

中国平安(601318.SH/02318.HK)

“变革时代”的开拓者，“资负联动”的先行者

核心观点：

- 负债端：“变革时代”的开拓者，银保有望成为价值增长动力。**银保渠道在1+N合作放开下有望成为头部险企的核心增长渠道，而中国平安具备几大优势：(1)增长空间大：公司是国内银保渠道开拓者，2014至2024年的银保新单增长超双位数，25H1银保NBVM达到28.6%处于上市同业最高水平，而当前银保新单、NBV贡献以及银保新单市占比仍处于上市同业最低水平，未来增长空间大。(2)产品和渠道优势：当前协同平安银行挖掘存续价值客户，“5+5+N”战略积极拓展外部渠道促进新增，投资端稳健支撑长期分红实现率高且稳，银保渠道的分红险销售经验丰富。(3)战略协同：依托集团综合金融优势服务银行高净值客群，“医养战略”赋能保险主业，满足客户多元化需求。
- 资产端：“资负联动”下的先行者，高股息策略下投资端稳健。**(1)固收：公司早在2018年加大债券配置，久期缺口控制合意，资负匹配良好；(2)权益：持续加大权益配置(25H1股+基占比年初+2pct)，贯彻高股息配置策略(OCI占比65%)。由此公司净投资收益率优于上市寿险主体，综合投资收益率表现较优，近3年平均OCI权益的股息回报率(5.8%)和资本回报率(10.5%)均处于上市险企最高水平。
- 经营质态：地产风险敞口收窄，各板块景气向上。**地产组合拳政策下风险有望缓解，25H1公司的保险资金地产敞口占比仅3.3%，资产减值充分计提，地产风险敞口收窄，资管和科技板块扭盈，各板块景气向上。
- 估值：**营运利润稳增叠加高分红下股息率较优，当前5年估值分位数低于同业，25Q3公募持仓(0.48%)较沪深300(2.64%)明显欠配。
- 盈利预测与投资建议：**预计25-27年EPS分别8.9/9.9/10.6元/股，在EV法下给予公司25年A/H股合理估值1.0/0.9XPEV，对应合理价值为85.17元/股和84.23港币/股，均给予“买入”评级。
- 风险提示：**分红险转型不及预期，资本市场波动，地产相关投资风险。

盈利预测：

CNY	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
内含价值(百万元)	1,390,126	1,422,602	1,542,211	1,673,328	1,815,124
增长率(%)	-2.36%	2.34%	8.41%	8.50%	8.47%
NBV(百万元)	31,080	28,534	28,819	32,278	35,505
归母净利润(百万元)	85,665	126,607	161,349	178,378	191,076
增长率(%)	-22.83%	47.79%	27.44%	10.55%	7.12%
EPS(元/股)	4.70	6.95	8.91	9.85	10.55
PEV	0.88	0.86	0.79	0.73	0.67
ROE	9.53%	13.63%	15.85%	16.38%	16.39%

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

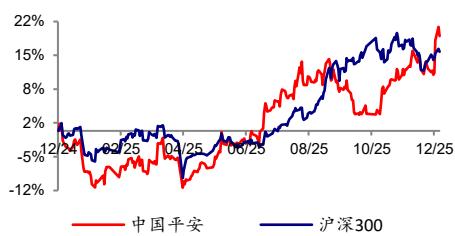
买入-A/买入-H

当前价格	67.08元/65.25港元
合理价值	85.17元/84.23港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2025-12-16

基本数据

股票代码	601318.SH	02318.HK
总股本(百万股)	18107.64	18107.64
流通股本(百万股)	10660.07	7447.58
总市值(百万)	1,214,661元	1,181,524港元
一年内最高/低价	67.1-48.6元	65.3-40.8港元
30日日均成交量(百万股)	61.99	40.57
30日日均成交额(百万)	3,804元	2,426港元
近3个月涨跌幅(%)	18.93	15.90

相对市场表现



分析师：刘淇



SAC 执证号: S0260520060001



0755-82564292



liuqi@gf.com.cn

分析师：陈福



SAC 执证号: S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901

分析师：唐关勇



SAC 执证号: S0260525070004



021-38003812



tangguanyong@gf.com.cn

请注意，刘淇,唐关勇并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

目录索引

一、负债端：“变革时代”开拓者，银保驱动价值增长	5
(一) 回顾过去：持续引领负债端的变革	5
(二) 增长空间：银保渠道有望成为公司价值增长的驱动力	6
(三) 产品优势：产品转向分红险，资负联动下分红实现率高且稳	12
(四) 战略优势：依托集团的综合金融和医养生态，服务高客的综合需求	15
二、资产端：“资产荒”下先行者，长期投资稳健	16
(一) 固收配置：最早拉长资产久期，资产负债匹配优于同业	17
(二) 权益配置：坚持高股息策略，提升中长期投资收益率水平	19
(三) 投资能力：净投资收益率优于同业，OCI股息和资本回报优异	20
三、经营质态：地产敞口收窄，各板块景气上行	22
(一) 风险敞口：监管多措并举稳楼市，公司地产敞口持续收窄	22
(二) 盈利能力：寿险和财险均景气上行，资管和科技业务扭盈	25
四、估值：股息率具安全边际，低估值和欠配带来弹性	28
(一) 安全边际：营运利润稳增且高分红，股息率长期优于同业	28
(二) 机构持仓：当前公募持仓较沪深 300 权重明显欠配	29
(三) 估值空间：中长期利差趋势改善，估值中枢有望上行	30
五、盈利预测与投资建议	32
六、风险提示	35

图表索引

图 1: 中国平安的新业务价值增长趋势 (百万元)	5
图 2: 2010-2024 年上市险企 NBV 复合增速	6
图 3: 2010-2024 年上市险企新单复合增速	6
图 4: 2007 年以来中国平安银保渠道的 NBV、新单及价值率趋势	8
图 5: 中国平安的银保渠道 NBVM 长期稳步提升	9
图 6: 银保优才人员的产能是钻石队伍的 1.4 倍	10
图 7: 平安银保优才人员增长情况	10
图 8: 头部上市险企的银保新单市占率情况	11
图 9: 平安外部银行渠道 NBV 和产能情况	11
图 10: 中国平安的分险种产品结构体系	12
图 11: 2006 年以来上市险企的分红险总保费占比情况	13
图 12: 上市险企的分红实现率对比	14
图 13: 中国平安的综合金融+医疗养老战略	15
图 14: 中国平安集团的个人客户数量	15
图 15: 中国平安集团的客均合同数量	15
图 16: 中国平安的客均运营利润	16
图 17: 中国平安持有 4 个以上合同的客户数	16
图 18: 享有医养服务客户贡献的 NBV 占比	16
图 19: 中国平安医疗养老战略	16
图 20: 中国平安保险资金的地产风险敞口占比	23
图 21: 中国平安保险资金的地产相关投资结构	23
图 22: 中国平安逐季资产及信用减值损失 (亿元)	25
图 23: 中国平安的减值损失类别拆解 (亿元)	25
图 24: 中国平安的投资资产减值损失情况 (亿元)	25
图 25: 中国平安的合同服务边际余额趋势	26
图 26: 上市险企的财险保费增速	27
图 27: 上市险企的财险综合成本率	27
图 28: 中国平安的每股分红趋势	28
图 29: 中国平安营运利润与分红比例趋势	28
图 30: A 股上市险企在沪深 300 中的权重占比	29
图 31: A 股上市险企动态 PEV 估值趋势	31
图 32: H 股上市险企动态 PEV 估值趋势	31
 表 1: 中国平安各阶段的整体、个险、银保渠道的新单和新业务价值复合增速对比	6
表 2: 上市险企的银保 NBV 和新单保费对比	8
表 3: 平安银行的零售客户数和 AUM 情况	10
表 4: 上市险企银保渠道的新单保费占比	11
表 5: 上市险企银保渠道 NBV 占比	11
表 6: 上市险企银保渠道新单保费市场份额	12

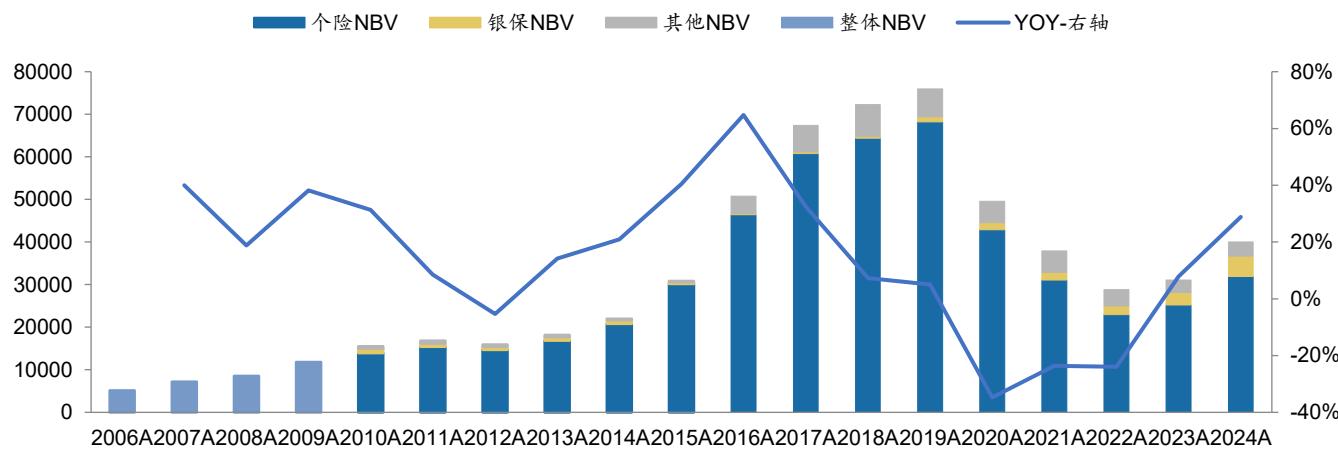
表 7: 2012 年以来上市险企分红险总保费市占率测算	13
表 8: 2025 年预计上市险企的分红特储水平	14
表 9: 上市险企固收资产结构对比	17
表 10: 上市险企各类债券占整体债券比重的趋势情况	18
表 11: 上市险企利率变动对资产负债的敏感性分析	18
表 12: 上市险企的公开市场权益占比	19
表 13: 上市险企的股票 FVTPL 和 FVOCI 占比对比	19
表 14: 中国平安 2025 年举牌的上市公司情况	20
表 15: 上市险企净投资收益率对比 (测算值)	20
表 16: 上市险企综合投资收益率对比 (测算值-不含 OCI 债券公允价值变动)	21
表 17: 上市险企其他权益工具投资收益率表现情况	21
表 18: 近年来监管稳楼市相关政策情况	22
表 19: 中国平安的地产风险敞口情况	24
表 20: 中国平安的地产敞口风险敏感性分析 (亿元)	24
表 21: 中国平安的营运利润情况 (百万元)	26
表 22: 中国平安营运利润预测 (百万元)	27
表 23: 上市险企年度股息率对比	28
表 24: 公募基金持仓上市险企的比重情况	29
表 25: 上市险企估值指标对比	30
表 26: 市场对于上市险企隐含投资收益率的预期测算	31
表 27: 上市险企合理估值水平测算	32
表 28: 中国平安保费增速预测表	33
表 29: 中国平安盈利预测 (亿元)	34

一、负债端：“变革时代”开拓者，银保驱动价值增长

（一）回顾过去：持续引领负债端的变革

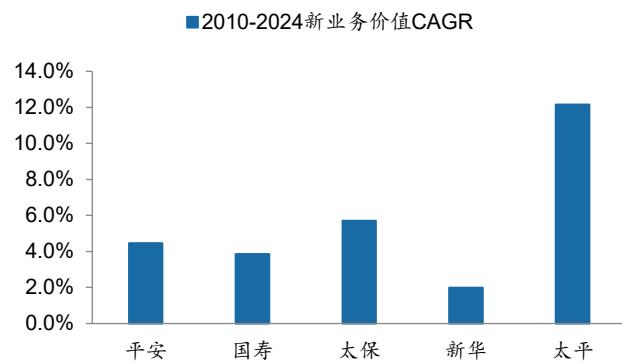
回顾过去看中国平安持续引领中国保险行业的负债端变革，新单保费长期增长优于同业。中国平安自1988年成立以来，其发展历史与中国保险业变更同频共振，在不同阶段引领负债端的变革，驱动中国平安的新单保费增长长期优于同业，2010-2024年中国平安的新单保费复合增速为7.5%，优于其他同业上市险企。**（1）早期引入并推广代理人模式，开拓行业营销新路径。**1994年，平安参考发达市场的营销经验，在行业内率先推行代理人制度，快速铺开寿险业务，届时代理人队伍快速增长，2018年队伍规模达到141.万人，个险渠道成为公司新业务价值的主要贡献，驱动2006-2018年平安NBV复合增速达到24.7%。**（2）代理人改革清虚，引领行业高质量发展。**随着寿险行业“人海战术”弊端凸显，代理人素质参差不齐、产能下滑等问题爆发，平安再次率先启动改革，引领行业从规模扩张转向质效提升，平安代理人规模从2018年高点迅速压缩至2024年36万人，同时持续培养高质量代理人，提升个险渠道人均产能，打造高质量代理人渠道。**（3）2020年启动新银保渠道，引领行业渠道多元化浪潮。**2020年起，平安推出新银保策略，通过深化内部综合金融协同和拓宽外部合作边界，将银保渠道升级为核心增长引擎，2020-2024年银保NBV增速达到31.6%，在个险渠道承压阶段支撑集团价值增长。近年来，中国平安积极响应监管报行合一政策号召，在银保、经代、个险渠道积极推行报行合一以优化渠道成本，跟随银保网点1+N合作放开政策扩大网点覆盖数量，同时产品端在2025年加快以分红险为主导的产品结构转型，继续引领行业发展浪潮。

图 1：中国平安的新业务价值增长趋势（百万元）



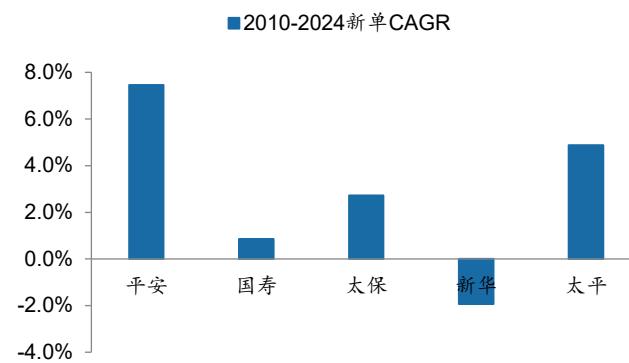
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 2: 2010-2024年上市险企NBV复合增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 3: 2010-2024年上市险企新单复合增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

(二) 增长空间：银保渠道有望成为公司价值增长的驱动力

近年来银保报行合一和银保网点1+N合作放开下，银保渠道竞争模式从价格竞争向高质量竞争转变，头部险企有望发挥公司综合实力扩大网点覆盖率，提高银保渠道的市占率。同时银行存款持续下降，居民的定期存款预计向保险等产品逐步迁移，而银保渠道有望成为头部险企的重要增长动力。因此我们复盘中国平安的银保渠道发展历史以说明公司银保渠道相较同业的竞争优势，同时分析未来的增长空间。

1.历史复盘：银保NBV长期实现双位数增长，成为驱动公司价值增长的重要动力

中国平安是国内银保渠道的开拓者，银保新业务价值增速长期高于整体水平，成为驱动公司价值增长的重要动力。2010-2024年中国平安的新业务价值复合增速达到7.0%，从渠道结构看，个险和银保渠道的新业务价值CAGR分别为6.1%和11.3%，银保渠道长期成为驱动公司价值增长的重要动力。早在1996年中国平安率先与农业银行合作，成为国内较早尝试银保渠道的保险公司。2000-2009年中国平安跟随全行业经历了银保渠道的快速扩张阶段，2010-2016年受监管限制网点数量后短期承压，2018年以来个险渠道粗放式的发展乏力，储蓄型需求逐步旺盛，中国平安的银保渠道重新出发，2017-2024年银保的新业务价值CAGR达到46.7%，远超过整体和个险渠道的-7.2%和-8.8%。2020年中国平安开启新银保模式，由此驱动银保渠道高质量增长，2020-2024年银保渠道的CAGR达到31.6%，远远高于整体和个险渠道的-5.2%和-7.2%，由此一定程度上缓解个险渠道承压对公司新业务价值的冲击。2025上半年受益于银行网点1+N合作放开政策催化，中国平安推出“5+5+N”银保战略模式，持续拓展国有行和股份行网点，驱动银保渠道NBV同比+126%。综上所述，中国平安作为国内银保渠道的开拓者，银保渠道不论在长期还是近几年都成为了支撑公司价值增长的重要动力。

表 1：中国平安各阶段的整体、个险、银保渠道的新单和新业务价值复合增速对比

	2010-2024	2014-2024	2017-2024	2020-2024
整体 NBV	7.0%	4.4%	-7.2%	-5.2%
整体新单	7.5%	7.6%	2.0%	7.2%

个险 NBV	6.1%	3.1%	-8.8%	-7.2%
个险新单	9.3%	7.6%	1.2%	10.6%
银保 NBV	11.3%	13.1%	46.7%	31.6%
银保新单	-1.3%	7.1%	15.2%	24.1%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心 注：考虑 2024 年中国平安披露的分渠道新业务价值为假设调整前数据，为了统一计算价值增速口径，2024 年的新业务价值采用 2023 年精算假设口径。

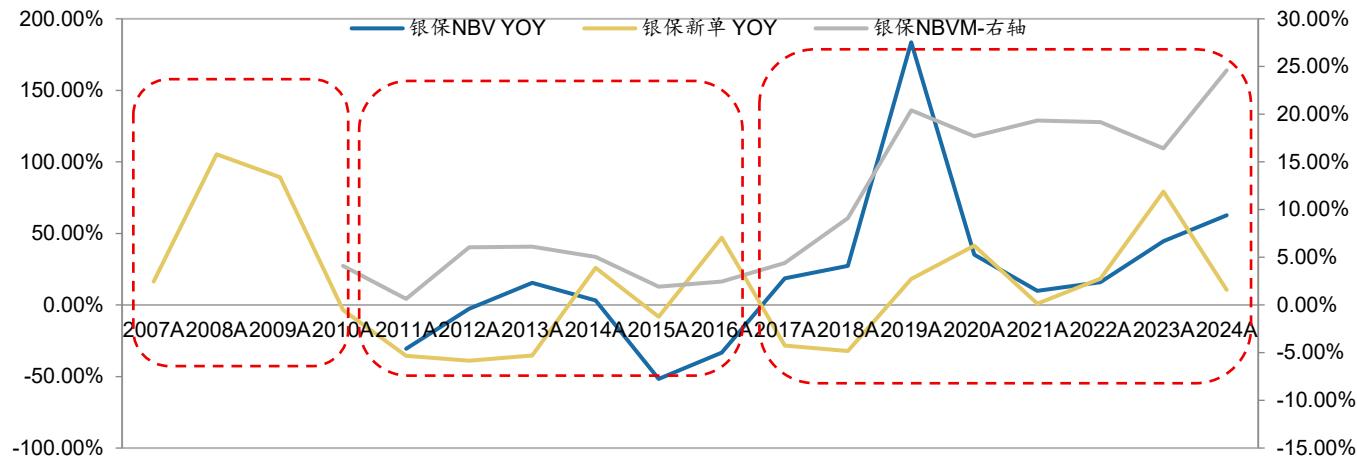
中国平安的银保渠道长期价值高增在不同阶段得益于新单增长和价值率提升。从公司披露的最早数据测算，2010-2024年银保渠道新业务价值CAGR达到11.3%，其中银保渠道价值率从2010年的4.1%提升到2024年的24.6%，价值率提升了接近5倍，而2010-2024年新单CAGR为-1.3%主因2010年11月监管限制保险公司人员驻网点，限制网点合作企业数量仅3家所导致，若往前拉长到2006-2024年新单CAGR为7%仍保持正增长。分阶段看：

(1) 2010年以前银保渠道引入分红险、加大网点扩张、收购平安银行。银保渠道新单2006-2024年CAGR达到45%，平安在2000年推出国内第一款银保渠道代理的分红险种“平安千禧红两全保险”，与四大国有行和招商等国有行均签署合作协议，2007年收购深圳商业银行更名平安银行后启动银保联动，预计新单是此阶段公司价值增长的主要动力；

(2) 2010-2016年严监管下银保渠道整体承压。银保渠道的粗放式发展导致监管开始整治，2010年11月原保监会发布《关于进一步加强商业银行代理保险业务合规销售与风险管理的通知》，禁止保险公司人员驻网点同时限定网点合作险企数量不超过3家，由此造成全行业银保渠道规模明显承压。公司2010-2016年银保的NBV和新单CAGR分别为-20%和-13%。

(3) 2017年以来银保渠道启动价值转型，新银保模式引领高质量增长。2017年以来，平安的银保渠道从规模导向转为价值导向，新单高增和价值率提升共同驱动2017-2024年银保NBV复合增速达到47%，这主要得益于：一是优化业务结构和报行合一驱动平安的银保价值率从2017年仅4.4%大幅提升至2024年的24.6%，大幅提升了20pct。2017年以来平安持有优化业务结构，银保新单期交占比从2016年的27%提升到2020年的86%高点，叠加2024年监管推动银保渠道的报行合一进一步改善渠道费差。二是新银保模式叠加储蓄险需求旺盛共同驱动2017-2024年新单CAGR达到15%。2020年平安将银保渠道作为核心增长渠道，依托集团综合金融优势，平安寿险与平安银行联手打造的“新银保”模式，建设专业银保优才队伍，推动“产品+服务”融合，同时将保险嵌入银行财富管理体系。2024年银保报行合一驱动银保渠道NBV M+8.2pct至24.6%驱动当年银保NBV同比+62.7%，2025年公司受益于银保网点合作数量放开催化驱动25H1银保新单同比+74.7%，驱动NBV同比+126%。

图 4: 2007年以来中国平安银保渠道的NBV、新单及价值率趋势



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2. 对比同业：2017-2024年银保价值增速领先同业，当前银保NBVM高于同业

长期维度看平安银保价值复合增速位居同业前列，近10年唯一银保新单实现双位数增长，当前价值率为同业最高水平。统一口径对比2014-2024年上市险企的银保NBV复合增速看，平安达到19%，落后于基数相对较小的新华（24%）和太保（21%），高于太平和人保寿，整体处于中上水平。在2017年价值转型以来，不考虑未披露数据的国寿和太保看，平安2017-2024年CAGR达到47%，处于同业险企的最高水平。从新单角度看，2014-2024年平安的银保新单CAGR达到10%，在六家险企中近10年唯一实现双位数增长，在2017-2024年CAGR达到15%仅次于新华，2020-2024年达到24%仅次于太保。平安在长期维度的银保销售能力均优于同业，预计一方面得益于其较早的开启银保试点，与四大行和头部股份行建立密切合作，另一方面来自于其新银保模式下平安人寿与平安银行的战略协同效果。从价值率来看，平安自2017年以来深化银保价值转型，持有优化业务结构，加强平安银行的内部渠道合作，驱动价值率大幅提升，并长期领先同业，尤其自2019年后始终维持同业最高水平，银保价值率从2010年的4.1%提升至2019年的20.4%，在2024年报行合一的驱动下达到24.6%。

表 2：上市险企的银保NBV和新单保费对比

银保 NBV	2014-2024 年 CAGR	2017-2024 年 CAGR	2020-2024CAGR
平安	19%	47%	32%
国寿	-	-	-
太保	21%	-	147%
新华	24%	20%	67%
太平	12%	17%	58%
人保寿	7%	29%	

银保渠道新单保费

2014-2024 年 CAGR

2017-2024 年 CAGR

2020-2024CAGR

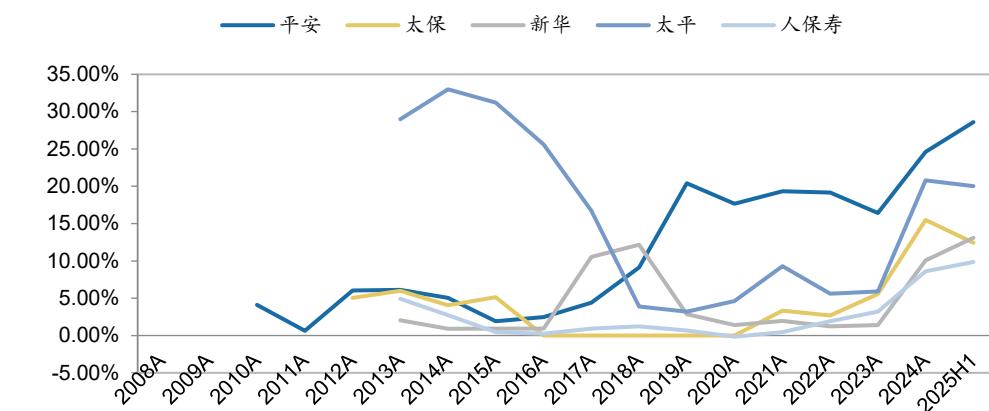
识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

平安	10%	15%	24%
国寿	-10%	-13%	17%
太保	6%	-	106%
新华	-2%	21%	2%
太平	-5%	-6%	11%
人保寿	-5%	-7%	5%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心 注：中国人寿未披露银保 NBV 数据，中国太保未披露 2016-2019 年银保 NBV 数据

图 5：中国平安的银保渠道NBVM长期稳步提升



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

我们认为中国平安的银保渠道长期价值增速保持同业前列，主要原因在于协同平安银行挖掘存续客户以降本增效，拓展外部渠道寻求新增客群以促进增长。

(1) 内部渠道：联合平安银行打造“新银保”模式，挖掘银行高净值存续客户

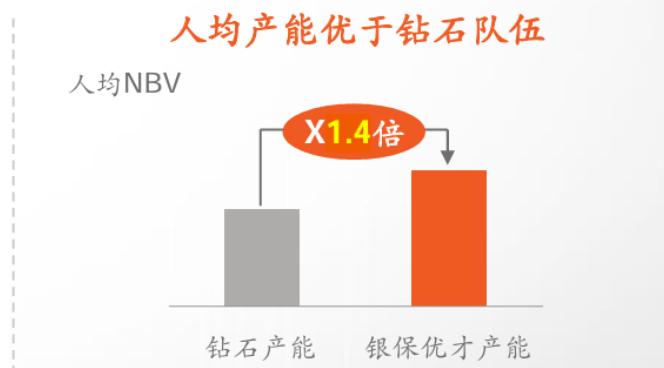
平安“新银保”模式下寿险与银行建立优才队伍，共同挖掘平安银行优质存续客户。2021年以来，中国平安将银保渠道升级为核心增长渠道，打造“寿险+银行”深度协同的新银保模式，依托平安集团综合金融优势，与平安银行深度合作，建设专业银保优才队伍，推动“产品+服务”融合，同时将保险嵌入银行财富管理体系。我们认为内部渠道具备两大优势：一是“新银保”模式下优才队伍产能和规模大幅提升。2021年平安寿险协助平安银行打造新优才队伍，2022年该队伍人均新业务价值为平安寿险钻石队伍的1.4倍，2023年达到2500人。二是居民挪储背景下平安银行内部仍有大量优质存续客户尚待挖掘。截至2024年平安银行系统内零售客户达到1.26万户，管理AUM为4.2万亿，户均AUM从2016年的1.9万元提升至目前的3.3万元，在5年期定存停售叠加银行存款利率下降（工商银行5年期定存利率仅1.3%）的背景下，平安银行的存续客户仍有旺盛的理财需求，而当前保证利率1.75%+浮动收益最高可达到3.2%的分红险充分满足客户的长期理财需求，平安寿险与平安银行协同服务银行系统内高净值客群。

表 3：平安银行的零售客户数和AUM情况

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
零售客户数 (万户)	4,047	6,991	8,390	9,708	10,715	11,821	12,308	12,543	12,554
YOY	27.4%	72.7%	20.0%	15.7%	10.4%	10.3%	4.1%	1.9%	0.1%
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
管理零售 AUM (百万元)	797,600	1,086,688	1,416,796	1,982,721	2,624,762	3,182,634	3,587,274	4,031,177	4,194,074
YOY		36.2%	30.4%	39.9%	32.4%	21.3%	12.7%	12.4%	4.0%
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
户均 AUM (元)	19,707	15,544	16,887	20,424	24,496	26,923	29,146	32,138	33,409
YOY		-21.1%	8.6%	20.9%	19.9%	9.9%	8.3%	10.3%	4.0%
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
网点数量	1072	1079	1057	1058	1103	1177	1191	1201	1149
YOY	7.5%	0.7%	-2.0%	0.1%	4.3%	6.7%	1.2%	0.8%	-4.3%

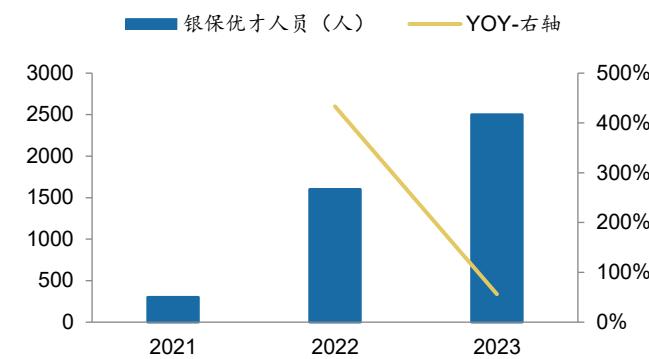
资料来源：wind, 广发证券发展研究中心

图 6：银保优才人员的产能是钻石队伍的1.4倍



数据来源：平安业绩 PPT、广发证券发展研究中心

图 7：平安银保优才人员增长情况

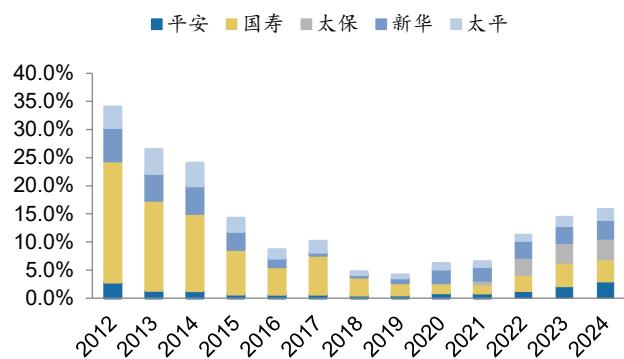


数据来源：平安业绩 PPT、广发证券发展研究中心

(2) 外部渠道：政策松绑下“5+5+N”战略驱动网点扩张，综合实力助力银保合作

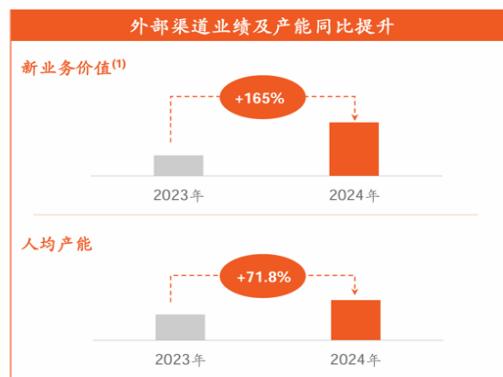
报行合一与网点扩张驱动银保渠道竞争模式转变，综合实力强劲的平安有望在银保网点扩张中保持领先优势。在银保报行合一叠加银行网点合作数量放开的背景下，银保渠道的竞争模式从价格战向综合实力竞争转变，中国平安2024年启动银保渠道的“5+5+N”策略，与5大国有行深化合作，全面拓展5家全国性股份行合作，并挖掘N家潜力城商行寻求增量，同时优化网点人员配置，打造“三高队伍”。2024年银保外部渠道的新业务价值同比+165%，人均产能同比+71.8%，领先银保整体表现。展望看，2024年5家上市险企的银保新单合计市占率仅15.9%，较整体市占率有较大的提升空间，中国平安作为综合金融集团，在寿险领域的產品和渠道展业能力突出，在综合金融体系下还具备银行、资管、信托等多元板块，因此公司有望与银行在各类业务上形成总对总的战略合作关系，助推银保渠道的合作协同。

图 8：头部上市险企的银保新单市占率情况



数据来源：平安业绩 PPT、广发证券发展研究中心

图 9：平安外部银行渠道NBV和产能情况



数据来源：2024 年平安业绩 PPT、广发证券发展研究中心

3. 展望未来：银保贡献仍低于同业，历史禀赋和时代机遇有望驱动银保价值高增

平安银保渠道具备强劲的销售能力和全行业最高的价值率，在居民挪储和政策宽松的背景下平安的银保较同业均有较大增长空间。从历史复盘和对比同业看，中国平安10年银保新单增长为市场唯一双位数体现其强劲的销售能力，而价值转型驱动其价值率自2019年开始处于行业最高水平，而由于平安同样强劲的个险渠道以及团险、互联网等多元渠道的共同发展下，平安的银保渠道新单和新业务价值贡献仍低于同业。从新单贡献看，2025H1中国平安的银保渠道新单占比达到19%，在2025年银保网点持续扩张下同比+8.7pct，但新单贡献仍处于上市险企中最低水平。从价值贡献看，银保渠道在高NBVM的优势下25H1 NBV占比提升至27%，但依旧处于上市险企中最低水平。从新单市占率看，2024年末平安的银保新单市占率达到2.9%，低于国寿(4.0%)、太保(3.7%)、新华(3.3%)（市占率数据来源于13个精算师公众号）。展望看，在当前居民存款挪储叠加头部险企银保网点扩张大背景下，银保渠道有望成为各险企核心价值贡献渠道，中国平安具备强劲的销售能力以及全行业最高的银保价值率，考虑当前市占率、新单、价值贡献各维度仍低于上市同业，预计未来有较大的增长空间。

表 4：上市险企银保渠道的新单保费占比

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	25H1
平安	34%	24%	17%	11%	11%	7%	8%	4%	3%	4%	6%	6%	8%	10%	10%	19%
国寿		56%	55%	58%	61%	50%	39%	36%	19%	14%	8%	9%	15%	19%	14%	22%
太保			49%	45%	50%	28%						19%	48%	40%	36%	46%
新华				64%	70%	71%	67%	54%	20%	18%	32%	50%	54%	65%	65%	59%
太平	82%	73%	73%	65%	63%	60%	54%	45%	15%	17%	36%	27%	29%	35%	34%	36%
人保寿				73%	66%	63%	65%	60%	55%	64%	50%	47%	58%	61%	58%	72%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 5：上市险企银保渠道NBV占比

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	25H1
平安	7%	4%	5%	5%	4%	1%	1%	0%	1%	2%	3%	5%	7%	10%	17%	27%
太保			13%	12%	8%	4%						1%	2%	9%	17%	33%

新华	11%	6%	4%	2%	6%	5%	3%	4%	8%	14%	13%	40%	53%
太平		23%	14%	11%	8%	2%	2%	6%	10%	9%	13%	35%	31%
人保寿	55%	40%	9%	3%	7%	7%	3%	-1%	4%	21%	27%	47%	59%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 6：上市险企银保渠道新单保费市场份额

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	平均值
平安	2.8%	1.4%	1.3%	0.7%	0.7%	0.7%	0.5%	0.6%	0.9%	0.9%	1.2%	2.1%	2.9%	1.3%
国寿	21.6%	16.0%	13.7%	7.9%	4.9%	6.9%	3.2%	2.2%	1.7%	1.6%	2.9%	4.2%	4.0%	7.0%
太保									0.2%	0.6%	3.1%	3.5%	3.7%	2.2%
新华	5.9%	4.8%	4.9%	3.2%	1.5%	0.6%	0.5%	0.9%	2.4%	2.5%	3.0%	3.0%	3.3%	2.8%
太平	3.7%	4.3%	4.1%	2.4%	1.6%	2.0%	0.5%	0.6%	1.1%	0.9%	1.3%	1.8%	2.1%	2.0%

资料来源：公司财报，13个精算师，广发证券发展研究中心

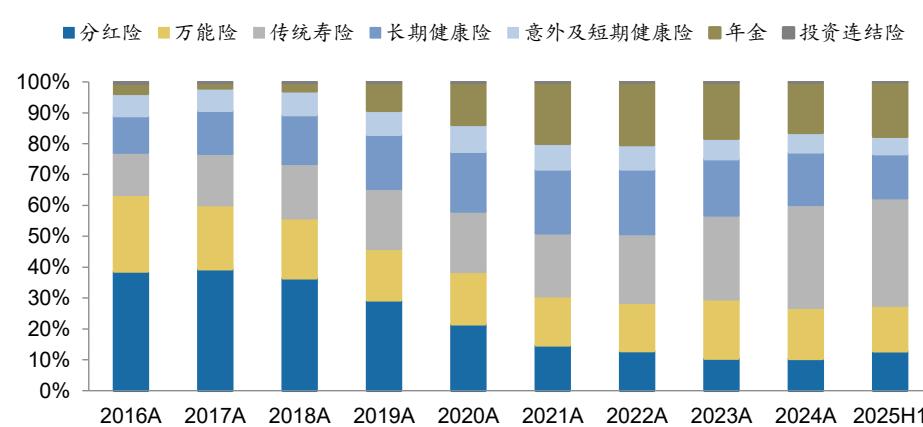
（三）产品优势：产品转向分红险，资负联动下分红实现率高且稳

当前传统险预定利率持续下调导致行业产品结构从传统险向分红险转型，而中国平安凭借资产负债联动优势，稳健的长期资产配置能力支撑分红险的分红实现率保持高位稳定，从而在负债端形成差异化竞争优势。

1. 中国平安分红险市占率长期领先同业，凸显长期渠道销售能力

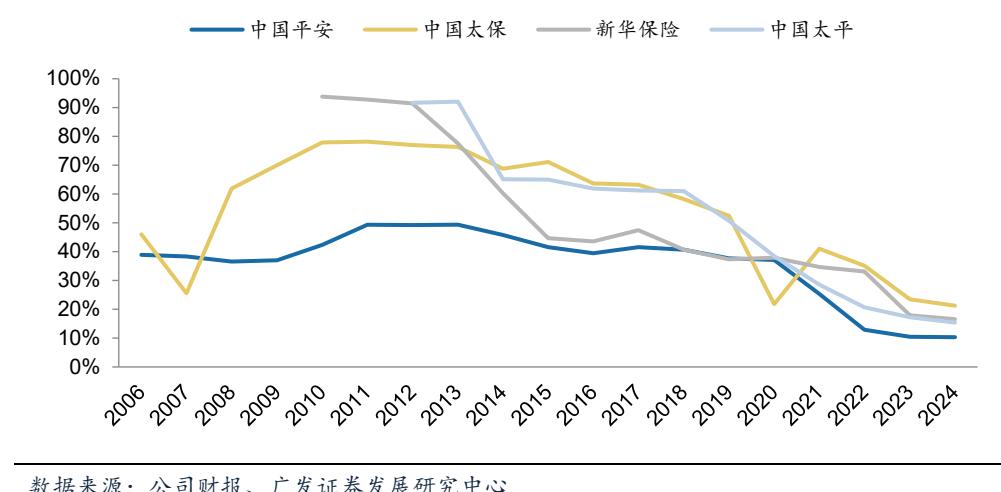
中国平安具备丰富的分红险展业经验，分红险保费市占率领先同业。复盘历史看，中国平安的分红险保费占比在2006-2020年约40%以上，虽然保费占比低于同业，但是分红险保费市占率长期高于上市同业险企，市占率从2012年的12.5%持续提升至2018年的22.8%，市占率均高于同业体现中国平安的分红险销售拓展能力，代理人对于销售浮动收益型产品的经验较为丰富。我们认为历史分红险的销售情况能够反映公司的产品供给能力、渠道销售能力、考核机制和配套支持体系的搭建能力、分红险客群资源的积累以及品牌形象，均助推中国平安分红险战略转型。

图 10：中国平安的分险种产品结构体系



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 11：2006年以来上市险企的分红险总保费占比情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 7：2012年以来上市险企分红险总保费市占率测算

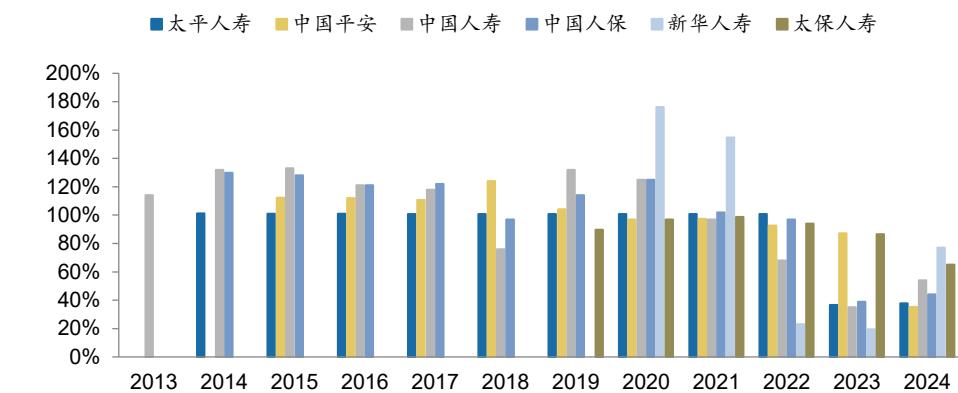
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
平安	12.5%	13.3%	17.8%	19.4%	21.0%	22.3%	22.8%	15.5%	11.6%	8.5%	8.3%	8.1%	8.5%
太保	9.2%	8.9%	10.4%	12.0%	12.7%	13.2%	12.9%	9.7%	4.1%	8.8%	10.3%	7.7%	7.2%
新华	11.4%	9.9%	10.2%	7.8%	7.1%	6.2%	5.4%	4.5%	5.4%	5.8%	6.4%	3.8%	3.7%
人保	7.7%	7.8%	2.3%	1.8%	2.4%	2.4%	5.1%	4.6%	4.5%	5.3%	5.5%	5.3%	4.3%
太平	5.2%	7.3%	8.2%	10.1%	9.9%	9.6%	9.8%	7.0%	5.6%	5.2%	4.4%	4.2%	3.9%

数据来源：公司财报、中国保险年鉴、广发证券发展研究中心。注：目前中国保险年鉴尚未披露 2024 年的全行业分红险保费收入规模，2024 年主要参考中国金融信息中心披露的“分红寿险原保费收入 7659 亿元”作为测算基础。

2. 分红险长期分红实现率高而稳，较好的资产负债联动能力支撑产品供给

中国平安的分红实现率长期高于 100%，在极端年份的分红实现率仍然保持 100% 以上。2015-2022 年以来中国平安所有产品的平均分红实现率保持 106% 水平，高于中国太平的 101%，虽然低于中国人寿的 109% 和中国人保的 113% 但是胜在稳定。例如 2018 年资本市场波动导致中国人寿和中国人保的分红实现率降至 76% 和 97% 时，中国平安分红实现率仍然达到 104% 的高位，凸显了中国平安穿越周期的资产配置能力为分红险的分红实现率提供了稳定的支撑。2023-2024 年受分红险结算利率受限影响而导致分红实现率有所下滑至 87%、35%，但是 2025 年在新的演示利率水平下 10 款新分红险产品的分红实现率又回到 106% 的水平。中国平安的分红实现率长期保持高位稳定，主要得益于其稳健的资产配置能力，如早于同业加大长债配置拉长资产久期，坚定高股息配置策略以通过股息收入稳定净投资收益率。由此长期稳定的投资收益率保证分红险产品收益率的竞争优势。

图 12：上市险企的分红实现率对比



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

中国平安稳健的资产配置能力下综合投资收益率表现优异，预计分红特储将继续扩大，为未来分红险的实现率保持中期稳定奠定了基础。分红实现率=（预定利率+浮动收益）/演示利率，则浮动收益率=分红实现率*演示利率-预定利率，可以倒推出浮动收益，由于分红险可供分配的基础是利差以及死费差，而利差考虑到是账户的实际投资收益率，因此我们采用不包括OCI债券公允价值的综合投资收益率来计算受监管窗口指导后当年可供分配的利差进入利差的水平有多少。监管规定分红险实际分配水平不可以低于预定利率以上的70%，则通过（综合投资收益率-预定利率）*70%属于投保人的部分，剔除当年实际分红的水平则是进入分红特储的部分。由于2025年权益市场继续上行，预计监管仍将继续管控实际分红水平，但由于监管规定分红特储占到保险合同负债的15%则必须强制分红，因此预计2025年的分红实现率上限有望较2024年提升，假设约为3.5%，且预期分红实现率为77.8%，而各家的综合投资收益率采用25Q3的水平，则2025年进入特储的部分分别为平安（2.14%）、国寿（1.58%）、太保（2.14%）、新华（3.26%）。2024-2025年权益市场保持上行，考虑到增量资金接力入市有望推动2026年权益市场持续缓慢上行，利好分红险的销售，若继续展望中长期，即便是市场小幅回撤，但因2024-2026年积累的分红特储释放有望维持分红险的实际结算利率保持相对较高的水平，持续推动分红险的中长期销售。

表 8：2025年预计上市险企的分红特储水平

2025 年	假设综合投资收益率	预期结算利率	预期分红实现率	预期浮动收益率	进入特储水平
平安	7.20%	3.50%	77.80%	1.50%	2.14%
国寿	6.40%	3.50%	77.80%	1.50%	1.58%
太保	7.20%	3.50%	77.80%	1.50%	2.14%
新华	8.80%	3.50%	77.80%	1.50%	3.26%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(四) 战略优势：依托集团的综合金融和医养生态，服务高客的综合需求

中国平安的综合金融打造一站式服务体系，满足客户多元化的金融需求。中国平安通过科技赋能，构建“一个客户、多个账户、多种产品、一站式服务”的金融解决方案，提升客户粘性，由此带来个人客户数、客均合同数和客均利润的稳健增长。在综合金融的助力下，公司聚焦“高价值、高成长、高留存”的客户，同时不断挖掘存量用户的价值，以及加快转化增量用户，市场空间广泛且获客成本、运营成本、风险成本更低。2025H1的个人客户数达到2.47万亿，较2015年的1.09万亿增长了1.26倍，平安综合金融体系内积累了庞大的客户群体，有望实现保险、银行、资管业务的交叉渗透，由此驱动客均合同数量从2015年的2.03个提升至2025H1的2.94个，持有4个合同的客户数量达到6218人，占比达到25.6%。

图 13：中国平安的综合金融+医疗养老战略



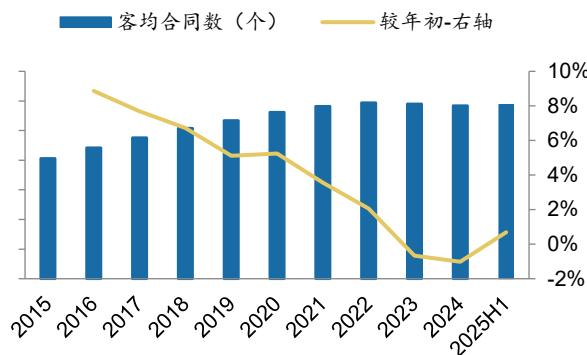
数据来源：中国平安官网、广发证券发展研究中心

图 14：中国平安集团的个人客户数量



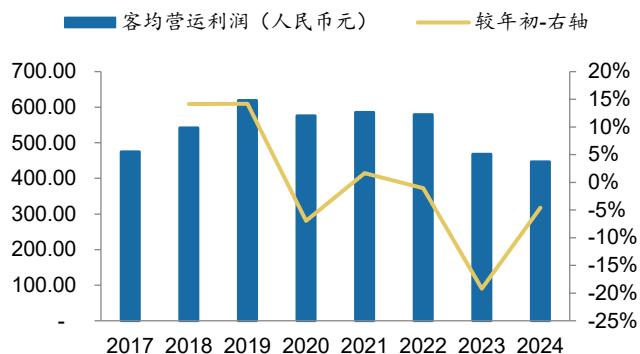
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 15：中国平安集团的客均合同数量



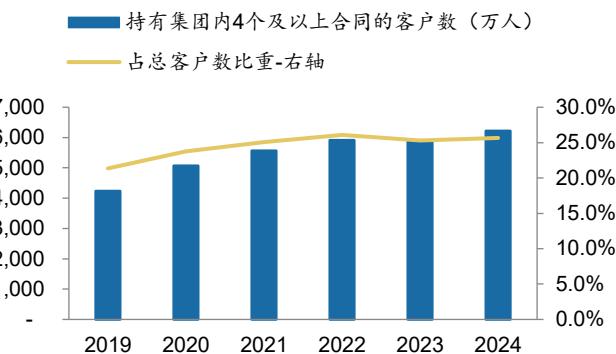
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 16：中国平安的客均运营利润



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

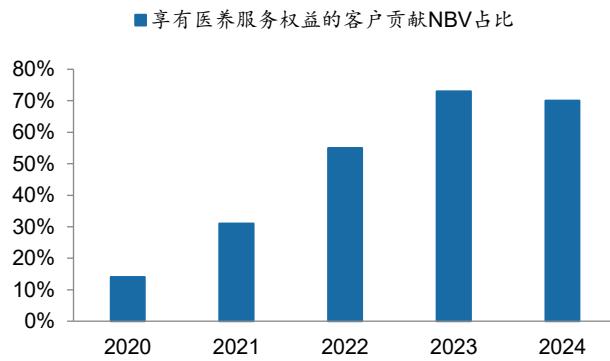
图 17：中国平安持有4个以上合同的客户数



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

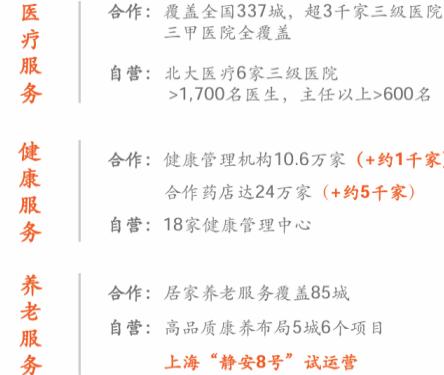
中国平安的医疗养老战略赋能保险主业，享有医养服务权益的客户贡献NBV占比达到70%。公司构筑领先的医疗科技壁垒，并且全面布局三大养老模式，赋能寿险主业的效果已经逐渐显现，未来有望继续提客均、增续收、促加购。截至2025上半年，中国平安医疗合作机构覆盖337城，自营6家北大医疗3级医院，合作健康管理机构10.6万家，自营18家健康管理中心，合作居家养老服务覆盖85城，自营高品质康养布局5城6个项目。在完善的医疗养老服务网络之下，中国平安2024年末享有医疗养老生态圈服务权益的个人客户数达到1.5亿人，占平安整体客户数的比重达到63%，2024年享有医养服务权益的客户贡献NBV占比达到70%。

图 18：享有医养服务客户贡献的NBV占比



数据来源：中国平安业绩会 PPT、广发证券发展研究中心

图 19：中国平安医疗养老战略



数据来源：中国平安业绩会 PPT、广发证券发展研究中心

二、资产端：“资产负债”的先行者，长期投资稳健

在低利率环境下公司的资产负债管理能力越发重要，负债端的发展离不开公司资产端的支持。在固收方面公司较早的加大超长债配置以拉长资产久期，在权益方面坚持高股息配置策略，锁定较高的股息回报。由此公司的投资收益率长期稳定且处于同业领先地位，为负债端的持续增长打下了坚持基础。

(一) 固收配置：最早拉长资产久期，资产负债匹配优于同业

中国平安早于同业加大债券配置，债权和定期存款降至上市险企中较低水平，预计再投资压力小于同业。公司固收资产占比属于上市险企中下水平，2014-2025H1平均占比73.3%，低于国寿、太保、新华，主因定期存款占比长期低于同业（2014-2025H1平均占比仅7.4%，国寿为15.4%、太保为11.4%、新华为15.4%）。固收资产结构上，在2018年公司开始增加债券的配置比例，明显早于同业拉长资产久期，2018年债券比达到45.5%，2024年债券资产占比提升至61.7%，公司久期缺口相对合意后债券配置保持稳定，25H1为60.8%；公司定期存款先于同业压降，2025H1占比仅4.9%，处于险企最低水平；债权投资计划及其他合计为7.0%，处于险企较低水平，低于国寿和太保，预计再投资压力小于同业。

表 9：上市险企固收资产结构对比

固收类资产占比	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1	平均水平
平安	79.7%	77.7%	74.6%	68.6%	72.5%	71.7%	73.0%	71.7%	71.4%	72.3%	74.2%	72.7%	73.3%
国寿	85.9%	77.7%	78.3%	80.8%	77.5%	74.8%	75.1%	77.9%	73.7%	71.5%	74.3%	73.6%	76.8%
太保	86.7%	82.0%	82.2%	81.8%	83.1%	80.4%	78.3%	75.7%	73.9%	81.4%	81.9%	80.9%	80.7%
新华	82.0%	74.9%	76.0%	73.4%	75.0%	73.2%	71.4%	68.9%	68.9%	75.6%	72.9%	72.8%	73.8%
1.定期存款	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1	平均水平
平安	16.0%	11.2%	10.5%	6.7%	7.2%	6.6%	6.1%	5.3%	5.4%	4.4%	4.3%	4.9%	7.4%
国寿	32.8%	24.6%	21.9%	17.3%	18.0%	15.0%	13.3%	11.2%	9.6%	7.5%	6.6%	6.4%	15.4%
太保	21.7%	18.1%	14.0%	9.6%	10.4%	10.4%	11.7%	10.8%	10.1%	7.4%	6.4%	6.1%	11.4%
新华	26.7%	20.1%	11.7%	6.1%	9.2%	7.6%	12.7%	15.5%	18.9%	19.2%	17.3%	19.5%	15.4%
2.债券投资	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1	平均水平
平安	46.9%	47.9%	46.2%	43.8%	45.5%	46.9%	50.2%	48.6%	50.7%	58.1%	61.7%	60.8%	50.6%
国寿	44.8%	43.5%	45.6%	45.8%	42.2%	39.5%	42.0%	48.2%	48.5%	54.1%	59.0%	59.0%	47.7%
太保	55.2%	50.4%	50.0%	48.2%	46.3%	42.6%	39.3%	38.2%	40.3%	51.7%	60.1%	62.4%	48.7%
新华	37.9%	36.1%	35.7%	38.3%	39.3%	42.7%	40.4%	38.4%	40.0%	50.4%	52.1%	50.6%	41.8%
3.债权投资计划	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1	平均水平
平安	8.0%	7.9%	6.9%	5.7%	5.6%	4.1%	4.3%	5.0%	4.2%	4.0%	3.2%	2.8%	5.1%
国寿	3.0%	5.2%	5.4%	11.6%	11.3%	11.6%	11.1%	9.4%	9.0%	8.9%	7.9%	7.4%	8.5%
太保	6.2%	6.2%	6.5%	8.6%	10.9%	10.7%	11.4%	12.7%	11.9%	13.2%	9.7%	8.9%	9.7%
新华	16.7%	15.6%	17.0%	18.0%	16.5%	15.0%	14.6%	13.2%	9.5%	6.0%	2.2%	1.4%	12.1%
4.其他	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1	平均水平
平安	8.8%	10.8%	11.0%	12.5%	14.2%	14.2%	12.5%	12.7%	11.2%	5.9%	5.1%	4.2%	10.3%
国寿	5.3%	4.4%	5.3%	6.0%	6.0%	8.8%	8.7%	9.0%	6.6%	1.1%	0.7%	0.7%	5.2%
太保	3.6%	7.3%	11.7%	15.4%	15.5%	16.7%	15.9%	13.9%	11.7%	9.2%	5.7%	3.5%	10.8%
新华	0.6%	3.1%	11.6%	11.0%	9.9%	7.9%	3.7%	1.8%	0.4%	0.0%	1.2%	1.3%	4.4%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

中国平安先于同业加大国债和政府债配置以拉长期。从债券品种看，公司在2018年加大政府债和金融债配置，2018年平安的政府债占整体债券比重达到51.6%，较

2017年的32.2%大幅提升，此后持续加大政府债配置力度，到了2024年末政府债占比达到75.6%，处于4家上市险企中的最高水平。

表 10：上市险企各类债券占整体债券比重的趋势情况

平安	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
政府债	18.60%	20.90%	28.60%	32.20%	51.60%	61.50%	72.00%	80.20%	76.70%	77.40%	75.60%
金融债	53.10%	42.00%	39.50%	38.80%	33.70%	28.40%	20.80%	19.10%	17.80%	18.20%	19.60%
企业债	45.40%	44.00%	38.80%	32.20%	14.80%	10.10%	7.30%	0.70%	5.50%	4.30%	4.80%
国寿	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
国债	12.30%	10.60%	10.70%	12.80%	15.90%	17.00%	18.40%	18.10%	17.50%	15.30%	17.80%
政府机构债	28.60%	27.80%	28.80%	34.40%	34.70%	41.10%	46.00%	52.00%	54.30%	53.50%	56.10%
企业债	40.20%	44.30%	45.70%	39.10%	36.50%	30.10%	24.70%	22.20%	21.20%	19.60%	16.60%
次级债	19.00%	17.20%	14.90%	13.60%	12.90%	11.80%	10.90%	7.70%	6.90%	11.70%	9.50%
太保	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
政府债	17.10%	19.40%	20.60%	22.80%	27.40%	31.30%	38.90%	52.50%	64.40%	65.30%	70.80%
金融债	31.70%	30.20%	29.00%	29.40%	25.50%	23.80%	20.90%	15.60%	12.50%	20.10%	18.90%
企业债	51.20%	50.40%	50.40%	47.80%	47.20%	44.90%	40.30%	31.90%	23.10%	14.50%	10.40%
新华	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
国债	19.40%	20.10%	26.10%	28.00%	34.20%	51.30%	56.70%	62.40%	72.70%	68.40%	70.40%
金融债券	12.40%	14.50%	15.80%	18.10%	18.10%	14.70%	12.60%	10.60%	9.30%	9.40%	9.40%
企业债券	35.10%	32.90%	29.80%	26.70%	21.40%	17.60%	15.30%	14.00%	12.50%	9.40%	7.40%
同业存单	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.40%	4.00%	1.00%	2.00%	0.20%
次级债券	33.10%	32.40%	28.30%	27.10%	26.30%	16.30%	15.00%	9.00%	4.60%	10.80%	12.50%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

其次我们从上市险企的资产和负债对利率的敏感性用于侧面观察险企的资产负债久期缺口，2024年利率+50BP情况下，资产和负债对冲后中国平安的净资产变动+3.4%，高于中国人寿和中国太保，低于新华29.5%、太平17%。公司利率变动对净资产的影响取决于多种因素，包括FVOCI债券占比、折现率选择、VFA比重以及资产负债久期缺口等因素影响，综合来看当前公司资产负债匹配较好，在利率大幅下滑的情况下预计公司的净资产表现相对稳定。

表 11：上市险企利率变动对资产负债的敏感性分析

利率+50BP	2023	2024
资产端：金融工具	净资产变化率	净资产变化率
中国平安	-19.8%	-25.8%
中国太保	-21.0%	-26.5%
新华保险	-16.5%	-34.2%
中国人寿		
中国太平	-56.4%	-93.6%
负债端：保险合同负债	净资产变化率	净资产变化率
中国平安	22.4%	29.2%

中国太保	27.3%	29.1%
新华保险	44.4%	63.7%
中国人寿		
中国太平	97.8%	110.6%
合计	净资产变化率	净资产变化率
中国平安	2.6%	3.4%
中国太保	6.3%	2.5%
新华保险	27.9%	29.5%
中国人寿	29.1%	0.1%
中国太平	41.4%	17.0%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）权益配置：坚持高股息策略，提升中长期投资收益率水平

中国平安响应监管加大权益配置比例，坚持以高股息为主的配置策略。在中长期资金入市政策以及公司自身资产配置诉求引导下，中国平安持续提升权益投资比例，2025H1公开市场股票+基金占比达到13.8%，较2024年末提升2pct，不考虑权益资产价格波动下，上半年权益占比提升幅度为上市险企中最高，目前占比水平仅低于新华。从会计分类看，公司高股息配置策略较为彻底，公司2025H1年的FVOCI和FVTPL股票资产占比分别为65%和34%，股票OCI占比在5家上市险企中处于最高水平，由此为公司提供长期稳定的股息收入来源。

表 12：上市险企的公开市场权益占比

公开市场权益占比	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
平安	11.1%	9.1%	13.0%	11.4%	12.1%	11.5%	11.6%	11.1%	11.5%	11.8%	13.8%
国寿	12.3%	10.6%	10.6%	9.2%	11.1%	11.3%	8.8%	11.4%	11.8%	12.2%	13.6%
太保	9.3%	7.4%	8.9%	6.8%	9.5%	11.4%	12.4%	12.4%	11.1%	11.6%	12.0%
新华	13.5%	11.2%	13.1%	10.7%	12.2%	14.6%	15.4%	14.1%	14.3%	18.8%	18.7%
太平	10.4%	8.0%	7.0%	10.1%	14.2%	17.0%	15.3%	15.8%	14.5%	13.0%	12.7%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 13：上市险企的股票FVTPL和FVOCI占比对比

股票-FVTPL	2023H1	2023	2024	2025H1
国寿	-	96.60%	88.00%	77.40%
平安	33.00%	40.10%	39.80%	34.70%
太保	85.90%	85.60%	70.20%	66.20%
新华	84.00%	86.00%	82.10%	80.20%
太平	83.20%	80.20%	63.40%	68.00%
股票-FVOCI	2023H1	2023	2024	2025H1
国寿	-	3.40%	12.00%	22.60%
平安	67.00%	59.90%	60.20%	65.30%

太保	14.10%	14.40%	29.80%	33.80%
新华	5.80%	5.00%	17.90%	19.80%
太平	16.80%	19.80%	36.60%	32.00%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

2025年以来中国平安加大银行保险股举牌力度，优质银行股持仓占比接近40%。

2025年以来中国平安多次举牌港股银行股，截至12月8日持有邮储A/H股分别占比0.3%和17%（港股为占香港股的股本），持有招商银行H股21.1%，持有农业银行22.1%，持有工商银行H股18.1%，持有建设银行H股5.0%，合计市值规模达到2539亿元，占2025H1平安股票规模6493亿元的39%。此后平安优化投资策略，挖掘“经营可靠、增长可期、分红可持续”的优质权益资产，逐步举牌中国太保H股达到11.3%，中国人寿H股达到8.3%，中国中车H股达到7.1%。上述9只股票当前股息率达到为4.55%，预计平安配置时点的股息率或更高，由此为其长期贡献稳定股息收入。

表 14：中国平安2025年举牌的上市公司情况

代码	持股市的	持股占比	对应时点	持有方式	A/H	持有市值 (亿元)	占 2025H1 股票的比重	股息率 (%)	PB-MRQ
601658.SH	邮储银行	0.3%	2025 年 6 月	重仓	A	11	0.2%	4.25	0.66
03968.HK	招商银行	21.1%	2025 年 6 月	举牌	H	462	7.1%	4.23	1.20
01288.HK	农业银行	22.1%	2025 年 9 月	举牌	H	325	5.0%	4.75	0.72
01658.HK	邮储银行	17.0%	2025 年 9 月	举牌	H	152	2.3%	4.85	0.63
01398.HK	工商银行	18.1%	2025 年 2 月	举牌	H	812	12.5%	5.50	0.57
00939.HK	建设银行	5.0%	2025 年 5 月	举牌	H	778	12.0%	5.56	0.58
02601.HK	中国太保	11.3%	2025 年 8 月	举牌	H	90	1.4%	3.47	1.15
02628.HK	中国人寿	8.3%	2025 年 8 月	举牌	H	147	2.3%	2.68	1.27
01766.HK	中国中车	7.1%	2025 年 11 月	举牌	H	16	0.3%	5.65	1.05
平均值							4.55	0.87	

资料来源：中国保险行业协会、披露易，广发证券发展研究中心 注：截至 2025 年 12 月 8 日

(三) 投资能力：净投资收益率优于同业，OCI 股息和资本回报优异

较早加大债券和坚定高股息权益配置策略，净投资收益率领先同业。我们统一公式测算上市险企的长期净投资收益率水平，2014-2024年中国平安的净投资收益率平均值为4.9%，高于太保4.6%、新华4.5%、国寿4.4%，预计主要得益于：一是在2018年就加大超长债配置，优化久期缺口，由此存量债券的票息收益预计相对较高，从而支撑了稳定的利息收入；二是较早坚定以高股息为主的权益配置策略，持续积累的股息收入对冲利息收入下滑，净投资收益率保持稳定。公司长期稳定的净投资收益率为负债端形成了坚实基础，由此长期分红险的分红实现率高且稳。

表 15：上市险企净投资收益率对比（测算值）

净投 资收 益率	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	近 3 年	近 5 年	近 10 年
国寿	4.49%	4.66%	5.20%	4.78%	4.61%	4.34%	4.38%	4.00%	3.62%	3.40%	3.67%	3.95%	4.35%	

平安	5.16%	5.53%	5.88%	5.55%	4.99%	4.96%	4.82%	4.42%	4.62%	4.08%	3.65%	4.12%	4.32%	4.88%
太保	5.09%	4.97%	5.29%	5.30%	4.81%	4.75%	4.50%	4.32%	4.24%	3.89%	3.68%	3.94%	4.13%	4.62%
新华	5.20%	4.96%	5.03%	4.94%	4.94%	4.75%	4.50%	4.24%	4.54%	3.49%	3.41%	3.81%	4.04%	4.54%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

综合投资收益率处于险企领先水平，得益于稳定的净投资收益率与优质高股息资产的资本利得回报。考虑上市险企披露的综合投资收益率口径不同，因此我们统一测算仅考虑OCI股票公允价值变动的综合投资收益率情况。2014-2024年中国平安的综合投资收益率（不含OCI债券公允价值变动）为5.3%，仅低于太保的5.5%，高于新华5.2%、国寿5.0%、太平4.9%。公司优异的综合投资能力一方面来自稳定的净投资收益率，另一方面来自于其较早配置的优质高股息资产，在为公司提供稳定股息回报的同时，其股价的上涨贡献了充足的资本利得。

表 16：上市险企综合投资收益率对比（测算值-不含OCI债券公允价值变动）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	平均值
平安	8.1%	7.9%	4.6%	7.2%	3.0%	7.2%	4.3%	3.8%	2.7%	3.6%	5.8%	5.3%
国寿	8.6%	7.2%	2.4%	4.6%	3.1%	7.3%	6.3%	4.9%	1.9%	3.2%	5.6%	5.0%
太保	8.2%	7.8%	4.5%	5.1%	4.8%	6.5%	6.8%	5.5%	3.2%	2.7%	6.0%	5.5%
新华	6.4%	7.8%	4.7%	5.3%	4.0%	5.8%	6.6%	5.4%	3.0%	1.8%	6.1%	5.2%
太平	8.7%	8.9%	2.8%	5.2%	2.6%	6.5%	6.3%	3.6%	2.3%	2.7%	4.8%	4.9%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

中国平安的权益OCI的股息收益率和资本回报能力均好于同业上市险企。我们拆解上市险企的其他权益工具股息收入和公允价值变动，由此测算权益OCI的回报能力。

(1) 2023-2025H1中国平安的权益OCI资本利得率（其他权益工具公允价值变动除以其他权益工具规模）为10.5%，明显高于同业上市险企；(2) 2023-2025H1中国平安的权益OCI股息收益率为5.8%，亦处于同业最高水平；(3) 合计股息收入和资本回报测算2023-2025H1的权益OCI综合回报率达到16.4%，不仅为公司提供稳定的股息回报，同时优质资产资本利得带来的综合投资回报能力的提升。

表 17：上市险企其他权益工具投资收益率表现情况

权益 OCI 资本利得率	2023	2024H1	2024	2025H1	平均值
平安	6.8%	7.4%	14.0%	10.8%	10.5%
国寿		3.9%	3.6%	2.5%	3.1%
太保	1.1%	5.3%	5.0%	1.3%	2.5%
新华	2.3%	5.6%	14.4%	4.6%	7.1%
人保	1.2%	4.6%	6.4%	0.2%	2.6%
太平	1.4%	12.7%	12.3%	3.6%	5.8%
权益 OCI 股息收益率	2023	2024H1	2024	2025H1	平均值
平安	7.0%	3.0%	6.9%	3.6%	5.8%

国寿		1.3%	4.0%	1.8%	2.9%
太保	4.9%	2.3%	4.8%	2.3%	4.0%
新华	7.1%	2.8%	6.5%	3.1%	5.6%
人保	3.7%	1.8%	3.6%	1.9%	3.1%
太平	6.4%	3.0%	6.5%	4.0%	5.6%
权益 OC 综合回报率 (股息+资本利得)		2023	2024H1	2024	2025H1
平安	13.7%	10.4%	20.9%	14.4%	16.4%
国寿	-	5.3%	7.6%	4.3%	6.0%
太保	6.0%	7.6%	9.8%	3.6%	6.5%
新华	9.4%	8.4%	20.9%	7.7%	12.7%
人保	4.9%	6.4%	10.0%	2.1%	5.7%
太平	7.8%	15.7%	18.8%	7.5%	11.4%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

三、经营质态：地产敞口收窄，各板块景气上行

(一) 风险敞口：监管多措并举稳楼市，公司地产敞口持续收窄

中央坚定“稳楼市、稳地产”政策目标，形成“精准化纾困+市场化转型+长效化保障”的多维政策布局。2024年起，政策先从风险化解与资金端松绑破局：年初建立“城市房地产融资协调机制”，通过省级部门督导推动金融机构合规投放，同时压实房企交楼责任；2024年中下调公积金利率、放宽首二套首付比例，直接降低购房成本。四季度“四个取消、四个降低”政策取消限购限售、下调税费，叠加“白名单”项目贷款投放、城中村改造提速，既激活存量需求，也为房企提供流动性支持。2025年进一步向转型与长效机制深化：政府工作报告明确“防风险、稳预期、促转型”主线，聚焦城中村改造、保障房建设，推动行业从“增量开发”转向“存量运营”；4月中央政治局会议提出“金融支持力防化解重点领域风险”，通过地方融资平台债务化解、房企并购贷款支持等，缓解行业资金链压力；10月“十五五”规划建议更锚定“高品质发展”，从住房制度、保障体系、全生命周期管理等维度，构建行业长期健康发展的底层框架。在监管政策的支持下房地产市场相关风险有望逐步缓解，预计保险资金涉及相关的地产风险可控。

表 18：近年来监管稳楼市相关政策情况

时间	政策/事件	主要内容
2024年1月5日	住房城乡建设部和金融监管总局关于建立城市房地产融资协调机制的通知	地级及以上城市建房地产融资协调机制，筛选合规项目推金融机构；金融机构按市场化法治化原则授信、不盲目抽贷；机制做好办证等保障，压实企业责任。省级部门建机制指导督促，2024年起按季报送情况。
2024年4月30日	中央政治局会议持续防范化解重点领域风险	持续防范重点领域风险： 房地产领域因城施策压实各方责任、保交房，结合供求与民生需求优化存量增量政策、构建发展模式；推进地方政府债务化解，推动中小金融机构改革化险，促进资本市场健康发展。
2024年5月17日	中国人民银行和国家金融监管总局“5·17新政”	取消房贷利率下限： 下调公积金贷款利率水平；下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点；首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%。
2024年7月30日	中央政治局会议提及落实促进识别风险，发现价值	持续防范重点领域风险： 落实房地产平稳发展新政策，结合存量消化与增量优化，支持收购商

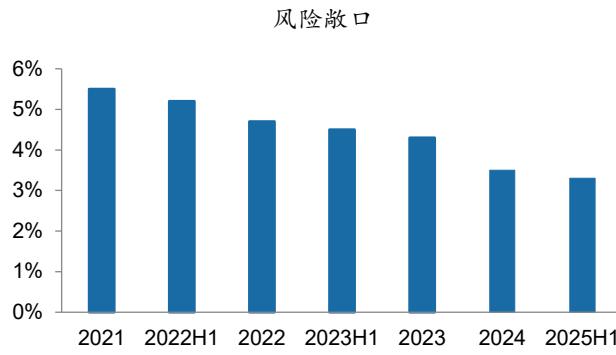
请务必阅读末页的免责声明

2024年9月26日	房地产市场平稳健康发展新政策 中央政治局会议提及促进房地产市场止跌回稳	品房作保障房、做好保交房，加快构建发展新模式；完善地方一揽子化债方案，化解融资平台债务；统筹防风险、强监管、促发展，提振投资者信心，提升资本市场稳定性。 促进房地产市场止跌回稳：严控商品房增量、优化存量、提质量，加大“白名单”项目贷款投放，盘活闲置土地；调整住房限购政策、降低存量房贷利率，完善土地财税金政策，推动构建房地产发展新模式。
2024年10月17日	国新办发布会“四个取消、四个降低、两个增加”	房地产政策优化： 取消限购、限售、限价及普通与非普通住宅划分；降低公积金贷款利率、房贷首付比例、存量房贷利率及换房税费；新增100万套城中村及危旧房货币化改造，年底前将“白名单”项目信贷规模增至4万亿。
2024年11月12日	财政部、税务总局、住房城乡建设部《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》 《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》	房地产税收政策优化： 140平米及以下家庭唯一/二套住房契税1%，140平米以上首套1.5%、二套2%；个人售满2年住房免征增值税；取消普宅标准城市中，增值额≤20%普通住宅免土地增值税，预征率下限降0.5个百分点，分东中西部明确税率。 房地产金融支持16条措施涵盖六方面： 稳定开发贷、个贷等各类融资并展期存量融资；支持保交楼专项借款及配套融资；做好项目并购与受困企业风险处置；保障消费者延期还本付息及征信权益；调整部分金融管理政策；加大住房租赁金融支持。
2024年11月23日	政府工作报告提及以“防风险、稳预期、促转型”为主线	以“防风险、稳预期、促转型”为主线， 房地产政策聚焦止跌回稳与楼市股市健康发展： 需求端因城施策减限制、加码城中村改造、激发高品质居住需求；供给端控增量优存量、深化融资协调机制，推进保交楼与债务化解，政府工作报告明确行业基调与发展方向。
2025年3月5日	中央政治局会议提及持续用力防范化解重点领域风险	持续防范化解重点领域风险： 实施地方政府一揽子化债政策，解决拖欠企业账款；推进城市更新、城中村及危旧房改造；构建房地产发展新模式，增加高品质住房供给、优化存量商品房收购，巩固市场稳定态势。
2025年4月25日	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划的建议》	推动房地产高质量发展： 加快构建发展新模式，完善开发、融资、销售等基础制度；优化保障性住房供给，因城施策增加改善性住房；建设安全舒适绿色智慧“好房子”，实施房屋及物业服务品质提升工程，建立房屋全生命周期安全管理制度。
2025年10月28日	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划的建议》	

资料来源：中国政府网、央行、金管局、住建部、广发证券发展研究中心

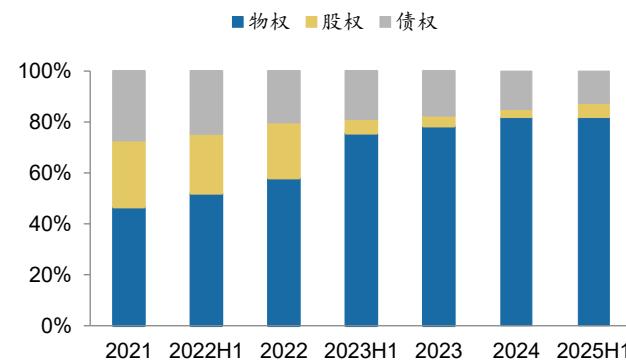
公司保险资金的不动产风险敞口逐步减少，叠加地产政策组合拳下不动产风险敞口有望得到缓释。近期房地产行业政策频出，包括增设保障性住房贷款、降低个人住房贷款首付比例、取消房贷利率政策下限、下调住房公积金贷款利率，有望进一步推动房地产行业的修复，同时平安近年来不断压降不动产相关的风险，保险资金的风险敞口由2021年的5.5%降至2025H1的3.3%，地产相关投资资产规模为2060亿元，同时投资结构转向安全保障性更高的物权类资产，2025H1物权、股权、债权的占比分别为81.8%、5.5%、12.7%。

图 20：中国平安保险资金的地产风险敞口占比



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 21：中国平安保险资金的地产相关投资结构



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

公司保险资金的不动产敞口中优质商圈的投资性房地产价值稳定，股权和债权风险敞口相对有限。我们进一步细拆2025H1中国平安的地产投资品种看：（1）**股权：**截至25H1中国平安持有华夏幸福和中国金茂H股股份分别25%和14%，截至25H1两家公司对应的长股投账面价值仅38亿，公司在2021年充分计提华夏幸福相关资产减值、估值调整及权益法损益调整合计432亿元（股权159亿元、债权类243亿元），预计存量风险有限。此外平安以合营和联营方式投资北京昭泰房地产开发、武汉市地君泰房地产开发、广州璟仓房地产开发等5个项目，合计规模254亿元，风险敞口相对有限。（2）**物权：**25H1中国平安地产投资中主要为以投资性房地产计量的物

权资产，此类物权主要来自平安收购的如上海来福士、北京丽泽商务区等核心商圈优质地产项目，25H1投资性房地产的公允价值为1871亿元，较目前账面价值的1415亿元仍然浮盈，预计核心地产项目价值相对稳定。**(3) 债权：**我们根据25H1中国平安的非标资产3454亿元中8.8%为不动产，由此拆解非标地产项目大约304亿元，预计主要为与地产相关的债权投资计划。我们测算若公司的地产相关投资亏损10%/20%/30%，若全部计入利润则亏损占24年净利润的比重为16%-49%，占净资产的比重2.2%-6.7%，占集团内含价值的比重为1.4%-4.3%。考虑公司地产敞口主要为以物权形式的投资性房地产，预计价值相对稳定，地产风险可控。

表 19：中国平安的地产风险敞口情况

	2025 中报规模 (亿元)	占投资资产比重	备注
保险地产投资规模	2,060	3.30%	
股票重仓	38	0.1%	华夏幸福、中国金茂 (H)
非标地产	304	0.5%	3454 亿非标资产中不动产占比 8.8%
投资性房地产	1,443	2.3%	核心商圈地产项目
长期股权投资-合营地产	16.57	0.0%	北京昭泰房地产开发、武汉市地君泰房地产开发
长期股权投资-联营地产	238	0.4%	广州璟仓房地产开发、Vivid Synergy、上海怡滨置业
其他	21	0.0%	

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

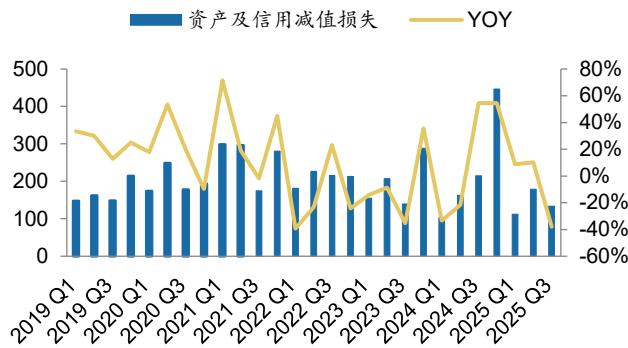
表 20：中国平安的地产敞口风险敏感性分析 (亿元)

地产敞口亏损幅度	10%	20%	30%
对应亏损规模	206	412	618
占 2024 年净利润	16.3%	32.5%	48.8%
占 2024 年净资产	2.2%	4.4%	6.7%
占 2024 年集团内含价值	1.4%	2.9%	4.3%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

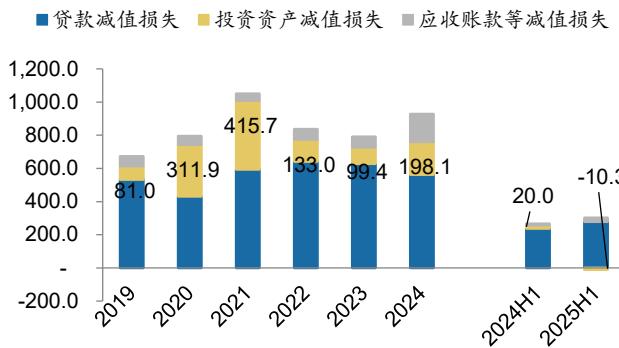
中国平安自2020年以来充分计提减值损失，风险敞口持续收窄。**(1)**自2020年华夏幸福暴雷以来，公司2020-2025H1累计计提资产减值损失4692亿元，其中贷款减值损失3137亿元，投资资产减值损失1148亿元，应收账款减值损失407亿元。从趋势上看，公司的投资资产减值损失规模趋势下降，从2021年的减值高点416亿元降至2023年的99.4亿元，2024年末公司利润高增情况下一次性计提198亿元的投资资产减值损失，预计减值风险计提较为充分。**(2)**拆解资产减值结构看，平安银行的2024年度贷款减值损失同比-10%至563亿，预计Q4主要增加的是来自寿险和资管板块的投资资产减值损失198亿和应收账款107亿元，因此我们预计2024年底公司针对寿险和资管板块涉及的不动产相关的项目及信托等计提较为充分，风险敞口进一步收窄。**(3)**从2025年数据看，2025年前三季公司资产及信用减值损失累计计提426亿元，同比-12%。若从中报数据剔除平安银行的贷款减值损失看，25H1公司投资资产减值损失转回10.3亿元，考虑应收账款减值损失后合计减值13.2亿元，同比仍下降53%，即使考虑公司在Q4减值规模往往大于其他季度情况下，公司整体风险敞口仍在收窄。

图 22: 中国平安逐季资产及信用减值损失 (亿元)



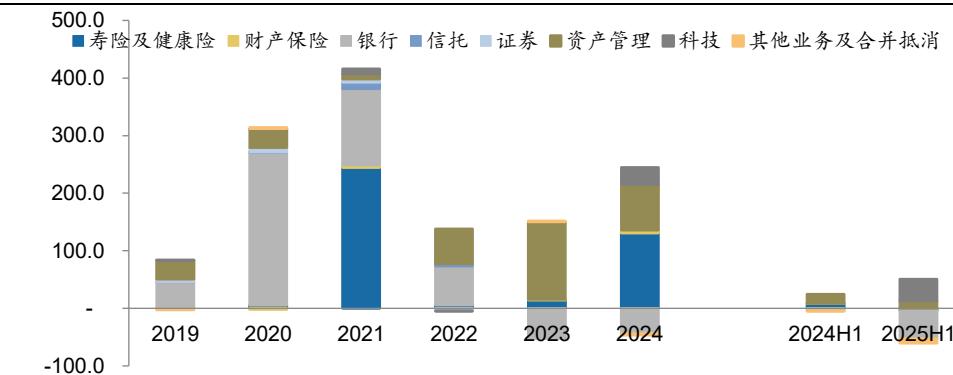
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 23: 中国平安的减值损失类别拆解 (亿元)



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 24: 中国平安的投资资产减值损失情况 (亿元)



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

(二) 盈利能力：寿险和财险均景气上行，资管和科技业务扭盈

各业务板块向好驱动中国平安的营运利润稳增。中国平安2025年以来各分部板块经营情况持续向好：(1)寿险板块：长端利率企稳叠加资本市场上行带来投资端改善，监管调降新单和存量保单预定利率驱动公司存量负债成本拐点向下，报行合一带来费差改善，寿险中长期利费差趋势有望修复，负债端延续景气下CSM恢复正增长，保险服务业绩稳定释放和投资端改善驱动寿险板块持续向好。(2)财险板块：2025年信用保证保险出清后保费增速好于同业，大灾减少叠加车险报行合一驱动COR大幅改善，新能源车险实现承保盈利，展望2026年非车险报行合一和新能源车险定价系数放开有望进一步提升公司盈利能力。(3)银行板块：业绩短期承压但边际改善、资产质量稳健、业务结构持续优化。(4)资产管理：2025年实现盈利，主要得益于充分计提地产相关的项目以及信托和非标资产的减值损失，叠加平安证券得益于资本市场交易情绪活跃带来经纪、资管、自营等业务改善。(5)科技业务：在赋能主业提高经营效率的同时坚持“All In AI”战略，持续优化板块结构并聚焦科技主业，实现2025前三季11.2亿营运利润，同比+202%。

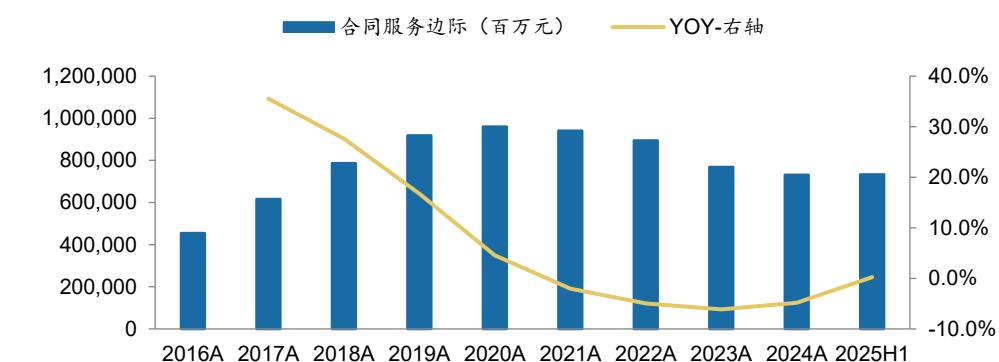
表 21：中国平安的营运利润情况 (百万元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
归母营运利润	38,709	78,482	113,818	121,862	37,907	77,732	116,264
yoy	-3.0%	-0.6%	5.5%	9.1%	-2.1%	3.7%	7.2%
寿险	25,588	54,657	82,701	96,975	26,864	52,435	78,768
yoy	-4.2%	0.7%	3.0%	-1.9%	5.0%	2.5%	1.9%
财险	3,874	9,909	13,923	14,952	3,237	10,010	15,074
yoy	-14.3%	7.2%	39.7%	67.7%	-16.4%	1.0%	8.3%
银行	8,654	14,999	23,027	25,796	8,170	14,414	22,221
yoy	2.3%	1.9%	0.2%	-4.2%	-5.6%	-3.9%	-3.5%
资产管理	910	1,296	-2,316	-11,899	1,085	2,723	2,654
yoy	-30.3%	-8.2%	-46.7%	42.6%	19.2%	110.1%	扭盈
科技业务(金融赋能)	-202	291	369	-29	547	811	1,116
yoy	-129.1%	-83.2%	-83.7%	-101.5%	-370.8%	178.7%	202.4%
其他业务及合并抵消	-1,816	-2,670	-3,886	-3,932	-1,996	-2,660	-3,570
yoy	3.2%	9.4%	18.3%	3.7%	9.9%	-0.4%	-8.1%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

从寿险主业看，负债端稳健增长下公司合同服务边际余额恢复正增长，保险服务业业绩稳定释放有望支撑寿险营运利润增长稳健。过往几年代理人清虚改革以及长端利率下行造成公司合同服务边际余额下降，近年得益于储蓄险需求旺盛驱动新业务合同服务边际增长，2025上半年公司合同服务边际较年初+0.3%恢复正增，叠加资产端稳健下寿险营运利润保持稳健。展望未来，居民存款搬家和银保网点扩张有望渠道寿险负债新单保持稳健增长，预定利率下调和报行合一改善费差，由此新业务合同服务边际的稳健增长有望驱动合同服务边际余额保持增长，保险服务业业绩的稳定释放叠加资产端改善有望支撑寿险营运利润稳健增长。

图 25：中国平安的合同服务边际余额趋势

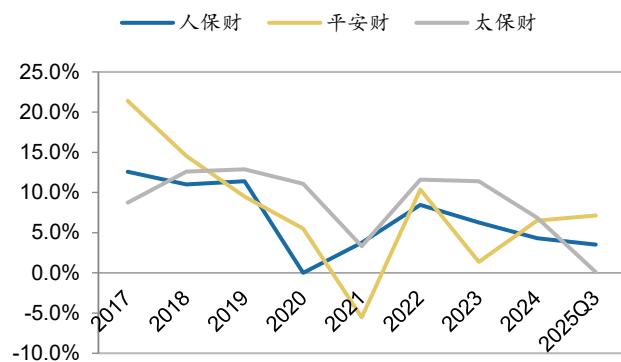


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

从保险主业看，公司信用保证保险清虚后保费增速领先同业，多因素驱动COR持续改善。保费方面，近年来中国平安的信用保证保险基本出清，2025前三季财险保费增速达到7.1%，明显好于人保的3.5%和太保的0.1%，展望未来新能源车险需求保持增长，宏观经济修复有望驱动非车险保费增速改善，报行合一政策下行业集中度

