

中国平安 (601318)

2025 年中报点评：银保扩张推动 NBV 快速增长，显著增配股票投资
买入（维持）

2025 年 08 月 27 日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 曹锟

执业证书：S0600524120004

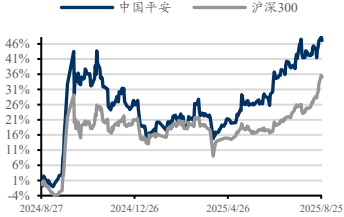
caok@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	913789	1028925	1060775	1124317	1200770
同比（%）	3.8%	12.6%	3.1%	6.0%	6.8%
归母净利润（百万元）	85665	126607	129672	142693	163810
同比（%）	-22.8%	47.8%	2.4%	10.0%	14.8%
每股 EV（元/股）	76.34	78.12	83.29	88.94	94.96
PEV	0.79	0.77	0.73	0.68	0.64

投资要点

- **【事件】中国平安披露 2025 年中报：1）归母净利润 680 亿元，同比-8.8%，Q1/Q2 分别同比-26.4%、+8.2%。2）归母营运利润 777 亿元，同比+3.7%，Q1/Q2 分别同比+2.4%、+4.9%。3）归母净资产 9440 亿元，较年初+1.7%，较 Q1 末+0.4%。4）NBV 同口径下同比+39.8%。集团 EV 较年初+5.5%，寿险 EV 较年初+8.2%。5）中期每股股息 0.95 元/股，同比+2.2%。**
- **核心板块盈利稳定，寿险合同服务边际较年初正增长。**1）若剔除平安好医生并表与可转债转股权价值重估损益的影响（约 55.7 亿元），上半年归母净利润同比仅-1.3%。2）分业务来看，寿险、产险、银行、资产管理、科技板块归母净利润分别同比-5%、+1%、-4%、+110%、由盈转亏，寿险及科技板块归母营运利润分别同比+2%、+179%。2）寿险业务保险服务业绩 448 亿元，同比-4.7%，投资服务业绩 129 亿元，同比+24.3%，合同服务边际 7332 亿元，较上年末+0.3%。
- **寿险：NBV 同比增长 40%，银保渠道贡献显著。**1）上半年用于计算 NBV 的首年保费同比-7.2%，个险和银保新单期缴规模保费分别同比-21%、+149%。2）NBV 可比口径下同比+39.8%，Q1/Q2 分别同比+34.9%、+47.0%；其中个险、银保、其他渠道分别同比+17%、+169%、+43%。首年保费口径 NBV margin 为 26.1%，可比口径下同比+8.8pct。个险、银保渠道 NBV margin 分别为 35.9%、28.6%，同比+13.5pct、+9.7pct。3）代理人规模达 34 万人，较年初-6.3%，较 Q1 末+0.6%。代理人活动率 49.9%，同比-6pct，人均月收入 and 人均 NBV 分别同比-17.3%、+21.6%。
- **产险：保费增速快于行业，综合成本率显著改善。**1）上半年产险原保费收入同比+7.1%（行业增速为 5.1%），其中车险、非车险分别同比+3.6%、+13.8%。2）承保利润 80 亿元，同比+126%。综合成本率 95.2%，同比-2.6pct，费用率同比-1.2pct 至 26.0%，赔付率同比-1.4pct 至 69.2%。承保盈利提升主要得益于车险费用优化与保证保险扭亏为盈。车险综合成本率 95.5%，同比-2.6pct，主要由于深化报行合一与费用精细化管理。
- **投资：减配债券、基金，增配股票；综合投资收益率同比提升。**1）总投资规模达 6.2 万亿，较年初+8.2%。其中，债券投资、股票投资占比分别-0.9pct、+2.8pct 至 60.8%、10.5%，基金则-0.8pct 至 3.4%。股票中 OCI 占比 65.3%，较年初+5.2pct。不动产投资占比 3.3%，较年初-0.2pct。2）非年化净投资收益率 1.8%，同比-0.2pct，主要受存量资产到期和新增固收资产收益率下降影响。综合投资收益率 3.1%，同比+0.3pct，主要因均衡资产配置和提前布局高股息权益资产。
- **盈利预测与投资评级：**结合公司 2025 上半年经营情况，我们略下调 2025-2027 年归母净利润至 1297/1427/1638 亿元（前值为 1352/1544/1770 亿元）。当前市值对应 2025E PEV 0.73x、PB 1.13x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**长端利率趋势性下行；新单保费增长不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	60.52
一年最低/最高价	41.82/62.80
市净率(倍)	1.17
流通 A 股市值(百万元)	651,356.04
总市值(百万元)	1,102,083.40

