

非银金融

2025年12月30日

# 中国平安 (601318)

——进可攻、退可守的欠配高股息标的

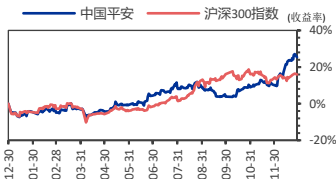
报告原因：强调原有的投资评级

**买入** (维持)

**市场数据：** 2025年12月29日  
 收盘价(元) 69.88  
 一年内最高/最低(元) 71.98/47.00  
 市净率 1.3  
 股息率%(分红/股价) 3.68  
 流通A股市值(百万元) 744,925  
 上证指数/深证成指 3,965.28/13,537.10  
 注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2025年09月30日  
 每股净资产(元) 54.47  
 资产负债率% 89.94  
 总股本/流通A股(百万) 18,108/10,660  
 流通B股/H股(百万) -/7,448

**一年内股价与大盘对比走势：**



**相关研究**

《中国平安 (601318) 点评：3Q25 归母净利润/归母营运利润 yoy+45%/+15%，表现亮眼》 2025/10/29

**证券分析师**

罗钻辉 A0230523090004  
 luozh@swsresearch.com  
 孙冀齐 A0230523110001  
 sunjq@swsresearch.com

**联系人**

孙冀齐 A0230523110001  
 sunjq@swsresearch.com

**保险板块有望迎来价值重估，中国平安负债成本管控优势显著、利差表现优于同业。**广谱利率下行影响下，对利差损问题的担忧成为影响人身险估值的核心因素。监管明确压降负债成本为化解利差损风险的核心抓手，多措并举引导行业转型。2024年中国平安的新增负债成本为2.42%，位居A股险企最低水平；存量负债成本为2.50%，在当前利率环境下仍处于安全区间。长端利率企稳、“险资入市”持续推进，资产端改善趋势明确，保险板块有望迎来价值重估，公司有望持续受益。

**进可攻：核心指标改善趋势明确，银保有望持续贡献 NBV 增长 Alpha。**前三季度公司归母净利润/归母营运利润 yoy+11.5%/+7.2%，增速较1H25 分别+20.3pct/3.5pct，1H25 CSM、NBCSM 增速转正，保险服务业绩底盘进一步夯实。多元化渠道布局成果显现，个险代理人规模企稳，“报行合一”和网点扩张驱动银保渠道量价齐升，有望持续贡献 NBV 增长 alpha。综合金融经营引导下，财险保费增速优于同业，市场地位稳固，非车险“报行合一”落地，公司有望显著受益，预计 COR 将延续优化态势。投资表现亮眼，前三季度非年化净/综合投资收益率分别为2.8%/5.4%，yoy-0.3pct/+1.0pct。截至6月末，公司二级市场权益配置比例(股票+权益型基金)达13.8%，较2024年末提升3.9pct，增幅高于同业；合计增配二级市场权益2076亿元，占上市险企二级权益增量总规模的42.7%，位居第一。3Q25 公司适度调降股票 OCI 占比，有效把握阶段性投资机会，资产配置再平衡态势下业绩弹性有望逐步显现。

**退可守：高股息特征有望逐步受到市场广泛认可，公募欠配幅度较高。**公司重视股东回报，已构建基于 OPAT 的分红机制，近13年来每股分红稳步提升，截至12月29日，公司A/H股息率(25E)分别达4.0%/4.5%，随着风险出清及核心指标改善，2026年 OPAT 有望恢复两位数增长，高股息特征有望凸显。截至9月末，公募基金重仓中国平安比例低于沪深300 权重1.92pct，在公募基金新规强调业绩基准约束作用的导向下，有望迎来增量资金流入。

**投资分析意见：上调盈利预测，维持“买入”评级。**公司兼具基本面改善及高股息特征，银保渠道网点扩张策略有望持续贡献 NBV 增量 alpha，风险出清态势下看好长期配置价值，考虑到长端利率中枢有望阶段性回升，我们上调25-27年归母净利润预期至1468/1612/1880亿元(原预测为1429/1512/1772亿元)。截至12月29日，公司P/EV(25E)达0.81x，测算公司2026年估值为1.70万亿元人民币，目标价为93.8元/股，对应PEV(26E)为0.99x，重申“买入”评级。

● **风险提示：**长端利率下行、权益市场波动、大灾频发、监管政策影响超预期。

**财务数据及盈利预测**

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	913,789	1,028,925	1,063,821	1,078,526	1,111,428
同比增长率(%)	3.8%	12.6%	3.4%	1.4%	3.1%
归母净利润(百万元)	85,665	126,607	146,750	161,247	187,978
同比增长率(%)	-22.8%	47.8%	15.9%	9.9%	16.6%
每股收益(元/股)	4.73	6.99	8.10	8.90	10.38
每股内含价值(元/股)	76.77	78.56	86.42	94.80	104.13
P/E	14.77	9.99	8.62	7.85	6.73
P/EV	0.91	0.89	0.81	0.74	0.67



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 投资评级与估值

中国平安兼具核心财务指标改善、NBV 增速优于同业、公募基金欠配及高股息四重特征，重申“买入”评级。我们预计 25-27 年公司归母净利润分别达 1468/1612/1880 亿元，同比+15.9%/+9.9%/+16.6%。截至 12 月 29 日，公司 P/EV(25E)达 0.81x，采用绝对估值法、相对估值法测算公司 2026 年价值分别为 1.77/1.62 万亿元，取平均值后公司估值为 1.70 万亿元人民币，目标价为 93.8 元/股，对应 PEV(26E)为 0.99x，重申“买入”评级。

### 关键假设点

- 1) 人身险方面，我们预计 2025-2027 年保费收入 yoy+3.2%/+3.2%/+3.1%。
- 2) 财险方面，我们预计 2025-2027 年保费收入 yoy+6.2%/+3.5%/+3.5%。

### 有别于大众的认识

市场认为中国平安股票配置中以银行为核心的高股息标的配置比例较高，缺乏业绩弹性；我们认为，年初以来公司经营策略发生系统性转变：一方面，积极响应“险资入市”号召，大幅提升二级市场权益配置比例，有望充分享受资本市场改善预期下的投资收益率中枢提升趋势；另一方面，3Q25 公司积极把握成长股配置机会，股票会计分类中 FVTPL 占比预计较 6 月末水平出现一定提升，双哑铃策略的再均衡思考有望进一步贡献业绩弹性。

市场尚未充分重视公司在银保渠道的战略布局。“报行合一”落地后，银保渠道的价值及成长性有望持续凸显。在行业经历三次预定利率下调、个险“报行合一”持续推进的大背景下，下阶段银保渠道有望接棒个险，成为新客获客的核心通道。公司银保渠道战略定位持续提升，平安银行渠道的独家代理模式优势显著，叠加近年来坚定布局外部银行渠道网点扩张战略，银保渠道有望持续贡献 NBV 增长 alpha。

### 股价表现的催化剂

- 1) 负债成本或投资表现持续优化，带动利差走扩。
- 2) 每股分红超预期增长，高股息特征受到市场广泛认可。
- 3) 长端利率持续上行，权益市场表现亮眼。

### 核心假设风险

长端利率下行、权益市场波动、大灾频发、监管政策影响超预期。

## 目录

<b>1. 保险板块有望迎来重估，中国平安优势显著 .....</b>	<b>7</b>
1.1 中国平安负债成本管控优势显著，利差表现优于同业.....	7
1.2 长端利率企稳、险资入市持续推进，资产端改善趋势明确 .....	8
<b>2. 进可攻：基本面持续改善，NBV 成长性优势显著.....</b>	<b>9</b>
2.1 业绩：投资驱动利润高增，OPAT 增速逐季改善.....	9
2.2 人身险：银保渠道有望持续贡献 NBV 增长 Alpha .....	12
2.3 财险：非车险“报行合一”落地，公司有望显著受益.....	17
2.4 资产端：响应“险资入市”，大幅提升二级权益配置比例.....	21
<b>3. 退可守：公募欠配，高股息特征有望得到认可 .....</b>	<b>24</b>
3.1 中国平安仍处于公募欠配状态 .....	24
3.2 高股息特征有望逐步得到市场认可 .....	25
<b>4. 医养生态圈长坡厚雪，有望持续贡献业绩增量 .....</b>	<b>26</b>
4.1 全场景覆盖+全链条服务，打造品质养老新范式.....	27
4.2 政策响应与医险协同：结合医保改革的健康保障升级.....	28
<b>5. 盈利预测与估值 .....</b>	<b>29</b>
5.1 盈利预测：预计 25-27 年归母净利润同比+15.9%/+9.9%/+16.6%..	29
5.2 估值分析：测算公司价值 1.70 万亿元，目标价 93.8 元/股 .....	30
<b>6. 投资分析意见 .....</b>	<b>32</b>
<b>7. 风险提示 .....</b>	<b>33</b>

## 图表目录

图 1: A 股上市险企 PEV 估值表现 .....	7
图 2: 上市险企 NBV 打平收益率 .....	8
图 3: 上市险企 VIF 打平收益率 .....	8
图 4: 上市险企 NII 与 NBV 打平收益率差值 .....	8
图 5: 上市险企 NII 与 VIF 打平收益率差值 .....	8
图 6: 10 年期/30 年期国债到期收益率 (%) .....	9
图 7: 险资股票及证券投资基金配置规模 (亿元) .....	9
图 8: 险资股票及证券投资基金配置比例 .....	9
图 9: 中国平安归母净利润及同比 .....	10
图 10: 中国平安单季度归母净利润及同比 .....	10
图 11: 中国平安归母净利润增量结构 .....	10
图 12: 上市险企投资业绩及同比 .....	10
图 13: 中国平安归母营运利润及同比 .....	11
图 14: 中国平安单季度归母营运利润及同比 .....	11
图 15: 中国平安归母营运利润结构 .....	11
图 16: 中国平安归母营运利润增量结构 (亿元) .....	11
图 17: 中国平安 CSM 及较上期变动 .....	12
图 18: 中国平安 NBCSM 及同比 .....	12
图 19: 中国平安 NBV 及同比 .....	12
图 20: 上市险企 NBV 同比增速 .....	12
图 21: 中国平安新单保费及同比 .....	13
图 22: 上市险企新单保费同比增速 .....	13
图 23: 上市险企 NBVM 表现 .....	13
图 24: 中国平安 NBV 渠道结构 .....	14
图 25: 1H25 银保渠道贡献 NBV 核心增量 .....	14
图 26: 中国平安个险 NBV 及同比 .....	14
图 27: 中国平安个险新单保费及同比 .....	14
图 28: 上市险企个险渠道 NBVM .....	15

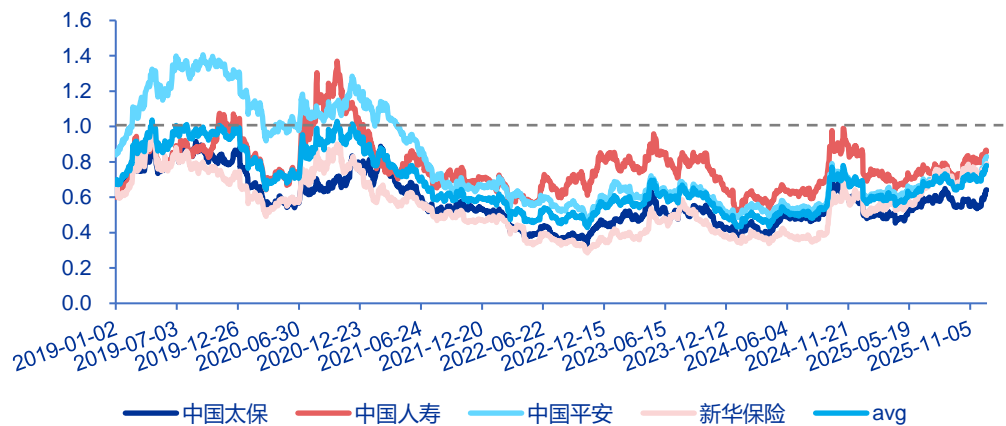
图 29: 上市险企代理人规模变化 (较上期, %)	15
图 30: 中国平安银保 NBV、同比及贡献占比	16
图 31: 中国平安银保新单保费、同比及贡献占比	16
图 32: 上市险企银保渠道 NBVM	16
图 33: 中国平安综合金融战略布局	17
图 34: 中国平安财险保费、同比及市场份额	18
图 35: 头部财险公司综合成本率 (%)	18
图 36: 平安财险承保利润结构	18
图 37: 三家头部财险公司承保利润 (亿元)	18
图 38: 中国平安车险保费、同比及贡献占比 (%)	19
图 39: 中国平安车险综合成本率 (%)	19
图 40: 三家头部财险公司车险承保利润 (亿元)	19
图 41: 中国平安非车险保费、同比及贡献占比	20
图 42: 中国平安非车险分险种综合成本率	20
图 43: 三家头部财险公司非车险承保利润 (亿元)	20
图 44: 财险行业综合赔付率与综合费用率 (%)	21
图 45: 非车险分险种差异化备案时间表	21
图 46: 中国平安投资资产规模及同比	21
图 47: 上市险企投资资产配置结构	22
图 48: 上市险企股票和基金配置比例 (%)	22
图 49: 上市险企金融资产会计分类	23
图 50: 上市险企股票投资会计分类	23
图 51: 中国平安债权、理财、长期股权投资规模及占比	23
图 52: 中国平安不动产投资余额及占比	24
图 53: 中国平安不动产投资结构 (%)	24
图 54: 中国平安资产管理板块资产减值损失 (亿元)	24
图 55: 中国平安华夏幸福股权投资净额及较年初变动	24
图 56: 中国平安每股分红、同比及 OPAT 口径下分红比率	26
图 57: A 股上市险企股利支付率 (归母净利润口径, %)	26
图 58: 中国平安享有医疗养老生态圈服务权益的个人客户数 (亿人)	28

图 59: 享有医疗养老生态圈权益客均合同数 (个) .....	28
图 60: 享有医疗养老生态圈权益客均 AUM (万元) .....	28
图 61: 平安健康险规模保费 (亿元) .....	29
表 1: 2024 年二级市场权益配置拆解 (亿元) .....	22
表 2: 非银板块部分标的沪深 300 权重与 3Q25 主动权益基金重仓比差值对比 (正值为低配) .....	25
表 3: 中国平安绝对估值测算 (百万元) .....	30
表 4: 上市险企估值表现.....	31
表 5: 中国平安相对估值测算 (百万元) .....	31

