

银保业务引领业绩增长，高股息+低估值凸显配置价值

买入(维持)

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	913789	1028925	1065065	1140556	1216595
同比(%)	3.8%	12.6%	3.5%	7.1%	6.7%
归母净利润(百万元)	85665	126607	133064	155526	176317
同比(%)	-22.8%	47.8%	5.1%	16.9%	13.4%
每股EV(元/股)	76.77	78.56	85.00	90.27	96.02
PEV	0.87	0.85	0.79	0.74	0.70

投资要点

- 作为国内综合金融龙头，中国平安经营基础向好、分红稳定可靠。**1) **经营基础向好：**2015-2024年公司平均ROE达16.7%，为上市同业中最高，新准则下稳健的会计政策也强化了ROE的长期稳定性。2) **分红稳定可靠：**每股股息保持13年连续增长，2015-2024年CAGR高达19.1%，分红率保持30%以上。公司分红以稳定的营运利润为基础，CSM余额逐步转正也将为营运利润增长和稳定分红提供坚定基础。目前公司A、H股息率均在4%上下，属于同业中较高水平，具有典型的红利属性。
- 寿险：银保业务增长迅猛，分红转型优化负债成本。**1) 伴随寿险“4+3”改革成果释放，新单保费及NBV增速大幅改善，2023年以来NBV均实现20%以上同比增速，NBV margin高于同业。2) **银保业务是带动负债端增长的主力军。**①2022年起平安银保业务保持NBV快速增长态势，2025H1银保NBV贡献已经接近30%。②公司银保业务“内外兼修”：对内深化与平安银行专属代理深度合作，依托银保优才高质量队伍带动业绩增长。对外积极拓展与国有大行、头部股份行和优质城商行合作，扩充优质合作网点。当前银保市场“老七家”份额持续提升，看好平安银保业务保持快速增长态势。3) **个险基本盘稳固，产能提升趋势不变。**2023年以来公司代理人规模已基本企稳，且人均产能持续提升，2023年以来平安人均NBV持续高于同业。4) **分红险转型持续优化负债成本。**公司积极推动分红险销售，2025H1分红险NBV贡献约40%，我们预计2026年占比进一步提高，负债成本也将继续降低。
- 投资：资产配置风格稳健，地产投资风险可控。**1) 公司投资资产规模持续增长，2015-2024年CAGR达14.5%。资产配置上秉持“双哑铃型”结构，2025年显著增配二级权益投资，2025H1股票投资中FVOCI占比约65%，明显高于同业。稳健的配置风格和会计政策也带来了更高的净投资收益水平和更稳定的总投资收益率表现。2) 集团整体地产投资敞口已经较低。2025H1寿险资金投资比例降至3.2%，且其中80%以上为稳健的物权类投资。资管板块近两年集中释放减值压力，我们预计整体敞口也显著收窄，未来继续计提减值的空间可能有限。
- 高权重+低估值凸显配置价值。**中国平安是保险板块中最典型的高权重标的，在沪深300和中证A500指数中权重均排名第三位，远超其他上市同业。但近年来公募基金对平安持仓明显低配，2025Q4末持仓比例为1.06%，仍处于历史较低位置。我们预计在公募基金改革背景下，平安高权重的特性将进一步凸显其配置价值。
- 盈利预测与投资评级：**截至2026年1月30日，公司股价对应0.74x2026E PEV，分别处于近十年和近五年估值的43%、72%分位水平。我们看好公司银保业务快速增长带动整体业绩持续向上，同时高权重、低持仓特性或将进一步催化估值修复提升，维持“买入”评级。
- 风险提示：**长端利率趋势性下行，权益市场波动，新单保费承压。

2026年01月31日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 曹锟

执业证书：S0600524120004

caok@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	66.75
一年最低/最高价	47.00/74.88
市净率(倍)	1.23
流通A股市值(百万元)	711,559.34
总市值(百万元)	1,208,685.10

基础数据

每股净资产(元,LF)	54.47
资产负债率(% ,LF)	89.94
总股本(百万股)	18,107.64
流通A股(百万股)	10,660.07

相关研究

《中国平安(601318): 2025年三季报点评：Q3单季净利润与NBV高增，综合投资收益率明显提升》

2025-10-29

《中国平安(601318): 2025年中报点评：银保扩张推动NBV快速增长，显著增配股票投资》

2025-08-27

内容目录

1. 中国平安：综合金融龙头，经营基础向好，分红稳定可靠	6
1.1. 公司概况：国内综合金融龙头，股权结构分散.....	6
1.2. 战略蓝图：综合金融+医疗健康构建竞争壁垒，科技赋能提质增效	8
1.3. 经营业绩：净利润回归较快增长区间，ROE 水平好于同业.....	11
1.4. 分红回报：CSM 余额转正巩固营运利润增长基础	13
2. 寿险：银保业务增长迅猛，分红转型优化负债成本	15
2.1. 寿险改革成果释放，新单保费与 NBV 增长向好	15
2.2. 银保大时代来临，平安银保渠道扩张潜能深厚.....	17
2.2.1. 趋势：银保有望重回行业第一大渠道定位.....	17
2.2.2. 优势：内外兼修打开平安银保渠道增长空间.....	18
2.2.3. 现状：银保渠道对平安寿险新单及 NBV 贡献提升	22
2.3. 个险基本盘质态改善，产能提升趋势不变	23
2.4. 推进分红险转型，持续优化负债成本.....	24
3. 财险：信保风险出清，COR 回归常态	25
3.1. 市场份额基本稳定，保证保险业务已经大幅收缩.....	25
3.2. COR 水平回归常态	26
4. 投资：稳健配置风格，地产投资风险可控	27
4.1. 投资资产持续增长，资产配置风格稳健.....	27
4.2. 净投资收益率水平领先，总投资收益率稳定性强.....	29
4.3. 地产投资敞口有限，整体风险可控.....	30
5. 投资建议：机构持续欠配的高权重、低估值标的	34
5.1. 公募基金改革背景下，中国平安高权重、低持仓价值凸显.....	34
5.2. EV 结果可靠性提升，估值仍处于历史低位	35
5.3. 盈利预测&投资建议	38
6. 风险提示	40

图表目录

图 1: 中国平安发展大事记.....	6
图 2: 中国平安股权结构多元分散.....	7
图 3: 中国平安集团核心战略体系.....	8
图 4: 中国平安“三步走”策略.....	8
图 5: 中国平安长客龄客户留存率更高.....	9
图 6: 中国平安多产品客户留存率更高.....	9
图 7: 中国平安居家养老“四个联体”模式.....	10
图 8: 平安医疗养老生态网络布局完善.....	10
图 9: 平安医疗养老生态对业务销售促进作用明显.....	10
图 10: 中国平安持续打造领先科技能力.....	11
图 11: 中国平安“AI”引擎赋能业务各环节	11
图 12: 2024 年以来中国平安归母净利润同比明显增长.....	12
图 13: 中国平安归母净资产持续稳健提升.....	12
图 14: 2015 年以来上市险企 ROE 水平走势.....	12
图 15: 平安近十年每股分红额与分红率走势.....	13
图 16: AH 险企最新股息率 (TTM) (%, 截至 01.27)	13
图 17: 平安归母营运利润及增长情况.....	14
图 18: 寿险业务是平安归母营运利润的核心贡献来源.....	14
图 19: 中国平安寿险业务营运利润调节表 (百万元)	14
图 20: CSM 摊销在税前营运利润占比 60-70%	15
图 21: 平安寿险 CSM 余额及增速情况	15
图 22: 中国平安寿险 4+3 改革框架	15
图 23: 中国平安寿险新单保费及同比增速	16
图 24: 上市险企新单保费增速对比	16
图 25: 2023 年以来中国平安 NBV 持续快速增长	16
图 26: 上市险企 NBV 同比增速对比	16
图 27: 中国平安 NBV margin 仍高于同业	17
图 28: 2025 年非银存款增加额大幅提升 (亿元)	18
图 29: 3 年期定期存款与保险产品收益率比较	18
图 30: 中国平安银保优才队伍规模 (人)	19
图 31: 平安银行新银保团队占整体队伍中收比重	19
图 32: 平安银行新银保团队服务体系深度依托集团产品与生态资源	20
图 33: 平安银保外部渠道 NBV 同比增速更高	20
图 34: 平安银保外部渠道人均产能同比大幅提升	20
图 35: 平安合作网点数仍有较大增长空间 (万家)	21
图 36: 不同类型银行机构数结构 (万家)	21
图 37: 近年来老七家险企银保市场份额明显提升	21
图 38: 2020 年以来平安银保市场份额逐步提高	21
图 39: 2025H1 平安银保渠道新单保费占比约 19%	22
图 40: 中国平安银保渠道 NBV margin 显著提升	22
图 41: 2025H1 平安银保渠道 NBV 占比约 27%	22
图 42: 上市险企 NBV 渠道结构比较	22

图 43: 中国平安寿险代理人规模企稳.....	23
图 44: 上市险企代理人规模走势 (万人)	23
图 45: 2022 年以来平安代理人人均 NBV 持续提升	23
图 46: 平安代理人人均 NBV 高于同业 (万元/人每年)	23
图 47: 2025 上半年中国平安个险新单保费短期承压.....	24
图 48: 2022-2025H1 中国平安寿险保费分险种结构	24
图 49: 2025H1 上市险企分红险占总保费比重.....	24
图 50: 中国平安财险保费规模波动增长.....	25
图 51: 财险市场头部公司市场份额基本稳定.....	25
图 52: 中国平安财险业务中非车险占比持续提升.....	25
图 53: 中国平安保证保险业务快速收缩.....	25
图 54: 三大险企财险综合成本率走势对比.....	26
图 55: 中国平安综合费用率与综合赔付率情况.....	26
图 56: 平安财险承保利润已经恢复正常水平 (亿元)	26
图 57: 2024 年以来车险与非车险均承保盈利 (亿元)	26
图 58: 中国平安投资资产规模持续增长.....	27
图 59: 中国平安历史资产配置结构变化.....	28
图 60: 上市险企大类资产配置结构比较.....	28
图 61: 25Q3 末平安保险资金地产投资比例降至 3.2%	31
图 62: 25Q3 末平安地产投资中物权类占比约 83%	31
图 63: 中国平安投资性物业规模及占总投资资产比重	31
图 64: 中国平安长期股权投资中主要地产公司情况 (百万元)	32
图 65: 平安银行房地产业务贷款余额不断下降.....	33
图 66: 个人房贷不良率保持较好水平.....	33
图 67: 2023 年以来中国平安分季度减值计提情况.....	33
图 68: 中国平安在核心宽基指数中权重较高.....	35
图 69: 中国平安是保险股中最典型的权重股.....	35
图 70: 公募基金对中国平安处于持续低配状态 (%)	35
图 71: 2025H1 中国平安集团 EV 增速提升	36
图 72: 上市险企 EV 历史增速对比	36
图 73: 2015-2024 年上市险企寿险 ROEV 走势	36
图 74: 2025H1 上市险企 ROEV (未年化) 对比	36
图 75: 中国平安 PEV 估值仍处于历史较低位置 (倍, 截至 2026.01.30)	39
 表 1: 中国平安管理团队部分核心人员情况.....	7
表 2: 2025H1 中国平安客户经营 “三数” 均衡增长.....	9
表 3: “投行合一” 之后银保渠道 NBV margin 显著提升	18
表 4: 平安银行零售客户业务体量庞大.....	19
表 5: 中国平安财险分险种承保盈利情况.....	27
表 6: 2025H1 中国平安股票 FVOCI 占比为 A 股五家公司中最高	28
表 7: 2025 年以来中国平安举牌标的一览.....	29
表 8: 近十年来上市险企净投资收益率情况.....	29
表 9: 近十年来上市险企总投资收益率情况.....	30

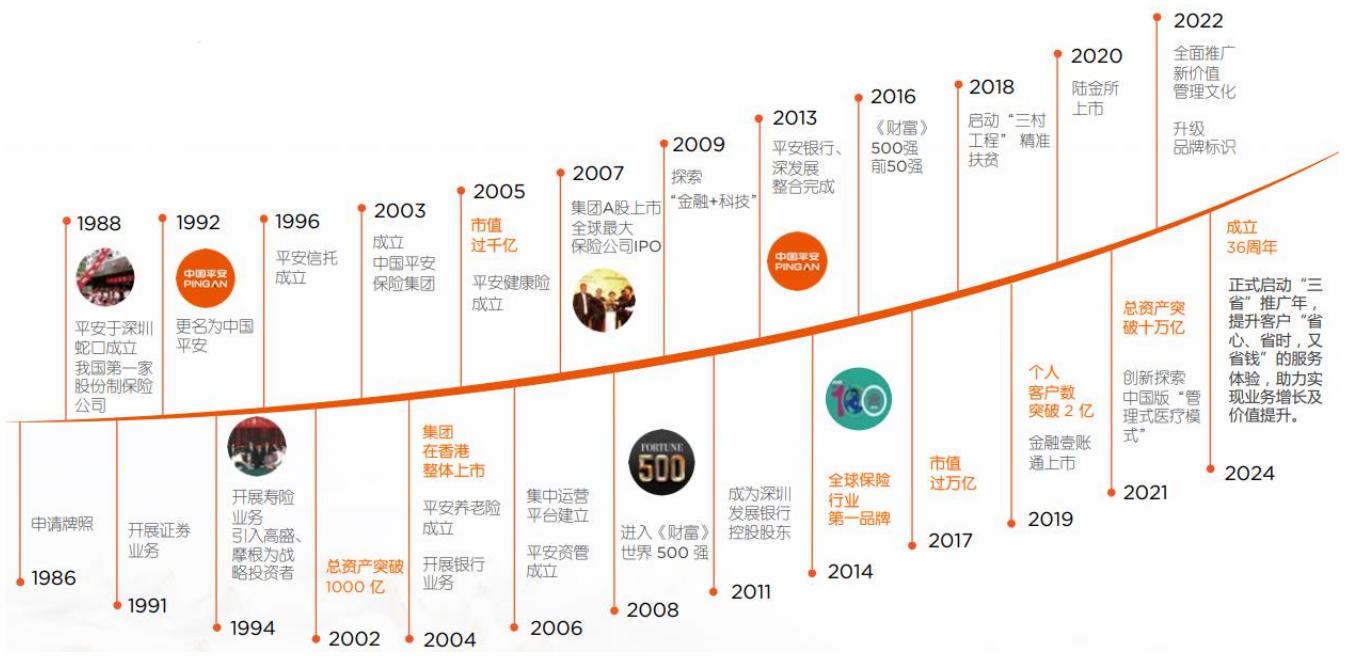
表 10: 近十年来上市险企综合投资收益率情况.....	30
表 11: 2021 年以来平安债权计划及债权型理财产品结构中地产占比不断降低.....	32
表 12: 2023 年以来中国平安资产减值结构拆解 (百万元)	33
表 13: 2025 年新发公募基金产品股票指数比较基准情况.....	34
表 14: 上市险企 EV 精算假设调整情况	37
表 15: 假设调整下的上市险企 EV 测算 (百万元)	37
表 16: 中国平安内含价值测算 (百万元)	38
表 17: 上市保险公司估值及盈利预测.....	39

1. 中国平安：综合金融龙头，经营基础向好，分红稳定可靠

1.1. 公司概况：国内综合金融龙头，股权结构分散

历经近 40 年发展，中国平安已成为国内金融牌照最齐全、业务范围最广泛、控股关系最紧密的综合金融集团之一。1988 年平安于深圳蛇口成立，成为我国第一家股份制保险公司。1994 年公司引进摩根斯坦利和高盛两家外资股东，成为国内首家引进外资的金融机构。同年，公司启动寿险业务，在中国内地首开个人寿险营销模式。1995 年和 1996 年，平安先后涉足证券及信托业务。2003 年中国平安保险集团正式成立，成为中国金融业综合化经营的试点企业，并且于 2004 年、2007 年成功在 H 股和 A 股完成 IPO。2011 年平安控股深圳发展银行，2013 年合并原平安银行，建立起全国性银行业务布局。2012 年陆金所成立，平安开始布局科技业务。2017 年公司市值突破万亿人民币，2021 年公司总资产突破 10 万亿元。截至 2025 年中，中国平安总资产超过 13 万亿元，业务范围包括保险、银行、信托、证券、资产管理及融资租赁等，为近 2.47 亿个人客户和超 400 万团体客户提供优质服务，致力于成为国际领先的综合金融、医疗健康服务提供商。

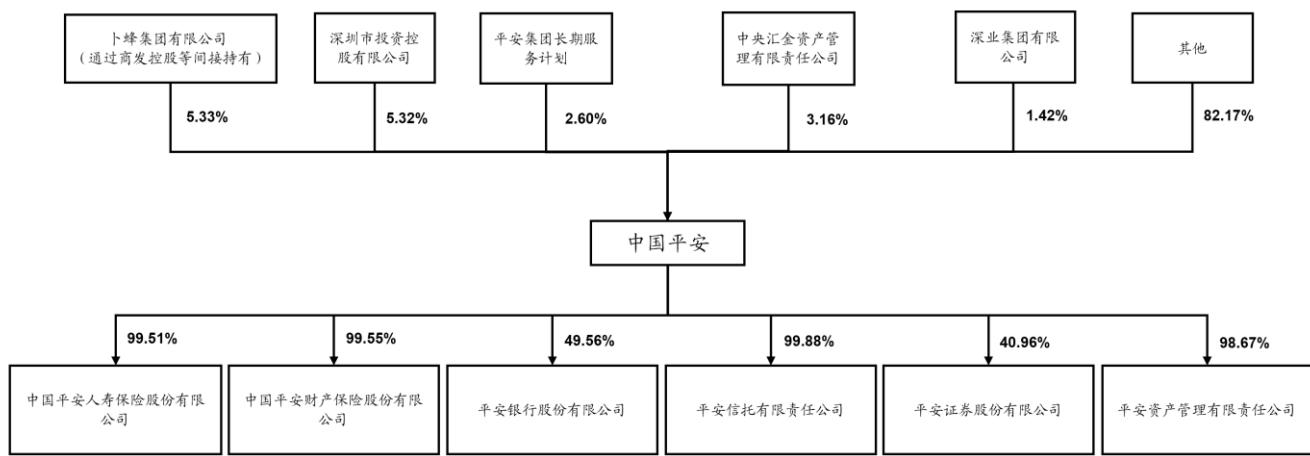
图1：中国平安发展大事记



数据来源：中国平安官网，东吴证券研究所

公司股权结构分散，无控股股东或实际控制人。截至 2025 年三季度末，公司总股本 181.1 亿股，其中 A 股为 106.6 亿股，H 股为 74.5 亿股。公司第一大股东为卜蜂集团有限公司，通过商发控股有限公司及其他下属子公司合计间接持有公司 H 股 9.64 亿股，持股比例 5.33%。深圳市投资控股有限公司是深圳市国资委下属的国有资本投资公司，持股比例 5.32%。公司前十大股东中剔除香港中央结算（代理人）有限公司和香港中央结算有限公司，合计持股比例 20.59%。我们认为，公司形成了国有资本、境外资本等混合所有、多元稳定的股权结构，分散化的股权构成有利于激发企业市场化运营活力。

