

## “产品加服务”，打造平安新的价值增长极

**中国平安(601318)**

保险/金融

### ——中国平安更新报告

姓名	电话	邮箱	登记编号
刘欣琦(分析师)	021-38676647	liuxinqi@gtht.com	S0880515050001
李嘉木(分析师)	021-38038619	lijiamu@gtht.com	S0880524030003

#### 本报告导读:

中国平安战略定位“综合金融”+“医疗养老”，依据三大竞争优势打造的“产品+服务”模式将带来盈利长期的稳定增长，构成中国平安新的价值增长极。

#### 投资要点:

- 投资建议:** 投资者当前依然以保险等综合金融视角看待中国平安的价值，在市场担忧长期低利率背景下，当前仅给予公司 0.75 倍 PEV，单就金融业务而言，处于估值低位。此外，我们认为应当给予中国平安“综合金融+医疗养老”战略下构建“产品+服务”新模式带来的长期盈利超预期以合理的估值水平。采用“综合金融+医养服务”的分部估值方法，我们给予中国平安 1.6 万亿目标市值，对应 88.53 元目标价，维持增持评级。
- 中国平安战略定位“综合金融+医疗养老”，“产品+服务”新模式将铸造中国平安价值的新增长极。** 从海外经验来看，随着人口老龄化以及商业健康保险在医疗支付端重要性的提升，转型“产品+服务”是海外头部保险公司尤其是健康险业务为主的保险公司的共性选择，也带来了其长期超越同业 ROE 的水平及盈利确定性。中国人口老龄化和商业健康险在医疗支付端的重要性也将逐步抬升，“产品+服务”新模式将打造中国平安新的价值增长极。
- 凭借领先的综合金融基础、先发的医养布局以及强大的科技能力三大优势，平安集团将构建更高效的“产品+服务”体系。** 我们看好中国平安三大竞争优势推动构建更高效的“产品+服务”体系：1) 凭借综合金融的基础，将形成保障医养服务的强大支付能力；2) 领先同业，通过“自营+合作”模式及早布局医养服务生态圈；3) 贯穿全业务链的强大科技能力助力医养服务供需两端的高效整合。
- 催化剂:** 推动商业健康险的制度性政策
- 风险提示:** 资本市场波动；利率曲线持续下移。

财务摘要(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	913,789	1,028,925	1,067,525	1,123,345	1,198,339
(+/-)%	4%	13%	4%	5%	7%
净利润(归母)	85,665	126,607	144,602	149,459	159,486
(+/-)%	-23%	48%	14%	3%	7%
每股净收益(元)	4.70	6.95	7.99	8.25	8.81
净资产收益率(%)	10%	14%	15%	15%	16%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	13.88	9.39	8.18	7.91	7.41

资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

**评级: 增持**
**目标价格(元): 88.53**

当前价格(元): 65.05

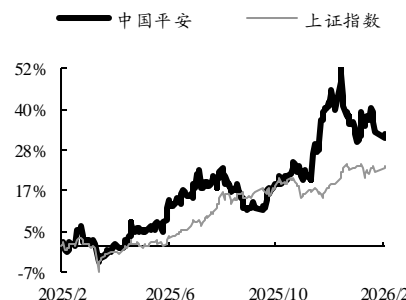
#### 交易数据

52 周内股价区间(元)	48.56-74.32
总市值(百万元)	1,177,902
总股本/流通 A 股(百万股)	18,108/10,660
流通 B 股/H 股(百万股)	0/7,448

#### 资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	986,406
每股净资产(元)	54.47
市净率(现价)	1.2

#### 52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	2%	9%	33%
相对指数	2%	2%	10%

#### 相关报告

- 价值利润环比改善, OPAT 稳健增长 2025.10.29
- 资产负债稳健, 分红回报提升 2025.08.27
- 盈利短期承压, 多渠道驱动 NBV 增长 2025.04.30
- 利润符合预期, 分红政策稳健 2025.03.20
- 利润显著回暖, 核心指标全面改善 2024.10.22

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	913,789	1,028,925	1,067,525	1,123,345	1,198,339
保险服务收入	536,440	551,186	575,236	602,274	637,792
利息收入					
投资收益	36,891	83,613	161,975	181,934	214,061
营业支出	-792,936	-857,276	-871,479	-920,714	-982,113
保险服务费用	-440,178	-449,102	-495,398	-527,409	-567,577
承保财务损失	-123,959	-172,662	-134,589	-145,530	-157,898
营业利润	120,853	171,649	196,046	202,631	216,226
利润总额	120,117	170,495	194,728	201,268	214,772
所得税	-10,843	-23,762	-27,139	-28,051	-29,933
净利润(归母)	85,665	126,607	144,602	149,459	159,486

资产负债表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	577,212	683,433	684,920	714,053	742,076
交易性金融资产	1,803,047	2,377,074	2,382,248	2,483,573	2,581,042
买入反售金融资产	167,660	91,840	92,040	95,955	99,720
债权投资	1,243,353	1,232,450	1,235,132	1,287,667	1,338,202
其他债权投资	2,637,008	3,186,937	3,193,873	3,329,720	3,460,396
其他权益工具投资	264,877	356,493	357,269	372,465	387,082
资产合计	11,583,417	12,957,827	12,986,029	13,538,371	14,069,689
准备金/保险合同负债	4,159,801	4,984,795	5,390,001	5,848,067	6,319,951
负债合计	10,354,453	11,653,115	11,669,280	12,170,093	12,685,013
归母净资产	899,011	928,600	937,167	973,842	985,513

投资结构	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
定期存款	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
债权型投资	70.4%	71.9%	71.9%	71.9%	71.9%
股权型投资	19.6%	18.2%	18.2%	18.2%	18.2%
现金及现金等价物	2.7%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
其它投资	2.6%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%

价值评估	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
调整后净资产	943,662	1,023,002	1,108,457	1,171,016	1,250,522
调整后寿险业务净资产	384,510	435,493	484,511	506,212	539,971
有效业务价值	446,465	399,600	467,121	525,944	586,188
内含价值	1,390,126	1,422,602	1,575,578	1,696,961	1,836,710
寿险内含价值	830,974	835,093	951,631	1,032,156	1,126,159
新业务价值	31,080	28,534	37,824	41,200	44,933

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
新业务价值增速	7.8%	-8.2%	32.6%	8.9%	9.1%
保险服务收入增长率	7.5%	1.3%	4.9%	5.7%	6.4%
寿险保费增长率	10.9%	4.6%	5.1%	5.7%	6.4%
投资收益增长率	-4.5%	126.6%	93.7%	12.3%	17.7%
营业利润增长率	-15.4%	42.0%	14.2%	3.4%	6.7%
净利润增长率	-22.8%	47.8%	14.2%	3.4%	6.7%
总资产收益率	0.7%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
净资产收益率	9.5%	13.6%	15.4%	15.3%	16.2%
总投资收益率	3.0%	4.5%	4.0%	4.0%	4.0%
净投资收益率	4.2%	3.8%	3.0%	3.0%	3.0%

关键估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股内含价值	76.3	78.1	86.5	93.2	100.9
每股收益	4.70	6.95	7.99	8.25	8.81
每股净资产	49.37	50.99	51.75	53.77	54.42
P/EV	0.86	0.84	0.75	0.70	0.65
P/E	13.88	9.39	8.18	7.91	7.41
P/B	1.32	1.28	1.26	1.21	1.20
股息率	3.7%	3.9%	3.6%	3.6%	3.6%

资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

## 目录

1. 顺应外部变化,“综合金融+医疗养老”战略迎机遇期.....	5
1.1. 历经四大战略发展期,当前战略定位“综合金融+医疗养老”.....	5
1.2. 人口老龄化加速和商保重要性抬升两大外力,助推“综合金融+医养服务”战略发力.....	7
2. 他山之石:三大优势打造“产品+服务”模式,UNH 盈利长期超越同业	9
2.1. 支付端以保险为入口提供一站式健康管理方案.....	11
2.2. 供给端深耕客需,满足差异化服务需求.....	12
2.3. 高效整合支付端和服务端,兼顾客户体验和盈利性.....	12
3. 凭借领先的综合金融基础、先发的医养布局以及强大的科技能力三大优势,预计中国平安将构建更高效“金融+服务”体系.....	13
3.1. 凭借综合金融优势,预计平安更能聚合强大的支付能力.....	13
3.2. 领先同业,通过“自营+合作”模式及早布局医养服务生态圈.....	14
3.3. 贯穿全业务链的强大科技能力助力“产品与服务”的高效整合.....	17
4. 投资建议:“产品+服务”打造新的价值增长极,目标价 88.53 元,建议增持.....	19
4.1. 单就综合金融分部,当前股价处于估值低位,具有安全边际.....	19
4.2. “产品+服务”模式将打造新的价值增长极,给予目标价 88.53 元.....	20
5. 风险提示.....	22