# 1. 保险板块有望迎来重估，中国平安优势显著

广谱利率下行影响下，对利差损问题的担忧成为影响人身险估值的核心因素。近年来，长端利率进入下行通道，10年期国债到期收益率从2021年2月的3.28%降至2025年2月的历史低位1.596%，市场对人身险公司利差损风险的担忧持续升温，成为影响P/EV估值的核心因素。A股上市险企P/EV均值于2021年跌破1.0x，此后进入内含价值模型下的“破净”区间。

图 1：A 股上市险企 PEV 估值表现



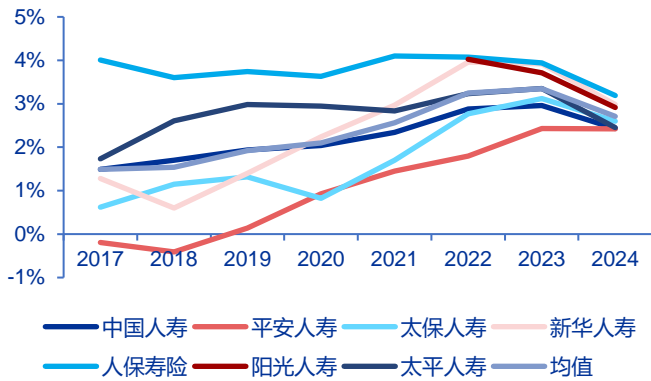
资料来源：Wind，申万宏源研究；截至 12 月 25 日

## 1.1 中国平安负债成本管控优势显著，利差表现优于同业

**监管明确压降负债成本为化解利差损风险的核心抓手。**金融监督管理总局成立后，工作重点聚焦“防风险、强监管、促发展”，明确压降负债成本为化解利差损风险的核心抓手，多措并举引导行业转型：1) 通过调降产品预定利率压降新增负债成本，并建立预定利率与市场利率挂钩的动态调整机制；引导保险公司优化产品结构，鼓励浮动收益型产品发展，压降新增负债成本中的刚性部分；2) 遏制高成本的负债扩张，引导行业“反内卷”，逐步推进全渠道“报行合一”，规范费用投放与销售行为；3) 约束存量保单的浮动成本，结合投资表现设置浮动收益型产品的收益率上限。

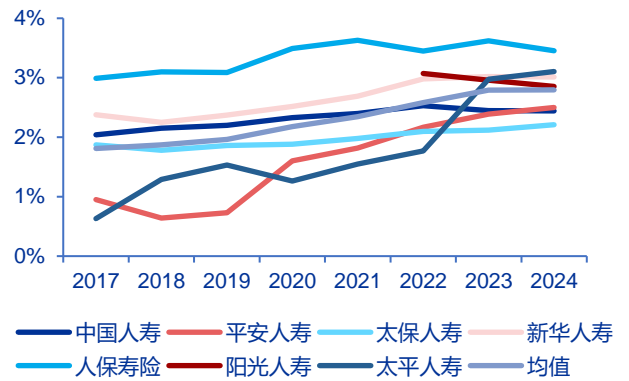
**新增负债成本显著优化，中国平安成本管控优势显著。**一系列监管举措形成合力，推动行业从“规模导向”向“价值导向”转型，取得显著成效。我们使用NBV/VIF打平收益率作为新增/存量负债成本的近似度量，2024年上市险企新增负债成本显著改善、部分机构存量负债成本迎来向下拐点。2024年中国平安的新增负债成本为2.42%，位居A股险企最低水平；存量负债成本为2.50%，在当前利率环境下依然处于安全区间，展现出优于多数同业的负债成本精细化管理能力，为低利率环境下的利差稳定性筑牢基础。

图 2: 上市险企 NBV 打平收益率



资料来源: 13 精、公司公告, 申万宏源研究

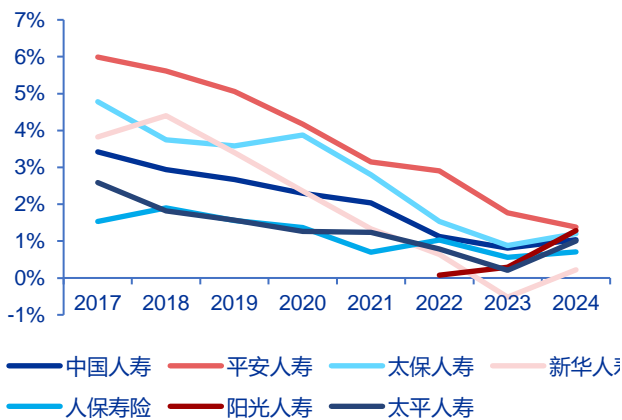
图 3: 上市险企 VIF 打平收益率



资料来源: 13 精、公司公告, 申万宏源研究

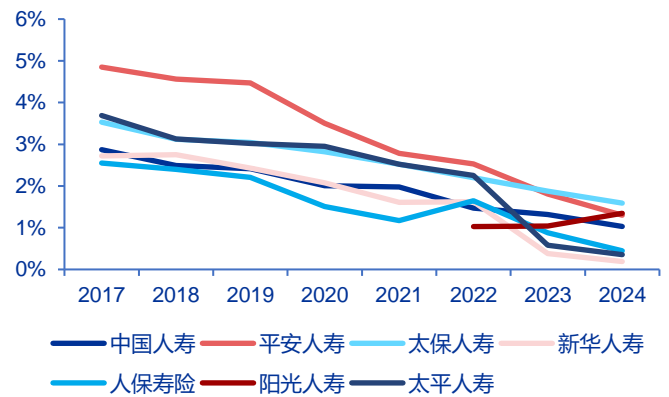
**窄口径下, 公司利差表现位居同业前列。**我们使用净投资收益率 (NII, 包含利息、股息及租金收入等) 这一稳定性及可预期性较强的指标作为公司投资表现的评估, 其与负债成本之间的差值可视为窄口径下的利差表现。2024 年公司净投资收益率与 NBV/VIF 打平收益率的差值分别为 138bps/130bps, 利差表现持续位居同业前列。

图 4: 上市险企 NII 与 NBV 打平收益率差值



资料来源: 13 精、公司公告, 申万宏源研究

图 5: 上市险企 NII 与 VIF 打平收益率差值

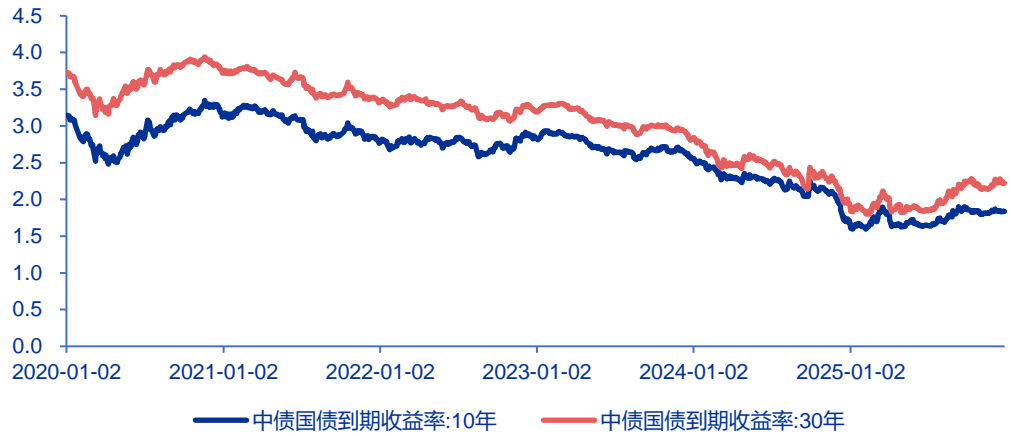


资料来源: 13 精、公司公告, 申万宏源研究

## 1.2 长端利率企稳、险资入市持续推进, 资产端改善趋势明确

**长端利率企稳, 对险企估值及长期投资收益率中枢形成支撑。**2025 年以来, 长端利率停止单边下行, 呈现区间震荡态势, 截至 12 月 26 日, 10 年期/30 年期国债到期收益率分别达 1.84%/2.22%, 较 2024 年末水平分别提升 16bps/31bps, 对新增资金及存量资金到期再投资收益表现形成明显支撑。考虑到国债的免税效应, 以 10 年期国债到期收益率/(1-25%)作为新增资金收益率的保守估计, 截至 12 月 26 日, 新增资金收益率达 2.45%, 已超过部分头部机构 VIF 打平收益率, 有望大幅缓解市场对于利差损风险的担忧。

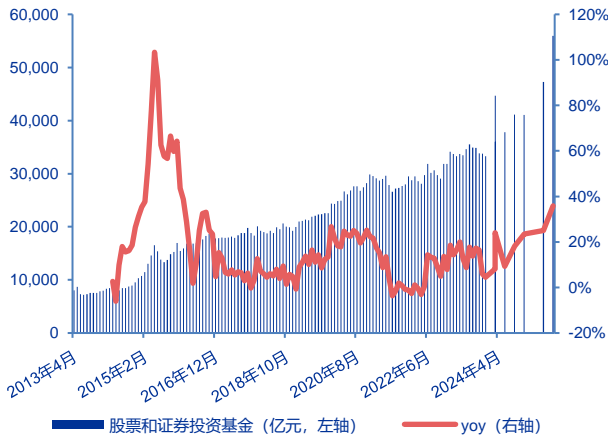
图 6：10 年期/30 年期国债到期收益率 (%)



资料来源：Wind，申万宏源研究；截至 12 月 26 日

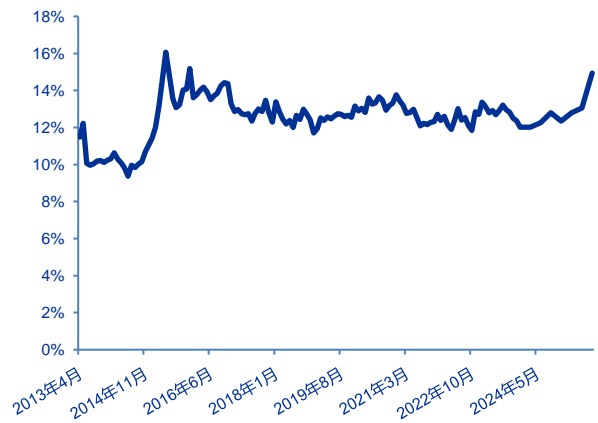
“险资入市”战略定位持续升级，有望提升投资收益率预期中枢。1 月 22 日，六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，明确保险资金为中长期资金入市的中坚力量，并提出“力争大型国有保险公司从 2025 年起每年新增保费的 30% 投资 A 股”的目标要求。受益于险资入市的战略定位升级及监管多措并举疏通险资入市“堵点”，截至 9 月末，险资二级市场权益（股票+证券投资基金）配置规模达 5.59 万亿元，较 2024 年末提升 1.49 万亿元；占投资资产比重达 14.9%，较 24 年末水平提升 2.6pct。

图 7：险资股票及证券投资基金配置规模 (亿元)



资料来源：金融监督管理总局，申万宏源研究

图 8：险资股票及证券投资基金配置比例



资料来源：金融监督管理总局，申万宏源研究

## 2. 进可攻：基本面持续改善，NBV 成长性优势显著

### 2.1 业绩：投资驱动利润高增，OPAT 增速逐季改善

投资表现亮眼，3Q25 归母净利润超预期高增。资产、负债双向改善态势下，1-3Q25 中国平安归母净利润 yoy+11.5%至 1328.56 亿元；受益于资本市场表现亮眼、公司提升二级

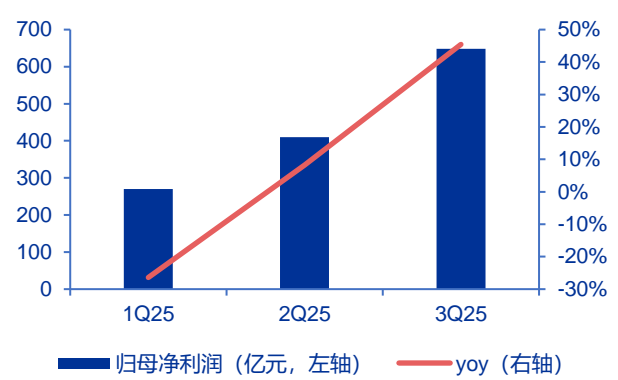
市场权益配置规模并充分把握成长股配置机会，3Q25 公司实现归母净利润 648.09 亿元，在去年“9·24”高基数的基础上同比大增 45.4%，表现亮眼。从利源结构来看，前三季度公司保险服务业绩/投资业绩 yoy+0.4%/+79.8%至 783.54/534.56 亿元，占税前利润比重分别达 43.3%/29.5%，分别贡献税前利润增量的 1.3%/105.7%。

图 9：中国平安归母净利润及同比



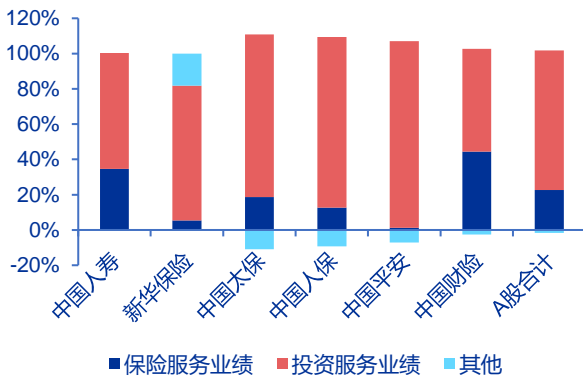
资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

图 10：中国平安单季度归母净利润及同比



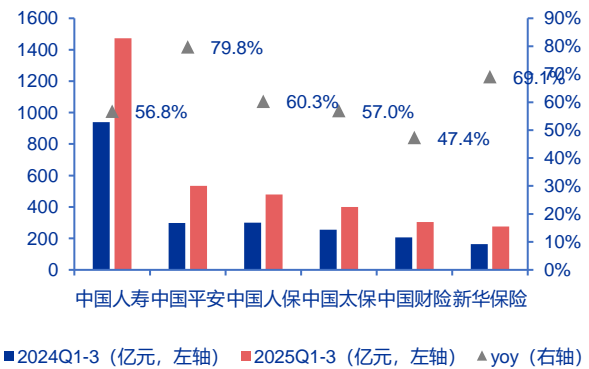
资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

图 11：中国平安归母净利润增量结构



资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

图 12：上市险企投资业绩及同比

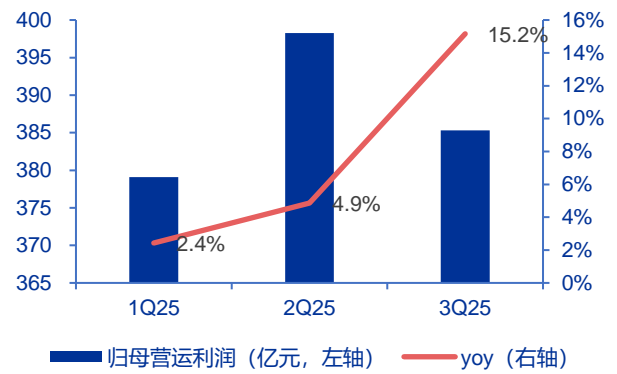


资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

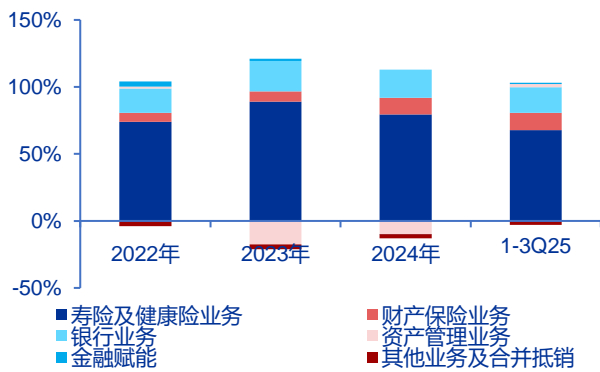
**归母营运利润增速逐季改善，核心板块持续向好。** 受益于资产、负债双向改善，1-3Q25 中国平安归母营运净利润 yoy+7.2%至 1162.64 亿元，增速实现逐季改善（1Q25/2Q25/3Q25yoy+2.4%/+4.9%/+15.2%）。细分结构来看，1-3Q25 核心三大板块寿险及健康险/财险/银行归母营运利润 yoy+1.9%/+8.3%/-3.5%，整体表现稳健；资产管理板块风险逐步出清，1-3Q25 归母营运利润同比扭亏为盈至 26.5 亿元。

**图 13：中国平安归母营运利润及同比**

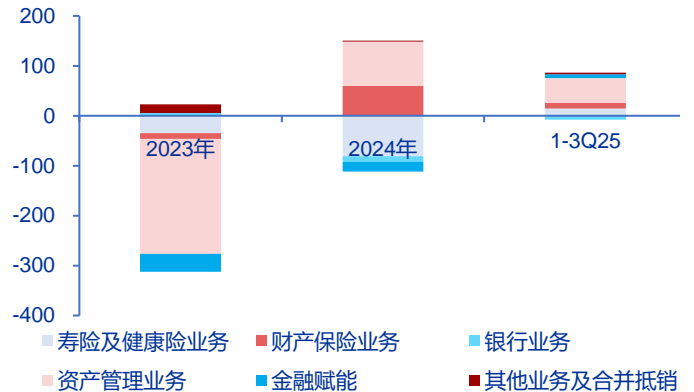

资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

**图 14：中国平安单季度归母营运利润及同比**


资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

**图 15：中国平安归母营运利润结构**


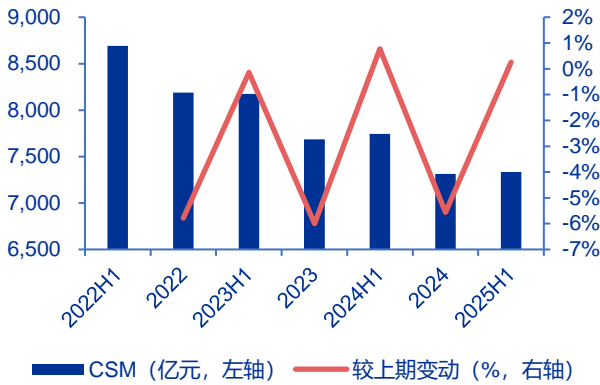
资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

**图 16：中国平安归母营运利润增量结构（亿元）**


资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

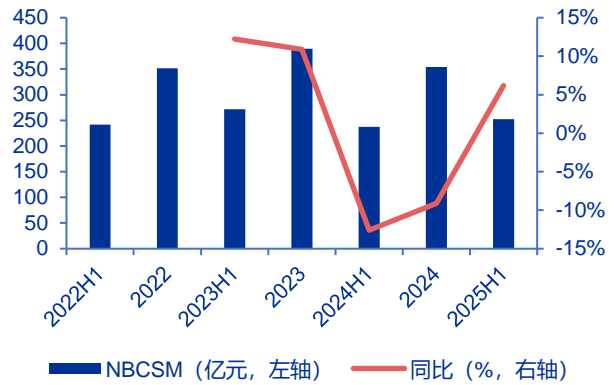
**CSM、NBCSM 增速转正，保险服务业绩基盘进一步夯实。** 合同服务边际（CSM）为新会计准则下通过保险合同提供未来服务所获的潜在利润或未赚利润，将随着不断向客户提供服务而在保险期限内逐步被确认为实际利润，可视为保险服务业绩的基盘。2023/2024/1H25 公司 CSM 余额分别为 7684.40/7313.12/7332.08 亿元，较年初水平分别为 -6.1%/-4.8%/+0.3%，1H25 增速转正，CSM 同比改善趋势明确；从 CSM 增量结构来看，2023/2024/1H25 公司 NBCSM 分别为 389.51/354.05/252.09 亿元，1H25 增速转正，yoy+6.2%，为下阶段 CSM 增长奠定坚实基础。

图 17: 中国平安 CSM 及较上期变动



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 18: 中国平安 NBCSM 及同比

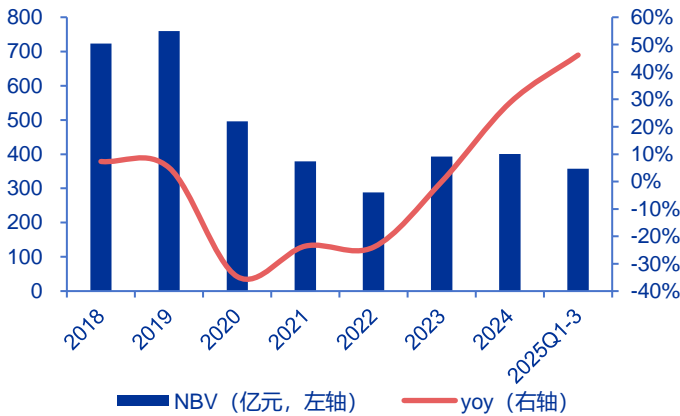


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

## 2.2 人身险: 银保渠道有望持续贡献 NBV 增长 Alpha

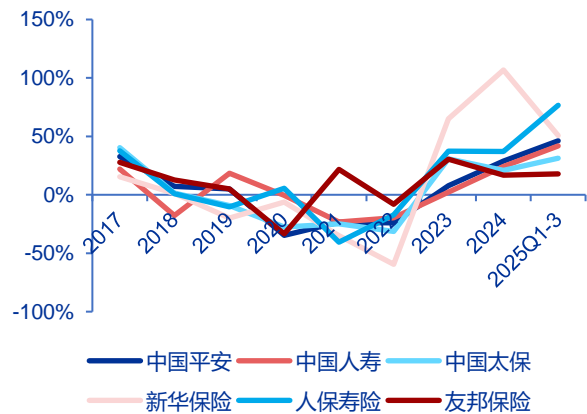
**NBV 增长动能较为强劲。** 受益于近年来储蓄险产品的相对优势进一步凸显及“报行合一”的全渠道推进, 上市险企 NBV 于 1Q23 重回正增, 在 NBVM 改善趋势下保持稳健增长态势。中国平安 2024 年/1-3Q25 NBV yoy+28.8%/+46.2% (可比口径) 至 400.24/357.24 亿元, 在内含价值假设调整的大背景下依然展现出较强的增长动能。

图 19: 中国平安 NBV 及同比



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究; 同比增速为可比口径

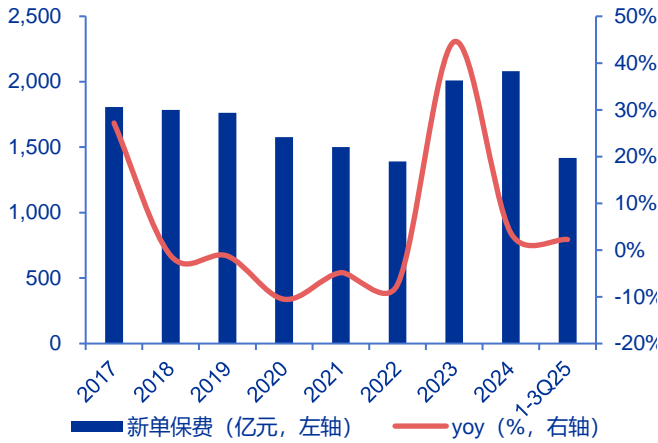
图 20: 上市险企 NBV 同比增速



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

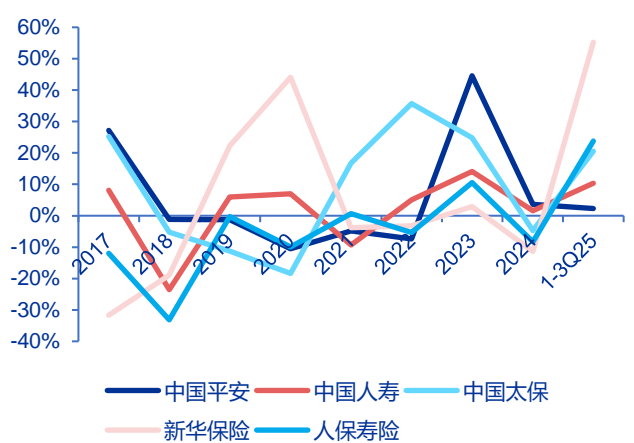
**NBVM 优于同业, 为 NBV 增长的核心引擎。** 从“量”的角度来看, 受“报行合一”、分红险产品转型等因素影响, 新单保费维持低个位数增长, 2024 年/1-3Q25 公司新单保费 yoy+3.6%/+2.3%至 2081.98/1417.69 亿元; 从“价”的角度来看, 受益于“报行合一”、产品结构优化、预定利率下调, 公司 NBVM 在优于同业的基础上实现持续改善, 1-3Q25 公司首年保费口径 NBVM yoy+7.6pct 达 25.2%, 驱动 NBV 同比高增。

图 21: 中国平安新单保费及同比



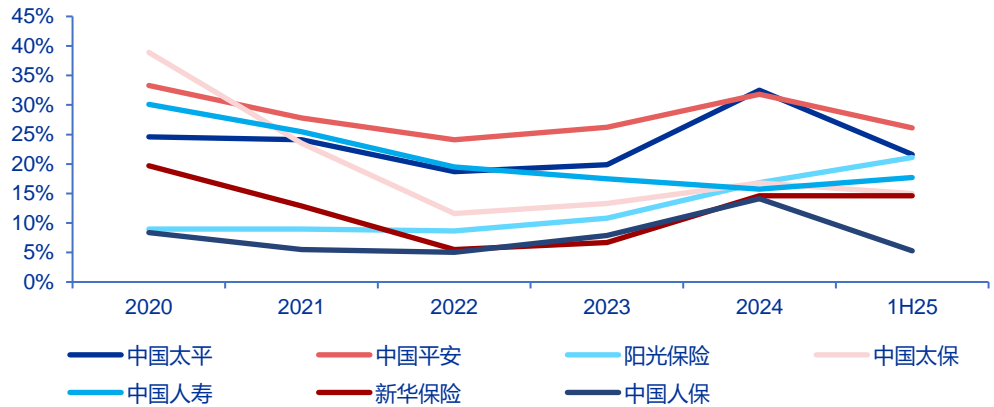
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 22: 上市险企新单保费同比增速



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

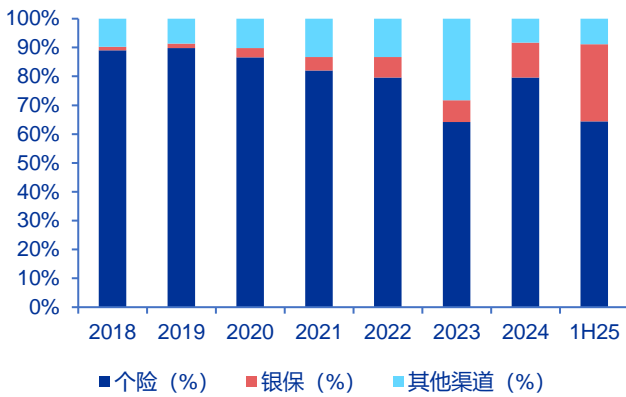
图 23: 上市险企 NBVM 表现



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究; 未披露 NBVM 的机构使用 NBV/新单近似估计

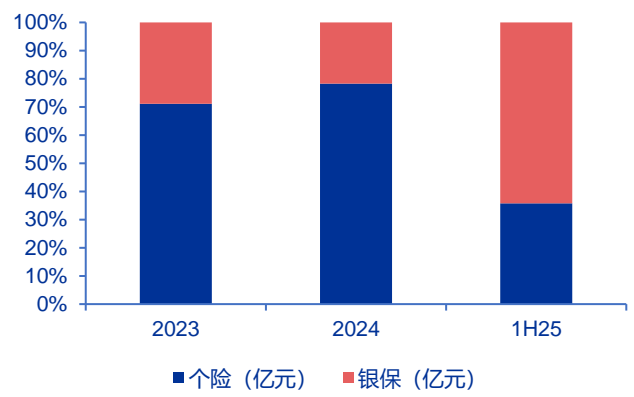
**银保渠道占比持续提升, 1-3Q25 贡献近三成 NBV。**从渠道结构来看, 个险渠道仍为公司核心渠道, 2023 年/2024 年/1H25 个险渠道 NBV 贡献占比分别为 64%/80%/64%; “报行合一” 及取消 “1+3” 限制后, 银保渠道的定位由成本中心转为价值中心, 公司结合监管导向快速调整渠道策略, 把握银保渠道发展的历史性机遇, 2023 年/2024 年/1H25 银保渠道 NBV 贡献占比分别为 8%/12%/27%, 接棒个险成为 NBV 增量的核心来源, 银保渠道贡献 1H25 NBV 增量的 59.0%。