图2：中国平安股权结构多元分散



数据来源：中国平安官网，东吴证券研究所

注：股东持股数据截至 2025Q3 末

卓越管理团队为集团发展保驾护航。 1) 创始人马明哲先生是中国平安灵魂人物。

马明哲先生现年 69 岁，管理经验丰富，自公司成立以来主持全面经营管理工作，2020 年 6 月不再担任首席执行官，现主要负责公司战略、人才、文化及重大事项决策，仍发挥核心领导作用。2) 目前平安集团管理层的专业背景多元，海外智脑与内部人才兼具，年龄集中在 50 岁左右，优秀的高级管理团队将为公司长期经营发展保驾护航。

表1：中国平安管理团队部分核心人员情况

姓名	年龄	职位	入司时间	履历
马明哲	70 岁	创始人、创办人、董事长	1988	自公司成立以来主持公司全面经营管理工作至 2020 年 6 月不再担任首席执行官，现主要负责公司的战略、人才、文化及重大事项决策，发挥核心领导作用。
谢永林	57 岁	执行董事、总经理、联席首席执行官	1994	兼任平安银行董事长、平安资产管理和陆金所控股的非执行董事。此前先后任集团发展改革中心副主任，平安银行运营总监、人力资源总监、副行长，平安证券董事长特别助理、总经理兼首席执行官、董事长，集团副总经理等职务。
郭晓涛	54 岁	执行董事、联席首席执行官、副总经理	2019	兼任平安寿险、平安产险、平安银行和平安健康等公司多家控股子公司的非执行董事。此前先后任平安产险董事长特别助理、常务副总经理，集团副首席人力资源执行官、首席人力资源执行官等职务。在加入公司前曾任波士顿咨询合伙人兼董事总经理、韦莱韬悦资本市场业务全球联席首席执行官。
付欣	46 岁	执行董事、副总经理、首席财务官（财务负责人）	2017	兼任平安寿险、平安银行、平安资产管理、陆金所控股和平安健康等公司多家控股子公司的非执行董事。此前先后任集团企划部总经理、首席财务执行官、首席运营官等职务。在加入公司前曾任罗兰贝格管理咨询金融行业合伙人、普华永道执行总监。
盛瑞生	57 岁	董事会秘书、公司秘书	1997	兼任集团品牌总监、新闻发言人。此前先后任公司品牌宣传部总经理助理、副总经理、总经理。

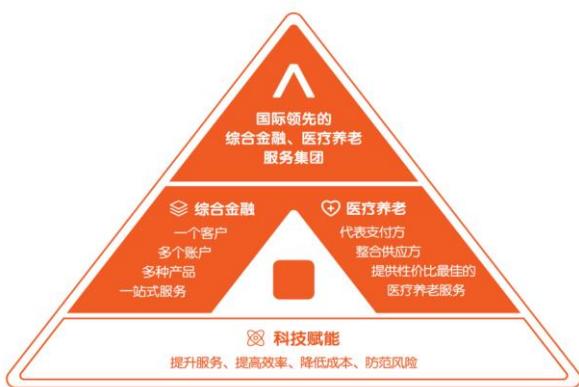
数据来源：中国平安官网，东吴证券研究所

注：以上仅列示部分管理团队成员

1.2. 战略蓝图：综合金融+医疗健康构建竞争壁垒，科技赋能提质增效

回顾平安三十五年发展之路，每十年上一个台阶。1) 1988-1998 (销售驱动)：搭建体制机制，探索现代保险。1988年平安从深圳起步，1994年国内第一套寿险营销方案在平安人寿诞生，在全国率先推行个人寿险营销业务。2) 1998-2008 (服务驱动)：专注保险经营，探索综合金融。2003年中国平安正式完成分业重组，并开始了银行业务的布局。2004年成立养老险、健康险公司，2005年资产管理公司正式营业，中国平安的综合金融服务架构渐趋完善。3) 2008-2018 (科技驱动)：强化综合金融，探索金融+科技。2008年公司上线“一账通”项目，实现集团一个客户、一个账户、多个产品、一站式服务的战略。2015年集团再次拓展业务范围，提出聚焦“大金融资产”和“大医疗健康”两大产业。4) 2018年至今 (需求驱动)：深化综合金融，落地医疗养老。2018年中国平安以“国际领先的科技型个人金融生活服务集团”为目标，将创新科技聚焦于大金融资产、大医疗健康两大产业，打造发展新引擎。2022年公司升级品牌标识，回归“专业·价值”。当前，中国平安持续深化“综合金融+医疗养老”战略，通过“服务差异化”构建核心竞争力，为客户提供全方位的金融顾问、家庭医生、养老管家专业服务。

图3：中国平安集团核心战略体系



数据来源：中国平安官网，东吴证券研究所

图4：中国平安“三步走”策略



数据来源：中国平安官网，东吴证券研究所

1、综合金融：为客户提供一站式金融服务解决方案

中国平安持续推进综合金融战略，夯实个人客户经营，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，为客户提供“省心、省时、又省钱”的服务体验。

中国平安构建综合金融体系具有得天独厚优势。1) 全金融牌照布局。中国平安是国内拥有金融全牌照、完整金融控股结构的综合金融集团，旗下拥有国内第二大寿险公司（平安人寿，以保费收入规模衡量）、第二大产险公司（平安产险，以原保险保费收入衡量）、第二大保险资管公司（平安资管，以管理资产规模衡量）和排名前列的股份制商业银行（平安银行，以资产规模、净利润等综合衡量），能为客户同时提供全方位金融服务。2) 成熟的线上+线下网络。截至2025H1，平安拥有超7000个线下网点，覆盖全国

330 个城市，超 130 万人的产险、寿险等销售服务队伍，同时建立了平安金管家、平安口袋银行、平安好车主、平安好医生等在内的多个 APP 平台可以为客户提供服务。

综合金融战略对驱动业绩增长和提升客户留存具有显著带动作用。1) 中国平安个人客户经营以“三数”为抓手，即个人客户数、客均合同数和客均营运利润。在经历了短期调整后，公司在 2025H1 实现“三数”均衡增长：个人客户数较年初+1.8%、客均合同数较年初+0.7%、客均营运利润同比+0.6%。2) 从客户留存看，截至 2025H1 平安个人客户留存率为 90.4%，同比持平，仍处于高位。细分来看，长客龄客户和多产品客户留存率更高，综合金融服务有助于进一步提升客户粘性，从而提高留存率。

表2：2025H1 中国平安客户经营“三数”均衡增长

	2021	2022	2023	2024	2025H1
个人业务营运利润（亿元）	1300	1326	1152	1084	610
YOY	5.7%	2.0%	-12.3%	-0.1%	5.2%
个人客户数（亿人）	2.22	2.27	2.32	2.42	2.47
YOY	4.1%	2.1%	2.2%	4.7%	4.6%
其中：新增客户数（万人）	3058	2970	2920	3207	1571
YOY	-12.5%	-2.9%	-1.7%	9.8%	12.9%
客均营运利润（元/人）	586	585	498	447	247
YOY	1.6%	-0.1%	-14.1%	-4.6%	0.6%
其中：客均合同数（个/人）	2.91	2.97	2.95	2.92	2.94
YOY	1.8%	2.1%	-0.8%	-0.7%	0.3%

数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

注：表中 2025H1 增速数据均为同比口径。

图5：中国平安长客龄客户留存率更高

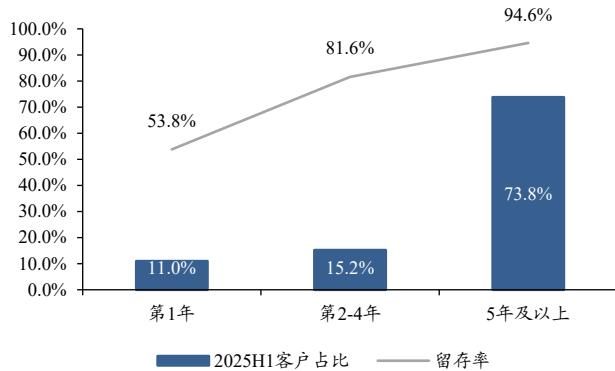
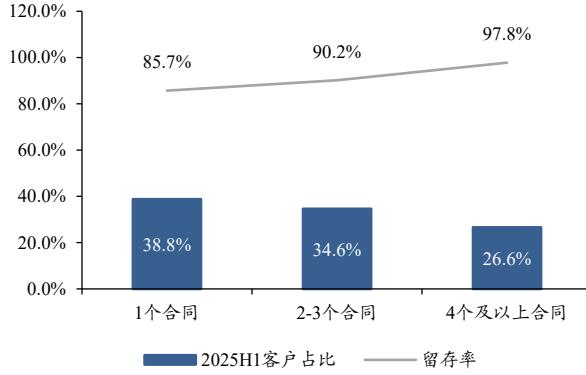


图6：中国平安多产品客户留存率更高



数据来源：中国平安财报，东吴证券研究所

数据来源：中国平安财报，东吴证券研究所

2. 医疗养老：为客户提供一站式金融服务解决方案

中国平安深耕医疗养老生态圈超 10 年，覆盖保险、医疗、投资、科技等多个业务条线，主要通过平安寿险、平安产险、平安养老险、平安健康险和平安好医生等公司协同运作，全面推动医疗养老生态战略落地。

目前公司医疗健康生态形成了“保险+医疗健康”、“保险+养老服务”两大体系。1) 医疗健康方面: 推动“平安家医”实现广泛覆盖, 2025H1 会员覆盖超过 3500 万人。截至 2025Q3 末, 平安在国内拥有内外部医生团队约 5 万人, 合作医院数超 3.7 万家, 已实现国内百强医院和三甲医院 100% 合作覆盖; 合作健康管理机构数超 10.7 万家; 合作药店数近 24.1 万家。2) 养老服务方面: 聚焦“保险+居家养老”、“保险+高端养老”产品打造。截至 2025Q3 末, 平安居家养老服务覆盖全国 85 个城市, 近 24 万名客户获得居家养老服务资格; 高品质康养社区已布局 5 个城市, 共计 6 个项目, 均陆续进入运营或建设阶段, 其中上海项目“静安 8 号”已正式运营。

图7: 中国平安居家养老“四个联体”模式



数据来源: 中国平安官网, 东吴证券研究所。注: 以上统计数据截至 2024H1

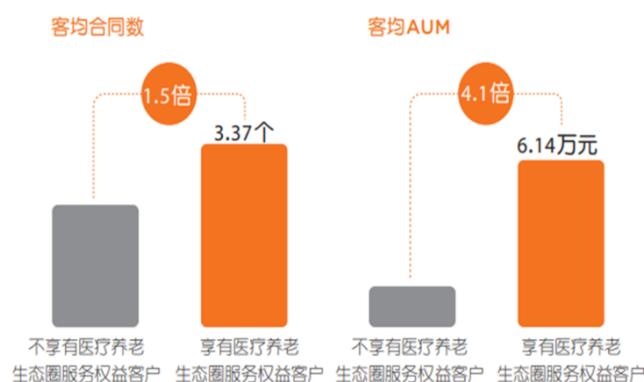
平安的医疗养老生态圈一方面可以创造直接价值, 另一方面也可以通过“产品+服务”赋能金融主业创造间接价值。截至 2025H1, 在平安近 2.47 亿的个人客户中有近 63% 的客户同时享有医疗养老生态提供的服务权益。从 2025H1 数据看, 医疗养老生态服务对产品销售拉动效果明显, 享有相关权益的客户的客均合同数和客均 AUM 分别是不享有权益客户的 1.5 倍和 4.1 倍。

图8: 平安医疗养老生态网络布局完善

医疗服务	合作: 覆盖全国337城, 超3千家三级医院 三甲医院全覆盖
	自营: 北大医疗6家三级医院 >1,700名医生, 主任以上>600名
健康服务	合作: 健康管理机构10.6万家 (+约1千家) 合作药店达24万家 (+约5千家)
	自营: 18家健康管理中心
养老服务	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 上海“静安8号”试运营

数据来源: 中国平安 2025H1 业绩材料, 东吴证券研究所

图9: 平安医疗养老生态对业务销售促进作用明显



数据来源: 中国平安 2025 年中报, 东吴证券研究所

3、科技赋能：赋能金融主业发展，构建 AI 护城河

中国平安通过研发投入持续打造领先科技能力，广泛应用于金融主业，强化业务场景的智能应用，以海量数据为基础，以科技公司服务技术开发与应用，构建 AI 护城河。

中国平安具有 AI 应用的四大核心能力。1) **数据**：平安包括金融库、医疗库、公司经营库等在内的海量数据库，沉淀了 30 万亿字节数据，为训练大模型提供了数据基础。2) **算法**：公司自研多模态单调对齐、GenAI 框架、RL 算法等多项先进技术，截至 2025H1 累计发表论文 460 余篇，打造 67 个垂域模型，较年初增加 15 个。3) **场景**：通过平安好医生、金融壹账通、平安科技持续拓展场景应用的深度和广度，2025H1 平安大模型调用次数达 8.18 亿，多元场景应用数超 650 个。4) **算力**：截至 2025H1 公司云化率 98%，拥有千卡规模算力集群，实现规模、密度双重保障。

平安 AI 科技赋能从后台逐步走向前台。1) **优体验**：典型案例为 AI 理赔，2025H1 寿险约 59% 案件在 10 分钟内闪赔，较年初提升 3pct；意健险 55% 案件最快 51 秒结案，较年初提升 23pct。2) **降成本**：①AI 风控方面，2025H1 保险防风险减损约 100 亿元，农险智能风控覆盖率 43%，较年初+13pct。②AI 审核方面，2025H1 银行反洗钱尽调自动化率 76%，较年初提升 9pct。③AI 客服方面，2025H1 集团 AI 坐席服务占总量 80%。④AI 研发方面，2025H1 集团 AI 代码渗透率 6%，较年初提升 5pct。3) **促销售**：2025H1 集团 AI 销售约 660 亿元，同比增长 14%。

图10：中国平安持续打造领先科技能力



数据来源：中国平安官网，东吴证券研究所

注：数据截至 2024 年末

图11：中国平安“AI”引擎赋能业务各环节



数据来源：中国平安官网，东吴证券研究所

注：数据截至 2025H1 末

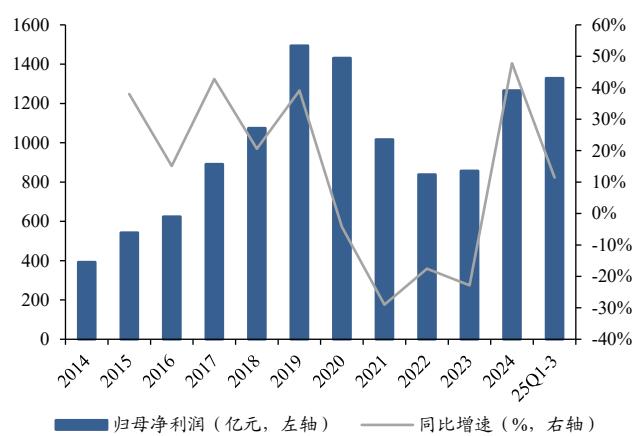
1.3. 经营业绩：净利润回归较快增长区间，ROE 水平好于同业

2024 年以来公司归母净利润同比较快增长。2020 年以来，受行业负债端环境持续承压、资本市场短期波动等因素影响，中国平安归母净利润呈现下滑趋势。但是 2024 年以来受益于股市回暖，公司归母净利润回归到较快增长区间。2024 年公司归母净利润为

1266亿元,同比增长47.8%,2025年前三季度归母净利润为1329亿元,同比增长11.5%,我们预计受Q4成长股阶段性调整、CB转股权损益重估等因素影响,公司2025Q4归母净利润同比增速或将有所回落。

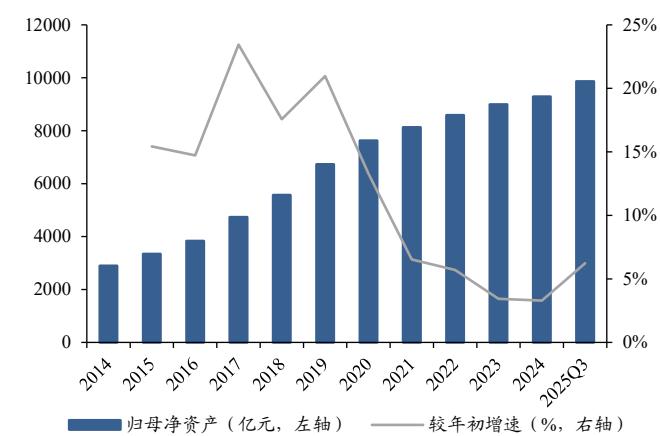
近十年公司归母净资产持续稳健提升。公司归母净资产从2014年的2896亿元增长至2024年的9286亿元,年均复合增速高达12.4%。虽然2020年以来由于国内利率下行、公司净利润承压等因素导致净资产增速放缓,但是2025年以来已经显著改善。2025Q3末公司归母净资产9864亿元,较年初增长6.2%,较年中增长4.5%。

图12: 2024年以来中国平安归母净利润同比明显增长



数据来源:中国平安历年财报,东吴证券研究所

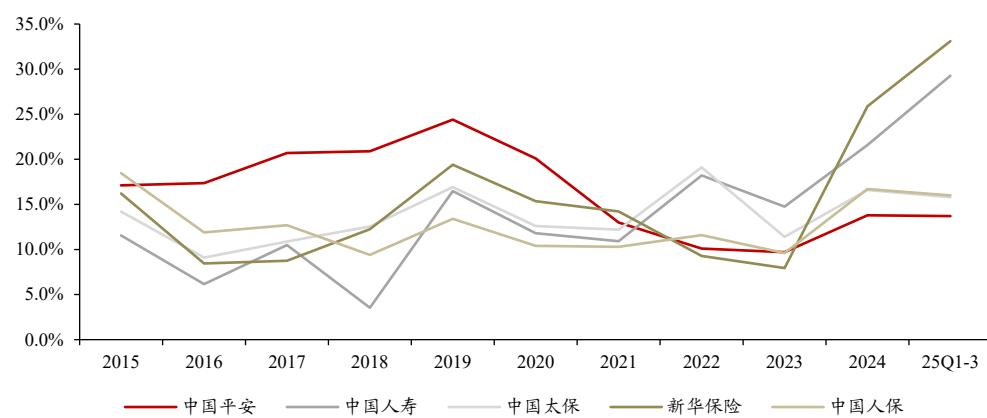
图13: 中国平安归母净资产持续稳健提升



数据来源:中国平安历年财报,东吴证券研究所

近年来中国平安ROE水平略低于同业,主要来自于会计处理策略差异。2015-2024年十年间,中国平安平均ROE为16.7%,为上市同业中最高,但是近五年(2020-2024)均值为13.3%略低于同业。在2015-2019年阶段,中国平安ROE保持显著的领先位置,但是2020年以来逐步下降,2021-2023年主要受地产投资减值和国内资本市场低迷影响。而2024年以来股市回暖,同业ROE快速提升,而平安提升幅度有限,主要是由于股票投资中较大比例划分为FVOCI,对应的股价浮盈无法在当期损益中体现,但是在长期来看ROE稳定性更高。

图14: 2015年以来上市险企ROE水平走势



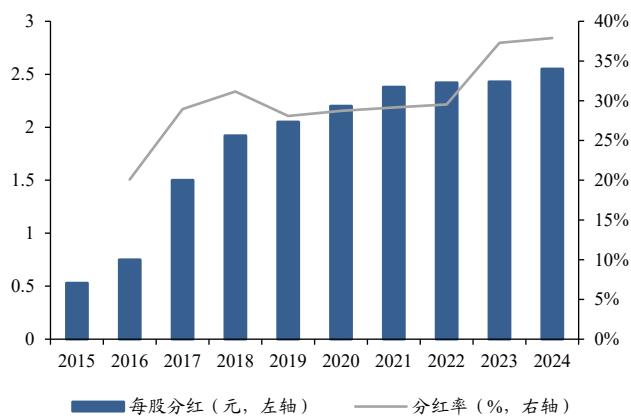
数据来源:上市险企历年财报,东吴证券研究所

1.4. 分红回报：CSM 余额转正巩固营运利润增长基础

每股分红额连续 13 年保持增长，当前股息率水平属同业中较高。中国平安一直以来坚持稳健的股东回报，2015-2024 年公司每股现金红利由 0.53 元提升至 2.55 元，年均复合增速达 19.1%。2025 年公司中期每股现金红利 0.95 元，同比增长 2.2%。从股息率水平看，截至 1 月 27 日，平安 A、H 股股息率 (TTM) 分别为 3.9%、4.0%，处于同业中较高水平。

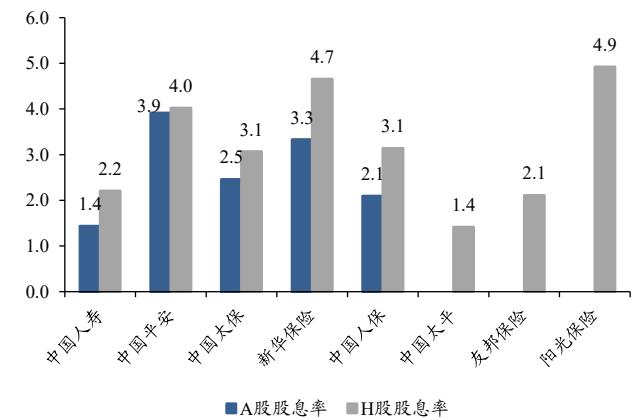
以营运利润作为分红基础，近六年分红率逐步提升。平安分红主要参考更加稳定的归母营运利润指标，2016-2024 年基于归母营运利润计算的现金分红比例中枢在 30% 上下，2019-2024 年分红率由 28.1% 提升至 37.9%，尤其是在归母营运利润下滑的 2023 年通过提升分红率维持了每股股息的稳定，反映出公司对股东红利回报的重视。

图15：平安近十年每股分红额与分红率走势



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

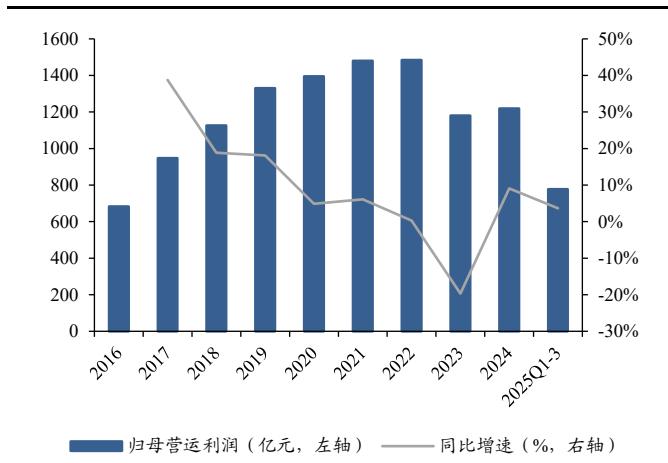
图16：AH 险企最新股息率 (TTM) (%，截至 01.27)



数据来源：wind，东吴证券研究所

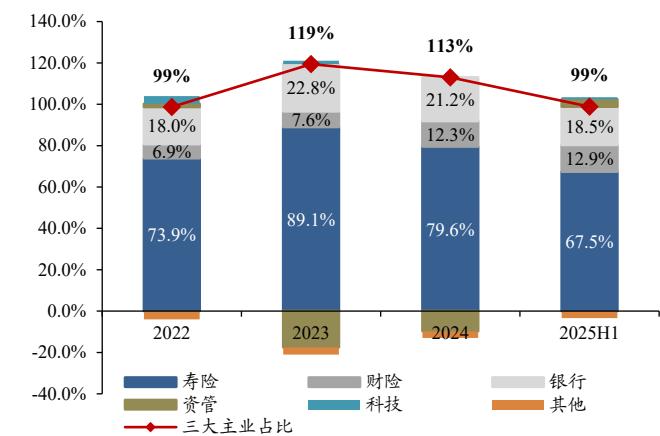
归母营运利润重回稳健增长状态。营运利润是以净利润为基础，剔除短期波动性较大的损益表项目和管理层认为不属于日常营运收支的一次性重大项目及其他项目所得到的，更适宜评估具有长期性特点的寿险业务。中国平安归母营运利润由 2016 年的 683 亿元增长至 2024 年的 1219 亿元，年均复合增速达 7.5%。其中 2023 年出现同比较大幅度下滑 19.7%，主要受资管等板块影响，三大主业（寿险、财险和银行）合计仅同比小幅下滑 2.8%。2024 年以来公司归母营运利润重回正增长，2024 年和 2025Q1-3 分别同比增长 9.1% 和 3.7%。

图17：平安归母营运利润及增长情况



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

图18：寿险业务是平安归母营运利润的核心贡献来源



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

注：三大主业指寿险、财险和银行板块

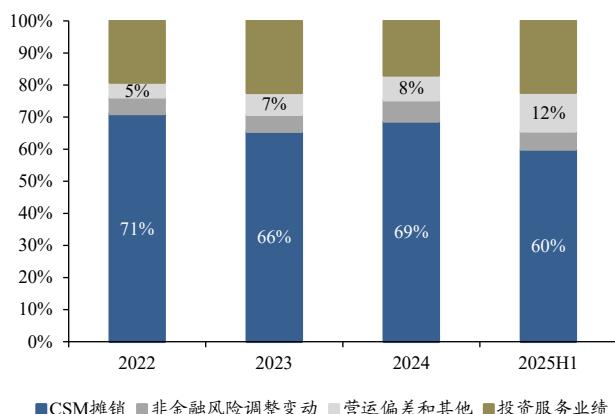
CSM 余额预期转正为未来营运利润增长和稳定分红压实基础。从平安营运利润结构来看，三大主业合计几乎贡献了全部归母营运利润，其中寿险板块占比通常在 70% 以上，是集团营运利润增长的关键。在 IFRS17 准则下，平安寿险合同服务边际 (CSM) 摊销是营运利润的主要构成，约占税前营运利润的 60%-70%。近年来公司 CSM 余额持续下降，主要是由于国内利率下行、新业务盈利水平降低以及非经济假设调整所致，而伴随利率企稳、新业务负债成本改善等因素推动，公司 CSM 余额降幅已经明显收窄，我们预计逐步迎来转正，将为未来营运利润增长和稳定分红提供坚实基础。

图19：中国平安寿险业务营运利润调节表（百万元）

	2022	2023	2024	2025H1		2022	2023	2024	2025H1
保险服务业绩及其他	91,710	88,587	86,031	44,840	期初合同服务边际	877,135	818,683	768,440	731,312
合同服务边际摊销	80,590	74,787	71,140	34,630	新业务贡献	35,122	38,951	35,405	25,209
合同服务边际摊销基础	899,273	843,227	802,452	767,838	新业务保费现值	315,274	384,254	395,481	235,145
合同服务边际摊销比例	9.0%	8.9%	8.9%	4.5%	新业务利润率	11.1%	10.1%	9.0%	10.7%
非金融风险调整变动	5,884	6,029	6,859	3,254	预期利息增长	27,106	25,332	24,051	11,197
期初风险调整余额	138,165	142,249	157,162	158,568	调整合同服务边际的估计变更	-42,160	-46,374	-20,640	-1,754
风险调整释放比例	4.3%	4.2%	4.4%	2.1%	适用VFA业务的保险合同金融风险变动	2,069	6,635	-4,804	1,875
营运偏差和其他	5,236	7,771	8,032	6,956	合同服务边际摊销基础	899,273	843,227	802,452	767,838
投资服务业绩	21,785	25,589	17,552	12,918	合同服务边际摊销	-80,590	-74,787	-71,140	-34,630
税前营运利润	113,495	114,176	103,583	57,758	期末合同服务边际	818,683	768,440	731,312	733,208
所得税	-3,685	-8,092	-7,561	-3,138					
营运利润	109,810	106,083	96,022	54,621					

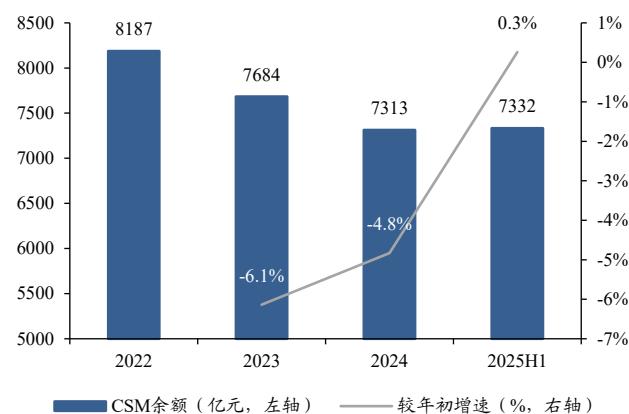
数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

图20: CSM 摊销在税前营运利润占比 60-70%



数据来源: 中国平安历年财报, 东吴证券研究所

图21: 平安寿险 CSM 余额及增速情况



数据来源: 中国平安历年财报, 东吴证券研究所

2. 寿险: 银保业务增长迅猛, 分红转型优化负债成本

2.1. 寿险改革成果释放, 新单保费与 NBV 增长向好

寿险“4+3”改革释放转型成果。2021年以来中国平安持续深化“4渠道+3产品”的寿险业务转型方向, 推动多渠道并重发展, 打造保险+服务差异化体系。到2026年, 公司寿险改革已经走完第五个年头, 转型成效已经在过去几年的经营业绩中得以显现。

图22: 中国平安寿险 4+3 改革框架



数据来源: 中国平安官网, 东吴证券研究所

2023年以来平安寿险新单保费增速向好。2018年以来, 中国平安寿险新单保费缓慢下滑, 主要受到行业增长疲软与疫情等因素影响, 公司也适时开启寿险业务转型。2023年起, 伴随行业经营环境回暖以及公司改革成果释放, 新单保费增速大幅好转, 2023年同比增长44.6%领先同业。2024年由于受到银保渠道“报行合一”短期影响, 新单保费增速有所放缓。2025年前三季度公司用于计算NBV的寿险保费同比增长2.3%, 延续了稳健增长趋势。

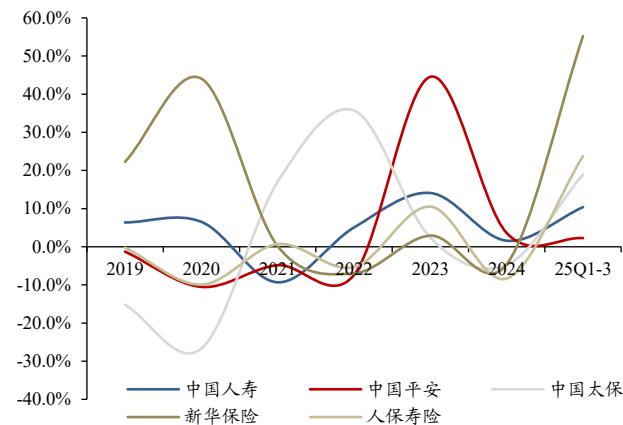
图23：中国平安寿险新单保费及同比增速



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

注：25Q1-3 数据为用于计算 NBV 的首年保费口径

图24：上市险企新单保费增速对比



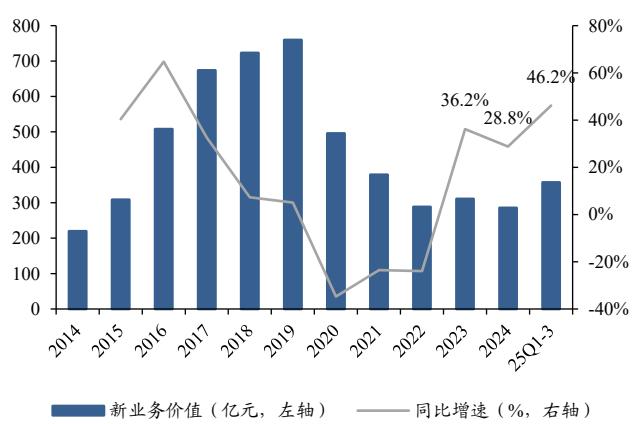
数据来源：上市险企历年财报，东吴证券研究所

注：平安 25Q1-3 数据为用于计算 NBV 的首年保费口径

2024 年以来 NBV 增速快于新单增速。伴随新单保费增速改善，平安寿险业务 NBV 也实现止跌回升，2023 年、2024 年和 2025 前三季度分别同比增长 36.2%、28.8% 和 46.2%（均为可比口径），其中 2024 年以来 NBV 增速快于新单增速，主要是受益于银保渠道“报行合一”、预定利率下调等因素影响带动 NBV margin 回升。

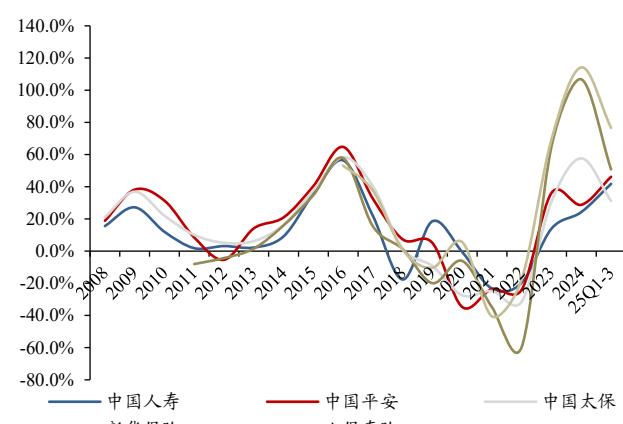
我们看好中国平安 2026 年负债端增长表现。过去几年平安负债端增长表现均处于同业前列水平，展望 2026 年，我们对公司新单保费与 NBV 增长持乐观判断，主要是基于：1) 行业渠道结构向银保为主转变，头部公司市场份额提升，平安银保业务增长潜力突出。2) 分红险转型趋势延续，以平安为代表的大公司产品销售更有优势。3) 综合金融+医疗健康生态将成为支撑公司业务发展的重要砝码。

图25：2023年以来中国平安NBV持续快速增长



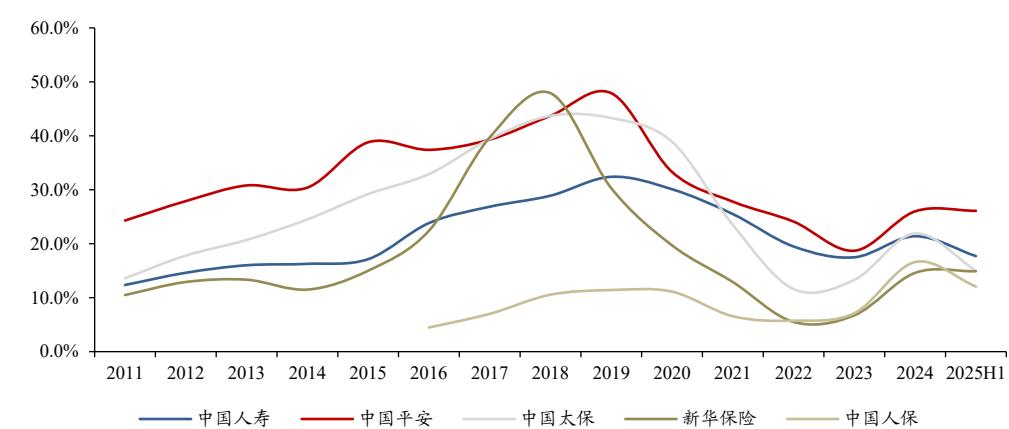
数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

图26：上市险企NBV同比增速对比



数据来源：上市险企历年财报，东吴证券研究所

图27：中国平安 NBV margin 仍高于同业



数据来源：上市险企历年财报，东吴证券研究所

2.2. 银保大时代来临，平安银保渠道扩张潜能深厚

2.2.1. 趋势：银保有望重回行业第一大渠道定位

1、存款搬家趋势延续，银保渠道场景优势凸显

“存款搬家”大趋势仍在延续。随着国内存款利率不断下降，银行存款对投资者吸引力逐步降低，存量存款到期与新增资金开始从银行存款领域转移，逐步寻求其他更高回报的投资资产配置。2025年居民存款累计增加14.6万亿元，占当年新增存款总额的55%，为近四年最低占比；而非银存款累计增加6.4万亿元，占比24%，规模与占比均为近十年最高。我们认为，随着国内利率维持低位、商业银行5年期定存产品下架和存量存款继续到期，“存款搬家”的大趋势仍将延续。

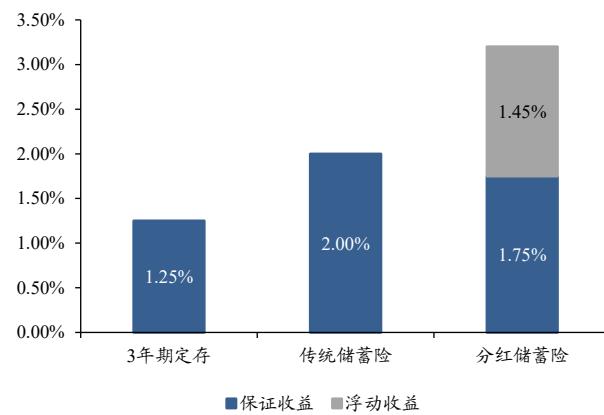
储蓄险配置需求旺盛，银保渠道场景优势凸显。在“存款搬家”大趋势下，保险产品相对吸引力凸显，特别是分红型储蓄险凭借更高保本收益（1.75%）和浮动收益设计，有望承接从银行存款流出的配置需求。而银行渠道掌握居民财富配置的主账户，我们预计居民存款向其他金融资产转移将率先在银行体系内完成，天然的场景优势更有利于完成储蓄型保险产品销售，因此我们继续看好银保渠道对保险新增长的推动作用。

图28: 2025年非银存款增加额大幅提升(亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图29: 3年期定期存款与保险产品收益率比较



数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 分红险浮动收益不确定, 按3.2%分红水平展示。

2、“报行合一”提升银保价值表现

“报行合一”落实带动银保业务价值率提升, 对头部公司吸引力提升。2024年起银保渠道正式进入“报行合一”政策实施阶段, “报行合一”要求保险公司必须确保上报监管部门的费用率与实际执行费用率完全一致, 禁止通过隐性费用转移等方式进行渠道套利。在“报行合一”执行后, 因佣金率压缩及高价值产品占比提升, 上市险企银保渠道整体NBV margin显著提升, 头部公司对银保渠道重视程度也大幅提高。

表3: “报行合一”之后银保渠道NBV margin显著提升

	2023	2024	同比变动	2024H1	2025H1	同比变动
中国人寿	5.4%	16.0%	10.6pct	4.2%	11.7%	7.5pct
中国平安	16.4%	24.6%	8.2pct	10.7%	28.6%	18.0pct
中国太保	5.6%	15.5%	9.9pct	4.8%	12.4%	7.6pct
新华保险	1.4%	10.1%	8.7pct	13.8%	13.1%	-0.7pct
人保寿险	3.2%	13.6%	10.4pct	8.6%	9.9%	1.2pct
中国太平	5.8%	31.5%	25.7pct	15.6%	19.3%	3.7pct

数据来源: 上市险企历年财报, 东吴证券研究所

注: 1) 新华2024年数据为新假设口径, 其他公司2023-2024年数据均为旧假设口径; 2) 新华、人保2024H1数据为旧假设口径, 其他公司2024H1-2025H1数据均为新假设口径。3) 中国人寿银保NBV采用非个险整体数据作为替代。

2.2.2. 优势: 内外兼修打开平安银保渠道增长空间

1、内部: 依托专业化团队, 深挖平安银行专属渠道价值

综合金融战略是内部银保发展的坚实基础。中国平安综合金融战略框架突出“一个平安”文化, 不同成员公司在客户经营、风险管理、投资运作、后台集中与运营、消费者权益保护、品牌管理、价值体系等方面实现管理文化的协同与统一, 为平安寿险与平

安银行业务深度协同奠定坚实基础。

平安银行零售客户规模庞大，蕴含巨大价值潜能。截至 2025H1 末，平安银行拥有零售客户 1.27 亿户，管理资产规模 4.21 万亿元，其中高净值的私行客户 10 万户，管理资产规模 1.97 万亿元，庞大且稳健增长的零售客户业务基础成为平安内部银保业务发展的沃土。

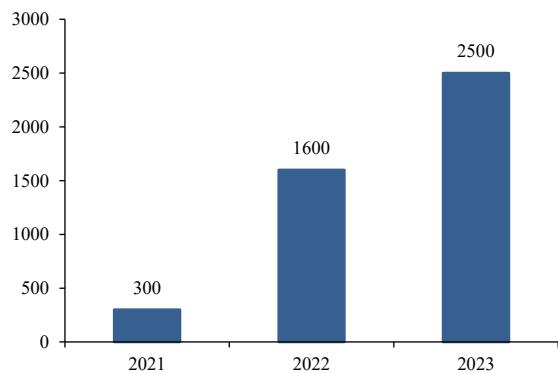
表4：平安银行零售客户业务体量庞大

	2021	2022	2023	2024	2025H1
零售客户数（万户）	11821	12308	12543	12554	12668
其中：财富客户数	110	127	138	146	148
其中：私行客户数	7.0	8.1	9.0	9.7	10.0
零售客户 AUM（亿元）	31826	35873	40312	41941	42128
其中：私行客户 AUM	-	-	19155	19755	19662

数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

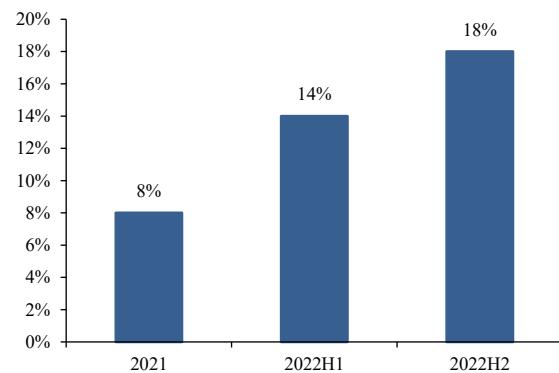
建设精英化的银保优才队伍，深化寿险与银行业务合作。2021 年平安寿险与平安银行深化合作，协助打造平安银行新优才队伍，当年招募超 300 名精英理财经理，近全员拥有本科以上学历，致力于更好地为客户提供个性化私人财富管理服务。2022 年银保优才队伍已经覆盖 30 余家分行，人均 NBV 约为寿险代理人钻石队伍的 1.4 倍。到 2023 年末，平安银保优才队伍人员规模已经超过 2500 人，同比增长约 1.5 倍。同时，平安寿险在培训、产品、服务等方面开展深度合作，提供针对性的产品体系，提升客户服务品质。受深化转型带动，2022-2023 年平安银保渠道迎来价值跨越式发展，分别实现 NBV 同比增长 15.9% 和 77.7%。

图30：中国平安银保优才队伍规模（人）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图31：平安银行新银保团队占整体队伍中收比重



数据来源：平安银行官网，东吴证券研究所

图32：平安银行新银保团队服务体系深度依托集团产品与生态资源



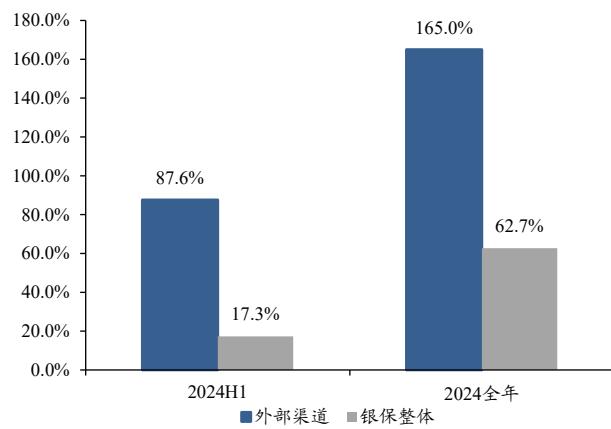
数据来源：平安银行官网，东吴证券研究所

2、外部：积极拓展外部渠道合作，网点扩张空间较大

积极拓展外部银保渠道合作，扩充优质合作网点数量。2021 年起平安开始积极与外部主力银行渠道深化合作，提升协销专业度，完善银保化“产品+体系”。2024 年平安深化“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，推进多元化布局，扩充优质合作网点，推动渠道扩面提质。

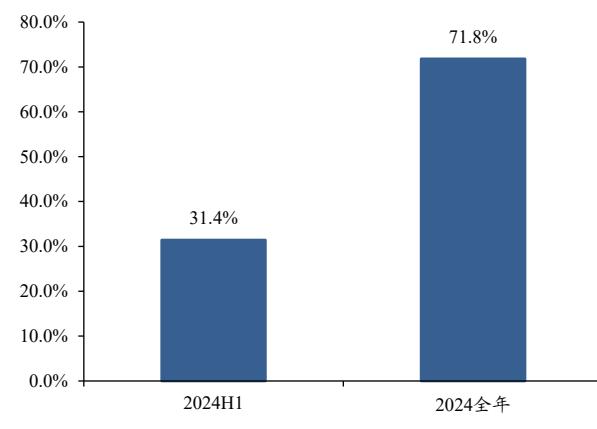
外部渠道快速增长，正成为平安银保发展的新动力。伴随外部渠道合作不断深化，带动 NBV 呈现快速增长态势，2024H1 和 2024 全年外部渠道 NBV 分别实现同比增长 87.6% 和 165%，远高于公司银保渠道整体增速的 17.3% 和 62.7%。除了合作网点扩展以外，公司坚持标准化经营深耕提产，强化队伍绩优建设，外部渠道人均产能也实现了同比大幅提升。

图33：平安银保外部渠道 NBV 同比增速更高



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

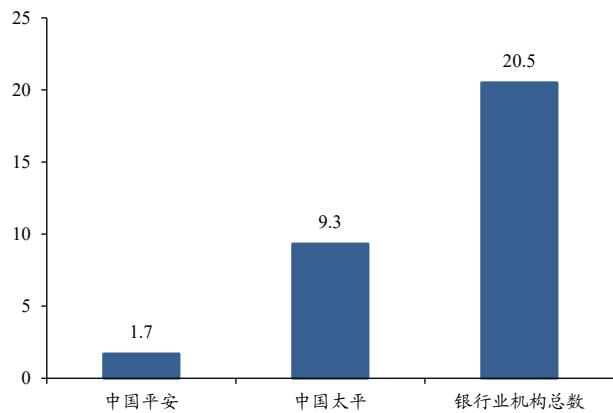
图34：平安银保外部渠道人均产能同比大幅提升



数据来源：中国平安业绩材料，东吴证券研究所

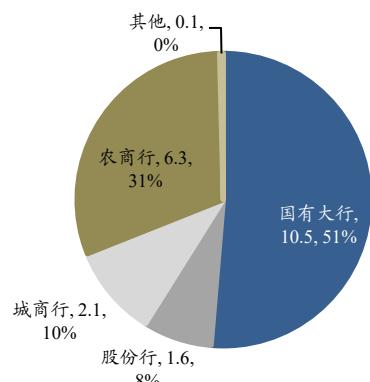
我们认为平安合作网点数量仍有较大增长空间。截至 2025H1，中国平安外部合作网点数量达到 1.7 万家，较年初的 1.2 万家大幅增长 42%，但是仍然低于同业公司同期数据，在全国超过 20 万家银行机构中渗透率还有很大提升空间。以公司重点面向的国有大行、股份行和城商行数据计算，当前合计机构数约 14.1 万家，若以 30%-40% 渗透率为假设目标，则合作机构数可达到 4.2-5.7 万家，较 2025H1 数量可提升 1.5-2.3 倍。

图35：平安合作网点数仍有较大增长空间（万家）



数据来源：上市险企财报，金监总局，东吴证券研究所。注：平安、太平数据截至 2025H1，行业数据截至 2026.01

图36：不同类型银行机构数结构（万家）

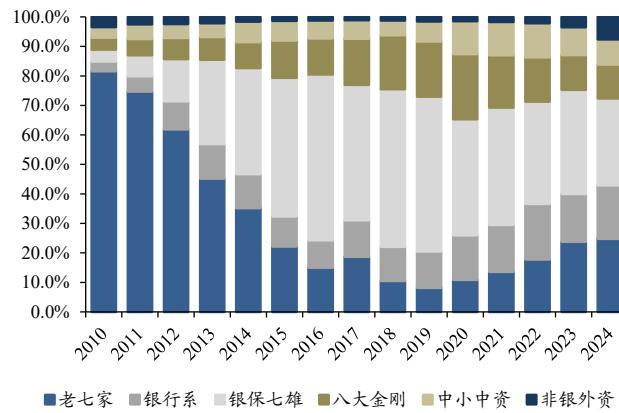


数据来源：金监总局，东吴证券研究所
注：数据截至 2026.01.19

医疗养老生态布局形成差异化优势，强化平安在银保市场的竞争壁垒。在银保渠道“报行合一”时代的竞争中，大型险企凭借更强的产品创新能力、更完善的客户服务体系占据优势。中国平安较早布局医疗科技领域，目前已经形成成熟生态，能够通过优质的增值服务赋能保险产品销售，构筑在银保渠道合作中的重要砝码。

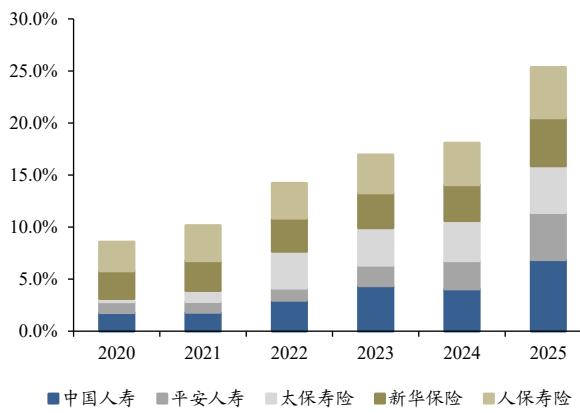
银保市场“老七家”市占率提升，看好中国平安份额继续提高。在银保渠道“报行合一”落地与“1+3”合作限制放开后，头部险企竞争优势凸显，开始“抢占”份额，市占率明显提升。依托深耕内部渠道、拓展外部渠道，叠加优质产品与服务生态布局，我们看好中国平安在银保市场上继续提升市场份额。

图37：近年来老七家险企银保市场份额明显提升



数据来源：13 个精算师，东吴证券研究所
注：1) 以上为银保新单规保口径。2) 老七家指国寿、平安、太保、泰康、新华、太平、人保寿，银行系指商业银行下属寿险公司，银保七雄指大家、瑞众、生命、和谐健康、前海、君康（富泽）、中汇，八大金刚指海港、国华、阳光、百年、珠江、信泰、上

图38：2020 年以来平安银保市场份额逐步提高



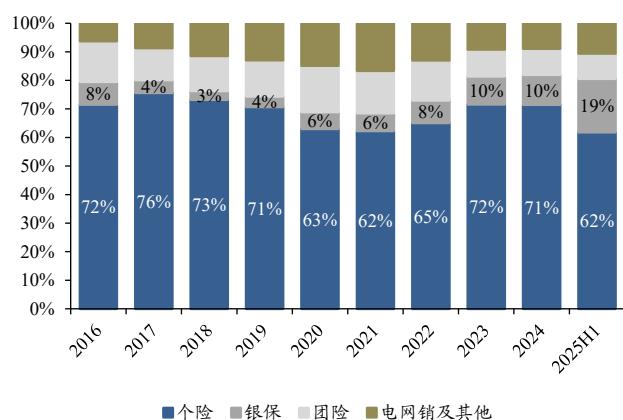
数据来源：13 个精算师，东吴证券研究所
注：以上为银保新单规保口径

海、中融，中小中资和非银外资指未包含在以上的中资和外资寿险。

2.2.3. 现状：银保渠道对平安寿险新单及 NBV 贡献提升

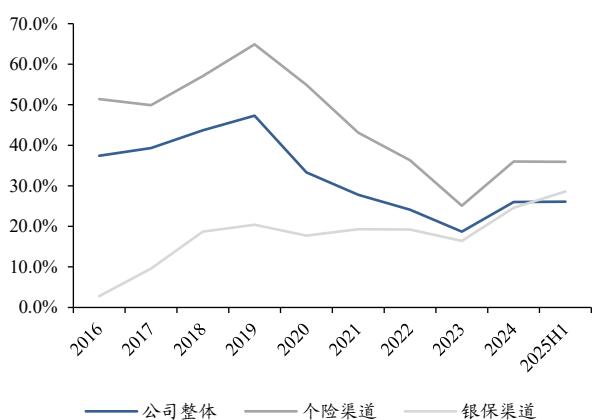
当前银保渠道对平安新单保费和 NBV 贡献已经明显提升。1) 2025H1 平安银保渠道新单规模保费达 228.8 亿元，同比增长 74.7%，其中期缴业务 169.6 亿元，同比大幅增长 148.8%；银保新单增速显著高于个险渠道 (-20.1%)，在整体业务中占比提升至 18.7%。2) 受益于“报行合一”影响，平安银保渠道 NBV margin 水平明显提升，是带动 NBV 增长的另一主要因素。2025H1 平安银保渠道 NBV margin 为 28.6%，同比提升 18.0pct，银保 NBV 同比大幅增长 169%，占比提升至 26.7%。2025Q1-3 平安银保 NBV 同比增长 170.9%，增速继续领先个险 (23.3%)。

图39：2025H1 平安银保渠道新单保费占比约 19%



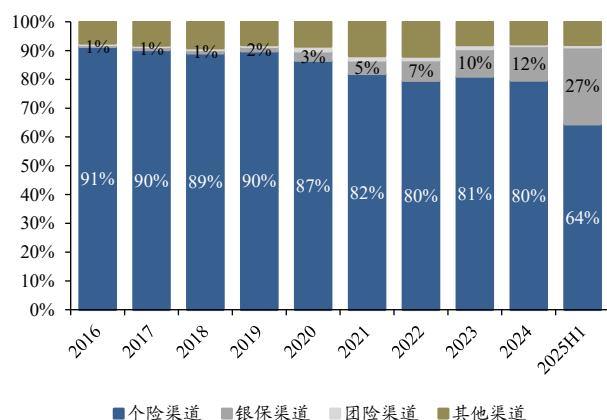
数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

图40：中国平安银保渠道 NBV margin 显著提升



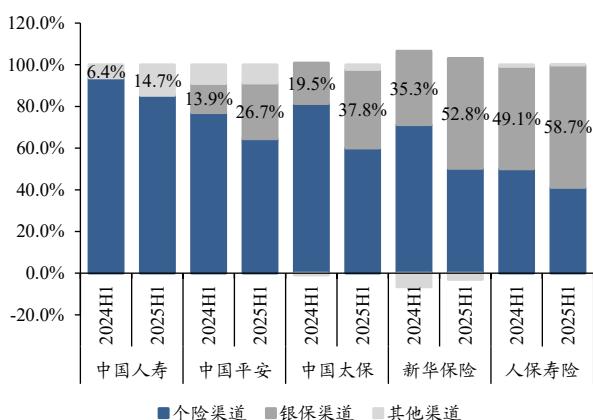
数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

图41：2025H1 平安银保渠道 NBV 占比约 27%



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

图42：上市险企 NBV 渠道结构比较

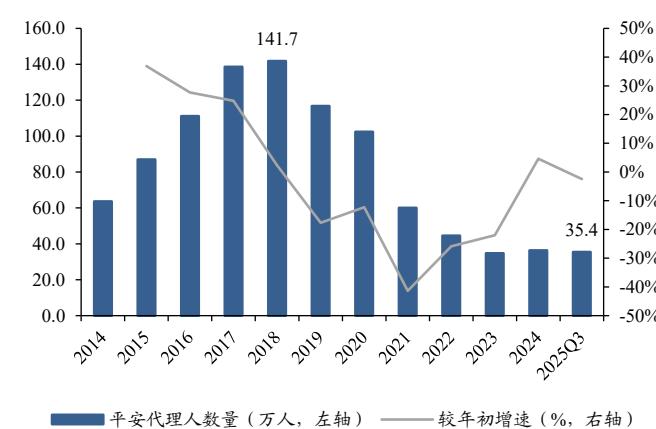


数据来源：上市险企历年财报，东吴证券研究所

2.3. 个险基本盘质态改善，产能提升趋势不变

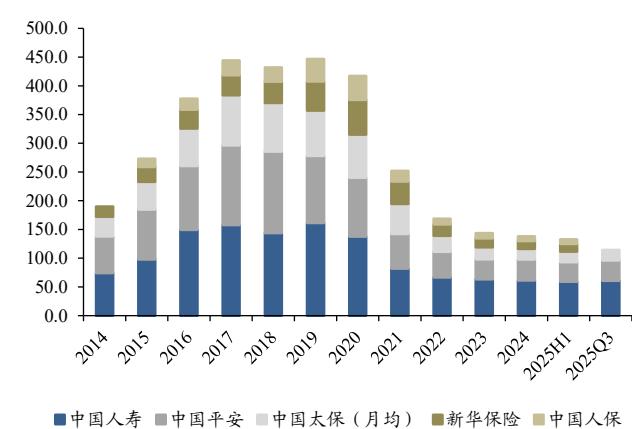
平安寿险代理人规模已经企稳。平安寿险代理人规模自 2018 年达到顶峰 141.7 万人，此后伴随行业经营环境变化、主动推进队伍转型改革等因素影响，公司加强存量清虚、提高优增标准，人力规模持续下降，直到 2023 年后已经实现企稳。截至 2025 年 Q3 末，公司寿险代理人共计 35.4 万人，较年初微降 2.5%，较年中增长 4.1%。

图43：中国平安寿险代理人规模企稳



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

图44：上市险企代理人规模走势（万人）

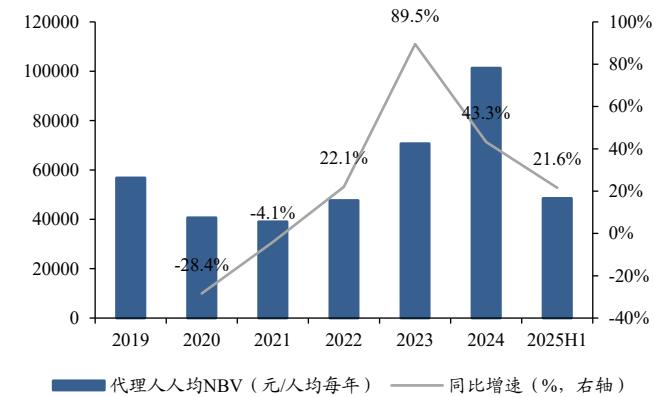


数据来源：上市险企历年财报，东吴证券研究所

个险队伍质态持续改善，持续深化高质量发展。平安寿险构建以“基本法、培训、客户经营、产品+服务”为一体的队伍发展“四合一”体系，推动主管做强、存量做优、增量做好，助力队伍结构改善。2024年新增人力中的大专及以上学历销售人员占比同比提升 0.5pct，2025H1 整体人力中大专及以上学历销售人员占比同比提升 1.5pct。

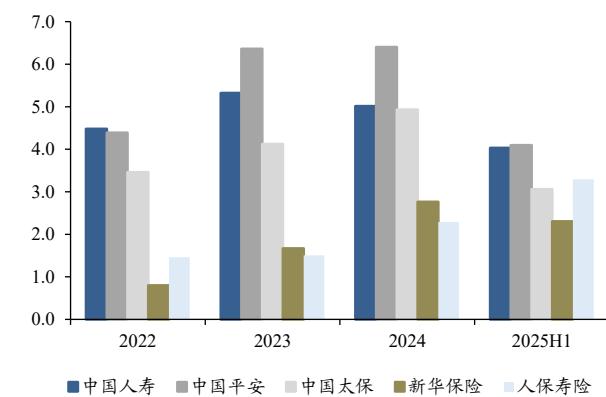
代理人人均产能持续提升，且高于同业。2022 年以来平安代理人人均 NBV 保持两位以上同比增速，其中 2023 年同比增长 89.5% 创近年来最高增速，2025H1 也实现同比增长 21.6%。从横向对比来看，根据我们测算，2023 年以来平安代理人人均 NBV 水平高于同业，队伍销售能力突出。

图45：2022 年以来平安代理人人均 NBV 持续提升



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

图46：平安代理人人均 NBV 高于同业（万元/人每年）



数据来源：上市险企历年财报，东吴证券研究所

注：测算数据可能与公司披露数据存在口径差异。

2025 上半年个险新单保费增速短期承压。近年来平安个险渠道新单保费增速出现较大波动，经历连续下滑后，2023 年个险新单创下增长高峰，主要是由于改革成效释放与市场需求旺盛。2025 年上半年，个险新单规模保费约 756 亿元，同比下滑 20.1%，个险新单期缴保费约 451 亿元，同比下滑 20.9%。我们认为，个险新单保费增速承压或主要由于分红险转型的短期影响，在公司人力规模企稳+人均产能提升带动下，依然看好公司个险新单的长期增长趋势。

图47：2025上半年中国平安个险新单保费短期承压

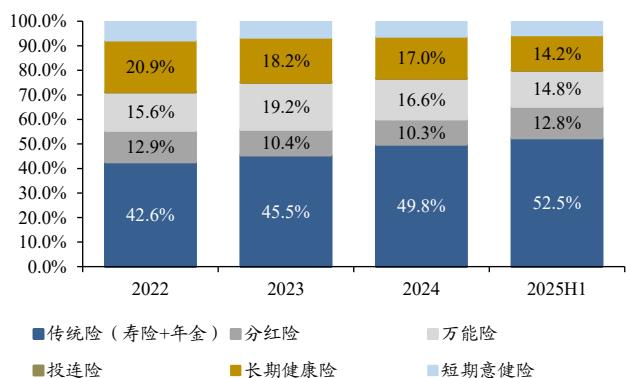


数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

2.4. 推进分红险转型，持续优化负债成本

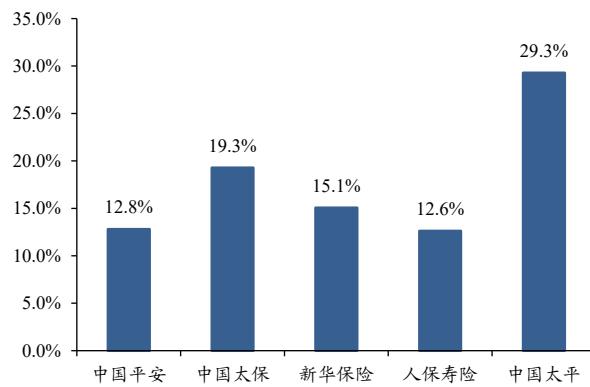
分红险保费占比提升，预计负债成本持续优化。随着寿险产品预定利率下调，平安寿险将浮动收益的分红产品作为研发重点，2025 年上市分红产品“金越司庆版”并持续推动主力产品“金越”分红系列，满足客户对固浮结合的财富类产品的偏好。2025H1 平安分红险占整体规模保费的 12.8%，在新业务价值中占比约 40%。我们预计 2026 年公司分红险占比将进一步提升，而分红险更低的刚性成本有望推动公司负债成本进一步优化，降低长期利差损经营压力。

图48：2022-2025H1 中国平安寿险保费分险种结构



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

图49：2025H1 上市险企分红险占总保费比重



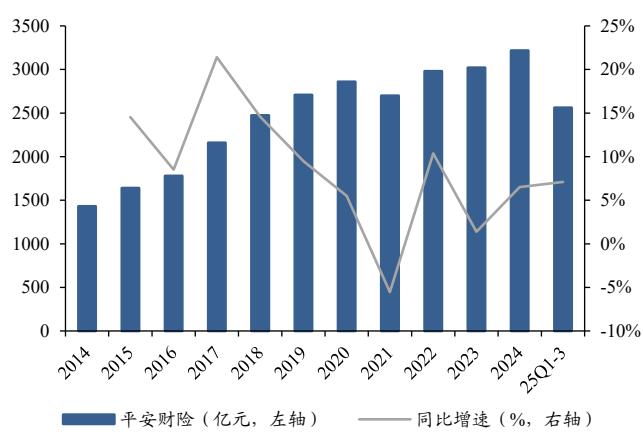
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

3. 财险：信保风险出清，COR 回归常态

3.1. 市场份额基本稳定，保证保险业务已经大幅收缩

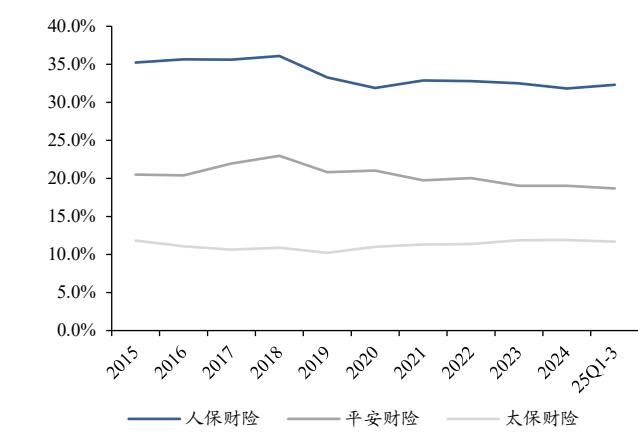
平安财险保费规模增长趋势向好，市场份额基本稳定。1) 2014-2024 年中国平安财险保费规模由 1432 亿元增长至 3218 亿元，年均复合增速为 8.4%，其中 2021 年保费同比下滑，主要由于车险综改影响；2023 年保费增速放缓，主要是公司主动收缩保证保险业务所致。2024 年以来，平安财险保费增长趋势向好，2025 年前三季度财险保费规模为 2562 亿元，同比增长 7.1%。2) 财险市场集中度较高，头部三家公司市场份额基本稳定。2025 年前三季度，人保、平安和太保财险保费市占率分别为 32.3%、18.7% 和 11.7%。

图50：中国平安财险保费规模波动增长



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

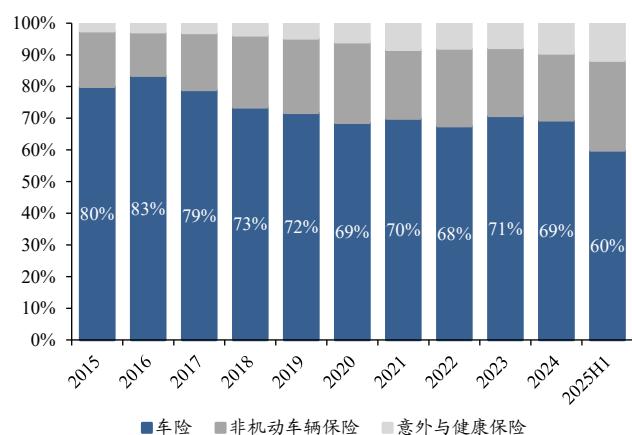
图51：财险市场头部公司市场份额基本稳定



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

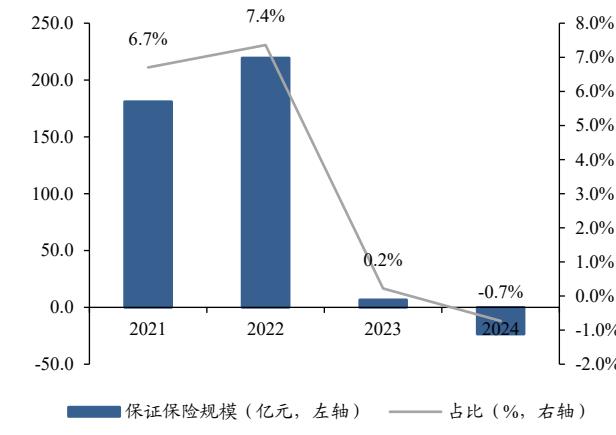
非车险占比继续提升，保证保险业务规模已经大幅收缩。1) 从业务结构来看，平安财险与行业整体趋势一致，近年来非车险业务占比持续提升，2025 年前三季度公司非车险保费占比提升至 35.2%。2) 2022 年保证保险开始出现赔付风险，2023 年起公司已快速收缩相关业务规模，至 2024 年末责任余额已经明显下降，风险敞口快速收敛，对整体业务影响大幅降低。

图52：中国平安财险业务中非车险占比持续提升



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

图53：中国平安保证保险业务快速收缩

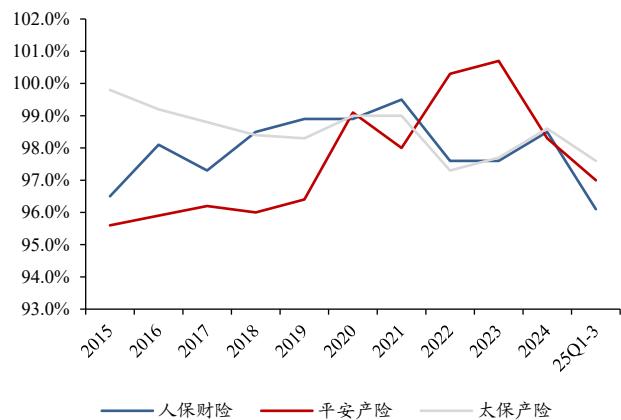


数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

3.2. COR 水平回归常态

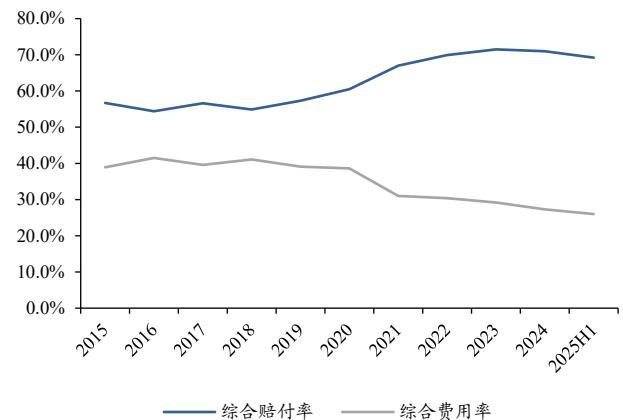
目前平安财险综合成本率已经回归正常区间，车险与非车险整体均承保盈利。随着保证保险业务风险的快速出清，平安财险的综合成本率重新回到盈利区间，2024 全年和 2025 年前三季度综合成本率分别为 98.3% 和 97.0%，分别同比改善 2.4pct、0.8pct。2025H1 承保利润达 79.8 亿元，同比大幅增长 126%，已回到历史较好水平。分业务来看，2024 年以来车险与非车险整体均实现承保盈利，整体业务质地良好，2025H1 综合成本率分别下降 2.6pct、2.8pct 至 95.5% 和 94.4%。

