

买入

2025年7月28日

老树开新芽，中国第一家股份制保险企业

- **牌照齐全，提供全方位金融和医疗养老服务：**中国平安是中国第一家股份制保险企业，已发展成中国少数能为客户同时提供全方位金融和医疗养老产品和服务的企业之一。公司于香港和上海两地上市，公司股东含地方国资及境外资本，但无实际控股股东及实际控制人。公司每股股息连续 13 年保持增长，实现长周期经营中盈利增长与股东回馈的双重提升，当前公司受益于房地产周期见底，险资投资改革的双重利好，老树开新芽，长期成长性有望被市场重估。
- **提供综合金融解决方案，业务高质量发展：**中国平安致力于为客户提供全方位的综合金融服务方案。尽管 23 年归母净利润下降 19.7%，但 24 年同比增长恢复至 9.1%，呈较强韧性。分具体业务看，寿险及健康险为主业务，渠道转型成效显著，业务规模与品质双提升：24 年该业务新业务价值达 400.24 亿元 (YoY+28.8%)，25Q1 新业务价值延续增长态势。此外，产险业务规模及利润均增长：24 年产业险净利润 150.21 亿元 (YoY+67.7%)，综合成本率降至 98.3%；25Q1 亦延续良好态势，承保盈利能力持续增强。投资多元化策略持续增收：24 年股票投资金额占比从 5.3% 提至 7.6%；不动产投资占比进一步下降至 3.5%。平安银行资产质量稳定、风险抵补充足，经营利润短期承压保持稳健发展。
- **“科技+医养”打造抗周期差异化网络：**公司通过深度数据融合与场景协同形成价值网络。具体而言，中国平安的科技能力构建数据处理中枢，医疗健康等场景服务形成差异化触点。科技层面，截至 24 年末，专利申请数累计达 5.5 万项，位居国际金融机构前列。其科技子公司从独立对外拓展，转向更聚焦内部生态协同赋能。医养服务业务围绕“医疗、健康、养老”深度布局，医疗养老相关付费企业客户近 6.7 万家。医养服务对中国平安主营业务在客户留存、业务差异化层面有显著积极影响。截至 2024 年末，医养客户对寿险新业务价值的贡献占比 70%，居家养老客户对寿险件均首年保费的贡献提升三倍。
- **首次覆盖，目标价 90 港元，买入评级：**在“低估值+政策红利”推动下，中国平安基本面修复清晰。利率企稳缓解利差损，权益市场回暖提升投资弹性，养老健康保险受益于老龄化趋势。三大预期差逐步修复：资管风险释放、权益配置提升，协同生态价值逐步显现，“金融+服务”闭环增强客户粘性，政策导向推动险资增配权益、支持医养与金融科技融合。未来催化剂包括资产端折价修复、生态数据变现、政策持续落地。我们预测集团 25-27 年收入分别为 11066.98/11542.98/12112.04 亿元，归属于母公司的净利润分别为 1119.34/1233.30/1263.23 亿元。考虑到中国平安属于行业龙头，且凭借多板块协同和“保险+服务”战略深化，有望持续实现戴维斯双击，估值上行空间广阔，我们分别给予一定的估值溢价，即寿险/财险/银行/其他业务的 1.1 倍 PEV/1.2 倍 PB/1 倍 PB/0.8 倍 PB 倍数，对应目标市值合计为 16420 亿港元，得出目标价 90 港元，较现价有 65.14% 的增长空间，故给予买入评级。
- **风险因素：**行业监管风险、市场竞争风险、保险风险、投资收益下降风险

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	保险
股价	54.5 港元
目标价	90 港元 (+65.14%)
股票代码	2318
已发行股本	182.1 亿股
总市值	9925 亿港元
52 周高/低	58 港元/30 港元
每股净资产	55.33 港元
主要股东	香港中央结算（代理人）有限公司 36.76% 深圳市投资控股有限公司 5.29% 香港中央结算有限公司 3.84% 中国证券金融股份有限公司 3.01% 中国平安保险长期服务计划 2.70%

表：盈利摘要

财务年度截至12月31日	2023 A	2024 A	2025 E	2026 E	2027 E
营业收入(百万元)	913,789	1,028,925	1,106,698	1,154,298	1,211,204
变动 (%)	3.8%	12.6%	7.6%	4.3%	4.9%
归母净利润(百万元)	85,665	126,607	111,934	123,330	126,323
变动 (%)	2.3%	47.8%	-11.6%	10.2%	2.4%
每股股息(元)	2.4	2.6	2.6	2.7	2.7
基本每股收益(元)	4.8	7.2	6.3	7.0	7.1
市盈率@54.5港元(倍)	10.3	6.9	7.9	7.1	7.0

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

## 金融牌照齐全、业务范围广泛的综合金融集团

中国平安是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。发展至今，该集团已形成了融保险、银行、投资三大主营业务、核心金融与互联网金融业务并行发展的业务格局。

平安是中国少数的、能为客户同时提供全方位金融和医疗养老产品和服务的企业。具体而言，平安集团旗下专业公司主要包括以保险、银行、资管为代表的综合金融业务和以平安健康、北大国际医院为代表的医疗健康业务，涵盖金融、医疗、养老的各个领域。基于此，中国平安深化“综合金融+医疗养老”服务体系，提供专业的“金融顾问、家庭医生、养老管家”服务，让客户享有“省心、省时、又省钱”的综合金融、医疗养老消费体验。

图表 1: 公司业务布局



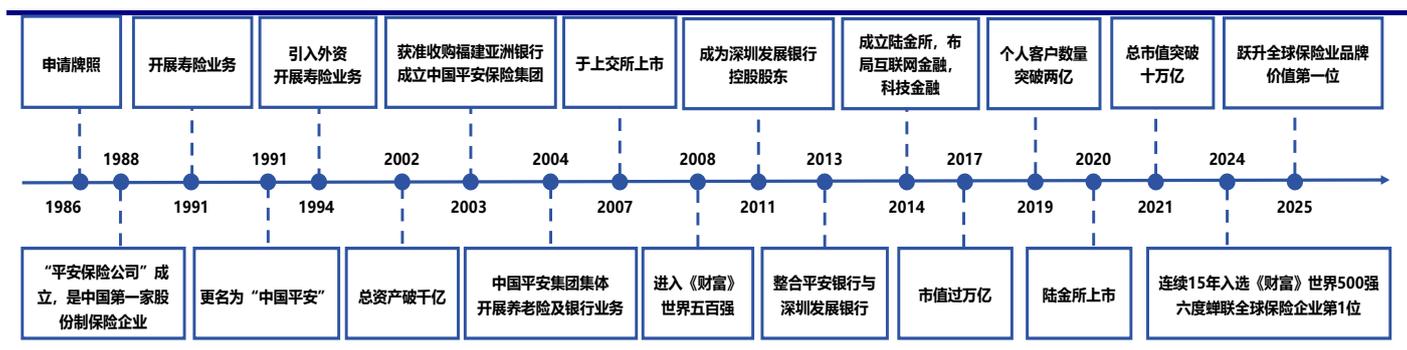
资料来源：公司资料，第一上海

注：\*标业务单位为平安金融科技联营公司

中国平安于 1988 年诞生于深圳蛇口，是中国第一家股份制保险企业。从成立至今，公司经历了四个阶段：

- 第一个十年，公司以销售为驱动，搭建体制机制，探索现代保险。
- 第二个十年，公司以服务为驱动，专注保险经营，探索综合金融。
- 第三个十年，公司以科技为驱动，强化综合金融，探索金融+科技。
- 第四个十年，公司以需求为驱动，深化综合金融，落地医疗养老。

图表 2: 公司发展历程



资料来源：公司资料，第一上海

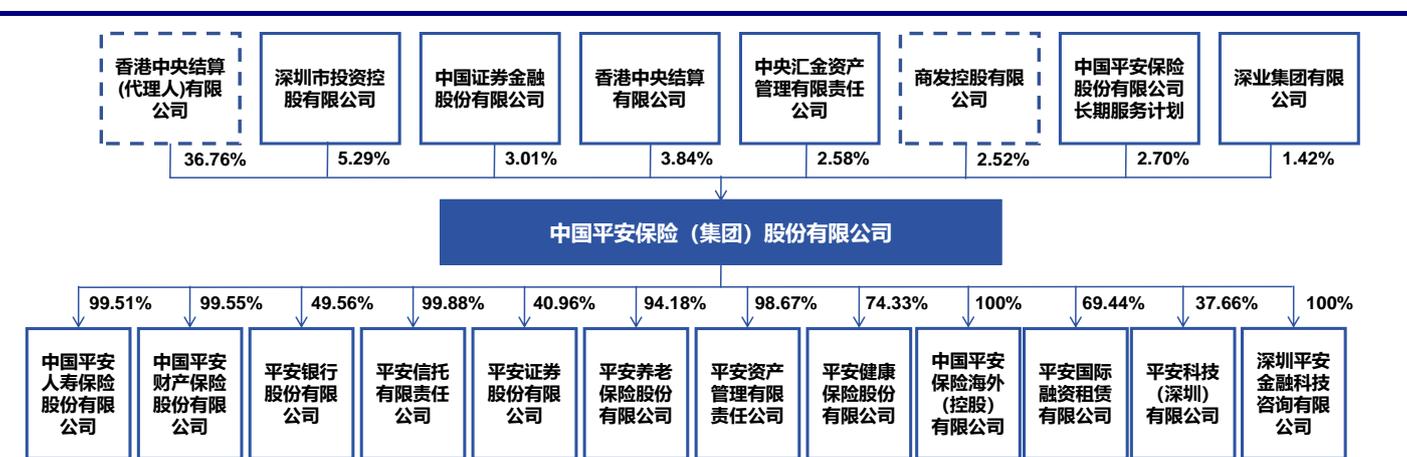
中国平安在香港联合交易所主板（2318.HK）及上海证券交易所（601318.SH）两地上市。截至2024年12月31日，公司总股本为182.1亿股，其中A股占比59.10%，H股占比40.90%。

公司股权分散，无实际控制人。截至2024年12月31日，香港中央结算（代理人）有限公司（持股36.76%）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（持股3.84%）为沪股通的非登记股东所持股份集合，相关股份均归属于投资者本人。

持股比例超5%的股东中，既有地方国资背景的股东，也有境外资本背景的股东。地方国资方面，深圳市国资委通过全资控股的深圳市投资控股有限公司持有公司股份；深业集团有限公司为深圳市人民政府全资所有，且由深圳市国资委直接管理，同样持有公司股份。上述地方国资股东的合计持股比例达6.71%。境外资本方面，卜蜂集团有限公司成立于泰国，其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股股份，占公司总股本的5.30%，属于境外资本股东。

公司采用市场化的激励机制，核心人员持股计划以及长期服务计划使得公司具备高于同业的开拓创新积极性。中国平安保险(集团)股份有限公司-长期服务计划的参与对象为本公司及附属子公司的员工，历年累计参与人数超过15万人，持股比例为2.70%。

图表 3: 公司股权架构图



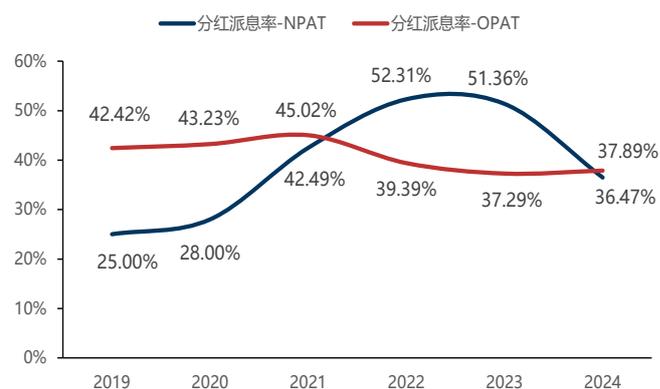
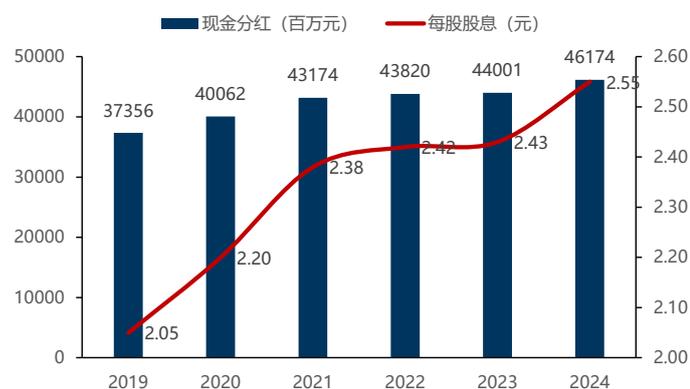
资料来源：公司资料，第一上海

注：图中虚线框为H股股东，实线框为A股股东，而长期服务计划同时包含A股及H股成分。

每股股息连续 13 年保持增长，实现长周期经营中盈利增长与股东回馈的双重提升。平安集团的分红主要来自于多个子公司，“综合金融+医疗养老”生态是其分红持续性的核心保障。2011-2024 年，平安的累计现金分红达到 3589 亿元。近五年，中国平安集团的分红派息呈现出“股息规模及每股股息稳步增长、派息率波动调整”的特征，既体现了对股东回报的持续重视，也反映出公司在不同阶段对盈利分配策略的动态平衡。具体而言，每股股息从 2019 年的 2.05 元增长至 2024 年的 2.55 元，累计增幅约 24.4%，年均复合增长约 4.5%。现金分红总额从 373.56 亿元增长至 461.74 亿元，累计增幅约 23.6%，与每股股息增长趋势一致。尤其在 2021 年后行业承压背景下，尽管派息率略有波动，但股息仍保持正向增长，体现了对股东回报的持续兑现。

图表 4: 近年公司现金分红及每股股息

图表 5: 近年公司分红派息率



资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

穿越下行周期，营业利润稳步释放。平安集团 2023 年归母营运利润下降 19.7%，2024 年增长 9.1%，2025Q1 增速放缓至 2.4%，呈现“V 型复苏”后的动能切换。具体而言，其利润增长的利好因素包括：平安新基本法变革为寿险业务营运利润释放提供助力，进入收获期；产险受益政策红利但短期波动加剧；银行主动出清风险资产；资管困境反转，实现扭亏；科技生态持续亦为业务赋能。

图表 6: 按业务拆分的集团归母营运利润

	2023年			2024年			2025Q1		
	归母营运利润	占比%	同比变动	归母营运利润	占比%	同比变动	归母营运利润	占比%	同比变动
寿险及健康险业务	105070	89.1	-3.2	96975	79.6	-1.9%	26864	70.9	5.0%
财产保险业务	8918	7.6	-11.4	14952	12.3	67.7%	3237	8.5	-16.4%
银行业务	26925	22.8	2.1	25796	21.2	-4.2%	8170	21.6	-5.6%
资产管理业务	-20747	-17.6	不适用	-11899	-9.8	亏损减少 42.6%	1085	2.9	19.2%
金融赋能业务	1905	1.6	-65.1	-29	0	不适用	547	1.4	不适用
其他业务及合并抵消	-4083	-3.5	-30.1	-3932	-3.2	亏损减少 3.7%	-1996	-5.3	不适用
集团归母营运利润	117989	100	-19.7	121862	100	9.1%	37907	100	2.4%

资料来源：公司资料，第一上海

## 综合金融解决方案，业务高质量发展

综合金融模式驱动发展，结构持续优化。平安致力于为客户提供全方位的综合金融服务方案，搭建了“一位客户、多个账户、多样产品、一体化服务”的金融服务体系。这一举措推动了个人客户数量、客均合同数和利润三大数据的稳步增长，也体现了客群高价值、高成长、高留存的结构优化趋势。

图表 7: 平安综合金融模式实现高质量发展



资料来源：公司资料，第一上海

近年来，我国保险行业呈现稳步发展态势。国家金融监督管理总局数据显示，2025 年 1-5 月，保险业原保险保费收入达 3.06 万亿元，可比口径下同比增长 3.77%，其中人身险原保险保费收入 2.45 万亿元，同比增长 3.72%，财产险原保险保费 6129 亿元，同比增长 3.97%。

图表 8: 2025 年 1-5 月保险业经营情况 (亿元)

项目	数值	本年累计/截至当期
原保险保费收入		30602
1、财产险		6129
2、人身险		24473

资料来源：国家金融监督管理总局，第一上海

**寿险及健康险：新法变革 人身险中寿险板块为主要部分，实现稳步增长。**从人身险细分领域看，2025 年 1-5 月寿险原保险保费收入 18735 亿元，同比增长 3.9%；健康险原保险保费收入 3879 亿元，同比增长 0.9%；意外险则同比下降 5.5%。值得关注的是，寿险业务在 5 月单月表现尤为亮眼，原保费同比增长 24.1%，这一数据反映出消费者对寿险产品的需求正稳步上升，背后既源于人们对未来风险的保障意识增强，也得益于寿险产品在资产配置中的价值被更多人认可。

图表 9: 2025 年 1-5 月人身险公司经营情况表 (亿元)

项目	数值	本年累计/截至当期
原保险保费收入		22797
其中：寿险		18735
意外险		183
健康险		3879
保户投资款新增交费		3406
投连险独立账户新增交费		64
赔付支出		7402
新增保险金额		5322458
总资产		336627

资料来源：国家金融监督管理总局，第一上海

**中国平安在寿险及健康险领域拥有深厚的行业积淀和领先的市场地位。**

平安于 1994 年启动寿险业务，是中国内地首个开创个人寿险营销模式的企业。以保费收入规模计，平安寿险已成为中国第二大寿险公司。31 年来，平安寿险始终坚持以客户为中心，不断丰富保险产品供给，并依托集团医疗养老生态圈深化“保险+服务”体系，2024 年全年赔付总件数达 523.2 万件，日均赔付 1.4 万件，年度赔付总金额 419.4 亿元，日均赔付超 1.1 亿元，彰显了其在风险保障领域的核心作用

在健康险领域，平安健康险于 2005 年成立，截至 2024 年底，公司保费规模位居国内专业健康险公司第二位。该业务聚焦用户的医疗健康保障需求，着力构建多元化保险产品体系，并围绕健康管理、就医诊疗需求打造创新服务能力，形成了与寿险业务协同发展的格局。

**平安寿险及健康险业务通过深化渠道转型、提升业务品质、拓展医养服务等举措，实现了稳健增长，核心竞争力持续增强。**

**业务规模与品质双提升。**2024 年，寿险及健康险业务新业务价值同比增长 28.8%，达 400.24 亿元；新业务价值率提升 5.6 个百分点至 31.8%；13 个月保单继续率上升 3.6 个百分点至 96.4%，显示业务质量与客户黏性显著改善。2025 年第一季度，新业务价值延续增长态势，同比提升 34.9%，新业务价值率提高 10.4 个百分点至 32.0%，首年保费同比增长 11.4 个百分点，业务增长动能持续释放。