图 24：中国平安 NBV 渠道结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

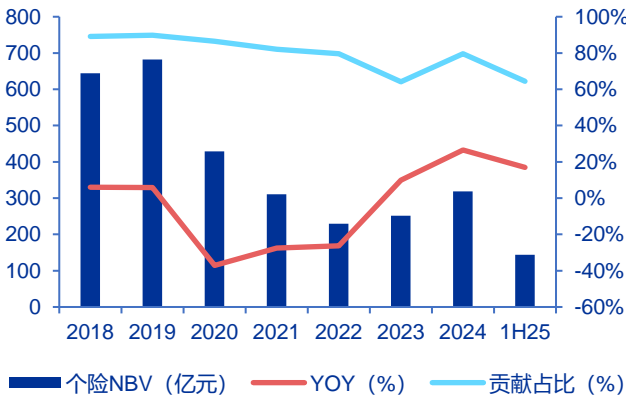
图 25：1H25 银保渠道贡献 NBV 核心增量



资料来源：公司公告，申万宏源研究

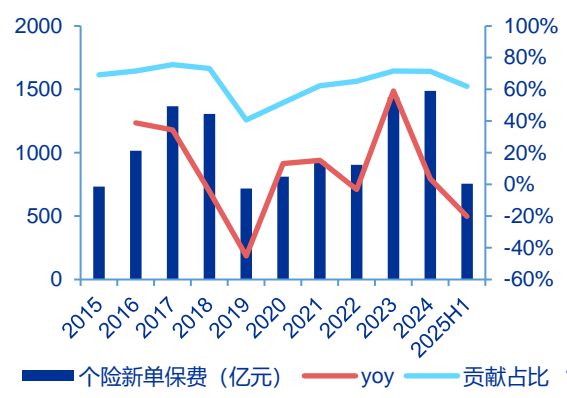
**个险渠道 NBVM 高于同业，代理人队伍量稳质升。** 2025H1 公司个险 NBV yoy+17.0% 至 143.79 亿元，贡献整体 NBV 的 64.5%。细分结构来看，**1) 量**：1H25 渠道新单保费 yoy-20.1%至 756.03 亿元，贡献整体新单保费的 61.9%，主要受高基数、产品结构转型、“报行合一”及预定利率下调透支部分需求等因素影响；**2) 价**：受益于“预定利率”下调降低负债成本、“报行合一”政策下公司渠道成本下降，1H25 个险 NBVM yoy+13.5pct 达 35.9%，增速位居上市险企第一。

图 26：中国平安个险 NBV 及同比



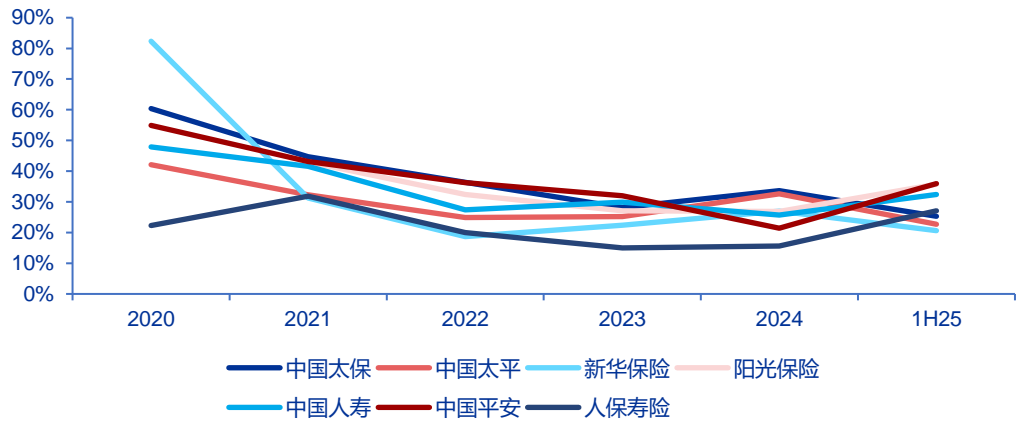
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 27：中国平安个险新单保费及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

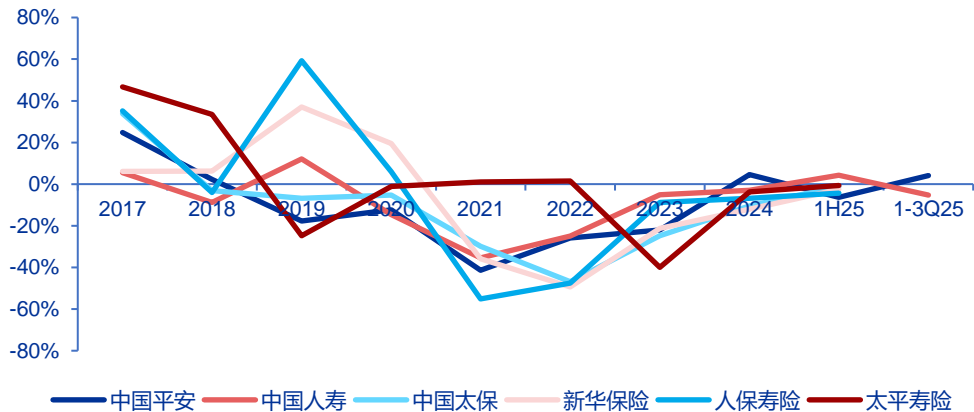
图 28：上市险企个险渠道 NBVM



资料来源：各公司公告，申万宏源研究；未披露 NBVM 的机构使用 NBV/新单近似估计

**代理人队伍规模趋于稳定，人均产能持续改善。**公司率先启动代理人高质量转型改革，取得显著成效，2024 年队伍规模率先实现小幅反弹，截至 9 月末，公司个险代理人规模达 35.4 万人，较 6 月末水平提升 4.1%，代理人队伍规模趋于稳定。同时，公司持续引入高素质人才，强化专业化建设，打造高质量、高产能、高收入队伍，人均产能持续提升，1H25 代理人人均每半年 NBV yoy+21.6%至 4.85 万元。

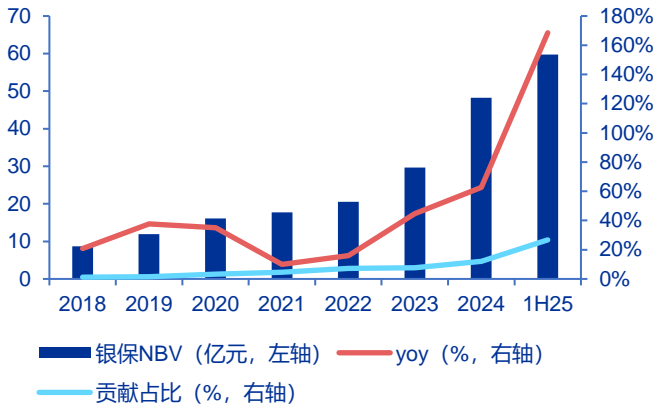
图 29：上市险企代理人规模变化（较上期，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

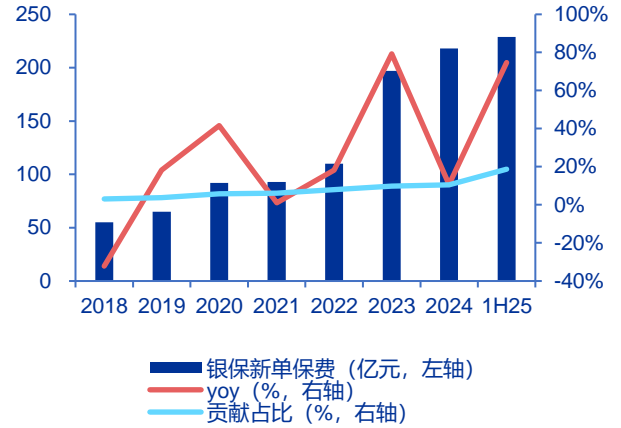
**银保渠道量价齐升，驱动 NBV 同比高增。**“报行合一”落地后，公司对于银保渠道的定位持续升级，资源倾斜驱动下量价齐升，成效显著。1H25 银保 NBV yoy+168.6%至 59.72 亿元，增速在上市险企中位居第一，NBV 贡献占比 yoy+12.8pct 至 26.7%。细分结构来看，**1) 量：**1H25 渠道新单保费 yoy+18.7%至 228.75 亿元，贡献整体新单保费的 18.7%；**2) 价：**公司持续落实“报行合一”政策，渠道成本大幅下降，1H25 NBVM yoy+9.7pct 至 28.6%，显著高于同业，带动渠道 NBV 同比高增。

图 30: 中国平安银保 NBV、同比及贡献占比



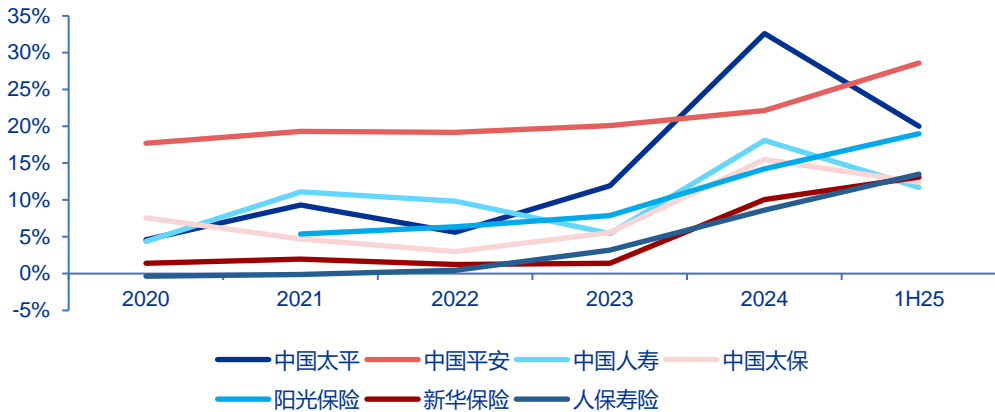
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 31: 中国平安银保新单保费、同比及贡献占比



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 32: 上市险企银保渠道 NBVM



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究; 未披露 NBVM 的机构使用 NBV/新单近似估计

1H25 银保渠道大概率重登人身险行业第一大渠道之位，渠道战略定位及成长潜力逐步凸显，公司有望持续受益。后“报行合一”时代，银保渠道价值迎来重估，基于销售费用投放的“内卷式”竞争的经营模式难以为继，银保渠道价值贡献占比提升及个险渠道转型持续推进态势下，头部险企对银保渠道的重视程度显著提升，战略定位及资源倾斜持续优化。拉长周期来看，在此前的个险渠道蓬勃发展期，险企新客获客的手段主要为代理人“大进大出”的粗放式经营，即通过吸收新人获取新客。但 2019 年后，人口红利消减、新业态兴起态势下，粗放式经营获客模式难以为继；资管新规落地后，客户的储蓄险配置需求快速提升，给老客复购带来潜在机遇。在行业即将经历近年来第三次预定利率下调、个险持续推进“报行合一”的大背景下，下阶段银保渠道有望接棒个险渠道，成为险企新客获客的核心通道，我们看好银保渠道的长期成长潜力。

银保渠道网点扩张战略稳步推进，有望持续贡献 NBV 增长 alpha。平安银行作为集团自主可控的子公司，通过独家代理模式通过专属产品和高产能队伍已构建银保渠道优于同业独特竞争优势。2024 年 4 月，监管发布《关于商业银行代理保险业务有关事项的通知》，

取消银行网点与保险公司合作的数量限制。公司抓住发展机遇，深化“5+5+N”策略，扩充优质合作网点，与五大国有行深化合作，全面拓展五家全国性股份行合作，并挖掘潜力城商行寻求增量，推动渠道扩面提质，截至6月末，中国平安银保渠道外部可经营网点已经拓展至1.7万个，较年初1.2万个实现大幅增长。下阶段合作网点数目扩张有望成为银保渠道业绩增长的核心驱动力，持续贡献NBV增长alpha。

## 2.3 财险：非车险“报行合一”落地，公司有望显著受益

**综合金融经营模式下，财险规模增速优于同业。**相较于同业聚焦财险业务的单一经营模式，中国平安作为国内最早践行综合金融战略的企业之一，经过多年的深耕细作，已经构建完善的综合金融服务体系，形成独特的竞争优势。通过“一个客户、一个账户、多种产品、一站式服务”的模式，为客户提供全方位、个性化的金融解决方案，满足其在不同人生阶段的多元化金融需求，实现客户价值的最大化。依托集团综合金融生态，平安财险实现了车险与非车险、个人客户与企业客户的协同发展，构建了深厚的客群基础。综合金融经营导向下，1-3Q25 财险保费收入 yoy+7.1%至 2562.5 亿元，增速分别高于人保财险/太保 3.6pct/7.0pct。保费收入口径下，1-3Q25 平安财险市占率为 18.7%，在人保财险/太保财险同比下降的态势下 (yoy-0.5pct/-0.6pct) 同比逆势提升 0.4pct，市场地位稳固。

