

中国平安 (601318)

产寿险领头公司，业务具有较强韧性

我国金融牌照最齐全的保险公司之一

中国平安于 1988 年于深圳蛇口成立，深耕保险行业近 40 年，是我国首家股份制保险企业，也是我国金融牌照最齐全、业务范围最广泛的综合金融集团之一，业务覆盖保险、银行、资管等各个领域。公司于 2004 年及 2007 年分别在香港联合交易所主板及上海证券交易所上市。

平安寿险：深化改革，业务品质不断提升

集团收入及利润主要来源于寿险业务，2024 年末，寿险业务贡献逾 7 成的净利润。公司深化改革，**个险渠道**，人力规模企稳回升，人均产能持续改善，业务品质不断提升。此外，新业务价值率大幅改善，推动新业务价值不断提升。**银保渠道**，依托集团的综合金融布局，平安寿险和平安银行深度合作打造新银保模式，得益于平安银行庞大的零售客户群体以及集团广泛的网点布局，为产品销售提供了强有力的支撑，推动银保渠道价值的提升。

平安产险：业务极具韧性

车险业务是财险的主要业绩驱动力。平安产险业务极具韧性，车险综改及市场竞争激烈等因素影响，2021 年车险业务同比-3.7%，但于同年第四季度已逐步恢复增长；非车险业务结构调整，信用保证险业务规模持续压缩，意外伤害险和短期健康险的占比逐步扩张。2024 年，综合成本率改善，整体综合成本率为 98.3%，承保利润由亏转盈。

投资建议：负债端方面，我们预计公司寿险业务有望通过深化寿险改革，不断向价值、高质量转型，进而创造更高的业务价值；同时产险业务品质不断改善，综合成本率持续优化，整体盈利能力有望持续提升。资产端方面，平安资产配置均衡，我们认为随着资本市场的复苏，平安投资收益有望持续提升。故我们给予中国平安目标市值 11219 亿元，对应目标价为 61.61 元/股，较目前 2025 年 5 月 7 日收盘价 51.18 元仍有 20.4% 的增长空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业政策变化；市场波动加剧；公司改革不如预期；保费增长不如预期；估值受跨市场对标标的影响，或存在一定偏差

证券研究报告
2025 年 05 月 08 日

投资评级

行业	非银金融/保险 II
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	51.96 元
目标价格	61.61 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	10,762.66
流通 A 股股本(百万股)	10,762.66
A 股总市值(百万元)	559,227.69
流通 A 股市值(百万元)	559,227.69
每股净资产(元)	51.61
资产负债率(%)	89.84
一年内最高/最低(元)	62.80/40.22

作者

杜鹏辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523100001
dupenghui@tfzq.com

陈嘉言 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524110001
chenjiayan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中国平安-季报点评:NBV 同比+8.8%（追溯调整后+21.1%）超预期，新准则落地有望提升保险股估值》2023-04-27
- 《中国平安-年报点评报告:盈利主要受投资及信保业务拖累；寿险主业稳步修复，基本符合预期，看好改革成效加速兑现》2023-03-17
- 《中国平安-季报点评:NBV 同比-26.6%符合预期，寿险转型成效已初步显现，看好开门红估值修复》2022-10-27

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	913789	1028925	1093213	1151720	1210033
增长率（%）	3.8	12.6	6.2	5.4	5.1
归属母公司股东净利润（百万元）	85665	126607	130199	143641	145545
增长率（%）	(22.8)	47.8	2.8	10.3	1.3
每股收益（元）	4.7	6.9	7.1	7.9	8.0
市盈率(P/E)	49.37	50.99	56.90	62.29	68.16
市净率(P/B)	76.3	78.1	80.5	82.7	84.5

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 业务范围最广、牌照最齐全的综合保险集团之一.....	5
1.1. 发展历程：中国平安深耕金融行业近 40 年，致力于成为国际领先的综合金融、医疗养老服务提供商	5
1.2. 股权结构：股权结构分散，股东背景多样	6
1.3. 公司治理：领导人才齐全 员工素质较高	6
1.4. 业绩简述：总资产规模与净资产规模全行业第一	8
2. 寿险：寿险及健康险业务经营稳健发展，渠道综合实力增强，高质量发展效果显现...9	
2.1. 持续深化改革，高质量转型初见成效	9
2.2. 持续完善产品体系，深耕保障、养老、财富三大市场	10
2.3. 队伍质态持续向好，产能持续提升	10
2.4. 新业务价值率持续改善，推动新业务价值大幅提升	11
2.5. 内含价值稳步增长	11
3. 产险：财产保险服务收入稳健增长，品质保持良好.....	12
3.1. 车险业务极具韧性	13
3.2. 非车险业务品质不断提升	13
3.3. 综合成本率改善，承保利润由亏转盈	14
4. 投资端：匹配负债，长期投资显成效	14
4.1. 投资资产规模稳步增长	14
4.2. 资产配置以债券型金融产品为主	15
4.3. 权益资产表现持续改善	16
5. 其他业务：	16
5.1. 平安银行：业务稳健运营，资产质量总体平稳	16
5.2. 平安证券：稳定发挥，多项指标领先行业	17
5.3. 平安信托：净资本稳健，服务信托领航	17
6. 估值：	17
7. 风险提示：	18

图表目录

图 1：2015-2025Q1 年公司总资产（亿元）及增速（%）	8
图 2：2015-2025Q1 年公司净资产（亿元）及增速（%）	8
图 3：2015-2025Q1 年公司营业收入（亿元）及增速（%）	9
图 4：2015-2025Q1 年公司归母净利润（亿元）及增速（%）	9
图 5：2020-2024 各渠道占比	9
图 6：2020-2024 各产品占比（%）	10
图 7：2020-2025Q1 代理人数量（万人）及增速（%）	10
图 8：2020-2025Q1 新业务价值（亿元）及增速（%）	11
图 9：2020-2024 年内含价值（亿元）及增速（%）	12
图 10：2020-2025Q1 年产险保费收入（亿元）及增速（%）	12

图 11：2020-2025Q1 年车险及非车险占比情况（%）	12
图 12：2020-2024 年车险保费收入（亿元）及增速（%）	13
图 13：2020-2024 年车险保费收入（亿元）及增速（%）	13
图 14：2020-2024 年综合费用率及赔付率（%）	14
图 15：投资资产总规模（亿元）及增速（%）	14
图 16：总投资收益（亿元）及增速（%）	15
图 17：净投资收益（亿元）及增速（%）	15
图 18：综合投资收益（亿元）及增速（%）	15
图 19：投资资产组合各类资产占比情况（%）	16
图 20：各投资收益率情况（%）	16
表 1：中国平安发展历史	5
表 2：2024 年股权结构	6
表 3：2024 年中国平安集团管理团队	6
表 4：寿险业务盈利预测	17
表 5：产险业务盈利预测	17
表 6：寿险同业公司估值（2025 年 5 月 7 日）	18
表 7：分部估值（2025 年 5 月 7 日）	18

1. 业务范围最广、牌照最齐全的综合保险集团之一

中国平安保险（集团）股份有限公司于 1988 年在深圳蛇口成立，是我国首家股份制、地方性保险企业，同时也是我国金融牌照最齐全、业务范围最广泛的综合金融集团之一，业务覆盖保险、银行、资管等各个领域。

公司于 2004 年及 2007 年分别在香港联合交易所主板及上海证券交易所上市。

1.1. 发展历程：中国平安深耕金融行业近 40 年，致力于成为国际领先的综合金融、医疗养老服务提供商

中国平安于 1988 年在深圳蛇口成立，是我国首家股份制保险公司；1995 年中国平安始涉足证券业务，创立了平安证券；2003 年，公司完成股份制改革，正式更名为“中国平安保险（集团）股份有限公司”；2004 年公司于港交所成功上市；后于 2007 年在上交所成功上市。公司经历数十年的发展，中国平安成长为国内金融牌照最齐全、业务范围最广泛的综合金融集团之一。

表 1：中国平安发展历史

年份	事件
1988 年	中国平安保险在深圳成立，标志着中国首个股份制保险公司的诞生。
1994 年	摩根士丹利与高盛参股中国平安，中国平安成为了国内首例外资参股的保险公司。
1995 年	中国平安扩展至证券行业，创立了平安证券。
1997 年	经国家市场监督管理总局核准登记，公司正式定名为‘中国平安保险（集团）股份有限公司’。
2003 年	完成股份制改造后，中国平安改名为中国平安保险（集团）股份有限公司，并于同年 12 月收购福建亚洲银行，正式开展银行业务。
2004 年	中国平安在香港联交所主板挂牌上市。同年 8 月，中国平安（2318.HK）被列入恒生中国企业指数，按市值排名位列香港联交所 H 股第五。
2007 年	中国平安在上海证券交易所成功上市，创造了全球最大的保险公司首次公开募股记录，同时也是当时中国 A 股市场第二大 IPO。
2011 年	中国平安收购深圳发展银行控股权，随后深发展与原平安银行合并，并更名为平安银行。为集团构建了全国范围内的银行业务框架。
2012 年	中国平安创立陆金所，进军互联网金融市场。
2013 年	中国平安推出了“平安好车”，拓展到汽车金融服务领域。
2014 年	中国平安发布了“平安好房”，涉足房产金融服务。同年，根据 Millward Brown 发布的全球最有价值品牌 100 强榜单，中国平安以 124 亿美元的品牌价值，在全球保险行业中排名第一。
2015 年	中国平安启动了“平安好医生”，进入在线医疗健康服务领域。
2016 年	中国平安保持中国保险行业的领先地位。这一年，中国平安在《财富》世界 500 强中排名第 41，《福布斯》全球上市公司 2000 强中排名第 20，且平安寿险的保费收入超过了 3000 亿元，新签单保费超过 1000 亿元，新业务价值增长了 32.2%，利润领先全行业。
2017 年	中国平安宣布实施“金融+科技”战略，加强技术创新。该年度，中国平安的市值超过了万亿元人民币，达到了历史最高点，成为全球保险集团中的领头羊，全球金融集团十强之一，品牌价值在多个国际评估中均处于全球保险业的顶峰。此外，中国平安在《财富》世界 500 强中排名第 39，《福布斯》全球上市公司 2000 强中排名第 16，持续领跑中国保险业。
2020 年	面对新冠疫情，中国平安积极参与抗疫工作，通过捐赠和提供保险保障等方式贡献力量。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 股权结构：股权结构分散，股东背景多样

A/H 股均无控股股东。截至 2025Q1，从 A 股股权结构来看，深圳市投资控股有限公司持股比例超 5%，为 5.29%。从 H 股股权结构来看，香港中央结算(代理人)有限公司虽持股 36.56%，但其仅为公司 H 股非登记股东所持股份的名义持有人，香港中央结算有限公司本身并没有中国平安实际控制权，卜蜂集团有限公司通过商发控股有限公司及其他下属子公司合计间接持有公司 H 股，占总股本的 5.30%。整体来看，公司股权分散，无实际控股股东及实际控制人，体现了明显的市场化股权结构特点。

表 2：2024 年股权结构

股东名称	持股比例(%)	股东性质	股份种类
香港中央结算(代理人)有限公司	36.56	境外法人	H 股
深圳市投资控股有限公司	5.29	国有法人	A 股
香港中央结算有限公司	3.68	其他	A 股
中国平安保险(集团)股份有限公司长期服务计划	2.74	其他	A+H 股
中央汇金资产管理有限责任公司	2.58	国有法人	A 股
商发控股有限公司	2.52	境外法人	H 股
工银瑞信基金-农业银行-工银瑞信中证金融资产管理计划	2.23	其他	A 股
嘉实基金-农业银行-嘉实中证金融资产管理计划	2.16	其他	A 股
深业集团有限公司	1.42	国有法人	A 股
大成基金-农业银行-大成中证金融资产管理计划	1.11	其他	A 股

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 公司治理：领导人才齐全 员工素质较高

集团核心管理团队保险从业经验丰富，实力强劲，能够保障公司的长期战略嗅觉和定力。董事会目前由十五名董事组成，其中包括五名执行董事、四名非执行董事及六名独立非执行董事。监事会目前由五名监事组成，其中两名为职工监事，三名为外部监事。高级管理层负责管理公司日常业务。

集团创始人马明哲自 2020 年 6 月起不再担任首席执行官，现主要负责本公司的战略、人才、文化及重大事项决策，发挥核心领导作用。现任首席执行官谢永林历经平安银行、证券、产险、寿险、董事长特别助理等职务，资历深厚专业能力强大。截至 2024 年末，平安体系内共有在职员工 273,053 人，其中博士、硕士研究生学历 28,362 人，大学本科学历 164,362 人。

表 3：2024 年中国平安集团管理团队

姓名	年龄	职务	工作经历
马明哲	69	创始人、创办人、董事长(执行董事)	自成立公司以来，马先生主持公司全面经营管理工作至 2020 年 6 月不再担任首席执行官，现主要负责公司的战略、人才、文化及重大事项决策，发挥核心领导作用。历任公司总经理、董事、董事长兼首席执行官。在成立公司之前，马先生曾任招商局蛇口工业区社会保险公司副经理。 自 1990 年 7 月加入公司后，孙先生先后任公司管理本部总经理、副总经理、常务副总经理、副首席执行官、副董事长，及平安银行董事长等职务。在加入公司之前，孙先生曾任人民银行武汉分行办事处主任、中国人民保险公司武汉分公司副总经理、武汉证券公司总经理。
孙建一	72	监事会主席（职工代表监事）	谢先生为平安银行现任董事长。 谢先生于 2005 年 6 月至 2006 年 3 月任公司发展改革中心副主任，于 2006 年 3 月至 2013 年 11 月先后担
谢永林	56	执行董事、总经理、联席首席执行官	

			任平安银行运营总监、人力资源总监、副行长,于 2013 年 11 月至 2016 年 11 月先后担任平安证券董事长特别助理、总经理兼首席执行官、董事长,于 2016 年 9 月至 2019 年 12 月担任公司副总经理。此前,谢先生先后出任平安产险支公司副总经理,平安寿险分公司副总经理、总经理,平安寿险市场营销部总经理等职务。
郭晓涛	53	执行董事、联席首席执行官、副总经理	郭先生为平安寿险、平安产险、平安银行现任董事。郭先生为金融壹账通和平安健康的非执行董事。郭先生于 2022 年 8 月至 2023 年 9 月先后任公司副首席人力资源执行官、首席人力资源执行官,此前曾先后出任平安产险董事长特别助理、常务副总经理。在加入公司之前,郭先生曾任波士顿咨询合伙人兼董事总经理、韦莱韬悦资本市场业务全球联席 CEO。
蔡方方	51	执行董事、副总经理	蔡女士为平安寿险、平安产险、平安银行等公司多家控股子公司的现任董事。 蔡女士于 2009 年 10 月至 2012 年 2 月先后出任公司人力资源中心薪酬规划管理部副总经理、总经理,于 2012 年 2 月至 2013 年 9 月出任公司副首席财务执行官兼企划部总经理,于 2013 年 9 月至 2015 年 3 月出任公司副首席人力资源执行官,于 2015 年 3 月至 2023 年 4 月出任公司首席人力资源执行官。在加入公司之前,蔡女士曾出任华信惠悦咨询(上海)有限公司咨询总监和英国标准管理认证体系公司金融业审核总监。
付欣	45	执行董事、副总经理	目前付女士出任平安寿险、平安银行、平安资产管理董事,同时付女士兼任陆金所控股、金融壹账通和平安健康的非执行董事。 付女士于 2017 年 10 月加入公司,任集团企划部总经理,并于 2020 年 3 月至 2022 年 3 月出任公司副首席财务执行官,于 2022 年 3 月至 2023 年 9 月出任公司首席运营官。在加入公司前,付女士曾任罗兰贝格管理咨询金融行业合伙人、普华永道执行总监。
黄宝新	60	副总经理	在加入公司前,黄先生曾出任中国财政部工交司副处长、中国国务院办公厅秘书二局副局长、中国国务院办公厅监察局副局长、局长和中纪委驻中宣部纪检组副组长等职务。黄先生为现任集团北京管理总部总经理。
盛瑞生	55	董事会秘书、公司秘书	盛先生为集团品牌总监,公司新闻发言人。盛先生于 2002 年 8 月至 2014 年 1 月先后担任公司品牌宣传部总经理助理、副总经理、总经理。
张智淳	48	首席财务官(财务负责人)	张女士为平安产险、平安证券、平安养老险等公司多家控股子公司的董事。张女士于 2017 年 12 月至 2022 年 12 月先后出任平安产险总经理助理、首席投资官、财务负责人、董事会秘书,此前曾先后出任平安产险企划部副总经理、公司企划部副总经理、总经理。
孙建平	63	首席人力资源执行官	孙先生为平安证券、平安科技、平安金服等公司多家

郭世邦 60 总经理助理、首席风险官

黄玉强 43 审计责任人、稽核监察部总经理

控股子公司的董事。自 1988 年加入公司以来，孙先生历任中国平安财产保险股份有限公司副总经理、常务副总经理、总经理、董事长兼首席执行官等职务。

郭先生于 2014 年 9 月至 2016 年 10 月担任平安证券副总经理兼首席风险官、合规总监，于 2016 年 10 月至 2023 年 12 月先后担任平安银行董事长特别助理、行长助理、执行董事、副行长，此前曾担任平安银行小微金融事业部总监、总裁。在加入公司前，郭先生曾任中国工商银行总行资金计划部主任科员、副处级调研员（主持工作），中国民生银行北京上地支行行长、北京管理部党委委员兼副总经理、大连分行党委书记兼行长、总行零售管理委员会副主席兼零售银行部总经理。

黄先生为现任集团稽核监察部总经理。

自 2004 年 7 月加入公司，黄先生曾任平安银行风险管理部资产监控部总经理、集团风险管理部副总经理（主持工作）。

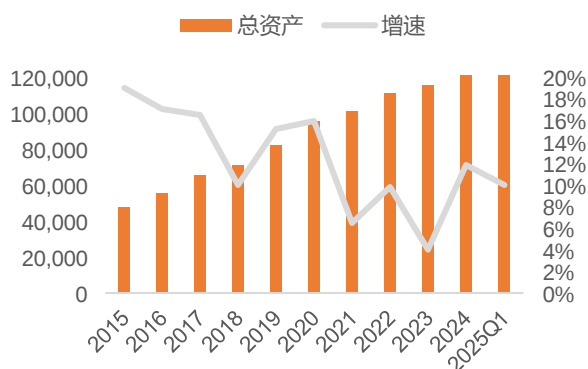
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4. 业绩简述：总资产规模与净资产规模全行业第一

截至 2025Q1，平安集团总资产及净资产分别为 13.18 万亿元及 1.3 万亿元，较 2024 年末 +1.7% 及 +1.7%，规模位列全行业第一。受疫情影响，2020-2022 年营业收入及净利润持续下滑，24 年公司逐步恢复，24 年营业收入同比 +12.6% 至 10289 亿元，2025Q1 实现营业收入 2328 亿元，同比 -5.2%；归母净利润方面，2024 年受益于资本市场回暖，投资收益显著改善，同比大幅提升，同比 +47.8% 至 1266 亿元，2025Q1 归母净利润同比下降 26.4%。

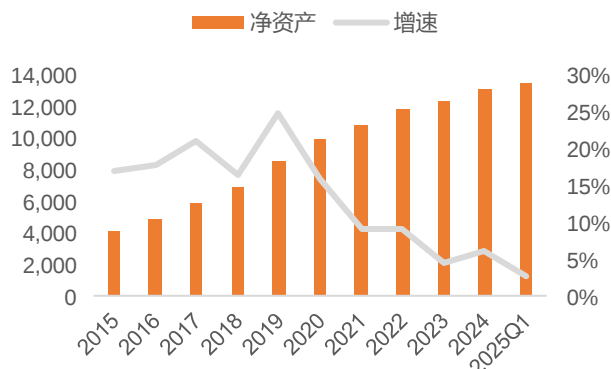
寿险业务是利润的主要驱动。分业务来看，公司业务主要分为 5 个部分，包括寿险及健康险业务、财险业务、资管业务、银行业务及信托业务，寿险及健康险业务为集团利润贡献最多，2025Q1 年寿险及健康险业务占总归母净利润的 71.7%。

图 1：2015-2025Q1 年公司总资产（亿元）及增速（%）



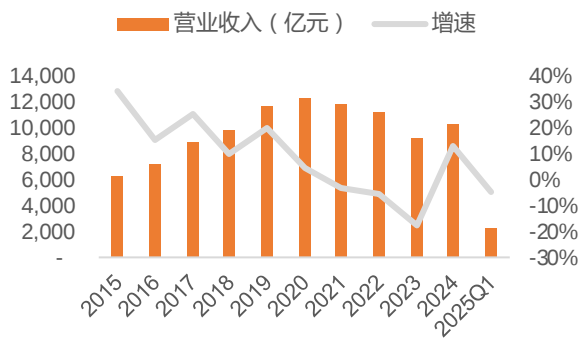
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2015-2025Q1 年公司净资产（亿元）及增速（%）



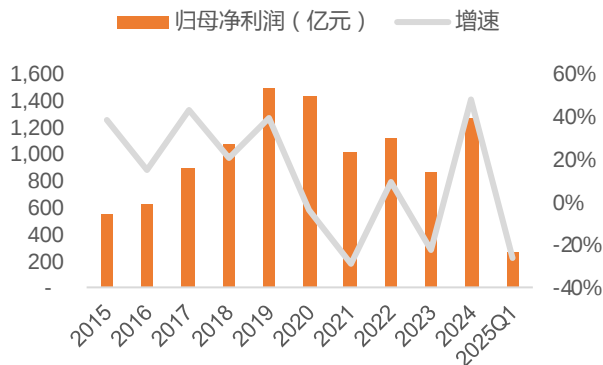
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：2015-2025Q1 年公司营业收入（亿元）及增速（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2015-2025Q1 年公司归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

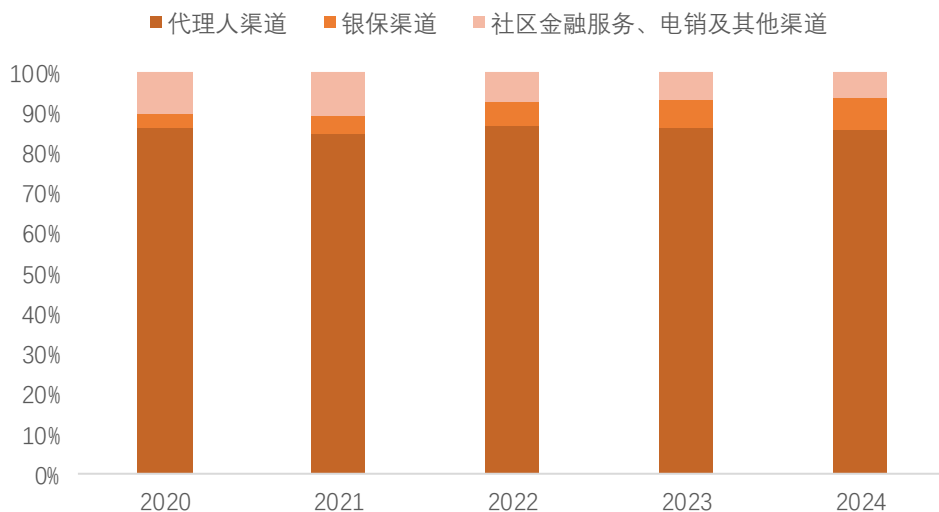
2. 寿险：寿险及健康险业务经营稳健发展，渠道综合实力增强，高质量发展效果显现

受疫情影响，保费收入有较为明显的波动迹象。自 2023 年起公司规模保费摆脱疫情影响，增速回正。2020-2022 年，公司规模保费受疫情影响，三年增速分别为 -2.0%、-5.4%和 -4.3%。2023 年规模保费收入首次回正，同比+10.85%至 6019 亿元，2024 年同比+4.61%至 6297 亿元。

2.1. 持续深化改革，高质量转型初见成效

渠道方面，公司以代理人渠道为主要的销售渠道，维持在约 85%，近年来得益于与平安银行的深度联动，银保渠道占比逐年提升。2024 年代理人渠道继续围绕队伍高质量发展的主线，持续深化转型，共实现规模保费 5226 亿元，同比+4.1%；银保渠道聚焦价值经营，深化“5+5+N”策略，与 5 大国有行深化合作，全面拓展 5 家全国性股份行合作，并挖掘 N 家潜力城商行寻求增量；扩充优质合作网点，落实标准化网点经营动作，提升经营效能，2024 年银保渠道实现规模保费 476 亿元，同比+18.7%，占比逐年提升，从 2020 年的 3.8% 增加至 2024 年的 7.8%。

图 5：2020-2024 各渠道占比

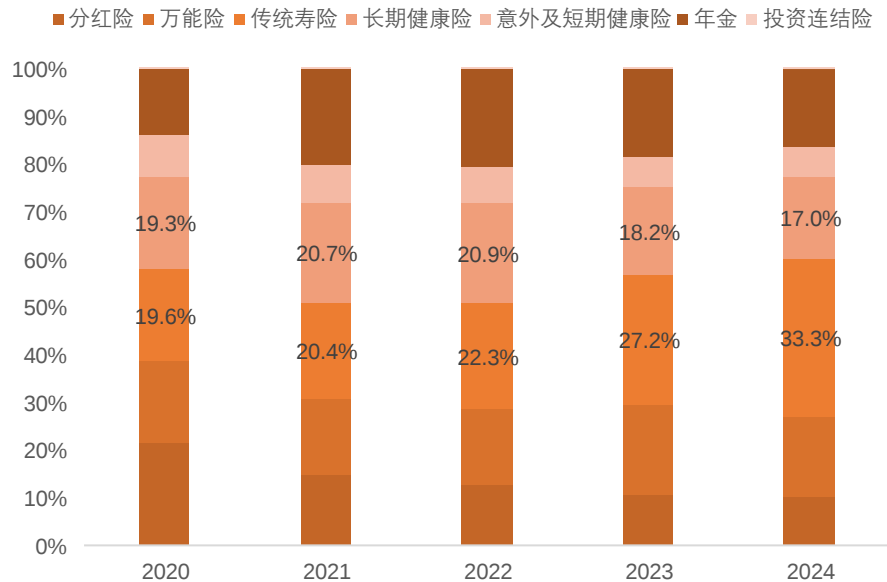


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 持续完善产品体系，深耕保障、养老、财富三大市场

产品方面，平安寿险积极响应保险新“国十条”的号召，根据监管政策的指导和指引，持续升级和优化产品体系，满足客户多元化的保险产品需求，深耕保障、养老、财富三大市场，积极布局普惠保险。目前来看公司传统寿险产品所贡献的保费收入最多。2024 年寿险产品实现规模保费收入 2099 亿元，同比+28.4%，占总保费收入的 33.3%，长期健康险次之，占总规模保费收入 17%。

图 6：2020-2024 各产品占比（%）

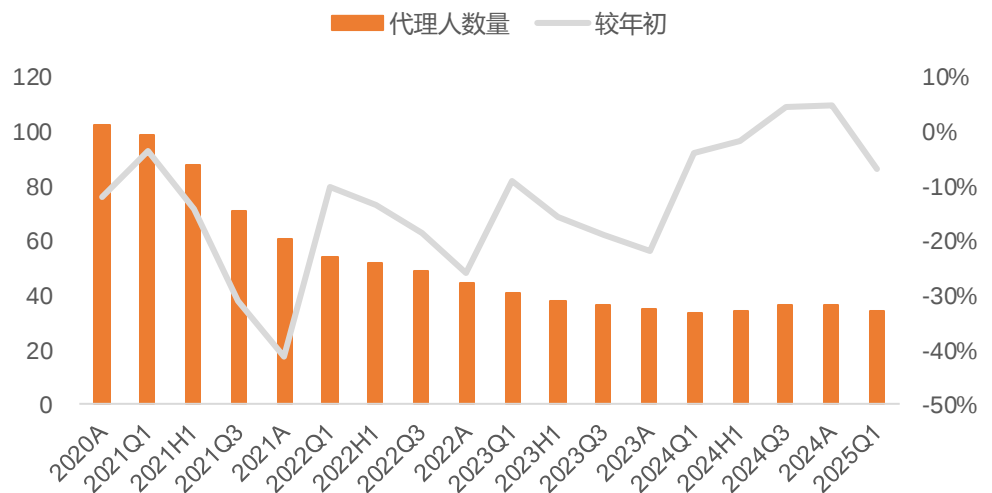


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 队伍质态持续向好，产能持续提升

2025Q1 寿险代理人未能延续此前企稳回升态势。2024 年末平安寿险代理人达 36.3 万，较 2023 年末提升 1.6 万人，代理人人均新业务价值 10.1 万元，同比大增 43.3%；2025Q1 平安寿险代理人规模为 33.8 万人，较年初-6.9%，然代理人人均新业务价值同比+14.0%，虽队伍未能延续企稳回升态势，但整体产能持续提升。

图 7：2020-2025Q1 代理人数量（万人）及增速（%）



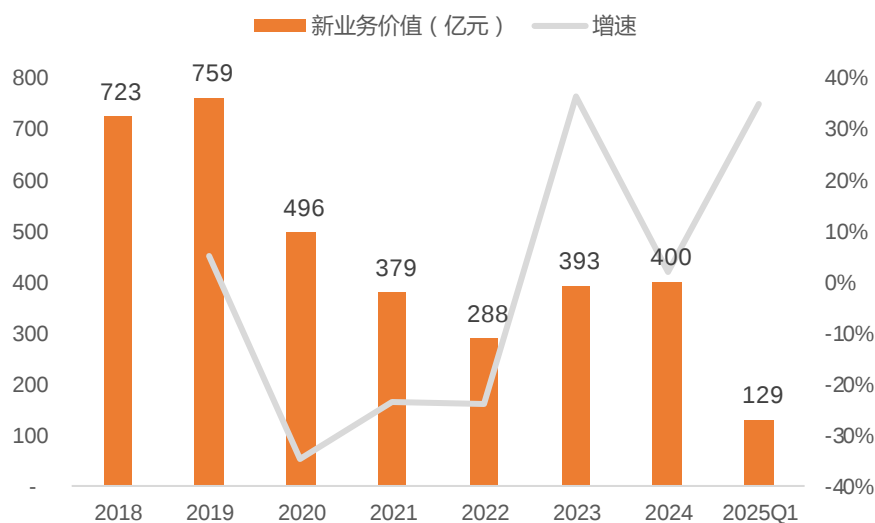
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 新业务价值率持续改善，推动新业务价值大幅提升

平安寿险业务在 2024 年实现了新业务价值的大幅提升。具体来看，2024 年度新业务价值率（首年保费）为 26%，同比提升 7.3pct；新业务价值显著增长至 400.24 亿元，同比增长 28.8%，其中，代理人渠道新业务价值同比增长 26.5%至 319 亿元，银保渠道新业务价值同比增长 62.7%；新单保费为 1540.3 亿元，同比-7.1%，由此可见新业务价值的改善主要由新业务价值率的提升所带动。

2025Q1 代理人渠道及银保渠道新业务价值同比显著增长。2025Q1 寿险新业务价值率（首年保费）为 28.3%，同比+11.4%，新业务价值率的大幅提升带动新业务价值同比+34.9%至 129 亿元，其中代理人渠道新业务价值同比增长 11.5%，银保渠道新业务价值同比+170.8%。

图 8：2020-2025Q1 新业务价值（亿元）及增速（%）

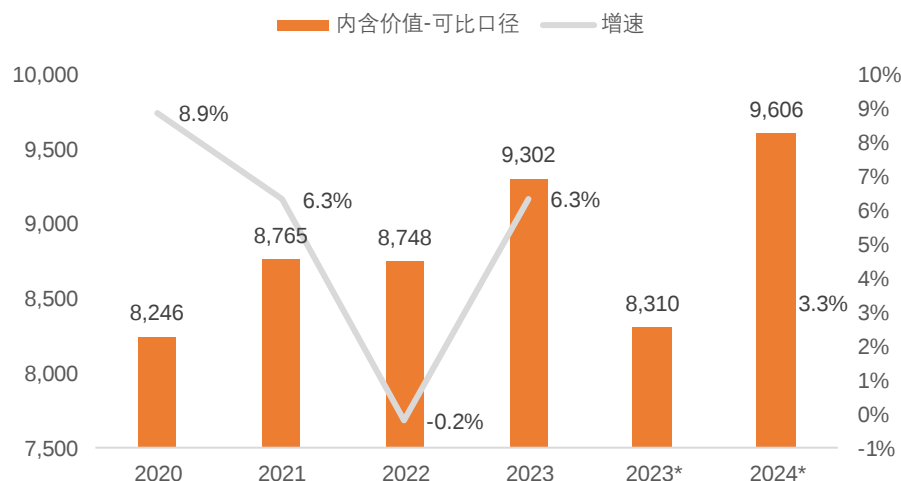


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.5. 内含价值稳步增长

内含价值稳步增长。除 2022 年外，其余年份均保持正增。近两年基于宏观因素和长期利率趋势的综合考量，2023 及 2024 年公司分别下调寿险及健康险业务内含价值长期投资回报率假设及风险贴现率假设。2024 年将内含价值长期投资回报率假设由 4.5%下调至 4.0%、风险贴现率由 9.5%至 8.5%/7.5%。可比口径下，2024 年内含价值为 9606 亿元，同比+3.3%，新业务对内含价值的贡献率为 4.8%。在新假设下，公司新业务价值为 285.34 亿元，同比+25.6%，内含价值为 8351 亿元。

图 9：2020-2024 年内含价值（亿元）及增速（%）



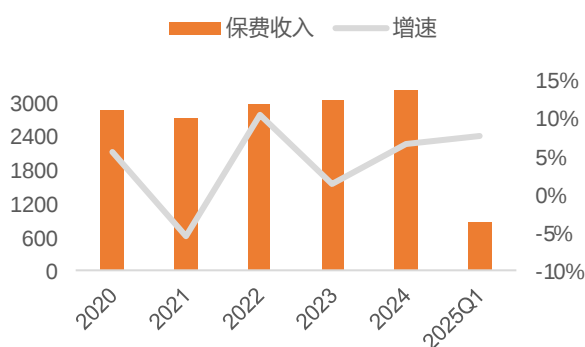
注：2023*及 2024* 值均基于 2023 年末的长期投资回报率假设(4.5%)和风险贴现率假设(9.5%)计算。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 产险：财产保险服务收入稳健增长，品质保持良好

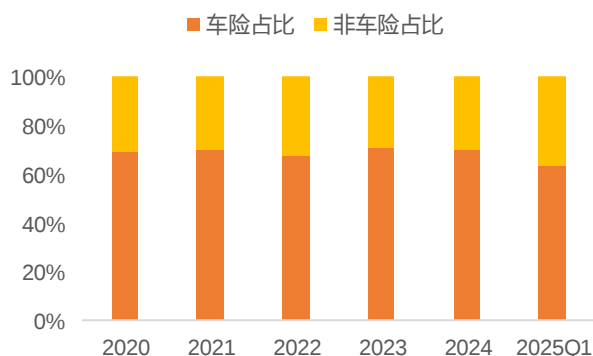
平安产险作为中国第二大财产保险公司，业务保持稳定增长。除 2021 年受车险综合改革、市场竞争激烈等因素影响，保费收入同比下降外，近 5 年平安产险收入均维持正增。主要保费收入来自车险保费，近年来车险保费占总产险保费收入约 70%。截止 2024 年末，产险原保费收入同比+6.5%至 3218 亿元，其中车险保费收入为 2233 亿元，同比+4.4%，非车险保费合计 985 亿元，同比+11.6%。2025Q1，产险实现原保费收入 851 亿元，同比+7.7%，其中车险原保险保费收入 537 亿元，同比增长 3.7%；非车险的原保险保费收入 314 亿元，同比增长 15.1%。

图 10：2020-2025Q1 年产险保费收入（亿元）及增速（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：2020-2025Q1 年车险及非车险占比情况（%）

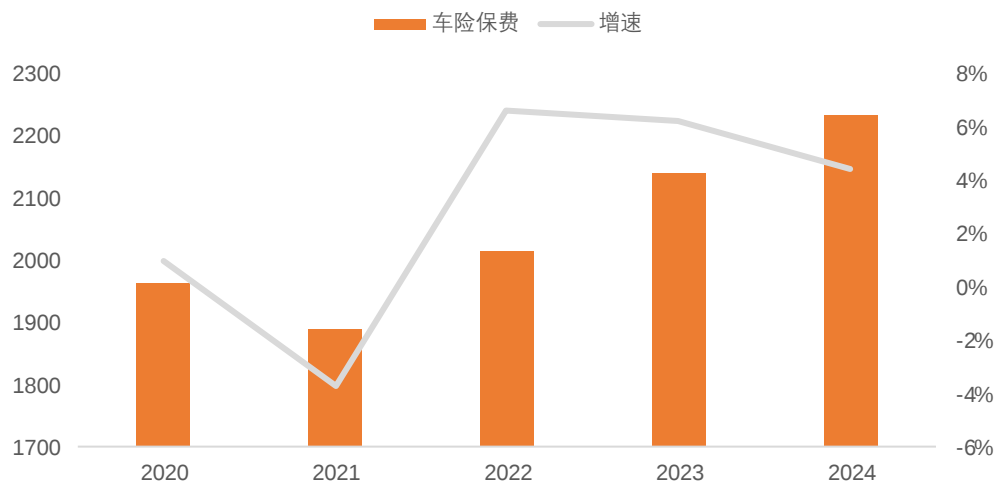


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.1. 车险业务极具韧性

平安产险的车险业务极具韧性。虽然 2021 年车险业务受到车险综改及市场竞争激烈等因素影响，保费同比-3.7%，但于同年第四季度已逐步恢复增长，第四季度同比+8.7%，2022 年已恢复正增长，同比+6.6%。截止 2024 年末，平安车险实现原保费收入 2233 亿元，同比+4.4%，综合成本率受新保险合同准则下的贴现率下降带来的负债成本上升和暴雨等自然灾害同比多发影响，同比+0.3pct 至 98.1%。

图 12：2020-2024 年车险保费收入（亿元）及增速（%）

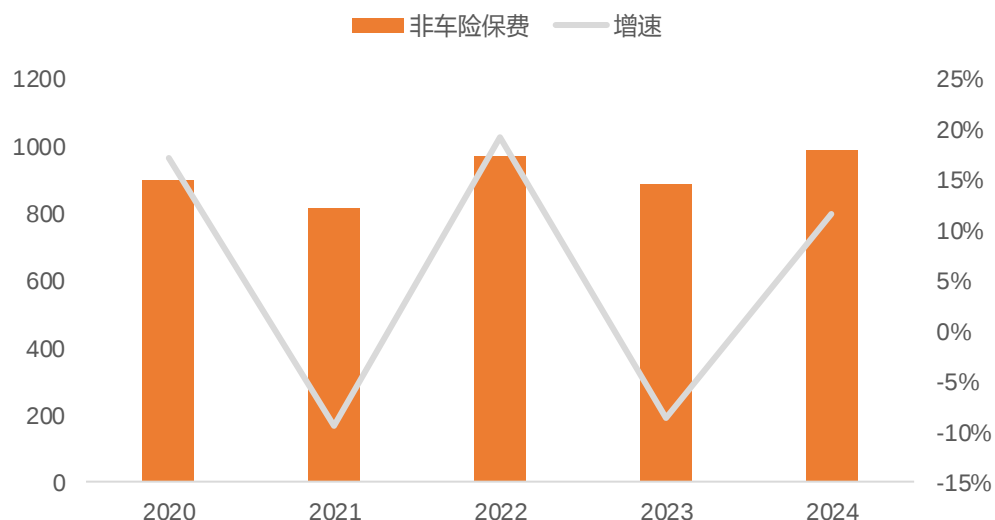


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 非车险业务品质不断提升

公司持续收缩保证险业务规模，不断提升整体业务品质。平安产险基于对宏观形势的判断，积极调整非车险业务结构。由于小微企业客户的还款压力仍然较大，保证保险综合成本率有所波动，公司近年来持续缩减保证险业务规模，占比从 2020 年的 13.8% 压缩至 2024 年末的 -0.7%，2024 年保证保险综合成本率同比优化 28.9pct 至 102.2%。截止 2024 年末，平安非车险实现原保费收入 985 亿元，同比+11.6%。

图 13：2020-2024 年非车险保费收入（亿元）及增速（%）

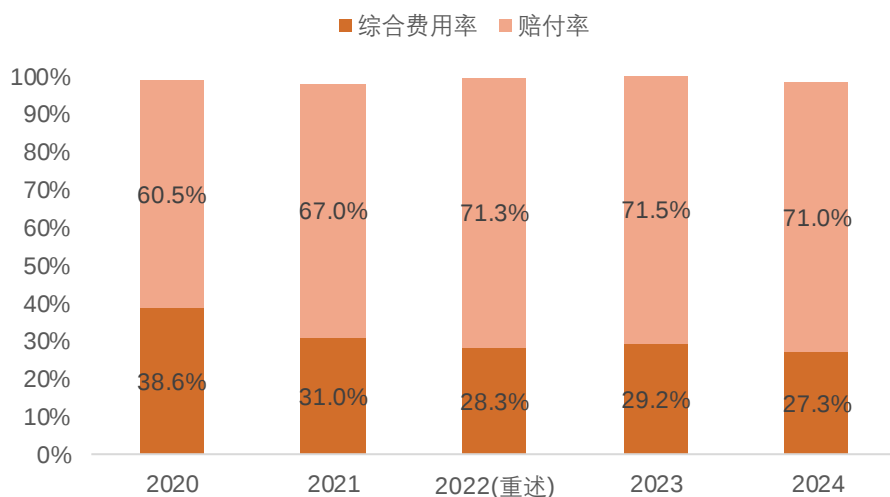


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 综合成本率改善，承保利润由亏转盈

平安的综合成本率控制较好。2024 年得益于保证保险业务承保损失下降，综合成本率同比优化 2.4 pct 至 98.3%，其中综合费用率为 27.3%，同比-1.9pct，赔付率为 71.0%，同比-0.5pct，承保利润由亏转盈。2025Q1 同比优化 3.0pct 至 96.6%。

图 14：2020-2024 年综合费用率及赔付率（%）



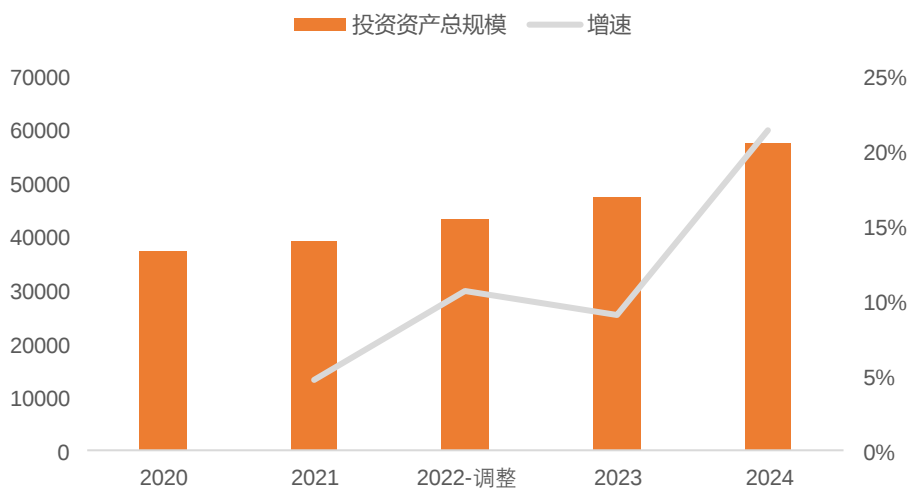
资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 投资端：匹配负债，长期投资显成效

4.1. 投资资产规模稳步增长

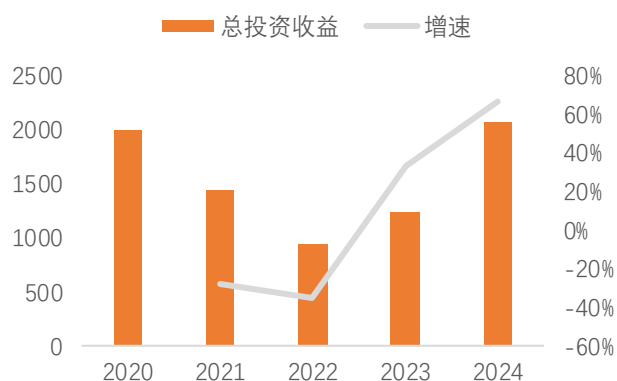
均衡配置资产，助力投资收益增长。公司保险资金投资组合由寿险及健康险业务、财产保险业务的可投资资金组成。2024 年，公司投资资产总规模达到了 5.73 万亿元，相较于年初+21.4%。净投资收益为 1754.2 亿元，同比微降 0.6%；总投资收益达到了 2064.25 亿元，同比大幅增长 66.6%；综合投资收益 2665.7 亿元，同比飙升 80.2%。2025Q1 公司投资资产总规模达到了 5.92 万亿元，相较于年初+3.3%，非年化综合投资收益率为 1.3%，同比+0.2pct；非年化净投资收益率为 0.9%，同比持平。

图 15：投资资产总规模（亿元）及增速（%）



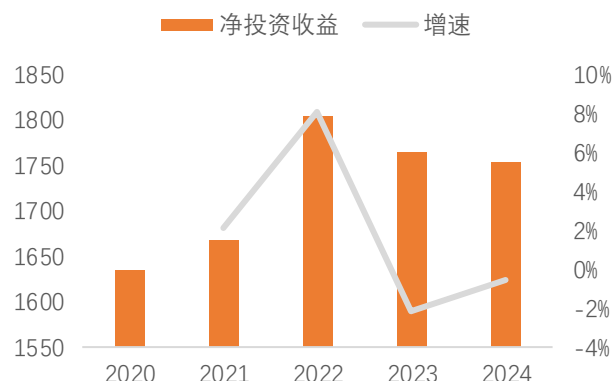
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：总投资收益（亿元）及增速（%）