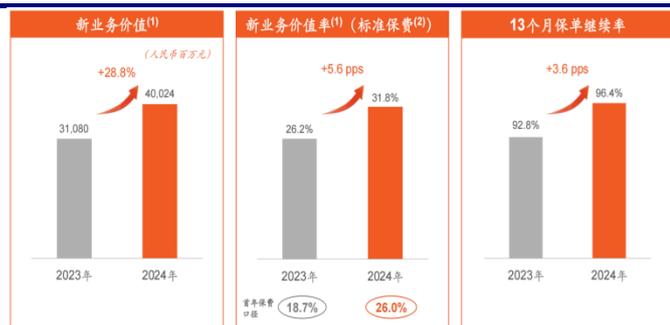
**渠道转型成效显著。**

代理人渠道深化转型，2024 年新业务价值同比增长 26.5%，人均新业务价值同比提升 43.3%，代理人收入同比增长 5.9%，实现了业绩、产能与收入的同步提升。

银保渠道坚持价值转型，2024 年新业务价值同比增长 62.7%，2025 年一季度增速进一步提升至 170.8%，成为重要的增长引擎。

社区金融服务渠道同样表现亮眼，2024 年新业务价值同比增长 299%，2025 年一季度同比提升 171.3%，客户经营价值持续突破，多渠道协同的综合实力显著增强。

图表 10: 2024 年寿险及健康险的业绩情况



资料来源：公司资料，第一上海

图表 11: 2025 年 Q1 寿险及健康险的业绩情况



资料来源：公司资料，第一上海

财产险：高质量发展，核心竞争力持续加强

我国财产险行业保持稳健增长态势，业务结构呈现传统车险与新兴非车险协同发展的特征。2025 年 1-5 月，财产险公司原保险保费收入达 7805 亿元，可比口径下同比增长 5.2%，行业整体保持向上动能。

从业务构成看，车险占财产险比例近五成。2025 年 1-5 月，我国车险保费收入 3720 亿元，占比近五成，其增长与汽车市场尤其是新能源汽车的快速发展密切相关。具体而言，2025 年前 5 个月全国狭义乘用车零售销量同比增长 9.2%，5 月汽车产销量分别同比增长 11.6% 和 11.2%，其中新能源车产销同比增长 35% 和 36.9%。由于新能源车单均保费高于传统燃油车，渗透率提升为车险保费增长注入新动力。

与此同时，非车险业务表现亮眼，健康险、意外险等细分领域增速显著高于车险，成为行业增长的重要补充，推动财产险市场结构持续优化。

图表 12: 2025 年 1-5 月财产险公司经营情况表（亿元）

项目	数值	本年累计/截至当期
原保险保费收入		7805
其中：机动车辆保险		3720
责任险		647
农业保险		667
健康险		1435
意外险		241
赔款支出		4255
保险金额		74715814
其中：机动车辆保险		4190563
责任险		28735251
农业保险		22350
总资产		30776

资料来源：国家金融监督管理总局，第一上海

中国平安财产保险是我国财产险行业的领军企业之一，具备深厚的行业积淀与广泛的服务网络。公司于 1988 年在深圳蛇口成立，目前在全国设有 44 家分公司及超 3000 家营业网点，以原保费收入衡量，稳居中国第二大财产险公司之列。

业务范围方面，平安产险经营的主险已超 1000 种。其中涵盖车险、责任保险、健康保险、意外伤害保险等多个领域，能够为个人及企业客户提供全方位风险保障。

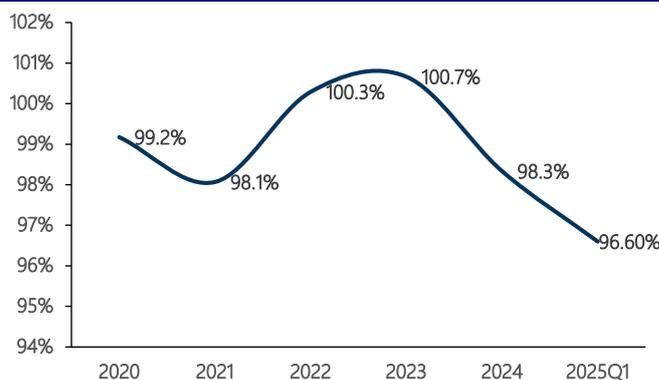
2024年，公司赔付总金额超1900亿元，服务超1亿个人和团体客户，颇具服务能力与市场影响力。

在数字化服务领域，“平安好车主”APP是其核心平台。截至2024年12月31日注册用户达近2.36亿，月活跃用户峰值突破4100万，连续14年荣获工信部中国车险“第一品牌”，消费者权益保护获评行业最高评级，体现了其在客户服务与品牌口碑上的优势。

实现业务规模与盈利双提升。近年，公司产险业务规模呈现出稳步增长态势。2024年，平安产险原保险保费收入达3218.21亿元，其中车险收入2233亿元，非车险收入985亿元。与此同时，其保险服务收入达3281.46亿元，同比增长4.7%。此外，平安产险的盈利表现亦有所加强。公司财产险综合成本率从2023年的峰值100.7%持续下降至2024年的98.3%，成本管控持续完善。具体而言，2024年产业险净利润150.21亿元，同比大幅增长67.7%；整体综合成本率98.3%，同比优化2.3个百分点，盈利空间与成本控制能力显著提升。2025年第一季度延续良好态势，原保险保费收入同比增长7.7%，综合成本率进一步优化至96.6%，同比下降3.0个百分点，承保盈利能力持续增强。

图表 13: 近年平安财产险原保险保费收入（百万元）

图表 14: 近年平安财产险综合成本率



资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

平安产险通过深化科技赋能、优化业务结构、提升服务质效，实现了高质量发展，核心竞争力持续增强。

**车险业务稳健领跑：**车险作为核心业务，2024年原保险保费收入2233亿元，同比增长4.4%，综合成本率98.1%，持续优于市场平均水平。通过“平安好车主”APP构建数字化运营体系，赋能承保、理赔全流程，2024年注册用户同比增长16.7%，客户线上化经营深化，服务质量指数位居行业前列。同时，聚焦新能源汽车领域，完善专属定价模型与理赔体系，抓住新能源车渗透率提升的机遇，推动车险业务可持续发展。

**非车险业务快速成长：**2024年非车险原保险保费收入985.2亿元，同比增长11.6%，综合成本率优化7.8个百分点至98.8%，成为业务增长的重要引擎。细分领域中，健康保险保费同比增长38.3%，责任保险增长4.4%，农业保险增长32.4%，产品创新活跃，首创储能系统损失补偿责任险、化学电池衰减补偿责任险等，为新质生产力发展提供保障。

**科技赋能与风险减量：**依托自主研发的“鹰眼系统 DRS3.0”，2024年累计发出台风、暴雨等灾害预警信息105.5亿次，覆盖6734万客户，提升防灾减灾能力。2025年深化AI技术赋能，以DeepSeek为核心推动高效运营，科技成为业务发展的“新

引擎”。同时，积极服务实体经济，2024年为240万小微企业提供220万亿元的风险保障，承保科技保险231万件，覆盖6.9万家科技企业。

图表 15: 车险业务品质保持良好，深化客户经营

图表 16: 非车险业务规模增长，优化成本率



资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

投资业务：多元化策略持续增收，不动产占比稳步下降

公司保险资金投资始终秉持长期投资、匹配负债的指导思想。公司的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。投资资产合计从2022年43329.18亿元，增至2024年的57314.09亿元，2024年同比增长21.4%，规模持续扩张。此外，近10年公司实现平均净投资收益率5.0%，平均综合投资收益率5.1%，超内含价值长期投资回报假设。

公司的保险资金投资组合包含固定收益类投资、权益投资以及另类投资，在维持稳定收益的同时，多元化拓展资产来源和收益来源。2024年，平安通过增配长期债券（占比提升至61.7%）和优化权益结构，实现了5.8%的综合投资收益率，超出行业平均60个基点。2025年第一季度公司投资资产总规模达到了5.92万亿元，相较于年初增长了3.3%，非年化综合投资收益率为1.3%，同比增长0.2个百分点；非年化净投资收益率为0.9%，同比持平。

债权型金融资产长期为投资主力，为稳定收益托底。2022-2024年占比从54.6%升至61.7%。其中债券投资从23644.93亿元增至35345.84亿元，凸显稳健配置偏好。永续债等品种占比微调，反映结构优化。

加码股票资金配置，提升收益弹性。考虑到国家政策对于股票市场的提振作用，公司在市场低位布局高分红股票类资产，拉动投资收益率增长。股票投资金额从2022年的2287.96亿元增至2024年的4373.79亿元，占比从5.3%提至7.6%，权益资产增配追求高回报。

公司不动产投资在总投资资产中占比维持缩减。2023年不动产投资规模占总投资资产4.3%，较年初下降0.4pps。而2024年公司保险资金投资组合中不动产投资余额为2025.19亿元，在总投资资产中占比3.5%，占比进一步下降，相关风险敞口的计提高峰已经基本结束。整体而言，在地缘周期的冲击下，中国平安保险资金资产配置颇为稳健，资产负债表保持稳定。

图表 17: 近年公司投资组合（按投资品种，百万元）

投资品种	2022年		2023年		2024年	
	账面价值	占比 (%)	账面价值	占比 (%)	账面价值	占比 (%)
现金、现金等价物	144,508	3.3	121,613	2.6	166,001	2.9
定期存款	234,142	5.4	206,076	4.4	244,573	4.3
债券投资	2,364,493	54.6	2,743,086	58.1	3,534,584	61.7
债券型基金	108,960	2.5	107,169	2.3	103,917	1.8
优先股	116,749	2.7	113,991	2.4	114,968	2
永续债	37,675	0.9	50,388	1.1	107,157	1.9
债权计划投资	182,571	4.2	189,349	4	184,118	3.2
理财产品投资	265,107	6.1	227,461	4.8	182,511	3.2
股权型金融资产						
股票	228,796	5.3	292,109	6.2	437,379	7.6
权益型基金	146,988	3.4	144,340	3.1	133,410	2.3
理财产品投资	50,847	1.2	68,399	1.4	49,948	0.9
非上市股权	109,797	2.5	106,840	2.3	120,363	2.1
长期股权投资	205,286	4.7	205,281	4.3	198,229	3.5
投资性物业	117,985	2.7	128,059	2.7	134,015	2.3
其他投资	19,014	0.5	18,067	0.3	20,236	0.3
<b>投资资产合计</b>	<b>4,332,918</b>	<b>100</b>	<b>4,722,228</b>	<b>100</b>	<b>5,731,409</b>	<b>100</b>

资料来源：公司资料，第一上海

**银行业务：经营稳健，资产质量平稳** 平安银行股份有限公司的前身是深圳发展银行，于 1987 年在深圳成立，是中国内地首家公开上市的全国性股份制商业银行。2012 年，深圳发展银行完成对平安银行的吸收合并，组建新的平安银行，总部位于深圳。平安银行依托中国平安集团，致力于打造“中国最卓越、全球领先的智能化零售银行”。

在组织架构方面，平安银行构建了较为完善的体系。其中涵盖公司业务、零售业务、金融市场等多个核心板块，各板块分工明确又协同运作，保障银行各项业务高效开展。同时，通过线上线下融合的服务网络，平安银行在全国拥有超 1000 家营业网点，线上服务平台如平安口袋银行 APP 等功能丰富，为用户提供便捷金融服务，服务网络覆盖广泛，触达各类客户群体。

平安银行以资产质量促进稳健运营，平衡风险与规模。

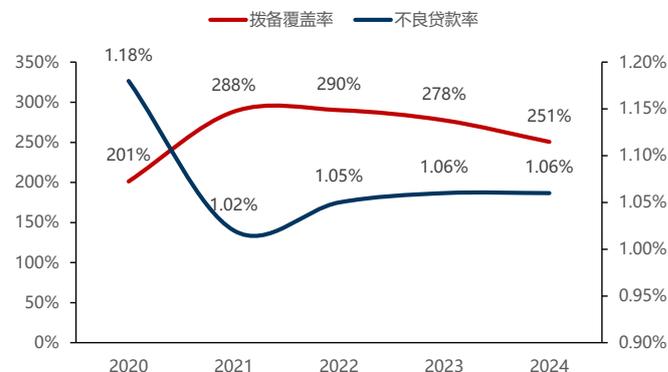
平安银行净利润整体表现较稳健。2020-2023 年间，公司净利润从 289.28 亿元持续增长至 2023 年的 464.55 亿元，随后在 2024 年同比微降 4.2% 至 445.08 亿元。这一变化反映出银行盈利动能的阶段性调整：2021-2022 年的高速增长受益于零售业务扩张、资产规模扩大及市场环境利好；2023 年增速放缓与 2024 年下滑，则是因为主动调整资产结构、市场利率下行导致净息差收窄、宏观经济环境对信用卡等业务的影响有关。