图 33：中国平安综合金融战略布局

| 始终如一的战略定力：持续深化“综合金融+医疗养老”战略

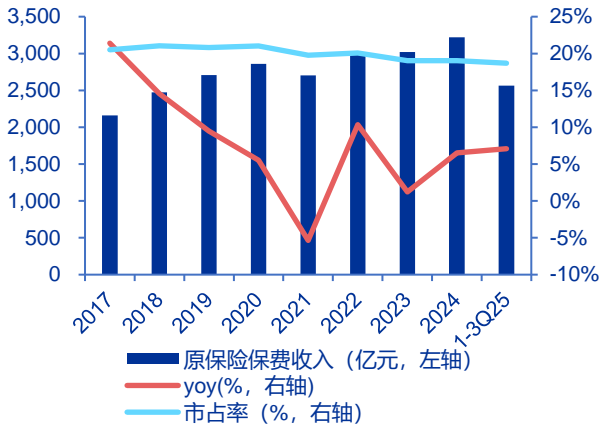
中国平安 PINGAN  
寿险 财险



5

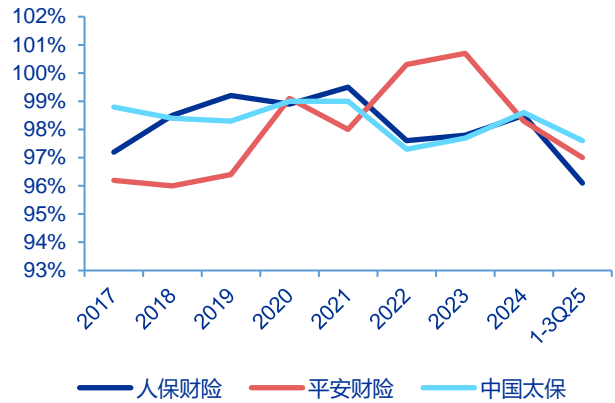
资料来源：公司 1H25 业绩展示材料，申万宏源研究

图 34：中国平安财险保费、同比及市场份额



资料来源：公司公告，金管局，申万宏源研究

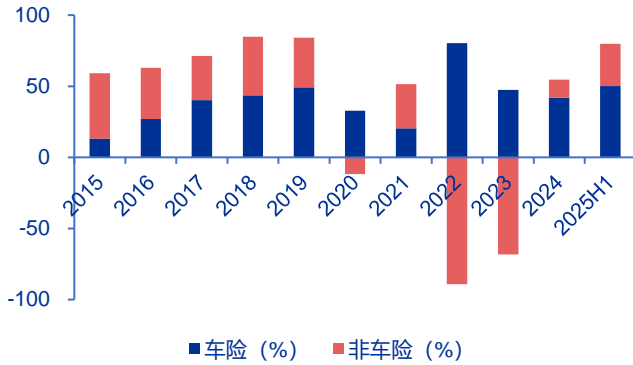
图 35：头部财险公司综合成本率 (%)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

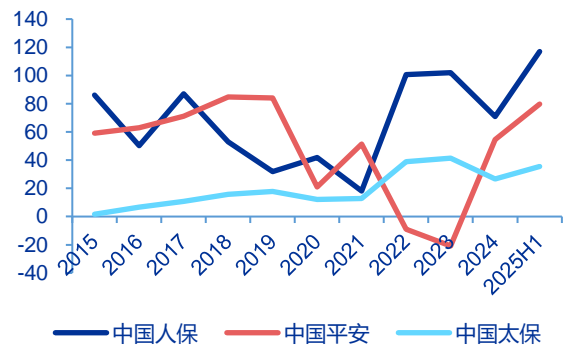
**高风险业务逐步出清，综合成本率显著改善。**2022-2023 年宏观环境影响下，公司保证保险 COR 高企致使公司承保利润阶段性承压。2024 年以来，随着保证保险风险逐步出清及费用优化，公司承保表现显著改善，1-3Q25 平安财险 COR 为 97.0%，较去年同期下降 0.8pct，表现亮眼。

图 36：平安财险承保利润结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

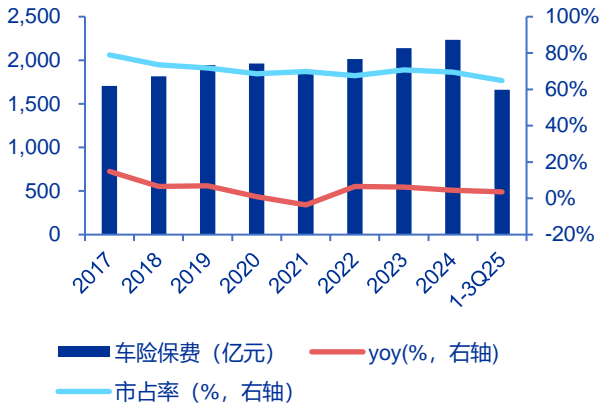
图 37：三家头部财险公司承保利润 (亿元)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

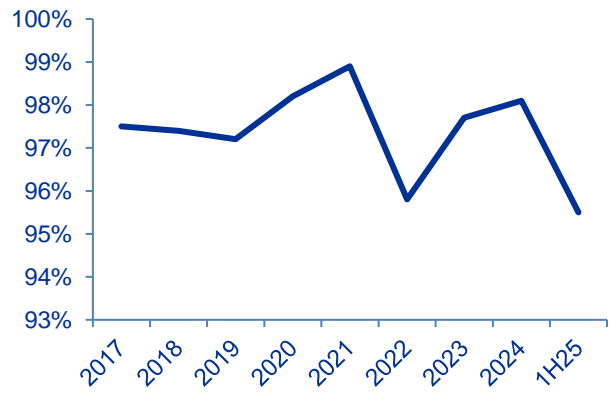
**车险综合成本率显著优化，推动承保利润同比高增。**1-3Q25 公司车险保费收入 yoy+3.5% 至 1661.16 亿元，贡献财险保费收入的 64.82%，受益于新能源车险带动，保费增速位居同业前列。2025 年以来，公司持续深化车险改革和精细化费用管理，叠加 AI 智能体、数字员工等科技手段赋能，2025H1 车险 COR 达 95.50%，较 2024 年水平下降 2.6pct，助推承保盈利表现向好。2025H1 公司车险承保利润 yoy+145.5% 至 50.20 亿元，增速表现亮眼。

图 38: 中国平安车险保费、同比及贡献占比 (%)



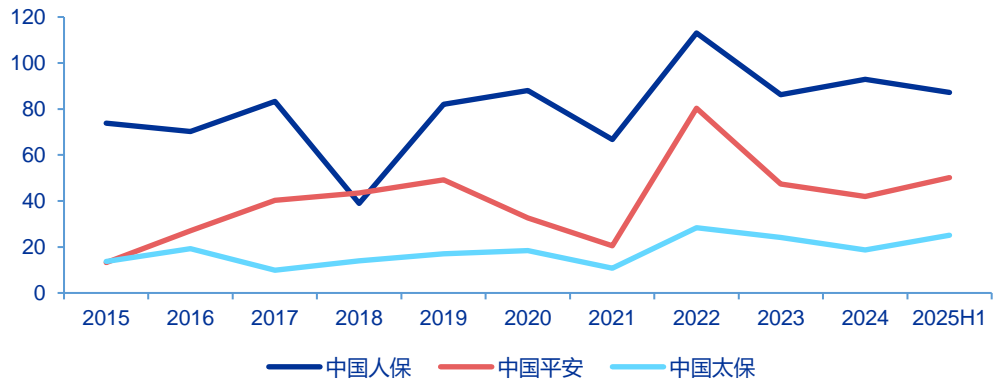
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 39: 中国平安车险综合成本率 (%)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 40: 三家头部财险公司车险承保利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

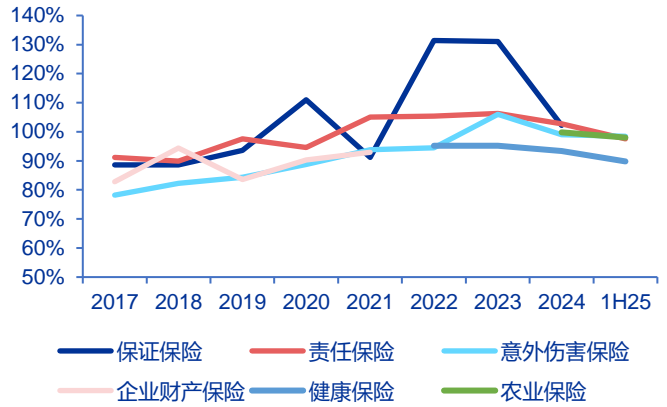
**非车险保费增速优于同业、综合成本率改善, 推动承保利润增长。**2025H1 非车险保费收入 yoy+13.8%至 632.46 亿元, 健康保险/责任保险/农业保险 COR yoy-6.1pct/-0.5pct/+2.1pct 至 89.9%/97.6%/98.0%, 意外伤害保险较 2024 年水平降低 0.6pct 至 98.4%。1H25 非车险承保利润 yoy+98.9%至 29.58 亿元, 承保利润增量主要来源于保证保险扭亏为盈以及健康保险通过集团内部各子公司集约化运营, 实现数据共享、理赔集中, 综合成本率显著改善。随着公司非车险业务结构优化, 叠加非车险综合治理分期分批落地, 预计未来公司非车险 COR 将稳步优化。

图 41：中国平安非车险保费、同比及贡献占比



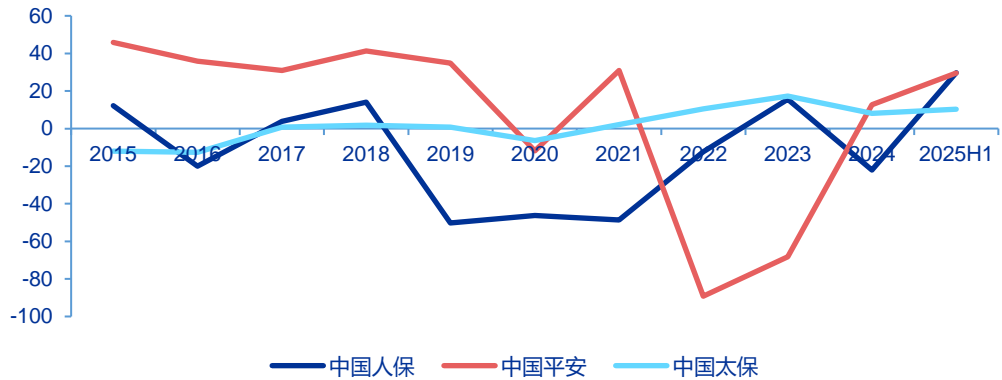
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 42：中国平安非车险分险种综合成本率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

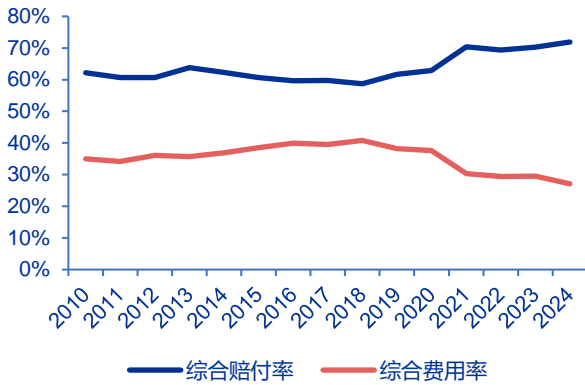
图 43：三家头部财险公司非车险承保利润 (亿元)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**非车险综合治理政策落地开启行业新周期，3-5 年承保表现持续改善的红利将逐步兑现。**9 月 30 日，金管局发布《关于加强非车险业务监管有关事项的通知》，标志非车险“报行合一”进入实质执行阶段。与车险统一部署不同，非车险采用分险种差异化备案时间表：企财险需于 12 月 1 日前完成备案，安责险、雇主责任险分别于 2026 年 1 月 1 日、2 月 1 日前完成，其余险种于 2026 年底前完成。此前，车险综改通过规范费用投放、统一条款费率推动行业从规模导向转向效益导向，落地后车险业务质量和承保盈利能力持续提升，推动财险行业综合费用率实现持续优化。政策通过优化考核机制、规范费率条款与费用管理，将有效遏制非车险领域“价格战”与费用虚高问题，预计高风险险种的 COR 有望实现显著改善，参考车险表现，非车险综合治理有望为非车险行业带来 3-5 年的政策红利，平安财险作为头部险企，凭借定价能力与风险筛选优势有望率先受益。

图 44：财险行业综合赔付率与综合费用率 (%)



资料来源：13 精，申万宏源研究

图 45：非车险分险种差异化备案时间表

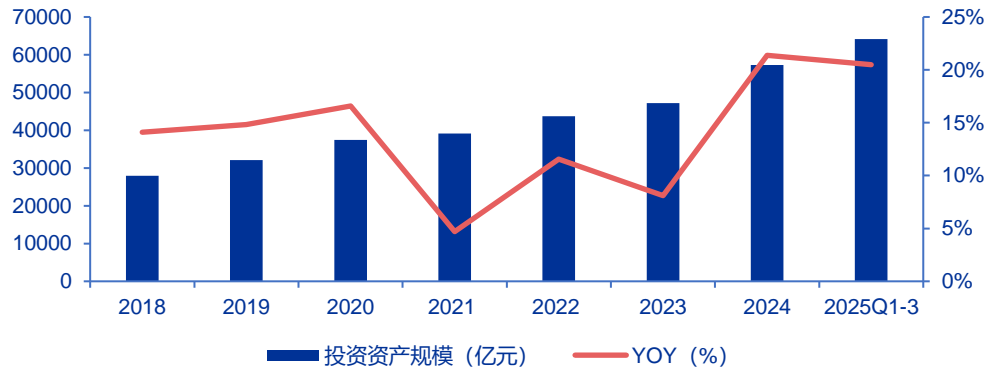
险种	备案时间线
企财险	2025年12月1日前完成重新备案
安责险	2026年1月1日前完成重新备案
雇主责任险	2026年2月1日前完成重新备案
其他非车险	重新备案工作将分步实施，原则上为2026年12月31日前

资料来源：金管局，申万宏源研究

## 2.4 资产端：响应“险资入市”，大幅提升二级权益配置比例

**公司投资资产规模稳步提升。**截至 9 月末，公司投资资产余额达 6.41 万亿元，较上年末水平提升 11.8%，2015-2024 年期间复合增长率达 14.2%。在当前低利率常态化背景下，资产端配置效率对盈利水平的影响愈发关键，优化资产结构、提升配置能力已成为驱动投资业绩增长的核心因素。

