中国平安 20260903

中国平安：寿险 NBV 重回增长，高股息与综合金融构筑低估值护城河

摘要

- 寿险业务触底反弹，2026 年中报 NBV 增长 15%，NBVMargin 维持 25%行业领先水平。
- 分红险转型加速，2025 年起新单占比达 80%-90%，有效化解利差损风险，VIF 打平收益率约 2%为行业最优。
- 综合金融协同效应显著，银保渠道 NBV 占比达 20%，深度绑定平安银行有效抵御“65 号文”政策冲击。
- 产险综合成本率优化至 95.1%，非车险保费增速 10%优于车险，市场集中度有望随监管治理进一步提升。
- 投资策略转向“固收打底+权益增强”，OCI 股票占比升至 65.6%居行业首位，高股息银行股配置强化收益稳定性。
- 估值处于历史极低区间，P/EV 仅 0.5 倍，A 股股息率约 5%，若修复至 0.8 倍 P/EV 则具备 33%上升空间。

Q&A

请介绍中国平安的发展历程、股权结构、公司治理以及最新的“国家队”持股变动情况？

中国平安成立于 1988 年 3 月，是中国第一家股份制保险企业。公司于 2003 年完成分业重组，更名为中国平安保险（集团）股份有限公司，并分别于 2004 年和 2007 年在港交所与上交所上市，成为国内首家 A+H 两地上市的金融保险企业。关键发展节点包括：2011 年战略控股深发展并整合成立平安银行，完善了综合金融版图；2012 年成立陆金所，布局金融科技；2017 年市值突破万亿元，位居全球保险集团首位。 股权结构方面，公司股权呈现分散化特征，主要股东包括深圳市投资股份有限公司、公司的长期服务计划、中央汇金以及商誉控股有限公司等，各方持股比例均较低。关于“国家队”持股情况，截至 2026 年 6 月末，证金公司合计减持 1.1 亿股，目前仍持有 6.4 亿股，主要减持操作发生在 4 月至

5 月，6 月以来未再卖出。汇金公司持股数量为 4.7 亿股，暂无变化。 在公司治理层面，中国平安实施了核心员工持股计划与长期服务计划。截至 2026 年年中，核心员工持股计划参与人数为 2,282 人，持股金额达 6.37 亿元，占总股本的 0.06%。长期服务计划的参与人数更广，达到 7.14 万人，持股金额为 40.32 亿元，占总股本的 0.41%。这两项计划合计占总股本约 0.5%，旨在将管理层、员工与股东利益深度绑定。

中国平安当前的业务构成和财务表现如何，特别是在营收、利润结构以及分红政策方面有哪些特点？

中国平安的业务覆盖保险、银行、证券、资管等多个领域，形成了“一个客户、多个账户、多种产品”的一站式综合金融服务模式。从营收结构来看，寿险业务占据核心地位且占比呈上升趋势，2025 年底达到 52%；其次是财险和银行业务，2025 年底占比分别为 26.9%和 21.4%。在归母净利润结构方面，寿险及健康险的贡献尤为突出，2025 年占比达到 61.5%，而银行、财险及资管业务的贡献则分别为 16%、9.5%和 9.9%。 公司的分红政策与营运利润高度挂钩，实现了每股分红的长期稳健增长，从 2008 年的每股 0.2 元增长至 2025 年的 2.7 元。自 2016 年采用与营运利润挂钩的分红政策以来，即使净利润出现波动，分红派息依然保持稳定。2016 年至 2025 年，归母营运利润的复合增速为 7.5%。同时，分红比例也从 2016 年的 20%提升至 2025 年底的 37%，为股东回报的持续提升提供了坚实支撑。