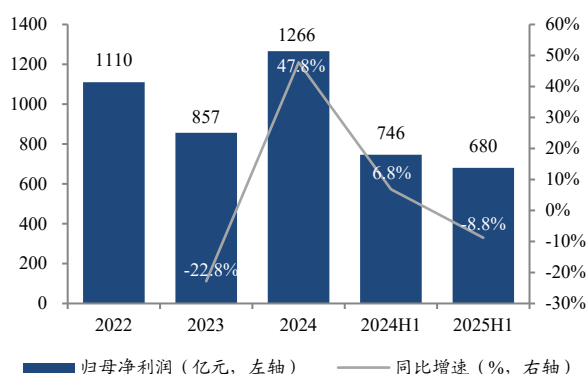
基础数据

每股净资产(元,LF)	51.84
资产负债率(%，LF)	90.06
总股本(百万股)	18,210.23
流通 A 股(百万股)	10,762.66

相关研究

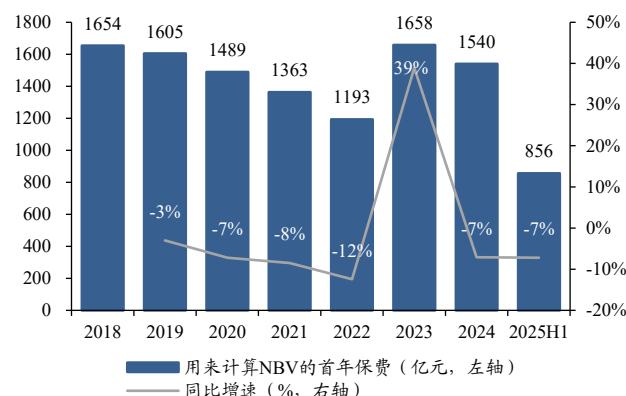
- 《中国平安(601318): 中国平安发行 H 股可转债，集团资本实力进一步充实》
2025-06-04
- 《中国平安(601318): 2025 年一季报点评：归母营运利润稳健增长，价值率提升推动 NBV 同比+35%》
2025-04-26

图1: 2025H1 中国平安归母净利润同比-8.8%



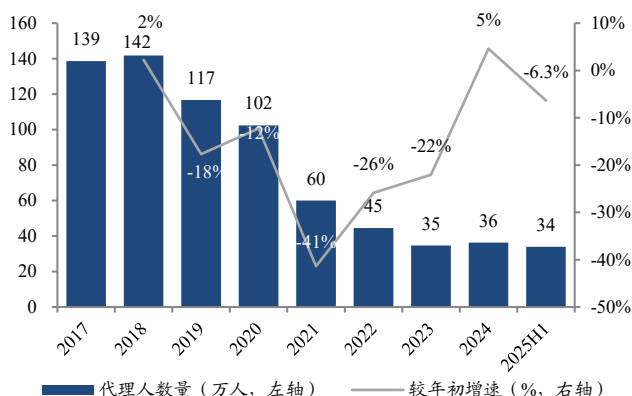
数据来源: 中国平安历年财报, 东吴证券研究所

图2: 2025H1 用于计算NBV的首年保费同比-7%



数据来源: 中国平安历年财报, 东吴证券研究所

图3: 2025H1 末中国平安代理人规模较年初-6.3%



数据来源: 中国平安历年财报, 东吴证券研究所

图4: 2025H1 可比口径下NBV同比+39.8%

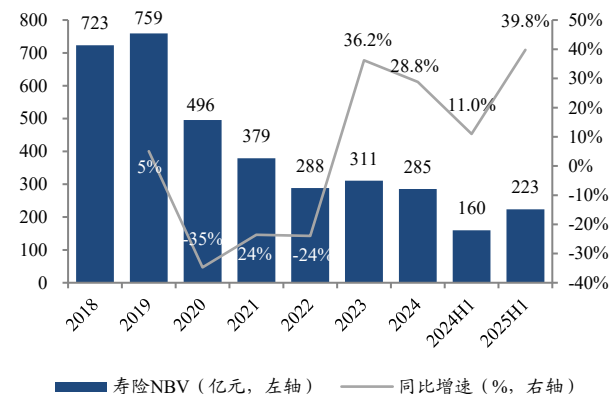

 数据来源: 中国平安历年财报, 东吴证券研究所
 注: 2023-2025 年数据均为可比口径增速

图5: 2025H1 中国平安NBV margin同比+9pct

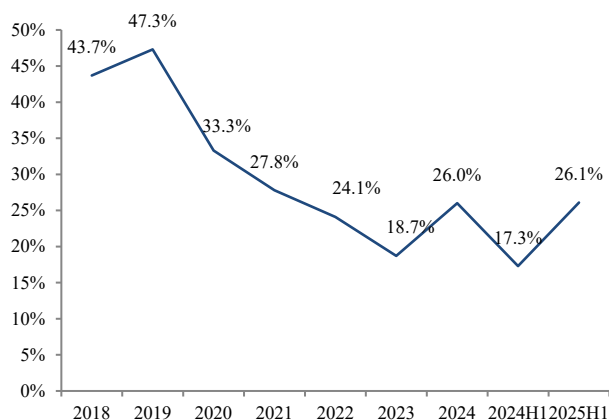
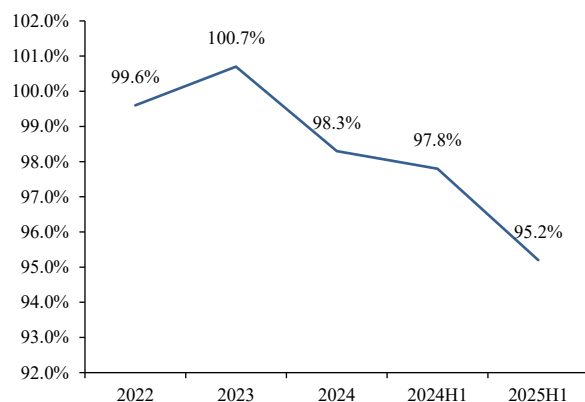
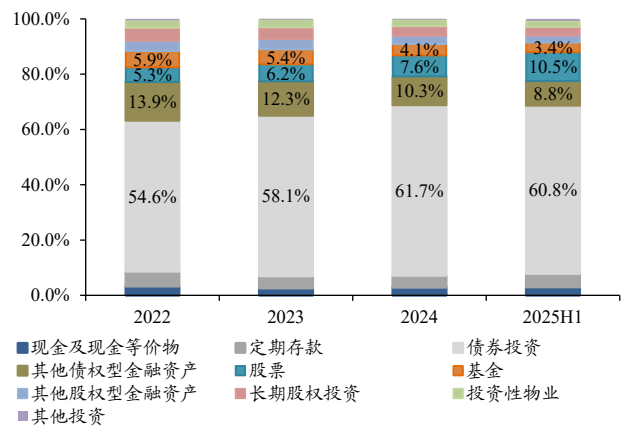