图 46：中国平安投资资产规模及同比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

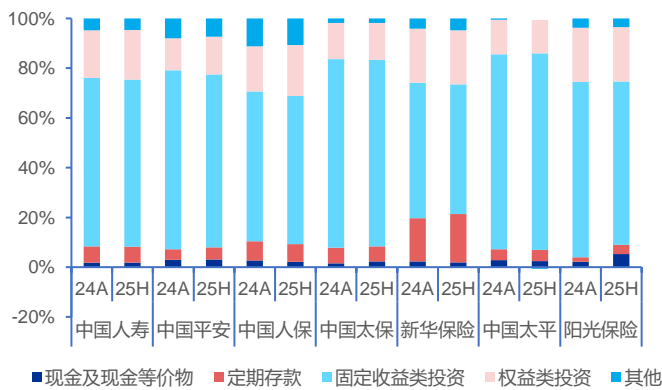
**积极响应“险资入市”号召，大幅提升二级市场权益配置规模。**年初以来，“险资入市”的战略定位持续升级，监管通过提升险企权益配置比例上限、拉长考核周期、推动长期股票投资试点、优化会计计量等举措精准疏通险资入市“堵点”。截至 6 月末，中国平安投资资产中固定收益/权益/定期存款/长期股权投资/现金及现金等价物/投资性物业/其他投资资产配置比例分别达 70.9%/15.2%/4.9%/3.1%/3.0%/2.2%/0.7%，较 2024 年末+0.9pct/+2.3pct/+0.7pct/-0.3pct/+0.1pct/-0.1pct/-3.5pct。细分结构来看：

1) **债券为压舱石，公司资产负债久期缺口管控能力处于行业前列。**公司前瞻性推动资产负债匹配管理转型，久期缺口管控优于同业。参考国寿资产发布的《境内上市险企资产负债管理的观察与启示》，2023 年中国平安修正久期缺口、有效久期缺口分别为 2.6 年、1.5 年，表现优于同业。截至 2025 年 6 月末，公司债券投资达 3.77 万亿元，占比 60.8%，较 2024

年末降低 0.9pct，公司积极应对利率波动，逢高增配利率债、把握阶段性交易机会，维持成本收益与久期的良好匹配。

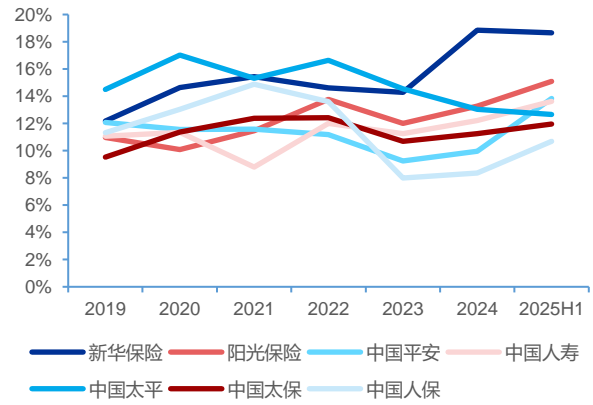
2) 积极响应“险资入市”号召，大幅增配二级权益。截至 6 月末，公司股票及权益型基金投资规模分别达 6492.94/ 1291.28 亿元，yoy+95.6%/+16.8%。公司积极响应“险资入市”号召，截至 2025 年 6 月末，公司二级市场权益资产（股票+基金口径）配置比例达 13.8%，较 2024 年末提升 3.9pct，增幅高于可比同业；合计增配二级市场权益 2076 亿元，占 1H25 上市险企增配二级市场权益总规模的 42.7%，位居第一。

图 47: 上市险企投资资产配置结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 48: 上市险企股票和基金配置比例 (%)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1: 2024 年二级市场权益配置拆解 (亿元)

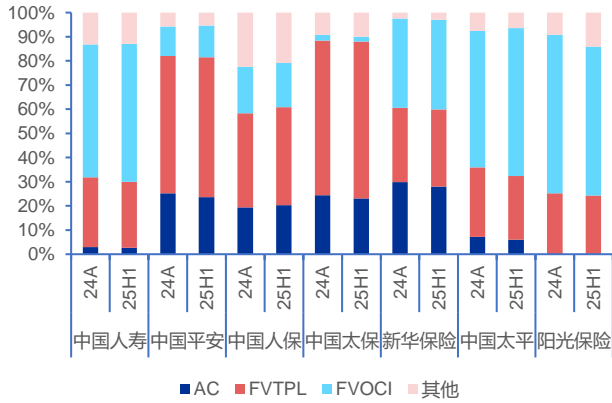
2025 年 6 月末投资规模 (亿元)	国寿	平安	太保	新华	太平	人保	阳光	合计
股票	6201	6493	2831	1992	1273	946	837	20575
基金	3507	2088	667	1202	666	936	-	-
权益型基金	-	1291	612	-	-	-	56	-
二级市场权益合计	9708	7784	3443	3194	1939	1882	893	28844
其他权益	4548	1636	892	220	147	1718	401	9564
长期股权投资	3175	1944	131	417	238	1726	114	7747
权益类合计	17432	11365	4467	3832	2325	5327	1409	46155
较 24 年末增配规模 (亿元)	国寿	平安	太保	新华	太平	人保	阳光	合计
股票	1191	2119	281	185	88	344	161	4368
基金	442	-285	44	-61	-1	69	-	-
权益型基金	-	-43	85	-	-	-	3	-
二级市场权益合计	1632	2076	365	123	87	413	165	4862
较 24 年末环比变动	国寿	平安	太保	新华	太平	人保	阳光	合计
股票	24%	48%	11%	10%	7%	57%	24%	27%
基金	14%	-12%	7%	-5%	0%	8%	-	-
权益型基金	-	-3%	16%	-	-	-	6%	-
二级市场权益合计	20%	36%	12%	4%	5%	28%	23%	20%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**聚焦长期稳健经营，FVOCI 股票占比高于同业，结合市场机会动态调整 FVTPL 占比。**

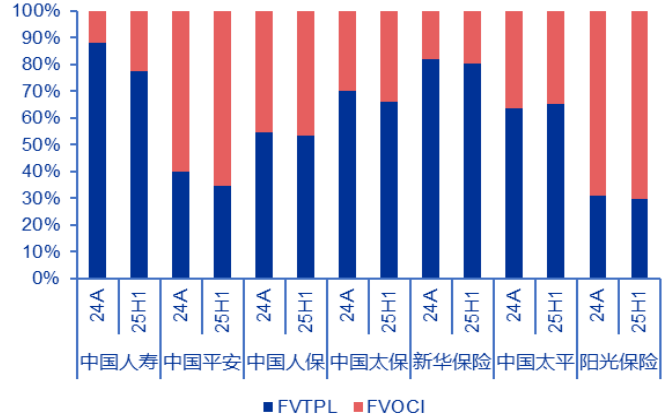
截至 6 月末，公司分类为 FVOCI 的股票占比为 65.3%，在上市险企中位居第二。一方面，公司坚持长期投资、稳健投资策略，以高股息为配置基盘，股息收入贡献有望有效缓解利息收入下降的潜在影响，同时平滑利润波动，为长期稳健经营奠定基础；另一方面，公司重视成长性标的布局，积极把握成长股的配置机会，适度增配 FVTPL 资产，获取业绩弹性。

图 49：上市险企金融资产会计分类



资料来源：公司公告，申万宏源研究

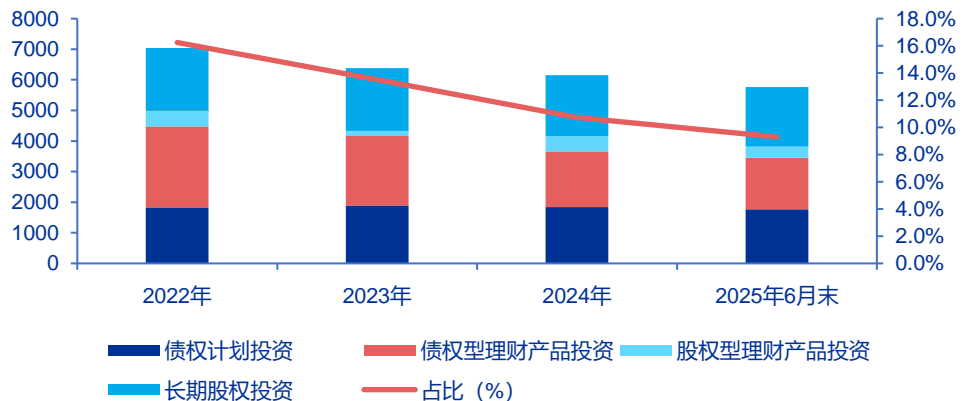
图 50：上市险企股票投资会计分类



资料来源：公司公告，申万宏源研究

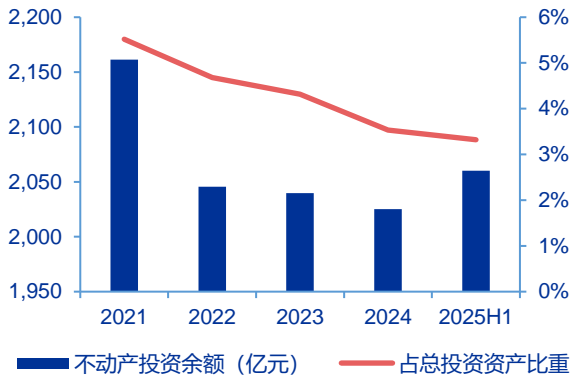
**持续压降潜在高风险资产配置比例。**公司持续优化资产配置结构，债权计划投资、债权型及股权型理财产品投资占比均逐年下滑，占投资资产比例从 2022 年的 16.2% 降至 1H25 的 9.3%。截至 6 月末，公司险资投资资产中不动产投资余额为 2060.07 亿元，较 2021 年末下降 4.7%；占总投资资产的 3.3%，较 2024 年末水平下降 0.2pct。其中，物权投资/债权投资/其他股票投资占比分别为 81.8%/12.7%/5.5%，较 2024 年末+0.1pct/-2.4pct/+2.3pct。

图 51：中国平安债权、理财、长期股权投资规模及占比



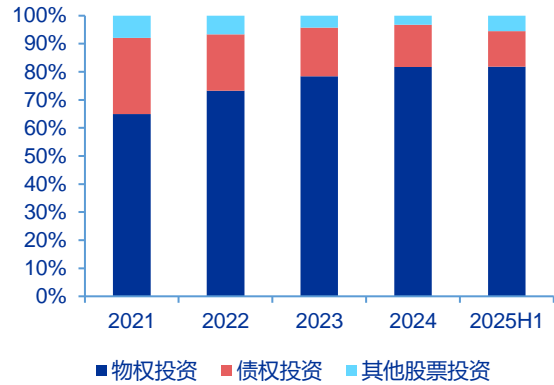
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 52: 中国平安不动产投资余额及占比



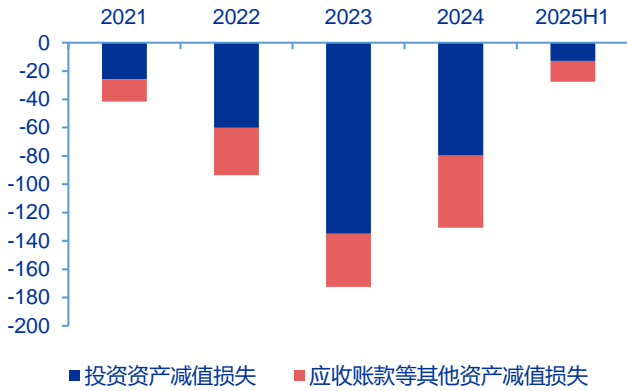
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 53: 中国平安不动产投资结构 (%)



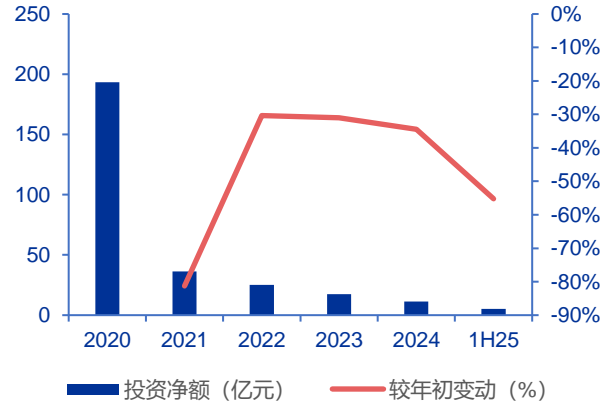
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 54: 中国平安资产管理板块资产减值损失 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 申万宏源研究

图 55: 中国平安华夏幸福股权投资净额及较年初变动



资料来源: Wind, 公司公告, 申万宏源研究

## 3. 退可守: 公募欠配, 高股息特征有望得到认可

### 3.1 中国平安仍处于公募欠配状态

公募新规影响下, 保险板块作为欠配板块有望迎来增量资金流入。5月7日, 证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》(简称“《行动方案》”), 加大奖优惩劣的薪酬管理力度, 强调业绩基准约束作用, 业绩表现和基准偏离度成为重要考虑因素。预计公募基金将逐步修正行业配置。具体来看, 《行动方案》明确: 1) “制定公募基金业绩比较基准监管指引”; 2) “连续3年业绩低于基准10pct的基金经理要大幅下降绩效薪酬”, 业绩表现和业绩比较基准的偏离度或将成为后续基金配置策略调整的关键因素。

非银板块较沪深300指数大幅欠配, 中国平安欠配幅度在板块内位居第一。截至三季度末, 主动权益型基金重仓股非银板块配置比例较沪深300指数欠配8.58%, 仅次于银行(10.67%), 保险板块权重重大, 且负债端稳步增长、竞争格局优化态势明确, 有望继续迎来增量资金流入。从个股角度来看, 截至三季度末, 非银板块内沪深300指数成分股全部

处于欠配状态，中国平安欠配比例达 1.92pct，显著高于同业（中国太保 0.31pct、中国人寿 0.25pct、新华保险 0.12pct、中国人保 0.09pct），有望迎来持续性增量资金流入。

