交银国际研究

公司更新

保险

收盘价	目标价	潜在涨幅
港元 57.45	港元 73.00	+27.1%

2025 年 8 月 27 日

中国平安保险 (2318 HK)

1H25 盈利略低于预期，新业务价值超预期，估值仍吸引

- **OPAT 和归母净利润略低于我们预期，主要由于投资收益略低于预期。**1H25 归母营运利润（OPAT）同比增 3.7%，略低于我们预期，主因投资收益略低于预期。OPAT 增长主要来自寿险健康险及资管业务，分别贡献 1.7 和 1.9 个百分点，银行板块同比降 3.9%，拉低增速 0.8 个百分点。归母净利润同比降 8.8%，降幅略超我们预期，主因投资收益低于预期。中期股息每股分红 0.95 元（人民币，下同），同比增 2.2%，符合我们预期。

- **新业务价值好于预期。**新业务价值同比增 39.8%，好于我们预期 3.5 个百分点，增长主要来自银保渠道贡献，占比已达 26.7%。上半年新业务价值率为 26.1%，同比升 8.8 个百分点，较 1 季度降 2.2 个百分点。

- **财险 COR 好于我们预期。**上半年财险综合成本率（COR）95.2%，同比降 2.6 个百分点，显著好于我们预期。承保利润同比增 1.26 倍，增长主要来自车险和健康险，其中车险 COR 为 95.5%，同比降 2.6 个百分点，健康险 COR 为 89.8%，同比降 6.1 个百分点；但投资收益低于预期，整体来看，财险营运利润同比增 1%，略低于我们预期。

- **上半年总投资收益略低于预期，资产配置上股票占比提升。**投资资产较年初增长 8.2%，总投资收益同比略降 1.8%，低于我们预期。上半年股票占比提升（FVOCI/FVTPL 股票占比分别提升 2.2/0.6 个百分点），固收资产占比下降 2.7 个百分点。未年化净投资收益率为 1.8%，同比降 0.2 个百分点，未年化综合投资收益率为 3.1%，同比升 0.3 个百分点。

- **维持买入评级。**公司 FVOCI 投资资产占比达 58%，在同业中处于较高水平，资产会计分类原因使股票公允值变动在盈利中未充分体现，但综合投资收益率仍处较好水平。我们小幅下调投资收益和盈利预测，上调新业务价值增速预测，预计公司综合投资收益仍受益于股票市场向好态势，目前估值仍具吸引力，维持**买入**评级和目标价 73 港元。

财务数据一览

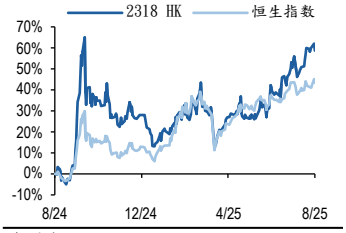
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	913,789	1,028,925	1,052,772	1,107,216	1,161,277
同比增长(%)	3.8	12.6	2.3	5.2	4.9
净利润(百万人民币)	85,665	126,607	125,836	134,611	142,787
每股盈利(人民币)	4.70	6.95	6.91	7.39	7.84
同比增长(%)	-22.5	47.8	-0.6	7.0	6.1
前EPS预测值(人民币)			7.28	7.78	8.24
调整幅度(%)			-5.1	-5.0	-4.9
市盈率(倍)	11.2	7.6	7.6	7.1	6.7
每股内含价值(人民币)	76.34	78.12	81.69	85.17	88.81
P/EV(倍)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
市账率(倍)	1.07	1.04	0.96	0.88	0.81

资料来源：公司资料，交银国际预测

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)	34.40
市值(百万港元)	1,129,898.18
日均成交量(百万)	41.17
年初至今变化(%)	24.76
200天平均价(港元)	48.94

资料来源: FactSet

万丽, CFA, FRM

wanli@bocomgroup.com

(86) 10 8393 5331

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：盈利预测调整

（人民币百万元）	原预测 2025E	更新 2025E	变动	原预测 2026E	更新 2026E	变动
新业务价值	33,281	**38,180**	14.7%	34,995	**40,722**	16.4%
新业务价值率	28.4%	**26.2%**	-2.1ppts	28.3%	**26.5%**	-1.8ppts
寿险内含价值	875,984	**882,530**	0.7%	937,732	**937,449**	0.0%
内含价值	1,463,580	**1,487,666**	1.6%	1,522,070	**1,550,872**	1.9%
综合成本率	98.0%	**97.0%**	-1.05ppts	98.0%	**96.9%**	-1.06ppts
总投资收益率	3.94%	**3.47%**	-0.47ppts	3.90%	**3.43%**	-0.47ppts
归母净利润	132,608	**125,836**	-5.1%	141,657	**134,611**	-5.0%
归母营运利润	130,757	**129,749**	-0.8%	137,421	**136,674**	-0.5%
营运 ROAE	13.5%	**13.4%**	-0.1ppts	13.0%	**13.0%**	0.1ppts
ROAE	13.7%	**13.0%**	-0.7ppts	13.4%	**12.8%**	-0.5ppts