 数据来源: 中国平安历年财报, 东吴证券研究所
 注: 按首年保费计算

图6: 2025H1 平安产险综合成本率同比改善2.6pct



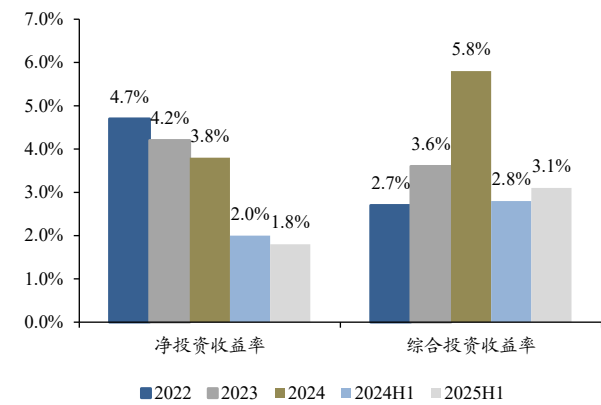
数据来源: 中国平安历年财报, 东吴证券研究所

图7：2025H1 中国平安股票投资比例同比提升 2.8pct



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

图8：2025H1 非年化综合投资收益率同比+0.3pct



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

注：2024H1 和 2025H1 数据为非年化口径

表1：上市保险公司估值及盈利预测

证券简称		价格（元）	EV（元）				1YrVNB（元）			
A 股	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E	
中国平安（601318）	60.52	76.34	78.12	83.29	88.94	1.71	1.57	2.21	2.54	
中国人寿（601628）	42.71	44.60	49.57	53.27	57.33	1.30	1.19	1.30	1.42	
新华保险（601336）	66.11	80.30	82.85	90.72	99.66	0.97	2.00	2.81	3.23	
中国太保（601601）	40.92	55.04	58.42	61.70	66.70	1.14	1.38	1.51	1.80	
中国人保（601319）	8.74	6.92	7.89	9.02	10.38	0.15	0.26	0.31	0.36	
证券简称		价格	P/EV（倍）				VNBX（倍）			
A 股	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E	
中国平安（601318）	60.52	0.79	0.77	0.73	0.68	-9.27	-11.23	-10.31	-11.18	
中国人寿（601628）	42.71	0.96	0.86	0.80	0.74	-1.45	-5.75	-8.15	-10.27	
新华保险（601336）	66.11	0.82	0.80	0.73	0.66	-14.63	-8.35	-8.77	-10.39	
中国太保（601601）	40.92	0.74	0.70	0.66	0.61	-12.39	-12.70	-13.77	-14.33	
中国人保（601319）	8.74	1.26	1.11	0.97	0.84	12.41	3.28	-0.89	-4.56	
证券简称		价格	EPS（元）				BVPS（元）			
A 股	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E	
中国平安（601318）	60.52	4.70	6.95	7.12	7.84	49.37	50.99	53.41	57.06	
中国人寿（601628）	42.71	1.63	3.78	3.80	3.96	16.88	18.03	18.59	19.14	
新华保险（601336）	66.11	2.79	8.41	9.36	9.69	33.68	30.85	33.80	36.02	
中国太保（601601）	40.92	2.83	4.67	5.11	4.90	25.94	30.29	34.20	37.15	
中国人保（601319）	8.74	0.51	0.97	1.15	1.22	5.48	6.08	6.71	7.38	
证券简称		价格	P/E（倍）				P/B（倍）			
A 股	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E	
中国平安（601318）	60.52	12.87	8.70	8.50	7.72	1.23	1.19	1.13	1.06	
中国人寿（601628）	42.71	26.14	11.29	11.23	10.78	2.53	2.37	2.30	2.23	
新华保险（601336）	66.11	23.70	7.86	7.06	6.82	1.96	2.14	1.96	1.84	
中国太保（601601）	40.92	14.46	8.76	8.01	8.35	1.58	1.35	1.20	1.10	
中国人保（601319）	8.74	16.97	9.02	7.59	7.15	1.59	1.44	1.30	1.18	

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测（基于 2025 年 8 月 25 日收盘价）

中国平安财务预测表

主要财务指标 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (元)					保险服务收入	551186	565305	583976	603367
每股收益	6.95	7.12	7.84	9.00	利息收入	123627	133784	139963	147048
每股净资产	50.99	53.41	57.06	61.36	投资收益	83613	124321	143332	161117
每股内含价值	78.12	83.29	88.94	94.96	公允价值变动损益	66504	18786	17422	17037
每股新业务价值	1.57	2.21	2.54	2.90	汇兑收益	380	399	419	440
价值评估 (倍)					其他业务收入	201591	216055	236973	269418
P/E	8.70	8.50	7.72	6.73	资产处置损益	3	3	3	3
P/B	1.19	1.13	1.06	0.99	其他收益	2021	2122	2228	2340
P/EV	0.77	0.73	0.68	0.64	营业收入	1028925	1060775	1124317	1200770
VNBX	-11.23	-10.31	-11.18	-11.88	保险服务费用	449246	464825	480562	495226
盈利能力指标 (%)					承保财务损益	172662	189492	207992	228329
净投资收益率	3.80%	3.40%	3.56%	3.57%	其他费用支出	235368	230020	242909	258470
总投资收益率	4.50%	4.30%	4.43%	4.55%	营业费用	857276	884337	931462	982025
净资产收益率	13.63%	13.33%	13.73%	14.66%	营业利润	171649	176438	192855	218745
总资产收益率	0.98%	0.96%	1.00%	1.09%	税前利润	170495	175226	191582	217409
财险综合成本率	98.30%	96.53%	96.48%	96.46%	所得税	-23762	-24421	-26701	-30300
财险赔付率	71.00%	69.03%	69.18%	69.16%	归属于母公司股东净利润	126607	129672	142693	163810
财险费用率	27.30%	27.50%	27.30%	27.30%	少数股东损益	20126	21132	22189	23298
盈利增长 (%)					资产负债表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润增长率	47.79%	2.42%	10.04%	14.80%	货币资金	683433	717605	753485	791159
内含价值增长率	2.34%	6.62%	6.78%	6.77%	定期存款	280954	295002	309752	325239
新业务价值增长率	-8.19%	40.94%	15.16%	14.00%	FVTPL 金融资产	2377074	2493551	2613241	2736063
偿付能力充足率 (%)					债权投资	1232450	1655081	1774863	1773814
偿付能力充足率 (集团)	204%	195%	185%	175%	其他债权投资	3186937	2980856	3083599	3312995
偿付能力充足率 (寿险)	189%	219%	210%	200%	其他权益工具投资	356493	373961	391911	410331
偿付能力充足率 (产险)	205%	196%	186%	177%	其他资产	4840486	5038330	5294395	5613006
内含价值 (百万元)					资产总计	12957827	13554385	14221246	14962609
调整后净资产	1085211	1247993	1435192	1650471	吸收存款	3541448	3581713	3632913	3694753
有效业务价值	337391	268751	184447	78786	保险合同负债	4984795	5977801	7173584	8614231
内含价值	1422602	1516744	1619639	1729257	卖出回购金融资产款	462292	484214	508028	534333
一年新业务价值	28534	40215	46313	52795	其他负债	2664580	2161980	1491473	625756
核心内含价值回报率 (%)	12%	11%	11%	11%	负债总计	11653115	12205708	12805999	13469073
寿险新业务保费 (百万元)					实收资本	18210	18210	18210	18210
趸缴新单保费	-	-	-	-	归属于母公司股东权益	928600	972566	1039135	1117423
期缴新单保费	-	-	-	-	少数股东权益	376112	376112	376112	376112
新业务合计	125001	121955	132459	143976	负债和所有者权益合计	12957827	13554385	14221246	14962609
新业务保费增长率 (%)	-6.5%	-2.4%	8.6%	8.7%					

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>