

# 中国平安 (601318.SH)

## 深化渠道改革，重彰龙头质量

优于大市

### 核心观点

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。公司成立于1988年，为国内第一家股份制保险公司。成立以来，公司逐步将业务扩展至产险、寿险、证券、信托、银行、资管、科技及医疗健康等领域，形成以“综合金融+医疗养老+科技创新”的综合业务架构。截至2024年三季度末，公司实现营业收入7753.8亿元，同比增长9.99%；实现归母净利润1191.8亿元，同比增长36.09%，营收及归母净利润规模均位列上市险企首位，综合实力强劲。

**平安寿险：品牌优势及渠道建设夯实公司财富管理优势。**通过打造一体化综合金融生态，公司深耕价值型保险产品供给，公司品牌及价值效应凸显。代理人渠道方面，以高效-高收入-高留存促进代理人渠道正向循环发展。2024H1平安集团代理人月均收入11962元，寿险代理人月均收入9608元，均约为2021年的2倍。银保渠道方面，平安寿险与平安银行的独家代理关系使得保险利润更多留存在集团内部，银行广大的零售客户群体、广泛的网点是平安产品销售的强力支撑。

**平安财险：科技助力打造“护城河”。**作为我国财产险行业“老三家”之一，平安产险业务规模及市场份额稳居行业前二。多年来，公司依托自身存量竞争优势及规模效应，实现业务的较好增速，过去五年财险业务平均增速为5.3%。平安产险深耕科技化及系统化领域建设，形成了以“平安好车主”APP为核心的数字化运营平台，赋能承保、服务、理赔等多业务环节，打造公司差异化竞争优势。

**投资业务：配置稳健均衡，不动产投资战略转向物权投资。**公司投资资产规模保持稳健增长态势，投资结构稳定。截至2024年6月30日，保险资金投资组合规模超5.20万亿元，较年初增长10.2%。平安不动产投资规模占投资资产比例呈下降趋势，公司持续加强不动产投资风险管控。过去几年，公司持续加强针对不动产投资的风险管控水平，不动产投资规模及占比呈下降趋势。结合公司在相应领域投资战略的调整，整体风险水平可控。

**盈利预测与估值：**中国平安坚持“综合金融+医疗养老”的战略布局，持续推进负债端业务发展的韧性。我们预计公司2024年至2026年EPS为5.98/6.55/7.54元/股，当前股价对应公司P/EV为0.63/0.59/0.54倍，对应目标价为69.99至75.68元/股，目前仍有23%至33%的上升空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

**风险提示：**盈利预测及估值风险；市场竞争加剧；利率下行风险；投资收益持续震荡；渠道费用导致的负债端成本上升风险；监管趋严等。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,110,568	913,789	961,848	1,012,392	1,075,079
(+/-%)	-5.92%	-17.72%	5.26%	5.25%	6.19%
归母净利润(百万元)	83,774	85,665	108,849	119,276	137,365
(+/-%)	-17.56%	2.26%	27.06%	9.58%	15.17%
摊薄每股收益(元)	4.80	4.84	5.98	6.55	7.54
每股内含价值	77.89	83.88	90.29	97.20	0.00
(+/-%)	2.03%	7.69%	7.64%	7.66%	-100.00%
PEV	0.73	0.68	0.63	0.59	0.54

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 非银金融·保险 II

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

联系人：王京灵

0755-22941150

wangjingling@guosen.com.cn

证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

#### 基础数据

投资评级	优于大市(首次评级)
合理估值	69.99 - 75.68元
收盘价	52.65元
总市值/流通市值	958769/958769百万元
52周最高价/最低价	62.80/37.62元
近3个月日均成交额	4742.22百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

## 内容目录

<b>公司简介：步步为营打造综合金融集团</b>	<b>6</b>
历史沿革：十年一步，拾级而上	6
股权结构：股东背景多元，股权结构分散	8
公司治理：分散股权结构 有利管理层战略执行	8
<b>行业概况：保费增长良好，行业格局改善</b>	<b>9</b>
保费规模：寿险仍是主力军，客需持续旺盛	9
行业格局：中小险企竞争力缺失，行业集中度正在提升	11
<b>平安寿险：集团核心，新业务改善</b>	<b>13</b>
寿险新业务：对 EV 增长贡献提升	13
寿险渠道：代理人质态好转，银保布局持续深入	16
寿险产品：低利率、净值化时代的“压舱石”之一	17
<b>平安产险：科技助力打造“护城河”</b>	<b>19</b>
车险业务：科技赋能客户生态圈建设	19
非车险业务：保费规模企稳，COR 持续改善	22
<b>平安银行：投资收益增长，拨备逐步释放</b>	<b>24</b>
<b>科技业务：多元科技布局</b>	<b>26</b>
<b>投资业务：配置稳健均衡</b>	<b>28</b>
投资规模稳健增长，配置结构彰显韧性	28
非标及不动产投资风险可控	31
投资收益短期承压	35
<b>财务分析</b>	<b>36</b>
成长能力：营收及净利润增速回升	36
<b>盈利预测</b>	<b>38</b>
假设前提	38
未来 3 年盈利预测	39
盈利预测的敏感性分析	40
<b>估值与投资建议</b>	<b>40</b>
相对估值：目标价为 69.99 至 75.68 元/股	40
投资建议	42
<b>风险提示</b>	<b>43</b>
<b>附表：财务预测与估值</b>	<b>45</b>

## 图表目录

图 1: 中国平安发展历程	6
图 2: 中国平安归母营运利润规模及增速 (单位: 亿元)	7
图 3: 中国平安分部业务归母营运利润占比变化趋势	7
图 4: 中国平安股权结构图	8
图 5: 人身险、财产险保费规模及人身险占比 (单位: 亿元)	10
图 6: 人身险各险种保费规模占比	10
图 7: 中国主力财富人群人口数量占比变化趋势	10
图 8: 保险产品在当前居民资产配置中占比较低但增速较快	11
图 9: 龙头险企人身险市占率	11
图 10: 龙头险企财产险市场格局	11
图 11: 各类保险机构数量 (单位: 家)	12
图 12: 中资保险公司分支公司数量 (单位: 家)	12
图 13: 与中小险企相比, 上市险企主力产品 IRR 收益率增长更慢且上限更低	12
图 14: 平安寿险及健康险 EV 规模及增速 (单位: 亿元)	14
图 15: 平安寿险及健康险 NBV 规模及变动趋势 (单位: 亿元)	14
图 16: 内含价值预计回报对内含价值增长的拉动	14
图 17: NBV 对内含价值增长的拉动	14
图 18: 寿险及健康险新单规模及增速 (单位: 亿元)	15
图 19: 寿险及健康险 NBVM 变化趋势	15
图 20: 平安寿险新业务价值占比-按渠道	15
图 21: 平安寿险新单保费占比-按渠道	16
图 22: 平安寿险 NBVM 变化趋势-按渠道	16
图 23: 平安集团代理人数量变化 (单位: 万人)	16
图 24: 平安集团代理人收入变化 (元/人/月)	16
图 25: 平安寿险代理人人均 NBV (单位: 元/人)	17
图 26: 平安集团代理人活动率 (单位: %)	17
图 27: 平安寿险保费结构变化-按险种	18
图 28: 平安寿险保费规模及分红险+万能险占比 (单位: 亿元)	18
图 29: 2019-2024Q1 财险公司整体业务市占率 (单位: %)	19
图 30: 2023 年不同规模的财险公司保费增速及 ROE (单位: %)	19
图 31: 平安产险营运利润及营运 ROE (单位: 百万元, %)	19
图 32: 上市险企车险业务占比 (单位: %)	19
图 33: 平安产险各险种保费收入水平 (单位: 亿元)	20
图 34: 上市险企车险业务占比 (单位: 亿元, %)	20
图 35: 部分“平安好车主”APP 功能展示	20
图 36: 综合改革前后车辆平均所缴保费、车险综合费用率、车险手续费率变化情况 (单位: 元、%)	21
图 37: 2019 年至 2023 年行业车险原保险保费收入及增速 (单位: 亿元、%)	22

图 38: 2019 年至 2024 年 H1 公司责任险原保险保费收入及增速 (单位: 亿元、%)	22
图 39: 2022 年至 2024 年 H1 意健险 保费收入及增速 (单位: 亿元、%)	23
图 40: 2019 年至 2024H1 企财险业务保费收入及 COR (单位: 亿元、%)	24
图 41: 2019 年至 2024H1 信保业务保费收入及 COR (单位: 亿元、%)	24
图 42: 平安银行营收规模及增速 (单位: 亿元)	25
图 43: 平安银行归母净利润规模及增速 (单位: 亿元)	25
图 44: 平安银行生息资产规模及增速 (单位: 亿元)	25
图 45: 平安银行净息差高于股份行平均值	25
图 46: 平安银行手续费及佣金收入及增速 (单位: 亿元)	26
图 47: 平安银行投资收益规模及增速 (单位: 亿元)	26
图 48: 平安银行不良率低于股份行平均值	26
图 49: 平安银行资本充足率保持高位	26
图 50: 成员公司简介	27
图 51: 陆金所营业收入及归母净利润 (单位: 百万元)	28
图 52: 金融壹账通营业收入及归母净利润 (单位: 百万元)	28
图 53: 平安健康营业收入及归母净利润 (单位: 百万元)	28
图 54: 汽车之家营业收入及归母净利润 (单位: 百万元)	28
图 55: 平安投资资产规模及增速 (单位: 万亿元, %)	29
图 56: 平安投资组合构成 (单位: %)	29
图 57: 公司债券投资比例 (单位: %)	30
图 58: 上市险企债券、股票及基金投资比例 (单位%)	30
图 59: 平安投资资产占比 (按会计核算方式, 单位: %)	30
图 60: 公司股票及基金投资比例 (单位: %)	31
图 61: 公司不动产投资规模占比呈下降趋势 (单位: 亿元, %)	32
图 62: 2023 年中国平安各业务板块地产投资规模 (单位: 亿元)	33
图 63: 平安银行地产敞口 (单位: 亿元, %)	34
图 64: 2023 年平安不动产债权投资占比 (单位: 元, %)	35
图 65: 平安信托地产投资余额 (单位: 亿元)	35
图 66: 上市险企总投资收益率 (单位: %)	36
图 67: 上市险企净投资收益率 (单位: %)	36
图 68: 平安集团营收规模及增速 (单位: 亿元)	36
图 69: 平安集团归母净利润规模及增速 (单位: 亿元)	36
图 70: 上市险企 EV 规模比较比较 (单位: 亿元)	37
图 71: 上市险企 EV 增速比较	37
图 72: 上市险企净投资收益率比较	38
图 73: 上市险企总投资收益率比较	38
图 74: 平安集团综合偿付能力充足率	38

表1: 中国平安当前业态分布明细	7
表2: 中国平安核心管理层简介	9
表3: 部分暂缓披露偿付能力充足率的中小险企	13
表4: 保险“国十条”重要内容	13
表5: 《关于实施车险综合改革的指导意见》主要内容	21
表6: 平安产险部分健康险险种梳理	23
表7: 2024H1 公司科技业务成员公司基本情况 (单位: 百万元)	27
表8: 上市险企地产投资规模统计及测算 (单位: 百万元, %)	31
表9: 中国平安各业务板块地产投资规模 (单位: 亿元)	32
表10: 2024H1 平安债权计划及债权型理财产品结构和收益率分布	33
表11: 平安银行部分房地产、建筑业、个人按揭贷款不良率 (单位: %)	33
表12: 平安不动产部分联营及合营企业清单 (截至 2023 年末)	34
表13: 上市险企投资收益率假设持续下调 (单位: %)	37
表14: 上市险企风险贴现率 (%)	37
表15: 中国平安盈利能力预测 (百万元)	39
表16: 中国平安 2024 年 EPS 随营业收入及赔付支出的敏感性分析 (单位: 元)	40
表17: 中国平安 2025 年 EPS 随营业收入及赔付支出的敏感性分析 (单位: 元)	40
表18: 中国平安 2026 年 EPS 随营业收入及赔付支出的敏感性分析 (单位: 元)	40
表19: 中国平安 2024 年至 2026 年各渠道新业务价值预测 (单位: 百万元)	41
表20: 中国平安 2024 年至 2026 年内含价值预测 (单位: 百万元)	41
表21: 中国平安可对比公司估值 (P/EV)	42

## 公司简介：步步为营打造综合金融集团

### 历史沿革：十年一步，拾级而上

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。公司1988年成立于深圳蛇口，为国内第一家股份制险企。成立以来，公司十年一阶段，将业务扩展至产险、寿险、证券、信托、银行、资管、科技及医疗健康等领域，逐步建立并完善“综合金融+医疗养老+科技创新”的业务架构。

**1988-1997：销售驱动，搭建体制机制、探索现代保险。**1988年起公司依托产险业务立足深圳并辐射全国。1994年，国内第一套寿险营销方案在平安诞生，随后，大陆第一批寿险营业部经理、第一批个人寿险业务员、第一批营销督导陆续产生。平安旗下产险、寿险、证券、信托等各个专业公司的组织架构逐步建立并完善。

**1998-2007：服务驱动，专注保险经营、探索综合金融。**1998年平安旗下产、寿、证、投四大专业公司组织架构改革，推进全系统组织架构重组。2003年，平安集团成立，同年获批收购福建亚洲银行，银行业务由此开启。此后，平安养老险、平安健康险、平安资管等子公司相继成立，综合金融架构基本完善。

**2008-2017：科技驱动，强化综合金融、探索金融+科技。**2008年10月，原平安集团IT部门转型成为平安科技，平安集团在此后开始探索金融+科技。同年，平安“一账通”上线，确立“一个客户，一个账户，多个产品，一站式服务”体系，深化综合金融发展战略。2011年，公司成为深圳发展银行控股股东，2013年平安银行、深发展整合完成，银行业务体系基本完善。

**2018-至今：需求驱动，深化金融+科技、推进金融+医疗。**2018年公司将创新科技聚焦于大金融产业、大医疗健康两大产业。2021年创新探索中国版“管理式医疗模式”，持续布局“金融+养老”、“金融+健康”产业生态。2022年，平安并表示新方正集团，通过其旗下医疗健康资产进一步构建“医疗+”服务体系。

**截至2024Q3末，平安集团总资产达12.53万亿元，为国内最大的保险集团。**2023年全年，平安寿险保费收入4,665亿元，居行业第二；平安产险保费收入3,022亿元，居行业第二。此外，旗下银行、证券、信托、资管等大都位居行业前列。

图1：中国平安发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

**金融、医养、科技框架成形，牌照齐全业务线丰满。**凭借在保险、银行、资管业的多年经营，在金融科技及医疗科技业的持续布局，在医疗养老领域的创新拓展，平安已成为国内少数能同时提供全方位金融及医疗健康产品和服务的企业之一。

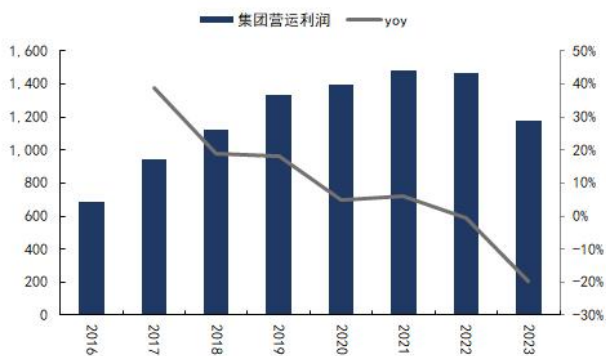
表1: 中国平安当前业态分布明细

分类	业务	内容
保险	平安寿险	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 1994年启动寿险业务，在中国内地首开个人寿险营销模式，以保费收入规模计，平安寿险为中国第二大寿险公司</li> <li>● 2023年平安寿险总赔付498万件，日均赔付超1.3万件，赔付总金额达442亿，日均赔付1.2亿元</li> </ul>
	平安产险	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 1988年成立于深圳蛇口，以原保费收入衡量，是中国第二大财产险公司</li> <li>● 2023年平安产险赔付总金额超1600亿元，为超4000万客户提供健康、财产和风险保障服务</li> </ul>
	平安养老险	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2004年在上海成立，是因内首家专业养老险公司</li> </ul>
	平安健康险	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2005年成立，截至2023年末，保费位居国内专业健康险公司第二位</li> </ul>
银行	平安银行	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 坚持“零售突破、对公做精、同业做专”战略方针，2023年净利润同比增长2.1%至464.55亿元</li> </ul>
资管	平安资管	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 位列全球资产管理公司前50强，公司主要受托管理平安集团保险资金并为境内外第三方客户提供资产管理服务</li> <li>● 截至2023年末，平安资产管理的受托资产管理规模5.03万亿元</li> </ul>
	平安信托	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 截至2023年末，受托管理资产规模6,625.03亿元</li> </ul>
	平安证券	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 平安集团旗下证券服务平台</li> </ul>
	平安租赁	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 截至2023年末，总资产超过2400亿元，综合实力稳居行业第一梯队</li> </ul>
医疗养老	平安健康	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2014年成立，平安健康深化落地管理式医疗战略，力求成为专业、全面、高品质、一站式的医疗健康养老管理服务提供商</li> <li>● 截至2023年末，平安健康累计付费用户数近4000万。累计服务企业客户数1508家，合作医院近4000家，合作药店达23万家，合作的健康服务供应商近10.3万家</li> </ul>
	北大医疗	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 依托中国平安保险专业能力、医疗科技能力，北大及北大医学部丰富的专家资源和医教研体系，建设覆盖客户全生命周期的“一站式医疗网络”</li> </ul>
科技创新	金融科技及医疗科技	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 陆金所、金融壹账通、汽车之家、平安科技等</li> </ul>

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

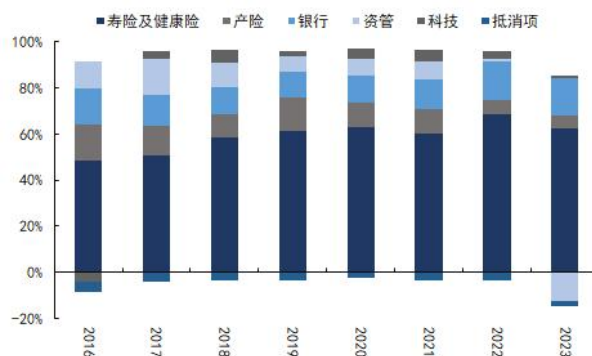
**集团中寿险居核心地位，银行重要性逐步提升。**寿险及健康险归母营运利润占比连年位居60%以上，是推动集团归母营运利润增长的中坚力量。银行归母营运利润占比自2020年以来逐年提升。2023年各业务归母营运利润占比：寿险及健康险89.1%、产险7.6%、银行22.8%、资管-17.6%、科技1.6%、其他及抵消项-3.5%。2023年。2023年资管业务大幅亏损是集团归母营运利润降幅扩大的主因。

图2: 中国平安归母营运利润规模及增速（单位：亿元）



资料来源：公司2016-2023年报，国信证券经济研究所整理

图3: 中国平安分部业务归母营运利润占比变化趋势

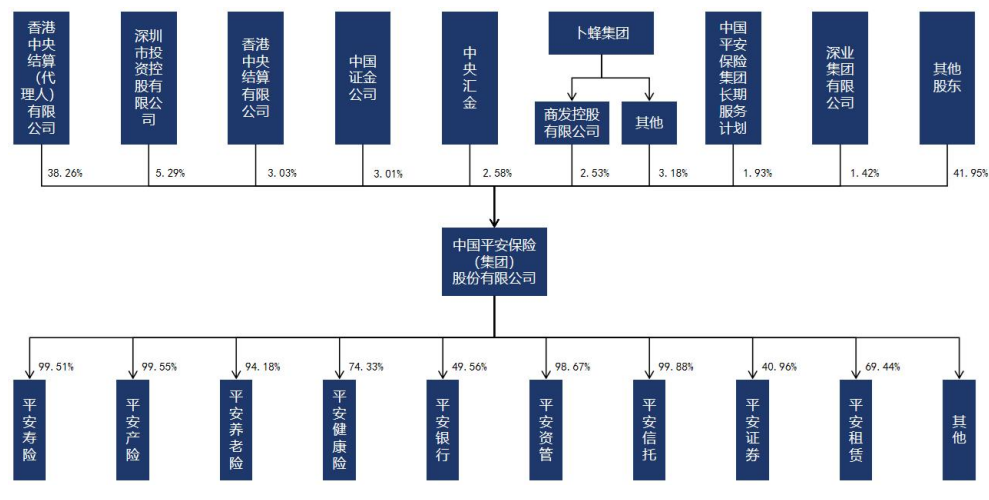


资料来源：公司2016-2023年报，国信证券经济研究所整理

## 股权结构：股东背景多元，股权结构分散

中国平安集团整体在 A+H 两地上市，A/H 股本占比为 59.1%/40.9%。公司股东背景包括中央国资、地方国资、境外资本等。前十大股东在剔除香港中央结算（代理人）和香港中央结算后合计持股比例 16.76%，股权较为分散。具体来看：1）中央国资股东为中国证金及中央汇金，二者合计持股比例 5.59%；2）地方国资股东为深圳市投资控股有限公司和深业集团，二者均为深圳市国资委下属企业，合计持股比例 6.71%；3）境外资本为卜蜂集团，间接持股比例合计为 5.71%。

图4：中国平安股权结构图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 公司治理：分散股权结构 有利管理层战略执行

创始人马明哲虽已不再任 CEO，但仍主要负责公司战略、人才、文化及重大事项决策，发挥核心领导作用。CEO 谢永林历经产险、寿险、银行、证券等平安主要业务条线，专业深厚且经验丰富。在公司投资、人力资源、财务、风险管理及品牌宣传等领域，平安领导人才齐备且从业经验丰富。



**表2: 中国平安核心管理层简介**

姓名	职务	学历	年龄	学历	简介
马明哲	董事长、 执行董事	博士	69	中南财经政法大学 货币银行学博士	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
谢永林	总经理，联席 CEO，执行董事	博士	56	南京大学管理学博 士及理学硕士	现任联席首席执行官，副总经理，平安银行董事长，平安租赁董事。曾任平安银行运营总监、人力资源总监、副行长，平安证券总经理兼首席执行官、董事长等职务
蔡方方	副总经理	硕士	51	澳大利亚新南威尔 士大学会计专业硕 士	现任平安银行，平安寿险，平安产险，平安资产管理等公司的董事，曾任公司副首席财务官兼企划部总经理、副首席人力资源执行官等
黄宝新	副总经理	博士	60	财政部财政科学研 究所（现中国财政 科学研究院）财政 学专业博士	现任公司党委副书记兼集团北京管理总部总经理。曾任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
付欣	副总经理	硕士	45	上海交通大学工商 管理硕士	现任平安寿险和平安资产管理的董事。曾任公司企划部总经理、副首席财务执行官等
郭晓涛	副总经理， 联席 CEO	硕士	53	澳大利亚新南威尔 士大学工商管理硕 士	曾任公司副首席人力资源执行官，首席人力资源执行官，平安产险董事长特别助理，常务副总经理
张智淳	总经理助理	本科	49	上海财经大学精算 专业学士，中国准 精算师	曾任公司企划部总经理，平安产险总经理助理，财务负责人，首席投资官
郭世邦	总经理助理	博士	59	北京大学光华管理 院博士，高级经济 师	曾任平安银行执行董事，副行长，平安证券副总经理，首席风险官，合规总监等
孙建平	首席人力资源 执行官	硕士	63	中南财经政法大学 经济学硕士	曾任平安产险协理，副总经理等
盛瑞生	董事会秘书	硕士	55	南京大学文学学 士，香港中文大 学工商管理硕士	现任公司品牌总监，新闻发言人兼品牌宣传部总经理，亦为中国保险学会理事。历任品牌宣传部总经理助理，副总经理，总经理等

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。截至 2024-12-25

## 行业概况：保费增长良好，行业格局改善

### 保费规模：寿险仍是主力军，客需持续旺盛

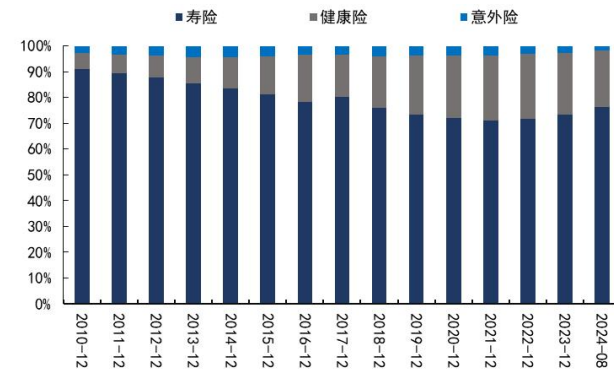
**寿险带动行业保费增长提速。**我国保险公司保费收入增速自 2021 年探底后持续回升。2024 年前 8 月，我国保险公司实现保费收入 4.38 万亿元、同比+13.0%，保费增速创 2021 年以来新高。拆分险种来看，人身险保费占比由 2021 年的 74.0% 升至 2024 前 8 月的 78.0%。再进一步拆分，人身险中寿险保费占比由 2021 年的 70.6% 升至 2024 前 8 月的 76.4%。寿险凭借优质产品力吸引众多客户，是近年带动保费增长的主力军。财产险则保持稳步增长。

图5：人身险、财产险保费规模及人身险占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

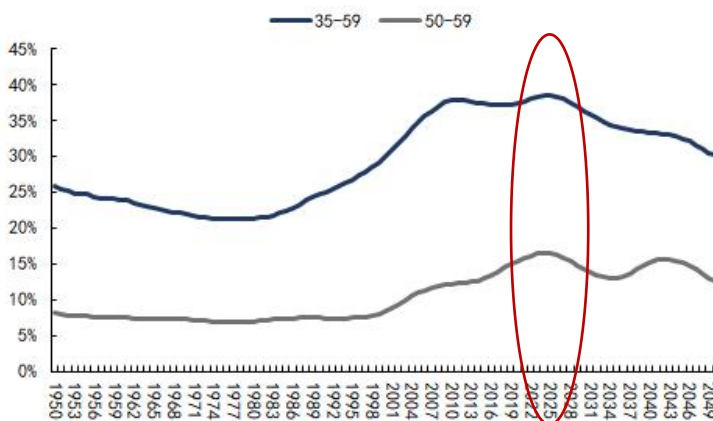
图6：人身险各险种保费规模占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**主力客群尚未发生代际迁移，人口变化趋势仍有利于储蓄险产品发展。**投保以增额寿为代表的储蓄险产品的客户，往往具备一定财力，从资产配置的角度看待保险。这类人群年龄多在35岁以上，其中大额保单客户又多在50岁以上，储蓄险产品能较好满足其需求：第一，35岁以上的客户，已基本建立家庭，财富也有一定积累。生活中面临的房贷、车贷、子女教育等刚性支出较多，财富规划需要考虑现金流的安全与稳定，同时若能兼顾较高的收益则更佳，投资需求与储蓄险产品特点相契合；第二，50岁以上的客户，财富积累已达较高水平，风险偏好有所降低，财富规划关注点也转向财产保值、财富传承及养老规划安排，储蓄险同样可以较好满足此类客户需求。结合投保年龄限制，并根据联合国人口金字塔公布及预测的人口数据，我们梳理了我国35-59岁及50-59岁人群占比的变化趋势。可以发现，两类人群占比均在近年来保持上升趋势，并均在2025年前后达到高峰。

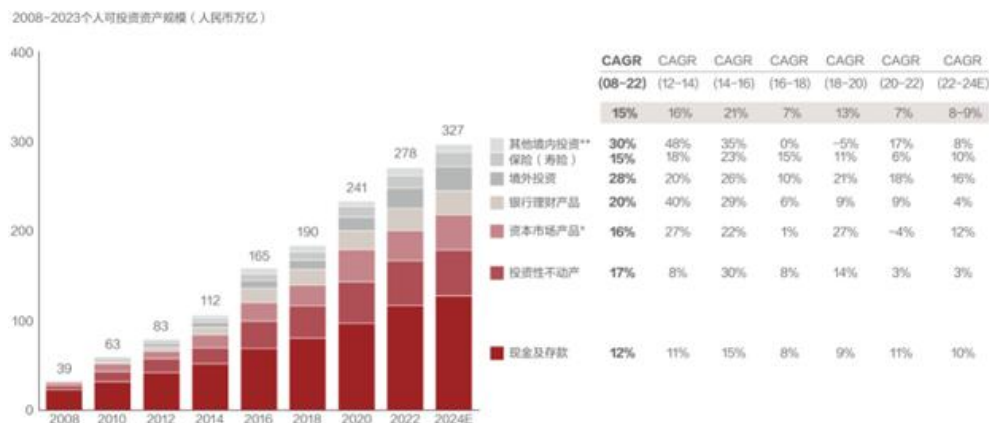
图7：中国主力财富人群人口数量占比变化趋势



资料来源：联合国人口金字塔，国信证券经济研究所整理

**居民对保险产品的配置意愿也有所提升。**除了人口变化趋势等客观因素以外，居民对于配置寿险产品的主观意愿也有所提升。根据招商银行联合贝恩咨询发布的《2023中国私人财富报告》，中国个人可投资资产总规模在2022年末达278万亿元，并有望在2024年突破300万亿元。其中，保险产品在避险需求提升背景下保持较高增速。展望未来2年，出于对经济波动的担忧，投资者对人身险产品的配置需求或持续回暖，增速将略高于居民可投资资产规模增速。

图8: 保险产品在当前居民资产配置中占比较低但增速较快

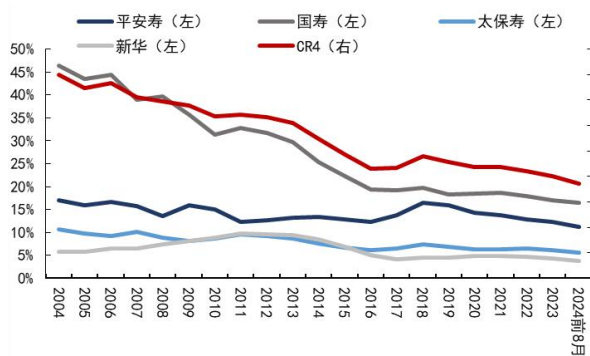


资料来源: 招商银行&贝恩咨询, 国信证券经济研究所整理

### 行业格局: 中小险企竞争力缺失, 行业集中度正在提升

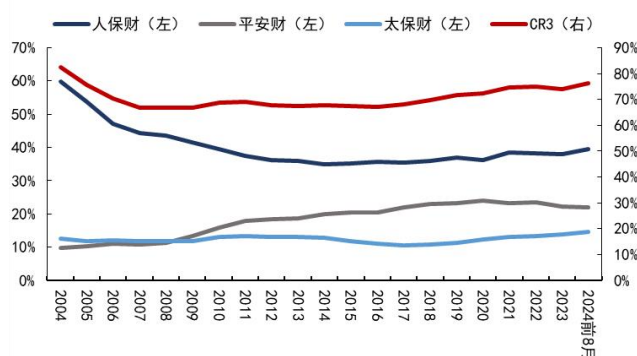
龙头险企人身险市占率有所下降, 财产险市占率稳步提升。截至 2024 年前 8 月, 人身险 CR4 下探至 37.2%, 2022 年以来平安寿、新华市占率下降较明显, 国寿、太保寿市占率保持稳健。寿险保费市占率财产险 CR3 提高至 76.2%, 人保、平安产、太保产近年来均有不同程度提升。寿险行业集中度下降原因有二: 一是保险机构数量在此前扩容较多, 二是部分中小保险公司产品定价更为激进, 从而分流了大型寿险公司的保费。

图9: 龙头险企人身险市占率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

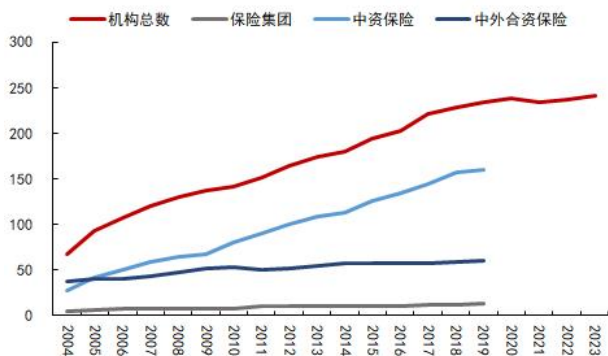
图10: 龙头险企财产险市场格局



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

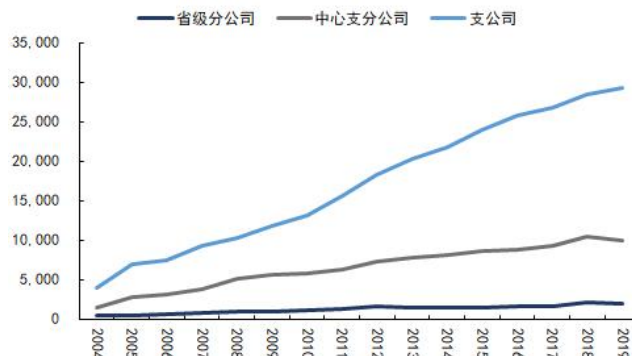
机构数量方面, 2004 年至 2019 年间保险机构大幅扩容。期间机构总数从 68 家增长至 235 家, 绝大部分为中资保险公司。除机构数量增长外, 保险分支机构也呈大幅扩张, 2004 年至 2019 年期间, 保险共公司支公司数量从 3914 家增长至 29200 家。机构数量及分支机构数量膨胀, 使得各类保险公司客户触达能力均显著增强, 并最终导致行业竞争更趋激烈。2019 年以来, 保险机构总数已基本不再新增, 机构数量扩容对行业竞争格局的影响已经有所减弱。

图11: 各类保险机构数量 (单位: 家)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 中资保险公司分支公司数量 (单位: 家)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

产品竞争方面, 2020 年以来中小保险公司产品收益率更高, 对客户吸引力更强, 从而分流保费。我们以前热销的增额终身寿险进行对比, 可以发现, 中小险企的主力产品 IRR 不仅增长更快且上限更高, 产品定价更为激进。

图13: 与中小险企相比, 上市险企主力产品 IRR 收益率增长更慢且上限更低

保险公司	中国人寿	平安人寿	太保人寿	新华保险	泰康人寿	横琴人寿	富德生命人寿	信泰人寿	和谐人寿	弘康人寿
产品名称	臻享传家	盛世金越尊享	鑫相伴	荣华世家	乐增寿	永恒金生	瑞祥人生	如意尊星火版	人我行	金玉满堂
35 岁	-0.83%	0.57%	1.63%	1.63%	-0.77%	1.47%	-1.10%	-12.7%	-3.44%	-10.2%
36 岁	0.00%	1.14%	1.99%	1.99%	0.06%	1.86%	0.17%	-6.22%	-0.09%	-3.19%
37 岁	0.56%	1.52%	2.23%	2.22%	0.61%	2.13%	1.03%	-2.23%	2.00%	0.90%
38 岁	0.96%	1.80%	2.40%	2.40%	1.00%	2.31%	1.64%	0.38%	3.37%	3.45%
39 岁	1.26%	2.01%	2.53%	2.53%	1.30%	2.45%	2.11%	2.16%	3.39%	3.45%
40 岁	1.49%	2.17%	2.63%	2.63%	1.54%	2.56%	2.47%	3.41%	3.40%	3.46%
50 岁	2.53%	2.86%	3.08%	3.08%	2.55%	3.06%	3.34%	3.45%	3.45%	3.48%
60 岁	2.86%	3.08%	3.22%	3.22%	2.87%	3.21%	3.50%	3.47%	3.47%	3.48%
70 岁	3.03%	3.03%	3.29%	3.28%	3.03%	3.28%	3.50%	3.48%	3.48%	3.49%
80 岁	3.12%	3.11%	3.31%	3.31%	3.10%	3.33%	3.50%	3.48%	3.49%	3.49%
90 岁	3.19%	3.14%	3.31%	3.29%	3.13%	3.35%	3.50%	3.48%	3.49%	3.49%
100 岁	3.23%	3.10%	3.26%	3.23%	3.10%	3.37%	3.50%	3.49%	3.49%	3.49%

资料来源: 保险师 APP, 国信证券经济研究所整理。注: 以 30 岁男性为投保, 年交 10 万, 交费期 3 年为例。部分产品当前可能已经下架, 此处仅作参考使用

展望未来, 我们认为中小保险公司的竞争力将减弱, 行业集中度或有所提升。主要基于: 第一, 中小保险公司偿付能力充足率承压, 以激进产品收获较高保费增速的模式不可持续, 产品力下降、公司风险提高或驱动客户基于安全、确定性等角度, 转而购买大型保险公司的产品; 第二, 保险“国十条”中重点提出严把准入关、强化资负联动监管、健全市场退出机制、提升产品定价精准性等内容, 保险机构数量未来可能减少、产品的激进定价也将受到限制。

部分中小险企已暂停披露偿付能力充足率, 偿付能力不足将限制其业务开展。按照监管标准, 偿付能力达标公司应满足: 核心偿付能力充足率不低于 50%、综合偿付能力充足率不低于 100%。核心偿付能力充足率低于 60%或综合偿付能力充足率低于 120%的保险公司为重点核查对象。监管可以根据偿付能力下降的原因, 限制保险公司业务开展, 比如采取责令停止部分或全部新业务、责令调整业务结构、

限制业务范围等举措。资本压力之下，中小险企以高收益率产品实现保费弯道超车的策略难以持续。

表3: 部分暂缓披露偿付能力充足率的中小险企

序号	公司名称	最后一次披露时间	最后一次披露的综合偿付能力充足率	最后一次披露的核心偿付能力充足率
1	君康人寿	2020年第三季度	102.47%	102.47%
2	中融人寿	2021年第三季度	122.71%	122.71%
3	上海人寿	2021年第四季度	124.89%	119.99%
4	珠江人寿	2021年第四季度	104.04%	52.02%
5	昆仑健康	2021年第四季度	123.96%	123.96%
6	富德生命人寿	2021年第四季度	103.00%	87.00%
7	前海人寿	2022年第一季度	110.17%	66.39%
8	百年人寿	2023年第一季度	102.59%	64.43%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**保险“国十条”的重要条款有望促进行业集中度提升。**第一，严把准入关。一是从严审批新设保险机构，二是推进减量提质。保险机构数量未来可能出现新增受限、存量减少的趋势。第二，强化资负联动监管。最重要的是健全利率传导和负债成本调节机制，罔顾资产端收益率下降、一味以高收益率产品吸引客户的策略不符合监管导向，未来也将受到限制。第三，健全市场退出机制。对风险大、不具备持续经营能力的保险机构，收缴金融许可证并进行破产清算，保险机构未来数量减少的趋势更为明确。**保险“国十条”的中心思想是坚持保险行业扶优去弱，从严监管、控风险的角度来看，保险行业集中度有望逐步提升。**

表4: 保险“国十条”重要内容

目标	重要条款
严把保险市场准入关	<b>严格审批保险机构。</b> 依法从严审批新设保险机构。 <b>优化机构区域和层级布局，稳妥有序推进减量提质。</b> 推进业务分级管理。
严格保险机构持续监管	<b>强化资产负债联动监管。健全利率传导和负债成本调节机制。</b> 引导优化资产配置结构，提升跨市场跨期投资管理能力和督促理顺委托人和受托人职责分工。加强投资全流程监管。依法合规运用金融衍生品。稳健推进全球资产配置。 <b>强化分级分类监管。</b> 健全保险机构监管评级制度，强化评级结果运用。推动保险销售人员分级分类管理。加强产品费差监管。合理配置监管资源，实行高风险高强度监管、低风险低强度监管。严防监管套利和监管真空。
有力有序有效防范化解保险业风险	<b>建立以风险监管为本的制度体系。</b> 完善保险资产风险分类制度。强化逆周期监管。优化偿付能力和准备金监管政策。制定风险处置规程。健全保险保障基金参与风险处置机制。规范保险产品设计和利益相关方权利义务，研究完善与风险挂钩的保单兑付机制。 <b>稳健推进风险处置。拓宽风险处置资金来源，支持符合条件的企业参与保险机构改革化险。健全市场退出机制。对风险大、不具备持续经营能力的保险机构，收缴金融许可证，依法进入破产清算程序。落实地方党委和政府风险处置属地责任，强化中央金融管理部门监管责任，协同推进风险处置。</b>
增强保险业可持续发展能力	<b>提升产品定价精准性。</b> 强化保险业基础数据治理和标准化建设，推动与相关行业数据共享。探索推进医疗保障信息平台与商业健康保险信息平台信息交互。制定商业养老保险统计标准。健全健康保险数据指标体系。编制完善经验发生率表。

资料来源:《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》，国信证券经济研究所整理

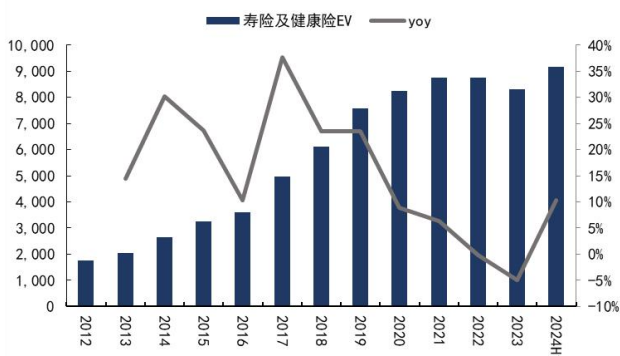
## 平安寿险：集团核心，新业务改善

### 寿险新业务：对 EV 增长贡献提升

**NBV 增速回暖，对 EV 增长的拉动能力提升。**2023 年以来，平安寿险及健康险业务迅速回暖，2023 年全年 NBV 为 392.62 亿元、同比增长 36.2%，2024 年前三季度 NBV 为 351.60 亿元、同比增长 34.1%。NBV 对 EV 增长的贡献在 2022 年处于近年低位，当年 NBV/期初 EV 仅为 3.8%。此后各年，由于保险负债端业务复苏，NBV

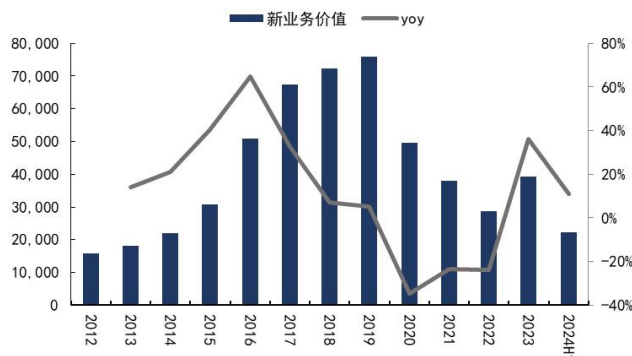
占期初 EV 的比例逐步提升至 6.3%。NBV 持续向好发展对于 EV 稳定增长意义重大。

图14: 平安寿险及健康险 EV 规模及增速 (单位: 亿元)



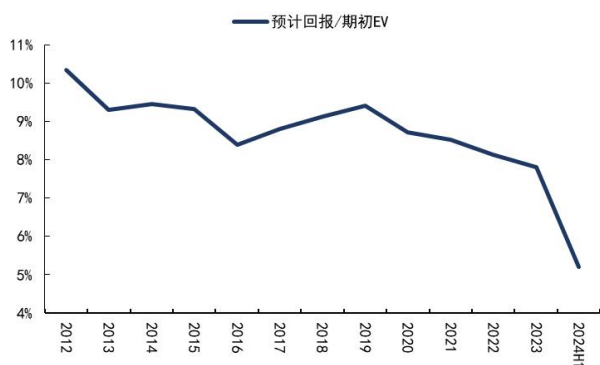
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图15: 平安寿险及健康险 NBV 规模及变动趋势 (单位: 亿元)



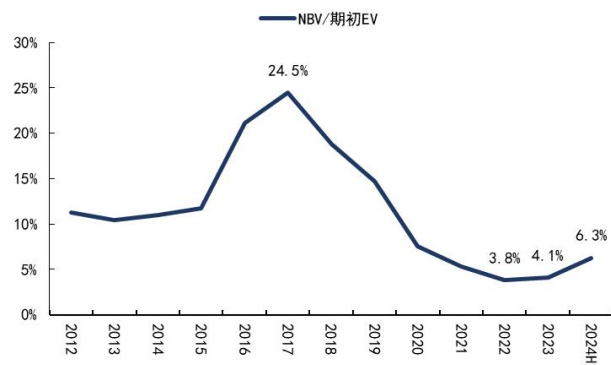
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图16: 内含价值预计回报对内含价值增长的拉动



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: 20204H1 内含价值精算假设中风险贴现率由 11%调整为 9.5%

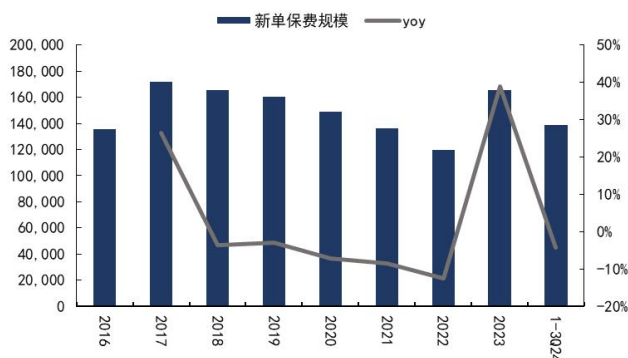
图17: NBV 对内含价值增长的拉动



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: 2024H1 内含价值精算假设中投资收益率由 5%调整为 4.5%

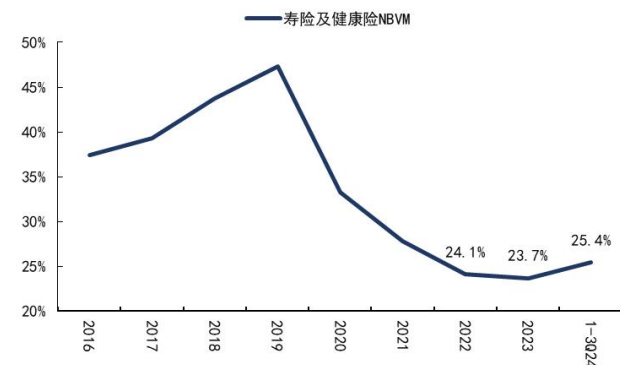
**新业务价值增长源于新单规模扩张和 NBVM 企稳回升。**一方面, 2022 年以来保险行业层面涌现了一波增长机遇, 寿险在居民资产配置中的地位提高, 寿险行业保费快速增长。平安依靠品牌实力、人力质效提升和庞大渠道规模得以分享此次增长机遇, 新单保费规模大幅提升, 其中 2023 年新单保费 1657.84 亿元、同比+38.9%, 增幅最为明显。另一方面, 产品结构改善使得价值率提升。

图18: 寿险及健康险新单规模及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图19: 寿险及健康险 NBVM 变化趋势

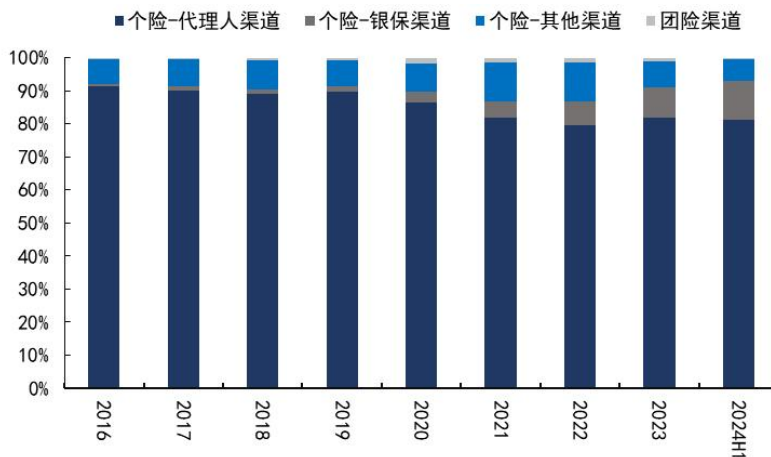


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**分渠道看, 代理人渠道及银保渠道为主要的 NBV 贡献渠道。**2021 年以来, 代理人渠道 NBV 占比稳居 80% 以上, 银保渠道则由 5% 升至 12% 左右。银保渠道更加重视资产配置功能的产品, 故与近年保险行业趋势变化较为契合。平安寿险不仅持续深化与平安银行合作, 尤其是深化平安寿险和平安银行独家代理合作模式, 还协助平安银行搭建新优才银保队伍, 队伍规模扩张较快。银保渠道贡献亦明显提升。

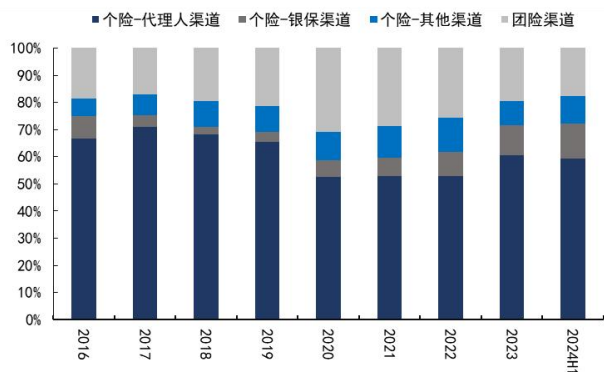
**代理人渠道 NBVM 企稳, 银保渠道 NBVM 持续提升。**代理人渠道 NBVM 2023 年全年为 29.1%、2024H1 为 29.3%, 已基本实现企稳。银保渠道 NBVM 基本保持每年上升的趋势, 2024H1 已升至 22.5%。

图20: 平安寿险新业务价值占比-按渠道



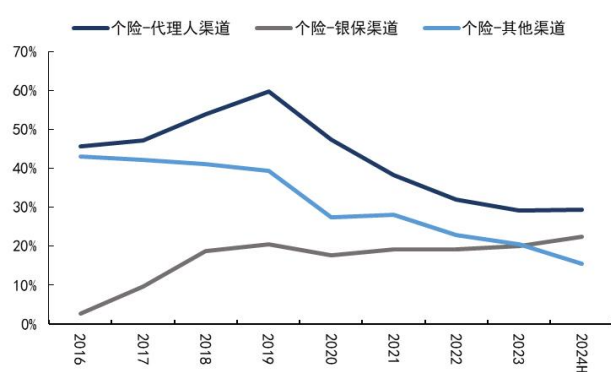
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 平安寿险新单保费占比-按渠道



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图22: 平安寿险 NBVM 变化趋势-按渠道



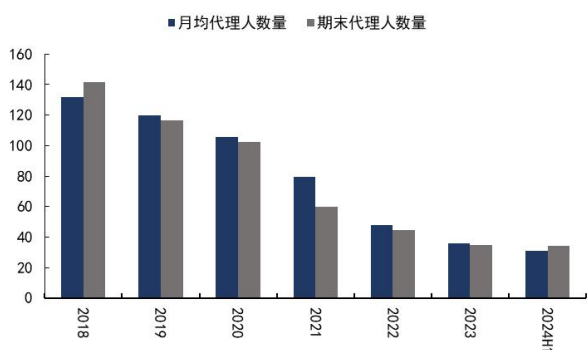
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 寿险渠道: 代理人质态好转, 银保布局持续深入

**代理人数量下降减缓、收入提升, 留存率提升可期。**数量角度, 代理人下降速度持续减缓, 归因代理人收入提升及质效提升, 代理人的收入获得感及职业获得感得以双重提升。截至 2024H1 末, 平安集团代理人 30.8 万人、较年初下降 13.5%, 2024H1 月均代理人数量 34.0 万人、较 2023 年下降 2.0%。收入角度, 受益于新单规模扩张, 平安集团代理人及寿险代理人收入均明显提升, 2024H1 平安集团代理人月均收入 11962 元, 寿险代理人月均收入 9608 元, 均约为 2021 年的 2 倍。

