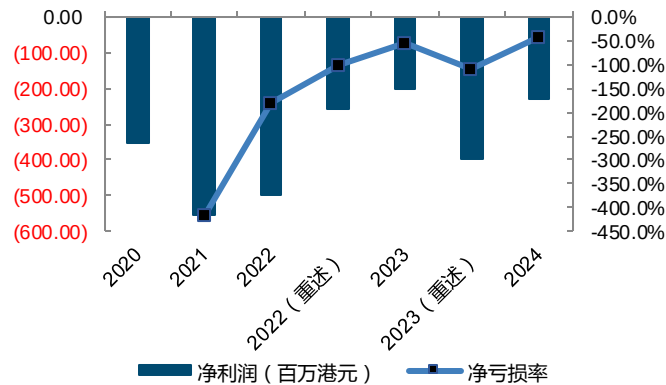
来源：公司公告，国金证券研究所

业务布局趋于完善投入减少叠加规模效应显现，预计 2025 年有望实现扭亏为盈。1) 收入方面，净收入（净利息收入、手续费及佣金、其他金融工具的净损益及其他收入之和）同比+52.6%至 5.48 亿港元，其中净利息收入同比+86.6%至 4.89 亿港元，存款/贷款余额分别约 193.99/57.82 亿港元，存贷比 29.8%，叠加加息周期及贷款产品的不断丰富，净息差进一步从 2023 年的 1.94%提升至 2024 年的 2.41%，优于行业平均水平；非息收入同比-39%，预计主要受美国加息周期下其他金融工具净损失影响，2024H1 其由 2023H1 的 24.2 百万港元减少至-11.7 百万港元，同期净服务费及佣金收入同比增长 37.7%至 48.5 百万港元，当前公司已上线美股交易与数字货币交易服务，预计后续佣金收入有望延续高增。2) 利润：2024 年净亏损 2.32 亿港元，同比缩窄约 1.67 亿港币，净亏损率同比+69.0pct 至 -42.0%，一方面受益于收入高速增长，另一方面，公司产品服务已趋于完善，所需投入也可缩减，2024H1 管理费用同比-12.8%。