## 图表目录

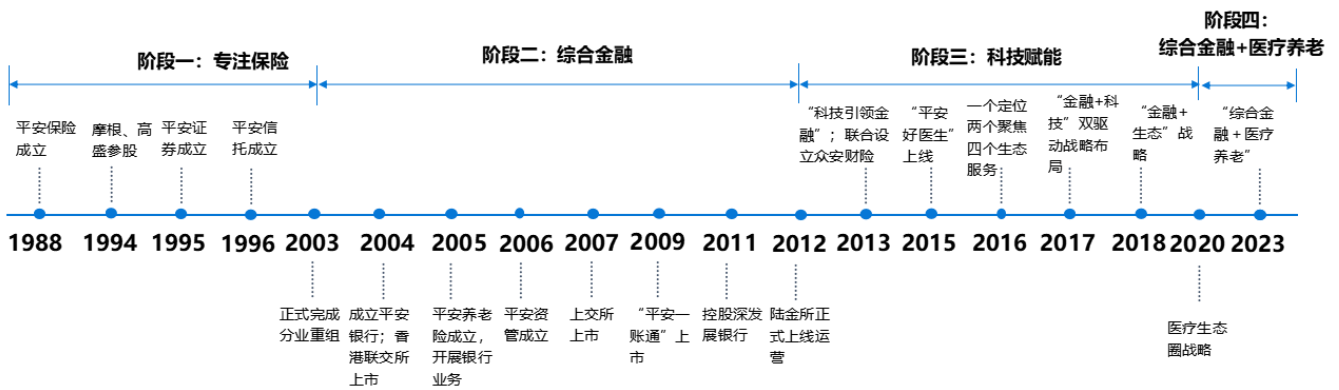
图 1: 中国平安历经四大发展阶段.....	5
图 2: 中国平安当前定位“综合金融+医疗养老”战略.....	5
图 3: 中国平安推动医疗养老服务与金融服务深度融合.....	6
图 4: 中国平安通过“综合金融+医疗养老”战略服务客户“财富保值增值+医疗养老”需求.....	6
图 5: 中国平安医养战略的三阶段发展路径.....	6
图 6: 健康管理流程可覆盖各健康类型人群, 提供差异化健康服务.....	7
图 7: 我国人口少子老龄化趋势日益加强.....	8
图 8: 慢性病是中国居民疾病死亡的主要原因.....	8
图 9: 保险行业协会准则下的健康服务分类体系.....	8
图 10: 我国商业健康险在医疗支付端的占比较低(2024年).....	9
图 11: 美国联合健康等头部健康险公司 ROE 水平和确定性显著高于传统保险公司.....	9
图 12: 联合健康建立“保险+服务”的商业模式.....	10
图 13: UHC 和 Optum 共同带来了 UNH 的收入和盈利高增(百万).....	11
图 14: UNH 的健康险经营成本优于同业.....	11
图 15: 联合健康以健康险为入口为客户提供一站式健康管理方案.....	11
图 16: OptumHealth 基于数据积累和分析进行健康管理方案设计.....	12
图 17: 联合健康建立优选项目用于评定医生服务的质量和效率.....	13
图 18: “平安 e 生保-特需医疗”提供住院保障.....	14
图 19: “平安 e 生保-特需医疗”提供北大医院就医全流程服务.....	14
图 20: 平安通过自营及外部合作积累丰富医疗资源.....	15
图 21: 家庭医生提供全流程健康服务链路引导打通线上线下环节.....	16
图 22: 客户健康管理服务有效提升客户粘性.....	16
图 23: 中国平安通过科技赋能提升客户服务质效.....	18
表 1: 联合健康通过引入专业的护理团队细分客群制定差异化健康方案, 提升药物依从度.....	13
表 2: 中国平安综合金融优势突出.....	14
表 3: 平安健康签约外部供应商名单及服务类型.....	15
表 4: 中国平安机构养老和居家养老服务分别面向高净值和中高端客群....	17
表 5: 中国平安科技研发实力领先行业.....	18
表 6: 中国平安打造“953”科技矩阵, 全面构筑金融科技护城河.....	18
表 7: 过去 5 年, 中国平安保险资产投资收益率超越十年期国债的水平平均为 1.68%.....	19
表 8: 当前中国平安股价隐含了悲观的国债收益率预期.....	20
表 9: 按照当前国债收益率水平, 中国平安综合金融业务合理估值为 1.41 万亿 20	
表 10: 前十大市值保险公司中三家为深度参与医养服务的健康险公司.....	20
表 11: UNH 的市值体现了“产品+服务”模式的协同优势.....	21
表 12: 平安医养服务可比公司估值表.....	21
表 13: 采用分部估值, 我们给予中国平安 15954.07 亿目标市值.....	22

## 1. 顺应外部变化,“综合金融+医疗养老”战略迎机遇期

### 1.1. 历经四大战略发展期,当前战略定位“综合金融+医疗养老”

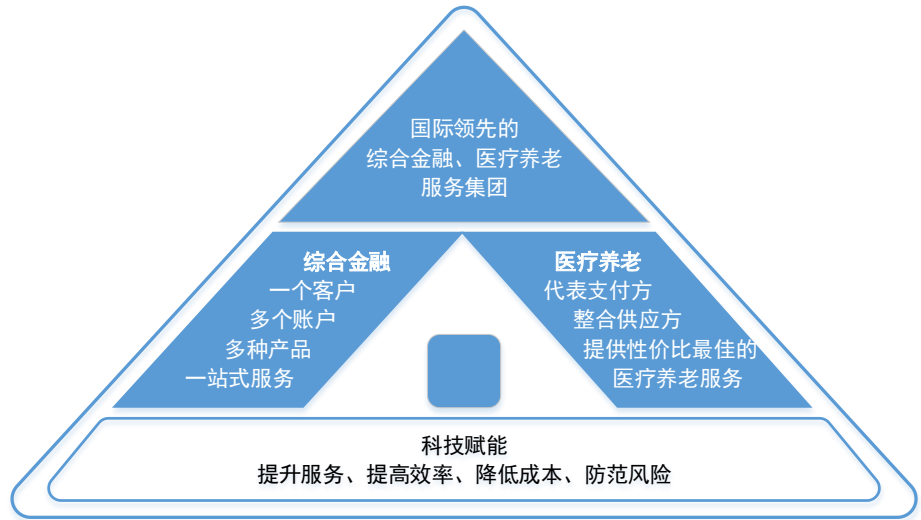
中国平安历经**专注保险-综合金融集团-科技赋能-“综合金融+医疗养老”**四大重要战略发展阶段。阶段一(1988~2002):专注保险,引入外资,开创多项制度先河。平安保险于1988年在深圳成立,1994年开设寿险业务。平安自成立之初就注重引进国际化的治理体系,是中国首家引入外资的保险公司,首家引入寿险代理人制度的保险公司;阶段二(2003~2011):形成综合金融保险集团架构。2003年,平安获批成为中国金融业综合化经营的试点企业,正式完成分业重组,更名为“中国平安保险(集团)股份有限公司”,此后逐步形成以保险为主,融银行、证券、信托、资管为一体的综合性金融服务集团;阶段三(2012~2020):确立科技赋能战略,打造“金融+科技”、“金融+生态”模式。2013年,平安确立“金融+科技”的战略转型;2017年,年报中首次提到打造“国际领先的科技型个人金融生活服务集团”的愿景,孵化陆金所、平安好医生、平安医保科技、金融壹账通四大科技独角兽,并获得快速发展。阶段四(2021~):聚焦综合金融+医疗养老。2021年,平安战略愿景定位“国际领先的个人金融生活服务集团”,2023年提出“综合金融+医疗养老”双轮驱动战略,明确“金融顾问、家庭医生、养老管家”三大服务定位。

图 1: 中国平安历经四大发展阶段



数据来源: 公司官网, 国泰海通证券研究

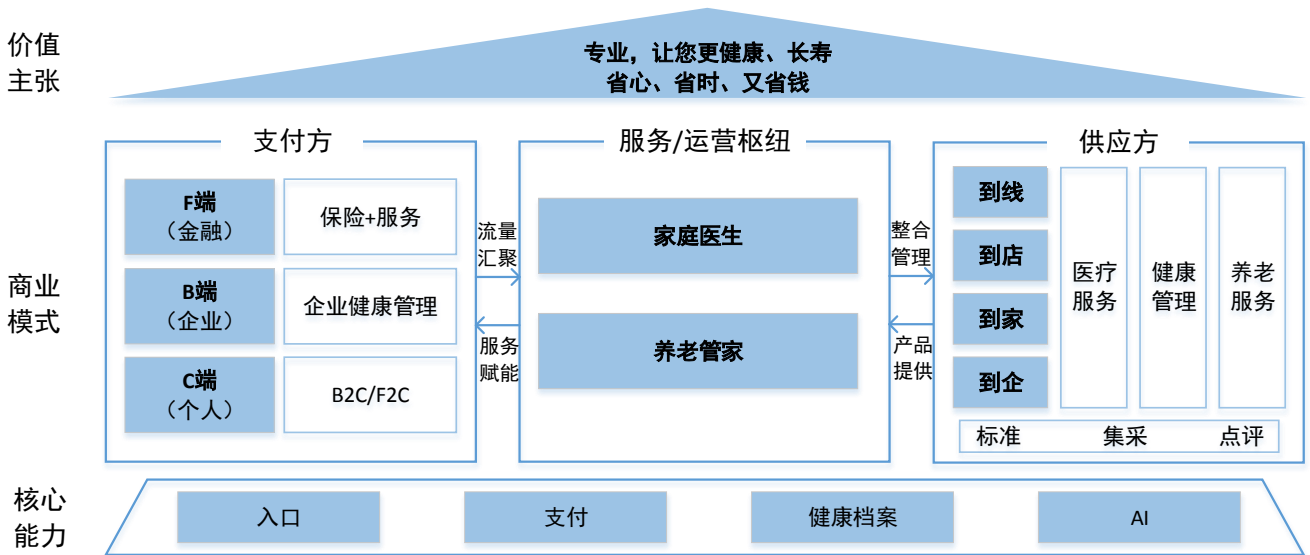
图 2: 中国平安当前定位“综合金融+医疗养老”战略



数据来源：公司 2024 年业绩推介 PPT，国泰海通证券研究

“综合金融+医疗养老”战略下，中国平安凭借综合金融基础形成的“支付方”角色，整合行业优质医疗养老资源，为客户提供一站式医养服务。具体体现为：支付方依托庞大的用户规模和广泛的市场覆盖，凭借议价能力和资源整合优势，为个人客户及企业员工构建一体化支付与服务平台，通过标准制定、集中采购、服务监督，整合优质医疗养老资源；服务端依托专业的家庭医生与养老管家，为客户提供便捷优质的医疗养老服务。

图 3：中国平安推动医疗养老服务与金融服务深度融合

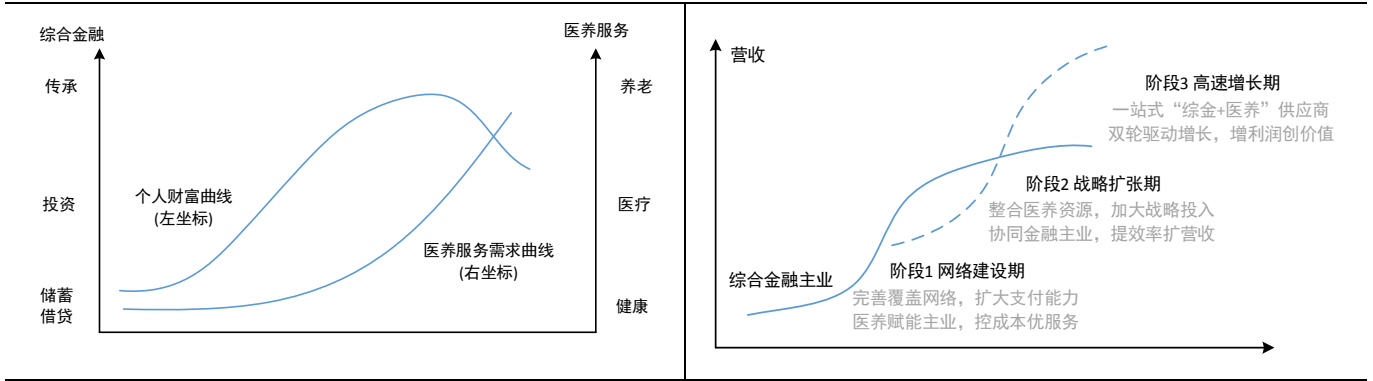


数据来源：公司 2025 年中期业绩推介 PPT，国泰海通证券研究

我们看好平安“产品+服务”商业模式推动公司盈利能力显著改善。收入端看，中国平安凭借财富管理、医疗解决方案、养老服务等领域的深度布局，在提升客户满意度的同时，也将增加综合金融和医养服务收入；成本端看，综合金融与医养服务的相互协同利好成本管控以及提升经营效率。

图 4：中国平安通过“综合金融+医疗养老”战略服务客户“财 图 5：中国平安医养战略的三阶段发展路径

富保值增值+医疗养老”需求



数据来源：公司 2024 年业绩推介 PPT，国泰海通证券研究

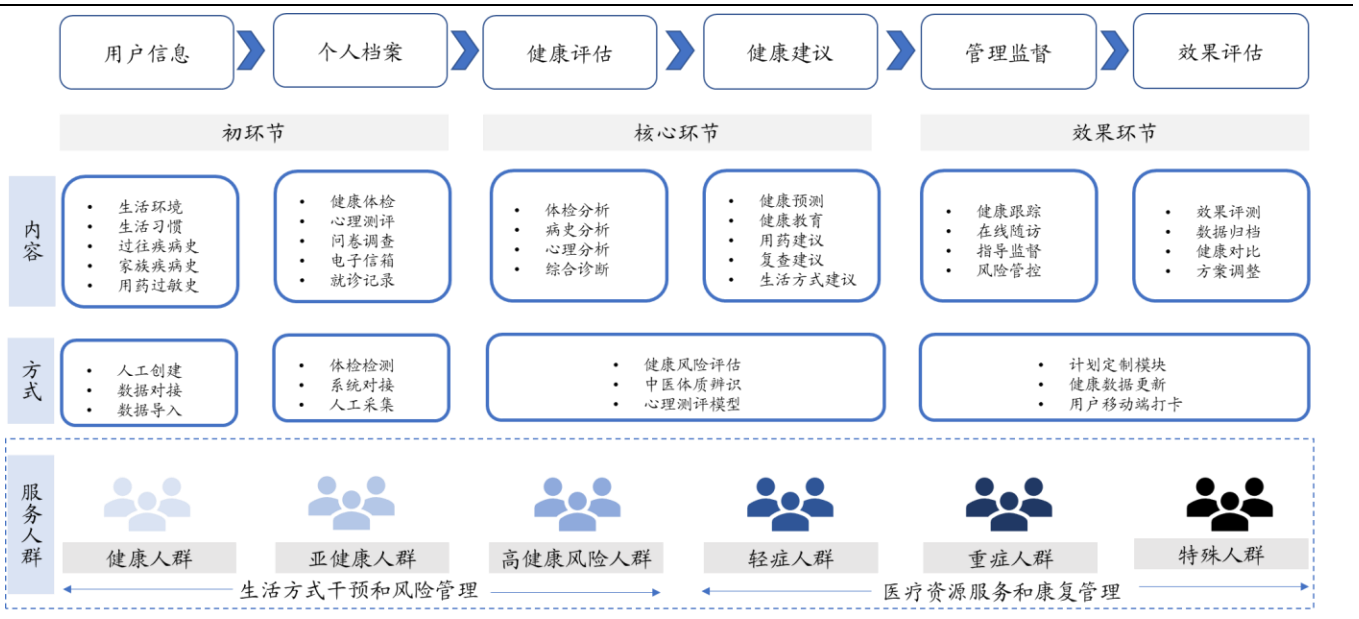
数据来源：公司 2024 年业绩推介 PPT，国泰海通证券研究

1.2.人口老龄化加速和商保重要性抬升两大外力，助推“综合金融+医养服务”战略发力

人口老龄化进程加速和商保重要性抬升两大外力加持下，中国平安的“综合金融+医养服务”战略将助推公司进入快速发展期。

随着人口老龄化进程加速，海外客户对于健康管理的需求提升。健康管理(Managed Care)于 20 世纪 50 年代末在美国提出，是以预防和控制疾病发生与发展，降低医疗费用，提高生命质量为目的，针对个体及群体进行健康教育，提高自我管理意识和水平，并对其生活方式相关的健康危险因素，通过健康信息采集、健康检测、健康评估、个性化管理方案、健康干预等手段持续加以改善的过程和方法。随着客户健康意识的提升，核心的健康需求从疾病发生后的医疗服务逐步转向寻求事前的健康管理降低疾病风险和改善健康状况。健康管理覆盖所有健康类型的人群，针对健康人群提供长期的健康追踪以及日常生活行为的全方位干预，引导客户养成良好生活习惯，预防疾病发生；针对患病人群主要提供医疗资源服务、病程监督以及康复照料等，帮助客户早日恢复健康。

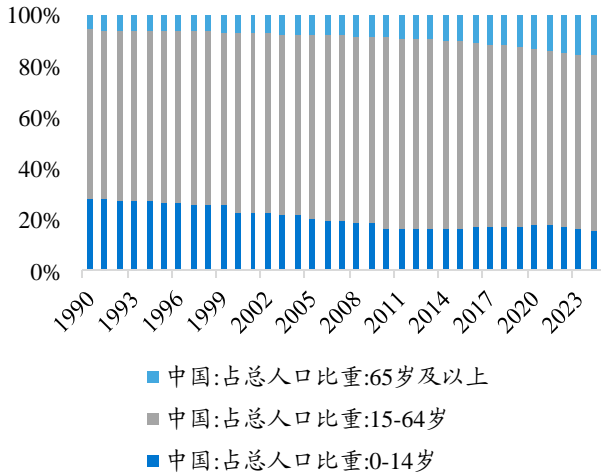
图 6：健康管理流程可覆盖各健康类型人群，提供差异化健康服务



数据来源：头豹研究院，国泰海通证券研究

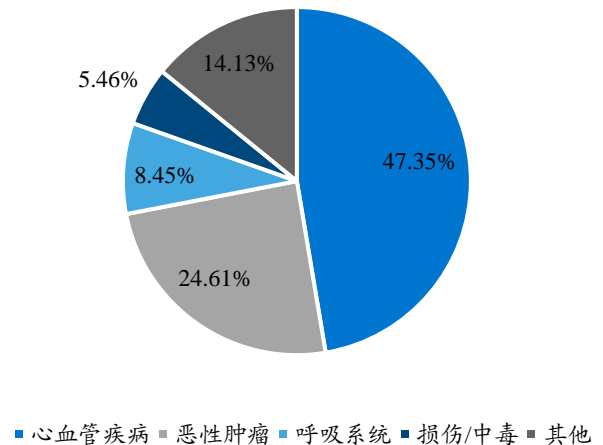
人口老龄少子化趋势叠加慢性病频率提升，预计中国健康管理服务需求开发潜力巨大。2024 年我国 0-14 岁人口占比 15.8%，较 10 年前下降 0.7pt；65 岁以上人口占比 15.6%，较 10 年前提升 5.5pt，人口老龄少子化趋势进一步提升。另一方面，慢性病成为当前居民死亡的最重要因素，而大部分慢性病如高血压、心脏病、脑血管病等，通常因不良生活习惯所致，若通过科学的健康管理服务进行干预有望显著改善健康状况。预计未来健康管理服务需求开发潜力巨大。