在寿险业务的核心指标方面，中国平安的新业务价值和内含价值表现如何？

新业务价值在 2022 年后触底反弹，并于 2026 年中报实现了 15%的增长。内含价值作为衡量寿险业务长期基本盘的指标，无论在行业调整期还是正常发展阶段，均保持了稳定的增长趋势。从新业务价值率（NBV Margin）来看，尽管 2026 年以来受分红险转型影响，包括平安在内的上市公司普遍承压，但平安的 NBV Margin 仍保持在 25%左右的水平，处于行业领先位置。

中国平安在寿险产品策略和渠道建设方面有哪些布局和优势？

在产品策略上，中国平安持续深化“综合金融+医疗养老”的双轮驱动战略，已形成“三经四维”的产品体系，并构建了“保险+服务”的差异化策略。自 2025 年以来，公司明显加快了分红险转型，目前新单保费中约有八至九成为分红险产品。2026 年上半年，分红险业务增速实现大幅提升。这种向浮动收益型产品的转型，有助于与消费者共担风险，从而在一定程度上化解利差损风险。 在渠道建设方面，个人代理人渠道是传统优势。公司于 1994 年在业内率先推行个人代理人制度，队伍规模在 2018 年达到 32.5 万人的峰值。此后，公司聚焦队伍结构升级和专业能力提升，虽然代理人规模有所下降，但人均产能持续处于上升通道，实现了“减量提质”的深度转型。 同时，银保渠道已成为重要的战略支撑。自 2021 年起，平安寿险与平安银行开始推进“新银保”深度合作模式，将代理保

险业务内嵌至银行的财富管理体系中。2025 年，银保渠道贡献的新业务价值占比达到约 20%的较高水平。尽管 2026 年以来受 65 号文影响，行业整体银保渠道的 NBV 占比出现小幅回调，但平安在该渠道的 NBV Margin 依然处于行业头部位置。

在当前监管环境下，平安的寿险业务，特别是银保渠道，展现出哪些独特的优势？其经营性现金流和负债成本表现如何？

平安能够深度绑定集团内的平安银行，这使得其在应对例如“65 号文”等行业政策影响时，所受的负面冲击相对较小，银保渠道的优势因此可能更加凸显。在居民财富转移的趋势下，平安能够积极承接平安银行的业务，沉淀了海量的优质客户，构成了银保协同的关键资源。 从财务指标来看，平安的经营性现金流表现出强大的韧性。近年来，包括平安在内的上市险企已走出压力期，进入经营现金流稳健增长的通道。其中，平安的寿险经营活动现金流金额在头部保险公司中是最高的。这种现金流的稳定性得益于其高价值的产品矩阵以及银保和代理人双渠道的优势，不仅确保了保费端的持续稳定流入，也为资产管理规模的稳健扩张提供了核心保障，进而支撑了其资产端的多元化配置能力。 在负债成本方面，自 2025 年以来，由于风险转型和预定利率的下调，上市公司的 NBV 打平收益率普遍处于明显下降通道，这也带动了 VIF 打平收益率的整体走平。在此背景下，平安的负债端成本率表现仍处于行业最优水平，其 VIF 打平收益率目前大约在 2%左右，因此利差损风险较低。

平安产险业务的整体经营表现、保费结构以及综合成本率情况是怎样的？未来非车险业务的增长前景如何？

平安产险是中国第二大财产险公司，经营的主险超过 1,000 种。从盈利能力看，近十年来其净利润整体保持稳健正增长，仅在 2020 年和 2022 年受阶段性影响有所承压。2025 年，公司净利润实现了 70%的同比大幅增长。从保费收入看，近年来维持个位数稳健增长，截至 2026 年年中，保费收入同比增长了 4%。 在行业比较中，平安产险 2025 年的保费规模显著领先于人保财险、太保财险和太平财险。根据 2026 年上半年的最新数据，其保费规模处于行业中位数水平。综合成本率在 2026 年上半年得到明显优化，降至 95.1%。 从保费结构来看，2026 年上半年，车险和非车险业务均实现正增长。其中，非车险的保费增速更高，约为 10%；车险保费增速约为 5%。考虑到监管层面近期加强了对非车险领域的综合治理，并显著提升了对该业务的重视程度，预计未来头部财险公司如平安，能够凭借其运营能力、网点优势和服务体系，在费用降低的环境下实现更高的市场集中度，非车险业务的扩张前景值得看好。