图54：三大险企财险综合成本率走势对比



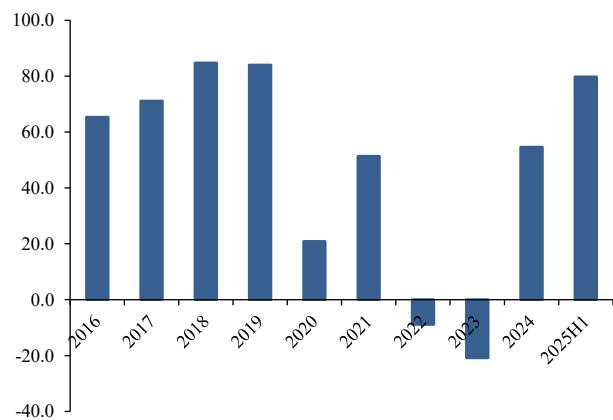
数据来源：上市险企历年财报，东吴证券研究所

图55：中国平安综合赔付率与综合赔付率情况



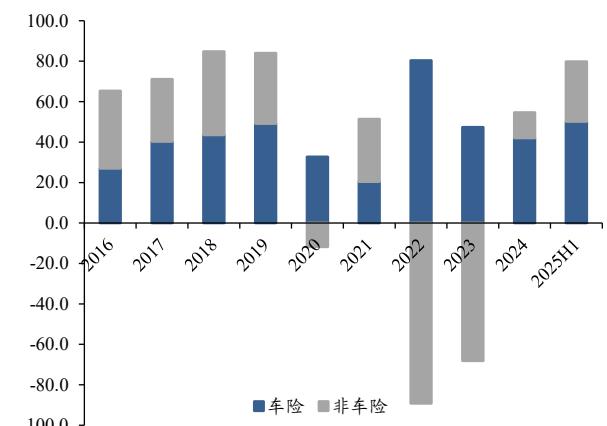
数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

图56：平安财险承保利润已经恢复正常水平（亿元）



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

图57：2024年以来车险与非车险均承保盈利（亿元）



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

表5：中国平安财险分险种承保盈利情况

综合成本率	2021	2022	2023	2024	2025H1
车险	98.9%	95.8%	97.7%	98.1%	95.5%
责任保险	105.1%	105.4%	106.3%	102.7%	97.6%
保证保险	91.2%	131.4%	131.1%	102.2%	-
意外伤害险	93.8%	94.5%	106.0%	99.0%	98.4%
企业财产险	92.9%	-	97.7%	-	-
健康保险	-	95.2%	95.2%	93.4%	89.8%
农业保险	-	-	-	99.8%	98.0%
承保利润（亿元）	2021	2022	2023	2024	2025H1
车险	20.47	80.32	47.32	42.01	50.20
责任保险	-8.20	-9.29	-13.73	-6.44	2.83
保证保险	28.10	-90.13	-68.34	-2.48	-
意外伤害险	10.12	8.47	-6.72	1.11	1.05
企业财产险	3.22	-	2.13	-	-
健康保险	-	3.98	5.11	9.87	8.74

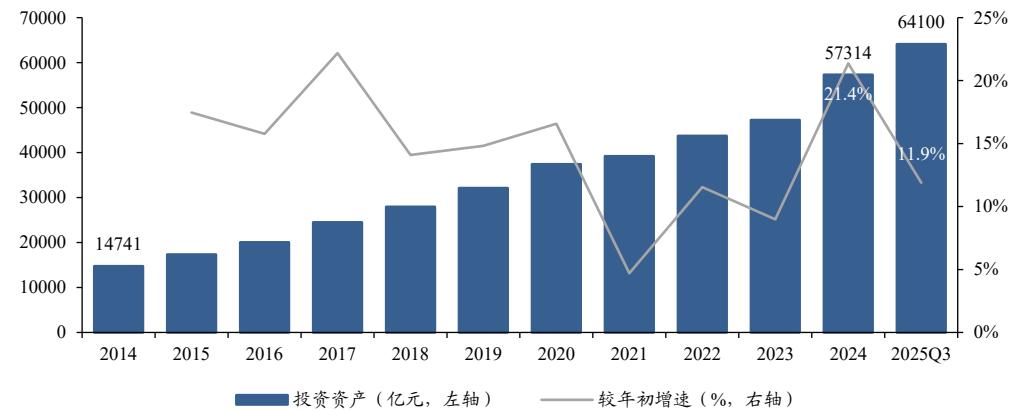
数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

4. 投资：稳健配置风格，地产投资风险可控

4.1. 投资产资产持续增长，资产配置风格稳健

伴随负债端增长，中国平安投资资产规模持续提升。2014-2024 年中国平安投资资产规模由 1.47 万亿元增长至 5.73 万亿元，年均复合增速高达 14.5%。2025 年 Q3 末，公司投资资产规模超 6.41 万亿元，较年初增长 11.9%。

图58：中国平安投资资产规模持续增长

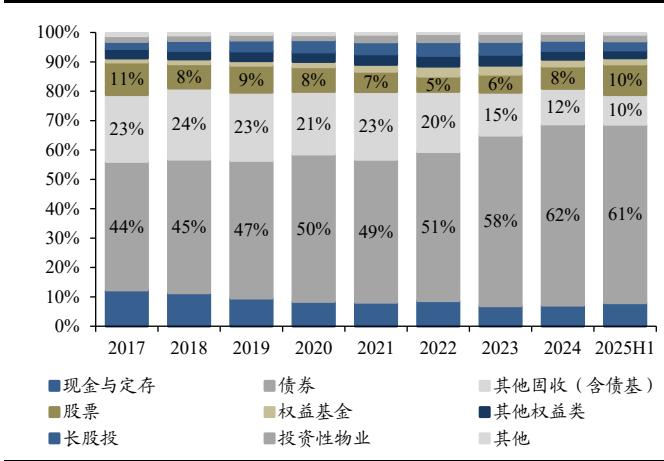


数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

平安采取“双哑铃型”配置结构，近年来持续增配债券和二级权益投资。1) 固收投资方面，坚持匹配负债的思路，主动逢高配置利率债，合理利用交易型固收增厚收益，维持成本收益与久期的良好匹配。2) 权益投资方面，坚持长期投资理念，深化价值型和

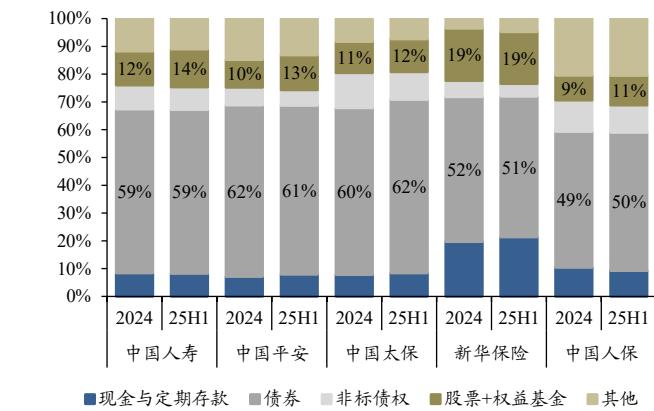
科技成长型的均衡配置。3) 2023 年以来中国平安持续增配债券和二级市场权益投资，债券和股票投资占比分别从 2022 年的 50.7%、5.2% 提升至 2025H1 的 60.8% 和 10.5%。4) 截至 2025 年中，中国平安投资资产中现金与定期存款/债权类/股权类/长股投/投资性物业占比分别为 7.9%、70.9%、15.2%、3.1% 和 2.2%，分别较年初 +0.8pct、-2.9pct、+2.3pct、-0.3pct 和 -0.1pct。

图59：中国平安历史资产配置结构变化



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

图60：上市险企大类资产配置结构比较



数据来源：上市险企历年财报，东吴证券研究所

中国平安投资端的突出特点在于 FVOCI 股票占比较高的稳健风格。自 2018 年提前执行 IFRS9 准则以来，平安保持了较高的 FVOCI 股票比例，以降低报表波动性。在 2023 年全面切换新准则之后，平安 FVOCI 股票占比为 A 股 5 家险企中最高，2025H1 末高达 65.3%。这一配置风格使得平安在权益投资方面对高股息标的偏好程度更高，在股市波动背景下财务投资收益率和净利润的稳定性更强。

表6：2025H1 中国平安股票 FVOCI 占比为 A 股五家公司中最高

单位：亿元		规模			占比		
		股票合计	FVTPL	FVOCI	FVOCI 较年初增速	FVTPL	FVOCI
中国人寿	2023	4302	4154	148		96.6%	3.4%
	2024	5011	4409	602	306.8%	88.0%	12.0%
	2025H1	6201	4799	1403	133.2%	77.4%	22.6%
中国平安	2023	2921	1170	1751		40.1%	59.9%
	2024	4374	1742	2632	50.3%	39.8%	60.2%
	2025H1	6493	2250	4243	61.2%	34.7%	65.3%
中国太保	2023	1885	1613	271		85.6%	14.4%
	2024	2551	1790	761	180.5%	70.2%	29.8%
	2025H1	2831	1874	957	25.9%	66.2%	33.8%
新华保险	2023	1062	1009	54		95.0%	5.0%
	2024	1808	1502	306	472.2%	83.1%	16.9%
	2025H1	1992	1618	374	22.3%	81.2%	18.8%
中国人保	2023	455	295	160		64.8%	35.2%
	2024	602	329	273	70.5%	54.6%	45.4%

2025H1	946	507	439	60.7%	53.6%	46.4%	1.1 pct
--------	-----	-----	-----	-------	-------	-------	---------

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：①中国人寿 2023 年数据采用 H 股报告；②中国人寿与新华保险未包含计入长股投的鸿鹄基金相关投资。

表7：2025年以来中国平安举牌标的一览

交易日	AH股	标的	行业	持股比例	股息率
2025/1/8	H股	邮储银行	银行	5.00%	6.2%
2025/1/10	H股	招商银行	银行	5.00%	5.8%
2025/2/17	H股	农业银行	银行	5.00%	5.8%
2025/3/13	H股	招商银行	银行	10.00%	4.5%
2025/5/9	H股	邮储银行	银行	10.00%	5.9%
2025/5/12	H股	农业银行	银行	10.00%	5.4%
2025/6/17	H股	招商银行	银行	15.00%	4.0%
2025/8/8	H股	邮储银行	银行	15.00%	4.5%
2025/8/12	H股	中国太保	非银金融	5.00%	3.5%
2025/8/13	H股	中国人寿	非银金融	5.00%	3.3%
2025/8/26	H股	农业银行	银行	15.00%	5.0%
2025/9/11	H股	中国太保	非银金融	10.00%	3.6%
2026/1/5	H股	农业银行	银行	20.00%	4.8%
2026/1/6	H股	招商银行	银行	20.00%	6.4%

数据来源：中国平安官网，wind，东吴证券研究所

注：1) 持股比例指交易后占 H 股流通股比例；2) 股息率为交易日对应 TTM 股息率。

4.2. 净投资收益率水平领先，总投资收益率稳定性强

过去十年投资收益率水平均值在 5%左右。2015-2024 年十年间中国平安平均净、综合投资收益率分别为 5.0%和 5.1%，2022-2024 年三年间平均净、综合投资收益率分别为 4.2%和 4.0%。

从净投资收益率看，目前公司仍然处于下行趋势当中，与同业趋势基本一致。我们认为，由于目前国内利率水平仍然偏低、资产荒压力依然存在，公司存量资产逐步到期、新增固收投资收益率逐步下降，未来净投资收益率仍有继续下降空间。但是，平安有较多高股息属性权益资产配置，股息收入对净投资收益形成一定支撑作用，历史净投资收益率水平在主要同业中处于领先地位。

表8：近十年来上市险企净投资收益率情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	十年平均	标准差	25H1	同比(pct)
中国平安	5.8%	6.0%	5.8%	5.2%	5.2%	5.1%	4.6%	4.7%	4.2%	3.8%	5.0%	0.7%	3.6%	-0.4
中国人寿	4.3%	4.6%	4.9%	4.6%	4.6%	4.3%	4.4%	4.0%	3.7%	3.5%	4.3%	0.4%	2.8%	-0.3
中国太保	5.2%	5.4%	5.4%	4.9%	4.9%	4.7%	4.5%	4.3%	4.0%	3.8%	4.7%	0.5%	3.4%	-0.2
新华保险	4.9%	5.1%	5.1%	5.0%	4.8%	4.6%	4.3%	4.6%	3.4%	3.2%	4.5%	0.6%	3.0%	-0.2
中国人保	5.5%	5.7%	5.5%	5.5%	5.3%	5.0%	4.8%	5.1%	4.5%	3.9%	5.1%	0.5%	3.7%	-0.1

数据来源：上市险企历年财报，东吴证券研究所

注：由于各公司投资收益率计算方法存在差异，以上数据不宜直接横向对比，仅供参考；平安和太保 2025H1 数据经过简单年化 (*2)。

从总投资收益率看，新准则下平安表现稳定性更强。从近十年维度来看，平安的总投资收益率排名位于行业中游，波动率也并不占优势，这主要是由于 2018 年公司提前执行 IFRS9 准则的影响。从 2023-2024 年新准则数据看，平安总投资收益率弹性较低、稳定性更强，主要是由于较高 FVOCI 股票比例的影响。

表9：近十年来上市险企总投资收益率情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	十年平均	标准差	25H1	同比 (pct)
中国平安	7.8%	5.3%	6.1%	3.7%	6.9%	6.2%	4.0%	2.4%	3.0%	4.5%	5.0%	1.7%	3.7%	-0.7
中国人寿	6.2%	4.6%	5.2%	3.3%	5.2%	5.3%	5.0%	3.9%	2.6%	5.5%	4.7%	1.1%	3.3%	-0.3
中国太保	7.3%	5.2%	5.4%	4.6%	5.4%	5.9%	5.7%	4.2%	2.6%	5.6%	5.2%	1.2%	4.6%	-0.8
新华保险	7.5%	5.1%	5.2%	4.6%	4.9%	5.5%	5.9%	4.3%	1.8%	5.8%	5.1%	1.4%	5.9%	1.1
中国人保	7.3%	5.8%	5.9%	4.9%	5.4%	5.8%	5.8%	4.6%	3.3%	5.6%	5.4%	1.0%	5.1%	1.0

数据来源：上市险企历年财报，东吴证券研究所

注：由于各公司投资收益率计算方法存在差异，以上数据不宜直接横向对比，仅供参考；平安和太保 2025H1 数据经过简单年化 (*2)。

但从综合投资收益率角度看，上市险企之间的差异并不明显。考虑到上市险企数据披露并不全，且计算口径差异较大，我们根据各公司财报数据自行计算了综合投资收益率，可以看到近十年来不同公司间差异并不突出，预计主要是由于各公司投资资产规模庞大、资产配置结构较为接近。

表10：近十年来上市险企综合投资收益率情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	十年平均	标准差
中国平安	7.3%	4.1%	7.5%	3.1%	6.7%	3.9%	3.7%	2.7%	3.2%	5.1%	4.7%	1.7%
中国人寿	7.3%	2.6%	4.5%	3.1%	7.0%	6.2%	4.8%	1.9%	3.2%	5.2%	4.6%	1.8%
中国太保	7.7%	3.8%	4.7%	4.9%	6.8%	6.9%	5.1%	2.3%	2.5%	5.1%	5.0%	1.7%
新华保险	8.2%	6.5%	5.3%	2.5%	7.1%	7.1%	4.8%	1.8%	1.8%	5.6%	5.1%	2.2%
中国人保	8.1%	4.8%	5.4%	4.5%	7.4%	6.9%	5.6%	2.1%	3.3%	5.8%	5.4%	1.7%

数据来源：上市险企历年财报，东吴证券研究所

注：以上数据为根据各公司财报数据计算得到，与披露口径可能存在差异。计算方法为：①旧准则下综合投资收益=总投资收益+AFS 公允价值变动，新准则下综合投资收益=总投资收益+其他权益工具投资公允价值变动；②平均投资资产采用期初+期末的平均值；③中国人寿 2023 年为旧准则口径。

4.3. 地产投资敞口有限，整体风险可控

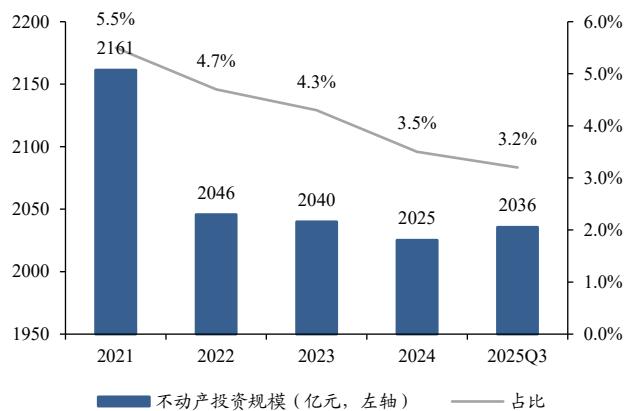
中国平安集团下地产投资主要集中在保险、银行和资管三个板块。

1、保险板块：地产投资敞口降至低位，风险较低的物权类占比超 8 成

保险资金投资组合中不动产相关投资占比持续下降，且物权类投资占绝大部分。自 2021 年以来，中国平安保险资金对不动产投资开始持续控规模、调结构：①不动产投资规模保持在 2000 亿元上下，占比从 2021 年的 5.5% 持续将至 2025Q3 末的 3.2%。②提

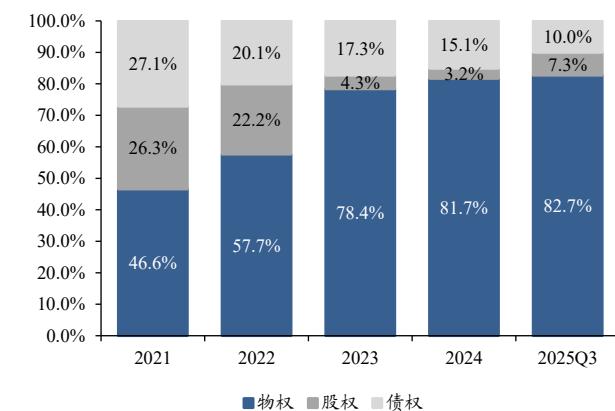
升风险较低的物权类资产（包含直接投资及以项目公司股权形式投资的持有型物业），压降股权与债权类投资敞口，2025Q3末物权类占比已经高达82.7%，债权类和股权类则分别降至10.0%和7.3%，整体风险水平可控。