**表 2: 非银板块部分标的沪深 300 权重与 3Q25 主动权益基金重仓比差值对比 (正值为低配)**

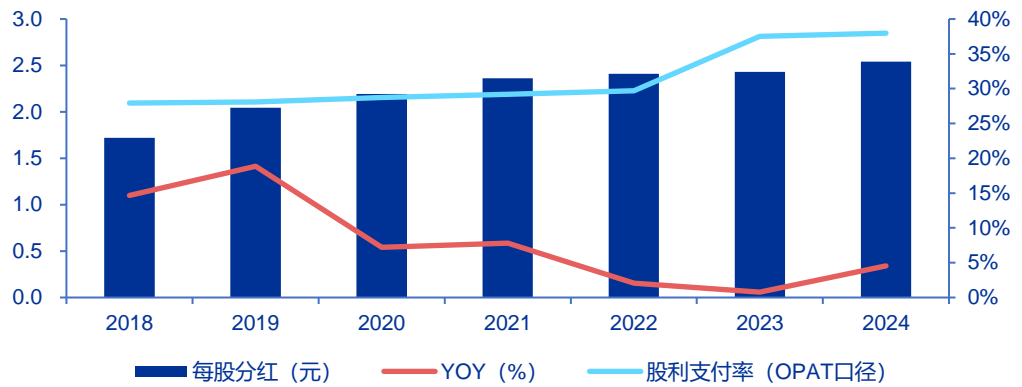
代码	简称	3Q25沪深300指数成分权重	3Q25主动权益基金A股重仓比	差值(pct)	申万二级行业
601318.SH	中国平安	2.40%	0.48%	1.92	保险II
300059.SZ	东方财富	1.39%	0.09%	1.30	证券II
600030.SH	中信证券	1.18%	0.12%	1.06	证券II
601211.SH	国泰海通	0.86%	0.05%	0.82	证券II
601601.SH	中国太保	0.49%	0.18%	0.31	保险II
601688.SH	华泰证券	0.45%	0.18%	0.27	证券II
600999.SH	招商证券	0.26%	0.00%	0.26	证券II
601628.SH	中国人寿	0.27%	0.02%	0.25	保险II
600958.SH	东方证券	0.24%	0.01%	0.23	证券II
000776.SZ	广发证券	0.27%	0.08%	0.19	证券II
601377.SH	兴业证券	0.18%	0.01%	0.18	证券II
002736.SZ	国信证券	0.17%	0.00%	0.17	证券II
601995.SH	中金公司	0.18%	0.02%	0.16	证券II
601788.SH	光大证券	0.15%	0.00%	0.15	证券II
601066.SH	中信建投	0.14%	0.00%	0.14	证券II
601881.SH	中国银河	0.16%	0.02%	0.14	证券II
601901.SH	方正证券	0.14%	0.00%	0.13	证券II
601878.SH	浙商证券	0.13%	0.00%	0.12	证券II
601336.SH	新华保险	0.21%	0.09%	0.12	保险II
000617.SZ	中油资本	0.11%	0.01%	0.09	多元金融
601319.SH	中国人保	0.10%	0.01%	0.09	保险II
600061.SH	国投资本	0.08%	0.00%	0.08	证券II
600918.SH	中泰证券	0.08%	0.00%	0.08	证券II
601059.SH	信达证券	0.08%	0.00%	0.08	证券II
601236.SH	红塔证券	0.05%	0.00%	0.05	证券II
601136.SH	首创证券	0.05%	0.00%	0.05	证券II

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.2 高股息特征有望逐步得到市场认可

**重视股东回报，预计分红为市值管理的核心抓手。**中国平安重视股东回报，自 2007 年起在行业内率先开展中期分红，分红政策以 OPAT 为基准，在新会计准则致使上市险企归母净利润波动加大态势下给予投资者更为稳定的分红表现预期；2023 年后，归母营运利润受资管板块影响出现一定波动（2023 年 yoy-19.7%），公司主动提高 OPAT 口径下的股利支付率，每股分红连续 13 年保持增长，2024 年每股分红 yoy+5%至 2.55 元。

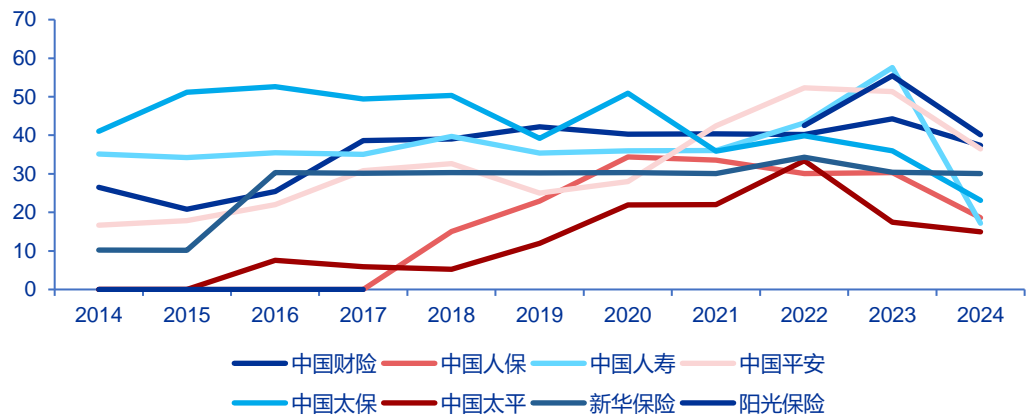
图 56：中国平安每股分红、同比及 OPAT 口径下分红比率



资料来源：Wind，申万宏源研究

**股利支付率、股息率位居可比同业前列，在 OPAT 增速预期改善态势下高股息标签明确。**以 12 月 29 日收盘价为基准，中国平安 A/H 股 2025E 股息率分别达 4.0%/4.5%，位居上市险企前列，为投资者提供具有吸引力的股息回报。从分红基盘角度来看，寿险改革成效持续深化，CSM、NBCSM 增速转正有望夯实保险服务业绩基盘；财险有望持续受益于非车险“报行合一”政策红利带来的 COR 改善趋势；资产管理板块风险出清态势下，盈利改善趋势进一步夯实，预计未来 OPAT 同比增速持续改善，有望支撑每股股息稳步提升，高股息特征预计将持续凸显。

图 57：A 股上市险企股利支付率（归母净利润口径，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

## 4. 医养生态圈长坡厚雪，有望持续贡献业绩增量

商业保险有望在多层次社会保障体系中扮演更为重要的角色，险企迎来发展的历史性机遇期。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》明确提出“公共服务坚持尽力而为、量力而行，加强普惠性、基础性、兜底性民生建设”，商业保险有望

在“十五五”多层次社会保障体系建设中有望扮演更为关键的角色。在保险行业从“纯金融保障”向“保险+医养服务”综合解决方案转型的浪潮下，人口老龄化加速、医保改革、居民健康意识提升催生了庞大的医养服务需求。中国平安深耕医疗养老生态圈建设十余年，以“代表支付方、整合供应方、提供性价比最佳服务”为核心逻辑，构建起覆盖养老、医疗两大领域的全方位服务体系，通过服务差异化构筑核心竞争壁垒，既实现生态圈独立价值创造，更深度赋能金融主业增长。

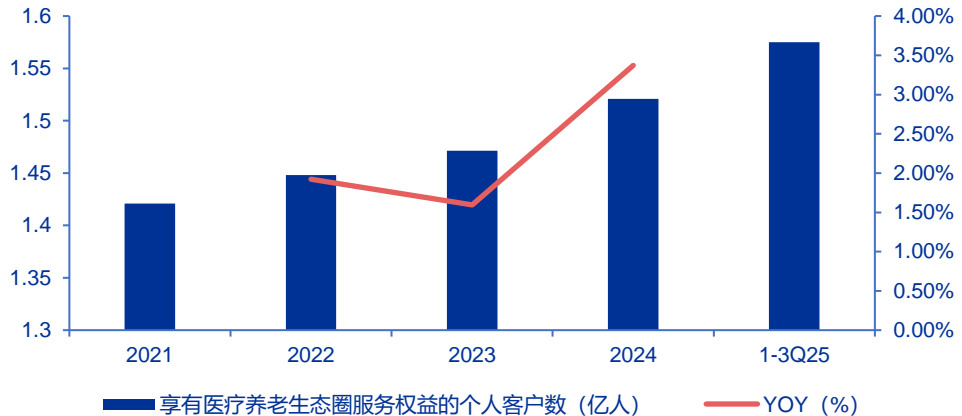
## 4.1 全场景覆盖+全链条服务，打造品质养老新范式

**中国平安将医疗+养老提升至集团顶层战略，提出“成为国际领先的医疗养老服务提供商”目标。**结合居民偏好，前瞻性构建“居家为主、高端补充、社区联动”的全场景布局，以“覆盖全民、服务全周期”为核心策略，构建多层次服务体系。具体来看，居家养老作为核心支柱，聚焦“9073”养老格局中的90%群体，整合“智能管家+生活管家+医生管家”三大模块，打造“线上问诊+线下上门+智能监测”服务闭环，破解居家养老“照护难、就医难、安全隐患”三大痛点。高端养老瞄准中高端客群需求，在上海、深圳等5个核心城市布局6个高品质康养社区，提供国际化标准的居住、医疗、康养一体化服务。社区端则联动线下网点与合作护理机构，搭建“居家-社区-机构”转诊通道，实现不同养老场景无缝衔接。同时，自营医疗端深化北大医疗集团整合，强化核心医疗资源掌控力，形成“养老服务+医疗保障”的内生支撑。

**落地进展：各项布局已实现规模化突破。**截至9月末，居家养老服务覆盖全国85个城市，近24万名客户获得服务资格，智能适老化设备实现风险主动预警，上门康复、慢病管理等服务合作护理机构超百家，累计发布5项居家养老团体标准，成为行业服务规范标杆。高端康养社区方面，上海“静安8号”已正式运营，定制化康养方案获得中高端客群认可。自营医疗端成效显著，北大医疗集团2025前三季度营业收入近41.0亿元，旗舰医院北京大学国际医院门诊量超97万，重点学科与全球顶级医疗机构合作实现技术同步。运营数据显示，平安已链接医疗养老相关付费企业客户超8.7万家，整合内外部医生团队约5万人，通过集中采购与标准化管理，实现服务规模化覆盖与成本优化。

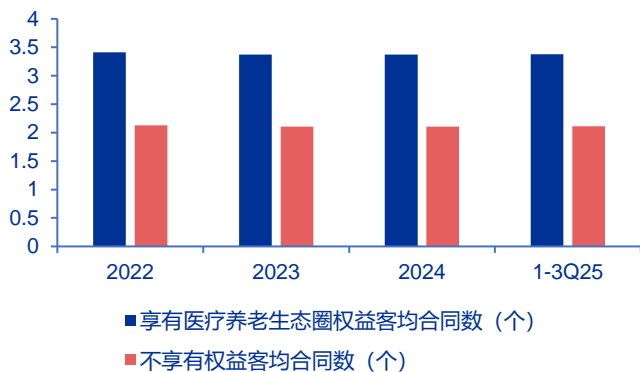
**价值效应：医疗养老客户贡献核心价值增量。**截至9月末，63%的集团个人客户享有医疗养老生态圈权益，客均合同数3.38个，客均AUM6.34万元，分别为非权益客户的1.6倍、4.0倍，该类客户寿险NBV贡献占比近七成，充分体现了医养生态圈给金融主业带来的增量价值。尽管居家养老仍处于市场培育期，但已凭借先发优势形成品牌壁垒，为后续规模扩张与模式迭代奠定基础。

图 58: 中国平安享有医疗养老生态圈服务权益的个人客户数 (亿人)



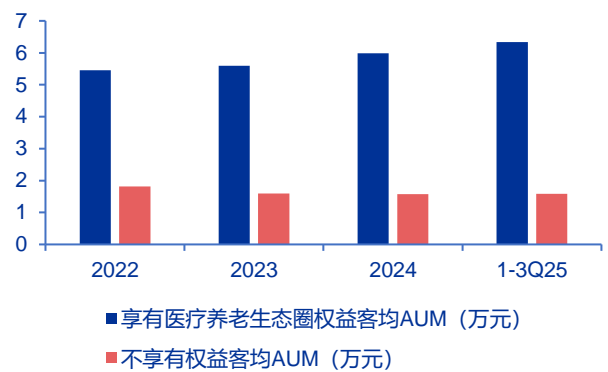
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 59: 享有医疗养老生态圈权益客均合同数 (个)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 60: 享有医疗养老生态圈权益客均 AUM (万元)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

## 4.2 政策响应与医险协同: 结合医保改革的健康保障升级

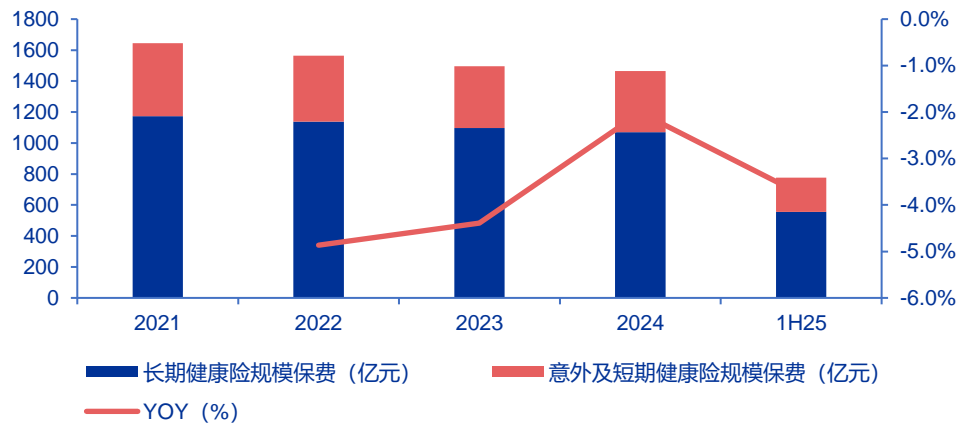
**医保改革持续推进, 聚焦解决民生痛点。** 医保支付方式改革全面深化, 2025 年按病种付费方案 2.0 版正式落地实施, 特例单议、基金预付等配套机制不断优化, 全国所有统筹地区已开展医保即时结算, 月度拨付时限压缩至 20 个工作日内, 部分地区实现次日结算, 有效缓解医疗机构垫资压力; 医保商保数据共享与协同结算成为核心改革方向, 截至 2025 年 6 月, 浙江、上海、山东等 12 个省市启动试点, 累计结算 3200 余万笔、金额超 15 亿元; 异地就医直接结算政策持续升级, 全国统筹范围不断扩大, 结算流程简化与报销比例提升并行, 进一步打破地域医疗资源壁垒, 方便群众跨区域就医。

**平安持续完善医疗生态圈, 有效覆盖客户多元需求。** 资源整合方面, 公司境内合作医院超 3.7 万家, 实现国内百强医院和三甲医院 100% 覆盖, 合作药店近 24.1 万家, 全国药店覆盖率超 35%, 形成“小病就近配药、大病精准诊疗”的境内网络; 海外延伸至 35 个国家和地区超 1300 家医疗机构, 覆盖 56 家全球前 100 强医疗机构, 满足跨境医疗与二次诊疗需求。针对医保覆盖缺口, 推出普惠型健康保险产品与专项服务, 重点覆盖慢病患者、老年人、儿童等群体, 形成与基本医保的有效互补。