图 7：我国人口少子老龄化趋势日益加强



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图 8：慢性病是中国居民疾病死亡的主要原因



数据来源：《中国心血管健康与疾病报告 2024》，国泰海通证券研究

此外，政策支持利好推动保险公司提升健康服务供给能力，预计商业保险将成为医疗健康领域的重要参与者。2016 年 10 月，国务院发布《“健康中国 2030”规划纲要》，鼓励保险公司开发与健康管理服务相关的健康保险产品，促进商业保险公司与医疗、体检、护理等机构合作；发展健康管理组织等新型组织形式；支持保险业投资、设立医疗机构等，目标到 2030 年，商业健康保险赔付支出占卫生总费用比重显著提高。2019 年 11 月，原银保监会发布新修订的《健康保险管理办法》，鼓励保险公司发展健康体检、健康咨询、健康促进、疾病预防、慢病管理、就医服务、康复护理等健康管理服务，并将健康管理服务成本占净保险费比重由 2012 年版的 12% 提升至 20%。2020 年 12 月，保险行业协会发布《保险机构健康管理服务指引》等四项健康管理相关标准，对 12 大类健康服务项目及其细分 74 个子项目设置应用标准。政策支持下，预计保险公司将迅速建立健康服务供给能力，满足客户多样化的健康管理服务需求。2026 年 1 月 22 日，中国保险行业协会、精算师协会、银行保险资管业协会、银保信公司共同组织召开健康保险高质量发展工作座谈会，会议强调保险行业要认真贯彻党的二十届四中全会精神，围绕加快建设健康中国、积极应对人口老龄化、支持创新药等国家重点产业发展的目标，要积极回应市场需求，坚守商业保险基本原理和客观规律，不断丰富保险产品供给，提升服务质量，更好地满足人民群众高品质健康保障需求。

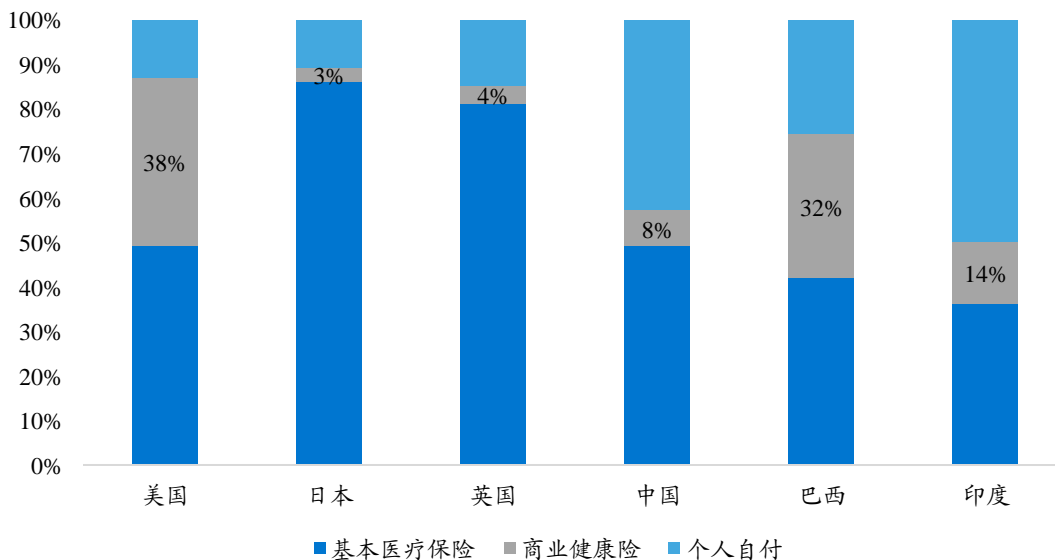
图 9：保险行业协会准则下的健康服务分类体系



数据来源：保险行业协会，中国健康管理协会，国泰海通证券研究

与美国等发达国家相比,我国商业健康险在医疗支付端的占比仅为 8%(2024 年), 远远低于美国、巴西及印度等国家。随着人口老龄化以及推动商业健康险发展的政策逐步出台,商业健康险在医疗的支付和服务端均有极大的发展空间。

图 10: 我国商业健康险在医疗支付端的占比较低(2024 年)

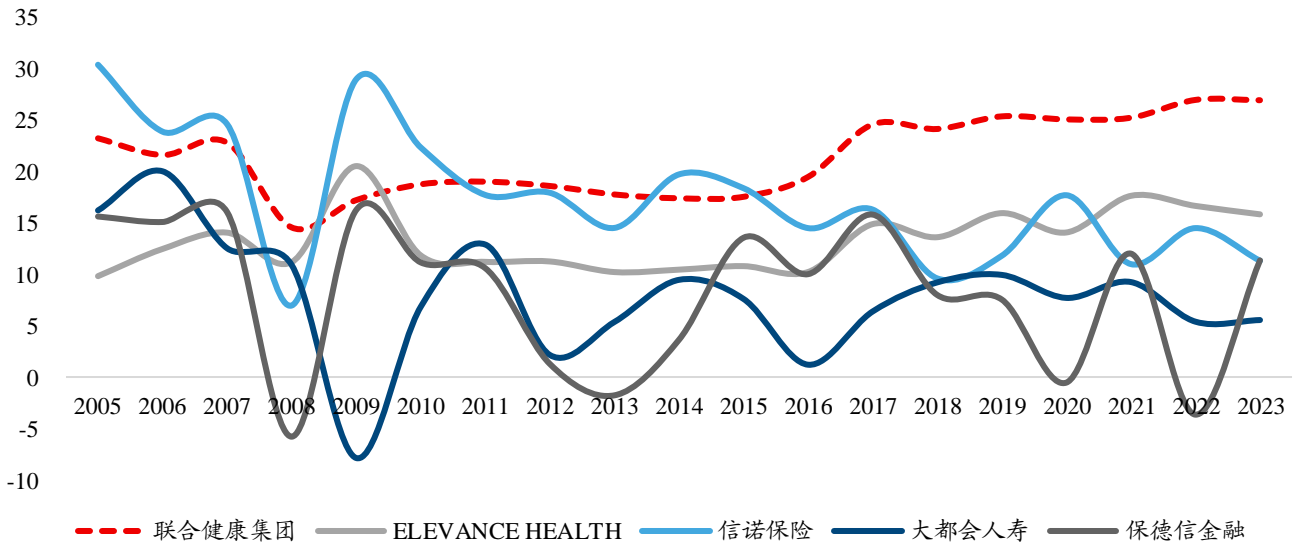


数据来源：Databank，国家卫健委，经合组织，CMS，厚生劳动省，弗若斯特沙利文报告，国泰海通证券研究

## 2. 他山之石：三大优势打造“产品+服务”模式，UNH 盈利长期超越同业

以 UNH 为代表的美国头部健康险公司，通过打造“产品+服务”模式，其 ROE 水平及确定性远高于传统保险公司。

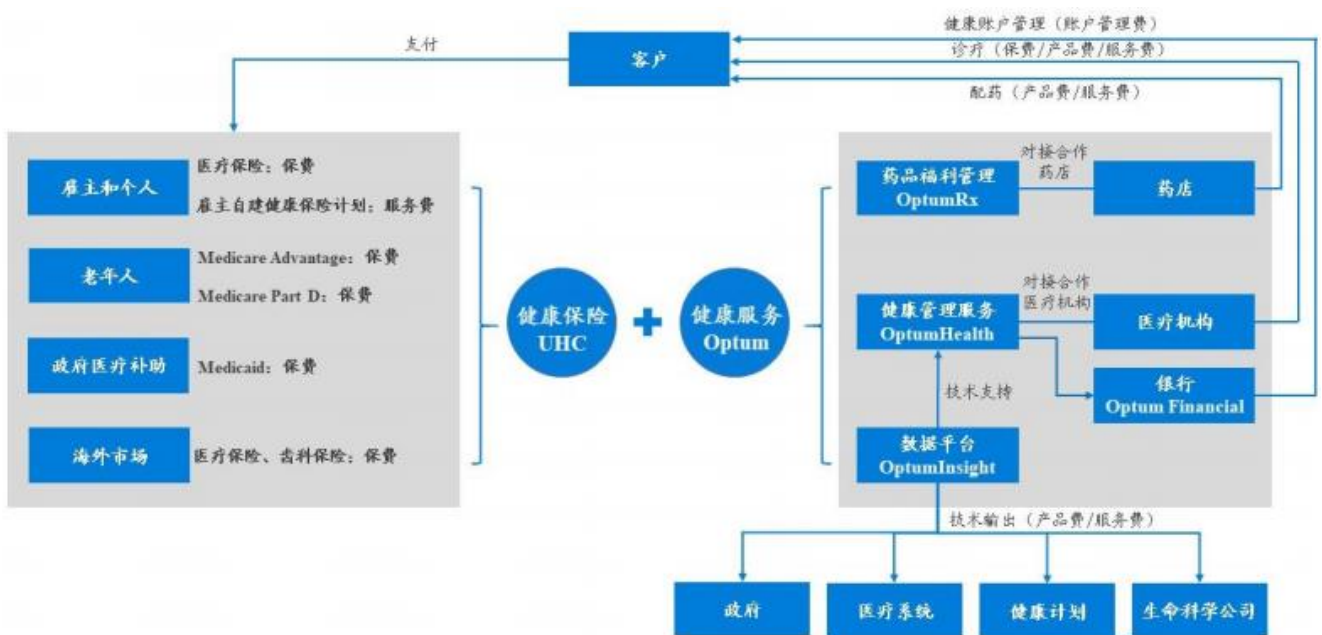
图 11: 美国联合健康等头部健康险公司 ROE 水平 (%) 和确定性显著高于传统保险公司



