

保险	收盘价 港元 45.95	目标价 港元 60.00	潜在涨幅 +30.6%
----	-----------------	-----------------	----------------

2025 年 4 月 28 日

中国平安保险 (2318 HK)

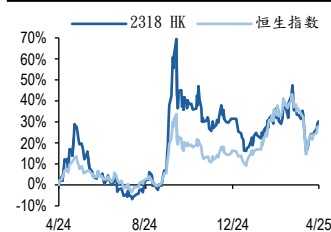
归母营运利润平稳增长，新业务价值增速超预期

- ④ **归母营运利润平稳增长，归母净利润同比显著下降。**2025 年 1 季度归母营运利润（OPAT）同比增 2.4%，增长主要来自寿险健康险板块。1 季度寿险健康险 OPAT 同比增 5%，但财险和银行板块同比分别降 16.4%和 5.6%，拉低增速 1.7 和 1.3 个百分点。1 季度归母净利润同比降 26.4%，显著低于 OPAT，主要由于：1）寿险板块，二永债投资受 1 季度利率上行影响产生 75 亿元（人民币，下同）浮亏；2）平安好医生并表产生一次性估值下降 34 亿元。
- ④ **多渠道驱动新业务价值增长超预期，价值率同比显著提升。**1 季度平安新业务价值同比增 34.9%，其中代理人渠道同比增 11.5%，银保/社区金融渠道同比分别增 170.8%/171.3%。FYP 口径新业务价值率 28.3%，同比提升 11.4 个百分点。价值率的提升主要源于：1）产品结构的优化，向分红险加大转型，保障型业务占比提升，缴费期限拉长；2）报行合一的推行，降低费用率；3）预定利率下调。1 季度末，个险代理人数量 33.8 万人，较 2024 年末减少 6.9%。
- ④ **财险综合成本率同比显著改善。**1 季度财险原保费同比增 7.7%，财险保险服务收入同比增 0.7%，综合成本率 96.6%，同比改善 3 个百分点。
- ④ **投资收益保持平稳。**投资资产较年初增长 3.3%。未年化综合投资收益率 1.3%，同比上升 0.2 个百分点；净投资收益率 0.9%，同比持平。
- ④ **偿付能力充足。**1 季度末平安寿险核心偿付能力充足率为 163.7%，较 2024 年末上升 47.3 个百分点，主要由于资产分类变化，以及发行永续债。
- ④ **维持买入评级。**我们预计公司 2024 年资产减值拨备计提充足，为 2025 年盈利平稳表现打下坚实基础；寿险产品结构持续优化，医养生态布局构建差异化竞争优势。当前股息率约 6%，估值吸引，维持**买入**评级。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	59.70
52周低位 (港元)	32.85
市值 (百万港元)	924,924.85
日均成交量 (百万)	50.03
年初至今变化 (%)	(0.22)
200天平均价 (港元)	46.13

资料来源: FactSet

万丽, CFA, FRM

wanli@bocomgroup.com

(86) 10 8393 5331

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	913,789	1,028,925	1,057,335	1,104,822	1,153,545
同比增长 (%)	3.8	12.6	2.8	4.5	4.4
净利润 (百万人民币)	85,665	126,607	120,657	125,391	130,993
每股盈利 (人民币)	4.70	6.95	6.63	6.89	7.19
同比增长 (%)	-22.5	47.8	-4.7	3.9	4.5
前EPS预测值 (人民币)			7.43	7.80	8.17
调整幅度 (%)			-10.8	-11.7	-12.0
市盈率 (倍)	9.2	6.2	6.5	6.3	6.0
每股内含价值 (人民币)	76.34	78.12	80.18	83.18	88.55
P/EV (倍)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
市账率 (倍)	0.87	0.85	0.78	0.73	0.68

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 主要业务指标假设及预测汇总

人民币百万	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
寿险及健康险保费服务收入增速	-	-3.7%	-0.1%	1.0%	2.0%	2.0%
合同服务边际	818,683	768,440	731,312	701,015	674,969	652,345
较上年末增速		-6.1%	-4.8%	-4.1%	-3.7%	-3.4%
财险保费服务收入增速	-	6.5%	4.7%	6.5%	6.0%	5.4%
综合成本率	99.6%	100.7%	98.3%	98.0%	98.0%	97.9%
新业务价值率假设						
基于首年保费	-	18.7%	26.0%	25.6%	25.9%	26.1%
投资收益率预测(%)						
净投资收益率(计算)	4.37%	3.90%	3.36%	3.23%	3.16%	3.13%
总投资收益率(计算)	2.26%	2.74%	3.95%	3.65%	3.63%	3.60%
新业务价值	-	31,080	40,024	41,294	43,392	45,443
新业务价值同比增速	-	-	28.8%	3.2%	5.1%	4.7%
寿险内含价值	874,786	830,974	835,093	872,398	930,285	992,853
较上年末增速	-	-5.0%	0.5%	4.5%	6.6%	6.7%
内含价值	1,423,763	1,390,126	1,422,602	1,459,994	1,514,623	1,612,482
较上年末增速		-2.4%	2.3%	2.6%	3.7%	6.5%
归母净利润	111,008	85,665	126,607	120,657	125,391	130,993
同比增速	-	-22.8%	47.8%	-4.7%	3.9%	4.5%
ROAE(%)	-	9.7	13.9	12.5	12.1	11.7
归母营运利润	146,895	117,989	121,862	128,597	134,649	139,979
同比增速	-	-19.7%	9.1%	5.5%	4.7%	4.0%
营运 ROAE(%)	-	13.3	13.3	13.3	13.0	12.5
每股分红(人民币元)	2.40	2.43	2.55	2.65	2.75	2.85
基于 OPAT 的分红率	29.8%	37.5%	37.9%	37.5%	37.2%	37.1%

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2：盈利预测调整

人民币百万	原预测 2025E	新预测 2025E	变动	原预测 2026E	新预测 2026E	变动
新业务价值	42,940	41,294	-3.8%	45,120	43,392	-3.8%
新业务价值率	25.8%	25.6%	-0.3ppt	26.1%	25.9%	-0.3ppt
寿险内含价值	874,152	872,398	-0.2%	933,907	930,285	-0.4%
内含价值	1,461,747	1,459,994	-0.1%	1,518,244	1,514,623	-0.2%
综合成本率	98.1%	98.0%	-0.1ppt	98.1%	98.0%	-0.1ppt
总投资收益率	3.85%	3.65%	-0.2ppt	3.82%	3.63%	-0.19ppt
归母净利润	135,243	120,657	-10.8%	142,045	125,391	-11.7%
归母营运利润	128,682	128,597	-0.1%	133,975	134,649	0.5%
营运 ROAE	13.2%	13.3%	0.1ppt	12.6%	13.0%	0.3ppt
ROAE	13.9%	12.5%	-1.4ppt	13.4%	12.1%	-1.3ppt

资料来源：交银国际预测

图表 3: 中国平安 (2318 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际金融行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
3908 HK	中金公司	买入	13.96	17.50	25.4%	2024 年 11 月 05 日	内地综合性证券公司
6066 HK	中信建投	买入	8.85	12.00	35.6%	2024 年 11 月 05 日	内地综合性证券公司
6886 HK	华泰证券	买入	11.62	17.00	46.3%	2024 年 11 月 05 日	内地综合性证券公司
6030 HK	中信证券	买入	19.30	25.00	29.5%	2024 年 10 月 30 日	内地综合性证券公司
6060 HK	众安在线	买入	11.18	16.00	43.1%	2025 年 03 月 21 日	内地互联网财险公司
1336 HK	新华保险	买入	28.50	36.00	26.3%	2025 年 03 月 28 日	内地寿险公司
966 HK	中国太平保险	买入	10.54	15.00	42.3%	2024 年 11 月 23 日	内地寿险公司
2628 HK	中国人寿	买入	14.00	19.00	35.7%	2024 年 10 月 31 日	内地寿险公司
2601 HK	中国太保	买入	21.55	32.00	48.5%	2024 年 10 月 31 日	内地寿险公司
2318 HK	中国平安保险	买入	45.95	60.00	30.6%	2024 年 10 月 22 日	内地寿险公司
2328 HK	中国人保财险	买入	14.02	17.00	21.3%	2025 年 03 月 28 日	内地财险公司
FINV US	信也科技	买入	7.69	13.00	69.1%	2025 年 03 月 19 日	金融科技
LX US	乐信集团	买入	8.23	11.80	43.4%	2025 年 03 月 19 日	金融科技
QFIN US	奇富科技	买入	40.93	58.00	41.7%	2025 年 03 月 19 日	金融科技
1299 HK	友邦保险	买入	55.05	84.00	52.6%	2024 年 05 月 27 日	泛亚保险公司
FUTU US	富途控股	买入	87.85	135.00	53.7%	2025 年 03 月 14 日	港美股互联网券商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 4 月 25 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
保险服务收入	536,440	551,186	574,865	600,273	624,823
银行业务利息净收入	118,947	93,913	91,242	91,506	92,799
非保险业务手续费及佣金	37,033	37,945	34,835	35,080	35,848
总投资收益	146,355	273,744	282,091	301,433	321,250
其他收入	75,014	72,137	74,301	76,530	78,826
营业收入合计	913,789	1,028,925	1,057,335	1,104,822	1,153,545
保险服务费用	-440,178	-449,102	-469,854	-492,375	-514,025
承保财务损益	-123,959	-172,662	-191,472	-206,888	-222,109
业务及管理费	-80,212	-80,473	-82,887	-85,374	-87,935
信用减值损失	-77,744	-85,582	-73,900	-70,940	-69,811
其他支出	-70,843	-69,457	-72,930	-75,847	-78,122
营业支出合计	-792,936	-857,276	-891,043	-931,424	-972,003
营业利润	120,853	171,649	166,292	173,398	181,543
利润总额	120,117	170,495	165,103	172,174	180,282
净利润	109,274	146,733	143,640	149,275	155,944
归属于母公司股东的净利	85,665	126,607	120,657	125,391	130,993

