

买入

2025 年 9 月 3 日

寿险渠道多元化促增长，财险盈利能力优化

➤ **归母净利暂承压，累计分红超四千亿：**25 年 H1，集团实现归母净利 680.47 亿元(YoY-8.8%)，其原因在于投资波动、好医生并表(34.14 亿元)及可转债的一次性影响；剔除后营运利润增长至 777 亿元(YoY+3.7%)。截至 2025H1，内含价值增长至 15013.49 亿元(YoY+5.5%)，净投资收益率 1.8%，综合投资收益率 3.1%。现金分红稳步增长，公司拟向股东派发中期股息每股 0.95 元(YoY+2.2%)，共 172.02 亿元(含税)。此外，公司于 6 月 11 日完成发行 117.65 亿港元零息可转换债券(2030 年到期，可转为 H 股)，初始价每 H 股 55.02 港元，公司 24 年可转债未偿还本金 35 亿美元。此外，公司公告于 9 月 3 日完成对已回购 1.03 亿 A 股股份注销，注销后总股本数为 181.08 亿股。

➤ **寿险及健康险业务经营稳健发展，多渠道高质量发展：**25 年 H1，寿险及健康险业务 NBV 同比增长 39.8%，新业务价值率(按标准保费)同比上升 9.0 pct；代理人渠道 NBV 同比增长 17.0%，人均 NBV 同比增长 21.6%；银保渠道 NBV 增长至 59.72 亿元(YoY+168.6%)。社区金融服务渠道精耕存续客户，上半年实现存续客户全缴次继续率同比提升 0.4pct。此外，享有医疗养老生态圈服务权益的客户覆盖寿险新业务价值占比近七成。

➤ **财产保险业务规模稳健增长，业务品质持续优化：**25 年 H1，平安产险实现原保险保费收入增长至 1718.57 亿元(YoY+7.1%)；保险服务收入增长至 1656.61 亿元(YoY+2.3%)；整体综合成本率 95.2%，同比优化 2.6 个百分点。优于市场平均水平。探索“保险+科技+服务”新模式，2025 年上半年，平安产险累计开发 1741 款产品，平安好车主注册用户数近 2.51 亿，并持续升级“鹰眼系统”进行风险预警。

➤ **投资结构稳健，风险资产可控：**平安集团总投资规模 6.2 万亿，较年初增长 8.2%，综合投资收益率(非年化)达 3.1%(YoY+0.3pct)。其中 79%为固收资产，权益类资产占比仅 13%，另类及其他占比 8%。固收类资产达 3.8 万亿，其中政府债占比 79%，提供稳定现金流。今年平安频繁举牌银行、保险等高息股，权益资产中 FVOCI 占比达 65%，增强资产负债韧性。在风险敞口层面，2025H1 不动产占险资总规模仅 3.3%，对应 2060 亿元，其中超过 82%为可提供稳定收租现金流的收租物业。

➤ **目标价 88 港元，维持买入评级：**集团以“金融+服务”双轮驱动，综合金融带来高留存、高价值、低获客成本，医疗养老为主营业务赋能。平安正迎来寿险多渠道策略改革的红利期，代理人质量与产能增长，银保渠道 NBV 价值飞升。此外，平安财险 COR 持续优化，优于市场水平。尽管投资端短期承压，但长期防御与增长价值兼备，看好其行业复苏周期中的领先地位与业绩和估值修复，给予公司 1 倍 PEV 估值，目标价为 88 港元，维持买入评级。

➤ **风险提示：**行业监管风险、市场竞争风险、权益市场波动等

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

主要数据

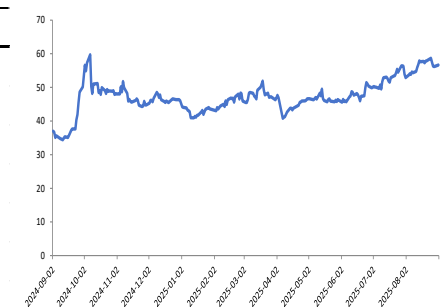
行业	保险
股价	56.45 港元
目标价	88 港元 (+56%)
股票代码	2318.HK
已发行股本	182.1 亿股
市值	11128 亿港元
52 周高/低	59/32 港元
每股净现值	56.85 港元
主要股东	香港中央结算(代理人)有限公司 36.76% 深圳市投资控股有限公司 5.29% 香港中央结算有限公司 3.84% 中国证券金融股份有限公司 3.01% 中国平安保险长期服务计划 2.70%