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

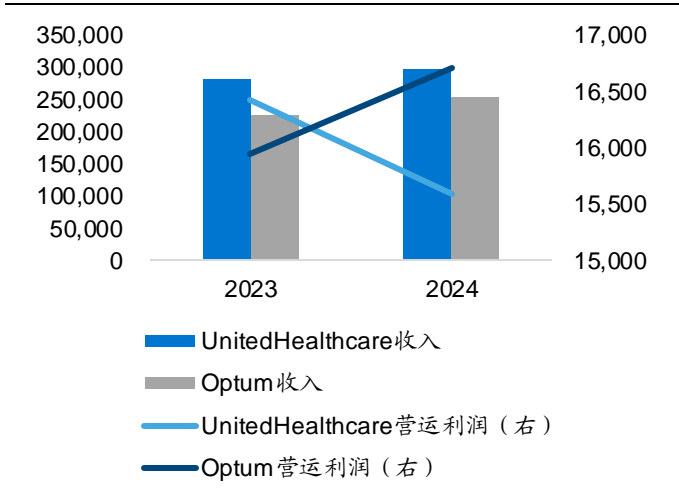
联合健康盈利能力突出主要得益于“保险+服务”深度融合推动收入增长以及成本压降。联合健康核心采用“保险+服务”的商业模式，一方面通过健康保险 (UnitedHealthcare) 业务板块为客户提供医疗保险；另一方面通过健康服务 (Optum) 业务板块支撑其健康管理服务体系，包括由 OptumHealth 提供的健康管理服务、OptumRx 提供的药品管理服务，以及 OptumInsight 提供的信息科技服务。1) 公司的主要营业收入来自于保费收入、产品收入和服务收入，得益于保险业务与康养服务深度融合有效提升客户粘性，以及多年来外延式扩张推动业务版图不断丰富推动收入稳健增长。2) 公司通过精细化客户健康管理服务降低疾病发生概率及诊疗赔付、兼并收购药厂降低拿药成本，以及优化系统与技术缓解运营费用，实现较好的成本压降。从收入和利润结构来看，以保险业务为主的 UHC 和以服务为主的 Optum 共同带来了公司的收入和盈利的高增长。

图 12: 联合健康建立“保险+服务”的商业模式



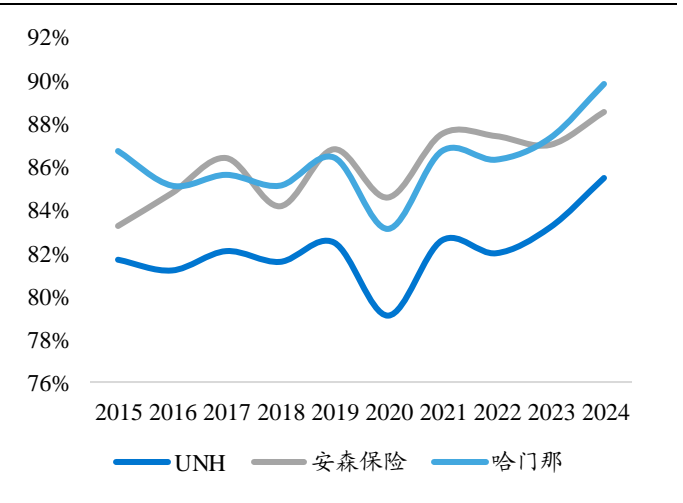
数据来源: 国泰海通证券研究

图 13: UHC 和 Optum 共同带来了 UNH 的收入和盈利高增(百万美元)



数据来源: 联合健康公司年报, 国泰海通证券研究

图 14: UNH 的健康险经营成本优于同业



数据来源: 联合健康、安森保险(现 Elevance Health)、哈门那公司年报, 国泰海通证券研究

### 2.1. 支付端以保险为入口提供一站式健康管理方案

支付端看，联合健康以保险为入口向客户提供“保险+服务”的一站式健康管理方案。联合健康的保险业务主要是面向团体和个人客户、老年客户、政府医疗补助客户和国际客户等四大客群的短期健康险业务。公司以承保保险业务为入口，为客户提供全面的健康服务管理方案，同时高效实现降费控赔提升客户满意度。以企业团险客户为例，公司通过提供精细化的产品方案，实现降低雇主成本、提升雇员满意度的成效。根据一家第三方精算机构 Wakely 的研究，联合健康为其会员节省超过市场 10% 的医疗费用。具体包括三方面：1) 健康险方案优化：为雇主定制合适的健康险方案，包括给员工提供更多的健康管理方案选项、减少非必要的医疗费用开支、基于诊疗数据识别潜在健康风险等，有效控制总医疗成本。根据公司官网披露，采用 Personal Health Support (个人健康支持服务) 的会员每月节省的医疗费用支出达 14.05 美元。2) 引导网络内就医：通过整合医疗健康资源建立广泛的医疗服务网络，积极引导客户在网络内进行预防-治病-护理的一站式医疗健康服务，避免网络外的资源使用，从而实现成本控制。根据公司官网披露，选择 NexusACO 健康计划(联合健康的一款责任式医疗健康计划，推荐客户在网络内就诊，但同时客户也可选择在网络外就诊)的雇主得益于更多采用网络内服务就医，从而为雇主节省 15% 的医疗费用支出。3) 提升员工健康管理参与度：通过提供激励方案改善雇员健康行为、提供更多个性化且有针对性的沟通等。

图 15: 联合健康以健康险为入口为客户提供一站式健康管理方案

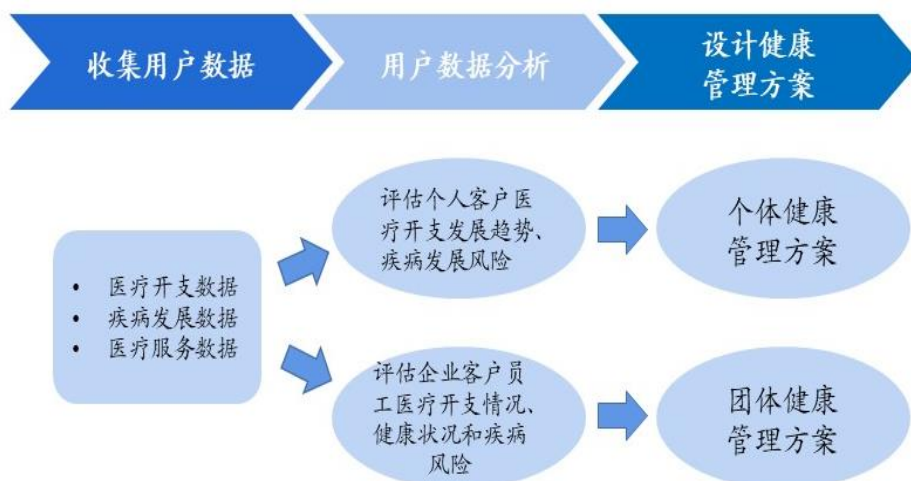
	1 健康险方案优化	2 引导网络内就医	3 提升员工健康管理参与度
主要痛点	约38%的消费者未选择最优的医疗方案	没有初级护理机构服务的成人约19%无法得到有效的预防性筛查	部分亚健康状态导致赔付率提升，如73%的人群面临肥胖问题
解决方案	<ul style="list-style-type: none"> <li>基于诊疗数据识别潜在健康风险</li> <li>给员工提供更多的健康管理方案选项</li> <li>减少不必要的医疗支出</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>建立广泛的医疗服务网络</li> <li>减少系统外就医，控制医疗成本</li> <li>鼓励和拓展线上护理</li> <li>鼓励选择初级护理机构</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>提供激励方案改善雇员健康行为</li> <li>提供个性化且有针对性的沟通</li> <li>给员工免费参与减重等健康服务</li> </ul>
改善成效	采用Personal Health Support的会员每月节省的医疗费用支出达14.05美元	选择NexusACO健康计划的雇主更多采用网络内服务就医，节省15%的医疗费用支出	提供Real Appeal健康服务项目目的企业可有效降低医疗费用支出12%