以推动健康险从单一支付向“保障+服务”跃迁。核心服务“平安家医”会员超 3500 万人，提供 7×24 小时秒级问诊、名医预约、住院陪诊等全流程服务，实现 100%主动服务，与医保政策衔接形成“院前分诊-院中就医-院后康复”闭环管理。产品端推出“平安添瑞·安有护”计划，实现“重疾保险+专案管理”深度绑定，提供精准确诊、专家主刀、康复指导等一体化服务，破解重疾诊疗中的资源获取难题；针对高血压、糖尿病等慢病患者，开发“保险+慢病管理”产品，涵盖用药指导、定期监测等服务，契合医保对慢病管理的重视方向。

生态圈对保险主业的赋能效应持续显现。2025 年前三季度，平安健康险保费收入近 1270 亿元；其中，医疗险保费近 588 亿元，同比增长 2.6%。从长期健康险、意外及短期健康险规模保费来看，规模保费在 2021-2024 年期间虽受需求走弱影响出现阶段性下滑，但下跌幅度持续收窄，反映出产品结构调整与需求适配的成效逐步显现。

图 61：平安健康险规模保费（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测：预计 25-27 年归母净利润同比 +15.9%/+9.9%/+16.6%

1) **人身险方面**，随着分红险渠道及客户接受度持续提升、多层次社会保障体系建设持续完善，人身险新单的成长性有望持续显现，考虑到前期部分保单交费期满及 2025 年新单低位增长对续期带来一定影响，我们预计 2025-2027 年人身险保费收入 yoy+3.2%/+3.2%/+3.1%。

2) **财险方面**，车险业务进入存量市场竞争时代，非车险综合治理或将阶段性影响保费表现，我们预计 2025-2027 年保费收入 yoy+6.2%/+3.5%/+3.5%。

考虑到 2026 年长端利率中枢有望阶段性回升，我们上调保险服务业绩预期。预计公司 2025-2027 年营业收入分别达 10638/10785/11114 亿元，同比分别+3.4%/+1.4%/+3.1%；预计 25-27 年归母净利润分别达 1468/1612/1880 亿元，同比+15.9%/ +9.9%/+16.6%。

## 5.2 估值分析：测算公司价值 1.70 万亿元，目标价 93.8 元/股

采用绝对估值法、相对估值法测算公司 2026 年价值分别为 1.77/1.62 万亿元，取平均值后公司估值为 1.70 万亿元人民币，目标价为 93.8 元/股，对应 PEV(26E)为 0.99x。

**绝对估值法测算公司 2026 年估值为 1.77 万亿元，对应目标价为 98 元/股。**模型假设方面：**1) 折现率：**参考公司精算假设，我们将 NBV 折现率定为 8.5%；**2) NBV 表现：**我们采用分段的方式预测 NBV 表现，随着产品及结构调整到位，预计 2025-2027 年 NBV 增速分别达 35%/30%/15%。随着供给侧改革持续推进、改革成效逐步显现，2028-2030 年 NBV 有望步入稳健增长期，预计区间增速为 10%，2030 年后保守估计公司 NBV 永续增长率接近长期无风险收益率，假设为 2%；**3) 内含价值折价：**考虑内含价值的不透明性，给予其 30%的折价（反映精算模型的不透明性、市场对于下阶段潜在利差损的担忧），测算 2026 年公司价值为 1.77 万亿元人民币，对应目标价为 97.94 元/股，对应 P/EV (26E) 为 1.03x。

表 3：中国平安绝对估值测算（百万元）

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TV
寿险折现因子	100.0%	92.2%	84.9%	78.3%	72.2%	72.2%
寿险 NBV(折现后)	54,457	57,720	58,518	59,327	60,147	943,843
未来寿险 NBV 加总 (折现后)	1,179,554	1,217,191	1,251,763	1,282,386	1,308,034	
平安人寿内含价值	1,044,921	1,153,359	1,246,285	1,348,037	1,459,488	
平安人寿评估价值	2,224,476	2,370,549	2,498,049	2,630,423	2,767,522	
集团持有寿险业务股份比例	99.51%	99.51%	99.51%	99.51%	99.51%	
寿险业务评估价值 (考虑 EV 的不透明性折价，集团持有比例)	1,549,503	1,651,253	1,740,066	1,832,274	1,927,773	
产险（及其他业务）调整后净资产	671,604	732,238	764,708	800,298	839,438	
PB	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	
集团持有财险及其他业务股份比例	67%	67%	67%	67%	67%	
财险及其他业务评估价值（考虑集团持有比例）	223,877	244,089	254,913	266,776	279,824	
集团内含价值（考虑集团持有比例）	1,716,526	1,885,596	2,010,993	2,148,335	2,298,926	
集团评估价值（考虑集团持有比例）	1,773,380	1,895,342	1,994,979	2,099,050	2,207,596	
股本（百万股）	18,107.64	18,107.64	18,107.64	18,107.64	18,107.64	
每股评估价值（中国平安）	97.94	104.67	110.17	115.92	121.92	
集团 PEV（评估价值）	1.03	1.01	0.99	0.98	0.96	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

使用相对估值法测算公司估值为 1.62 万亿元，目标价为 89.7 元/股。我们使用分部估值法进行估值；其中，寿险及健康险业务使用 PEV 估值法，财险及其他未上市业务使用 PB 估值法，上市公司使用公司最新市值作为其评估价值：**1) 寿险及健康险业务**：参考纯寿险上市公司中国人寿估值水平，考虑到中国平安利差表现显著优于同业，我们给予寿险及健康险业务 2026 年 1.0xP/EV 的估值，根据公司持股比例，寿险及健康险分部估值为 10523 亿元。**2) 财险业务**：我们选取中国财险作为对标公司，考虑到近期核心管理层调整给中国财险估值带来的短期波动，给予财险业务 2026 年 1.2 倍 P/B 估值，对应估值为 1924 亿元。**3) 主要上市业务**：使用公司最新市值作为其评估价值，主要上市分部合计价值为 1815 亿元。**4) 其他业务**：给予其他业务 1xPB 的估值，其他业务分部合计价值为 1977 亿元。测算 2025 年公司价值为 1.62 万亿元，目标价为 89.7 元/股，对应 P/EV (26E) 为 0.95x。

**表 4：上市险企估值表现**

股票代码	证券简称	股价指标			估值指标				股息率	
		收盘价	合并总市值	流通市值	25E PEV	26E PEV	PE(TTM)	PB (LF)	24A	25E
		人民币元	亿元	亿元						
601628.SH	中国人寿	46.14	11,502	9,608	0.85	0.78	7.66	2.11	1.4%	2.0%
601318.SH	中国平安	69.88	11,924	7,449	0.81	0.74	9.02	1.31	3.6%	4.0%
股票代码	证券简称	收盘价	合并总市值	流通市值	25E PEV	26E PEV	PE(TTM)	PB (26E)	24A	25E
H 股		港元	亿港元	亿港元						
2328.HK	中国财险	16.38	3,643	1,130	-	-	8.71	1.05	2.2%	3.3%
2318.HK	中国平安	66.40	13,177	4,945	0.72	0.65	7.83	1.16	4.1%	4.5%

资料来源：公司公告，申万宏源研究；截至 12 月 29 日

**表 5：中国平安相对估值测算 (百万元)**

分部估值法	项目	数值	分部估值法	项目	数值
平安寿险及健康险	2026E 寿险内含价值 (百万元)	1,057,435	平安银行	市值 (百万元)	224,332
	PEV (倍) -对标中国人寿	1.00		平安集团对平安银行的持股比例	58.00%
	估值 (百万元)	1,057,435		平安银行部分估值 (百万)	130,113
	中国平安持股比例	99.51%		市值 (百万元)	64,457
<b>平安寿险及健康险估值 (百万元)</b>		<b>1,052,254</b>	方正证券	中国平安持股比例	28.71%
				方正证券部分估值	18,506
平安财险	2026E 财险净资产 (百万元)	161,076	平安好医生	市值 (百万港元)	31,146
	PB (倍) -对标中国财险	1.2		中国平安持股比例	53.05%
	估值 (百万元)	193,292		平安好医生部分估值 (百万元)	15,400
	中国平安持股比例	99.55%		市值 (百万港元)	27,513
<b>平安财险估值 (百万元)</b>		<b>192,422</b>	众安在线	中国平安持股比例	9.18%
				众安在线部分估值 (百万元)	2354
平安信托	2024A 净资产 (百万元)	519	上海家化	市值 (百万元)	15,098
	信托业务 PB (倍) -对标爱建集团	0.74		中国平安持股比例	100.00%
	平安信托估值 (百万元)	385		上海家化部分估值 (百万元)	15098
	平安集团对平安信托的持股比例	99.88%			
	平安信托部分估值 (百万元)	384			

平安证券	2026E 净资产 (百万元)	56,494	<b>主要上市业务分部估值 (百万元)</b>		<b>181,470</b>
	证券业务 PB (倍) -对标上市公司均值	1.6	整体估值	整体估值 (百万)	1,623,891
	平安证券估值 (百万元)	90391		总股本 (百万)	18,108
	平安集团对平安证券的持股比例	96.62%		<b>中国平安目标价</b>	89.7
	平安证券部分估值 (百万元)	<b>87336</b>		对应 PEV (26E)	0.95
<b>其他业务</b>					
	25 年 6 月末归属母公司股东净资产	110025			
	PB (倍)	1.0			
	其他业务部分估值	<b>110025</b>			
<b>其他业务估值 (百万元)</b>		<b>197745</b>			

资料来源：公司公告，申万宏源研究；截至 12 月 29 日

## 6. 投资分析意见

**资产负债双向改善态势下，保险板块有望迎来价值重估，公司兼具利差表现稳健、NBV 增长 alpha、机构欠配及高股息四重特征：**

**1) 中国平安负债成本管控优势显著，利差表现优于同业。** 2024 年中国平安的新增/存量负债成本为 2.42%/2.50%，在当前利率环境下仍处于安全区间；2024 年 NII 与 NBV/VIF 打平收益率的差值分别为 138bps/130bps，表现持续位居同业前列。

**2) 进可攻：核心指标改善趋势明确，银保有望持续贡献 NBV 增长 Alpha。** 1H25 CSM、NBCSM 增速转正，保险服务业绩底盘夯实；核心板块表现稳健、资管板块风险逐步出清，OPAT 同比增速有望持续改善；合作网点扩张战略驱动有望持续驱动银保渠道贡献 NBV 增长 alpha，非车险“报行合一”落地，预计 COR 将延续优化态势；2025 年以来公司大幅增配二级市场权益，资产配置再平衡态势下业绩弹性有望逐步显现。

**3) 退可守：高股息特征有望逐步受到市场广泛认可，公募欠配幅度较高。** 公司已构建基于 OPAT 的分红策略，截至 12 月 29 日，公司 A/H 股息率 (25E) 分别达 4.0%/4.5%，OPAT 增速改善预期下，高股息特征有望持续凸显。截至 9 月末，公募基金重仓中国平安比例低于沪深 300 权重 1.92pct，在公募基金新规导向下，有望迎来增量资金流入。

我们看好公司长期配置价值，上调 25-27 年归母净利润预期至 1468/1612/1880 亿元，同比+15.9%/+9.9%/+16.6%。截至 12 月 29 日，公司 P/EV(25E)达 0.81x，采用绝对估值法、相对估值法测算公司 2026 年价值分别为 1.77/1.62 万亿元，取平均值后公司估值为 1.70 万亿元人民币，目标价为 93.8 元/股，对应 PEV(26E)为 0.99x，重申“买入”评级。

## 7. 风险提示

- 1、**监管政策趋严**：监管持续推动负债端供给侧改革，引导行业高质量发展，如政策进一步趋严，可能给业绩表现带来一定压力。
- 2、**市场波动加剧**：影响投资收益及利润表现，进而影响估值表现。
- 3、**长端利率下行**：给新增投资及再投资收益率带来一定压力。
- 4、**大灾影响超预期**：自然灾害对财险公司赔付表现造成一定负面影响，如大灾数目或影响范围超预期，则可能致使综合成本率显著承压。

**合并利润表**

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
一、营业收入	913,789	1,028,925	1,063,821	1,078,526	1,111,428
保险服务收入	536,440	551,186	599,237	619,528	640,110
银行业务利息净收入	118,947	93,913	89,217	82,972	77,164
非保险业务手续费及佣金净收入	37,033	37,945	36,809	37,913	39,050
非银行业务利息收入	118,503	123,627	129,808	136,299	143,114
投资收益	36,891	83,613	82,834	68,839	71,451
公允价值变动损益	-9,039	66,504	47,218	48,162	49,125
汇兑损益	120	380	399	419	440
其他业务收入	71,771	69,733	75,342	81,370	87,879
资产处置损益	563	3	292	307	322
其他收益	2,560	2,021	2,663	2,717	2,771
保险服务费用	-440,178	-449,102	-473,398	-483,232	-499,286
分出保费的分摊	-14,179	-14,692	-15,415	-15,937	-16,467
减：摊回保险服务费用	10,448	11,091	11,236	11,356	11,733
承保财务损益	-123,959	-172,662	-161,794	-154,882	-140,824
减：分出再保险财务损益	542	960	583	589	609
税金及附加	-3,665	-3,579	-3,739	-3,850	-3,993
业务及管理费	-80,212	-80,473	-85,771	-88,479	-91,733
提取保费准备金	-230	-356	-374	-392	-412
非银行业务利息支出	-24,346	-19,405	-16,590	-14,183	-12,125
其他业务成本	-38,086	-36,299	-36,526	-36,513	-37,629
其他资产减值损失	-1,327	-7,177	-6,459	-5,813	-5,232
信用减值损失	-77,744	-85,582	-77,024	-69,321	-62,389
营业支出合计	-792,936	-857,276	-865,271	-860,659	-857,749
营业外收入	816	912	930	949	968
营业外支出	-1,552	-2,066	-1,859	-1,673	-1,506
所得税费用	-10,843	-23,762	-27,543	-30,263	-35,280
净利润	109,274	146,733	170,078	186,879	217,860
归属于母公司股东的净利润	85,665	126,607	146,750	161,247	187,978

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。