资料来源：交银国际预测

图表 2:主要业务指标假设及预测汇总

（人民币百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	1H25E	1H25A	差异
寿险及健康险保费服务收入增速	-3.7%	-0.1%	1.0%	2.0%	2.0%	1.0%	-0.7%	-1.7ppts
合同服务边际	768,440	731,312	702,610	678,504	658,297	738,932	733,208	-0.8%
较上年末增速	-6.1%	-4.8%	-3.9%	-3.4%	-3.0%	1.0%	0.3%	-0.8%
财险保费服务收入增速	6.5%	4.7%	6.2%	5.8%	5.4%	6.5%	2.3%	-4.2ppts
综合成本率	100.7%	98.3%	97.0%	96.9%	96.9%	97.5%	95.2%	-2.3ppts
新业务价值率假设								
基于首年保费	18.7%	26.0%	26.2%	26.5%	26.7%			
投资收益率预测(%)								
净投资收益率（计算）	3.90%	3.36%	3.21%	3.14%	3.11%	3.25%	3.11%	-0.1ppts
总投资收益率（计算）	2.74%	3.95%	3.47%	3.43%	3.40%	3.50%	3.22%	-0.3ppts
新业务价值（基于 2024 假设）		28,533	38,180	40,722	43,036	21,801	22,335	2.4%
新业务价值同比增速			33.8%	6.7%	5.7%	36.4%	39.8%	3.3ppts
寿险内含价值	830,974	835,093	882,530	937,449	994,396	888,571	903,419	1.7%
较上年末增速	-5.0%	0.5%	5.7%	6.2%	6.1%	6.4%	8.2%	1.8ppts
内含价值	1,390,126	1,422,602	1,487,666	1,550,872	1,617,226	1,502,241	1,501,349	-0.1%
较上年末增速	-2.4%	2.3%	4.6%	4.2%	4.3%	5.6%	5.5%	-0.1ppts
归母净利润	85,665	126,607	125,836	134,611	142,787	70,056	68,047	-2.9%
同比增速	-22.8%	47.8%	-0.6%	7.0%	6.1%	-6.1%	-8.8%	-2.7ppts
ROAE（%）	9.7	13.9	13.0	12.8	12.6			
归母营运利润	117,989	121,862	129,749	136,674	142,843	82,264	77,732	-5.5%
同比增速	-19.7%	9.1%	6.5%	5.3%	4.5%	4.8%	3.7%	-1.2ppts
营运 ROAE（%）	13.3	13.3	13.4	13.0	12.6			
每股分红（人民币元）	2.43	2.55	2.65	2.75	2.85	0.95	0.95	0.0%
基于 OPAT 的分红率	37.5%	37.9%	37.2%	36.6%	36.3%	21.0%	22.3%	1.2ppts

资料来源：公司资料，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	22.68	22.00	-3.0%	2025 年 07 月 18 日	内地综合性证券公司
6030 HK	中信证券	买入	30.20	30.00	-0.7%	2025 年 07 月 18 日	内地综合性证券公司
6066 HK	中信建投	买入	14.70	14.00	-4.8%	2025 年 07 月 18 日	内地综合性证券公司
6886 HK	华泰证券	买入	20.72	20.00	-3.5%	2025 年 07 月 18 日	内地综合性证券公司
6060 HK	众安在线	买入	19.85	23.00	15.9%	2025 年 08 月 21 日	内地互联网财险公司
2318 HK	中国平安保险	买入	57.45	73.00	27.1%	2025 年 07 月 29 日	内地寿险公司
1336 HK	新华保险	买入	49.14	36.00	-26.7%	2025 年 03 月 28 日	内地寿险公司
966 HK	中国太平保险	买入	18.95	15.00	-20.8%	2024 年 11 月 23 日	内地寿险公司
2628 HK	中国人寿	买入	24.68	19.00	-23.0%	2024 年 10 月 31 日	内地寿险公司
2601 HK	中国太保	买入	36.64	32.00	-12.7%	2024 年 10 月 31 日	内地寿险公司
2328 HK	中国人保财险	买入	18.32	17.00	-7.2%	2025 年 03 月 28 日	内地财险公司
FINV US	信也科技	买入	8.88	13.00	46.4%	2025 年 03 月 19 日	金融科技
LX US	乐信集团	买入	6.37	11.80	85.2%	2025 年 03 月 19 日	金融科技
QFIN US	奇富科技	买入	30.39	58.00	90.9%	2025 年 03 月 19 日	金融科技
1299 HK	友邦保险	买入	73.45	84.00	14.4%	2024 年 05 月 27 日	泛亚保险公司
FUTU US	富途控股	买入	189.95	220.00	15.8%	2025 年 08 月 21 日	港美股互联网券商