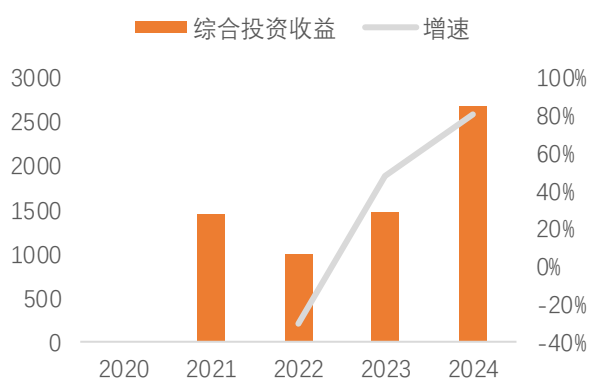
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：净投资收益（亿元）及增速（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：综合投资收益（亿元）及增速（%）

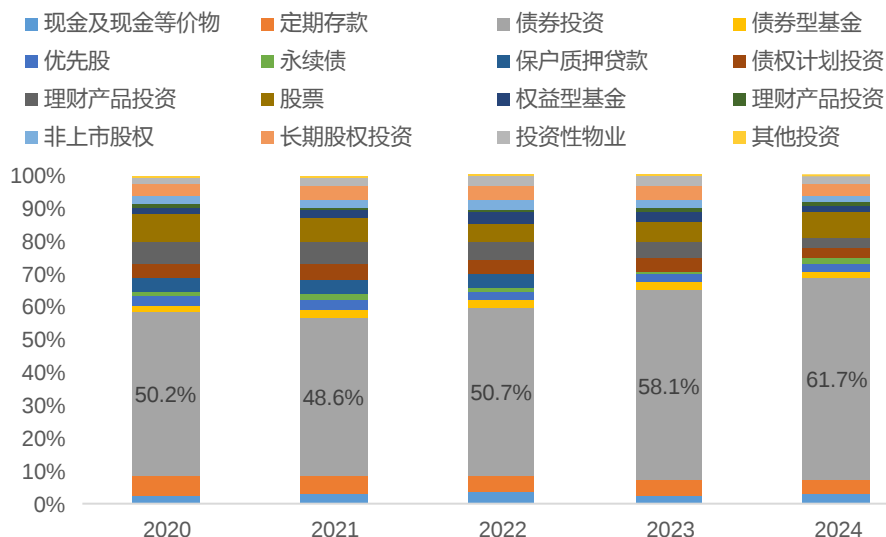


资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 资产配置以债券型金融产品为主

资产配置方面，集团主要以债券型金融资产为主，截止 2024 年，债券型金融资产占总资产组合的比例高达 73.8%，同比+1.1pct。其中，债券占比较上年同期提升了 3.6pct，达到 61.7%；权益型金融资产占总投资组合的比例为 12.9%，与 2023 年基本持平。但在权益型资产内部，股票占比有所提升，较上年同期+1.4pct，达到 7.6%。

图 19：投资资产组合各类资产占比情况（%）

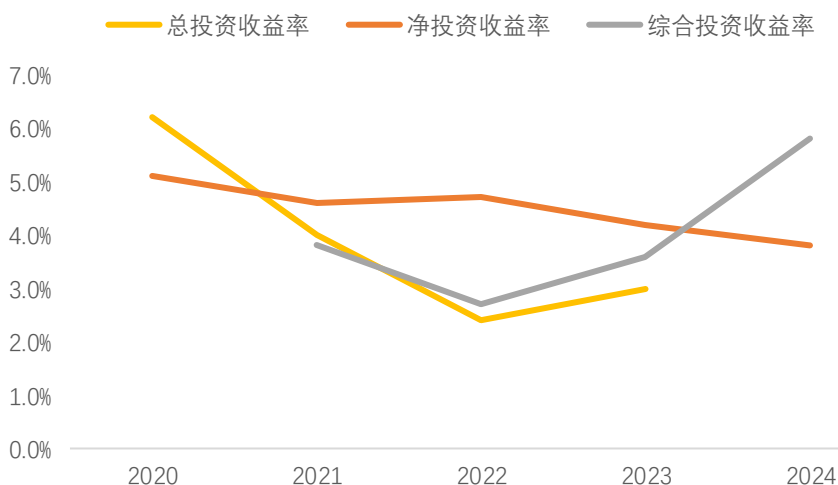


资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.3. 权益资产表现持续改善

公司受益于均衡的资产配置战略，以及权益资产表现的显著改善，2024 年保险资金投资组合的综合投资收益率同比+2.2pct，达到了 5.8%。然而，受存量资产到期和新增固定收益资产到期收益率下降的影响，净投资收益率同比略降 0.4pct 至 3.8%。

图 20：各投资收益率情况（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 其他业务：

5.1. 平安银行：业务稳健运营，资产质量总体平稳

平安银行整体业务经营保持稳健。2024 年，宏观经济运行总体平稳，经济持续回升向好但基础仍待巩固，中小企业和个人还款能力继续承压，在此背景下，平安银行仍实现净利润 445.08 亿元。同时，持续支持实体经济，企业贷款余额较年初增长 12.4%。平安银行持续加强风险管控，风险抵补能力保持良好。截至 2024 年 12 月 31 日，不良贷款 1.06%，拨备覆盖率 250.71%。

平安银行推动零售业务高质量、可持续发展。截至 2024 年 12 月 31 日，管理零售客户资产(AUM)41,940.74 亿元,较年初增长 4.0%;个人存款余额 12,871.80 亿元,较年初增长 6.6%。

5.2. 平安证券：稳定发挥，多项指标领先行业

行业关键指标领跑。平安证券截至 2024 年 12 月 31 日，平安证券个人客户数超 2,473 万，稳居行业第一；APP 用户活跃度持续领先同业，月活跃用户数稳居券商前三。2024 年平安证券经纪股基交易量（不含席位租赁）市场份额达 3.95%，同比上升 33 个基点。

5.3. 平安信托：净资本稳健，服务信托领航

在业务发展方面，平安信托持续聚焦并深耕服务信托领域，凭借专业的服务与资源整合能力，成功推动家族信托、保险金信托形成显著的规模效应，进一步稳固了在该领域的优势领先地位，为高净值客户提供了全面且个性化的财富保全、传承及风险管理等综合解决方案。

截至 2024 年 12 月 31 日，平安信托展现出了强劲且合规的资本实力，其净资本规模达 192.09 亿元。净资本与各项业务风险资本之和的比例高达 264.3%，净资本与净资产比例为 77.2%，远高于监管要求。截至 2024 年 12 月末，平安信托受托管理资产规模达到 9929.58 亿元。

6. 估值：

寿险方面，平安坚持以高质量发展为价值引领，持续深化转型，全面打造多渠道专业化销售能力，发展质量显著提升。2024 年人力已企稳回升，人均产能持续提升；银保渠道聚焦价值经营，高质量发展成效显著，保费收入占比不断提升。我们预计 2025-2027 年寿险保险服务收入增速分别为 3.9%/4.4%/4.8%，新业务价值增速为 5.1%/7.0%/3.0%；产险方面，作为行业领先企业之一，保费收入稳步提升，我们预计 2025-2027 年保费收入增速为 0.3%/1.3%/2.5%。我们预计 2025-2027 年保险服务收入增速为 4.3%/4.6%/5.0%。