图61：25Q3末平安保险资金地产投资比例降至3.2%



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

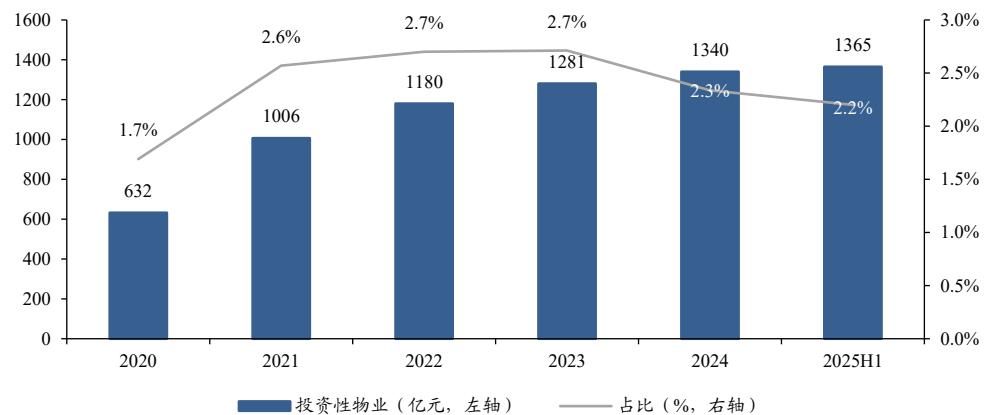
图62：25Q3末平安地产投资中物权类占比约83%



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

1) 投资性物业：2020年以来平安持续增加优质投资性物业布局，主要投向商业办公、物流地产、产业园、长租公寓等收租型物业，以匹配负债久期，贡献相对稳定的租金、分红等收入，并获取资产增值。截至2025H1，投资性物业仍保持2%以上占比。

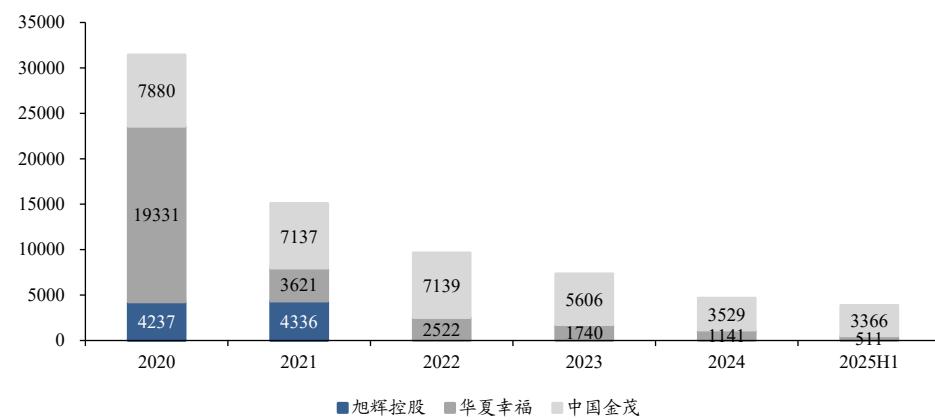
图63：中国平安投资性物业规模及占总投资资产比重



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

2) 长期股权投资：根据合并资产负债表口径，公司长期股权投资中包含部分地产企业，除参股成立的房地产公司外，主要投资对象包括华夏幸福、中国金茂和旭辉控股等。近年来相关投资账面价值持续调减，2022年平安清仓旭辉控股，截至2025H1华夏幸福和中国金茂账面余额分别为5.1亿元、33.7亿元，占总投资资产比例仅约0.1%。

图64：中国平安长期股权投资中主要地产公司情况（百万元）



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

注：不包括公司参股成立的房地产开发公司，如广州璟仓、上海怡滨置业、北京昭泰、武汉地安君泰等，以上主要为以项目公司股权形式投资的持有型物业。

3) 另类投资：自 2021 年以来平安债权计划及债权型理财产品呈现整体占比持续下降，由 2021 年的 11.7% 降至 2025H1 的 5.6%，其中不动产行业相关投资占比也在降低，从 2021 年的 21.4% 降至 2025H1 的 8.8%，据此计算地产类另类投资在总投资资产中占比约 0.5%。

表11：2021 年以来平安债权计划及债权型理财产品结构中地产占比不断降低

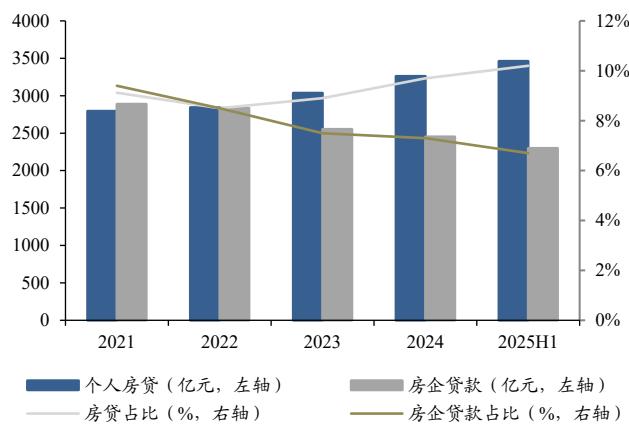
投资占比	2021	2022	2023	2024	2025H1
基建	37.6%	48.1%	56.1%	63.7%	63.7%
非银金融	19.8%	18.9%	16.7%	13.3%	14.8%
不动产	21.4%	13.6%	12.5%	10.5%	8.8%
煤炭开采	0.6%	0.2%	-	-	-
其他	20.6%	19.2%	14.7%	12.5%	12.7%
剩余到期期限 (年)	2021	2022	2023	2024	2025H1
基建	4.45	4.99	4.27	3.74	3.46
非银金融	3.06	2.95	2.03	2.92	2.95
不动产	2.10	2.70	2.85	2.64	2.54
煤炭开采	2.25	3.80	-	-	-
其他	3.88	3.72	3.05	2.60	2.14

数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

2、银行板块：房地产相关贷款结构不断优化

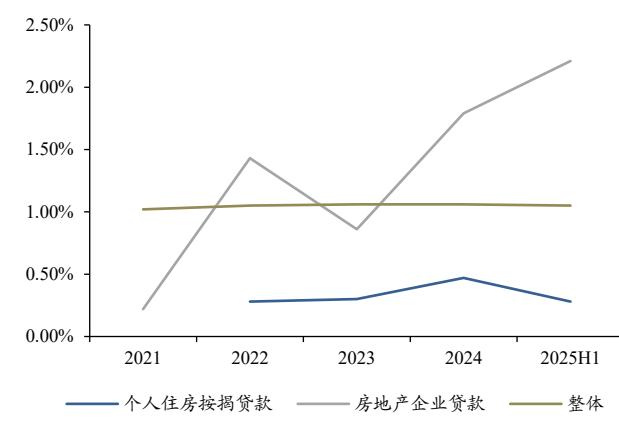
平安银行不动产相关贷款业务结构改善。平安银行涉及房地产的贷款业务主要为个人房贷和房地产企业贷款，前者质地优良，不良率在 0.5% 以下，2025H1 在贷款余额中占比已提升至 10.2%；后者近年来不良率波动提升，2025H1 达到 2.21%，明显高于整体水平 (1.05%)，但贷款余额在持续缩减，占比也从 2021 年的 9.4% 降至 2025H1 的 6.7%。

图65：平安银行房地产企业贷款余额不断下降



数据来源：平安银行历年财报，东吴证券研究所

图66：个人房贷不良率保持较好水平

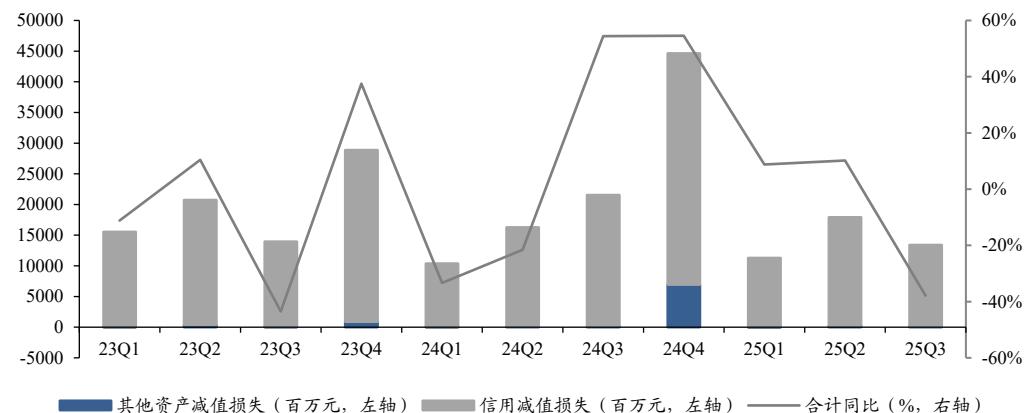


数据来源：平安银行历年财报，东吴证券研究所

3. 资管板块：预计剩余减值计提敞口有限

公司资管板块的房地产敞口主要为平安不动产等平台开展的项目投资，2023、2024年资管板块分别计提约135亿元和80亿元投资资产减值损失，我们预计目前减值计提已经较为充分，后续继续计提敞口可能相对有限，对公司整体业绩影响也较为可控。

图67：2023年以来中国平安分季度减值计提情况



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

表12：2023年以来中国平安资产减值结构拆解（百万元）

	23H1	23H2	2023	24H1	24H2	2024	25H1
贷款减值	27663	35170	62833	23775	32470	56245	27860
投资资产减值损失	6361	3579	9940	1999	17815	19814	-1027
-寿险及健康险	1134	288	1422	835	12236	13071	-374
-资产管理	1274	12219	13493	1599	6377	7976	1291
-其他	3953	-8928	-4975	-435	-798	-1233	-1944
应收账款等其他资产损失	2241	4057	6298	840	15860	16700	2351
-寿险及健康险	150	278	428	349	8864	9213	33

-资产管理	1228	2530	3758	812	4268	5080	1462
-其他	863	1249	2112	-321	2728	2407	856
合计	36265	42806	79071	26614	66145	92759	29184

数据来源：中国平安财报，东吴证券研究所

注：以上数据对应合并利润表“其他资产价值”和“信用减值损失”两科目总和。

5. 投资建议：机构持续欠配的高权重、低估值标的

5.1. 公募基金改革背景下，中国平安高权重、低持仓价值凸显

公募基金改革持续推进，强调产品业绩比较基准的表征作用。1) 2026年1月23日，证监会发布了《公开募集证券投资基金管理人业绩比较基准指引》(简称《指引》)，自3月1日起施行。《指引》突出了业绩比较基准的表征作用，强调业绩比较基准运用的严肃性和稳定性，要求按照规定建立健全以基金投资收益为核心的绩效考核和薪酬管理体系。2) 同日，中基协同步发布《公开募集证券投资基金管理人业绩比较基准操作细则》，明确了业绩比较基准选取和使用的基本要求，基金产品的股票资产采用全市场选股策略的，原则上以宽基指数或其对应的策略指数作为业绩比较基准要素。3) 以2025年新发基金情况来看，采用中证A500和沪深300指数作为比较基准的产品较多，而在公募基金改革背景下，我们预计公募基金产品资产配置将向基准靠拢，重要权重股的配置需求将有所提升。

表13：2025年新发公募基金产品股票指数比较基准情况

基准类型	基准指数	产品数量(只)	基准类型	基准指数	产品数量(只)
宽基	中证A500指数	107	行业主题	上证科创板人工智能指数	22
	沪深300指数	87		中国战略性新兴产业成份指数	14
	上证科创板综合指数	73		国证通用航空产业指数	13
	中证800指数	66		创业板人工智能指数	13
	中证500指数	21		中证医药卫生指数	11
	创业板50指数	18		中证金融科技主题指数	7
	中证A50指数	14		中证机器人指数	7
	上证科创板200指数	14		中证全指自由现金流指数	24
	上证180指数	14		中证红利指数	18
	中证全指指数	13		国证自由现金流指数	14
策略	上证科创板50成份指数	13		中证800自由现金流指数	13
	北证50成份指数	10			
	创业板综合指数	9			

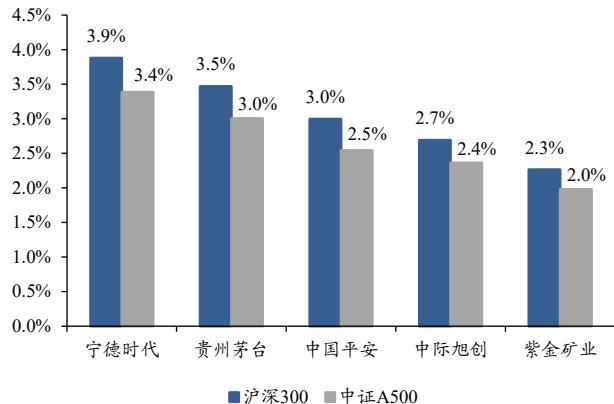
数据来源：中国金融，东吴证券研究所

注：数据截至2025.11.19

中国平安是保险板块最典型的高权重标的。截至1月26日，中国平安在沪深300指数和中证A500指数中所占权重分别为3.0%和2.1%，是两大核心宽基指数中权重占比第三位的个股。从上市险企横向对比看，中国平安的权重超过其余4家公司总和的2

倍，是保险板块中最典型的高权重标的。

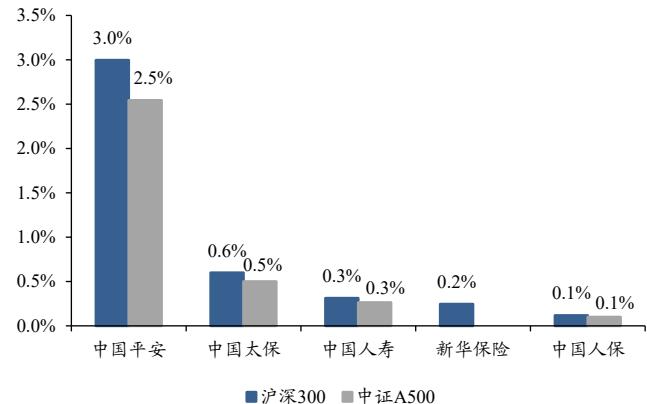
图68：中国平安在核心宽基指数中权重较高



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：数据截至 2026.01.26

图69：中国平安是保险股中最典型的权重股

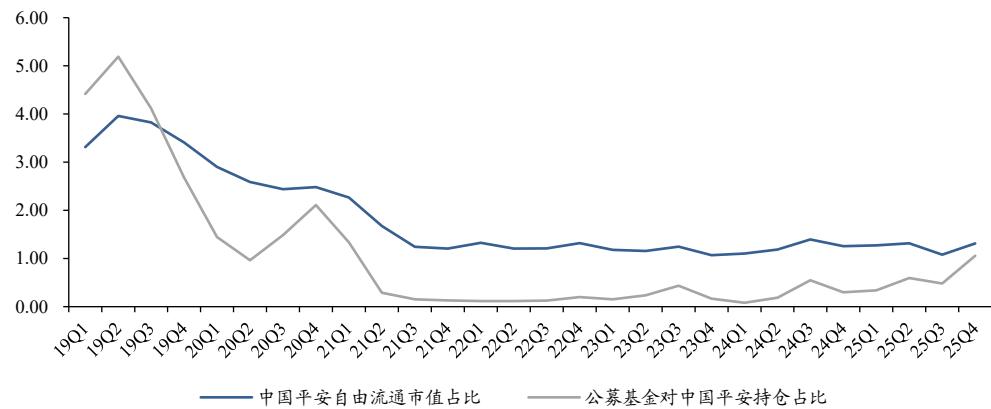


数据来源：wind，东吴证券研究所

注：数据截至 2026.01.26

机构资金对中国平安仍处于低配状态。从主动权益公募基金的资产配置来看，自2020年以来对中国平安持仓比例开始持续低配，2025Q4末对中国平安A股持仓比例为1.06%，仍处于历史较低水平，且低于中国平安自由流通市值在A股市场占比，更明显低于其在核心宽基指数的权重水平。

图70：公募基金对中国平安处于持续低配状态（%）



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

注：1) 中国平安自由流通市值占比=中国平安自由流通市值/A股整体自由流通市值；
2) 公募基金持仓采用主动权益基金重仓流通股口径，持仓占比=对中国平安A股持仓市值/基金A股持仓总市值

5.2. EV 结果可靠性提升，估值仍处于历史低位

1、近十年寿险 ROEV 均值好于同业，长期增长中枢更高

近十年中国平安集团 EV 年均复合增速达 12%。中国平安集团 EV 规模由 2014 年

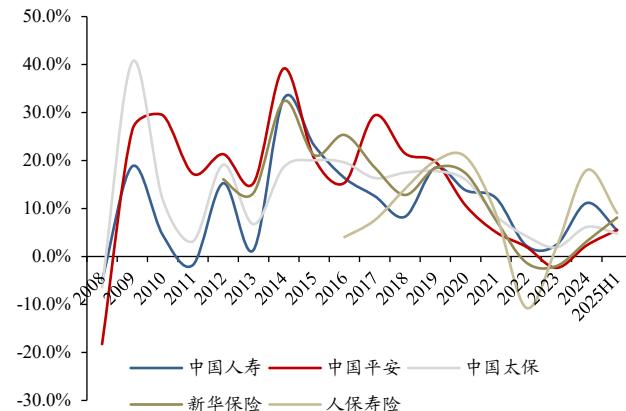
的 4588 亿元增长至 2024 年的 14226 亿元，十年间复合增速达 12.0%，高于中国人寿（11.9%）、和新华保险（11.7%），低于中国太保（12.6%）。2020 年以来，平安集团 EV 增速逐步放缓，主要是受新业务价值贡献减弱、投资偏差持续负贡献等因素影响，2023 年同比下滑 2.4%，还受到精算假设调整的影响。但在 2024 年起平安 EV 已重回正增长，2025H1 末达到 15013 亿元，较年初增长 5.5%。

图71：2025H1 中国平安集团 EV 增速提升



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

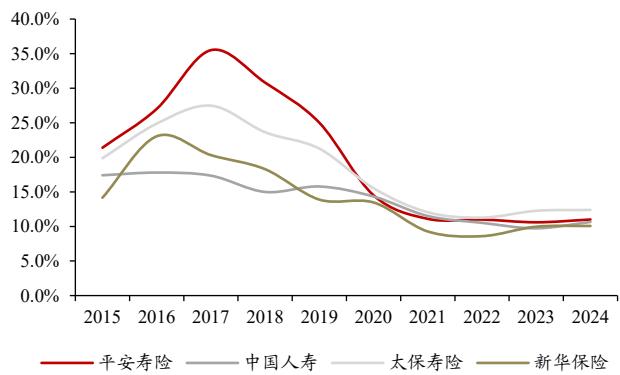
图72：上市险企 EV 历史增速对比



数据来源：上市险企历年财报，东吴证券研究所

近十年平安寿险业务 ROEV 均值好于同业，长期增长中枢更高。寿险业务内含价值营运回报率（ROEV）剔除了短期波动影响，可以体现寿险公司可相对稳定获得的内含价值增长，能够更好反映 EV 的长期增长中枢水平。计算公式为 $ROEV = (期初内含价值的预计回报 + 新业务价值创造 + 营运经验差异 + 营运假设调整) / 期初内含价值$ 。从上市公司过去 10 年 ROEV 均值看，平安寿险最高（19.8%），领先太保寿险（18.1%）、新华保险（14.1%）和中国人寿（14.0%）。近年来上市险企 ROEV 基本上收敛至相近水平，2025H1 平安表现略高于同业，我们预计伴随新业务持续较快增长、EV 假设可靠性提升，公司 EV 长期增长动力正在逐步强化。

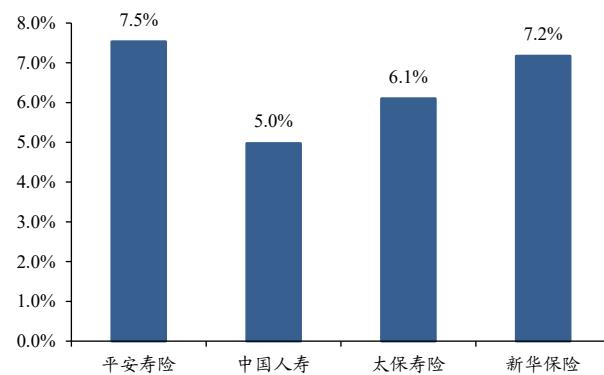
图73：2015-2024 年上市险企寿险 ROEV 走势



数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

注：国寿和太保未单独披露营运假设调整部分，因此 ROEV 计算结果可能略有高估

图74：2025H1 上市险企 ROEV（未年化）对比



数据来源：上市险企历年财报，东吴证券研究所

注：国寿和太保未单独披露营运假设调整部分，因此 ROEV 计算结果可能略有高估

2、精算假设调整压实评估结果，谨慎假设下仍处于低估状态

持续的精算假设调整压实公司 EV 评估结果可靠性。由于国内利率持续走低，2023-2024 年上市险企连续两年调整 EV 评估精算假设，目前各上市险企普遍采用长期投资回报假设 4.0% 和风险贴现率 8.5%（国寿为 8%）作为 EV 评估的假设前提。我们认为，持续的精算假设调整已经压实了公司 EV 评估结果，以此作为估值基础的可靠性提升。

表14：上市险企 EV 精算假设调整情况

公司	长期投资回报假设			风险贴现率		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
中国人寿	5.0%	4.5%	4.0%	10.0%	8.0%	传统险 8%，分红/万能 7.2%
中国平安				11.0%	9.5%	传统险 8.5%，分红/万能 7.5%
中国太保				11.0%	9.0%	8.5%
新华保险				11.0%	9.0%	8.5%
人保寿险				10.0%	9.0%	8.5%
中国太平				11.0%	9.0%	8.5%
阳光保险				11.0%	9.5%	8.5%

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

谨慎假设下平安集团 EV 降幅更低。从更加审慎角度去看，我们以 2025H1 数据为基础，对平安、国寿、太保和新华四家公司进行 EV 的调整处理，统一为长期投资回报假设 3.5% 和风险贴现率 8.5% 的情景，测算结果显示，在投资收益假设下调 50bps 情况下，平安寿险 NBV 和集团 EV 降幅均为同业中最低。以调整后平安集团 EV 计算，1 月 26 日公司总市值仅对应 0.85x PEV，仍处于低估状态。

表15：假设调整下的上市险企 EV 测算（百万元）

	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险
寿险 NBV (4.0%)	28546	34889	9544	6182
寿险 NBV (3.5%)	21524	27206	7410	3836
较当前降幅	-24.6%	-22.0%	-22.4%	-37.9%
寿险 EV (4.0%)	1477827	903419	445024	279394
寿险 EV (3.5%)	1279841	764639	381688	242217
较当前降幅	-13.4%	-15.4%	-14.2%	-13.3%
集团 EV (4.0%)	1477827	1501349	588927	279394
集团 EV (3.5%)	1279841	1362569	529473	242217
较当前降幅	-13.4%	-9.2%	-10.1%	-13.3%

数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：1) 国寿风险贴现率调整为 8.5% 与其他公司保持一致。2) 国寿和新华集团 EV 与寿险 EV 相同。

5.3. 盈利预测&投资建议

对于寿险公司，以 PEV 估值方法为核心，因此我们主要预测中国平安未来内含价值增长情况。

假设：2025-2027 年，1) 期初内含价值的预计回报率均为 7%。2) NBV 增速分别为 +37%、+33%、+20%。3) 集团股东分红/归母净利润比例为 40%。4) 2025 年给予投资回报差异 4%正面贡献，2026-2027 年假设及模型变动、市场价值调整影响、投资回报差异和营运经验差异均为 0。

测算结果：2025-2027 年，中国平安集团期末内含价值分别为 15392 亿元、16345 亿元、17387 亿元（前值分别为 15118/16090/17126 亿元），同比增加 8.2%、6.2% 和 6.4%，对应每股内含价值分别为 85.0 元、90.3 元、96.0 元。

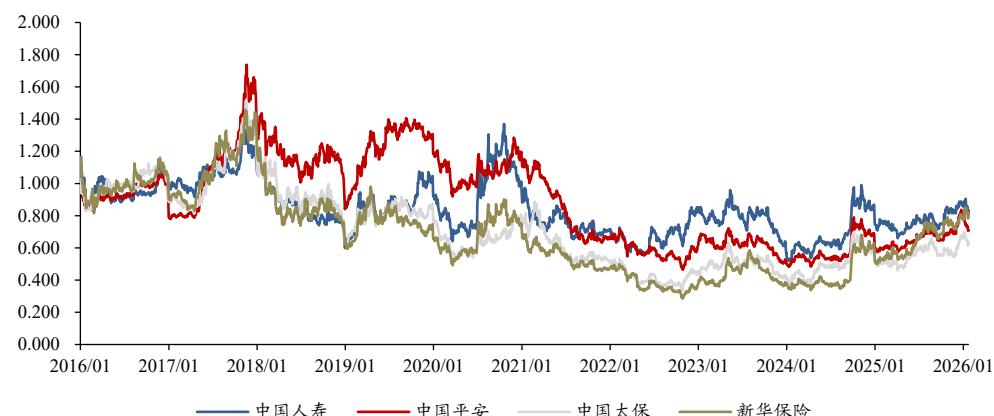
表16：中国平安内含价值测算（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
寿险业务期初内含价值	874786	830975	835094	969641	1092993
年初内含价值的预计回报	68218	57433	58457	67875	76510
新业务价值创造	35605	32271	42686	55478	65763
其他变动	-147634	-85585	33404	-	-
寿险业务期末内含价值	830975	835094	969641	1092993	1235266
其他业务期初的调整净资产	548977	559152	587509	569534	541496
其他业务当年净利润	13068	33582	35251	34172	32490
股东分红	-44002	-44002	-53225	-62211	-70527
其他变动	41109	38777	-	-	-
其他业务期末的调整净资产	559152	587509	569534	541496	503459
集团期末内含价值	1390127	1422602	1539175	1634489	1738724
每股内含价值（元）	76.8	78.6	85.0	90.3	96.0
YoY	-2.4%	2.3%	8.2%	6.2%	6.4%

数据来源：中国平安历年财报，东吴证券研究所

估值仍低，维持“买入”评级。截至 2026 年 1 月 30 日收盘，公司股价对应 0.74x 2026E PEV，分别处于近十年和近五年估值的 43%、72% 分位水平。我们看好公司寿险改革成果继续释放、银保业务保持快速增长，公司业绩有望持续向上，同时高权重、低持仓特性或将进一步催化估值修复提升，维持“买入”评级。

图75：中国平安 PEV 估值仍处于历史较低位置（倍，截至 2026.01.30）



数据来源：wind, 东吴证券研究所

表17：上市保险公司估值及盈利预测

证券简称	价格 (元)	EV (元)				1YrVNB (元)			
		A 股	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024
中国平安 (601318)	66.75	76.77	78.56	85.00	90.27	1.72	1.58	2.15	2.86
中国人寿 (601628)	49.72	44.60	49.57	52.67	56.23	1.30	1.19	1.67	1.90
新华保险 (601336)	83.20	80.30	82.85	89.75	98.08	0.97	2.00	2.96	3.40
中国太保 (601601)	45.55	55.04	58.42	63.09	68.46	1.14	1.38	1.75	2.32
中国人保 (601319)	9.21	6.92	7.89	9.21	10.85	0.15	0.26	0.40	0.47
证券简称	价格	P/EV (倍)				VNBX (倍)			
		A 股	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024
中国平安 (601318)	66.75	0.87	0.85	0.79	0.74	-5.84	-7.50	-8.49	-8.23
中国人寿 (601628)	49.72	1.11	1.00	0.94	0.88	3.93	0.12	-1.77	-3.42
新华保险 (601336)	83.20	1.04	1.00	0.93	0.85	2.99	0.18	-2.22	-4.38
中国太保 (601601)	45.55	0.83	0.78	0.72	0.67	-8.33	-9.34	-10.00	-9.89
中国人保 (601319)	9.21	1.33	1.17	1.00	0.85	15.61	5.08	-0.01	-3.45
证券简称	价格	EPS (元)				BVPS (元)			
		A 股	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024
中国平安 (601318)	66.75	4.73	6.99	7.35	8.59	49.65	51.28	53.82	57.92
中国人寿 (601628)	49.72	1.63	3.78	6.24	6.30	16.88	18.03	22.02	25.52
新华保险 (601336)	83.20	2.79	8.41	13.07	12.00	33.68	30.85	32.82	34.99
中国太保 (601601)	45.55	2.83	4.67	5.52	5.64	25.94	30.29	32.37	35.75
中国人保 (601319)	9.21	0.51	0.97	1.27	1.38	5.48	6.08	6.79	7.56
证券简称	价格	P/B (倍)				P/E (倍)			
		A 股	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024
中国平安 (601318)	66.75	14.11	9.55	9.08	7.77	1.34	1.30	1.24	1.15
中国人寿 (601628)	49.72	30.43	13.14	7.97	7.89	2.95	2.76	2.26	1.95
新华保险 (601336)	83.20	29.79	9.89	6.37	6.94	2.47	2.70	2.54	2.38
中国太保 (601601)	45.55	16.08	9.75	8.26	8.08	1.76	1.50	1.41	1.27
中国人保 (601319)	9.21	17.89	9.50	7.28	6.68	1.68	1.52	1.36	1.22

数据来源：Wind, 东吴证券研究所预测（基于 2026 年 1 月 30 日收盘价）

6. 风险提示

- 1) **长端利率趋势性下行:** 受经济环境承压影响, 长端利率可能长期位于下行通道中, 保险公司利差损风险增大。
- 2) **权益市场波动:** 权益市场向下波动风险可能会导致保险公司投资收益受到负面影响。
- 3) **新单保费承压:** 预定利率下调, 分红险转型可能会影响保险公司新单保费收入。

中国平安财务预测表

主要财务指标 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (元)					保险服务收入	551186	565305	583976	603367
每股收益	6.99	7.35	8.59	9.74	利息收入	123627	133784	139963	147048
每股净资产	51.28	53.82	57.92	62.66	投资收益	83613	114181	142199	159930
每股内含价值	78.56	85.00	90.27	96.02	公允价值变动损益	66504	33216	34794	34048
每股新业务价值	1.58	2.15	2.86	3.43	汇兑收益	380	399	419	440
价值评估 (倍)					其他业务收入	201591	216055	236973	269418
P/E	9.55	9.08	7.77	6.86	资产处置损益	3	3	3	3
P/B	1.30	1.24	1.15	1.07	其他收益	2021	2122	2228	2340
P/EV	0.85	0.79	0.74	0.70	营业收入	1028925	1065065	1140556	1216595
VNBX	-7.50	-8.49	-8.23	-8.55	保险服务费用	449246	464825	480562	495226
盈利能力指标 (%)					承保财务损益	172662	189492	207992	228329
净投资收益率	3.80%	3.40%	3.56%	3.57%	其他费用支出	235368	230371	244235	259763
总投资收益率	4.50%	4.35%	4.63%	4.74%	营业费用	857276	884687	932789	983318
净资产收益率	13.63%	13.65%	14.83%	15.54%	营业利润	171649	180378	207767	233277
总资产收益率	0.98%	0.98%	1.09%	1.18%	税前利润	170495	179166	206495	231941
财险综合成本率	98.30%	97.27%	97.22%	97.20%	所得税	-23762	-24971	-28779	-32326
财险赔付率	71.00%	69.77%	69.92%	69.90%	归属于母公司股东净利润	126607	133064	155526	176317
财险费用率	27.30%	27.50%	27.30%	27.30%	少数股东损益	20126	21132	22189	23298
盈利增长 (%)									
净利润增长率	47.79%	5.10%	16.88%	13.37%	资产负债表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
内含价值增长率	2.34%	8.19%	6.19%	6.38%	货币资金	683433	717605	753485	791159
新业务价值增长率	-8.19%	36.50%	32.84%	19.88%	定期存款	280954	295002	309752	325239
偿付能力充足率 (%)					FVTPL 金融资产	2377074	2493551	2613241	2736063
偿付能力充足率 (集团)	204%	195%	185%	175%	债权投资	1232450	1655081	1774863	1773814
偿付能力充足率 (寿险)	189%	219%	210%	200%	其他债权投资	3186937	2980856	3083599	3312995
偿付能力充足率 (产险)	205%	196%	186%	177%	其他权益工具投资	356493	373961	391911	410331
内含价值 (百万元)					其他资产	4840486	5038330	5294395	5613006
调整后净资产	1085211	1247993	1435192	1650471	资产总计	12957827	13554385	14221246	14962609
有效业务价值	337391	291182	199297	88254	吸收存款	3541448	3581713	3632913	3694753
内含价值	1422602	1539175	1634489	1738724	保险合同负债	4984795	5977801	7173584	8614231
一年新业务价值	28534	38949	51741	62026	卖出回购金融资产款	462292	484137	507646	533653
核心内含价值回报率 (%)	12%	10%	11%	11%	其他负债	2664580	2160125	1482223	609300
寿险新业务保费 (百万元)					负债总计	11653115	12203776	12796366	13451937
趸缴新单保费	-	-	-	-	实收资本	18210	18107	18107	18107
期缴新单保费	-	-	-	-	归属于母公司股东权益	928600	974498	1048768	1134559
新业务合计	125001	128292	176079	214677	少数股东权益	376112	376112	376112	376112
新业务保费增长率 (%)	-6.5%	2.6%	37.2%	21.9%	负债和所有者权益合计	12957827	13554385	14221246	14962609

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

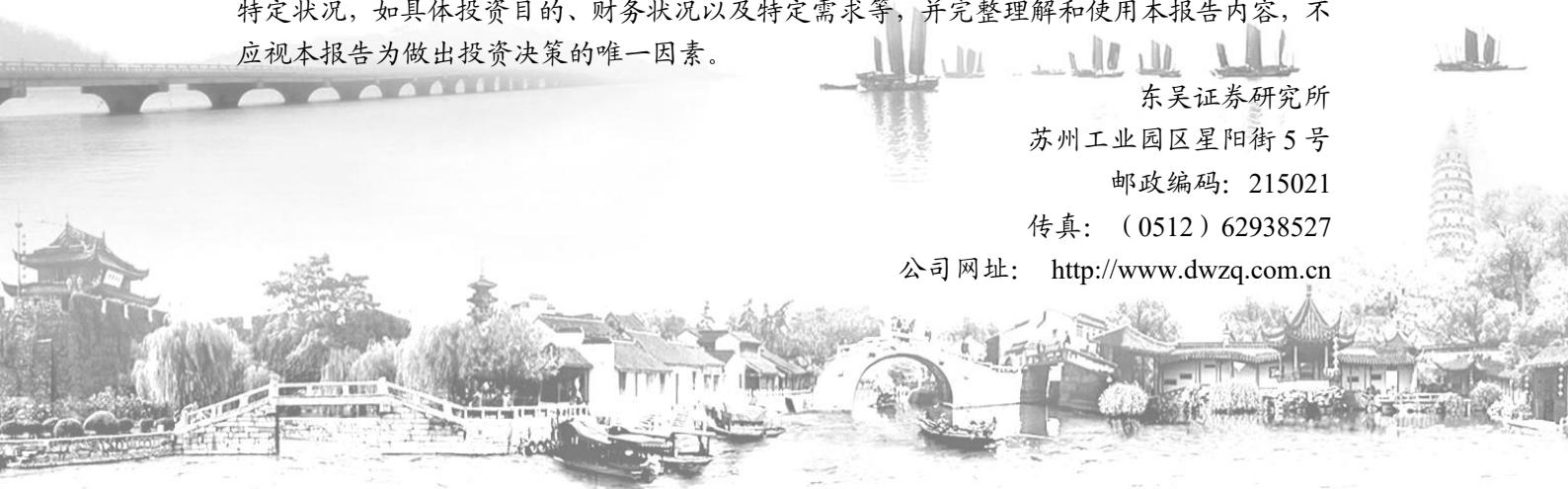
公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>