数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

## 2.2.供给端深耕客需，满足差异化服务需求

供给端看，联合健康基于长期积累的健康险理赔和服务数据为客户提供差异化的健康管理服务。公司在长期的服务提供过程中进行用户数据的收集和积累，包括医疗开支数据、疾病发展数据、医疗服务数据等，在此基础上进行数据分析，对个体、团体等不同的客户群体进行分类信息加工处理。对个体客户而言，数据分析重点优化客户的医疗费用管理、疾病风险评估等，并给用户提出个性化的疾病管理方案；对团体客户而言，数据分析可为企业设计费用管理方案和疾病管理方案，帮助企业客户了解员工医疗开支情况、健康状况和疾病风险。

图 16: OptumHealth 基于数据积累和分析进行健康管理方案设计



数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

## 2.3.高效整合支付端和服务端，兼顾客户体验和盈利性

联合健康深度整合医养资源，打造精细化医疗服务方案。联合健康通过重资产招聘医护团队，为客户提供医疗服务、健康追踪和资源衔接，其中医生主要提供首诊等医疗服务，护士提供健康追踪、资源衔接等长期服务。医生团队方面，建立优选项目评定医生服务的质量和效率，实现医疗费用控制。护理团队方面，建立专业护理团队实现客户高频交互及资源对接，帮助客户更好进行健康管理。

图 17: 联合健康建立优选项目用于评定医生服务的质量和效率



数据来源: 公司年报, 国泰海通证券研究

表 1: 联合健康通过引入专业的护理团队细分客群制定差异化健康方案, 提升药物依从度

疾病类别	药物依从度		服从性天数在总疗程占比		服从性会员占比	
	健康管理会员	非健康管理会员	健康管理会员	非健康管理会员	健康管理会员	非健康管理会员
哮喘	93.9%	83%-85%	80.9%	75%	64.5%	54.9%
背部疾病	96.5%	83%-85%	NA	NA	NA	NA
糖尿病	91.7%	83%-85%	90.5%	86.5%	89.3%	74.4%
高血压	94.8%	83%-85%	90.9%	87.6%	85.0%	77.6%
精神疾病&药物滥用	94.7%	83%-85%	87.7%	83%-86%	78.2%	68%-73%

数据来源: 公司年报, 国泰海通证券研究

### 3. 凭借领先的综合金融基础、先发的医养布局以及强大的科技能力三大优势, 预计中国平安将构建更高效“金融+服务”体系

#### 3.1. 凭借综合金融优势, 预计平安更能聚合强大的支付能力

强大的综合金融基础, 使得平安更能聚合强大的支付能力。平安集团具备强大的综合金融基础, 一方面, 强大的综合金融基础能使形成更大规模的支付能力; 另一方面不同于传统金控平台, 中国平安的综合金融协同效应远超同业, 与国内外同业相比, 更能有效聚合强大的支付能力, 截至 25H1, 持有

平安集团内 4 个及以上合同的客户占比 26.6%，留存率 97.8%；服务时间 5 年及以上客户占比 73.8%，留存率 94.6%。

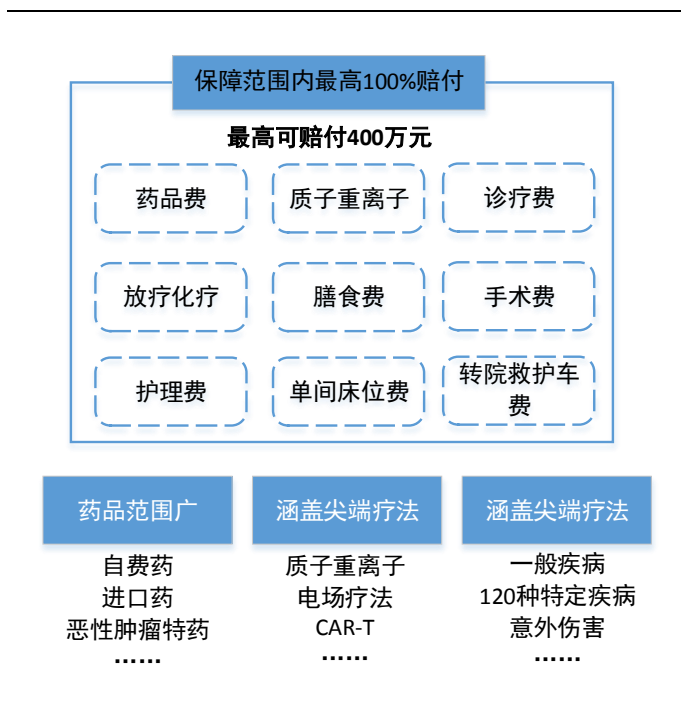
表 2：中国平安综合金融优势突出

年份	金融企业《财富》全球排名	《全球保险品牌价值》排名	全球保费排名
2019	5	1	3
2020	3	1	2
2021	2	1	4
2022	4	1	5
2023	6	1	5
2024	10	1	10
2025	9	1	11

数据来源：A.M.Best，国泰海通证券研究

强大的支付能力是打造“产品+服务”模式的重要竞争力。这在平安的业务实践中已有案例。例如推出专属“平安 e 生保-特需医疗险”系列健康管理服务，购买保单的客户可享受最高 400 万的住院保障，以及从门诊到康复的全流程医疗服务照护，进一步满足中高端客户对轻奢医疗的需求。2025 年上半年，超 1,300 万平安寿险的客户使用健康管理服务，其中新契约客户使用健康管理服务占比近 67%。

图 18：“平安 e 生保-特需医疗”提供住院保障



数据来源：平安口袋 E，国泰海通证券研究

图 19：“平安 e 生保-特需医疗”提供北大医院就医全流程服务



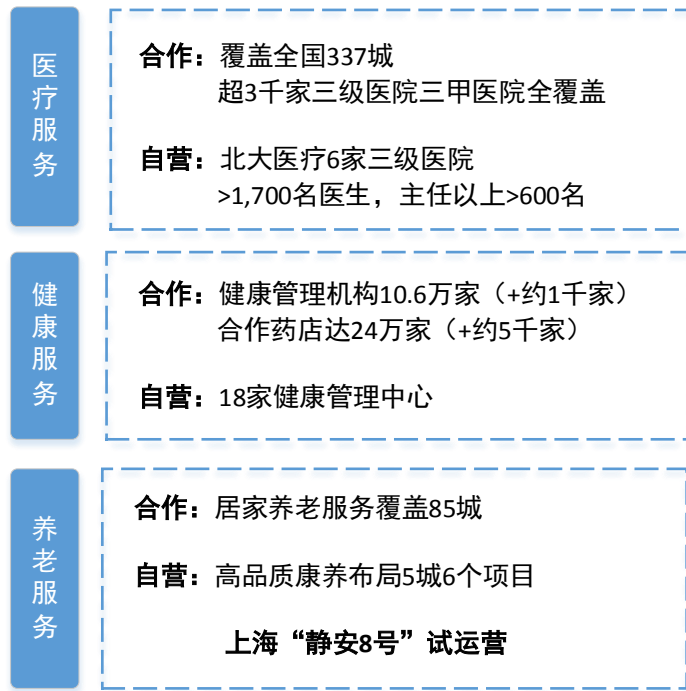
数据来源：平安口袋 E，国泰海通证券研究

### 3.2. 领先同业，通过“自营+合作”模式及早布局医养服务生态圈

平安集团领先同业，及早以“自营+合作”模式布局医养服务生态圈。自营资源方面，截至 2025 年上半年，公司旗下拥有北大医疗 6 家三级医院，拥有超 1700 人的自有医生团队，18 家健康管理中心，高品质康养布局 5 城 6

个项目;外部合作覆盖全国 337 城,超 3000 家三级医院,实现三甲医院 100% 覆盖,合作健康管理机构 10.6 万家,合作药店 24 万家。供应商管理方面,公司建立了 O2O 供应商管理体系,根据客户差异化的健康服务需求,通过集中式平台进行健康管理服务采购及提供,提高服务效率。平安健康已签约外部供应商 40 多家,覆盖疾病早筛、好医生、代配药、紧急救援、康复护理、中医等各项服务环节,并对外部供应商实行全流程监督,确保服务质量。

图 20: 平安通过自营及外部合作积累丰富医疗资源



数据来源: 中国平安 2025 年中期业绩推介 PPT, 国泰海通证券研究

表 3: 平安健康签约外部供应商名单及服务类型

服务类型	供应商全称
产品定制化服务	上海美年门诊部有限公司
	平安健康互联网股份有限公司上海分公司
	上海乐雅健康科技有限公司
	平安健康互联网股份有限公司上海分公司
	上海镁信健康科技有限公司
	平安健康互联网股份有限公司上海分公司
代配药	上海镁信健康科技有限公司
	上海益丰光星大药房
	北京百姓阳光大药房有限公司
好医生	上海企健信息技术有限公司
	北京好医生健康管理有限公司
	平安健康互联网股份有限公司宁波分公司
紧急救援	平安健康互联网股份有限公司上海分公司
	平安健康互联网股份有限公司上海分公司
康复护理服务	欧乐旅行援助(北京)有限公司
	安联世合国际救援服务(北京)有限公司
	上海抚理健康管理咨询有限公司

