

中国平安 (601318.SH) 财险 COR 改善明显，持续增配高股息资产

2025 年 08 月 27 日

——中国平安 2025 年半年报点评

投资评级：买入（维持）

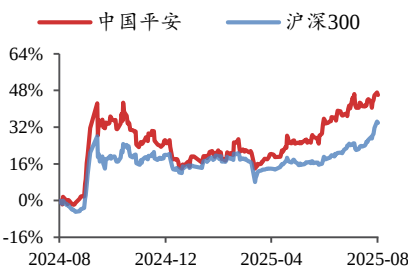
高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

日期	2025/8/27
当前股价(元)	60.52
一年最高最低(元)	62.80/41.82
总市值(亿元)	11,020.83
流通市值(亿元)	6,513.56
总股本(亿股)	182.10
流通股本(亿股)	107.63
近 3 个月换手率(%)	35.12

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《债市波动拖累短期业绩，寿险多渠道发展效果显著——中国平安 2025 年 1 季报点评》-2025.4.26

《下调 EV 假设提高可信度，资负两端表现符合预期——中国平安 2024 年半年报点评》-2025.3.20

《资产端驱动业绩高增，NBV 增长好于预期——中国平安 2024 三季报点评》-2024.10.22

● 财险 COR 改善明显，持续增配高股息资产，维持“买入”评级

2025 年上半年归母净利润实现 680.5 亿元，同比-8.8%，其中保险服务业绩 549 亿，同比+2.0%，投资服务业绩 325 亿，同比-19%，债券票息下降对净投资收益带来压力，拖累投资收益同比下降。归母净资产较年初+1.7%表现稳健。集团归母营运利润 777.3 亿元，同比+3.7%，营运 ROE 为 12.2%。期末人身险 EV 9034 亿，较年初+8.2%（回溯口径）。我们预测 2025-2027 年 NBV 同比增速分别为 +35.5%/+4.0%/+9.7%，对应集团 EV 同比+7.0%/+8.0%/+9.0%；基于中报数据，我们调整集团 2025-2027 年归母净利润预测至 1346/1504/1648 亿元（调整前 1354/1485/1721 亿元），分别同比+6.3%/+11.7%/+9.6%，对应 EPS 分别为 7.4/8.3/9.0 元。公司中期股息每股 0.95 元，同比增长 2.2%。当前股价对应 2025-2027 年 PEV 分别为 0.72/0.67/0.62 倍，公司负债端表现稳健，分红险占比持续提升，增配高股息资产有望为投资收益带来支撑，维持“买入”评级。

● 个险承压，银保渠道高增，分红险占比提升

(1) 2025H1 人身险 NBV 达成 223.4 亿元，同比增长 39.8%（回溯口径），不回溯口径下人身险 NBV 同比持平。用来计算 NBV 的首年保费 856 亿，同比-7.2%，上半年新单保费同比-5.4%，主要受个险新单同比-20.1%拖累。平安寿险保单继续率保持较高水平，13 个月保单继续率同比上升 0.3 个百分点，业务品质稳步改善。分红险总保费 499 亿，同比+41%，占比明显提升。(2) 个险渠道：代理人渠道整体承压，代理人数量下滑，2025H1 末代理人规模 34.0 万人，较年初-6.3%，代理人活动率下降 6.0pct，代理人人均月均收入下降 17.3%。整体人力中大专以上学历人员占比同比+1.5 pct。代理人渠道 NBV 同比+17.0%（回溯口径）；(3) 银保渠道：聚焦价值经营，新单同比+75%，银保期缴新单同比+149%。新业务价值同比明显增长，增速达 168.6%（回溯口径），非可比口径下增速达 126%。

● COR 改善超预期，投资端明显增配 OCI 高股息类资产

(1) 2025H1 财险保险服务收入 1656 亿元、同比+2.3%，车险服务收入同比+3.8%。综合成本率同比改善 2.6pct 至 95.2%，赔付率/费用率分别-1.4pct/-1.2pct 均有优化，车险 COR 同比-2.6pct 至 95.5%，COR 改善驱动财险承保利润同比显著增长 125.9%，总投资收益同比下滑 30.2%对整体利润带来一定拖累，营运利润同比+1.0%。(2) 25H1 保险资金组合规模较年初+8.2%至 6.20 万亿元，公司披露非年化净/综合投资收益率 1.8%/3.1%，分别同比-0.2pct/+0.3pct。总投资收益同比-1.8%，对应测算总投资收益率为 1.6%，同比-0.3pct。相较年初，公司权益类资产占比 15.3%，较年初+2.4pct，其中 OCI 较年初+2.2pct 至 6.8%，持续提升高股息资产占比。

● 风险提示：长端利率超预期下降；公司负债端增长低于预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
新业务价值(亿元)	227	285	387	402	441
YOY	-21.2%	25.6%	35.5%	4.0%	9.7%
保费服务收入(亿元)	5,364	5,512	5,543	5,732	5,928
YOY	2.0%	2.7%	0.6%	3.4%	3.4%
内含价值(亿元)	13,901	14,226	15,222	16,440	17,919
YOY	-2.4%	2.3%	7.0%	8.0%	9.0%
归母净利润(亿元)	857	1,266	1,346	1,504	1,648
YOY	-22.8%	47.8%	6.3%	11.7%	9.6%
P/B	1.23	1.19	1.09	0.98	0.85
P/EV	0.79	0.77	0.72	0.67	0.62

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
保险业务投资资产	47,222	57,314	65,911	72,502	78,303
其他资产	68,612	72,264	80,265	92,068	90,678
资产总计	115,834	129,578	146,176	164,570	168,981
保险合同负债	41,598	49,848	56,827	64,214	65,351
吸收存款	34,182	35,414	36,477	37,571	38,698
应付债券	9,640	9,670	9,961	10,259	10,567
其他负债	18,125	21,598	22,246	22,914	23,601
负债总计	103,545	116,531	132,155	149,335	151,978
股本	182	182	182	182	182
一般风险准备	1,304	1,443	1,578	1,728	1,893
未分配利润	6,217	6,935	7,762	8,710	10,192
归属于母公司所有者权益合计	8,990	9,286	10,147	11,245	12,892
少数股东权益	3,300	3,761	3,874	3,990	4,110
所有者权益合计	12,290	13,047	14,021	15,235	17,002
负债及股东权益总计	115,834	129,578	146,176	164,570	168,981

利润表(亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,138	10,289	10,353	10,864	11,335
保费服务收入	5,364	5,512	5,543	5,732	5,928
银行业务利息净收入	1,189	939	864	795	731
总投资收益	1,464	2,737	2,689	2,976	3,221
其他业务收入	718	697	767	805	846
营业支出	-7,929	-8,573	-8,520	-8,841	-9,145
保险服务费用	-4,402	-4,491	-4,421	-4,590	-4,769
承保财务损益	-1,240	-1,727	-1,745	-1,932	-2,119
税金及附加	-37	-36	-39	-41	-43
业务及管理费	-802	-805	-828	-858	-884
非银行业务利息支出	-243	-194	-223	-239	-255
信用减值损失	-777	-856	-751	-655	-535
其他业务成本	-428	-465	-514	-526	-539
营业利润	1,209	1,716	1,833	2,023	2,190
营业外收入	8	9	8	8	8
营业外支出	-16	-21	-21	-21	-21
利润总额	1,201	1,705	1,820	2,010	2,177
所得税	-108	-238	-218	-241	-261
净利润	1,093	1,467	1,602	1,769	1,916
减：少数股东权益	236	201	256	265	268
归母净利润	857	1,266	1,346	1,504	1,648

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入同比增长	3.80%	12.60%	0.62%	4.93%	4.33%
保险服务收入同比增速	1.99%	2.75%	0.56%	3.41%	3.43%
银行业务利息净收入	-9.27%	-21.05%	-8.00%	-8.00%	-8.00%
归母净利润同比增长	-22.83%	47.79%	6.28%	11.74%	9.57%
归母净资产同比增长	3.43%	3.29%	9.27%	10.82%	14.65%
获利能力					
ROE	9.69%	13.85%	13.85%	14.06%	13.65%
ROA	0.77%	1.03%	0.98%	0.97%	0.99%
价值数据 (亿元)					
新业务价值	227	285	387	402	441
寿险内含价值	8,310	8,351	8,393	8,435	8,477
集团内含价值	13,901	14,226	15,222	16,440	17,919
每股指标 (元)					
每股收益	4.70	6.95	7.39	8.26	9.05
每股净资产	49.37	50.99	55.72	61.75	70.80
每股内含价值	76.34	78.12	83.59	90.28	98.40
估值比率					
P/E	12.86	8.70	8.19	7.33	6.69
P/B	1.23	1.19	1.09	0.98	0.85
P/EV	0.79	0.77	0.72	0.67	0.62

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn