

中国平安 (601318. SH)

优于大市

价值增长，估值提升——“重估平安”系列之二

◆ 公司研究·公司快评

证券分析师：孔祥 021-60375452
证券分析师：王京灵 0755-22941150

◆ 非银金融·保险II

kongxiang@guosen.com.cn
wangjingling@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市(维持)

执证编码：S0980523060004
执证编码：S0980525070007

事项：

近年来，平安持续推动负债端业务及价值转型，产品结构及渠道价值率得到显著提升，叠加近期地产风险缓释，利好平安估值的进一步提升。

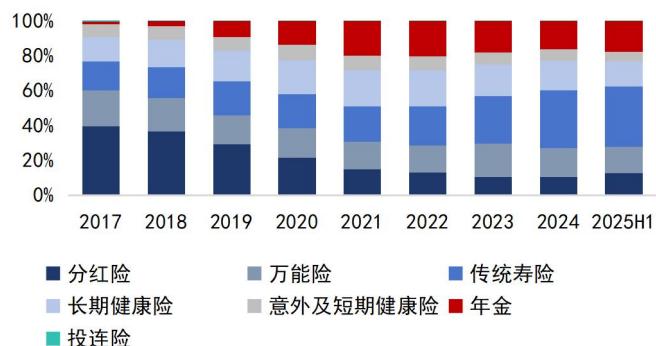
国信非银观点：我们认为负债端业务提质增效为中长期估值提升提供了持续动力，同时近期地产政策的放松进一步解除估值端约束。因此我们维持公司2025年至2027年盈利预测，预计2025年至2027年公司EPS为7.72/8.57/9.26元/股，当前股价对应P/EV为0.77/0.69/0.63x，维持“优于大市”评级。展望后续，考虑到负债端“开门红”及资产端收益预期提升，叠加外部市场因素催化，我们认为公司估值仍有明确的修复空间，预计未来3年公司EV年均增速约为11%，因此我们认为中国平安合理的P/EV估值区间为1.02倍至1.13倍。

评论：

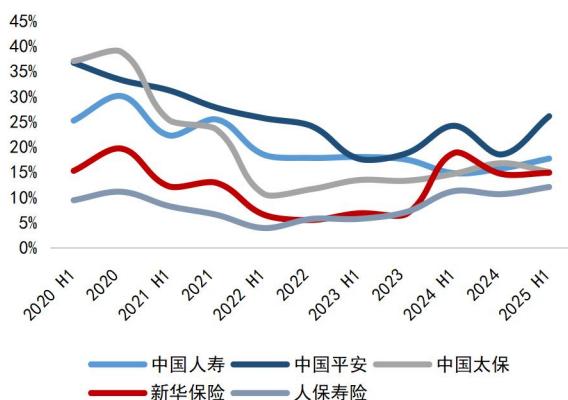
◆ 产品结构多元，价值率持续提升

平安持续推动从规模导向向价值导向的升级迭代。在寿险及健康险业务板块，公司主动压降低价值的短期储蓄型产品占比，推动“保险+服务”深度融合，聚焦于长期保障型、长期储蓄型以及依托“御享、盛世、智盈”三大产品体系的全生命周期养老与健康管理解决方案。2025年上半年，平安寿险健康管理已服务超1,300万客户。截至2025年6月末，居家养老服务覆盖全国85个城市，累计近21万名客户获得居家养老服务资格。平安高品质康养社区项目已布局5个城市，陆续进入试运营或建设阶段，其中上海项目于7月试运营。相应产品策略不仅提升新业务价值率，更通过嵌入居家养老、高端康养等增值服务，增强客户黏性与保单溢价能力，使得负债端的利润来源更为稳定和可持续。在利率长期下行压力背景下，此类高价值业务占比的提升有助于缓释利差损风险，优化负债成本结构。截至2025年中期，公司寿险及健康险业务持续增长，实现新业务价值223.35亿元，同比增长39.8%，增幅引领行业。

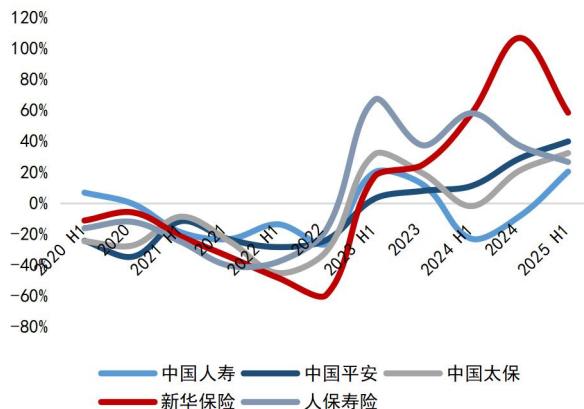
图1：中国平安历年产品结构



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

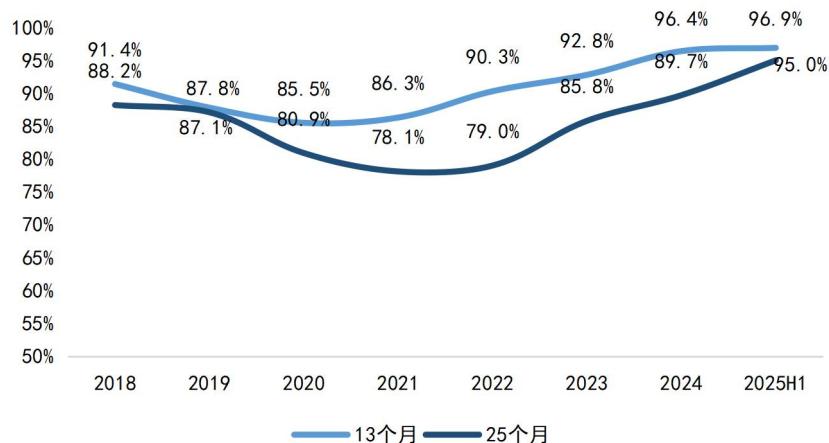
图2: 上市险企 NBV Margin


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图3: 上市险企 NBV 增速


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

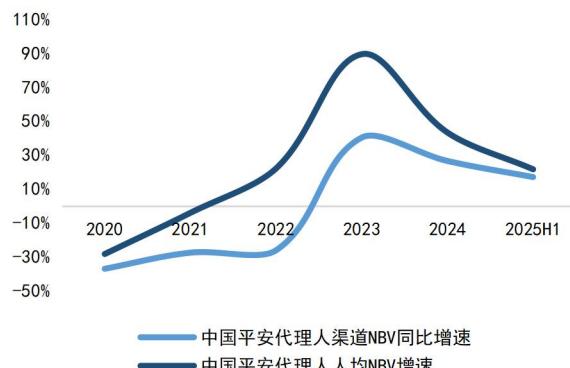
此外，公司业务品质持续改善，保单继续率维持较高水平。近年来，公司持续推动保单品质提升，寿险保单继续率持续改善。截至 2025 年中期，平安寿险 13 个月及 25 个月继续率分别为 96. 9% 及 95. 0%，同比上升 0. 3pt 及 4. 1pt。

图4: 中国平安寿险继续率（单位: %）


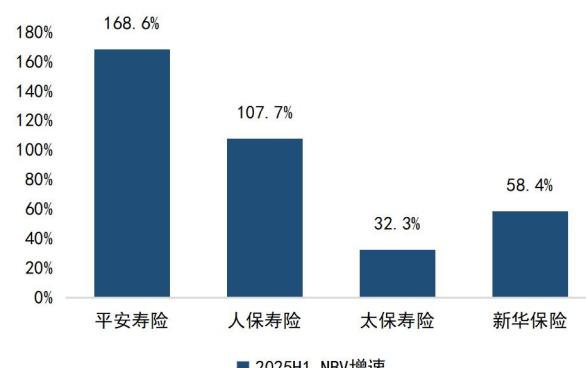
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

◆ 渠道坚持多元化及价值化，转型成果持续兑现

渠道端的深度改革是支撑产品战略落地的关键，平安持续构建全渠道销售与服务生态。一方面，代理人渠道坚持“高质量发展”路线，通过持续清虚提质，打造高素质、高产能、高收入的“三高”队伍，使得人均新业务价值与收入同比显著改善，队伍稳定性增强。截至 2025 年中期，代理人渠道新业务价值同比增长 17. 0%，人均新业务价值同比增长 21. 6%。另一方面，银保渠道、社区网格化及其他创新渠道协同发展，银保新优才模式推动价值型业务快速增长，同时数字化平台则有效赋能客户经营与线上转化，实现了线上线下融合的精准触达与服务闭环。银保渠道方面，随着 2024 年 5 月金管局取消银行网点可合作“1+3”保险公司限制，公司持续推进银保渠道多元化布局。平安持续推进与国有大行合作，加强与头部股份行、城商行等潜力渠道关系，推动渠道扩面提质。截至 2025 年中期，公司银保渠道 NBV 增速达 168. 6%，增幅位列上市险企前列。

图5: 中国平安代理人渠道 NBV 表现


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图6: 上市险企 2025H1 银保渠道 NBV 增速


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

多渠道的布局不仅拓宽客户接触面，同时降低了单一渠道的波动风险，也通过场景化服务提升了客户的综合金融产品持有率，强化负债端的客户基础与业务韧性。

◆ 地产政策放松，解除压制估值的关键“枷锁”

过去几年，房企信用风险是压制保险股估值的重要因素。近期监管不再要求房企每月上报“三道红线”指标，这被视为对房地产行业融资的边际宽松信号。随着“三道红线”的退出、房企债务重组推进，以及融资“白名单”等政策发力，房地产行业的系统性风险正加速出清。这将直接改善市场对险资地产敞口资产质量的预期，带动以平安为代表的个股的估值修复。此外，行业企稳有助于险资存量不动产投资的估值稳定和租金回收。政策鼓励建立与“房地产发展新模式”适配的融资制度，并推动商业地产公募 REITs 发展，这为险资投资长期租赁住房、保障性住房等符合政策导向的领域，提供了更清晰、更通畅的“募投管退”渠道，有利于其未来优化长期资产配置。

图7: 上市险企地产投资规模测算 (单位: 百万元, %)

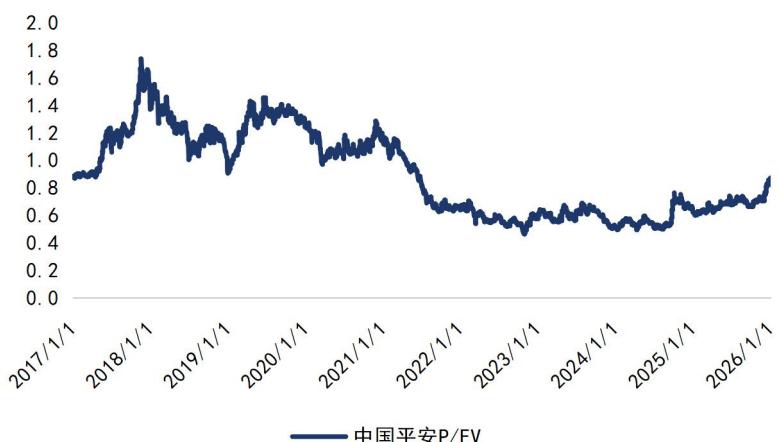
公司名称	资产类别	规模 (百万元)	占投资资产 比例	合计 占比	口径
中国人寿	投资性房地产/物业	12,620	0.21%	1.49%	2024年中报 预计地产相关投资 约占长股投的10% 基于公司2024年中 报债权型金融产品 规模进行预测
	长期股权投资	27,485	0.45%		
	非标	50,190	0.82%		
中国人保	投资性房地产/物业	15,454	1.01%	3.75%	2024年中报 预计地产相关投资 约占长股投的8% 基于公司2024年中 报债权型金融产品 规模进行预测
	长期股权投资	12,698	0.83%		
	非标	27,398	1.91%		
中国平安	物权投资	164,073	3.49%	4.00%	2024年中报
	债权投资	35,055	0.75%		2024年中报
	其他股权投资	8,297	0.18%		2024年中报
中国太保	投资性房地产/物业	10,379	0.42%	2.67%	2024年中报 预计地产相关投资 约占长股投的10% 2024年中报中披露 的不动产占非公开 市场融资工具的数 据
	长期股权投资	2,313	0.10%		
	非标	48,361	2.15%		
新华保险	投资性房地产/物业	9,246	0.64%	3.71%	2024年中报 预计地产相关投资 约占长股投的15% 基于公司披露的非 标投资规模进行预 测
	长期股权投资	2,443	0.18%		
	非标	38,551	2.89%		

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：

近年来，公司持续推动负债端业务及价值转型，产品结构及渠道价值率得到显著提升。我们认为负债端业务提质增效为中长期估值提升提供了持续动力，同时近期地产政策的放松进一步解除估值端约束。因此我们维持公司2025年至2027年盈利预测，预计2025年至2027年公司EPS为7.72/8.57/9.26元/股，当前股价对应P/EV为0.77/0.69/0.63x，维持“优于大市”评级。展望后续，考虑到负债端“开门红”及资产端收益预期提升，叠加外部市场因素催化，我们认为公司估值仍有明确的修复空间，预计未来3年公司EV年均增速约为11%，因此我们认为中国平安合理的P/EV估值区间为1.02倍至1.13倍。

图8：中国平安（A股）P/EV



资料来源：公司财报、Wind，国信证券经济研究所整理

表1：中国平安（A股）历史P/EV估值

	2017/1/1	2019/4/30	2020/12/31	2021/12/31	2022/4/30	2023/12/31	2024/12/31	2025/12/31	2026/1/28
中国平安历史P/EV	0.88	1.41	1.20	0.66	0.57	0.53	0.65	0.82	0.78

资料来源：公司财报、Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示：

保费增速不及预期；长端利率下行；资本市场波动等。

相关研究报告：

- 《中国平安（601318.SH）-内外资金共振，核心资产回归——“重估平安”系列之一》——2026-01-08
- 《中国平安（601318.SH）-NBV增长提速，利润显著修复》——2025-11-03
- 《中国平安（601318.SH）-寿险价值率提升，核心指标增长稳健》——2025-08-27
- 《中国平安（601318.SH）-投资端波动，价值指标增长》——2025-04-26
- 《中国平安（601318.SH）-深化战略布局，利润同比大幅提升》——2025-03-20

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
买入返售金融资产	167,660	91,840	84,493	77,733	71,515	保险服务收入	536,440	551,186	578,950	607,889	643,051
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	1,803,047	2,377,074	2,495,928	2,620,724	2,751,760	已赚保费		不适用	不适用	不适用	不适用
债权投资	1,243,353	1,232,450	1,306,397	1,384,781	1,467,868	银行业务利息净收入	118,947	93,913	91,096	88,363	85,712
其他债权投资	2,637,008	3,186,937	3,346,284	3,513,598	3,689,278	非保险业务手续费及佣金利息净收入	37,033	37,945	38,168	38,388	38,605
其他权益工具投资	264,877	356,493	385,012	415,813	449,079	汇兑收益	120	380	532	745	1,043
定期存款	239,598	1,018,027	1,058,748	1,090,511	1,123,226	投资收益	36,891	83,613	91,974	103,011	111,252
投资性房地产	143,755	119,158	121,541	123,972	126,451	其他收益	71,771	69,733	75,312	81,337	87,843
固定资产	47,412	48,603	49,089	50,071	51,072	营业收入合计	913,789	1,028,925	1,077,256	1,130,564	1,186,194
无形资产	32,613	97,263	95,318	93,411	91,543	保险服务费用	440,178	449,102	469,305	491,154	514,731
其他资产	156,133	99,172	102,147	105,212	108,368	业务及管理费	80,212	80,473	83,692	86,203	89,651
资产总计	11,583,417	12,957,827	13,476,989	14,014,925	14,580,192	承保财务损益	123,959	172,662	183,022	192,173	203,703
保险合同负债	4,159,801	4,984,795	5,234,035	5,495,736	5,770,523	其他业务成本	38,086	36,299	39,566	43,127	47,008
客户存款及保证金	3,534,539	3,710,167	3,895,675	4,090,459	4,294,982	营业支出合计	792,936	857,276	892,447	927,975	969,151
衍生金融负债	44,531	74,937	77,934	80,273	82,681	利润总额	120,117	170,495	184,809	202,589	217,043
卖出回购金融资产款	241,803	462,292	471,538	480,969	490,588	净利润	109,274	146,733	160,784	176,252	188,828
应付债券	964,007	967,042	947,701	928,747	910,172	归属于母公司净利润	85,665	126,607	140,658	156,126	168,702
租赁负债	10,234	8,801	9,241	9,703	10,188						
递延所得税负债	14,148	13,977	14,257	14,542	14,833						
其他负债	357,025	397,743	377,856	358,963	341,015						
负债合计	10,354,453	11,653,115	12,113,197	12,598,386	13,110,707						
总权益	1,228,964	1,304,712	1,363,791	1,416,539	1,469,485						

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	4.84	6.95	7.72	8.57	9.26
每股净资产	67.5	71.6	74.9	77.8	80.7
每股内含价值	77.89	83.88	78.12	85.89	95.01
每股新业务价值	2.16	2.20	2.51	2.83	3.20
P/E	13.61	9.48	8.53	7.68	7.11
P/BV	0.98	0.92	0.88	0.85	0.82
P/EV	0.79	0.84	0.77	0.69	0.63
集团内含价值增长	7%	-7%	10%	11%	11%
新业务价值	39,261	40,024	45,769	51,604	58,286
新业务价值同比	36%	2%	14%	13%	13%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032