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024E	2025E	2026E	2026E
货币资金	577,212	683,433	751,776	811,918	860,634
发放贷款及垫款	3,318,122	3,391,837	3,476,633	3,560,072	3,641,954
保险投资资产	4,722,228	5,731,409	6,304,550	6,871,959	7,421,716
其他投资资产	1,484,934	1,607,059	1,815,305	1,962,786	2,081,325
其他资产	1,480,921	1,544,089	1,583,620	1,727,544	1,928,153
资产总计	11,583,417	12,957,827	13,931,884	14,934,280	15,933,782
吸收存款	3,418,155	3,541,448	3,665,399	3,775,361	3,888,621
银行同业及其他金融机构	449,850	418,445	460,290	501,716	541,853
保险合同负债	4,159,801	4,984,795	5,582,970	6,141,267	6,693,982
应付债券	964,007	967,042	870,338	896,448	923,341
卖出回购金融资产款	241,803	462,292	517,767	564,366	609,515
长期借款	135,161	122,040	139,126	143,299	147,598
其他负债	985,676	1,157,053	1,295,899	1,412,530	1,525,533
负债合计	10,354,453	11,653,115	12,531,788	13,434,987	14,330,444
股东权益					
归属于母公司股东权益合	899,011	928,600	1,001,001	1,076,314	1,155,409
少数股东权益	329,953	376,112	399,094	422,978	447,929
股东权益合计	1,228,964	1,304,712	1,400,095	1,499,293	1,603,338

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

主要指标					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率(%)					
投资资产	9.0%	21.4%	10.0%	9.0%	8.0%
总资产	5.2%	11.9%	7.5%	7.2%	6.7%
保险合同准备金	13.3%	19.8%	12.0%	10.0%	9.0%
总负债	5.4%	12.5%	7.5%	7.2%	6.7%
营业收入	3.8%	12.6%	2.8%	4.5%	4.4%
保险服务收入	2.0%	2.7%	4.3%	4.4%	4.1%
总投资收益	24.4%	87.0%	3.0%	6.9%	6.6%
营业支出	7.5%	8.1%	3.9%	4.5%	4.4%
利润总额	-15.6%	41.9%	-3.2%	4.3%	4.7%
净利润	-18.9%	34.3%	-2.1%	3.9%	4.5%
归属母公司股东净利润	-22.8%	47.8%	-4.7%	3.9%	4.5%
寿险保费收入增速(%)					
首年保费	52.2%	3.9%	5.7%	5.3%	4.7%
续期保费	-0.8%	5.1%	4.7%	4.0%	3.7%
保费收入	10.9%	4.6%	4.9%	4.3%	3.9%

盈利指标					
财险综合成本率	100.7%	98.3%	98.0%	98.0%	97.9%
净投资收益率 (平均余额计算)	3.9%	3.4%	3.2%	3.2%	3.1%
总投资收益率 (平均余额计算)	2.7%	3.9%	3.6%	3.6%	3.6%
ROAA	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%
ROAE	9.7%	13.9%	12.5%	12.1%	11.7%

内含价值及新业务价值					
合同服务边际 (人民币百万元)	768,440	731,312	701,015	674,969	652,345
内含价值 (人民币百万元)	1,390,126	1,422,602	1,459,994	1,514,623	1,612,482
内含价值增速	-2.4%	2.3%	2.6%	3.7%	6.5%
寿险内含价值 (人民币百万元)	830,974	835,093	872,398	930,285	992,853
寿险内含价值增速	-5.0%	0.5%	4.5%	6.6%	6.7%
新业务价值 (人民币百万元)	31,080	40,024	41,294	43,392	45,443
新业务价值增速		28.8%	3.2%	5.1%	4.7%
	2023	2024	2025E	2026E	2026E

每股指标					
每股内含价值 (人民币)	76.3	78.1	80.2	83.2	88.5
每股收益 (人民币)	4.7	7.0	6.6	6.9	7.2
每股账面值 (人民币)	49.4	51.0	55.0	59.1	63.4

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 10 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

評級定義

分析員個股評級定義：

買入：預期個股未來12個月的總回報**高于**相關行業。

中性：預期個股未來12個月的總回報與相關行業**一致**。

沽出：預期個股未來12個月的總回報**低于**相關行業

無評級：對於個股未來12個月的總回報與相關行業的比較，分析員**並無確信觀點**。

分析員行業評級定義：

領先：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標杆指數**具吸引力**。

同步：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現與大盤標杆指數**一致**。

落后：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標杆指數**不具吸引力**。

香港市場的標杆指數為**恒生綜合指數**，A股市場的標杆指數為**MSCI 中國A股指數**，美國上市中概股的標杆指數為**標普美國中概股50（美元）指數**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司及滴普科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。