人在草木间

平安银行业务近期的财务表现、资产质量和风险抵补能力如何？其在集团内的协同效应体现在哪些方面？

自 2023 年以来，平安银行的营收保持增长。截至 2026 年年中，其营收同比增长 1.8%，净利润端也保持相对稳健。存贷款规模整体平稳，2026 年上半年存款余额较年初略有回落。净息差的收窄趋势已显著放缓，截至 2026 年年末的数据为 1.8%。 在风险抵补能力方面，平安银行处于较优水平。同期的拨备覆盖率超过 200%，显示出其稳健的资产质量和风险抵御能力。 对于平安这样的综合金融集团，各业务板块的价值更多体现在协同效应上。例如，尽管“65 号文”对整个行业构成利空，但平安凭借寿险与银行端的强大协同能力，能够显著抵消此类行业政策带来的负面影响。因此，其作为综合金融集团的优势预计在未来会更加凸显。

平安在资产配置，特别是权益类资产配置上有何特点？其投资收益率和资产减值情况如何？

平安的资产配置以固定收益为基础。截至 2026 年年中，其债券投资占比为 55%，相较于 2025 年末下降了 11.5 个百分点，主要原因是增加了对权益类资产，特别是二级市场权益的配置。同期，权益类资产的占比从 2025 年的约 20%提升至超过 21%，这使得公司能在权益上行周期中充分释放业绩弹性，形成了“固收打底、权益增强”的投资组合。 在权益配置结构上，平安的特点在于其以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的资产占比一直稳居行业首位。2026 年上半年，公司显著增配了 OCI 中的股票，相较年初提升了 9.3 个百分点，目前占比达到 65.6%。在这部分持仓中，有接近一半是银行股，这种配置风格有助于在持续的低利率环境中获得稳定的年度分红，同时也能更好地满足监管对偿付能力充足率等指标的要求。 从投资收益率来看，平安的净投资收益率历年均处于行业较高水平，2026 年上半年因银行分红时点调整出现小幅下降，但这属于一次性影响。其综合投资收益率的稳健性强于其他公司，高股息策略带来了明显的稳定性优势。关于资产减值，由地产业务带来的风险敞口正处于持续收窄阶段。减值高峰主要出现在 2021 年至 2023 年期间，自 2024 年以来减值规模已明显收窄。

从历史发展和当前市场环境来看，平安的投资逻辑发生了怎样的变化？其当前的估值水平和投资价值如何？

平安的投资逻辑在 2024 年前后发生了显著变化。在 2024 年之前，尤其是在 2015 至 2020 年间，平安被视为一家成长股。当时，保险渗透率尚处在前期，以重疾险为代表的保障型产品是市场主流，平安凭借其优质的负债端跑出了明显的阿尔法。 然而，2020 年以后，市场环境发生改变。储蓄类险种逐渐取代保障型产品成为核心，这意味着保险公司的盈利模式从依赖死差益和费差益，转向了更核心地依赖利差。在以利差为主导的模式下，投资能力成为衡量保险公司弹性和成长性的最核心指标。 因此，当前平安的定位更像一个被低估的高股息寿险龙头，而不再是 2015 至 2020 年期间那种具有显著阿尔法的成长股。从估值来看，其市

净率目前约在 1 倍左右，处于历史较低位置。市含通（P/EV）约为 0.5 倍，同样处于历史极低估区间。其 A 股股息率约为 5%，具备较高的性价比。综合来看，平安目前处于绝对的低估区间，若以 0.8 倍 P/EV 进行估值，其股价相较于当前水平约有 33%的上升空间。