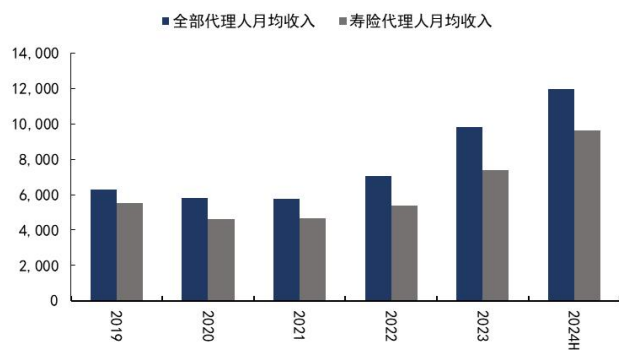
**代理人质态好转, 举绩能力提高。**历经数年去粗取精, 留存的代理人举绩能力大幅增强。2024H1 人均 NBV 达 11.74 万元, 约为 2021 年的 3 倍。代理人活动率角度, 2021 年之后连年提升。不断提升的人均 NBV 与代理人活动率也将促进代理人留存率提升。

图23: 平安集团代理人数量变化 (单位: 万人)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

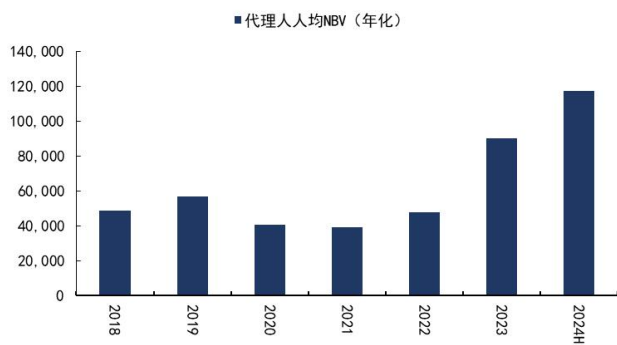
图24: 平安集团代理人收入变化 (元/人/月)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理



图25: 平安寿险代理人人均NBV (单位: 元/人)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图26: 平安集团代理人活动率 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

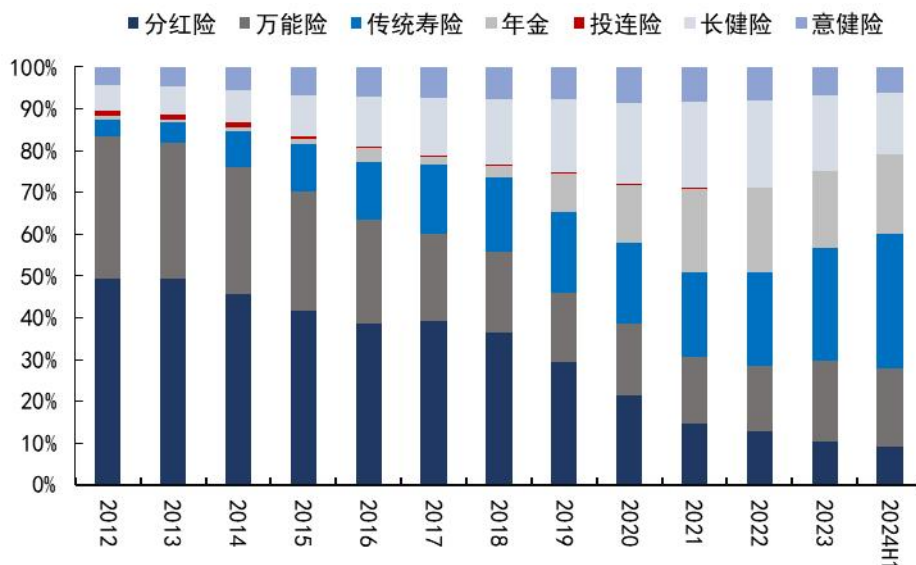
## 寿险产品: 低利率、净值化时代的“压舱石”之一

平安规模保费显示出寿险在居民财富配置中的地位逐步提升。我们将分红险、万能险、传统寿险、年金及投连险视为与资产挂钩的保单, 居民购买此类保单主要基于资产配置需求, 将长期健康险、意外及短期健康险视为与保障挂钩的保单, 居民购买此类保单主要基于风险保障需求。2020年以来, 寿险的资产配置功能愈发受到重视, 相应的险种保费占比也逐步增加。我们在行业分析中提到, 我国人口结构变化及居民财富增长仍然是储蓄险能保持较快发展的基础。行业趋势向好背景下, 我们认为平安在运用寿险产品对客户进行资产配置时具备优势, 体现在:

**第一, 品牌实力强。**一是平安的品牌价值较高, 深受客户信赖。二是伴随保险行业监管加强、中小险企高收益保险产品发行减少、部分中小险企偿付能力示警, 客户将综合考虑产品收益和产品安全, 以平安为代表的大型保险公司一度面临的保费分流趋势有望反转。

**第二, 渠道建设好。**一是代理人渠道, 以高质效-高收入-高留存促进代理人渠道正向循环发展, 为具备优秀职业能力和优质客户资源的代理人提供变现场景, 符合保险行业由产品营销向资产配置转型的趋势。二是银保渠道, 平安寿险与平安银行的独家代理关系使得保险利润更多留存在集团内部, 银行广大的零售客户群体、广泛的网点仍将是平安产品销售的强力支撑。

图27: 平安寿险保费结构变化-按险种



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

产品向分红险转型趋势中, 平安的优势仍将充分发挥。分红险具有“低保底+高浮动”的特点, 险企通过与被保险人共担投资风险的方式降低刚性兑付成本。平安具备发展分红险及万能险业务的历史经验, 分红险+万能险保费占比一度高达80%。优秀的代理人、广泛的客户群和强大的品牌仍可使平安寿险实现良好发展。

图28: 平安寿险保费规模及分红险+万能险占比 (单位: 亿元)

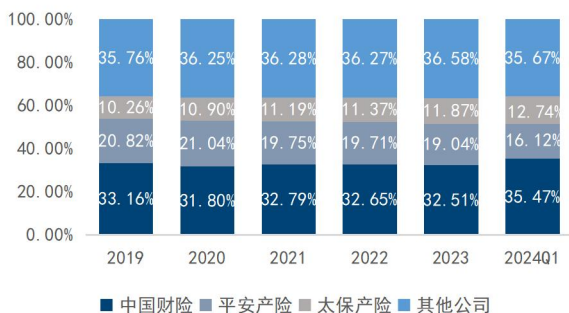


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 平安产险：科技助力打造“护城河”

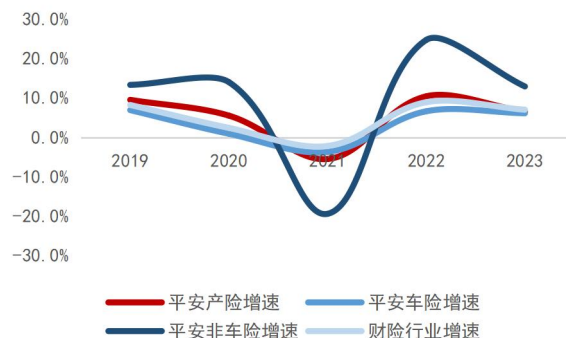
作为我国财产险行业“老三家”之一，平安产险业务规模及市场份额稳居行业前二。多年来，平安产险依托自身存量竞争优势及规模效应，实现业务的较好增速，过去五年财险业务平均增速为 5.3%。截至 2023 年末，平安产险实现总保险服务收入 3134.6 亿元，同比增长 6.5%，位列行业第二；其中车险及非车险业务分别实现保险服务收入 2095.4 亿元及 820.4 亿元，同比增长 6.1%及 12.9%。

图29: 2019-2024Q1 财险公司整体业务市占率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国家金融监督管理总局, 国信证券经济研究所整理

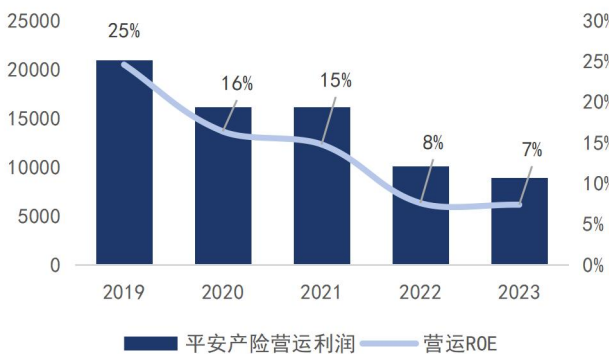
图30: 2023 年不同规模的财险公司保费增速及 ROE(单位: %)



资料来源: 公司财报, 金管局, 国信证券经济研究所整理

在近年来车险综改等背景下，平安产险营运利润有所下降，但整体盈利空间充足，综合成本率优于行业平均水平。

图31: 平安产险营运利润及营运 ROE (单位: 百万元, %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图32: 上市险企车险业务占比 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

### 车险业务：科技赋能客户生态圈建设

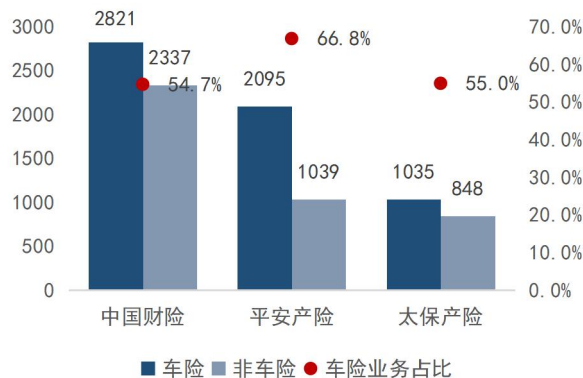
平安产险深耕科技化及系统化领域建设，形成了以“平安好车主”APP 为核心的数字化运营平台，赋能承保、服务、理赔等多业务环节，有效提升客户车险业务体验及运营效率。业务构成方面，车险业务贡献主要保费收入。截至 2023 年末，车险业务占平安产险总保费收入的 66.8%，位列上市险企首位。在当前行业新能源车险快速崛起等背景下，利好公司车险业务的持续企稳。

图33: 平安产险各险种保费收入水平 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 国家金融监督管理总局, 国信证券经济研究所整理

图34: 上市险企车险业务占比 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

平安产险持续加强科技应用, 打造以线上化服务为核心的“护城河”。“平安好车主”APP 提供涵盖“车保险、车服务、车生活”的一站式服务, 以生态模式整合 26 万多合作商共同经营, 覆盖加油、洗车、代驾、救援、年检等 82 种服务。截至 2023 年 12 月末, “平安好车主”APP 注册用户数突破 2 亿, 累计绑车车辆突破 1.36 亿, 通过数字化运营, 好车主 APP 为公司经营获取更多精准潜客, 赋能保险转化, 成为个人车主的核心服务平台, 12 月当月活跃用户数突破 4,049 万。

图35: 部分“平安好车主”APP 功能展示



资料来源: “平安好车主”APP, 国信证券经济研究所整理

自 2020 年 9 月原银保监会发布《关于实施车险综合改革的指导意见》(银保监发〔2020〕41 号) 以来, 行业车险综合改革成效明显。基本实现“降价、增保、提质”的阶段性目标。截止 2022 年 3 月 2 日, 改革为消费者节省支出超过 2500 亿元。

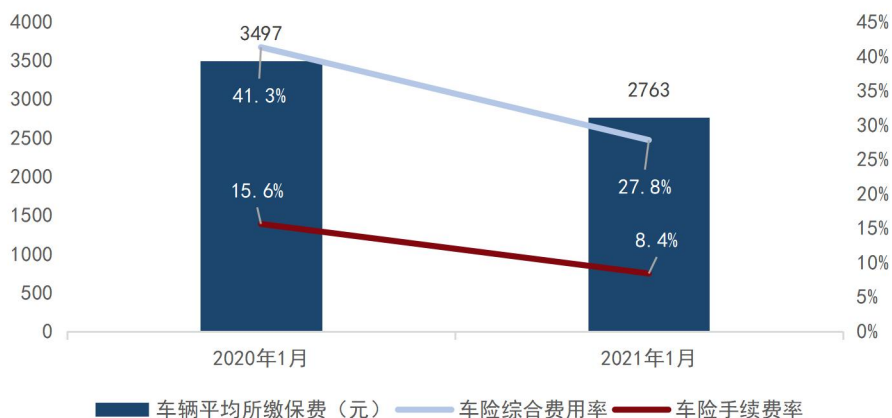
表5:《关于实施车险综合改革的指导意见》主要内容

文件	内容
《关于实施车险综合改革的指导意见》(银保监发〔2020〕41号)	交强险总责任限额从12.2万元提高到20万元,其中死亡伤残赔偿限额从11万元提高到18万元,医疗费用赔偿限额从1万元提高到1.8万元,财产损失赔偿限额维持0.2万元不变。无责任赔偿限额按照相同比例进行调整,其中死亡伤残赔偿限额从1.1万元提高到1.8万元,医疗费用赔偿限额从1000元提高到1800元,财产损失赔偿限额维持100元不变。
	商车险产品设定附加费用率的上限由35%下调为25%,预期赔付率由65%提高到75%。
	引导行业将“自主渠道系数”和“自主核保系数”整合为“自主定价系数”。第一步将自主定价系数范围确定为〔0.65-1.35〕,第二步适时完全放开自主定价系数的范围。
	引导行业在拟订商车险无赔款优待系数时,将考虑赔付记录的范围由前1年扩大到至少前3年,并降低对偶然赔付消费者的费率上调幅度。

资料来源:原银保监会,国信证券经济研究所整理。注:2023年1月12日,原银保监会发布《关于扩大商业车险自主定价系数浮动范围等有关事项的通知》,明确商业车险自主定价系数的浮动范围由〔0.65-1.35〕扩大到〔0.5-1.5〕。

**车险综改一周年成效显著,件均保费普遍降低。**截至车险综合改革实施一周年的2021年9月底,车辆平均所缴保费已降至2763元,较改革前降低21%。同时,全国车险综合费用率和手续费率也呈现下降趋势,车险综合费用率降至27.8%,车险手续费率降至8.4%,分别同比下降13.5个百分点和7.2个百分点。

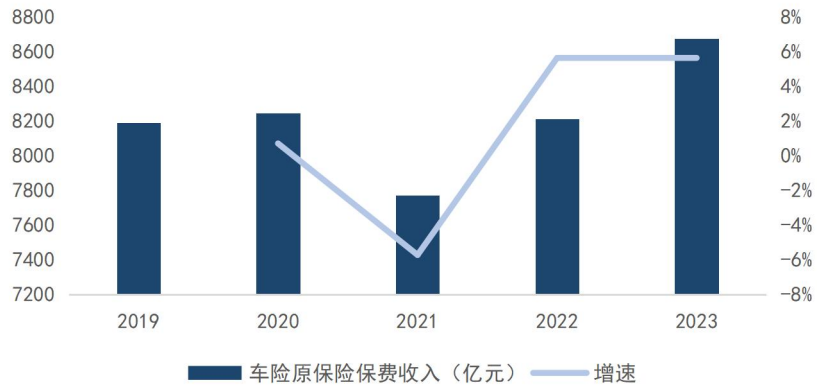
图36:综合改革前后车辆平均所缴保费、车险综合费用率、车险手续费率变化情况(单位:元、%)



资料来源:国家金融监督管理总局,国信证券经济研究所整理

**车险市场逐步迈入成熟阶段,保费收入增速企稳。**车险综合改革不仅带来保费的降低,也促进车险市场的健康发展。自改革以来,车险原保险保费收入呈现出先减后增的趋势。在2020年至2021年间,受车险改革影响及新车销量低迷的双重压力,车险总保费增速出现逐年放缓的趋势。然而,随后保费收入开始回升,主要归因于疫情影响的逐渐消退、车险综合改革的持续深化以及车险市场乱象得到有效整治。同时,三责险等险种投保金额的提升以及汽车保有量的稳定增长,共同为保费收入的回升提供坚实支撑。经过三年多的综合改革,保费下滑的压力已逐渐缓解,市场竞争格局明显改善,市场回暖迹象显著。目前,车险市场正处于高质量发展的轨道上稳步前行,业内竞争也由过去的手续费竞争逐渐转变为更为注重服务品质与产品创新的多维度竞争。

图37: 2019年至2023年行业车险原保险保费收入及增速(单位:亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 非车险业务: 保费规模企稳, COR 持续改善

### 1. 责任保险: 整体业务风险可控

提升风险定价能力, 提高核保服务水平。针对责任险, 平安产险已于 2023 年末完成风险定价数据库的搭建, 依托该模型, 进一步提升业务定价能力。2024 年上半年, 公司进一步扩大风险定价模型应用领域, 赋能业务高质量增长, 责任险综合成本率实现显著优化。前端核保方面, 平安产险实现责任险中台 100% 在线支持, 提升核保服务水平。截至 2024 年中期, 平安产险实现责任险原保险保费收入 141.8 亿元, 同比下降 0.3%; 对应 COR 为 98.0%, 同比改善 1.5pt。

图38: 2019年至2024年H1公司责任险原保险保费收入及增速(单位:亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 2. 健康保险: 维持较好承保盈利水平

平安产险不断丰富健康险产品供给, 基于不同年龄、地域、健康状况等客户需求, 加大产品开发力度。目前, 平安产险健康险产品数量超 30 款, 分别满足少儿、家庭、中老年等客户群体的多样化健康险需求。截至 2024 年中期, 平安产险实现健康险原保险保费收入 100.9 亿元, 同比增长 43.5%; 实现综合成本率 95.9%, 近年