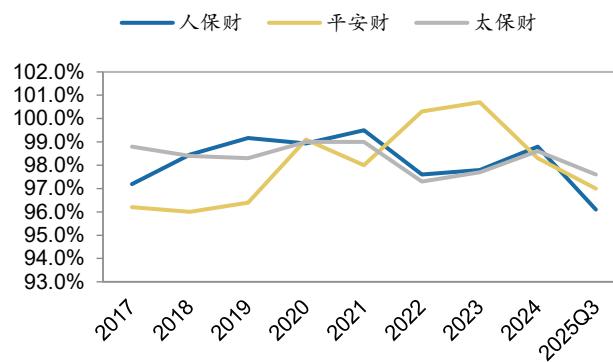
提升，公司财险保费增速有望穿越周期。盈利能力方面，公司综合成本率自2023年以来的100.7%持续下降，得益于公司信用保证保险出清，自然灾害赔付改善，同时报行合一驱动费用率下降。展望未来，非车险报行合一的落地和新能源车险定价系数的放开均有望带来综合成本率进一步下行，公司盈利能力持续提升。保费增长穿越周期叠加盈利能力提升，财险营运利润保持稳健增长。

图 26：上市险企的财险保费增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 27：上市险企的财险综合成本率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

我们预测中国平安营运利润增速有望持续走扩。考虑寿险负债端稳健增长下CSM有望逐步恢复增长，由此保险服务业绩稳定释放，财险保费穿越周期叠加COR持续改善，银行业务保持稳健，科技和资管板块盈利向上，我们预测2025-2027年公司的营运利润分别同比+5.9%、+6.8%、+6.4%。

表 22：中国平安营运利润预测（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
寿险 OPAT	105,070	96,975	100,615	105,910	108,917
财险 OPAT	8,918	15,021	15,988	17,046	16,550
银行 OPAT	26,925	25,796	24,506	24,996	26,246
其他 OPAT	-22,924	-15,930	-12,000	-10,000	-5,000
集团营运利润	117,989	121,862	129,109	137,952	146,713
YOY	-20.5%	3.3%	5.9%	6.8%	6.4%
营运 ROE	12.9%	12.2%	11.7%	11.6%	11.4%
寿险营运 ROE	30.2%	25.7%	22.4%	21.4%	20.0%

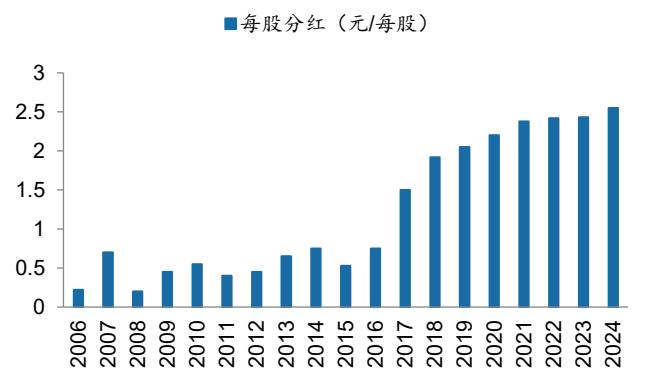
资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

四、估值：股息率具安全边际，低估值和欠配带来弹性

(一) 安全边际：营运利润稳增且高分红，股息率长期优于同业

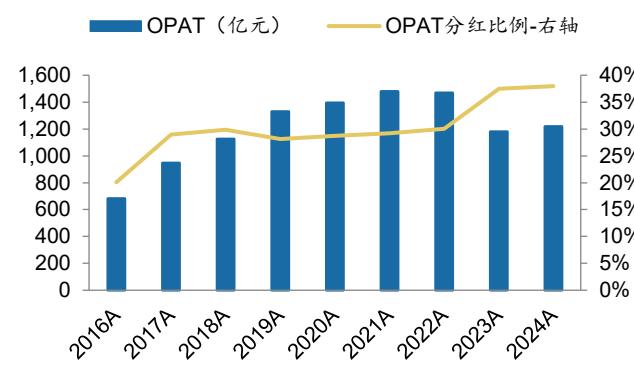
2025年公司营运利润稳增叠加分红率稳定，股息率表现亮眼。从长期维度看，中国平安的每股分红长期保持稳定增长，自2006年的0.22元/股增长至2024年的2.55元，尤其是2016年公司采用营运利润挂钩分红以来，无论净利润如何波动，每股分红均基于运营利润稳定派息。这主要得益于：一是公司营运利润长期增长稳定，2016-2024年复合增速为7.5%，展望未来看寿险CSM稳定增长，财险盈利能力提升，资管和科技扭盈，营运利润有望保持稳定增长。二是分红比例保持提升，尤其是在营运利润规模下降阶段，公司为保持稳定的分红而提升分红比例，OPAT的分红比例自2016年的20%提升至2024年的38%。展望看，中国平安经营质态持续改善下营运利润有望保持稳健增长，公司长期分红稳定下股息率表现较好，2018-2024年A股和港股平均股息率为4.1%和4.4%，在A股上市险企中最高且稳定性。我们预测2025年中国平安的营运利润增长5.9%，分红比例保持38%不变，截至12月15日，公司的A股和H股的股价对应的2025E动态股息率为4.0%和4.6%，考虑公司营运利润增长与分红比例稳定，因此确定性较高。

图 28：中国平安的每股分红趋势



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 29：中国平安营运利润与分红比例趋势



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 23：上市险企年度股息率对比

证券代码	公司名称	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	平均值
601628.SH	中国人寿	0.8%	2.1%	1.7%	2.2%	1.3%	1.5%	1.6%	1.6%
601318.SH	中国平安	3.1%	2.4%	2.5%	4.7%	5.1%	6.0%	4.8%	4.1%
601601.SH	中国太保	3.5%	3.2%	3.4%	3.7%	4.2%	4.3%	3.2%	3.6%
601336.SH	新华保险	1.8%	2.9%	2.4%	3.7%	3.6%	2.7%	5.1%	3.2%
601319.SH	中国人保	0.8%	1.5%	2.4%	3.5%	3.2%	3.2%	2.4%	2.4%
01299.HK	友邦保险	1.9%	1.6%	1.4%	1.9%	1.8%	2.4%	3.1%	2.0%
00966.HK	中国太平	0.5%	1.6%	2.9%	4.3%	2.7%	4.5%	3.0%	2.8%
02328.HK	中国财险	3.7%	5.4%	7.1%	7.0%	7.2%	5.8%	4.8%	5.9%
02628.HK	中国人寿	1.1%	3.7%	4.1%	5.5%	4.0%	4.7%	4.9%	4.0%

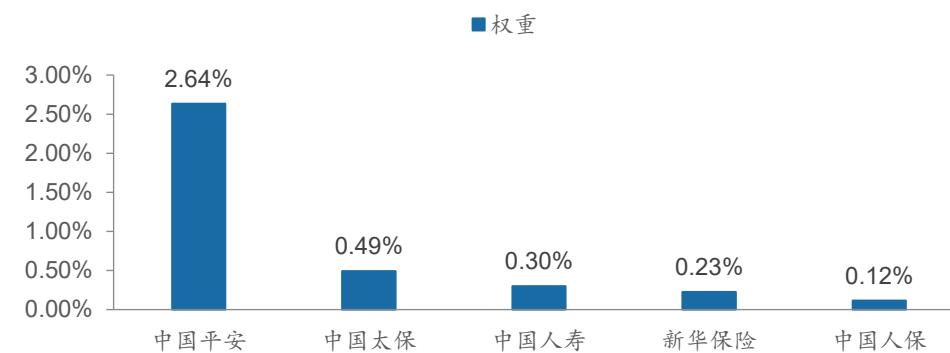
02318.HK	中国平安	2.7%	2.4%	2.5%	4.6%	5.1%	7.5%	6.1%	4.4%
02601.HK	中国太保	4.3%	4.3%	4.7%	5.2%	6.5%	7.1%	4.7%	5.3%
01336.HK	新华保险	2.7%	4.6%	5.1%	7.6%	6.2%	6.1%	11.8%	6.3%
01339.HK	中国人民保险集团	1.6%	3.9%	7.0%	7.6%	7.0%	7.1%	5.1%	5.6%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(二) 机构持仓：当前公募持仓较沪深300权重明显欠配

中国平安的公募持仓相较沪深300明显欠配，公司有望受益公募高质量改革驱动基金配置回归业绩比较基准。2025年5月证监会出台《推动公募基金高质量发展行动方案》三大方面改革基金运营模式，建立业绩挂钩的浮动管理费率和基金业绩比较基准刚性约束机制，投资收益纳入考核指标，提高高管及基金经理跟投比例，预计公募基金有望提升基准配置比例以基金的提高投资回报稳定性。10月31日证监会及基金业协会同步发布的《公开募集证券投资基金管理业绩比较基准指引（征求意见稿）》与《公开募集证券投资基金管理业绩比较基准操作细则（征求意见稿）》，明确了考核基准改革方向和系统性细化规范。12月监管进一步出台《基金管理公司绩效考核管理指引（征求意见稿）》从薪酬结构、绩效考核、支付机制、问责制度等多个维度作出系统性规定，进一步推动公募基金配置回归基准。截至当前保险在沪深300中权重为3.77%，但2025Q3保险股的持仓仅0.78%，个股方面，中国平安0.48%、中国太保0.18%，新华保险0.09%、中国人寿0.02%，对比其在沪深300中的权重：2.64%、0.49%、0.30%、0.23%仍有较大空间，其中中国平安在沪深300中的权重占比最高，预计充分受益公募基金配置回归业绩比较基准。

图 30：A股上市险企在沪深300中的权重占比



数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

表 24：公募基金持仓上市险企的比重情况

证券简称	2021	2022	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
SW 保险合计	0.17%	0.36%	0.33%	0.15%	0.38%	1.03%	0.62%	0.58%	1.10%	0.78%
中国平安	0.13%	0.20%	0.17%	0.09%	0.19%	0.55%	0.30%	0.34%	0.59%	0.48%
中国太保	0.04%	0.06%	0.12%	0.05%	0.17%	0.38%	0.23%	0.17%	0.31%	0.18%
新华保险	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%	0.00%	0.03%	0.04%	0.04%	0.12%	0.09%

中国人寿	0.00%	0.09%	0.02%	0.01%	0.02%	0.05%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%
------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：iFind，广发证券发展研究中心

（三）估值空间：中长期利费差趋势改善，估值中枢有望上行

1. 公司近5年PEV估值分位数约40%，较其他上市险企偏低

截止2025年12月15日，A股中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险的2025年PEV估值分别为0.83X、0.79X、0.60X、0.73X，2024-2025年受益于长端利率低位企稳、业绩超出预期、负债端持续向上等综合因素，估值有所回升，其中平安的A股PEV估值处于近5年的分位数的43%，其他险企处于49%-90%；H股中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险的2025年PEV估值分别为0.47X、0.70X、0.49X、0.49X，目前中国平安H股PEV估值处于近5年44%分位数水平，其他险企处于62%-100%，当前中国平安估值历史分位数低于同业。

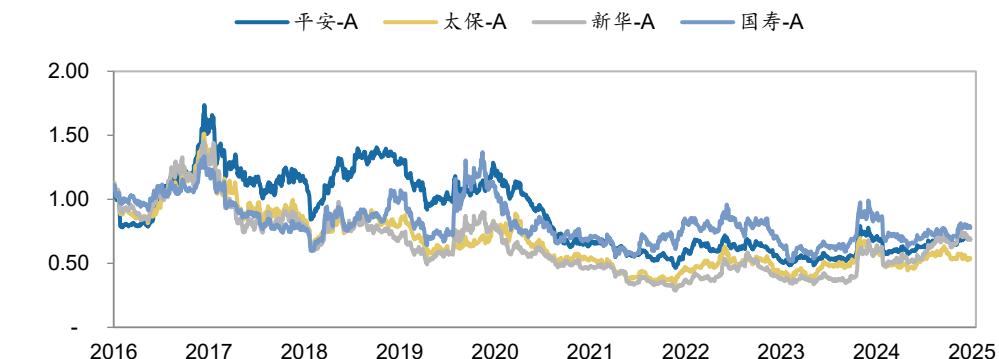
表 25：上市险企估值指标对比

证券代码	证券名称	收盘价	PEV		PB		2025E 股息率	近5年分位数	
			2024	2025E	2024	2025E		2025E PB	2025E PEV
601318.SH	中国平安	67.08	0.86	0.79	1.32	1.20	4.0%	31%	43%
601628.SH	中国人寿	46.01	0.93	0.83	2.55	2.32	2.1%	58%	59%
601601.SH	中国太保	39.58	0.68	0.60	1.31	1.14	3.0%	34%	49%
601336.SH	新华保险	69.07	0.83	0.73	2.24	2.15	4.7%	96%	90%
601319.SH	中国人保	8.79	-	-	1.45	1.25	3.6%	66%	-

证券代码	证券名称	收盘价	PEV		PB		2025E 股息率	历史分位数	
			2024	2025E	2024	2025E		2025E PB	2025E PEV
02318.HK	中国平安	65.25	0.77	0.70	1.17	1.06	4.6%	38%	44%
02628.HK	中国人寿	28.56	0.53	0.47	1.45	1.31	3.7%	100%	100%
02601.HK	中国太保	35.44	0.55	0.49	1.07	0.93	3.7%	51%	62%
01336.HK	新华保险	50.95	0.56	0.49	1.51	1.45	7.0%	94%	94%
00966.HK	中国太平	18.91	0.44	0.35	0.96	0.87	3.6%	90%	90%

资料来源：wind，广发证券发展研究中心 注：收盘价截至 12 月 15 日

图 31: A股上市险企动态PEV估值趋势



数据来源: iFind、广发证券发展研究中心

图 32: H股上市险企动态PEV估值趋势



数据来源: iFind、广发证券发展研究中心

2. 当前公司A/H估值对应的隐含投资收益率为2.9%和2.4%

我们通过根据敏感性测算线性外推测算出当前的A股保险公司的PEV估值隐含的市场对于未来的投资收益率预期分别为平安2.9%、国寿3.3%、太保2.2%、新华3.0%，而过去十年总投资收益率水平明显高于当前市场的投资收益率预期，并且当前的净投资收益率（股息和利息收入）也是远高于估值隐含的投资收益率预期，即保险公司存量资产未来实现的利息收入和股息收入就能高于当前的投资收益率预期，因此当前公司的估值隐含的预期仍然偏低。

表 26: 市场对于上市险企隐含投资收益率的预期测算

	PEV 估值	EV 对投资收益率下降 50 个 BP 的敏感性	隐含的投资收益率预期
中国平安	0.79	-9.20%	2.85%
中国人寿	0.83	-9.10%	3.25%
中国太保	0.60	-10.70%	2.15%
新华保险	0.73	-13.30%	3.00%
平安-H	0.70	-9.20%	2.35%
国寿-H	0.47	-9.10%	1.66%
太保-H	0.49	-10.70%	1.63%
新华-H	0.49	-13.30%	2.09%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

3.按稳态总投资收益率为4.1%测算，公司A/H股的PEV合理估值为1.02/0.87倍

由于内含价值包括调整后净资产和有效业务价值，而有效业务价值是存量保单未来可分配盈余的贴现值，而过去几年受长端利率下移的影响导致市场认为行业出现利差损的悲观预期，则认为目前存量保单是没有未来的可分配盈余，甚至是出现亏损的，因此此前上市公司市值甚至低于调整后净资产的规模。但随着监管持续引导行业下降负债成本，包括管控存量及新增负债成本，推动行业整体负债成本明显下移，尤其是上市险企由于存量产品中分红险、万能险占比高，因此本轮负债成本明显下降，利差损的担忧明显缓解，则上市险企拥有的存量保单存在未来可分配的盈余。在《保险行业2026年投资策略：投资增效与负债降本，重塑保险PEV估值体系》中，我们测算出来未来5年上市险企的稳态总投资收益率的平均值为4.1%，因此有望通过敏感性测算出合理的PEV估值水平。

从上市险企的EV对投资收益率的敏感性来看，上市险企的投资收益率下降50个BP，则EV提升10.7%，则未来总投资收益率预期中枢为4.1%，因此测算4家上市险企A股的合理PEV平均估值应为1.04X，上市险企H股考虑20%的折价率（当前平均折价为27%，预计未来有望略微收敛，平安折价率低于同业因此给15%折价），因此4家上市险企H股的合理PEV平均估值在0.84X。而中国平安的A股和H股的合理估值为1.02和0.87倍，当前A股和H股的PEV分别为0.79和0.70X，仍然有估值修复空间。

另外若未来受益于宏观经济企稳回升，权益市场上行以及利率上行，则公司未来的投资收益率预期中枢则有望上行，因此合理估值也将上行。

表 27：上市险企合理估值水平测算

EV对投资收益率提升50个BP 的敏感性	投资收益率假设	投资收益率预期中枢	合理估值水平
中国平安	9.30%	4.00%	4.10%
中国人寿	9.10%	4.00%	4.10%
中国太保	10.70%	4.00%	4.10%
新华保险	13.60%	4.00%	4.30%
平安-H	9.30%	4.00%	4.10%
国寿-H	9.10%	4.00%	4.10%
太保-H	10.70%	4.00%	4.10%
新华-H	13.60%	4.00%	4.30%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

五、盈利预测与投资建议

我们预测中国平安2025-2027E新单保费分别同比-5%、12%、11%。2025年受到需求提前释放、分红险转型、个险报行合一等影响，个险渠道新单承压，而银保渠道得益于网点1+N合作放开下头部险企市占率扩张，银保新单保费实现高增长，综合考虑后公司预计2026年新单保费微幅负增。考虑2026年和2027年居民存款挪储趋势延续，头部险企银保渠道持续扩大网点覆盖率，预计个险新单保费分别同比增长11%、8%，银保渠道分别同比增长29%、29%，由此驱动2026年和2027年公司新单有望

同比实现12%、11%的双位数增长，价值率保持稳定下预计新业务价值增长保持稳定。

表 28：中国平安保费同比增速预测表

同比增速	2023	2024	2025E	2026E	2027E
新单保费	45%	4%	-5%	12%	11%
期缴	21%	7%	-8%	15%	12%
趸缴	115%	-1%	0%	9%	9%
短期意外及健康险保费	0%	0%	0%	0%	0%
续期业务	-1%	5%	6%	6%	7%
合计	11%	5%	2%	8%	8%
 (1) 个人寿险	 11%	 4%	 0%	 7%	 6%
新保业务	59%	3%	-12%	11%	8%
期缴	28%	10%	-15%	15%	10%
趸缴	168%	-7%	-7%	5%	5%
短期意外及健康险保费	0%	0%	0%	0%	0%
续期业务	-1%	4%	5%	5%	5%
 (2) 银行保险	 38%	 19%	 28%	 28%	 28%
新保业务	79%	11%	29%	29%	29%
期缴	37%	0%	30%	30%	30%
趸缴	256%	27%	27%	27%	27%
短期意外及健康险保费	0%	0%	0%	0%	0%
续期业务	13%	27%	27%	27%	27%
 (3) 团体保险	 -2%	 1%	 1%	 1%	 1%
新保业务	-2%	1%	1%	1%	1%
期缴	-2%	1%	1%	1%	1%
趸缴	0%	0%	0%	0%	0%
短期意外及健康险保费	0%	0%	0%	0%	0%
续期业务	0%	-2%	-2%	-2%	-2%
 (4) 电网销渠道					
新保业务					
期缴	-18%	-15%	10%	10%	10%
趸缴	10%	5%	5%	5%	5%
短期意外及健康险保费	0%	0%	0%	0%	0%
续期业务	0%	-2%	-2%	-2%	-2%

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

我们预测中国平安2025-2027E归母净利润分别同比27.4%、10.6%、7.1%。2025年资本市场上行叠加资管和科技板块业绩高增，前三季度公司归母净利润同比

+11.5%，考虑2024Q4资本市场震荡叠加公司计提减值损失下单季归母净利润仅74亿，而25Q4资本市场保持稳定，公司资产减值损失计提有望收窄，国有大行全年股息有望在Q4确认进利润表，因此公司2025全年业绩增速有望进一步走扩至27.4%。展望2026年和2027年看，考虑稳增长发力叠加增量资金加码入市下资本市场有望延续稳步上行，公司加大权益占比带来权益弹性提升，预计资产端业绩改善，叠加保险服务业绩稳定释放，财险COR受益银行合一改善，资管和科技板块稳步增长，预计公司2026E和2027E归母净利润分别同比10.6%和7.1%。

表 29：中国平安盈利预测（亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入合计	9,138	10,289	10,732	11,493	12,431
保险服务收入	5,364	5,512	5,637	5,972	6,399
银行业务利息净收入	1,189	939	845	871	888
非保险业务手续费及佣金净收入	370	379	417	426	468
非银行业务利息收入	1,185	1,236	1,335	1,469	1,616
投资收益	369	836	903	1,084	1,300
公允价值变动损益	-90	665	800	800	800
汇兑损益	1	4	4	5	5
其他业务收入	718	697	767	844	928
资产处置损益	6	0	0	0	0
其他收益	26	20	22	24	27
营业支出合计	-7,929	-8,573	-8,406	-8,951	-9,707
保险服务费用	-4,402	-4,491	-4,593	-4,866	-5,213
分出保费的分摊	-142	-147	-162	-178	-196
减：摊回保险服务费用	104	111	124	137	150
承保财务损益	-1,240	-1,727	-1,468	-1,614	-1,776
减：分出再保险财务损益	5	10	11	12	13
税金及附加	-37	-36	-39	-43	-48
业务及管理费	-802	-805	-885	-974	-1,071
提取保费准备金	-2	-4	-4	-4	-5
非银行业务利息支出	-243	-194	-213	-235	-258
其他业务成本	-381	-363	-399	-439	-483
其他资产减值损失	-13	-72	-50	-55	-61
信用减值损失	-777	-856	-727	-691	-760
营业利润	1,209	1,716	2,325	2,542	2,724
加：营业外收入	8	9	10	11	12
减：营业外支出	-16	-21	-23	-25	-27
利润总额	1,201	1,705	2,313	2,528	2,708
减：所得税费用	-108	-238	-254	-253	-271
净利润	1,093	1,467	2,058	2,275	2,437
归属于母公司股东的净利润	857	1,266	1,613	1,784	1,911

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

负债端：“变革时代”的开拓者，银保有望成为价值增长动力。银保渠道在1+N合作放开下有望成为头部险企的核心增长渠道，而中国平安具备几大优势：（1）增长空间大：公司是国内银保渠道开拓者，2014至2024年的银保新单增长超双位数，25H1银保NBVM达到28.6%处于上市同业最高水平，而当前银保新单、NBV贡献以及银保新单市占率仍处于上市同业最低水平，未来增长空间大。（2）产品和渠道优势：当前协同平安银行挖掘存续价值客户，“5+5+N”战略积极拓展外部渠道促进新增，投资端稳健支撑长期分红实现率高且稳，银保渠道的分红险销售经验丰富。（3）战略协同：依托集团综合金融优势服务银行高净值客群，“医养战略”赋能保险主业，满足客户多元化需求。

资产端：“资负联动”下的先行者，高股息策略下投资端稳健。（1）固收：公司早在2018年加大债券配置，久期缺口控制合意，资负匹配良好；（2）权益：持续加大权益配置（25H1股+基占比年初+2pct），贯彻高股息配置策略（OCI占比65%）。由此公司净投资收益率优于上市寿险主体，综合投资收益率表现较优，近3年平均OCI权益的股息回报率（5.8%）和资本回报率（10.5%）均处于上市险企最高水平。

经营质态：地产风险敞口收窄，各板块景气向上。地产组合拳政策下风险有望缓解，25H1公司的保险资金地产敞口占比仅3.3%，资产减值充分计提，地产风险敞口收窄，资管和科技板块扭盈，各板块景气向上。

估值：营运利润稳增叠加高分红下股息率较优，当前5年估值分位数低于同业，25Q3公募持仓（0.48%）较沪深300（2.64%）明显欠配。

盈利预测与投资建议：预计25-27年EPS分别8.9/9.9/10.6元/股，在EV法下给予公司25年A/H股合理估值1.0/0.9XPEV，对应合理价值85.17元/股和84.23港币/股，均给予“买入”评级。

风险提示：分红险转型不及预期，资本市场波动，地产相关投资风险。

六、风险提示

分红险转型不及预期：当前公司分红险转型战略坚决且布局领先，分红险销售不及预期将影响公司长经营质态。

资本市场波动风险：长端利率震荡影响保险公司的利差趋势，股市波动对公司权益投资造成影响。

地产相关投资风险：公司当前的房地产相关投资敞口较小，但若地产相关项目发生违约风险，则可能侵蚀公司当年利润。

资产负债表

单位: 亿元人民币

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,772	6,834	7,518	8,270	9,096
拆出资金	2,207	2,669	2,936	3,230	3,553
金融投资	59,483	71,530	80,814	89,790	99,933
衍生金融资产	450	687	756	831	914
买入返售金融资产	1,677	918	1,010	1,111	1,222
应收分保账款	135	149	163	180	198
长期应收款	1,807	2,102	2,312	2,543	2,797
分出再保险合同资产	222	261	287	316	347
结算备付金	194	340	374	411	452
应收款项	356	360	396	436	479
发放贷款及垫款	33,181	33,918	36,399	40,039	44,043
长期股权投资	2,589	1,855	2,041	2,245	2,469
存出资本保证金	149	164	180	198	218
固定资产	474	463	509	560	616
使用权资产	98	85	94	103	113
无形资产	326	314	323	333	343
商誉	441	435	479	527	580
递延所得税资产	1,013	1,220	1,342	1,476	1,624
投资性房地产	1,438	1,415	1,556	1,712	1,883
定期存款	2,396	2,810	2,950	3,245	3,570
其他资产	1,561	1,198	1,317	1,449	1,594
资产总计	115,834	129,578	143,758	159,005	176,046
短期借款	933	957	1,052	1,158	1,273
向中央银行借款	2,088	861	947	1,042	1,146
银行同业及其他金融机	4,499	4,184	4,603	5,063	5,570
拆入资金	753	1,159	1,275	1,403	1,543
交易性金融负债	486	1,728	1,900	2,090	2,300
衍生金融负债	445	749	824	907	997
卖出回购金融资产款	2,418	4,623	5,085	5,594	6,153
代理买卖证券	1,164	1,687	1,856	2,041	2,246
应付款项	89	69	76	83	91
预收保费	169	194	214	235	259
应付职工薪酬	498	566	622	684	753
应交税费	157	238	261	288	316
吸收存款	34,182	35,414	37,185	37,929	44,377
保险合同负债	41,598	49,848	58,325	68,500	74,341
长期借款	1,352	1,220	1,342	1,477	1,624
应付债券	9,640	9,670	10,637	11,701	12,871
租赁负债	102	88	92	97	102
递延所得税负债	141	140	154	169	186
其他负债	2,818	3,130	3,379	3,652	3,953
负债合计	103,545	116,531	129,838	144,119	160,107
股本	182	182	181	181	181
资本公积金	1,346	1,212	1,333	1,467	1,613
其它综合收益	-130	-558	-112	-123	-135
盈余公积金	122	122	122	122	122
未分配利润	6,217	6,935	7,143	7,500	7,875
一般风险准备	1,304	1,443	1,515	1,743	2,004
归母公司所有者权益	8,990	9,286	10,182	10,889	11,660
负债及股东权益总计	115,834	129,578	143,758	159,005	176,046

利润表

单位: 亿元人民币

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入合计	9,138	10,289	10,732	11,493	12,431
保险服务收入	5,364	5,512	5,637	5,972	6,399
银行业务利息净收入	1,189	939	845	871	888
非保险业务手续费及佣金	370	379	417	426	468
非银行业务利息收入	1,185	1,236	1,335	1,469	1,616
投资收益	369	836	903	1,084	1,300
公允价值变动损益	-90	665	800	800	800
汇兑损益	1	4	4	5	5
其他业务收入	718	697	767	844	928
资产处置损益	6	0	0	0	0
其他收益	26	20	22	24	27
营业支出合计	-7,929	-8,573	-8,406	-8,951	-9,707
保险服务费用	-4,402	-4,491	-4,593	-4,866	-5,213
分出保费的分摊	-142	-147	-162	-178	-196
减: 摊回保险服务费用	104	111	124	137	150
承保财务损益	-1,240	-1,727	-1,468	-1,614	-1,776
减: 分出再保险财务损益	5	10	11	12	13
税金及附加	-37	-36	-39	-43	-48
业务及管理费	-802	-805	-885	-974	-1,071
提取保费准备金	-2	-4	-4	-4	-5
非银行业务利息支出	-243	-194	-213	-235	-258
其他业务成本	-381	-363	-399	-439	-483
其他资产减值损失	-13	-72	-50	-55	-61
信用减值损失	-777	-856	-727	-691	-760
营业利润	1,209	1,716	2,325	2,542	2,724
加: 营业外收入	8	9	10	11	12
减: 营业外支出	-16	-21	-23	-25	-27
利润总额	1,201	1,705	2,313	2,528	2,708
减: 所得税费用	-108	-238	-254	-253	-271
净利润	1,093	1,467	2,058	2,275	2,437
归母公司股东的净利润	857	1,266	1,613	1,784	1,911
主要财务比率					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	3.80%	12.60%	4.30%	7.10%	8.16%
归母净利润增长	-22.83%	47.79%	27.44%	10.55%	7.12%
归母净资产增长	4.70%	3.29%	9.65%	6.94%	7.08%
获利能力					
ROE	9.53%	13.63%	15.85%	16.38%	16.39%
ROA	0.74%	0.98%	1.12%	1.12%	1.09%
每股指标					
EPS	4.70	6.95	8.91	9.85	10.55
BPS	49.37	50.99	56.23	60.14	64.39
估值比率					
P/E	14.26	9.65	7.53	6.81	6.36
P/B	1.36	1.32	1.19	1.12	1.04

广发非银金融行业研究小组

陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年进入广发证券研究发展中心。
刘 淇：联席首席分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
严 涠 澜：资深分析师，中山大学金融学硕士，2022年进入广发证券发展研究中心。
李 怡 华：高级分析师，上海财经大学财务管理硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。
唐 关 勇：高级分析师，对外经济贸易大学保险学硕士，2025年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37层	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：(1) 本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；(2) 研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。