



# 中国平安 (601318.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 负债扩表资产修复,低配红利重估在即

科技子公司于 2025 年完成并表整合、地产减值压力大幅缓释,二级权益仓位提升,长牛预期下公司利润弹性有望释放。负债端迎来量价齐升新周期,银保渠道重要性提升,在较强的战略执行下增速有望维持大幅领先行业。公募低配修复与高股息优势共振下,资金面边际改善具备持续性,26 年 A/H 股息率预计为 4.6%、5.2%。**负债端:量价齐升新周期,银保渠道有望贡献 α。**量的方面,居民中长期存款到期高峰已至,分红险具备保底利率+有吸引力的演示利率,将承接低风险偏好资金的迁移,预计新单保费有望实现双位数增长。①个险渠道:优增优育成效显著,当前代理人规模趋于稳定,产能处于高位,2025H1 代理人渠道 NBV 同比增长 17.0%,代理人人均 NBV 同比增长 21.6%。展望后续,高基数叠加报行合一深化下预计今年 NBV 维持稳健增长。②银保渠道:2025 年银保扩张战略升级,公司加大非平安银行网点拓展力度,2025H1 银保渠道 NBV 同比增长 168.6%,当前网点拓展仍具备较大空间,预计在较强的战略执行力下,增速依旧会大幅领先行业,驱动新单保费高速增长,银保贡献占比将快速提升。价的方面,新保单具备利差益,在新单摊薄与“报行合一”等政策影响下,存量保单负债成本开始下降,盈利能力提升。

**资产端:长债和 OCI 股票为压舱石,增配权益提升弹性。**公司大类配置思路较为领先,高度重视净投资收益率是投资收益的基石,一是大幅增配长债,更早地拉长久期,资产久期长于 12 年,二是 OCI 股票布局早于同业,近几年 OCI 占比 60%以上,构成稳定的底仓,其中银行持股最新市值高达 5200 亿左右。公司 18-24 年间的大部分年度股票+权益型基金占比 9%-10%,2025 年开始大幅增配权益,2025H1 股票+权益基金占比较年初提升 2.6pct 至 12.6%,预计 2025Q3 公司继续加仓了 TPL 权益,OCI 股票占比或有下降,利润对权益市场的敏感性提升,2025Q3 未年化综合投资收益率同比提升 1pct 至 5.4%实现积极改善。

### 盈利预测、估值和评级

负债端高景气延续,长牛预期下资产端将实现较好表现,预计 2025-2027 年公司 NBV 同比+28.6%、+17.0%、+13.8%,归母净利润同比+6.0%、+21.3%、+12.1%。以“调整后有效业务价值+净资产+未来 5 年新业务价值贴现值”计算,公司合理估值为 16,782 亿元,目标价 92.68 元,对应 A/H 股空间分别为 49%、66%,首次覆盖,给予“买入”评级。

### 风险提示

长端利率超预期下行,新单销售增速放缓,权益市场波动。

### 非银组

分析师:舒思勤(执业 S1130524040001)

shusiqin@gjzq.com.cn

分析师:黄佳慧(执业 S1130525010001)

huangjiahui@gjzq.com.cn

市价(人民币):62.55 元

目标价(人民币):92.68 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	12/23	12/24	12/25E	12/26E	12/27E
营业收入(亿元)	9,138	10,289	10,775	11,084	11,832
增长率	3.8%	12.6%	4.7%	2.9%	6.8%
归母净利润(亿元)	857	1,266	1,343	1,628	1,825
增长率	-22.8%	47.8%	6.0%	21.3%	12.1%
新业务价值(亿元)	311	285	367	422	464
增长率	36.2%	28.8%	28.6%	17.0%	13.8%
每股内含价值(元)	76.34	78.12	87.11	96.04	105.11
P/EV	0.82	0.80	0.72	0.65	0.60
每股净资产(元)	49.37	50.99	55.66	60.98	67.04
P/B	1.27	1.23	1.12	1.03	0.93

来源:公司年报、wind,国金证券研究所



## 内容目录

一、公司概况：国内领先的综合性金融集团	4
1.1 战略重心回归寿险主业，科技定位转向深度赋能	4
1.2 科技子公司处置完毕，26 年开始营业外影响减少	4
1.3 风险在出清尾声，预计减值压力将逐年缓释	5
1.4 财务指标好转，夯实分红基础	5
二、平安寿险：4 渠道+3 产品战略，银保渠道有望贡献 $\alpha$	7
三、医养战略：步入战略扩张期，企康业务拓展收入边界	11
3.1 医疗养老生态圈赋能金融主业	11
3.2 TOB 企康业务拓宽收入边界	14
四、平安财险：风险出清尾声，承保盈利大幅改善	14
五、资产端：长债和 OCI 股票为压舱石，增配权益提升弹性	15
六、盈利预测与投资建议	17
七、风险提示	21

## 图表目录

图表 1：平安集团最新战略	4
图表 2：平安并表科技子公司对报表的一次性影响梳理	4
图表 3：近年来公司减值规模及说明	5
图表 4：平安集团分部净利润情况	5
图表 5：平安历年净利润	6
图表 6：平安历年营运利润	6
图表 7：平安每股分红保持稳定提升	7
图表 8：平安分红率波动以维持 DPS 的提升趋势	7
图表 9：平安寿险战略沿革	7
图表 10：NBV 及增速	8
图表 11：新单保费及增速	8
图表 12：NBV margin	8
图表 13：NBV 结构变化	9
图表 14：新单保费结构变化	9
图表 15：代理人渠道 NBV	9
图表 16：代理人渠道新单	9
图表 17：代理人规模	10



图表 18: 代理人产能 .....	10
图表 19: 代理人产能对比 (元/人均每月) .....	10
图表 20: 代理人活动率 (%) .....	10
图表 21: 银保渠道 NBV .....	10
图表 22: 银保渠道新单 .....	10
图表 23: 平安银保市占率排名持续提升 (位次) .....	11
图表 24: 中国平安医养三阶段发展战略 .....	11
图表 25: 平安医养服务布局现状 .....	12
图表 26: 平安好医生 AI 医生产品矩阵 .....	13
图表 27: 平安医养服务赋能金融主业成效显著 .....	13
图表 28: 平安医养服务赋能金融主业成效显著 .....	13
图表 29: LTM 付费用户数及 B 端服务企业数 .....	14
图表 30: B 端收入高速增长 (百万元) .....	14
图表 31: 财险保费收入 .....	15
图表 32: 财险 COR .....	15
图表 33: 分险种 COR .....	15
图表 34: 保险资金大类资产配置 .....	15
图表 35: 中国平安金融资产分类 .....	16
图表 36: 25Q3 单季金融资产变动规模 (亿元) .....	16
图表 37: 上市险企股票资产分账户情况 .....	16
图表 38: 平安持股银行情况 .....	16
图表 39: 净投资收益率对比 .....	17
图表 40: 复合综合投资收益率对比 .....	17
图表 41: 上市险企投资收益率对比 .....	17
图表 42: NBV 预估 .....	17
图表 43: 寿险营运利润预估 .....	18
图表 44: 集团营运预估 .....	19
图表 45: 中国平安盈利预测与估值 .....	19
图表 46: 25Q3 中国平安显著欠配 .....	20
图表 47: 中国平安合理估值 .....	20



## 一、公司概况：国内领先的综合性金融集团

### 1.1 战略重心回归寿险主业，科技定位转向深度赋能

近十年来，中国平安整体战略经历了由多元扩张向主业聚焦的阶段性演进。2017年，公司提出“金融+科技”双驱动战略，在深化综合金融布局的同时，加大科技投入，除赋能主业外，也希望孵化科技独角兽，打造新的利润增长极。2021年起，伴随外部环境变化及内部业务结构调整，公司战略重心重新回归寿险主业，逐步确立“综合金融+医疗养老”为核心战略，聚焦于满足长寿时代客户需求变化，即财富保值增值+医疗养老资源规划，科技定位也由业务扩张载体转向深度赋能主业。

图表1：平安集团最新战略



来源：公司官网、公司公告、全球深商，国金证券研究所

### 1.2 科技子公司处置完毕，26年开始营业外影响减少

平安集团围绕“金融+科技”战略培育了陆金所控股、金融壹账通等4家科技独角兽，初期均实现控股并表，后因股权重组丧失控制权转为以长股投计量。2024年公司开始对4家科技公司进行并表，已于2025年完成，预计2026年后再无并表损益的一次性影响。

图表2：平安并表科技子公司对报表的一次性影响梳理

成立时间	上市时间	并表时间	净利润影响	影响
陆金所 2011年	2020年10月在纽交所上市，2023年4月以双重主要上市方式登陆港交所	24Q3	一次性负商誉 127亿元(计入投资收益科目)，同时计提减值损失 29.5亿元	通过陆金所以股代息计划，平安集团持股陆金所比例从41.4%提升至56.82%，后又进一步增持至66.85%，成为并表子公司。
平安健康(平安好医生) 2014年	2018年5月在港交所挂牌上市	25Q1	-56亿	25H1平安健康纳入本集团合并报表时带来的一次性损益、本公司发行的美元可转换债券的转股权价值重估损益总计-56亿元。
平安医保科技 2016年	未上市	25Q3	/	/
金融壹账通 2015年	2019年12月在纽交所上市，来源：国金	2025Q4	/	私有化前，平安通过附属公司总计持有金融壹账通约32.12%的股份，平安集团间接全资附属公司铂煜有限公司向金融壹账



成立时间	上市时间	并表时间	净利润影响	影响
	证券研究所 2022 年 7 月以双重要上市方式登陆港交所			通提出私有化要约，拟以每股 2.068 港元（约合 7.976 美元 / ADS）的溢价价格，收购公司尚未持有的全部股份，交易完成后金融壹账通将从港交所、纽交所退市并成为平安全资附属公司。11 月 21 日，金融壹账通港股正式退市、美股永久停牌；12 月 1 日，美股退市程序全部完成。

来源：公司公告、第一财经、陆金所官网，国金证券研究所

### 1.3 风险在出清尾声，预计减值压力将逐年缓释

2018-2021 年公司阶段性加大不动产投资布局。2021 年以来，受房地产行业周期调整影响，公司先后经历了华夏幸福、中国金茂的减值，及资产管理板块的子公司投资的资产减值压力增加。当前房价环比跌幅收窄，且公司已连续几年计提了大量减值，预计地产相关风险总体已进入出清后期阶段，后续减值规模有望逐步收敛，对利润端的扰动将显著减弱。

图表3：近年来公司减值规模及说明

减值规模（亿元）						说明	
合计	寿险及健康险	财险	资管	科技	板块	细项	总结
2021	312	245	15	41	10	2021 年，对华夏幸福相关投资资产进行减值计提、估值调整及权益法损益调整金额合计为 432 亿元，其中股权类 159 亿元，债权类 273 亿元。公司持有的以陆金所控股为目标的“可转换本票”的价值重估损益-99 亿。	华夏幸福暴雷
2022	123	6	18	94	6	保证保险 COR 飙升至 131.4%，承保亏损 90 亿，开始暴雷。陆金所实现净利润 87 亿元（其中上半年 82 亿），同比下降 48.2%，主要是由于陆金所控股增加风险承担比例，叠加资产质量恶化，风险成本上升。2022 年下半年风险开始暴露。在减值的同时，其他资产管理板块（以地产为主）利息收入+投资收益同比减少了 77.38 亿至 178 亿。	平安不动产（创科）暴雷、保证保险暴雷、陆金所开始暴雷
2023	199	19	5	173	3	保证保险 COR 维持在 131.1%，承保亏损 68 亿。陆金所实现净利润 8.9 亿，同比-90%，受收入承压、信用损失仍在高位影响。在减值的同时，资产管理板块利息收入+投资收益同比增长了 10 亿至 187.8 亿。	平安不动产（创科）、保证险、陆金所风险高位
2024	436	223	15	131	68	寿险减值 223 亿，预计也包括了长股投和非标减值，夯实了投资资产。保证保险 COR 回落至 102.2%，承保亏损 2.5 亿，风险处于尾声。陆金所实现净亏损，受收入承压、信用损失仍在高位影响。在减值的同时，资产管理板块利息收入+投资收益同比减少了 48 亿至 139.6 亿。	平安不动产（创科）、陆金所风险高位，保证险风险处于尾声
2025H1	66	-3	2	40		好医生并表损失 30+亿	主要是好医生并表损失

来源：公司公告、达摩财经、央广网、陆金所公告，国金证券研究所

### 1.4 财务指标好转，夯实分红基础

2021-2023 年平安归母净利润受地产减值和投资压力影响整体承压，24-25 年受益于投资好转，恢复正增长。展望后续，预计利润有望持续向好，一是资管板块减值处于尾声；二是金融科技板块陆金所存量消费贷风险基本出清，进入正常发展轨道；三是寿险 CSM 预计 26 年转正，CSM 摊销贡献稳定利润。

图表4：平安集团分部净利润情况

归母净利润（亿元）	2020	2021	2022	2022（新准则）	2023	2024	2024Q1-3	2025Q1-3
寿险及健康险业务	950.2	594.7	484.9	745.0	726.0	930.3	809.3	1047.0



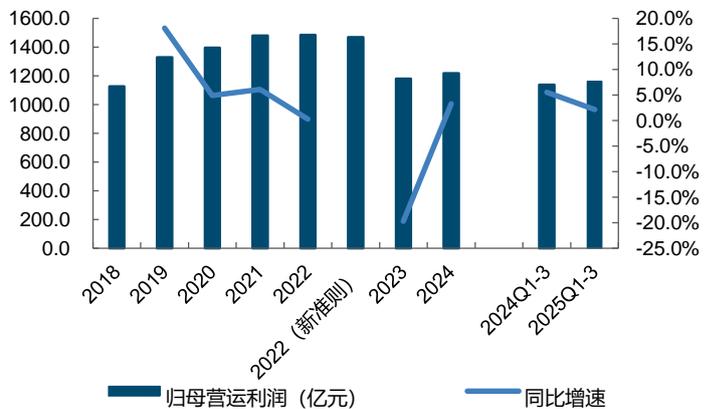
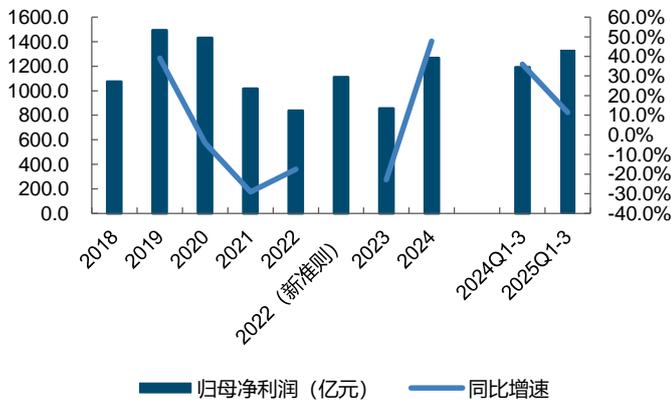
归母净利润 (亿元)	2020	2021	2022	2022 (新准则)	2023	2024	2024Q1-3	2025Q1-3
财产保险业务	160.8	161.2	88.4	100.7	89.2	149.5	139.2	126.8
银行业务	167.7	210.6	263.8	263.8	269.3	258.0	230.3	222.2
资产管理业务	111.7	122.2	22.9	22.9	-207.5	-119.0	-23.2	26.5
金融科技与医疗科技业务	79.4	-19.6	36.1	36.1	20.5	129.1	133.1	9.3
其他业务及合并抵消	-38.8	-52.9	-58.4	-58.5	-40.8	-81.7	-96.9	-103.3
yoy	2020	2021	2022		2023	2024	2024Q1-3	2025Q1-3
寿险及健康险业务	-7.4%	-37.4%	-18.5%		-2.6%	28.1%	35.0%	29.4%
财产保险业务	-29.1%	0.2%	-45.2%		-11.4%	67.7%	39.7%	-8.9%
银行业务	2.6%	25.6%	25.3%		2.1%	-4.2%	0.2%	-3.5%
资产管理业务	16.4%	9.4%	-81.2%		-1005.2%	-42.6%	-46.7%	-214.6%
金融科技与医疗科技业务	127.6%	-124.7%	-284.7%		-43.2%	528.4%	475.0%	-93.0%
其他业务及合并抵消	-27.8%	36.5%	10.3%		-30.1%	100.2%	194.9%	6.6%
核心业务占比	2020	2021	2022	2022 (新准则)	2023	2024	2024Q1-3	2025Q1-3
核心业务占比 (寿、财、银)	89%	95%	100%	100%	127%	106%	99%	105%
寿险及健康险业务占比	66%	59%	58%	67%	85%	73%	68%	79%

来源：公司公告，国金证券研究所

营运利润表现较为平稳，但受剩余边际/CSM 余额增长承压的影响（本质是 NBV 持续下滑导致）增速较慢，2018-2024 年复合增速仅 1.3%，其中 2023 年由于资管板块大幅减值导致营运利润-19.7%。展望后续，NBV 高增之下预计 2026 年 CSM 余额将恢复正增长、负债成本快速压降下利差改善叠加营运偏差好转，预计公司营运利润增长有望回暖。

图表5：平安历年净利润

图表6：平安历年营运利润



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

营运利润稳定增长叠加分红率稳定，股息率具备吸引力。长期维度看，平安的每股分红长期保持稳定增长，自 2006 年的 0.22 元/股增长至 2024 年的 2.55 元，复合增速为 14.6%，尤其是 2016 年公司采用营运利润挂钩分红以来，即便营运利润增速放缓，但公司通过提升分红比例延续了 DPS 的稳健增长。后续随着营运利润增长提速，公司 DPS 稳定提升的长期确定性较强。假设 25/26 年 DPS 增长 5%、8%，平安 2026 年 A/H 股股息率为 4.6%、5.2%，具备吸引力。

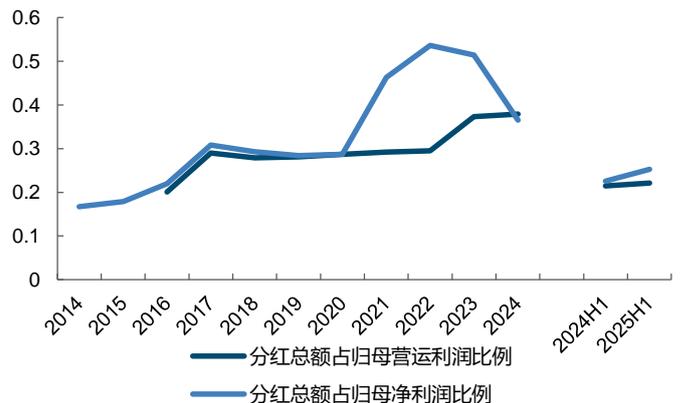


图表7: 平安每股分红保持稳定提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表8: 平安分红率波动以维持 DPS 的提升趋势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 二、平安寿险: 4 渠道+3 产品战略, 银保渠道有望贡献α

2022 年, 公司对寿险业务进行系统性战略重塑, 提出 4 个渠道 (个险、银保、社区网格化、下沉渠道即兼职代理人) +3 个产品 (保险+健康管理、居家养老、高端养老) 的战略, 此后经营持续围绕该框架推进, 但战略细节有所变化: 2022-2023 年的银保渠道以平安银行的新银保队伍为主, 2024 年开始扩展外部银行渠道。

图表9: 平安寿险战略沿革

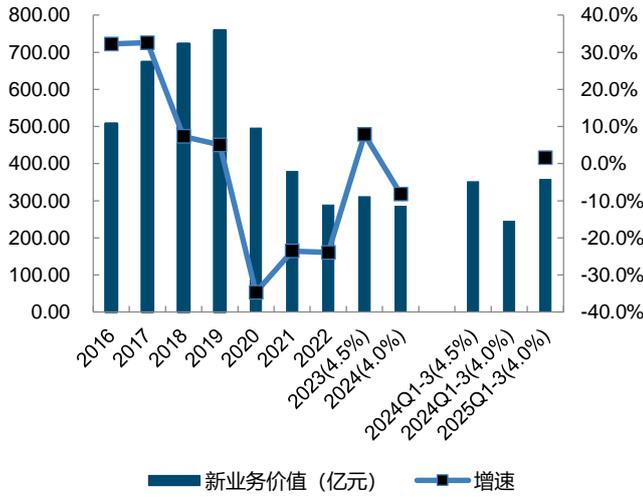
2019年11月-2020年12月 陆敏	2021年 集团主管陈心颖/郭晓涛, 寿险杨铮、余宏	2022年-2024年	2024-2025年 集团主管郭晓涛, 寿险杨铮、蔡霆
<ul style="list-style-type: none"> <li>全面数字化经营: 打造千人千面培训、数字化经营、数字化管理、数字化营销</li> <li>线下+线上结合的SAT销售模式</li> <li>寿险+产品升级</li> </ul>	<p>进行1+4渠道改革</p> <p>1指的是: 科技赋能, 打造“三好五星”营业部新模式</p> <p>4指的是: 数字化营业部、数字化增员、数字化Askbob代理人培训、数字化活动量管理</p> <p>健康险+健康管理和慢病管理服务</p>	<p>4渠道+3产品战略改革</p> <p>4渠道即代理人、银行优才、社区网格化 (孤儿单开拓)、下沉渠道 (线上兼职代理人), 3产品即保险+健康管理、+居家养老、+高端养老</p> <p>代理人渠道分层经营, 推动“三高”队伍转型。</p>	<p>4渠道+3产品战略改革延续, 但银保渠道不再提银保优才 (新银保), 开始拓展非平安银行渠道; 代理人渠道不再分层经营, 大改基本法, 强调个人绩优, 以优增优, 新人培育。</p>

来源: 公司公告、今日保、JM 金融、中国银行保险报、豫见平安、经济观察报、天津市保险行业协会、21 世纪经济报道、慧保天下, 国金证券研究所

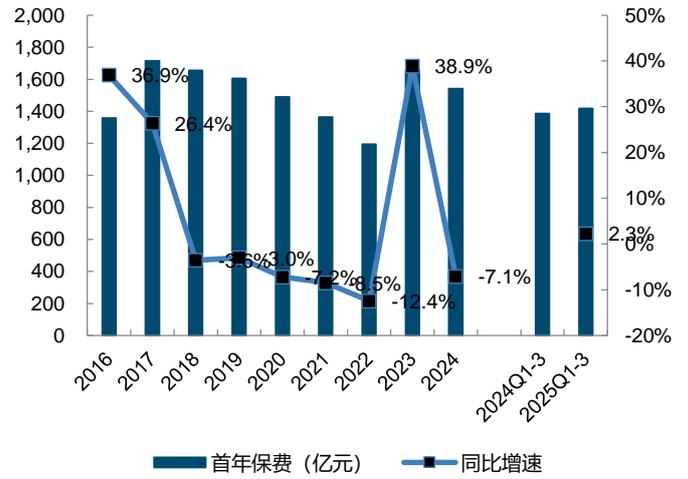
2023 年 NBV 增长结束 3 年双位数下滑趋势开始增长, 可比口径下, 2023-2025 年 NBV 连续 3 年双位数正增长 (储蓄险热销+炒停售催化)。1) 新单保费: 2018-2022 年公司新单保费持续下滑, 2018-2019 年量减质升、2019-2022 年量价齐降 (代理人渠道调整、重疾险占比下降), 直至 2023 年开始新单保费开始回暖; 2) 价值率: 2024 年价值率基本止跌、2025 年开始回升 (预定利率下降、缴期拉长); 但 26 年因分红险转型价值率有下降压力。



图表10: NBV 及增速



图表11: 新单保费及增速

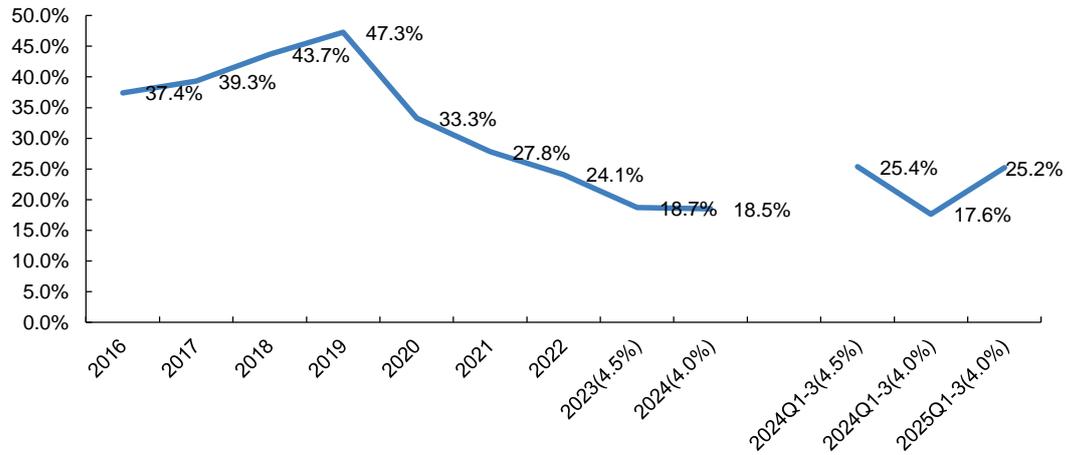


	2023	2024	2025Q1-3
可比口径NBV增速	36.2%	28.8%	46.2%

来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 4.0%、4.5%为价值指标投资收益率假设

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表12: NBV margin



来源: 公司公告, 国金证券研究所

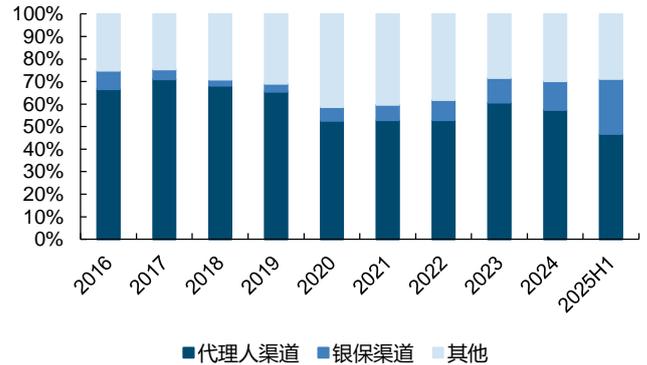
银保渠道 NBV 占比自 2022 年来温和提升, 2025 年公司大力发展银保渠道, 上半年银保渠道占比大幅提升 15pct 至 27%; 新单保费占比提升 11pct 至 24%。展望 2026 年, 个险渠道在高基数下预计新单保费平稳增长, 但居民挪储背景下, 预计银保渠道仍将延续高增长, 贡献度将进一步提升。



图表13: NBV 结构变化



图表14: 新单保费结构变化



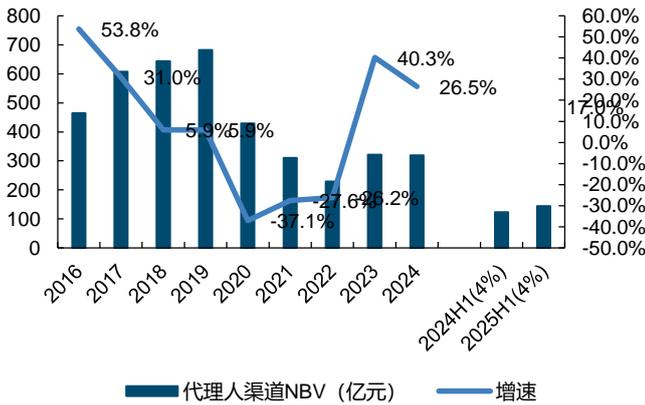
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

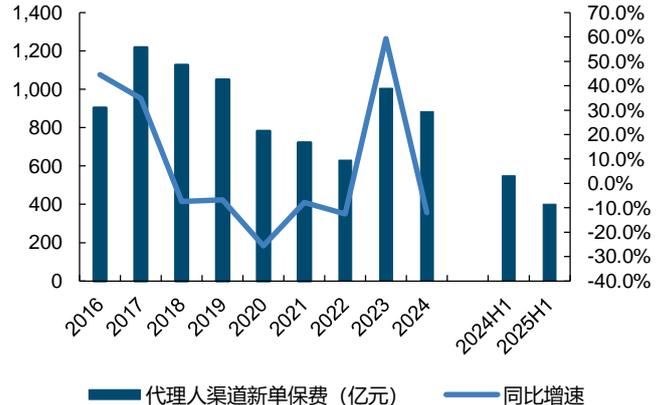
1) 个险渠道:

代理人渠道经历 2018-2022 年的连续调整、2023 年的高位反弹后, 2024-2025 恢复平稳增长。展望后续, 居民存款搬家趋势延续, 但代理人渠道存在报行合一深化、连年炒停售带来客户消耗、增员仍然较难等问题, 预计新单保费将保持稳健增长。

图表15: 代理人渠道 NBV



图表16: 代理人渠道新单



来源: 公司公告, 国金证券研究所

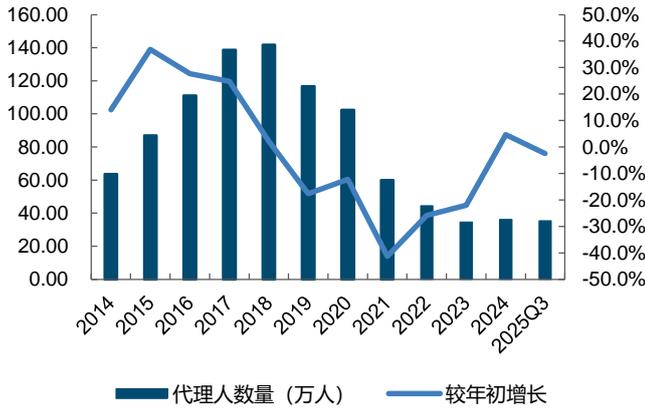
来源: 公司公告, 国金证券研究所

平安寿险持续深化高质量发展, 构建以“基本法、培训、客户经营、产品+服务”为一体的队伍发展“四合一”体系, 推动主管做强、存量做优、增量做好, 助力队伍结构改善, 实现量质并举。扩大绩优规模方面, 提供专业赋能, 涵盖技能提升、实战训练、荣誉激励、资源支持等, 有效提升队伍产能, 以此扩大绩优人群。强化组织方面, 升级“三好五星”经营体系, 引导部课以经营结果为导向, 科学管理营业部动作, 提升部课经营能力, 打造高绩效团队。稳定队伍方面, 聚焦以“优”增“优”, 提升增优规模, 并开展标准化运作, 提升队伍整体专业能力, 激发长期从业意愿, 稳定队伍规模。2023 年, 新增人力中“优+”占比同比提升 25.2 个百分点, 2025H1 整体人力中大专及以上学历销售人员占比同比提升 1.5 个百分点。

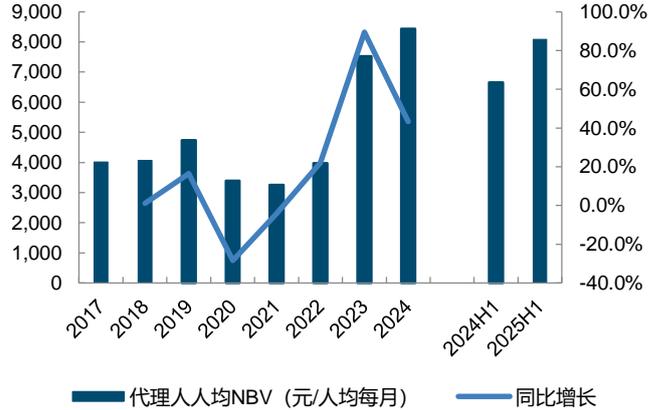
当前代理人规模趋于稳定, 产能处于高位(销售储蓄险为主、件均高)且高于内地上市寿险公司, 2025 年上半年, 代理人渠道新业务价值同比增长 17.0%, 代理人人均新业务价值同比增长 21.6%。但活动率 2019 年后处于 50%-55%之间, 具有提高空间。



图表17: 代理人规模



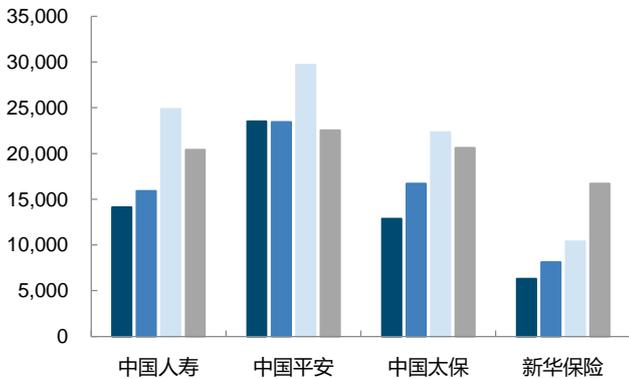
图表18: 代理人产能



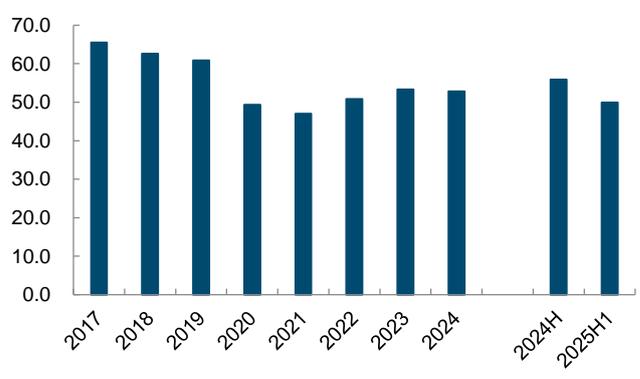
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表19: 代理人产能对比 (元/人均每月)



图表20: 代理人活动率 (%)



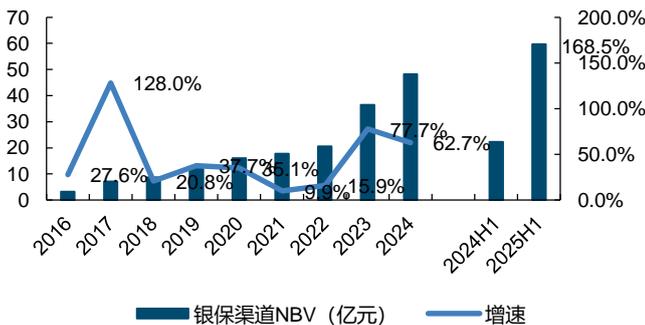
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

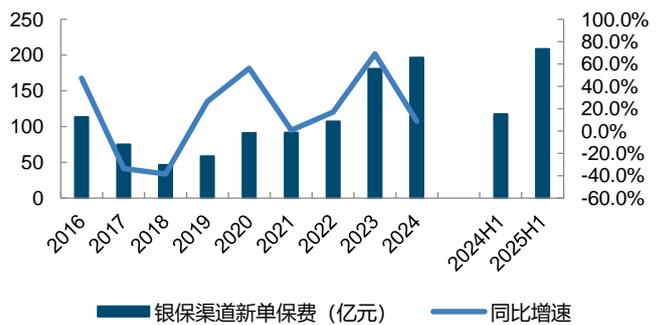
2) 银保渠道:

2020年起, 平安推出新银保策略, 通过深化内部综合金融协同和拓宽外部合作边界, 将银保渠道升级为核心增长引擎, 2020-2024年银保NBV增速达到31.6%, 在个险渠道承压阶段支撑集团价值增长。2024年, 银保渠道报行合一深化叠加1+3网点合作放开, 平安启动银保渠道的“5+5+N”策略, 将拓展外部银行渠道作为战略重点, 与5大国有行深度合作, 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, 同时全面优化网点人员配置, 坚持引入高素质人才, 强化专业化建设, 打造高质量、高产能、高收入的“三高”队伍, 推进标准化经营。2024年银保外部渠道的新业务价值同比+165%, 人均产能同比+71.8%, 领先银保整体表现。2025年上半年, 银保渠道新业务价值59.72亿元, 同比增长168.6%。

图表21: 银保渠道NBV



图表22: 银保渠道新单



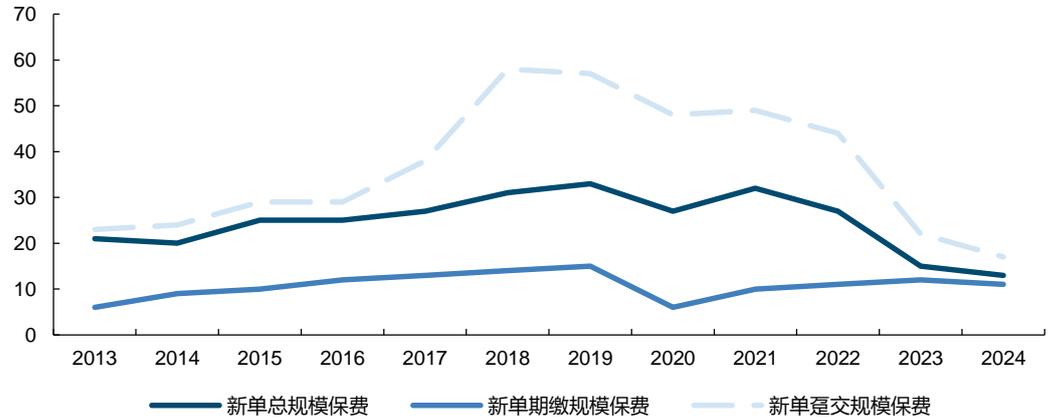
来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 4.0%、4.5%为价值指标投资收益率假设

来源: 公司公告, 国金证券研究所



居民存款迁徙，预计 2026 年银保渠道新单高增将延续，且头部集中趋势将延续，平安增速将显著高于行业。1) 分红险考验公司长期投资能力，银保渠道将对分红险产品准入更加严格，头部险企投资更具优势；2) 预定利率下调、报行合一压缩中小公司价格战、费用战空间；3) 银保渠道盈利能力改善，公司将继续全力拓展银保渠道，2025H1 外部可经营网点数量从年初的 1.2 万个稳步拓展至 1.7 万个，在较强的战略执行力下，预计公司渠道增长依旧会大幅领先行业。

图表23：平安银保市占率排名持续提升（位次）



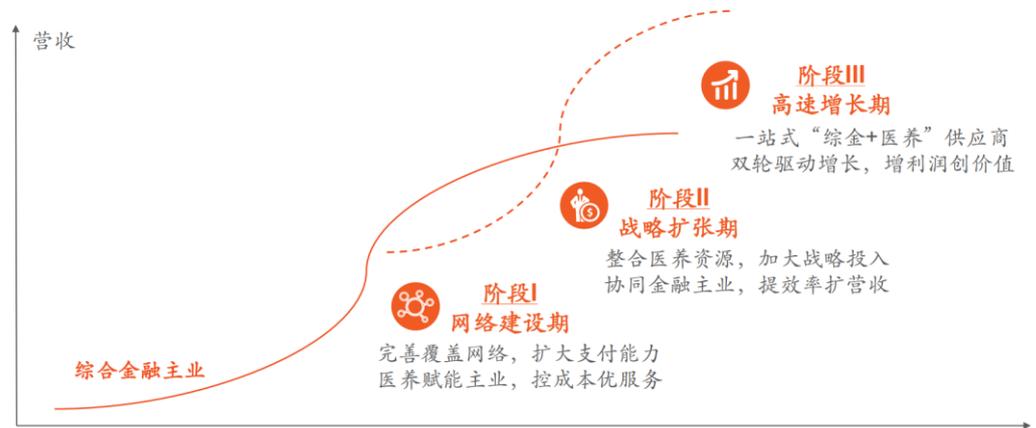
来源：13 个精算师，国金证券研究所

### 三、医养战略：步入战略扩张期，企康业务拓展收入边界

中国平安将“医疗+养老”提升至集团顶层战略。平安汲取 10 余年保险及医疗行业运营管理经验，将线上/线下医疗养老生态圈与作为支付方的金融业务无缝结合，一方面通过平安好医生、北大医疗两大平台对接的覆盖线上、线下网络的健康医疗服务，以及居家养老、高端养老赋能寿险销售，另一方面，通过企康业务，将企业委托健康福利金额向平安好医生引流（如买药），拓展平安好医生收入。当前公司“医疗+养老”已接近完成第一阶段的网络建设期，步入战略扩张期，即重点推进服务网络持续完善与核心差异化服务能力的规模化复制。

图表24：中国平安医养三阶段发展战略

#### 医养战略：三阶段发展路径，拓展新赛道，维持高成长性



来源：公司公告，国金证券研究所

#### 3.1 医疗养老生态圈赋能金融主业

“自营+合作”相结合，目前公司医疗健康生态形成了“保险+医疗健康”、“保险+养老服务”两大体系。自营旗舰方面，截至 2025H1，公司旗下拥有北大医疗 6 家三级医院，拥



有超 1700 人的自有医生团队，其中主任以上超 600 人，18 家健康管理中心，高品质康养布局 5 城 6 个项目。合作网络方面，平安整合国内外优质资源，提供“到线、到店、到家、到企”服务网络，覆盖医疗服务、健康服务、商品药品等资源，截至 2025 年 9 月末，在国内，平安内外部医生团队约 5 万人，合作医院数超 3.7 万家，已实现国内百强医院和三甲医院 100% 合作覆盖；合作健康管理机构数超 10.7 万家；合作药店数近 24.1 万家，全国药店覆盖率超 35%；在海外，平安的合作网络已经覆盖全球 35 个国家，超 1,300 家海外医疗机构，其中全球前 10 覆盖 7 家，全球前 100 覆盖 56 家。

图表25：平安医养服务布局现状



注：(1) 每月从音箱端、移动端或管家端使用过服务的客户占比。

来源：公司公告，国金证券研究所

1) “金融+医疗健康”方面：推动“平安家医”实现广泛覆盖，借助 AI 医疗技术赋能全场景服务，并持续创新“保险+医疗”产品，助力客户实现全周期健康管理。2025 年上半年，“平安家医”会员覆盖超 3,500 万人，家医年人均使用频次达 5 次，为保单用户提供专业持续健康关怀，院前提供 7x24 小时秒级问诊，精准推荐名医名院，协助预约挂号；院中提供省心省时的“就医宝典”，专人全程陪诊陪护；院后定制“康复指南”并随访复诊，实现“院前精准就医、院中高效治疗、院后安心康复”，满足客户“小病、慢病、大病和疾病”全周期管理的服务需求。同时，平安好医生推出了全场景、全周期、全生态的 AI 医疗产品矩阵：基于行业赋能的“有医”平台打造“机+人”、“人+机”系列医疗产品矩阵，包括全原生进化的名医数字分身、AI 家庭医生、AI 养老管家、AI 医务室、AI 健管师、AI 慢病管理师、AI 健康福利官等，一方面满足用户多样化的医疗健康需求，AI 辅助医生日均问诊承接量可达约 400 万人次，AI 辅助咨询问诊准确率约 98%，重疾 MDT 治疗方案准确率近 80%，另一方面降本增效成效显著，家医客均服务成本下降 52%，中台运营效率同比提升约 50%。



图表26: 平安好医生 AI 医生产品矩阵

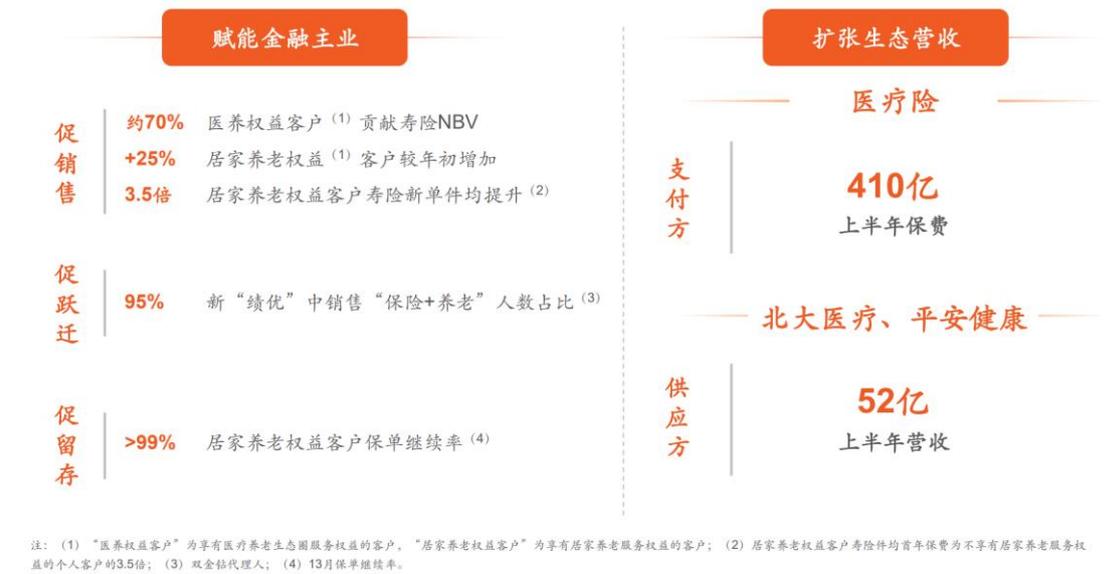


来源: 平安好医生公告, 国金证券研究所

2) “金融+养老服务”方面: 聚焦“保险+居家养老”、“保险+高端养老”产品打造。①居家养老: 截至 2025H1, 平安居家养老服务覆盖全国 85 个城市, 上线数百项十维居家养老服务, 近 21 万名客户获得居家养老服务资格, 较年初增加近 5 万人。②高端养老: 截至 2025H1, 平安高品质康养社区已布局 5 个城市, 共计 6 个项目, 均陆续进入建设阶段, 其中上海项目于 7 月试运营。

医疗养老生态圈通过获客及黏客赋能金融主业。截至 2025H1, 在平安近 2.47 亿的个人客户中, 有近 63% 的客户同时享有医疗养老生态圈提供的服务权益, 享有医疗养老生态圈服务权益客户的客均合同数约 3.37 个、客均 AUM 约 6.14 万元, 分别为不享有医疗养老生态圈服务权益的个人客户的 1.5 倍、4.1 倍。2025H1, 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, 其中医疗健康权益客户新业务价值占比约 27%, 养老权益客户新业务价值占比约 42%。

图表27: 平安医养服务赋能金融主业成效显著



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表28: 平安医养服务赋能金融主业成效显著

	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1-3
享有医疗养老生态圈服务权益的个人客户占比	61%	63%	64%	64%	63%	63%



	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1-3
享有医疗养老生态圈服务权益的客户 NBV 贡献	14%	31%	55%	73%	70%	70%
享有医疗养老生态圈权益客均合同数(个)	3.2	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4
不享有权益客均合同数(个)	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
享有医疗养老生态圈权益客均 AUM(万元)	3.9	4.0	5.5	5.6	6.0	6.3
不享有权益客均 AUM(万元)	1.7	1.3	1.8	1.6	1.6	1.6

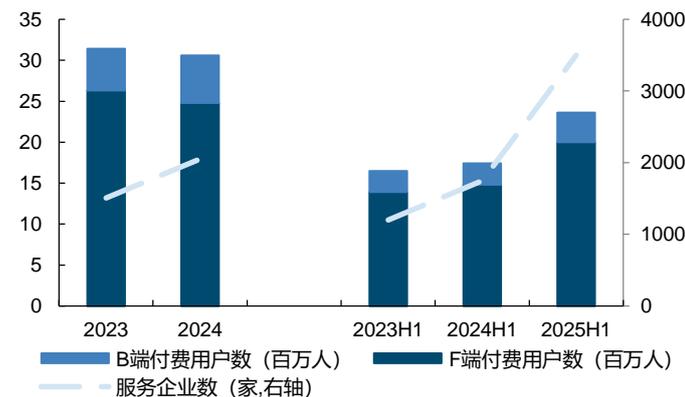
来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.2 TOB 企康业务拓宽收入边界

平安好医生聚焦企业员工健康福利需求，推动企康业务由单一费用补偿向综合健康保障模式升级。通过“中国平安企业健康保障计划”，平安好医生通过承接企业委托的健康福利预算，打造“商业保险+健康保障委托+医疗健康服务”解决方案，将购药、体检、问诊及健康管理等支出沉淀至平台，实现企业支付资金与医疗服务场景的深度绑定，形成稳定的 B 端付费来源。在此基础上，公司为企业提供“健康筛查+日常管理+就医绿通+财务保障”的全周期服务，同时提供到企健康教育讲座、职场健康角设立、员工压力管理等定制化服务，持续提升企业员工健康管理效率与福利价值。

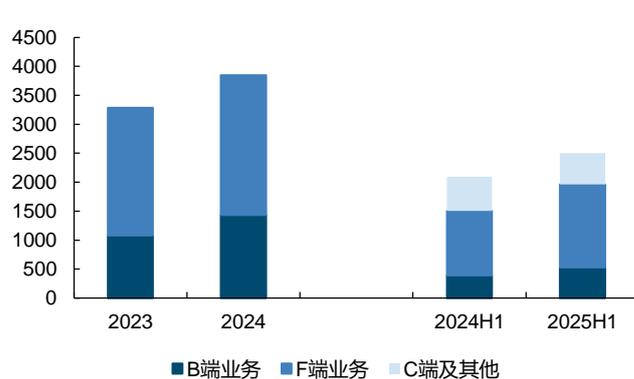
在客户拓展方面，公司依托平安集团企业客户资源实现快速触达，重点渗透健康管理预算充足、支付能力较强的中大型企业，同时持续强化自主销售体系，拓展集团外新增客户。随着集团客户渗透率提升及外部客户持续增长，公司企业客户规模快速扩大，2025 年前三季度，公司累计服务企业客户数超 4500 家，B 端付费用户数较上年同期增长 30.6%，保持良好增长态势，截至 2025 年 9 月末，平安集团医疗养老相关付费企业客户超 8.7 万家。

图表29: LTM 付费用户数及 B 端服务企业数



来源：平安好医生公司公告，国金证券研究所

图表30: B 端收入高速增长 (百万元)



来源：平安好医生公司公告，国金证券研究所

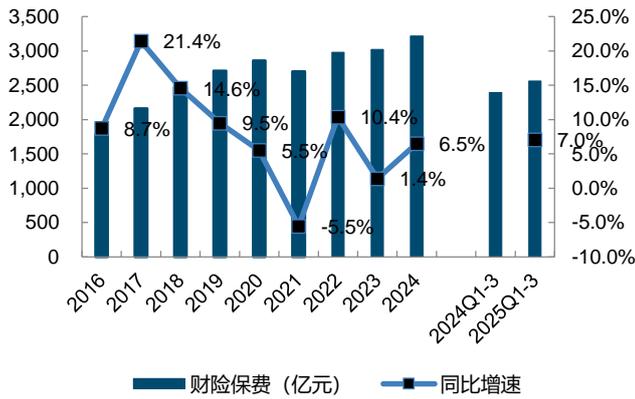
## 四、平安财险：风险出清尾声，承保盈利大幅改善

保费收入增速自 2019 年来放缓至个位数增长，一是由于车险保费和行业增速相当，且公司车险占比 65%，占比较高；二是，近年来缩减高风险保证险业务，使得非车险保费收入增长波动。

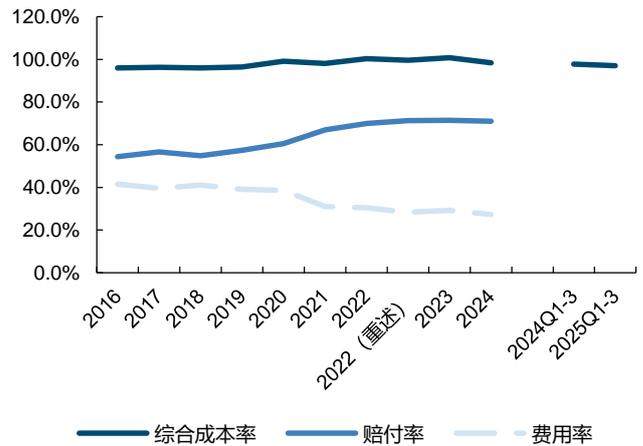
公司 2022 年 COR 开始抬升，主因保证险承压（为平安银行和陆金所贷款业务），2023 年开始大幅缩减保证险业务，2024 年开始公司 COR 优化。分险种来看，除了责任险部分年度 COR 高于 100%、保证险盈利差之外，其他险种盈利较好。



图表31: 财险保费收入



图表32: 财险 COR



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表33: 分险种 COR

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2024H1	2025H1	同比变化
车险	97.5%	97.4%	97.2%	98.2%	98.9%	95.8%	97.7%	98.1%	98.1%	95.5%	-2.60%
责任保险	91.2%	89.9%	97.6%	94.6%	105.1%	105.4%	106.3%	102.7%	98.0%	97.6%	-0.40%
保证保险	88.6%	88.6%	93.6%	111.0%	91.2%	131.4%	131.1%	102.2%	106.8%		
意外伤害保险	78.2%	82.3%	84.3%	88.8%	93.8%	94.5%	106.0%	99.0%	99.5%	98.4%	-1.10%
企业财产保险	82.8%	94.4%	83.6%	90.3%	92.9%		97.7%		94.7%		
健康保险								93.4%	95.9%	89.8%	-6.10%
农业保险								99.8%	95.9%	98.0%	2.10%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 五、资产端: 长债和 OCI 股票为压舱石, 增配权益提升弹性

中国平安从 2018 年开始就大幅增配长债, 更早地拉长久期, 资产久期长于 12 年。公司 18-24 年间的大部分年度股票+权益型基金占比 9%-10%, 2025 年开始大幅增配权益, 2025H1 股票+权益基金占比较年初提升 2.6pct 至 12.6%, 2025Q3 在利率上行致使债券市值承压的背景下, 公司 TPL 资产规模仍实现 1,437 亿元增长, 反映出资产端配置结构有所调整, 预计公司加大了 TPL 权益类资产配置, 全年二级权益仓位较 2025H1 仍有较大幅度提升。

图表34: 保险资金大类资产配置

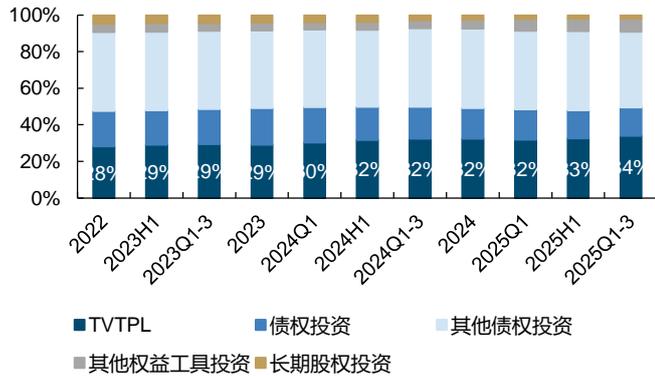
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2022 (新准则回算)	2023	2024	2025H1
现金等价物及定期存款	12.3%	11.4%	9.6%	8.4%	8.1%	8.7%	8.7%	6.9%	7.2%	7.9%
债权型金融资产	66.5%	69.7%	70.1%	71.5%	71.7%	71.2%	71.0%	72.7%	73.8%	70.9%
债券投资	43.8%	45.5%	46.9%	50.2%	48.6%	50.7%	54.6%	58.1%	61.7%	60.8%
债券型基金	0.5%	1.6%	1.3%	1.3%	2.3%	2.5%	2.5%	2.3%	1.8%	1.3%
优先股	3.2%	2.9%	3.6%	3.2%	3.0%	2.7%	2.7%	2.4%	2.0%	1.8%
永续债	0.0%	0.0%	0.6%	1.4%	1.5%	0.9%	0.9%	1.1%	1.9%	1.4%
保户质押贷款	3.4%	4.0%	4.3%	4.3%	4.6%	4.3%	-			
债权计划投资	5.7%	5.6%	4.1%	4.3%	5.0%	4.2%	4.2%	4.0%	3.2%	2.8%
理财产品投资	9.9%	10.2%	9.3%	6.7%	6.7%	6.0%	6.1%	4.8%	3.2%	2.7%
权益投资	15.7%	12.8%	14.0%	13.5%	12.9%	12.3%	12.4%	13.0%	12.9%	15.2%
股票	11.1%	8.3%	9.2%	8.4%	7.0%	5.2%	5.3%	6.2%	7.6%	10.5%
权益型基金	1.4%	1.6%	1.5%	1.8%	2.3%	3.4%	3.4%	3.1%	2.3%	2.1%
理财产品投资	1.6%	1.2%	1.2%	1.1%	0.8%	1.2%	1.2%	1.4%	0.9%	0.6%



	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2022 (新准则回算)	2023	2024	2025H1
非上市股权	1.6%	1.8%	2.1%	2.2%	2.8%	2.5%	2.5%	2.3%	2.1%	2.0%
长期股权投资	2.4%	3.3%	3.8%	4.2%	4.1%	4.7%	4.7%	4.3%	3.5%	3.1%
投资性物业	2.0%	1.9%	1.9%	1.7%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%	2.3%	2.2%
其他投资	1.2%	0.9%	0.7%	0.8%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.7%

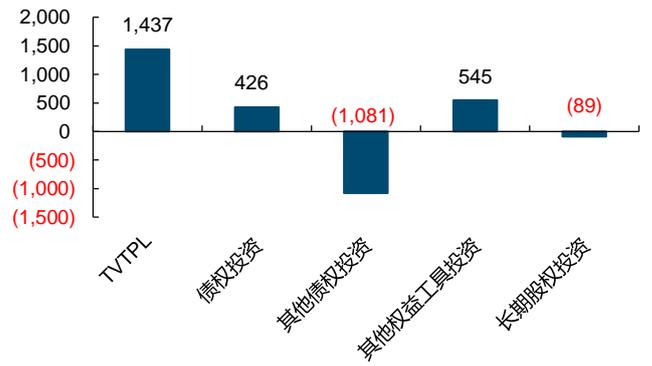
来源：公司公告，国金证券研究所

图表35：中国平安金融资产分类



来源：公司公告，国金证券研究所

图表36：25Q3 单季金融资产变动规模（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

中国平安从 2018 年开始实行 IFRS9 新准则，OCI 股票布局早于其他公司，近几年 OCI 占比 60% 以上，构成稳定的底仓，但银行持仓占比较高，银行持股最新市值高达 5200 亿左右，预计 2025Q3 公司加仓了 TPL 权益，OCI 股票占比或有下降。

图表37：上市险企股票资产分账户情况

亿元	FVOCI 股票				FVOCI 股票占股票比例				FVOCI 股票占股票+基金的比例			
	2023	2024	25H1	较上年末增长	2023	2024	25H1	较上年末增长	2023	2024	25H1	较上年末增长
平安	1751	2632	4243	61.2%	59.9%	60.2%	65.3%	5.2pct	32.2%	39.0%	49.4%	10.4pct
太保	271	761	957	25.9%	14.4%	29.8%	33.8%	4.0pct	10.8%	24.0%	27.4%	3.4pct
国寿	148	602	1403	133.2%	3.4%	12.0%	22.6%	10.6pct	2.3%	7.4%	14.4%	7.0pct
新华	53	306	374	22.3%	4.9%	16.9%	18.8%	1.9pct	2.8%	10.0%	11.7%	1.8pct
人保	160	273	439	60.7%	35.2%	45.4%	46.4%	1.1pct	9.8%	18.6%	23.3%	4.7pct
太平	224	476	488	2.4%	19.8%	36.6%	34.9%	-1.7pct	11.4%	23.4%	22.9%	-0.5pct
阳光	301	466	589	26.4%	57.2%	69.0%	70.4%	1.4pct	52.3%	64.0%	66.0%	2.0pct
合计	2890	5478	8454	54.3%	23.7%	33.8%	41.1%	7.3pct	14.3%	21.8%	28.4%	6.7pct

亿元	FVOCI 股票占投资资产的比例				FVPL 股票			
	2023	2024	25H1	较上年末增长	2023	2024	25H1	较上年末增长
平安	3.7%	4.6%	6.8%	2.2pct	1,170	1,742	2,250	29.2%
太保	1.2%	2.8%	3.3%	0.5pct	1,613	1,790	1,874	4.7%
国寿	0.3%	0.9%	2.0%	1.1pct	4,154	4,409	4,799	8.8%
新华	0.4%	1.88%	2.2%	0.3pct	1,010	1,502	1,618	7.7%
人保	1.1%	1.7%	2.5%	0.8pct	295	329	507	54.0%
太平	1.7%	3.0%	2.9%	-0.2pct	909	826	911	10.3%
阳光	6.3%	8.5%	10.0%	1.5pct	225	210	248	18.3%
合计	1.7%	2.7%	3.9%	1.2pct	9304	10742	12135	13.0%

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太平为港元

图表38：平安持股银行情况

持股数量（亿股）	占总股本比例	持股余额（亿元）
----------	--------	----------

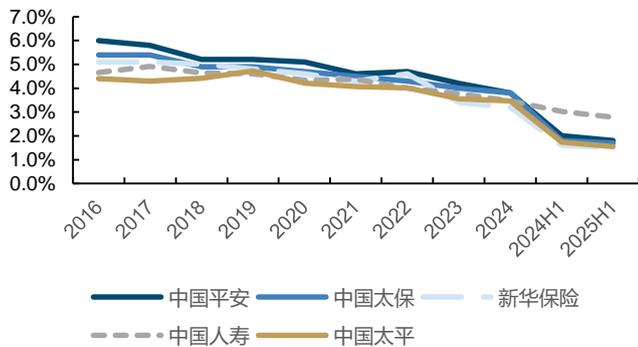


	持股数量 (亿股)	占总股本比例	持股余额 (亿元)
建设银行 H	120.54	4.61%	831.7
工商银行 H	165.11	4.63%	927.2
邮储银行 A	23.82	1.98%	117.45
邮储银行 H	33.82	2.82%	145.00
农业银行 A	49.13	1.40%	328.22
农业银行 H	80.28	2.29%	366.90
招商银行 H	11.11	4.40%	467.42
汇丰银行 H	15.03	8.75%	192.03

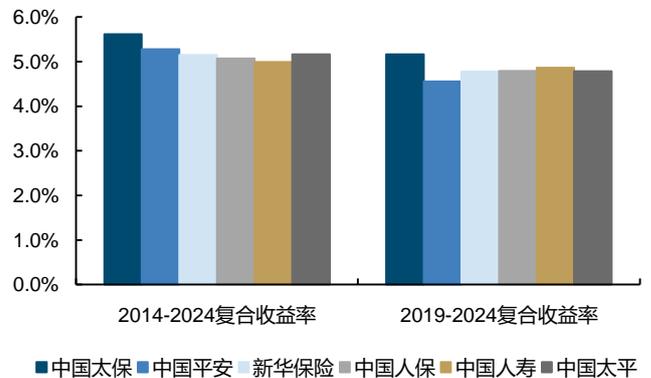
来源: wind、中保协、披露易, 国金证券研究所

平安的大类配置思路较为领先, 高度重视净投资收益率是投资收益的基石, 从 2018 年开始就大幅增配长债和高股息股票, 使得其净投资收益率水平高于其他公司。综合投资收益率近 5 年为 4.6%, 处于中等水平, 受到 2020-2022 年银行股股价低迷以及华夏幸福大量减值的影响。2024、2025Q3 (未年化) 综合投资收益率分别为 5.8%、5.4% 实现积极改善。

图表39: 净投资收益率对比



图表40: 复合综合投资收益率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 半年度数据除国寿为部分年化外, 其余公司未年化

来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 人保剔除了长股投的投资收益

图表41: 上市险企投资收益率对比

	净投资收益率		总投资收益率		综合投资收益率	
	2024Q1-3	2025Q1-3	2024Q1-3	2025Q1-3	2024Q1-3	2025Q1-3
中国人寿 (部分年化)			5.4%	6.4%		
中国平安 (未年化)	3.1%	2.8%			4.4%	5.4%
中国太保 (未年化)	2.9%	2.6%	4.7%	5.2%	5.0%	5.4%
新华保险 (未年化)			5.1%	6.5%	5.2%	6.6%
中国人保 (未年化)			4.6%	5.4%	4.9%	5.7%
中国财险 (未年化)			4.6%	5.4%		

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

## 六、盈利预测与投资建议

居民存款大量到期, 分红险相对银行存款、理财、债基等的竞争力明显, 公司银保渠道网点拓展具备较大空间, 预计在较强的战略执行力下, 渠道增长依旧会大幅领先行业, 2026 年 NBV 仍有望实现高速增长, 预计 NBV 增速 2025-2027 年为 28.6%、17.0%、13.8%, EV 增速为 10.9%、10.2%、9.5%。

图表42: NBV 预估

单位: 百万元	2024	2025E	2026E	2027E
---------	------	-------	-------	-------



单位：百万元	2024	2025E	2026E	2027E
新业务价值 (4.0%新假设)	28,534	36,701	42,932	48,870
新业务价值 (分渠道)	40,024	36,701	42,932	48,870
个人业务	39,781	36,440	42,657	48,582
代理人渠道	31,870	24,289	24,742	26,722
电销、互联网及其他渠道	3,086	3,311	3,556	3,911
银保渠道	4,825	8,839	14,359	17,949
团险业务	243	261	274	288
<b>新业务价值增速</b>	<b>28.8%</b>	<b>28.6%</b>	<b>17.0%</b>	<b>13.8%</b>
单位：百万元	2024	2025E	2026E	2027E
用来计量新业务价值的首年保费	154,027	157,392	192,161	218,501
个人业务	125,001	131,269	164,732	189,700
代理人渠道	88,421	72,505	76,130	82,221
电销、互联网及其他渠道	16,937	19,478	21,815	23,996
银保渠道	19,643	39,286	66,786	83,483
团险业务	29,026	26,123	27,430	28,801
新单保费增速	2024	2025E	2026E	2027E
用来计量新业务价值的首年保费	-7.1%	2.2%	22.1%	13.7%
个人业务	-6.5%	5.0%	25.5%	15.2%
代理人渠道	-12.0%	-18.0%	5.0%	8.0%
电销、互联网及其他渠道	12.5%	15.0%	12.0%	10.0%
银保渠道	8.6%	100.0%	70.0%	25.0%
团险业务	-9.6%	-10.0%	5.0%	5.0%
新业务价值率 (按首年保费)	2024	2025E	2026E	2027E
个人业务	31.8%	27.8%	25.9%	25.6%
代理人渠道	36.0%	33.5%	32.5%	32.5%
电销、互联网及其他渠道	18.2%	17.0%	16.3%	16.3%
银保渠道	24.6%	22.5%	21.5%	21.5%
团险业务	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%

来源：wind，国金证券研究所

NBV 高增之下预计 2026 年 GSM 余额将恢复正增长、负债成本快速压降下利差改善叠加营运偏差好转，预计公司营运利润增长有望回暖，预估寿险及健康险 2025-2027 年营运利润增速分别为 3.7%、6.2%、5.5%；集团营运利润 2025-2027 年增速分别为 5.0%、8.2%、7.8%。

**图表43：寿险营运利润预估**

(百万元)	2023 (重述)	2024	2025E	2026E	2027E	
保险服务业绩及其他	88,587	86,031	80,911	83,044	83,868	
合同服务边际摊销	[A]=[B]*[C]	74,787	71,140	68,304	67,829	67,832
合同服务边际摊销基础	[B]	843,227	802,452	767,460	762,122	762,153
合同服务边际摊销比例	[C]	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
非金融风险调整变动	[D]=[E]*[F]	6,029	6,859	7607	8215	9037
期初风险调整余额	[E]	142,249	157,162	172,878	186,708	205379
风险调整释放比例	[F]	4.2%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
营运偏差和其他		7,771	8,032	5,000	7,000	7,000
投资服务业绩		17,177	17,552	26,467	30,950	36,415



(百万元)		2023 (重述)	2024	2025E	2026E	2027E
税前营运利润		105,764	103,583	107,377	113,994	120,283
所得税		(5,989)	(7,561)	(7,838)	(8,321)	(8,780)
营运利润		99,775	96,022	99,539	105,673	111,503
yoy			-3.8%	3.7%	6.2%	5.5%
寿险及健康险业务合同服务边际变动表		2023 (重述)	2024	2025E	2026E	2027E
期初合同服务边际	[A]	818,683	768,440	731,312	699,156	694,293
新业务贡献	[B]	38,951	35,405	35,405	38,237	41,296
新业务保费现值	[C]	384,254	395,481			
新业务利润率	[D]=[B]/[C]	10.1%	9.0%			
预期利息增长	[E]	25,332	24,051	22,743	21,729	21,564
调整合同服务边际的估计变更	[F]	(46,374)	(20,640)	(25,000)	-	2000
适用浮动收费法业务的保险合同金融风险变动	[G]	6,635	(4,804)	3,000	3,000	3,000
合同服务边际摊销基础	[H]=[A]+[B]+[E]+[F]+[G]	843,227	802,452	767,460	762,122	762,153
合同服务边际摊销	[I]=X%*[H]	(74,787)	(71,140)	(68,304)	(67,829)	(67,832)
期末合同服务边际	[J]=[H]+[I]	768,440	731,312	699,156	694,293	694,321

来源: wind, 国金证券研究所

**图表44: 集团营运预估**

分部归母营运利润 (百万元)		2023 (重述)	2024	2025E	2026E	2027E
集团合并		111728	121862	127931	138386	149112
yoy			9.1%	5.0%	8.2%	7.8%
寿险及健康险业务		98809	96975	96633	102587	108247
财产保险业务		8918	14952	16298	17927	19720
银行业务		26925	25796	25022	25022	25022
资产管理业务		(20747)	(11899)	(6500)	(3000)	1000
金融科技与医疗科技业务		1905	(29)	1000	1050	1103
其他业务及合并抵消		(4083)	(3932)	(4522)	(5200)	(5980)

来源: wind, 国金证券研究所

投资端受益于 25Q3 市场显著上涨, 但 Q4 市场偏震荡, 预计 25 年全年归母净利润个位数正增长, 低基数+权益市场慢牛长牛预期下, 预计 2026 年有望实现利润的较高速增长, 预计 2025-2027 年归母净利润同比增速分别为 6.0%、21.3%、12.1%。

**图表45: 中国平安盈利预测与估值**

亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,138	10,289	10,775	11,084	11,832
增速	3.8%	12.6%	4.7%	2.9%	6.8%
归母净利润	857	1,266	1,343	1,628	1,825
增速	-22.8%	47.8%	6.0%	21.3%	12.1%
新业务价值	311	285	367	429	489
增速	36.2%	28.8%	28.6%	17.0%	13.8%
ROE	10%	2%	2%	2%	2%
EPS (元/股)	4.70	6.95	7.41	8.99	10.08
BVPS (元/股)	49.37	50.99	55.66	60.98	67.04
EVPS (元/股)	76.34	78.12	87.11	96.04	105.11



亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
DPS	2.43	2.55	2.68	2.89	3.12
增速	0.41%	5%	5%	8%	8%
PB (A股)	1.27	1.23	1.12	1.03	0.93
PEV (A股)	0.82	0.80	0.72	0.65	0.60
股息率 (A股)	3.9%	4.1%	4.3%	4.6%	5.0%
PB (H股)	1.13	1.10	1.00	0.92	0.83
PEV (H股)	0.73	0.72	0.64	0.58	0.53
股息率 (H股)	4.3%	4.6%	4.8%	5.2%	5.6%

来源: wind、公司公告, 国金证券研究所 注: NBV 增速为同比增速

**中长期资产负债两端基本面向上, 支撑估值向上修复。**1) 资产端: 近期国新办新闻发布会, 央行表示物价水平已现积极变化, 通胀如回升将带来长债利率中枢上移, 叠加股市长牛预期、资产管理板块风险进入出清尾声, 预计公司综合投资收益率中枢稳定, 支撑保险股估值向上。2) 负债端: 量价齐升新周期。①量: 居民中长期存款到期高峰已至, 分红险具备保底利率+有吸引力的演示利率, 相较于存款和理财优势明显, 将承接低风险偏好资金的迁移; 公司银保渠道网点拓展具备较大空间, 预计在较强的战略执行力下, 渠道增长依旧会大幅领先行业, 驱动新单保费双位数增长。②价: 新增保单有利差益, 在新单摊薄与“报行合一”等政策下, 预计存量保单负债成本开始下降, 盈利能力提升。

**低配修复与高股息优势共振下, 资金面边际改善具备持续性。**一是公募基金显著低配, 在高质量发展政策导向下, 主动权益产品的考核机制更加强调相对基准表现, 为了不跑输基准, 未来主动基金或将向基准权重较高、基本面稳健的个股回补仓位。二是公司分红挂钩营运利润, 近 10 年来 DPS 持续稳健增长, 复合增速 21.0%, 假设 2025、2026 年 DPS 分别+5%、+8%, 对应 2026 年 A/H 股息率分别为 4.6%、5.2%, 对保险资金及其他红利型长期资金具备较强吸引力。

图表46: 25Q3 中国平安显著欠配

比较基准: 沪深 300				比较基准: 中证 800			
公司名称	标的持股占比 (%)	沪深 300 权重 (%)	低配比例	公司名称	标的持股占比 (%)	中证 800 权重 (%)	低配比例
中国平安	0.63	2.40	-1.77	中国平安	0.59	1.75	-1.16

来源: wind, 国金证券研究所

**当前公司估值隐含的投资收益率假设仍处低位, 存在较大低估。**截至 3 月 11 日, 公司 2026 年 A/H 股 PEV 估值仅 0.65、0.58X, 隐含的投资收益率假设为 1.7%、1.3%。考虑到当前市场对于 EV 估值体系的信任度在降低, 核心在于: 调整后净资产的负债评估利率是一个手动调整的数据, 并且没有跟市场利率及时变化, 预计目前各公司处于偏高水平; 有效业务价值的投资收益率假设为 4%, 长期实现或有难度。因此, 我们以“调整后有效业务价值+净资产+新业务价值 5 年贴现值”对中国平安进行估值: ①长端利率快速向下预期扭转叠加长牛预期, 测算公司未来 20 年投资收益率中枢高于 3.5%的确定性较强, 保守情形下, 将 VIF 折价至 3.5%; ②假设 2028-2031 年公司 NBV 增速为 10%, 将公司未来 5 年的 NBV 的投资收益率假设折价至 3.5%并贴现至 2026 年, 对应贴现值为 2,606 亿元, 以此计算公司合理估值为 16,782 亿元, 对应目标价 92.68 元, 对应 A/H 股空间分别为 49%、66%, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表47: 中国平安合理估值

单位: 亿元	2026E 内含价值	2026PEV	2026E 内含价值 (由净资产替换调整净资产)	2026PEV (由净资产替换调整净资产)	2026E 内含价值 (3.5%假设 VIF+净资产)	2026PEV (3.5%假设 VIF+净资产)	2026E 内含价值 (3.5%假设 VIF+净资产)+新业务价值倍数	合理 PEV 估值	空间
601318.SH 中国平安 A	17,390	0.65	15,764	0.71	14,176	0.79	16,782	0.96	49%
2318.HK 中国平安 H	17,390	0.58	15,764	0.64	14,176	0.71	16,782	0.96	66%

来源: wind, 国金证券研究所



## 七、风险提示

- 1) 长端利率超预期下行：保险资金再投资压力增大，或进一步引发利差损风险担忧，压制估值表现；
- 2) 新单销售增速放缓：银保渠道竞争加大，存在保费规模增长乏力、新业务价值增速不及预期的风险；
- 3) 权益市场波动：拖累投资收益与利润表现。


**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币亿元)						主要财务指标						
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标 (元)		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
保险服务收入	5,364	5,512	5,685	5,924	6,192	每股收益	4.70	6.95	7.41	8.99	10.08	10.08
银行业务利息收入	1,189	939	918	881	896	每股净资产	49.37	50.99	55.66	60.98	67.04	67.04
非银行业务利息收入	1,185	1,236	1,227	1,190	1,154	每股内含价值	76.34	78.12	87.11	96.04	105.11	105.11
投资收益	369	836	1,792	1,855	2,271	每股新业务价值	1.71	1.57	2.03	2.33	2.56	2.56
公允价值变动损益	-90	665				<b>价值评估 (倍)</b>						
其他收益	1,120	1,101	1,154	1,234	1,318	P/E	13.30	9.00	8.44	6.96	6.21	6.21
营业收入	9,138	10,289	10,775	11,084	11,832	P/B	1.27	1.23	1.12	1.03	0.93	0.93
保险服务费用	-4,402	-4,491	-4,632	-4,854	-5,115	P/EV	0.82	0.80	0.72	0.65	0.60	0.60
其他支出	-3,528	-4,082	-4,253	-3,938	-4,148	<b>盈利能力指标</b>						
营业支出	-7,929	-8,573	-8,884	-8,792	-9,263	净投资收益率	4.2%	3.8%	3.6%	3.5%	3.4%	3.4%
营业利润	1,209	1,716	1,891	2,292	2,569	总投资收益率	3.0%	3.9%	4.9%	4.4%	4.5%	4.5%
税前利润	1,201	1,705	1,878	2,278	2,553	净资产收益率	9.7%	13.9%	13.9%	15.4%	15.7%	15.7%
所得税	-108	-238	-282	-342	-383	总资产收益率	0.8%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%
归属于母公司股东的净利润	857	1,266	1,343	1,628	1,825	<b>盈利增长</b>						
少数股东损益	236	201	254	308	345	净利润增长率	-22.8%	47.8%	6.0%	21.3%	12.1%	12.1%
<b>资产负债表 (人民币亿元)</b>						集团内含价值增长率	-2.0%	2.3%	10.9%	10.2%	9.5%	9.5%
现金及存款投资	3,277	4,106	4,746	5,003	5,423	新业务价值增长率	36.2%	28.8%	28.6%	17.0%	13.8%	13.8%
债权投资	34,314	42,273	48,688	53,340	58,594	<b>综合偿付能力充足率</b>						
股权投资	6,117	7,411	8,898	10,513	11,963	集团偿付能力充足率	208.0%	204.1%	210.0%	200.0%	185.0%	185.0%
其他投资	3,514	3,525	3,579	3,647	3,773	寿险偿付能力充足率	194.7%	189.2%	180.0%	185.0%	185.0%	185.0%
总投资资产	47,222	57,314	65,911	72,502	79,753	财险偿付能力充足率	207.8%	205.3%	200.0%	190.0%	190.0%	190.0%
分保资产	222	261	273	273	273	<b>内含价值(人民币亿元)</b>						
其他资产	68,390	72,003	74,241	78,635	82,774	调整后净资产	9,437	10,230	11,048	11,932	12,887	12,887
资产总计	115,834	129,578	140,426	151,411	162,800	有效业务价值	4,465	3,996	4,726	5,458	6,148	6,148
保险合同负债	41,598	49,848	56,517	63,227	69,903	内含价值	13,901	14,226	15,774	17,390	19,035	19,035
其他负债	61,947	66,683	69,810	72,809	76,075	一年新业务价值	311	285	367	422	464	464
负债总计	103,545	116,531	126,327	136,036	145,979	内含价值回报率	7.8%	8.4%	10.5%	11.0%	11.4%	11.4%
实收资本	182	182	181	181	181							
归属于母公司股东权益	8,990	9,286	10,079	11,043	12,140							
少数股东权益	3,300	3,761	4,019	4,331	4,680							
负债和所有者权益合计	115,834	129,578	140,426	151,411	162,800							

来源：公司年报、wind，国金证券研究所 注：NBV 规模为当年披露值，增速为同比口径；2024-2027 年投资收益率测算口径与 2023 年不一致



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	6	11	28	44	98
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.02	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究