表 4：寿险业务盈利预测

保费收入（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
寿险保费收入	629,695	654,283	682,885	715,826
保费增速	16.6%	3.9%	4.4%	4.8%
新单保费	2024A	2025E	2026E	2027E
个险新单	148804	158668	169519	181455
银保新单	21794	23035	25484	28970
电销、互联网新单	18483	18051	17670	17335
总新单保费	208198	219344	232472	247770
新单保费增速	-5.2%	1.7%	6.9%	7.4%
新业务价值	2024A	2025E	2026E	2027E
新业务价值	40,024	42,049	45,001	46,359
新业务价值增速	28.8%	5.1%	7.0%	3.0%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 5：产险业务盈利预测

保费收入（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
机动车辆险	223,301	233,169	236,162	247,983
非机动车辆险	63,141	45,146	104,186	108,397
总保费	286,442	325,044	340,348	356,380
增速	-5.2%	0.3%	1.3%	2.5%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

中国平安业务涵盖多个业务范畴，我们采用分部估值法对公司进行估值。

寿险部分，我们选择纯寿险标的中国人寿 A、新华保险 A 及友邦保险 H 作为对标公司，参考三家公司的平均 PEV，对中国平安寿险部分进行估值；

财险部分，我们选择中国财险 H 作为对标公司，我们通过采用 PB 估值法对中国平安产险部分进行估值，基于 2024 年末数据，中国财险保费占全行业 37.6%，平安产险保费占全行业 22.5%，我们在此基础上折价 20%，对中国平安产险部分进行估值；

银行部分，我们选择招商银行 A 作为对标公司，我们通过采用 PB 估值法对中国平安银行部分进行估值，招商银行作为行业代表，我们参照其预期 PB 折价 10%对中国平安银行部分进行估值。

表 6：寿险同业公司估值（2025 年 5 月 7 日）

同业纯寿险可比公司	PEV
中国人寿	0.68
新华保险	0.54
友邦保险	1.17
平均	0.80
同业纯财险可比公司	P/B
中国财险	1.05
中国平安产险部分目标估值	0.84
同业银行可比公司	P/B
招商银行	0.92
中国平安银行部分目标估值	0.83

资料来源：wind，天风证券研究所

注：中国财险及招商银行 PB 估值来自 wind 一致预期

表 7：分部估值（2025 年 5 月 7 日）

单位：亿元	寿险	财险	银行
估值方法	PEV	PB	PB
2025E EV/净资产	6169	1653	5945
目标估值	0.80	0.84	0.83
合理市值	4922	1385	4912
总市值	11219		
总股本	182.1		
中国平安目标价	61.61		

资料来源：wind，天风证券研究所

7. 风险提示：

1. 行业政策变化：保险行业对政策变动较为敏感，如下调定价利率及车险综改等，都使得保险公司在产品设计、业务结构、销售情况等上发生了变化，因此，行业若颁布新的政策，公司也会因此发生变动。
2. 市场波动加剧：投资收益是保险公司盈利的重要来源之一，资本市场波动加剧和利率的持续下行或使保险公司投资收益情况承压，直接影响着险企的利润表现。
3. 公司改革不如预期：公司积极调整业务结构，若公司业务调整及改革不如预期，或将影响公司未来业绩表现及估值预期。
4. 保费增长不如预期：保费增长是保险公司经营状况的核心指标之一。增长不及预期或

将直接影响短期财务表现，甚至通过流动性、偿付能力、市场竞争力等多维度引发连锁反应，威胁公司的稳健运营和长期发展，不利于公司经营及利润表现。

5. 估值受跨市场对标标的影响，或存在一定偏差：估值中选择的对标标的非来自同一市场，市场结构、投资者行为、交易机制、监管政策及流动性等多重因素均会使市场间产生差异，故估值亦会存在一定偏差，估值仅供参考

财务预测摘要

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标（元）						寿险保费	448374	522647	543055	566794	594136
每股收益	4.69	6.93	7.12	7.86	7.96	非寿险保费	302160	286442	325044	340348	356380
每股净资产	49.37	50.99	56.90	62.29	68.16	总保费及管理费收入	750534	809089	868099	907143	950515
每股内含价值	76.34	78.12	80.54	82.68	84.51	减：分出保费	0	0	0	0	0
每股新业务价值	1.71	1.57	1.65	1.73	1.81	净保费收入	0	0	0	0	0
价值评估（倍）						减：净提取未到期责任准备金	0	0	0	0	0
P/E	10.92	7.39	7.19	6.51	6.43	已赚净保费	0	0	0	0	0
P/B	1.04	1.00	0.90	0.82	0.75	投资收益	36891	83613	96155	110578	127165
P/EV	0.67	0.66	0.64	0.62	0.61	营业收入	913789	1028925	1093213	1151720	1210033
VNBX	-14.74	-17.19	-17.84	-18.24	-18.37	赔付及保户利益	0	0	0	0	0
盈利能力指标（%）						保险业务综合费用	-440178	-449102	-450111	-458759	-460683
净投资收益率	4.60	4.60	5.60	6.60	7.60	营业费用	-792936	-857276	-914890	-954972	-1010635
总投资收益率	3.20	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	120853	171649	178323	196748	199398
净资产收益率	9.73	13.80	13.20	13.19	12.21	税前利润	120117	170495	177525	195852	198449
总资产收益率	0.75	1.03	0.98	1.02	0.97	所得税	-10843	-23762	-26629	-29378	-29767
财险综合成本率	100.70	98.30	97.00	97.00	97.00	归属于母公司股东的净利润	85665	126607	130199	143641	145545
财险赔付率	71.50	71.00	68.00	68.00	68.00	少数股东损益	23609	20126	20697	22834	23136
财险费用率	29.20	27.30	29.00	29.00	29.00	资产负债表（百万元）					
盈利增长（%）						现金及存款投资	327689	410574	725023	819276	901204
净利润增长率	(22.83)	47.79	2.84	10.32	1.33	债权投资	3431444	4227255	4613784	5213576	5734934
内含价值增长率	(1.99)	2.34	3.09	2.66	2.21	股权投资	611688	741100	823890	930996	1024095
新业务价值增长率	8.26	(8.19)	5.00	5.00	5.00	其他投资	18067	20236	65911	74480	81928
偿付能力充足率（%）						总投资资产	4061199	4988591	5503585	6219052	6840957
偿付能力充足率（集团）	208.00	204.10	205.00	205.00	205.00	分保资产	0	0	0	0	0
偿付能力充足率（寿险）	194.70	189.20	190.00	190.00	190.00	其他资产	0	0	0	0	0
偿付能力充足率（产险）	207.80	205.30	205.30	205.30	205.30	资产总计	11583417	12957827	13715439	14559277	15442700
内含价值（百万元）						保险合同负债	4159801	4984795	5234035	5495736	5770523
调整后净资产	903,575	1,012,005	1,133,445	1,269,459	1,421,794	投资合同负债	0	0	0	0	0
有效业务价值	486,551	410,597	333,153	236,203	117,084	次级债	0	0	0	0	0
内含价值	1,390,126	1,422,602	1,466,598	1,505,661	1,538,877	其他负债	6194652	6668320	7084275	7484580	7964020
一年新业务价值	31,080	28,534	29,961	31,459	33,032	负债总计	10354453	11653115	12318310	12980317	13734544
核心内含价值回报率	9.22	8.38	10.11	10.12	10.15	实收资本	18210	18210	18210	18210	18210
寿险新业务保费(百万元)						归属于母公司股东权益	899011	928600	1036161	1134230	1241220
短险和趸缴新单保费	0	0	0	0	0	少数股东权益	329953	376112	360969	444730	466936
期缴新单保费	106,376	129,300	127,017	141,476	158,102	负债和所有者权益合计	11583417	12957827	13715439	14559277	15442700
新业务合计	106,376	129,300	127,017	169,814	158,102						
新业务保费增长率（%）	(1.11)	2.15	(0.18)	3.37	(0.69)						
标准保费	106,376	129,300	127,017	141,476	158,102						
标准保费增长率（%）	20.96	21.55	(1.77)	11.38	11.75						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com