

多渠道齐头并进驱动 NBV 同比+39.8%，综合投资收益表现亮眼

核心观点

上半年公司多渠道能力全面发展驱动 NBV 快速增长，其中银保渠道表现尤为亮眼。公司在银行合作方面推进多元化布局，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，推动渠道扩面提质，银保渠道 NBV 同比+168.6%。展望来看，我们认为在保险业新“国十条”、“报行合一”等一系列政策重塑行业生态之后头部险企竞争优势更加凸显，随着公司多渠道策略持续发力、综合金融+医疗养老战略持续深化，负债端 NBV 有望延续较快增长。资产端来看在低利率和公司大力发展浮动收益型产品背景下，权益配置比例有望进一步提升，利差预计保持稳健。估值方面，截至 8 月 27 日收盘，公司 2025 年 PEV 为 0.70 倍，股息率达 4.4%，安全边际充足。

事件

中国平安披露 2025 年中期业绩

公司上半年归母营运利润同比+3.7%至 777.32 亿元，其中寿险及健康险业务 NBV 同比+39.8%至 223.35 亿元；财险业务保险服务收入同比+2.3%，综合成本率同比-2.6pct 至 95.2%；未年化净、综合投资收益率分别为 1.8%、3.1%，同比-0.2、+0.3pct。

简评

1. 整体业绩：营运利润、中期股息稳健增长

上半年归母营运利润同比+3.7%至 777.32 亿元，主要由寿险及健康险业务和资管业务归母营运利润增长驱动；归母净利润同比-8.8%至 680.47 亿元，主要由寿险及健康险业务、金融赋能业务、其他业务及合并抵消归母净利润减少驱动，其中寿险及健康险业务主要受公允价值变动亏损影响，金融赋能业务主要受平安好医生并表时带来的一次性损益影响，其他业务主要受公司发行的美元和港元可转换债券的转股权价值重估损益影响。截至上半年末，公司归属于母公司股东权益 9439.52 亿元，较年初+1.7%；内含价值 1.50 万亿元，较年初+5.5%。现金分红水平稳定增长。公司拟派发中期股息每股现金人民币 0.95 元，同比+2.2%。

中国平安 (601318.SH)

维持

买入

赵然

zhaoran@csc.com.cn

021-68801600

SAC 编号:S1440518100009

SFC 编号:BQQ828

沃昕宇

woxinyu@csc.com.cn

010-56135215

SAC 编号:S1440524070019

发布日期：2025 年 08 月 28 日

当前股价：51.33 元

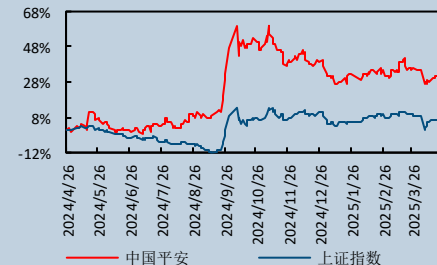
目标价格 12 个月：71.42 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-1.53/0.69	0.92/-0.38	26.43/18.21
12 月最高/最低价 (元)			61.73/40.49
总股本 (万股)			1,821,023.46
流通 A 股 (万股)			1,076,265.77
总市值 (亿元)			9,842.18
流通市值 (亿元)			6,316.60
近 3 月日均成交量 (万)			5668.16
主要股东			
香港中央结算(代理人)有限公司			36.56%

股价表现



相关研究报告

- 25.04.27 【中信建投保险 II】中国平安 (601318): 价值率改善驱动 NBV 同比+34.9%，银保渠道增速亮眼
- 25.03.20 【中信建投保险 II】中国平安 (601318): 营运利润与分红稳中有进，看好资产负债改善驱动估值修复

2. 寿险及健康险业务：多渠道能力全面发展驱动 NBV 快速增长，银保渠道表现亮眼

上半年 NBV 同比+39.8%至 223.35 亿元，主要由银保渠道和代理人渠道驱动。1) 银保渠道量质齐升。上半年 NBV 同比+168.6%至 59.72 亿元，其中用来计算 NBV 的首年保费同比+77.6%至 208.59 亿元，NBVM 同比+9.7pct 至 28.6%。公司银保渠道上半年的量质齐升预计受益于公司在银行合作、网点经营、队伍发展、经营管理等方面多措并举共同带动。公司在银行合作方面推进多元化布局，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，推动渠道扩面提质。2) 代理人渠道人均产能持续优化、价值率大幅改善。上半年 NBV 同比+17.0%至 143.97 亿元，主要由人均产能提升带动，上半年人均 NBV 同比+21.6%。上半年代理人渠道用来计算 NBV 的首年保费同比-26.9%至 400.85 亿元，NBVM 同比+13.5pct 至 35.9%。上半年末，个人寿险销售代理人数量为 34.0 万人，较上年末-6.3%。上半年内含价值营运利润为 629.13 亿元，内含价值利润为 925.42 亿元。截至上半年末，寿险及健康险业务内含价值为 9034.19 亿元，较上年末+8.2%（24H1：+10.3%）。