资料来源: FactSet，交银国际预测，截至 2024 年 8 月 26 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	573,717	598,332	622,681
银行业务利息净收入	118,947	93,913	91,342	91,506	92,799
非保险业务手续费及佣金	37,033	37,945	36,594	35,332	36,092
总投资收益	146,355	273,744	268,161	291,622	312,048
其他收入	75,014	72,137	82,958	90,424	97,658
营业收入合计	913,789	1,028,925	1,052,772	1,107,216	1,161,277
保险服务费用	-440,178	-449,102	-463,482	-484,903	-506,039
承保财务损益	-123,959	-172,662	-180,866	-194,017	-206,784
业务及管理费	-80,212	-80,473	-82,887	-84,959	-87,083
信用减值损失	-77,744	-85,582	-73,288	-70,259	-69,652
其他支出	-70,843	-69,457	-77,792	-84,793	-91,577
营业支出合计	-792,936	-857,276	-878,316	-918,931	-961,135
营业利润	120,853	171,649	174,456	188,285	200,142
利润总额	120,117	170,495	173,268	187,060	198,881
净利润	109,274	146,733	151,609	162,181	172,032
归属于母公司股东的净利	85,665	126,607	125,836	134,611	142,787

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	738,108	789,775	837,162
发放贷款及垫款	3,318,122	3,391,837	3,459,674	3,528,867	3,599,445
保险投资资产	4,722,228	5,731,409	6,419,178	7,061,096	7,696,595
其他投资资产	1,484,934	1,607,059	1,535,106	1,434,255	1,293,739
其他资产	1,480,921	1,544,089	1,831,703	2,262,177	2,712,798
资产总计	11,583,417	12,957,827	13,983,768	15,076,170	16,139,737
吸收存款	3,418,155	3,541,448	3,753,935	3,941,632	4,099,297
银行同业及其他金融机构	449,850	418,445	502,134	562,390	607,381
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	850,997	893,547	938,224
卖出回购金融资产款	241,803	462,292	531,636	595,432	654,975
长期借款	135,161	122,040	139,126	146,082	153,386
其他负债	985,676	1,157,053	1,214,906	1,275,651	1,352,190
负债合计	10,354,453	11,653,115	12,575,703	13,556,001	14,499,435
股东权益					
归属于母公司股东权益合	899,011	928,600	1,006,179	1,090,712	1,181,600
少数股东权益	329,953	376,112	401,886	429,456	458,702
股东权益合计	1,228,964	1,304,712	1,408,065	1,520,169	1,640,302

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%	12.0%	10.0%	9.0%
总资产	5.2%	11.9%	7.9%	7.8%	7.1%
保险合同准备金	13.3%	19.8%	12.0%	10.0%	9.0%
总负债	5.4%	12.5%	7.9%	7.8%	7.0%
营业收入	3.8%	12.6%	2.3%	5.2%	4.9%
保险服务收入	2.0%	2.7%	4.1%	4.3%	4.1%
总投资收益	24.4%	87.0%	-2.0%	8.7%	7.0%
营业支出	7.5%	8.1%	2.5%	4.6%	4.6%
利润总额	-15.6%	41.9%	1.6%	8.0%	6.3%
净利润	-18.9%	34.3%	3.3%	7.0%	6.1%
归属母公司股东净利润	-22.8%	47.8%	-0.6%	7.0%	6.1%
寿险保费收入增速(%)					
首年保费	52.2%	3.9%	-1.5%	6.9%	6.1%
续期保费	-0.8%	5.1%	4.4%	3.9%	3.6%
保费收入	10.9%	4.6%	2.5%	4.7%	4.3%
盈利指标					
财险综合成本率	100.7%	98.3%	97.0%	96.9%	96.9%
净投资收益率（平均余额计算）	3.9%	3.4%	3.2%	3.1%	3.1%
总投资收益率（平均余额计算）	2.7%	3.9%	3.5%	3.4%	3.4%
ROAA	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
ROAE	9.7%	13.9%	13.0%	12.8%	12.6%
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	702,610	678,504	658,297
内含价值（人民币百万元）	1,390,126	1,422,602	1,487,666	1,550,872	1,617,226
内含价值增速	-2.4%	2.3%	4.6%	4.2%	4.3%
寿险内含价值（人民币百万元）	830,974	835,093	882,530	937,449	994,396
寿险内含价值增速	-5.0%	0.5%	5.7%	6.2%	6.1%
新业务价值（人民币百万元）	31,080	40,024	38,180	40,722	43,036
新业务价值增速		28.8%	-4.6%	6.7%	5.7%
	2023	2024	2025E	2026E	2026E
每股指标					
每股内含价值（人民币）	76.3	78.1	81.7	85.2	88.8
每股收益（人民币）	4.7	7.0	6.9	7.4	7.8
每股账面值（人民币）	49.4	51.0	55.3	59.9	64.9
P/EV(倍)	0.71	0.69	0.66	0.63	0.61
市账率(倍)	1.09	1.06	0.98	0.90	0.83

交银国际
香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899　　传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：	分析员行业评级定义：
买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。	**领先**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。	**同步**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业	**落后**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数不具吸引力。
无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。	香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

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/或其有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、武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、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、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团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、其联属公司、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、其联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，或可能以委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，而并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，在参与有关报告中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。