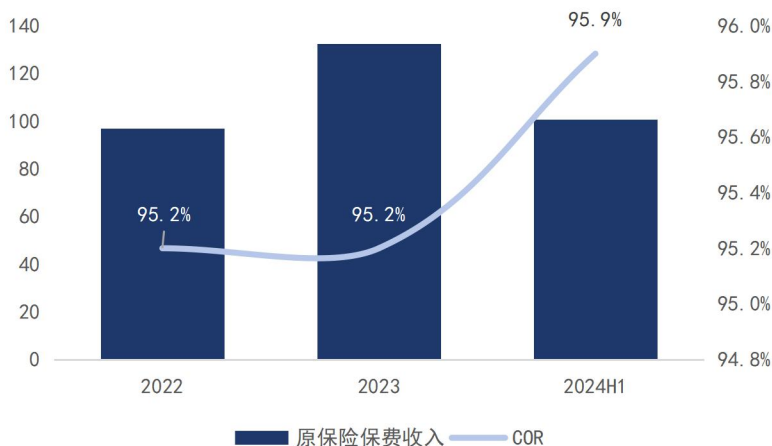
均维持较好承保盈利水平。

表6: 平安产险部分健康险险种梳理

产品名称	价格	适用人群	产品特点
平安逸家·少儿百万医疗	339 元/起	未成年人 (0-17 岁)	1. 可保门急诊/住院/特需/重疾 2. 不限社保内外, 0 免赔
平安悦享逸家·百万医疗险 0 免赔 (家庭套餐)	296 元/起	家庭 (0-99 岁)	1. 住院报销, 1 元起赔 2. 灵活加购 0 免赔家财险 3. 涵盖全家保障需求
平安逸家·0 免赔百万医 (王牌版)	130 元/起	家庭 (0-99 岁)	1. 住院即赔 x 2. 额外可选加油包, 继续报销门急诊 3. 涵盖全家保障需求
平安儿童医疗保险 E 款	44.2 元/起	未成年人 (出生满 30 天-18 岁)	1. 疾病、医疗、疫苗多保障 2. 专项重疾 VIP、家庭医生
平安逸家·家庭重疾保障 (家人自选版)	173 元/年起	家庭 (28 天-70 周岁)	1. 家庭组合投保 2. 重疾无忧
平安逸家·百万医疗险 (慢性病可投保)	147 元/年起	慢性病人群 (新保: 0 周岁 30 天到 65 周岁 续保: 0 周岁 30 天到 99 周岁)	1. 专为慢性病人群定制 2. 高血压/糖尿病/肺结节/乙肝大三阳
平安轻享逸家·线上门诊险	138 元/年起	投保人年龄范围: 16 到 80 周岁; 主被保险人年龄范围: 6 到 80 周岁	1. 一人投保, 全家共享 2. 足不出户, 解决病患
平安中老年人医疗保险	74.5 元/起	中老年群体 (50-80 岁)	1. 老年人意外高发场景覆盖广 2. 保障实用, 性价比高

资料来源: 平安产险官网, 国信证券经济研究所整理

图39: 2022 年至 2024 年 H1 意健险 保费收入及增速 (单位: 亿元、%)

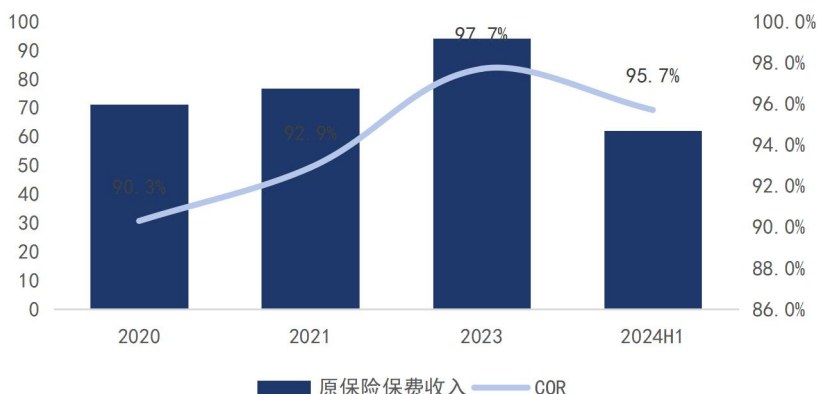


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 3. 企财险: COR 持续优化

2024 年上半年, 平安产险实现企财险原保险保费收入 62.0 亿元, 同比增长 7.6%。公司企财险业务覆盖批发零售业、建工业、制造业、娱乐业、餐饮住宿业、农林牧副渔等行业, 为其提供因自然灾害或意外等情况导致的经济及财产损失保障。随着我国经济形势的持续复苏, 公司不断加大对实体经济的支持力度, 加大对半导体、新能源等重点新兴产业的支持。公司持续加大风险减量服务, 企财险业务维持较好承保盈利水平, 截至 2024 年中期, 公司企财险 COR 为 94.7%, 较 2023 年末下降 3pt。

图40: 2019 年至 2024H1 企财险业务保费收入及 COR (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

#### 4. 保证保险: 风险逐步剥离

近年来, 监管持续引导行业压降信用保证保险业务规模, 优化业务风险水平。平安产险于 2023 年四季度暂停新增融资性保证保险业务。截至 2024 年中期, 公司存量未了责任余额持续下降, 风险敞口持续收缩, COR 实现 106.8%, 对公司整体业务拖累显著改善。预计随着公司后续存量业务的持续下降, 公司非车险业务质量有望持续改善。

图41: 2019 年至 2024H1 信保业务保费收入及 COR (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 平安银行: 投资收益增长, 拨备逐步释放

**营收增速及归母净利润增速下降。**营收主要分部中的净利息收入、手续费及佣金净收入, 拖累营收增长。债券投资收益良好, 一定程度上缓冲营收下降。拨备有所释放缓冲净利润下降, 拨备前净利润降幅则逐年扩大。展望未来, 经济复苏带动生息资产扩张、净息差企稳回升, 以及基金代销、保险代销业务改善, 将是平安银行营收改善的关键。2024 年前三季度, 平安银行实现营收 1116 亿元、同比



-11.6%，PPOP 797.58 亿元、同比-13.7%，归母净利润 397.29 亿元、同比+0.24%。

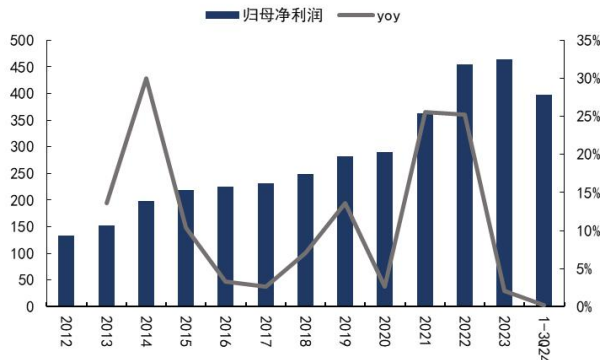
截至当前，平安银行股息率 TTM 为 8%以上，在 A 股所有上市银行中居首。

图42: 平安银行营收规模及增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图43: 平安银行归母净利润规模及增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

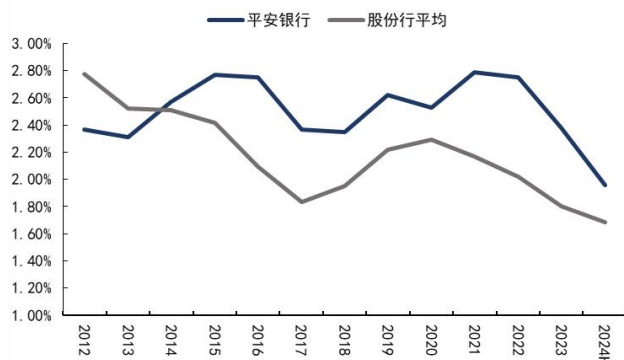
**净息差高于股份行平均值。**近年来，受市场利率下行、有效信贷需求不足及贷款重定价等因素影响，净息差下降，降幅较股份行平均值更为显著。平安银行资本充足率相对稳定且保持在良好水平，能够支撑生息资产的持续扩张。

图44: 平安银行生息资产规模及增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图45: 平安银行净息差高于股份行平均值



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**手续费及佣金收入下降，投资收益提升。**其中，手续费收入中的金融产品代销、银行卡手续费及资产托管手续费均有所下降。投资收益提升主因债券投资收益。

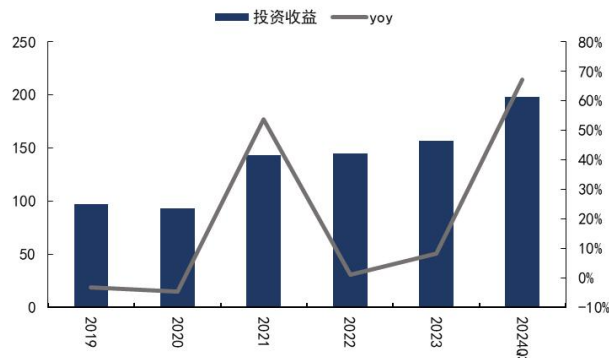
**资产质量优于股份行平均值。**近年来平安银行不良贷款率持续低于股份行平均值，拨备覆盖率也在同业中处于领先地位，风险抵补能力较强。

图46: 平安银行手续费及佣金收入及增速 (单位: 亿元)



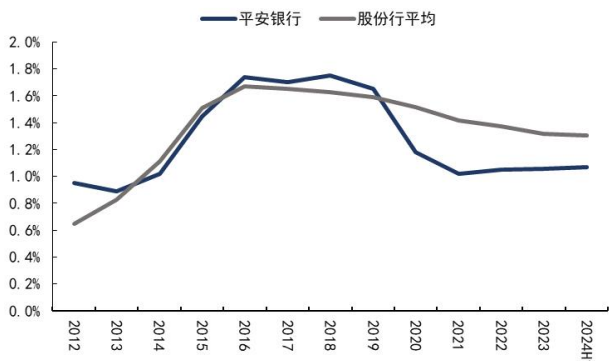
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图47: 平安银行投资收益规模及增速 (单位: 亿元)



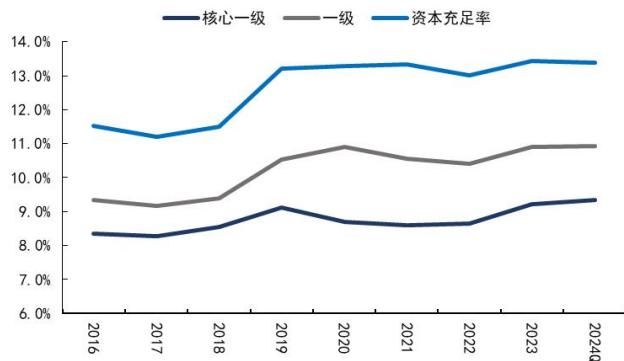
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图48: 平安银行不良率低于股份行平均值



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图49: 平安银行资本充足率保持高位







资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 科技业务: 多元科技布局

作为我国领先的保险科技运用公司, 平安不断加大科技研发投入, 通过陆金所控股、金融壹账通、平安健康、汽车之家等成员公司经营科技业务, 对内赋能金融主业生态圈的建设, 对外输出科技产品, 提升行业营运效率及服务水平。截至 2024 年中期, 公司拥有超 2 万名科技开发人员、超 3000 名科学家一流科技人才。公司共计申请专利超 52185 项, 其中发明专利申请数占比近 95%, PCT 及境外专利申请数量累计超 9347 项。

图50: 成员公司简介

 <p>陆金所 LU.com 中国平安旗下数字普惠平台</p>	<p>陆金所控股有限公司（简称：陆金所控股）是中国领先的小微企业主金融服务赋能机构，是中国平安集团的联营公司。通过为小微企业主提供获取普惠型产品和服务的便捷渠道，并赋能机构合作伙伴使其能高效地触达和服务小微企业主，以提升小微企业的竞争力和可持续发展能力。</p>
 <p>金融壹账通 ONECONNECT</p>	<p>金融壹账通是面向金融机构的商业科技服务提供商（Technology-as-a-Service Provider），为国家高新技术企业。作为中国平安集团的联营公司，金融壹账通依托平安集团30多年金融行业的丰富经验及自主科研能力，向客户提供“横向一体化、纵向全覆盖”的整合产品——包括数字化银行、数字化保险和提供数字金融基础设施的加马平台。</p>
 <p>平安健康 PING AN</p>	<p>平安健康保险是中国平安保险集团的重要成员公司，提供医疗保险、重疾保险、意外保险等多种产品和服务。</p>
 <p>汽车之家 看车·买车·用车</p>	<p>汽车之家（Autohome Inc.）是中国领先的汽车消费者在线服务公司，为用户提供看车-买车-用车-卖车的全周期专业资讯和互动机会。同时，借由庞大且活跃的汽车用户群，汽车之家已成为汽车制造商和经销商广告和营销的首选垂类媒体。目前公司业务进一步拓展至线上交易、线索和数据服务、汽车金融和保险等其他增值服务。</p>

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

受宏观政策影响及部分子公司战略调整等因素影响，上半年科技业务利润贡献较低。截至 2024 年中期，陆金所、金融壹账通、平安健康、汽车之家实现营业收入 129.4、14.2、20.9、34.8 亿元，对平安集团归母净利润贡献占比为-1.3%、0.0%、0.1%、0.7%，合计利润贡献-0.6%。2024 年 7 月，中国平安发布公告，由于中国平安的全资子公司在陆金所派发特别股息中选择以股代息，导致中国平安持有的陆金所股权比例从 41.40%增加至 56.82%，从而触发将陆金所纳入合并报表范围的条件。从运营结果看，并表对平安集团的财务影响有限。截至 2024 年中期，陆金所以对集团营收贡献占比为 1.5%，归母净利润贡献为-1.3%。持股比例的提升预计将提升中国平安对于陆金所的控制力，增强双方在业务及战略等层面的协同合作，利好科技板块的业务拓展，提升利润贡献水平。

表7: 2024H1 公司科技业务成员公司基本情况（单位：百万元）

	平安持股比例	营业收入	归母净利润	营收贡献	归母净利润贡献	营收贡献占比	归母净利润贡献占比
陆金所	56.82%	12940	(1663)	7353	-945	1.5%	-1.3%
金融壹账通	32.12%	1416	(70)	455	-22	0.1%	0.0%
平安健康	74.33%	2093	57	1556	42	0.3%	0.1%
汽车之家	46.40%	3482	1066	1616	495	0.3%	0.7%
<b>合计</b>		<b>19931</b>	<b>-610</b>	<b>10979</b>	<b>-430</b>	<b>2.2%</b>	<b>-0.6%</b>

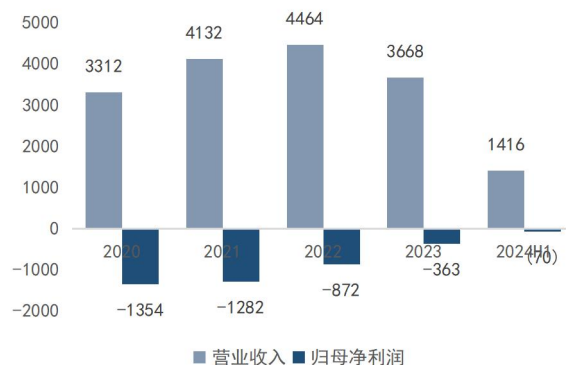
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理。

图51: 陆金所营业收入及归母净利润 (单位: 百万元)



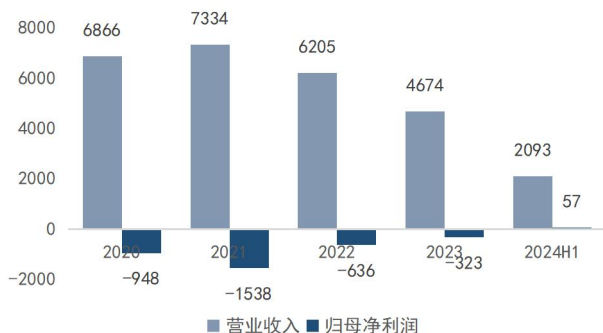
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图52: 金融壹账通营业收入及归母净利润 (单位: 百万元)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图53: 平安健康营业收入及归母净利润 (单位: 百万元)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图54: 汽车之家营业收入及归母净利润 (单位: 百万元)



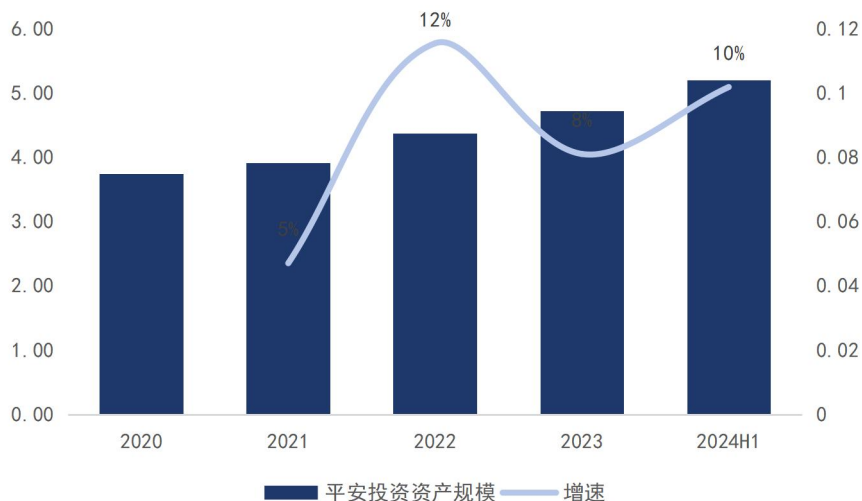
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

## 投资业务: 配置稳健均衡

### 投资规模稳健增长, 配置结构彰显韧性

公司投资资产规模保持稳健增长态势, 投资结构稳定。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。截至 2024 年 6 月 30 日, 保险资金投资组合规模超 5.20 万亿元, 较年初增长 10.2%。

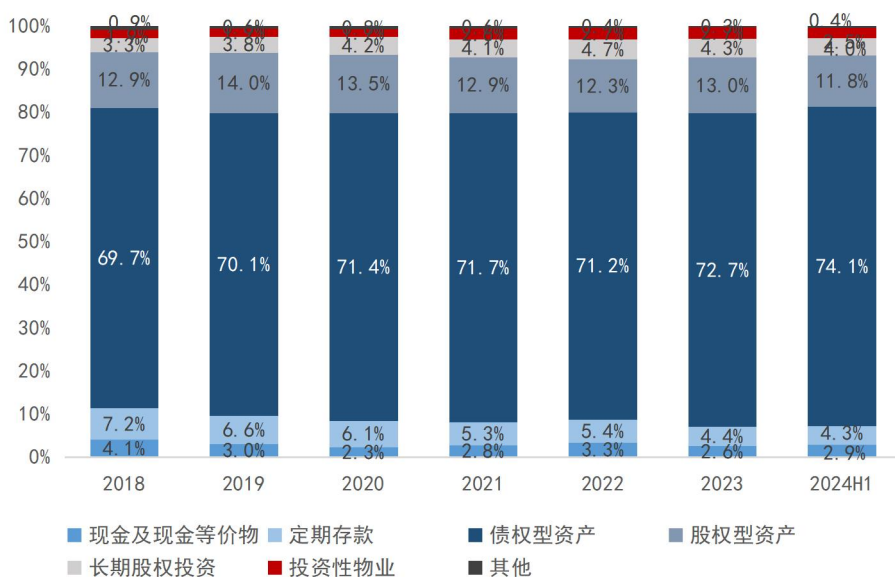
图55: 平安投资资产规模及增速 (单位: 万亿元, %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

公司坚持稳健的风险偏好, 持续优化穿越周期的十年战略资产配置, 坚持长久期利率债与风险类资产、稳健型权益资产与成长型权益资产的二维平衡配置结构。

图56: 平安投资组合构成 (单位: %)

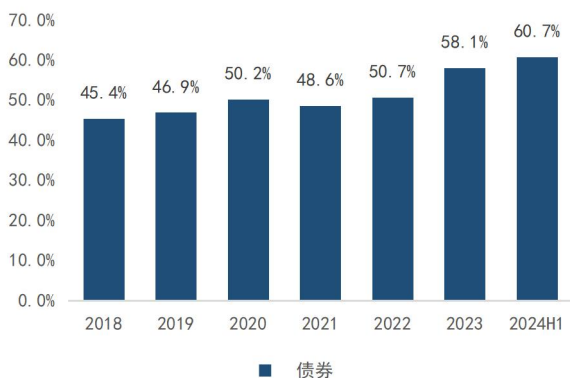


资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

固收类资产方面, 2024年上半年, 我国长端利率中枢快速下移, 公司固收类资产投资承压, 为应对相应趋势, 平安加快、加大国债、地方政府债以及政策性金融债等长久期、低风险债券的前置配置, 拉长资产久期, 锁定长期收益。同时, 增加交易型固定收益资产配置, 把握市场机遇以增厚投资收益。截至2024年中期, 公司债权类资产投资规模达3.86万亿元, 主要投向包括债券、债基、优先股、永续债、债权计划投资、债权型理财产品等。上半年, 公司进一步加大债券投资规模, 占比提升至60.7%, 为近年来新高, 同时也是上市险企中债券投资占比最高

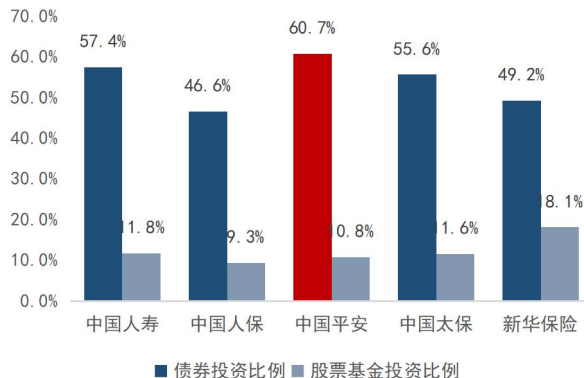
的上市险企，凸显出平安投资端的稳健性。从信用水平上看，公司保险资金投资的公司债券信用较好，外部信用评级约 99.5%为 AA 及以上，其中约 62.6%为 AAA 及以上评级；从信用违约损失来看，公司保险资金投资的公司债券整体风险较小。

图57: 公司债券投资比例 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

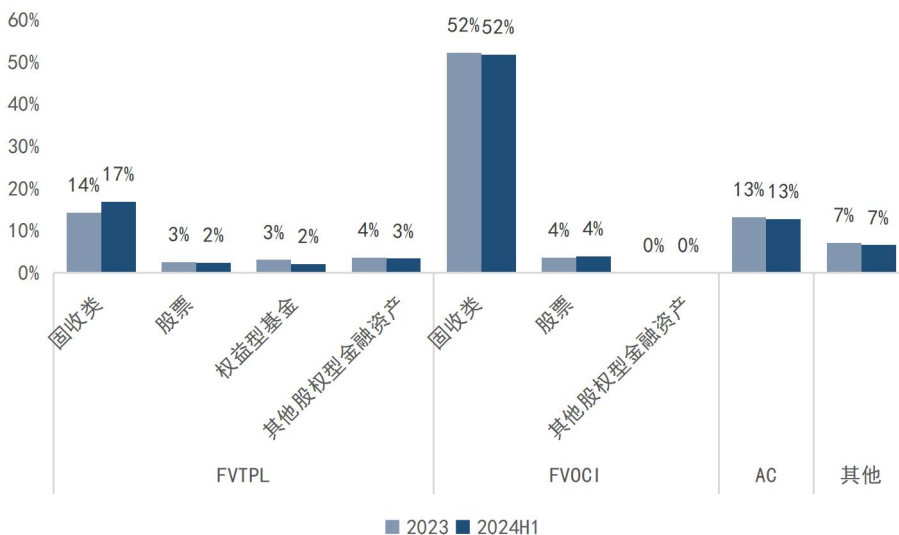
图58: 上市险企债券、股票及基金投资比例 (单位%)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

权益类资产方面，公司持续加大对价值型权益资产的长期配置，以匹配公司长期投资收益需求。截至 2024 年中期，公司股权型资产投资规模共计 0.62 万亿元，占投资资产的 11.8%。其中，股票及权益型基金占比分别为 6.4%及 2.1%，较年初分别上升 0.2pt 及下降 1.0pt。按会计计量方式来看，公司持续加大高分红股票类资产投资规模，截至 2024 年中期共计投资 2060.4 亿元，同比上升 17.7%。

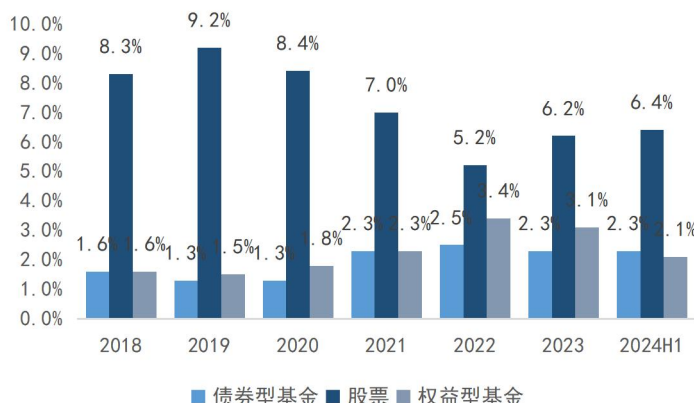
图59: 平安投资资产占比 (按会计核算方式, 单位: %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

上半年，受权益市场震荡等因素影响，公司持续调整投资结构，在市场低位时适当加大股票投资规模，降低权益型基金投资比例。受国家 9 月末以来“一揽子”政策的影响，资本市场大幅反弹，预计将为公司权益投资贡献较好投资收益，从而带动净利润的大幅增长。

图60: 公司股票及基金投资比例 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

### 非标及不动产投资风险可控

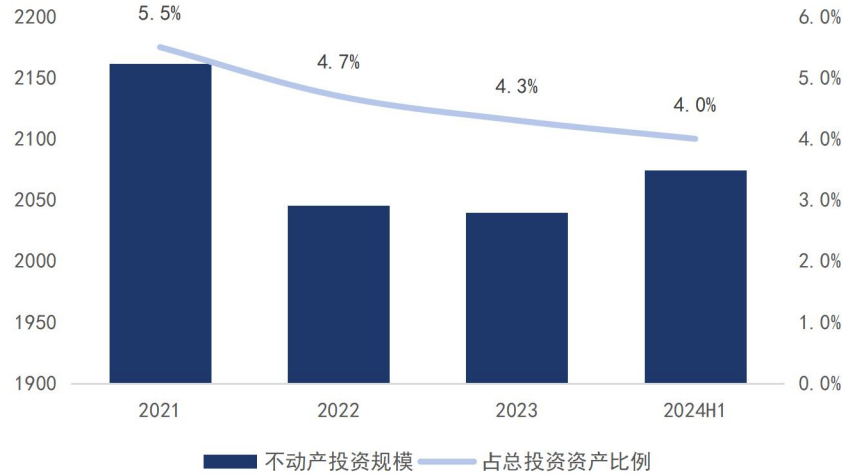
平安不动产投资规模占投资资产比例呈下降趋势, 公司持续加强不动产投资风险管控。截至 2024 年 6 月 30 日, 公司保险资金投资组合中不动产投资余额为 2,074.25 亿元, 占总投资资产中的 4.0%, 位列上市险企首位。基于我们的测算, 我们预计中国人保、新华保险、中国太保、中国人寿不动产投资占投资资产的比例分别为 4.00%/3.75%/3.71%/2.67%/1.49%。过去几年, 公司持续加强针对不动产投资的风险管控水平, 不动产投资规模及占比呈下降趋势。结合公司在相应领域投资战略的调整, 预计整体风险水平可控。

表8: 上市险企地产投资规模统计及测算 (单位: 百万元, %)

公司名称	资产类别	规模 (百万元)	占投资资产比例	合计占比	口径
中国人寿	投资性房地产/物业	12,620	0.21%	1.49%	2024年中报 预计地产相关投资约占长股投的10% 基于公司2024年中报债权型金融产品规模进行预测
	长期股权投资	27,485	0.45%		
	非标	50,190	0.82%		
中国人保	投资性房地产/物业	15,454	1.01%	3.75%	2024年中报 预计地产相关投资约占长股投的8% 基于公司2024年中报股权投资规模进行预测
	长期股权投资	12,698	0.83%		
	非标	27,398	1.91%		
中国平安	物权投资	164,073	3.49%	4.00%	2024年中报 2024年中报
	债权投资	35,055	0.75%		
	其他股权投资	8,297	0.18%		
中国太保	投资性房地产/物业	10,379	0.42%	2.67%	2024年中报 预计地产相关投资约占长股投的10% 2024年中报中披露的不动产占非公开市场融资工具的数据
	长期股权投资	2,313	0.10%		
	非标	48,361	2.15%		
新华保险	投资性房地产/物业	9,246	0.64%	3.71%	2024年中报 预计地产相关投资约占长股投的15% 基于公司披露的非标投资规模进行预测
	长期股权投资	2,443	0.18%		
	非标	38,551	2.89%		

资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图61: 公司不动产投资规模占比呈下降趋势 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

分板块来看, 我们主要拆解了保险业务、平安银行、平安不动产以及平安信托参与地产行业的总体规模。截至 2023 年末, 基于我们的测算, 预计地产类投资规模为 8986.15 亿元, 占平安集团总资产的 8%。

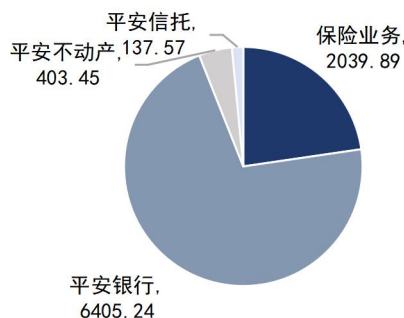
表9: 中国平安各业务板块地产投资规模 (单位: 亿元)

主体机构	投资形式	2021	2022	2023	2024H1
保险业务	物权	1006.48	1179.85	1599.27	1640.73
	债权	586.28	410.98	352.90	350.55
	股权	568.63	454.79	87.72	82.97
	<b>合计</b>	<b>2161.39</b>	<b>2045.62</b>	<b>2039.89</b>	<b>2074.25</b>
平安银行	对公房地产贷款	2889.23	2834.84	2553.22	2587.15
	个人按揭贷款	2793.76	2844.43	3035.68	3065.76
	建筑业贷款	480.73	458.68	527.60	516.78
	自营债券及非标投资	521.66	401.51	288.74	237.78
	<b>合计</b>	<b>6685.38</b>	<b>6539.46</b>	<b>6405.24</b>	<b>6407.47</b>
平安不动产	交易性金融资产	15.42	7.96	3.32	-
	一年内到期的非流动资产	147.40	122.86	94.30	-
	长期股权投资	326.09	316.05	304.51	-
	债权投资	3.36	1.24	1.32	-
	<b>合计</b>	<b>492.27</b>	<b>448.11</b>	<b>403.45</b>	<b>-</b>
平安信托	自营资金房地产业投资余额	50.11	35.87	18.36	-
	信托资金房地产业投资余额	686.74	102.22	119.21	-
	<b>合计</b>	<b>736.85</b>	<b>138.09</b>	<b>137.57</b>	<b>-</b>
<b>合计</b>	<b>10075.89</b>	<b>9171.28</b>	<b>8986.15</b>	<b>8481.72</b>	
<b>占总资产比例</b>	<b>10%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	

资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所测算和整理



图62: 2023年中国平安各业务板块地产投资规模 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所测算和整理

(1) **保险业务:** 目前公司保险资金参与地产投资的形式主要为物权、债权、股权为主。近年来, 保险资金不动产投资战略转向物权投资 (包含直接投资及以项目公司股权形式投资的持有型物业), 采用成本法计量, 在不动产投资中占比 79.1%。主要投向包括商业办公、物流地产、产业园、长租公寓等收租型物业, 风险可控, 以匹配负债久期, 贡献相对稳定的租金、分红等收入, 并获取资产增值; 除此之外, 债权投资占比 16.9%, 其他股权投资占比 4.0%。债权计划及债权型理财产品包括由保险资产管理公司设立的债权投资计划、信托公司设立的债权型信托计划、商业银行设立的债权型理财产品等。截至 2024 年 6 月 30 日, 公司保险资金组合投资的债权计划及债权型理财产品规模为 3,843.47 亿元, 在总投资资产中占比 7.4%, 较年初下降 1.4pt。

表10: 2024H1 平安债权计划及债权型理财产品结构和收益率分布

	投资占比 (%)	名义投资收益率 (%)	剩余到期期限 (年)
<b>基建</b>	61.5%	4.59%	4.01
高速公路	10.1%	4.67%	2.92
电力	7.4%	4.67%	4.66
基础设施建设及园区开发	20.7%	4.56%	5.02
其他 (水务、环保、铁路投资等)	23.3%	4.55%	3.40
<b>非银金融</b>	13.9%	4.93%	2.12
<b>不动产行业</b>	12.6%	4.70%	2.54
<b>其他</b>	12.0%	4.36%	2.90
<b>合计</b>	<b>100.0%</b>	<b>4.62%</b>	<b>3.43</b>

资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

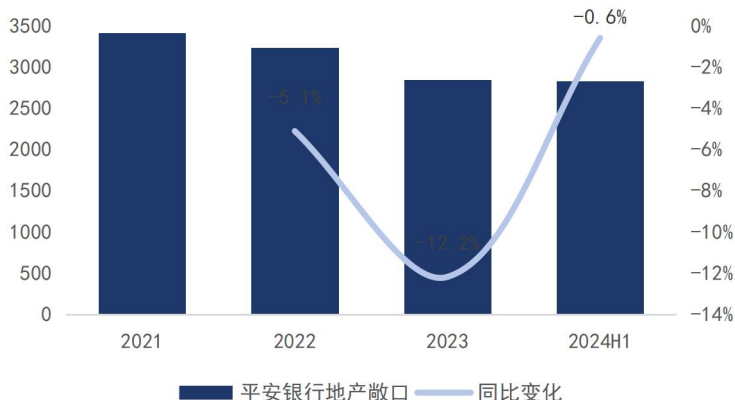
(2) **平安银行:** 我们按照对公地产贷款、个人按揭、建筑业贷款以及自营债券及非标来分拆平安银行参与不动产行业的规模。截至 2024 年中期, 平安银行对公房地产贷款余额、个人按揭贷款余额、加建筑业贷款余额分别为 2587.15 亿元、3065.76 亿元、516.78 亿元, 自营债券及非标投资规模为 237.78 亿元。平安银行地产敞口呈下降趋势, 根据平安银行披露的数据, 截至 2024 年中期, 公司不动产敞口为 2824.93 亿元, 较上年末减少 17.03 亿元。

表11: 平安银行部分房地产、建筑业、个人按揭贷款不良率 (单位: %)

		2021	2022	2023	2024H1
<b>对公</b>	房地产	0.22%	1.43%	0.86%	1.26%
	建筑业	0.08%	0.10%	1.94%	2.01%
<b>个人</b>	按揭贷款	0.34%	0.37%	0.30%	0.44%

资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图63: 平安银行地产敞口 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

**(3) 平安不动产:** 根据平安不动产的财报数据, 我们认为主要涉及地产类的资产科目主要包括交易性金融资产、一年内到期的非流动资产、长期股权投资及债权投资。长期股权投资方面, 根据公司所列示的长期股权投资联营及合营企业的信息, 我们预计其中 90%与地产行业相关。

表12: 平安不动产部分联营及合营企业清单 (截至 2023 年末)

类型	企业名称
联营企业	深圳联新投资管理有限公司
	博意投资有限公司
	Claros Mortgage Trust, Inc.
	南京晋龙实业发展有限公司
	海南雅合旅游发展有限公司
	光鸿投资有限公司
	济南泰乾房地产开发有限公司
	济南盛唐置业有限公司
	Pier 4 JV, L.P
	Landsea Green Properties Co., Ltd.
	杭州新汇东置业有限公司
	南京新怡置房地产开发有限公司
	广州东耀房地产开发有限公司
	Lendlease (Circular Quay) Trust
济南安齐房地产开发有限公司	
合营企业	青岛锦昊泰华置业有限公司
	杭州新汇西有限公司
	江西平创置业有限公司
	武汉市地安君泰房地产开发有限公司
	天津市美银房地产开发有限公司
	中山市雅琛房地产开发经营有限公司
	富兴投资管理有限公司
	桐乡平安新经济城开发有限公司
	合肥万科金湾地产有限公司
	青岛庆原开发投资有限公司
重庆汇滨房地产咨询有限公司	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

债权投资方面, 平安不动产债权投资大部分主要以平安集团内关联方为主, 其他及第三方占比相对较小。截至 2023 年末, 平安不动产平安集团内债权投资余额为 404.22 亿元, 占比为 86.7%, 其他第三方债权投资余额为 62.2 亿元, 占比 13.3%。

图64: 2023年平安不动产债权投资占比(单位:元,%)

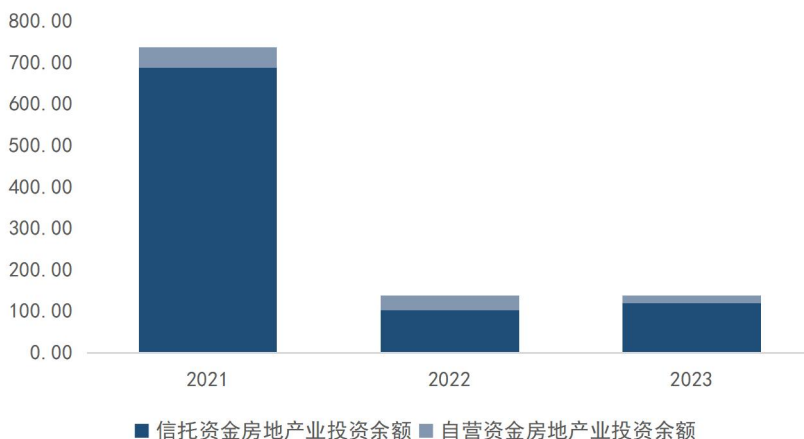
债权投资(含其他流动资产)按债务人分析如下:

	2023年12月31日			
	账面余额		减值准备	
	金额	占总额比例	金额	计提比例
平安集团内关联方	40,421,895,319	86.67%	(21,624,114)	0.05%
其他关联方	6,047,069,181	12.96%	(119,866,998)	1.98%
第三方	173,554,381	0.37%	(60,096,592)	34.63%
合计	46,642,518,881	100.00%	(201,587,704)	0.43%

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

(4) **平安信托:**受信托资金地产投资余额减少的影响,平安信托地产投资余额呈大幅下降趋势。根据平安信托公布的数据,截至2023年末,平安信托自营资金及信托资金房地产投资余额合计为137.57亿元,较2021年大幅下降599.28亿元。

图65:平安信托地产投资余额(单位:亿元)

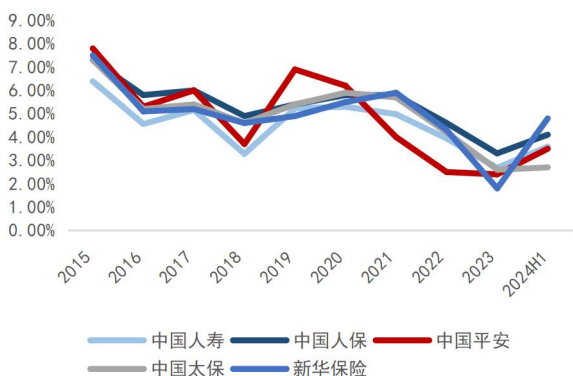


资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

### 投资收益短期承压

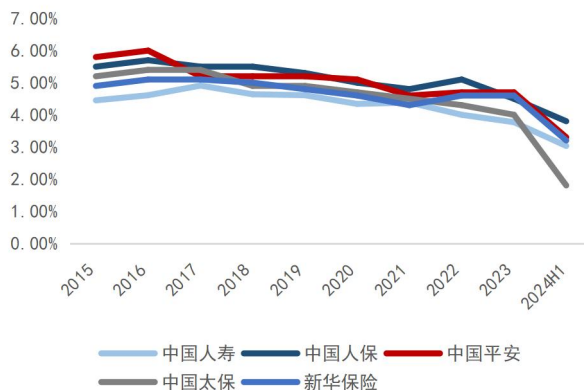
受益于稳健的资产配置结构,公司总体投资收益水平位列上市险企中位数水平。截至2024年中期,受存量资产到期和新增固定收益资产到期收益率下降影响,公司实现净投资收益率及总投资收益率3.3%及3.5%,较年初下降0.2pt及0.1pt。

图66: 上市险企总投资收益率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图67: 上市险企净投资收益率 (单位: %)



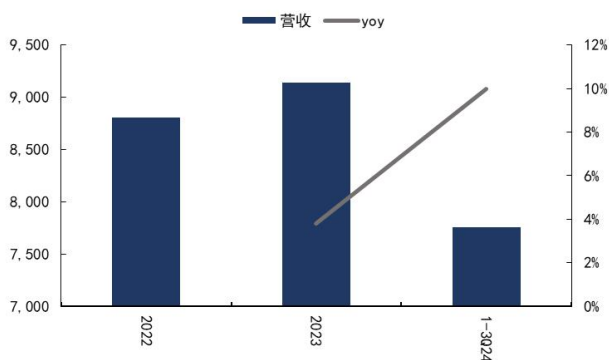
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

## 财务分析

### 成长能力: 营收及净利润增速回升

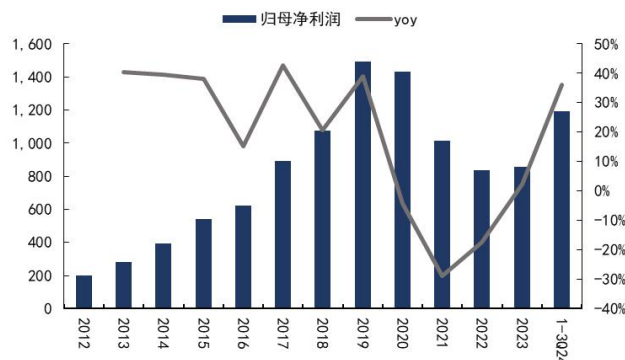
保费增长及投资收益提升带动营收及净利润改善。2024 年前三季度, 平安集团实现营收 7754 亿元、同比+10.0%, 实现归母净利润 1192 亿元、同比+36.1%。从负债和资产两端来看, 负债端对营收的贡献主要源自保险业务收入的提升, 资产端则主要来自投资收益大幅改善。净利润增速回升速度大幅领先营收增速, 主因在于资产减值压力大幅减小。2021 年时, 平安集团减值损失 1050 亿元 (包括信用减值损失和其他资产减值损失), 2023 年时降至 791 亿元, 2024 年前三季度进一步降至 481 亿元 (年化为 642 亿元), 资产质量压力逐年减轻。展望未来, 保费增收、投资改善、资产质量压力减轻仍是净利润增速持续回暖的关键因素。

图68: 平安集团营收规模及增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图69: 平安集团归母净利润规模及增速 (单位: 亿元)

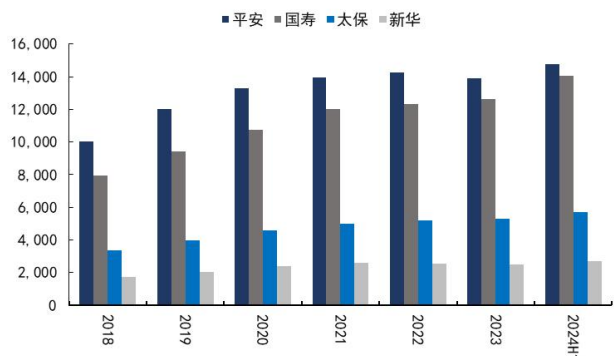


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

内含价值规模稳居上市险企榜首, 增速稍显落后。公司内含价值规模连年保持业内领先, 2023 年因公司下调投资回报率假设和风险贴现率假设, 寿险及健康险 EV 有所下降, 拖累集团 EV 增长。此外, 从风险贴现率层面来看, 中国平安现行风险贴现率略高于上市险企平均值, 因此对内含价值规模有一定压制, 进而在一定程

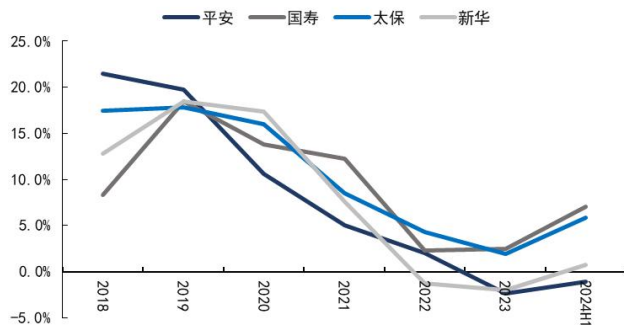
度上缩小平安与其他上市险企内含价值间的差异。此外，受到负债端产品结构调整及资产端投资策略的持续改善，集团内含价值增速有所放缓。截至 2024Q3 末，集团内含价值 1.48 万亿元、较年初+6.2%，在有效业务价值释放和新业务价值创造推动下步入正常增长节奏。预计随着公司后续资产端及负债端的企稳，集团内含价值增速有望保持稳健水平。

图70：上市险企 EV 规模比较比较（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图71：上市险企 EV 增速比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表13：上市险企投资收益率假设持续下调（单位：%）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
中国人寿	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%
中国人保	5.75%	5.75%	5.75%	5.50%	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%
中国平安	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%
中国太保	5.20%	5.20%	5.20%	5.20%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%
新华保险	5.20%	5.20%	5.20%	5.20%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

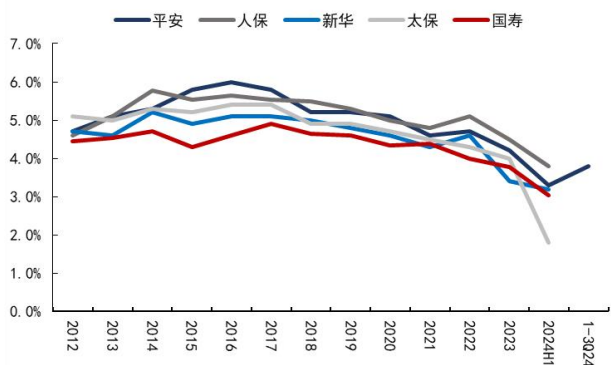
表14：上市险企风险贴现率（%）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
中国人寿	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	8.00%
中国人保	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	9.00%
中国平安	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	9.50%
中国太保	11.50%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	9.00%
新华保险	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.00%	11.00%	11.00%	9.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

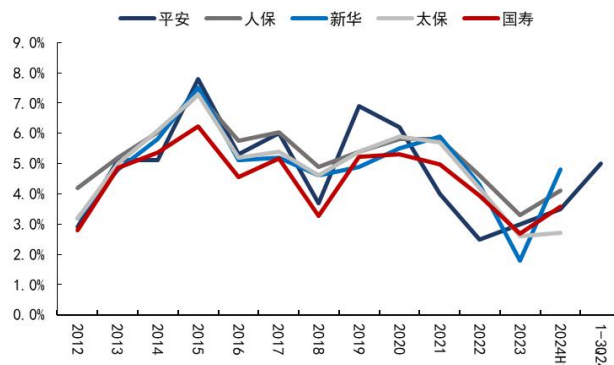
**净投资收益率与总投资收益率均有所回升。**保险资金投资收益率与宏观经济深度捆绑，在政策提振下，资产价格预期有所好转，尤其是资本市场回应积极，股市快速反弹。2024 年前三季度，平安集团净投资收益率 3.8%、同比-0.2pct，总投资收益率 5.0%、同比+1.3pct。

图72: 上市险企净投资收益率比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

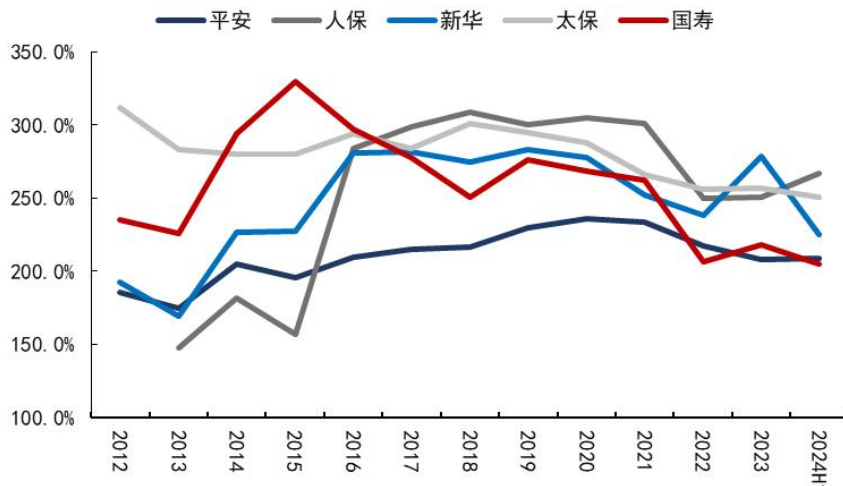
图73: 上市险企总投资收益率比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

偿付能力低于上市同业，但仍旧远高于监管标准。伴随较高刚性成本的保险产品销售占比降低，以及资产端资产价格预期改善和资产质量逐步巩固，集团的偿付能力充足率下降压力将逐步减轻，仍将为公司业务发展提供有力支撑。

图74: 平安集团综合偿付能力充足率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

根据中国平安 2022 年至 2023 年财务数据，我们对其 2024 年至 2026 年盈利能力进行了预测，预测结果主要基于以下关键假设：

1. **保险服务收入：**寿险业务方面，公司持续深化“保险+服务”的布局，持续推进“4 渠道+3 产品”战略，全面加强渠道建设，提升业务质量；升级“保险+服务”方案，不断深化健康养老领域布局。各渠道改革初见成效。预计个险渠道人均产能的显著改善将直接带动公司保费收入的企稳，同时银保、社区网格及其他渠道新业务价值贡献率持续提升。因此我们预计 2024 年至 2026 年寿险保险服务收入

增速分别为 3.7%/4.2%/5.2%。财险业务方面，随着生产生活的企稳，财险业务实现稳中有增，财险保费收入贡献全年主要保费增速。因此我们预计 2024 年至 2026 年财险保险服务收入增速分别为 5.6%/6.7%/7.4%。

2. **投资收益：**2023 年新会计准则的实施加大保险公司利润表波动，其中权益类资产计量方式的变化加大投资收益带来的利润波动。此外，长端利率中枢的下移，叠加权益市场持续低位震荡，导致险资投资收益承压。随着 9 月末以来国家“一揽子”政策相关催化，资本市场迎来反弹，债券收益率企稳回升，带动保险公司资产端估值修复。我们预计公司 2024 年至 2026 年投资收益增速分别为 7%/10%/12%。

3. **保险服务费用：**寿险业务方面，随着业务规模的稳步扩张及监管压降负债成本等举措，我们公司寿险业务 2024 年至 2026 年保险服务费用增速分别为 3.2%/3.8%/4.5%。

4. **承保利润：**结合上述假设，我们预计公司 2024 年至 2026 年承保利润（保险服务收入减去保险服务费用）增速分别为 4.8%/6.2%/7.9%。

### 未来 3 年盈利预测

基于以上假设，我们对中国平安 2024-2026 年进行盈利预测。我们预计公司 2024 年至 2026 年 EPS 为 5.98/6.55/7.54 元每股，当前股价对应的 P/EV 为 0.63/0.59/0.54 倍；归母净利润增速为 27.06%/9.58%/15.17%，对应每股收益为 5.98/6.55/7.54 元每股。