上半年归母营运利润同比+2.5%至 524.35 亿元，主要由投资服务业绩（剔除短期投资波动）同比+24.3%至 129.18 亿元驱动。保险服务业绩及其他同比-4.7%至 448.40 亿元，主因 CSM 摊销基础同比-5.3%至 7678.38 亿元导致 CSM 摊销同比-5.2%至 346.30 亿元。截至上半年末，CSM 余额为 7743.99 亿元，较上年末+0.8%。

上半年归母净利润同比-4.5%至 483.20 亿元，主因短期投资亏损同比+643.1%至 41.26 亿元。截至上半年末，归母股东权益为 3367.66 亿元，较上年末+0.7%。

3. 财险业务：赔付率和费用率向好，带动承保利润强劲增长。

归母净利润同比+1.0%至 100.10 亿元，主要由承保利润同比+125.9%至 79.78 亿元带动，其中原保险保费收入 1,718.57 亿元，同比增长 7.1%；保险服务收入 1,656.61 亿元，同比增长 2.3%；整体综合成本率 95.2%，同比优化 2.6 个百分点，其中赔付率同比-1.4pct 至 69.2%，费用率同比-1.2pct 至 26.0%，持续保持良好的盈利能力。

承保利润的增长主要由车险、健康险和保证保险驱动。1) 车险综合成本率优化，新能源车险实现承保盈利。承保利润同比+145.5%至 50.20 亿元，综合成本率 95.5%，同比优化 2.6 个百分点，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。车险原保险保费收入 1,086.11 亿元，同比增长 3.6%。2025 年上半年，实现承保新能源车 575 万辆，同比增长 49.3%，新能源车险原保险保费收入 217 亿元，同比增长 46.2%，市场份额 27.6%，同时实现当期新能源车险业务承保盈利，成本呈可持续优化趋势。2) 健康险承保利润同比+215.5%至 8.74 亿元，综合成本率 89.8%，同比优化 6.1 个百分点，原保险保费收入同比增长 22.5%至 123.62 亿元；3) 保证保险实现扭亏为盈。

4. 保险资金投资：高股息权益资产驱动综合投资收益增长，股票配置规模同比+48.5%

上半年综合投资收益同比+24.5%至 1578.09 亿元，未年化综合投资收益率同比+0.3pct 至 3.1%，主要得益于均衡的资产配置战略及前瞻布局高股息权益资产。

上半年净投资收益同比+5.2%至 928.23 亿元，未年化净投资收益率同比-0.2pct 至 1.8%，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。

上半年保险资金投资组合总投资收益同比-1.8%至 962.16 亿元，主因净已实现及未实现的收益同比-71.7%

至 29.92 亿元，预计主要受公允价值变动亏损影响。上半年合并报表口径下，公司实现公允价值亏损 114.39 亿元，而去年同期为公允价值变动收益 461.91 亿元，其中 TPL 债券/TPL 股票/TPL 理财产品、债权计划及其他投资/TPL 基金公允价值变动损益分别同比减少 222.79/126.48/117.75/98.55 亿元至 -63.24/-37.62/-37.22/24.98 亿元。

股票配置比例提升，主要由 OCI 股票驱动。上半年末，保险资金投资组合对股票的配置规模为 6492.94 亿元，较上年末+48.5%，配置比例较上年末+2.9pct 至 10.5%，其中 OCI 股票和 TPL 股票分别为 4242.76 亿元、2250.18 亿元，较上年末分别+61.2%、+29.2%，配置比例分别较上年末+2.2pct、+0.6pct 至 6.8%、3.6%。

5. 银行业务：经营保持稳健，资产质量整体平稳

上半年净利润同比-3.9%至 248.70 亿元，主因营业收入同比-10.0%至 693.85 亿元，一方面受市场利率下行、贷款业务结构调整等因素影响，年化净息差同比-0.16pct 至 1.80%，利息净收入同比-9.3%至 445.07 亿元；另一方面，主要受市场波动影响债券投资等业务非利息净收入下降，除手续费及佣金净收入外的其他非利息净收入同比-19.3%至 121.39 亿元。平安银行通过数字化转型驱动降本增效，业务及管理费 192.06 亿元，同比下降 9.0%。同时，平安银行加强资产质量管控，加大不良资产清收处置力度，信用及其他资产减值损失 194.50 亿元，同比下降 16.0%。