图表53：众安银行净收入情况



图表54：众安银行持续减亏

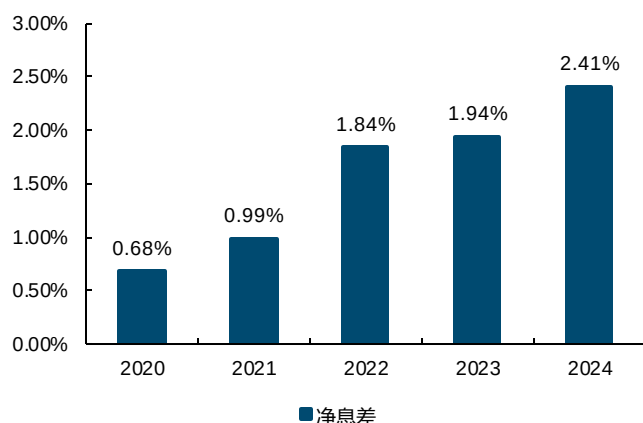


来源：公司公告、众安银行财报，国金证券研究所

来源：公司公告、众安银行财报，国金证券研究所

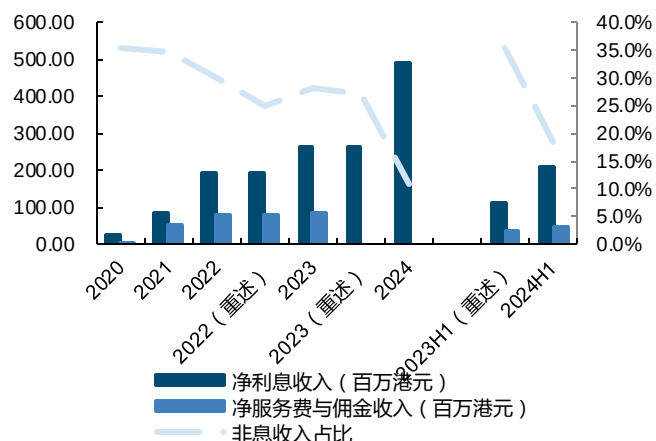


图表55：净息差水平持续提高



来源：公司公告、众安银行财报，国金证券研究所

图表56：净息收入和手续费收入规模



来源：公司公告、众安银行财报，国金证券研究所

图表57：ZA Bank 打造香港一站式金融服务平台

服务种类	服务内容
存贷款服务	以多币种选择、存期灵活、低开户门槛为主要特点，提供港元/人民币/美元等多币种选择，存期从7天到1年不等，且仅1元即可开立定期存款账户。2024年H2预期美联储降息，有望刺激贷款需求。另外，众安银行在24年3月成为Global Payments在香港的首个虚拟银行合作伙伴，通过信用模型提供中小企业融资解决方案。
保险服务	以推进银保合作为主要特点，2020年4月众安和香港忠意集团银保合作，开创了全港唯一的O2O银保新模式；与ZALife银保合作，提供“人人都买得起”的保险产品服务。
基金投资服务	以费率优惠、开户便捷、与全球顶尖基金公司合作为主要特点，一般而言ZA Bank用户最快可于5分钟内开通投资账户并完成认购基金，货币型基金收取0认购费、非货币基金仅收取0.5%认购费。
美股交易服务	2024年2月ZA Bank正式在完成服务测试后向公众推出美股交易服务，标志着一站式数码金融平台的进一步完善。
加密货币交易服务	2024年11月ZA Bank为香港零售用户上线加密货币交易服务，通过与香港持牌虚拟资产交易所Hashkey Exchange合作来为用户提供服务。

来源：众安银行官网、界面新闻、香港信报、公司公告，国金证券研究所

“Banking for Web3”战略加速进行中，探索虚拟资产领域。2023年4月，ZA Bank提出“Banking for Web3”愿景，截至2024Q1已为超过100多间不同范畴的知名Web3公司提供服务，为Web3企业客户处理的转账交易额突破10亿美元，全港已有超过8成虚拟资产交易平台（VATP）经众安银行处理银行事务。2024年7月，香港金管局公布稳定币发行人「沙盒」参与者名单，ZA Bank随即宣布成为首家本地数字银行为稳定币发行人提供专属「储备银行服务」，亦是香港首批提供此类服务的银行之一。2024年11月，ZA Bank成为亚洲首间向香港零售投资者推出加密货币交易服务的持牌银行。当前，ZA Bank也是亚洲唯一同时提供基金、美股及虚拟资产交易服务予零售投资者的持牌银行，进一步巩固ZA Bank在数字财富管理领域的领先地位。

加密货币交易服务流程大幅简化，ZA Bank具备核心优势。1) 交易流程简化：与全球领先的持牌虚拟资产交易所合作，让用户只需透过ZA Bank App，即可直接以港元及美元买卖热门加密货币，交易时从活期账户自动扣数入账，无需切换至其他应用程序或平台，大幅简化了投资流程；2) 交易成本更低：至2025年6月30日，开通加密货币交易服务后首3个月可享0佣金优惠，以更低成本把握投资机会；3) 可交易资产丰富：可提供Bitcoin、Avalanche、Ethereum、Chainlink四类加密货币的24x7不间断交易；4) 便捷开户：极速开户，最快1分钟可开通加密货币交易服务。

香港剑指全球虚拟资产中心，虚拟币交易想象空间广阔。2月19日，香港证监会发布新制定的“ASPIRe”路线图，列出连接（Access）、保障（Safeguards）、产品（Products）、基建（Infrastructure）和联系（Relationships）五大支柱下的12项主要措施，推动发展全球虚拟资产中心。截至2024年，持有虚拟货币的用户数量已经达到了5.6亿，CoinGecko网站统计截至目前（2025年3月24日）全球虚拟货币总市值接近3万亿美元，虚拟货币市场从小众逐渐走向大众，预计在Web3浪潮的新机遇与香港政府打造全球虚拟资产中心的愿景下，公司虚拟货币服务有望贡献更多业绩增量。


图表58: ZA Bank 加密货币服务收费标准

收费	标准收费	开通服务的首 90 个历日内可享以下优惠
佣金	每笔交易收取 USD 1.99/HKD 15	\$0
平台费	交易金额 x1.5% (每笔交易最低收费为 USD 1.99/ HKD 15)	交易金额 x0.8% (每笔交易最低收费为 USD1.99/HKD 15)