平安银行资产质量稳定、风险抵补充足。2020-2024 年，平安银行不良贷款率整体保持稳定，控制在较低水平。2020 年为 1.18%；2021 年降至 1.02%，实现显著优化；2022 年微升至 1.05%；2023 年与 2024 年连续维持在 1.06%。这一方面得益于银行持续加强风险管控，加大地产等不良资产的清收处置力度，另一方面，零售业务结构调整（如减少高风险资产投放）与对公业务精准风控也发挥了重要作用。尽管拨备覆盖率连续两年下降，但 251% 的水平仍处于行业较高区间，表明银行风险缓冲垫充足，具备较强的抵御潜在风险能力。

在资产质量可控的前提下，稳定的不良贷款率为长期稳健发展奠定了基础，适当降低拨备计提力度，能够净利润提供一定支撑。

图表 18: 近年平安银行的净利润及增速

图表 19: 近年平安银行的资产质量指标



资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

## “科技+医疗” 打造抗周期差异化网络

中国平安通过深度数据融合与场景协同形成价值网络。这一系统的独特性在于其实现了金融属性与服务属性的有机统一，不同于传统金融机构的单一业务模式或互联网企业的流量变现逻辑。

从业务架构来看，平安的生态系统呈现出明显的金字塔结构。底层是全牌照金融业务提供资金与客户基础，中层是科技能力构建的数据处理中枢，顶层则是医疗健康等场景服务形成的差异化触点。这种业务协调为公司带来了“抗周期网络”的优势。

图表 20: 双轮并行、科技驱动战略



资料来源：公司资料，第一上海

科技侧：构建数字化引擎，赋能多元业务发展 中国平安的科技业务布局广泛且深入，旨在运用前沿科技推动集团战略的可持续、高质量发展。公司拥有超 2 万名 IT 工程师及超 3000 名科学家组成的一流科技人才

队伍，截至2024年末，专利申请数累计达55,080项，较年初增长3547项，位居国际金融机构前列，其中生成式AI专利申请数位居全球第二位，发明专利申请数占比近95%，PCT及境外专利申请数累计达9347项。这些数据彰显了平安在科技研发方面的雄厚实力与持续投入。

科技业务在平安集团中占据核心战略地位，是驱动各业务板块创新发展的关键力量。通过构建行业领先的五大实验室、九大数据库，平安打造了坚实的科技基础，自研金融、医养垂直领域大模型，重构产业生态。集团已搭建通用模型、垂域模型、应用模型三层大模型体系，涵盖三大金融数据库、五大医疗数据库，成为全球最大金融、医疗数据库之一。在模型算法上，通过自研与引入结合，上架50多款大模型，打造的AI产品及解决方案广泛应用于综合金融及医疗养老业务，助力提升经营效率。

图表 21: 打造科技硬实力，赋能生态应用



资料来源：公司资料，第一上海

中国平安旗下科技成员公司各具特色，在集团生态中曾扮演多元角色，随战略演进呈现动态调整。陆金所控股作为领先小微企业主金融服务赋能机构，2024年通过特别股息发放等动作，2024年联营并表后为集团一次性确认收益127.6亿元；金融壹账通聚焦金融机构科技服务，依托集团金融经验输出数字化解决方案，2025年推进私有化，预计将带来一次性负面财务影响；平安健康保险专注医疗健康险等服务，2025年因特别股息及股权变动被动并表，此前已产生一次性亏损确认；汽车之家作为汽车消费服务平台，2025年因股权出让，平安持股降至4.98%，不再为大股东。

随集团“综合金融+医疗养老”生态深化，子公司从独立对外拓展，转向更聚焦内部协同赋能。科技子公司成为生态中场景互补、数据互通的环节，更多服务于集团整体价值网络构建，协同生态深化布局。

图表 22: 中国平安的科技子公司概况

公司名称	上市情况	近年关键事件	战略角色变化
陆金所控股	2020年10月美股上市； 2023年4月港股双重主要上市	24年3月发100亿人民币特别股息，7月平安以股代息后，控制的陆金所控股股份达56.82%将被动并表	从独立金融服务赋能平台，转向强化与集团金融业务协同，成为生态内金融服务场景补充
平安健康	2018年5月港股上市	24年11月发108亿港币特别股息，25年1月平安以股代息后，持股达52.74%被动并表好医生	从独立医疗健康险服务主体，深化与集团医养、金融业务协同，侧重医险数据互通与服务融合
金融壹账通	2019年12月美股上市 2022年7月港股双重主要上市	25年3月预告私有化，5月公告大股东要求董事会以协议安排方式将公司私有化，当前平安间接全资持股的份额拟减持至30.18%	从对外输出金融科技服务，转向更聚焦集团内部金融业务科技赋能，收缩外部独立扩张
汽车之家	2013年12月美股上市 2021年3月港股二次上市	25年2月，平安旗下云辰资本向海尔子公司出售41.91%股份，交易后平安持股降至4.98%，不再为大股东	从汽车生态流量平台，弱化独立对外拓展，回归为集团生态中汽车相关金融、服务场景的补充环节

资料来源：公司资料，第一上海

展望未来，平安科技业务将持续深化人工智能、大数据技术与开源大模型的融合。科技业务的持续发展有望为集团带来新的业务增长点，提升整体竞争力，推动营收与利润的稳健增长，助力集团在复杂多变的市场环境中保持领先地位。

**医养侧：布局医养生** 中国平安的医养服务业务围绕“医疗、健康、养老”进行深度布局，医疗养老相关生态，推动主业协同发展 付费企业客户近 6.7 万家。

在“金融+养老服务”方面，积极探索高品质养老社区模式，整合医疗资源，为老年人提供医养结合的一体化服务。居家养老服务全面形成“医、护、住、乐”联合体模式。2024年，截至2024年末累计签约服务供应商超150家，覆盖全国75个城市，上线数百项十维居家养老服务，超16万名客户获得居家养老服务资格。高品质康养社区项目已在5个城市启动，上海及深圳项目拟于2025年下半年正式开业。

在“金融+医疗健康”方面，平安提供“到线、到店、到家、到企”的“四到”服务，覆盖医疗服务、健康服务、商品药品等。截至2024年末，平安内外部医生团队约5万人，实现国内百强医院和三甲医院100%合作覆盖。旗下北大医疗集团经营大幅改善，发展持续向好，2024年营业收入约55.1亿元。

此外，科技侧赋能医疗侧，搭建领先的远程诊疗平台。平安凭借世界上最大的医疗数据库之一，能够精准诊断覆盖近5000种疾病，为医疗服务提供强大的数据支持；在健康管理领域，打造多模态医疗大模型“平安医博通”，涵盖咨询、诊断、诊疗、服务等环节，并将业务流程细化为12个业务模型群，实现AI赋能医疗全流程业务场景。

图表 23: 医养服务架构图



资料来源：公司资料，第一上海

医养服务对中国平安主营业务具有显著的积极影响。从客户层面看，丰富的医养服务能够增强客户粘性，吸引更多客户选择平安的综合金融服务，实现客户资源的深度挖掘与价值提升。例如，通过为客户提供个性化的健康管理方案与养老规划，满足客户全生命周期的需求，从而促进金融产品（如保险、理财等）的销售。从业务协同角度，医养服务与金融业务形成互补。平安利用金融优势为医养项目提供资金支持，在保险产品趋于同质化的市场环境下，医养服务为金融业务提供新的业务场景与切入点，如健康险与医疗服务的结合，养老金融与养老社区服务的联动，实现协同发展，截至 2024 年末，医养客户对寿险新业务价值的贡献占比达 70%，居家养老老客户对寿险件均首年保费的贡献提升达三倍。

未来，平安医养服务将持续拓展业务边界，提升服务质量。随着医养服务生态的不断完善，预计将为平安带来持续增长的客户流量与业务收入，提升市场份额，增强公司在综合金融与医疗养老领域的竞争力，成为公司未来业绩增长的重要驱动力。

## 看好中国平安基本面修复清晰，股息政策积极，目标价 90 港元，首次覆盖给予买入评级

预期公司保费收入稳健增长，股权市场反弹拉升投资收益，科技+医疗为主业赋能加速

中国平安是中国少数的能为客户同时提供全方位金融和医疗养老产品和服务的企业。从主营金融业务看，平安寿险新法变革颇具成效，渠道综合实力增强，代理人质量持续提升，看好未来消费者保障意识增强，寿险业务稳健增长。平安产险是我国财产险行业的领军企业之一，看好其在科技赋能下持续优化营收与利润水平。平安银行经营稳健，资产质量平稳。此外，平安的科技与医疗板块对于主营业务的赋能效益显著，持续打造集团的差异化优势。

给予公司未来 12 个月的目标价为 90 港元

在“低估值+政策红利”推动下，中国平安基本面修复清晰。利率企稳缓解利差损，权益市场回暖提升投资弹性，养老健康保险受益于老龄化趋势。三大预期差正逐步修复：资管风险释放、权益配置提升，协同生态价值逐步显现，“金融+服务”闭环增强客户粘性，政策导向推动险资增配权益、支持医养与金融科技融合。未来催化剂包括资产端折价修复、生态数据变现、政策持续落地。我们预测集团 25-27 年收入分别为 11066.98/11542.98/12112.04 亿元，归属于母公司的净利润分别为 1119.34/1233.30/1263.23 亿元。

由于中国平安的业务广泛，我们采用分部估值法进行估值。寿险部分，我们参考了三家纯寿险公司的 PEV 倍数；而财险、银行以及其他业务，我们根据 PB 倍数进行估值。考虑到中国平安属于行业龙头，且凭借多板块协同和“保险+服务”战略深化，有望持续实现戴维斯双击，估值上行空间广阔，我们分别给予一定的估值溢价，即寿险/财险/银行/其他业务 1.1 倍 PEV/1.2 倍 PB/1 倍 PB/0.8 倍 PB 倍数，对应目标市值合计为 16420 亿港元，得出目标价 90 港元，较现价有 65.14% 的增长空间，故给予买入评级。

图表 24: 同类公司估值情况

同业寿险可比公司						
公司名称	代码	股价 (港元)	PEV (倍)			
			2024	2025E	2026E	2027E
中国人寿	2628.HK	22.75	0.43	0.39	0.35	0.32
新华保险	1336.HK	47.80	0.54	0.47	0.43	0.40
友邦保险	1299.HK	70.55	1.36	1.29	1.17	1.07
可比公司均值			0.78	0.72	0.65	0.60
同业财险可比公司						
公司名称	代码	股价 (港元)	PB (倍)			
			2024	2025E	2026E	2027E
中国人民保险	1339.HK	6.13	1.01	0.90	0.81	0.76
中国财险	2328.HK	16.28	1.40	1.28	1.17	1.06
中国太保	2601.HK	31.95	1.05	0.99	0.90	0.85
可比公司均值			1.16	1.06	0.96	0.89
同业银行可比公司						
公司名称	代码	股价 (港元)	PB (倍)			
			2024	2025E	2026E	2027E
招商银行	3968.HK	52.65	1.27	1.16	1.05	0.98
邮储银行	1658.HK	5.67	0.68	0.65	0.60	0.56
建设银行	0939.HK	8.30	0.66	0.61	0.58	0.54
可比公司均值			0.87	0.81	0.74	0.69

资料来源: 彭博, 第一上海

图表 25: 中国平安分部估值法 (亿元, 汇率=1.0959)

业务板块	估值方法	估值倍数	持股比例	相应市值(RMB)	相应市值(HKD)
平安人寿	P/EV	1.1	99.51%	9141	10018
平安财险	P/B	1.2	99.55%	1763	1932
平安银行	P/B	1.0	49.56%	2605	2855
其他业务	P/B	0.8	-	1473	1614
合计				14983	16420
目标价				82.28	90.17

资料来源: 第一上海预测

## 风险因素

### 行业监管风险

保险行业与监管政策存在强关联性。定价利率下调的可能性持续存在, 可能直接影响产品吸引力和销售增速。此外, 监管对行业风险防控、渠道费用的规范要求提升, 可能会增加平安的运营成本和管理难度。