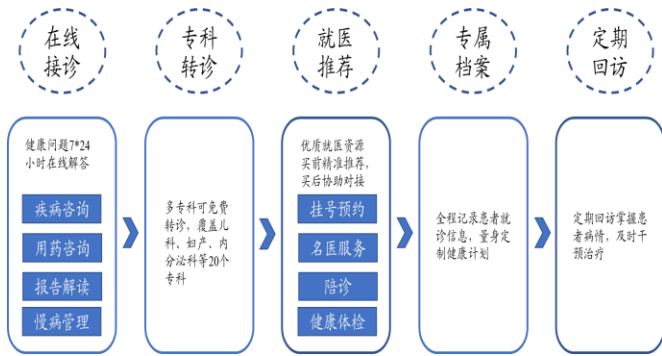
	福寿康（上海）医疗养老服务有限公司
	福建瑞泉护理服务有限公司
	上海惠泽养老服务有限公司
其他服务	远盟康健科技有限公司
	北京泓华诊所有限公司
特药服务	上海镁信健康科技有限公司
医疗网络	仁恒集团有限公司
垫付服务	优加健保健康科技（北京）有限公司
早筛服务	爱每康早筛早诊服务平台（上海世高生物科技有限公司）
	九毓维健康科技（上海）有限公司
中医服务	上海颜德馨中医药基金会
	上海休誉信息科技事务所（有限合伙）
	平安健康互联网股份有限公司上海分公司
	深圳百果园实业发展有限公司
	新百伦贸易（中国）有限公司
	鼎惠（上海）科技有限公司
	国动云计算（江苏）有限公司
运动奖励提供	上海苏宁易购销售有限公司
	迪卡侬（上海）体育用品有限公司
	环胜电子商务（上海）有限公司
	星巴克（上海）商业有限公司
	北京本来工坊科技有限公司
	上海良馨文化传播有限公司
	上海圆迈贸易有限公司
健康管理及健康调养服务	北京太一科技有限公司
	珠海点睛集生物科技有限公司

数据来源：平安健康险官网，国泰海通证券研究

医疗服务方面，中国平安以家庭医生为核心，提供便捷的医疗及康复护理服务。“平安家医”借助 AI 医疗技术赋能全场景服务，并持续创新“保险+医疗”产品，助力客户实现全周期健康管理。“平安家医”为参加健康服务计划的客户配备副主任/主治医师级别以上的线上专属家庭医生，作为客户的“医生+导航员+客户经理”，提供在线接诊、专科转诊、就医推荐、健康建档、定期回访的全医疗健康管理链路引导，满足患者就医需求同时建立健康档案，通过及时干预治疗及针对性的健康促进计划，帮助患者恢复健康。健康服务有效触达客户痛点，使用频率高且提升效果明显。

图 21：家庭医生提供全流程健康服务链路引导打通线上线下环节

图 22：客户健康管理服务有效提升客户粘性



促销售

- 70%: 医养客户对寿险新业务价值的贡献占比
- 3倍: 居家养老客户对寿险件均首年保费的贡献提升
- 2.3倍: 价值客户客均合同数提升

优体验

- 35%: 客均线上问诊次数同比提升
- 100%: 居家养老“智能守护”警报响应率
- 10秒: 居家养老“智能守护”警报响应时效
- 98%: AI全覆盖体检报告解读准确率

数据来源: 平安健康 APP, 国泰海通证券研究

数据来源: 中国平安 2024 年业绩推介 PPT, 国泰海通证券研究

养老服务方面, 中国平安同步布局机构养老和居家养老服务, 重点满足高净值以及中高端客户的养老服务需求。居家养老方面, 截至 2025 年 6 月末, 平安居家养老服务覆盖全国 85 个城市, 上线数百项十维居家养老服务, 近 21 万名客户获得居家养老服务资格, 较年初增加近 5 万人; 公司聚焦客户全养老周期的需求, 持续进行特色服务建设。高端养老方面, 截至 2025 年 6 月末, 平安高品质康养社区已布局 5 个城市, 共计 6 个项目, 均陆续进入建设阶段。

表 4: 中国平安机构养老和居家养老服务分别面向高净值和中高端客群

养老服务模式	会员等级	保费门槛	服务权益
机构养老	V1 客户	1888 万元	一次保证入住
	V2 客户	2888 万元	两次保证入住
	V3 客户	3888 万元	三次保证入住
居家养老	V1 客户	100 万元	图文问诊、音视频问诊、智能管家、线上管家
	V2 客户	300 万元	在 V1 基础上, 重疾专案管理、血糖管理
	V3 客户	500 万元	在 V2 基础上, 健康服务包
	需付费使用	NA	其他增值服务 (厨师上门做饭、定制旅游、上门护理、适老化设施改造、智能监测、健康监测等)

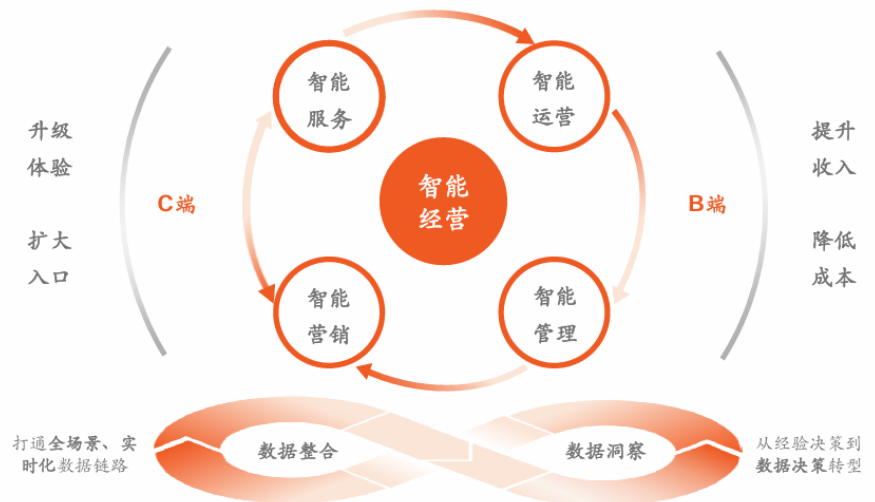
数据来源: 平安金管家, 国泰海通证券研究

### 3.3. 贯穿全业务链的强大科技能力助力“产品与服务”的高效整合

强大的科技能力是中国平安打造“产品+服务”模式又一核心竞争力。贯穿全业务链的强大科技能力将有效提升平安集团给予其客户的服务质效, 持续

优化综合金融与医疗养老的服务流程、降低运营成本、提升服务精准度。

图 23: 中国平安通过科技赋能提升客户服务质效



数据来源: 中国平安 2025 年中期业绩推介 PPT, 国泰海通证券研究

集团科技实力积累雄厚, 为“产品+服务”模式的协同提供底层基座。截至 2024 年末, 平安已累计获得国内外人工智能竞赛冠军 30 项, 专利申请数突破 5.5 万项, 稳居全球金融科技与医疗健康专利榜首。公司打造“九大数据库+五大实验室+三大科技应用层”体系: 九大数据库涵盖金融、医疗、消费等维度, 沉淀了 30 万亿字节的原始数据与 3.2 万亿高质量文本语料, 为 AI 大模型训练提供了“数字石油”; 五大实验室聚焦计算机视觉、自然语言处理等前沿领域, 其研发的 AI 辅助诊疗系统已覆盖 2000 种疾病, 诊断准确率超 95%。

表 5: 中国平安科技研发实力领先行业

指标类别	具体指标	相关成果
专利总量	累计专利申请数	5.5 万项
行业排名	金融科技专利数	8,582 项, 全球第一 (数据来源: 2019-2025 年 --- 《2025 年专利分析白皮书》)
	医疗健康专利数	4,176 项, 全球第一 (数据来源: 2019-2025 年 --- 《2025 年专利分析白皮书》)
	生成式 AI 专利申请数	全球第二位

数据来源: 公司官网, 国泰海通证券研究

表 6: 中国平安打造“953”科技矩阵, 全面构筑金融科技护城河

指标类别	具体指标	相关成果
“953”科技矩阵	九大数据库	包括五大医疗数据库和四大金融数据库, 沉淀 30 万亿字节原始数据
	五大实验室	全球领先的实验室, 涵盖计算机视觉、自然语言处理等前沿领域
	三大科技公司	平安新金科、金融一账通、平安好医生

数据来源: 公司官网, 国泰海通证券研究

## 4. 投资建议：“产品+服务”打造新的价值增长极，目标价 88.53 元，建议增持

投资者当前依然以保险等金融视角看待中国平安的价值，在市场担忧长期低利率背景下，当前仅给予公司 0.75 倍 PEV，单就金融业务而言，已显著低估。

此外，我们认为应当给予中国平安“综合金融+医疗养老”战略下构建“产品+服务”新模式带来的长期盈利超预期以合理的估值水平。结合合理国债收益率假设下的 EV、医养服务上市公司的 PS 估值，以及 UNH “产品+服务”模式带来的协同溢价，我们给予中国平安 1.6 万亿目标市值，对应 88.53 元目标价，维持增持评级。

### 4.1.单就综合金融分部，当前股价处于估值低位，具有安全边际

经过测算，我们认为中国平安当前股价仅就金融业务而言处于估值低位。当前市场给予中国平安金融业务的 A 股市值是基于 1.06%的十年期国债收益率假设给出的，远低于当前十年期国债收益率真实和市场预期水平。

当前市场对中国平安金融业务的担忧，主要体现在低利率环境下，寿险业务预期利润的实现度上。为此，我们通过 EV 的敏感性分析测算了出了股价所隐含的十年期国债收益率水平。计算逻辑为：1) 首先测算出平安保险资产投资收益率超过十年期国债收益率的历史超额收益；2) 运用 EV 敏感性分析测算出市值所对应的投资收益率假设；3) 运用当前市值所隐含的投资收益率减去平安投资端超额收益即为中国平安当前金融业务所隐含的十年国债收益率假设。将这个计算值与实际及预期国债收益率对比，来合理评估中国平安当前的估值。

中国平安 2020-2024 年保险资产投资收益率超过 10 年期国债收益率的平均水平为 1.68%。

表 7: 过去 5 年，中国平安保险资产投资收益率超越十年期国债的水平平均为 1.68%

	保险资产投资收益率	十年期国债收益率	超额收益
2024	5.80%	2.22%	3.58%
2023	3.60%	2.72%	0.88%
2022	2.70%	2.77%	-0.07%
2021	3.80%	3.03%	0.77%
2020	6.20%	2.94%	3.26%
平均	4.42%	2.74%	1.68%

数据来源：Wind，公司年报

注：因数据披露口径的原因，2021-2024 年投资收益率数据为公司保险资产的综合投资收益率；2020 年为公司总投资收益率

此外，我们根据 EV 的利率敏感性分析，测算了中国平安 AH 目前股价所隐含的投资收益率分别为 2.74%和 2.70%。

由此可以得出，当前中国平安股价所隐含的十年期国债收益率水平为 1.06%

和 1.02%。所以，目前股价所隐含的十年期国债收益率水平远低于当前国债收益率水平及市场对国债收益率的预期。

表 8: 当前中国平安股价隐含了悲观的国债收益率预期

备注	当前市值隐含 投资收益率 ①	2020-2024 平均 超额收益 ②	隐含 10 年期国债 收益率 ③ =①-②
中国平安 (A)	2.74%	1.68%	1.06%
中国平安 (H)	2.70%	1.68%	1.02%

数据来源: Wind, 国泰海通证券研究。注: 数据截至 26 年 2 月 13 日

注: ① = (4% - [(市值-anw)/50bps 对 vif 影响]\*50bps); ② 为中国平安 2020-2024 年实际投资收益率超过 10 年期国债收益率的平均水平

结合当前 10 年期国债收益率水平 (1.8%) 以及中国平安有效业务价值的利率敏感性分析。我们可以得出中国平安综合金融的合理估值为 1.41 万亿。

表 9: 按照当前国债收益率水平, 中国平安综合金融业务合理估值为 1.41 万亿

中国平安金融业务估值	计算逻辑	金额 (百万)
一、ANW (25E)	①	1,108,457
二、VIF (3.48% 投资收益率假设)	② = ③ * (4% - 3.48%) / 0.5% * (1 - ④)	304,862
2.1 VIF (4% 投资收益率假设)	③	467,121
2.2 50bps 对 VIF 的影响率	④	33.40%
三、EV (3.48% 投资收益率假设)	⑤ = ① + ②	1,413,319

数据来源: Wind, 公司年报

注: ④ 为 2024 年中国平安 vif 在投资收益率下降 50bps 假设下的下降幅度。

#### 4.2. “产品+服务”模式将打造新的价值增长极, 给予目标价 88.53 元

从海外主业为保险的金融集团估值来看, “产品+服务”的有效融合将带来更高的估值水平。海外经验看, 美国市值前十大保险公司中有三家为美国的头部健康险公司, 且其估值普遍高于同业水平, 尤其以美国联合健康为代表。我们认为美国头部健康险公司享有估值溢价的核心原因在于保险业务与医养服务深度结合带来确定性更高的盈利增长预期。

表 10: 前十大市值保险公司中三家为深度参与医养服务的健康险公司

排名	公司	股票代码	市值 (十亿美元)	核心业务	PE (ttm, 2025 年初至今)
1	伯克希尔 - 哈撒韦 (Berkshire Hathaway)	BRK	1073.9	保险 (GEICO 等)、多元投资	32.72
2	联合健康集团 (UnitedHealth Group)	UNH	262.7	健康保险、健康管理 (Optum)	19.34
3	丘博保险 (Chubb)	CB	130.5	综合保险服务	12.34
4	前进保险 (Progressive Corporation)	PGR	119.6	汽车保险为主, 非寿险	15.26

5	信诺集团 (Cigna Group)	CI	75.7	健康保险、医疗服务	17.63
6	Elevance Health	ELV	73.9	健康保险 (原 Anthem)	14.23
7	旅行者集团 (The Travelers Companies)	TRV	65.9	财产意外险、商业保险	11.88
8	美国家庭人寿保险 (AFLAC)	AFL	59.1	补充健康保险、人寿保险	16.06
9	大都会人寿 (MetLife)	MET	51.6	人寿保险、年金、员工福利	13.43
10	哈特福德金融服务 (The Hartford)	HIG	39.2	商业保险、团体福利、个人财险	11.09
平均					14.58

数据来源: Wind, 国泰海通证券研究。

UNH 相对同业的更高估值, 除了其保险分部和服务分部各自优异表现外, “保险+服务”的协同也是 UNH 能实现盈利稳定增长的关键。从分部估值结果来看, 市场还给予了其 11.66%的协同溢价。

表 11: UNH 的市值体现了“产品+服务”模式的协同优势

单位: 百万美元	计算逻辑	UNH 估值拆分
一、UNH 保险部分估值	①=②*③	128,524
Healthcare 利润	②	9,400
可比同业 PE 估值	③	13.67
二、UNH 服务部分估值	④=⑤*⑥	175,576
OPTUM 健康服务收入	⑤	243,178
可比同业 PS 估值	⑥	0.72
三、UNH 市值	⑦	339,549
四、协同溢价率	⑧=⑦/(①+④)-1	11.66%

数据来源: Wind, 国泰海通证券研究。

注: 1、分部利润与收入为静态财务数据, 市值截至 2026 年 2 月 23 日, OPTUM 健康服务收入剔除了分部的保险收入; 2、为了应对短期股价波动对合理估值的扰动, 可比同业 PE 和 PS 均为 2025 年 1 月 1 日至今的平均值, UNH 的市值也为 2025 年至今的平均值; 3、保险分部的可比同业选择了大都会人寿、邱博保险和前进保险; 4、服务分部的可比估值选取了 Tenet Healthcare、Universal Health Service 以及 Express Scripts (因美国没有独立上市大型 PBM 公司故被采用其被信诺收购时 PS)

从目前 AH 上市的健康管理服务的相关公司估值来看, 平均 PS 为 7.67 倍。基于此从保守角度出发, 我们给予平安服务分部 7.67 倍 PS 估值。随着平安在战略上给予医疗养老更多的重视与倾斜, 预期收入将会增加, 未来仍有提升空间。

表 12: 平安医养服务可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元)	每股营业收入(元)				PS			
		2026/2/21	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
京东健康	06618.HK	56.85	18.18	22.21	25.83	29.58	3.13	2.56	2.20	1.92

阿里健康	00241.HK	6.05	1.68	1.90	2.16	2.40	3.60	3.18	2.80	2.52
卫宁健康	300253.SZ	11.06	1.27	1.18	1.32	1.50	8.71	9.39	8.37	7.37
创业慧康	300451.SZ	5.48	0.92	0.92	1.03	1.17	5.97	5.95	5.32	4.69
平均值							<b>7.34</b>	<b>7.67</b>	<b>6.85</b>	<b>6.03</b>

数据来源：Wind，国泰海通证券研究。注：盈利预测来源为 wind 一致预期

我们认为平安集团凭借强大的综合金融基础、医养服务的领先布局以及贯穿业务链的强大科技能力三大优势，将通过“产品+服务”模式构建新的价值增长极，在更有效满足客户需求的前提下，实现股东价值。

综上，我们对金融分部采用当前国债收益率所对应的合理 EV 进行估值；对服务分部采用可比同业 PS 估值；并参靠 UNH 的协同溢价率。我们给予中国平安 1.6 万亿市值，即每股 88.53 元。

表 13：采用分部估值，我们给予中国平安 15954.07 亿目标市值

中国平安集团估值（百万元）	计算逻辑	估值金额
一、金融分部估值	①=②*③	1,413,319
二、服务分部估值	④=⑤*⑥	22,376
服务收入（25E 归母）	⑤	2,916
PS	⑥	7.67
三、协同溢价率	⑦	11.66%
四、合理市值	⑧ = (①+④) * (1+⑦)	1,603,054
五、股本	⑨	18,108
六、股价	⑩ = ⑧ / ⑨	88.53

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

注：1、综合金融分部估值采用当前国债收益率假设下 EV；2、服务分部的 PS 倍数采用京东健康、阿里健康、卫宁健康和创业健康的平均 PS 倍数，并剔除少数股东部分；3、协同溢价参照 UNH

## 5. 风险提示

资本市场波动；利率曲线持续下移

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。  以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	股票投资评级	增持 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上 谨慎增持 相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间 中性 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 减持 相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	行业投资评级	增持 明显强于沪深 300 指数 中性 基本与沪深 300 指数持平 减持 明显弱于沪深 300 指数

## 国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号

邮编 200011

电话 (021) 38676666