6. 资管业务：利润大幅改善，前期减值夯实资产质量

上半年归母净利润和归母营运利润均同比+110.1%至 14.27 亿元，主要由于财务费用同比-43.0%至 38.94 亿元、其他业务收入同比+10.2%至 150.37 亿元、非保险业务手续费及佣金收入同比+40.8%至 47.59 亿元驱动。截至 2025 年 6 月末，平安融资租赁不良资产率 1.01%，较年初小幅下降，资产质量进一步改善，且拨备计提充足，风险抵补能力保持良好。

7. 金融赋能业务：营运利润大幅增长，平安好医生并表一次性损益拖累净利润

上半年归母营运利润同比+178.7%至 5.20 亿元；归母净利润同比-650.3%至-30.76 亿元，主因平安好医生并表时带来的一次性损益。1) 金融壹账通上半年净亏损同比+11.4%至 0.78 亿元。2) 平安好医生上半年实现净利润 1.34 亿元，同比+136.8%，实现调整后净利润（基于平安好医生的净利润，剔除股份支付及汇兑损益）1.65 亿元，其中营业收入、毛利分别同比+19.5%、+24.6%至 25.02 亿元、8.40 亿元。3) 汽车之家上半年实现营业收入 32.12 亿元，同比-7.7%，净利润 8.96 亿元，同比-15.9%。

8. 投资建议：多渠道协同发展有望驱动 NBV 延续较快增长，估值安全边际充足

上半年公司多渠道能力全面发展驱动 NBV 快速增长，其中银保渠道表现尤为亮眼。公司在银行合作方面推进多元化布局，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，推动渠道扩面提质，银保渠道 NBV 同比+168.6%。在新业务持续流入和估计变更的影响下，公司 CSM 余额较上年末+0.8%。展望未来，我们认为在保险业新“国十条”、“报行合一”等一系列政策重塑行业生态之后头部险企竞争优势更加凸显，随着公司多渠道策略持续发力、综合金融+医疗养老战略持续深化，负债端 NBV 有望延续较快增长。资产端来看在低利率和公司大力发展浮动收益型产品背景下，权益配置比例有望进一步提升，利差预计保持稳健。估值方面，截至 8 月 27 日收盘，公司 2025 年 PEV 为 0.70 倍，股息率达 4.4%，安全边际充足。我们预计公司 2025/2026/2027 年的 NBV 增速分别为 39.1%/19.2%/18.1%，给予公司未来 12 个月目标价 71.42 元，对应 2025 年 PEV 为 0.85 倍，维持“买入”评级。

表 1:中国平安每股指标预测

主要数据 (人民币元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	4.70	6.95	7.04	7.66	8.33
BPS	49.37	50.99	54.74	57.95	61.72
DPS	2.43	2.55	2.60	2.72	2.83
EVPS	76.34	78.12	84.02	90.81	98.58
同比增长 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	-22.5%	47.8%	1.2%	8.8%	8.7%
BPS	3.8%	3.3%	7.4%	5.9%	6.5%
DPS	0.4%	4.9%	2.1%	4.4%	4.2%
EVPS	-2.4%	2.3%	7.6%	8.1%	8.6%
NBV	36.2%	25.6%	39.1%	19.2%	18.1%

资料来源:公司公告, 中信建投证券

风险提示:

负债端改革不及预期: 当前公司寿险业务持续深化转型, 若公司代理人队伍质量提升不及预期, 可能会影响到公司的新业务价值。

长端利率超预期下行: 如果长端利率出现超预期下行, 将对公司的投资收益产生不利影响。

权益市场大幅下滑: 如果权益市场出现大幅下滑, 将对公司的投资收益产生不利影响。

居民对保障型产品的需求复苏情况持续大幅低于预期: 保障型产品的新业务价值率一般较高, 若居民对此类产品的需求持续低迷, 可能对公司的新业务价值增长带来负面影响。

分析师介绍

赵然

中信建投非银与前瞻研究首席分析师，中国科学技术大学应用统计硕士。曾任中信建投金融工程分析师。目前专注于非银行业及金融科技领域（供应链金融、消费金融、保险科技、区块链、智能投顾/投研、金融 IT 系统、支付科技等）的研究，深度参与诸多监管机构、金融机构数字化转型及金融科技课题研究。6 年证券研究的工作经验。2018 年 wind 金融分析师（金融工程）第二名 2019 年.2020 年 Wind 金融分析师（非银金融）第四名和第一名，2020 年新浪金麒麟非银金融新锐分析师第一名

沃昕宇

中信建投非银金融与前瞻团队分析师，北京大学硕士，主要覆盖保险/保险科技、养老金融领域，对人身险产品结构转型、资产负债匹配、养老金金融等细分领域有较为深入的研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk