



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年08月27日

相关研究

【兴证非银】中国平安：净利润承压，OPAT 稳健，NBV 增速超预期-2025.04.26

【兴证非银】中国平安：OPAT 恢复较快增长，关注银保渠道拓展带来的价值增量-2025.03.21

【兴证非银】中国平安 2024 年三季报点评：NBV 单三季度同比翻番，营运利润重回增长-2024.10.22

分析师：唐亮亮

S0190523080002

tangliangliang@xyzq.com.cn

中国平安(601318.SH)

净利润承压，财险 COR 表现亮眼

投资要点

- 总览：整体表现基本符合预期。1) 2025H1 归母净利润同比下降 8.8%至 681 亿元，略低于预期，主要受公允价值变动损益同比下降 576 亿元、降幅达 125%拖累（其中 TPL 债券、股票和基金分别同比减少 223、126、99 亿元，估算市值涨跌幅分别为-0.6%、-1.7%、+0.5%，注意 OCI 股票表现较好但无法反映至利润中）；此外好医生并表因估值较高产生-34 亿元影响，属一次性影响。2) OPAT 同比增长 3.7%，符合预期；3) 归母净资产相比年初增长 1.7%，略低于预期。4) 追溯口径下 NBV 增长 39.8%，符合预期，主要因 NBVM 增长 9pct。5) 存量合同服务边际相比年初+0.3%，新增合同服务边际同比+6.2%，符合预期。6) EV 相比年初增长 5.5%，符合预期。7) 中期每股分红 0.95 元，同比+2.2%，符合预期。
- 代理人规模萎缩但质态改善，银保 NBV 贡献显著提升。1) 个险和银保 NBV 分别同比+17%、+169%，NBV 占比分别同比-12.5、+12.8pct 至 64.5%、26.7%。2) 个险新单受预定利率下调、分红险产品转型等影响同比下降 5.4%；但银保新单在渠道间变动费用倾斜+非平安银行渠道扩张+资管业务资源支持下同比增长 74.7%，银保新单占个人业务新单比重上升 9.4pct 至 20.5%，未来银保随着网点布局扩展，有望延续高增长趋势。3) 个险代理人数量较年初减少 6.3%至 34 万人，但代理人销售能力增加，人均 NBV 同比+21.6%。
- 财险非车业务增速回暖，COR 表现亮眼。1) 财险保费同比增长 7.1%，其中车险、非车险分别同比+3.6%、+13.8%，非车在健康险、意外险及农险同比+22.5%、+25.6%、+15.7%带动下增速回升，是当期总保费增速改善的主要原因。2) COR 同比优化 2.6pct 至 95.2%，综合费用率、综合赔付率分别下降 1.2pct、1.4pct 至 26.0%、69.2%，其中车险、健康险 COR 分别同比优化 2.6、6.1pct 至 95.5%、89.8%，表现亮眼。3) 当期新能源车险首次实现承保盈利，新能源车险保费同比+46.2%、市场份额达 27.6%，未来新能源车险业务成本呈可持续优化趋势。
- CII 亮眼，NII 和 TII 承压。1) 总投资资产较 2024 年底+8.2%至 6.2 万亿元。2) 净投资收益 928 亿元，同比+5.2%，NII（未年化）同比-0.2pct 至 1.8%；总投资收益 962 亿元，同比-1.8%，测算 TII（未年化）为 1.9%；CII（未年化）同比+0.3pct 至 3.1%。3) 险资 OCI 股票规模为 4243 亿元，占股票比例提升至 65.3%，较年初提升 5pct。4) 估算其他权益工具投资（主要为高股息股票）涨幅约为 15.0%，同比+2.6pct；其他债务工具市值涨幅约 0.4%，同比-5.3pct。
- 观点：推荐配置。1) 价值率提升以及银保超高增长下全年 NBV 有望延续高增长。2) 资产端地产风险逐步缓释，对估值压制持续减弱，高股息策略贯彻较为彻底，后续净投资收益的韧性将优于主要同业。3) 当前 A 股 PEV 仅 0.72 倍，考虑股息率较高且稳健，以及后续权益市场走牛情况下估值仍有较大修复空间，继续推荐配置。
- 风险提示：长端利率大幅下行，权益市场大幅回撤，新单销售显著不及预期

附表：财务预测与估值（单位：亿元）

合并利润表	2024A	2025E	2026E	2027E	合并资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
保险服务收入	5,512	5,673	5,961	6,315	资产				
非保险业务手续费及佣	379	389	398	407	货币资金	6,834	7,215	7,624	8,065
金净收入					拆出资金	2,669	2,723	2,784	2,852
非银行业务利息收入	1,236	1,345	1,573	1,779	买入返售金融资产	918	985	1,055	1,131
投资收益	836	929	1,085	1,259	应收账款	360	372	385	399
公允价值变动损益	665	371	461	551	保险合同资产				
营业收入合计	10,289	10,394	11,197	12,066	分出再保险合同资产	261	294	331	372
保险服务费用	-4,491	-4,648	-4,885	-5,166	长期应收款	2,102	2,144	2,192	2,246
承保财务损益	-1,727	-1,635	-1,827	-2,011	发放贷款及垫款	33,918	34,600	35,380	36,239
税金及附加	-36	-35	-37	-40	定期存款	2,810	3,191	3,591	4,018
业务及管理费	-805	-1,017	-1,072	-1,131	以公允价值计量且其变	23,771	26,229	28,825	31,614
	-194	-209	-227	-246	动计入当期损益的金融				
非银行业务利息支出					资产				
信用减值损失及资产减	-928	-727	-548	-470	债权投资	12,325	12,948	13,630	14,377
值损失					其他债权投资	31,869	36,491	41,313	46,459
营业支出合计	-8,573	-8,681	-9,023	-9,511	其他权益工具投资	3,565	4,114	4,689	5,305
营业利润	1,716	1,713	2,174	2,554	占合营企业与联营企业	1,855	2,103	2,365	2,646
	1,705	1,701	2,163	2,544	的权益				
利润总额					其他	6,321	6,907	7,527	8,193
减：所得税	-238	-261	-342	-398	资产合计	129,578	140,318	151,691	163,917
净利润	1,467	1,441	1,821	2,145	负债				
归属于母公司股东的净	1,266	1,202	1,496	1,773	短期借款	957	891	830	774
利润					银行同业及其他金融机	4,184	4,603	5,063	5,570
关键指标	2024A	2025E	2026E	2027E	构存放款项				
营业收入	10,289	10,394	11,197	12,066	卖出回购金融资产款	4,623	5,032	5,477	5,962
YOY	12.6%	1.0%	7.7%	7.8%	代理买卖证券款	1,687	1,665	1,653	1,651
归属于母公司股东的净	1,266	1,202	1,496	1,773	应付账款	69	73	77	82
利润					吸收存款	35,414	36,123	36,845	37,582
YOY	47.8%	-5.0%	24.4%	18.5%	长期借款	1,220	1,229	1,239	1,249
集团内含价值	14,226	15,383	16,777	18,278	应付债券	9,670	9,825	9,985	10,152
YOY	2.3%	8.1%	9.1%	8.9%	保险合同负债	49,848	57,952	66,256	74,942
新业务价值	285	370	399	439	分出再保险合同负债	6	6	6	7
YOY	25.6%	29.5%	7.9%	10.0%	其他	8,852	8,614	8,384	8,161
EPS (元)	7.16	6.80	8.46	10.02	负债合计	116,531	126,012	135,815	146,131
BPS (元)	50.99	56.48	63.30	71.63	权益合计	13,047	14,306	15,876	17,786
EVPS (元)	78.12	84.48	92.13	100.37	少数股东权益	3,761	4,021	4,349	4,742
PE (倍)	8.46	8.91	7.16	6.04	归属于母公司股东权益	9,286	10,285	11,527	13,044
PB (倍)	1.19	1.07	0.96	0.84					
PEV (倍)	0.77	0.72	0.66	0.60					

资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理；股价截至 2025 年 8 月 26 日收盘价

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn