

中国平安 (601318.SH)

强烈推荐 (维持)

寿险 NBV 高增，股票规模净增超 2000 亿

公司披露 2025 中报，实现寿险 NBV 223.35 亿，可比口径下同比+39.8%；归母净利润 680.47 亿，同比-8.8%；归母营运利润 777.32 亿，同比+3.7%。

- **寿险 NBV 延续高增，银保渠道扩面提质。** 1) 2025H1 公司实现 NBV 223.35 亿，可比口径下同比+39.8%，Q2 单季同比+47.0%，较 Q1 增速 (+34.9%) 持续改善，预计是二季度上市分红产品“金越司庆版”满足客户对固浮结合的财富类产品偏好，取得较好销售表现。 2025H1 公司分红险规模保费为 499.20 亿，同比+40.9%，在 NBV 的占比预计也显著提升，浮动收益产品转型成效显著。2) 寿险 FYP 855.74 亿，同比-7.2%；Margin 为 30.5%，同比+9.0pt，价值率明显改善预计是预定利率下调、渠道费用精细化投放与投资收益率假设调整等多方面因素对冲后的综合影响。3) 分渠道来看，上半年个险 NBV 同比+17.0%，截至 6 月末代理人数量为 34.0 万，较年初-6.3%，但环比 Q1 净增 0.2 万，人力规模基本企稳回升；银保 NBV 同比+168.6%，渠道占比同比+14.9pt 达 26.7%，是上半年业绩增长的主要贡献，主要得益于公司在“报行合一”后强化与国有大行合作，加强与头部股份行、城商行等潜力渠道关系。 4) 寿险 EV 9034.19 亿，较年初+8.2%；寿险 CSM 余额 7332.08 亿，较年初+0.3%。
- **产险保费增速快于行业，COR 大幅优化。** 2025H1 公司实现产险原保险保费收入 1718.57 亿，同比+7.1%优于行业表现(+5.1%)；综合成本率为 95.2%，同比-2.6pt (其中综合赔付率 69.2%，同比-1.4pt，综合费用率 26.0%，同比-1.2pt)，主要得益于车险费用优化及保证保险扭亏为盈。**分险种来看**，车险业务实现原保险保费收入 1086.11 亿，同比+3.6%；综合成本率为 95.5%，同比-2.6pt，主要得益于车险深化“报行合一”改革，持续推进费用精细化管理、优化费用投入。非车险业务实现原保险保费收入 632.46 亿，同比+13.8%；综合成本率为 94.4%，同比-2.8pt。
- **股票投资规模净增超 2000 亿，综合投资收益率同比提升。** 1) 截至 6 月末公司保险资金投资组合规模超 6.20 万亿元，较年初+8.2%；权益投资深化价值型和科技成长型的均衡配置，股票投资规模较年初净增 2119.15 亿达 6492.94 亿，主要是投资规模增加及市值上涨的共同影响。其中计入 FVOCI 的股票规模较年初净增 1611.18 亿达 4242.76 亿，在股票的占比较年初+5.2pt 达 65.3%，在股票+基金的权益类资产占比较年初+8.4pt 达 54.5%， 预计主要是上半年公司多次举牌银行股后都计入 OCI 账户所致；2) 非年化综合投资收益率 3.1%，同比+0.3pt，主要得益于前瞻布局高股息权益资产；非年化净投资收益率 1.8%，同比-0.2pt，主要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。
- **净利润增速环比改善，分红水平稳中有升。** 1) 2025H1 公司实现归母净利润 680.47 亿，同比-8.8%，主要受资本市场波动及合并平安好医生一次性影响；其中 Q2 单季同比+8.2%，较 Q1 (-26.4%) 大幅改善。归母净资产 9439.52 亿，较年初+1.7%。2) 剔除短期投资波动-41.26 亿、平安好医生纳入合并报表-34.14 亿以及公司发行的美元/港元可转债转股权价值重估-21.57 亿等之后，公司实现归母营运利润 777.32 亿，同比+3.7%，Q2 单季同比+4.9%。3) 公司长期注重股东回报，现金分红水平稳中有升，派发中期股息每股现金 0.95 元，同比+2.2%。
- **投资建议：** 公司中报业绩符合预期，负债端产品转型有序落地，资产端推进均衡配置。随着近期监管政策明确新一轮人身险预定利率下调幅度，预计全

总量研究/非银行金融
目标估值：
当前股价：60.52 元

基础数据

总股本 (百万股)	18210
已上市流通股 (百万股)	10763
总市值 (十亿元)	1102.1
流通市值 (十亿元)	651.4
每股净资产 (MRQ)	51.8
ROE (TTM)	12.7
资产负债率	90.1%
主要股东	深圳市投资控股有限公司
主要股东持股比例	5.29%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	21	53
相对表现	-4	7	19



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《中国平安 (601318) — 寿险 NBV 增速超预期，债券投资浮亏拖累净利润》2025-04-27
- 《中国平安 (601318) — NBV 稳健增长，分红稳中有升》2025-03-26
- 《中国平安 (601318) — 寿险延续高景气，利润增速逐季改善》2024-10-21

郑积沙 S1090516020001
zhengjisha@cmschina.com.cn
张晓彤 S1090524120006
zhangxiaotong2@cmschina.com.cn

年 NBV 将延续高增；长期则有助于降低负债成本，进一步缓解保险资金配置压力和利差损风险。截至 8 月 26 日公司在 A/H 股的 TTM 股息率分别为 4.19%、4.84%，处于上市同业较高水平，维持“强烈推荐”投资评级。

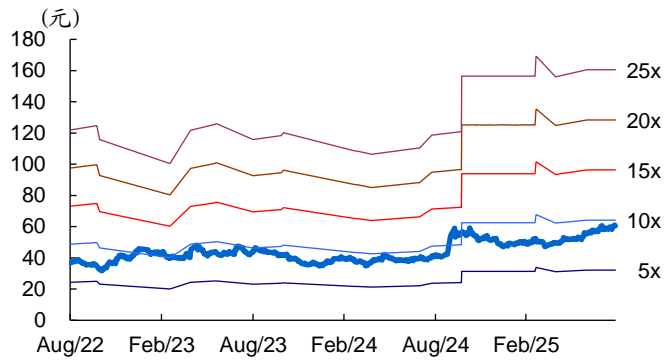
□ 风险提示：寿险发展受困，产品吸引力下降，队伍转型低于预期，经济增长乏力，监管收紧，股市低迷，利率下行。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	913789	1028925	1069500	1151575	1257749
同比增长	4%	13%	4%	8%	9%
营业利润(百万元)	120853	171649	187137	206508	236959
同比增长	-15%	42%	9%	10%	15%
归母净利润(百万元)	85665	126607	142320	157040	178590
同比增长	-23%	48%	12%	10%	14%
每股收益(元)	4.70	6.95	7.82	8.62	9.81
PE	12.9	8.7	7.7	7.0	6.2
PB	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9

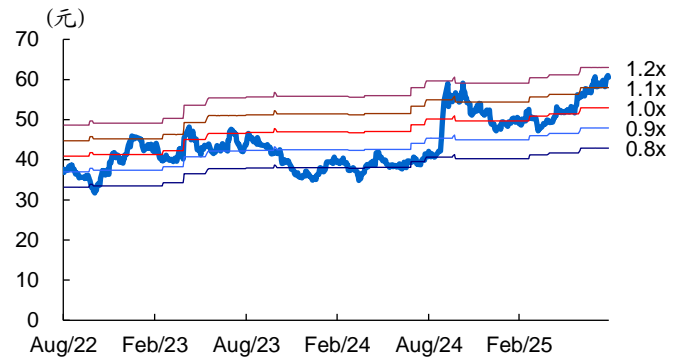
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 中国平安历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 中国平安历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附: 财务预测表

表 1: 资产负债表

单位: 人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产					
货币资金	577,212	683,433	738,523	797,128	903,998
结算备付金	19,387	33,982	27,178	32,010	38,184
拆出资金	220,707	266,938	241,721	292,109	326,713
买入返售金融资产	167,660	91,840	139,355	161,737	158,343
应收账款	35,636	36,006	42,616	45,671	50,521
衍生金融资产	44,978	68,698	55,249	67,387	78,316
保险合同资产	3	0	1	2	1
分出再保险合同资产	22,215	26,084	27,071	30,096	33,922
长期应收款	180,674	210,176	227,594	246,717	278,790
发放贷款及垫款	3,318,122	3,391,837	3,929,255	4,253,778	4,706,039
定期存款	239,598	280,954	313,423	332,318	377,387
金融投资:					
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	1,803,047	2,377,074	2,276,935	2,574,923	2,950,646
债权投资	1,243,353	1,232,450	1,420,643	1,559,742	1,712,331
其他债权投资	2,637,008	3,186,937	3,268,824	3,628,755	4,110,603
其他权益工具投资	264,877	356,493	347,189	385,811	444,727
长期股权投资	258,877	185,514	290,008	294,479	311,315
商誉	44,116	43,539	52,108	55,891	61,575
存出资本保证金	14,903	16,404	18,027	19,708	22,036
投资性房地产	143,755	141,495	166,730	180,848	198,743
固定资产	47,412	46,277	56,913	60,197	66,370
无形资产	32,613	31,387	38,609	41,033	45,095
使用权资产	9,794	8,527	12,344	12,241	13,421
递延所得税资产	101,337	122,012	122,579	138,153	156,031
其他资产	156,133	119,770	181,557	183,165	196,061
资产总计	11,583,417	12,957,827	13,994,453	15,393,898	17,241,166

负债及股东权益

负债

短期借款	93,322	95,662	124,322	125,057	140,171
向中央银行借款	208,783	86,110	197,542	199,579	193,825
银行同业及其他金融机构存放款项	449,850	418,445	497,344	548,547	594,622
拆入资金	76,602	115,926	103,769	118,094	138,119
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	48,619	172,768	118,046	133,368	174,894
衍生金融负债	44,531	74,937	61,988	72,250	85,666
卖出回购金融资产款	241,803	462,292	380,432	430,323	521,920
代理买卖证券款	116,384	168,719	161,624	177,943	207,636
应付账款	8,858	6,871	10,482	10,512	11,276
预收保费	16,854	19,426	26,541	24,936	28,825
应付职工薪酬	49,771	56,564	60,907	66,913	75,081
应交税费	15,688	23,770	26,000	25,938	30,903
吸收存款	3,418,155	3,541,448	4,071,627	4,418,701	4,892,433
保险合同负债	4,159,801	4,984,795	5,047,579	5,678,642	6,403,755
分出再保险合同负债	53	569	271	348	494
长期借款	135,161	122,040	163,407	168,480	184,132
应付债券	964,007	967,042	1,136,311	1,229,222	1,354,457
租赁负债	10,234	8,801	12,872	12,766	13,955
递延所得税负债	14,148	13,977	16,835	18,013	19,837
其他负债	281,829	312,953	367,465	384,268	433,167
负债合计	10,354,453	11,653,115	12,585,364	13,843,901	15,505,169
股东权益					
股本	18,210	18,210	18,210	18,210	18,210
资本公积	134,606	121,204	129,779	128,530	126,504
减：库存股	-5,001	-5,001	-6,999	-5,667	-5,889
其他综合收益	-13,044	-55,761	-21,105	-29,970	-35,612
盈余公积	12,164	12,164	12,164	12,164	12,164
一般风险准备	130,353	144,314	161,584	180,639	201,651
未分配利润	621,723	693,470	748,948	823,842	922,703
归属于母公司股东权益合计	899,011	928,600	1,042,581	1,127,748	1,239,732
少数股东权益	329,953	376,112	406,201	446,821	500,440
股东权益合计	1,228,964	1,304,712	1,409,089	1,549,998	1,735,998
负债和股东权益总计	11,583,417	12,957,827	13,994,453	15,393,898	17,241,166

资料来源：公司数据、招商证券

表 2: 利润表

单位：人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
一、营业收入					
保险服务收入	536,440	551,186	578,745	619,257	662,605

银行业务利息净收入	118,947	93,913	79,679	67,602	56,029
银行业务利息收入	227,552	197,961	160,193	135,913	114,464
银行业务利息支出	-108,605	-104,048	-80,514	-68,311	-58,436
非保险业务手续费及佣金净收入	37,033	37,945	38,927	39,935	40,952
非保险业务手续费及佣金收入	45,806	45,786	47,560	48,792	49,828
非保险业务手续费及佣金支出	-8,773	-7,841	-8,633	-8,856	-8,875
非银行业务利息收入	118,503	123,627	127,670	131,845	136,620
投资收益	36,891	83,613	96,155	129,809	181,733
其中：对联营企业和合营企业的投资损益	1,434	-3,479	2,707	221	-184
以摊余成本计量的金融资产终止确认产生的损益	-506	693	-29	53	239
公允价值变动损益	-9,039	66,504	69,829	80,304	92,349
汇兑损益	120	380	1,215	572	722
其他业务收入	71,771	69,733	75,325	80,598	85,436
资产处置损益	563	3	292	286	194
其他收益	2,560	2,021	1,662	1,366	1,109
营业收入合计	913,789	1,028,925	1,069,500	1,151,575	1,257,749
二、营业支出					
保险服务费用	-440,178	-449,102	-473,224	-506,350	-541,158
分出保费的分摊	-14,179	-14,692	-15,362	-16,437	-17,613
减：摊回保险服务费用	10,448	11,091	11,460	12,262	13,191
承保财务损益	-123,959	-172,662	-157,515	-168,541	-189,414
减：分出再保险财务损益	542	960	782	837	978
税金及附加	-3,665	-3,579	-3,720	-4,006	-4,375
业务及管理费	-80,212	-80,473	-85,517	-91,503	-97,519
提取保费准备金	-230	-356	-311	-333	-380
非银行业务利息支出	-24,346	-19,405	-23,321	-24,953	-25,576
其他业务成本	-38,086	-36,299	-41,153	-44,311	-47,055
其他资产减值损失	-1,327	-7,177	-4,507	-4,852	-6,458
信用减值损失	-77,744	-85,582	-89,974	-96,879	-105,412
营业支出合计	-792,936	-857,276	-882,362	-945,067	-1,020,791
三、营业利润	120,853	171,649	187,137	206,508	236,959
加：营业外收入	816	912	696	808	805
减：营业外支出	-1,552	-2,066	-1,494	-1,704	-1,755
四、利润总额	120,117	170,495	186,339	205,612	236,010
减：所得税	-10,843	-23,762	-21,396	-23,608	-29,030
五、净利润	109,274	146,733	164,944	182,003	206,980
归属于母公司股东的净利润	85,665	126,607	142,320	157,040	178,590
少数股东损益	23,609	20,126	22,624	24,964	28,389

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。