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)	1031863	1141346	1144020	1191845	1245784
变动(%)	3.8%	10.6%	0.2%	4.2%	4.5%
归母净利润(百万元)	85665	126607	130248	144635	161402
变动(%)	2.3%	47.8%	2.9%	11.0%	11.6%
每股股息(元)	2.4	2.6	2.6	2.8	3.1
基本每股收益(元)	4.7	7.0	7.2	7.9	8.9
市盈率@56.45港元(倍)	13.0	8.8	8.6	7.7	6.9

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录：主要财务报表

资产负债表						利润表					
<人民币百万元>，财务年度截止<十二月>						<人民币百万元>，财务年度截止<十二月>					
	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金等价物	804,077	1,018,027	1,388,289	1,549,913	1,726,435	收入合计	1,031,863	1,141,346	1,144,020	1,191,845	1,245,784
存放中央银行款项	270,976	265,552	265,552	265,552	265,552	保险服务费用	-440,178	-449,102	-444,789	-453,846	-470,629
买入返售金融资产	167,660	91,840	91,840	91,840	91,840	分出保费的分摊	-14,179	-14,692	-14,738	-15,354	-16,049
应收账款	35,636	36,006	38,526	41,223	44,109	减：摊回保险服务费用	10,448	11,091	11,126	11,591	12,115
衍生金融资产	44,978	68,698	68,698	68,698	68,698	承保财务损益	-123,959	-172,662	-173,205	-178,062	-182,374
当期损益的金融资产	1,803,047	2,377,074	2,377,074	2,377,074	2,377,074	减：分出再保险财务损益	542	960	963	1,003	1,049
摊余成本计量金融资产	1,243,353	1,232,450	1,232,450	1,232,450	1,232,450	银行业务利息支出	-108,605	-104,048	-104,375	-108,740	-113,657
公允价值其他债务工具	2,637,008	3,186,937	3,186,937	3,186,937	3,186,937	非保险业务手续费及佣金支出	-8,773	-7,841	-7,866	-8,195	-8,565
公允价值计量权益工具	264,877	356,493	356,493	356,493	356,493	信用减值损失及其他资产减值损失	-77,744	-85,582	-93,050	-96,942	-101,325
其他资产	4,311,805	4,324,750	4,318,811	4,314,522	4,311,770	提取保费准备金	-230	-356	-356	-356	-356
资产合计	11,583,417	12,957,827	13,324,671	13,484,702	13,661,357	非银行业务利息支出	-24,346	-19,405	-19,466	-20,280	-14,963
未分配利润	622,050	693,797	796,703	913,861	1,044,583	其他业务成本	-39,638	-38,365	-38,486	-40,095	-41,908
归属于母公司股东权益合计	899,011	928,600	1,031,506	1,148,664	1,279,386	支出合计	-911,746	-970,851	-968,177	-996,737	-1,028,097
股东权益合计	1,228,964	1,304,712	1,428,468	1,568,771	1,725,304	税前利润	120,117	170,495	175,843	195,107	217,687
应付款项	963,718	838,183	838,183	838,183	838,183	所得税费用	-10,843	-23,762	-24,746	-27,327	-30,474
公允价值计量金融负债	48,619	172,768	172,768	172,768	172,768	净利润	109,274	146,733	151,098	167,780	187,213
衍生金融负债	44,531	74,937	74,937	74,937	74,937	归属于母公司股东的净利润	85,665	126,607	130,248	144,635	161,402
卖出回购金融资产款	241,803	462,292	462,292	462,292	462,292	少数股东损益	23,609	20,126	20,850	23,145	25,811
应付账款	8,858	6,871	6,871	6,871	6,871	<人民币百万元>，财务年度截止<十二月>					
应付所得税	4,159,801	4,984,795	5,134,339	5,134,339	5,134,339		2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
保险合同负债	53	569	569	569	569	成长能力					
客户存款及保证金	3,534,539	3,710,167	3,784,370	3,784,370	3,784,370	营业收入增长	3.8%	10.6%	0.2%	4.2%	4.5%
应付债券	964,007	967,042	986,383	1,006,110	1,026,233	归母净利润增长	2.3%	34.3%	3.0%	11.0%	11.6%
租赁负债	10,234	8,801	8,801	8,801	8,801	获利能力					
递延所得税负债	14,148	13,977	13,977	13,977	13,977	ROE	8.9%	11.2%	10.6%	10.7%	10.9%
其他负债	357,025	397,743	397,743	397,743	397,743	ROA	0.9%	1.1%	1.1%	1.2%	1.4%
负债合计	10,354,453	11,653,115	11,896,203	11,915,931	11,936,053	估值比率					
股东权益及负债合计	11,583,417	12,957,827	13,324,671	13,484,702	13,661,357	P/E	13.04	8.83	8.58	7.73	6.92
						PEV	0.80	0.79	0.75	0.72	0.69
						P/B	0.91	0.86	0.78	0.71	0.65

数据来源：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。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。