### 市场竞争风险

金融跨界竞争加剧, 在保险细分领域, 中小保险公司加大产品创设, 新兴互联网保险公司借助线上渠道、创新产品, 可能冲击平安传统保险业务。此外, 医疗养老生态受同行布局冲击, 平安的差异化优势存在被削弱的可能。

### 保险风险

承保端, 寿险预定利率调整影响定价销售, 新业务价值增长质量待提升, 可能导致长期保障业务下滑。理赔侧, 产险欺诈理赔、健康险的医疗成本相关的赔付成本控制难度大, 可能侵蚀集团利润。

### 投资收益下降风险

从资产配置看, 债券和股票投资均受市场波动影响显著。平安作为债券配置比重超60%的险企, 债券资产价值波动冲击投资收益, 且利率波动影响固定收益类资产回报。股票投资方面, 市场价格波动可能导致投资收益不及预期。

# 主要财务报表

主要财务指标						分业务拆分					
财务年度截至日期12月31日 人民币						财务年度截至日期12月31日 人民币:亿元					
	2023	2024	2025	2026	2027		2023	2024	2025	2026	2027
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
<b>价值评估</b>						<b>人寿保险</b>					
P/E (X)	10.3	6.9	7.9	7.1	7.0	保费收入	6,019	6,297	6,469	6,728	7,046
P/B (X)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	保险服务业绩	894	872	863	850	838
P/EV (X)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	净投资业绩	(18)	261	204	229	239
<b>资产/负债指标</b>						<b>财产保险</b>					
每股账面价值	49.4	51.0	53.4	56.9	60.5	营业利润	1,061	960	987	979	976
每股股息	2.4	2.6	2.6	2.7	2.7	净利润	734	921	816	821	823
派息率	36.5%	37.0%	39.0%	34.9%	34.6%	总资产	46,534	56,549	60,353	64,931	70,203
资产/权益 (倍)	9.4	9.9	10.1	10.2	10.4	资产/权益杠杆率 (倍)	11.8	13.6	13.2	13.1	13.1
<b>核心偿付能力充足率 (%)</b>						<b>内含价值</b>					
集团	160%	165%	182%	174%	167%	资产收益率 (%)	2%	2%	1%	1%	1%
人寿保险	105%	116%	158%	148%	139%	营业净资产收益率 (%)	28%	24%	23%	21%	19%
财产保险	169%	171%	168%	165%	162%	净资产收益率 (%)	19%	23%	19%	17%	16%
<b>综合偿付能力充足率 (%)</b>						<b>首年保费</b>					
集团	208%	204%	218%	211%	205%	2,009	2,082	1,970	2,069	2,173	
人寿保险	195%	189%	225%	216%	209%	新业务价值	311	285	342	363	385
财产保险	208%	205%	205%	205%	206%	新业务价值增长率	8%	-8%	20%	6%	6%
<b>平安银行核心资产数据</b>						<b>新业务价值利润率 (%)</b>					
一级资本充足率	11%	11%	11%	11%	11%	15%	14%	17%	18%	18%	
总资本充足率	13%	13%	13%	13%	13%	内含价值	8,310	8,351	8,702	9,075	9,435
<b>收益指标</b>						<b>营业内含价值回报率</b>					
营业利润增长率 (%)	-22%	3%	-3%	14%	3%	12%	12%	11%	11%	11%	
每股收益	4.8	7.2	6.3	7.0	7.1	内含价值回报率	0%	5%	9%	8%	7%
净利润增长率 (%)	1%	48%	-12%	10%	2%	<b>财产保险</b>					
营业净资产收益率 (%)	13%	13%	12%	13%	13%	总承保保费	3,022	3,218	3,386	3,553	3,724
资产收益率 (%)	1%	1%	1%	1%	1%	保险服务业绩	29	109	114	115	116
净资产收益率 (%)	10%	14%	12%	12%	12%	净投资业绩	(50)	(54)	(53)	(56)	(58)
<b>内嵌价值</b>						<b>承保利润 / 亏损</b>					
集团每股内含价值	76.3	78.1	81.3	84.9	88.4	(21)	55	61	59	57	
每股新业务价值	1.7	1.6	1.9	2.0	2.1	投资收益	126	182	139	173	179
<b>资产负债表摘要</b>						<b>银行业务</b>					
财务年度截至日期12月31日 人民币:亿元						净利息收入					
发放给客户的贷款及垫款	33,181	33,918	34,867	37,087	39,606	3,372	3,033	2,669	2,748	2,923	
FVTPL金融资产	18,030	23,771	25,662	27,483	29,171	非利息收入	564	593	558	600	646
以摊余成本计量的金融资产	12,434	12,325	13,305	14,249	15,124	营业费用	(479)	(426)	(383)	(392)	(418)
FVOCI 债务类金融资产	26,370	31,869	34,405	36,846	39,109	拨备前利润	4,416	4,052	3,610	3,740	3,986
资产总计	115,834	129,578	137,165	145,586	155,316	净利润	465	445	420	423	444
客户存款	35,345	37,102	37,719	39,982	42,781	总贷款	33,201	32,941	34,867	37,087	39,606
保险合同负债	41,598	49,848	54,467	58,868	63,353	总存款	34,583	35,923	37,719	39,982	42,781
负债总计	103,545	116,531	123,607	131,311	140,311	总资产	55,871	57,693	61,062	64,710	68,997
股本	182	182	182	182	182	权益	4,723	4,948	5,257	5,568	5,894
资本公积	2,588	2,166	1,943	1,813	1,674	资产/权益杠杆率 (倍)	11.8	11.7	11.6	11.6	11.7
留存收益	6,221	6,938	7,596	8,366	9,156	资产收益率 (%)	1%	1%	1%	1%	1%
股东权益	8,990	9,286	9,721	10,361	11,013	净资产收益率 (%)	10%	9%	8%	8%	8%
负债与权益总计	115,834	129,578	137,165	145,586	155,316	<b>利润表摘要</b>					
						财务年度截至日期12月31日 人民币:亿元					
						营业收入合计					
						913,789					
						1,028,925					
						1,106,698					
						1,154,298					
						1,211,204					
						120,117					
						170,495					
						142,190					
						163,475					
						169,021					
						109,274					
						146,733					
						121,887					
						141,265					
						146,087					
						85,665					
						126,607					
						111,934					
						123,330					
						126,323					

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号  
永安集团大厦 19 楼  
电话：(852) 2522-2101  
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。