表15：中国平安盈利能力预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>保险服务收入</b>	不适用	536,440	562,859	594,755	633,482
已赚保费	742,418	不适用	不适用	不适用	不适用
银行业务利息净收入	131,096	118,947	120,240	123,847	129,953
非保险业务手续费及佣金利息净收入	36,054	37,033	38,300	39,954	42,043
汇兑收益	3,342	120	168	235	329
投资收益	39,710	36,891	39,473	43,421	48,631
其他收益	63,309	71,771	77,513	83,714	90,411
<b>营业收入合计</b>	<b>1,110,568</b>	<b>913,789</b>	<b>961,848</b>	<b>1,012,392</b>	<b>1,075,079</b>
保险服务费用	不适用	440,178	461,567	487,203	517,382
业务及管理费	164,700	80,212	85,426	88,843	91,508
承保财务损益	不适用	123,959	136,355	144,536	151,763
其他业务成本	59,643	38,086	41,514	45,250	49,322
<b>营业支出合计</b>	<b>1,004,249</b>	<b>792,936</b>	<b>809,187</b>	<b>848,012</b>	<b>890,122</b>
<b>利润总额</b>	105,815	120,117	152,251	164,235	185,028
净利润	107,432	109,274	132,458	142,885	160,974
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>83,774</b>	<b>85,665</b>	<b>108,849</b>	<b>119,276</b>	<b>137,365</b>

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和预测

## 盈利预测的敏感性分析

我们对于上述盈利能力预测进行了敏感性分析，其中我们对于保险服务收入及保险服务费用变化对于 EPS 的影响进行了分析（双因素敏感性分析），结果如下：

表16: 中国平安 2024 年 EPS 随营业收入及赔付支出的敏感性分析（单位：元）

EPS	2024 年 EPS 随保险服务收入及保险服务费用的敏感性分析（元）					
	保险服务费用变化					
	1%	4%	6%	8%	11%	
保险服务收入变化	1%	5.78	5.15	4.73	4.31	3.68
	3%	6.30	5.66	5.24	4.82	4.19
	5%	6.81	6.18	5.76	5.34	4.71
	7%	7.35	6.72	6.30	5.88	5.25
	10%	8.63	8.21	7.58	7.16	6.53
	13%	9.40	8.77	8.35	7.93	7.30

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

表17: 中国平安 2025 年 EPS 随营业收入及赔付支出的敏感性分析（单位：元）

EPS	2025 年 EPS 随保险服务收入及保险服务费用的敏感性分析（元）					
	保险服务费用变化					
	1%	4%	6%	8%	11%	
保险服务收入变化	1%	6.86	6.20	5.76	5.32	4.65
	3%	7.40	6.74	6.29	5.85	5.19
	5%	7.93	7.27	6.83	6.39	5.73
	7%	8.47	7.81	7.37	6.93	6.27
	10%	9.28	8.62	8.18	7.74	7.07
	13%	10.09	9.42	8.98	8.54	7.88

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

表18: 中国平安 2026 年 EPS 随营业收入及赔付支出的敏感性分析（单位：元）

EPS	2026 年 EPS 随保险服务收入及保险服务费用的敏感性分析（元）					
	保险服务费用变化					
	1%	4%	6%	8%	11%	
保险服务收入变化	1%	7.77	7.07	6.60	6.14	5.44
	3%	8.34	7.64	7.17	6.71	6.01
	5%	8.91	8.21	7.74	7.28	6.58
	7%	9.47	8.78	8.31	7.84	7.15
	10%	10.61	9.91	9.45	8.98	8.28
	13%	11.18	10.48	10.01	9.55	8.85

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

## 估值与投资建议

**相对估值：目标价为 69.99 至 75.68 元/股**

因保险公司运营模式及盈利方式的特殊性，我们主要采用内含价值估值法（EV）评估公司的绝对价值，其本质是基于 DCF，对保险公司存量和增量价值进行估值。



寿险公司现金流与传统 DCF 的自由现金流具有显著差异，主要体现在以下几个方面。（1）保费收入更多的体现为未来偿付的负债形式，即保险公司首先需要承担赔付的责任，然后才会从赔付中收取费用；（2）赔付支出具有显著的滞后性，保险公司先获得保费收入，然后随着时间的推移，才会陆续有成本和费用支出；（3）当期保险服务业绩主要来源于预期利润的释放，包括“合同服务边际”及“风险边际释放”，以及死病差、费差等经营偏差，因此与公司实际经营现金流有一定差距。4）盈利内含大量的假设，保险合同期限长，尤其是寿险，产品设计依赖于大量假设，如投资收益率、费用率、死亡率等。基于以上原因，我们使用内含价值估值法对中国平安进行估值，主要基于以下关键假设：

**1. 新业务价值：**公司各渠道转型成果显著。个险渠道人均产能大幅提升，叠加其他渠道新业务价值贡献修复，利好公司后续新业务价值持续增长空间。因此预计 2024 年至 2026 年公司个险渠道 NBV 增速为 18%/15%/15%；预计公司整体 2024 年至 2026 年 NBV 增速为 16%/15%/15%。

表19：中国平安 2024 年至 2026 年各渠道新业务价值预测（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>个人业务</b>	37,330	28,439	38,899	45,146	51,863	58,716
代理人渠道	31,076	22,932	32,169	37,959	44,413	51,074
电销、互联网渠道	4,485	2,050	3,643	4,007	4,208	4,334
银保渠道	1,769	3,457	3,087	3,180	3,243	3,308
<b>团险业务</b>	568	380	362	398	438	482
<b>合计</b>	<b>37,898</b>	<b>28,819</b>	<b>39,261</b>	<b>45,545</b>	<b>52,301</b>	<b>59,198</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

**2. 调整后净资产：**我们预计公司 2024 年至 2026 年整体资产规模保持相对稳健增速，预计调整后净资产年均增速为 6%。

表20：中国平安 2024 年至 2026 年内含价值预测（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>寿险及健康险业务期初内含价值</b>	<b>824,574</b>	<b>876,490</b>	<b>874,786</b>	<b>945,569</b>	<b>1,027,309</b>	<b>1,116,165</b>
内含价值预计回报	70,364	57,888	52,099	46,889	42,200	38,824
新业务价值创造	43,760	33,454	41,818	48,090	53,861	59,247
营运假设及模型变动	-5,876	-6,920	0	0	0	0
营运经验差异及其他	-16,730	-1,672	0	0	0	0
经济假设变动	0	0	0	0	0	0
市场价值调整影响	7,339	1,014	1,166	1,341	1,542	1,743
投资回报差异	-24,889	-40,500	-24,300	-14,580	-8,748	1,750
<b>寿险及健康险业务期末内含价值</b>	<b>876,490</b>	<b>874,786</b>	<b>945,569</b>	<b>1,027,309</b>	<b>1,116,165</b>	<b>1,217,728</b>
其他业务期末的调整净资产	519,018	548,977	581,916	616,831	653,840	693,071
<b>期末内含价值</b>	<b>1,395,508</b>	<b>1,423,763</b>	<b>1,527,484</b>	<b>1,644,140</b>	<b>1,770,005</b>	<b>1,910,799</b>
内含价值增长	69%	2%	7%	8%	8%	8%
<b>每股对应内含价值 (EVPS)</b>	<b>76.34</b>	<b>77.89</b>	<b>83.88</b>	<b>90.29</b>	<b>97.20</b>	<b>104.93</b>
<b>P/EV</b>	<b>0.75</b>	<b>0.73</b>	<b>0.68</b>	<b>0.63</b>	<b>0.59</b>	<b>0.54</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

我们认为公司当前估值处于历史低位，具有较高修复空间。相较于 A 股其他四家上市险企，中国平安当前股价对应 P/EV 处于低位。基于上述计算过程，我们预计公司 2024 年至 2026 年每股内含价值 (EVPS) 为 90.29/97.20/104.93 元，当前股价对应公司 P/EV 为 0.63/0.59/0.54 倍，对应目标价为 69.99 至 75.68 元/股，目前仍有 23%至 33%的上升空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

表21：中国平安可对比公司估值 (P/EV)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
中国人寿	1.00	0.97	0.94	0.86	0.79
中国人保	0.77	0.75	0.67	0.62	0.59
<b>中国平安</b>	<b>0.73</b>	<b>0.68</b>	<b>0.63</b>	<b>0.59</b>	<b>0.54</b>
中国太保	0.72	0.70	0.66	0.62	0.59
新华保险	0.88	0.59	0.54	0.50	0.46

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

## 投资建议

**行业层面：**受市场需求端的改变、监管政策的引导、整体经济形势等多重因素的影响，国内寿险行业逐步实现向理财型保险产品转型。行业整体从以单一渠道为战略重心向多元化发展。叠加监管近年来的相关措施，引导保险公司降低负债成本、优化资产负债管理水平。上市险企已逐步实现复苏，转型初步成果见效，行业存在重估机会。

**公司层面：**中国平安坚持保险、科技、服务为一体的发展战略，结合“综合金融+医疗养老”的战略布局，持续推进负债端业务发展的韧性。随着资本市场的回暖及“一揽子”增量政策，有助于带动我国地产业的逐步企稳，利好平安整体资产端估值修复。

**估值层面：**我们预计公司 2024 年至 2026 年当前股价对应的 P/EV 为 0.63/0.59/0.54 倍；归母净利润增速为 27.06%/9.58%/15.17%，对应每股收益为 5.98/6.55/7.54 元每股。

## 风险提示

### 盈利预测及估值的风险

**盈利预测的风险：**我们分别采用了盈利能力预测模型（财务会计模型）及内含价值预测模型针对公司 2024 年至 2026 年的盈利能力及内含价值进行了预测。考虑到财务会计模型受退保率、利润释放空间等因素影响，因此我们主要采用了内含价值模型对公司的企业价值进行了预测。如上文所示，我们对于公司 2024 年至 2026 年 EVPS 的预测分别为 90.29/97.20/104.93 元，而以上预测主要基于主观假设，投资者应关注可能存在的以下风险：

1. 如前文所示，我们假设人身险行业整体未来将逐步实现触底反弹，负债端表现将逐步改善。但若行业负债端转型不及预期，短期内新业务价值增速将减缓，进而影响公司整体有效业务价值及内含价值，最终影响负债端与资产端不匹配。其中，人力的转型若不及预期，销售人员综合能力与销售人员数量得不到显著提升，导致销售动能得不到有效改善，从而使得新单保费及人均产能的增量不能弥补利润所需缺口，负债端压力进一步增大。同时，随着产品结构的调整，储蓄型保险及年金险产品销售增速若不及预期，叠加健康险持续衰落，可能导致公司短期内利润率持续承压。

2. 业务表现方面，若公司整体负债端转型进度不及预期，将影响公司整体转型效率，从而降低“内外勤”联动效率。因此，若转型策略不及预期，后续保费增速或将面临一定压力。

3. 我们预计 2024 年公司投资收益将有所回暖，然而若缺乏中长期优质资产，公司将持续面临资产久期、利率匹配的压力。

**估值的风险：**我们使用了内含价值估值法对公司未来三年 EV 进行估值，其中内含价值主要包括新业务价值与有效业务价值两个部分，分别代表了保险公司一年内及一年以上承保的保单价值。然而宏观经济表现及公司本身未来实际经营状况均会影响我们对于最终企业估值的准确性，投资者还应关注以下主要风险：

1. 我们假设未来三年宏观经济将持续复苏，人身险行业因此受益，从而驱动资产端投资收益的表现。然而对于未来宏观经济的预测仍存在诸多不确定性，同时宏观经济的表现也受许多包含各类主观及客观因素的影响，例如大灾频发、战争等预期外因素均有可能影响我们对于宏观经济预测的准确性。

2. 我们所使用的内含价值估值模型并没有针对运营经验偏差和假设变动作出具体假设，因此该项未来实际发生额也可能导致我们的估值预测存在偏差。

3. 同时市场对于人身险行业和整体经济形势的预期也将直接影响个股表现，行业震荡下行时，公司资产端收益将承压。因此，股价的波动也将影响我们对于 P/EV 预测的准确性。

### 市场竞争风险

随着行业保险产品趋于同质化，市场竞争加剧。尤其以重疾险为代表的健康险面临增速疲软的压力。此外，随着储蓄型产品的热销，中小保险公司加大产品创设，相较于头部险企，其储蓄险或具备更高收益率，因此对中国太保及其他头部险企或具有一定保费增速的冲击。

### 市场风险

市场风险，是指由于利率、权益价格、房地产价格、汇率等不利变动导致公司遭受非预期损失的风险。其中，利率风险是指因利率波动而导致公司资产端承受潜在损失的风险。随着长期利率的下行，导致长期型债券现价上升，从而影响公司整体投资收益及投资表现。同时权益市场的波动直接影响资产端投资收益，对其资产端收益或具有更大的负面影响。因此，若资产端整体投资收益不及预期，保险公司整体盈利能力及内含价值增速也将受挫。

### 费用风险

费用风险主要是指保险公司渠道费用成本过高而带来的风险。随着储蓄型保险产品的快速发展，保险公司竞争市场份额。在银保渠道“报行合一”后，行业渠道费用得到规范。然而“开门红”期间，部分险企或给予激进的短期激励性佣金政策，从而导致负债端成本上升，具有一定的利差损风险。

### 监管风险

监管政策趋于严格，未来利润空间可能受影响。以重疾险为例，随着保险业相关政策日渐完善及严格，各险企间产品差异化进一步减小，从业各险企将更难通过差异化的产品获取市场份额，因此在行业竞争逐渐激烈的背景下，可能导致各险企利润空间受到影响。同时，在监管政策的指引下，定价利率的下调依旧存在可能影响长期人身险产品销售增速的因素。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	612,595	577,212	582,984	571,324	565,611	保险服务收入	不适用	536,440	562,859	594,755	633,482
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	1,631,416	1,803,047	1,875,169	1,968,927	2,067,374	已赚保费	742,418	不适用	不适用	不适用	不适用
债权投资	不适用	1,243,353	1,305,521	1,383,852	1,466,883	银行业务利息净收入	131,096	118,947	120,240	123,847	129,953
其他债权投资	不适用	2,637,008	2,742,488	2,879,613	3,023,593	非保险业务手续费及佣金利息净收入	36,054	37,033	38,300	39,954	42,043
其他权益工具投资	不适用	264,877	291,365	314,674	339,848	汇兑收益	3,342	120	168	235	329
定期存款	270,340	239,598	251,578	261,641	269,490	投资收益	39,710	36,891	39,473	43,421	48,631
投资性房地产	136,655	143,755	148,068	151,029	154,050	其他收益	63,309	71,771	77,513	83,714	90,411
固定资产	49,941	47,412	48,360	48,844	49,821	<b>营业收入合计</b>	<b>1,110,568</b>	<b>913,789</b>	<b>961,848</b>	<b>1,012,392</b>	<b>1,075,079</b>
无形资产	33,459	32,613	31,961	31,322	30,695	保险服务费用	不适用	440,178	461,567	487,203	517,382
其他资产	177,628	156,133	160,817	165,641	170,611	业务及管理费	164,700	80,212	85,426	88,843	91,508
<b>资产总计</b>	<b>11,137,168</b>	<b>11,583,417</b>	<b>12,151,179</b>	<b>12,566,825</b>	<b>13,013,745</b>	承保财务损益	不适用	123,959	136,355	144,536	151,763
短期借款	121,945	93,322	98,921	104,857	111,148	其他业务成本	59,643	38,086	41,514	45,250	49,322
同业及其他金融机构存放款项	385,092	449,850	436,354	427,627	419,075	营业支出合计	1,004,249	792,936	809,187	848,012	890,122
衍生金融负债	39,738	44,531	47,203	49,091	50,564	<b>利润总额</b>	<b>105,815</b>	<b>120,117</b>	<b>152,251</b>	<b>164,235</b>	<b>185,028</b>
卖出回购金融资产款	271,737	241,803	251,475	256,505	261,635	净利润	107,432	109,274	132,458	142,885	160,974
应付债券	931,098	964,007	944,727	925,832	907,316	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>83,774</b>	<b>85,665</b>	<b>108,849</b>	<b>119,276</b>	<b>137,365</b>
交易性金融负债	88,770	48,619	51,050	53,092	55,216						
吸收存款	3,306,171	3,418,155	3,554,881	3,590,430	3,662,239						
其他负债	301,814	281,829	267,738	254,351	241,633						
<b>负债合计</b>	<b>9,961,870</b>	<b>10,354,453</b>	<b>10,896,207</b>	<b>11,295,772</b>	<b>11,712,036</b>						
<b>总权益</b>	<b>1,175,298</b>	<b>1,228,964</b>	<b>1,254,972</b>	<b>1,271,053</b>	<b>1,301,709</b>						
<b>关键财务与估值指标</b>											
每股收益	4.80	4.84	5.98	6.55	7.54						
每股净资产	64.3	67.5	68.9	69.8	71.5						
每股内含价值	76.34	77.89	83.88	90.29	97.20						
每股新业务价值	1.58	2.16	2.50	2.87	3.25						
P/E	11.85	11.76	9.52	8.69	7.54						
P/BV	0.88	0.84	0.83	0.82	0.80						
P/EV	0.73	0.68	0.63	0.59	0.54						
集团内含价值增长	69%	2%	7%	8%	8%						
新业务价值	28,819	39,261	45,545	52,301	59,198						
新业务价值同比	-24%	36%	16%	15%	13%						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032