来源: 众安银行官网, 国金证券研究所

图表59: 香港支持 web3.0/虚拟资产事件与政策以及众安银行参与情况

时间	部门	事件/政策	主要内容以及影响	ZA Bank 参与情况
2022 年 1 月	香港金管局	《加密资产及稳定币讨论文件》	金管局提出应优先监管与法币挂钩的支付类稳定币 (如 USDT、USDC), 并排除了算法稳定币等非资产抵押型稳定币的优先监管, 并邀请相关行业人士提交反馈, 作为后续监管框架设计的重要依据。	
2022 年 10 月 31 日	香港财经事务及库务局	《关于香港虚拟资产发展的政策宣言》	1)《宣言》表明香港政府对引入虚拟资产指数基金 (ETF) 持欢迎态度。2) 对审视代币化资产的产权和智能合约的合法性持开放态度, 力求为代币化资产的产权奠定稳健的法律基础。3) 调整目前对 STO 的监管思路, 并允许零售投资者参与投资以债券等传统的非复杂产品作为底层资产的证券型代币。4) 打造包容的监管模式与发牌制度。	
2022 年 12 月	香港立法会	批准新虚拟资产服务提供者制度	该制度将于 2023 年 6 月 1 日生效。新制度将监管所有中央托管的虚拟资产交易所 (无论它们在香港经营业务或向香港投资者直接推广其服务), 并且必须获证监会发牌。	
2023 年 4 月 11 日	香港 Web3.0 协会	香港 Web3.0 协会成立	旨在推动 Web3.0 在港健康可持续地发展, 给特区政府提供政策方向, 吸引行业精英来港	2023 年 4 月 12 日 ZA Bank 首席执行官 Ronald lu 在周二接受采访时表示, 众安银行将通过持牌交易平台提供加密 Token 到法定货币的兑换服务, 并将作为客户的结算银行, 允许他们在交易平台存入加密货币后, 在香港、中国大陆和美国货币取款。
2023 年 6 月 1 日	香港证监会	《适用于虚拟资产交易平台运营者的指引》实施	香港证监会开始接受虚拟资产交易平台运营者申领牌照, 并允许零售投资者使用持牌虚拟资产交易平台。	ZA Bank 宣布计划向零售投资者推出虚拟资产交易服务, 通过与本地持牌虚拟资产交易所合作, 寻求监管批准, 让零售投资者能够通过 ZA Bank App 使用法定货币买卖虚拟资产。
2023 年 8 月 3 日	香港证监会	HashKey Exchange 获得 1 号和 7 号牌照正式升级批复	香港首家面向零售用户的持牌交易平台获批。这次牌照升级将进一步拓展 HashKey 交易平台的业务范围, 从仅面向专业投资者扩展至散户, 以满足市场需求, 并为散户提供更加安心便捷的买币存币服务。	众安银行为其首家结算银行。ZA Bank 用户可以通过 ZA Bank App 在 HashKey Exchange 之间转账港币/美元, 并在 HashKey Exchange 上进行虚拟资产交易, 享受无缝的存款和取款体验。



时间	部门	事件/政策	主要内容以及影响	ZA Bank 参与情况
2023 年 8 月 3 日	OSL 获香港证监会批准升级牌照	OSL 获香港证监会批准升级牌照	OSL 平台正式向散户投资者提供比特币及以太坊等主流币的虚拟资产交易服务。	众安国际于 2021 年与 BC 科技集团（SOL 前身）签署相互合作协议，OSL 成为众安国际唯一数字资产交易伙伴，并支持其首次数字资产交易。OSL 亦将利用众安国际在人脸识别和机器学习等领域的先进技术及专利发明，提升其交易平台的用户体验。
2023 年 12 月 27 日	香港金管局与香港财库局	香港金管局与香港财库局联合发布了稳定币发行人监管的立法建议	1) 强制发牌制度：法币稳定币发行人须持牌经营；2) 销售限制：仅指定持牌机构可向零售投资者销售持牌稳定币；3) 推广禁令：禁止宣传非持牌发行人及机构的稳定币服务；4) 动态监管权：赋予当局灵活调整稳定币监管范围；5) 过渡安排：设置缓冲期确保制度平稳落地。	
2024 年 5 月 17 日	香港金融管理局与中国人民银行	香港金融管理局与中国人民银行公布数字人民币跨境支付试点机构名单	香港居民能更便捷地开立和使用数字人民币钱包，还通过“转数快”系统实现了快速充值，极大地提升了跨境支付的便利性，实现资金秒速到账。	众安银行（ZA Bank）作为参与试点的银行之一
2024 年 8 月 8 日	香港金管局	香港金管局正式启动「Ensemble」沙盒计划	利用实验型代币化货币促进银行同业结算，并集中研究代币化资产交易，标志着港府在代币化资产领域的前瞻性布局，也展示了香港将成为全球 RWA 代币化中心的决心。	众安银行已启动虚拟资产交易服务的沙盒试验，目标是香港受监管银行框架内的散户投资者。
2024 年 10 月-2025 年 2 月	香港证监会	HKVAX、HKVAEx、Accumulus、DFX Labs、BVI、YAX、Bullish 相继获批虚拟交易平台合规牌照	合规交易所加速，传统金融机构、其他行业先行者入局，加入香港虚拟资产竞争。继 2023 年 6 月实施虚拟资产交易平台（VATP）牌照制度以来，目前已批出 10 个牌照，另有 8 个申请待批	
2024 年 12 月 6 日	香港立法会	《稳定币条例草案》	《草案》制定了“指定稳定币”（Specified Stablecoins,）的发牌和监管制度，旨在防范指定稳定币对货币政策、金融稳定和投资者保护等方面带来的潜在风险，以促进香港数字资产市场的健康有序发展。	
2025 年 2 月 19 日	香港证监会	香港证监会正式发布“ASPIRe”虚拟资产监管路线图	“ASPIRe”路线图的五大支柱，分别为连接（Access）、保障（Safeguards）、产品（Products）、基建（Infrastructure）和关系（Relationships）行业影响与未来展望，旨在通过一系列创新举措，推动香港成为全球虚拟资产中心。	

来源：香港金管局、O'Melveny 官网、新华网、香港证监会、BlockBeats 官网、OSL 官网、香港立法会、众安银行官网、财新网、21 世纪财经、国金证券研究所

ZA Bank 先发优势突出，业务范围与客户数量优于同业。1) 从业务范围看，目前 ZA Bank 已开发存贷款服务、保险服务、基金投资服务、美股交易服务、加密货币交易服务等方向业务，是香港市场功能最丰富的虚拟银行之一，全面的业务矩阵有效增强了用户粘性，用户数量已超 80 万，截至 2024 年 6 月位居同业第一，同时为非息收入增长奠定基础。2) 从规模对比来看，2024H1 香港 8 家虚拟银行：众安银行/MOXBANK/富融银行/LIVIBANK/平安壹账通银行/汇立银行/天星银行/蚂蚁银行存款规模分别为 199.53 亿/178.54 亿/70.99



亿/49.02 亿/52.17 亿/86.90 亿/27.08 亿/33.05 亿，客户存款规模分别为 168.01 亿/145.46 亿/60.21 亿/22.55 亿/42.24 亿/69.27 亿/17.61 亿/24.68 亿港元，规模效应下，2024H1 公司净亏损率已收窄至 42.9%，明显优于同业。

图表60：香港 8 大虚拟银行业务范围对比

公司名称	存款	海外汇款	外币兑换	借记卡	信用卡	个人贷款	投资交易	投资（美股交易）	加密货币	保险	企业服务
众安银行	√	√	√	√		√	√	√	√	√	√
MOX BANK	√	√	√	√	√	√	√	√	√		
富融银行	√	√	√		√	√	√				√
LIVI BANK	√	√	√	√		√				√	√
平安壹账通银行	√									√	√
汇立银行	√	√		√	√	√	√				
天星银行	√	√	√			√					√
蚂蚁银行	√	√	√	√		√				√	√

来源：各公司官网，国金证券研究所

图表61：香港 8 大虚拟银行财务与业务情况对比

百万港元	众安银行	MOX BANK	富融银行	LIVI BANK	平安壹账通银行	汇立银行	天星银行	蚂蚁银行
净收入	254.51	248.86	32.70	104.17	60.28	85.55	20.16	32.06
净利息收入	207.62	247.08	32.55	101.68	60.20	72.31	19.86	32.09
非息收入	46.89	1.78	0.16	2.49	0.08	13.23	0.30	(0.03)
净服务费与佣金收入	48.52	2.52	(1.17)	2.78	0.08	11.51	0.00	0.00
其他收入	(1.62)	(0.73)	1.33	(0.29)	0.00	1.72	0.30	(0.03)
非息收入占比	18.4%	0.7%	0.5%	2.4%	0.1%	15.5%	1.5%	-0.1%
净利润	-109.26	-433.22	-127.04	-127.38	-116.15	-124.38	-131.23	-118.51
净亏损率	-42.9%	-174.1%	-388.5%	-122.3%	-192.7%	-145.4%	-650.9%	-369.6%
总资产	19953	17854	7099	4902	5217	8690	2708	3305
客户存款余额	16801	14546	6021	2255	4224	6927	1761	2468
存贷比	33.4%	41.2%	7.6%	71.9%	62.3%	73.5%	37.4%	22.0%
用户数量	>80 万	>62 万	>30 万 (2023 年)		>65 万			

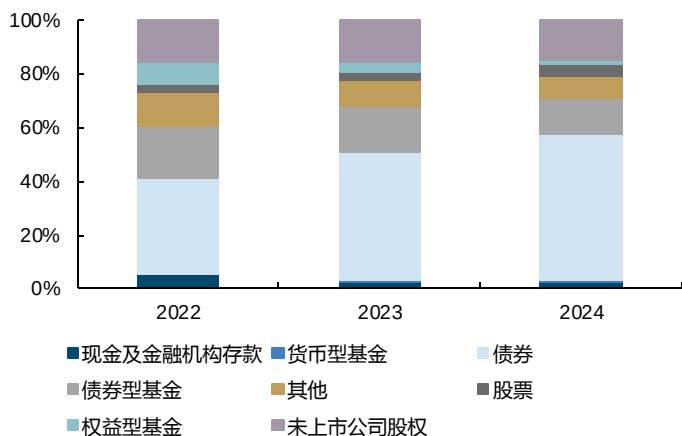
来源：香港金融管理局，国金证券研究所 注：数据截至 2024H1

五、资产管理：持续优化资金配置，投资收益稳定性提升

新会计准则下公司增配债券减配权益，提升投资收益率稳定性。截至 2024 年，公司境内保险投资资产总额约为 398 亿元，现金及金融机构存款、债券、债券型基金、股票+权益型基金占比分别为 2.7%、54.3%、13.4%、6.0%，较 2022 年分别-2.9pct、+18.7pct、-6.0pct、-4.7pct，此外，未上市股权约 58 亿元主要为全资子公司众安科技和众安保险经纪的股权，不产生投资收益。2024 年净投资收益率 2.3%，同比+0.1pct；总投资收益率 3.4%，同比+1.5pct。此外，公司资产体量整体较小，投资风格更为灵活，有望把握权益市场风格轮动的超额收益机会。

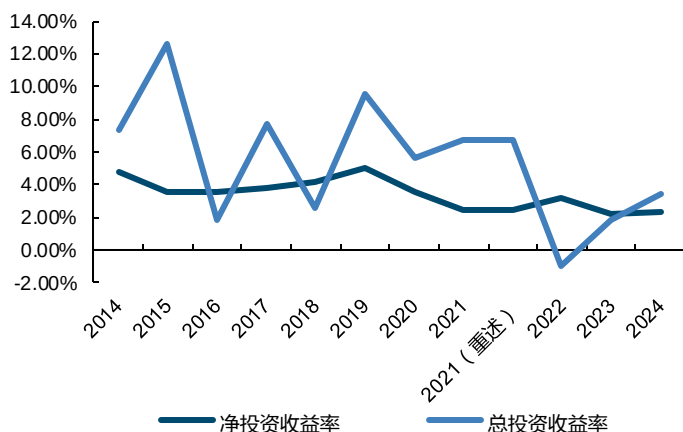


图表62：众安境内保险投资资产配置



来源：公司公告，国金证券研究所

图表63：众安保险业务投资收益率



来源：公司公告，国金证券研究所

六、盈利预测与估值

6.1 盈利预测

预计 2025-2027 年保费增速分别为 11.2%、14.5%、13.6%。分生态看，健康生态产品矩阵持续丰富，且重疾险、门急诊险、众民保系列产品预计均将延续高增，后续有望维持双位数增长；数字生活生态盈利能力优先级提升，预计增速将放缓；汽车生态在低基数与交强险资质拓展下，预计将延续 30% 左右高增；消费金融随着宏观环境修复也将恢复正增长。

图表64：众安分生态保费预估

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
健康	9,806	10337.7	11888.4	13315.0	14912.8
增速	9.2%	5.4%	15.0%	12.0%	12.0%
数字生活	12,563	16196.7	17384.1	20017.6	22601.1
增速	41.6%	28.9%	7.3%	15.1%	12.9%
消费金融	5,551	4832.3	5218.9	5740.7	6314.8
增速	22.5%	-12.9%	8.0%	10.0%	10.0%
汽车	1,580	2050.8	2661.2	3453.4	4481.4
增速	24.7%	29.8%	29.8%	29.8%	29.8%
总保费	29,501	33,417	37,153	42,527	48,310
增速	24.7%	13.3%	11.2%	14.5%	13.6%

来源：公司公告，国金证券研究所

综合成本率预计稳中有降，2025-2027 年分别为 96.5%、96.4%、96.3%。核心驱动力为：1) 2024 年健康生态客户运营和维护(包括人工智能领域)的前期基建投入存在一次性费用投入，预计后续 COR 有望优化；2) 数字生活生态公司主动压降盈利性较差业务规模，COR 有望逐年改善；3) 消费金融与汽车生态有望继续维持在较好水平。

图表65：众安综合成本率预估

承保综合成本率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
健康	87.20%	95.7%	95.3%	95.0%	95.0%
数字生活	99.50%	99.7%	99.4%	99.2%	98.9%
消费金融	96.40%	90.1%	90.0%	90.0%	90.0%
汽车	95.40%	94.2%	94.5%	95.3%	96.0%
Total	95.20%	96.9%	96.5%	96.4%	96.3%

来源：公司公告，国金证券研究所

预计 2025-2027 年归母净利润分别为 9.05、11.40、13.60 亿元，分别同比增长 50.0%、



25.9%、19.3%，一是 COR 稳中向好且保费稳健增长下，承保利润将逐年递增，二是科技与银行板块业绩贡献有望增强，三是 AI 赋能深化下，公司降本增效成效有望持续显现。截至 4 月 2 日，公司 2025 年 PB 估值为 0.73X，处于历史估值分位的 2.7%。

图表66：众安利润预估

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
保险服务收入	27,535	31,744	35,261	40,356	45,823
增速	24.1%	15.3%	11.1%	14.4%	13.5%
保险服务费用	-26,089	-30,690	-33,964	-38,841	-44,078
增速	26.2%	17.6%	10.7%	14.4%	13.5%
投资收益净额	409	461	393	369	369
公允价值变动损益净额	768	1,024	743	721	673
归属于母公司股东净利润	294	603	905	1,140	1,360
增速		105.4%	50.0%	25.9%	19.3%
COR	95.2%	96.9%	96.5%	96.4%	96.3%
EPS	0.20	0.41	0.62	0.78	0.93
P/E	56.62	27.55	18.37	14.59	12.23
ROE	1.6%	2.9%	4.2%	4.8%	5.3%
BVPS	13.66	14.24	15.43	16.81	18.38
P/B	0.83	0.79	0.73	0.67	0.62

来源：公司公告、wind，国金证券研究所 注：2023 年归母净利润已剔除公司出售众安国际部分股权实现的一次性投资收益 37.84 亿元，剔除后归母净利润为 2.94 亿元，2023 年 8 月 14 日起众安国际不再为众安的附属公司并入账列为合营公司

6.2 投资建议

2024 年归母净利润 6 亿元超预期（23 年同期 3 亿元），25 年业绩预期 9 亿元，科技、银行板块长期增长可期。若采用分部估值，中性情形下：1）财险业务：传统财险上市公司中国财险当前 PB（mrq）估值为 1.19X，众安作为互联网财险公司，虽然 ROE 更低，但具备创新与技术优势，且成长性高于传统财险公司，给予众安保险业务 1.2XPB；2）科技业务：公司科技输出业务涉及中国内地与海外经营，以 Guidewire、Sapiens 作为海外保险科技类参照公司，新致软件、中科软作为内地保险科技类参照公司，当前此四家企业平均 PS（1yr）为 6.14 倍，考虑到众安科技业务国内占比更高，给予其 5XPS；3）银行业务：当前港股银行板块 PB 为 0.5X，ZA Bank 作为香港市场领先的虚拟银行，已构建起包括存贷款、转账、消费、外汇、保险、投资在内的一站式财富管理业务，正处于高速增长期且长期想象空间大，理应享有估值溢价，如美股可比公司 Nubank 当前 PB（mrq）为 6.5X，给予众安银行业务 2XPB，则对应众安在线目标价为 21.62 港元，对应 2025 年 PB 为 1.29X，当前仍具备 76%的修复空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表67：众安分部估值表

港元/股		科技业务PS				
		3.0	4.0	5.0	6.0	7.0
金融业务PB	0.8	14.68	15.10	15.53	15.95	16.37
	1.0	17.73	18.15	18.57	18.99	19.42
	1.2	20.77	21.19	21.62	22.04	22.46
	1.4	23.82	24.24	24.66	25.09	25.51
	1.6	26.86	27.29	27.71	28.13	28.56

来源：公司公告、wind，国金证券研究所

七、风险提示

- 1) 监管趋严：互联网保险维持严监管态势，若监管部门新出台或修订完善行业监管条例或政策，可能会对公司业务的开展及行业发展产生影响。
- 2) 经济修复不及预期：财险公司业务具备顺周期属性，若经济修复放缓，或影响居民/



企业的保障需求释放，从而制约公司保费收入增幅。

3) 行业竞争加剧：公司面临国内外保险公司或其他金融机构的竞争，可能存在客户流失或者市场份额下降的风险。

4) 资本市场波动：公司业绩与资本市场发展有较强相关性，资本市场低迷会导致投资业务收益受到影响。


附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
保险服务收入	27,535	31,744	35,261	40,356	45,823	现金、存放银行及其他金融机构款项	1,576	1,467	1,472	1,590	1,718
保险服务费用	-26,089	-30,690	-33,964	-38,841	-44,078	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	22,252	20,706	22,363	24,152	26,567
分出再保险合同保险净亏损	-109	-14	-15	-16	-18	以摊余成本计量的金融资产	1,452	1,051	1,135	1,226	1,324
保险服务业绩	1,337	1,040	1,282	1,499	1,728	以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债务工具	8,075	10,529	11,055	11,608	12,188
投资收益净额	409	461	393	369	369	以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的权益工具	92	790	829	871	914
公允价值变动损益净额	768	1,024	743	721	673	于联营公司及合营公司的投资	5,297	5,591	5,871	6,165	6,473
金融资产信用减值损失	-57	-25	-25	-25	-25	其他资产	4,119	5,150	5,383	5,826	5,966
承保财务损失	-52	-52	-52	-52	-52	总资产	42,864	45,285	48,109	51,437	55,150
分出再保险财务损益	8	2	2	2	2	保险合同负债	3,335	5,000	5,250	5,512	5,788
其他收入	1,135	1,032	1,105	1,172	1,244	其他负债	19,456	19,358	20,178	21,212	22,352
汇兑亏损	-95	-99				总负债	22,790	24,358	25,428	26,724	28,140
其他财务费用	-465	-447	-331	-267	-225	股东权益	20,073	20,926	22,681	24,713	27,010
其他营业费用	-1,542	-1,080	-972	-923	-877	总负债与股东权益	42,864	45,285	48,109	51,437	55,150
其他开支	-1,128	-873	-964	-1,049	-1,142						
应占联营公司及合营公司亏损净额	-93	-130	-117	-105	-95	估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税前溢利/(亏损)	226	854	1,065	1,341	1,600	ROE	1.6%	2.9%	4.2%	4.8%	5.3%
所得税	-165	-251	-160	-201	-240	EPS (元)	0.20	0.41	0.62	0.78	0.93
净溢利/(亏损)	61	603	905	1,140	1,360	P/E	56.62	27.55	18.37	14.59	12.23
归母净利润	294	603	905	1,140	1,360	PVPS (元)	13.66	14.24	15.43	16.81	18.38
少数股东损益	-233					PB	0.83	0.79	0.73	0.67	0.62

来源：公司年报、wind，国金证券研究所 注：2023 年归母净利润已剔除公司出售众安国际部分股权实现的一次性投资收益 37.84 亿元，剔除后归母净利润为 2.94 亿元，2023 年 8 月 14 日起众安国际不再为众安的附属公司并入账列为合营公司



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究